

金融结构约束下的 消费与资产组合选择

JINRONG JIEGOU YUESHU XIA DE XIAOFEI YU ZICHAN ZUHE XUANZE

师树兴/著



天津大学出版社

TIANJIN UNIVERSITY PRESS

014056129

F830.9
643

金融结构约束下的 消费与资产组合选择

师树兴 著



北航

C1744102

F-830.9
643



天津大学出版社

TIANJIN UNIVERSITY PRESS

内 容 提 要

根据金融资产收益和劳动收入的联合分布特征,本书定义了两类金融结构约束,分别表示金融资产收益不能完全对冲劳动收入风险的市场状况以及金融资产收益不能完全对冲金融市场本身风险的市场状况。研究结果表明,金融结构约束的存在不仅使得消费水平受到抑制,而且可能导致行为主体的金融资产集中于无风险资产。

图书在版编目(CIP)数据

金融结构约束下的消费与资产组合选择 / 师树兴

著. —天津:天津大学出版社, 2014. 8

ISBN 978 - 7 - 5618 - 5176 - 0

I. ①金… II. ①师… III. ①金融结构—影响—金融市场—研究 IV. ①F830.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 190695 号

出版发行 天津大学出版社

出 版 人 杨欢

地 址 天津市卫津路 92 号天津大学内 (邮编: 300072)

电 话 发行部: 022 - 27403647

网 址 publish.tju.edu.cn

印 刷 北京京华虎彩印刷有限公司

经 销 全国各地新华书店

开 本 148mm × 210mm

印 张 5.25

字 数 155 千

版 次 2014 年 8 月第 1 版

印 次 2014 年 8 月第 1 次

定 价 25.00 元

凡购本书,如有缺页、倒页、脱页等质量问题,请与我社发行部联系调换

版权所有 侵权必究

前 言

行为主体的经济行为集中表现在其消费—资产组合决策过程中,一般而言,行为主体在获得当期的可支配收入之后面临两类决策:第一类决策是决定收入中的多大比例用于当期的消费,多大比例用于储蓄或未来的消费;第二类决策是将用于储蓄的部分在各种资产中进行分配,构成行为主体的资产组合。在一般情况下,这两类决策是相互联系不可分割的,资产收益和劳动收入的联合分布特征对这两类决策都可能产生显著的影响。例如,预期资产收益的变化通过收入效应和替代效应影响着当期的消费水平;资产收益和劳动收入的波动性以及二者之间的相关性在一定程度上决定了未来可支配收入的波动性,从而通过预防性储蓄效应影响当前的消费和资产组合;当资产收益的分布随时间变化时,行为主体可能出于投机或保值的动机改变资产组合。本书的主要目的就是揭示资产收益和劳动收入的联合分布对行为主体的消费—资产组合决策产生影响的机制和效果。

本书的研究不仅是对理性的行为主体消费—资产组合决策过程的探索,而且也包含了对国家的金融发展方向和政策的探讨。根据金融资产收益和劳动收入的联合分布特

征，本书定义了两类金融结构约束，分别表示金融资产收益不能完全对冲劳动收入风险的市场状况，以及金融资产收益不能完全对冲金融市场本身风险的市场状况。本书的研究结果表明，金融结构约束的存在不仅使得消费水平受到抑制，而且可能导致行为主体的金融资产集中于无风险资产。这种情况与我国近十年的宏观经济状况非常相似，因此，本书的一个重要结论就是 20 世纪 90 年代以来中国经济中存在的消费疲软现象和银行储蓄存款高速增长现象与中国的金融结构约束有关，风险资本市场不仅没有为居民对冲收入风险提供应有的服务，而且资本市场由于本身的结构约束使得其内部缺乏有效的风险对冲机制。

本书在研究方法上主要采用理论模型分析方法，在此基础上运用计量经济学的实证研究方法以及数值模拟方法。通过理论模型的建立和分析，本书比较完整地刻画了理性行为主体在消费—资产组合选择中的决策过程，以及金融结构约束对其消费—资产组合产生影响的机制。在利用中国的经济数据所做的经验研究中，本书证实了金融结构约束确实是导致消费疲软的重要因素之一。本书第四章对第二类金融结构约束下的消费—资产组合决策做了多种参数组合下的数值模拟，揭示了行为主体的风险偏好、投资期限、金融结构约束强度等行为和市场参数对行为主体的消费—资产组合的影响。

