





数据,回答了上述问题。该问卷数据的金融知识模块共有 25 道题,涉及投资者基本金融知识以及对金融市场和金融产品的认知。选择基金投资者作为研究对象是因为基金投资是金融咨询一种特殊且完全的形式。基金投资实际上是一种委托投资,是投资人把资金账户完全交由基金经理,基金经理根据自己的专业知识和判断完成投资决策的过程。通过研究基金投资者金融知识和投资业绩,我们发现:第一,基金投资者的金融知识水平明显高于普通居民;第二,更为重要的是,在基金投资这种完全依赖专业人士投资建议的投资形式中,投资者自身的金融知识对其投资收益有显著稳定的正向影响。这说明即使在委托投资中,基金投资者自身的金融知识也为其获得更高的投资收益发挥了重要作用。

本文贡献主要有以下几方面:第一,为研究个人投资者基金投资业绩提供了一个新视角。目前鲜有文献研究过基金个人投资者的金融知识水平。而基金投资是中国居民家庭最常见的金融投资形式之一<sup>①</sup>,根据 2010 年北京大学社会科学调查中心开展的中国家庭追踪调查(KUT8)数据,在投资金融产品的家庭中,约 1/3 左右持有基金。基金具有投资门槛低、资产分散、申购赎回灵活等特征,是居民家庭参与金融市场的良好途径。开放式基金是家庭资产配置中的重要金融资产,从投资基金中获得的收益有助于提升居民的财产性收入。然而,长久以来研究影响基金投资者投资收益因素的文章比较匮乏,且集中在传统的投资经验、家庭收入等因素(赵振华等,2010)。”金融知识作为与金融投资联系最紧密的一种知识,具有非常重要的研究意义。结合本研究,我们认为仍应大力推进金融普及教育,提升居民的金融知识水平,这对提升居民的“获得感”和“幸福感”有非常重要的作用。第二,为金融知识和金融建议间并非完全替代的关系提供了新证据。通过分析基金投资者的金融知识对投资收益的影响,我们发现即使当投资者在完全依赖专业投资建议的情形下,金融知识仍然发挥重要作用。这说明寻求专业人士的投资建议并不能完全替代金融知识对投资业绩的提升。第三,本文首次发现金融知识水平较高的个人投资者具有较高的基金投资收益,这为 G=FH@J5 和 A5B6





论成立,那么当投资者完全依赖专业人士的投资建议时,即当投资者账户的资产配置完全反映金融专业人士的建议时,投资者自身的金融知识就不会再影响投资收益。基金投资正是这样一种典型的委托投资。投资者投资基金实际上是将其资金账户开放给基金经理,并完全由基金经理根据自己的专业判断进行投资决策的过程。据此,结合本文的研究背景,我们提出了原假设 N。

原假设 N:当其他条件相同时,个人投资者自身的金融知识水平不会影响其基金投资收益。

### 三 数据、样本和模型

#### (一) 数据来源

本文所用数据是中国基金个人投资者数据,主要变量是投资者金融知识水平和基金投资赢利情况。本文选择基金投资作为研究金融建议和金融知识的场景,采用基金投资者作为本文研究对象的原因如下:第一,金融建议在 73J14B 和 ZBBH05H35( #')#) 的综述中至少有两种形式,一是金融咨询师仅给出个性化建议,投资者仍然拥有投资决定权;二是投资者把资金账户对专业投资人开放,同时把决定权交给专业投资人(金融咨询师)“基金投资是投资者将基金账户交由基金经理,由基金经理根据专业判断进行账户资产配置的投资形式,因此在很大程度上满足金融建议的第二种形式<sup>①</sup>。第二,基金投资为直接比较投资者采纳金融建议后的结果提供了一个直观场景。S; HBBH\_6; H@CH 等( #')#) 指出金融建议具有两个重要特征:一方面,金融知识水平较高的投资者更有可能获得投资建议;另一方面,大部分投资者即使收到了金融建议也不会采纳。囿于这两个特点,研究者难以分辨投资决策究竟是反映了投资者的金融知识还是投资者收到的投资建议,也就很难分辨是金融知识还是金融建议和投资收益更直接相关。基金投资这个场景比较理想地克服了以上困难。基金投资者已经主动寻求了基金经理的专业投资帮助,而委托投资的形式使基金账户的资产配置完全反映专业投资人的决策,因此研究金融知识和基金投资收益间的关系,就能在一定程度上检验当投资者完全采纳金融建议时,金融知识是否对基金投资收益仍有作用,从而为金融建议和金融知识的关系提供证据。



表) 金融知识模块答题情况: 基金投资者和普通居民的比较

金融知识模块题目设置	正确率( e )	
	普通居民	基金投资者
第一组: 基本金融知识		
)% 您估计现在银行) 年期定期存款的利率是多少?	&\$%'	+#%)''
#% 假设您有) 万元的) 年期定期存款, 年利率是 \$e , 如果您不提前支取, 那么存款到期后, 您会有多少钱? ( 不考虑各种税费)	!#%+' ( )!%'')	(&%(!
\$% 上题中的存款到期后, 如果您继续把账户中的钱存成) 年期定期, 年利率仍是 \$e , 那么满) 年后包括上年度的本金和利息, 该账户一共有多少钱?	!+%\$'	(!%+#
!% 如果您银行存款账户的存款年利率为 \$e , 通货膨胀率为每年 &e , 那么) 年后您用该账户的钱能买多少东西?	&*%+' ( )&%'!)	+!%*+
&% 假设张三今天继承了)' 万元, 李四将在 \$ 年后继承)' 万元。谁的继承价值更高?	**%#'	+#%*!
第二组: 高级金融知识		
*% 一般情况下, 高收益的投资具有高风险。	*&%'	''%)' #
(% 一般情况下, 投资单一股票比投资股票型基金的风险小。	+\$%'' ( #''%&()	+ ' %' !
+% 下列哪个银行具有制定和执行货币政策的职能? ( 中国银行j 中国工商银行j 中国人民银行j 中国建设银行)	\$\$%!'	(+%)+
''% 一般情况下, 以下哪种资产的风险最高? ( 银行存款j 国债j 股票j 基金)	\$' %&'	+''%)
)' % 如果您买了某公司股票, 这意味着( 您是把钱借给了公司j 您是公司的股东j 长期持有时您是股东, 短期持有时您是把钱借给了公司)	)&%'	&''%#*
))% 以下对基金描述正确的是? ( 低价格的基金未来业绩会高j 一般情况下同一只基金可以投资好几种资产j 基金能够根据过去业绩提供一个保本回报率)	))&%'	*)%+
)#% 下列对理财产品的描述, 正确的是		













