

家庭金融研究综述^①

李心丹, 肖斌卿, 俞红海, 宋建华
(南京大学工程管理学院, 南京 210093)

摘要:在对个体金融决策基本框架及家庭金融特征分析基础上, 主要从行为金融学视角, 对近年来国内外家庭金融研究进行系统述评, 包括家庭投资决策研究回顾, 市场参与决策、投资组合决策及交易决策等; 家庭消费决策研究回顾, 包括储蓄行为, 住房抵押贷款以及信用卡贷款; 中国市场家庭金融研究回顾等。试图通过对近年来家庭金融理论研究工作的回顾, 为家庭金融领域的研究梳理出一个较为系统的理论框架, 同时在此基础上, 进一步结合中国市场特色, 提出中国市场家庭金融领域的未来研究方向。

关键词: 家庭金融; 行为金融; 投资决策; 消费决策; 消费金融; 综述

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-9807(2011)04-0074-11

0 引言

家庭金融 (household finance) 是近年来金融学的一个新兴领域。随着金融产品的日益丰富和家庭金融实践的快速发展, 国内外学者对于家庭金融的关注和研究不断增加, 其中一个标志是 2006 年 1 月 John Campbell^[1] 在就任美国金融学会主席时专门就家庭金融作了一个主题演讲; 另一标志是 2009 年 NBER 专门成立一个 “Household Finance” 研究小组。然而, 由于家庭金融学科发展的历史原因及路径依赖性^[2], 以及这一领域研究的数据可得性限制和建模复杂性影响^②, 相对于快速发展的实务领域, 理论研究显得非常落后, 学术界迫切需要改变家庭金融领域的研究现状。

在进一步深入研究家庭金融之前, 需要对家庭金融领域的研究现状、问题和不足等作一个系统梳理。对此, 首先需要回答, 什么是家庭金融? 家庭金融的研究框架是什么? Campbell^[1] 指出,

家庭金融类似于公司金融, 是分析家庭如何运用金融工具来实现其目标的学科。具体来说, 家庭通过利用证券投资工具, 如股票、债券、基金等, 实现资源跨期优化配置, 达到家庭长期消费效用最大化。根据消费资产定价理论 (consumption CAPM), 个体在决策过程中分为两个独立阶段, 投资组合决策和跨期消费决策, 因此本文按照这一框架对家庭金融进行系统梳理。尽管 Campbell^[1] 对家庭金融领域的研究做了一个很好的阐述, 但一方面这一主题演讲主要目的是提出家庭金融领域的主要研究问题及面临的挑战, 而不是对现有研究的系统回顾, 另一方面诚如作者在该文结尾所指出的, 这一文献主要集中在家庭投资决策分析, 而并未讨论家庭储蓄、信用卡贷款等家庭消费问题, 但事实上家庭储蓄与贷款也是家庭金融最为重要的内容之一。此外, 这一文献主要涉及 2005 年以前的研究, 而近年来家庭金融研究发展迅速, 有必要对 2006 年以来的研究进行系统

① 收稿日期: 2010-09-26 修订日期: 2010-11-10

基金项目: 国家自然科学基金重点资助项目 (70932003); 国家自然科学基金资助项目 (70901037); 教育部人文社科基金资助项目 (09YJCZH061)

作者简介: 李心丹 (1966-), 男, 湖南浏阳人, 教授。Email: bengking@njnu.edu.cn

② 关于家庭金融研究中的数据可得性限制及理论建模困难的分析, 详见文献 [1]

梳理. 与此同时, 相对于传统金融学两大领域资产定价和公司金融, 家庭金融有其特殊性并且相对更加复杂, 家庭在决策过程中更容易出现行为偏差. 因此, 本文主要基于行为金融学视角, 针对近年来家庭金融领域的研究, 尤其是 Campbell^[1]之后的研究, 按照家庭投资决策和家庭消费决策框架进行系统述评, 并在此基础上结合中国市场实际, 进行相关研究展望. 希望通过本文的梳理, 对读者理解家庭金融决策有所帮助, 同时也对今后中国市场家庭金融研究有所启发.

1 金融决策框架与家庭金融特征分析

1.1 金融决策基本框架

市场参与者通过利用金融工具实现其效用最大化, 在不考虑家庭作为参与者的特殊性情况下, 参与者金融决策基本框架如下^③

$$\max_{\xi_0} U = [u(\xi_0) + E u(\tilde{C}_1)] \quad (1)$$

$$s.t. \xi_0 = \xi - P^T \theta, \tilde{C}_1 = \tilde{\xi} + \tilde{X}^T \theta \quad (2)$$

该模型表示个体进行两期优化决策, 其中第 0 期代表当前期, ξ 表示当前期资源禀赋, ξ_0 代表当前期消费; 第 1 期代表未来, 具有不确定性, 相应地 $\tilde{\xi}$ 表示未来期的资源禀赋, \tilde{C}_1 表示未来期的消费, \tilde{X}^T 代表 N 支证券的随机支付向量. 此外, θ 表示投资组合向量, 即在每一种证券上的投资额.

根据消费资产定价理论, 个体决策分为两阶段, 即投资组合决策和消费决策. 用 $w = \xi - \xi_0 = P^T \theta$ 表示参与者将投资于证券组合的 0 期储蓄, 是扣除当前消费后的金融财富, 相应地可以把个体决策分为两个阶段, 第一阶段是给定储蓄水平下的最优投资组合问题, 第二阶段是最优消费 / 储蓄问题.

第一阶段的投资决策是, 给定投资总额 (或者储蓄水平) 个体进行最优投资组合选择

$$Y(w) \equiv \max_{\theta} E[u(\xi - P\theta) + \tilde{u}(\tilde{\xi} + \tilde{X}\theta)] \quad (3)$$

其中 $Y(w)$ 是财富 w 的间接效用函数, 表示用 w 进行最优投资获得的期望效用. 在满足参与者满足均值-一方差偏好等诸多条件下^④, 得到的基本结论是, 所有投资者将参与证券市场, 并且选择市场投资组合, 实现投资的充分分散化. 尽管这一结论是在非常严格的条件下得到的, 而这些条件在实际投资中往往并不能完全满足, 但这一结论为家庭投资决策分析提供了基本框架, 用于分析实际家庭投资决策中的市场有限参与, 以及投资分散化不足等问题.

