

财富异质性对家庭金融资产配置的影响研究

——基于2015年中国社会综合调查数据

周才云, 邓 阳

(华东交通大学 经济管理学院, 南昌 330013)

摘 要:随着我国家庭金融市场日渐完善,家庭金融资产配置的影响因素对优化家庭金融资产配置结构和提高家庭金融市场的参与率至关重要。本文从家庭财富角度出发,利用2015年中国社会综合调查数据里的9841个样本数据,运用logit模型,实证分析财富异质性对家庭金融资产配置的影响及其城乡差异。研究发现:财富水平不同的家庭,其金融资产配置存在显著差异,富裕家庭参与风险性金融市场的可能性更大,但当家庭财富累积到一定程度之后财富水平对家庭参与风险性金融市场的影响程度开始递减;城市相比于农村更有可能参与风险性金融市场,并且,在财富异质性对家庭金融资产配置的影响中,金融发展水平、被采访者的年龄和家庭规模大小等发挥着异质性作用。

关键词:财富异质性;金融资产配置;城乡差异;logit

中图分类号:F832.5 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—980X(2021)11—0155—10

一、引言

随着我国金融市场改革的稳步推进,互联网金融的兴盛,社会财富结构发生重大变化,家庭投资金融产品的比例不断增加。然而,我国家庭金融资产投资呈现较为集中的现象。《2018中国城市家庭财富健康报告》显示,我国67.7%的家庭仅拥有一种投资产品,22.7%的家庭拥有两种投资产品,而仅有10.6%的家庭拥有三种或三种以上投资产品。但是,在美国却有高达61%的家庭拥有三种或三种以上投资产品。众所周知,居民金融资产配置集中度高,不利于城乡居民有效防范投资风险,实现金融资产的效用最大化,而且也不利于金融机构之间的公平竞争,进而不利于金融市场的健康发展。由此可见,金融资产分散化程度不足已成为我国居民家庭资产配置中较为突出的问题。因此,如何让家庭在进行财富管理过程中做好金融资产的分散化处理,进一步优化金融资产配置,已成为学术界亟待关注的重要话题。

微观数据库近年来日益完善,国内外学者开始通过数据分析和构建模型来研究居民家庭金融资产的配置行为。既有文献关于家庭金融资产配置的影响因素研究,主要集中在家庭特征变量、投资者特征变量、社会宏观经济因素等三个方面。

在家庭特征变量方面,学者们主要关注家庭收入、收入结构、家庭结构、家庭成员健康状况等因素。Brown et al(2008)探讨了收入与资产配置的关系,结论显示收入与金融资产配置呈正相关。Munk和Sorensen(2010)运用随机利率动态模型,检验了劳动收入与金融资产选择有显著相关性。国内学者吴卫星和李雅君(2016)研究发现家庭结构简单的家庭更容易投资风险资产,孩子未婚的家庭更易于选择金融资产。此外,余静文和姚翔晨(2019)认为老年人口比重高的家庭,选择风险资产投资的意愿和比重更低。从家庭异质性角度出发,张剑和梁玲(2020)研究发现家庭异质性对家庭金融行为的积极度有显著影响,从而影响家庭金融资产的选择,并且家庭人口数和家庭成员健康状况都对发生金融行为具有负面影响;但段军山和崔蒙雪(2016)研究认为家庭人口数越多,其家庭参与风险资产(房产)的可能性越大。

在投资者特征变量方面,学者们主要围绕投资者年龄、受教育程度、金融知识素养、性别、婚姻状况、风险态度等因素展开分析。目前,国内外学者在投资者特征变量的研究上仍有争议。其中陈学彬等(2006)和尹志超等(2014)认为随着年龄的增长,家庭先会增加对风险资产的投资,在到达一定年龄之后,对风险资产市

投稿日期:2021—03—02

基金项目:国家社会科学基金“乡村振兴战略下农村居民获得感的分异特征评价与提升策略优化研究”(19BTJ048)

作者简介:周才云,博士后,华东交通大学经济管理学院副院长,教授,硕士研究生导师,研究方向:金融学、科技创新;邓阳,华东交通大学经济管理学院金融专业硕士研究生,研究方向:金融学。

场的参与率会逐渐下降。然而,吴卫星和齐天翔(2007)却认为居民投资特征在整个生命周期中不具有规律性。国内学者丁嫚琪和张立(2019)研究发现受教育程度、金融知识素养与家庭风险资产配置的广度和深度均显著正相关。Charness 和 Gneezy(2012)通过数据分析显示男性比女性更易于参与高风险金融市场(如股票等)。

在社会宏观经济因素与金融资产选择的研究上,学者们分别从社会资本、社会网络、宏观经济和金融资产配置关系的角度深入研究。杨汝岱等(2011)和孙永苑等(2016)研究发现社会网络可以帮助家庭获得信贷支持,缓解信贷约束,抑制贫困的发生。杜朝运和苟开宇(2020)研究认为适度而高质量的社会互动有利于家庭获取外部资源,从而减少信息不对称,降低交易成本,进而优化家庭金融资产配置。此外,基于宏观经济因素,林博和吴卫星(2019)通过研究政策变动与家庭金融资产配置的关联性,结论显示家庭金融资产配置在很大程度上受宏观经济市场环境的影响,并且刘逢雨等(2019)认为宏观经济政策调整影响微观家庭金融资产选择,当经济政策不确定时家庭出于预防性动机会降低参与风险性金融市场的概率。

