

暨南金融文库 · 博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

我国家庭金融资产选择 行为及财富分配效应

WOGUO JIATING JINRONG ZICHAN XUANZE
XINGWEI JI CAIFU FENPEI XIAOYING

张海云 著

 中国金融出版社

暨南金融文库·博士论丛

主编 王 聪 副主编 蒋 海 黎平海

我国家庭金融资产选择 行为及财富分配效应

张海云 著

 中国金融出版社

责任编辑：戴早红

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

我国家庭金融资产选择行为及财富分配效应 (Woguo Jiating Jinrong Zichan Xuanze Xingwei ji Caifu Fenpei Xiaoying) / 张海云著. —北京: 中国金融出版社, 2012. 5

(暨南金融文库·博士论丛)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6335 - 2

I. ①我… II. ①张… III. ①金融资产—家庭经济学—研究—中国 IV. ①F063. 4

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 059653 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (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 北京市松源印刷有限公司

尺寸 170 毫米×228 毫米

印张 9.75

字数 140 千

版次 2012 年 5 月第 1 版

印次 2012 年 5 月第 1 次印刷

定价 25.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6335 - 2/F. 5895

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

金融作为现代经济运行的神经中枢，其体系结构及运行质量对一国经济发展和居民生活的影响越来越重要。相应地，金融学作为经济学科桂冠上一颗最耀眼的明珠，已经成为上至国家领袖、下至平民百姓的必修课程。

中国在迈向市场经济的进程中，面临着经济体制的转轨和发展模式的转型，金融体制的改革与发展成为这个过程中重要的核心环节。这既需要我们认识并顺应经济系统和金融体系的演进理性，又需要决策者的调控与规制建设。全方位、多层次的问题摆在我们面前，其广度，其深度，其复杂性，远比发达经济体成长过程中所经历的要深刻。

成立于1906年的暨南大学是中国最高华侨学府。始有暨大，便有商科。1918年，应南洋华侨的需要，暨南大学开设商科。马寅初、王亚南等经济学家曾先后执教于此。1958年暨南大学在广州重建，汇集蔡馥生、赵元浩、黄德鸿、张元元等一批在经济学和金融学界颇有名望的专家学者。

伴随着中国的改革开放，依托地缘优势和侨校优势，暨南大学的金融学科不断成长、不断壮大。暨南大学金融学科点历史悠久，其前身是1925年创办的银行理财学。1978年暨南大学复办后即受香港中国银行集团委托在国内率先开办了国际金融专业，并于1979年开始招收本科生，此后又陆

续设置货币银行学专业、证券投资学专业、保险学专业，1998年根据教育部的统一要求并称为金融学专业。1983年开始招收硕士研究生，1998年获博士学位授予权，1999年开始接收博士后进站科研人员，2003—2006年连续被评为广东省重点学科，2003年成为广东省名牌专业，货币银行学课程和国际金融学课程先后于2003年和2006年被评为广东省精品课程，2005年校金融研究所被评为广东省人文社科重点研究基地，2007年被评为国家重点学科，为学校金融学科的进一步发展提供了新的、更高的平台。暨南大学金融学科点自建立以来，始终全面贯彻党的教育方针，坚持“从严治校，从严治教，从严治学”的办学思想，从侨校的特色出发，不断深化科研与教学改革，在科研管理、课程体系、教学管理、教学手段等方面为造就适应经济发展的高素质金融人才进行了有益的探索。经过二十多年的建设和发展，本学科在学术队伍、科学研究、人才培养、学术交流、为政府决策提供咨询服务、为地方经济及企业发展提供服务等各方面都取得了显著成就，学术水平和研究成果在全国有着重要影响，在全国金融学科中具有较强的影响力，在华南居于领先地位，被《金融时报》誉为“华南地区金融教学科研的一个重要基地”。

金融学在近三十年来发展迅猛，正在形成宏观金融理论和微观金融理论并行发展的趋势。一方面，金融的宏观问题或宏观金融问题越来越复杂，传统的金融基础理论可能面临着深刻的挑战，需要重新思考和研究这些基础性理论。具体到我国金融学当前的发展，存在如下一些重要研究方向：比