在进行最优投资组合基础上, 参与者在第二阶段进行消费 / 储蓄决策

$$\max_w [u(\xi - w) + Y(w)] \quad (4)$$

即参与者选择最优的储蓄水平 w 当 $w > 0$ 表示当前期禀赋满足当前消费之后的剩余财富用于储蓄, 从而增加未来期的消费, 即将今天的钱放到明天使用; 当 $w < 0$ 时, 表示当前期禀赋无法满足当前消费需求, 而需要将未来期财富移到当前期消费. 这一理论模型为分析家庭消费决策提供了基本框架, 包括家庭储蓄行为、家庭住房抵押贷款、汽车消费信贷以及信用卡贷款等问题.

1.2 家庭金融特征分析

然而家庭金融决策不同于理想状态下的个体金融决策, 家庭作为决策者有其特殊性, 具体包括: 投融资决策长期性, 持有非交易性资产 (non tradable assets) (其中最重要的是人力资本) 和非流动性资产 (illiquid assets), 面临融资约束和税收复杂性等, 并由此导致了家庭金融决策中的各种行为偏差.

1.2.1 投融资决策的长期性

不同于经典金融领域决策是考虑一期或多期, 家庭金融中的决策往往是更长期的, 需要考虑生命周期 (life cycle) 因素的影响, 从而使得整个决策变得异常复杂. Campbell^[1]指出, 在这样一种状况下, 对通货膨胀率及真实利率的考虑显得尤为重要. Viceira^[3]在考虑退休因素影响的情况

③ 为简化起见, 本文仅使用两期决策模型进行分析, 本部分内容借鉴了王江 (2006)《金融经济学》第八章部分内容.

④ 限于篇幅, 本文不具体阐述这些条件, 具体参见 William F. Sharpe (1964), "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance* 19, 425-442.

下,研究了居民长期投资组合最优选择问题,而 Game 等^[4]基于生命周期理论研究最优投资组合问题,在理论上解释了居民股票市场参与不足及投资分散化不足的实证发现。

1.2.2 持有非交易性资产

家庭投资组合中往往持有大量非交易性资产,其中最为重要的是人力资本, Bodie 等^[5]最早将人力资本带来的劳动收入引入到投资组合及消费的选择理论中。人力资本由于不可交易、不可对冲,但相应的劳动力供给具有较大的弹性,因此人力资本的持有对投资者风险资产组合具有较为复杂的影响,一方面和人力资本相对应的劳动收入所具有的风险是个体风险且不可对冲,导致家庭风险厌恶程度提高^[3,6];但另一方面,由于家庭可以通过增加劳动供给来应对投资组合收益率低的情况,这一灵活性导致家庭可以承担较高风险^[5,7]。Cocco 等^[8]在考虑非交易性劳动收入及贷款约束情况下,研究了居民最优消费及组合选择问题。

1.2.3 持有非流动性资产

家庭投资组合中除持有非交易性资产外,还持有非流动性资产,其中最主要的是房地产。房地产具有双重功能,一方面作为消费品为居民提供居住服务,另一方面作为投资品具有非流动性特征, Flavin 等^[9]、Cocco 等^[8]及 Yao 等^[10]研究了居民在考虑房地产投资情况下的最优投资组合选择问题,其中 Yao 等^[10]研究发现房产持有对投资组合具有替代效应 (substitution effect) 和多元化效应 (diversification effect); Cocco 等^[8]则从房地产投资角度对居民财富组成及股票持有变动进行了解释,并指出对年轻且贫困的投资者而言,房地产投资将减少其股票市场参与,具有挤出效应。

此外,家庭金融决策还受融资约束^[8,10]及税收复杂性^[11]等因素影响。

从上面的分析可以看到,家庭金融决策有其特殊性,再加上金融产品的多样性和家庭金融规划的复杂性,使得家庭金融决策难免受心理及行为偏差影响,导致家庭金融决策往往偏离完全理性下的最优决策,因此有限理性和行为偏差是分析家庭金融行为的主要出发点。下面在各个部分文献回顾过程中,主要以家庭决策中的行为偏差

为出发点,从家庭投资决策和消费决策两方面对这一领域的工作进行系统回顾。

2 家庭投资决策研究回顾

家庭投资决策是家庭金融中最重要的内容之一,主要包括家庭的市场参与决策、投资组合分配决策、具体交易决策等,当前的研究主要集中在家庭的股票市场投资决策方面。

2.1 市场参与决策

家庭在投资过程中,往往面临多个市场投资机会,那么是什么因素决定了家庭参与或不参与某个市场或投资项目?

一方面,部分学者从居民个体特征角度研究了家庭的市场参与问题,具体影响因素包括家庭财富、教育水平、年龄、性别等。Vissing-Jørgensen^[12]研究指出,居民财富水平影响其股市参与决策,其原因在于,参与股票市场是有固定成本的,因而拥有更多财富的居民更容易进行股票投资。Campbell^[1]研究表明,总体来说随着财富水平的提高,家庭参与各个金融市场的比例提高,并且相对来说,财富水平低的家庭参与安全市场的比例高,而财富水平高的投资者参与私人商务活动的比例高。类似地,Heaton 等^[6]也发现富裕的家庭用私人企业投资替代公共证券投资活动。与此同时,居民参与股市也受教育程度的影响,更高的教育程度使得居民更容易了解股票投资相关信息,从而降低了其股票投资的固定成本,促进了股市参与^[13]。另外,居民的股市参与程度也随着年龄的增长而增加,且男性投资者参与股市比女性更积极^[14]。