目 录

1	导论	1
1.1	问题的提出和研究背景	1
1.2	研究动机	4
1.3	研究的意义和主要内容	6
1.4	主要的创新	9
2	消费、储蓄和资产组合文献综述	10
2.1	消费—储蓄理论的发展	10
2.2	不完全市场一般均衡理论	28
2.3	金融发展理论	42
3	第一类金融结构约束：模型与检验	70
3.1	金融结构约束	72
3.2	基本模型	79
3.3	模型检验	92
4	第二类金融结构约束：模型与数值模拟	103
4.1	基本模型的扩展	103
4.2	数值模拟	107

5	主要结论、政策意义和未来展望	118
5.1	主要结论及其政策意义	118
5.2	未来的研究	125
附录	中国居民偏好参数和资本市场参数的估计	126
A1	中国居民的收入、消费和资产组合状况 ...	126
A2	中国居民的偏好参数估计	136
A3	中国股票市场的基本参数估计	140
参考文献		146
后记		161

1 导 论

1.1 问题的提出和研究背景

本书研究不确定条件下的居民消费和资产组合决策问题,更具体而言,本书旨在研究在金融市场不能为居民提供完美的风险分担机制的情况下,居民的消费和资产该如何组合选择。从宏观经济的角度看,居民的消费是社会总需求的重要组成部分,消费需求不足会影响经济增长的速度;而居民的储蓄会通过各种形式的资本市场最终形成生产资本,储蓄不足则会影响社会资本存量的增长,从而影响经济增长。此外,不同形式的资本市场在融通资金方面存在差异,因此,不同的储蓄形式可能会影响资本存量或投资的结构,从而影响经济增长的质量。从微观经济的角度看,居民的储蓄作为收入的消费结余主要有两个功能——积累财富和平滑消费。因此,对居民的储蓄和消费行为的研究基本上是围绕两个问题进行的:第一,对消费和储蓄在收入中所占的比例的研究,即居民的消费率和储蓄率研究;第二,储蓄在不同形式的资产中的分配比例,即居民的资产组合研究。

纵观当今金融领域,以规范分析为主要研究方法的学者致力于最优性问题的研究,利用经济模型来刻画最优的储蓄



率和最优的资产组合结构。由于拉姆齐和默顿在这两个领域的开创性贡献，学术界通常将最优的储蓄率问题称为“拉姆齐问题”，将最优消费和资产组合选择问题称为“默顿问题”。以实证分析为主要研究方法的学者则致力于发现现有的储蓄率或资产组合结构产生的原因以及影响其变动的因素，如绝对收入假说、生命周期假说和持久收入假说以及近几年出现的预防性储蓄假说和缓冲存货假说都是从某个角度来说明或解释现有的消费储蓄关系。从金融结构约束的角度研究消费和资产组合决策，这便是本书所要研究的理论问题。另一方面，本书所研究的问题涉及金融和实体经济两个领域的相互关系，因此本书的研究也从属于金融发展理论。

从 1994 年确定社会主义市场经济体制至今，中国逐步向市场经济过渡，政府对居民消费选择的限制越来越少，同时由政府提供的保障也越来越少，居民在收入水平提高的同时也需要独自承担未来不确定的收入和支出。一方面居民个人面临着市场经济的各种不确定性产生的冲击，另一方面又无法通过市场机制来分散或减缓这种冲击，在谨慎性或预防性心理的驱动下居民消费率持续降低（参见图 1.1）。而作为总需求的重要组成部分，居民消费对经济增长的拉动作用在市场经济体制下是非常明显的，特别是 2000 年之后消费对产出的弹性都处于较高的水平，并且大于投资对经济增长的拉动作用（参见图 1.2）。可见居民消费水平的提高不仅关系到居民能否享受经济增长的成果，还关系到经济的持续稳定增长。中国的金融体系在居民的消费和资产组合选择中起到什么样的作用，金融结构的不完整是否导致了中国居民的低消费和畸形的资产组合，这

