

# 中国投资者教育现状调查报告(2020)

《我国证券投资者教育的效率分析与制度建构》课题组

## 一、调查数据对我国投资者教育工作现状的反映

1.多层次投资者教育体系已经基本成型,一二梯队投教主体差距逐年缩小。与发达国家自下而上的投资者教育模式不同,我国投资者教育早期主要由金融监管机构与自律组织发起,执行主体为各类金融机构。随着投资者教育体系的发展,市场参与主体逐步扩大并发挥其各自优势。调查数据显示,投资者对三类投教主体的知悉度、参与度在连续三年的调查中基本保持一致,这表明我国多层次的投教体系已基本成型并趋于稳健。

在连续三年的调查中,各类金融机构的知悉度和参与度均排在首位,2020年的数据分别为84.63%和129.55%,它们承担着市场中投资者教育工作的主要重任,是投资者教育不可或缺的中坚力量,是投教主体的第一梯队。媒体作为投教主体的后起之秀,借力互联网浪潮的机会,其在投教中的参与度和知悉度连续三年排名均在第二、三位,2020年数据分别为82.99%和123.92%,与金融机构的差距逐年缩小,具体为2018—2020年知悉度差距分别为9.51%、4.1%、1.64%,参与度差距分别为22.16%、13.90%、5.63%。显示媒体已成为投教主体的第二梯队。投资者对各交易所(证券交易所、期货交易所)以及各类行业协会(证券业协会、基金业协会等)、金融监管部门的投教知悉度分别为79.88%和76.63%,参与度分别为18.05%和14.88%。其他第三方机构、高等院校和基础教育单位也是我国投教主体的重要组成部分,知悉度均超过了70%,参与度为20%左右。

从调查数据可以看出,在我国的投资者教育体系中,金融机构与媒体处于投教阵地的最前线,为投教的先锋团队;各级监管机构与行业自律组织是投资者教育的宏观统筹与基础保障;国民教育体系与其他第三方机构已经成为我国投教工作的重要辅助力量,潜力巨大。我国投教主体各司其职,形成梯队,多层次、全方位的投资者教育体系日趋完善与稳健。

2.投资者教育基地“前线阵地”作用显现,“线上+线下”渠道结合仍是投教主要模式

投资者教育基地是我国投教工作创新中的新生事物。2015年中国证监会发布《关于加强证券期货投资者教育基地建设的指导意见》后,投资者教育基地开始正式走入公众的视野,成为投教中的重要队伍。课题组对投教基地的运行情况予以了持续关注。2020年度问卷调查数据显示,我国投教基地的使用率进一步提升,其作用不断增强,金融机构“经常”通过投资者教育基地开展投教活动的比例,2019年为59.33%,2020年增加为65.97%,提升了6.64%;投资者“从未”使用过投资者教育基地的比例,2019年为13.69%,2020年为11.6%,下降了2.09%;“偶尔”使用投资者教育基地的比例,2019年为23.49%,2020年为39.87%,提升了16.38%。可见,投教基地在投教工作开展中的作用越来越大,逐步成为投资者培育的成长性土壤。

调查数据还显示,各主体开展投教工作的形式日益丰富,“线上+线下”结合仍是投教的重要模式。金融机构投教产品的投放仍以“金融机构交易终端”为主,投资者“经常”使用的比例为71.93%,较2019年提高了8.37%;线下讲座、沙龙等现场教育活动也是金融机构“经常”使用的投教渠道,占比为57.40%;“传统媒体”、“纸质材料”的使用频率依然维持一定水平,比例分别为48.94%和51.72%。从近三年的调查数据的对比来看,无论是各渠道投教资源的投入,还是金融机构开展投教活动的渠道结构都保持了基本稳定。

3.对新入市投资者开展投教对提升投资者金融素养的边际效用最高

课题组自始至终将评价与提升投教工作效率作为研究的焦点,关注到投资者教育是个潜移默化的过程,准确把握投资者教育的时机,及时地、针对性地开展投教活动往往能起到事半功倍的效果。在问卷设计中同时从投资者和施教者两个维度对金融教育的时机

栉风沐雨三十年,中国资本市场开始进入全方位高质量发展时期。培育健康投资文化,加强投资者教育,不仅是保护投资者合法权益的基本要求,也是促进资本市场在新发展时期行稳致远的必要前提。在此宏观背景之下,西南财经大学中国金融研究中心《我国证券投资者教育的效率分析与制度建构》课题组(以下简称“课题组”)立足于构建我国投资者教育的长效体系,持续追踪国际上投资者教育研究前沿,自2016年开始连续五年开展全国范围内投资者教育问卷调查,累计回收调查问卷91420份,为相关研究提供了足够量级的数据支撑。在投教研究领域多种版本的调查中,本课题组是首个从“投资者(受教者)”与“投教工作者(施教者)”两个维度同时开展问卷调查并据此进行比对分析的团队。2020年度的调查设计依然保持了投资者和投教工作者两份问卷的格局,其中,投教工作者问卷包括了投教工作者基本信息、金融机构投教资源投入状况、投资者教育工作现状难点及存在问题三个部分;投资者问卷则涵盖了投资心理、投资者基本信息、投资者教育现状、投资者基础与专业金融知识测试四个部分。为了使问卷调查结果更具可信度与解释力,2020年度的调查首次采用将问卷调查数据与投资者实际交易数据相结合的方法,即将投资者的问卷结果与其实际交易信息一一匹配,以此深入探讨投资者教育与投资者行为之间的作用机制与影响关系。两类数据的匹配分析,既有利于解决单纯使用问卷调查方式的数据噪音问题,也补充了交易数据所缺乏的投资者心理和金融教育状况等信息。本次调查共回收有效问卷14451份(其中:投资者问卷9656份,投教工作者问卷4795份)。课题组对问卷调查数据和交易数据进行了多维度的分析比对,形成了2020年度中国投资者教育的详细调查报告。下面简要介绍报告的部分结论。

展开分析。调查数据表明,“初次进行金融投资时”(开户时)是金融机构开展投教频率最高、也是最有效的时点,金融机构在该时点开展投教工作的比例,2018年、2019年和2020年分别为86.24%、88.10%、88.63%;投资者在该时点接受投教的比例则分别为70.68%、66.86%、和56.30%。均为连续三年的最高值。可见,金融机构重视对“新手”的投资者教育,从投资者进入市场时就引导其树立正确的投资理念,掌握正确的投资方式,切实达到投资者教育的目的,对于提升投资者基本金融素养具有最大的边际效率。课题组对初入市投资者(投资经验为3年及以下)的教育效果进行了数据分析,结果表明,在“初次进行金融投资时”接受教育的投资者,其金融素养显著高于未在该时机接受教育的投资者,具体表现为基础金融素养均值高0.69分(满分5分),专业金融素养均值高1.09分(满分5分),这表明金融机构对新手进行投资者教育的边际效率更高。

4.居民资金逐步从房地产市场流向权益市场,投资者教育在引导居民通过机构入市方面发挥积极作用

近年来,监管机构积极引导资金从房地产市场转向其他市场,并鼓励通过各种有效方式增加权益市场投资。课题组也就该问题安排了调查设计。调查数据显示,从2018年到2020年,个人投资者以股票和基金为代表的权益类资产配置比例从28.46%上升到33.21%,提高了4.75%;而投资性房地产的配置比例则从2018年的9.33%下降到2020年的9.02%,下降了0.31%。这表明我国居民的资金正逐步从房地产市场流向权益市场,投资者对权益市场的关注度和参与度也在不断加深。

监管机构一直鼓励中小投资者通过机构投资者(例如购买基金)参与市场投资,以平衡不同类型投资者的风险承受能力,进一步提升资本市场的理性程度。调查数据显示投资者教育在这方面的作用显著,在课题组调查样本中,持有基金的投资者比例由2018年的58.67%提升至2020年的70.68%,同时,投资者基金的配置比例也由2018年的9.58%提升至2020年的13.56%。在投资者教育措施方面,金融机构在“新金融产品推出”时开展投教活动的比例逐年提升,2018、2019、2020年分别为64.47%、82.09%和82.93%;同时,投资者选择在“市场上有新的金融产品推出时”去获取投资者教育服务的比例近两年位居第二,且与排在首位的“初次进行金融投资时”的差距逐年缩小,三年的数据差距分别为19.75%、4.3%和0.72%。这也表明各投教主体对准确把握投教工作开展时机、切实提升投教效果方面的逐步关注与持续努力。持续有效的投资者教育对改善投资者的学习偏好,引导投资者理性投资具有显著作用。

5.投资者接受教育的主动性与其自觉性提升,风险提示类投教活动使投资者权益保护意识显著增强

我国投资者接受投资者教育的主动性与自觉性、学习金融相关知识的意愿和重视程度均有较明显的提升。2020年度调查数据显示,90.91%的投资者在金融教育上投入了资金,92.71%的投资者愿意在金融教育上花费时间,二者与2019年相比分别提高了4.16%和1.64%。此外,每周投入2—5小时进行学

习的投资者比例由2019年的25.78%提升至2020年的35.59%,表明投资者更偏好简短有效的学习方式。从投资者参与各主体开展的投教活动来看,与2019年相比,2020年投资者“偶尔”参与投教活动的频率上升,其中,“偶尔”参与“教育机构的课程或讲座”的比例由2019年的25.83%提升至2020年的35.98%。调查结果还表明,持续性的投资者教育提升了投资者对投教活动的关注度,推动投资者迈出接受金融教育的重要一步。

在投教知识的教授和偏好方面,金融机构一直积极进行“各种类型的投资风险揭示”教育,该内容为近两年“经常”开展的最高频率,达到70%以上,“非法证券活动的识别与防范”和“投资者权利与维权途径的普及”也是开展频率较高的活动,以此引导投资者重视自身权益保护,提升风险防范意识。调查数据显示,该类投教活动对投资者起到了实实在在的引导作用,虽然投资者对此类活动的参与度不高,但近年来和排名首位的差距在逐年缩小,2018、2019、2020年的差距值分别为19.75%、4.3%和12.82%。

2020年度调查数据还显示,投资者最为重视的投教内容为个人财富管理规划知识,“经常”和“一般”参与的比例由2018年的30.00%提高至56.36%,从一个侧面反映了投资者财富管理需求的增长。投资者对与自身投资收益相关的金融知识学习热情也较高,投教内容中“投资策略/技巧的学习”的参与比例为55.77%。金融机构不仅是投资者参与资本市场的中间通道,更是投资者学习和了解资本市场的“直接导师”,在引导投资者的投教学习和理性投资方面起着重要作用。

## 二、投资者教育对投资者决策行为的影响

与往年年度的调查不同的是,在2020年度的调查研究中,课题组结合问卷数据与交易数据的对比分析,有针对性地研究了投资者的心理与行为规律,以期深入探讨以纠正行为偏差为核心的投资者教育的理论基础。传统金融学假设经济个体的行为是理性的,但行为金融学证实金融市场中投资者的决策行为会受到心理因素的影响而产生偏差。基于此,在本次问卷调查端,我们通过问题设置对投资者的博彩偏好、过度自信、风险感知能力和追涨杀跌交易策略倾向等心理因素进行了测度;在交易数据端,我们对投资者的处置效应、平均持股周期与换手率等行为进行了对比与计算。课题组认为,只有在准确、全面地把握投资者心理的前提下,明晰心理因素影响投资决策的方向和程度,才能提供针对性的、有效率的投资者教育服务。

1.我国证券投资者博彩心理突出,投资者金融知识的提升有助于降低其博彩倾向,提高投资行为的理性程度

在证券市场的博弈中,个人投资者受自身与外在因素的制约,投资决策的盲目性相对较大,表现出较为浓厚的博彩心理特征。调查数据显示,近四成投资者具有博彩的投资心理,37.66%的投资者认可“我会把股票看作彩票,愿意接受小损失换取可能的大幅上涨”的表述。其中,具有博彩偏好的女性投资者比例为38.76%,比男性投资者高出2%,该

结果有些超出通常认知。偏好风险、文化程度在高中及以下、职业与经济或金融相关的投资者,其博彩偏好的比例更高。受博彩心理的影响,不少投资者参与股票市场表现出较强的投机性,偏离了“投资”的理性目标。调查数据表明,具有博彩偏好的投资者平均持股周期为6个月以下的比例高达76.74%。但数据同时显示,投资者的理性程度随投资经验的积累而提高,投资经验为3年以下的投资者中,具有博彩偏好的比例为38.44%,投资经验5年及以上的投资者中,博彩偏好的比例为37.33%。调查数据还显示,投资者的金融知识对其博彩心理具有影响作用,投资者的基础金融知识的从0分提高到1分时,认同“我会把股票看作彩票,愿意接受小损失换取可能的大幅上涨”的比例将从21.97%上升至35.94%;这可能是因为对基础金融知识的初步学习与了解提高了投资者对股票市场的兴趣,但在基础金融知识较为匮乏时,投资者尚未形成理性投资理念,容易产生“赌徒”心理。随着基础金融知识(1—5分)和专业金融知识(0—5分)的提高,投资者博彩偏好程度显著降低,表明投资者金融知识的提升有助于降低其博彩偏好。

2.投资者对股价预期的形成缺乏理性分析,仍有近三成投资者偏好“追涨杀跌”的操作方式

投资者获取良好的收益要求具备一定的择时能力,把握股票买入与卖出的时机。调查数据显示,23.5%的投资者倾向于在个股上涨期买入,28.7%的投资者选择在下跌幅期卖出股票,表明仍有近三成投资者偏好“追涨杀跌”的操作方式。课题组深入分析了投资者追涨杀跌的决策心理,发现不认可“当股票价格持续上涨,我认为它在未来会进一步上涨”的投资者反而倾向于追涨买入,占比达55%,认可“当股票价格持续下跌,我认为它在未来会进一步下跌”的投资者却选择抄底买入,占比为50%。数据表明,我国投资者并未对股票价格形成的预期和实际投资决策进行理性的分析,追涨杀跌的投资策略无底层逻辑支持。

金融知识对投资者交易策略的影响主要表现为降低了投资者的杀跌倾向。基础金融知识为3分的投资者,在股票下跌时选择卖出的比例为37.31%,基础金融知识为5分的投资者杀跌的比例减小至21.66%。表明投资者金融知识的提升有助于增强投资者的信息处理能力,提高其对信息判断的精确程度,减少交易操作中非理性盲目“杀跌”的抛售行为。

3.近四成投资者具有处置效应,投资者教育有助于降低投资者的处置效应所谓处置效应,是指投资者在交易中往往过早卖出盈利股票,而不愿抛售账面亏损股票的行为。作为股票市场常见的非理性行为,处置效应一直是学术界和实务界关注的重点。由于投资者的处置效应,证券公司普遍存在大量的睡眠账户/僵尸账户(指证券账户有证券,资金账户有余额,但长期不进行交易的账户),缺乏交易使得投资者的这部分资产无法通过交易实现保值增值。本次问卷数据与交易数据对比结果显示,样本投资者中有36.17%具有处置效应,其中,男性投资者中有处置效应的占比39.48%,比女性投资者高8.83%。偏好风险、中青年、文化程度为高中及以下、职业与经济或金融无关的投资者,其处置

效应更为突出。

投资经验的积累和投资者教育均为有助于改善投资者处置效应程度的因素。调查结果显示,投资经验为3年及以下、3—5年和5年以上的投资者中,具有处置效应的比例分别为38.27%、36.29%和34.25%,表明随着投资者交易经验的积累,投资者的金融决策行为会表现得更为理性。数据对比分析显示,投资者教育对改善投资者处置效应具有显著的影响作用。在投资者每周对金融教育的时间投入一定时,对“投资策略/技巧”和“知晓各种类型的投资风险”的学习频率由“偶尔”提升到“经常”时,具有处置效应的投资者比例分别由37.44%降低至18.75%、由37.14%降低至21.05%,表明对投资策略和投资风险的学习促进了投资者的行为理性,改善了投资者长期持有亏损股票而不进行交易的行为偏差。

4.过度自信是投资者普遍存在的认知偏差,有一定投资经验且过度自信的投资者交易更频繁

过度自信是证券交易市场上一种典型的非理性行为表现,指人们倾向于高估自己对相关信息或交易知识的把握能力与精确程度。过度自信驱动的非理性交易给市场带来噪音,影响着市场的信息效率和资源配置功能的发挥。课题组在2020年的问卷中设计了有关题目,旨在评估投资者对自身金融知识的认知水平,以主观和客观金融知识的差值来度量投资者的金融知识过度自信。调查数据显示,有74.07%的投资者对自身金融知识过度自信,投资者高估自己的投资能力与知识水平的现象普遍存在。有效的金融教育有助于纠正投资者对自身金融知识的认知偏差,体现为长期接受金融教育的投资者中,对基础金融知识过度自信的比例为33.12%,对专业金融知识过度自信的比例为59.68%。

与过度自信具有密切逻辑关联的投资者非理性行为是过度交易。借鉴已有研究,课题组将年交易次数超过48次的投资者识别为过度交易者,发现受访投资者中过度交易者的比例为37.14%。其中,男性投资者中过度交易者占比为41.67%,比女性投资者高10.11%;文化程度为高中以上、职业与经济或金融相关、金融资产总量为10—50万的投资者中,其过度交易者占比更高。数据对比分析结果还显示,交易经验为3—5年的投资者过度自信的程度比其他投资者分组更高,其过度交易者的比例比交易经验为3年以下分组高12%,比交易经验为5年以上的投资者分组高10%。这是由于有一定投资经验的投资者,更容易高估自己判断证券价值和市场趋势的准确程度,对自己的投资技巧具有不符合实际的自信,从而交易更加频繁。

5.超六成投资者具有较好风险感知能力,体现了金融知识教育在增强投资者风险防范能力方面的作用

具备基本的风险识别能力和风险应对能力,树立正确的风险观,是衡量投资者成熟度的重要指标。课题组在问卷中设计了测度投资者对宏观、行业、公司和决策行为的风险感知能力及风险规避的能力的相关问题。调查数据显示,整体上,超6成的受访者表现出具有较好的风险感知能力。其中,具有行业风险感知能力(认同所投资的行业发布利空消息可能带来投资损失)的投资者占比最高,为65.64%。对投资者金融知识与投

资者风险能力的结合分析表明,随着基础金融知识的提高,投资者的决策行为风险感知能力(认同买入短期内涨跌幅均较大的股票可能带来投资损失)不断提升。基础金融知识为5分时,在各类风险中,投资者认为自己有信心规避该类风险带来损失的比例最高,为54.39%。专业金融知识的提升,增强了投资者对宏观风险(认同央行提高基准利率可能带来投资损失)和空公司风险(认同所投资的公司发布利空业绩公告可能带来投资损失)的感知能力。调查结果体现了金融知识在调动投资者关注风险的积极性方面具有重要作用,也说明了金融知识的提升有助于增强投资者抵御风险的能力与信心。

## 三、进一步提升我国投资者教育效率的思考与建议

1.唤醒投资者长期、持续接受金融教育的意识,是树立理性投资理念的关键

从成熟资本市场的投资者教育经验来看,金融教育贯穿投资者生命周期的各个阶段,稳定财富观的形成需要长时间的积淀。随着资本市场的发展和投资者教育工作的普及,我国投资者主动接受投资者教育的意识虽然有所增强,但持续性接受金融教育的意识和行动依然薄弱。课题组调查数据显示,近四年来我国投资者“长期接受投资者教育(定期或不定期地)”的比例呈逐年下降趋势,2017、2018、2019年分别为45.96%、40.27%、36.39%,2020年下降到20.39%,表明要让投资者真正深入理解金融教育的重要作用并持之以恒地接受相关金融素养提升教育还任重道远。对投教工作者(施教者)的调查数据显示:一方面,“宣传(直接面向和服务于投资者的一线教育工作者等)”是投教工作的重点,施教者人数占比为74.51%,另一方面,“长期开展投资者教育活动(定期或不定期地)”的比例为65.01%,较2019年下降了5.72%。这表明金融机构较为重视投教宣传相关工作,注重提高投资者的金融教育参与度,但在培养投资者长期接受金融教育的习惯方面稍显力度不足。课题组认为,无论是作为施教者的金融机构还是受教者的个人投资者,都应认识到投资者金融素养教育是场持久战,投教工作的效应显现是一个典型的“慢变量”,它的效果和效率往往无法用某些短期指标变动或即时的投入产出指标来衡量,需要市场参与各方秉持同一的战略思维,付出持之以恒的努力,才能“久久为功”。

理性投资和价值投资理念的缺失是造成投资者行为偏误的重要因素,切实发挥投资者教育对投资实践的指导作用,要促进投资者树立科学的理财观念。对投资者教育与非理性决策行为的交叉组合分析发现,上一年度在金融教育上的资金投入占收入比例低于5%、在金融教育上的时间投入每周低于2小时的投资者,2020年的年换手率平均值为339.48%。随着金融教育投入(包括资金投入和时间投入)的提高,上一年度在金融教育上的资金投入占收入比例超过10%、在金融教育上的时间投入每周高于3小时的投资者,2020年的年换手率平均值为299.30%。调查数据表明金融教育有助于降低投资者频繁交易的倾向,引导投资者理性投资。上述分析表明,培育健康的投资文化,施教者应注重培养投资者形成良好的学习习惯,增强理财意识、投资理念方面的投资者教育内容投放。

2.完整理解投教工作的痛点与难点,利用金融科技开展“千人千面”的投教是未来方向

对金融机构开展投资者教育的目的与难点的调查,有助于了解投教工作者(施教者)对投教核心思想的理解程度,更好地调整金融机构投资者教育的发展方向。关于金融机构开展投教目的的调查数据显示,施教者认为投资者教育“帮助投资者获得基本的金融知识和投资技能,引导投资者理性投资”和“引导投资者树立正确的风险意识和维权意识,保护投资者正当权益”的重要程度分值逐年递增,2018、2019和2020年,前者的分值从2.63分、2.78分上升到2.84分,后者的分值从2.03分、2.24分上升到2.35分。(下转A07版)