

居民资产配置行为研究综述

——基于现象、原因、效应的视角

艾量 李国建

摘要:居民部门在经济运行中居于重要地位,居民家庭财务行为应该受到重视。从居民风险资产配置行为的现象、原因和效应三个方面,回顾居民资产配置研究的成果,发现与经典理论研究结论不同,居民家庭实际资产配置行为表现出有限参与、有形偏好、非分散化、过度交易、处置效应、惰性和疏忽等现象。最新的研究进展主要体现在资产配置家庭微观决策的形成机制及其与宏观经济政策的关系等方面,未来研究应该更加重视财富不平等的影响。

关键词:财务管理;有限参与;投资组合;有形偏好;过度交易

DOI: 10.19836/j.cnki.37-1100/c.2022.04.015

一、引言

居民家庭资产负债总额在各国宏观经济中的占比普遍较高,我国居民部门资产与负债总额与非金融企业部门、金融部门基本相当^①,美国居民家庭持有的资产和负债是企业部门的两倍以上^②。越来越多的学者提出,家庭财务研究至少应该像企业财务研究一样受到重视^③。但是长期以来,家庭财务领域研究尚显不足。近年来随着国内外经济形势的不断变化,家庭财务决策领域研究受到了空前重视。家庭财务研究有助于深入挖掘收入与财富不平等趋势的原因和后果,并与政治经济学问题有着密切关系。同时随着中等收入群体的扩大,就业相对稳定、生活比较宽裕的家庭对资产配置有更多的需求。关注居民家庭金融市场参与问题,优化家庭资产配置,也是我国深化金融供给侧改革的一个重要方向,是居民走向共同富裕的一个重要途径。

家庭财务研究的重要性主要体现在以下五个方面:一是家庭在金融市场中的重要性在增加。由于养老金固定缴款计划的扩大,促使个人直接投资其退休储蓄。在许多情况下,家庭越来越需要决定自己的最佳退休储蓄计划。二是社会已经更加深刻地认识到家庭财务决策对宏观经济运行和资产价格的重要性。过去几十年发生的金融危机性事件,促使人们对家庭在抵押贷款和其他消费信贷市场的借贷决策进行了大量而详尽的分析。三是记录家庭财务行为的详细而高质量的大型数据集可用性不断增加。这允许我们对家庭财务进行更详细地分析,同时,用于搜集这些数据的技术也随之激增。这种增长不仅有助于经验研究,技术和算法的进步也使我们能够在模型中模拟更现实的环境,并以更严肃的方式考虑异质性因素。四是人们对更仔细地分析家庭偏好、信念和约束的兴趣也有所增长。得益

作者简介:艾量,山东大学齐鲁医院高级会计师(济南 250012;ailiang@sdu.edu.cn);李国建,山东省国际信托股份有限公司家族信托事业部会计师(济南 250013;liguojian@luxin.cn)。

① 李扬、张晓晶、常欣:《中国家庭资产负债表 2018》,北京:中国社会科学出版社,2018年,第326页。

② Tufano P., "Consumer Finance", *Annual Review of Financial Economics*, 2009, 1, pp.227-247.

③ Campbell J.Y., "Household Finance", *Journal of Finance*, 2006, 61(4), pp.1553-1604.

于行为经济学的发展,人们对经典经济学思想中普遍存在的传统观念提出了更严肃的质疑。五是数字革命为解决家庭财务相关问题提供了前所未有的机会,也为该领域的研究提供了新动力。同时,这些数字技术的发展也给投资者和金融机构带来了新的挑战,使之可利用技术帮助家庭优化在金融市场中的财务行为。

本文梳理了家庭财务研究领域的最新进展,重点关注家庭居民风险资产配置行为的现象、原因与规律性效应。余下章节安排如下:第二部分,介绍居民家庭资产配置行为及其现象;第三部分,对资产配置影响机制进行解释,探究影响居民家庭资产配置行为的主要因素;第四部分,介绍居民家庭配置呈现出的一些规律性效应;第五部分,进行全文总结并提出政策建议。

二、居民资产配置行为及其现象

理论上,股票市场参与有利于增进家庭福利。然而,在实践中,家庭的收益可能取决于参与的方式。与理想化投资组合模型的偏差可能会增加投资成本,从而减少投资收益。对家庭来说,投资组合的构建和维护是一个特别棘手的问题^①。比如,投资者应多久重新平衡其投资组合(尤其是在存在交易成本的情况下),以实现预期目标?在存在特定约束的情况下(例如卖空约束),居民家庭应如何进行交易?假设居民家庭必须估计资产回报的均值和方差,尤其是当预期回报是时变的,那么居民家庭的交易频率应该是多少?虽然经典理论已经概述了投资组合多样化的好处^②,但就实施细节而言,并不是理论上讲的那样简单。

