

山西
财经
大学
学术
文库

Shanxi University of Finance and Economics

我国居民部门资产替代行为研究

张帅◎著

 中国财政经济出版社

[山西财经大学学术文库]



我国居民部门资产替代行为研究

张 帅◎著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

我国居民部门资产替代行为研究 / 张帅著. —北京: 中国财政经济出版社, 2014. 4

(山西财经大学学术文库)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 5208 - 7

I. ①我… II. ①张… III. ①私人投资 - 投资行为 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 059400 号

责任编辑: 王艳红

责任校对: 王 英

封面设计: 张立娟

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://ckfz.cfeph.cn>

E-mail: ckfz@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 010 - 88190406 财经书店电话: 010 - 64033436

北京厚诚则铭印刷科技有限公司印刷

787 × 1092 毫米 16 开 8.75 印张 139 000 字

2014 年 4 月第 1 版 2014 年 4 月北京第 1 次印刷

定价: 20.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 5208 - 7/F · 4214

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

打击盗版举报热线: 010 - 88190492、QQ: 634579818

总 序

何谓大学？囊括大典，网罗众学之学府也。大学既是教育机关，也是研究机关。它不仅要传授已有的知识，并且要产生新的知识。办好一所大学，关键在于抓好“五学”，即学科、学术、学者、学生、学风。其中，学科是龙头，它规定了学校发展的资源禀赋，决定了学校建设的质量和空间，而学科建设的关键在于培育一个共生共长、良性运转的学科生态系统。

山西财经大学作为一所多科性财经类大学，确立了“以生态规划布局、以布局凸显优势，以优势凝练方向、以方向组建团队，以团队配置资源、以资源优化生态”的学科建设发展思路，通过挖掘自身的学科优势与特色，准确定位，合理布局，促进学科间的交叉互融、共生共长，努力培育和营造出一个能良性运转和可持续发展的学科生态。

一、以生态规划布局、以布局凸显优势

学科生态这个概念是借助生态学的概念来阐释学科布局的，是指在学科布局上需要注意学科的学术特征和发展习性，将有发展优势的同类学科集聚为学科群落，并带动对优势学科发展起支撑作用的相关学科，构建起交叉互融、共生共长的学科有机体。这就要求我们在学科结构布局上求优，不唯全，扬优扶重，顺势而为，准确捕捉学科发展机遇。

因此，我校建设以经济学、管理学、法学为学科高地，进一步明确了重点学科、重点专业、重点创新平台，以及各个支撑学科与主干学科之间的内在联系，构建具有财经特色的学科生态。这样的布局不仅利于凸显我校学科特色，拓展我校和省内兄弟院校差异化竞争的发展空间，还有利于凸显我校的办学特色，提升财经类专业人才培养质量，加强服务地方经济建设能力。

二、以优势凝练方向，以方向组建团队

学科研究方向是体现学科优势的落脚点。在学科发展方向的选择上突出建

设重点，注重另辟蹊径，在学习他校成功经验的同时，加强消化、吸收、内化，务求通过创新形成突破，努力形成自身学科优势与特色。有了特色鲜明的研究方向，能否真正转化为实实在在的学科优势，关键在于学科团队。因此，学校特别重视学科团队建设，将其作为学科建设的主要工作来抓，长期坚持“引进与培养”并重的原则，稳步提升人才队伍的科研素养、学缘结构以及团队协作能力。

三、以团队配置资源，以资源优化生态

有了稳定的学科研究方向和高水平的学科研究团队，就具备了构建良好学科生态的硬件条件，想要收到预期的建设成效，还应合理配置学科资源，优化学科建设外环境。为此，学校将学科建设视为“一把手”工程来抓，通过成立学科群工作组，出台学科建设专项经费管理办法、启动中青年骨干教师提升工程等一系列措施进一步理顺学科管理机制，赋予学科工作组和学科带头人相应人、财、物的调动和支配权，促进学科团队成长和学科资源合理配置。

