

中国

全国高校商务管理研究会第26次年会

商务管理

ZHONGGUO

创新研究

廖进球 王学军 主编

shangwu guanli
chuangxin yanjiu (2011)

2011



兰州大学出版社



廖进球，男，江西信丰人，江西财经大学党委书记、教授、博士生导师，现为第十一届全国人大代表、人力资源和社会保障部专家顾问组成员、国务院

政府特殊津贴获得者、财政部跨世纪学科带头人、江西省高校中青年学科带头人。主要社会兼职有全国高校商务管理研究会会长、中国市场学会常务理事、江西省金融学会副会长、江西省工业经济联合会副会长等。主要研究方向是市场与商品流通理论、产业组织与政府规制理论，出版专著、教材15部，在国家权威刊物和核心期刊上发表学术论文百余篇，主持完成国家级、省部级课题近20项。



王学军，男，汉族，1965年10月出生，宁夏灵武人，兰州商学院副校长、教授、硕士研究生导师，市场营销国家级特色专业负责人，国家级经济管理实

验教学示范中心负责人，甘肃省领军人才工程第二层次人选，甘肃省“555”创新人才工程第二层次人选，甘肃省“园丁奖”获得者，甘肃省“青年教师成才奖”获得者。兼任中国市场学会商品批发市场委员会特聘专家、中国商业经济学会理事、中国市场学会理事、中国高等教育管理研究会常务理事等社会职务。主要从事产业组织、企业理论和市场营销等领域的研究，在《中国人民大学学报》、《中国软科学》、《南开经济研究》等权威刊物上发表学术论文60余篇，出版专著3部，主编教材5部，主持国家社科基金、教育部、国内贸易部等国家、省部级科研项目8项。获得原国家计委科技进步二等奖、山东省软科学研究成果二等奖、甘肃省教学成果一等奖、甘肃省社科优秀成果二等奖、甘肃省高校社科优秀成果一等奖等省部级奖励15项。



全国高校商务管理研究会第26次年会

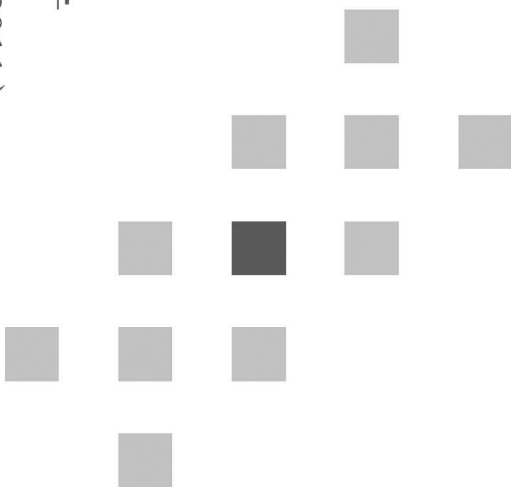
商务管理

创新研究

2011

shangwu guanli
chuangxin yanjiu (2011)

廖进球 王学军 主编



兰州大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国商务管理创新研究. 2011/廖进球,王学军主
编. —兰州: 兰州大学出版社, 2011. 6

ISBN 978-7-311-03707-9

I. ①中… II. ①廖…②王… III. ①企业管理—中
国—文集 IV. ①F279.23-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 121084 号

策划编辑 陈红升
责任编辑 郝可伟 佟玉梅 陈红升
封面设计 管军伟

书 名 中国商务管理创新研究(2011)
作 者 廖进球 王学军 主编
出版发行 兰州大学出版社 (地址: 兰州市天水南路 222 号 730000)
电 话 0931-8912613(总编办公室) 0931-8617156(营销中心)
0931-8914298(读者服务部)
网 址 <http://www.onbook.com.cn>
电子信箱 press@lzu.edu.cn
印 刷 兰州人民印刷厂
开 本 710×1020 1/16
印 张 22.5
字 数 436 千
版 次 2011 年 7 月第 1 版
印 次 2011 年 7 月第 1 次印刷
书 号 ISBN 978-7-311-03707-9
定 价 48.00 元