家庭财务领域不断增长的文献提供了关于家庭决策的宝贵细节,这些细节是从世界各地越来越精确的交易记录中重构出来的。在某些情况下,投资者倾向于过度交易;而在另一些情况下,又倾向于反应迟钝,投资组合再平衡的频率远远低于理论优化模型的预测。除了对家庭财务行为进行详细的实证记录外,对这些现象背后根本原因的探索,也产生了重要的理论影响。

(一)股票市场“有限参与”现象

大部分人根本不持有任何股票是实证研究得出的最重要的事实。无论使用美国消费者金融调查(SCF)数据,美国健康和退休调查(HRS)数据,英国老龄化纵向研究(ELSA)数据,欧洲健康、年龄和退休的调查(SHARE)数据,欧洲家庭金融和消费调查(HFCS)数据,还是我国的家庭调查数据,都得到了极为一致的结论。一些涉及国际比较的研究还发现,除瑞典以外,几乎所有国家的股票市场参与率均低于50%,我国居民家庭股票市场参与率甚至不足10%^③。美国的参与率从1983年的36.8%一度增长到2010年的48.9%,但如果剔除仅通过固定缴款养老金计划退休账户投资股票的家庭,直接参与率只接近20%。有趣的是,这一数据与1983年的基本相同,可以说虽然美国股票市场参与率较高,但是参与率的增长主要是由固定缴款养老金计划增长推动的。

(二)资产“有形性偏好”现象

还有一些文献研究了发达国家中其他资产类别的参与率。在几乎所有国家,拥有安全资产(如银行存款)的家庭比例都在90%以上,投资债券的家庭比例通常在10%以下,但意大利(14.6%)、英国(28.2%)和美国(13.2%)除外。房地产的拥有量很大,各国之间差异也很大,从低至44.2%(德国)到89.9%(斯洛伐克)不等。此外,大约10%的家庭拥有某种形式的私人企业,这一数值在意大利达到

① Markowitz H., "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, 1952, 7(1), pp.77-91.

② Sharp W., "Capital Asset Price: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 1964, 19(3), pp.425-442.

③ 吴卫星、尹豪:《工作时长与风险金融市场参与》,《国际金融研究》2019年第6期。

18.4%^①。在欧洲,住房拥有率最高的国家往往具有最低的抵押贷款参与率^②。值得注意的是,发展中经济体(占世界人口的50%以上)家庭资产参与情况的则有很大不同。在这些国家中,只有60%的家庭持有金融资产,房产所有权都在75%以上^③。从我国居民资产结构来看,住房资产是中国家庭资产的主要构成部分^④。

(三)非分散化现象

相关研究考察了13个国家在横截面维度上的资产配置情况:家庭最大的资产类别是房产,平均占总财富的55.1%。房产占比存在着明显的跨国异质性,最低为36.6%(德国),最高为77.4%(斯洛伐克)^⑤。这再次表明,有形资产持有与一国的发展程度有关。金融资产平均占家庭总财富的27%,也存在很大的异质性,最低为10.0%(斯洛文尼亚),最高为47.9%(德国)。直接持有的股票、共同基金和债券约相当于家庭总财富的0.9%、0.9%和0.4%,最大值分别为2.8%、2.4%和1.6%。这些数字在很大程度上反映了家庭对不同资产类别的有限参与,以及对资产有形性偏好。此外,美国、荷兰、德国和意大利样本显示,这些国家家庭中的股票资产占比分别为59.6%、53.6%、21.8%和57.3%。

在美国,很大一部分居民家庭直接持有单一的投资组合,超过50%的投资者直接持有的股票不超过两支。在瑞典,包含家庭总体财富信息的数据,不仅记录了所有资产类别(房地产、债券、股票、基金和银行账户),还记录了个人资产层面的投资组合持有情况。这些数据有可能克服上面列出的一些缺点:第一,研究者可以选择一个有代表性的人口样本,也可能是整个国家的人口。第二,与问卷调查不同,公共数据的好处是大大减少了测量误差。瑞典金融机构向税务局提供有关其客户全球资产配置的信息,纳税人收到已经填写的纳税申报表,并核对报表,纠正错误并添加信息。第三,由于信息是针对当前金融财富总额和个人资产水平提供的,因此可以准确估计家庭投资的多样化。与之前的文献一致,这类研究发现瑞典家庭直接持有的股票很少,但是,由于他们能够观察到个人资产层面的所有资产配置情况,他们能够探索完整投资组合中持有的特殊风险的决定因素。

(四)过度交易现象和处置效应

许多研究发现散户投资者表现出非常高的换手率,这种过度交易背离了投资组合选择的标准模型。在标准模型中,有效市场中的家庭进行被动投资。总体而言,家庭产生了不必要的高交易成本,交易的频繁程度超过了对财务状况有益的程度,高换手率与预期回报负相关^⑥。

此外,在散户投资者交易的文献中,散户投资者表现出明显的“处置效应”,即倾向于卖出盈利的股票和持有亏损的股票。但是,该策略在具有正向动量的市场中是一种亏损策略。在边际投资者表现出处置效应的市场中,股票价格可能对负面消息反应严重不足^⑦。

① Badarinsa C., Campbell J.Y., Ramadorai T., "International Comparative Household Finance", *Annual Review of Economics*, 2016, 8, pp.111-144.