大学既是教书育人的圣地，又是科学研究的净土；既是社会进步引领者，又是社会发展助推器。我校办学历史悠久、财经特色鲜明，为山西乃至全国输出了大量高水平优秀人才，为服务地方社会经济建设不遗余力。面对当前高等教育发展的新形势，学校确定了由教学型大学向教学研究型大学转型的发展战略，坚持走以质量提升为核心的内涵式发展之路。组织出版《山西财经大学学术文库》不仅是对学校60多年学术文化和学术传统的历史性继承，也是学校在战略发展阶段所采取的重要举措。

本套学术文库是我校骨干教师的代表性学术成果，凝聚了作者们多年的研究心血，体现了我校的研究特色和学科优势。我们希望以此为契机，秉承“修德立信、博学求真”的校训，弘扬“明礼诚信、艰苦创业”的晋商精神，促进学校学科建设水平再上一个新台阶。

校长：邵泽光

2013年12月

前 言

近年来，我国金融化水平的提高和房地产行业的兴起，为居民手中的储蓄提供了多种投资渠道。居民的储蓄如何在各种金融资产和房地产之间分配？各种资产之间的相互关系怎样？是什么原因导致居民在各种资产之间难以取舍？居民在各种金融资产和房地产之间的相互替代格局是否已经形成？本书对居民资产替代行为进行研究，就是要回答这些现实问题，对这些问题的回答有助于我们了解金融资产规模的变动机制，有助于我国维护金融稳定和调控房地产价格合理化。

本书主要包括两部分内容，一是资产替代测度的理论与实证研究；二是资产替代原因的理论与实证研究。全书共分七章。第一章是导论。第二章是资产替代测度文献综述。第三章是资产替代相关理论研究，包括资产替代的定义、性质、经济理论基础等方面的研究。第四章是我国居民部门资产替代测度研究，包括资产替代理论模型推导、资产替代测度方法设计、我国居民部门资产替代实证研究等。第五章是我国居民部门资产替代特征分析以及综合指数的构建，该章是对第四章实证研究结论的进一步信息提取。第六章是资产替代原因研究，包括分类资产替代变动原因研究和资产替代总规模变动原因研究。第七章是问题总结与政策建议。

通过第二章的文献总结，发现已有文献对资产替代测度的研究有一个共同的缺陷，就是将资产等同于一般商品，只研究由于资产收益率或者资产使用者成本变动引起的各种资产之间的替代，忽略了其他影响资产需求的因素对资产替代的影响，比如资产的相对风险和相对流动性等，因此已有文献测度出来的资产替代是不全面的。本书设计的资产替代测度方法，克服了已有文献的这一缺陷。第四章中，在 Chetty (1969) 理论模型的启发下，自行推导出新的资产替代理论模型。然后依据第三章提出的资产替代定义，设计了资产替代测度方法，并用该资产替代测度方法，对 1999 年第 1 季度至 2009 年第 3 季度我国居民部门储蓄存

款、股票和房地产的替代进行了测度。本书设计的资产替代测度方法与以往文献使用的替代弹性系数方法相比,有两个优势,一是利用书中设计的方法测度出来的资产替代与经济学中的替代定义相符,即替代只改变某种资产的规模,不改变资产总规模;二是利用书中设计的方法测度的资产替代囊括了各种原因引起的资产替代,而不像以往文献那样只测度收益率或使用者成本引起的资产替代,比以往文献测度的替代更加全面。书中的资产替代定义、资产替代理论模型的推导以及资产替代测度方法设计均在前人的基础上作了改进。

第五章主要是对第四章测度的资产替代结果进行综合汇总,为更好地描述资产替代强度的动态变化,在本章还构建了资产替代综合指数体系。第六章对资产替代原因进行了实证研究,得到了一些具有政策性指导意义的结论,比如CPI和利率的变动对居民购买房地产的影响大于对其购买股票的影响等等。

