

中国城镇居民 储蓄状况调查与研究

主 编 张 涛

执行主编 李 跃 陈彦斌



中国金融出版社

中国城镇居民储蓄状况 调查与研究

(1999 ~ 2009)

主 编 张 涛
执行主编 李 跃 陈彦斌

 中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

中国城镇居民储蓄状况调查与研究 (Zhongguo Chengzhen Jumin Chuxu Zhuangkuang Diaocha yu Yanjiu): 1999 ~ 2009/张涛主编. —北京: 中国金融出版社, 2010. 5

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5463 - 3

I. ①中… II. ①张… III. ①城镇—居民—储蓄—调查研究—中国—1999 ~ 2009
IV. ①F832. 22

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 058862 号

出版 中国金融出版社
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京航天伟业印刷有限公司

尺寸 210 毫米 × 285 毫米

印张 39.5

字数 1080 千

版次 2010 年 5 月第 1 版

印次 2010 年 5 月第 1 次印刷

定价 100.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5463 - 3/F. 5023

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

主 编 张 涛

执行主编 李 跃 陈彦斌

中国城镇居民储蓄状况调查数据分析课题组

组 长 安 荔 唐寿宁

课题组成员 张 涛 唐寿宁 李 跃 柯惠新

杨宜音 安 荔 齐天翔 石 冬

陈彦斌 徐洁勤 肖争艳 贾 颖

李 涛 吴卫星

前 言

居民的收入、消费与储蓄的变动及预期，对一国宏观经济的运行有十分重要的影响，是各国制定宏观经济调控政策时必须研究、判断和考虑的重要方面。中国人民银行从1986年行使中央银行职能以来，就非常关注对上述方面的监测、分析和研究。1988年就开始组织全国居民储蓄意愿的问卷调查，1993年建立了对居民储蓄问卷（半年制）调查制度，1994年将调查频度改为季度调查，1999年对原有的问卷和调查样本点进行较大的调整后，迄今已连续开展了10年。该项调查为中国人民银行及时了解我国居民储蓄意愿及对物价、收入的预期，提供了坚实的数据支持。基于调查数据所形成的季度政策分析报告，成为宏观经济政策的重要参考，也是财经机构和财经资讯关注的重要信息。

自1999年通过这一调查制度所获得的数据以来，从中国城镇居民储蓄意愿和对收入、消费和物价预期的波动这一侧面，客观地记录了中国经济和居民经济行为的变化发展。这在当时鲜有通过调查连续记录这一发展过程的中国经济来说，无疑是十分重要的数据积累。因此，该项调查的数据除了为当时的经济判断和政策分析提供依据之外，还具有重要的研究价值。

中国人民银行调查统计司与北京奥尔多投资研究中心于1999年底建立联合课题组，对调查数据进行了深层次的开发研究。联合课题组主要从学术的角度考虑如何进一步利用调查数据讨论前沿学术问题，推进理论研究，以期更好地解释个人金融行为，从而为宏观经济政策分析提供更有解释力的框架。经过10年的不懈努力，这一研究取得了可喜的成果。这不仅推进了这一领域的学术探索，也进一步加深了我们对调查数据的理解，促使调查制度不断完善，提高了政策分析水平。

呈现给大家的这本文集主要包括两部分内容：第一部分是基于调查数据所做的理论探讨和研究成果，我们可以从中体会到这些经济学家和心理学家运用调查数据从不同角度进行理论探索时所闪烁的思想火花；第二部分是10年间每个季度调查报告，它客观地描述出这个时期我国居民的收入、消费与储蓄的变动轨迹。期望这个文集能够成为未来分析研究人员多角度观察我国居民经济行为的变动，继续进行研究和探索的阶梯。

目 录

理 论 篇

参与、不确定性与投资秩序的生成和演化	
——分析动机和预期数据的一个理论框架	3
中国城镇居民金融参与报告	16
全国城镇居民各类储蓄动机分析	
——1999 年城乡居民储蓄问卷调查的数据报告	106
中国通货膨胀预期研究：调查数据方法	214
中国通货膨胀预期异质性研究	229
宏观经济预期的测度：基于行为经济学的调查方法研究	239
中国当前通货膨胀形成原因经验研究：2003 ~ 2007	247
中国货币政策规则的一种推测：来自于调查数据、马尔可夫机制转换和时变参数的证据	258
中国新凯恩斯菲利普斯曲线研究	286
通货膨胀对不同群体的影响相同吗	306
通货膨胀预期的微观基础研究	322
不确定性下的心理感受及测量	334