另一方面,部分学者从社会成员之间的相互影响角度研究了家庭的市场参与问题。Manski^[15]从内生互动和情景互动两方面对社会互动问题进行了系统分析。Hong 等^[16]从社会互动角度首次对家庭参与股市行为进行了研究,发现社会互动程度越高,居民参与股市的概率越高,其解释是,居民的社会互动程度越高,他的观察性学习和交流股市话题的机会也越多,参与股市的净成本越低,因而参与股市的可能性就越高。与此同时,Guiso 等^[17]基于意大利市场的调查数据,首次研究了社会资本对家庭金融决策的影响,研

究结果发现, 在社会资本高的地区, 家庭更多地投资股市而不是持有现金。Guiso等^[18]从社会信任角度分析了股票市场有限参与之谜, 指出信任程度越高的地区, 居民财产中股票比例越高, 其原因在于, 信任程度越高, 居民预期股票合同的其他参与方侵占未来股票收益的概率越低, 从而使得股票投资的预期收益会越高, 因此股市参与越积极。

根据经典资产组合理论, 所有家庭都应该参与股票市场。然而现有研究表明^[12], 现实中的股市参与率远低于理论预测, 即使是股票市场最发达的美国, 也有一半左右的家庭并不参与股市, 这就是家庭投资决策中的“有限参与之谜”。纵观这一领域的研究, 现有文献主要从家庭个体特征及社会群体影响两方面, 基于行为金融学理论, 对家庭“有限参与之谜”进行了相关解释。

2.2 投资组合与分散化决策

家庭在具体每一个市场参与中, 如何构建投资组合来实现分散化并消除非系统风险? 相关研究^[19-20]表明, 家庭通过直接持有个股构建投资组合时存在严重的分散化不足问题。Calve等^[21]利用全部的瑞典家庭投资数据, 在考虑共同基金持有等问题基础上, 进一步验证了家庭投资分散不足现象。Calve等^[22]利用该数据, 进一步研究家庭资产组合调整问题, 结果发现家庭往往进行积极资产组合调整, 尤其是当个人受过良好教育并且投资组合较为分散时, 但这一现象对共同基金投资者而言较弱。此外, 当在全球范围内研究投资组合分散化问题时, 普遍发现投资者存在区域性偏差 (local bias), 即投资者更多地投资于本国或本地区的股票, 从而导致投资组合分散化不足^[23-25]。

与此同时, 部分学者进一步探讨了家庭投资组合分散化不足的原因, 其中Heaton等^[6]考虑了家庭异质性对投资组合选择的影响, 指出当家庭拥有较高比例的私人商务性收入时, 投入到股票中的比例相对不足; Ameriks等^[26]在控制时间效应 (time effect) 和出生效应 (cohort effect) 基础上, 研究了年龄效应 (age effect) 对投资组合比例的影响, 研究结果并未发现随着年龄的增长而股票投资组合比例下降, 但发现随着年龄的增长, 整个退出股票市场的可能性增加。Stango等^[27]从

指数增长偏差 (exponential growth bias), 即指数增长函数线性化处理角度研究了投资组合分散化问题, 指出指数增长偏差越严重, 资产组合中股票的比例越低。

纵观这一领域的研究, 现有文献主要围绕“投资分散不足”这一现象进行了系统研究, 并进一步从家庭特征及行为偏差等角度, 指出投资分散化不足的原因。

2.3 家庭交易决策

这一领域的研究, 主要是利用个人投资者经纪商交易账户记录进行分析, 发现家庭在交易决策中存在各种行为偏差。其中Odean^[28]较早利用投资者交易记录, 研究发现家庭在交易过程中存在处置效应 (disposition effect), 即倾向于迅速卖出获利股票而长期持有亏损股票。Odean^[29,30]等指出家庭存在过度交易现象。与此同时, Odean^[31]在理论上研究了投资者过度自信以及通过学习变得过度自信的过程, Barber等^[32]利用交易账户数据证明男性投资者比女性投资者交易更加频繁, 间接证明了过度自信问题。类似地, Graham等^[33]研究了能力效应 (competence effect) 对交易频率的影响, 指出当投资者感到越有能力和有知识时更倾向于频繁交易。此外, Barber等^[34]研究发现, 由于个体投资者在购买股票时, 面对大量选择机会, 往往会基于引起关注的事件, 比如有关股票的新闻、巨额交易量、短期高回报等事件进行购买。

纵观这一领域的研究, 主要是利用折扣经纪商交易账户对家庭交易行为进行研究, 发现家庭在交易过程中, 存在过度自信、过度交易以及处置效应等行为偏差。这一领域的主要问题是交易账户并不能非常理想的反映家庭交易决策, 因为一方面一个家庭往往存在多个交易账户, 很有可能在一个账户进行买入的同时, 在另一个账户进行卖出; 另一方面, 经纪商交易账户仅反映了家庭直接持有股票的调整情况, 而无法反映家庭通过基金间接持有股票并进行交易的情况。

3 家庭消费决策研究回顾

家庭消费决策是家庭在实现最优投资组合决策后, 通过储蓄或贷款的方式实现资源跨期优化

配置,达到家庭总体消费效用最大化。因此,本部分从家庭储蓄和家庭消费信贷两方面对现有文献进行回顾。简单地讲,家庭储蓄是将今天的钱放到明天用,而消费信贷则是将明天的钱挪到今天用,其中消费信贷方面,主要围绕信用卡贷款及住房抵押贷款进行回顾。

3.1 家庭储蓄决策

家庭储蓄是放弃现阶段的家庭消费而进行投资,实现财富跨期配置,以追求未来更高的消费来实现总体效用的最大化。早期学者主要从预防性动机角度研究了家庭储蓄问题^[35],其中Carroll等^[35]在精确度量风险基础上,从理论和实证两方面论证了预防性动机在家庭储蓄中的重要性。