在金融资产配置这一问题上,国内外学者的研究给我们提供了很多有益的启示,从理论与实证的角度深入分析了金融资产配置的影响因素,研究成果较为丰富。然而,基于地区金融发展程度研究财富异质性对家庭金融资产配置的研究鲜少。因此,本文借助于2015年中国综合社会调查研究(CGSS)数据直接从地区金融发展程度的角度,通过对不同收入层次的家庭、城乡家庭金融资产选择的实证研究,探讨家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响,并给出相应地具有代表性的建议以供参考。除此之外,从研究方法上看,本文运用logit模型将不同财富水平的家庭所拥有的金融资产进行实证分析,研究家庭参与金融资产持有广度及深度,进而研究财富异质性对家庭金融资产配置的影响。通过阅读国内外学者对该方面的相关研究发现,本文在研究角度上颇具新意,在能够检索到的范围内很少学者涉及,可见其在现阶段具有较强的现实意义。

二、理论分析与研究假说

随着金融市场的日益发展,越来越多居民家庭对金融资产有了更深的理解。与此同时,在家庭金融资产配置中,家庭财富占据着十分重要的地位,即家庭财富影响家庭金融资产的选择。财富分布的风险厌恶论指出随着财富的积累,居民的风险厌恶水平经历了先降低后增加的过程,呈现出U型形态,亦即当财富积累水平从较低水平开始逐步增加,家庭资产配置中的风险资产会逐步增加,但是随着财富积累增长到一定程度以后,家庭资产配置中的风险资产比重反而降低了。Santos 和 Barrett(2011)认为在金融资产配置上不同财富阶层的家庭存在系统性差异,相对于穷人,富人更容易得到金融市场的支持;徐丽鹤和袁燕(2017)认为越富裕的家庭获取信息的能力越强,原因在于财富水平越高的家庭拥有更多的社会资源和庞大的社会网络,从而更容易获取信息;同时,张琳琬和吴卫星(2016)发现富裕家庭抗击风险的能力越强,因为富人拥有更多的社会渠道和网络分担风险;此外,聂富强等(2012)证实,金融资产配置通过增加农村家庭进入金融市场的机会来增加家庭财产性收入,从而有利于家庭资本积累。因此,认为财富异质性对家庭金融资产配置有重要影响。基于此,本文提出假说1:

财富越多的家庭,其更容易参与风险性金融市场(H1)。

近年来,我国城乡居民收入差距数额拉大,收入不平等状态仍在加剧(基尼系数在0.45左右),城乡家庭财富的异质性愈发明显。而财富异质性又是影响家庭金融资产配置的重要因素。因此,城乡家庭财富的差距会带来家庭金融资产配置的城乡差异。城乡居民参与风险性金融市场的积极性存在明显差异,城市居民更倾向参与风险性金融市场。其原因在于,一方面,城镇居民由于受教育水平相对于农村居民更高,从而对金融产品的认知和识别能力更强(尹志超,2014);另一方面,与农村居民相比,城镇居民的收入水平更高,在满足基本的衣食住行消费和储蓄存款外,能够拥有更多的闲散资金投资风险性金融资产(卢亚娟和Calum,2014)。据此,本文认为财富异质性对家庭金融资产配置的影响具有城乡差异。因此,本文提出假说2:

相对于农村,城市更有可能参与风险性金融市场(H2)。

金融发展理论认为金融市场发展程度越高,其金融资产的配置效率越高,进而收益的波动状况越小。因此人们更易于参与风险性金融市场(王月升等,2016);与此同时,生命周期理论认为在家庭金融资产选择中

老龄家庭更倾向于购买银行储蓄和房产等风险性低的理财产品,而对投资风险性金融资产如股票、债券等意愿较低(王聪等,2017);此外,吴卫星和李雅君(2016)⁶⁶研究发现家庭结构简单的家庭更容易投资风险资产,孩子未婚的家庭更易于选择金融资产。因此,本文认为在财富异质性对家庭金融资产配置的影响中,一些外在因素如金融市场发展程度,个体因素如年龄、受教育程度等都会产生异质性作用。由此,本文提出假说3:

金融发展水平、年龄和受教育程度等在财富异质性对家庭金融资产配置的影响中发挥着异质性作用(H3)。

三、数据和模型

(一)数据来源

本文数据来源于中国综合社会调查数据 CGSS(2015)。首先,CGSS采用多阶分层抽样,属于连续性截面调查数据,覆盖了广东省、广西省、吉林省、湖北省、内蒙古自治区等全国众多省、市、自治区,数据具有权威性和代表性;其次,CGSS 调查问卷及数据中有关于城镇户口家庭和农村户口家庭及其成员的相关数据,例如:家庭总收入、家庭人口数、个人学历、婚姻状况、健康状况、户口性质等,包含了多方面的信息,与本文的研究内容是较为符合的;最后,本文重点关注了城镇户口家庭和农村户口家庭及其成员,并且通过筛选排异等数据处理,保证了数据的质量。

(二)变量选取

本文选择了2015年中国综合社会调查数据里的9841个数据作为样本,并且通过观察城乡居民的家庭收入水平、家庭人口数量、年龄、婚姻、受教育水平、性别、健康状况及其金融资产选择情况等特征分析财富异质性对家庭金融资产配置的影响。本论文最关心的变量是风险性金融资产、家庭总收入和城乡虚拟变量。为了减小误差,将这份数据做异样本处理,剔除无效数据。

1. 金融市场的参与度

本文运用是否参与风险性金融市场来度量家庭的金融市场参与度,即为本文的被解释变量,是二值离散型变量;将参与风险性金融市场取值为1,没有参与风险性金融市场取值为0。其中,风险性金融资产包括股票、债券、基金、外汇投资、金融衍生品等。

