

家庭金融资产选择及影响因素 研究进展*

何 维 王小华

(摘 要)随着金融资产数量和比例的提高,家庭资产结构对家庭收入和消费的影响不断增大。家庭金融资产选择及影响因素,成为当前学术研究的热点问题。学者以传统资产组合理论为基础,从家庭收入、信贷约束、社会网络等多种视角,拓展了家庭金融资产选择的研究视角,提出了合理的解释。由于研究数据和方法的差异,对于这些因素的作用机制、影响路径和大小并没有得到一致性的结论。本文对国内外家庭金融的相关文献进行梳理,归纳家庭金融资产选择起源与成型、影响因素、行为金融学解释及不解之谜的研究进展,在此基础上总结当前研究的成果,分析值得改进的不足之处,展望未来可能进一步研究的方向。

关键词: 家庭金融 资产选择 行为金融 影响因素

JEL 分类号: D12 D31 G11

自 20 世纪 50 年代 Markowitz 的资产组合理论问世以来,在之后的半个世纪里,以资产组合理论为基础,理性经济人假设和均值方差理论为框架,家庭金融资产选择理论领域不断有新成果出现,这些成果让我们理解了家庭金融资产选择行为及约束,从而形成了资产选择的经典理论。然而由于现实中家庭金融资产选择行为与理性经济人假设、标准数学模型推论以及利用宏观变量得出的结论有较大的差异,导致家庭金融资产选择理论研究在一段时间内进展缓慢。随着国内外微观数据库的建立、研究方法的完善和实证研究的广泛应用,许多研究结论与经典理论预测不一致,且与个体金融行为的经验证据不相符。特别是微观分析方法、社会学、心理学、行为金融学的引入,开拓了家庭金融的研究视野,推动了理论的反思和实证的进步,促成了最近二十年家庭金融研究的新高潮。

因为财富积累、数据可得性等原因,导致我国学术界对家庭金融研究起步较晚,但关注者越来越多,特别是近二十年,随着中国经济的发展和居民财富积累的增加,中国家庭金融调查、中国养老追踪调查等微观家庭数据库逐步建立,为我国家庭金融资产选择研究提供了有力的数据支撑。从现有文献来看,金融学者针对家庭金融资产选择行为及影响因素开展了广泛而深入的理论和实证研究。虽然学者们的研究结论不完全相同,但其核心都是家庭如何通过金融资产配置,提升家庭金融福利。需要说明的是,最近二十年是家庭金融发展的黄金时期,国内外学术界出现了大量的理论和实证研究,数量巨大,无法在本文中全面涵盖,只能重点综述主要研究成果。

本文从货币需求和资产组合理论开始,以家庭金融的发展历程为脉络,从理论的起源与成型、

* 何维,西南大学经济管理学院,博士研究生;王小华,西南大学经济管理学院,副教授,管理学博士。本文得到国家社科基金重点项目“建立解决相对贫困的制度体系与长效机制研究”(20AZD080)、国家自然科学基金“农村金融市场‘精英俘获’困境破解与包容性成长研究”(71773099);中央高校基本科研业务费专项资金创新团队项目“一带一路倡议下的金融扶贫合作研究”(SWU2009105)。本文感谢审稿人的建设性意见,文责由作者承担。

何维、王小华: 家庭金融资产选择及影响因素研究进展

发展及影响因素、行为金融学解释和目前存在的困境出发,以此逻辑来提炼家庭金融资产选择理论演变历程及发展轨迹。本文结构安排如下:第一部分介绍了家庭金融资产选择理论的起源;第二部分介绍了家庭金融资产选择的影响因素;第三部分是家庭金融资产选择的行为学解释;第四部分是家庭金融资产选择的未解之谜;最后是本文的总结与展望。

一、家庭金融资产选择的起源与成型

(一) 家庭金融资产选择的起源: 货币需求理论

严格来说,家庭金融资产选择起源于货币需求理论,主要讨论货币与有价证券的选择问题。Keynes(1937)的货币需求理论对家庭货币及有价证券选择问题进行阐述,其理论的核心是当利率发生变化时,人们对持有货币和有价证券如何进行调整;持有证券的主要原因是期望获得更多收益,但也需承担风险。同期,Hicks(1935)将货币视同一种真实价值与票面价值相等的完全证券,而其他证券则是真实价值与票面价值有出入的不完全证券,两者可以进行转化,持有货币还是证券需要考虑投资成本、收益和未来支取日期这三个要素。他还认为,分散投资能够分散风险,但分散投资也是有成本的。虽然Hicks只是提出了资产选择的一些重要思想,并没有形成相对完整的理论体系,但为后来资产选择理论的形成和完善打下了基础。

Friedman(1957)是货币需求理论的集大成者,他认为货币与债券、股票之间有替代关系,人们愿意持有债券、股票等风险资产是因其预期收益比货币高。金融资产的预期回报越高需求也越高,相对应货币的需求越低,投资者就会减少货币的持有量增加金融资产的配置来实现收益的提高。此外,Marschak(1938)对不确定性条件下金融资产的选择问题也有阐述,他提到用均值方差坐标系中的无差异曲线来描述偏好,人们的偏好应该包括等待的厌恶程度、安全性需求以及不确定性因素,因而在偏好和期望明确的前提下,资产的选择问题就是在某个时点不同价格金融资产持有量的问题。他的观点已接近于通过收益和风险来衡量投资绩效的现代资产选择理论,但他并没有更进一步研究资产组合问题。这段研究背景为其后来指导Markowitz完成资产组合理论打下了基础。从早期家庭金融资产选择探索的文献来看,其实已经有了资产组合理论、风险分散化投资的萌芽,虽然没有形成完整的理论体系,但为20世纪50年代资产组合理论的成型提供了理论方向。

(二) 家庭金融资产选择的成型: 均值方差体系

自20世纪50年代,家庭金融资产选择进入理论发展的重要时期,经过Arrow、Markowitz、Sharpe等学者的不断完善,最终产生了经典的资产选择理论并形成两大分支,一是Markowitz的均值方差分析体系,在此基础上Sharpe进行完善并形成了著名的资本资产定价模型(CAPM);二是Arrow的状态偏好分析体系。

1. Markowitz的均值方差资产选择理论。Markowitz(1952)以金融资产预期收益和方差为基础,分析投资者的金融资产选择行为,对金融资产组合的风险、收益、相关性和多样化进行了深入的分析 and 开创性总结。他认为,金融资产的有效投资组合取决于期望和方差两个因素,有效的投资组合指同样的风险水平,没有其他的组合能获得更高的收益率;或在同样的收益率水平,没有其他的组合有更小的风险。他将国债视为无风险资产,得到了包含无风险资产和市场组合的有效集,并形成了资本市场线(CML)。在CML中,所有投资者的有效投资组合,都包含无风险资产和市场组合,而不同投资者的风险偏好,通过无风险资产和市场组合所占的资金比例进行调整。他的进一步研究表明,分散化投资是在确定性条件下的最优选择,即资产组合能够降低风险,且资产间的协方差越小投资组合分散风险的能力越强。他的这种投资组合理论改变了之前单一通

过预期收益最大化的投资决策,而是在预期收益最大化的基础上引入了风险因素并对风险进行准确的衡量。

2. Arrow 的状态偏好资产选择理论。Arrow(1964)认为证券是目前财富和未来财富复杂关系的体现,由于现在和未来的时间差导致任何证券都有收益的不确定性,且任何证券的收益均和某种未来状态相对应,因而投资者的金融资产选择行为就变成对未来状态的判断。在最简单的分析中,他用国民收入的增长率作为判断未来状态的主要指标,投资资产的选择最终就变成了对国民收入增长率的判断上。他还首次从数学角度证明了资本市场的风险分散功能,即在有效市场假设下,除了未来状态的不确定性,资产总收益的不确定性可以通过分散投资降到零。用现代资产组合的观点就是,只要市场证券足够多,就可以通过资产分散配置将非系统风险下降到很低的水平,剩下的不确定性就是系统风险。投资者对风险的态度,就是对未来不同状态偏好的程度,故称为状态偏好资产选择理论。

3. Sharpe 等人的资本资产定价模型。Sharpe(1964)等人在 Markowitz 资产选择理论的基础上,吸收 Tobin 的无风险资产理论,更深入地研究投资者在无风险资产和风险资产的选择和配置行为,最终推导出了一般均衡框架中以理性经济人为基础的资本资产定价模型(CAPM 模型)。该理论认为,理性的投资者根据均值方差对资产组合进行选择 and 绩效评价,其选择依据是风险既定收益最高或收益既定风险最小,每个投资者的最佳风险组合客观存在且与风险偏好无关。他将总风险分为不可分散化的系统风险和可分散化的非系统风险,在市场达到均衡时,单个风险证券的收益等于无风险收益加风险溢价。很多学者也对 CAPM 模型进行理论和实证方面的研究,但没有形成统一结论,部分研究支持该模型,也有部分研究提出了挑战。但 CAPM 模型因简洁、实用,在证券市场技术分析中得到广泛应用。CAPM 模型较好地描述了证券市场上人们的行为准则,对于金融资产风险及期望收益率之间的关系给出了较为精确的预测,从而奠定了现代金融学的基础。

(三) 对家庭金融资产选择理论的理解

家庭金融资产选择理论起源于货币需求,在均值方差框架下发展成型。Markowitz 利用标准化的数理模型,解释理性投资者在完全市场下的金融资产选择问题,他将家庭金融资产选择行为通过数理方法模型化,奠定了现代家庭金融和资产定价的基础,具有里程碑式的意义。在均值方差框架下,分别用均值和方差来衡量投资组合的收益和风险,用协方差来衡量各资产的相关性,并引入了相关系数,利用资产不完全相关性的特点进行资产组合从而降低风险水平。Tobin 将货币视为收益和风险均为零的无风险资产并纳入了 Markowitz 资产选择理论,发展形成了两基金分离定理,并进一步从数学角度证明了分散投资可以降低组合的风险。随着金融资产选择理论的发展与完善, Samuelson 和 Merton 在理论上将资产选择从单期静态扩展至多期动态。均值方差框架及其核心理论观点,至今仍然是研究家庭金融资产选择的基础,也是构建金融资产组合和评价组合绩效的重要依据,在公司金融、资产定价、财务管理等领域仍有广泛地应用。

由于理论假设与现实相差较大,如投资者的非理性、市场的不完全等,导致家庭金融资产选择的理论观点与人们的经验证据不一致,因而,这些纯理论导向型研究结论,没有得到有效的数据和实证支持。且早期的实证大多使用宏观总量数据进行相对简单的描述性分析,如均值比较、方差分析、相关分析等,虽然从总量上对家庭金融资产的数量和结构有所了解,但在解释微观家庭金融资产选择方面却比较乏力,且在收入差距扩大的背景下,宏观数据的平均数和众数相差较大,研究结论可能有偏。

自 20 世纪 90 年代以来,国内外微观截面数据及追踪调查的逐渐完善,以及微观计量分析方法和模型得到进一步拓展,有限理性、行为金融学的引入,为家庭资产组合理论提供了新的解释,特别

是社会学、心理学等交叉学科的引入, 家庭金融资产选择理论得到拓展。如从劳动收入、背景风险、人口特征、流动性约束等角度来解释家庭的金融资产选择行为。但近二十年来基于微观家庭数据的大量实证研究, 也证明了家庭金融资产选择异质性的存在, 怎样解释资产组合理论和现实的差距, 成为现代家庭金融学研究的核⼼问题之一。

回顾资产选择理论的传统文献, 基本都是从债券或股票等金融资产入手, 为我们理解家庭金融资产选择提供了分析框架, 构建了新的研究方向和体系。但这类研究也有其共同缺陷: 一是均为单期静态投资模型, 而家庭资产选择常常是多期甚至无限期次的动态行为, 家庭的最优资产配置要综合考虑多期投资结果; 二是个人或家庭的异质性被忽略了, 而且没有被认为会影响家庭的资产选择决策; 三是这些理论只考虑了金融市场风险忽略了家庭风险, 而事实上家庭在做财务决策时面临的⼾庭风险, 直接导致了家庭金融资产选择的多样化和差异化。

二、家庭金融资产选择的影响因素

经典理论框架建立后, 学术界在理性经济人假设下, 沿着均值方差体系从两条主线进行了大量的理论和实证研究, 一条是利用宏观经济数据, 从经济增长、市场利率、货币政策等变量入手, 研究家庭金融资产选择及结构变化趋势。然而, 这些变量只能从宏观层面理解家庭金融资产选择行为, 用来解释差异化的微观家庭金融资产选择缺乏说服力。另一条是利用微观调查数据, 从家庭经济特征、家庭人口学特征、家庭背景特征着手, 寻找微观数据及变量, 研究家庭金融资产选择及影响因素, 为家庭金融资产选择提供了新的解释。由于国内外大量微观数据库的建立和研究方法的完善, 从微观数据层面选取变量来研究家庭金融资产选择成为目前学术界的主流方向, 也是本文总结的重点。

(一) 家庭财富和家庭收入

家庭财富和收入是家庭储蓄和风险金融资产配置的前提, 也是风险承受能力大小的重要体现。一般而言, 家庭储蓄性金融资产和风险性金融资产的比例与家庭所拥有的财富正相关。家庭如何将所拥有的财富或收入在消费和投资之间进行配置是决定其长期生活水平的关键因素, 一方面, 家庭的财富积累和收入水平是进行消费或资产配置的基础; 另一方面, 家庭通过资产配置获得投资收益, 也是家庭财产性收入的重要来源。不同资产组合风险收益的差异是家庭收入差距扩大的一个原因。所以, 家庭财富和金融资产选择是互相影响的关系。家庭的经济状况主要取决于存量的财富积累和增量的家庭收入, 财富积累是一个长期的过程, 甚至会经历几代家庭的财富传承和资产保值增值。