第七章对前六章研究中发现的问题进行总结,并提出建议。经研究发现居民部门资产替代存在的主要问题有:(1)储蓄存款依然是居民的主要资产选择,资产多样化尚未实现,这将不利于股市稳定;(2)居民对房地产的需求主要还是自住需求,需求刚性较强,房价调控任务艰巨;(3)房地产已经表现出一定的投资需求,只是其投资属性不如股票强;(4)当前房地产价格已经高到一定水平,将导致居民增加储蓄或增加股票持有量,这将不利于扩大内需和股市稳定;(5)我国居民对股票需求具有较明显的投机性;(6)通货膨胀率和房地产价格的提高,进一步刺激房地产需求和股市波动等。针对发现的上述问题,从促进金融资产多元化发展、调控房地产价格增速和控制通货膨胀三个角度阐述了政策建议。

国内研究居民资产替代的文献并不多,尤其实证研究的更是少见,最主要的原因是我国居民的资产存量数据难以获得。国内文献较少加之数据匮乏,使得本

书的写作在国外文献综述以及实证数据的搜集两个环节占去了较多时间，此外，书中资产替代方法的设计完全是一种创新性的尝试，由于作者水平有限，时间仓促，如有谬误之处，恳请各位专家和读者不吝赐教。

此书是基于我的博士学位论文修改而成，感谢我的导师山西财经大学李宝瑜教授在此书写作过程中的殷切指导，感谢在我博士论文写作过程中所有帮助和支持过我的人，感谢山西财经大学学科建设办公室对本书出版的支持。

张 帅

2013 年 11 月

目 录

第一章 导论	1
第一节 研究背景及意义	1
第二节 资产替代概述	5
第三节 研究方法、框架及创新	7
第二章 资产替代测度文献综述	9
第一节 资产需求方法文献综述	9
第二节 Chetty 方法文献综述	15
第三节 需求系统方法文献综述	20
第四节 国内外文献述评	32
第三章 资产替代相关理论介绍	34
第一节 什么是资产替代	34
第二节 新古典需求理论介绍	39
第三节 资本资产定价理论介绍	40
第四章 我国居民部门资产替代测度	45
第一节 资产替代理论模型推导及测度方法设计	45
第二节 我国居民部门资产数据整理	49
第三节 我国居民部门资产替代模型估计及资产替代测算	60
第四节 本章小结	72

第五章 我国居民部门资产替代特征分析以及综合指数构建	74
第一节 分类资产替代特征分析	74
第二节 资产替代总规模及活跃度变化特征分析	81
第三节 资产替代综合指数体系的构建	86
第四节 本章小结	91
第六章 资产替代原因研究	95
第一节 储蓄存款与房地产替代原因研究	95
第二节 股票与房地产替代原因研究	101
第三节 储蓄存款与股票替代原因研究	105
第四节 资产净替代规模及资产替代活跃度的影响因素研究	108
第五节 本章小结	110
第七章 问题及政策建议	113
第一节 我国居民部门资产替代行为研究发现的问题与启示	113
第二节 政策建议	116
主要参考文献	121

第一章 导 论

第一节 研究背景及意义

一、研究背景

（一）我国居民的低消费高储蓄生活模式积累了大量资金

改革开放以来，我国实体经济经历了长期的高速增长，居民的收入水平也不断提高，然而，由于社会保障不健全、文化等因素导致我国居民保持低消费高储蓄的生活模式，这使得居民手中积累了大量资金，十几年来，我国居民的低消费高储蓄生活模式，使居民手里积累了大量资金，这些资金在各种具有投资价值的资产中自由流动，由此必然会出现大量的资产替代现象。

自1990年以来，我国呈现消费率下降，投资率上升的变化趋势（见图1-1），经济增长靠投资拉动的局面越来越明显。1990年，我国的消费率和投资率分别为62.5%和34.9%，2012年消费率已降至49.2%，投资率升至48.1%。