2. 财富异质性的度量

由于目前研究理论和文献中既没有对财富异质性具体定义,也没有统一衡量标准,而家庭收入是财富的主要来源,高收入更容易积累财富,因而高收入的家庭会拥有较多的财富(梁运文等,2010)。因此,本文运用CGSS(2015)所有有效样本的不同家庭年总收入(取过去12个月家庭总收入的对数)的数据来衡量家庭财富异质性,具体包括:工资性收入、财产性收入、经营性收入和转移性收入4类,下文实证研究中财富异质性的指标均来源于此数据。

3. 控制变量

本文选取以下控制变量(见表1):受教育水平、家庭规模、年龄、城乡、性别、婚姻状况和健康状况。其中,将受教育水平分为14类,家庭规模用家庭人口数量表示;城镇赋值为1,农村赋值为0;男性赋值为1,女性赋值为0;将婚姻状况分为2类:第一类为已婚,包括隐性的婚姻状态-同居,记为“1”;第二类,将未婚、分

表1 研究变量及说明

变量	变量名称	变量名称	变量含义
被解释变量	是否参与风险性金融市场	<i>Y</i>	参与=1,没有参与=0
解释变量	财富异质性	<i>Inc</i>	过去12个月家庭总收入的对数
控制变量	受教育水平	<i>educ</i>	没受过教育=1,私塾、扫盲班=2,小学=3,初中=4,职业高中=5,普通高中=6,中专=7,技校=8,大学专科=9(10),大学本科=11(12),研究生及以上=13,其他=14
	家庭规模	<i>fml</i>	由家庭人口数量表示
	年龄	<i>age</i>	由2015-出生年份得出
	城乡	<i>city</i>	城镇=1,农村=0
	性别	<i>gender</i>	男性=1,女性=0
	婚姻状况	<i>mar</i>	第一类为已婚,包括隐性的婚姻状态-同居,记为“1”;第二类,将未婚、分居、离婚、丧偶归为单身,记为“0”
	健康状况	<i>hel</i>	第一类为健康,包括很健康、比较健康、一般,记为“1”;第二类不健康,包括很不健康、比较不健康、不健康,记为“0”

居、离婚、丧偶归为单身,记为“0”;将健康状况分为2类:第一类为健康,包括很健康、比较健康、一般,记为“1”;第二类不健康,包括很不健康、比较不健康、不健康,记为“0”。

(三)描述性统计

表2是本文的基本变量描述统计,财富异质性是本文的核心解释变量,二值离散型变量是否参与风险性金融市场是被解释变量,受教育年限、年龄和家庭人口数量等是本文的解释变量。另外,引入城乡二元变量来解释城乡居民金融资产选择的差异。同时,为了减少异方差问题,使用了收入对数、收入对数的平方、受教育年限的平方、年龄对数和年龄对数的平方。从表2首先可以看出,是否参与风险金融市场的均值为0.0714,这表明我国居民家庭参与风险性金融市场程度很低,此结果与《2018中国城市家庭财富健康报告》显示结果吻合。解释变量中,收入对数和收入对数的平方的标准差过大,验证了我国居民收入差距大,收入不平衡的现实问题。同时,受教育程度的均值为4.903,标准差为3.106,这说明所采样本中平均受教育程度比较低,且我国居民受教育程度差距比较大。就家庭规模来看,其均值3.429,标准差1.658,这说明受访者中平均而言是三四口之家,小规模家庭较多。另外,婚姻状况的均值为0.792,说明大部分都是已婚家庭;性别状况的均值为0.476,表明受访者的性别比例几乎差不多;健康状况的均值为0.825,这说明受访者的健康状况平均而言普遍较好。最后,城乡变量的均值为0.585,这表明所采用样本的城乡比例比较均衡。上述描述性统计结果显示,各变量均有较大的变动幅度,适合做回归分析。

表2 变量描述性统计

变量	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
是否参与风险金融市场	9841	0.0714	0.258	0	1
收入对数	9841	10.51	1.148	5.298	16.12
收入对数的平方	9841	111.7	23.60	28.07	259.8
年龄对数	9841	3.857	0.368	2.890	4.543
年龄对数的平方	9841	15.01	2.756	8.354	20.64
受教育程度	9841	4.903	3.106	1	14
受教育程度的平方	9841	33.68	41.82	1	196
家庭人口数	9841	3.429	1.658	1	14
婚姻状况	9841	0.792	0.406	0	1
性别	9841	0.476	0.499	0	1
健康状况	9841	0.825	0.380	0	1
城乡	9841	0.585	0.493	0	1

(四)模型构建

由于被解释变量(参与风险资产 par)是虚拟变量,本文采用logit模型进行回归分析。首先分析了家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响及其城乡差异,并加入家庭人口数量、受教育程度、年龄、性别、婚姻和健康状况等控制变量。其次,由于地区金融发展差异及其文化差异可能引起的家庭金融资产配置的不同,本文分别从金融发达地区和金融欠发达地区分样本本文家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响。模型设定如下:

$$Par = \beta_0 + \beta_1 \ln c_i + \beta_2 (\ln c_i)^2 + \beta_3 \ln a_i + \beta_4 (\ln a_i)^2 + \beta_5 educ_i + \beta_6 (educ_i)^2 + \beta_7 fml_i + \beta_8 city_i^2 + \beta_9 gender_i + \mu_i \quad (1)$$