Bemheim等^[3]从金融教育角度研究了家庭储蓄问题,发现金融教育对储蓄有正向影响,尤其是对中低水平储蓄者的退休储蓄而言。Dyman等^[36]对家庭收入及家庭储蓄行为之间的关系进行了系统研究,结果发现家庭终身收入与家庭储蓄比例之间存在显著的正向关系,边际终身收入与边际家庭储蓄比例之间也存在正向关系尽管相对较弱。Jappell等^[37]系统研究了意大利市场家庭储蓄持续性下降问题,并利用宏观数据分析了下降的原因。

此外,Karlar等^[38]从有限关注(limited attention)角度研究了家庭储蓄决策,研究结果表明,关于家庭未来支出的提醒信息(reminder)将有助于增加家庭储蓄,尤其是当关于未来支出的提醒信息较为具体时这一效应特别明显。

纵观这一领域的研究,可以看到早期主要集中在预防性动机等理性角度分析家庭储蓄行为,而近年来关注的焦点逐步转移到家庭行为偏差及纠正,比如有限关注及金融教育等。

3.2 信用卡市场与信用卡贷款

近年来,银行信用卡市场的一些特殊现象引起了国外学者的广泛关注,如信用卡市场利率粘性(interest rate stickiness)问题、信用卡债务与流动性资产并存问题等。Ausubel^[39]较早关注了信用卡市场利率粘性,即信用卡利率并不随市场而及时调整。他发现在美国存在4000多家发行信用卡的公司且没有市场进入障碍的情况下,美国的信用卡利率却呈现出粘性现象,并且利率

水平高于其他市场平均水平。经过分析后,他将这种现象归结为家庭忽视了信用卡账户不平衡时的高利率现象,其中的原因包括:家庭高搜索成本、高转换成本以及非理性因素等。在此基础上,Calem等^[40]采用消费者访谈数据,在实证上对上述观点进行了验证。

Gros等^[41]利用信用卡市场数据研究了家庭信贷问题,结果发现家庭在利用信用卡进行贷款的同时,也持有低收益性流动资产,即家庭在可以用流动性资产偿还信用卡负债的情况下并未进行偿还,他将这一现象称为“信用卡之谜(credit card puzzle)”,Bertaut等^[42]、Bogan等^[43]以及Haliassos等^[44]也对这一问题进行了系统研究。Zimanh^[45]认为这一“信用卡之谜”并不意味着存在套利机会,并对这一现象的合理性从行为金融学角度给予了解释。

此外,Zimanh^[46]基于1978年美国最高法院关于放松信用卡利率上限的一项决定进行研究,发现相对于不受该决定影响的家庭而言,受该决定影响的家庭在该决定出台后持有了更多的银行卡,并更加频繁地通过信用卡进行借款。Agarwal等^[47]利用调查数据,分析了家庭信用卡合同选择的问题,发现平均来说,家庭选择了事后最小化成本的信用卡合同,然而大约40%的家庭仍旧选择了事后次优的合同,但随着潜在的选择偏差成本增加,选择次优合同的人数减少,随着损失额度的增加,转换到最优合同的家庭增加,从而说明大部分选择偏差的成本并不高。

纵观信用卡贷款领域的研究,可以看到,当前这一领域的研究主要集中在信用卡利率粘性,以及信用卡贷款与流动性资产并存这两个问题上,并从家庭行为偏差等角度进行了一定的解释。

3.3 住房抵押贷款

尽管房地产及住房抵押贷款在家庭资产配置中占有非常重要的地位,然而从家庭微观决策角度研究房地产抵押贷款相对很少^[1]。Campbell等^[48]研究了最优住房抵押贷款决策问题,即固定利率(fixed rate of mortgage)和浮动利率(adjusted rate of mortgage)贷款合约的选择问题,指出家庭在进行房地产抵押贷款过程中,应该考虑真实利率风险、通货膨胀风险以及现在和未

来贷款约束等进行最优决策, 并指出当家庭面临贷款约束并且风险厌恶程度不高时, 更偏好浮动利率贷款。Coulibaly 等^[49]进一步基于美国消费金融调查数据, 在实证上研究了家庭对住房抵押贷款合同的选择问题, 结果表明价格因素及可支付性是影响合约选择的重要因素, 同时未来移动期望、收入波动性以及金融风险的态度也对抵押贷款合同的选择有影响。此外, Campbell 等^[50]通过建立内生化的家庭异质性均衡模型来考查抵押贷款条件放松的影响, 结果发现贷款条件的放松很大程度解释了家庭负债、工作时间及产出波动的降低。Guiso 等^[51]研究了住房抵押贷款中, 道德与社会约束对家庭策略性违约的影响。

在这一领域的研究中, 正如 Campbell^[1]所指出的, 目前主要集中在住房抵押贷款证券化领域的研究, 而对家庭住房抵押贷款决策本身的研究相对还较少。

4 中国市场家庭金融研究回顾

在中国市场上, 随着近年来家庭金融实践活动的快速发展, 部分学者对家庭金融问题进行了一定的探讨, 主要包括家庭投资决策、家庭消费 / 储蓄决策等。

4.1 家庭投资决策研究回顾

在家庭投资决策方面, 国内学者对居民的金融市场参与及金融产品选择问题进行了较为系统的研究。其中史代敏和宋艳^[52]研究了个人年龄、收入、财富规模、受教育程度以及住房所有权等因素对家庭资产选择的影响。类似地, 吴卫星和启天翔^[53]从家庭特征角度研究了居民投资决策问题, 结果发现居民房地产投资以挤出效应方式影响了股票市场参与和投资, 财富水平显著影响了股票投资参与的概率和深度, 而居民生命周期对股票投资影响不大。李涛^[54]基于 2006 年中国 9 个城市投资者调查数据, 从惯性参与角度研究了个体投资选择问题, 结果发现在银行存款、外汇、股票等投资项目中, 个体当前和未来期望的选择都表现出了参与惯性, 并且这种惯性是其禀赋效应或延迟决策等行为偏差的结果, 而不是理性选择的结果。何兴强等^[55]从居民背景风险, 尤其是