(图书若有破损、缺页、掉页可随时与本社联系)

序

2011年是“十二五”规划的开局之年。“十二五”规划把扩大内需作为发展的长期方针,商务部提出要在2015年使我国社会消费品零售总额、生产资料销售总额、批发、零售、住宿、餐饮等重要消费品市场的经营规模比2010年翻一番。在此背景下,反映商务管理内在规律并促进商务管理发展的理论创新也将进入一个新的时期;为此,全国高校商务管理研究会将第26次年会的主题定为“十二五经济社会发展与中国商务管理创新研究”。针对下列内容:一、“十二五”时期商务管理面临的问题与对策研究。在把扩大内需作为长期发展战略、主要依靠内需拉动经济增长的背景下,商务管理可供采取的政策措施。二、效率、公平与商务运作模式研究。在效率与公平的前提下,如何对传统的商务运作模式进行创新。三、现代服务业的管理创新研究。如何立足国情,创建具有中国特色的现代服务业。四、传统零售业的转型与升级。网络零售的发展,创新了零售业的业态和经营方式,促使传统零售业的转型与升级。五、云计算、物联网技术与商务管理现代化。云计算和物联网技术的发展为商务管理现代化奠定了坚实的技术基础,以云计算和物联网为技术支持的新型的商业模式和新流通业态形式已经在我国的很多地方开始试行,将对我国商务管理产生巨大的变革,不断推动商务管理的现代化。六、“十二五”期间商务管理人才培养模式研究等。全国高校商务管理研究会倡议各理事单位开展多种形式的专题研究,撰写高质量的论文,努力推动我国商务管理理论创新和发展。

全国高校商务管理研究会是全国各高等院校自愿参加的从事商务管理教学和理论研究的群众性学术团体,其宗旨是适应社会主义市场经济发展的需要,团结全国各高等院校商务管理学科教师,交流教学经验和科研成果,为推动商务管理创新,为中国现代商务管理学科建设和发展作出贡献。近年来,全国高校商务管理研究会把每年年会的优秀论文结集出版,分别出版了《中国商务管理创新研究2006》、《中国商务管理创新研究2007》、《中国商务管理创新与改革开放30年》、《中国流通产业发展与商务管理创新2009》和《中国商务管理创新研究2010》,产生了一系列研究成果,丰富了商务管理学科的内容。

全国高校商务管理研究会将第26次年会各理事单位撰写的41篇优秀论文结集出版,命名为《中国商务管理创新研究2011》。本论文集设有“商务管理

模式及方法研究”、“营销管理创新研究”、“服务业管理研究”、“人才培养的方法及策略研究”和“商务管理相关研究”五个板块。其中,“商务管理模式及方法研究”板块收录论文 8 篇,内容涉及扩大内需背景下居民投资与消费、家族企业控制权代际传承、创业研究、“三网融合”进程下的对策、团购网站的商业模式及从日本 3·11 大地震引发的对我国应急管理体系建设与完善的思考,还有以地方商务管理组织——地方商会为研究对象,探讨地方商会面临的困难及改善对策等;“营销管理创新研究”板块收录论文 10 篇,主要对网络营销环境下的消费行为与决策、网络游戏内置广告效果、品牌关系及城市品牌与区域经济发展的相关关系和物流业发展等方面进行了有益的探索;“服务业管理研究”板块收录论文 9 篇,内容涵盖地区服务产业技术进步、服务产业结构、旅游业及生态旅游业创新、基于服务业模块化组织的系列研究,还有服务企业针对违约顾客收取罚金开展的实证研究等;“人才培养的方法与策略研究”和“商务管理相关研究”板块分别收录论文 9 篇和 5 篇,分别就商务管理专业人才培养模式、教学方法研究、商务管理人才队伍建设以及和商务管理相关的选题等进行了研讨,提出了一系列具有针对性的对策。总之,通读收录的这 41 篇论文后会发现一些探索性的、原创性的成果,相信各位读者阅后,必能有所启发、有所收获。

是为序!