如以规范研究与实证研究相结合，研究我国货币政策问题，包括货币政策的目标、货币政策传导机制、货币政策效应等；研究我国实体经济与金融市场发展是否协调，金融市场、金融技术的发展如何促进或制约实体经济的发展，从而为金融市场建设提供政策决策支持。

另一方面，金融研究越来越呈现出微观化的趋势。具体到我国金融学当前的发展，存在如下一些重要研究方向：例如，从制度缺陷入手研究投资学和金融资产定价问题；从金融制度层面研究金融机构的成本、效率和风险问题，进行制度创新；又例如，法和金融结合的研究，使得金融体系的形成与发展具有突破性进展，深化了金融学研究内涵，拓展了金融学研究的外延等。也就是研究新兴市场的理论，将心理学、社会学、法学等多学科的研究成果纳入金融学的研究框架中，从而形成新的金融理论。相关研究在国内尚处于起步阶段，还需要结合中国经济金融发展的实际，深入地进行大量的基础理论和实证研究。

与此同时，从金融学研究方法的发展趋势来看，呈现出数理分析化和交叉性两大主要趋势。数理分析化趋势以理工领域的最新发展很快应用到金融领域为标志；交叉性趋势则以制度分析、行为分析和心理分析在金融领域的广泛应用为标志。另外，工程与实验方法也被引入金融学，金融工程与金融实验得以快速发展。

暨南大学金融学人在全方位、多层次地研究与探索。为了记录暨南人把握时代机遇、迎接现实挑战的努力与汗水，为了反映暨南园金融学科的建设水平，为了记录暨南人面对



改革与发展所展现的经济学智慧、创新意识与开拓精神，为了反映暨南园对我国经济金融发展、粤港澳经济金融繁荣所作的贡献，我们特此设立了《暨南金融文库·博士论丛》并予以出版。该文库涉及国际金融与金融产业组织、资本市场与公司金融、微观金融理论与实证、现代金融理论与政策等方面的内容，结合金融全球化和我国金融开放改革的实际，在探索中国货币、金融理论体系和政策体系方面出版了一批研究成果。力争在国际金融理论、华人华侨资本与国别金融、国际金融热点和前沿问题的研究方面，结合中国实际，探索中国涉外金融理论、制度及运作问题；力争从微观层面研究资本市场运行规律，研究资本市场定价、交易成本、流动性与资产定价之间的理论与经验关系，为规范与发展我国证券市场提供重要的理论与实证依据；力争在上市公司的竞争优势、长期绩效和成长能力方面，为推动我国上市公司的持续健康发展提供重要的理论和经验依据。

暨南大学校长 胡 军

2009年2月

目 录

1 序论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 家庭金融资产选择行为的相关概念	3
1.2.1 家庭	4
1.2.2 资产、财产与家庭资产	4
1.2.3 家庭的非金融资产与金融资产	5
1.2.4 家庭金融资产选择的行为	5
1.3 研究思路、技术路线和研究方法	6
1.3.1 研究思路和技术路线	6
1.3.2 研究方法	7
1.4 研究内容及创新之处	8
1.4.1 研究内容	8
1.4.2 研究的创新之处	11
2 文献综述	13
2.1 早期的消费—储蓄理论	13
2.1.1 确定性情况下的家庭消费储蓄选择行为	13
2.1.2 不确定性情况下的家庭消费储蓄选择行为	15
2.2 现代投资组合选择理论	16
2.3 家庭金融资产选择的扩展研究	18
2.3.1 非流动性资产对家庭金融资产选择行为的影响	18
2.3.2 流动性约束如何影响家庭金融资产选择行为	25