② Christelis D., Georgarakos D., Haliassos M., "Differences in Portfolios Across Countries: Economic Environment versus Household Characteristics", *Review of Economics and Statistics*, 2013, 95(1), pp.220-236.

③ Badarinsa C., Balasubramaniam V., Ramadorai T., "The Household Finance Landscape in Emerging Economies", *Annual Review of Financial Economics*, 2019, 11, pp.109-129.

④ 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》,《管理世界》2016年第2期。

⑤ Badarinsa C., Campbell J.Y., Ramadorai T., "International Comparative Household Finance", *Annual Review of Economics*, 2016, 8, pp.111-144.

⑥ Grinblatt M., Keloharju M., "The Investment Behavior and Performance of Various Investor Types: A Study of Finland's Unique Data Set", *Journal of Financial Economics*, 2000, 55(1), pp.43-67.

⑦ Grinblatt M., Keloharju M., "What Makes Investors Trade?" *Journal of Finance*, 2001, 56(2), pp.589-616.

(五)不作为(惰性和疏忽)现象

与处置效应相反,越来越多的文献表明,对风险投资组合再平衡时,家庭的活跃程度低于应有的水平。这种迟缓不仅仅存在于退休账户的行为,而且在风险金融市场中,也有广泛的表现。风险金融市场中投资组合再平衡较弱,这掩盖了投资组合再平衡行为和市场参与的异质性。受教育程度较高和较富裕的家庭,比受教育程度较低和较贫穷的家庭,更不容易出现迟缓行为^①。

尽管惰性和不活跃现象普遍存在,但只有10%到18%的家庭,在互联网泡沫破裂前后,拥有经纪账户。这其中,三分之二到四分之三的家庭,在一年内有过股票交易行为。因而,过度交易不是一种普遍趋势,尽管在经纪账户中可以观察到这种趋势^②。

总之,金融市场中投资者行为的特征是一个难以捉摸但却很重要的问题。从迄今为止产生的实证研究中可以看出,家庭在其直接管理的投资组合中总体上是过度活跃的,而这些投资组合往往表现为明显的多元化不足问题。此外,这种过度交易的程度存在着显著的横向差异,与家庭人口统计特征相关。更为复杂的是,总体平均数掩盖了一些基本事实,即在广泛的家庭群体中,可能至少有两个不同的群体,一小部分高度成熟的交易者在其快速变化的投资组合中获得高回报,不成熟家庭的交易显然处于次优状态。迄今为止,在大量证据中发现的另一个问题是资产头寸很重要,即经纪账户的过度交易和退休储蓄账户的过度不交易。因此,应构建一个家庭在一系列风险资产市场中完成资产配置行为的理论模型,该模型具有结构上估计的偏好和信任参数,这些参数可能取决于人口统计学特征。理想情况下,这种结构估计将在一个大型和详细的数据集上进行,该数据集涵盖了在相当长的时间跨度内做出决策的样本家庭,并有助于归纳既有文献中发现的复杂性。

三、对资产配置影响机制的解释

经典投资组合理论认为,家庭应该在风险资产上至少投资一些财富,以获取风险溢价。然而,实际中家庭资产配置行为与标准的投资组合理论的背离引起了学者们的广泛兴趣。

家庭资产配置存在许多复杂性,投资和交易的细节成为家庭财务管理的真正难题。首先,低成本指数跟踪基金的可用性并不普遍。在许多经济体中,低成本多元化工具根本不存在(诸如被动指数基金或其他更复杂的等价物),因此家庭必须直接投资股票^③。这意味着在许多情况下,家庭必须自行构建交易策略,以实现多样化的投资组合。其次,即使在一个存在低成本多元化工具的市场中,基金的选择对家庭来说也可能同样复杂、缺乏逻辑。在世界各地的许多市场中,基金的数量大于单个股票的数量,而且相关费用和表现可能很难在不同工具之间进行比较。因此,即使存在有投资组合管理工具,基金选择难题似乎也是不可避免的。第三,往往只有能够支付大量服务费用的家庭,才能获得高质量的财务建议。第四,在非流动性股票中,交易成本可能是巨大的,这使得股票市场的承诺收益和实际收益之间的关系变得微妙,也使得最佳交易行为变得极其复杂。最后,当面对涉及大量信息和复杂决策的任务时,家庭面临相当大的认知挑战,这使得认知能力成为股票交易的重要影响因素。

在过去的二三十年中,大量文献试图从更多角度出发,解释“有限参与”“有形偏好”“过度交易”等行为异象。

① Campbell J.Y., “Household Finance”, *Journal of Finance*, 2006, 61(4), pp.1553-1604.