廖进球

2011 年 6 月于江西财经大学蛟桥园

目 录

第一部分 商务管理模式及方法研究

基于最优资产配置模型的我国居民投资行为研究	周利国	张雨吟	3
家族企业代际传承研究综述及前景展望			
——一个整合的视角	潘月杰	赵五一	15
创业研究中的手段导向理论解析	宋正刚		24
经营质量是企业持续发展的核心			
——转变经济发展方式的微观思考	张永强		32
浅析当前我国地方商会组织的困局与出路			
——以福建省泉州市商会组织为例	吕庆华	高翔	37
我国“三网融合”10 年发展	郑淑蓉		43
我国团购网站商业模式的电子供应链整合研究			
.....	欧阳婧子	李永壮	耿勇
			52
从 3·11 日本大地震谈我国应急管理体系建设			
.....	潘淑清	刘官站	李建军
			61

第二部分 营销管理创新研究

顾客需求对转换成本的影响研究	薛良贵	王传德	69
城市品牌经济与市场环境的耦合关联分析			
——以珠三角 7 城市为例	周建波	王小燕	83
发展河南省零售业的对策建议	王桂朵		91
甘肃省物流业发展对策研究			
——基于产业发展与物流需求之间的灰色关联分析	冯丹		99
我国保税区物流能力评价指标体系探讨	徐丽		108
基于零售商自有品牌的工商关系研究	朱瑞庭		116
网络社群中消费者内容选择与行动决策机制研究	王平	陈启杰	125
网络游戏内置广告效果影响因素研究	吕庆华	景进安	陈兰兰
			134
基于矩阵的 B2C 电子商务企业物流配送模式			
选择	耿勇	韦忆立	晁珍洁
			143
电子商务物流客户服务满意度研究			
——以当当网为个案	耿勇	周冰	李森
			153

第三部分 服务业管理研究

- 开放度对广东省服务业全要素生产率的影响研究 樊秀峰 周文博 167
- 服务产业的发展与中国服务经济的兴起 王 刚 178
- 处罚有效吗?
- 关于服务企业罚金双重效果的实证研究 楼 尊 183
- 基于创意视角的民族文化旅游深度开发研究
- 以内蒙古赤峰市为例 孙国学 195
- 甘肃省创建绿色饭店障碍性因素解析 安刚强 202
- 服务业模块化组织的柔性生产机制研究 孙金香 陶 虎 于仁竹 208
- 甘肃省平凉市生态旅游优化研究 李军芳 216
- 服务业模块化组织的形成及其结构特征研究
- 基于交易费用理论的分析 于仁竹 王晓辉 228
- 服务业模块化组织协调机制的系统分析 刘海明 陶 虎 237

第四部分 人才培养的方法及策略研究

- 关于商务人才队伍建设的思考
- 以湖北省为例 袁声莉 247
- 我国民办高校发展的内部管理制度瓶颈研究 张润兴 258
- “十二五”工商管理专业人才培养模式优化研究
- 以南京财经大学工商管理专业为例 徐 莉 263
- 基于胜任特征的经管类本科生职业能力提升途径探研 董 原 胡京波 271
- 基于 ISO 9000 过程管理视角的高校教师教学质量提升策略 黄 怡 279
- “团队化教与学”的教学方法探讨 孙晓红 闫 涛 287
- 民办高校商务模式创新研究 李 翼 293
- ERP 沙盘模拟经营中团队建设对创业导向型商务管理人才培养的启示
- 许云斐 299
- 高校创新人才培养模式的研究 陈力勇 赵惠英 305

