

家庭金融消费支出的资产效应研究

——基于江苏省高端家庭微观调查数据^{*1}

刘海飞¹ 贾俊生² 郑可¹

(1 南京大学工程管理学院, 江苏南京 210093;

2 南京财经大学中国区域金融研究中心, 江苏南京 210023)

【内容摘要】:该文定位于江苏省某商业银行高端客户家庭, 基于家庭微观问卷调查数据, 构建计量模型, 探究此类群体的家庭金融消费支出的资产效应。研究表明:①无论是金融资产还是实物资产都能促进家庭消费支出, 并且对于商业银行高端客户, 金融资产的资产效应强于实物资产的资产效应;②将实物资产细分为房屋资产和其他实物资产, 房屋资产对家庭消费支出存在显著的影响, 家庭其他实物资产的价值对家庭消费支出影响有限;③将金融资产分为风险资产和无风险资产, 无风险资产对家庭消费支出的影响高于风险资产的影响。研究贡献在于对商业银行高端客户家庭这一特殊群体的家庭消费的资产效应进行了专门性研究, 使用工具变量解决模型中的内生性问题, 丰富了高收入家庭消费支出资产效应的研究, 对提升高收入家庭消费水平具有指导意义。

【关键词】:家庭金融 消费支出 资产效应 金融资产 实物资产

【中图分类号】:F832.5 **【文献标识码】**:A **【文章编号】**:1005-1309(2017)11-0043-012

一、引言

家庭消费支出是家庭金融研究的热点。根据国家统计局的数据,我国居民消费率由2000年的46.86%下降到2016年的39.33%^①。居民消费不足制约着我国经济的进一步发展。为了解释消费乏力的原因,国内外学者做了很多研究,并提出了多种影响家庭消费的因素,典型的有不确定性和预防性储蓄(Chamon & Prasad, 2010)、家庭和地区特征的影响(Altonji et al., 2012)、流动性约束(Huntley & Davis, 2014)和基本社会保险体系(宗庆庆等, 2015)。这些文献从宏观的角度探讨了家庭内外部因素对家庭消费支出的影响。

¹ 收稿日期:2017-09-09

***基金项目**:本文获得国家自然科学基金研究项目(项目编号:71771116, 71171109, 71203144)、江苏省自然基金面上项目(项目编号:BK20161398)、江苏省金融工程重点实验室课题(项目编号:NSK2015-09)、中央高校基本科研业务费专项资金资助(项目编号:011814380027)资助。

作者简介:刘海飞(1980-),男,南京大学工程管理学院(南京,210093),副教授,硕士生导师,研究方向:金融市场投资者与消费者行为;贾俊生(1981-),男,南京财经大学中国区域金融研究中心(南京,210023)讲师,研究方向:区域金融、消费者行为;郑可(1993-),男,南京大学工程管理学院(南京,210093),硕士研究生,研究方向:金融工程与大数据挖掘。

² ①居民消费率是指居民消费支出占国内生产总值的比例。

将家庭消费支出细分为生活支出和金融理财支出，从微观层面探讨家庭资产对家庭消费支出的影响。研究表明家庭总资产对家庭消费具有正向促进作用(李涛和陈斌开，2014)。但是不同类型的家庭资产对其消费行为的影响不尽相同，其对消费行为的作用机制也存在较大差异(Carrollet al.，2011)。已有的研究大多数都是将家庭资产分为金融资产和实物资产，并将家庭房产作为实物资产的代表。从长期看，房产价值的上升会促进家庭生活消费的增加，短期内这种效应却不明显(王柏杰等，2011)。Fischer 和 Stamos(2013)指出家庭房产会影响家庭理财资产配置和风险偏好，并且表现出挤出效应，即减少家庭理财支出。但陈永伟(2015)研究得出房产价值的增加会提升家庭对金融市场的参与概率，即增加家庭理财支出。金融资产对家庭消费支出影响方面，Dvornak 和 Kohler(2007)研究澳大利亚市场发现股票市场价格的变动对家庭消费支出影响显著。李波(2015)基于 CHFS 数据发现我国家庭金融资产持有量不仅能够促进家庭生活消费还会增加家庭储蓄投资。还有学者以股票为例研究发现家庭金融资产价格波动对家庭生活支出和理财投资影响有限(郭峰等，2005)。

综上，已有的研究基本集中于某一国家或者地区普通居民家庭，研究对象较为宽泛，没有将家庭进一步细化。本文以江苏省某商业银行高端客户为研究对象，基于资产效应的角度，构建计量回归模型，研究高收入家庭消费支出的资产效应。相比于已有的研究，本文根据财富状况对家庭进行区分，针对高收入家庭这一特殊群体进行研究，并且利用工具变量解决模型内生性问题，定量分析金融资产与实物资产对这一群体家庭消费支出的影响，从而填补了高收入家庭消费的资产效应研究的空白。

