

幸福满意度与家庭金融资产选择^{*}

叶德珠 周丽燕 乐涛

【摘要】一般说来,居民幸福感越强越不愿意冒险,对未来期待越多,短期行为越少,因此其在进行投资时可能更为保守。为了考察居民幸福满意度对其投资决策的影响,本文采用2001~2010年中国省级区域居民幸福感指数与省级区域家庭资产结构数据进行回归。结果表明,幸福满意度与储蓄、保险等保守型投资产品显著正相关,与捐赠支出显著正相关,与养老金购买支出正相关但不显著;与彩票购买支出显著负相关,与证券购买负相关但不显著。这种显著关系是稳健的,即使控制了收入等传统解释变量、采用不同的幸福满意度指标、对内生性问题进行技术处理之后,这种显著关系仍然成立。本文的一个重要启示是,对保险、储蓄、捐赠等投资项目的推销,针对幸福满意度高的人群可能更加有效。

关键词:幸福满意度 风险偏好 家庭金融资产选择

JEL 分类号:G11 G22 G28

一、引言

近年来,我国居民的财产性收入逐年增加,其占家庭可支配收入的比重也有所提高。2010年《中国政府工作报告》开篇提出要创造条件让更多群众拥有财产性收入。与以前只能被动地将钱存入商业银行不同,近年来,居民收入逐步增加,金融投资渠道多元化,加之国际国内金融市场的起伏变化所带来的不确定性,我国居民也日益重视家庭理财。相应地,学术界对对国内家庭金融资产结构配置的研究文献也不断增加。

国外学者关于家庭金融的研究始于20世纪80年代,早期研究集中于客观层面,主要分析利率、税收、收入、年龄、学历等因素对居民资产配置的影响(Wolff,1989;Guiso and Jappelli,2002;Campbell,2006)。行为金融理论的一个重要结论是,人们的主观心理特征会对投资决策产生系统性影响。Shleifer(2000)发现,天气会影响投资者的情绪,进而对其当天的股票投资产生显著影响。因此,居民主观态度会影响他们的金融资产结构。随着研究的深入,学者们开始探讨居民主观态度对其资产结构选择的影响(Rabin,1998;Shefrin,2000;Gollier,2001;Puri and Robinson,2005;Keller and Siegrist,2006;Shum and Faig,2006)。家庭金融研究的进展还受益于2000年以后大型问卷调查数据的出现。西方学者早期主要使用居民资产负债表数据,2000年后开始使用较为微观的问卷调查数据。主观态度影响投资选择的分析主要集中于这些微观层面的问卷数据研究。这些研究为居民家庭金融理财提供了有价值的参考。

国内对家庭金融资产选择的研究遵行的路线与国外的历程基本相似。目前研究主要集中在宏观经济变量与金融资产选择的关系上:宏观数据主要来自中国国家统计局家庭资产调查数据,

^{*} 叶德珠,暨南大学金融系教授,管理学博士,博士生导师;周丽燕,暨南大学金融系,硕士研究生;乐涛,暨南大学金融系,硕士研究生。作者感谢澳大利亚莫纳什大学黄有光教授的建设性意见,感谢国家自然科学基金项目(71473102)、教育部人文社科基金项目(13YJA790139)、中央高校基本科研业务费专项资金(暨南跨越计划)、广东省教育厅人文社科研究一般项目(2013WYXM0011)的资助。

基于此数据进行的研究大多集中在对国民收入、基尼系数等宏观变量对家庭金融资产结构的影响；微观领域的问卷调查数据以奥尔多中心的数据较为全面和权威，部分学者基于此数据讨论了居民收入、教育、健康状况、城乡差别等微观信息变量对其投资决策的影响分析(陈彦斌,2008;何兴强等,2009)。总的看来,居民主观态度对其金融资产结构配置的影响在宏观和微观两个层面的研究都较为缺乏,部分原因可能是主观态度数据很难从这些宏微观调查中获得。

“幸福”一词自2011年两会以来成为最热门的关键词,“建设幸福中国”、提升GDP中的幸福含量的呼声,使得对居民幸福满意度的相关研究变得日益重要起来,引起了越来越多的国内学者的研究兴趣,有关中国居民幸福满意度水平的数据也相继出现(鲁元平和王韬,2010;温晓亮等,2011)。根据行为金融学的逻辑,幸福作为居民主观生活态度的一个持续性的综合反映指标,无疑会对居民的投资决策产生重要影响。

本文结合幸福满意度研究及家庭资产选择研究两方面的文献,利用目前影响较为广泛的CGSS幸福调查数据和中国国家统计局家庭资产调查数据,探讨我国居民幸福满意度对其金融资产结构配置的影响及其途径。为了准确勾勒出幸福满意度对居民金融资产选择的影响,我们先将幸福满意度与居民金融资产选择进行OLS回归,预期得到显著的相关关系。在此基础上,控制传统的宏观解释变量如收入、通货膨胀水平、教育水平、社保等变量,预期同样得到显著相关关系,进一步确认居民幸福满意度对其资产选择的影响。幸福满意度与金融资产选择之间可能存在双向影响关系,为消除这种内生性影响,我们采用降雨量及性别失衡程度作为幸福满意度的工具变量,进行GMM回归。