消费率的下降意味着居民储蓄的快速上升，截至2012年底，我国住户存款余额已达到410 201亿元，占当年GDP的79%。

（二）金融业和房地产的迅速发展为居民提供了多种资产选择

转轨时期，我国金融市场体系也经历了重大变革。20世纪80年代是我国金

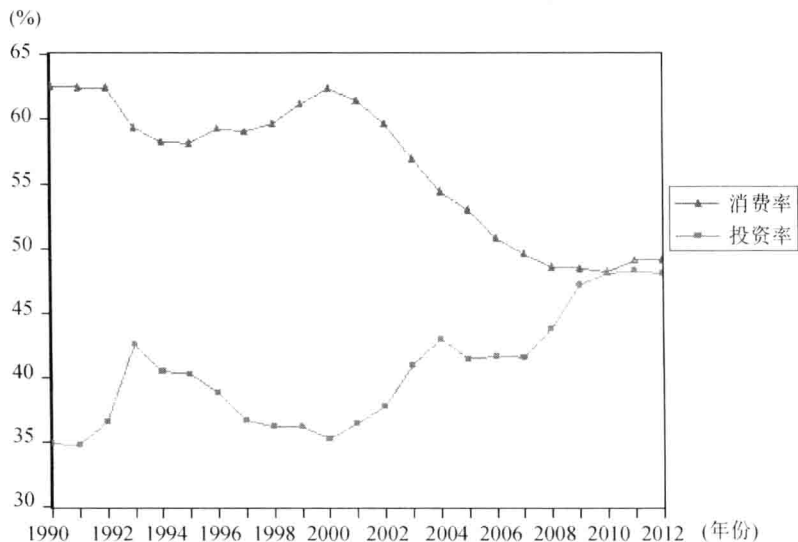


图 1-1 我国消费率和投资率折线图

融市场体系建设的起步阶段。1984 年国务院颁布《中共中央关于城市经济体制改革的决定》指出：“要逐步建立包括资金、劳动、技术在内的生产要素市场，发挥市场调节的作用。”我国金融市场建设首先从货币市场开始，同业拆借市场、票据市场、国债回购市场先后得到发展。与此同时，随着 1981 年开始恢复国债发行，资本市场的发展也逐渐起步。1991 年上海证券交易所和 1992 年深圳证券交易所的建立，1997 年全国银行间债券市场的建立，都成为资本市场发展的重要转折。1994 年的外汇体制改革，形成了全国统一的外汇市场。新世纪以来，各类金融市场发展明显加速，市场参与主体不断扩大，市场基础建设不断增强，交易和监管机制不断完善。2004 年 1 月，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，首次提出了建立多层次资本市场的要求。2005 年，中央关于制定“十一五”规划的建议又将多层次资本市场的概念进一步扩大为多层次金融市场体系。

截至 2012 年底，我国的股票市价总值已达到 23 万亿元，总发行股本达 3.2 万亿股，金融债券发行额 2.6 万亿元，国债发行额 1.7 万亿元，证券投资基金年底余额为 2.87 万亿元，由住户主要投资的理财产品余额达到 7.1 万亿元。

1998 年 7 月 3 日颁布的国务院 23 号文被认为是住房体制改革里程碑式的文件，是新旧两种住房体制的分界线。从 1998 年 7 月份起，停止住房实物分配，

开始进入住房市场化。2012 年,商品房屋销售面积 11.13 亿平方米,销售金额达到 6.4 万亿元。

股票、基金、债券、银行理财产品和房地产的迅速发展为我国居民的大量闲散资金提供了多种资产选择,这些闲散资金不再像以前那样只能单一的存到银行,还可以选择诸如股票、债券、基金、期货和期权等流动性金融资产进行投资,甚至可以选择房地产,由于资金是有限的,而且所有资产都具有一个共同的特征就是给投资者带来收益,所以投资者在不同资产之间的选择必然会产生资产替代。