其中:被解释变量 Par 表示参与风险资产;解释变量 $\ln c$ 和 $(\ln c)^2$ 表示收入的对数形式和收入对数的平方; $\ln a$ 和 $(\ln a)^2$ 分别表示年龄对数和年龄对数的平方; $educ$ 和 $(educ)^2$ 分别表示受教育年限及受教育年限的平方; fml 表示家庭人口数量; $city$ 和 $gender$ 表示二值虚拟变量分别表示城乡和性别; μ_i 表示随机误差。

四、实证分析

(一)家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响

在模型中,分析了家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响及其城乡差异。表3回归结果显示:主要影响因素都是统计显著的。首先,在加入年龄控制变量的情况下,家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响为0.444,即家庭收入每增加1%,其参与风险性金融市场的概率提高44.4%;换言之,家庭财富水平与家庭金融资产配置呈显著的正相关关系,其原因在于:一方面,财富水平越高的家庭拥有更多的社会资源和庞大的社会网络(Santos和Barrett,2011),从而更容易获取信息降低风险;另一方面,富人拥有更多的社会渠道和网络分担风险(徐丽鹤和袁燕,2017)^[4],因而富裕家庭抗击风险的能力越强;由此假说1得到了验证。但是家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的,这说明家庭收入提高会增加家庭参与风险性金融市场的概率,但当家庭收入增长到一定阶段时其对家庭参与风险性金融市场的影响会变小,原因可能在于当家庭财富积累到一定阶段,通过金融资产配置获取财富的需求会降低。同时,年龄对参与风险性金融市场的边际影响为0.35,即年龄每增加1%,其参与风险性金融市场的概率提高35%,但是年龄对参与风险性金融市场的影响程度

是递减的,这与陈学彬等(2006)³³和尹志超等(2014)⁷²的观点相吻合。然后,在控制受教育程度和家庭人口数量的情况下,家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响为0.281,即家庭收入每增加1%,其参与风险性金融市场的概率提高28.1%,并且家庭收入对参与风险性金融市场的的影响程度是递减的。这结果一致说明家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响具有稳健性。同时,受教育程度对参与风险性金融市场的边际影响为0.0347,即受教育程度每增加1%,其参与风险性金融市场的概率提高3.47%,但是受教育程度对参与风险性金融市场的的影响程度是递减的,这说明人们受教育程度对其风险性金融资产选择的影响呈正相关,但这种影响会随受教育程度提升而降低,此结论与尹志超等(2014)⁷²的观点相同。家庭人口数量对参与风险性金融市场的边际影响为-0.0112,即家庭人口数量每增加1%,其参与风险性金融市场的概率降低1.12%,这一结果与张剑和梁玲(2020)⁹研究家庭人口数对发生金融行为具有负面影响一致。最后,引入性别和城乡二值变量后,发现性别对参与风险性金融市场的影响不显著,这说明性别对风险性金融市场参与影响很小甚至没有影响。城乡对参与风险性金融市场的边际影响为0.0642,即城市相对于农村参与风险性金融市场的概率会高6.42%,这说明在控制其他因素的条件,城市相对于农村更容易参与风险性金融市场,其原因在于:一方面城镇居民由于受教育水平相对于农村居民更高(尹志超等,2014)⁷³,从而对金融产品的认知和识别能力更强;另一方面,与农村居民相比,城镇居民的收入水平更高,在满足基本的衣食住行消费和储蓄存款外,能够拥有更多的闲散资金投资风险性金融资产(卢亚娟和Calum,2014);由此验证了假设2。同时,在引入城乡二值变量后,家庭收入、受教育程度、年龄、家庭人口数量和性别等变量对家庭参与风险性金融市场的影响基本一致。此外, p 值很小,说明家庭总收入对家庭金融资产配置的影响显著。

(二)稳健性检验

1. 改变解释变量

考虑到在模型回归分析中可能忽视或遗漏了一些重要因素,而这些因素将是影响考察因果关系中的重要变量。因此需要增加一些其他的重要控制变量来检验结果是否稳健。由于影响家庭金融资产配置的因素除了上文的变量,还受婚姻状况和健康状况等因素的影响。因此本文加入婚姻状况和健康状况等控制变量,进一步研究这些变量对家庭金融资产配置的影响及验证家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响是否具有稳健性。

表4结果显示:加入婚姻状况和健康状况变量后,家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响仍为正(系数为0.260, $P < 0.01$),并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度仍是递减的(系数为-0.00873, $P < 0.01$),这体现了研究结果的稳健性。同时,年龄对参与风险性金融市场的边际影响为正(系数为0.643, $P < 0.01$),并且年龄对参与风险性金融市场的的影响程度是递减的(系数为-0.0852, $P < 0.01$);受教育程度对参与

表3 财富异质性对家庭金融资产配置的影响

变量	是否选择 风险金融资产	是否选择 风险金融资产	是否选择 风险金融资产
解释变量	边际效应系数	边际效应系数	边际效应系数
收入对数	0.444*** (0.0438)	0.281*** (0.0427)	0.243*** (0.0433)
收入对数的平方	-0.0158*** (0.00181)	-0.00960*** (0.00178)	-0.00809*** (0.00181)
年龄对数	0.350*** (0.122)	0.365*** (0.120)	0.382*** (0.120)
年龄对数的平方	-0.0509*** (0.0165)	-0.0483*** (0.0162)	-0.0515*** (0.0162)
受教育程度		0.0347*** (0.00456)	0.0287*** (0.00459)
受教育程度的平方		-0.00157*** (0.000285)	-0.00129*** (0.000286)
家庭人口数量		-0.0112*** (0.00189)	-0.00869*** (0.00190)
性别			0.00509 (0.00472)
城乡			0.0642*** (0.00955)
观测值	9841	9841	9841