调 查 篇

1999 年度储蓄问卷调查综述	347
2000 年季度储蓄问卷调查综述	350
2001 年季度储蓄问卷调查综述	365
2002 年季度储蓄问卷调查综述	383
2003 年季度储蓄问卷调查综述	402
2004 年季度储蓄问卷调查综述	421
2005 年季度储蓄问卷调查综述	439
2006 年季度储蓄问卷调查综述	455
2007 年季度储蓄问卷调查综述	480
2008 年季度储蓄问卷调查综述	498

2009 年季度储蓄问卷调查综述 515

附 录

附录一 1999～2009 年主要调查数据 545

附录二 1999 年中国人民银行城镇储户调查抽样方案 552

附录三 2007 年中国人民银行城镇储户调查抽样方案 556

附录四 中国人民银行城镇储户调查评估报告 561

附录五 调查问卷 619

理 论 篇

参与、不确定性与投资秩序的生成和演化

——分析动机和预期数据的一个理论框架

现有主流经济理论基本上把投资者动机和预期理解为投资者实现其效用最大化的计算过程，认为投资者能够对自己的风险作出估算，并通过选择不同金融产品来进行自身的风险管理，从而达到其风险与收益的最优对应。主流理论对于整个金融活动的解释也是在这一基点上展开的。这一解释把风险视为既定的、可计算的，投资者可以通过对风险的估算进行风险管理。可是，如果投资者实际上无法对风险作出估算，那么，又如何来理解投资者的动机和预期呢？在这样一种无知（即无法计算风险）的状态下，仍然以投资者的理性计算作为讨论金融活动的出发点，将是缺乏理论解释力的。

因此，需要重新理解投资者的动机和预期。我们认为，投资者的动机和预期表明投资者对于投资形成的参与，投资者的投资其实质不在于对既定风险的一种应对，而在于投资者通过其对金融产品的选择而参与风险形成过程中，通过参与风险形成的决定而实现其管理风险的目标。实际上，在这一过程中，投资者选择金融产品所形成的储蓄—投资，代表着投资者拥有一份参与投资形成决策的权利，重要的也在于投资者保有参与风险形成的权利。无数投资者所形成的储蓄—投资，构成决定投资形成从而风险形成的权利结构，这一权利结构就是投资秩序。投资者通过储蓄—投资实际上参与决定风险形态的投资秩序的形成过程中，进而构成了一个参与储蓄—投资的无数投资者在其间互动的复杂系统。投资者是这个系统运转的基本决定力量，投资者动机和预期决定着参与投资决策的各类投资者群体的形成及其利益特征，从而决定着金融产品的创新设计、金融机构的风格，并最终决定着投资秩序的形成与演变。

通过投资者动机和预期，重要的是读出投资者对于风险形成过程的参与，读出投资者作为无数投资者中的一员对于投资秩序形成的参与。而且，只有当我们从这一角度来理解投资者的投资行为时，我们才能真正理解投资者在应对自身风险时所作出的种种日常金融选择。也就是说，从参与投资秩序形成的角度来理解投资者动机和预期，可以包容对投资者应对自身风险的理解。而如果仅仅直观地从投资者应对其风险的方面来理解其动机和预期，则只能观察到机械的、被动的一面，进而不可避免地造成误解。

一、若干前提性讨论

1. 风险与不确定性——关于理性的不同理解

投资者的动机与预期的产生，毫无例外的是针对着未来可能发生的变化，如果未来与现在没有差异，就不需要有应对的准备。因而，讨论到投资者的动机与预期时，就不可避免地要讨论涉及未来变化的风险与不确定性这两个概念。

现有主流理论集中于讨论风险的管理。金融实务中的风险管理集中于可计量的风险，发展为一套技术高度复杂的金融工程，与此相对应，围绕风险概念所进行的理论讨论也主要是技术层面上的，基本上不关注最终决定风险形成的秩序演化。这些讨论虽然也关注风险的制度背景，但却是以既定

的制度为前提的，制度在这里是外生的，并不构成对风险的决定关系。这一点可以说集中体现在学者们现在已不再对风险概念与不确定性概念的区分感兴趣。在实际讨论中，风险和不确定性这两个概念很大程度上是被混用的。

如果仅仅从投资者选择金融产品以应对自身的风险来理解，而不是从互动的角度来理解，那么，原来不可确定的变动，就变为可确定、可计算的波动了，这就是现有的风险的概念。这样，就把决定投资收益的复杂关系，变为较为简单的关系。由于不再讨论由于行为主体的参与而构成的复杂性，因此，也就不存在与风险相区别的不确定性，不确定性成为仅仅是行为主体对于风险的一种心理感受。