2.3.3	交易摩擦如何影响家庭金融资产选择行为	26
2.3.4	社会互动和信任对家庭金融资产选择行为的影响	28
2.4	目前研究存在的问题及本书研究的方向	29
3	我国家庭金融资产选择行为的特征	32
3.1	发达国家家庭金融资产选择行为演变的规律性特征	32
3.1.1	发达国家家庭资产选择金融化	32
3.1.2	发达国家家庭金融资产选择风险化	35
3.1.3	发达国家家庭风险性金融资产持有方式中介化	37
3.2	我国家庭金融资产选择行为演变的异质性特征	39
3.2.1	我国家庭资产选择的金融化分析	39
3.2.2	我国家庭金融资产选择的风险化分析	42
3.2.3	我国家庭风险性金融资产持有方式的中介化分析	43
3.3	我国家庭金融资产选择行为异质性特征的制度解释	44
3.3.1	我国家庭金融资产选择金融化的原因	45
3.3.2	我国家庭金融资产风险化程度较低的原因	47
4	不确定性对我国家庭金融资产选择行为的影响	52
4.1	转轨经济与我国家庭面临的不确定性	52
4.1.1	我国经济转轨与不确定性	52
4.1.2	转轨经济时期家庭的不确定性感受	55
4.1.3	我国家庭面临的不确定性的时期特征	64
4.2	不确定性对家庭金融资产选择行为影响的理论分析	66
4.2.1	收入和支出不确定性对家庭金融资产选择行为的影响	66
4.2.2	金融资产未来收益不确定性对家庭金融资产选择行为的影响	69
5	金融市场发展对家庭金融资产选择行为的影响	72
5.1	金融市场发展对家庭金融资产选择行为影响的理论分析	72
5.1.1	金融市场与金融市场发展的内涵	72

5.1.2 金融市场发展对我国家庭金融资产选择行为影响的 理论分析	75
5.2 我国金融市场规模和结构对家庭金融资产选择的影响	77
5.2.1 金融市场的规模和结构	77
5.2.2 我国股票市场发展对家庭储蓄资产选择影响的 实证分析	83
5.3 我国金融市场产品供给和投资渠道对家庭金融资产选择的 影响	88
5.3.1 债券市场产品供给和投资渠道对家庭金融资产选择的 影响	88
5.3.2 股票市场产品供给和投资渠道对家庭金融资产选择的 影响	94
6 我国家庭金融资产选择的财富分配效应	105
6.1 家庭金融资产选择的财富分配效应的理论分析	106
6.1.1 金融资产的收益风险特征与家庭金融资产结构对 财富分配效应的影响	106
6.1.2 家庭股票资产投资方式对财富分配效应的影响	112
6.1.3 证券市场政策及投资者行为规范性对财富分配效应的 影响	114
6.2 家庭金融资产选择的财富分配效应的经验分析	116
6.2.1 我国城镇家庭金融资产的收入分布	116
6.2.2 我国城镇家庭金融财产性收入不平等的估计与 分解分析	117
7 结论与对策建议	127
7.1 本书的主要结论	127
7.2 对策建议	131
7.3 研究的不足与展望	133
参考文献	135

1 序 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

与传统的公司金融相比，家庭金融正在成为新兴的金融学研究重点（Campbell，2006）。在家庭金融实践比较发达的欧美国家，家庭金融已逐渐成为与资产定价、公司金融等传统金融研究方向并立的一个新的独立研究方向。与公司金融相比，家庭金融主要研究在不确定的环境下家庭如何运用各种金融工具达到资产配置的最优化。

综观发达国家家庭金融资产选择行为的演变过程，家庭资产选择的金融化、金融资产选择的风险化和风险资产选择的中介化已成为发达国家家庭金融资产选择的规律性特征。随着我国国民经济的快速发展和金融市场改革的不断深化，家庭金融资产选择初步呈现多元化趋势，居民手持现金比重不断下降，股票、债券、外汇和基金资产的持有量不断上升，然而与发达国家家庭金融资产选择行为的规律性特征相比，我国家庭金融资产组合呈现出以储蓄为主，金融资产风险化程度低，中介化程度更低的异质性特征。然而，目前国内尚缺乏对此异质性特征的研究。与发达国家成熟的市场经济相比，我国转轨经济从发展水平和体制模式上看正经历双重过渡，研究转轨经济的不确定性和金融市场发展滞后，将对我国家庭金融资产选择的异质性特征给予很好的诠释。

家庭金融资产选择在上述影响因素的基础上，开始了对经济运行更加宏观层面上的延伸。国内学者也开始研究其对金融市场、金融结构、经济增长以及货币政策的传导效应的影响。然而，家庭金融资产选择的