② Biliass Y., Georgarakos D., Haliassos, M., “Portfolio Inertia and Stock Market Fluctuations”, *Journal of Money, Credit and Bankings*, 2010, 42(4), pp.715-742.

③ Campbell J.Y., Ramadorai T., Ranish B., “Do the Rich Get Richer in the Stock Market? Evidence from India”, *American Economic Review: Insights*, 2019, 1(2), pp.225-240.

(一)对股票市场“有限参与”的解释

大量关于家庭股票市场有限参与影响因素的研究发现,固定成本和预期效用偏离的作用是不容忽视的。对有限参与的解释大致可分为五类——风险偏好、参与成本(金钱和信息成本)、劳动收入风险、异质性信念以及同龄人影响。

第一,风险偏好对股票市场参与有重要的影响。标准偏好认为家庭在无限小的赌博中持风险中立的态度。这意味着,在没有其他风险来源或约束的情况下,投资者总是将其财富的一部分分配给风险溢价为正的资产。然而,在偏好出现一阶风险厌恶,如失望厌恶、损失厌恶、模糊厌恶时,可以得到不参与的结论。一方面,具有损失厌恶偏好的人,由于对损失的容忍度很低,即使没有任何直接参与成本,也会选择远离股市。另一方面,如果股票回报是不明确的,而模糊厌恶者也不喜欢不明确的事情,那么最好的选择是不要参与股票市场。

第二,固定的参与成本也可能导致不参与。由于相当一部分人拥有的流动性资金量很少,即使是很小的参与成本也足以阻止家庭参与股票市场。除此之外,对于金融知识水平较低的人来说,间接成本可能特别高,包括股票市场学习的显性成本和隐性成本,关于如何投资、建立股票账户的成本,以及寻找投资顾问或寻求投资建议的成本。

第三,在劳动收入与股票价格高度相关的模型中,也可以得出不参与的结论。当个人面临较少的劳动收入风险,或劳动收入增长与股票收益相关性较小时,他们更有可能参与股票市场。一般而言,风险资产持有量随着收入风险和借款约束增加而显著降低,而收入风险较高的家庭,或者收入增长与股票回报关系更密切的家庭,风险资产持有份额较低。此外,大多数投资者倾向于持有与其劳动收入正相关的股票。有研究发现,背景风险对投资组合选择的影响取决于风险的大小,以及投资者对劳动收入风险的敏感性,并且高风险股票对劳动收入风险的变化非常敏感^①。

第四,对股票收益和波动性的信念差异,可以决定金融市场参与的差异,尤其是投资组合配置的差异。家庭对股票市场或金融机构的信心是非常重要的^②。被欺骗的感知概率可以限制预期回报,并增加股票市场投资的感知风险,从而降低参与率。经典投资组合模型中的标准假设是,所有投资者对股票市场收益都有相同的信念。也就是,个人感知的市场信号是通过价格来揭示的,因此信念必须是同质的。然而,这一假设的可能更多的是出于方便,而不是现实。这在一定程度上是由于获取投资者信念信息的实际困难。

第五,社会互动或模仿渠道也能够解释有限参与现象。如果同龄人是股票市场参与者,那么家庭也可能更愿意参与股票市场。与家庭金融的大多数领域一样,该类问题的研究更加注重探索和解释数据中观察到的多样的异质性来源。

许多学者对家庭资产配置决策驱动因素进行了研究,并找到了不同渠道的证据。一是基于偏好的解释。模糊厌恶的度量与股市参与度呈负相关^③。信任水平可以解释数据中参与率的差异^④。二

① Fagereng A., Guiso L., Malacrino D., et al., “Heterogeneity and Persistence in Returns to Wealth”, *Econometrica*, 2020, 88(1), pp.115-170.
 ② Gomes F., Haliassos M., Ramadorai T., “Household Finance”, *Journal of Economic Literature*, 2021, 3(59), pp.919-1000.
 ③ Dimmock S.G., Kouwenberg R., Mitchell O., et al., “Ambiguity Aversion and Household Portfolio Choice Puzzles: Empirical Evidence”, *Journal of Financial Economics*, 2016, 119(3), pp.559-577.
 ④ Giannetti M., Wang T.Y., “Corporate Scandals and Household Stock Market Participation”, *Journal of Finance*, 2016, 77(6), pp.2591-2636.