现有解释个人储蓄行为的理论可以说典型地体现了对于风险概念的技术性含义。在储蓄生命周期理论（包括永久收入假说）中，典型的消费者对某一年龄的消费安排多少收入，将仅取决于他的终生收入，而绝不是取决于当期的收入，因为消费者将选择一个合理的、稳定的消费率，接近他预期的一生平均消费，所以，需要储蓄来调节当期收入与平均终身收入二者之间的波动，以达到效用最大化。依据储蓄生命周期理论，个人能够确定其一生收入与一生消费，储蓄在这样的确定性条件下调节收入和消费，从而使其一生的收入和消费不断地保持均衡，达到效用最大化。在这里，关于投资者的理性假定是由均衡观来具体贯彻的，投资者的理性，不仅体现在他要使自己的一生效用达到最大化，而且，追求一生效用最大化的投资者，能够根据自己的一生收入来安排自己的消费，储蓄是投资者调节其收入波动、从而保证效用水平不会发生大的波动的手段。

尽管储蓄生命周期理论在几十年中不断地受到质疑，也不断地出现修正这一理论的模型，如预防性储蓄理论提出个人无法确定其收入，储蓄不能是对临时收入（终身收入与当期收入之间的差）的调节，而直接的是对收入波动的调节，即预期收入上升时，会减少当前储蓄，反之则增加当前储蓄，储蓄额成为个人所不能确定的，而不是储蓄生命周期理论中个人可确定自己的储蓄额。不过，这些质疑并没有构成对于储蓄生命周期理论的替代，储蓄生命周期理论的核心其实在于说明储蓄对收入波动的应对，这与预防性储蓄理论所强调的对于收入不确定性的防范，实质上是没有根本区别的。预防性储蓄理论只是把生命周期理论关于人的完全理性的假定，修正为有限理性，仍然贯穿着均衡的思想，坚持个人对于收入与消费之间均衡的可把握性，坚持个人对于自身面对的风险的可计算的理性。

现有的解释投资者储蓄行为的理论，都是立基在建构论理性主义之上的。建构论理性主义是不同于演化论理性主义的，其最大的问题在于没有对人的理性加以限制，认为通过人的理性计算，可以获得关于有效配置资源从而构成社会经济制度所需的全部信息，因而社会制度是设计的产物。演化论理性主义则明确指出理性的限度，决定风险形成的投资者之间的互动过程，即秩序形成过程，是不确定的，是人的理性所不及的。秩序是参与的结果，而不是设计的结果。

建构论理性主义不注重个体的差异^①，并把复杂分解为简单。“人的行为如同遵从一定运动数学定律的机械系统中的元素一样，是规则的，可预见的。如果起始条件和环境是已知的、可测量的，那么就可确信，环境之中的个体行为就犹如气体中的分子一样，其行为是确定论^②。”传统的解释框

^① 储蓄心理学关于时间偏好、自我控制、节俭个性、储蓄动机等方面的研究，尽管试图将个体心理差异变量（例如个体对当前与未来不同的时间偏好、个体自我控制的内外倾向、个体对风险感受的敏感程度、个体受到参照群体的影响等）引入储蓄行为研究（Warneryd, K., 1999），但是，这与其说是对储蓄生命周期假设的质疑，不如说是对生命周期理论进行修补。而这一修补的立场，依旧是个体与金融系统相互分离的立场，其隐含的假设仍然是将个体视为理性的、个体的、自主的、独立的，并以这一特征应对外在风险。

^② 克劳斯·迈因策尔，322页。

架实际上假定，投资者与其所面对的问题之间的关系是简单的，投资者对于自身所面临的不确定的应对，并不会引起投资者置身其中的社会关系和外部环境的变化。在这样的假定下，投资者所面对的世界与人自身，相互之间实际上是分离的、相互独立的，这种分离决定着投资者所采取的行为，可以只是对他所面对的问题的一种应对，而不会使他所面对的问题发生任何的改变。这种分离意味着投资者之间也是相互独立、相互分离的，不存在由于投资者之间多维的互动而影响和改变投资者所面对的外部环境。于是，复杂关系成为简单的关系。

关键在于，投资者实际上无法在确定自己一生的效用从而收入与消费水平的基础上，通过储蓄来调节围绕这一确定水平的波动，即进行风险管理。投资者之所以实际上无法对风险作出估算，最根本的在于投资者所进行的风险管理本身是影响风险形成的要素，投资者通过风险管理实际上参与其所面对的风险的形成和演变之中，因此，风险实际上是通过无数投资者之间互动而形成的，处于动态演变之中。