下文结构安排如下:第二部分为研究设计，提出研究假设与模型设定；第三部分为实证检验与稳健性分析，给出描述性统计与计量实证分析结果，并进行稳健性检验；最后为结论与启示。

二、研究设计

(一)数据采集与变量选取

本文数据来源于“家庭金融”动态跟踪调查项目，采用问卷分析与统计的方式，集中于所研究的主体。初始数据 400 份，剔除无效问卷 6 份，并用样条填充处理缺失数据，得到有效样本 394 份。该微观数据集详尽地考察家庭资产配置、消费支出(包括耐用品与非耐用品)，同时该数据集统计了家庭的主观风险态度，包括风险态度、首要考虑、认赔动作、赔钱心理、最重要特性、避免工具等，并对其进行了评分，这对从微观角度研究家庭金融结构与消费支出提供了更为全面的数据支持，也使得实证结果更为准确。在样本数据筛选过程中，本文做了以下几个工作：(1)排除了收入最低的 5%家庭，这样做是考虑到部分低收入家庭的收入不符合所要研究的高净值客户家庭，不具有代表性。(2)将户主年龄限制在 18-70 岁之间，从而避免未就业与退休等因素对家庭消费影响的差异。(3)排除职业为军人、工作单位类型为军队的样本。(4)剔除缺失值。

通过上述数据采集与处理，本文以家庭支出为被解释变量，以家庭各项特征为解释变量，并将被解释变量和解释变量进行进一步细分，各变量及其含义如表 1 所示。

表 1 模型变量及其含义

变量类型	变量名称	说明
被解释变量	总消费	生活支出与理财支出之和
	生活支出	家计、抚养、休闲娱乐支出等生活支出
	理财支出	保障性费用及本金利息支出
解释变量	工作收入	薪资和劳动收入之和
	总收入	工作收入和理财收入之和
	总储蓄	总收入与总支出的差

年龄	年龄得分
总资产	总资产
就业状况	按照职业打分，就业状况得分
家庭负担	对家庭进行评估，家庭负担得分
置产状况	置产状况得分
投资经验	投资经验得分
投资知识	进行测评，投资知识得分
风险态度	按照风险态度评分表打分，风险态度得分

(二) 假设提出与模型设定

资产效应是指家庭某一类资产增加导致家庭消费支出增加的效应。基于美国市场的研究表明，房产价格每上涨 1 美元能促进消费增长 3-10 美分，但是股市上涨 1 美元只能促进 2-5 美分的消费增长(Bostic et al., 2009; Calomiris et al., 2013)。关于资产效应的研究，不同学者持有不同观点。邢大伟和王寅(2016)认为房产的资产效应大于金融资产资产效应。但也有学者认为金融资产的资产效应大于房产资产(陈训波和周伟, 2013)。这些研究基本都是将研究对象定位于某一国家或者地区普通居民，没有进一步将研究对象定位于某一群体。鉴于此，本文以江苏省某商业银行高端客户家庭为研究对象，这类家庭收入较高，通常已有房产。由此，本文提出如下两个假设：

H1: 商业银行高端客户家庭消费支出的金融资产效应大于实物资产效应

H2: 商业银行高端客户家庭消费支出的实物资产效应大于金融资产效应

将金融资产细分为风险资产和无风险资产，荣明杰(2016)基于家庭金融调查的微观数据库，运用 OLS 模型实证发现无风险资产和风险资产都对家庭消费行为呈现显著的影响，并且无风险资产对家庭消费支出影响强于风险资产。罗娟和文琴(2016)通过建立 VAR 模型实证表明家庭持有的各类金融资产的变动都会对家庭消费支出产生影响，并且不同金融资产的影响大小和方式不同。Guiso et al(2000)对多个国家研究发现，家庭金融理财决策与家庭财富高度相关。不同收入阶层的家庭消费行为和家庭消费支出结构具有差异性(陈冲, 2014)。由此，本文提出假设 3 和假设 4：

H3: 金融资产能显著促进商业银行高端客户家庭消费，并且无风险资产影响程度高于风险资产

H4: 对于商业银行高端客户家庭，其家庭收入不仅能促进生活必须支出还能促进家庭的理财支出

资产效应的检验即家庭总资产对家庭消费支出的影响，按照生命周期理论可知，家庭最优的资产配置是将家庭资产“平滑”地利用在各个时期。家庭资产越多，每期的消费也会随之而增加，这便是资产的“资产效应”。

本文构建如下计量实证模型：

$$\text{Ln}C_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}Y + \alpha_2 \text{Ln}fin_A + \alpha_3 \text{Ln}real_A + \sum \alpha_{4i} X_i + \epsilon \quad (1)$$

其中 C_i 为被解释变量，代表着家庭总消费、生活支出与理财支出， Y 表示家庭收入， fin_A 代表家庭金融资产， $real_A$ 为家庭实物资产， X_i 为影响高端客户消费的其他控制变量，具体包括户主年龄、职业状况、置产状况、投资经验、金融知识以及风