是本书所要研究的实际问题。

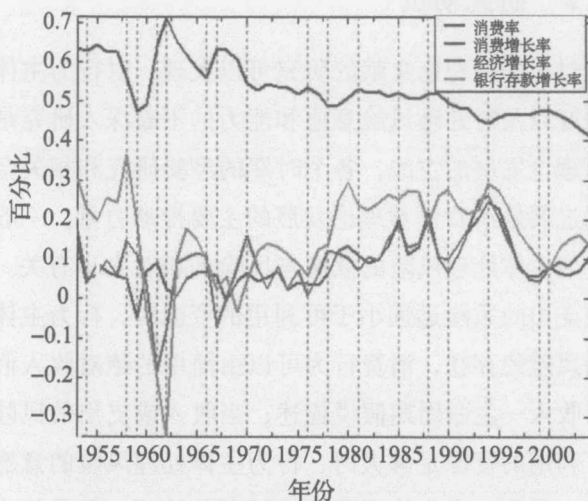


图 1.1 居民消费增长率、消费率、经济增长率、
银行存款增长率对比

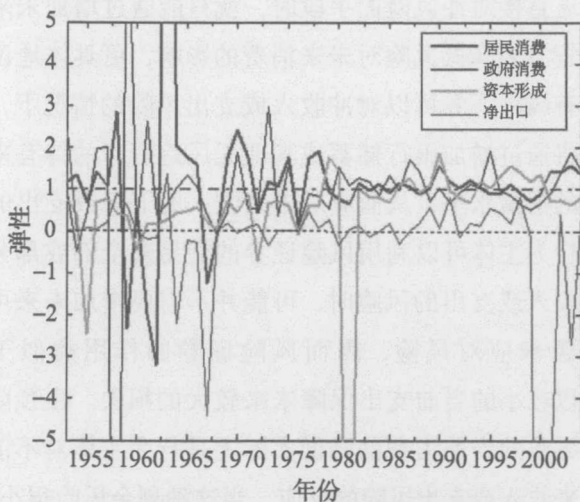


图 1.2 GDP 构成成分对经济增长的弹性的对比



1.2 研究动机

通过对相关理论文献的研究可以发现,对行为主体的时间偏好以及对处理风险意愿和能力的不断深入研究是消费储蓄理论发展的主线,各个时期的经验研究和相关金融理论的进展是消费储蓄理论发展的主要推动力量。一般而言,行为主体处理风险的意愿与风险的相对大小有关。当收入或支出的风险远远小于可利用的资源时,行为主体可以忽略风险的存在,消费行为可以由简单的绝对收入假说或持久收入—生命周期假说描述;当收入或支出的风险相对于可利用的资源足够大时,行为主体处理风险的意愿就会增强,消费行为将体现预防性储蓄的特征。但是行为主体对风险的反应结果受到其处理风险能力的影响,当行为主体缺乏直接对冲风险的手段时,就只能通过增加未来可动用的资源来降低风险对未来消费的影响,更具体地说就是在没有风险证券可以对冲收入或支出风险的情况下,行为主体将通过增加银行储蓄或其他无风险资产的持有来提高未来的财富水平,从而应对未来收入的下降或支出的增加;当行为主体可以利用风险证券的交易来全部或部分对冲未来收入或支出的风险时,可能并不需要增加未来可利用的资源来应对风险,因而风险证券的作用类似于期权——以较小的当前支出保障未来较大的损失。由预防性储蓄所导致的当前消费的降低实际上是行为主体对不能对冲的未来收入或支出风险的反应,当这种剩余风险很小时,当前消费的降低幅度也可能很小,在这种情况下总储蓄或



