

中国居民 家庭金融资产配置： 规模、结构与效率

杜朝运 丁 超 / 著

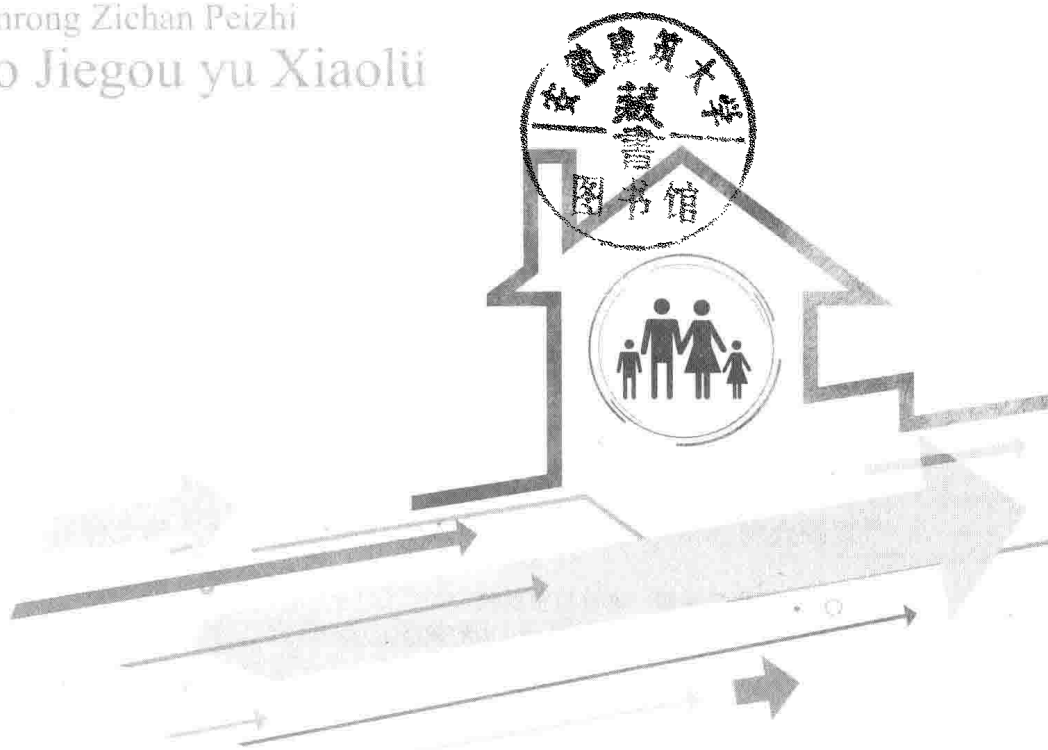


中国居民
家庭金融资产配置：

规模、结构与效率

杜朝运 丁超 / 著

Zhongguo Jumin
Jiating Jinrong Zichan Peizhi
Guimo Jiegou yu Xiaolü



西南交通大学出版社

• 成 都 •

图书在版编目 (C I P) 数据

中国居民家庭金融资产配置: 规模、结构与效率 /
杜朝运, 丁超著. —成都: 西南交通大学出版社,
2017.10
ISBN 978-7-5643-5821-1

I. ①中… II. ①杜… ②丁… III. ①金融资产—配
置—研究—中国 IV. ①F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 251474 号

中国居民家庭金融资产配置:
规模、结构与效率

杜朝运
丁超

著

责任编辑 孟秀芝
特邀编辑 顾飞
封面设计 墨创文化

印张 14.75 字数 228千

成品尺寸 170 mm×230 mm

版次 2017年10月第1版

印次 2017年10月第1次

印刷 成都勤德印务有限公司

书号 ISBN 978-7-5643-5821-1

出版发行 西南交通大学出版社

网址 <http://www.xnjdcbs.com>

地址 四川省成都市二环路北一段111号
西南交通大学创新大厦21楼

邮政编码 610031

发行部电话 028-87600564 028-87600533

定价 68.00元

图书如有印装质量问题 本社负责退换

版权所有 盗版必究 举报电话: 028-87600562

序

随着经济的发展，人们的收入水平不断提高，家庭总资产中金融资产所占的比重越来越大，对国家宏观调控政策的制定和实施产生了日益重要的影响。在这样的背景之下，家庭金融逐渐成为理论界和实务界关注的重点领域。