险态度等， ε 为随机误差项。

三、实证检验与稳健性分析

(一) 高端家庭客户资产配置描述性统计

高端家庭客户户主年龄分布如表 2 所示。由表 2 可知，商业银行高端客户家庭户主 35-45 岁占比 36.04%，45-55 岁占比 45.69%，55 岁以上占比 12.69%，故 35-55 岁合计占比为 81.73%。可见，高端客户家庭户主主要分布在 35-55 岁间的中年阶层。

表 2 高端家庭客户户主年龄分布

年龄	人数	占比
35 以下	22	5.58%
35-45	142	36.04%
45-55	180	45.69%
55 以上	50	12.69%

表 3 与表 4 显示，客户职业分别有四种类型：自营事业者、佣金收入者、上班族、公教人员。其中，自营事业者占比 53.80%，佣金收入者占比 6.60%，上班族占比 32.50%，公教人员占比 7.10%。高端家庭的资产净值规模主要集中在 50 万-5000 万元之间。其中，在 50 万-1000 万元之间人数占比为 59.90%，1000 万-5000 万元之间人数占比为 36.55%。

表 3 高端家庭客户户主职业分布

职业类型	人数	占比
自营事业者	212	53.80%
佣金收入者	26	6.60%
上班族	128	32.50%
公教人员	28	7.10%

表 4 高端家庭客户资产规模分布

资产规模（万元）	人数	占比
----------	----	----

50-1000	236	59. 90%
1000?000	144	36. 55%
5000-10000	12	3. 05%
10000 以上	2	0. 50%

对高端家庭户主的职业与资产规模二者进行交叉分析可知，这些高端家庭户主的职业与其资产规模之间具有显著的正相关关系。商业银行高端客户主要分布在自营事业者与上班族两个群体。具体如表 5 所示：家庭资产处于 50 万-1000 万之间，自营事业者占比为 28. 79%、上班族占比为 24. 87%，而公教人员占比仅为 3. 56%、佣金收入者占比仅为 2. 54%；家庭资产处于 1000 万-5000 万之间，自营事业者占比达到 22. 34%，佣金收入者、上班族与公教人员合计占比为 14. 21%。而家庭资产处于 5000 万及以上，自营事业者占比 2. 54%，佣金收入者、上班族与公教人员合计占比为 1. 02%。

表 5 职业与资产规模交叉分析表

	50 万— 1000 万	1000 万— 5000 万	5000 万以上	total
自营事业者	28. 79%	22. 34%	2. 54%	53. 81%
佣金收入者	2. 54%	3. 55%	0. 51%	6. 60%
上班族	24. 87%	7. 11%	0. 51%	32. 49%
公教人员	3. 56%	3. 55%	0. 00%	7. 11%
total	59. 90%	36. 55%	3. 55%	100. 00%

客户家庭消费支出分为生活支出和理财支出。其中，生活支出包括家计支出、抚养父母支出、子女学费支出、其他生活支出等，均值为 28. 80，理财支出包括保障性费用、利息支出、本金偿还等财务支出，均值为 6. 96。针对高收入家庭，本文对其支出状况以及影响支出的因素进行了统计分析，各变量均值、最值以及标准差如表 6 所示：

表 6 调查数据的变量情况

变量	均值	最大值	最小值	标准差	变量说明
生活支出	28. 80	210	0. 8	27. 11	家计、抚养、休闲娱乐支出等生活支出
理财支出	6. 96	43	0	8. 02	保障性费用及本金利息支出
总支出	33. 72	270	0. 8	34. 57	生活与理财支出之和
工作收入	93. 80	1008	0	129. 99	薪资和劳动收入

总收入	146. 58	822	2. 3	158. 55	工作收入和理财收入
总储蓄	112. 17	810	1. 5	141. 80	总收入与总支出的差
年龄	45. 84	76	30	7. 87	年龄得分
总资产	1419. 24	41445	29	3155. 09	总资产
就业状况	5. 82	10	4	2. 14	就业状况得分
家庭负担	5. 80	10	2	1. 30	家庭负担得分
置产状况	8. 47	10	2	1. 50	置产状况得分
投资经验	7. 16	10	2	1. 94	投资经验得分
投资知识	4. 76	10	2	1. 39	投资知识得分
风险态度	51. 10	96	10	19. 13	风险态度得分