第五部分 商务管理相关研究

- 金融业模块化的探析 王晓辉 于仁竹 张翠翠 315
- 科普产业开发论纲 吕庆华 高 翔 322
- 民富国强
- 论中产阶层的培养 林 艳 328
- 后危机时期中美贸易失衡分析 陈汉林 姜 倩 337
- FDI 对中国汽车工业的技术溢出问题研究 陈汉林 徐 佳 344

商务管理模式及方法研究

第一部分

基于最优资产配置模型的 我国居民投资行为研究

周利国^① 张雨吟^②

(中央财经大学商学院 北京 100081)

摘要:近年来,随着居民收入水平的不断提高、财富的不断积累,我国居民的投资理财观念和方式有了很大转变,投资已经成为我国居民的重要经济行为。然而,居民投资考虑的主要因素是什么,对居民消费有什么影响,对我国国民经济发展有什么影响,国家是否需要在政策上对居民的投资行为予以规范和引导,这些问题引起了社会的广泛关注。本文根据国内外已有相关研究的优缺点和适用条件,结合我国的经济特征,将居民整个生命周期进行阶段划分,结合就业收入风险、跨期财富约束、住房投资等因素,得到最优资产配置模型。并且在该模型的基础上,进一步挖掘出房产价格、投资超额收益率等因素对我国居民投资行为的影响,据此得出相关结论和政策建议。

关键词:最优模型 资产配置 居民投资行为

Abstract: In recent years, residents have been changing their ideas and patterns of investment with the wealth accumulation and the new economic situation. Investment has become an important economic behavior of residents. However, what are the factors to consider in residential investments, what is the impact of these factors on consumption and the development of China's economy, and whether the policy is needed to regulate and guide the investment behavior of residents, have aroused widespread social attention. This paper adopts the optimization model with considering the factors of employment risk, income risk, wealth constraint and housing investment. And based on the model, the empirical research results are consistent with theory expectation and reality in general. Furthermore, through the further research on housing price and the abnormal return, some countermeasures and suggestions are given.

^①周利国,男,江西宜春人,(1958.5—),中央财经大学商学院教授。主要研究方向:商品流通理论与实务,物流管理,企业营销管理,国有企业治理。

^②张雨吟,女,重庆万州人,(1987.12—),中央财经大学商学院研究生。

Key Words: Optimization Model Portfolio Choice Investment Behavior of Residents

近年来,随着居民收入水平的不断提高、财富的不断积累,我国居民投资理财观念和方式发生了巨大的转变。从资本市场看,2006年5月以来,我国股票基金市场演绎了一轮又一轮的火爆上升行情,广大居民由储户成为新股民、新基民,经济行为由存款保值行为变为了投资创收行为。2007年上半年,我国居民储蓄存款较2006年同期增速减少5938亿元,也验证了储蓄搬家的事实。专家分析指出,我国股市规模自2005年开始迅速发展,6年来市值增长超过5倍。经历金融危机后,我国资本市场更是被普遍看好。2011年3月11日,我国大陆市场占到全球股市市值的7.38%,首次超过日本,位列全球第二。

从房产市场看,早在1999年,政府取消城镇居民福利分房政策,住房开始具有消费和投资的双重功能。居民可以通过取得房屋产权后的出租、出售方式,获取租金和赚取差价,从而实现住房投资。地价、房价一路走高,2010年1月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨9.5%,这已经是房价连涨的第8个年头了,住房投资的意味日益凸显。虽然国家一再颁布政策进行调控,但市场仍然没有降温。2010年房价高位运行,全国房地产开发投资额同比增长36.5%,也处于历史高位。

目前,我国经济处于转轨阶段,各项制度不断变化是其中一个显著特点。包括前面提到的住房制度在内,就业制度、收入分配制度等多种制度变迁所带来的不确定性会对居民个人消费与资产组合选择行为产生重要影响,进而影响和决定经济结构的形成以及市场功能的发挥。在这种背景下,对我国居民个人的生命周期内的风险偏好特性、消费与资产组合选择行为及其影响因素进行系统研究不仅有助于更深入地理解我国金融市场运行机理,为国家宏观政策有效作用的发挥提供理论依据,为金融机构的产品创新提供政策支持,还可以帮助居民实现财富效用最大化。

