

# 基于“模型-实证-模拟”框架的家庭金融研究综述\*

张传勇

**〔摘要〕**家庭金融是近年来金融学 research 的一个新兴领域。随着我国收入分配主体的变化及金融市场的不断发展,居民家庭的资产结构和资产选择行为发生明显变化,家庭资产总量分布不均和结构失衡等微观结构问题较为严重。这些问题不仅牵涉到居民的福利问题,同时也影响着我国居民消费需求的提升、金融市场的发展以及宏观经济结构的调整。因此,本文从理论模型、实证研究以及模拟分析等视角对家庭金融相关领域的文献进行回顾,梳理出一个较为新颖和系统的家庭金融研究理论框架,可为后续研究提供借鉴,同时,对引导家庭资产合理配置,完善家庭资产结构,扩大消费需求以及调整宏观经济结构等方面也具有重要的现实价值。

**关键词:**家庭金融 理论模型 实证研究 模拟分析

**JEL 分类号:**C15 D14 G11

## 一、引言

家庭金融(Household Finance)是金融学 research 的一个新兴领域,其核心内容在于,家庭通过不同的投资工具实现资产跨期优化配置,达到家庭长期消费效用最大化。近年来,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资产选择的关注和研究不断增加(Campbell, 2006)。根据标准的资产组合选择理论(Markowitz, 1952; Samuelson, 1969; Merton, 1969, 1971),家庭应该参与所有已存的投资项目,在“理性经济人”假设的前提下将根据风险差异对资产进行配置,并且安全资产和风险资产配置的区别只在于投资者风险偏好的差异上。但是,现实中的“有限参与”现象却广泛存在,无法得到满意的解释(Vissing-Jorgensen, 2003)。

纵观发达国家家庭资产选择行为的演变过程,目前已表现出家庭资产选择的金融化、金融资产选择的风险化和风险资产选择的中介化等规律性特征(张海云, 2012)。改革开放以来,随着我国收入分配主体的变化及金融市场的不断发展,居民家庭收入快速增长,家庭经济行为的市场化程度不断提高,家庭持有资产在结构、功能和观念上也发生了显著变化。具体表现为:家庭资产种类不断增加,实物资产占比逐步降低,金融资产比重有所提高,居民的资产选择行为变得愈加复杂,部分家庭开始注重利用金融资产保障未来生活,等等(邹红, 2010)。这一变化趋势促使家庭资产选择的范围与内容不断扩展,大多数家庭对家庭资产以及产品多样化的需求日趋上升。因此,在此背景下,开展家庭金融领域相关研究的主要意义为:其一,理论层面上,家庭金融的研究是对已有居民资产选择行为理论的验证和补充。由于家庭金融学科发展的历史原因及路径依赖性(Tufano, 2009),以及这一领域研究的数据可得性限制和建模复杂性影响(Campbell, 2006),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。其二,现

\* 张传勇,华东师范大学城市发展研究院青年研究员,复旦大学金融研究中心博士后,经济学博士。作者感谢教育部人文社会科学基金青年项目(14YJC790164)和复旦大学 985 三期金融研究中心项目(2012FDFRCBH06)的资助。

实意义上,当前我国家庭资产选择存在资产总量分布不均、资产结构较为失衡以及家庭负债现象未引起足够重视等微观结构不合理问题。这些问题不仅牵涉到居民的福利问题,同时对我国居民消费需求的提升、资本市场的发展以及宏观经济结构调整等都有着极其重要的含义。

本文从理论模型、实证研究以及模拟分析等视角对家庭金融领域的文献进行归纳梳理后发现:第一,由于传统的 CCAPM 模型无法解释金融市场的“异常”现象,已逐渐被重新模型化投资者的决策行为的资产定价理论——行为资产定价理论所取代,并开始考虑投资者行为的心理基础。第二,实证研究多是描述居民家庭持有资产的结构与特征,试图对家庭资产选择行为偏差现象、原因及其影响后果进行分析。随着微观数据的丰富,目前国内在该领域的实证研究正在逐步扩宽。第三,由于简单的模型与实证已难以诠释家庭资产选择的行为方式,数值模拟技术在这一领域的应用开始兴起,这对优化家庭资产配置结构和投资路径等方面具有显著意义。