“财富分配效应”^①更不容忽视。目前，贫富悬殊正在成为我国社会关注的焦点，在我国因财产分布的不平等引起的收入差距也正在发生，其中因金融资产而带来的收入分配不平等更成为引人注目的新问题（赵人伟，2007）。实际上，由于各种金融资产的回报与风险不同，家庭金融资产投资选择对家庭财富积累的速度有重要意义（Bertaut and McCluer, 2002）。而家庭财富积累速度会进一步影响到社会财富分布结构的对比情况，改变社会贫富差别的状况，即家庭金融资产投资选择将会产生一种财富分配效应。分析影响我国家庭金融资产选择的因素及家庭金融资产选择的财富分配效应，对于如何增加我国居民财产性收入、缩小社会贫富差距具有重要的意义。

1.1.2 研究意义

深入研究我国城市家庭金融资产选择行为具有重要的理论意义和现实意义。

1. 研究家庭金融资产选择行为对理论研究的意义。家庭金融资产选择理论都是以西方发达国家经济和金融环境为背景，我国作为发展中大国，家庭金融资产选择行为与发达国家有很大区别，研究我国家庭金融资产选择行为，特别是针对我国转轨经济的特征——不确定性和金融市场发展滞后，深入分析我国家庭金融资产选择行为，有助于更深入地理解和丰富家庭金融资产选择理论。

2. 研究家庭金融资产选择行为的现实意义。

首先，从我国转轨经济的不确定性角度研究家庭金融资产选择，对于如何进行宏观经济政策改革具有重要的政策参考意义。我国渐进的市场化改革使得各项政策处于不断的变化之中，养老、住房、医疗、教育以及收入分配制度等的改革使家庭的收入和支出充满不确定性，收支不确定性对家庭金融资产选择产生深刻的影响。因此，分析上述各项政策变化下的家庭不确定性感受及其对家庭金融资产选择的影响，对于我国

^① 本书中“财富分配效应”是指家庭金融资产选择行为对个人和社会财富分布的影响作用，具体地说，是指家庭对不同金融资产的选择，将影响家庭的财富积累速度，从而影响财富在不同家庭的分布，最终影响社会贫富差距。

如何进行上述各项经济政策的改革以降低家庭不确定性感受、优化家庭金融资产结构和最终提高家庭财产性收入可以提供有价值的政策建议。

其次，从金融市场发展的角度研究家庭金融资产选择对我国金融改革具有重要的政策参考意义。家庭的金融资产选择与一国金融市场的发展密切相关，一国监管层发起的金融市场改革能够影响和改变家庭的金融资产选择行为。因此，从理论上和实证上分析影响我国家庭金融资产选择行为的因素，总结我国家庭金融资产选择行为的特征，可为我国金融市场改革、监管政策制定、金融工具开发以及金融中介如何开展理财业务等一系列改革创新举措提供富有价值的对策建议。

最后，研究我国家庭金融资产选择行为的财富分配效应对于增加我国居民财产性收入、缩小社会贫富差距具有重要的意义。由于各种金融资产的回报与风险不同，家庭金融资产投资选择对家庭财富积累的速度有重要意义（Bertaut and McCluer, 2002）。而家庭财富积累速度会进一步影响到社会财富分布结构的对比情况，改变社会贫富差别的情况。因此，分析影响我国家庭金融资产选择的因素及家庭金融资产选择的财富分配效应，对于如何增加我国居民财产性收入、缩小社会贫富差距具有重要的意义。

总之，深入研究我国家庭金融资产选择行为具有非常重要的理论价值与现实意义。研究家庭金融资产选择行为有助于家庭金融资产选择理论的理解和丰富，研究结果可为优化家庭金融资产结构、提升家庭财产性收入、改革我国金融市场、制定收入分配等宏观经济政策提供富有价值的对策建议，这对于当前正在寻求财产性收入增加、金融改革和消费需求扩大突破口的中国具有特别重要的现实意义。

1.2 家庭金融资产选择行为的相关概念

研究家庭金融资产选择行为首先要界定家庭、家庭金融资产的概念，阐述家庭金融资产的具体内容，本书将在家庭金融资产相关概念的界定中展开研究。

1.2.1 家庭

家庭金融资产行为中的家庭是行为的主体，它是一个由具有婚姻关系、血缘关系乃至收养关系维系起来的人群，成立家庭意味着至少两个人决定共同生活较长时间，分享经济资源，共同决策和计划如何运用这些资源。尽管家庭的成立并不必然与婚姻相联系，但婚姻仍是绝大多数人成立家庭的起点。有时本书中也会使用居民这一概念。与家庭是社会生活的组织形式不同，居民是以住户为单位的法律形式而在一国从事商品生产与服务，以获取收入用于投资与消费的个人群体，是市场经济中的基本主体，是与家庭有区别的概念。尽管如此，本书在使用居民这一词汇时，没有和家庭在具体含义上作细致区分，只是为丰富词汇而作出的某些技术安排。