目前,国际上比较经典的均值一方差模型和行为资产组合理论都是单期投资模型,只涉及了一次投资效果,而且没有考虑到住房是具有消费和投资双重属性的资产,再加上居民还面临除市场风险以外的其他制度风险,经典模型已不再符合实际情况。我国的经济投资环境和居民风险偏好与国外不大一样,国外的研究成果不能直接运用到我国,而国内的相关研究还未成体系,模型也都很少把住房包括进居民的个人资产,不具有完整性。

为此,本文根据国内外已有相关研究的优缺点和适用条件,结合我国的经济特征,将居民整个生命期间进行阶段划分,并结合就业收入风险、跨期财富约束、住房投资等因素,得到居民最优资产配置模型。在该模型的基础上,进一步挖掘房产价格、投资超额收益率等因素对我国居民生命周期内投资行为的影响。

本文的研究思路如下:第一部分从国内外两个方面阐述居民投资行为研究现状;第二部分主要探讨结合我国情况引入新因素的最优资产配置模型的建立;第三部分和第四部分分别采用理论推导和实证研究的方式分析模型各参数和变量之间的关系,并加以比较。本文在相关理论模型分析的基础上,加以实证分析,采用图表、时间序列等研究手段,配合文献研究法、静态比较法等,多方面地研究和解释我国居民投资行为问题。

一、居民投资行为国内外研究现状

本文所说的投资行为主要是指居民的投资组合选择行为,也就是将居民各期所拥有的财富分配于各种不同的资产中,以达到预期目标的一种资产配置行为。目前国内外关于居民投资行为的研究也取得了一系列研究成果,为本文的研究提供了参考和启发。

(一)居民投资行为国外研究现状

现代金融学研究早期,Markowitz(1952)提出的投资组合选择的均值一方差模型,以及基于均值一方差分析方法提出的资本资产定价模型(CAPM)对居民个人资产选择行为而言,都是单期、静态的投资模型,只考虑一次的投资效果,而且它们仅仅是面向金融市场的投资行为,不是消费、储蓄、投资的统一体。在风险的识别方面,它们只是考虑了金融市场的风险,不能够全面管理居民个人所面临的其他风险。

Samuelson(1969)和 Merton(1971)最早把多期离散和连续时间引入居民资产选择行为的模型假设,开创性地将消费和投资统一到个人生命周期下跨期的投资决策模型中。但是,它没有考虑劳动收入,认为最优风险资产比例是由市场决定的独立于居民财富、收入和时间的一个常数,不符合客观事实。而且,通过它得出的一些结论似乎与许多文献发现的现实中投资者资产组合选择的现象相矛盾。

20 世纪 90 年代以来,资产组合选择理论开始从投资者偏好异质性、环境异质性等原因来解释居民个人金融资产选择行为。1992 年,Bodie、Merton 和 Sam Nelson 等第一次考察劳动收入如何影响居民资产组合选择行为。Constantinides(1998)、Gakidis(1998)、Alexander Michaelides(2003)等分析了流动性约束对资产组合配置的影响。Viceria(2001)在先前的研究成果上,考虑了就业的不确定性所带来的风险。Cocco(2000)、Campbell(2003)又将住房投资纳入对居民个人消费与资产组合的模型分析中。

(二)居民投资行为国内研究现状

居民个人投资行为问题也引起了我国一些学者的关注。藏旭恒(2001)研究了影响城镇居民个人金融资产选择的因素。2005 年,史代敏等从微观角度出发,建立了居民个人家庭金融资产选择的 Tobit 模型,并运用微观数据对影响居民个人家庭金融资产总量、结构的因素进行了实证分析。陈学彬(2006)采用动态优化模拟方