劳动收入风险角度研究了家庭的金融资产投资问题。李涛和郭杰^[56]基于 2007 年中国 15 个城市的调查数据, 从风险态度角度研究了居民的股市参与行为, 结果表明居民风险态度对是否投资股票没有显著影响, 对此, 作者从社会互动降低居民对股票投资风险的主观感知角度进行了解释。与此同时, 李涛^[57]从居民投资的外部影响角度进行了研究, 基于 2004 年广东省居民调查数据, 研究发现社会互动和信任推动了居民股市参与, 李涛^[58]进一步基于 2005 年中国 12 个城市投资者行为调查数据, 在更大范围内研究了社会互动对居民投资选择的影响, 结果表明社会互动推动了居民对股票、债券等投资项目的参与, 而具体作用机制主要是通过个体遵循参考群体成员投资选择所体现的社会规范来实现的。

此外, 部分学者基于交易账户对家庭交易决策与交易行为进行了一定的研究, 其中李心丹等^[59]、谭松涛等^[60]利用交易数据, 研究了个人投资者行为偏差, 结果发现中国市场个人投资者存在过度自信、过度交易等偏差。

纵观这一领域的研究, 国内学者主要利用调查访谈数据以及交易账户记录, 对中国家庭市场参与、资产配置及交易行为等问题进行了一定的研究, 发现一些中国家庭投资决策中的行为偏差。然而, 这一领域目前存在的主要问题是, 尚缺乏一个类似于美国 Survey of Consumer Finance 能够全面深入反映家庭人口统计特征以及资产配置细节的全国性数据库。如何建立这样一个数据库将成为当前家庭投资决策领域研究面临的主要问题。

4.2 家庭消费决策研究回顾

家庭消费 / 储蓄决策方面, 目前的研究主要集中在从制度背景角度研究中国居民高储蓄率问题。其中袁志刚等^[61]提出我国银行储蓄率高与居民投资所受到的约束密切相关, 我国目前低风险资产的缺乏以及风险资产的广度及深度不能与居民投资目标相匹配, 因此产生了强制性银行储蓄。罗楚亮^[62]从收入不确定性角度研究了家庭高储蓄问题, 而李勇辉和温娇秀^[63]则从支出不确定性角度分析了家庭储蓄行为。汪红驹和张慧莲^[64]则基于最优资产选择模型探讨了通货膨胀、股市收益波动以及消费者风险偏好对消费者储蓄

需求的影响。万广华等^[65]研究了转型经济中的农户家庭储蓄行为,发现流动性约束、预防性动机及工业化等均对农户储蓄行为有较大正面影响。何立新等^[66]研究了中国居民储蓄率变化问题,发现20世纪90年代后期中国居民储蓄率上升,对此他从养老保险改革角度加以解释。李文星等^[67]则选择中国人口结构和居民消费习惯角度,从储蓄率提高的对应面,即中国居民消费率持续降低问题进行研究,发现人口结构变化对消费率变动影响不大,而消费习惯的稳定性在经济不断发展的情况下导致了低消费率。而汪伟^[68]研究却发现,尽管人口老龄化对储蓄率影响不确定,但出生率的下降会提高居民储蓄率。此外,陈学彬等^[69]还运用动态模拟技术,对我国居民生命周期消费投资行为进行了分析,杨科威^[70]研究了在考虑劳动不可对冲劳动收入风险时的最优消费投资问题,并通过对偶方法得到了最优解。

与此同时,蔡浩仪和徐忠^[71]从信用分配角度研究了消费信贷与中国经济发展的关系,并提出最佳信贷组合的政策建议。此外,住房信贷方面,崔新明^[72]研究了住房抵押贷款的融资效应对住房需求价格的影响,蔡明超和费一文^[73]从消费信贷中的提前偿还行为角度对中国市场住房抵押贷款问题进行了一定的研究,李爱华等^[74]基于城镇居民的消费结构与购房融资方式建立理论模型对居民住房购买力进行研究,并以北京市场数据加以检验。

从上面的回顾中可以看到,目前中国家庭消费决策领域的研究,主要是基于制度性因素,从预防性动机等角度对中国家庭高储蓄率问题进行了宏观研究。然而,对近年来快速发展起来的、消费信贷中的住房抵押贷款、信用卡贷款等问题,尚缺乏足够的关注和研究,同时对居民高储蓄率问题也缺乏微观层面的研究。

5 结束语

从上面国内外近年来家庭金融领域研究的回顾中可以看到,相对于公司金融与资产定价,家庭金融的研究更为复杂,心理及行为偏差对家庭金融决策的影响更严重。具体的研究路径,理论上主要是考虑家庭生命周期及非交易

性、非流动性资产持有,基于家庭特殊效用函数,研究家庭跨期优化决策问题;实证上主要是通过利用消费者调查数据或者股票市场经纪商个人投资者交易数据进行研究。总体来说,尽管现有研究一定程度上揭示了家庭金融决策的内在机制,尤其是行为偏差的影响,但相对于快速发展的家庭金融实践活动而言,理论研究还是显得较为落后。

中国市场上,随着近年来中国金融市场的发展及金融理财产品的日趋丰富,家庭金融实践活动也得到了快速发展,尤其是2004年以来各商业银行成立了个人银行或零售银行业务部,专门为家庭提供理财服务。在这一背景下,一方面中国家庭不再单一持有银行存款,而开始选择各种金融资产,包括股票、债券、基金、保险,以及房地产等;另一方面,随着1998年《个人住房贷款管理办法》以及1999年《关于开展个人消费信贷的指导意见》等支持消费信贷的法律出台,“量入为出”的传统消费观念逐步被打破,住房抵押贷款、信用卡贷款等提前消费方式逐步被中国家庭所接受并得到迅速发展。2010年3月首家专门从事消费信贷的消费金融公司成立,意味着中国消费金融进入了一个新的发展高度。然而,相对于快速发展的实务领域,学术界对中国家庭金融决策问题的研究相对非常滞后,尤其是在家庭消费决策领域,包括住房抵押贷款、信用卡贷款等。为此,《经济研究》编辑部还专门组织了一次中国消费金融研讨会(2010.11),以推动中国市场家庭金融研究发展。