是信息成本渠道的影响。当个人具备较高的财务知识^①、高等教育^②或认知水平^③时,更有可能参与股市。三是同伴效应的影响。当家庭能够更好地了解金融市场或当邻居经历了较好的股票回报时,家庭更有可能投资股票^④。

基于参与成本的研究认为,由于贫困家庭承担不起固定成本,所以最好选择不投资股票。虽然参与成本可以解释穷人不参与股票市场的原因,但无法解释为什么一小部分富裕家庭也不投资股票。值得一提的是,参与成本不仅包括金钱成本,也包括投资者花费在股票市场信息搜寻上的时间。

基于信任、非标准偏好或同伴效应的解释可以填补成本理论的空白。有学者对获得巨额遗产和巨额彩票收益的家庭进行了研究,结果表明,对于以前没有投资股票的家庭,只有不到一半的家庭在经历了财富的随机增长之后,开始决定投资股票^⑤。

如前所述,随着时间的推移,股票市场参与率显著上升,特别是在美国,这种趋势几乎完全是由固定缴款养老金计划的扩张所驱动的。固定缴款养老金计划显著降低了股票市场的(直接和间接)参与成本,特别是对于金融知识有限的家庭,同伴效应和信任渠道也是潜在的促成因素。固定缴款养老金计划被视为比直接或委托直接参与更值得信赖的投资工具。而从偏好或风险的角度,很难解释参与率的巨大变化,很难说这些计划(显著)改变了投资者的偏好,或者改变了他们的劳动收入与股票回报的相关性。

(二)对“有形偏好”的解释

居民将财富投资于两大类有形资产:实物(有形)资产和金融资产。实物资产包括住宅和商业财产、耐用品(如汽车和车辆)、贵重物品(绘画、珠宝、黄金等)和私营企业财富(涉及私营企业的资产价值)。金融资产包括一系列广泛的金融工具,从现金、理财产品到复杂的衍生证券。实物资产和金融在几个方面有所不同。

实物资产是非流动的。房地产和商业财产具有高度的特殊性,耐用品的特点是有较大的信息不对称性。实物资产的回报部分是非货币性的。住宅地产和耐用品在其自身转售价值的基础上提供消费服务,私人企业财富涉及大量非货币私人利益。这些特征使得人们很难估计实际资产的预期收益和风险。

金融资产在比实物资产市场更发达、流动性更强的市场上交易。由于金融创新,它们的数量非常庞大,并且不断增加。由于大多数金融资产都是在有组织的市场上交易的,有关其过去业绩的信息是公开的,而且相对容易获得。但与大多数实物资产相反,金融证券在复杂性上有很大差异。某些金融证券的特征和收益结构极其复杂,许多家庭难以理解。此外,有关金融资产表现的信息很难处理,而且可能被误导。

在一些发展中国家,实物资产的份额巨大、金融资产份额较低,这被视为居民资产“有形偏好”。对这一现象的一种解释是,在金融发展水平较低的环境中,有形资产的价值往往更高。这是由于对借款人的筛选成本较高,抵押品可能更有价值;另一种可能的解释是,在退休账户管理和其他金融理财

① 吴卫星、张旭阳、吴锬:《金融素养与家庭储蓄率——基于理财规划与借贷约束的解释》,《金融研究》2021年第8期。

② Black S.E., Devereux P.J., Lundborg P., et al., “Learning to Take Risks? The Effect of Education on Risk-Taking in Financial Markets”, *Review of Finance*, 2018, 22 (3), pp.951-975.

③ 孟亦佳:《认知能力与家庭资产选择》,《经济研究》2014年第S1期。

④ Kaustia M., Knüpfer S., “Peer Performance and Stock Market Entry”, *Journal of Financial Economics*, 2012, 104(2), pp.321-338.

⑤ Briggs J., Cesarini D., Lindqvist E., et al., “Windfall Gains and Stock Market Participation”, *Journal of Financial Economics*, 2021, 139(1), pp.57-83.