法对居民个人生命周期的消费投资行为进行了动态优化模拟,分析了居民个人生命周期消费投资行为的基本特征,后来又有学者在其基础上附加劳动收入风险进一步进行了动态模拟。2007年,吴卫星等采用 Probit 和 Tobit 模型,对中国居民个人的股票参与和投资组合的影响因素进行了分析。

可以看到,随着考虑的影响因素和使用的分析工具不断丰富,居民投资行为研究理论逐渐走向成熟,模型本身更加具有居民投资实践指导意义,这些为本文的研究提供了参考依据。

二、我国居民最优资产配置理论模型的建立

(一)模型的基本假设

1.单一风险假设

投资者消费风险可以分为期内和跨期两大类,本文假设各期期限很短,在整个生命划分为无穷期的前提下,仅考虑投资者对跨期消费波动风险的规避,不单独刻画投资者关于期内风险的规避行为对效用的影响。

2.常相对风险规避系数假设

风险规避系数反映的是投资者对于风险的一个主观属性,众多风险和众多投资者的风险偏好相互作用,从而影响资产均衡价格的形成。本文研究的重点不在于行为金融,假设该主观属性为常数,一是将不同投资者同质化,二是对同一投资者稳定化,进而简化模型,更好地关注其他指标。

3.两大影响因素假设

就业情况和收入情况直接影响投资者的资金来源,也是其消费行为和投资行为变化的重要原因。在整个生命周期内,工作生涯或长或短,工作收入或多或少,必然不是一成不变的。基于单一风险假设,又引申出两大影响因素,即就业和收入,间接作用于投资者的效用水平之上。

4.三大投资方式假设

本文假设居民具有三种投资方式:一是无风险金融资产投资,即通常所说的银行储蓄;二是风险金融资产投资,该投资方式包含众多有价证券的买卖,如股票、债券、基金等的买卖;三是不动产投资,通常情况下,居民的不动产投资只涉及住房投资。本文假设住房投资作为居民不动产投资的唯一方式,也是一种特殊方式。

(二)效用函数

在单一风险和常相对风险规避系数两大假设的基础上,CRRA 型效用函数成为刻画居民物质效用的必然选择。居民的物质效用并不是总财富的函数,而是取决于当期消费的大小,即消费效用。

t 期的消费效用函数形式为: $U(C_t) = \frac{C_t^{1-\rho}}{1-\rho}$ 。其中, C_t 表示 t 期的消费量; ρ 为不等于 1 的常数,表示相对风险规避系数, ρ 越大,表明居民更愿意长期保持一种消费习惯。

(三) 就业因素和收入因素

“铁饭碗”的时代已经过去,我国居民所面临的收入的不确定性日益增大,近年金融危机的泛化和深化,对我国的就业形势也是一大挑战。本文将就业状态引入模型中,以 e 和 u 分别表示就业和失业,并以 p_e 和 p_u 分别表示就业和失业的概率,满足等式 $p_e + p_u = 1 (p_u \in (0, 1))$ 。

薪酬管理日益成为企业单位管理的重要部分,对员工绩效的提高和公司目标的实现具有战略性意义。居民收入灵活性逐步增加的同时,不确定性也随之增加。收入不仅仅是消费、投资资金的重要来源,而且是居民选择消费、投资行为的重要参考依据。在就业状态 e 下, t 期收入 Y_t (不考虑所得税因素)可表示为: $Y_t = Y_{t-1} \cdot \exp(g + \xi_t)$,其中 g 指收入长期的、平稳的增长率, ξ_t 指影响 t 期收入且独立于 $t-1$ 期收入的随机因素。