(二)家庭资产显著影响家庭消费

表 7 是以家庭总消费的对数值为被解释变量,以金融资产对数值、实物资产对数值以及其他控制变量为解释变量,利用上述回归模型进行统计分析。根据回归结果可以看出,商业银行高端客户家庭收入对其消费支出存在显著的正影响,收入每增多 1%,消费支出上升 0. 295%,其中生活支出达到 0. 239%,理财支出为 0. 047%。家庭资产,包括金融资产和实物资产,都能促进消费。同时实证结果表明,金融资产的边际消费倾向是大于实物资产的,金融资产增加 1%,消费支出上升 0. 216%,而实物资产增加 1%对消费支出的促进作用只有 0. 069%,表明金融资产的“资产效应”大于实物资产的“资产效应”,这与目前大部分国内的实证研究论证的实物资产弹性大于金融资产是不同的,说明在商业银行高端客户家庭群体中,金融资产远大于实物资产带动的消费刺激,因为这部分群体是持有房产,不用将消费过多用于购买房屋等家庭固定资产。比较家庭固定资产与家庭收入对消费支出的影响,可以发现资产对消费的影响小于收入的影响。分析个中原因,家庭收入包括持久性收入和暂时性收入,消费与家庭持久性收入高度相关,当期收入中持久性收入的比重越高,其对消费的影响程度就越大。反之,家庭资产尤其是家庭固定资产是一个存量的概念,根据持久收入假说与生命周期理论,家庭财富会被“平滑”地分配到各个阶段的消费中去,因此其对消费支出的边际消费倾向也略低于收入。

表 7 家庭资产的资产效应检验结果

	总消费	生活支出	理财支出
收入	0. 295*** (7. 04)	0. 239*** (5. 80)	0. 047** (0. 85)
金融资产	0. 216*** (5. 06)	0. 211*** (5. 04)	0. 316*** (5. 56)
实物资产	0. 069** (2. 47)	0. 058** (2. 01)	0. 086** (2. 31)
年龄	0. 013** (2. 08)	0. 019*** (3. 05)	0. 012 1. (1. 41)

职业	0. 024 (0. 66)	0. 027 (0. 77)	-0. 056 (-1. 15)
结婚状况	-0. 105 (-0. 26)	-0. 202 (-0. 52)	-0. 464 (-0. 87)
是否双薪	-0. 185 (-1. 52)	-0. 044 (-0. 37)	-0. 139 (-0. 86)
子女情况	0. 356*** (3. 22)	0. 320*** (2. 94)	-0. 005 (-0. 04)
赡养老人情况	0. 332*** (3. 35)	0. 380*** (3. 90)	-0. 029 (-0. 22)
置业状况	0. 243 (1. 58)	0. 307** (2. 03)	0. 054 1. (0. 27)
理财经验	0. 005 1. (0. 018)	0. 407* (1. 66)	-0. 046 (-0. 14)
户主性别	-0. 094 (-0. 96)	-0. 128 (-1. 33)	0. 012 (0. 09)
Cons	-0. 518 (-0. 83)	-0. 982* (-1. 60)	-0. 764 (-0. 92)
R ²	0. 52	0. 51	0. 31

以生活支出与理财支出为被解释变量，着重考察家庭资产对家庭消费去向的影响。从回归结果可以看出，家庭收入、金融资产及实物资产对家庭生活支出消费的边际消费倾向与它们对家庭总消费的边际消费倾向差别不大。家庭总消费和家庭生活支出的边际消费倾向最大的区别在于赡养老人和抚养子女人数这两个解释变量，它们对家庭生活支出影响显著，消费弹性分别达到了 0.380 和 0.320，说明家庭需要照顾人数的增加，会导致家庭生活支出增加，增加值达到 30% 之多，可见抚养费、赡养费在高端家庭生活支出中占比较大。然而理财支出的影响因素却截然不同，对理财支出显著的因素是家庭金融资产，其消费弹性达到 0.316，家庭收入和实物资产的消费弹性分别只有 0.047 和 0.086，由此可知这两者对理财支出的影响并不显著，说明随着家庭金融资产的扩充，本金、利息、保障性费用的支出也会增加。

本文一些虚拟变量也能够一定程度上影响家庭消费支出。家庭结构是影响消费的关键因素，赡养老人和抚养子女状况对家庭的消费支出影响显著，实证结果表明，赡养老人和抚养小孩会显著促进家庭的总消费开支。相较于没有理财经验的家庭，有理财经验的银行高端客户在消费上也具有较高的倾向。值得注意的是，年龄对于家庭生活支出有强烈的正向促进作用，随着年龄的增长，非耐用品消费边际倾向逐渐增强。同总消费相似，客户家庭中有子女或者老人需要照顾时，生活支出边际倾向也表现出正向的促进作用，原因在于家里有更多的人需要照顾时，食品医疗等非耐用品消费开支会相应增加。

(三) 住房市场与金融风险资产能够促进家庭消费

在上一节的基础上，本文进一步以房产为研究对象，来详细探讨房地产财富及其他家庭财富对消费的影响。设定了如下方程：

$$\text{Ln}C_i = \alpha_0 + \alpha_1 \text{Ln}Y + \alpha_2 \text{Ln}fin_A + \alpha_3 \text{Ln}house_A + \alpha_4 \text{Ln}fix_A + \sum \alpha_{5i} X_i + \epsilon \quad (2)$$