近年来我在普惠金融的研究方面投入较多精力，很自然地对于微观家庭个体有了更多的接触。居民家庭的资产配置尤其是金融资产配置行为引起我的极大兴趣：居民家庭的金融资产配置行为受到那些因素的影响，影响方向、影响方式和影响程度如何，如何衡量居民家庭的金融资产配置效率，等等。起初我并未主动对这些问题进行系统思考，仅仅针对涉及家庭金融的某个小问题进行研究，也取得一些成果，但随着研究的不断积累，我愈发感到有必要将原先零散的研究系统化，特别是，对中国居民家庭金融资产配置行为进行整体描述和深入分析，甚至在某种程度上具有填补空白的价值。

我的博士生丁超恰巧对这个选题也有极大兴趣。他花费大量时间和精力搜集资料、整理数据、构建模型，最后完成博士论文并予以完善。我们在此基础上，又进行了多次讨论，在数据上更新、在资料上充实、在方法上改进，最终形成这本《中国居民家庭金融资产配置：规模、结构与效率》。就笔者所掌握的文献来看，这本书应该是目前对中国居民家庭的金融资产配置行为最为系统和全面的研究。

在本书的形成过程中，汪丽瑾、戴玲燕、马彧菲、王月升、李英伟等提供了很多帮助，在此我要对他们的贡献表示感谢！本书得以顺利出版，还要感谢厦门大学专项项目“居民家庭金融资产配置问题研究”的资助，以及西南交通大学出版社顾飞老师、孟秀芝老师的大力协助！

家庭金融的研究方兴未艾。在我国，随着居民家庭金融投资行为的日益频繁，居民家庭积累的金融资产规模在逐步壮大，深入研究我国居民家庭金融资产配置行为将更具有现实意义。我将不忘初心，在这个领域继续探索。

是为序。

杜朝运

2017年6月6日

目 录

0 绪 论	1
0.1 选题背景	1
0.2 选题意义	2
0.3 研究思路	4
0.4 研究内容	5
0.5 特色与不足	6
1 文献综述	8
1.1 家庭内部视角考察的相关文献	8
1.2 家庭外部视角考察的相关文献	18
1.3 简要评述	25
2 居民家庭金融资产配置原理及影响因素分析	27
2.1 居民家庭金融资产配置的原理分析	27
2.2 居民家庭金融资产配置的影响因素	35
3 内部视角：居民家庭金融资产配置的规模考察	45
3.1 样本家庭基本状况的统计描述	45
3.2 数据分析	48
3.3 模型构建与估计方法	58
3.4 实证分析	63
4 内部视角：居民家庭金融资产配置的结构考察	73
4.1 数据分析	73

4.2	模型构建	85
4.3	实证分析	87
5	内部视角：居民家庭金融资产配置的效率考察	96
5.1	数据分析	96
5.2	模型构建	107
5.3	实证分析	109
6	外部视角：金融市场与居民家庭金融资产配置	120
6.1	居民家庭金融资产配置规模与金融市场发展的关联性	120
6.2	居民家庭金融资产配置结构与金融市场发展的关联性	132
6.3	居民家庭金融资产配置效率与金融市场发展的关联性	137
6.4	居民家庭金融资产配置与金融资产的风险收益	145
7	外部视角：宏观经济与居民家庭金融资产配置	154
7.1	居民家庭金融资产配置的国际比较	154
7.2	居民家庭金融资产配置规模与经济关联性的关联性	160
7.3	居民家庭金融资产配置结构与经济发展的关联性	165
7.4	居民家庭金融资产配置效率与经济关联性的关联性	171
8	外部视角：制度文化与居民家庭金融资产配置	177
8.1	社会关系与家庭关系的变迁	177
8.2	文化环境对居民家庭金融资产配置影响的案例分析	181
8.3	制度变迁对居民家庭金融资产配置影响的案例分析	192
9	结论及建议	204
9.1	主要结论	204
9.2	问题与对策	210
	参考文献	216

0 绪 论

0.1 选题背景

近些年来，全球金融市场发展迅速，股票、债券、基金等各类金融市场规模在不断加大，深度在逐渐加强，运行机制也在日益完善。与此相对应的是，居民的家庭金融资产结构发生了明显的变化。同时，随着经济的发展以及人民收入水平的不断提高，金融资产在居民家庭总资产中所占的比重越来越大，并且对国家宏观调控政策的制定和实施产生了极为重要的影响。在这样的背景下，家庭金融开始受到学者的重视，家庭金融资产组合问题重新进入了学者的研究视野。尤其是在欧美等发达国家，家庭金融发展很快，目前已逐步成为与资产定价、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（Campbell, 2006）。伴随着居民财富的增长以及金融工具种类的不断丰富，可以预期，家庭金融在今后的一段时间将成为理论界和实务界重点研究和关注的前沿领域。