(三) 资产多样化使宏观调控面临更大挑战

现在宏观调控面临的难题之一是实现了消费品价格较稳定,但是不能避免资产价格的剧烈波动。图 1-2 和图 1-3 显示的是 2000~2012 年我国商品房销售价格指数、居民消费价格指数 (Consumer Price Index, 简称 CPI) 及上海证券综合指数 (简称“上证综指”) 年末收盘的折线图,由趋势可看出,我国近年来很少出现严重通货膨胀,但是房地产市场和股票市场价格波动剧烈。宏观调控已不仅是控制通货膨胀,资产价格稳定直接影响到宏观经济的健康运行和人民的福祉,然而在市场经济条件下,如何实现 CPI 与资产价格的同时稳定似乎是一件非常困难的事情。

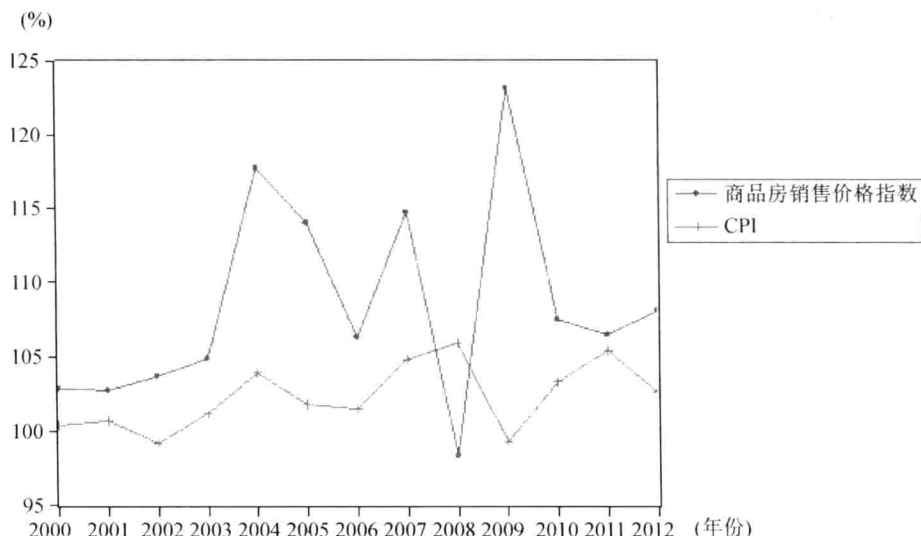


图 1-2 我国商品房销售价格指数及 CPI 折线图

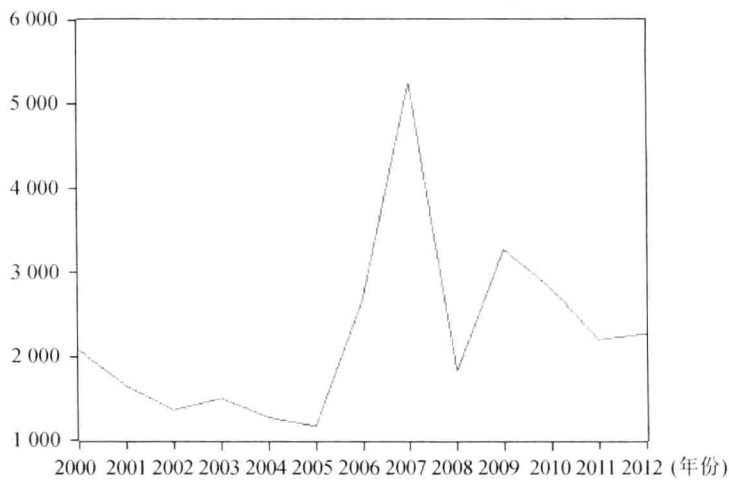


图 1-3 上证综指年末收盘折线图

二、研究意义

（一）研究居民部门资产替代行为有助于鼓励有利替代、杜绝有害替代

我国居民一直保持着低消费高储蓄的生活模式，居民手中的资产存量比较大，如果能够了解居民如何根据市场信息调整其手中的资产组合以及什么原因会导致居民调整其手中的资产组合，那么我们就对各种资产存量的变动究竟是投机变动还是投资变动作出判断。对宏观经济运行有利的资产存量变动加以推动和鼓励，而对宏观经济运行有害的资产存量变动应从其原因着手，进行有效的预防、削弱或彻底根除，这将对我国宏观经济的高速、平稳运行具有重大意义。