金融资产的积累主要反映行为主体的时间偏好和遗产动机；当这种剩余风险很大时，当前消费的降低幅度也可能很大，总储蓄中的预防性成分会占有很高的比例。

行为主体处理风险的能力在主观上受到其处理风险的知识 and 技能的影响，在客观上则受到证券市场结构和质量的影响。显然，如果证券市场上不存在能够对冲未来收入或支出的风险证券，则当前的消费会下降以增加无风险资产的积累。即使存在与收入或支出相关的证券但证券市场本身是不完全的，则预测证券收益的难度会变大，准确的对冲收入或支出风险的难度也会加大，从而剩余风险仍然会维持在较高的水平上，总储蓄中的预防性成分还将很高。

行为主体的经济行为集中表现在其消费—资产组合决策过程中，一般而言，行为主体在获得当期的可支配收入之后面临两类决策：第一类决策是决定收入中的多大比例用于当期的消费，多大比例用于储蓄或未来的消费；第二类决策是将用于储蓄的部分在各种资产中进行分配，构成行为主体的资产组合。在一般情况下，这两类决策是相互关联不可分割的，资产收益和劳动收入的联合分布特征对这两类决策都可能产生显著的影响。例如，预期资产收益的变化通过收入效应和替代效应影响着当期的消费水平；资产收益和劳动收入的波动性以及二者之间的相关性在一定程度上决定了未来可支配收入的波动性，从而通过预防性储蓄效应影响当前的消费—资产组合；当资产收益的分布随时间变化时，行为主体可能出于投机或保值的动机改变资产组合。本书的主要目的就是揭示资产收益和劳动收



人的联合分布对行为主体的消费—资产组合决策产生影响的机制和效果。

可以说,中华人民共和国成立以来我国居民经历了可以用收入水平和收入支出不确定性来划分的时代,特别是改革开放以来收入水平的增长速度远远低于各种不确定性状况增加的速度,居民处理风险的意识和意愿是不断增强的。但是,我国居民处理风险的手段则相当匮乏,在相当长的一段时期内我们只能通过以银行存款的积累来应对未来收入或支出的风险。进入20世纪90年代之后,中国证券市场逐步发展和完善起来,但由于我国的证券市场是典型的不完全市场,可交易的证券数量和品种相当有限,不同品种的证券之间缺乏相互对冲风险的机制,因此对证券收益或投资机会的估计难度很大,从而导致居民对证券市场的利用程度不高,预防性储蓄增加,消费增长缓慢。本书希望通过对金融结构约束条件下的消费—资产组合选择问题的研究来论证和检验上述我国居民消费—资产组合选择的逻辑。

1.3 研究的意义和主要内容

本书的研究不仅是对理性的行为主体消费—资产组合决策过程的探索,而且也包含了对国家的金融发展方向和政策的探讨。根据金融资产收益和劳动收入的联合分布特征,本书定义了两类金融结构约束,分别表示金融资产收益不能完全对冲劳动收入风险的市场状况以及金融资产收益不能完全对冲金融市场本身风险的市场状况。本书的研究结果表明,金融结构约束的存在不仅使得消费水平受到



抑制,而且可能导致行为主体的金融资产集中于无风险资产。这种情况与我国近十年的宏观经济状况非常相似。因此,本书的一个重要结论就是20世纪90年代以来中国经济中存在的消费疲软现象和银行储蓄存款高速增长现象与中国的金融结构约束有关,风险资本市场不仅没有为居民对冲收入风险提供应有的服务,而且资本市场由于本身的结构性约束使得自身内部缺乏有效的风险对冲机制。

从解决现实问题的角度来看,本书的研究将从金融结构的角度来论证金融约束对消费的抑制和对资产组合的扭曲,如果真实的情况确实如此,那么解决消费低迷和居民金融资产集中于银行存款的可行措施就是发展金融市场,通过建立多层次的金融市场,提高居民分散风险的能力。从理论的角度来看,本书的研究从两个方面对当代金融发展理论做出了贡献:第一,借鉴不完全市场一般均衡理论引入金融结构约束的概念,从金融结构的角度研究金融与实体经济的关系,是对20世纪90年代以来的金融发展理论的丰富;第二,从消费的角度探讨金融发展与经济增长之间的关系,这也是先前的金融发展理论所没有涉及的内容。