传统金融学主要涉及资产定价和公司金融等两个研究方向，其中资产定价理论试图解释的是资本市场上资产的价格是如何被决定的，公司金融学研究的是企业如何利用各种金融工具提高所有者权益，并解决委托代理问题。家庭金融与这两者不同，研究对象为“居民家庭”这一构成社会经济和社会生活的基本单位，其研究的重点在于居民家庭如何做出配置金融资产的行为决策，以及怎样通过配置各种金融投资工具使得在不确定的环境下达到资源配置的最优化。

这里有必要说明金融资产的概念。居民所拥有财产的具体形态，可划

分为实物资产和金融资产。实物资产即非金融资产，是指居民家庭拥有的具有实物形态的资产，主要包括住房资产、车辆资产、生产经营项目、家用电器及计算机等耐用品和其他非金融资产等。金融资产指居民家庭所持有的、以资金流通或货币流通为内容、以信用关系为特征的债券和所有权资产，主要包括现金、银行存款、股票、基金、债券、金融理财产品、借出款和其他金融资产等。出于简化的需要，在目前的理论研究中，一般将居民所拥有的金融资产分为两类：一类是无风险金融资产，包括现金、银行存款等；另一类是风险金融资产，包括股票、基金等。

在极其庞大且复杂的居民家庭经济行为活动中，金融资产的配置行为只是其组成部分之一，除此之外还有居民家庭的收入行为和消费行为等。在以往的研究中，人们将家庭仅看作一个纯消费单位，关注如何通过劳动与闲暇的分配获得最大化的收入，并在此基础上，结合价格和偏好的约束，使消费效用最大化，而对于资产配置行为的研究则相对滞后及缓慢。改革开放以来，随着我国市场经济体系逐步走向成熟和完善，居民家庭的金融投资行为愈加频繁，且其积累的金融资产规模也在逐步壮大。据统计，仅居民住户部门储蓄存款这一项金融资产，就已经由 1978 年的 210.6 亿元快速上升到 2014 年 12 月末的 50.69 万亿元。由于居民储蓄占据一国 储蓄中相当大的比重，而储蓄与投融资转化机制又是经济增长所必需的要素——资本的形成来源，因此它对国民经济的正常运转提供了动力。除居民储蓄存款外，股票、基金、债券等多项金融资产也相继进入居民的家庭金融资产组合中。因此，居民家庭的金融资产配置行为不容忽视，分析其行为发生的原因和结果变得愈发重要。

0.2 选题意义

第一，研究居民家庭金融资产配置行为对理论研究具有重要意义。居民家庭的金融资产配置行为，是居民家庭作为微观主体依托市场经济开展的各项经济活动之一。目前已有的资产选择理论大都以发达国家的经济主体为研究对象。我国作为最大的发展中国家，不管是在居民的家庭特征、

金融市场方面还是经济发展方面，均与发达国家有着显著的差异。对我国居民家庭金融资产配置行为进行研究，特别是在当下宏观环境充满不确定性以及社会经济处于转轨过程，对其进行深入的分析，有助于更好地理解居民家庭的收入以及消费储蓄行为理论，同时研究成果也能为已有的居民家庭金融资产选择理论提供理论上的依据和补充。

第二，研究居民金融资产配置行为对家庭主体来说意义重大。家庭金融的研究对象为居民的金融资产选择行为，其最终目的在于探究居民如何根据自身家庭的实际情况，作出投资组合决策，通过最优的金融资产跨期配置来实现投资收益的最大化。由于各居民家庭之间存在着年龄、性别及受教育程度等诸多异质性特征，存款、股票、基金等各金融资产的收益与风险也存在着较大的区别，通过对居民家庭金融资产配置行为的研究，可以揭示出哪些因素可能对金融资产的配置造成影响，从而帮助、教育投资者进行更好的资产组合，以降低家庭金融面临的不确定性、优化家庭金融资产配置结构并最终提高家庭金融资产配置的有效性。