1.2.2 资产、财产与家庭资产

市场经济中的家庭主体需要根据自身偏好和客观需要权衡收益和风险，选择持有财富具体形态的资产及其组合，因此，本书所指的资产也即经济学意义上的资产，它具备如下的含义：首先，资产具有很强的动态变换性，即在当前资产是家庭主体某种最优组合的结果，但在未来家庭要根据预期判断及客观条件作出不断的调整 and 变化；其次，资产的价值具有不确定性，即资产的价值判断是依据资产未来的预期收益和风险，而未来的预期收益和风险是随经济环境而变动的；最后，资产具有可交易和转让性，家庭为了实现资产组合的调整，需要通过特定的资产市场进行所有权或控制权的转让，资产的交易流转有赖于资产现实的市场价格，因此，资产在价值上以市场价格为标准，在内容上具有不确定性。

资产和财产是一对既相互联系又有区别的概念。财产是指经济主体拥有完全产权的自有资产，一般具有法律意义上的产权性质。资产可能是经济主体自有资产，也可能是非他所有但由其实际控制的资产，即通过负债形式借入的资产，经济主体对资产一般具有控制和拥有权。因此，财产在数值上等于资产与负债的差额。但是，自有资产和负债形成的资产常常是融合在一起的，家庭要对所有的资产进行统筹管理，所以

在分析家庭对各项经济资源的配置调整时，资产这一概念更具有实际意义。因此，本书定义家庭资产为家庭实际控制或拥有，可以用货币计量的，用于消费、投融资活动以及生产经营活动等，为家庭带来相应经济收益的经济资源。

在对我国家庭金融资产的收益进行分析时，本书交替使用了金融资产收益与金融财产性收入这两种说法，这里的财产等同于上述资产的概念，使用这一概念是为了与《中国城市（镇）生活与价格年鉴》的提法保持一致，也是为了与生活中常用的说法保持一致。

1.2.3 家庭的非金融资产与金融资产

根据资产的具体形态，家庭资产可分为非金融资产和金融资产。非金融资产也即实物资产，是家庭拥有的具有实物形态的资产，主要包括房产、汽车、耐用消费品和收藏品等。金融资产是家庭持有的，以信用关系为特征，以货币流动或资金流通为内容的债权和所有权资产，主要包括手持现金、储蓄存款、债券、股票、基金、外汇和保险单等。在理论研究中，出于简化问题的需要，一般将金融资产以非风险性和风险性划分。非风险性金融资产包括手持现金、储蓄存款和短期国债等，风险性金融资产包括除上述进入资产之外的资产。从来源上看，这些金融资产是家庭各期收入的消费节余，即居民储蓄的存在形式。^①

1.2.4 家庭金融资产选择的行为

家庭金融资产选择的行为是家庭对一种或几种金融资产产生需求偏好和投资倾向，进而持有的行动，主要包括相互联系的两个层面：一是家庭如何将广义的储蓄在实物资产和金融资产之间进行分割，即家庭金融资产总量的确定；二是家庭在用于金融资产投资的部分确定以后，如何在各种金融资产之间进行选择，即家庭金融资产结构的确定。本书主要研究家庭金融资产选择的第二个层面，即家庭如何在各种金融资产之