（二）研究居民部门资产替代行为对稳定资产价格具有政策指导作用

无论是国内还是国外，宏观调控面临的一个共同难题就是资产价格与其他一般商品价格脱节，经常出现一般商品物价稳定，而资产价格波动剧烈的情形，我国也不例外。资产价格波动剧烈说明资产市场不成熟，投机现象严重，如何在不影响实体经济增长的前提下稳定资产价格，需要了解各种资产的替代机制和替代程度。居民部门是持有大量财富的部门，其财富结构的重新调整必对资产价格产生重要影响，故要实现资产价格的调控必须掌握居民的资产替代行为。

（三）研究居民部门的资产替代行为能够缓解货币政策滞后问题

自从凯恩斯主张相机抉择的宏观调控政策以来，宏观调控政策受批判的主要

原因是其滞后性。宏观调控的滞后是由三方面因素导致的,首先,经济系统的复杂常常使政府决策滞后;其次,从决策制定到实施需要一定时间;第三,从宏观调控的实施到见效还有一段时间。如果我们能够很好的了解居民部门的资产替代行为,提前做出预测,那么政府可适时作出调控决策,从而消除政策滞后带来的各种弊端。

第二节 资产替代概述

一、资产替代研究历程

国外的资产替代研究是伴随着货币总量的定义以及货币需求理论的深入研究而被提出来的。20世纪中期经济学家们意识到货币对经济施加一个可预测影响的必要条件是我们能够得到一个稳定的货币需求函数。为找寻这样一个稳定的货币需求函数,经济学家们不断改进货币总量的定义以及货币需求方程的形式。由于资产具有能够提供货币服务的性质,故在通过简单加总货币与准货币已不能得到稳定的货币需求函数的条件下,经济学家们开始尝试将各种金融资产甚至是实物资产纳入货币的范畴。又由于金融资产和实物资产与货币不完全替代,这促使了经济学家不断探索各种资产与货币之间的替代程度,以便求得一个将资产所提供的货币服务量纳入货币定义的货币总量,最终得到一个稳定的货币需求函数,从而为政府的宏观经济调控服务。综上可知,国外的资产替代研究一直将资产视为货币的替代物。

1956年,弗里德曼(Friedman)在《货币数量论——一个重新表述》一文中发展了货币需求理论。弗里德曼探讨人们持有货币的原因采取了与凯恩斯不同的方法,他不再具体研究人们持有货币的动机,而是将货币作为一种财富,通过研究影响人们选择保存财富资产种类的因素,来研究货币需求,实际上是资产需求理论在货币需求理论上的应用。弗里德曼看来,货币是债券、股票、商品的替代品,货币需求是个人拥有的财富及其他资产相对于货币预期回报率的函数。几乎与弗里德曼同时,Gurley和Shaw(1955、1956和1960)认为货币当局在战后没能成功的减少经济中的流动性归因于金融中介机构负债的快速增长,也就是金融机构的负债与货币具有替代关系。国外文献公认Gurley和Shaw开创了资产替

代研究的先河,但是显然弗里德曼在其货币需求理论中已经表达了广义的资产替代思想,所以应该说弗里德曼, Gurley 和 Shaw 的理论是研究资产替代的早期理论文献。但是在 20 世纪 50 年代,尽管弗里德曼提出了资产替代思想, Gurley 和 Shaw 提出了流动性资产替代的理论,但是由于受到实证研究技术发展滞后的影响,在 20 世纪 50 年代实证研究文献还是非常缺乏的。