关于未来研究方向方面,结合中国家庭金融市场近年来的发展,以及笔者对行为金融学的研究,认为中国市场下面一些问题尤其值得研究。

5.1 中国家庭高储蓄率问题

一直以来中国家庭储蓄比例很高,家庭资产大部分以银行存款方式进行投资,投资产品单一、投资效率较为低下。那么为什么中国家庭储蓄率如此高?政府应该如何引导,改变家庭高储蓄行为,扩大内需促进经济发展?目前国内学者主要从制度因素角度进行了较为系统的分析,然而由于家庭金融决策的复杂性,心理及行为偏差很有可能对中国家庭高储蓄率问题有较

大影响。因此,行为偏差将成为高储蓄率问题研究的新视角。

5.2 中国信用卡贷款问题

经过近十年的发展,信用卡在中国逐步得到了普及,然而中国信用卡市场的现状和问题是什么?对家庭而言,使用信用卡意味着什么,对家庭投资及消费决策会产生什么影响?中国信用卡市场是否存在信用卡利率粘性,以及信用卡贷款和流动性资产并存等国外市场普遍存在的问题?这些问题迫切需要在理论上加以研究和总结,从而更好地推动中国信用卡市场的发展。

5.3 住房抵押贷款问题

中国家庭住房制度,已经从计划经济时代的福利分房制度,改革为市场经济时代的商品房制度。经过十多年的发展,一方面,房地产已成为中国的一大经济支柱,但另一方面,居高不下的房价与中国居民收入水平并不相称,对中国家庭形成

了非常巨大的生活压力。因此,迫切需要对中国房地产市场,尤其是中国住房抵押贷款问题进行系统的理论研究,并有针对性地提供相关政策建议。

5.4 金融资产多元化与投资选择问题

当前中国市场金融产品日益丰富,除股票、债券外,各基金公司还推出了各种风格的投资基金,同时银行也提供了各种理财产品。这一金融资产多元化趋势会对我国家庭投资决策产生什么影响?各种金融产品推出过程中存在的问题和不足是什么?这些都是非常值得关注和研究的问题。

总之,随着中国金融市场的不断发展及金融产品的多元化,加上家庭投资意识不断增强,相信未来中国市场家庭金融理论研究将具有非常广阔的空间,而家庭金融决策中的心理及行为偏差将是家庭金融研究的主要出发点。

参考文献:

- [1] Campbell J Y. Household finance J. Journal of Finance 2006 (61): 1553—1604
- [2] Tufano P. Consumer finance J. Annual Review of Finance and Economics 2009 (1): 227—247.
- [3] Viceja L M. Optimal portfolio choice for long horizon investors with nontradable labour income J. Journal of Finance 2001 (56): 433—470
- [4] Gomes F Michaelides A. Optimal life cycle asset allocation: Understanding the empirical evidence J. Journal of Finance 2005 (60): 869—904
- [5] Bodie Z Menon R Samuelson W. Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model J. Journal of Economic Dynamics and Control 1992, (16): 427—449
- [6] Heaton J Lucas D. Portfolio choice and asset prices: The importance of entrepreneurial risk J. Journal of Finance 2000 (55): 1163—1198
- [7] Fathi E Panageas S. Saving and Investing for Early Retirement: A Theoretical Analysis Rj. Working Paper 2005
- [8] Cocco JF. Portfolio choice in the presence of housing J. Review of Financial Studies 2005 (18): 535—567
- [9] Flavin M Yamashita T. Owner-occupied housing and the composition of the household portfolio J. American Economic Review 2002 (92): 345—362
- [10] Yao R Zhang H H. Optimal consumption and portfolio choices with risky housing and borrowing constraints J. Review of Financial Studies 2005 (18): 197—239
- [11] Danmon R M Spatt C S Zhang H H. Optimal consumption and investment with capital gains taxes J. Review of Financial Studies 2001 (14): 583—616
- [12] Vissing J A. Towards An Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures Rj. NBER Working Paper 2002
- [13] Benheim B D Garrett D M. The effects of financial education in the workplace: Evidence from a survey of households J. Journal of Public Economics 2003 (87): 1487—1519