市场效率低下、公共卫生和退休制度不可靠的环境中,住房是跨期配置和代际转移的主要方式^①。

如果排除未来劳动收入的贴现值,住房是目前为止大多数家庭最重要的资产,并对其他资产可能存在“挤出”。有关投资组合选择和住房决策的生命周期模型发现,房地产占其总财富比例较高的家庭应该减少对风险资产的投资。相比之下,那些抵押贷款余额较大的人(同样相对于他们的总财富而言),应该拥有更高的风险资产持有份额^②。国内相关研究发现,弱流动性资产特别是房地产的投资,显著影响了投资者的股票市场参与和投资组合,而且影响以“替代”效应或者说“挤出”效应为主。住房价格的快速上涨刺激了家庭必需型和投资型住房需求,并提高了家庭的借贷意愿和风险偏好^③。住房财富能够缓解流动性约束,从而提高家庭消费水平^④。

(三)对过度交易的解释

导致家庭过度交易的一个主要的解释是过度自信。一般而言,自我认知水平超过其表现水平的人往往有更高的交易量,男性比女性更倾向于过度交易,单身交易员也比已婚交易员更倾向于过度交易^⑤。如果交易者只是忽视(而不是消除)信念分歧,也会产生过多的交易量,并将这一现象称为“不屑一顾”^⑥。

平均而言,个人投资者往往遭受交易损失,尤其是在长期内。然而,平均行为掩盖了投资者之间交易表现的高度异质性。那些更频繁交易的人,往往获得较低的回报,实证发现男性比女性更容易交易和亏损。相反,少数投资者能够获得正的风险调整回报,并能够持续这样做。投资者似乎能从过去的经验中吸取教训,他们在经历了一段时间的持续亏损后退出了交易。

(四)对处置效应的解释

对处置效应的一个主要解释是家庭表现出非标准偏好。在早期的心理实验中,受试者相对于初始参考点表现出明显的损失厌恶,似乎在收益和损失(损失“越来越大”),而不是在最终财富水平方面权衡效用^⑦。这形成了前景理论许多工作的基础,增加了低概率事件权重过大的假设,以及损失偏好的凸性和收益偏好的凹性。假设行为主体在面临损失时倾向于承担风险,而在面对收益时则倾向于规避风险,从而证明了经验观察到的处置效应。前景理论和损失规避也构成了投资组合选择和资产定价更一般行为模型的基础。

为了证明关于处置效应的一系列实证结果的合理性,辅助假设是必要的。首先,处置效应通常是按股票来衡量的,即在衡量收益和损失时,这些收益和损失是在股票层面,而非投资组合层面来衡量的。为了解释这一点,一个常见的假设是家庭创建单独的心理账户,在安全层面而非投资组合层面评估(或狭义地界定)收益和损失。个人投资者更有可能出售其账户中的极端盈利和极端亏损头寸,并将这一现象称为“排名效应”,表明投资者会进行投资组合内比较^⑧。

还有一个问题是,经典理论几乎没有对家庭衡量收益和损失的参考点提供指导建议。标准假设

① Badarinta C., Campbell J. Y., Ramadorai T., “International Comparative Household Finance”, *Annual Review of Economics*, 2016, 8, pp.111-144.

② Chetty R., Sandor L., Szeidl A., “The Effect of Housing on Portfolio Choice”, *Journal of Finance*, 2017, 72(3), pp. 1171-1212.

③ 周广肃、王雅琦:《住房价格、房屋购买与中国家庭杠杆率》,《金融研究》2019年第6期。

④ 尹志超、仇化、潘学峰:《住房财富对中国城镇家庭消费的影响》,《金融研究》2021年第2期。

⑤ Barber B.M., Odean T., “Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment”, *Quarterly Journal of Economics*, 2001, 116(1), pp.261-292.

⑥ Eyster E., Rabin M., Vayanos D., “Financial Markets Where Traders Neglect the Informational Content of Prices”, *Journal of Finance*, 2019, 74(1), pp.371-399.

⑦ Kahneman D., Tversky A., “Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk”, *Econometrica*, 1979, 47(2), pp.263-292.

⑧ Hartzmark S.M., “The Worst, the Best, Ignoring All the Rest: The Rank Effect and Trading Behavior”, *Review of Financial Studies*, 2015, 28(4), pp.1024-1059.

认为合适的参考价格是证券的购买价格,但在这个参考点附近测量的收益损失阈值(即零回报)没有明显的不连续。此外,相比于亏损小的股票,家庭更倾向于卖出亏损大的股票。坦白地说,处置效应仍然是一个未解的难题。尽管存在投资组合再平衡的理论,但是一些家庭在经纪账户中的交易行为明显过度,而在其他类型账户(尤其是退休储蓄账户)中的交易不够活跃^①。

(五)对不作为(惰性和疏忽)的解释

如何解释这种明显的迟钝现象?严格理性的模型依然难以做出解释。第一种方法是应用有限理性的规范模型来解释家庭行为。第二种方法是假设家庭处理大量信息的能力有限,并且这种“能力约束”可能会影响家庭对财务决策做出即时反应的能力。第三种方法,在思想上与第二种类似,假设家庭面临在决定再平衡战略时,需要评估其投资组合的“观察成本”。假设这些观察成本与投资组合规模成比例,最佳再平衡规则应是定期观察和调整投资组合,即遵循时间相关的再平衡策略。