拒绝了原假设  $H_0$ ，支持备择假设，即个人投资者自身的金融知识水平对其基金投资收益水平有显著正影响。具备更高金融知识水平的基金投资者更有可能获得更高的投资收益。此外，控制变量的估计系数表明，男性更有可能获得更高收益；相较缺乏投资经验（投资经验在 10 年以下）和收入较低（年收入低于 5 万元）的投资者，拥有更多投资经验、较高收入的投资者更可能获得更高收益，这与赵振华等（2010）发现的结论基本相符。

为进一步理解估计系数的经济含义，我们计算金融知识的边际效应，其值是在其他变量都取均值的条件下计算的。表 4 第 (1) 列  $FLKfactor$  的边际效应见表 4 第 (1) 列，表 4 第 (2) 列  $FLKsum$  的边际效应见表 4 第 (2) 列，表 4 第 (3) 列和 (4) 列  $FLKadvsum$  的边际效应分别见表 4 第 (3) 列和 (4) 列。表 4 中概率变化指当金融知识增加 1 个标准差时，对应的投资收益水平的概率变化。

表 4 基金投资者的金融知识对基金投资收益的边际效应

	(1)		(2)		(3)		(4)	
	边际效应	概率变化 (e)						
亏了很多	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001
亏了一些	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001
盈亏不大	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001	-0.012	-0.001
赚了一些	0.012	0.001	0.012	0.001	0.012	0.001	0.012	0.001
赚了很大	0.012	0.001	0.012	0.001	0.012	0.001	0.012	0.001
赚了翻番	0.012	0.001	0.012	0.001	0.012	0.001	0.012	0.001

从表 4 第 (1) 列可以看出， $FLKfactor$  对 6 种盈利水平的边际效应分别为 -0.012、-0.012、-0.012、0.012、0.012 及 0.012。这表明，当金融知识（因子分析）增加 1 个标准差（0.012）时，基金投资者发生亏了很多的概率就减少 0.001 个百分点。根据表 4 的描述性统计，有 10.2% 的投资者亏了很多，因此当金融知识（因子分析）增加 1 个标准差时，亏了很多的投资者会减少约 0.001（10.2% × 0.012）个百分点。在其他收益情况下，也可以用类似的方法解释边际效应和其经济含义。

## (二) 内生性问题

考虑到模型估计可能存在遗漏变量和逆向因果问题(基金投资收益增加有可能促使投资者学习更多金融知识),我们尝试引入工具变量解决这种内生性问题。参考<H3 P2250等(#' )H)的研究,我们采用父母的金融知识水平作为工具变量<sup>①</sup>。问卷对应的调研题目为“您父母的金融知识水平远高于j高于j大约处于j低于j远低于同龄人的平均水平#”根据受访者回答情况,分别取值)、#、\$、!、&。我们认为父母的金融知识水平是一个较为理想的工具变量,因为父母是孩子的第一任老师,受访者可以通过日常接触向父母学习到相关知识;父母和小孩间还有遗传因素作用,因此父母的金融知识可以在一定程度上影响子女的金融知识水平。而父母的金融知识与子女的基金投资绩效没有直接联系。因而我们认为用父母的金融知识水平作为受访者金融知识的工具变量具有合理性。

表(报告了工具变量估计结果。表格底部报告了用I=@253\_W=\_NH=F>H3(I WN)检验金融知识内生性的结果,均在)e的水平上拒绝了不存在内生性的假设,因而用

表( 基金投资者的金融知识和基金投资收益(工具变量)

	( )	( #)	( \$)	( !)
<i>FLkfactor</i>	' %)' \$' **** ( *%\$(*			
<i>FLksum</i>		' %' ! # **** ( *%\$(*		
<i>FLkaduksum</i>			' %)' ! **** ( *%\$(*	' %)' \$ ( **** ( &%*' ''
<i>FLkbasicsum</i>				' %' '' ( **** ( !%#' '&)
是否控制其他变量	是	是	是	是
基金公司固定效应	是	是	是	是
样本量	# \$ ! \$ &	# \$ ! \$ &	# \$ ! \$ &	# \$ ! \$ &
伪 R <sup>2</sup>	' %' \$ (	' %' \$ (	' %' \$ (	' %' \$ (
一阶段估计 U 值	( )%+)*	+)%' &	!*%' \$!	!*%' \$!
工具变量 B 值	#)%))+	)''%*(#	(%''*)	(%''*)
I WN K;5# 值	)' %' ! (&	))%+' ''	))%#))	))%#))
( L 值)	( ' %' ' ' ' )	( ' %' ' ' ' )	( ' %' ' ' ' )	( ' %' ' ' ' )





的指标类似,本部分采用因子分析方法构建两个指标:高级金融知识(因子分析)和初级金融知识(因子分析)”。采用与前文类似的构建方法。]AZ