由此,本研究可能的学术贡献主要体现在两个方面:一方面,相比以往家庭金融研究领域的文献综述偏好于回顾研究状况和学科发展(如 Campbell, 2006; 王江等, 2010; 李心丹等, 2011), 本文在梳理出一个较为新颖和系统的家庭金融研究理论框架的同时, 对文献的回顾和梳理更加聚焦, 可以为后续研究提供思路借鉴; 另一方面, 在现实价值和政策含义方面, 本文的研究内容可能对满足家庭不断升级的资产需求, 引导家庭资产合理配置, 完善家庭资产结构, 为扩大消费需求、调整宏观经济结构等方面都具有重要的现实价值。

## 二、国内外相关研究现状及发展动态分析

### (一)理论模型

国外相关研究起步较早,最早关于家庭资产选择的理论可以追溯到 Markowitz (1952) 的“均值-方差”模型,它提出分散投资可以降低风险的直觉从形式上表示为通过组合投资可以消除单个证券个体风险对组合方差的贡献。Merton (1969, 1971) 将 Markowitz 一期静态模型拓展为包含消费储蓄选择的连续时间模型,在股票价格满足通常的几何布朗运动的假设下,对于常用的相对风险厌恶不变的效用(CRRA)投资者而言,最优资产组合独立于他们的财富、年龄等特征;与此同时,Sharpe (1964) 与 Lintner (1965) 在 Arrow-Debreu-McKenzie 一般均衡框架下创建出 CAPM 模型,对风险进行定价和度量,确认资产的期望收益和风险的关系。真正对资产组合决策的一般均衡分析是 Merton (1973)、Lucas (1978)、Breedon (1979) 等提出的消费资本资产定价模型(CCAPM),该模型使用资产收益率与总消费增长率的协方差描述资产风险(即消费贝塔),这表明资产预期收益率的系统风险能够用消费增长率风险来解释。CCAPM 模型的提出是金融学的一次重大飞跃,将金融学的研究建立在一般均衡基础上,具有巨大的理论价值,在现代资产定价理论中有着巨大的影响。但是 CCAPM 无法解释股票溢价之谜(Mehra and Prescott, 1985)和无风险利率之谜(Weil, 1989)所展示的所谓金融市场“异常”现象,这说明 CCAPM 模型还存在严重理论缺陷。

针对上述问题,Campbell (2000) 认为,对同质的投资者来说,只要市场上不存在套利机会(即金融市场是完全竞争的),即使存在不确定性,投资者所需做的仅仅是确定随机贴现因子(Stochastic Discount Factor, 简称 SDF),比如投资者偏好异质、收入异质、类型异质等。通过吸收 Tversky and Kahneman (1973)、Shiller (1981) 等人发展的行为金融学相关理论,行为资产定价理论重新模型化投资者的决策行为资产定价理论,通过对投资者行为的重新思考和模型化,逐渐替代过去的资本资产定价模型,成为现代金融理论解释金融市场活动的新基石(陈彦斌和周业安, 2004)。比如,通过引入投资者的消费习惯因素,不仅能够解决投资者消费和投资的一般均衡问题,而且也能够有效解决投资者的跨期决策问题(宋军和吴冲锋, 2008)。

当前对于行为资产定价理论的研究主要从以下两个角度展开:一是从 CCAPM 模型出发,逐步引入各种行为因素,比如财富偏好、习惯形成、追赶时髦、损失厌恶、嫉妒等,以此来实现更为精确的 SDF 刻画。大部分行为资产定价模型都是遵循这一研究范式。另一种研究方式则是典型的行为金融学理论的运用,它们直接从投资者行为的心理基础出发,研究投资者心理对资产价格的决定,进而影响金融市场的均衡。这方面的研究由于融入一般均衡框架的困难,相关文献还不多见。两种研究角度的关键差别在于前者一般假定投资者为理性预期,而后者一般假定投资者为有限理性,或者非理性。不过,通过许多学者的努力,两者已经开始逐渐相互融合。

## (二)实证研究

### 1.居民家庭持有资产的结构与特征研究

国外学者通过对居民家庭持有资产结构的描述,认为家庭的资产组合选择主要存在两个特征:第一,不同家庭之间资产组合明显不同,且随着国别、财富总量、收入、年龄、教育程度等一系列家庭特征的变化而变化。家庭资产组合基本上取决于财富,金融资产在总资产中的比例随着财富递减,而投资于房地产和企业股权的比例随年龄递增;并且,参与风险资产市场和家庭富裕程度之间也有很强的关联性,较富裕的家庭倾向投资较大比例的财富于风险资产(Guiso, Haliassos and Jappelli, 2003; Quigley, 2006)。第二,多数家庭的资产组合都相对简单,以房产和无风险或低风险资产为主(Bertaut and Starr-McCluer, 2000; McCathy, 2004)。家庭资产组合之间存在着替代关系,比如房产投资会挤出股票投资,尤其是对于低财富净值的家庭来说,这种挤出效应更加明显(Cocco, 2005; Yao and Zhang, 2005),但仍有相当数量的高净值家庭既未投资股票也没有持有房产(Guiso, Haliassos and Jappelli, 2003; Campbell, 2006)。

国内对居民家庭持有资产的结构与特征的研究主要表现在几次较具代表性的调查研究上。比如,2001年中国人民银行对50个大中城市家庭的金融资产结构的调查以及2002年5~7月中国国家统计局城市调查总队对我国城市家庭财产构成的调查等。根据西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心(CHFS)2012年公布的调查数据显示,我国居民家庭资产中金融资产为6.37万元,占总资产8.76%,非金融资产为66.40万元,占91.24%。其中,家庭金融资产中银行存款比例最高,为57.75%;现金其次,占17.93%;股票第三,占15.45%;基金为4.09%;银行理财产品占2.43%。

### 2.家庭资产选择行为偏差及其影响因素研究

数据显示,20世纪80年代末美国只有四分之一的人参与股票市场和持有股票,到20世纪90年代末的时候,在美国最富有的10%的家庭中持有股票的比例也只有85%(Guo, 2001);Bucks et al. (2009)对美国联邦储备委员会2009年2月公布的消费者金融调查数据(SCF2007)分析发现,即使是在金融市场十分发达的美国,大约48.9%的家庭完全没有股票投资。因此,解释“有限参与”之谜是目前家庭资产选择研究主要关注的领域。如市场摩擦、背景风险、非标准偏好等传统理论解释(Gollier et al., 1996; Zhu, 2002),或是缺乏有关个体行为的完善理论(Durlauf and Moffitt, 2003),或是过分依赖市场上非理性投资者的存在(Barberis and Tharler, 2003)。Barber and Odean (2001)强调了性别和婚姻状况对家庭资产选择决策的作用。Vissing-Jorgensen (2003)通过对PSID数据分析后发现,经济人参与股市的概率、参与后持股的份额均随着其非金融投资收入的增加而增加,随着非金融投资收入的波动性的增加而减少。Agnew et al. (2003)、Guiso and Jappelli (2000)、Faig and Shum (2002)则关注了年龄、性别、婚姻状况、工资和工作期限等因素对家庭资产选择行为偏差的影响。Iwaisako (2003)对日本家庭股票参与与决策与持股比例进行了经济计量分析,发现影响股市参与的因素包括年龄、收入、财富以及教育程度等,且仅有房产状况会影响日本家庭持有股票的比例。Guiso and Jappelli (2005)、Hong et al. (2004)以及Brown et al. (2008)通过实证分析也发现,更高的金融认知水平和社会互动程度促进了家庭参与风险资产投资的比例。



Bodie and Crane (1997)、Bertaut and Starr-McCluer (2002) 以及 Dynan, Skinner and Zeldes (2004) 分别通过对美国的数据分析后发现, 家庭参与风险资产市场的比例随年龄呈现驼峰形, 但一旦参与, 股权比例在各年龄群体中都似乎固定不变, 年龄对持股的影响主要表现在对是否持有股票的决策上。这与古典的“近视”组合理论相矛盾, 然而, 它几乎又是一个全球性的现象, 在欧洲国家和日本也基本如此 (Guiso, Haliassos and Jappelli, 2003; Kohei and Iwaisako, 2010)。

此外, 当存在融资约束时, 储蓄和资产积累对消费者所预期的收入产生的随机过程特别敏感, 若经济人的收入波动是长久的, 那么他们将持有一些资产来使其免受收入波动风险的影响 (Deaton, 1991; Campbell et al., 2001; Cocco, Gomes and Maenhout, 2005)。也有一些学者通过建立理论模型来考察交易摩擦对金融资产配置的影响, 认为在高风险厌恶水平下, 较低水平的信息成本就足以解释没有持有股票的原因 (He, 1992; Dammon et al., 2001; Curcuru et al., 2005)。

国内学界对家庭资产选择的研究大致从 1990 年代中期开始, 由于在很长一段时间内我国关于家庭资产的微观调查数据都是缺失的, 早期的研究主要是为了说明我国居民储蓄资产的配置为什么相对单一 (主要集中在银行存款上)。如制度因素 (龙志和和周浩民, 2000; 冯涛和刘湘勤, 2007), 家庭的预防性储蓄 (臧旭恒等, 2001; 谢睿, 2004) 和偏好流动性的选择动机 (李建军和田光宁, 2001), 以及金融中介未发挥应有的作用等 (于蓉, 2006; 王千红等, 2008)。近年来, 随着微观数据的逐渐丰富, 国内学者开始对家庭资产选择的个别问题展开实证研究。如李心丹等 (2002)、谭松涛等 (2006) 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; 李涛 (2006a; 2006b; 2007) 以及李涛和郭杰 (2009) 基于调查访谈数据对居民的资产产品选择以及金融市场参与问题进行了较为系统的研究, 在较大范围内解释了社会互动、惯性参与角度对居民投资选择的影响。此外, 史代敏和宋艳 (2005) 还研究了个人年龄、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, 吴卫星和钱锦晔 (2010) 通过运用家庭调查数据研究发现家庭净财富中住房投资和股票投资存在反向关系等。

### 3. 家庭资产选择行为的宏观效应

家庭资产与资源优化配置和经济发展水平关系密切, 对整个社会经济生活产生着巨大的影响, 表现出重要的宏观效应: 如居民通过家庭资产结构合理化, 能够实现跨时间的消费效用最大化 (Kelley, 1953; Feinberg, 1964), 同时, 家庭资产选择行为与家庭财富水平、金融市场发展和经济增长等都有着显著的关联性 (Carrol, 2002; Peress, 2004; Wachter and Yogo, 2009)。值得注意的是, 有些学者使用证券公司开户数据及税务部门记录数据, 对具体投资者行为及其福利影响进行了细致的刻画 (Odean, 1998, 1999; Calvet et al., 2006; Barber et al., 2009)。

随着中国金融市场化 and 资本市场的发展, 居民家庭的资产选择观念和资产配置结构发生了明显变化, 这对社会资金流动格局和资金资源的配置方式产生了深刻的影响甚至带来了嬗变 (连建辉, 2000; 田剑英, 2006)。居民家庭的资产选择及其存量对居民的消费行为有显著影响 (臧旭恒, 1994; 张平, 1997; 袁志刚和宋铮, 1999; 贺菊煌等, 2000; 李慧英和肖成刚等, 2005; 邹红, 2012), 且与我国的金融市场发展、经济增长等变量存在一定的互动关系 (朱岚, 2007; 史代敏, 2012)。

### (三) 模拟分析

动态模拟是结合计算机仿真技术的数学方法。近年来动态规划的数值实现和计算机随机模拟技术在经济、金融学中的应用逐渐增加 (Judd, 1998; 龚六堂, 2002)。由于现实中家庭与家庭之间存在许多不同的特征, 单一的模型并不能解决所有家庭的问题; 同时, 家庭的资产选择行为又是由未来状况所决定的跨期决策行为, 这种不确定性存在使得优化问题无法用传统的一阶充分条件来求解。简单的模型与实证已难以诠释家庭资产选择的行为方式, 因而通过建立动态决策方程并借助计算机的数值方法进行求解非常必要 (Hommes, 2006; 韩洁, 2008)。国外相关的研究有, Guiso et al.

(2002)、Iwaisako(2003)等通过考虑偏好、市场摩擦、劳动风险以及包括住房资产在内的各类资产的收益风险,对家庭的投资行为及其财富水平进行了模拟。国内方面,陈学彬等(2006)也使用模拟方法研究了居民个人生命周期消费投资决策行为,认为居民的时间偏好和居民相对风险厌恶水平、劳动收入风险和股票投资风险、货币供给增长率和利率的调整具有显著的影响;赵晓英和曾令华(2007)则分析了劳动收入增长率均值及标准差、无工作状态概率、股票超额收益率均值及标准差以及相对风险厌恶系数等因素对居民投资组合选择行为的影响。此外,杨凌和陈学彬(2006)模拟分析了居民家庭生命周期消费储蓄决策以及陈学彬和章研(2007)采用动态模拟技术研究了医疗保障制度对家庭生命周期消费储蓄决策的影响等。

### 三、现有文献简评

首先,从以上文献梳理来看,虽然涉及家庭金融的文献日渐丰富,但当前国内外研究主要集中在实证分析家庭资产的配置现状、资产选择行为偏差及其影响因素方面,还没有形成学界共识的经典理论分析框架。由于传统的基于消费的资产定价(CCAPM)模型无法解释金融市场(本文主要指家庭金融领域)的“异常”现象,已逐渐被重新模型化投资者决策行为的资产定价理论——行为资产定价理论(BCAPM模型)所取代,并开始考虑投资者行为的心理基础。即便如此,行为资产定价理论在研究家庭资产选择方面仍无法考察家庭储蓄偏好、社会关系、财富代际转移等因素的影响。随着家庭金融逐渐成为新兴的金融学领域研究的重点,以资产定价和行为金融两大理论体系为基础,建立家庭金融的理论分析框架是这一学科发展和逐步完善的必然趋势。

其次,受制于微观调查数据的可得性,国内关于家庭金融领域的调查尚处于起步阶段。相比国外家庭金融调查数据的持续性和开放性,如美国联邦储备委员会自1989年起就开始连续公布全国性消费者金融调查(Survey of Consumer Finance-SCF)数据,国内还仅限于个别学者或机构对局部地区家庭金融的入户调查,如西南财经大学中国家庭金融调查研究中心(CHFS)2012年开始发布家庭金融的微观调查数据。随着中国经济的日益发展和居民财富的日益增多,亟待建立系统、全面的家庭资产调查数据库并开展较为完整的实证研究。

再次,现有的实证研究内容多倾向于描述居民家庭持有资产的结构与特征,试图对家庭资产选择行为偏差现象、原因及其影响后果进行分析,但对于家庭资产选择与宏观经济关联性的关注还远远不够。事实上,家庭资产选择问题不仅牵涉到居民的福利问题,同时对我国居民消费需求的提升、资本市场的发展以及宏观经济结构调整等都有着极其重要的含义。比如,在家庭资产的框架内分析中国家庭的高储蓄率以及家庭的投资和消费行为等,它们不但与国内经济、金融问题密切相关,还与贸易顺差、外汇储备、人民币汇率等有着密切的关系,甚至还与国际政治经济格局有重要关系。因而,厘清家庭资产选择可能产生的经济效应及其传导机制,将有助于分析和解答上述问题。另一方面,宏观经济变量的变化趋势,如外部冲击、政策和制度变化对家庭投资和消费行为的影响,则有助于探析促进中国金融稳定的微观基础,继而制定引导家庭资产配置、提升中国居民消费需求的方针政策。

最后,虽然目前已有少量文献利用数值模拟技术对家庭资产选择行为进行了动态模拟,但其对家庭资产组合选择的讨论尚不全面。现有研究多集中在家庭金融资产配置和居民消费方面,并没有涉及家庭持有的实物资产(如占家庭资产主要部分的住房投资)。从金融学领域研究方法的演进来看,简单的模型与实证已难以诠释家庭资产选择的行为方式,数值模拟技术在这一领域的应用开始兴起,对优化家庭资产配置结构和投资路径等方面具有显著意义。

#### 四、后续研究展望

诚然,虽然关于家庭资产选择的研究已逐渐成为金融学研究中的一个重要前沿领域,但研究还存在一些不足,后续研究和未来展望也值得学界期待。笔者认为,家庭金融领域的研究发展动态大致体现在以下三个方面:

第一,注重分析家庭资产选择行为的微观基础。随着中国居民家庭收入的提高,家庭对资产的需求也逐渐增加,包括资产的总量和种类等。因而,后续研究应注重研究家庭资产选择行为的微观基础,更好地了解家庭对资产配置的真实需求,深入分析家庭需求背后的影响因素。研究内容上涉及影响家庭选择行为的一般因素,如收入、财富、负债、教育、年龄、社会关系等;影响家庭资产选择行为的其它因素,如风险态度、代际的转移支付、家庭人口特征和就业情况、支付习惯以及投资者情绪等;以及在此基础上,进一步研究它们对投资者参与及投资组合产生的影响。

第二,探讨外部环境冲击如何影响家庭资产选择。市场、制度、政策等外部环境的变化将会影响到家庭的金融行为——从市场层面来看,住房和金融资产作为家庭资产的主要组成部分,股票市场、房地产市场等资产市场的起伏波动与家庭金融行为之间存在着密切关系;从制度层面来看,随着国内金融环境的逐步改观,如利率市场化和人民币国际化进一步推进、农村金融的逐渐兴起、社会保障和保险的日趋完善等,家庭资产的种类将日益丰富,其受众群体也愈加宽泛。因此,探讨外部环境的冲击可能对家庭金融行为产生的影响及其相应机制,也将是学者关注的话题。

第三,家庭金融行为影响宏观经济的动态分析。随着全球范围内金融产品不断创新以及中国金融市场规模的逐渐扩大,家庭资产选择种类愈加丰富,家庭金融交易活动日渐增加,家庭金融行为对宏观经济的影响也在不断增强。因此,通过发掘家庭资产和负债的选择及配置行为对家庭财富、金融发展以及经济增长等方面动态影响的证据,也成为学者愈发关注的领域。从政策含义上来说,开展这一领域的研究可以帮助我们更好地了解家庭金融行为所产生的经济影响,从而为经济金融政策的制定提供参考。

#### 参考文献

- 陈学彬、傅东升、葛成杰(2006):《我国居民生命周期消费投资行为动态优化模拟研究》,《金融研究》,第2期。
- 陈学彬、章妍(2007):《医疗保障制度对家庭消费储蓄行为的影响——一个动态模拟研究》,《上海财经大学学报》,第6期。
- 陈彦斌、周业安(2004):《行为资产定价理论综述》,《经济研究》,第6期。
- 冯涛、刘湘勤(2007):《不确定性情况下的居民资产组合行为与中国金融结构变迁》,《经济经纬》,第6期。
- 龚六堂(2002):《动态经济学方法》,北京大学出版社。
- 韩洁(2008):《我国城镇家庭生命周期资产组合选择行为的动态模拟》,复旦大学博士学位论文。
- 贺菊煌(2000):《消费函数分析》,社会科学文献出版社。
- 李慧英、肖成刚、彭喆(2005):《城镇居民资产积累对消费的影响研究》,《西南金融》,第11期。
- 李建军、田光宁(2001):《我国居民金融资产结构及其变化趋势分析》,《金融论坛》,第11期。
- 李涛(2006a):《社会互动、信任与股市参与》,《经济研究》,第1期。
- 李涛(2006b):《社会互动与投资选择》,《经济研究》,第8期。
- 李涛(2007):《参与惯性和投资选择》,《经济研究》,第2期。
- 李涛、郭杰(2009):《风险态度与股票投资》,《经济研究》,第2期。
- 李心丹、王冀宁、傅浩(2002):《中国个体证券投资者交易行为的实证分析》,《经济研究》,第11期。
- 李心丹、肖斌卿、俞红海、宋建华(2011):《家庭金融研究综述》,《管理科学学报》,第4期。
- 连建辉(2000):《城镇居民家庭的财产积累行为分析》,《福建论坛:经济社会版》,第9期。
- 龙志和、周浩民(2000):《中国城镇居民预防性储蓄实证研究》,《经济研究》,第11期。
- 史代敏(2012):《居民家庭金融资产选择的建模研究》,中国人民大学出版社。
- 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。
- 宋军、吴冲锋(2008):《金融资产定价异常现象研究综述及其对新资产定价理论的启示》,《经济学(季刊)》,第2期。



- 谭松涛、王亚平(2006):《股民过度交易了么?——基于中国某证券营业厅数据的研究》,《经济研究》,第10期。
- 田剑英(2006):《城市居民家庭投资理财行为研究——以股票、房产投资为例》,工作论文。
- 王江、廖理、张金宝(2010):《消费金融研究综述》,《经济研究》,增刊。
- 王千红、王佳卉、安艳芬(2008):《从居民金融资产结构看我国金融中介的公共责任》,《河北大学学报(哲学社会科学版)》,第3期。
- 吴卫星、钱锦晔(2010):《住房投资与家庭金融资产选择:基于中国居民家庭调查的实证分析》,中国金融国际年会投稿论文。
- 谢睿(2004):《从生命周期/持久收入假说看我国的消费情况》,《南昌高专学报》,第2期。
- 杨凌、陈学彬(2006):《我国居民家庭生命周期消费投资行为动态模拟研究》,《复旦学报(哲社版)》,第2期。
- 于蓉(2006):《我国家庭金融资产选择行为研究》,暨南大学博士学位论文。
- 袁志刚、宋铮(1999):《城镇居民消费行为变异与我国经济增长》,《经济研究》,第11期。
- 臧旭恒(1994):《中国消费函数分析》,上海人民出版社。
- 臧旭恒等(2001):《居民资产与消费选择行为分析》,上海人民出版社。
- 张平(1997):《消费者行为的统计检验、制度解释和宏观效果分析》,《经济研究》,第3期。
- 张海云(2012):《我国家庭金融资产选择行为及财富效应》,中国金融出版社。
- 赵晓英、曾令华(2007):《我国城镇居民投资组合选择的动态模拟研究》,《金融研究》,第4期。
- 朱岚(2007):《我国居民金融资产选择与经济增长的关联性研究》,西南财经大学硕士学位论文。
- 邹红(2012):《扩大消费需求的微观基础研究》,西南财经大学出版社。
- Agnew, J., P. Balduzzi and A. Sundén (2003): “Portfolio Choice and Trading in a Large 401(K) Plan”, *American Economic Review*, 93, 193–215.
- Barber, B. and T. Odean (2001): “The Internet and the Investor”, *Journal of Economic Perspectives*, 15, 41–54.
- Barber, B., Y.-T. Lee, Y.-J. Liu, and T. Odean (2009): “Just How Much Do Individual Investors Lose by Trading?”, *Review of Financial Studies*, 22, 609–632.
- Barberis, N. and R. Thaler (2003): “A Survey of Behavioral Finance”, *Handbook of the Economics of Finance*, in G. Constantinides, M. Harris and R. Stulz (eds.): Amsterdam: Elsevier Science.
- Bertaut, C. and M. Starr-McCluer (2000): “Household Portfolios in the United States”, Finance and Economics Discussion Series 2000–26, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.).
- Bertaut, C. and M. Starr-McCluer (2002): “Household Portfolios in the United States”, in L. Guiso, M. Haliassos and T. Jappelli (eds.): *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Bodie, Z. and D. Crane (1997): “Personal Investing: Advice, Theory, and Evidence”, *Financial Analysts Journal*, 53, 13–23.
- Breeden, D. (1979): “An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities”, *Journal of Financial Economics*, 7, 265–296.
- Brown, J., Z. Ivkovic, P. Smith and S. Weisbenner (2008): “Neighbors Matter: Causal Community Effects and Stock Market Participation”, *Journal of Finance*, 153, 1509–1531.
- Bucks, B., A. Kennickell, T. Mach and K. Moore (2009): “Changes in U.S. Family Finances from 2004 to 2007: Evidence from the Survey of Consumer Finances”, *Federal Reserve Bulletin*, February, A1–A56.
- Calvet, L., J. Campbell and P. Sodini (2006): “Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes”, NBER Working Paper, No. 12030.
- Carrol, C. (2002): “Portfolios of the Rich”, in L. Guiso, M. Haliassos and T. Jappelli (eds.): *Household Portfolios*, MIT Press.
- Campbell, J. (2000): “Asset Pricing at the Millennium”, *Journal of Finance*, 55, 1515–1567.
- Campbell, J. (2006): “Household Finance”, *Journal of Finance*, 61, 1553–1604.
- Campbell, J., J. Cocco, F. Gomes, P. Maenhout and L. Viceira (2001): “Stock Market Mean Reversion and the Optimal Equity Allocation of a Long Lived Investor”, *European Finance Review*, 5, 269–292.
- Cocco, J. (2005): “Portfolio Choice in the Presence of Housing”, *Review of Financial Studies*, 18, 535–567.
- Cocco, J., F. Gomes and P. Maenhout (2005): “Consumption and Portfolio Choice Over the Life Cycle”, *Review of Financial Studies*, 18, 491–533.
- Curcuro, S., J. Heaton, D. Lucas and D. Moore (2006): “Heterogeneity and Portfolio Choice: Theory and Evidence”, in A.-S. Yacine and L. Hansen (eds.): *Handbook of Financial Econometrics*, Amsterdam: Elsevier Science.
- Dammon, R., S. Chester and H. Zhang (2001): “Optimal Consumption and Investment With Capital Gains Taxes”, *Review of Financial Studies*, 14, 583–616.
- Deaton, A. (1991): “Saving and Liquidity Constraints”, *Econometrica*, 59, 1221–1248.
- Durlauf, S. and R. Moffitt (2003): “Special Issue on Empirical Analysis of Social Interactions”, *Journal of Applied Econometrics*, 18, 499–499.
- Dynan, K., J. Skinner and S. Zeldes (2004): “Do the Rich Save More?”, *Journal of Political Economy*, 112, 397–444.
- Faig, M. and P. Shum (2002): “Portfolio Choice in the Presence of Personal Illiquid Projects”, *Journal of Finance*, 57, 303–328.
- Feinberg, D.(1964): “Consumer Economics”, New York: Holt, Rinehart and Winston.