二、文献综述

国外有关居民财产性收入及资产选择的研究主要集中在家庭金融(household finance)文献。Wolff(1989)分析了1900~1983年美国的居民资产负债表数据,发现家庭金融资产结构在研究期间内有较大变化,其中风险性资产比例变动最大。Guiso and Jappelli(2002)采用意大利家庭资产调查数据的研究发现,年龄、财富、资产流动性、学历等是影响家庭金融资产选择的重要因素。Alessie等(2004)对荷兰1993~1998年数据的研究表明,税收激励对家庭金融资产投资影响明显,财富数量与风险资产持有量呈正相关关系。Campbell(2006)认为,教育程度、收入水平和财富规模对家庭进行金融资产投资影响显著,财富水平和受教育程度较低的家庭更偏向于无风险金融资产。

国内学者关于家庭金融资产结构的研究如下。史代敏和宋艳(2005)对四川省家庭金融资产调查数据的研究显示,户主性别、年龄、学历等对家庭金融资产总量和结构的变动有显著作用。莫扬(2010)认为,我国消费者的储蓄效用弹性远高于消费效用弹性,自然储蓄抑制了消费者的金融资产需求。卢家昌和顾金宏(2010)采用问卷调查数据,将家庭金融资产分为货币类、证券类和保障类投资,运用结构方程模型分析家庭结构、经济特征、投资者状态感知等因素对城镇家庭各类金融投资的影响。王聪和张海云(2010)通过对比中美两国的家庭金融资产选择行为,认为家庭收入水平、金融发展水平以及社会保障制度的差异导致中美家庭金融资产选择行为差异;我国家庭可支配收入水平偏低、社会保障制度不完善、资本市场发展滞后,是我国家庭高储蓄、低(证券)投资的主要原因。安凡所(2014)基于2012年广东省调查数据,从收入不确定性和支出不确定性两个方面研究预防性储蓄对流动劳动力储蓄行为的影响。叶德珠等(2012)探讨了居民幸福感对消费及经济增长的影响。

幸福经济学的研究主题主要有三:一是幸福与效用;二是幸福的影响因素;三是幸福感对居民行为决策的影响,本文的研究属于第三个主题。当前文献中有关第三个主题主要集中于微观行为研究。Hermalin and Isen(2008)认为,人们储蓄和投资决定会部分地取决于幸福感对消费的边际效用的影响。Güven(2012)指出,在其他条件相同情况下,幸福感强的人的存款会多些。同时,幸福还会延长人们的生命预期,从而可能会刺激人们的物质资本和人力资本的投资(Lorentzen et al., 2008; Veenhoven, 2008)。幸福感会使人更加慷慨,鼓励更加亲近社会的行为,促进人们之间相互信任(Kirchsteiger et al., 2006; Lyubomirsky et al., 2005; Zak and Knack, 2001)。国内有关第三个主题即幸福对居民行为决策影响的研究还非常有限,尚未有学者研究幸福感与金融投资的关系。

三、理论假设

幸福是一种生活态度,是一种生活态度的综合反映,受到包括收入、教育、性别、年龄等各种因素的影响(鲁元平和王韬, 2010; 温晓亮等, 2011),但这种对生活满意度的总体判断一旦形成,又会保持较为稳定的心理状态,影响人们的各种态度和判断,进而对人们的行为选择产生影响。

(一)幸福与居民风险偏好

一般说来,越幸福的人越珍惜生命,愿意保持生活现状,也就越不愿意冒险。因为冒险成功,对原来的幸福生活来说只是锦上添花,边际收益则会大打折扣;一旦冒险失败,则原有的幸福生活被破坏,效用损失会非常大。因此,幸福满意度越高的居民,越厌恶风险。Goudie 等(2012)对美国居民的问卷调查表明,越幸福的人越愿意主动系安全带,主观满意度是他们风险态度和行为选择的一个重要决定指标。Güven(2009)也指出,幸福满意度是风险态度及金融行为的重要影响变量。幸福满意度较高的居民在金融决策时有更强的风险规避意识,会更愿意选择更安全的投资渠道,如人寿保险和银行储蓄,较少持有股票和债券。越幸福的人越不愿意投资股票,因为它们风险太大;越幸福的人越不愿意吸烟、不愿意迁移、更少使用网上银行和电话银行、更少使用 ATM。在中国家庭金融资产选择统计中,受风险偏好影响较大的金融投资包括证券投资、储蓄、保险和彩票,其中证券投资和彩票是风险型投资,储蓄和保险则属于保守型投资。因此,我们提出如下理论假设:

假说 1A:幸福满意度与储蓄、保险投资规模正相关。

假说 1B:幸福满意度与证券投资负相关。

假说 1C:幸福满意度与彩票投资规模负相关。

(二)幸福满意度与居民时间偏好

有研究表明,幸福满意度高的人对未来预期更加美好,有更长的生命预期(Deeg and van Zonneveld, 1989; Veenhoven, 2008)。幸福满意度高的人更关注未来的生活,期待更低的通胀率(Güven, 2012)。这会降低他们当前金融行为的冒险程度,因为他们预计未来可以得到更多的回报。低通胀预期也会使他们今天的消费低些,更愿意为将来进行储蓄和投资,相应地,其短期行为较少;幸福的人会花费更多的时间来做决策,有更强的自制力,而不幸福的人则表现出更多的短期行为。由于自制力与人们的时间偏好率负相关,因此,幸福满意度可能与居民的时间偏好率负相关。在中国家庭金融资产选择统计中,受时间偏好影响较大的是储蓄和保险,一般来说,居民时间偏好率越小,当期消费会更少,储蓄会越多。因此我们有以下假说:

假说 2:幸福满意度与储蓄、保险的投资额度正相关。

(三)幸福满意度与社会资本

文献发现,越幸福的人越慷慨(Kirchsteiger et al., 2006),并且更愿意鼓励尊重社会秩序的行为(Lyubomirsky et al., 2005)。因此,在一个居民幸福感强的社会里,社会资本水平也更高。

Güven(2011)发现,幸福感强的人更愿意相信他人,从而创造出更多的社会资本。他们有更多的意愿去选举、做更多的志愿工作、持有更多类型的会员证、参加更多的公众活动,同时还表现出对法律与秩序更多的尊重、与邻居有更良好的关系,更愿意帮助他人。同时,他们更愿意参加各种社会活动、集会、文化事件、地方政治和宗教活动。心理学文献也发现,幸福感强的人在社会交往时有更多笑容,更愿意主动发起社会交往,对别人的求助要求也更愿意回应,更注重道德水平。在中国家庭金融资产结构中,代表社会资本的金融投资行为是捐赠,因此我们有如下假说:

假说 3:幸福满意度与捐赠支出正相关。

四、模型设计与数据说明

本文采用中国省级幸福调查数据和城市家庭调查数据对幸福与金融资产选择的关系进行验证。根据数据可得性,从储蓄、证券、保险、个人养老金、彩票、捐赠方面来考量个人的金融资产选择,建立如下实证模型:

$$Assets_{it} = \beta_0 + \beta_1 HAPPY_{it} + \beta_2 INCOME_{it} + \beta_3 CPI_{it} + \beta_4 EDUCATION_{it} + \beta_5 SOSECURITY_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, $Assets$ 代表金融资产选择,是被解释变量,内容包括 $SAVE_{it}$, $INCOME_{it}$, $DIVIDEND_{it}$, $INSURANCE_{it}$, $SECURITIES_{it}$, $DONATE_{it}$, $LOTTERY_{it}$, $FUNDS_{it}$, 分别为人均储蓄,利息收入,股息红利收入,保险收益,有价证券净购买(等于购买有价证券-兑售有价证券),捐赠支出,购买彩票,个人养老金。考虑到人均财产性收入总量增加的影响,用财产分配的相对值数据更为准确。因此,数据将采用人均储蓄、利息收入、股息红利收入、保险收益、有价证券净购买、捐赠支出、购买彩票、个人养老金的绝对数除以人均可支配收入得到的相对值。下标 i 代表省份,除了西藏自治区因数据缺失较多被删除外,共有 30 个省、直辖市和自治区; t 代表年份,范围是 2001~2010 年。其中,人均储蓄由当年储蓄总额除以当年人口得到,当年储蓄和人口数据均来自国泰安数据库;利息收入、股息红利收入、保险收益、购买有价证券、兑售有价证券、捐赠支出、购买彩票、个人养老金数据均来自《中国城市年鉴》(2002~2011);人均可支配收入数据来自国泰安数据库。

控制变量包括人均收入($INCOME$)、通货膨胀率(CPI)、居民人均教育支出($EDUCATION$)和人均社会保障支出($SOSECURITY$),这 4 个变量对投资决策有显著作用。其中,人均收入数据来自国泰安数据库;通货膨胀率来自国研网;居民人均每年教育支出数据来自《中国城市年鉴》(2002~2011);人均社会保障支出数据由年份社会保障支出除以年份人口得到,年份社会保障支出数据来自《中国统计年鉴》(2002~2011)。

解释变量是 $HAPPY$,代表中国各省级区域居民的幸福满意度。本研究所使用的幸福满意度数据来自于中国人民大学社会学系和香港科技大学社会科学部合作主持的中国综合社会调查(简称 CGSS)。这是目前惟一可以公开获取的有关中国省级区域居民主观层面的幸福满意度数据。该调查始于 2003 年,分别在 2003 年,2005 年,2006 年和 2008 年披露过相关数据,2006 年的数据因为省份标识缺失,无法纳入本文分析。该调查中关于幸福感的问题是:总体而言,你对自己当前生活的感觉如何,您感觉你的生活是?答案分为“非常不幸福”到“非常幸福”五个等级,分值对应 1~5 五个数值。基于黄有光提出的“快乐是基数的、人际可比的”理论(Ng,1996),我们将每个省的抽样用户的幸福感数据进行算术平均,得到各省的幸福满意度指数。缺失数据的处理原则是:2003 年、2005 年和 2008 年用的是当年数据,其他缺失年份我们按相近数据的平均值处理。如 2001 年和 2002 年数据使用的是 2003 年数据;2004 年是 2003 年和 2005 年数据的平均值;2006 和 2007

年是 2005 年和 2008 年的数据的平均值;2009 年和 2010 年用的是 2008 年的数据。

为进行稳健性测试,本文还选用客观层面上的幸福数据——山东大学课题组发布的《中国生活质量指标体系研究报告》中各省生活质量数据作为幸福满意度的替代指标,该指标为各省、自治区、直辖市客观生活质量综合评价结果。该报告选取了 2004~2008 年的数据,对除西藏自治区外国内各省、自治区的生活质量进行了评价。考虑到影响人们对于生活质量综合评价的因素(如收入、婚姻状况、健康和教育水平)在短期内的改变非常小,即综合评价结果在时间上具有稳定性,本文中 2001~2003 年各省的评价结果均用 2004 年的数值来表示,把 2009~2010 年各省的评价结果均用 2008 年的数值来表示。因为该数据是根据收入、环境等宏观指标计算所得,如果将指数直接与收入进行 OLS 回归,会存在较严重的内生性问题,因此需要使用工具变量进行 GMM 回归。

各变量指标的具体定义及数据来源、各变量统计性描述分别见表 1 和表 2。

从表 2 可以看出,各省市的指标值差别较大。说明经过 30 年的发展,各省发展数据之间没有

表 1 各变量的定义及数据来源

变量	含义	数据来源
<i>SAVE</i>	全国各省的人均储蓄(年份储蓄除以年份人口再除以人均可支配收入)	国泰安数据库
<i>ININCOME</i>	居民利息收入(利息收入除以人均可支配收入后取对数)	中国城市年鉴
<i>DIVIDEND</i>	股息红利收入(股息红利收入除以人均可支配收入后取对数)	中国城市年鉴
<i>INSURANCE</i>	保险收益(保险收益除以人均可支配收入后取对数)	中国城市年鉴
<i>SECURITIES</i>	有价证券购买(购买有价证券除以人均可支配收入后取对数与兑售有价证券除以人均可支配收入后取对数的差)	中国城市年鉴
<i>DONATE</i>	捐赠支出(捐赠支出除以人均可支配收入后取对数)	中国城市年鉴
<i>LOTTERY</i>	购买彩票(购买彩票支出除以人均可支配收入后取对数)	中国城市年鉴
<i>FUNDS</i>	个人养老金(个人养老金除以人均可支配收入后取对数)	中国城市年鉴
<i>INCOME</i>	人均收入(取对数)	国泰安数据库
<i>CPI</i>	居民消费价格指数	国研网
<i>EDUCATION</i>	家庭平均每人每年教育支出(取对数)	中国城市年鉴
<i>SOSECURITY</i>	社会保障及就业支出(取对数)	中国统计年鉴
<i>HAPPY</i>	全国各省幸福满意度指数	CGSS
<i>RAIN</i>	全国各省降雨量	各省统计年鉴
<i>SEXRATE</i>	全国各省性别比例	各省统计年鉴

形成明显的收敛。本文试图在控制这些传统解释变量的基础上,从幸福满意度角度进一步解释这种资产结构选择差异。从表 3 各解释变量的相关系数矩阵来看,各解释变量之间的相关系数均没有超过 0.7,不存在明显的多重共线性问题,可以进行回归分析。

面板数据模型一般包括固定效应模型和随机效应模型,本文对中国 30 省级区域 10 年的面板

表 2 各变量的统计性描述

变量	单位	平均值	标准差	最小值	最大值	样本量
SAVE	元	14710.16	13052.84	1977.326	86666.55	270
ININCOME	元	27.68	24.34	1.23	144.89	240
DIVIDEND	元	43.07	47.31	1.02	275.60	240
INSURANCE	元	3.86	3.83	0	22.25	203
SECURITIES	元	29.63	108.64	-1475.79	545.37	270
DONATEI	元	729.36	349.55	108.83	2111.52	210
LOTTERY	元	14.02	19.58	1.98	137.95	180
FUNDS	元	337.44	211.89	10.60	1223.99	288
INCOME	元	12519.66	5630.24	5292.09	35738.51	300
CPI		102.28	2.33	97.65	110.09	300
EDUCATION	元	551.01	197.99	253.86	1234.09	300
SOSECURITY	元	336.00	381.11	19.84	3365.96	300
HAPPY		3.48	0.26	2.83	4.10	280
RAIN	毫米	856.86	495.80	74.90	2678.90	300
SEXRATE		104.05	3.28	94.92	114.52	300

表 3 相关系数矩阵

	HAPPY	CPI	EDUCATION	INCOME	SOSECURITY	RAIN
HAPPY	1					
CPI	0.224	1				
EDUCATION	0.276	0.034	1			
INCOME	0.551	0.208	0.670	1		
SOSECURITY	0.501	0.308	0.305	0.593	1	
RAIN	-0.223	-0.0648	0.148	0.161	-0.231	1

数据进行固定效应模型分析。Huasman 检验表明,绝大部分模型测试中,固定效应与随机效应相比更加合适。

在具体的模型测试中,先进行 OLS 固定效应模型回归,得到初步结果;然后为了解决幸福满意度与被解释变量间可能存在的内生性问题,运用工具变量进行 GMM 测试。通常,解决幸福与经济增长内生性问题的工具变量主要有两类。一类是天气指标,如日照、降雨量。其理论根据是,日照量越大,人们的心情会更好(Guven,2012),降雨量与幸福满意度的关系则相反。另一类是社会指标,如人口学中的性别平衡度指标,即总人口数中男性或女性所占比例。如果人口性别比例失调,则可能会导致婚姻缔结难度加大,而婚姻又是幸福满意度的重要来源。因此,一般来说,性别失衡度越大,一个社会的幸福感越低。天气指标与幸福满意度有直接影响,但与资产选择行为没有直接关系,因此非常符合工具变量特征;性别平衡度指标与幸福满意度的关系密切,但与家庭资产选择的关系尚不明确。Wei and Zhang(2009)研究了各国人口性别比与储蓄率关系,指出性别失衡下的婚姻会促使有儿子的家庭增加储蓄、推迟消费,并推算出性别失衡导致的婚姻市场竞争加剧对总储蓄、经常账户盈余的影响,有可能占中国家庭储蓄率在 1990~2007 年实际增加值的一半。荣昭

等(2013)采用北京大学国家发展研究院中国农村金融调查数据,发现在性别比例失衡较严重的地区,有男孩的家庭拥有自营工商业的可能性较高,这也同时会推高男孩家庭的储蓄率。另一方面,金烨等(2011)使用中国城镇住户调查数据验证了收入差距的上升会导致家庭减少消费、增加储蓄,很可能源于追求社会地位的动机。此外,他们在基础模型中控制了 Wei and Zhang(2009)文中使用的性别比例指标,但是基尼系数对消费的影响仍然是稳健的。在该研究中,性别比例对消费确实有负向的影响,但并不显著。有鉴于此,本文主要采用天气指标中的降雨量作为工具变量进行 GMM 主体测试,并同时使用性别平衡度指标作 GMM 稳健性测试,考察幸福满意度与资产选择之间的关系。

五、实证结果分析

(一) OLS 测试结果

表 4 是 OLS 固定效应模型回归结果。第一栏第(1)列方程是储蓄规模与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正,说明幸福满意度与储蓄规模显著正相关。如第(2)列所示,即使加上控制变量,这种显著正相关关系仍然成立。第二栏第(1)列方程是利息收入与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正,而这种显著正相关关系在加入控制变量后仍然成立。第三栏第(1)列方程是股息收入与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正,但在加入控制变量后结果变得不显著。第四栏第(1)列方程是保险收益与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正,但在加入控制变量后幸福指数的系数变成负数,且不显著。第五栏的回归结果显示有价证券购买净值与幸福满意度负相关,但相关关系不显著。第六栏第(1)列方程是捐赠支出与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为负,这种显著负相关关系在加入控制变量后仍然成立。第七栏第(1)列方程是购买彩票与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数为负但不显著,而加入控制变量后显著负相关。第八栏第(1)列方程是个人养老金与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正,这种显著正相关关系在加入控制变量后仍然成立。但这些结论的稳健性需要 GMM 回归结果提供验证。

(二) GMM 测试结果

由于幸福满意度不管是主观的还是客观的,都可能与各个被解释变量之间存在内生性关系。因此,本文在第二阶段的测试中加入工具变量,以消除内生性影响,得到更为客观的测试结果。如前文所述,天气指数和性别平衡度在逻辑上都能成为工具变量。由于在性别平衡度与金融资产选择是否关系显著问题上还存在争议(Wei and Zhang, 2009; 金烨等, 2011),因此本文将主要采用降雨量作为幸福满意度的工具变量进行 GMM 测试,回归结果见表 5^①。

表 5 显示,GMM 回归结果与 OLS 回归结果基本一致。具体来说,表 5 中第 1 列方程是储蓄与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正,表明幸福满意度与储蓄规模显著正相关。这表明,在国内,某地区居民幸福感越强,当地储蓄存款增长越快。在控制变量方面,收入(INCOME)与受教育程度(EDUCATION)系数都显著为正,通货膨胀(CPI)系数显著为负,与直观认识基本一致。第 2 列方程是利息收入与幸福满意度的回归结果,幸福指数系数显著为正。这与第 1 列方程的回归结果相符:一个地区幸福感越强,储蓄增长越快,利息收入自然增长越快。第 3 列方程是保险收益与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为正。第 4 列方程是个人养老金与幸福满意

^① 本文也将性别平衡度作为幸福满意度的工具变量进行 GMM 测试,结果与 OLS 回归结果基本一致,有兴趣的读者可来信索取具体数据。

表 4 幸福与资产选择关系 OLS 测试结果

	<i>SAVE</i>		<i>INCOME</i>		<i>DIVIDEND</i>		<i>INSURANCE</i>	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>C</i>	2.780*** (10.128)	-4.097*** (-3.899)	-3.723*** (-11.674)	0.918 (0.307)	-3.500*** (-8.850)	2.388 (0.688)	-4.686*** (-9.077)	-6.455*** (-2.740)
<i>INCOME</i>		1.766*** (17.466)		-0.390 (-1.138)		0.607 (1.525)		0.349 (0.509)
<i>CPI</i>		-0.007 (-0.790)		-0.041* (-1.660)		-0.049* (-1.696)		0.009 (0.764)
<i>EDUCATION</i>		0.088 (1.096)		0.678** (2.426)		-0.434 (-1.337)		0.357 (0.577)
<i>SOSECURITY</i>		0.335*** (13.705)		-0.357*** (-4.362)		-0.696*** (-7.318)		0.013 (0.079)
<i>HAPPY</i>	0.366*** (4.678)	0.179*** (5.609)	0.286*** (3.127)	0.309*** (2.773)	0.255** (2.251)	0.075 (0.581)	0.283* (1.929)	-0.174 (-0.697)
N	261	261	232	232	232	232	197	197
Adjusted R ²	0.340	0.895	0.037	0.192	0.017	0.277	0.014	0.340

表 4 幸福与资产选择关系 OLS 测试结果(续)

	<i>SECURITIES</i>		<i>DONATE</i>		<i>LOTTERY</i>		<i>FUNDS</i>	
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
<i>C</i>	1.057* (1.690)	-6.870** (-2.495)	-0.716*** (-3.923)	2.600* (1.952)	-2.469*** (-5.474)	0.791 (0.702)	-2.489*** (-15.214)	-4.521*** (-2.790)
<i>INCOME</i>		1.458* (1.700)		-0.730*** (-4.646)		-0.281 (-1.079)		0.067 (0.409)
<i>CPI</i>		0.002 (0.124)		-0.012 (-1.108)		-0.009 (-0.963)		0.009 (0.713)
<i>EDUCATION</i>		1.417* (1.858)		0.305** (2.367)		-0.409* (-1.656)		0.491*** (3.712)
<i>SOSECURITY</i>		-0.593** (-2.342)		-0.015 (-0.401)		0.020 (0.282)		0.016 (0.392)
<i>HAPPY</i>	-0.109 (-0.603)	-0.313 (-1.104)	-0.141*** (-2.677)	-0.120** (-2.400)	-0.167 (-1.300)	-0.208* (-1.692)	0.253*** (5.439)	0.088* (1.663)
N	234	234	203	203	174	174	174	174
Adjusted R ²	0.244	0.275	0.133	0.226	0.088	0.113	0.142	0.391

注：***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著水平。

度的回归结果,幸福指数的回归系数为正,但不显著。第5列方程和第6列方程分别是有价证券购买净值、股息收入与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数皆为负,但都不显著。第7列方程是购买彩票与幸福满意度的回归结果,幸福指数的系数显著为负,而这种显著负相关关系在加入控制变量后仍然成立。这表明一个地区的幸福感越强,对购买彩票这种高风险投资产品的偏好越小。第8列方程是捐赠支出与幸福满意度的回归结果,不同于OLS回归的结果,幸福指数的回归系数显著为正,与我们的假说相符,即一个地区居民的幸福感越强,人们会更乐于帮助别人,因此捐赠支出更多。

表5 幸福与资产选择关系的GMM测试结果

	<i>SAVE</i>	<i>INCOME</i>	<i>INSURANCE</i>	<i>FUNDS</i>	<i>SECURITIES</i>	<i>DIVIDEND</i>	<i>LOTTERY</i>	<i>DONATE</i>
<i>C</i>	-0.917 (-1.608)	0.0108 (0.003)	-1.860 (-0.291)	-3.509*** (-7.310)	1.222 (0.170)	-8.276*** (-6.174)	1.903 (0.393)	0.635 (0.324)
<i>INCOME</i>	0.446** (2.487)	-0.410 (-1.170)	-0.436 (-0.727)	0.226 (1.438)	0.670 (0.875)	2.218*** (5.370)	0.582 (1.282)	-0.763*** (-3.526)
<i>CPI</i>	-0.016*** (-3.261)	-0.041 (-1.637)	-0.054 (-1.070)	-0.004 (-1.118)	-0.059 (-1.051)	0.029** (2.494)	-0.020 (-0.537)	-0.011 (-0.726)
<i>EDUCATION</i>	0.883*** (6.979)	0.606** (2.080)	0.745 (1.508)	0.364*** (3.287)	0.831 (1.316)	-1.134*** (-3.718)	-0.815** (-2.180)	0.191 (1.051)
<i>SOSECURITY</i>	0.057 (1.442)	-0.357*** (-4.271)	-0.050 (-0.349)	0.027 (0.733)	-0.386** (-2.090)	-0.347*** (-3.689)	0.169 (1.525)	-0.008 (-0.153)
<i>HAPPY</i>	0.634*** (3.670)	0.660** (2.188)	1.013** (2.040)	0.1045 (0.656)	-0.690 (-1.045)	-0.690 (-1.619)	-0.990** (-2.588)	0.533** (2.178)
N	232	232	197	174	203	232	174	203

根据回归结果,就保守型投资产品而言,幸福与储蓄规模、保险利息收入显著正相关,从而验证了假设1A和假设2;幸福与养老基金支出正相关,也在一定程度上验证了假设1A和假设2;就风险型投资而言,幸福与彩票投资规模显著负相关,验证了假设1C;幸福与股息收入、证券净购买规模负相关,但不显著。这在一定程度上验证了假设1B。证券购买与幸福的相关关系之所以不够显著,可能与中国股市特征有关。中国股市更多程度上是一个政策市,股票价格不仅仅由居民风险偏好决定。这方面研究需留待将来更进一步的分析。幸福与捐赠支出显著正相关,这表明幸福与社会资本正相关,验证了假设3。

(三) 稳健性测试

为进行稳健性检验,本文选用另一组中国省级区域幸福指数对幸福与资产选择关系进行回归测试。该幸福指数为各省客观生活质量综合评价结果,数据来自于山东大学生活质量与公共政策研究课题组发表的《中国生活质量指标体系研究报告》。由于该幸福指数是根据居民收入等与经济密切相关的变量综合计算得到的,因此与资产选择的内生性更强。为此,我们加入降雨量作为工具变量,对幸福与资产选择进行GMM测试。结果显示:除了储蓄和彩票外,幸福与其他被解释变量的相关系数均不显著,但相关系数与表5中*HAPPY*的回归系数对应符号均相同^①。

① 由于版面限制,结果不作呈现,有兴趣读者可来信索取。

六、结 论

投资者认知偏差及情绪等因素对其金融决策及相应的金融资产定价的影响一直是行为金融理论关注的焦点。幸福满意度作为一种对生活的综合认知和态度,有可能对居民的金融决策形成系统性影响,关于这一点,目前的学术研究文献还较为有限。

幸福满意度会影响到居民的风险偏好和时间偏好。幸福感越强的人,越不喜欢冒险;幸福感越强的人,对未来有更实际的规划,短视行为越少,时间偏好率越小;一个人幸福感越强,会更加积极积累社会资本,对社会规则和秩序越尊重,对别人的信任度越高,也越愿意乐善好施。

本文使用国内各省、自治区居民的主观幸福感指数和家庭金融资产结构数据,对幸福满意度与居民金融资产结构选择的关系进行实证检验。研究表明:居民幸福感与储蓄、保险、捐赠等投资支出显著正相关,与彩票投资支出显著负相关;与证券投资支出的关系尚不显著。

本文的实证结果对当前的家庭金融资产结构文献是个重要补充。虽然宏观数据在加总过程中会过滤掉许多微观信息,本文仍然发现,居民幸福满意度与家庭资产结构呈现较强的相关关系,这为将来进一步的有关居民幸福满意度与资产结构选择的微观调查研究提供了基础。

本文的实证结果对国内的金融实践有较强的启示。根据本文实证结果,保险、储蓄这两类长期投资行为与居民幸福满意度显著正相关,因此,针对幸福满意度高的人群推销此两类产品,可能有更好的效果。就捐赠和彩票投资支出而言,可能与居民即时幸福感的更密切。由于捐赠与居民幸福感显著正相关,因此,向幸福感较强的群体招募可能效果会更好。换句话说,在阳光明媚的日子里,由于人群的普遍的幸福感受提高,募捐效果可能会更佳。彩票的销售则恰好相反。在其他条件不变情况下,彩票投资支出与居民幸福满意度显著负相关。因此,在天气不好时,人们可能会因为投资风格变得激进而增加购买,此时推销彩票,可能会有意想不到的效果。

本文的不足之处在于:全文采用的幸福感数据是根据个体问卷调查加总而成,家庭居民金融资产的比例也是在全国城市调查数据基础上加总而成,可能会出现信息的渗漏从而导致偏误。要得到更为准确的幸福与金融选择的相关关系,需要更为系统的微观调查数据。

参考文献

- 安凡所(2014):《双重不确定性下的流动劳动力储蓄行为——对中国储蓄之谜的另一种解读》,《产经评论》,第4期。
- 陈彦斌(2008):《中国城乡财富分布的比较分析》,《金融研究》,第12期。
- 何兴强、史卫、周开国(2009):《背景风险与居民风险金融资产投资》,《经济研究》,第12期。
- 金烨、李宏彬、吴斌珍(2011):《收入差距与社会地位寻求:一个高储蓄率的原因》,《经济学(季刊)》,第3期。
- 卢家昌、顾金宏(2010):《城镇家庭金融资产选择研究:基于结构方程模型的分析》,《金融理论与实践》,第3期。
- 鲁元平、王韬(2010):《主观幸福感影响因素研究评述》,《经济学动态》,第5期。
- 莫扬(2010):《居民消费、自然储蓄与资产价格》,《产经评论》,第1期。
- 荣昭、徐丽鹤、袁燕(2013):《性别比例失衡对农村家庭创业的激励机制研究——基于农村自营工商业的分析》,《浙江社会科学》,第5期。
- 史代敏、宋艳(2005):《居民家庭金融资产选择的实证研究》,《统计研究》,第10期。
- 王聪、张海云(2010):《中美家庭金融资产选择行为的差异及其原因分析》,《国际金融研究》,第6期。
- 温晓亮、米健、朱立志(2011):《1990—2007年中国居民主观幸福感的影响因素研究》,《财贸研究》,第3期。
- 叶德珠、连玉君、黄有光、李东辉(2012):《消费文化认知偏差与消费行为偏差》,《经济研究》,第2期。
- Alessie, R., S. Hochguertel and A. van Soest (2004): "Ownership of Stocks and Mutual Funds: A Panel Data Analysis", *Review of Economics and Statistics*, 86, 783-796.
- Campbell, J. (2006): "Household Finance", *Journal of Finance*, 61, 1553-1604.

- Deeg, D. and R. van Zonneveld (1989): "Does Happiness Lengthen Life? The Prediction of Longevity in the Elderly", In: R. Veenhoven (eds.), *How harmful is Happiness? Consequences of Enjoying Life or not*, Rotterdam, Netherlands: Universitaire Pers Rotterdam, 29–43.
- Goudie, R., S. Mukherjee, J-E. De Neve, A. Oswald and S. Wu (2012): "Happiness as A Driver of Risk-Avoiding Behavior", CEP Discussion Papers dp1126, Centre for Economic Performance, LSE.
- Gollier, C. (2001): "What Does the Classical Theory Have to Say about Portfolio Choice?", In: Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Boston: MIT Press.
- Guiso, L. and T. Jappelli (2002): "Household Portfolios in Italy", In: Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (eds.), *Household Portfolios*, Boston: MIT Press.
- Guven, C. (2009): "Weather and Financial Risk-Taking: Is Happiness the Channel?", SOEP papers on Multidisciplinary Panel Data Research 218, DIW Berlin, The German Socio-Economic Panel (SOEP).
- Guven, C. (2011): "Are Happier People Better Citizens?", *Kyklos*, 64, 178–192.
- Guven, C. (2012): "Reversing the Question: Does Happiness Affect Consumption and Savings Behavior?", *Journal of Economic Psychology*, 33, 701–717.
- Hermalin, B. and A. Isen (2008): "A Model of the Effect of Affect on Economic Decision Making", *Quantitative Marketing and Economics*, 6, 17–40.
- Keller, C. and M. Siegrist (2006): "Investing in Stocks: The Influence of Financial Risk Attitude and Values-related Money and Stock Market Attitudes", *Journal of Economic Psychology*, 27, 285–303.
- Kirchsteiger, G., L. Rigotti and A. Rustichini (2006): "Your Morals Might Be Your Moods", *Journal of Economic Behavior and Organization*, 59, 155–172.
- Lorentzen, P., J. McMillan and R. Wacziarg (2008): "Death and Development", *Journal of Economic Growth*, 13, 81–124.
- Lyubomirsky, S., L. King and E. Diener (2005): "The Benefits of Frequent Positive Affect: Does Happiness Lead to Success?", *Psychological Bulletin*, 131, 803–855.
- Puri, M. and D. Robinson (2005): "Optimism and Economic Choice", NBER Working Paper, No. W11361.
- Rabin, M. (1998): "Psychology and Economics", *Journal of Economic Literature*, 36, 11–46.
- Shefrin, H. (2000): *Greed and Fear*, Boston: Harvard Business School Press.
- Shleifer, A. (2000): *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, Oxford University Press.
- Shum, P. and M. Faig (2006): "What Explains Household Stock Holdings?", *Journal of Banking and Finance*, 30, 2579–2597.
- Veenhoven, R. (2008): "Healthy Happiness: Effects of Happiness on Physical Health and the Consequences for Preventive Health Care", *Journal of Happiness Studies*, 9, 449–469.
- Wei, S. and X. Zhang (2009): "The Competitive Saving Motive: Evidence from Rising Sex Ratios and Savings Rates in China", NBER Working Paper, No. 15093.
- Wolff, E. (1989): "Trends in Aggregate Household Wealth in the US, 1900–1983", *Review of Income and Wealth*, 35, 1–29.
- Ng., Yew-Kwang (1996): "Happiness Surveys: Some Comparability Issues and An Exploratory Survey Based on Just Perceivable Increments", *Social Indicators Research*, 38, 1–27.
- Zak, P. and S. Knack (2001): "Trust and Growth", *Economic Journal*, 111, 295–321.

(责任编辑:周莉萍)