20 世纪 60 年代和 70 年代实证研究主要集中在货币与准货币替代研究领域,是资产替代实证研究发展的繁荣时期,这一时期实证研究资产替代的方法可归纳为两类,一类是研究货币和准货币替代普遍使用的货币需求方法,即建立并估计一个现金和活期存款的需求方程,这个方程的解释变量包括一个或多个准货币的收益率和一个收入或财富变量,利用模型回归系数计算出利率交叉弹性系数来作为测度资产替代程度的指标;另一类是由 Chetty^① (1969) 基于微观经济学效用函数理论提出的方法,这里称作“Chetty 方法”,该方法是建立备选资产的 CES 效用函数,然后求出效用函数的一阶条件,估计效用函数的一阶条件方程,利用估计系数计算 Hicks - Allen 偏替代弹性系数,利用这个偏替代弹性系数衡量各种资产之间的替代程度。实证研究的方程形式可以归纳为线性可加方程、对数线性模型和线性非可加方程,既有使用单方程模型的文献,也有使用联立方程模型的文献。各种实证研究的理论基础可以归纳为货币需求理论、资产组合理论、存货理论和效用函数理论等,其中资产组合理论在实证分析中应用很少,这主要是由于很难找到合适的预期收益和风险指标。

20 世纪 80 年代开始将资产替代的资产范围扩展到了金融资产甚至是实物资产范围,研究方法主要使用需求系统方法,将消费理论应用到该领域,使用的函数形式主要是局部弹性函数形式(如广义列昂惕夫方程、几乎理想需求系统和 Minflex Laurent 模型等)以及全局弹性方程形式(如渐近理想模型和傅立叶模型)。

资产需求方法和 Chetty 方法是在假定资产替代程度独立于消费品和闲暇时间的前提下计算的,而需求系统方法是假定所有消费者具有同质性,消费者在消费品、闲暇时间和金融资产之间选择,没有假定金融资产内部的替代独立于消费品和闲暇时间。虽然需求系统方法比较符合实际,但是其假设决定了用该方法研究

① Chetty, V. K, On Measuring the Nearness of Near - Moneys, American Economic Review, June 1969, 59 (3) .

居民部门似乎更加合适。

二、研究内容

理论研究部分主要包括资产替代定义、资产替代测度理论模型构建、测度方法设计、资产替代综合指数构建、资产替代原因研究等。

实证研究过程中，尽管如今我国居民可选择的资产种类较多，比如属于金融资产类的储蓄存款、股票、基金、商业保险、理财产品、债券、期货等，属于实物资产类的房地产、贵金属、古董、艺术品等，但是由于我国官方公布居民持有各种资产的数据具有极大局限性，以及样本较少的特点，最终决定居民资产范围确定为三种资产即无风险货币资产储蓄存款、实物资产房地产以及风险资产股票。资产替代行为实证研究主要包括三方面内容，一是三种资产具体的替代关系；二是三种资产替代规模总变动指数计算；三是引起三种资产替代的主要原因。

三、研究目的

本书试图通过理论与实证研究，得到对宏观经济调控具有参考价值的结论。主要研究目的有如下三方面：

1. 测度我国居民部门的资产替代规模，并结合宏观经济运行情况，判断什么样的替代规模是正常的，是有利于宏观经济健康发展的；什么样的替代规模是不正常的，是对宏观经济运行有害的。
2. 根据资产替代规模建立反映我国居民部门资产配置活跃程度的综合指数，即资产替代指数，从而了解我国居民部门近年资产配置活跃程度的变动趋势。
3. 对引起各种资产替代的主要原因进行实证研究，以实现从源头避免对宏观经济运行不利的资产替代行为的发生。

第三节 研究方法、框架及创新

一、研究方法

本书遵循先总后分、先主后次的研究顺序，以资产需求理论和消费理论为依