1. 家庭房产。房产是国内外大多数家庭中最重要⼾富形式, 具有消费品和投资品的双重属性, 作为耐用消费品, 房产承担了为家庭提供居住服务的职责; 作为投资品, 房产是一种难以细分的实物资产, 有资产价值大、交易成本高、流动性差的特点, 并且可以通过银行借贷增加财务杠杆。高企的房价和住房按揭贷款的普及, 导致家庭购买房产后, 对当期和未来长期资产组合、风险金融资产市场参与有重要影响。

房产对家庭金融资产选择有两种相反的影响, 第一种是“挤出效应”(也称“替代效应”), 即房产与风险性金融资产有替代关系, 家庭购买房产后, 降低了家庭的储蓄和流动性, 从而减少家庭风险资产持有可能和比例。Fratantoni(2001)发现, 拥有房产的家庭需要应对房价波动的风险和固定支出的风险, 因此会倾向于持有更为安全的金融资产。何兴强等(2009)认为, 房产投资显著降低了居民投资金融资产的概率, 表现为替代性关系。周月书和刘茂彬(2014)基于家庭生命周期视角也得出类似的结论。从生命周期理论来看, 处于不同生命周期的家庭风险承受力不同, 房产的挤出

效应有显著差异,Cocco(2000)的实证研究表明房产的挤出效应对低收入和年轻家庭表现更为明显。朱涛等(2012)分为青年和中年家庭进行实证发现,房产的“挤出效应”对中年家庭不明显,但对青年家庭较显著,其原因是青年家庭财富积累少而住房是刚需,投资房产后更可能受流动性约束,导致可用于风险投资的资产减少。Chauvin and Muellbauer(2018)认为法国在1996至2008年的房价上涨期间,更高的房价导致了总消费的降低。Munk(2020)发现住房挤出了家庭股票投资,特别是年轻家庭,因为住房投资可以和抵押借款进行有效结合。

吴卫星等(2014)发现家庭购买首套住房会挤出风险资产持有,但随着持有房产数量的上升,家庭反而会提高风险资产的持有,即随着房产数量的增加,配置效应可能会占主导作用。吴卫星和高申玮(2016)的进一步研究还发现,房产投资比例较高的家庭更倾向于不参与或少参与股票等风险资产的投资,但这种“挤出效应”具有非线性特征,即占比较高时“挤出效应”显著,占比较低时“挤出效应”并不显著,且这种“挤出效应”在老年家庭最为强烈,中年家庭影响较小,原因是老年家庭房产投资占比更高。此外,房产的挤出效应还与是否拥有所有权相关,拥有房产所有权的家庭,参与股市的概率和持股的比例均高于无房产家庭(Iwaisako et al. 2015),王春瑾和王金安(2017)也有类似发现。

第二种是“财富效应”,即房产增值使家庭账面财富增加,激励家庭更多地持有风险金融资产;当家庭房产价值达到一定程度后,也需要家庭通过金融资产的多元化投资来分散风险。在金融市场比较发达的国家,家庭还能用房产以较低的成本进行抵押贷款或提高家庭的资信水平,从而为投资金融资产提供了流动性支持。例如,在澳大利亚拥有住房更容易获得低成本的贷款,将贷款用于从事股票投资从而增加了家庭金融资产的投资比例(Cardak and Wilkins 2009)。在我国也存在拥有住房的家庭更容易获得贷款的现象,虽然政策禁止贷款资金进入股票市场,但也存在严重的监管缺位和措施乏力问题。当房产价值增加时,家庭参与金融市场的积极性提高,且风险金融资产的持有比重也不断上升(陈永伟等 2015),但家庭优先通过金融产品间接参与股票市场,随后提高股票市场的直接持有(徐佳和谭娅 2016)。房产还可以降低家庭风险感受,提高家庭幸福水平(李涛等 2011),从而提高风险性金融资产的参与。

尽管从理论上讲,房产对家庭金融资产配置会有两方面的作用,西方国家的经验表明,“挤出效应”一般大于“财富效应”,即房产更可能减少风险资产持有,其原因可能是发达国家房地产市场较为稳定,房价涨幅较低,故财富效应较小。但我国房地产市场建立时间短,房产价格短期内持续快速上涨,早期购买房产的家庭,更能享受房产增值的“财富效应”,持有风险金融资产的可能更高。且房产与股票、债券等金融资产的相关性较小,当家庭房产增多时,也需要通过多种资产来分散风险。此外,在考虑房产对金融资产是否有“挤出效应”时,还应区分家庭房产是否有产权、房贷等。

2. 家庭收入。家庭收入一般包含收入的数量和稳定性两个维度。从收入的货币数量来看,经典的绝对收入理论、相对收入理论、生命周期理论、持久收入理论等均认为收入是影响消费储蓄的重要因素,因而成为消费储蓄理论的核心变量。从广义的储蓄定义来看,家庭的储蓄不仅包含储蓄性的存款,还包含投资性的股票、保险、债券等。大部分研究结论认为,收入与风险金融资产市场的参与度显著正相关(Calvet and Sodini 2014),即家庭收入越高,金融资产(包括风险性金融资产)的持有比例也越高。Bonaparte et al. (2014)更进一步认为即使面临较高的收入风险,随着收入的增长,家庭越来越倾向于选择风险性金融资产。但Brunnermeier and Nagel(2004)认为,家庭的金融资产持有是一个长期的资产组合,不会随着家庭收入或财富的改变而改变。史代敏和宋艳(2005)认为收入对居民家庭持有金融资产总量的影响并不显著。

大量学者研究了家庭收入稳定性(即收入风险)对金融资产选择的影响,但没有得到一致的结

论。一种观点认为收入风险与家庭风险金融资产选择负相关,收入风险越高,则家庭预防性储蓄增加(Zeldes,1989),风险性金融资产的比例越低(Cardak and Wilkins,2009)。Guiso et al.(1996)发现不可保的收入风险会降低家庭资产组合中的风险资产份额。何兴强等(2009)发现,劳动收入风险高的家庭投资风险金融资产的概率更低,胡振和臧日宏(2016)也得出类似结论,但劳动收入的协方差风险对股市参与的影响并不显著(宋炜和蔡明超,2016)。根据收入风险的持续时间,可细分为持久性和暂时性收入风险,而后者对家庭金融资产选择影响不大(Angerer and Lam,2009),该观点与持久收入理论及生命周期理论相符。也有观点认为,收入风险大的家庭可能持有更多的风险性金融资产。实证发现退休和自雇家庭风险性金融资产选择的可能性高于就业家庭(Alessie et al.,2000),在私人企业就业的家庭比公共部门就业的家庭更容易持有风险性金融资产(Arrondel and Mansson,2002)。一种合理的解释是当家庭面临收入风险时,会积极调整其金融资产组合以应对未来的收入冲击,收入风险迫使家庭更多地配置在期望收益率更高的非存款性金融资产上,并增加投资品种的个数,其目的是通过增加非存款类金融资产的投资比重来提高家庭资产组合的整体收益率,同时又通过增加投资品种的个数来分散风险(张兵和吴鹏飞,2016)。

(二) 信贷约束和住房贷款

1. 信贷约束。在 Modigliani 和 Friedman 的储蓄理论中,均认为家庭可以通过无障碍的市场化借贷进行资产跨期配置,从而平滑家庭生命周期的消费需求。但家庭资产跨期选择的前提是能够通过市场进行自由借贷,即家庭是否存在信贷约束。通常用借款的难易程度来度量信贷约束的强弱,有信贷需求但被金融机构拒绝的家庭,分为内生信贷约束和外生信贷约束(Jappelli,1991);家庭有借款需求但无法借到、或足额借到所需要的款项(廖理和张金宝,2011)。一般来说,金融市场对家庭信用状况具有识别和筛选的功能,存在信贷约束的家庭,更可能存在收入较低、还款能力不足、信用记录不良等情况。因而,家庭存在信贷约束的根本原因是家庭还款能力和还款意愿不足。

关于信贷约束对家庭金融资产选择的影响主要有两种观点,一种观点认为,受信贷约束的家庭持有金融资产的可能性更小,导致家庭金融资产选择单一化。Hayashi(1985)认为,信贷约束越强的家庭,消费的金融资产更少更单一,在年轻的家庭中这种现象更明显。Zeldes(1989)对有信贷约束和无信贷约束的家庭进行实证对比,认为信贷约束可以显著影响未来的收入预期,没有信贷约束的家庭比有信贷约束的家庭消费更多的金融资产。同时,他根据金融资产或储蓄数量来划分家庭信贷约束的等级,用 SCF 数据进行检验,结论认为信贷约束越弱的家庭金融资产消费越多,资产选择更加多样化,这一结论与 Hayashi 的实证结果基本一致。Koo(1998)甚至发现,家庭即使当前没有信贷约束,但信贷约束预期的存在也降低了风险金融资产持有。信贷约束影响力的大小还与家庭年龄相关,信贷约束的存在导致年长家庭更倾向于投资金融资产,而年轻家庭则倾向于投资实物资产(Pelizzon and Weber,2008)。

另一种观点认为,信贷约束增加家庭风险厌恶,降低家庭风险资产的持有(Haliassos and Bertaut,1995),增加了家庭的预防性储蓄(Leland,1968)。面临信贷约束的家庭风险承受能力较低,更愿意持有风险低的金融资产(Cox and Jappelli,1993),信贷约束主要通过交易成本影响家庭风险资产的持有(Guiso and Jappelli,2002)。信贷约束的存在导致家庭风险性金融资产的需求较低(Haliassos and Michaelides,2003),限制家庭风险性金融资产的持有份额(Cardak and Wilkins,2009)。段军山和崔蒙雪(2015)用 CHFS 数据发现,信贷约束增加家庭风险厌恶程度,对家庭各类资产选择产生显著的负面影响,其中存在信贷约束的家庭持有股票的概率会显著下降,但对家庭股票市值影响并不显著。尹志超等(2015)认为,信贷约束使家庭的实际消费低于理论最优水平,且教育程度低、收入低、身体状况较差的家庭受信贷约束的可能性更大。甘犁等(2018)用

CHFS、CFPS、CHIP 三个独立的数据实证发现,高低收入家庭都有可能面临流动性约束,但低收入家庭受流动性约束的概率远大于高收入家庭,并且流动性约束的存在会显著提高家庭储蓄率。

2. 住房贷款。国内外大部分家庭都是通过住房贷款而持有房产,本质是家庭通过金融中介进行跨期资源配置,从而实现平滑消费。从国内外家庭负债结构来看,住房按揭贷款是大部分家庭最主要的负债。家庭能否获得住房贷款也是信贷约束的主要表现形式。但受房产金额高、贷款时间长、贷款利率高等影响,导致每期固定还款额占家庭收入的比例较高,必然会挤出家庭金融资产投资。

如果将住房按揭贷款视为家庭的一种金融负债选择,则对其他金融资产投资有较大的挤出效应(Cocco 2000; Pelizzon and Weber 2008)。因为家庭需要按月用储蓄来支付银行各期本金及相应利息,降低了家庭的流动性,在长期内对家庭储蓄有挤出效应,从而降低家庭金融资产的总额。大多数的实证研究认为,住房按揭贷款对家庭储蓄和风险性金融资产均有长期显著负向影响。Chetty and Szeidl(2017)研究房产对美国家庭的影响发现,房屋按揭则会使家庭减少风险资产,Fougère and Poulhes(2012)用法国数据重复了该研究,得到了类似的结论。王春瑾和王金安(2017)认为家庭负债程度越高,风险金融资产就越少。

随着经济和金融市场的发展,家庭获得住房信贷的机会大幅增加,如贷款与价值之比、贷款与收入之比(Campbell and Cocco 2015)、以及贷款申请接受率都有显著增加,大多数国家都经历了家庭负债的超常规增长,并导致了2008年国际金融危机。由于住房抵押贷款成为家庭债务的主要形式,因而有学者研究了不同的抵押贷款方式对家庭金融资产选择的影响,如Campbell and Cocco(2007)研究了家庭住房贷款的利率方式发现,只有17.2%的房贷选择浮动利率,大部分的家庭选择固定利率。理论上浮动利率的效用水平高于固定利率,家庭实际选择结果与理论不一致的原因,一是由于金融知识等方面原因,家庭并没有意识到两种利率方式的风险不同,家庭可能认为固定利率风险更低;二是金融机构的利率管理和金融从业人员的利率建议,更可能是银行利益导向的结果。

(三) 社会网络和社会互动

1. 社会网络。社会网络是从社会学引入到经济学的概念,目前理论界的定义比较宽泛,各个定义侧重点有差异。Emirbayer and Goodwin(1994)的定义比较获得认可,即社会网络是由行动者和一系列社会关系构成相对稳定的社会结构。社会网络在提高家庭收入方面有积极的作用,特别是在促进低收入家庭摆脱贫困方面,因而Grootaert(1999)将其称为“穷人的资本”。社会网络测度的核心是规模和强度,但因其是一个多维度概念,故很少有指标能够直接度量社会网络,常常用行为指标来替代,如商人间的关系数量和关系类型(Fafchamps and Minten 2002);认识邻居的个数、拜访邻居的频率(Hong et al. 2004);在政府和医院工作的亲友数(张爽等 2007);亲友间礼品往来的金额(马光荣和杨恩艳 2011);春节间走访亲戚的数量(胡枫和陈玉宇 2012);家庭成员中是否有干部或党员(陈雨露等 2009)等。但是这些指标也常常出现内生性问题,同时也不容易获得真实数据。目前,经济学领域关于社会网络的度量逐渐收敛至礼金金额、亲友数量、城市亲戚关系等几个主要指标,提高了研究结论的可比性。

在传统的关系型社会中,社会网络通过信息分享和民间互助实现风险分担、平滑消费,同时,网络成员之间的约束机制具有减少道德风险和逆向选择的功能。社会网络程度越高,则其通过这个社会网络获取金融知识、金融借贷的机会越多,徐丽鹤和袁燕(2017)认为穷人没有资本扩展社会网络是阻碍其进入民间借贷市场的原因。对于家庭金融资产选择而言,社会网络越发达的家庭,股票市场参与的概率和深度越高,具有显著的正向作用。家庭普遍的缺乏信任将影响其股市参与可能和程度(Guiso et al., 2008),Hong et al.(2004)的研究认为爱交际的人股市参与度更高。刘铮等