第三，研究居民家庭金融资产配置行为，对我国金融体制改革具有重要的政策参考价值。家庭是经济系统中重要的一环，家庭金融是金融系统的有机组成部分。对于金融机构而言，居民家庭是其服务对象，各家庭不同的异质性特点导致对不同金融资产种类及数量的差异性需求，通过对居民家庭金融资产配置行为的研究，可以挖掘出不同人群对金融服务的不同需求，为金融机构进行投资工具的创新以及产品营销指明方向，同时有助于提高金融体系的创新能力。

第四，研究家庭金融资产配置行为，可以为一国政策的制定提供决策参考依据。家庭是作为经济活动中的基本单位而存在的，经济的发展及波动势必会对居民的家庭金融资产配置行为产生一定的影响；反过来，居民所配置的金融资产，可以通过直接或间接的融资方式给经济的发展提供资金来源，从而影响经济的发展。一国推出的有关社会、经济、文化等方面的政策，会通过影响经济运行进而影响居民家庭配置金融资产，也会通过影响居民家庭配置金融资产行为进而影响经济运行。因此，加强这些影响机制的研究可以帮助我们更好地了解我国居民家庭金融资产配置的特点，为政府引导居民进行理性的投资和消费指明方向。

综上，全面深入地研究我国居民家庭金融资产配置行为具有十分重要的理论价值和现实意义。研究成果不仅可以为现有的居民金融资产选择理论提供验证及补充，还可以为优化我国居民家庭的金融资产配置结构、提高家庭的金融资产配置效率、完善金融市场、改进政策制定提供富有价值的建议，这正是本书的出发点和主旨。

0.3 研究思路

居民家庭的金融资产配置行为受到家庭内外诸多变量的影响。从内部因素看，户主特征、家庭财富、风险态度等家庭异质性特征会对居民家庭的金融资产配置产生影响；从外部因素看，居民家庭的金融资产配置与金融市场、宏观经济乃至制度文化密切相关，金融发展的水平和发展深度、宏观经济总量和宏观经济波动、社会正式制度和非正式制度都会作用于居民家庭金融资产配置行为。

居民家庭金融资产配置有三个要素：金融资产配置规模、金融资产配置结构以及金融资产配置效率。家庭金融资产配置规模即家庭金融资产总量，指的是居民家庭所持有的全部金融资产的总现值之和。这是一个存量的概念，可视为居民家庭各期消费剩余后的结余加总。家庭金融资产配置结构指的是居民家庭所投资的金融资产种类，以及各种金融资产配置量与金融资产总量形成的比例关系。家庭金融资产配置效率指的是家庭金融资产配置的有效性，可以用承担一定程度的风险所能得到的最大回报来衡量。

如果从家庭内外部视角审视这三个要素，则可派生出与居民金融资产配置相关的一系列问题：居民家庭金融资产配置规模的变化趋势如何，配置结构是否具有多元化，配置效率是高还是低，在居民家庭的各类特征中，有哪些可以影响到金融资产的配置行为，影响方向又如何，金融市场和宏观经济与居民家庭金融资产配置是否存在一定的关联性关系，制度文化又如何影响居民家庭的金融资产配置行为，根据这些影响关系，我们能否为优化居民家庭金融资产配置提供建议，能否为政府调控决策的改善提供参考依据，这些问题即构成本书要探讨的内容。本书基本循着“从两个视角

考察三个要素”的总体思路展开。

当然,不同视角下具体的指标设计是有区别的。以金融资产配置结构为例,从内部看,金融资产的配置结构指多样化水平,即居民家庭金融资产投资的种类,以及综合各类金融资产投资额与全部金融资产总量比值的考虑所涉及的多样化指数;从外部看,由于统计数据的限制,笔者无法考察全部可供家庭购买的金融资产,因此将研究对象着眼于存款、股票及债券(主要是国债)这三项有代表性的金融资产,并将以其各自的宏观总额占据全国居民家庭金融资产总额的比重来衡量家庭金融资产配置结构。有关指标的详细介绍及计算过程,笔者将在后续章节予以阐述。