在这里，投资者是理性不及的。如果接受这一点的话，那么投资者的投资对于投资者的风险管理的意义，就需要从另一个角度来理解了^①。投资者投资的意义在于，投资者通过其投资，实际上是参与金融系统从而金融秩序的选择中，而正是金融系统和金融秩序的选择与再选择，影响并决定着风险的形成和风险的水平。因此，对于投资者的投资、投资者金融风险管理的讨论，必须放到投资者与整个金融系统的互动中，才能够说清楚。正是金融系统和金融秩序的不断演变，导致并决定着个体所承受的风险。

风险是投资者所承受的投资收益的波动，而不确定性则是决定着风险形态及其水平的金融系统与金融秩序的不断演变。当然，不确定性总是要通过个体所承受的风险表现出来，也就是要由个体来承受，从这个意义上说，可以认为不存在风险与不确定性的区分。而且，对于个体来说，他只是认识到他自身所承受的风险的影响，他并不需要从自身所承受的风险而意识到整个金融系统和金融秩序的变化。但是，风险与不确定性的区分是实质上存在的。

简单的、无差异的假定，是以存在着先定的效率标准为前提的。可是，实际上不同的投资者有着不同的意愿，带着不同的目的进行投资。因此，重要的是投资者在投资决策形成中的位置，而不是某种先定的效率。布坎南说，“经济，如果恰当的理解的话，既没有目的（Purpose）、功能（Function），也没有意图（Intent）。经济是被一个结构、一组规则和制度规定的，这些规则和制度约束着人们在一个类似于游戏的互动的相互连接链中的选择^②”。

既然经济在总体上是无目的的，由各投资者所参与的经济其走向也是不可确定的、非决定的，是创造的，那么，传统储蓄理论所描述的储蓄对于投资者追求其合乎意愿生活的作用就是有限的，储蓄在这里所要体现的人的理性是受到限制的，投资者所参与的社会经济这个复杂系统，是投资者的理性所不能及的。这一系统的整体走向是随时变化的，它必定随这一系统中每一个体之间的互动而不断形成，因而并不存在一个确定的可认知的情形。所以，人在社会中的生活，很大程度上并不是人自身应对外部问题的理性计算过程，更大程度上是投资者们之间相互协调而形成并不断演化秩序的互动过程。这样的过程构成了一个复杂系统，在这个系统里，每个投资者的行为，实际上最终都将传导到整个系统，并对原来的系统发生影响。在这里理性的计算是有限度的。理性，应该被

① 这里似乎出现了“投资悖论”（Invest Paradox）。从投资者角度看，投资是其能够选择的最合理、最理性、最自主的风险管理办法。不过这个“合理”、“理性”、“自主”（自我控制、自我选择）中本身包含了否定自身的因素，具有变为“不合理”、“非理性”和“被动”的最大可能性（杨熙龄，1986，1988）。

② Buchanan, 1991, 27~28页。

理解为将为维护自己的利益而积极参与，而不能被理解为在可计量基础上对自身所面对的不确定的把握。“在古典政治经济学中采用‘经济人假定’的目的，很大程度上是为了比较不同社会经济制度的性质，而不是为了‘科学地’解释（作出预测）各经济主体的行为^①。”

投资者处于社会经济复杂系统之中，其目标和意愿是受到其所参与的系统中所有成员的互动的约束，这一系统及其成员互动所形成的走向，是他理性所不可及的，他的理性体现在他参与这一系统中成员的互动中。

2. 选择与参与

这里所进行的讨论，是围绕着秩序的形成与演化问题而展开的。这样的问题既寓于行为主体的日常选择之中，又不同于行为主体的日常选择。因此，如何展开秩序问题的讨论，秩序问题的讨论与日常选择问题是否能够相容？如果能够相容的话，又如何相融合？

新古典理论对于各类行为主体选择行为所作的讨论，是以制度规则的既定为前提的，市场作为制度在其理论中是作为一个场所、一种机制而出现的，在市场这么一个既定的设置下，各类行为主体展开交易，行为主体的交易与市场这一制度设置本身的变化之间，并不发生关系。在分离制度选择与日常选择的情况下，一方面制度演进被分离，另一方面对于个人的假定则变得机械、呆板。“新古典经济学依靠了一种选择理论，在这种理论中，经济当事人不能自由地选择目的，对他们来说，目的是以无差异曲线的形式‘给定的’^②。”