(2020)认为,社会网络通过直接影响和间接影响对农户购买农业保险的意愿产生影响且直接影响大于间接影响。

对于社会网络促进家庭参与金融资产的机制,曹扬(2015)认为社会网络通过信息获取和社会互动促进家庭风险金融资产投资。Weber and Morris(2010)认为社会网络通过改变风险认知方式影响风险偏好,能够促进家庭股市参与,具有分散投资风险的功能。在大量经济欠发达的国家,社会保障和商业保险这种风险规避机制缺乏,当家庭面临失业、灾害、疾病等事件时,收入支出风险更大,以地缘和亲缘关系形成的社会网络下的互帮互助及民间借贷,发挥着化解风险和平滑收支的作用(Kinnan and Townsend 2012; Ambrus et al., 2014)。部分研究文献认为,社会网络的风险分担作用可以视为一种非正式的保险机制,如礼金、借款、转移支付等互助行为(Fafchamps and Gubert, 2007)。王春超和袁伟(2016)证实了这种风险分担机制的存在并降低农户储蓄率,中国农村社会网络的风险分担机制主要发生在联系较为紧密的亲戚之间。Weber and Hsee(1999)通过对比研究发现,家庭投资决策失误可能会得到网络成员的援助,社会网络有“软垫”功能。周欣和孙健(2016)认为在农村地区,社会网络越强购买商业保险的概率越高;但在城镇地区社会网络对商业保险的购买无显著影响。王聪等(2015)认为,社会网络的提高能不同程度地降低家庭的风险厌恶程度,家庭参与股票市场的倾向更强,社会网络越强的家庭参与的概率越大,股票资产的占比更高。贾艳和何广文(2020)则认为,社会网络可通过提高家庭金融素养和降低风险感知度来促进家庭参与金融资产配置。

2. 社会互动。社会互动与社会网络高度相关,也来源于社会学范畴,指个人的偏好受到参考群体成员行为的影响,这种影响是一种特定形式的外部性,参考群体可以是个体的家庭、邻居、朋友或同事,其影响机制并非通过市场价格或合同来实现,而是通过非市场与群体成员间的互动来实现,有时也称为非市场互动(Scheinkman 2005)。Manski(2000)根据参考群体与个体之间影响是单向还是双向,将社会互动分为内生互动和情景互动。但传统线性模型不能有效地区分和度量内生互动和情景互动,原因在于社会互动存在映射问题。更重要的是,社会互动还存在较严重的自选择问题,因而,社会互动的识别和度量一直是学术研究的难点,甚至部分学者根据研究需要未对内生互动和情景互动进行严格区分。Manski(1993)提出的经典线性均值模型试图来区分和度量内生互动和情景互动,模型虽然简单易懂便于操作,但仍然存在映射问题且忽视了社会关系的异质性。空间计量模型和方法的完善,为识别和度量社会互动提供了一种有效的方法,如空间自回归模型就能够较好地识别和度量内生互动和情景互动,权重矩阵对内生性问题的探讨。在具体社会互动的度量上,大量的学者采用个人与邻居的互动作为度量指标,如参加宗教活动次数(Hong et al., 2004)、人际交往主观评价、拜年人数(李涛 2006)、礼金支出和通讯支出(郭士祺和梁平汉 2014)、请客送礼次数和金额(何兴强等 2009)。还有一些研究通过估计社会乘数来直接度量内生互动(Glaeser et al., 2003)。

投资者通过社会互动,一是能更快捷地获得市场信息,存在信息效应,个体从群体成员处获得的信息是形成投资决策的主要依据。二是通过口头和观察性学习,起到增加金融知识和投资经验的作用,因而大量的研究结论认为社会互动推动家庭金融资产参与,特别是股票类风险金融资产的参与。Ellison and Fudenberg(1995)指出,家庭通常根据社会互动获取的市场信息进行股票买卖决策,社会互动显著推动了股市的参与,吕新军和王昌宇(2019)也得出同样的结论。Guiso and Jappelli(2020)研究支持,信息使投资者获得更高的回报和更有效的投资组合,信息投资与回报呈正相关。Guo et al.(2015)认为家庭会做出与群体成员类似的资产配置,指出内生互动推动了投资者对股票市场的参与,家庭参与股市的概率与社会互动显著正相关。同时,社会互动显著提高了家庭商业保险参与的可能性与参与程度(李丁等 2019)。社会互动对家庭金融资产选择的影响与年

龄、教育程度等相关,Beiseitov(2004)研究社会互动及其产生的口头信息对老年人购买医疗保险发现,社会互动程度越强,购买商业医疗保险的比例越低,这一特征在低教育群体成员中更明显。李涛(2006)得出类似结论认为,社会互动推动了居民股市参与,特别是对低学历者参与股市的影响更为明显。在收入分配集中度高的社区,社会互动推动股市参与的作用更明显,传导机制是通过相对财富关注效应形成的(周铭山等,2011)。朱涛等(2016)用CHARLS数据以中老年人群为对象的实证研究表明,社会互动对老年家庭风险金融资产持有的影响明显。社会互动对农民购买商业养老保险意愿的影响不显著,但对农民的感知风险、感知价值产生影响,而感知风险、感知价值和信任显著影响了农民的购买意愿(许燕,2016)。刘宏和马文瀚(2017)发现互联网上互动显著促进了家庭证券投资参与,这种促进作用在互联网普及程度较高地区和相对较年轻的群体更明显,且其影响程度和显著程度均高于已有文献所关注的线下面对面社会互动。朱卫国等(2020)也发现线上社会互动显著增加家庭商业保险购买的可能性。

但在这一问题上也有不同的结论,有研究认为社会互动的积极作用主要是通过内生互动的社会规范机制来实现。如李涛(2006)认为内生互动带来的感受交流和信息获取推动了个体当前对保险金和债券的投资。郭士祺和梁平汉(2014)认为社会互动通过信息获取机制推动股市参与,但社会互动作为一种传统的信息渠道,部分作用正被网络信息渠道所替代,在控制社会互动的信息获取功能后,发现社会互动的其他机制整体上抑制股市参与,在某些情况下甚至对股市的总体影响为零或负,证实情景互动对股市有负面影响。何兴强和李涛(2009)研究家庭商业保险购买决策后发现,内生互动虽然促进了家庭购买商业保险,但受国内保险行业普遍缺乏诚信的背景下,情景互动又降低了购买保险的积极性,内生互动和情景互动的正负效应在一定程度的相互抵消,造成社会互动对商业保险购买影响不显著。

社会网络和社会互动的概念均是从社会学引入,都可以视为是家庭社会资本的一种表现形式,两者虽然有一定的相关关系,但并没有必然的因果关系,如社会网络不一定会产生社会互动。社会网络强调家庭在社会关系下形成的结构,以及通过互相帮助和信息分享下对家庭风险分担和平常消费方面的直接作用,社会互动则强调个人和其他社会群体成员的互相影响,其实质是不同行为主体之间的相互影响产生的外部性。虽然从概念来看,社会网络和社会互动有较大区别,但由于研究目标和数据的局限,社会网络和社会互动指标存在近似的情况。综上,由于社会网络和社会互动的概念较为宽泛,没有一个清晰的界定,实证中根据研究目的和领域的不同,选择的度量指标差别均较大,且由于直接测度的难度较大,很多研究都通过行为指标进行间接测度。但间接度量指标存在几个不足:部分指标依赖于被调查者的主观判断,存在较大的偏差;影响因素较多且影响路径复杂,可能产生遗漏变量偏差问题;行为指标存在反向因果的可能。

(四) 年龄及健康状况

1. 年龄。随着年龄的增长,人们面临的责任和义务以及未来的现金流会随时变化,家庭财务决策者的年龄及家庭的年龄结构,决定了家庭生命周期的阶段,理性的家庭会根据实际情况建立适合自身需求的金融资产组合。生命周期理论认为随着年龄结构的变化人们对资产的选择也会随之变化,陆续有学者通过微观数据实证支持该观点(Blommestein,2011)。家庭在不同年龄阶段金融资产选择行为的差异,实质是通过金融市场平滑生命周期的储蓄和消费。

年龄因素与家庭风险性金融资产选择显著相关,但对于相关的类型和程度学术界并无统一结论。大部分的观点认为,家庭风险性金融资产选择与年龄的关系呈明显倒“U”型特征,即年轻时风险金融资产持有比例较低,随着年龄的增长逐年增加,在退休前后达到峰值,然后逐年下降,具有生命周期效应(Bertaut and Haliassos,1997)。家庭风险金融资产和年龄的这种倒“U”型特征,与家庭的职业发展生涯高度相关(Yoo,1994)。

对于美国家庭, 股票投资的比例随着家庭财务决策者年龄的增长而提高(Cardak and Wilkins, 2009) , 但该比例并不是一直增长, 而是随着年龄的增长呈现出先上升后下降的趋势(Amerkis and Zeldesn 2004) 。尹志超等(2015) 发现, 中国家庭户主年龄对风险资产参与率和参与深度的影响呈倒“U”关系。也有观点认为, 家庭股票持有有可能和深度随年龄增长而提高, 但进入老年期后并不会显著下降, 而是相对平坦的状态(Poterba and Samwiew, 1997) 。Bodie and Crane(1997) 发现, 年龄与家庭风险金融资产比例呈显著负相关关系。蹇滨徽、徐婷婷(2019) 发现, 家庭人口年龄结构老年化程度与金融资产持有概率反相关。另外一部分研究结论认为, 年龄因素对家庭金融资产选择没有生命周期效应(吴卫星和齐天翔 2007) , 周铭山等(2011) 认为年龄对家庭股市参与概率没有显著的解释力。甚至家庭金融资产的配置效率也受户主年龄的影响, 且这种影响并非简单的线性或者“驼峰型”而是具有两个顶点的“双峰型”关系(齐明珠和张成功 2019) 。

有学者从家庭的年龄结构、老年化角度研究金融资产选择, 发现家庭老年化对储蓄存款、风险金融资产和保险资产持有方面都有显著影响(吴义根和贾洪文 2012) 。柴时军(2016) 认为, 家庭老年人口比例的提高, 会抑制家庭股票、基金的参与程度, 分地区来看, 中西部地区的抑制效应要高于东部地区。王聪等(2017) 也证明老龄家庭更偏好房产和储蓄, 更厌恶风险金融资产, 这也符合经济假设和直观感受。邹小芄等(2019) 认为长寿风险对家庭股票市场参与广度和深度有显著正向影响, 实证结果显示人均预期寿命增长对股票市场参与率增加的贡献度高达 21.42% 。

2. 健康状况。家庭成员的健康状况不佳对当前和未来金融资产选择有负面影响, 特别是在社会保障不健全的情况下, 重大疾病导致家庭支出增加, 甚至因病致贫。Rosen and Wu(2004) 甚至认为健康状况可以作为家庭金融资产持有有可能和份额的重要预测指标。健康状况影响家庭金融资产选择的渠道有多种: 第一, 健康状况差的家庭, 医疗支出更大, 规划期限更短, 更愿意选择低风险的资产; 第二, 健康状况影响家庭的风险偏好和消费的边际效用, 居民的资产选择结果存在差异; 第三, 健康状况欠佳的家庭, 劳动收入更低, 收入风险更大。大多数的研究发现, 健康状况差的家庭投资风险金融资产的概率及持有比例更低(Cardak and Wilkins 2009) , 他们更倾向于持有安全性更高的储蓄性资产、房产及生产性资产(雷晓燕和周月刚 2010) , 其目的是增加家庭的预防性储蓄。因而, 家庭成员健康状况变差导致收入减少, 医疗支出增加, 这也是预防性储蓄动机的一个重要方面。

健康状况对家庭金融资产和实物资产的影响有显著不对称性, 当家庭成员面临疾病确诊时, 倾向于将部分金融资产转换为实物资产, 健康冲击能够显著减少家庭的金融资产, 导致家庭重建其资产组合(Berkowitz and Qiu 2006) 。吴卫星等(2011) 证实了健康状况不佳导致家庭风险资产的比例较低, 且这种负向关系在控制参保情况后仍然显著, 他们认为风险态度和遗赠动机能对此进行一定程度解释。解歪和孙桂茹(2012) 进一步研究老年家庭急性和慢性健康冲击的影响后发现, 急性健康冲击导致家庭风险性金融资产减少, 而慢性健康冲击则导致耐用消费性资产减少, 房产价值增加; 但这种健康冲击程度对城乡老年家庭的影响却不尽相同。

但同时也有部分文献认为健康对家庭金融资产选择影响不显著。其中 David et al. (1985) 认为家庭金融资产选择与异质性相关, 并没有发现与健康状况存在因果联系。Guariglia and Rossi (2004) 基于英国家庭调查(BHPS) 认为, 在全民免费医疗的保障下, 个人没有使用预防性储蓄来防止医疗费用或收入下降的风险, 但如果免费医疗的质量下降, 这种情况可能会改变。李涛和郭杰(2009) 发现健康状况对中国居民的股票投资有轻微的负影响, 但在统计上却不显著。Love and Smith(2010) 承认健康状况与风险金融资产的份额有经验联系, 但没有发现有显著的因果关系, 健康状况与家庭金融资产之间的联系是因为家庭存在未被观测到的异质性。

有部分学者更进一步研究了心理健康, 发现身体和心理上的健康不佳都会对金融资产选择可

能和深度有负向影响(Rosen and Wu 2004),Bogan and Fertig(2013)发现存在心理健康问题的家庭会减少对风险金融市场的投资。但心理健康的影响比身体健康更为显著,且心理健康与年龄和学历高度相关(Bressan et al. 2014)。当然,健康状况对家庭资产组合的影响,还与是否享有医疗或商业保险相关(Cardak and Wilkins 2009)。Alzuabi et al.(2019)用日本家庭数据得出结论认为,身体健康状况不佳会导致储蓄和金融资产更高,心理健康不佳则具有相反的影响。

(五) 教育程度

教育通过促进家庭收入增长、提高家庭对金融市场和产品的认识,从多方面推动家庭金融市场的参与。随着金融市场的发展,金融产品和服务形式更加多样化和复杂化,特别是期货、期权、衍生金融工具及组合等,这就要求进入该市场需具备一定的专业知识。因此Campbell(2006)认为,不参与股票投资对低教育水平家庭是一种理性选择。一般而言,教育程度对家庭金融资产选择主要有以下几方面影响:一是家庭教育程度越高,更加容易克服信息障碍,从市场收集处理信息的能力越强(Guiso et al. 2003);二是教育程度能够显著提高家庭收入水平和金融可得性,从而改变家庭风险偏好;三是更高的教育程度,其理解风险金融市场和产品的能力更强,也更容易接受新型金融资产。因而,教育程度与风险金融资产的投资正相关(吴卫星和齐天翔,2007;何兴强等,2009)。周铭山等(2011)实证支持了教育程度对股市的正向促进作用,与未接受教育的家庭相比,中学教育家庭参与股市的概率高9.3%,大学教育家庭更是高达21.8%。

家庭金融资产选择是通过金融市场和金融产品来实现的,对专业性要求较高,特别是衍生品类结构复杂的金融工具,更要求投资者有一定的金融知识。尹志超等(2014)发现金融知识的增加,显著推动了家庭金融市场参与和风险金融资产配置。Lin et al.(2017)具有较高金融知识的人更有可能购买人寿保险。金融知识较少的家庭,不仅股市参与的概率普遍较低,甚至储蓄规模也更低(Lusardi and Mitchell 2014)。曾志耕等(2015)还发现,金融知识水平对家庭股票投资组合及风险资产配置种类多样性显著正相关。Fonseca et al.(2012)研究发现,金融知识是从专业经验中获得的专业知识,且还存在性别差异,男性通常拥有更专注于更具体的金融知识(投资和税收),而女性则倾向于日常生活中短期计划和支出(日常账单支付)。针对这种差异,学术界争议的焦点在于金融知识是通过教育获得还是经验积累,Lusardi and Mitchell(2008)认为女性的金融知识低于男性这可能是由于妇女较少参与重要的家庭财务决策。

国内外还有学者论证“金融素养”^①对家庭金融资产配置的影响,认为金融素养是家庭进行金融决策的基础,家庭金融素养越高,其参与风险金融市场的可能及深度越大(Lusardi and Mitchell, 2014),其作用渠道与金融知识类似。金融素养越高的家庭,参与股市和获得股权溢价的可能性越高(Van Rooij et al. 2012),资产组合的分散化程度也越高(Mouna and Jarboui 2015)。胡振和臧日宏(2016)认为金融素养过度自信增加了风险偏好,对股票市场参与及股票配置比例均有显著正向影响;对持股家庭而言,金融素养的过度自信主要影响持股比例较低和较高的家庭,对中间水平家庭影响不大,具有“U型”特征。胡振等(2018)发现金融素养对家庭金融资产组合多样性有显著的正向影响,且主观金融素养对金融资产组合多样性的影响较客观金融素养大。张冀等(2020)认为金融素养可以显著降低家庭金融脆弱性程度,提高应对风险冲击的能力。此外,金融素养的提高还能促进家庭获得贷款的可能,且降低了家庭综合贷款的利率(吴卫星等,2019)。

^① 目前国内外对金融素养并没有统一的定义,有时学者将“金融知识”、“金融能力”和“金融素养”视为同一意思,并没有进行区分;但也有学者认为,金融知识仅是金融素养的组成部分。目前美国总统金融素养咨询委员会PACFL定义金融素养是拥有金融方面的技能和知识方面的能力,这些知识和技能可以使其有效管理和利用其金融资源来满足其个体、家庭和社区目标。Lusardi and Mitchell在2014年定义金融素养为个人的“处理经济信息和做出有关理财计划、财富积累、债务和养老金的明智决定的能力”。

(六) 社会保障

社会保障作为一个基本的社会制度安排,起着维护社会公平正义、合理调节财富分配机制的作用,同时也为家庭提供了一种风险规避手段,影响家庭的资产选择行为和资产结构。我国家庭的金融资产结构中的高储蓄就是市场经济条件下社会不确定因素导致预防性储蓄需求显著增加的结果(龙志和和周浩明 2000),同时也导致家庭消费倾向持续下降。若将金融资产的选择视为一种特殊的消费(金融消费),社会保障从两方面影响家庭金融资产的选择。一是社会保障费用的缴纳导致家庭可支配收入减少,家庭出于自我约束性储蓄和目标性储蓄的动机不愿意减少储蓄,则可能导致金融资产投资的减少。二是社会保障的存在降低了未来不确定性带来的风险冲击及家庭的预防性储蓄,从而刺激家庭金融资产的投资。这两种效应在一定程度上有互相抵消的作用,因而从个体来看,社会保障对家庭金融资产选择的影响还要看这两种效应综合后的结果。且我国城乡二元结构造成的养老多轨制,导致各种层次的社会保障水平差异很大,因而不同保障水平的样本实证得出的结论可能会有差异。

大量的文献研究了社会保障对家庭储蓄的影响,目前主要有三种观点。第一种观点认为养老保险和家庭储蓄之间有替代效应,但家庭的异质性导致替代效应有明显差异(何立新等 2008)。原因一是养老保险是家庭金融资产组合中的一类,因而与其他金融资产之间存在替代关系,即社会保险会抑制储蓄;二是如果社会保障水平的提高增加了家庭的缴费支出,则减少了家庭当期可支配收入,储蓄和消费均会下降,除非有目标性储蓄(白重恩等 2012)。关于这种替代效应的大小,美国的养老金制度使得家庭储蓄下降了 50% 左右(Feldstein, 1974),加拿大约为 25% (King and Dicks-Mireaux, 1982),台湾地区实行的医疗保险计划能平均减少 8.6% - 13.7% 的储蓄(Chou, 2003)。第二种相反的观点认为,养老保险制度的推广使家庭逐渐建立了储蓄对老年生活重要性的意识,从而提高家庭的边际储蓄倾向,继而增加储蓄,称为“认知效应”。David and Menchik (1985) 发现社会保险与储蓄正相关,杨继军和张二震(2013)发现,养老保险的覆盖面和缴费水平显著提高了家庭的储蓄,我国养老保险制度改革没有起到降低储蓄的目的。第三种观点认为,养老保险对家庭储蓄的影响是不确定或中性的。其原因一是社会保险的替代效应和退休效应从两种相反的方向影响储蓄(Feldstein, 1974);二是社会保障机制将高收入家庭的一部分收入通过再分配转移至低收入家庭,从社会总体来看,如果不考虑两个群体的边际消费倾向,则对总储蓄的影响是中性的(顾海兵和张实桐 2010);三是大部分国家和地区养老保险并不健全,预期寿命不确定,导致对储蓄的替代性不强(Yakita 2001)。

关于社会保障与家庭风险性金融资产的关系,从理论上来看,社会保险的存在使家庭未来的收入支出风险降低,从而促进风险金融资产的消费。欧美国家的实践验证了社会保障能够改变家庭金融资产结构,即储蓄性金融资产下降,风险性金融资产增加。Cardak and Wilkins(2009)利用澳大利亚的调查数据证实,主动购买养老保险的家庭风险性资产的配置比例更高。周钦等(2015)实证研究发现,医疗保险显著影响城市和农村家庭的资产选择,主要特征就是参保家庭更加偏好较高风险水平的资产,但城市和农村家庭间差别较大。Berkowitz and Qiu(2006)研究也得出类似结论,即相比没有医疗保险的家庭,有医疗保险的家庭持有股票类高风险金融资产的可能性更高。Gormley et al. (2010)通过国际比较证实,社会保障的覆盖面和深度对家庭股市参与均有显著正向影响,且各国社会保障制度及家庭的异质性对股市参与也有影响。宗庆庆等(2015)发现,拥有社会养老保险会显著提高家庭持有风险金融资产的可能和比重,边际效应分别达到 25% 和 22% 左右,但在城乡群体间影响差异很大,其中在农村家庭这种影响很小且在统计上不显著,可能的原因是新型农村养老保险的保障水平低导致在拉动金融消费的作用仍有限。王稳和桑林(2020)认为社会保障水平的提升显著增加了家庭风险金融资产选择,其主要影响机制是替代效应,实证结果表明参保家庭

风险金融资产持有概率较未参保家庭显著高 3.5%。林靖等(2017)发现旨在降低收入和支出不确定性的社会保险制度能够同时提高家庭参与风险资产市场的广度和深度,而且对于风险不确定性更大、风险承受更强的家庭的影响更为明显。李昂和廖俊平(2016)不仅证实了参与社会保障与风险金融资产配置的正相关关系,还发现生命周期效应的存在,即临近退休家庭的风险金融资产配置行为主要取决于财富规模和收入风险,而对是否参保并不敏感。

(七) 其他因素

影响家庭金融资产选择的因素还很多,特别是近年来研究的深入和细化,出现了一些新的研究视角,这些研究对于理解家庭金融资产选择具有重要意义。

1. 性别。家庭资金的使用和配置,往往是家庭内部的重要事项,也可能成为冲突的根源,因而有学者从性别角度研究发现,在家庭内部财务决策中存在的性别不平等(Schneebaum and Mader, 2013),具有较高议价能力(更多资源)的配偶可以根据自己的喜好影响家庭决策(Yilmazer and Lyons, 2010)。随着妇女资源的增加,例如家庭以外的教育和劳动参与,妇女在家庭财务决策中的影响力可能会增加(Friedberg and Webb, 2006)。Zaccaria and Guiso(2020)发现,意大利家庭金融财务决策权以妻子为主的家庭所占比例从上世纪90年代初的1%左右增加到近年来的35%以上。但由于性别天然形成的风险偏好差异,一般来说男性更偏好风险,因而男性选择股票的可能较女性高(Barber and Odean, 2001),李涛和郭杰(2009)也得出类似结论,即男性户主较女性户主参与股票的概率明显更高。Wei and Zhang(2011)从研究了性别比例上升的影响,发现为了增强儿子在婚姻市场的竞争力,家庭会进行更多地预防性储蓄,以应对儿子婚姻支出带来的收入冲击,这种储蓄行为对其他家庭产生溢出效应。也有研究表明,性别对家庭风险资产参与可能和深度的影响不显著(吴卫星等, 2011),在金融市场获得信贷的能力也不存在性别差异(尹志超等, 2015)。家庭金融资产选择的性别差异的原因,一种可能是家庭分工和博弈的结果,研究表明,越来越多的女性从事日常的理财活动,而男性则更多地参与诸如投资等长期决策(Antonides, 2011; Schneebaum and Mader, 2013);二是性别差异使男性更偏好风险,女性更规避风险(Meyll and Pauls, 2019),因而在风险金融资产决策上男性主导的家庭更多;三是财务知识是股市参与率性别差异较大的原因之一(Almenberg and Dreber, 2015)。

2. 婚姻状况。婚姻是家庭生命周期开始的标志,反映了家庭的稳定性,婚姻和子女出生会影响家庭的需求、资源、风险和偏好,因而对风险金融资产投资产生影响,单身家庭与已婚家庭或有子女的家庭在进行财务决策时有所不同。一般认为已婚家庭的风险承受能力更高,风险资产投资的可能更大(Agnew et al., 2003);即便同为女性,已婚女性风险资产配置比例也高于未婚女性(王璿和吴卫星, 2014)。但王聪和田存志(2012)发现,婚姻状况与家庭股市参与可能及深度均没有显著影响。已婚家庭子女的出生,改变了家庭的储蓄和消费行为,甚至孩子的性别也可能会影响家庭的投资行为。

3. 其他视角。有一些研究从工作性质、政治身份、成长经历等角度研究了家庭金融资产选择。如有农村成长经历的城镇居民直接参与股票市场的概率显著降低约5个百分点(江静琳等, 2018),有省外务工经历的农村家庭风险性金融市场参与的可能和深度更高(卢树立, 2020)。吴卫星和尹豪(2019)认为努力工作与股票市场参与存在一定程度的替代效应,工作满意度高的居民家庭更少地参与股票市场。张剑和梁玲(2020)证实了家庭异质性对金融资产配置有显著影响,周广肃和梁琪(2018)认为互联网使用通过降低市场摩擦来提高家庭风险金融市场的参与概率。邱新国(2020)甚至发现宗教文化促进了家庭金融资产多元化,但本土宗教文化的促进作用显著且城乡大于农村,而外来宗教文化没影响。Boter(2020)认为家庭投资组合的多样性还与当地劳动力市场结构有关。

何维、王小华: 家庭金融资产选择及影响因素研究进展

从上面这些研究文献我们可以发现,许多社会、文化方面的因素均影响家庭资产选择,可能是由于数据、研究方法、研究对象的差异,对于这些因素的作用机制、影响路径和大小没有得到一致性的结论,因而并没有形成完善的理论体系。因为中西方家庭的异质性,基于西方家庭数据研究的结论不一定适用于中国,同时与欧美国家相比,在家庭金融资产研究领域,虽然我们处于跟随地位,但中国作为二元背景下的经济转型国家也有其独特性,这为我们研究家庭金融资产选择提供了时代背景。

三、家庭金融资产选择的行为学解释

传统金融资产选择理论基于理性经济人假设和均值方差体系,用规范的经济模型解释了家庭金融资产选择。随着研究的深入,许多与金融学理论相悖的现象被观测揭示出来。实证研究也促进了学术界对经典理论的反思,结合现实中投资者的决策行为,以心理学基础,行为金融学成为解释家庭金融资产选择的一个新方向。行为金融学研究发现,在有限理性前提下,家庭进行金融资产选择存在过度交易、处置效应、投资分散化不足等问题。

一是过度交易问题。金融市场过高的交易规模“可能是令现代金融学最为尴尬的事实”(De Bondt and Thaler, 1985)。现实中股票市场巨大的交易量,股民高频交易的动机及其合理性问题,引起了人们的反思,主要从流动性交易需求、投资者异质性、过度自信和自我归因偏差地解释。实证方面,Barber and Odean(2001)认为投资者的过度交易行为给他们的财富造成了损失,且支持过度交易是由过度自信导致的。Deaves et al. (2009)证实了过度自信产生额外的交易;Kim and Nofsinger(2007)认为过度自信与地区文化相关,与欧美投资者相比,亚洲投资者更容易产生过度自信。

二是处置效应问题。即在对股票进行持有还是出售决策时,更倾向于“过早地卖出盈利的股票,并过长时间持有亏损的股票”,Shefrin and Statman(1985)将这种现象称为“处置效应”。处置效应是普遍存在的(Odean, 1999),Jin and Scherbina(2011)发现共同基金管理者同样存在处置效应。行为金融从两个方面进行解释:一是投资者对股票价格有一种非理性的均值回归的信念;二是基于预期理论中价值函数在不同区间的凹凸性进行解释。张人骥等(1998)等验证了中国股票市场存在处置效应、过度反应、周末效应等非有效市场的“异象”。中国投资者的处置效应比国外投资者更为严重(赵学军和王永宏,2001),王美今(2005)证实基金投资也有处置效应。我国资本市场处置效应的广泛存在,导致短期投机与过度交易并存。

三是分散化投资问题。传统金融学的资产选择理论建议分散化投资,但大量的证据显示投资者金融资产的分散化远低于理论水平。一是资产数量比较单一,Blume et al. (1974)对17056位投资者持股数量进行分析发现,持股超过10种的只有10.9%,持有不超过2种的有50%,只持有一种的达34.1%。二是即使在开放的金融市场,投资者的资产选择有显著的“恋家倾向”,事实上通过跨国金融资产配置更能分散风险,如美国、日本、英国投资者持有的本国股票占整体投资的94%、98%、82%(French and Poterba, 1991)。Black(1974)及Stulz(1981)对此的解释是存在国际投资壁垒,然而,我们也可以发现,随着经济自由化推动及经济共同体的形成,国际投资壁垒在逐渐降低甚至消失,投资的“恋家倾向”并没有本质变化。

综上,家庭金融资产选择理论在“理性经济人”假设前提下对投资者的选择行为进行严谨的规范解释,然而,家庭异质性及决策者的背景差异使家庭金融的选择行为变得异常复杂。深思熟虑的理性选择和主观随机的非理性选择并存,这是行为金融学的产生和发展的基础。但从目前研究进展来看,与传统金融理论相比,行为金融学完备的理论体系仍没有形成,其研究重点仍处于对传统

金融的质疑及悖论的解释。近年来,行为金融学逐渐吸收传统金融的研究成果,试图从金融模型角度对家庭金融选择进行规范分析。总体来看,行为金融学有广阔的研究前景,对于解释和引导家庭金融资产选择有着重要作用。

四、家庭金融资产选择的未解之谜

家庭金融资产选择在理论和实证的相互促进下得到快速发展,基于理性经济人假设的传统资产选择理论提出了有可被检验的预测模型;随着理论研究的深入和微观数据的可获取,微观实证变得可行,实证结论提出了一些现存理论不能解释的各种各样的实证结果,我们将其称之为未解之谜或市场异象。

(一) 有限参与之谜

传统资产选择理论认为所有投资者都将一定比例的财富投资于所有股票(市场组合)。但直至20世纪80年代末,美国家庭参与股票市场和持有股票的比例只有25%左右(Mankiw and Zeldes, 1991)。中国人民银行家庭金融资产结构调查表明,2013年我国家庭金融资产的结构中股票只占7.31%。大量家庭根本不投资股票,或股票的持有数量远低于理论上的最优资产组合的现象,这就是股票市场的“有限参与”之谜。目前的文献主要从以下几个方面进行解释。一是风险厌恶:大多数实证研究表明,风险资产的投资比例与风险厌恶程度负相关,与风险偏好者相比,风险厌恶者持有风险资产的可能和深度更低,这与理论假设及经验验证相符。二是市场摩擦:只有持有股票的投资收益大于市场参与成本时才会选择进入市场,即使很小的参与成本也足以将许多家庭拒于股市门外(Paiella, 2001)。三是背景风险:背景风险会影响到家庭对股票的持有,背景风险高的家庭不太可能参与股市,并且持有的股票较少(Jorgensen, 2002)。开放性人格特征缺乏会制约高收入家庭参与金融市场,在一定程度上解释了高收入家庭“有限参与”之谜(李云峰和徐书林, 2019)。Nadeem et al. (2020)发现,家庭对于货币的态度在其股票市场参与方面有重要影响。

(二) 封闭式基金折价之谜

封闭式基金折价交易指封闭式基金的交易价格低于净值,即便在成熟的市场也常存在10%—20%的折价幅度。学术界主要从两个方面对“封闭式基金折价之谜”进行解释。一是在传统理性经济人和市场有效性框架下寻找合理的解释,主要包括代理成本理论、资本得利税理论、资产流动性缺陷理论和基金业绩预期理论。代理成本理论认为,管理费用过高导致了封闭基金折价(Pontiff, 1995),存在管理费用与基金折价显著负相关的现象(Kumar and Noronha, 1992)。实际上,基金的管理成本占比不大,且是按净值的固定比率提取,故不能解释折价的大幅波动。资本利得税理论认为,投资者购买的基金价格中包括未实现的资本利得,而这部分资本利得是要缴税的,故基金的折价是对税收的补偿。资产流动性缺陷理论认为封闭基金持有流动性受限资产的数量与折价率高低有一定的关联性,同时基金持有股票的集中度越高,面临大宗交易的冲击风险越大,故基金价值可能低于净值,从而产生折价交易。基金业绩预期理论认为,基金价格是未来净值的当期反映,折价是对基金未来业绩的预期,而未来业绩与基金管理人高度相关。Chay and Trzcinka (1995)证实,折价率与未来业绩存在正相关。李庆峰和陈超(2015)研究了我国封闭式基金折价的原因,认为是股权制度缺位、股指期货缺位、委托代理关系三方面导致的隐性交易成本较高导致。

二是在行为金融学框架下寻找因素,认为封闭式基金折价交易是投资者非理性的情绪交易结果,主要包括噪声交易者模型和投资者情绪模型。噪声交易者模型(DSSW模型)假设市场中存在理性投资者和噪声交易者,其中理性投资者在均值方差框架下根据资本资产定价模型进行资产组合,市场套利行为的存在使资产价格趋于合理水平;而噪声交易者因市场信息不对称,存在盲目跟

何维、王小华: 家庭金融资产选择及影响因素研究进展

风和非理性交易行为,正是交易者的这种情绪导致封闭式基金价值的波动,且只有折价率能够覆盖噪声交易的风险时理性投资者才会进入。投资者情绪模型(LST模型)认为噪声交易者是在封闭式基金的主要投资者,他们的情绪波动影响了基金交易价格,当他们对基金持悲观态度时,基金交易价格就会下跌,折价率幅度扩大,反之则缩小,且这种情绪经常交替出现。因此,封闭式基金除了面临基金本身市场价格波动的风险外,还面临交易者情绪波动风险,故而其整体风险大于其他投资组合,基金只有通过折价进行风险补偿后理性投资者才会持有。

(三) 股权溢价之谜

股权溢价即普通股收益率与无风险证券(政府债券)收益率之间的差异,且这种差异远高于理论值。Mehra and Prescott(1985)发现,1989至1978年美国股票市场年平均收益率为6.98%,而同期美国无风险资产年平均收益率仅为0.8%,股票的超额收益为6.18%;他们用标准模型进行模拟发现,假设风险溢价等于6.18%,则要求的风险厌恶程度至少在40以上,大幅度超过实际标准(实际标准一般不超过10);同时假设风险厌恶程度为10,则风险溢价仅为1.4%,远低于6.18%。他们将这个差额称为股权溢价。Campbell and Cochrane(1999)发现标准普尔500指数平均收益率较短期票据高3.9%。传统理论认为股权比债权有更高的风险,股权溢价是对风险的补偿,但实证研究发现,风险因素并不完全能够解释股权溢价。

在经验证据方面,Campbell and Cochrane(1999)研究发达国家股票市场发现,大部分市场存在股权溢价。Hansen and Jagannathan(1991)将风险溢价和随机贴现因子的波动性或典型代理人的跨期边际替代率的波动性联系起来,认为股票溢价之谜就是一个波动的随机贴现因子要跟股票溢价与股票回报的标准差的比率(Sharpe比率)相匹配。Maenhout(2004)认为股权溢价的原因是为了弥补定价模型错误带来的风险。我国股票市场也存在股权溢价现象(李治国和唐国兴,2002)。朱世武和郑淳(2003)发现不同的周期下股权溢价水平大不相同;刘仁和和陈柳钦(2005)估计的中国投资者的相对风险厌恶远大于10,证实了我国股市存在股权溢价。肖俊喜和王庆石(2004)则有相反的发现,认为我国股票市场并不存在股权溢价现象。

虽然家庭金融资产选择理论和实证已经在确定的模型框架下得到发展和完善,但我们也可以看出,正是微观家庭金融资产选择影响因素的异质性,存在一些我们目前仍然不能解释的现象。研究这些未解之谜对了解总体经济和金融运行规律有很大的帮助,也更有利于家庭金融资产选择行为。虽然理论提供了一些解释,但是如何将个别观点与总体现象进行恰当的联结,也是未来家庭金融研究的方向。

五、总结、评述与展望

(一) 总结

家庭作为社会资金的主要供给方,通过金融产品直接或间接参与金融市场,对资本市场健康发展和家庭财富保值增值具有重要意义。在大批高质量微观数据建立并完善的前提下,随着跨学科研究范式的盛行,自然实验、工具变量等研究方法的引入,拓展了家庭金融资产选择研究的宽度。整体来看,将家庭金融与社会学、心理学、人口学、行为金融学等跨学科结合,是当前学者研究的热点和方向。本文通过对国内外家庭金融资产选择研究成果进行梳理,综述了家庭金融的发展轨迹、影响因素及困境。

在经历了半个世纪的发展后,家庭金融资产选择取得了巨大的成就,研究进展主要体现在以下几个方面:一是研究内容上,从统计分析发展到前因后果的理论和实证检验;二是在模型构建方面,从简单预测发展到偏好、房产、心理等多变量的扩展;三是实证数据方面,从单一的宏观数据发

展为宏观和微观数据结合,甚至微观数据占主体。关于家庭金融资产选择的影响因素,可以大致归纳为以下几个方面:一是经济类特征,如收入、房产、实物资产等;二是背景特征,社会互动、社会网络、社会保障、宗教信仰、健康风险等;三是家庭人口统计特征,如年龄、性别、家庭规模、教育程度等。

整体来看,财富、收入、社会互动、社会保障、教育程度对家庭金融资产参与可能和深度有正向影响,住房贷款、性别、婚姻、年龄、健康等因素对家庭金融资产选择有重要影响。可能由于数据、研究方法、研究对象的差异,对于这些因素的作用机制、影响路径和影响大小并没有得到一致性的结论。到目前为止,家庭金融研究的主流框架仍然是理性经济人假设和均值方差体系,而行为金融为家庭金融提供了部分合理的解释,但仍未能形成统一的框架。

总结中国家庭金融研究取得了很大进展的原因,一方面,中国城乡家庭经过多年积累,已具备参与金融市场的财富基础,同时经过近30年的改革发展,已形成了相对完善的资本市场体系,且逐渐完善起来的微观家庭数据库也为我们研究提供了数据支持;另一方面,相比西方国家金融生态比较完善,中国作为二元背景下的经济转型国家也有其独特性,国外的研究结论不一定能充分解释国内情况,这也为我们研究国内家庭金融提供了广阔的空间。

(二) 评述

通过对家庭金融相关研究成果的梳理可知,家庭金融已成为当前金融学研究领域的一个重要方向。大量研究成果为家庭金融发展提供了理论基础和证据支撑,但仍有一些不足之处有待提高。

1. 内生性问题没有得到很好处理。家庭金融资产选择影响因素众多,且选择行为和结果对大部分影响因素也有反向影响。在家庭金融研究过程中,数据测量误差、模型设定偏差、遗漏变量偏差、自选择偏差、双向或反向因果、动态面板偏差等均可能导致内生性问题。内生性问题的存在导致很难得到无偏估计,甚至因果推断的结论都是错误的。因而,在家庭金融研究中内生性是一个普遍存在,且必须重视但又难以解决的问题。从当前学术研究的成果来看,工具变量法和 Heckman 两步法是处理内生性应用比较多的方法。在采用工具变量法时,常常采用的估计方法有两阶段最小二乘法、三阶段最小二乘法和广义矩阵估计(王宇和李海洋,2017),而 Heckman 两步法主要用于自选择和样本选择偏差导致的内生性。针对动态面板偏差,一般采用差分 GMM 和系统 GMM 估计。此外,解决内生性的方法还有倾向匹配得分法、双重差分分析、固定效应模型、断点回归等。

值得一提的是,虽然处理内生性的方法较多,但每个方法都有适用条件和局限性,一些文献内生性的处理忽视了方法的使用前提条件,没有采用有效的方法进行处理。整体上,工具变量法的适用性较强,对于大部分的内生性都有较好的处理效果,但难点就是如何寻找工具变量并进行有效度量。而 Heckman 两步法存在盲目使用导致内生性处理无效,因为该方法只适用于选择性偏差导致的内生性。自然实验法虽然提供了解决内生性的思路,但控制组和实验组的相似性难以控制,实验的有效性很多时候都得不到保证,实验也可能存在道德风险或因成本太高等问题导致不可能实现。联立方程组通过多个方程反映了变量之间的各种关系,能更真实地反映现实情况,因而在一定程度上克服了自然实验代表性不足问题。当存在内生性且没有办法进行修正时,可以进行以下尝试:将研究重点从因果关系转向相关关系;尽量排除其他竞争性解释存在的可能;在文献中清楚阐明模型的假设,让读者明白估计结论无偏的前提条件;加强讨论内生性的存在对估计结论的不利影响。

2. 微观家庭数据有待完善。宏观经济数据由于积累时间长,数据口径和标准相对清晰,数据来源相对客观,数据体系比较完善,各国、各地区的数据能够进行直接合并与比较。与之相比,微观数

据口径和标准不够清晰,体系还需完善,表现为不同国家、不同数据库对微观家庭的一些核心数据指标定义不同,抽样范围、样本来源、抽样方式等差异大。因而,各个微观数据难以进行直接比较和互补性研究,其研究结论的适用性也有较强的地区经济、文化特征。

虽然国内外有大量家庭微观数据,但这些数据在以下三方面不足。一是调查手段的不足。回忆式调查是国内外获取微观数据的主要方式,如美国的 SCF、CEX、PSID,中国的 CHFS、CFPS、CHARLS 均采用了回忆式的调查方式。受访者回忆过去和现在的财务信息回答问卷,由访员进一步整理得出受访家庭的微观数据,但家庭对过去的交易或收支往往也没有较精确的记录,一般更容易低估收入高估负债,农村家庭自产自销的农产品难以估值,因而依靠家庭成员的回忆,导致数据可能不够精确。参与调查的访员来源广泛,如课题组成员、招募志愿者等,调查技能和专业背景差异较大,对一些数据的调查和整理可能存在偏差。同时,被调查者教育程度的差异,对家庭收入、支出、资产、负债等指标的理解存在偏差,提供的原始数据也可能有不准确。

二是家庭财务数据的隐蔽性。家庭的资产和负债属于私密性高的信息,部分数据存在隐蔽性。受访家庭往往不愿意向访员透露真实的资产和负债信息、家庭成员的私人信息等,特别是官员、私有企业主等家庭的收入信息隐蔽性更强,而青年、高收入家庭自我保护意识更敏感。家庭金融资产和负债的大量真实数据分散存在于银行、证券、保险等金融机构,甚至还有部分资产分布在非正规金融机构,如民间借贷、网络借贷等,这些数据属于商业机密和客户隐私,一般渠道难以获得。

三是数据来源分布不均衡。相对而言,发达地区数据积累时间长,有代表性的微观家庭数据集中在欧美发达国家,如美国和欧洲几个经济大国,中国近年来微观数据也得到快速发展。从学术界的研究成果来看,家庭金融研究的主要阵地也集中在这些经济发达地区。而欠发达地区金融体系不健全、金融素养较低,可获得的微观数据少,如南美、非洲、东南亚等。在城乡二元特征明显的国家,微观调查样本更多来自城市家庭,而农村家庭样本量占比偏少,在一定程度上降低了研究结论的普适性。此外,影响家庭金融资产选择的因素众多,部分变量难以准确识别和度量,限于调查手段和研究方法,仍存在一些因素未纳入数据体系。

3. 家庭的异质性重视不够。传统的金融学试图通过完美的模型来理解家庭金融资产选择行为,而标准化的理论经济模型与异质性的家庭背景,必然影响研究结论的解释力。在理论上,传统经济学往往将家庭多人的集体决策和博弈行为,简化为理性经济人的个体决策,忽略了家庭成员对投资决策的相互影响。在实证上,当前大多数关于家庭金融资产配置的文献,均用家庭户主或财务决策者代表家庭进行资产选择,很少考虑家庭成员的影响。但事实上,家庭的财务决策不仅受决策者的影响,也受家庭成员(特别是配偶)及其价值观、性格等特征的影响,甚至夫妻间的沟通方式、家庭成员的互动程度、解决冲突的方式。正是这些差异的共同作用,才导致家庭资产选择行为千差万别。

当前家庭金融资产选择主要关注的异质性是家庭结构、人口特征、经济特征等差异,学术研究主要从某一个侧重点出发,然后以控制变量的方式来规避家庭的异质性。没有对这些控制变更进行进一步的分析,不可避免就会出现理论与现实、推导与实证的不一致。而针对另外一些异质性,普遍采取回避的方式,如家庭成员的成长经历、家庭成员的互动过程等。主要原因在于家庭的异质性难以识别。家庭的共同决策往往是家庭内部通过沟通达成的,有时候甚至不需要沟通,夫妻双方就能够达成一种默契与共识,这种决策行为是家庭长期共同生活过程中形成的,决策过程难以识别和度量。

值得注意的是,虽然学术界从理论角度证实了家庭金融资产选择的多期决策行为,但在实证中很难获得家庭多期决策的财务信息,更多地是使用截面数据来分析当期家庭金融资产的选择行为。这样既忽略了家庭金融资产的选择过程,也忽略了过去多期选择经历对当期的影响。

(三) 展望

家庭金融已逐渐形成完善的研究框架和理论体系,与公司金融、资产定价虽有关联,但又截然不同。与其他新兴领域类似,近年来由于微观数据可用性的提高,家庭金融研究取得了很大进步,但也发现了许多新的问题,有待探索和回答,我们总结了值得后续研究的几个方向。

1. 家庭负债是值得深入研究的方向。家庭负债是生命周期平滑消费、缓解暂时风险冲击的重要手段,适度负债能够直到优化家庭消费的目的,但资产泡沫和信贷可得性的提高催生了过度负债,对家庭财务风险和金融稳定带来负面影响。与家庭金融资产研究相比,家庭负债研究要相对滞后,其中家庭负债的隐蔽性导致数据的可得性不足是其中的一个重要原因。随着金融生态的完善、消费理念的变化和信贷可得性的提高,家庭负债的规模和结构对微观家庭金融资产选择和宏观经济决策有重要的影响,近年来也逐渐引起了学术研究的重视,如 Verner and Gyöngyösi (2020) 以匈牙利的外币债务危机为自然实验,研究了家庭债务增加如何影响当地经济, Song et al. (2020) 研究了家庭负债与高血压和抑郁症的关系。虽然取得了大量的研究成果,但也存在值得改进的地方。在研究方法上,大部分的研究将家庭负债视同一种负收益率的资产,其研究范式和模型与家庭金融资产研究高度类似,实证模型主要采用单方程进行估计,且将家庭金融负债从家庭金融资产中割裂出来单独研究,但家庭常常将两者作为一个整体进行决策,因而忽视了家庭金融资产和负债的差异。在研究的内容上,家庭负债的异质性没有得到重视,如家庭负债特征、来源、成本和结构的差异,特别是从传统家庭不愿负债到现代家庭主动负债的转型过程中,不同家庭对负债的心理感知压力、敏感程度、储蓄和负债的偏好等差异较大,忽视家庭负债异质性降低了研究结论的可信度。研究的数据上,主要使用微观家庭调查的截面数据进行实证,其研究结论具有一定局限性,可通过现有多期调查数据构建面板数据,从而提高研究的稳健性和结论的可信度。

2. 数据需要进一步完善和挖掘。从家庭金融研究的趋势来看,基于微观调查数据进行定量分析仍然在较长时期内是家庭金融研究的基础,数据质量是支撑家庭金融理论突破和实证创新的前提。在数据的建设方面,家庭金融调查可借用科技及大数据手段,完善家庭金融指标体系,将更多影响投资和储蓄的因素纳入数据体系。同时,针对家庭入户调查数据有偏的问题,与金融机构、政府部门进行合作,充分利用通过大数据进行核对,提高调查数据的精准性。同时加强各微观数据库的合作,降低数据整合的壁垒,提高各数据库互相印证和补充的可能,如甘犁等(2018)用 CHFS、CFPS、CHIP 三个独立数据研究家庭信贷约束问题。

在数据的应用方面,有进一步挖掘的空间。用于学术研究的微观数据主要有两个来源。一是公开的大型微观数据,这类数据样本大、变量多,抽样调查更规范,可研究的内容更广泛,因而是当前家庭金融研究的主要数据来源。围绕这类已公开的数据,可以在现有的数据体系下,通过研究视角或研究方法的创新,为家庭金融资产选择提供新的证据,这也是当前家庭金融研究的重点。也可以在现有的数据基础上,突破常规思路寻找新的视角,从而取得实证的突破。如 Piketty and Saez (2003) 利用美国家庭纳税申报表提供的税收数据,反推出不同家庭的真实收入,进而研究收入不平等。另外一种来源于自己构建的小型数据库,这类数据样本量小,但具有明确的研究目标。如陈志武等(2019)通过收集整理清朝婚姻家庭的刑科题本案件,研究清代的妻妾价格变化,检验女性被用作避险资产的假说。

微观家庭研究有向跨学科发展的趋势,将微观数据与地理、环境、社会、卫星遥感等其他学科数据进行匹配,可能会获得特殊的变量或视角。比如 Qian (2008) 使用中国农业普查数据,另辟蹊径与密歇根大学地理信息系统(GIS)数据进行整合,研究中国的收入和性别不平等。马双和赵文博(2019)将 CHFS 数据结合方言多样性指数和地形起伏系数,研究流动人口收入问题。

值得重视的是,现有大量证据表明家庭金融决策存在严重的行为偏差,随着移动支付和智能手

机的普及,金融科技的应用及金融创新,金融产品的供给和消费模式发生了变化,这些金融创新改变了家庭金融资产选择,这对家庭金融资产研究提出新的方向。

3. 重视实验经济学的应用。传统经济学的研究范式,在严格的假设下建立模型,并进行数学推导和实证,离现实越来越远,成为了“黑板经济学”,而实验经济学在一定程度上克服了这一研究局限。2019年的诺贝尔经济学奖获得者的主要贡献是使用实验经济学的方法研究扶贫问题,并促进了发展经济学的进步。

相比传统经济学的研究范式,实验经济学的优势及应用主要体现在以下四个方面。一是变量的识别和度量。如风险偏好是影响家庭金融资产选择最重要的因素之一,传统经济学虽然进行了较好的定义,但却缺乏有效的指标进行直接识别和度量,故采用让家庭回答设置好的问题来间接识别和度量。由于回答问卷没有体现成本和收益,其回答结果与真实偏好往往不一致。而实验经济学通过控制其他因素,采取激励的方式诱导家庭进行真实选择,从而更容易获得风险偏好的真实数据。

二是数据的可控制性。一方面,传统经济学的实证研究更多依赖实际经济数据,建立模型通过计量手段去发现和印证经济规律,但当实际数据不可得,或实际数据过于复杂导致因果关系难以理清时,实验经济学获得的实验数据代替实际数据,且更容易控制无关变量从而更有利于识别因果关系。另一方面,在真实的经济金融环境中,影响家庭资产选择的因素极多,而这些因素随时都在发生变化,不同时点的财务决策面临的制约因素是不同的,这些因素的存在使研究者很难精确度量某一变量产生的影响。实验经济学在进行重复实验中,可以控制家庭获得的信息和面临的制约因素,获得更客观的数据,排除遗漏变量和无关因素的影响。

三是跨期配置问题。由于很多家庭金融的微观数据是某一个时间点的截面数据,大部分的实证研究主要是家庭的单期金融资产选择。跨期金融资产选择虽然有完善的理论推导,但实证中却难以进行,主要的原因是家庭多期金融资产配置数据时间跨度长,成本高,不可控的干扰因素多。实验经济学在尽可能控制其他因素的同时,可以通过重复多次实验获得跨越期配置数据。

四是内生性问题。内生性是微观家庭研究中不可忽视的问题,虽然自然实验为解决内生性提供了可行方式,但自然实验可遇不可求。与自然产生的经济数据相比,实验数据相对整洁,降低了内生性存在的可能,因而,实验经济学就成为替代自然实验的有效途径。

综上,虽然实验经济学也有缺陷,但作为一门交叉学科,由于具有可控性和可重复性,实验数据也更能体现反映参与者的真实行为动机,能够推动经济研究更接近现实,从而提升经济理论的深度。实验经济学在家庭金融资产选择的应用,或许能为该领域的发展提供一些新的解释。

参考文献

- 白重恩、吴斌珍、金烨(2013):《中国养老保险缴费对消费和储蓄的影响》,《中国社会科学》,第8期。
- 柴时军(2016):《社会网络、年龄结构对家庭金融资产选择的影响》暨南大学博士论文。
- 曹扬(2013):《社会网络与家庭金融资产选择》,《南方金融》,第11期。
- 陈永伟、史宇鹏、权五燮(2013):《住房财富、金融市场参与和家庭资产组合选择——来自中国城市的证据》,《金融研究》,第4期。
- 陈雨露、马勇、杨栋(2009):《农户类型变迁中的资本机制:假说与实证》,《金融研究》,第4期。
- 陈志武、何石军、林展、彭翔翔(2019):《清代妻妾价格研究——传统社会里女性如何被用作避险资产?》,《经济学(季刊)》,第1期。
- 段军山、崔蒙雪(2016):《信贷约束、风险态度与家庭资产选择》,《统计研究》,第6期。
- 甘犁、赵乃宝、孙永智(2018):《收入不平等、流动性约束与中国家庭储蓄率》,《经济研究》,第12期。
- 郭士祺、梁平汉(2014):《社会互动、信息渠道与家庭股市参与——基于2011年中国家庭金融调查的实证研究》,《经济研究》,第1期。

- 何立新、封进、佐藤宏(2008):《养老保险改革对家庭储蓄率的影响:中国的经验证据》,《经济研究》,第10期。
- 何兴强、史卫、周开国(2009):《背景风险与居民风险金融资产投资》,《经济研究》,第12期。
- 何兴强、李涛(2009):《社会互动、社会资本和商业保险购买》,《金融研究》,第2期。
- 胡枫、陈玉宇(2012):《社会网络与农户借贷行为——来自中国家庭动态跟踪调查(CFPS)的证据》,《金融研究》,第12期。
- 胡振、臧日宏(2016):《收入风险、金融教育与家庭金融市场参与》,《统计研究》,第12期。
- 胡振、王亚平、石宝峰(2018):《金融素养会影响家庭金融资产组合多样性吗?》,《投资研究》,第3期。
- 贾艳、何广文(2020):《社会网络对家庭金融资产配置的影响分析研究》,《农村金融研究》,第3期。
- 江静琳、王正位、廖理(2018):《农村成长经历和股票市场参与》,《经济研究》,第8期。
- 雷晓燕、周月刚(2010):《中国家庭的资产组合选择:健康状况与风险偏好》,《金融研究》,第1期。
- 李昂、廖俊平(2016):《社会养老保险与我国城镇家庭风险金融资产配置行为》,《中国社会科学院研究生院学报》,第6期。
- 李丁、丁俊松、马双(2019):《社会互动对家庭商业保险参与的影响——来自中国家庭金融调查(CHFS)数据的实证分析》,《金融研究》,第7期。
- 李涛(2006):《社会互动与投资选择》,《经济研究》,第8期。
- 李涛、郭杰(2009):《风险态度与股票投资》,《经济研究》,第2期。
- 李涛、史宇鹏、陈斌开(2011):《住房与幸福:幸福经济学视角下的中国城镇居民住房问题》,《经济研究》,第9期。
- 李云峰、徐书林(2019):《人格特征与家庭金融资产选择——来自CFPS数据的经验证据》,《投资研究》,第6期。
- 李庆峰、陈超(2015):《再论封闭式基金折价动力——被忽略的套利替代效应和隐性交易费用研究》,《宏观经济研究》,第2期。
- 李治国、唐国兴(2002):《消费、资产定价与股票溢酬之谜》,《经济科学》,第6期。
- 廖理、张金宝(2011):《城市家庭的经济条件、理财意识和投资借贷行为——来自全国24个城市的消费金融调查》,《经济研究》,第1期。
- 刘宏、马文瀚(2017):《互联网时代社会互动与家庭的资本市场参与行为》,《国际金融研究》,第3期。
- 刘仁和、陈柳钦(2005):《中国股权溢价之谜的检验——Hansen-Jagannathan方法的应用》,《财经理论与实践》,第5期。
- 刘铮、李思怡、宋宝辉(2020):《社会网络对农户农业保险购买意愿的影响研究》,《农业经济》,第2期。
- 林靖、周铭山、董志勇(2017):《社会保险与家庭金融风险资产投资》,《管理科学学报》,第2期。
- 卢树立(2020):《省外务工经历与农村家庭金融资产选择》,《中南财经政法大学学报》,第1期。
- 龙志和、周浩明(2000):《中国城镇居民预防性储蓄实证研究》,《经济研究》,第11期。
- 吕新军、王昌宇(2019):《社交互动、城镇化与家庭股票市场参与——基于CFPS数据的实证研究》,《区域金融研究》,第12期。
- 马光荣、杨恩艳(2011):《社会网络、非正规金融与创业》,《经济研究》,第3期。
- 齐明珠、张成功(2019):《老龄化背景下年龄对家庭金融资产配置效率的影响》,《人口与经济》,第1期。
- 邱新国(2020):《宗教文化与家庭金融资产多元化研究》,《金融发展评论》,第5期。
- 史代敏、宋艳(2005):《居民家庭金融资产选择的实证研究》,《统计研究》,第10期。
- 宋炜、蔡明超(2016):《劳动收入与中国城镇家庭风险资产配置研究》,《西北人口》,第3期。
- 王璘、吴卫星(2014):《婚姻对家庭风险资产选择的影响》,《南开经济研究》,第3期。
- 王聪、柴时军、田存志、吴甦(2015):《家庭社会网络与股市参与》,《世界经济》,第3期。
- 王聪、田存志(2012):《股市参与、参与程度及其影响因素》,《经济研究》,第10期。
- 王聪、姚磊、柴时军(2017):《年龄结构对家庭资产配置的影响及其区域差异》,《国际金融研究》,第2期。
- 王春超、袁伟(2016):《社会网络、风险分担与农户储蓄率》,《中国农村经济》,第3期。
- 王春瑾、王金安(2017):《住房资产对家庭金融资产“挤出效应”的实证研究》,《闽江学院学报》,第4期。
- 王美今(2005):《我国基金投资者的处置效应——基于交易帐户数据的持续期模型研究》,《中山大学学报(社会科学版)》,第6期。
- 王稳、桑林(2020):《社会医疗保险对家庭金融资产配置的影响机制》,《首都经济贸易大学学报》,第1期。
- 马双、赵文博(2019):《方言多样性与流动人口收入——基于CHFS的实证研究》,《经济学(季刊)》,第1期。
- 吴卫星、高申玮(2016):《房产投资挤出了哪些家庭的风险资产投资》,《东南大学学报(哲学社会科学版)》,第4期。
- 吴卫星、齐天翔(2007):《流动性、生命周期与投资组合相异性——中国投资者行为调查实证分析》,《经济研究》,第2期。
- 吴卫星、荣苹果、徐芊(2011):《健康与家庭资产选择》,《经济研究》,第S1期。
- 吴卫星、沈涛、蒋涛(2014):《房产挤出了家庭配置的风险金融资产吗?——基于微观调查数据的实证分析》,《科学决策》,第11期。
- 吴卫星、尹豪(2019):《工作满意度与股票市场参与》,《经济科学》,第12期。

何维、王小华: 家庭金融资产选择及影响因素研究进展

- 吴卫星、张旭阳、吴锴(2019):《金融素养对家庭负债行为的影响——基于家庭贷款异质性的分析》,《财经问题研究》,第5期。
- 吴义根、贾洪文(2012):《我国人口老龄化与金融资产需求结构的相关性分析》,《西北人口》,第2期。
- 肖俊喜、王庆石(2004):《交易成本、基于消费的资产定价与股权溢价之谜:来自中国股市的经验分析》,《管理世界》,第12期。
- 解垚、孙桂茹(2012):《健康冲击对中国老年家庭资产组合选择的影响》,《人口与发展》,第4期。
- 徐丽鹤、袁燕(2017):《财富分层、社会资本与农户民间借贷的可得性》,《金融研究》,第2期。
- 徐佳、谭娅(2016):《中国家庭金融资产配置及动态调整》,《金融研究》,第12期。
- 许燕(2016):《关系强度、社会互动与农民购买商业养老保险意愿——基于修订的S-O-R模型》,《金融理论与实践》,第4期。
- 杨继军、张二震(2013):《人口年龄结构、养老保险制度转轨对居民储蓄率的影响》,《中国社会科学》,第8期。
- 尹志超、宋鹏、黄倩(2015):《信贷约束与家庭资产选择——基于中国家庭金融调查数据的实证研究》,《投资研究》,第1期。
- 尹志超、宋全云、吴雨(2014):《金融知识、投资经验与家庭资产选择》,《经济研究》,第4期。
- 尹志超、宋全云、吴雨、彭熹燕(2015):《金融知识、创业决策和创业动机》,《管理世界》,第1期。
- 蹇滨徽、徐婷婷(2019):《家庭人口年龄结构、养老保险与家庭金融资产配置》,《金融发展研究》,第6期。
- 曾志耕、何青、吴雨、尹志超(2015):《金融知识与家庭投资组合多样性》,《经济学家》,第6期。
- 张兵、吴鹏飞(2016):《收入不确定性对家庭金融资产选择的影响——基于CHFS数据的经验分析》,《金融与经济》,第5期。
- 张剑、梁玲(2020):《家庭异质性对金融资产配置的影响实证研究》,《重庆大学学报(社会科学版)》,第1期。
- 张人骥、朱平方、王怀芳(1998):《上海证券市场过度反应的实证检验》,《经济研究》,第5期。
- 张爽、陆铭、章元(2007):《社会资本的作用随市场化进程减弱还是加强?——来自中国农村贫困的实证研究》,《经济学(季刊)》,第2期。
- 张冀、于梦迪、曹杨(2020):《金融素养与中国家庭金融脆弱性》,《吉林大学社会科学学报》,第4期。
- 赵学军、王永宏(2001):《中国股市“处置效应”的实证分析》,《金融研究》,第7期。
- 宗庆庆、刘冲、周亚虹(2015):《社会养老保险与我国家庭风险金融资产投资——来自中国家庭金融调查(CHFS)的证据》,《金融研究》,第10期。
- 周广肃、梁琪(2018):《互联网使用、市场摩擦与家庭风险金融资产投资》,《金融研究》,第1期。
- 周钦、袁燕、臧文斌(2015):《医疗保险对中国城市和农村家庭资产选择的影响研究》,《经济学(季刊)》,第3期。
- 周欣、孙健(2016):《社会网络能够影响商业医疗保险的购买吗?——基于中国居民家庭收入调查数据的研究》,《金融理论与实践》,第10期。
- 周铭山、孙磊、刘玉珍(2011):《社会互动、相对财富关注及股市参与》,《金融研究》,第2期。
- 邹小芃、杨芊芊、叶子涵(2019):《长寿风险对股票市场参与影响的实证分析》,《统计与决策》,第9期。
- 周月书、刘茂彬(2014):《基于生命周期理论的居民家庭金融资产结构影响分析》,《上海金融》,第12期。
- 朱卫国、李骏、谢晗进(2020):《线上社会互动与商业保险购买决策》,《消费经济》,第1期。
- 朱涛、卢建、朱甜、韩混(2012):《中国中青年家庭资产选择:基于人力资本、房产和财富的实证研究》,《经济问题探索》,第12期。
- 朱涛、谢婷婷、王宇帆(2016):《认知能力、社会互动与家庭金融资产配置研究》,《财经论丛》,第11期。
- 朱世武、郑淳(2003):《中国资本市场股权风险溢价研究》,《世界经济》,第11期。
- Agnew, J., P. Balduzzi and A. Sunden (2003): “Portfolio Choice and Trading in a Large 401(k) Plan”, *American Economic Review*, 93, 193–215.
- Alessie, R., S. Hochguertel and A. Van Soest (2000): “Household Portfolios in the Netherlands”, Working Paper No. 2000–55.
- Almenberg, J. and A. Dreber (2015): “Gender, Stock Market Participation and Financial Literacy”, *Economics Letters*, 137, 140–142.
- Alzuabi, R., S. Brown, D. Gray, M. Harris and C. Spencer (2019): “Household Saving, Health, and Healthcare Utilisation in Japan”, Center for Economic Institutions Working Paper, No. 2018–17.
- Ambrus, A., M. Mobius and A. Szeidl (2014): “Consumption Risk-Sharing in Social Networks”, *American Economic Review*, 104, 149–182.
- Antonides, G. (2011): “The Division of Household Tasks and Household Financial Management”, *Zeitschrift für Psychologie*, 219, 198–208.
- Ameriks, J. and S. Zeldes (2004): “How Do Household Portfolio Shares Vary with Age?”, TIAA-CREF Working Paper, Columbia University.
- Angerer, X. and P. Lam (2009): “Income Risk and Portfolio Choice: An Empirical Study”, *Journal of Finance* 64, 1037–1055.
- Arrondel, L. and A. Mansson (2002): “Stockholding in France”, DELTA Working Papers.

- Arrow, K. (1964): "The Role of Securities in the Optimal Allocation of Risk-Bearing", *Review of Economic Studies* 31, 91-96.
- Barber, B. and T. Odean (2001): "Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment", *Quarterly Journal of Economics* 116, 261-292.
- Beiseitov, E., J. Kubik and J. Moran (2004): "Social Interactions and the Health Insurance Choices of the Elderly", Center for Policy Research Working Papers, No. 58.
- Berkowitz, M. and J. Qiu (2006): "A Further Look at Household Portfolio Choice and Health Status", *Journal of Banking and Finance* 30, 1201-1217.
- Bertaut, C. and M. Haliassos (1997): "Precautionary Portfolio Behavior from a Life-Cycle Perspective", *Journal of Economic Dynamics and Control* 21, 1511-1542.
- Black, F. (1974): "International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers", *Journal of Financial Economics* 1, 337-352.
- Blume, M., J. Crockett and I. Friend (1974): "Stock Ownership in the United States: Characteristics and Trends", *Survey of Current Business* 54, 16-40.
- Blommestein, H. (2011): "Ageing, Pension Reform, and Financial Market Implications in the OECD Area", CERP Working Papers, No. 9.
- Bodie, Z. and D. Crane (1997): "Personal Investing: Advice, Theory, and Evidence", *Financial Analysts Journal* 53, 13-23.
- Bogan, V. and A. Fertig (2013): "Portfolio Choice and Mental Health", *Review of Finance* 17, 955-992.
- Bonaparte, Y., G. Korniotis and A. Kumar (2014): "Income Hedging and Portfolio Decisions", *Journal of Financial Economics* 113, 300-324.
- Boter, C. (2020): "Living Standards and the Life Cycle: Reconstructing Household Income and Consumption in the Early Twentieth-Century Netherlands", *Economic History Review* 73, 1050-1073.
- Bressan, S., N. Pace and L. Pelizzon (2014): "Health Status and Portfolio Choice: Is Their Relationship Economically Relevant?", *International Review of Financial Analysis* 32, 109-122.
- Brunnermeier, M. and S. Nagel (2004): "Hedge Funds and the Technology Bubble", *Journal of Finance* 59, 2013-2040.
- Calvet, P. and P. Sodini (2014): "Twin Picks: Disentangling the Determinants of Risk-Taking in Household Portfolios", *Journal of Finance* 69, 867-906.
- Campbell, J. (2006): "Household Finance", *Journal of Finance* 61, 1553-1604.
- Campbell, J. and J. Cocco (2007): "How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data", *Journal of Monetary Economics* 54, 591-621.
- Campbell, J. and J. Cocco (2015): "A Model of Mortgage Default", *Journal of Finance* 70, 1495-1554.
- Campbell, J. and J. Cochrane (1999): "By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior", *Journal of Political Economy* 107, 205-251.
- Cardak, B. and R. Wilkins (2009): "The Determinants of Household Risks Asset Holding: Australian Evidence on Background Risk and Other Factors", *Journal of Banking and Finance* 33, 850-860.
- Chauvin, V. and J. Muellbauer (2018): "Consumption, Household Portfolios and the Housing Market in France", *Economics and Statistics* 500-502, 157-178.
- Chay, J. and C. Trzcinka (1995): "Managerial Performance and the Cross-Sectional Pricing of Closed-End Funds", *Journal of Financial Economics* 52, 379-408.
- Chetty, R., L. Sándor and A. Szeidl (2017): "The Effect of Housing on Portfolio Choice", *Journal of Finance* 72, 1171-1212.
- Chou, S., J. Liu and J. Hammit (2003): "National Health Insurance and Precautionary Saving: Evidence from Taiwan", *Journal of Public Economics* 87, 1873-1894.
- Cocco, J. (2000): "Hedging House Price Risk with Incomplete Markets", Working Paper, London Business School.
- Cox, D. and T. Jappelli (1993): "The Effect of Borrowing Constraints On Consumer Liabilities", *Journal of Money, Credit and Banking* 25, 197-213.
- David, D. and P. Menchik (1985): "The Effect of Social Security on Lifetime Wealth and Accumulation and Bequests", *Economica* 52, 421-434.
- De Bondt, W. and R. Thaler (1985): "Does the Stock Market Overreact?", *Journal of Finance* 40, 793-805.
- Deaves, R., E. Lüders and G. Luo (2009): "An Experimental Test of the Impact of Overconfidence and Gender on Trading Activity", *Review of Finance* 13, 555-575.

何维、王小华: 家庭金融资产选择及影响因素研究进展

- Emirbayer, M. and J. Goodwin (1994): "Network Analysis, Culture, and the Problem of Agency", *American Journal of Sociology*, 99, 1411-1454.
- Ellison, G. and D. Fudenberg (1995): "Word-of-Mouth Communication and Social Learning", *Quarterly Journal of Economics*, 110, 93-125.
- Fafchamps, M. and B. Minton (2002): "Returns to Social Network Capital among Traders", *Oxford Economic Papers*, 54, 173-206.
- Fafchamps, M. and F. Gubert (2007): "The Formation of Risk Sharing Networks", *Journal of Development Economics*, 83, 326-350.
- Feldstein, M. (1974): "Social Security, Induced Retirement and Aggregate Capital Formation", *Journal of Political Economy*, 82, 905-926.
- Fonseca, R., K. Mullen and G. Zamarro (2012): "What Explains the Gender Gap in Financial Literacy? The Role of Household Decision Making", *Journal of Consumer Affairs*, 46, 90-106.
- Fougère, D. and M. Poulhes (2012): "The Effect of Housing on Portfolio Choice: A Reappraisal Using French data", CEPR Discussion Paper, No. DP9213.
- Fratantoni, M. (2001): "Homeownership, Committed Expenditure Risk, and the Stockholding Puzzle", *Oxford Economic Papers*, 53, 241-259.
- French, K. and J. Poterba (1991): "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review*, 81, 222-226.
- Friedberg, L. and A. Webb (2006): "Determinants and Consequences of Bargaining Power in Households", NBER Working Paper, No. 12367.
- Friedman, M. (1957): *A Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press.
- Glaeser, E., B. Sacerdote and J. Scheinkman (2003): "The Social Multiplier", *Journal of the European Economic Association*, 1, 345-353.
- Gormley, T., H. Liu and G. Zhou (2010): "Limited Participation and Consumption-Saving Puzzles: A Simple Explanation and the Role of Insurance", *Journal of Financial Economics*, 96, 331-344.
- Grootaert, C. (1999): "Social Capital, Household Welfare and Poverty in Indonesia", The World Bank, Policy Research Working Paper, 2148.
- Guariglia, A. and M. Rossi (2004): "Private Medical Insurance and Saving: Evidence from the British Household Panel Survey", *Journal of Health Economics*, 23, 761-783.
- Guiso, L., T. Jappelli and D. Terlizzese (1996): "Income Risk, Borrowing Constraints, and Portfolio Choice", *American Economic Review*, 86, 158-172.
- Guiso, L. and T. Jappelli (2002): "Private Transfers, Borrowing Constraints and the Timing of Homeownership", *Journal of Money, Credit and Banking*, 34, 315-319.
- Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (2003): "Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand, and Where Do We Go?", *Economic Policy*, 18, 123-170.
- Guiso, L. and T. Jappelli (2020): "Investment in Financial Information and Portfolio Performance", *Economica*, 87, 1133-1170.
- Guiso, L., P. Sapienza, and L. Zingales (2008): "Trusting the Stock Market", *Journal of Finance*, 63, 2557-2600.
- Guo, H., P. Pathak and H. Cheng (2015): "Estimating Social Influences from Social Networking Sites—Articulated Friendships versus Communication Interactions", *Decision Sciences*, 46, 135-163.
- Haliassos, M. and C. Bertaut (1995): "Why Do So Few Hold Stocks?", *Economic Journal*, 105, 1110-1129.
- Haliassos, M. and A. Michaelides (2003): "Portfolio Choice and Liquidity Constraints", *International Economic Review*, 44, 143-177.
- Hansen, L. and R. Jagannathan (1991): "Implications of Security Market Data for Models of Dynamic Economies", *Journal of Political Economy*, 99, 225-262.
- Hayashi, F. (1985): "The Effect of Liquidity Constraints on Consumption: A Cross-Sectional Analysis", *Quarterly Journal of Economics*, 100, 183-206.
- Hicks, J. (1935): "A Suggestion for Simplifying the Theory of Money", *Economica*, 2, 1-19.
- Hong, H., J. Kubik and J. Stein (2004): "Social Interaction and Stock-market Participation", *Journal of Finance*, 59, 137-163.
- Iwaisako, T., A. Ono, A. Saito and H. Tokuda. (2015): "Residential Property and Household Stock Holdings: Evidence from Japanese Micro Data", *Economic Review*, 66, 242-264.
- Jappelli, T. (1991): "Who is Credit Constrained in the U. S. Economy?", *Quarterly Journal of Economics*, 105, 219-234.

- Jin ,L. and A. Scherbina (2011): “Inheriting Losers” , *Review of Financial Studies* , 24 , 786–820.
- Jorgensen , A. (2002): “Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures” , NBER Working Paper , No. 8884.
- Keynes , J. (1937): “The General Theory of Employment , Interest , and Money” , *Quarterly Journal of Economics* , 51 , 209–223.
- King , M. and L. Dicks-Mireaux (1982): “Asset Holdings and the Life-Cycle” , *Economic Journal* , 92 , 247–267.
- Kim , K. and J. Nofsinger (2007): “The Behavior of Japanese Individual Investors During Bull and Bear Markets” , *Journal of Behavioral Finance* , 8 , 138–153.
- Kinnan , C. and R. Townsend (2012): “Kinship and Financial Networks , Formal Financial Access , and Risk Reduction” , *American Economic Review* , 102 , 289–293.
- Koo , H. (1998): “Consumption and Portfolio Selection with Labor Income: A Continuous Time Approach” , *Mathematical Finance* , 8 , 49–65.
- Kumar , R. and G. Noronha (1992): “A Re-Examination of the Relationship between Closed-End Fund Discounts and Expenses” , *Journal of Financial Research* , 15 , 139–147.
- Leland , H. (1968): “Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving” , *Quarterly Journal of Economics* , 82 , 465–473.
- Lin , C. , Y. Hsiao and C. Yeh (2017): “Financial Literacy , Financial Advisors , and Information Sources on Demand for Life Insurance” , *Pacific-Basin Finance Journal* , 43 , 218–237.
- Love , D. and P. Smith (2010): “Does Health Affect Portfolio Choice?” , *Health Economics* , 19 , 1441–1460.
- Lusardi , A. and O. Mitchell (2008): “Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?” , *American Economic Review* 98 , 413–17.
- Lusardi , A. and O. Mitchell (2014): “The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence” , *Journal of Economic Literature* , 52 , 5–44.
- Maenhout , P. (2004): “Robust Portfolio Rules and Asset Pricing” , *Review of Financial Studies* , 17 , 951–983.
- Mankiw , N. and S. Zeldes (1991): “The Consumption of Stockholders and Nonstockholders” , *Journal of Financial Economics* , 29 , 97–112.
- Manski , C. (1993): “Identification of Endogenous Social Effects: The Reflection Problem” , *Review of Economic Studies* , 60 , 531–542.
- Manski , C. (2000): “Economic Analysis of Social Interactions” , *Journal of Economic Perspectives* , 14 , 115–116.
- Markowitz , H. (1952): “Portfolio Selection” , *Journal of Finance* , 7 , 77–91.
- Marschak , J. (1938): “Money and the Theory of Assets” , *Econometrica* , 6 , 311–325.
- Mehra , R. and E. Prescott (1985): “The Equity Premium: A Puzzle” , *Journal of Monetary Economics* , 15 , 145–161.
- Meyll , T. and T. Pauls (2019): “The Gender Gap in Over-Indebtedness” , *Finance Research Letters* , 31 , 398–404.
- Mouna , A. and A. Jarboui (2015): “Financial Literacy and Portfolio Diversification: An Observation from the Tunisian Stock Market” , *International Journal of Bank Marketing* , 33 , 808–822.
- Munk , C. (2020): “A Mean-Variance Benchmark for Household Portfolios over the Life Cycle” , *Journal of Banking & Finance* , 116 , 105833.
- Nadeem , M. , M. Qamar , M. Nazir , I. Ahmad and A. Timoshin (2020): “How Investors Attitudes Shape Stock Market Participation in the Presence of Financial Self-Efficacy” , *Frontiers in Psychology* , 11 , 553351.
- Odean , T. (1999): “Do Investors Trade Too Much?” , *American Economic Review* , 89 , 1279–1298.
- Paiella , M. (2001): “Limited Financial Market Participation: A Transaction Cost-Based Explanation” , *Temi di discussione* , No. 415.
- Pelizzon , L. and G. Weber (2008): “Are Household Portfolios Efficient? An Analysis Conditional on Housing” , *Journal of Financial and Quantitative Analysis* , 433 , 401–431.
- Piketty , T. and E. Saez (2003): “Income Inequality in the United States , 1913–1998” , *Quarterly Journal of Economics* , 118 , 1–41.
- Pontiff , J. (1995): “Closed-End Fund Premia and Returns Implications for Financial Market Equilibrium” , *Journal of Financial Economics* , 37 , 341–370.
- Poterba , J. and A. Samwick (1997): “Household Portfolio Allocation Over the Life Cycle” , NBER Working Papers , No. 6185.
- Qian , N. (2008): “Missing Women and the Price of Tea in China: The Effect of Sex-Specific Earnings on Sex Imbalance” , *Quarterly Journal of Economics* , 123 , 1251–1285.
- Rosen , H. and S. Wu (2004): “Portfolio Choice and Health Status” , *Journal of Financial Economics* , 72 , 457–484.
- Scheinkman , J. (2005): “Social Interactions” , Working Paper , Princeton University.

何维、王小华: 家庭金融资产选择及影响因素研究进展

- Schneebaum, A. and K. Mader (2013): "The Gendered Nature of Intra-Household Decision Making in and Across Europe", Department of Economics Working Paper, Series, 157.
- Sharpe, W. (1964): "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Shefrin, H. and M. Statman (1985): "The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence", *Journal of Finance*, 40, 777-790.
- Song, H., R. Wang, G. Bishwajit, J. Xiong, Z. Feng and H. Fu (2020): "Household Debt, Hypertension and Depressive Symptoms for Older Adults", *Geriatric Psychiatry*, 35, 779-784.
- Stulz, R. (1981): "On the Effects of Barriers to International Investment", *Journal of Finance*, 36, 923-934.
- Verner, H. and G. Gyöngyösi (2020): "Household Debt Revaluation and the Real Economy: Evidence from a Foreign Currency Debt Crisis", *American Economic Review*, 110, 2667-2702.
- Van Rooij, M., A. Lusardi and R. Alessie (2012): "Financial Literacy, Retirement Planning and Household Wealth", *Economic Journal*, 122, 449-478.
- Weber, E. and C. Hsee (1999): "Models and Mosaics: Investigating Cross-Cultural Differences in Risk Perception and Risk Preference", *Psychonomic Bulletin & Review*, 6, 611-617.
- Weber, E. and M. Morris (2010): "Culture and Judgment and Decision Making: The Constructivist Turn", *Perspectives on Psychological Science*, 5, 410-419.
- Wei, S. and X. Zhang (2011): "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China", *Journal of Political Economy*, 119, 511-564.
- Zeldes, S. (1989): "Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation", *Journal of Political Economy*, 97, 305-346.
- Yakita, A. (2001): "Uncertain Lifetime, Fertility and Social Security", *Journal of Population Economics*, 14, 635-640.
- Yilmazer, T. and A. Lyons (2010): "Marriage and the Allocation of Assets in Women's Defined Contribution Plans", *Journal of Family and Economic Issues*, 31, 121-137.
- Yoo, P. (1994): "Age Distributions and Returns of Financial Assets", Working Papers 1994-2002.
- Zaccaria, L. and L. Guiso (2020): "From Patriarchy to Partnership: Gender Equality and Household Finance", Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3652376>.

(责任编辑:程 炼)

Research Progress on Household Financial Asset Selection and Influencing Factors

HE Wei WANG Xiaohua

(College of Economics and Management , Southwest University , Chongqing , 400715 , China)

Abstract: The selection of household financial assets and influencing factors have become a hot topic in current academic research. Based on traditional asset portfolio theory , scholars have expanded the research perspective of household financial asset selection from multiple perspectives such as household income , credit constraints , and social networks , and put forward reasonable explanations. Due to differences in research data and methods , no consistent conclusions have been drawn on the mechanism , path and size of these factors. This article makes a survey of domestic and foreign literature on household finance and summarizes the development on the origin and formation of household financial asset selection , influencing factors , behavioral finance explanations , and puzzles. On this basis , it discusses the possible future research directions.

Key Words: Household Finance; Asset Selection; Behavioral Finance; Influencing Factors

JEL Classification: D12; D31; G11