(四) 投资收益

三大投资方式的假设说明投资收益也具有三种量度。首先是 t 期至 $t+1$ 期的每单位货币的无风险投资收益率 $R_{f,t+1}$;其次 $R_{v,t+1}$ 表示 t 期至 $t+1$ 期单位风险资产的投资收益率,它本身也是市场众多风险投资方式的一个平均水平;第三是 t 期至 $t+1$ 期单位不动产即住房的投资盈利,用 $R_{h,t+1}$ 表示。依照投资比例加权为投资组合收益率,表示为 $R_{p,t+1} = \lambda_h R_{f,t+1} + \lambda_v R_{v,t+1} + (1 - \lambda_h - \lambda_v) R_{f,t+1}$,其中住房收益率因其特殊性又可以直接表现为两期价格的变化率: $R_{h,t+1} = (P_{t+1} - P_t) / P_t$ 。

(五) 理论模型的建立

1. 目标函数的设定

虽然有投资有消费,投资方式又多种多样,但是最终目的都是居民的效用最大化,故该最优资产配置模型将居民在整个生命周期内的期望效用最大化作为目标函数。用数学式表示如下:

$$\max E_t \left[\sum_{t=0}^{\infty} \delta_t U(C_t) \right]$$

式中 E_t 即所谓的期望,是指居民 t 时期总信息基础上对跨期消费不确定性的一个预期,考虑到居民在未来的收入情况、收益率大小等因素的风险变化,采用期望效用更符合实际情况。通过代表居民消费时间偏好程度的主观贴现率 $\delta (0 < \delta < 1)$,将各期 CRRA 型的消费效用贴现到当前,再综合所获信息求其期望效用最大化。

2. 约束条件的设定

居民各期所拥有的财富均有其固定的流入和流出的方式和渠道,并存在密切的投资消费因果关系。一般来说,居民的财富只用于消费和投资两个方面。将 t 期已有财富 W_t 加上当期收入 Y_t ,扣除当期消费 C_t ,再经过假设的三种方式投资,资本与期内投资收益之和,即 $t+1$ 期居民总财富 W_{t+1} ,可表示为跨期财富约束: $W_{t+1} = (W_t + Y_t - C_t)(1 + R_{p,t+1})$ 。

三、我国居民最优资产配置理论模型的分析

(一)消费与住房价格之间的关系

将约束条件代入目标函数,通过最优化一阶条件可以得出下面的等式:

$$E\left[\delta \frac{U'(C_{t+1})}{U'(C_t)}(1+R_{i,t+1})\right]=1 \quad (i=p, h, v, f) \quad (1)$$

基于效用函数的假设,容易得到 $U'(C_t)=C_t^{-\rho}$ 和 $U'(C_{t+1})=C_{t+1}^{-\rho}$ 。

若利用住房收益率和价格的关系 $R_{h,t+1}=(P_{t+1}-P_t)/P_t$ 可进一步将等式化为消费和住房价格的关系式: $E\left[\delta\left(\frac{C_{t+1}}{C_t}\right)^{-\rho}\left(\frac{P_{t+1}}{P_t}\right)\right]=1$, 即 $E\left[\delta \frac{\Delta P_{t+1}}{\Delta C_{t+1}^{\rho}}\right]=1$, 其中 ΔC_{t+1} 和 ΔP_{t+1} 分别表示 $t+1$ 期较上一期的消费比率和住房价格比率。

明显可以看出: ΔC_{t+1} 和 ΔP_{t+1} 之间存在一个高阶比, 即消费量和住房价格是同方向变化的。而这个高阶比与两个参数紧密相关: 一是相对风险规避系数 ρ , 二是主观贴现率 δ 。

相对西方国家居民而言, 我国居民由于某些传统观念和文化的影晌具有更强的风险规避心理, 从而具有更高的 ρ 。也有学者研究表明, 国外居民的 ρ 约为 4~6, 而我国大致为 10。也就是说, 要带来相同的消费变化, 我国较西方需要更高的房价波动。

主观贴现率 δ 代表的是一种跨期居民消费观念, δ 越低表示居民对当期的消费越重视。随着我国信贷业务的发展, 居民也不断接受“寅吃卯粮”的新理念, δ 从 4 下降到目前的 1。若将主观贴现率 δ 设为 1, 由模型可以看出, 住房价格的方差要远远高于消费的方差。