其中 C_i 为被解释变量, 代表家庭总消费、生活支出与理财支出, 解释变量为家庭的主要财富, 包括收入 Y 、金融资产 fin_A 、房屋资产 $house_A$ 、其他实物资产 fix_A 及其他控制变量 X_i , 其他控制变量具体包括户主年龄、状况、置产状况、投资经验、金融知识以及风险态度等, ε 为随机误差项。

家庭固定资产被划分为房地产资产与其他实物资产两种类型, 由表 7 的实证结果可知这两类资产对家庭消费总支出的边际消费倾向分别为 0.073 和 0.014, 验证了房屋资产的“资产效应”, 由此可以看出房屋资产对消费支出的影响大于其他固定资产的影响。类似地, 本文分析了家庭资产对于家庭生活支出及理财支出的影响, 结果如表 7 所示。其中房屋资产对生活支出存在显著的影响, 边际消费倾向分别为 0.062, 但是家庭其他实物资产的价值并未影响到家庭生活支出。对比家庭各项资产对理财支出的影响可以发现, 家庭收入对理财支出的影响是正向显著的, 其边际消费倾向达到 0.243, 金融资产对理财支出的边际消费倾向为 0.208, 说明家庭金融资产同样能有效促进家庭理财支出, 但是房屋资产只呈现出微弱的正向促进作用, 其边际消费倾向只有 0.062。

由于金融资产对家庭消费支出具有显著促进作用, 为此本文进一步将金融资产细分风险资产和无风险资产两类, 考察不同类型金融资产对消费的作用。设定回归模型如下:

$$\ln C_i = \alpha_0 + \alpha_1 \ln Y + \alpha_2 \ln risk_A + \alpha_3 \ln riskfree_A + \alpha_4 \ln house + \alpha_5 \ln fix_A + \sum \alpha_{6i} X_i + \varepsilon \quad (3)$$

模型中 $risk_A$ 表示风险资产, $riskfree_A$ 表示无风险资产, 其余变量含义同模型 (5)。经过检验, 该模型没有共线性问题, 说明这种拆分是可行的。首先, 考察金融资产对家庭总消费的影响, 由检验结果可知, 无风险资产的影响程度 (0.131) 高于风险资产的影响程度 (0.068), 因为其受到了流动性的约束限制。对于生活支出消费的边际消费倾向, 无风险资产对其影响的程度比较高, 但是风险资产的影响是不显著的。此外, 在对资产细分的基础上, 收入对于家庭总消费的边际消费倾向为 0.306, 对生活支出的影响作用也是正向显著 (0.263), 对理财支出的影响依然不显著。人口统计特征等指标的资产检验结果系数与前表中的系数大体相同。

表 8 房屋资产及风险资产的资产效应检验结果

	总消费	生活支出	理财支出	总消费	生活支出	理财支出
收入	0.299 *** (7.11)	0.243 *** (5.87)	0.049 (0.87)	0.306*** (7.76),	0.263 *** (6.32)	0.77 (1.31)
金融资产	0.208 *** (4.85)	0.208 *** (4.92)	0.316 *** (5.46)			
风险资产				0.068* * * (2.88)	?0.038 (1.64)	0.084** (2.54)
无风险资产				0.131 *** (4.26)	0.146 *** (4.81)	0.151*** (3.52)
房屋资产	0.073 *** (2.85)	0.062** (2.46)	0.063* (1.84)	0.074 *** (2.89)	0.065** (2.59)	0.071** (2.01)
其他实物资产	0.014	0.005	0.021	0.017	0.007	0.035

	(0. 58)	(0. 20)	(0. 64)	(0. 71)	(0. 26)	(1. 02)
年龄	0. 012*	0. 018 ***	0. 011	0. 015**	0. 022 ***	0. 015*
	(1. 97)	(2. 96)	(1. 32)	(2. 39)	(3. 50)	(1. 77)
职业	0. 026	0. 029	-0. 052	0. 021	0. 026	-0. 050
	(0. 73)	(0. 84)	(-1. 06)	(0. 56)	(0. 73)	(-0. 98)
结婚状况	-0. 045	-0. 149	-0. 433	0. 111	0. 013	-0. 277
	(-0. 11)	(-0. 38)	(-0. 81)	(0. 27)	(0. 03)	(-0. 49)
是否双薪	-0. 208*	-0. 070	-0. 157	-0. 276**	-0. 128	-0. 224
	(-1. 68)	(-0. 57)	(-0. 94)	(-2. 20)	(-1. 04)	(-1. 28)
子女情况	0. 337 ***	0. 298***	-0. 024	0. 335 ***	0. 288**	-0. 055
	(3. 03)	(2. 72)	(-0. 16)	(3. 01)	(2. 63)	(-0. 35)
赡养老人情况	0. 321**	0. 373 ***	-0. 049	0. 333 ***	0. 403 ***	-0. 006
	(3. 24)	(3. 83)	(-0. 37)	(3. 37)	(4. 13)	(-0. 05)
置业状况	0. 217	0. 285*	0. 041	0. 192	0. 257*	-0. 067
	(1. 42)	(1. 88)	(0. 19)	(1. 26)	(1. 72)	(-0. 32)
理财经验	0. 022	0. 428*	-0. 035	0. 067	0. 508**	0. 057
	(0. 08)	(1. 74)	(-0. 10)	(0. 27)	(2. 06)	(0. 16)
户主性别	-0. 092	-0. 126	0. 013	-0. 083	-0. 132	0. 015
	(-0. 95)	(-1. 32)	(0. 11)	(-0. 85)	(-1. 37)	(0. 11)
Cons	-0. 525	-1. 000	-0. 676	-0. 512	-1. 04*	-0. 464
	(-0. 84)	(-1. 64)	(-0. 81)	(-0. 82)	(-1. 69)	(-0. 54)
R ²	0. 53	0. 51	0. 30	0. 53	0. 51	0. 26