- [14] Poterba JM, Samwick A. Taxation and household portfolio composition: Evidence from tax reforms in the 1980s and 1990s [J]. *Journal of Public Economics*, 2003 (87): 5—39.
- [15] Manski C F. Economic analysis of social interaction [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 2000 (14): 115—136.
- [16] Hong H, Kubik J D, Stein J. Social interaction and stock market participation [J]. *Journal of Finance*, 2004 (59): 137—163.
- [17] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. The role of social capital in financial development [J]. *American Economic Review*, 2004 (94): 526—556.
- [18] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Trusting the stock market [J]. *Journal of Finance*, 2008 (63): 2557—2660.
- [19] Blume M E, Iwain F. The asset structure of individual portfolios and some implications for utility functions [J]. *Journal of Finance*, 1975 (30): 585—603.
- [20] Goetzmann W N, Kumar A. Why do Individual Investors Hold Underdiversified Portfolios? [R]. Working Paper, 2004.
- [21] Calvet L E, Campbell J Y, Sodni P. Down or out: Assessing the welfare cost of household investment mistakes [J]. *Journal of Political Economics*, 2007 (115): 707—747.
- [22] Calvet L E, Campbell J Y, Sodni P. Fight or flight: Portfolio rebalancing by individual investors [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2009 (124): 301—348.
- [23] French K, Poterba JM. Investor diversification and international equity markets [J]. *American Economic Review*, 1991 (81): 222—226.
- [24] Cooper IA, Kaplanis E L. Home bias in equity portfolios: inflation hedging and international capital market equilibrium [J]. *Review of Financial Studies*, 1994 (7): 45—60.
- [25] Seasholes M S, Zhu N. Individual investors and local bias [J]. Forthcoming *Journal of Finance*, 2010 (65): 1987—2010.
- [26] Ameriks J, Zeldes S P. How do Household Portfolio Shares Vary with Age? [R]. Working Paper, 2004.
- [27] Sango V, Ziman J. Exponential growth bias and household finance [J]. *Journal of Finance*, 2009 (61): 2807—2849.
- [28] Odean T. Are investors reluctant to realize their losses? [J]. *Journal of Finance*, 1998 (53): 1775—1798.
- [29] Odean T. Do investors trade too much? [J]. *American Economic Review*, 1999 (89): 1279—1298.
- [30] Barber B M, Odean T. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors [J]. *Journal of Finance*, 2000 (55): 773—806.
- [31] Odean T, Gervais S. Learning to be overconfident [J]. *Review of Financial Studies*, 2001 (14): 1—27.
- [32] Barber B M, Odean T. Boys will be boys: Gender, overconfidence and common stock investment [J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2001 (116): 261—292.
- [33] Graham J R, Campbell R H, Huang H. Investor competence, trading frequency and home bias [J]. *Journal of Finance*, 2005 (56): 877—915.
- [34] Barber B M, Odean T. All that glitters: The effects of attention and news on the buying behavior of individual and institutional investors [J]. *Review of Financial Studies*, 2008 (21): 785—818.
- [35] Carroll C D, Samwick A A. How important is precautionary saving? [J]. *Review of Economics and Statistics*, 1998 (80): 410—419.
- [36] Dynan K E, Skinner J, Zeldes S P. Do the rich save more? [J]. *Journal of Political Economics*, 2004 (112): 397—444.
- [37] Jappelli T, Paduella M. Households' Saving and Debt in Italy [R]. Working Paper, 2007.
- [38] Karlan D, McConnell M, Mullainathan S, et al. Getting to the Top of Mind: How Reminders Increase Saving [R]. Working Paper, 2010.
- [39] Ausubell L M. The failure of competition in the credit card market [J]. *American Economic Review*, 1991 (81): 50—81.
- [40] Calen P S, Loretta J M. Consumer Behavior and the Stickiness of Credit Card Interest Rates [R]. Working Paper, 1994.

- [41] Gross D B, Souleles N S. Do liquidity constraints and interest rates matter for consumer behavior? Evidence from credit card data. *J. Quarterly Journal of Economics*, 2002 (117): 149—185.
- [42] Bertaut C C, Haldrup M. Credit Cards: Facts and Theories. *Rj. Working Paper*, 2007.
- [43] Bogan V, Hammami S. Credit Card Debt and Self-control. *Rj. Working Paper*, 2004.
- [44] Haldrup M, Reiter M. Credit Card Debt Puzzles. *Rj. Working Paper*, 2005.
- [45] Ziman J. Household Borrowing High and Lending Low under No arbitrage. *Rj. Working Paper*, 2007.
- [46] Ziman J. The Impact of Liquidity on Household Balance Sheets: Micro Responses to a Credit Card Supply Shock. *Rj. Working Paper*, 2003.
- [47] Agawal S, Chomsisengphet S, Liu C, et al. Do Consumers Choose the Right Credit Contracts? [*Rj. Working Paper*, 2007.
- [48] Campbell J Y, Cocco J F. Household risk management and optimal mortgage choice. *J. Quarterly Journal of Economics*, 2003 (118): 1449—1494.
- [49] Coublay B, Li G. Choice of Mortgage Contracts: Evidence from the Survey of Consumer Finances. *Rj. Working Paper*, 2007.
- [50] Campbell J Y, Herowitz Z. The Role of Collateralized Household Debt in Macroeconomic Stabilization. *Rj. Working Paper*, 2005.
- [51] Guiso L, Sapienza P, Zingales L. Moral and Social Constraints to Strategic Default on Mortgages. *Rj. NBER Working Paper*, 2009.
- [52] 史代敏, 宋艳. 居民家庭金融资产选择的实证研究[*J. 统计研究*, 2005 (10): 43—49.
Shi Dai-min, Song Yan. Empirical research of household's financial assets choices. *J. Statistical Research*, 2005 (10): 43—49. (in Chinese)
- [53] 吴卫星, 齐天翔. 流动性、生命周期与投资组合异质性——中国投资者行为调查实证分析[*J. 经济研究*, 2007 (2): 97—110.
Wu Wei-xing, Qi Tian-xiang. Liquidity, life cycle and portfolio choice heterogeneity. *J. Economic Research Journal*, 2007 (2): 97—110. (in Chinese)
- [54] 李涛. 参与惯性和投资选择[*J. 经济研究*, 2007 (8): 95—109.
Li Tao. Participation inertia and investment choices. *J. Economic Research Journal*, 2007 (8): 95—109. (in Chinese)
- [55] 何兴强, 史卫, 周开国. 背景风险与居民风险金融资产投资[*J. 经济研究*, 2009 (12): 119—130.
He Xing-qiang, Shi Wei, Zhou Kai-guo. Background risk and investors' participation in risky financial assets. *J. Economic Research Journal*, 2009 (12): 119—130. (in Chinese)
- [56] 李涛, 郭杰. 风险态度与股票投资[*J. 经济研究*, 2009 (2): 56—67.
Li Tao, Guo Jie. Risk attitude and stock market investment. *J. Economic Research Journal*, 2009 (2): 56—67. (in Chinese)
- [57] 李涛. 社会互动、信任与股市参与[*J. 经济研究*, 2006 (1): 34—45.
Li Tao. Social interaction, trust and stock market participation. *J. Economic Research Journal*, 2006 (1): 34—45. (in Chinese)
- [58] 李涛. 社会互动与投资选择[*J. 经济研究*, 2006 (8): 45—57.
Li Tao. Social interaction and investment choice. *J. Economic Research Journal*, 2006 (8): 45—57. (in Chinese)
- [59] 李心丹, 王冀宁, 傅浩. 中国个体证券投资者交易行为的实证研究[*J. 经济研究*, 2002 (11): 54—63.
Li Xin-dan, Wang Jing-ning, Fu Hao. Investigations on the transaction behaviors of Chinese individual securities investors. *J. Economic Research Journal*, 2002 (11): 54—63. (in Chinese)
- [60] 谭松涛, 王亚平. 股民过度交易了么? ——基于中国某证券营业厅数据的研究[*J. 经济研究*, 2006 (10):