0.4 研究内容

本书除绪论外,共分9章。

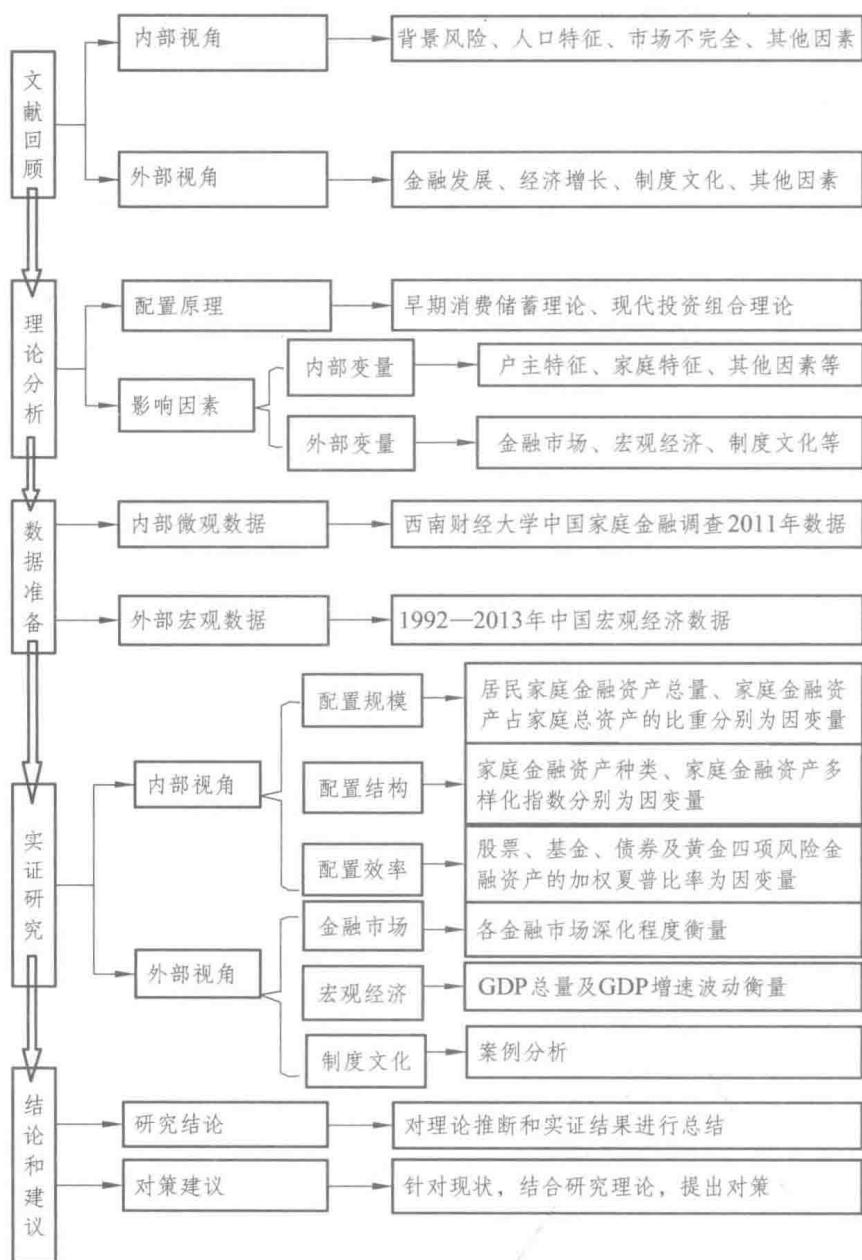
第1章为文献综述,分别从家庭内部视角和家庭外部视角,对国内外有关居民家庭金融资产配置的文献进行梳理,为本书的研究提供参考。第2章考察居民家庭金融资产配置的理论,分析居民家庭金融资产配置的原理,并分别从居民家庭内部和居民家庭外部探讨影响居民家庭金融资产配置的有关因素。

第3、4、5章从内部视角,利用西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心2011年全国大样本的微观调研数据,使用Tobit模型、CLAD估计、Heckman两步法等研究方法,分别对我国居民家庭金融资产配置规模、结构、效率的影响因素进行实证分析。

第6、7、8章从外部视角,利用1992—2013年国家宏观经济数据,通过建立适合样本数据的小样本最优预测模型的估计及在此基础上的格兰杰因果关系检验,分析金融市场、宏观经济与居民家庭金融资产配置之间的关联性,同时,通过案例的形式,分析制度文化对居民家庭金融资产配置的影响。