当然，在经济理论史上，有许多的经济学家力求把日常选择行为与制度选择融合起来讨论。古典政治经济学、奥地利学派经济学可以说是两个最为重要的渊源，但这些理论资源在发展中往往被抽掉了其关注制度讨论的一块。可以说，把日常经济选择与制度选择融合起来的讨论，并没有真正发展为成熟的框架体系。

在制度选择的讨论没有获得实质性的情况下，布坎南的立宪经济学试图专注于制度选择层面的讨论，希望通过这样的努力使制度演变的研究得到一个深入的发展。布坎南把人的选择分为三个层次，一是市场中的私人选择，二是对于公共物品的选择，这两个选择属于执行层面的选择；还有一项是对于制度规则的选择，这属于立宪层面的选择。因此，布坎南区分了执行层面与立宪层面的选择，并且把这两个层面的选择看做是相互分离的。布坎南的立宪经济学声称专门研究对于制度这一立宪层面的选择。

但这样的努力似乎并没有取得成功。立宪经济学在几十年里仍然停留在泛泛的讨论中，并没有更为深入的展开。看来，我们还得坚持，人的选择只是可以从不同的角度来理解，并不能把人的选择分为可以相互分离的不同层次。人们在日常的选择中，必定进行了对于制度的选择，而我们也必须从日常选择出发，绝不能脱离日常选择来讨论制度选择。如果说秩序不是刻意设计的结果，那么，它必定是在人们无意识的日常选择中生成并演化的。实际上投资者在进行金融产品的选择时，一般的也不会意识到他在参与秩序的形成与演化。这就是秩序的自生自发，秩序的不可设计。

3. 动机与群体

心理学关于人类动机的理论一般认为，行为的心理动力和方向的机制是由于存在着为满足需求、缓解焦虑的内部驱力（Drive），这种来源于生物本能和后天习得的驱动力，推动着人们从事各种行为。这些动机理论着重解释了外显行为与内部需求之间的心理动力关系和心理过程。近年来有关认知（Cognition）研究的进展揭示了知觉、预期、归因等心理过程在动机结构成中的重要作用，说明了

① Buchanan, 1987, 52 页。

② 米塞斯，前言。

动机结构的复杂性,对我们理解人类选择行为背后的心理机制很有助益。然而,当我们需要借助理学有关动机的理论深入认识投资者动机的时候,上述理论的解释力均显不足。

从直观上看,投资者的动机和预期源自人们满足日常生活的需求、占有财富的需求、预防风险的需求等需求的推动,其特性与其他人类行为的基本动机,例如莫瑞提出的20种基本需求,佛洛姆提出的5种基本需求以及马斯洛提出的具有层级特征的基本需求与元需求等心理学家提出的动机并无本质区别。可是,当我们站在投资者参与投资秩序形成的视角时,使用现有的动机理论对投资者动机进行一般的描述和解释就不能够把握它的本质特征,通过将投资者动机解析为生存性动机(例如用于日常生活必需物品的采买、未来生活的保障)、社会性动机(例如用于社会交往、实现社会责任的准备)、精神性动机(例如获得成就感、社会地位象征)来认识投资者动机的特质,就显得停留在直观的层面上。因此,我们需要进入经济心理学这一社会心理学的特殊分支的领域对投资者动机作出新的角度的分析。

由于投资包含了与社会中他人联系的内容,心理学家和社会心理学家不会反对将投资者动机理解为具有某种社会属性的动机。然而,仅仅将人与人的交往,特别是面对面(Face-to-Face)的、投资者可以直接感知的社会交往纳入投资者动机研究的视角显然是不够的,因为这样的视角忽视了投资者通过参与金融活动与社会上更多的人实际上构成的间接交往(Indirect Communication)以及由这种间接交往而获得的社会、经济、文化、心理资源。从投资者参与的视角来看,投资者动机不仅仅具有社会性动机(Social Motivation)成分,也具有社会(后)的动机(Societed Motivation)成分。前者是指应对社会经济生活需求引发的投资动机,后者指投资者与整个社会的潜在联系。这个字面上的分别似乎是极其微小的,但确是不可忽视的。可以借鉴符号互动论(Symbolic Interactionism)对投资者与投资秩序之间的互动做更进一步的理解。符号互动理论强调社会生活的相对开放性、社会结构的不稳定性以及主观解释的重要性,将宏观社会结构和社会中的个体行为沟通起来,将社会结构看做是许多的个人理解与行动的结果,将社会过程看做是主观意义赋予客体并作出反应的过程,它力图通过对互动过程的分析来理解人类行为,从而了解社会因素如何影响个体,个体又如何作用于社会,以及这个相互决定的过程如何发生。^①在符号互动论的奠基人米德(G. H. Mead)看来,社会不是“存在”的,而是随着互动中人们的行动不断被创造和再创造出来的,是发生于互动中的个体之间的事件支流。