本书在研究方法上主要采用理论模型分析方法,在此基础上运用计量经济学的实证研究方法以及数值模拟方法。通过理论模型的建立和分析,本书比较完整地刻画了理性行为主体在消费—资产组合选择中的决策过程以及金融结构约束对其消费—资产组合产生影响的机制。本书在利用我国的经济数据所作的经验研究中证实了金融结构约束确



实是导致消费疲软的重要因素之一。本书的主要内容除第一章导论之外,其他各章安排如下。

在第二章对消费—储蓄理论、不完全市场理论和金融发展理论进行评述。第三章以金融发展理论和不完全资本市场理论为依据提出两类金融结构约束的概念;基于第一类金融结构约束建立分析模型,并利用我国的经济数据对模型中的消费方程进行检验;通过分析证明金融结构的发展滞后于经济发展时所形成的金融结构约束会通过不完全市场效应对居民的消费有显著的抑制作用。第四章用数值模拟的方法研究第二类金融结构约束对消费—资产组合的影响;对第二类金融结构约束下的消费—资产组合决策作了多种参数组合下的数值模拟,揭示了行为主体的风险偏好、投资期限、金融结构约束强度等行为和市场参数对行为主体的消费—资产组合的影响。第五章总结全书并提出相应的政策建议。图 1.3 表明了本书中主要研究内容的逻辑结构关系。

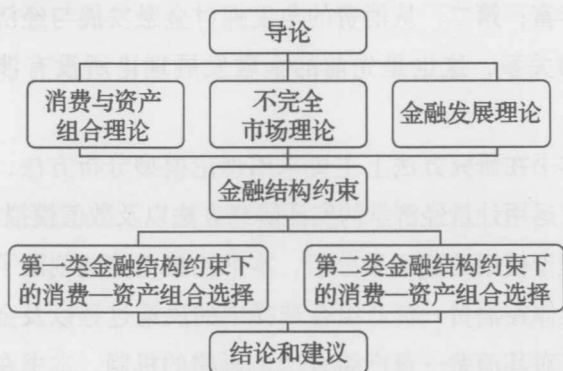


图 1.3 本书逻辑结构图



1.4 主要的创新

本书的创新之处首先在于研究的角度新颖。金融结构这一概念虽然经常被提起,但是几乎没有人将其与居民消费联系起来,而且大多数关于金融结构的研究中统计描述性和对比性的研究远远超过系统的理论分析。本书通过借鉴不完全市场理论的研究方法将金融结构作为一个变量纳入理论研究,并研究了金融结构与消费以及资产组合的关系。此外,以消费作为金融影响实体经济的途径,也是对金融发展理论中强调金融对投资的影响这一传统研究的革新。显然,投资固然重要,但消费绝不可忽视,更何况居民的消费和资产组合还是密不可分的。

在具体的研究结果上,本书第三章的理论模型证明了金融结构约束确实对居民的消费有抑制作用,针对我国的数据所进行的实证研究也证实了在我国金融结构的约束确实抑制了消费,这是对当前流行的预防性储蓄研究的补充。第四章对消费决策和资产组合决策的数值模拟研究在国内的经济研究中尚属无人涉猎的领域。

2 消费、储蓄和资产组合文献综述

2.1 消费—储蓄理论的发展

本章对消费—储蓄理论的发展历程进行梳理，揭示各种理论和模型的渊源与继承关系，并阐述本书的研究动机和切入点。

2.1.1 绝对收入假说和“消费函数之谜”

当代西方消费—储蓄理论发端于 Keynes (1936) 的消费—储蓄假说。Keynes 对经济现象的研究基本上是从短期的角度进行的，他对消费和储蓄问题的研究也体现了这一特点。假说中 Keynes 不同意古典经济学家所提出的利率是影响消费的主要因素这个观点，而认为在短期内收入是影响消费的最主要因素，他的消费理论也被称为“绝对收入假说”。尽管 Keynes 没有深入地研究居民的消费—储蓄决策，但是在他所著的《就业、利息和货币通论》第九章中还是面向未来分析了人们储蓄的八种动机，并将这些储蓄动机作为决定消费的主观因素。其中两种储蓄动机与预防性储蓄有关：“建立一准备金，以防不测之变”；“预防未