第9章是本书的研究结论,并就如何优化我国居民家庭金融资产配置提出相关对策建议。

本书的架构流程如图0.1所示。



0.5 特色与不足

本书体现了三个特色：

在研究视角上,本书通过内部和外部双重视角,紧紧围绕配置规模、配置结构及配置效率这三个居民家庭金融资产配置的核心问题展开研究,较详细地分析了居民家庭金融资产配置的影响因素。而目前国内外研究较多的是围绕风险金融市场有限参与问题展开的,因此在研究视角上体现了一定的创新性。

在研究方法上,本书结合实际情况,运用多种实证分析方法进行研究。例如,在内部视角部分,目前学术界大多是在假设微观数据符合正态性及同方差性的前提条件下进行 Probit 及 Tobit 模型的构建,但本书在分析过程中证明了该假设条件其实并不成立,因此,采用更为完善的 CLAD 估计及 Heckman 方法进行研究,其结果更具有稳健性。又如,在外部视角部分,由于数据来源区间的限制,样本容量较小,因此笔者采用小样本分析方法,研究上更为严谨。

在具体指标构建上,由于涉及居民家庭金融资产配置规模、配置结构及配置效率,本书力求做到对其进行精准衡量。例如,在内部视角考察的配置结构指标中,不仅选取了金融资产配置种类代表配置结构的多样性,同时依据各居民家庭在 11 种金融资产上的配置金额,设定了居民家庭全部金融资产的多样化指数来衡量配置结构;配置效率指标则是用家庭四种风险金融资产(包含股票、基金、债券、黄金)的加权夏普比率作为代理变量,和之前学者的相关文献相比,纳入的金融资产种类更多,因此指标设定更为准确。

当然,本书也存在一些不足。例如,对居民家庭金融资产配置影响因素的实证分析,由于数据的限制,笔者只纳入了十几种家庭特征作为影响因素来考察,但居民家庭金融资产配置的决策是一个极其复杂的过程体系,还有许多变量在书中无法列出,这可能会在一定程度上影响方程的拟合程度。在考察居民家庭金融资产配置与金融市场、宏观经济的关联性时,受限于时间序列数据,笔者虽然采用小样本研究方法,但对问题的解释力度相较于大样本而言仍存在着一定缺陷。

1 文献综述

家庭金融研究的重点是金融资产配置行为——居民家庭经济行为活动的一个方面，即如何通过使用各种金融工具来达到家庭财富保值增值的目的。居民家庭在经济生活中的决策行为，大致可分为以下几种：首先，如何分配闲暇和劳动时间，实现家庭收入的最大化；其次，在既定的收入水平下，如何在消费和储蓄之间分配资源；再次，扣除消费后积累的家庭财富，如何在实物资产及金融资产中实现分割；最后，在金融资产的配置方面，应当选择何种金融资产及配置的份额又应为多少。

在早期，经济理论过多地关注于居民家庭的收入以及消费行为，随着经济的增长以及家庭生活水平的提高，家庭已从对实物商品的消费，发展到对更高层次金融产品及服务的需求，从而居民家庭的金融资产配置行为逐渐引起理论界和实务部门的广泛关注。在过去半个多世纪以来，国内外学者做了大量的研究工作，取得了许多有价值的研究成果。笔者经过梳理发现，关于居民家庭金融资产配置方面的研究大致朝着两个方向进行：一是，从内生变量着手，如家庭的财富、人口统计特征、背景风险等因素，考察家庭金融资产的配置行为；二是，从外生变量着手，考察诸如金融市场发展、经济增长、汇率波动等外部冲击下的金融资产配置行为。这些研究成果为本书深入剖析我国居民家庭金融资产配置行为提供了思路，即本书将从家庭内部和家庭外部两个视角考察我国居民家庭金融资产配置行为。本章就主要相关文献分家庭内部视角和家庭外部视角进行综述。

1.1 家庭内部视角考察的相关文献

基于内生变量的角度进行家庭金融领域的研究时，最大的困难是微观

数据难以获得,没有微观层面的数据支撑,家庭金融的研究只能局限于定性的分析,无法取得实质性的突破。为了解决这一问题,国内外一些相关机构通过大样本的调研建立了若干家庭微观层面的数据库。在国外,由于较早重视家庭层面数据的挖掘与分析,欧美发达国家已经建立起比较完善的微观数据库,比如美国的消费金融调查(SCF)、英国的家庭金融调查研究(FRS)、德国的收入和储蓄调查(GIES)等。反观国内,对微观数据的关注相对较晚,目前与家庭层面有关的数据库主要有北京大学中国家庭追踪调查(CFPS)、清华大学中国金融研究中心(CCFR)、北京师范大学中国收入分配研究院(CHIP)和西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心(CHFS)。相关数据库的建立与完善为专家学者在该领域的深入研究提供了便利,并涌现出了许多有价值的研究成果。