注:***表示在1%水平上显著;括号中为标准误。

表4 稳健性检验

变量	是否选择风险金融资产	是否参与风险金融市场
解释变量	边际效应系数	边际效应系数
收入对数	0.243*** (0.0433)	0.260*** (0.0436)
收入对数的平方	-0.00809*** (0.00181)	-0.00873*** (0.00182)
年龄对数	0.382*** (0.120)	0.643*** (0.133)
年龄对数的平方	-0.0515*** (0.0162)	-0.0852*** (0.0178)
受教育程度	0.0287*** (0.00459)	0.0295*** (0.00457)
受教育程度的平方	-0.00129*** (0.000286)	-0.00136*** (0.000285)
家庭人口数量	-0.00869*** (0.00190)	-0.00769*** (0.00188)
性别	0.00509 (0.00472)	0.00457 (0.00471)
婚姻状况		-0.0301*** (0.00661)
健康状况		-0.00538 (0.00888)
城乡	0.0642*** (0.00955)	0.0635*** (0.00951)
观测值	9841	9841

注:***表示在1%水平上显著;括号中为标准误。

风险性金融市场的边际影响为正(系数为0.0295, $P < 0.01$),并且受教育程度对参与风险性金融市场的影响程度是递减的(系数为-0.00136, $P < 0.01$);家庭人口数量对参与风险性金融市场的边际影响为负(系数为-0.00769, $P < 0.01$),且边际影响较小;性别对参与风险性金融市场的边际影响不显著,婚姻状况对参与风险性金融市场的边际影响为负(系数为-0.0301, $P < 0.01$),健康状况对参与风险性金融市场的边际影响不显著;同时,城乡对参与风险性金融市场的边际影响为正(系数为0.0635, $P < 0.01$),即城市相对于农村更容易参与风险性金融市场,此结果与上文相符,体现了研究结果的稳健性。

2. 运用probit模型检验

为了进一步检验结论的稳健性,本文运用probit模型再次回归对前文结论进行检验(见表5),将回归结果与logit模型的回归结果(见表3)进行比较。

由表5可知,进行probit回归结果显示:家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响仍为正(系数为0.163, $P < 0.01$),并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度仍是递减的(系数为-0.00478, $P < 0.01$),这与前文logit模型的回归结果一致,说明该结论是稳健的。同时,年龄对参与风险性金融市场的边际影响为正(系数为0.350, $P < 0.01$),并且年龄对参与风险性金融市场的影响程度是递减的(系数为-0.0471, $P < 0.01$);受教育程度对参与风险性金融市场的边际影响为正(系数为0.0249, $P < 0.01$),并且受教育程度对参与风险性金融市场的影响程度是递减的(系数为-0.00103, $P < 0.05$);家庭人口数量对参与风险性金融市场的边际影响为负(系数为-0.00827, $P < 0.01$),且边际影响较小;性别对参与风险性金融市场的边际影响不显著;同时,城乡对参与风险性金融市场的边际影响为正(系数为0.0576, $P < 0.01$),即城市相对于农村更容易参与风险性金融市场,此结果与前文logit模型的回归结果相符。因此,可以证明该结论是稳健的。

(三)异质性检验

1. 按金融发展水平分组,考察家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响

由于地区金融发展水平不同,风险性金融市场的活跃程度也会不同,进而会影响家庭参与风险性金融市场的积极性。因此本文按金融发展水平分组考察金融发展程度在家庭财富异质性对家庭金融资产配置影响的异质性。根据我国地区金融发展水平,将样本分为金融发达地区和金融欠发达地区,通过分析处理样本数据,得到结果见表6。

表6结果显示:财富异质性对家庭金融资产配置的影响在金融发达地区显著(1%的显著性水平),家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响呈正相关(系数为0.294, $P < 0.01$),并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的(系数为-0.00908, $P < 0.01$),这说明在家庭收入提高时,金融发达地区更倾向于参与风险性金融市场;而财富异质性对家庭金融资产配置的影响在金融欠发达地区不显著,这说明在家庭收入提高时,金融欠发达地区提高参与风险性金融市场的概率不明显。这与金融发达地区风险性金融市场活跃,家庭参与风险性金融市场积极性更高;金融欠发达地区风险性金融市场不活

表5 probit模型检验

变量	是否选择风险金融资产	是否参与风险金融市场
解释变量	边际效应系数	边际效应系数
收入对数	0.193*** (0.0380)	0.163*** (0.0381)
收入对数的平方	-0.00596*** (0.00161)	-0.00478*** (0.00161)
年龄对数	0.327*** (0.116)	0.350*** (0.115)
年龄对数的平方	-0.0430*** (0.0156)	-0.0471*** (0.0156)
受教育程度	0.0310*** (0.00425)	0.0249*** (0.00426)
受教育程度的平方	-0.00131*** (0.000273)	-0.00103** (0.000272)
家庭人口数量	-0.0107*** (0.00177)	-0.00827*** (0.00179)
性别	0.000819 (0.00471)	0.00371 (0.00470)
城乡		0.0576*** (0.0079)
观测值	9841	9841