说明：***、**、* 分别表示在 1 %、5 %、10 % 的水平上显著，括号内为 t 统计量值。该表是两个回归模型的结果，缺失值表示在回归模型下没有相应自变量。

(四) 稳健性检验

首先，按照户主年龄，将这些家庭分为 35 岁及以下、36-45 岁、46-55 岁、56 岁及以上共四组，回归结果如下表所示。为了得到更为直观地对比效果，下表只列出了各类主要资产对消费的影响，此处不考虑人口统计特征指标。观察四个不同年龄群组的消费关系，可以发现，56 岁及以上年龄群组的家庭，其收入的边际消费倾向是最大的，消费弹性系数为 0.511，而 35 岁及以下、36-45 岁、46-55 岁三组的家庭消费分别为 0.394、0.308、0.468。原因可能是由于受到了预防性储蓄动机的影响，本文从以下两个层次展开阐述：首先，收入水平的提升让年轻家庭有更多的资产用来储蓄。我国劳动力市场趋向自由化，加之原有的城镇福利制度的退化，年轻的家庭需要面临更严峻的收入与支出的不确定性。所以，年轻的家庭其收入的边际消费倾向要比那些年老家庭的弹性系数低。由分组结果还可以得出，房屋资产对消费的弹性系数在所调查的多数家庭年龄群组中是小于金融资产的消费系数弹性的。具体分析，房屋资产的消费弹性都是正向的促进作用。在青年家庭，户主为 35 岁以下的家庭，是较为显著的，因为相比于年长以及年老家庭，这些年轻的家庭有着再搬迁的可能性，这一类人群很可能会利用房产收益增加家庭的消费。而那些即将退

休或者已经退休的家庭中，房屋资产对消费支出的影响变得不再显著。由此可知，户主年龄和房屋资产消费弹性之间呈现出先显著后不显著的变动模式。另外，比较表中不同年龄群组金融资产的消费弹性，可以发现，大多数年龄段的消费弹性都比较小，而且年轻年龄家庭和年老年龄家庭中没有表现出显著的影响。造成这种结果的原因可能与我国先成家后立业的传统文化有关系，年轻群体普遍认为先成家然后才会加大消费水平，对于那些没有或自有住房资产较少的群体，他们更可能会把其他金融资产先转化为房产，而不是变成消费。相比之下年老家庭并没有这方面的顾虑，他们会考虑遗产的传承，所以他们有一定金融资产时，更倾向于购买多套可以用于保值增值的房产传承给后代，这就是为什么年老家庭金融资产的消费弹性没有呈现出显著性的原因。对于其他实物资产来说，大多数情况下都是不显著的，且表现出对消费支出的挤出效应，仅有 46-55 岁这一年龄群组的其他实物资产是显著，且对消费表现出正向的促进作用。家庭资产对理财支出在不同年龄组依然未表现出显著性，资产的生活支出消费弹性回归结果也与本表基本一致。

其次，根据家庭的收入水平情况，将收入分成三个群组：较低收入群组、中等收入群组、高收入群组，如表 9 所示。实证表明，收入层次不一样的家庭，其家庭收入和家庭资产对消费支出的影响是不一样的。对于收入来说，当收入提升 1% 时，较低收入群组的家庭愿意拿出更多的比例去消费 (0.449%)，中等收入的家庭愿意用于消费的比例是 0.165%，而高收入的家庭的收入效应不显著。再者，较低收入组与高收入组的房产财富弹性系数显著为正，并且影响较大，而中间收入层级的房地产财富弹性系数是负的 (-0.066)，并且未表现出显著性。此外，金融资产弹性系数在不同收入群组呈现出较大的差异，低收入群组的金融资产弹性系数只有 0.063，不显著，这可能是由于较低收入群组将金融资产收入转化成房产等固定资产的缘故；中等收入群组金融资产弹性系数显著为正 (0.179)，这可能与财富效应的传导机制有关，房屋资产的提高缓解了家庭负债，释放了其消费压力；高收入群组家庭的金融资产弹性系数为负且不显著 (-0.29)，这表明资产效应存在显著的收入差异性。