1.1.1 家庭金融资产配置与背景风险

按照 Heaton 和 Lucas (2000) 以及 Campbell (2006) 的定义,背景风险因素指的是非金融市场的风险因素,主要包括房产投资风险、健康风险和收入风险等,这些有别于在金融市场上所承担的风险的存在,将导致投资者无法参与金融市场中的交易。

1) 劳动收入

劳动收入风险对于居民家庭来说是具有显著影响的因素,但对于其如何影响家庭的资产配置组合,学术界仍然存在不同的观点。一些学者认为,对于大多数居民家庭来说,家庭财富的主要来源为劳动收入,而劳动收入来自于居民所拥有的人力资本,但人力资本却不可交易,因此劳动收入的风险具有异质性且不可对冲,这种背景风险因素的存在使得居民在投资上更为谨慎,会减少对风险性金融资产的投资(Heaton, Lucas, 2000; Viceira, 2001)。同时,意大利(Guiso et al., 1996)、美国(Vissing-Jorgensen, 2002; Angerer, Lam, 2009)、澳大利亚(Cardak 和 Wilkins, 2009)、中国(何兴强等, 2009)的实证研究也验证了劳动收入风险对居民家庭的风险性投资有显著的负向影响,劳动风险越高,风险性投资的比例越少。

另一些学者认为,当投资收益减少时,居民家庭可增加劳动供给或推迟退休时间,这样较高的劳动弹性使得居民家庭抵抗风险的能力增加,会

促进其对风险性金融资产的投资 (Bodie et al., 1992; Farhi, Panageas, 2007)。Cocco et al. (2005) 通过研究发现, 人力资本带来的劳动收入可等同于无风险资产, 其能使得居民家庭持有劳动收入时, 有更高的意愿投资于风险性金融资产。王聪和张海云 (2010) 对比了中美家庭金融资产组合的异同, 发现中国居民家庭配置风险性金融资产的比例要低于美国, 其中一个很重要的原因就是中国居民家庭的可支配收入水平较低, 说明收入的增加可以带来家庭金融资产组合的多元化。张学勇和贾琛 (2010)、王聪和田存志 (2012) 的实证结果表明, 家庭的收入水平是影响居民家庭参与股市的重要因素, 并对其产生显著的正向影响, 当家庭收入高时, 会更有可能配置复杂的金融资产投资组合。陈莹等 (2014) 则认为, 收入对家庭金融资产配置的影响是非线性的, 当家庭收入水平较低时, 随着收入的增加, 家庭会更多的加大对风险资产的投资, 而当家庭收入水平较高时, 家庭则会减少对风险资产的投资。

综合学者的研究可发现, 根据劳动收入风险的变化, 劳动收入可对家庭资产配置产生两种效应的影响: 财富效应和替代效应。财富效应主要表现为, 当劳动收入的风险较小时, 可将其视为债券等低风险资产, 在居民风险资产占据家庭总财富的比例相同时, 考虑人力资本风险后的风险资产占比会上升。而在劳动收入风险较大时, 替代效应起主要作用, 其可以代替风险性金融资产的存在, 使得劳动收入风险与风险性金融市场的参与概率存在负相关关系。

2) 房地产投资

房地产投资数额巨大, 一向被看作是居民家庭资产组合中非常重要的资产, 在我国这种现象尤为明显。根据中国家庭金融调查与研究 (CHFS) 的调研发现, 中国的自有住房率位居世界首位 (甘犁等, 2012)。学者们的研究成果表明, 房产会对家庭金融市场的参与或风险性金融资产的投资产生挤出效应, 尤其是对于年轻人而言。在购房贷款还完之前, 他们几乎将全部的家庭财富或收入增长投资于房产这种金额较大的非流动性资产, 这种非流动性的约束使得年轻人无法参与到金融风险较大的股票市场, 导致家庭投资缺乏多样性 (Sinai, Souleles, 2003; Pelizzon, Weber, 2008)。除了房产投资造成家庭面临一定的流动性约束外, Kullmann 和 Siegel