注:***、**分别表示在1%、5%水平上显著;括号中为标准误。

表6 按金融发展水平分组考察家庭财富异质性对家庭金融资产配置的影响

变量	是否选择风险金融资产 (金融发达地区)	是否选择风险金融资产 (金融欠发达地区)
解释变量	边际效应系数	边际效应系数
收入对数	0.294*** (0.0847)	-0.0301 (0.0637)
收入对数的平方	-0.00908*** (0.00352)	0.00290 (0.00286)
年龄对数	0.907*** (0.258)	0.374*** (0.126)
年龄对数的平方	-0.121*** (0.0344)	-0.0505*** (0.0171)
受教育程度	0.0526*** (0.00874)	0.0119*** (0.00437)
受教育程度的平方	-0.00257*** (0.000545)	-0.000469* (0.000281)
家庭人口数量	-0.0110*** (0.00360)	-0.00263 (0.00177)
性别	0.0110 (0.00898)	0.00103 (0.00448)
婚姻状况	-0.0430*** (0.0125)	-0.0141** (0.00647)
健康状况	-0.0162 (0.0165)	0.00429 (0.00923)
城乡	0.0835*** (0.0203)	0.0328*** (0.00754)
观测值	4326	5515

注:***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著;括号中为标准误。

跃,家庭参与风险性金融市场积极性更低密切相关,由此也证实了假说3:金融发展水平在财富异质性对家庭金融资产配置的影响中发挥着异质性作用。引入城乡二值变量后,城乡对参与风险性金融市场的边际影响都为正(系数分别为0.0835,0.0328; $P < 0.01$),即城市相对于农村对参与风险性金融市场的概率会高,由此证实了假说2。

2. 按年龄分组,考察家庭财富异质性与家庭金融资产配置的影响

关于老龄化的影响,研究显示,家庭持有风险资产的比例随着年龄的增长而逐渐降低。将年龄按照生命周期理论分成4个阶段:30岁以下、30~45岁、45~60岁、60岁以上,对样本数据进行分析,结果见表7。

表7 按年龄分组考察家庭财富异质性与家庭金融资产配置的影响

变量	是否选择风险金融资产(<30岁)	是否选择风险金融资产(30~45岁)	是否选择风险金融资产(45~60岁)	是否选择风险金融资产(>60岁)
解释变量	边际效应系数	边际效应系数	边际效应系数	边际效应系数
收入对数	0.149(0.141)	0.451*** (0.101)	0.123(0.0751)	0.263*** (0.0680)
收入对数的平方	-0.00344(0.00597)	-0.0158*** (0.00418)	-0.00334(0.00320)	-0.00957*** (0.00283)
年龄对数	-2.654(2.587)	0.951(2.829)	-2.696(4.933)	-2.797(2.539)
年龄对数的平方	0.424(0.411)	--0.116(0.392)	0.342(0.622)	0.314(0.297)
受教育程度	0.0265(0.0204)	0.0594*** (0.0123)	0.0330*** (0.00807)	0.00708(0.00492)
受教育程度的平方	-0.000999(0.00119)	-0.00289*** (0.000747)	-0.00156*** (0.000521)	-0.000232(0.000339)
家庭人口数量	-0.0240*** (0.00653)	-0.00828* (0.00469)	-0.0120*** (0.00370)	-0.00113(0.00194)
性别	0.00722(0.0158)	0.0233** (0.0111)	-0.00755(0.00783)	0.00125(0.00670)
婚姻状况	-0.0470** (0.0198)	-0.0318* (0.0175)	-0.00384(0.0137)	-0.0312*** (0.00845)
健康状况	-0.0513(0.0463)	-0.0525** (0.0242)	-0.00135(0.0132)	0.00680(0.00907)
城乡	0.0913*** (0.0294)	0.0773*** (0.0226)	0.0508*** (0.0149)	0.0451*** (0.0152)
观测值	1327	2533	3048	2933

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;括号中为标准误。

表7结果显示:在30~45岁和60岁以上两个年龄阶段,财富异质性对家庭金融资产配置的影响显著(1%的显著性水平),家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响都呈正相关(系数分别为0.451,0.263; $P < 0.01$),并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的(系数分别为-0.0158,-0.00957; $P < 0.01$),这说明在家庭收入提高时,年龄在30~45岁和60岁以上的人更倾向于参与风险性金融市场;而年龄在小于30岁和45~60岁的阶段财富异质性对家庭金融资产配置的影响不显著,这说明在家庭收入提高时,年龄在小于30岁和45~60岁的人提高参与风险性金融市场的概率不明显。可能的原因在于,30~45岁正是人生财富积累的上升期,人们更可能通过投资理财进行财富的积累;60岁以后人们退休后拥有更多的时间进行投资理财,并且高学历的老龄家庭会更倾向于配置高风险资产(齐明珠和张成功,2019)。由此,假说3中年龄在财富异质性对家庭金融资产配置的影响中发挥着异质性作用得到了验证,并且,年龄在30~45岁阶段,家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际系数高于其他年龄阶段,这也进一步验证了这一阶段与人生财富积累的上升期密切相关。引入城乡二值变量后,城乡对参与风险性金融市场的边际影响都为正,即城市相对于农村对参与风险性金融市场的概率会高,由此证实了假说2。

表8 按受教育程度分组考察家庭财富异质性与家庭金融资产配置的影响

变量	是否选择风险金融资产(小家庭组)	是否选择风险金融资产(大家庭组)
解释变量	边际效应系数	边际效应系数
收入对数	0.248*** (0.0665)	0.00404(0.0693)
收入对数的平方	-0.00756*** (0.00279)	0.000965(0.00307)
年龄对数	0.798*** (0.195)	0.390** (0.153)
年龄对数的平方	-0.107*** (0.0262)	-0.0507** (0.0202)
受教育程度	0.0384*** (0.00699)	0.00617* (0.00341)
受教育程度的平方	-0.00175*** (0.000433)	-0.000283(0.000225)
家庭人口数量	-0.0134*** (0.00422)	-0.00103(0.00231)
性别	0.00906(0.00698)	-0.000934(0.00400)
婚姻状况	-0.0349*** (0.00986)	-0.0152*** (0.00574)
健康状况	-0.0155(0.0130)	0.0136(0.00881)
城乡	0.0857*** (0.0157)	0.0165*** (0.00549)
观测值	5963	3878