表 9 家庭资产的资产效应差异性检验

家庭总支出								
不同年龄组					不同收入分组			
收入	<=35 岁	36-45 岁	46-55 岁	>=56 岁	收入	<=50 万	50-200 万	>=200 万
	0.394 *** (6.42)	0.308 *** (7.42)	0.468 *** (9.11)	0.511 *** (3.42)		0.449 *** (4.04)	0.165* (1.68)	0.113 (1.67)
金融资产	-0.127 (-1.28)	0.274 *** (6.54)	0.108** (2.26)	0.081 (0.94)	金融资产	0.063 (1.33)	0.179** (2.61)	-0.29 (-1.63)
房屋资产	0.193* (2.37)	0.071 *** (2.75)	0.027 (1.25)	0.118 (0.77)	房屋资产	0.057 (2.14)	-0.066 (-1.61)	0.190** (2.74)
其他实物资产	-0.086 (-1.15)	-0.021 (-1.01)	0.040* (1.78)	-0.055 (-1.29)	其他实物资产	-0.016 (-0.48)	0.050 1. (1.60)	0.001 (0.01)
职业	0.012 -0.11	-0.124 *** (-2.95)	0.069* -1.94	-0.045 (-0.48)	年龄	0.013** -2.02	0.01 -1.23	0.001 (0.06)
Cons	-0.852* (-1.91)	-0.224 (-0.39)	-0.789 (-1.44)	2.084* (1.91)	Cons	-0.942* (-1.99)	1.337* -1.68	5.422 *** -3.07
R ²	0.93	0.56	0.67	0.68	R ²	0.67	0.32	0.3

说明：***、**、*分别表示在 1%、5%、10% 的水平上显著，括号内为 t 统计量值。

最后，为了证明实证研究的结果可靠性，本文进行了工具变量替换的稳健性检验。(1) 为了排除样本极端值的影响，本文剔除了资产及收入两端 5% 的端值，重新考察各类家庭资产对消费支出的影响，结果如表 10 “窄样本” 部分所示。将其与文章上一

部分的实证结果比较，不同家庭资产的比较消费弹性变动甚微。(2)为了控制家庭永久性收入变量可能存在的内生性问题，以总收入代替家庭持久性收入重新考察，实证结果显示，所有解释变量与上一部分持久收入的实证结果差别不大，估计的结果相对比较平稳，说明上文的实证结果具有稳健性。(3)为了消除“房地产资产”估计中的估计内生性问题，利用工具变量法替换考察。对于家庭资产，目前这方面的研究大多数都是利用无房者的“房租”替换“房地产资产”进行回归，因为房租和金融资产收益是房产资产和金融资产较好的工具变量。本文将没有自有房屋的家庭也纳入到房产资产回归中，将其家庭所租住房屋、或者说他们目前所居住的房屋价值看作是其房屋资产的代理变量，代替原有的自有房屋“房屋资产”，对样本进行扩展内生性检验。

表 10 稳健性检验结果

	家庭总支出			
	宽样本	窄样本	总收入	房屋代理量
收入	0. 299 *** (7. 11)	0. 475 *** (9. 32)	0. 576 *** (11. 29)	0. 294 *** (7. 13)
金融资产	0. 208 *** (4. 85)	0. 164 *** (3. 77)	0. 051 (1. 22)	0. 110** (2. 34)
房屋资产	0. 073 *** (2. 85)	0. 049** (2. 19)	0. 032* (1. 43)	0. 327 *** (5. 11)
其他实物资产	0. 014 (0. 58)	0. 013 (0. 65)	-0. 011 (-0. 53)	0. 006 (0. 27)
年龄	0. 012* (1. 97)	0. 012** (1. 94)	0. 010* (1. 81)	0. 010* (1. 65)
职业	0. 026 (0. 73)	0. 025 (0. 75)	0. 022 (0. 720)	0. 038 (1. 08)
结婚状况	-0. 045 (-0. 11)	0. 035 (0. 10)	-0. 169 (-0. 49)	-0. 048 (-0. 13)
是否双薪	-0. 208* (-1. 68)	-0. 098 (-0. 84)	-0. 051 (-0. 47)	-0. 155 (-1. 32)
子女情况	0. 337 *** (3. 03)	0. 263 *** (2. 65)	0. 253 *** (2. 61)	0. 357 *** (3. 36)
赡养老人情况	0. 321** (3. 24)	0. 280 *** (3. 13)	0. 135 (1. 59)	0. 299 *** (3. 13)
置业状况	0. 217 (1. 42)	0. 213 (1. 48)	0. 188 (1. 42)	0. 103 (0. 69)
理财经验	0. 022 (0. 08)	-0. 034 (-1. 18)	0. 037 (0. 17)	-0. 014 (-0. 06)
户主性别	-0. 092 (-0. 95)	-0. 046 (-0. 51)	0. 012 (0. 15)	-0. 014 (-0. 67)
Cons	-0. 525 (-0. 84)	-0. 602 (-0. 98)	-0. 501 (-0. 94)	-1. 238* (-1. 97)
R ²	0. 53	0. 57	0. 65	0. 56