83—95

Tan Song-tao, Wang Ya-ping. Do investors trade too much? Evidence from China's stock markets [J]. *Economic Research Journal* 2006 (10): 83—95 (in Chinese)

- [61] 袁志刚, 冯俊, 罗长远. 居民储蓄与投资选择: 金融资产发展的含义 [J]. *当代经济科学*, 2004 (6): 1—11.
Yuan Zhi-gang, Feng Jun, Luo Chang-yuan. Resident savings and their investment choices [J]. *Modern Economic Science* 2004 (6): 1—11 (in Chinese)
- [62] 罗楚亮. 经济转轨、不确定性与城镇居民消费行为 [J]. *经济研究*, 2004 (4): 100—106
Luo Chu-liang. Uncertainty during economic transition and household consumption behavior in urban China [J]. *Economic Research Journal* 2004 (4): 100—106 (in Chinese)
- [63] 李勇辉, 温娇秀. 我国城镇居民预防性储蓄行为与支出的不确定性关系 [J]. *管理世界*, 2005 (5): 14—18
Li Yong-hui, Wen Jiao-xiu. The uncertainty relationship between residents' precautionary saving and paying [J]. *Management World* 2005 (5): 14—18 (in Chinese)
- [64] 汪红驹, 张慧莲. 资产选择、风险偏好与储蓄存款需求 [J]. *经济研究*, 2006 (6): 48—58
Wang Hong-ju, Zhang Hui-lian. Portfolio choice, risk preference and the demand for savings deposit [J]. *Economic Research Journal* 2006 (6): 48—58 (in Chinese)
- [65] 万广华, 史清华, 汤树梅. 转型经济中农户储蓄行为: 中国农村的实证研究 [J]. *经济研究*, 2003 (5): 3—12
Wan Guang-hua, Shi Qing-hua, Tang Shu-mei. Saving behavior in a transition economy: An empirical case study of rural China [J]. *Economic Research Journal* 2003 (5): 3—12 (in Chinese)
- [66] 何立新, 封进, 佐藤宏. 养老保险改革对家庭储蓄率的影响: 中国的经验证据 [J]. *经济研究*, 2008 (10): 117—130
He Li-xin, Feng Jin, Sato Hiroshi. Pension reform and household saving: The Chinese case [J]. *Economic Research Journal* 2008 (10): 117—130 (in Chinese)
- [67] 李文星, 徐长生, 艾春荣. 中国人口年龄结构和居民消费: 1989—2004 [J]. *经济研究*, 2008 (7): 118—129
Li Wen-xing, Xu Chang-sheng, Ai Chun-rong. The impacts of population age structure on household consumption in China 1989—2004 [J]. *Economic Research Journal* 2008 (7): 118—129 (in Chinese)
- [68] 汪伟. 计划生育政策的储蓄与增长效应: 理论与中国经验分析 [J]. *经济研究*, 2010 (10): 63—77
Wang Wei. Saving and growth effects of the one-child policy: Theory and China's empirical study [J]. *Economic Research Journal* 2010 (10): 63—77 (in Chinese)
- [69] 陈学彬, 傅东升, 葛成杰. 我国居民生命周期消费投资行为动态优化模拟研究 [J]. *金融研究*, 2006 (2): 21—35
Chen Xue-bin, Fu Dong-sheng, Ge Cheng-jie. The dynamic optimization of residents' consumption and investment during his life cycle [J]. *Financial Research* 2006 (2): 21—35 (in Chinese)
- [70] 杨科威. 考虑不可对冲收入的最优消费—投资选择 [J]. *管理科学学报*, 2009 (5): 78—87
Yang Ke-wei. Optimal consumption portfolio choice with unhedgeable income [J]. *Journal of Management Sciences in China* 2009 (5): 78—87 (in Chinese)
- [71] 蔡浩仪, 徐忠. 消费信贷、信用分配与中国经济发展 [J]. *金融研究*, 2005 (9): 63—75
Cai Hao-yi, Xu Zhong. Consumer credit, credit allocation and economic development in China [J]. *Financial Research* 2005 (9): 63—75 (in Chinese)
- [72] 崔新明. 住房抵押贷款的融资效应对住宅需求价格的影响 [J]. *金融研究*, 2003 (6): 83—93
Cui Xin-ming. The price influence to house demand of mortgage's financing effect [J]. *Financial Research* 2003 (6): 83—93 (in Chinese)
- [73] 蔡明超, 费一文. 商业银行消费信贷中的提前偿还风险影响因素与风险管理 [J]. *金融研究*, 2007 (7): 25—35
Cai Ming-chao, Fei Yi-wen. The factors of prepaid risk about mortgage loans and risk management [J]. *Financial Research* 2007 (7): 25—35 (in Chinese)

[74] 李爱华, 成思危, 李自然. 城镇居民住房购买力研究[J]. 管理科学学报, 2006 (5): 8—17.

Li Ai-hua, Cheng Si-wei, Li Zi-ran. Study on housing purchasing power of urban residents[J]. Journal of Management Sciences in China, 2006 (5): 8—17 (in Chinese)

Survey of household finance

LIX in-dan, XIAO Bin-qing, YU Hong-hai, SONG Jian-hua

School of Management and Engineering, Nanjing University, Nanjing 210093, China

Abstract This paper reviews related researches about household finance from the perspective of household's behavioral bias based on the analysis of financial decision-making framework and household's characters including household's investment decision including stock market participation decision, portfolio selection and investors' transaction decision, household's consuming/saving decision including saving, mortgages and credit card loans, related researches about household finance in China et al. Through the systematic review of researches about household finance, this paper tries to make out the main research framework for household finance and also shows potential research directions in China through considering the special background of Chinese market.

Key words household finance; behavioral finance; investing decision; consuming decision; consumer finance; survey