注:***、**、*分别表示在1%、5%、10%水平上显著;括号中为标准误。

3. 按家庭规模大小分组,考察家庭财富异质性与家庭金融资产配置的影响

既往理论证实家庭规模大小会影响人们对家庭金融资产的选择。因此,本文将家庭规模大小分成两组:小家庭组、大家庭组,对样本数据进行分析,结果见表8。

表8结果显示:财富异质性对家庭金融资产配置的影响在小家庭组显著(1%的显著性水平),家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响都呈正相关(系数为0.248, $P < 0.01$),并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的(系数为-0.00756, $P < 0.01$),这说明在家庭收入提高时,规模小的家庭更倾向于参与风险性金融市场;其原因在于:小家庭抚养子女和其他生活压力更小,拥有更多的资本和资金进行理财投资。而在大家庭组财富异质性对家庭金融资产配置的影响不显著,这说明在家庭收入提高时,大家庭组的样本提高参与风险性金融市场的概率不明显;其原因从以下两方面解释:一方面是家庭人数越多的家庭,家庭负担相对来说越大。因此,在满足家庭基本开销外,没有更多的闲散资金投资金融产品;另一方面,对于子女已婚或三代及以上仍选择共同居住的大家庭在一定程度上说明家庭成员的人均收入不高,他们为了减轻现在日益昂贵的房价和其他费用而选择大家庭一起生活,因而没有更多的资本参与风险性金融市场投资金融产品。由此,验证了假说3中家庭规模大小在财富异质性对家庭金融资产配置的影响中发挥着异质性作用。引入城乡二值变量后,城乡对参与风险性金融市场的边际影响都为正(系数分别为0.0857, 0.0165; $P < 0.01$),即城市相对于农村对参与风险性金融市场的概率会高,同时证实了假说2。

六、结论及建议

(一)研究结论

本文运用2015年中国综合社会调查数据里的9841个样本数据,通过观察城乡居民的家庭收入水平、家庭人口数量、受教育水平、年龄、婚姻、性别、健康状况及其金融资产选择情况等特征,运用logit模型分析财富异质性对家庭金融资产配置的影响及其地域差异,得出如下主要结论:

(1)家庭财富异质性对家庭金融资产配置有显著影响,且家庭财富对参与风险性金融市场的边际影响都呈正相关,家庭财富对参与风险性金融市场的影响程度是递减的。

(2)在同等财富水平下,城市相对于农村参与风险性金融市场的概率会更高,即城市相对于农村更容易参与风险性金融市场。

(3)进行分样本回归分析得出:①金融发达地区财富异质性对家庭金融资产配置的影响显著(1%的显著性水平),家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响呈正相关,并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的;而在金融欠发达地区财富异质性对家庭金融资产配置的影响不显著;②在30~45岁和60岁以上两个年龄阶段,财富异质性对家庭金融资产配置的影响显著(1%的显著性水平),家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响都呈正相关,并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的;而年龄在<30岁和45~60岁的阶段财富异质性对家庭金融资产配置的影响不显著;③在小家庭组财富异质性对家庭金融资产配置的影响显著(1%的显著性水平),家庭财富水平对参与风险性金融市场的边际影响都呈正相关,并且家庭收入对参与风险性金融市场的影响程度是递减的;而财富异质性对家庭金融资产配置的影响在大家庭组不显著。

(二)政策建议

1. 提高居民家庭收入,缩小城乡收入差距

家庭财富是居民进行金融资产投资的基础,而家庭收入是家庭财富的重要来源。在本文中,家庭收入对参与风险性金融市场的边际影响呈正相关,即家庭财富的增加将会增加金融资产的投资广度和深度。近年来,居民家庭收入虽然持续增长,但居民家庭金融资产的持有规模差异仍大,这也侧面反映出家庭间的贫富差距过大,尤其是城乡家庭收入差距。因此,为提高家庭金融市场投资的参与度,有必要提高居民家庭收入,增强家庭的经济实力。首先,政府应规范就业市场,为居民提供就业机会,以提高家庭的收入水平;其次,居民要不断学习提升自身素质,从而提高自身竞争力;最后,对于偏远落后的农村地区,政府要继续深入落实精准扶贫等政策,加强社会保障力度,在保证低收入家庭基本生活的同时,改善家庭的经济情况,实现家庭财富的积累。

2. 拓宽家庭投资渠道,推动家庭资产配置多元化

随着我国金融市场的不断发展,居民投资渠道越来越多元化。《2018中国城市家庭财富健康报告》显示

相对于美国等发达国家我国家庭投资集中度高,投资风险大。因此要投资手段多样化,降低投资风险,优化家庭金融资产配置。首先,居民要做好投资理财规划,切忌盲目投资,学习投资理财知识,进行适当的投资组合,以降低投资风险;其次,政府要推动金融机构改革创新,促使金融产品多元化,健全金融风险补偿机制,为居民和中小企业投融资提供渠道;最后,要进一步完善金融风险监控制度,尤其是互联网金融的发展,加大了金融市场的风险,健全金融风险防控机制至关重要。