以上理论推导也可以推广到消费和住房以外的其他投资收益率之间的关系, 结论同样是同方向变化, 通过等式 $E\left[\delta \frac{1+R_{i,t+1}}{\Delta C_{t+1}^{\rho}}\right]=1$ 可以看出。

(二)超额收益与投资、消费之间的关系

在上面的研究基础上, 进一步将(1)式通过期望方差基本公式变形可得到等式:

$$E\left[\delta \frac{1}{\Delta C_{t+1}^{\rho}}\right]E(1+R_{i,t+1})+\text{cov}\left(\frac{1}{\Delta C_{t+1}^{\rho}}, 1+R_{i,t+1}\right)=\frac{1}{\delta} \quad (i=p, h, v, f)$$

因为 R_f 是无风险的, 故 $E\left(\frac{1}{\Delta C_{t+1}^{\rho}}\right)=\frac{1}{\delta(1+R_{f,t+1})}$, 再代入上述等式得:

$$E(R_{i,t+1})-R_{f,t+1}=-\delta(1+R_{f,t+1})\text{cov}\left(\frac{1}{\Delta C_{t+1}^{\rho}}, R_{i,t+1}\right) \quad (2)$$

很明显,等式(2)左边表示的是相对于无风险投资的超额收益,而等式右边刻画了消费增长量及投资收益率的相对波动风险。前面也得出了结论,消费和投资收益率是同方向变化的,即等式右边方差 $\text{cov}(\frac{1}{\Delta C_{t+1}^p}, R_{i,t+1})$ 部分总为负,而且在 δ, R_f

均为常数的情况下,投资超额收益越大,该方差的绝对值越大,也就是说随着投资超额收益的增加,居民应适当减小消费的增长幅度,在总财富保持增长的前提下,即增加了投资份额和投资额。但究竟是否能引起具有超额收益率的资产投资量的增加,还需要通过实证分析得知。

(三)消费与住房投资之间的关系

通过对消费与住房价格之间关系的分析,可以得出住房价格的上涨可以带动消费量的同方向变化的结论;通过对超额收益与投资之间关系的分析,可以得出住房价格上涨所带来的超额投资收益越大,则投资量越大的结论,如图 1。

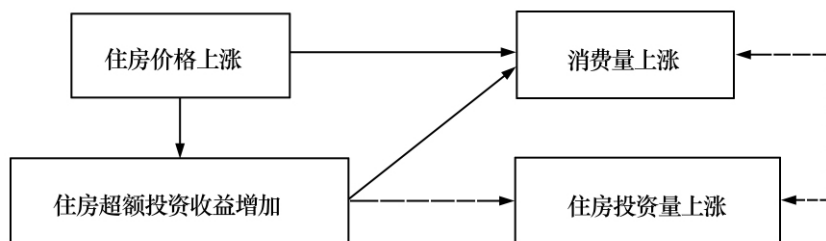


图 1 住房价格与消费、住房投资变化关系结构

综合以上两个结论,若住房投资超额收益增大进而能引起住房投资增多,可以分析得出:在住房超额投资收益增加的情况下,消费量与住房投资量之间存在着同向增长关系;反之亦成立。虽然都是增长,但是由于消费与住房投资均作为财富核算的一部分,是引领经济增长的要素,实现消费和投资的双拉动,确保投资消费数量上匹配、结构上弥合是维系经济系统健康运行的本源。然而,它们之间是否存在挤出效应并不能由理论分析得出,仍然需要实证分析。

四、我国居民最优资产配置模型的实证研究

(一)消费与住房价格之间的关系

利用《中国统计年鉴》数据获得 1999—2008 年我国居民消费水平指数以及房产价格指数,原始数据均以“上年=1”为基数表示,通过比例转化,得到模型中的变量 ΔC_{t+1} 和 ΔP_{t+1} ,变化趋势如图 2: