

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2023.03.010

# 金融资产配置与家庭消费：一个文献综述

喻贞<sup>1</sup>, 翟浩东<sup>1</sup>, 李海刚<sup>2</sup>

(1. 浙江财经大学中国金融研究院, 杭州 310018; 2. 武汉纺织大学 经济学院, 武汉 430200)

**摘要:**自21世纪以来,我国居民家庭财富水平不断提高,伴随着金融资产投资方式不断丰富和完善,金融资产配置的不充分和不合理现象明显,金融资产配置有待进一步优化。合理的金融资产配置有利于提高居民家庭财富水平、拓宽家庭财产性收入渠道和推动家庭消费转型升级,从而实现家庭福利最大化。本文系统梳理了国内外相关文献,通过分析金融资产配置影响家庭消费的研究背景与内涵,归纳和评述了金融资产配置影响家庭消费水平和结构的因素和机制,着重分析了金融资产配置影响家庭消费的财富效应、资产效应、信号传递效应和替代效应,并基于理论演进、研究对象、研究内容和研究方法的评析,进一步发掘了现有研究的不足以及今后研究拓展的方向。

**关键词:**金融资产配置;家庭消费;现代消费理论;财富效应

**中图分类号:**F126.1;F832

**文献标志码:**A

**文章编号:**1672-626X(2023)03-0097-11

## 一、引言

自21世纪以来,我国金融工具和金融产品得到不断丰富和完善,逐步形成了储蓄、保险、股票、债券、期货、基金、信托等多元化投资方式,伴随着互联网金融的快速发展,进一步拓宽了居民家庭的财产性收入渠道。然而,我国居民资产配置结构仍偏保守,根据国家统计局数据,截至2021年底,我国居民资产总量位居全球第二,达到687万亿元,其中实物资产占比近七成,金融资产约210.91万亿元,且金融资产中现金和储蓄的规模占比超过一半,为111.78万亿元。多元的投资方式一方面可以分散投资中的风险从而实现家庭增收,另一方面也有助于提高居民家庭财富整体水平,但从目前的现实来看,我国居民家庭资产配置的不充分和不合理现象尤为明显。

合理的金融资产配置可以促进家庭消费增长已得到国内外学者普遍认同,其通过资源的跨期优化实现平滑消费和效用最大化,以满足家庭成员对更高水平的消费需求。此外,目前我国居民家庭消费呈现疲软态势,未能充分释放国内大循环的消费潜力,此时研究金融资产配置与家庭消费之间的关系就显得尤为重要。

**收稿日期:**2022-12-09

**基金项目:**国家社会科学基金青年项目(20CYJ014)

**作者简介:**喻贞(1987-),女,湖北孝感人,浙江财经大学中国金融研究院副研究员,经济学博士,研究方向为金融市场、劳动力市场与收入分配;翟浩东(1997-),男,河南驻马店人,浙江财经大学中国金融研究院硕士研究生,研究方向为金融创新与风险管理;李海刚(1999-),男,河南平顶山人,武汉纺织大学经济学院硕士研究生,研究方向为金融机构风险管理。

20世纪90年代,主要发达国家的股市呈现出显著的财富效应。伴随着居民家庭金融财富的迅速增加,大量学者也将研究重点从资产配置转向金融资产配置。逐渐丰富的研究成果为本文的研究提供了充分的参考和依据。本文通过对金融资产配置影响家庭消费的相关文献进行系统梳理,在明确其内涵的基础上,沿着相关理论发展和演进主线,归纳和评述了金融资产配置影响家庭消费水平和结构的因素和机制,着重分析了金融资产配置影响家庭消费的财富效应、资产效应、信号传递效应和替代效应,并基于对研究对象、研究内容和研究方法的评析,深入分析了当前金融资产配置与家庭消费之间研究的趋势,并提出了未来研究的可拓展方向。

## 二、金融资产配置影响家庭消费的背景及内涵

### (一)研究背景:从资产配置到金融资产配置对家庭消费的影响研究

金融资产配置的概念源自资产配置,早期国内外学者研究的是资产配置对消费支出的影响,尤其是房屋资产和股票市场配置方面。首先,本文在梳理资产配置到金融资产配置影响家庭消费的基础上,进一步透视金融资产和消费的内部结构,即结合文献分析金融资产配置影响家庭消费水平和结构等方面的差异。其次,本文发现早期国内外学者进行实证研究多使用宏观数据,存在一定的内生性等弊端。随着资本市场和数据收集等技术的成熟,学者们逐渐利用微观面板数据分析金融资产配置对家庭消费的长期动态影响。

关于资产配置对家庭消费的影响研究,国内外众多学者认为资产配置可以通过财富效应影响家庭消费。对于财富效应的研究,最早可见于Keynes(1936)提出的流动性偏好理论,他假设家庭持有的财富只包括货币和债券两种简单的资产,并提出由于货币和债券价值发生变化,因此导致家庭持有资产的交易动机、预防动机和投机动机也发生相应改变,进而影响到家庭的边际消费倾向<sup>[1]</sup>。基于Keynes的研究,Pigou(1943)指出当家庭通过合理有效的资产投资,使得持有的资产价值不断增加,家庭消费进而也会随之增加<sup>[2]</sup>。

Paiella(2009)认为不同类型的资产配置对家庭消费水平和结构等方面的影响存在显著差异<sup>[3]</sup>。Skinner(1996)基于宏观层面指出家庭持有房屋资产对其消费呈现显著的促进作用,尤其对年轻家庭来说,这种促进作用更加明显<sup>[4]</sup>。但Campbell和Cocco(2007)从微观数据层面实证分析了英国住房价格的变化对家庭消费的影响效果,认为住房价格的变化对老年自有住房拥有者的消费存在显著影响,而对年轻租房者的消费行为却并不存在显著影响<sup>[5]</sup>。

20世纪90年代后期,金融资产配置影响家庭消费的研究引起国内外学者关注,研究方向大多集中在股票市场。其原因在于,这一时期主要发达国家的股票市场呈现一片繁荣景象,居民家庭持有的金融资产价值快速增加,居民家庭消费水平进而也大幅提升,这为股票市场的财富效应提供了现实依据。Palumbo和Davis(2001)认为这一时期美国的股票市场呈现较强的财富效应<sup>[6]</sup>。这一时期,我国许多学者也同样开始关注金融资产配置中财富效应对家庭消费的影响,李振明(2001)利用1999年中国股市的宏观数据,实证分析发现由于中国股民数量有限,股市虽具有财富效应,但股民多将其用于股市再投资或者投机交易,对消费的拉动作用有限<sup>[7]</sup>。

新世纪初,Campbell在2006年美国金融年会上首次提出了家庭金融的概念,由此进一步掀起了研究金融资产配置与家庭消费关系的热潮。主要发达国家由于研究起步较早和市场化程度较高,资本市场已经高度成熟,并且拥有完善的社会保障制度和健全的法律法规体系,这些国家的居民家庭资产配置相对比较合理,同时也为国外学者研究金融资产配置影响家庭消费提供了丰富的微观数据。但我国由于资本市场还不够完善,缺乏权威、长期及详细的资产配置相关的统计数据,因此我国学者早期主要利用宏观数据或股票市场数据进行实证研究。唐绍祥等(2008)利用1993—2006年的股票市场月度数据研究发现,中国股市并不具

备即期的财富效应,另外在样本期内也不存在长期平均财富效应<sup>[8]</sup>;陈强和叶阿忠(2009)利用1997—2007年宏观股票市场的季度数据进行实证分析,并且进一步考虑股票市场的风险性,发现我国股票市场带来的财富效应并不会引起家庭消费支出的增加<sup>[9]</sup>。总体来看,我国大多数学者早期在研究中发现我国股市不存在财富效应或认为财富效应较弱,难以拉动消费的快速增长。

在现阶段,随着理论研究的深入,国内外学者一方面利用微观面板数据实证分析金融资产配置影响家庭消费水平和结构等方面的差异,另一方面将金融资产配置的研究视角进一步拓宽,探讨不同国家不同家庭之间金融资产配置影响家庭消费及福利状况的差异。国外学者Badarinza等(2016)基于国际家庭金融视角,运用13个发达国家的数据进行研究,验证了退休储蓄、资产积累和风险投资等因素均会对不同国家不同家庭之间的资产配置产生差异,指出部分国家合理的金融资产配置相比其他国家糟糕的金融资产配置会显著改善整个家庭的福利状况,而福利状况的改善又有助于促进消费支出的增加<sup>[10]</sup>。随着我国资本市场的进一步成熟和微观数据调查的不断深入,学者们得以从微观层面出发,对金融资产配置与家庭消费之间的长期影响进行深入分析。我国学者吴卫星和吕学梁(2013)利用北京奥尔多投资咨询中心2009年进行的问卷调查数据,探讨了我国居民家庭资产配置,并进行国际间比较。研究发现,与发达国家相比,中国居民家庭偏向于投资房产,风险性金融资产参与率较低且随着年龄增加进一步降低<sup>[11]</sup>。

## (二)金融资产配置影响家庭消费的内涵

国外对于金融资产配置对家庭消费的影响研究起步较早,定义较为统一。基于微观视角,国外学者认为两者之间的影响主要通过金融资产配置的财富效应和资产效应实现,合理的金融资产配置能够改善家庭的福利状况,提升家庭内部的消费水平,从而实现家庭内部的目标。Badarinza等(2016)和Campbell(2006)将家庭金融类比为公司金融,在他们看来公司金融是公司通过使用金融工具来实现公司的目标,家庭金融的内涵则是家庭通过使用金融工具和配置金融产品来改善家庭消费状况,实现家庭福利最大化目标<sup>[10,12]</sup>。

基于国外学者的相关研究,我国学者进一步拓宽了其研究视角。首先,陈彦斌等(2013)认为金融资产配置的有效性会影响家庭财产性收入和家庭财富的积累,进而影响家庭消费支出水平<sup>[13]</sup>。其次,部分学者进一步考虑到金融资产配置中风险效应对家庭消费的影响。李波(2015)利用2011年中国家庭金融调查的微观数据,通过家庭预防性储蓄数据衡量金融资产配置中的风险效应,验证了我国居民家庭金融资产配置同时存在正向的财富效应及负向的风险效应,两者对家庭消费的影响存在着替代关系,且与年轻家庭相比,老年家庭的财富效应和风险效应表现得更加显著<sup>[14]</sup>。此外,基于我国城乡二元结构的国情,一些国内学者也研究了金融资产配置对城乡家庭消费水平和结构的差异性。潘敏和刘知琪(2018)利用2010年和2012年中国家庭追踪调查(CFPS)数据分析家庭杠杆对城乡居民家庭消费中的差异,实证发现家庭杠杆会抑制城镇居民家庭总消费的增加,但会促进农民居民家庭生存型消费支出的增加<sup>[15]</sup>。

## 三、金融资产配置影响家庭消费的理论演进

关于金融资产配置影响家庭消费的理论,最早可追溯到Keynes于1936年提出的流动性偏好理论<sup>[1]</sup>。在此基础上,Markowitz于1952年构建了均值方差风险度量模型<sup>[16]</sup>。随后Tobin(1958)通过引入无风险资产,提出两基金分离理论<sup>[17]</sup>。1964年Sharpe将Markowitz的投资组合理论进行更深层次的延伸,推导出相对成熟完善的资本资产定价模型<sup>[18]</sup>。这些理论的提出为金融资产配置与家庭消费的研究提供了理论支撑,但这些理论局限于分析静态资产选择的行为,不能很好地解决动态资产中最优资产组合的选择问题,也无法得出最优投资策略。金融资产配置是一种长期的动态资产配置行为,为了实现金融资产配置的动态化管理,本文梳理了众多学者分析金融资产配置影响家庭消费的理论框架,主要包括现代消费理论和行为金融学理论。

### (一)现代消费理论

Hall(1978)构建了现代消费理论的框架,主要包括Ando和Modigliani(1963)提出的生命周期理论等<sup>[19-20]</sup>。基于上述理论分析框架,众多学者提出在家庭组织层面,金融资产配置影响家庭消费的两个主要效应:资产效应和财富效应。其中资产效应指的是在家庭的整个生命周期内,最优的金融资产配置行为就是利用金融资产平滑消费的功能,来实现家庭内部的既定目标,并且随着家庭金融资产的增加,相应的消费支出也会增加,所以资产效应一般与消费支出呈现正比例关系;财富效应指的是由于经济活动变化会对相应的资产价格变化(如股价)造成波动,因此财富效应具有暂时性的特点,相应的财富效应变化会影响家庭消费支出状况。

在现代消费理论框架下,国内外学者研究了金融资产配置对家庭消费的影响。部分学者认为家庭结构的差异影响金融资产配置不尽相同,导致金融资产配置对家庭消费水平和结构等方面的影响也呈现显著差异。国外学者Campbell和Cocco(2007)通过分析英国居民家庭的微观数据发现,相比于年轻家庭,房价带来的财富效应对老年家庭要更大,因为老年家庭往往拥有更多的房产,而由此带来的消费增加也主要来自于老年家庭<sup>[5]</sup>。但国内学者却得出了相反的结论,认为相比老年家庭,年轻家庭和中年家庭由于资产配置带来的财富效应拉动消费水平提升更明显。吴卫星等(2010)利用北京奥尔多投资咨询中心2007年进行的问卷调查数据,基于财富效应等角度探讨了中国居民家庭投资结构变化的影响因素,研究表明收入增长带来的财富效应会提高居民家庭风险资产的参与率,尤其是年轻家庭<sup>[21]</sup>。邢大伟和王寅(2016)利用2012年在浙江和甘肃两省调查得到的中国健康与养老追踪调查微观数据进行实证分析,研究表明,相比于中年家庭,老年家庭金融资产增值对消费支出的刺激作用要更小,也就是说中年家庭金融资产配置的优化,更有利于整体家庭消费水平的提升<sup>[22]</sup>。

### (二)行为金融学理论

行为金融学理论认为金融市场的变化不仅取决于客观条件,也取决于一定的主观因素如投资者心理、社会网络以及健康状态等,这些因素均会影响金融资产配置与家庭消费之间的关系。首先,近年来众多学者基于消费者信心、投资者信心等因素探讨金融资产配置影响家庭消费。基于此理论,学者们一般认为金融资产配置主要通过股票市场的财富效应及信号传递效应影响家庭消费。何维(2021)将金融资产配置影响家庭消费中的财富效应分为直接财富效应和间接财富效应<sup>[23]</sup>。直接财富效应指的是通过金融资产配置的优化实际增加的收入或者增加的心理收入,实现其短暂消费预期的提升。国外学者同样发现股市带来的财富效应具有暂时性,Sousa(2008)利用美国宏观数据进行实证发现相比于房产,股票财富带来的财富效应及消费水平变动是暂时性的<sup>[24]</sup>。间接财富效应指的是通过金融资产配置的优化,增加家庭金融资产总量,从而提高家庭投资者的信心,进而增加其消费支出水平,这种方式虽然持续时间比较长,但存在一定的时间滞后性。宋磊(2021)利用2011、2013、2015和2017年中国家庭金融调查数据,验证了金融资产配置可以通过消费者信心机制,改变消费者的消费倾向,增加家庭消费支出,且这种现象主要体现在高收入的城镇家庭<sup>[25]</sup>。

从我国目前的现实情况来看,由于资本市场的不断完善,早期一些学者对国内股票市场的信号传递效应进行了检验,发现我国股票市场的信号传递效应并不明显。陈强和叶阿忠(2009)通过研究我国股票市场,发现我国股票市场价格波动存在不对称性,并且认为1997—2007年,我国股票市场长期低迷,导致消费者信心下降,反而减少了消费支出水平,认为这一时期股市不存在财富效应,甚至存在一定的替代效应<sup>[9]</sup>。胡永刚和郭长林(2012)采用股票市场的宏观时间序列数据,进一步验证我国股票市场价格波动对家庭消费影响呈现出显著的不对称性,并且股票市场的信号传递作用不是十分明显,他们还指出我国居民家庭边际消费行为不仅会受股票收益及其波动的影响,还会受消费波动的影响,我国股票市场的信号传递效应以及其他效应是否存在有待学者进一步的验证<sup>[26]</sup>。

## 四、金融资产配置影响家庭消费的效应分析

基于流动性偏好理论,Keynes于1936年较早注意到资产配置中的财富效应影响家庭消费支出<sup>[1]</sup>。而20世纪90年代,主要发达经济体经历了一段股市繁荣时期,众多学者开始研究国内以及不同国家间金融资产配置中财富效应以及其影响家庭消费水平和结构的差异性。通过实证分析,研究者们发现在不同国家的家庭组织中,金融资产价值增加带来的财富效应对于家庭消费的影响具有差异,部分国家中居民家庭金融资产价值的增加不仅不会增加其消费支出,反而会减少,呈现出一定的替代效应。与此同时,信号传递效应和金融资产增值带来的资产效应同样会影响居民家庭的消费支出。本文通过阐述财富效应、资产效应、信号传递效应和替代效应进一步探讨金融资产配置对家庭消费的影响。

### (一) 财富效应

家庭金融资产价值的增加使得持有者可以获得超额收益,进而增加其财富存量,而财富存量的增加又刺激其消费意愿上升。对于财富效应的研究相比资产效应要更多,主要是由于一段时期内社会中的财富总量大体保持不变,但资产价值却会大幅变动,继而影响家庭消费行为。而20世纪90年代主要发达经济体普遍经历了一轮股票价格大幅上升的阶段,居民家庭的金融财富迅速提升,这也吸引了众多学者研究其中的财富效应。

总体来说,国内外学者对于金融资产配置是否存在财富效应、效应的正负方向以及大小尚无统一的结论。财富效应的支持者Cooper和Dyan(2016)指出股市中财富效应在股东和非股东之间具有显著的差异,这为股市中直接财富效应提供了证明,且大量实证数据表明总消费与总股价呈现显著的正向关系,并进一步提出家庭对股市变化表现出一种偏见,即金融资产价值的缩水可能比金融资产价值的增加产生更强烈的消费反应<sup>[27]</sup>。何维(2021)研究发现我国居民家庭金融资产配置存在显著的正向财富效应,但是储蓄性金融资产的财富效应大于风险性金融资产的财富效应。进一步从城乡异质性的视角来看,相比于农村家庭,城镇家庭金融资产配置带来的财富效应要更强,但在具体的消费类型上,却存在农村居民家庭大于城镇居民家庭的现象,而且金融资产配置带来的财富效应存在低收入家庭显著大于高收入家庭的现象<sup>[23]</sup>。

与此同时,另外一些学者的研究则表明股票市场对家庭消费的影响很小,即使存在一些影响,这些影响也是很很不稳定的。Lettau和Ludvigson(2001)利用美国的数据研究了居民财富增加对消费的影响,结果表明,二战以后居民财富效应的增加主要来自股市,但其对消费的拉动作用有限且主要是暂时性的,认为传统的研究高估了其中的财富效应<sup>[28]</sup>。唐绍祥等(2008)通过对我国股票市场的月度数据进行研究发现,我国股票市场在1993—2006年既不存在短期平均财富效应,也不存在长期平均财富效应,金融资产配置对家庭消费没有产生任何影响<sup>[8]</sup>。

### (二) 资产效应

资产效应指的是家庭金融资产的价值发生变化对家庭消费产生的影响。有学者认为金融资产配置通过资产效应影响家庭消费支出,即家庭在其生命周期内进行相应的金融资产配置优化活动平滑其不同阶段的消费支出,以实现家庭消费行为跨期和优化,从而实现家庭内部福利最大化的目的。

相比金融资产配置中的财富效应与家庭消费之间的不明确关系,国内外众多学者认为金融资产配置中的资产效应不仅存在,还与消费支出呈现显著的正相关关系。国外学者Bostic等(2009)在对截面数据进行回归分析时发现,持有的金融资产越高,家庭消费就会越多,即金融资产配置通过资产效应促进了家庭消费支出增加<sup>[29]</sup>。国内学者的研究同样证实了这一点,陈斌开和李涛(2011)认为居民平滑消费过程中,家庭资产越多,居民生命周期内各个阶段消费水平就越高,这种效应被称为资产效应<sup>[30]</sup>;乔智(2018)在实证研究中发现股票资产与其他类型的金融资产配置均存在一定的资产效应,拥有这些金融资产能够显著促进家庭在文

旅、教育等改善性消费支出的增加<sup>[31]</sup>；张大永和曹红(2012)基于我国首次较详尽的家庭金融微观调查数据，实证研究指出金融资产配置对家庭消费存在显著影响，我国家庭的金融资产配置存在显著的资产效应<sup>[32]</sup>。

### (三)信号传递效应

除了主要的财富效应和资产效应，随着理论的进一步拓展和延伸，众多学者还发现了金融资产配置影响家庭消费水平和结构的其他效应。多数学者支持信号传递效应，国外学者Poterba等(1995)通过对美国数据进行分析认为，信号传递效应是股票市场影响家庭消费的主要途径<sup>[33]</sup>。Jansen和Nahuis(2003)的研究也验证了这一结论，认为股票市场对家庭消费的影响不仅在于改变消费者的财富总量从而具有财富效应，而且通过影响消费者信心从而具有信号传递效应<sup>[34]</sup>。国内学者胡永刚和郭长林(2012)利用股票市场时间序列数据，并对理论模型进行修正，发现我国股票市场存在显著的财富效应，但呈现出非对称性特征，而且还存在与之同向影响家庭消费的信号传递效应<sup>[35]</sup>；陈训波和周伟(2013)利用2008年中国家庭动态跟踪调查数据，分析金融资产配置中的直接财富效应、抵押效应以及信号传递效应，发现我国居民家庭金融资产配置存在显著的财富效应，并且金融资产的财富效应越高，相应的家庭消费支出就越多<sup>[35]</sup>；刘其享等(2021)利用2011年中国家庭金融调查数据，发现奖金收入的增加会提高中国居民家庭的风险承受能力，参与风险性资产投资的信心更充足，但随着年龄的增长而降低<sup>[36]</sup>。

### (四)替代效应

金融资产的增值并不一定会对家庭消费产生正向的拉动作用，反而呈现一定的替代作用。如果当前金融资产配置取得了良好的收益，而家庭内部暂时没有消费的需求，这时就会减少相应的消费支出转为金融资产投资，以期望获得更高的投资收益。Davis和Willen(2013)认为居民家庭随着资产价值的增加，会减少一定的无风险金融资产转而增加风险性金融资产，从这个角度来看，替代效应的出现一定程度上会降低居民家庭的消费水平<sup>[37]</sup>。吴卫星等(2014)利用北京奥尔多投资咨询中心2009年进行的问卷调查数据，并采用Logit回归模型，发现居民家庭购买的首套房产与居民家庭金融资产之间呈现显著的替代效应<sup>[38]</sup>。宋磊(2021)利用2011、2013、2015和2017年中国金融调查数据进行实证分析，指出家庭消费支出的变化主要是由于金融资产配置通过实际收入机制、流动性约束效应、消费者信心和替代效应来产生影响<sup>[25]</sup>。

## 五、研究趋势：对象、内容、方法

### (一)研究对象

国外学者研究金融资产配置与家庭消费之间的关系起步较早，相应的理论体系构建比较完善。这些研究者普遍认为对家庭消费产生影响的不仅是金融资产，还需要对家庭负债情况作进一步审议。国外学者将金融资产和家庭负债结合起来，揭示它们共同对家庭消费产生的作用，能更全面地考虑居民家庭消费的影响因素，是围绕研究对象展开的更贴近现实的研究。Van(2010)在研究家庭最优按揭贷款类型选择时，同时考虑了家庭的资产选择、真实利率风险及最优抵押贷款金额等因素<sup>[39]</sup>；Brown和Taylor(2008)在实证分析德国、英国和美国家庭的负债、金融资产和净财富的决定因素时，也考虑了资产和负债决策同步性的可能<sup>[40]</sup>。部分学者选择了不同区域的研究对象，Campbell(2006)考查了不同国家中不同家庭的金融资产配置，在引入相应约束性条件增加模型适用性后的研究发现，样本国家间家庭的金融资产配置效果差异显著，一些国家的家庭能够通过优化金融资产配置改善消费，并提升了家庭的福利水平，但有些国家的家庭则截然相反，呈现出投资失败的显著特征<sup>[12]</sup>。

国内已有文献关于金融资产配置对家庭消费影响的研究对象主要包括两个方面：一是以农村人群作为主要研究对象，陈磊和葛永波(2021)基于农村居民家庭金融资产配置视角，根据农村居民家庭金融参与的

不同行为及深度探讨其对农村居民家庭消费支出的影响,并进行了详细的微观研究<sup>[41]</sup>;解垚(2012)采用2009年4月对外公布的中国健康与养老追踪调查预调查数据,在对消费产品进行耐用品和非耐用品分类后,实证发现老年家庭房产的消费弹性低于年轻家庭,但城市家庭的房产消费弹性高于农村家庭<sup>[42]</sup>;卢建新(2015)不仅考虑到农村家庭金融资产配置对其消费支出的影响,还进一步分析收入的影响及两者之间的影响差异性<sup>[43]</sup>。二是以城镇人群作为主要研究对象,研究不同区域居民家庭之间金融资产配置的差异,韩立岩和杜春越(2011)基于我国不同区域层面,采用我国2002—2008年各省市城镇家庭现金支出的分类面板数据,发现储蓄对金融资产配置的影响最大,中西部地区的这种影响要比东部地区更加明显<sup>[44]</sup>。

## (二) 研究内容

在研究内容上,学者们一方面研究金融资产总量如何影响家庭消费,另一方面进一步探讨金融资产配置影响家庭消费水平和结构等方面的差异。从金融资产总量上来看,孔丹凤和吉野直行(2010)基于中国人民银行发布的1992—2006年住户部门流量金融资产年度数据研究发现,中国居民家庭金融资产总量总体上呈现不断上升的趋势,结构日益多样化;中国居民家庭金融资产选择行为具有对收入和部分金融资产风险敏感,但对各类金融资产收益不敏感的特点<sup>[45]</sup>。

从金融资产配置上来看,国外学者多基于流动性将金融资产进行分类,从而探讨不同流动性的金融资产影响家庭消费水平和结构等方面的差异。Duca等(2010)依据流动性对居民家庭金融资产进行分类,并考虑到信用约束及金融创新,发现不同流动性的居民家庭金融资产影响家庭消费均是暂时性的,但呈现出显著的差异<sup>[46]</sup>。Kaplan等(2014)基于2011年的SCF数据进行实证检验发现,流动性资产不足通常会抑制居民家庭短期的消费支出,对生活质量的提升造成一定影响;而拥有较多流动性资产的家庭在受到收入冲击时可以有效应对以保持消费水平<sup>[47]</sup>。Carroll等(2014)通过分析欧洲15个国家的家庭微观财富数据,发现流动性资产较少的家庭在受到收入的负面冲击时,相比流动性资产较多的家庭会更多需要暂时性收入来缓解短期收支短缺状况以平滑消费<sup>[48]</sup>。国内学者同样探讨了金融资产配置影响家庭消费水平和结构的差异,罗娟和文琴(2016)深入探讨家庭金融资产的构成后,将其归为三种类型,并探讨不同类型的金融资产对家庭消费支出的差异<sup>[49]</sup>。李凤等(2016)利用中国家庭金融调查2013年和2015年的社区匹配数据,发现样本期间居民家庭金融资产出现了较大幅度的增长,且多集中于风险性资产,但存在金融资产分布不均现象,表现为城乡、区域不均<sup>[50]</sup>。

此外,从家庭消费水平和结构上看,国外学者多基于家庭消费结构优化角度进行分析,而我国学者则基于消费产品的具体类型作进一步研究。Jiang和Davis(2007)运用家庭微观金融调查数据研究江苏农村的家庭消费结构,发现收入水平的增加有助于促进农村家庭消费结构的升级,两者间呈现显著的正相关关系<sup>[51]</sup>。Khalifa等(2013)通过研究发现家庭消费结构优化需要提高家庭收入,同样得出了收入与消费显著正相关的结论<sup>[52]</sup>。国内学者解垚(2012)将家庭消费品分类为耐用品和非耐用品,重点考察金融资产和房产对家庭消费支出的影响,发现无论是对总消费而言还是对非耐用品消费而言,年轻家庭收入的消费弹性均比老年家庭收入的消费弹性小<sup>[42]</sup>。石永珍和王子成(2017)验证了金融资产中无风险金融资产的财富效应对生存型、发展型和享受型消费均会产生显著的影响<sup>[53]</sup>。贾宪军(2020)指出风险性金融资产的比重越高对家庭发展与享受型消费的正向刺激作用就越大,但对生存型消费支出不仅不会增加其在总金融资产中的比重,反而会出现一定的替代效应。消费水平的升级主要依靠风险性金融资产比重的提升带来的财富效应增长,进而产生对发展型消费及享受型消费的正向刺激<sup>[54]</sup>。

## (三) 研究方法

早期国内外学者对金融资产配置与家庭消费的研究大多使用宏观时间序列数据或者简单的线性回归

分析,然而正如Bostic等(2009)所指出的那样,时间序列的研究方法不能区分金融资产配置和家庭消费之间的因果关系,不能判断家庭消费的增长是否是金融资产的增长引致。而且宏观数据不能控制家庭人口经济学特征,这样会产生遗漏变量和内生性强化问题<sup>[29]</sup>。

随着研究数据的丰富和计量方法的成熟,部分学者使用了更加微观的数据以及不同的研究方法探讨金融资产配置影响家庭消费的差异,早期主要是国外学者利用微观数据研究金融资产配置或房屋资产来探讨其对家庭消费的影响,近年来我国学者一方面对研究方法进行创新,另一方面基于最近的微观调查数据,同样从微观层面进行实证分析以更加深入探讨金融资产配置与家庭消费之间的关系。国外学者Bostic等(2009)将CEX调查数据和SCF调查数据进行跨国的微观比较分析,探讨了不同年龄段不同资产类型对家庭消费的影响问题,研究表明相比于老年家庭,年轻家庭的房产消费弹性更小,并呈现出显著的国别差异<sup>[29]</sup>。国内学者在相关研究方法的创新方面做出了一定的贡献,解垚(2012)指出由于工具变量的缺乏导致众多国内学者无法正确验证金融资产配置和家庭消费的关系,进而分析结果存在一定的内生性,影响结果的可信度。他主张使用高质量的微观数据,并进行了大量的稳健性检验以期对金融资产配置与家庭消费的关系进行准确估计<sup>[42]</sup>。此外,针对截面数据只能考虑静态的短期影响,张浩等(2017)利用2010和2012年两期中国家庭追踪调查数据,构建了两年的面板数据展开分析,一定程度上考虑到了金融资产配置影响家庭消费的动态变化<sup>[55]</sup>。

上述研究都是通过建立计量经济学模型,利用实证分析方法进行研究。随着理论研究的深入,仅依靠实证分析方法无法考虑到金融资产配置影响家庭消费的全部因素,有必要通过构建系统的家庭微观主体最优化模型,分析金融资产配置对家庭消费支出的影响。在这方面,国内学者进行了大量研究,胡永刚和郭长林(2012)在消费者最优选择模型基础上,通过引入居民的借贷约束和预防性储蓄,推导出能够检验股市的财富效应、信号传递效应和不对称效应的实证分析框架,并利用中国经济信息网宏观数据库1998年第一季度到2010年第二季度的季度数据,探讨了股票市场对城镇居民消费的影响,研究发现中国股市存在正向财富效应和信号传递效应,并认为财富效应存在一定的不对称性,投机性因素引起的财富效应对消费的影响有限<sup>[26]</sup>;臧旭恒和张欣(2018)对现有的消费模型引入平滑消费功能函数进行改进,发现家庭是根据目前的消费与预防性储蓄情况来权衡的,以便达到最大的家庭福利水平,他还分析了家庭财富的积累对于家庭消费支出水平的动态影响<sup>[56]</sup>。

## 六、总结性评论与研究展望

### (一)综述总结

首先,本文梳理了资产配置影响家庭消费的研究背景,相关研究最早可见Keynes的流动性偏好理论,其认为资产配置主要通过财富效应影响家庭消费。之后国内外学者在其理论研究基础上,进一步分析金融资产配置影响家庭消费水平和结构等方面的差异,研究深度进一步推进。具体来说,金融资产配置影响家庭消费的大规模研究始于20世纪90年代,主要是由于这一时期主要发达经济体股票市场的繁荣大大增加了居民家庭的金融财富总量。随后2006年,Campbell首次提出了家庭金融的概念,再次掀起了相关研究的热潮。

其次,本文基于文献对金融资产配置影响家庭消费的内涵进行阐述,即家庭内部通过优化其金融资产配置的行为,改善家庭的消费支出,从而实现家庭内部目标。此外,在对相关理论的演进进行梳理时本文发现,众多学者认为金融资产配置主要通过财富效应和资产效应影响家庭消费支出。国内外学者对于财富效应的关注要强于资产效应,且主要研究房屋资产和股票市场中的财富效应,但其中的财富效应是否存在、正



负方向以及大小尚无定论。还有一些学者从流动性约束效应、风险效应、消费者信心以及信号传递效应等方面进一步完善金融资产配置影响家庭消费的机制分析。

最后,本文梳理国内外文献研究的对象、内容及方法,并进行总结。一是研究对象,国外主要是结合金融资产和家庭负债共同影响消费水平和结构等方面的差异进行分析,而国内主要对不同区域或城乡之间展开研究。二是研究内容,国外学者多基于流动性将金融资产进行分类,从而探讨不同流动性的金融资产影响家庭消费水平和结构等方面的差异,且多基于消费结构优化角度进行分析,我国学者则多基于消费产品的类型作进一步研究。三是研究方法,国外学者多基于成熟的微观数据研究了跨地区、跨国间不同家庭组织中金融资产配置对消费产生的影响差异,并进行了动态比较分析。我国学者则主要采用宏观数据进行实证分析,即使少数学者使用了微观数据,但一方面数据调查准确性、样本代表性等存疑,另一方面研究样本数据集大多是截面数据,无法考察金融资产配置影响家庭消费的动态长期效果。然而,随着我国微观家庭金融数据调查的持续开展和不断深入,这一情况已逐渐得到改善。与此同时,我国学者对研究方法也进行了一定的创新,同样弥补了一部分由于微观数据不足对研究深度和广度造成的负面影响。

## (二)研究启示

首先,在研究对象上,一方面,国内部分学者多基于金融资产配置的某一方面进行研究,缺乏完整的研究体系,即现有研究多以股票为风险金融资产的代​​表考察各因素对家庭消费的影响,但对基金、债券、期货等其他风险金融资产以及长期风险金融资产配置动态变化的研究相对不足,在研究对象方面还有较大的可扩展空间;另一方面,已有研究家庭决策行为仅单独分析金融资产配置,并未与负债行为相结合,将二者割裂开来的研究忽视了它们是家庭同时考虑的两个相互联系的决策。学者应在统一的框架下对我国居民家庭资产和负债的现状和成因展开研究,以此为我国居民家庭金融资产配置行为及决策提供合理建议。

其次,基于研究方法方面,国内现有关于金融资产配置影响家庭消费的实证研究多利用宏观时间序列数据,分析房屋资产与股票市场的财富效应和资产效应影响家庭消费的正负方向以及大小。同时金融资产配置会通过影响家庭的财产性收入和面临风险的差异而对家庭消费产生影响,许多学者将金融资产和消费作为一个整体进行考察,而对内部结构的深层次分析相对不足。这主要是由于我国资本市场发展不完善,相关微观数据无法获取。近年来微观家庭金融数据调查的进行弥补了一部分研究空白,但多数学者仍然以微观家庭截面数据进行研究,无法动态或追踪考察金融资产配置与家庭消费的关系。为了进一步促进相关研究的发展,我国一方面要加快完善资本市场法律法规和社会保障制度;另一方面,要加强微观层面的家庭金融数据调查,确保数据真实以及可连贯使用。同时针对上述微观数据不足的问题,我国学者应加强与国外学者的交流,基于不同国家之间的层面进行分析和解决问题,为我国经济发展提供相应参考和借鉴。

再次,针对一些学者对我国股票市场中的信号传递效应分析,发现我国早期股市并不存在明显的信号传递效应。近年来,随着我国资本市场的完善,应针对股市中的信号传递效应进行再测量或者改进相应的模型进行验证,为金融资产配置中的主要产品——股票,提供更多的研究内容,同时基于此提供更加合理的建议,推动家庭消费支出增长。

最后,学者普遍认为财富效应和资产效应是金融资产配置影响家庭消费的主要机制,特别是股票市场的财富效应。家庭在进行金融资产配置时,不仅要考虑到收益,还要考虑到风险,然而,当前关于金融资产配置的风险机制与效应的讨论也不尽充分和全面。仅有少数学者通过偏好修正消费者选择的最优模型,在风险情境下对家庭消费行为进行分析,鲜见金融资产配置影响家庭消费行为和后果的动态变化研究。国内学者可进一步加强金融资产配置中风险因素与家庭消费决策以及消费质量的相关研究,为释放消费潜力,实现金融促进消费质量的提高提供更多理论支持。

## 参考文献:

- [1] KEYNES, J. M. The General Theory of Employment, Interest and Money[M]. Macmillan Cambridge University Press, 1936.
- [2] PIGOU A C. The Classical Stationary State[J]. The Economic Journal, 1943, 53(212):343-351.
- [3] PAIELLA M. The Stock Market, Housing and Consumer Spending: a Survey of the Evidence on Wealth Effects[J]. Journal of Economic Surveys, 2009, 23(5):947-973.
- [4] SKINNER J S. Is Housing Wealth a Sideshow? Advances in the Economics of Aging[M]. University of Chicago Press, 1996: 241-272.
- [5] CAMPBELL J Y, COCCO J F. How do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data[J]. Journal of Monetary Economics, 2007, 54(3):591-621.
- [6] PALUMBO M G, DAVIS M A. A Primer on the Economics and Time Series Econometrics of Wealth Effects[R]. FEDS Working Paper, 2001.
- [7] 李振明.中国股市财富效应的实证分析[J].经济科学, 2001(3):58-61.
- [8] 唐绍祥,蔡玉程,解梁秋.我国股市的财富效应——基于动态分布滞后模型和状态空间模型的实证检验[J].数量经济技术经济研究, 2008(6):79-89.
- [9] 陈强,叶阿忠.股市收益、收益波动与中国城镇居民消费行为[J].经济学(季刊), 2009(3):995-1012.
- [10] BADARINZA C, CAMPBELL J Y, RAMADORAI T. International Comparative Household Finance[J]. Annual Review of Economics, 2016(8):111-144.
- [11] 吴卫星,吕学梁.中国城镇家庭资产配置及国际比较——基于微观数据的分析[J].国际金融研究, 2013, 318(10):45-57.
- [12] CAMPBELL J Y. Household Finance[J]. The Journal of Finance, 2006, 61(4):1553-1604.
- [13] 陈彦斌,陈伟泽,陈军,等.中国通货膨胀对财产不平等的影响[J].经济研究, 2013(8):4-15+130.
- [14] 李波.中国城镇家庭金融风险资产配置对消费支出的影响——基于微观调查数据 CHFS 的实证分析[J].国际金融研究, 2015(1):83-92.
- [15] 潘敏,刘知琪.居民家庭“加杠杆”能促进消费吗?——来自中国家庭微观调查的经验证据[J].金融研究, 2018(4):71-87.
- [16] MARKOWITZ, H. Portfolio Selection[J]. Journal of Finance, 1952, 7(1):77-91.
- [17] TOBIN J. Liquidity Preference as Behavior towards Risk[J]. The Review of Economic Studies, 1958, 25(2):65-86.
- [18] SHARPE W F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk[J]. The Journal of Finance, 1964, 19(3):425-442.
- [19] HALL R E. Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence[J]. Journal of Political Economy, 1978, 86(6):971-987.
- [20] ANDO A, MODIGLIANI F. The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests[J]. The American Economic Review, 1963, 53(1):55-84.
- [21] 吴卫星,易尽然,郑建明.中国居民家庭投资结构:基于生命周期、财富和住房的实证分析[J].经济研究, 2010, 45(S1):72-82.
- [22] 邢大伟,王寅.不同年龄段家庭房产和金融资产对消费影响研究——基于 CHARLS 数据的实证分析[J].江苏社会科学, 2016(6):45-49.
- [23] 何维.城乡家庭金融资产财富效应及异质性研究[J].农村经济, 2021(6):50-60.
- [24] SOUSA R M. Financial Wealth, Housing Wealth, and Consumption[J]. International Research Journal of Finance and Economics, 2008, 19:167-191.
- [25] 宋磊.城镇家庭金融资产配置的财富效应[J].财经科学, 2021(10):31-42.
- [26] 胡永刚,郭长林.股票财富、信号传递与中国城镇居民消费[J].经济研究, 2012(3):115-126.
- [27] COOPER D, DYNAN K. Wealth Effects and Macroeconomic Dynamics[J]. Journal of Economic Surveys, 2016, 30(1):34-55.
- [28] LETTAU M, LUDVIGSON S. Consumption, Aggregate Wealth, and Expected Stock Returns[J]. the Journal of Finance, 2001, 56(3):815-849.
- [29] BOSTIC R, GABRIEL S, PAINTER G. Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro Data[J]. Regional Science and Urban Economics, 2009, 39(1):79-89.
- [30] 陈斌开,李涛.中国城镇居民家庭资产-负债现状与成因研究[J].经济研究, 2011, 46(S1):55-66+79.
- [31] 乔智.中国家庭股市资产价值变动对居民消费的影响——来自 CHFS 的微观证据[J].南方经济, 2018(8):47-59.

- [32] 张大永,曹红.家庭财富与消费:基于微观调查数据的分析[J].经济研究,2012,47(S1):53-65.
- [33] POTERBA J M, SAMWICK A A, SHLEIFER A, ET AL. Stock Ownership Patterns, Stock Market Fluctuations, and Consumption [J]. Brookings Papers on Economic Activity, 1995(2):295-372.
- [34] JANSEN W J, NAHUIS N J. The Stock Market and Consumer Confidence: European Evidence[J]. Economics Letters, 2003, 79(1):89-98.
- [35] 陈训波,周伟.家庭财富与中国城镇居民消费:来自微观层面的证据[J].中国经济问题,2013(2):46-55.
- [36] 刘其享,龙吉敏,陈亭慈.异质收入来源与投资风险态度——基于心理账户视角的实证研究[J].湖北经济学院学报,2021(4):65-73.
- [37] DAVIS S, WILLEN P. Occupation-Level Income Shocks and Asset Returns: Their Covariance and Implications for Portfolio Choice[J]. Quarterly Journal of Finance, 2013, 3(4):1-53.
- [38] 吴卫星,沈涛,蒋涛.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[J].科学决策,2014(11):52-69.
- [39] VAN HEMERT O. Household Interest Rate Risk Management[J]. Real Estate Economics, 2010, 38(3):467-505.
- [40] BROWN S, TAYLOR K. Household Debt and Financial Assets: Evidence from Germany, Great Britain and the USA[J]. Journal of the Royal Statistical Society: Series A—statistics in Society, 2008, 171(3):615-643.
- [41] 陈磊,葛永波.农村家庭风险金融资产选择与消费行为——基于CFPS的微观研究[J].金融发展研究,2021(10):23-30.
- [42] 解垚.房产和金融资产对家庭消费的影响:中国的微观证据[J].财贸研究,2012(4):73-82.
- [43] 卢建新.农村家庭资产与消费:来自微观调查数据的证据[J].农业技术经济,2015(1):84-92.
- [44] 韩立岩,杜春越.城镇家庭消费金融效应的地区差异研究[J].经济研究,2011,46(S1):30-42.
- [45] 孔丹凤,吉野直行.中国家庭部门流量金融资产配置行为分析[J].金融研究,2010(3):24-33.
- [46] DUCA J V, MUELLBAUER J, MURPHY A. Housing Markets and the Financial Crisis of 2007—2009: Lessons for the Future[J]. Journal of Financial Stability, 2010, 6(4):203-217.
- [47] KAPLAN, G., VIOLANTE, G., WEIDNER, J. The Wealthy Hand-to-Mouth[J]. National Bureau of Economic Research, 2014(1):77-138.
- [48] CARROLL C D, SLACALEK J, TOKUOKA K. The Distribution of Wealth and the MPC: Implications of New European Data[J]. American Economic Review, 2014, 104(5):107-111.
- [49] 罗娟,文琴.城镇居民家庭金融资产配置影响居民消费的实证研究[J].消费经济,2016(1):18-22.
- [50] 李凤,罗建东,路晓蒙,等.中国家庭资产状况、变动趋势及其影响因素[J].管理世界,2016(2):45-56+187.
- [51] JIANG B, DAVIS J. Household Food Demand in Rural China[J]. Applied Economics, 2007, 39(3):373-380.
- [52] KHALIFA S, SECK O, TOBING E. Housing Wealth Effect: Evidence from Threshold Estimation[J]. Journal of Housing Economics, 2013, 22(1):25-35.
- [53] 石永珍,王子成.家庭资产对居民消费行为的影响——基于城镇家庭调查数据的分析[J].城市问题,2017(11):53-63.
- [54] 贾宪军.家庭金融资产结构对居民消费升级影响的实证[J].统计与决策,2020(18):154-157.
- [55] 张浩,易行健,周聪.房产价值变动、城镇居民消费与财富效应异质性——来自微观家庭调查数据的分析[J].金融研究,2017(8):50-66.
- [56] 臧旭恒,张欣.中国家庭资产配置与异质性消费者行为分析[J].经济研究,2018(3):21-34.

(责任编辑:何 飞)