投资者通过在日常金融活动中对于金融产品和金融中介机构的选择,生成并演化着投资秩序,而日常金融活动反过来给予投资者的回馈不仅是各类看得见摸得着的金融产品和金融机构,而且是借助这些产品和机构提供一系列可以满足不同意愿和预期的选择。这些选择,将型塑出各类具有潜在参与需求的投资者,并由不同的初级需求聚集为各类参与投资秩序演变的投资者利益群体。正是这些群体重新构成了整个投资者的分层结构,并与其他角度的分层,例如,收入分层、职业分层、年龄分层、教育分层、地域分层等相互影响,形成了新的、更为复杂的分层结构。

由投资者的动机和预期而形成投资者群体的分类或分层^②,是一个不同于传统社会经济政治变量区分的社会分类或分层,它更具有一种主动性、参与性的特征,是投资秩序与投资者行为形成互动而赋予人们新的身份及其分类或分层归属。它可能超越传统社会类别(Social Category)或社会分层

^① 井世洁,1998。

^② 英国社会心理学家Tajfel在其创建的社会认同理论(Social Identity Theory)中提出了心理群体这一概念,意指个体与群体的某种心理联系而构成的群体。这种群体不是依赖某些社会人口属性,例如由收入而划定范围的群体,而是通过个体的选择,将自身与该群体划归同一类别之中而形成的。本文所讨论的投资者群体虽然与心理群体有相似的含义,但本文的群体实际上是无形的群体,是在投资决策过程中形成并不断变化的,而不是经由某种心理定位而固定下来的群体。

(Social Stratification) 给予人们的基本定位, 释放出更多的由意愿彰显的生命活力。由此, 我们看到, 不仅仅是投资秩序给投资者行为增加了新的意涵, 投资者行为也给投资秩序增加了新的意涵, 二者是相互证成的关系。

二、投资者群体及其在投资决策中的参与——一个解释框架

这里的讨论将金融系统视为无数投资者参与并作出投资决策的复杂系统, 要在这一系统内考察投资者是如何参与投资决策的, 投资决策依赖于作出的投资秩序是如何形成并演变的, 对投资秩序的研究又能够给人们什么启示?

之所以要局限在金融系统内讨论秩序的形成与演化, 是因为金融系统是投资发生的地方, 而只是由于投资, 未来才与现在相区分, 才会有不能确定的因素。米塞斯说过, “任何一个时点上的资本存量绝不是正确地预见了现在的情况下所应有的那样; 这些对现在的预见是在过去的那样一些时刻, 在作出相关的投资决策之时, 在现在还是未来时所作出的。因此, 资本存量绝没有其‘均衡的组合’, 所以一般均衡模型不可能适用于有关资本的问题^①”。可以说, 要讨论秩序的演化, 就要与投资、金融、资本这些问题相联系, 要在动态过程中进行。

1. 投资、投资者与投资决策过程

进行投资的投资者是形形色色的, 各有其特定的目的和追求, 但是, 每个投资者的投资总是构成了社会整个投资的一部分, 代表着投资者对于投资决策形成的一种参与, 不管投资者是否意识到这一点, 事实总是如此。因而, 投资是投资者参与投资决策的行为。

投资者面对的是一个无法完全计算风险的环境, 投资者的投资其实不在于其表面上所被人看到的均衡收入与消费、管理风险的这些方面, 而在于通过投资者的投资, 投资者保有自己对社会投资决策的一种参与。所以, 投资者进行投资, 实质在于保有其在投资决策中的一席之地, 并通过投资中的选择而提升其在投资决策中的影响力或是其对于投资决策的权利不发生变化。

当然, 作出投资决策的投资者总是追求其具体的目的, 这里的投资者在其作出投资决策时并不关心他的投资会对整个社会的投资形成发生什么影响, 也不关心其投资对整个社会投资决策依赖于作出的投资秩序起到了什么作用, 这里的投资者只是关心其投资的回报。因此, 我们实际上无法从投资者的日常选择出发而直接地过渡到对于投资秩序的讨论, 但我们却又必须透过投资者日常选择而讨论影响并决定着实际金融运行的力量。