3. 加快农村金融市场发展,为农村家庭金融资产配置营造良好的外部环境

当前,我国农村金融市场发展落后,农村家庭金融资产配置单一。因此,加快农村金融市场发展,营造良好的金融外部环境迫在眉睫。一方面,要加快农村金融基础设施建设,推动农村营业网点全覆盖,提高农村金融服务的便捷化程度,以缓解农村金融供不应求的现状。同时,加大“三农”的金融资本投入,提高农民收入,以促进农村金融市场发展;加强“三农”的财政资金的投入力度,为社会资源支持农业发展提供导向;加大惠农政策力度,促进农业现代化发展,建设新农村,提高农民收入水平;另一方面,要加快推动农村金融产品多样化,健全农业风险补偿机制,完善管理监督机制,持续推进农村金融立法,以促进农村金融市场的健康稳定发展。

参考文献

- [1] 陈学彬,傅东升,葛成杰,2006.中国居民个人生命周期消费投资行为动态优化模拟研究[J].金融研究(2): 21-34.
- [2] 丁嫚琪,张立,2019.金融素养对我国家庭金融资产配置的影响研究[J].上海金融(3): 81-87.
- [3] 杜朝运,苟开宇,2020.社会网络变迁与家庭借贷行为——基于城乡对比的视角[J].农村金融研究(6): 42-52.
- [4] 段军山,崔蒙雪,2016.信贷约束、风险态度与家庭资产选择[J].统计研究,33(6): 62-71.
- [5] 梁运文,霍震,刘凯,2010.中国城乡居民财产分布的实证研究[J].经济研究,45(10): 33-47.
- [6] 林博,吴卫星,2019.政策变动同家庭金融资产配置意愿关联性研究——基于SVAR的实证分析[J].会计与经济研究,33(4): 92-109.
- [7] 刘逢雨,赵宇亮,何富美,2019.经济政策不确定性 with 家庭资产配置[J].金融经济研究,34(4): 98-109.
- [8] 卢亚娟,CALUM G,2014.中国家庭风险资产持有的影响因素及城乡差异[J].财贸经济(9): 72-81, 35.
- [9] 聂富强,崔亮,艾冰,2012.贫困家庭的金融选择:基于社会资本视角的分析[J].财贸经济(7): 49-55.
- [10] 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[J].人口与经济(1): 54-66.
- [11] 孙永苑,杜在超,张林,等,2016.关系、正规与非正规信贷[J].经济学(季刊),15(2): 597-626.
- [12] 吴卫星,李雅君,2016.家庭结构和金融资产配置——基于微观调查数据的实证研究[J].华中科技大学学报(社会科学版),30(2): 57-66.
- [13] 吴卫星,齐天翔,2007.流动性、生命周期与投资组合的相异性:中国投资者行为调查实证分析[J].经济研究(2): 98-110.
- [14] 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[J].国际金融研究(2): 76-86.
- [15] 王月升,杜朝运,丁超,2016.金融市场发展与家庭金融资产配置效率[J].亚太经济(5): 35-41.
- [16] 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[J].金融研究(2): 131-146.
- [17] 杨汝岱,陈斌开,朱诗娥,2011.基于社会网络视角的农户民间借贷需求行为研究[J].经济研究(11): 116-129.
- [18] 尹志超,宋全云,吴雨,2014.金融知识、投资经验与家庭资产选择[J].经济研究(4): 62-75.
- [19] 余静文,姚翔晨,2019.人口年龄结构与金融结构——宏观事实与微观机制[J].金融研究,2019(4): 20-38.
- [20] 张剑,梁玲,2020.家庭异质性对金融资产配置的影响实证研究[J/OL].重庆大学学报(社会科学版): 1-11 [2020-05-27].
- [21] 张琳琬,吴卫星,2016.风险态度与居民财富——来自中国微观调查的新探究[J].金融研究(4): 115-127.
- [22] BROWN J R, IVKOVIC Z, SMITH P A, et al, 2008. Neighbors matter: Causal community effects and stock market participation[J]. Journal of Finance, 63(3): 1509-1531.
- [23] CHARNESS G, GNEEZY U, 2012. Strong evidence for gender differences in risk taking[J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 83(1): 50-58.
- [24] MUNK C, SORENSEN C, 2010. Dynamic asset allocation with stochastic income and interest rates[J]. Journal of Financial Economics, 96(3): 433-462.
- [25] SANTOS P, BARRETT C B, 2011. Persistent poverty and informal credit[J]. Journal of Development Economics, 96(2): 337-347.

Research on the Influence of Wealth Heterogeneity on Household Financial Asset Allocation : Based on CGSS(2015)

Zhou Caiyun, Deng Yang

(School of Economics and Management, East China Jiaotong University, Nanchang 330013, China)

Abstract: With the gradual improvement of China's household financial market, the factors that affect the allocation of household financial assets are of great importance to optimize the structure of household financial asset and augment the participation of families into financial market. The database of 2015 China Comprehensive Social Survey which including 9841 observations and logit model are used to empirically analyze the impact of wealth heterogeneity on household financial asset allocation and its urban-rural differences. The results show as follows. Families with different wealth levels differ significantly in financial asset allocation. To be specific, rich families are more likely to participate in risky financial markets, but the effect of families' wealth level on their participation in risky financial markets will decrease when the families' wealth is accumulated to some degree. Besides, families living in cities are more likely to participate in risky financial markets than those in villages. In addition, in the influence of families' wealth level on their household financial asset allocation exist heterogeneity in financial development level, age of the interviewee of the family and family size as well.

Keywords: wealth heterogeneity; financial asset allocation; urban-rural differences; logit