说明：***、**、*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著，括号内为 t 统计量值。

稳健性检验结果显示，利用工具变量进行分析，得到的结果变动不大，无论是符号还是弹性系数数值都没有表现出较大的

变动，不影响原有的资产效应，这表明文章的结论有效。

四、结 论

本文基于高端家庭微观问卷调查数据，利用计量回归建模分析方法，探究某商业银行高端客户家庭资产配置与消费支出的资产效应。研究表明：无论是家庭的金融资产还是实物资产，对家庭生活支出与理财支出都有促进作用，并且金融资产的资产效应强于实物资产的资产效应。对比家庭收入，发现家庭收入对家庭支出的影响强于家庭资产对家庭支出的影响。将实物资产进一步细分为房产和其他固定资产，发现房产资产效应强于其他固定资产资产效应。将金融资产分为风险资产和无风险资产，可以发现无风险资产相较于风险资产对消费促进作用更强。可见，建立公平合理的金融市场有助于高收入群体的消费支出，对拉动经济发展具有一定作用。

当然，本研究还存在一些不足。本文基于微观调查数据，是时点截面数据，并非纵向的年度序列数据，所以本文没有研究资产波动引起的资产效应，即没有探究家庭资产波动对支出的影响。由于没有银行高端客户的信贷数据，研究着重考察总资产与各类分类资产对家庭消费支出的影响，并没有考察净资产对家庭消费支出的影响。未来研究可以尝试克服这些不足，进一步优化。

参考文献：

1. Chamon M D, Prasad E S. Why Are Saving Rates of Urban Households in China Rising? [J]. American Economic Journal Macroeconomics, 2010, 2(1):93-130.
2. Altonji J G, Blom E, Meghir C. Heterogeneity in Human Capital Investments: High School Curriculum, College Major, and Careers [J]. Social Science Electronic Publishing, 2012, 133(4):185-223.
3. Huntley J, Davis S J. Can Tax Rebates Stimulate Consumption Spending in a Life-Cycle Model? [J]. American Economic Journal Macroeconomics, 2014, 6(1):162-189.
4. 宗庆庆, 刘冲, 周亚虹. 社会养老保险与我国居民家庭风险金融资产投资——来自中国家庭金融调查 (CHFS) 的证据 [J]. 金融研究, 2015(10):99-114.
5. 李涛, 陈斌开. 家庭固定资产、财富效应与居民消费: 来自中国城镇家庭的经验证据 [J]. 经济研究, 2014(3):62-75.
6. Carroll C D, Otsuka M, Slacalek J. How Large Are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach [J]. Journal of Money Credit & Banking, 2011, 43(1):55-79.
7. 王柏杰, 何炼成, 郭立宏. 房地产价格、财富与居民消费效应——来自中国省际面板数据的证据 [J]. 经济学家, 2011(5):57-65.
8. Fischer M, Stamos M Z. Optimal Life Cycle Portfolio Choice with Housing Market Cycles [J]. Review of Financial Studies, 2013, 26(9):2311-2352.
9. 陈永伟, 史宇鹏, 权五燮. 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 [J]. 金融研究, 2015(4):1-18.

-
10. Dvornak N, Kohler M. Housing Wealth, Stock Market Wealth and Consumption: A Panel Analysis for Australia[J]. *Economic Record*, 2007, 83(261):117-130.
 11. 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, 339(1):83-92.
 12. 郭峰, 冉茂盛, 胡媛媛. 中国股市财富效应的协整分析与误差修正模型[J]. *金融与经济*, 2005(2):29-31.
 13. Bostic R, Gabriel S, Painter G. Housing Wealth, Financial Wealth, and Consumption: New Evidence from Micro data[J]. *Regional Science & Urban Economics*, 2009, 39(1):79-89.
 14. Calomiris C W, Longhofer S D, Miles W. The Housing Wealth Effect: The Crucial Roles of Demographics, Wealth Distribution and Wealth Shares[J]. *Critical Finance Review*, 2013, 2(1):49-99.
 15. 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.
 16. 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.
 17. 荣明杰. 家庭资产对居民消费的影响研究[J]. *金融经济: 理论版*, 2015(7):45-47.
 18. 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.
 19. Guiso L, Jappelli T, Haliassos M. Household Portfolios: An International Comparison[J]. *Csef Working Papers*, 2000.
 20. 陈冲. 预防性储蓄动机的时序变化及其影响因素差异——基于中国城镇居民不同收入阶层视角[J]. *中央财经大学学报*, 2014, 1(12):87-94.