这需要我们具体地讨论进行投资的投资者在投资决策过程中的情形。要强调的是, 这里关注的是过程, 不关注投资决策的结果。投资者之间在投资决策过程中的互动、投资秩序在投资决策过程中的生成与演化, 并不是依据某种客观的、先定的标准来进行, 不同的投资者对于投资决策所要形成的结果有着不同的理解与感受, 投资者是基于其自身的感受而进行互动的, 且在互动的过程中不断地变化着感受。

2. 参与指数——感觉的参与

我们一方面认为投资者的投资实质是对于投资决策的一种参与, 另一方面我们又强调投资者实际上没有意识到自身在投资秩序形成与演化中的作用, 那么, 投资者又是如何地参与呢?

进行投资的投资者总是带着具体的特定的目的, 也就是说, 投资者的投资总是有着特定的动机, 不同动机代表着对于投资决策的不同意见, 动机之间总是存在着冲突与协调。于是, 带有不同动机的不同投资者之间的互动, 就必定地赋予投资者动机的参与色彩, 尽管具体的投资者并不赋予自身

^① 米塞斯, 2001, 前言。

的特定动机这样的参与色彩。因此，投资者所形成的不同动机，表明了投资者对于投资决策的看法，表明了投资者的一种参与态度。从投资者的动机到投资者的参与态度，体现了投资者的参与是在一种直觉的行动中进行的。要讨论投资者的参与，必须从投资者的动机出发。

正是从这样的理解出发，需要对投资者的动机作进一步的讨论，并有必要对投资者动机的不同意义作出区分。可以将那种为了满足某一项具体实际生活意愿的动机属性，即那种被投资者明确意识到的、与投资所要达到的目的——预防意外、延迟消费、数量累积——具有直接且直观联系的动机定义为初级动机（Primary Motivation）；而将体现投资者之间互动从而具有参与属性——未被投资者明确意识到的、与投资所要达到的目的——预防意外、延迟消费、数量累积——具有间接且预期性联系的动机定义为次级动机（Secondary Motivation）。正是投资者之间的互动从而体现的投资者对于投资决策的参与，给投资行为带来了新的性质和拓展了新的内容，即赋予它初级动机之外的参与动机。但需要强调的是，次级动机是投资者没有意识到的，是由投资者的初级动机所决定并折射出来的。

当我们这样来理解投资者的动机时，我们就能够从投资者的日常动机中读出投资者围绕着投资决策与投资秩序所形成的种种感受，正是这些感受决定着投资者在实际投资活动中的选择，也正是这些感受决定着投资者对于投资秩序形成与演变的参与。为了更为具体地讨论由投资者动机和预期所体现的参与，我们将投资者动机和预期所包含的投资者的感受、投资者的参与态度，定义为参与指数。参与指数表明投资者对于自身在投资决策过程中的位置与影响力的感受。

参与指数是由投资者的动机而得到的。参与指数包含这样几个方面的内容。第一，投资者所形成的动机表明投资者对于自身收入水平、财富水平从而自身在投资决策过程中的位置和影响力的一种定位、一种判断，即投资者对于自身现状的一种认知感受；第二，动机表明投资者的一种期待和意愿，体现投资者的预期及预期的强度；第三，动机还表明投资者在对现状的感受、接受及预期意愿的基础上，所愿意进行何种程度的准备（准备作出什么样的投入、准备付出什么样的代价，体现在金融活动中的选择就是准备承受什么样的风险）。

3. 投资者群体

不同的投资者在进行投资时带着不同的动机，而不同的动机则反映了不同投资者在进行投资时的不同感受，因此，不同的投资者有着不同的参与指数。当然，投资者的动机不是唯一的（在实际调查投资者的动机时，调查问卷列出多项动机供被调查者选择，且不限制被调查者只选择一项动机），但是，投资者之间的相互聚集，必定是唯一地源于他们之间在感受上的相一致，感受的一致决定着投资者在利益企求上的一致。投资的发生在根本上是与人们自身对现状、对未来的主观感受与预期相联系的。

所以，参与指数相同的投资者自然地聚集为一类的投资者群体。投资者可以有不同的动机，但投资者最终要归属于某一类由参与指数标示的群体。不可能在由参与指数所标示的投资者群体之外，再构造出另外的投资者群体。年龄、职业、收入水平及财富水平等客观指标虽然可以描述投资者的社会人口属性和特征，但却不可以决定进行投资的投资者的群体划分，投资的发生要由投资者的主观感受来解释，具有相同客观特征但主观感受不同的投资者，在投资决策上往往要发生冲突，而主观感受相同但客观特征不一致的投资者，却一般能够在投资决策上取得一致。