^① 引自张亦春、刘雨初：《居民金融资产发展的经济运行机理》，载《中国经济问题》，1993（5）。原文使用的“居民”一词和本书中“家庭”的内容及含义基本一致。

间进行选择。

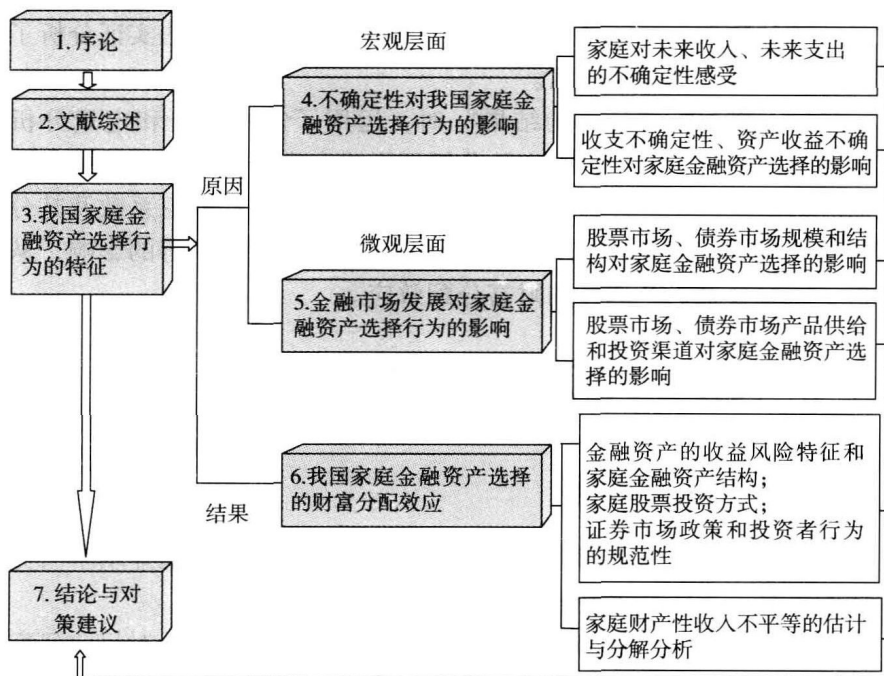
影响家庭金融资产选择的因素主要有三个方面：首先是家庭自身的内部特征因素，包括收入、年龄、职业、教育程度和风险厌恶程度等，其中，收入水平及其带来的家庭财富总量是影响家庭金融资产选择的最根本因素；其次是金融资产的收益风险特征，储蓄存款、债券、股票和保险等金融资产的收益风险特征各不相同，家庭在进行金融资产选择时会比较金融资产的收益风险特性；最后是经济金融环境，稳定繁荣的经济金融环境是家庭能够理性作出金融资产选择行为的前提，在这个前提下，才有可能合理地预期金融资产的收益风险，相反则会扭曲投资者的预期和行为，不利于家庭金融资产的选择和配置。

1.3 研究思路、技术路线和研究方法

1.3.1 研究思路和技术路线

家庭金融资产选择行为既有其前因又会产生后果，前因是指影响家庭金融资产选择行为的家庭自身特征、金融资产风险收益和经济金融环境等因素，后果是指家庭金融资产选择行为对家庭、金融体系和宏观经济等产生的作用。家庭、金融体系和宏观经济是相互联系在一起的一个整体，因此，本书不仅研究家庭金融资产选择的前因，而且研究其产生的后果。具体来说，本书的研究思路是在对我国家庭金融资产选择演变行为区别于发达国家金融资产选择行为的异质性特征作出全方位总结的基础上，深入分析导致这一异质性特征的最主要的家庭内部因素和外部经济金融市场环境，最后围绕我国贫富差距日益扩大的经济现状，研究我国家庭金融资产选择行为产生的结果，即家庭金融资产选择的财富分配效应。

研究技术路线：



1.3.2 研究方法

本书主要分为三个部分：第一部分研究我国家庭金融资产选择的特征，回答“是什么样”的问题；第二部分研究转轨经济中影响我国家庭金融资产选择行为的因素，回答“为什么是这样”的问题；第三部分研究我国家庭金融资产选择产生的财富分配效应，回答“这样的结果”的问题。在具体研究中采用了以下方法：

首先，在回答“是什么样”时，主要运用了比较研究的方法，即以美国、日本和欧洲等发达经济体家庭金融资产选择行为的规律性特征为参照，比较我国家庭金融资产选择行为，归纳总结出我国家庭金融资产选择行为区别于发达国家的异质性特征。

其次，在回答“为什么是这样”时，分为两个部分来研究。一是在分析不确定性对家庭金融资产选择行为的影响时，由于转轨经济的复