投资组合惯性也与实验室环境中记录的“禀赋效应”有关,即随机分配的结果导致人们倾向于已有的东西,不愿意去交换新东西。研究发现,申请并被随机分配到新股的投资者,有很强的倾向继续持有这些股票,而那些不接受分配股票的人在将来很少购买它^②。换句话说,实验组和对照组都表现出对股票的惯性行为,其中一组几乎从不出售股票,而另一组几乎从不购买股票,尽管两组都在分配股票前投入了资金。他们认为,最好的解释可能是,拥有禀赋可能会导致投资者的注意力转向其更积极的方面。

四、家庭资产配置的规律性效应

家庭必须做出许多关乎其财务和福利的重要决策,他们必须管理支付手段(现金与信用卡)、债务形式(个人与抵押贷款、固定与可变利率)、保险合同(意外、财产、健康保险)和金融中介机构(理财顾问、信托管理人)。家庭的特点使他们有别于其他经济主体。人力资本是大多数家庭终生收入的主要来源,通常是非交易性的,具有很大的特殊性和不可保险的风险,积累非常缓慢,而且很难预测。其余的财富是有形的,主要投资于非流动资产,通常是房地产和耐用品。许多家庭获得信贷的机会有限,这削弱了他们跨时期转移资源和长期平滑消费的能力。流动资产中有形财富的一部分通常很难管理,因为如果要有效地管理,家庭需要克服信息障碍并维持交易成本。其中一些特征早已被纳入微观经济行为的模型中。学者们对居民资产配置中的现象,进行了归因分析,并发现了一些规律性的效应特征,这些效应与居民的人口特征、收入和财富状况高度相关。主要可以归纳为以下几类:

(一)生命周期效应

家庭投资组合的微观数据往往表现出两个显著特征。首先,几乎所有年龄段的人参与股市都是有限的,而且往往遵循一种生命周期模式。在许多情况下,这是一种驼峰形状的模式。第二,股票的投资组合份额往往随着年龄的增长而变化,不过在这种情况下,具体的经验模式更具争议性。然而,另有实证研究发现,风险资产占比与年龄的关系呈驼峰状,甚至是单调上升的形状^③。风险资产持有份额与股票市场参与率的驼峰型模式非常相似,两者都在40岁左右达到峰值。可以通过考虑两种特殊情况来确定年龄效应:一种是无同辈效应,另一种是无时间效应。这两种假设下的结果有很大不同:考虑同辈效应时,股票市场参与者的风险资产持有份额随着年龄的增长而增加(直到60岁左右),

^① Abel A.B., Eberly J.C., Panageas S., “Optimal Inattention to the Stock Market with Information Costs and Transactions Costs”, *Econometrica*, 2013, 81(4), pp.1455-1481.

^② Anagol S., Balasubramaniam V., Ramadorai T., “Learning from Noise: Evidence from India’s IPO lotteries”, *Journal of Financial Economics*, 2021, 140(3), pp.965-986.

^③ Fagereng A., Gottlieb C., Guiso L., “Asset Market Participation and Portfolio Choice over the Life-Cycle”, *Journal of Finance*, 2017, 72(2), pp.705-750.

然后趋于平缓;存在时间效应时,风险资产持有份额占比平缓(直到 55 岁左右),然后有所下降^①。

(二)人力资本与财富效应

住房拥有和房产配置随着人力资本和初始禀赋的增加而增加,在房价快速上涨的背景下,禀赋提升会使得房产持有增多^②。相关研究按资产类别分别报告了美国、瑞典和挪威财富分布不同百分位上的情况,发现安全资产占到较贫困家庭财富的大部分,住房为主要资产^③。对于最富有的 1% 的人来说,私人股本变得非常重要,超过了住房价值;对于穷人来说,股票在金融财富中的份额特别低^④。生命周期模型预测,人力资本是债券而非股票的替代品,除非劳动收入冲击和股票回报之间的相关性非常高。因此,对于给定的人力资本价值,标准模型认为风险资产持有份额应是财富的递减函数。风险资产持有比重是金融财富的递增凹函数,人力资本的现值越高,风险承担越高,这与人力资本比股票更能替代债券的结论一致^⑤。

五、总结与建议

面对复杂的财务决策,家庭往往缺乏成熟度和专业培训,并可能面临竞争不完全的金融市场,这些机构可以行使市场权力并利用家庭决策失误。利益冲突、治理不足和金融中介监管不完善的可能性会加剧这些问题。这种复杂性导致了许多需要回答的问题,从而产生了丰富的文献。总体而言,家庭财务领域的学术研究主要出现了三方面进展:

第一,人们越来越关注这样一个重要问题,即如何更好地将家庭金融的影响因素纳入资产定价模型,从而进行将家庭微观决策与宏观经济政策的可能影响联系起来的理论和实证研究。这种与金融和宏观经济学同时发展的联系并不令人惊讶,因为家庭金融起源于这两个领域研究人员的共同努力。该领域可以在宏观经济学和金融学领域进行的相互发现过程中起到催化剂的作用。

第二,一系列不同的工具正在用来解决家庭财务问题,这一领域的文献经常采用最先进的方法构建实证识别、推求解和模拟校准的理论模型。当这些方法结合在一起时,它们会越来越多地产生具有家庭信仰、约束和偏好特征的深层参数的可信结构估计,以及家庭面临的摩擦,从而使我们能够评估潜在的反事实情景。

第三,一个日益被探讨的重要主题是智能技术解决方案的前景和风险。智能技术可能是解决许多家庭财务问题的关键,这使得“自动”解决方案成为可能。这些措施可能包括创建金融智能平台,方便家庭切换金融产品或服务机构;通过机器学习或更智能的算法程序,提供低成本远程帮助。然而,与客户接触的便利性,以及与算法决策相关的偏见所隐含的潜在危险存在未知性。还有一种可能性是,交易和转换的便利性会导致家庭过度活跃,可能会出现家庭对技术解决方案的信任问题,这可能会阻碍技术解决方案的采用。

① Ameriks J., Zeldes S., “How Do Household Portfolio Shares Vary with Age?”, 2004, <https://www8.gsb.columbia.edu/researcharchive/articles/16>. 访问日期:2021 年 12 月 8 日。

② 张吉鹏、葛鑫、毛盛志:《家庭住房需求和资产配置——基于包含人力资本和禀赋异质性的生命周期模型》,《经济研究》2021 年第 7 期。

③ Bach L., Calvet L., Sodini P., “Rich Pickings? Risk, Return, and Skill in Household Wealth”, *American Economic Review*, 2020, 110(9), pp.2703-2747.

④ Fagereng A., Guiso L., Malacrino D., et al., “Heterogeneity and Persistence in Returns to Wealth”, *Econometrica*, 2020, 88(1), pp.115-170.

⑤ Calvet L., Sodini P., “Twin Picks: Disentangling the Determinants of Risk Taking in Household Portfolios”, *Journal of Finance*, 2014, 69(2), pp.867-906.

中国普惠金融发展虽然领先于大部分金砖国家,但是和欧美发达国家相比存在较大差距^①。在走向共同富裕的大背景下,家庭金融相关研究和实践仍然大有可为。在政策研究和金融实践中更多地开展大量家庭金融方面的工作,从家庭金融中汲取的经验能够应用于国际国内以及国际间的政策设计。比如将加快构建数字化普惠金融体系,作为全社会帕累托最优的政策框架选择^②,降低金融机构门槛和服务成本,维护金融市场稳定,促进收入分配公平和共同富裕^③。

A Literature Review of Households' Asset Allocation Behaviors: From the Perspective of Phenomenon, Causes and Effects

Ai Liang Li Guojian

(Qilu Hospital of Shandong University, Jinan 250012, P.R.China

Family Trust Department of Shandong International Trust Co., Ltd., Jinan 250013, P.R.China)

Abstract: Since the household sector plays a more and more important role in the macroeconomy, the financial behaviors of households should be paid much attention. This paper reviews the research in recent decades and summarizes the characteristics of households' asset allocation behaviors from three aspects: phenomenon, reason and regular pattern. It finds that households show some characteristics which deviate from the classical theories, such as the limited participation, tangible preferences, non-diversifications, overtrading, the inertia and the negligence. The latest research progresses are mainly reflected in the relationship between households' micro decision-making behaviors and macroeconomic policies, which are important for economic growths and the adjustment of economic structures. It suggests that future research should pay more attention to the wealth inequality and income inequality, in order to make more contributions to better promote common prosperities. This paper also has some practical significance. In addition to academic research, we suggest that policy research and financial practice could absorb more useful ideas from household financial researches, so as to be better applied to international and domestic policy design.

Keywords: Financial management; Limited participation; Investment portfolio; Tangible preference; Overtrading

[责任编辑:纪小乐]

① 尹志超、彭嫦燕、里昂安吉拉:《中国家庭普惠金融的发展及影响》,《管理世界》2019年第2期。

② 李建军、韩珣:《普惠金融、收入分配和贫困减缓——推进效率和公平的政策框架选择》,《金融研究》2019年第3期。

③ 陈斌开、李涛:《中国城镇居民家庭资产——负债现状与成因研究》,《经济研究》2011年第S1期。