这里的投资者群体是纯粹主观的群体，在这样的群体中，群体成员之间可以在客观特征上毫不相同，他们之间也可以是完全互不相识的。他们之所以聚集为一类群体，完全是由于他们对于在投资决策过程中的相同感受，以及由于相同的感受而同样地选择了符合他们感受的金融产品，因而，他们是在投资决策过程的活动中聚集为一类群体的。同样地，这里的投资者群体的演变也纯粹的是

由主观决定的。当投资者的感受发生变化时,投资者群体的类型与组合也相应地发生变化。投资者群体的形成与演变取决于主观感受,是不可确定的。实际上,投资者群体中的成员自身并不意识到自己是属于哪个群体的,成员之所以会成为某类投资者群体的成员,只是他无意识选择的结果。投资者参与指数的获得,是通过对投资者的初级动机的理解与数据处理,同样是以投资者没有意识到其参与方面的作用为前提的。

4. 规则、秩序与不确定性

由动机而聚集为一类的投资者群体,最终要形成具有特定投资风格的金融组织机构,各类不同风格的金融机构通过选择、运用与其风格相对应的金融产品,或通过创新设计与其风格相对应的金融产品,参与投资决策的形成。

不同类型的投资者群体从而不同风格的机构,在参与投资决策的过程中,他们之间在投资决策过程的互动中,要遵循既定的规则,而既定的金融产品、金融机构及金融监管及其所形成的制度规则体系,构成了金融系统的规则。投资者群体(机构)遵循这些规则进行投资活动。

但是,这些规则并不最终决定投资决策过程。投资者群体(机构)在遵循这些规则的基础上,通过对金融产品的不同选择、运用与创造,形成在投资决策过程中实际发生作用的金融产品的种类构成与数量构成,这些不同投资者群体(机构)所选择的金融产品的数量与种类,就代表着不同投资者在投资决策中的不同影响力,因而,不同金融产品的数量、种类及它们之间的构成,就构成对投资决策最终发生实际作用的投资秩序。

因此,投资秩序是与投资者主观感受从而投资者参与指数、投资者群体联系在一起的。投资者、投资者主观感受从而参与指数、投资者群体,是理解秩序的形成与演化的基本要素。投资秩序的不断演变正是源于不同投资者在投资决策过程中的不同的主观感受,以及由于不同主观感受所形成的不同的参与态度。对于秩序及秩序演变理解依赖于对于人的动机的理解。这样,我们实际上可以通过两种互动来理解投资秩序的演变,一是投资者从而投资者群体之间的互动,二是既定的金融系统规则与投资者之间的互动。既定的金融产品、金融机构、金融监管构成的规则,规定着投资者的选择,但投资者通过对既定金融产品、金融机构的选择运用,通过与金融监管的博弈,又不断地演变着既定的金融系统规则,投资者与既定金融系统规则之间实际形成互为建构性(Interconstructionality)的关系。

当我们从投资者的主观感受出发来理解投资秩序的时候,那么,投资秩序是一个无形的、主观的、不确定的结构,也正因为秩序的这种特性,才决定了秩序的形成与演化是非设计的,是自生自发的。所谓不确定性,就是秩序的这种非设计性。一旦我们认识到实际决定投资决策过程的投资秩序是这样一种性质时,我们就可以理解投资决策中的风险实际上是受到不确定性的规定。

大体可以从以下几个方面来理解不确定性的存在。第一,由投资者动机变化而导致的投资者群体的变化。动机的种类会发生变化,有些动机随时间而不再存在,新的动机类型则不断生成。与动机种类的变化相对应,投资者群体的类型当然要不断地变化。第二,在不考虑动机类型发生变化的情形下,单个投资者的动机会发生变化,当投资者以新的动机代替原先的动机时,这个投资者就从原来的投资者群体中转移出去,加入到新的投资者群体中。这时,不同动机之间的关系就发生了变化,原来重要的、较为广泛的动机,可能变为较不重要也较不广泛。在这里,存在着个体成员的流动,并且仅仅是个体成员的流动,不存在投资者群体从某一类动机中转移的问题。这是因为没有既定的投资者群体,投资者群体是因投资者动机而聚集的。当动机不存在时,群体就消失;当单个成员的动机变化时,动机之间的结构从而投资者群体之间的结构就发生变化。第三,在不考虑动机种类、结构发生变化的情形下,动机群体的组织化程度的变化可导致群体在投资决策过程中的位置和