- Gollier, C. and J. Pratt (1996): "Risk Vulnerability and the Tempering Effect of Background Risk", *Econometrica, Econometric Society*, 64, 1109-1123.
- Guiso, L. and T. Jappelli (2000): "Household Portfolios in Italy", in L. Guiso, M. Haliassos, and T. Jappelli (eds.): *Household Portfolios*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Guiso, L. and T. Jappelli (2005): "Awareness and Stock Market Participation", *Review of Finance*, 9, 537-567.
- Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (2002): "Household Portfolios", MIT Press, Cambridge, MA.
- Guiso, L., M. Haliassos and T. Jappelli (2003): "Household Stockholding in Europe: Where Do We Stand and Where Do We Go?" *Economic Policy*, CEPR & CES & MSH, 18, 123-170.
- Guo, H. (2001): "A Simple Model of Limited Stock Market Participation," *The Regional Economist*, Federal Reserve Bank of St. Louis, May, 37-47.
- He, H. and N. Pearson (1992): "Optimal Consumption and Portfolio Policies with an Infinite Horizon: the Infinite Dimensional Case", *Journal of Economic Theory*, 55, 259-304.
- Hommes (2006): "Heterogeneous Agent Models in Economics and Finance", in L. Tesfatsion and K. Judd (eds.): *Handbook of Computational Economics*, Elsevier.
- Hong, H., D. Jeffrey and C. Jeremy (2004): "Social Interaction and Stock-Market Participation", *Journal of Finance*, 59, 137-163.
- Iwaisako, T. (2003): "Household Portfolios in Japan", NBER Working Paper, No.9647.
- Judd, K. (1998): "Numerical Methods in Economics", Cambridge, MA: The MIT Press.
- Kelley, P. (1953): "Consumer Economics", Homewood, Ill.: R. D. Irwin.
- Kohei, A. and T. Iwaisako (2010): "On the Predictability of Japanese Stock Returns Using Dividend Yield", *Asia-Pacific Financial Markets*, 17, 141-149.
- Lintner, J. (1965): "The Valuation of Risk Assets and Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets", *Review of Economics and Statistics*, 47, 13-37.
- Lucas, R. (1978): "Asset Prices in an Exchange Economy", *Econometrica*, 46, 1429-1445.
- Markowitz, H. (1952): "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, 7, 77-91.
- McCarthy, D. (2004): "Household Portfolio Allocation: A Review of the Literature", Presented at the International Collaboration Forum, ESRI, Tokyo.
- Mehra, R. and E. Prescott (1985): "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, 15, 145-162.
- Merton, R. (1969): "Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: the Continuous Time Case", *The Review of Economics and Statistics*, 51, 247-257.
- Merton, R. (1971): "Optimum Consumption and Portfolio Rules in a Continuous Time Model", *Journal of Economic Theory*, 3, 373-413.
- Merton, R. (1973): "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model", *Econometrica*, 41, 867-887.
- Odean, T. (1998): "Are Investors Reluctant to Realize Their Losses?", *Journal of Finance*, 53, 1775-1798.
- Odean, T. (1999): "Do Investors Trade Too Much?", *American Economic Review*, 89, 1279-1298.
- Peress, J. (2004): "Wealth, Information Acquisition, Portfolio Choice", *The Review of Financial Studies*, 17, 879-914.
- Quigley, J. (2006): "Real Estate Portfolio Allocation: The European Consumers' Perspective", *Journal of Housing Economics*, 15, 169-188.
- Samuelson, P. (1969): "Lifetime Portfolio Selection by Dynamic Stochastic Programming", *Review of Economics and Statistics*, 51, 239-246.
- Sharpe, W. (1964): "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", *Journal of Finance*, 19, 425-442.
- Shiller, R. (1981): "The Use of Volatility Measures in Assessing Market Efficiency", *Journal of Finance*, 36, 291-304.
- Tufano, P. (2009): "Consumer Finance", *Annual Review of Financial Economics*, 1, 227-247.
- Tversky, A. and D. Kahneman (1973): "Availability: A Heuristic for Judging Frequency and Probability", *Cognitive Psychology*, 2, 207-232.
- Vissing-Jørgensen, A. (2003): "Perspectives on Behavioral Finance: Does 'Irrationality' Disappear with Wealth? Evidence from Expectations and Actions", in M. Gertler and K. Rogoff (eds.): *NBER Macroeconomics Annual 2003*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Wachter, J. and Y. Motohiro (2009): "Why Do Household Portfolio Shares Rise with Wealth?", Working Paper, Wharton.
- Weil, P. (1989): "The Equity Premium Puzzle and the Risk-Free Rate Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, 24, 401-421.
- Yao, R. and H. Zhang (2005): "Optimal Consumption and Portfolio Choices with Risky Housing and Borrowing Constraints", *Review of Financial Studies*, 18, 197-239.
- Zhu, N. (2002): "The Local Bias of Individual Investors", Yale ICF Working Paper, No.02-30.