

我国家庭金融资产配置行为的约束分析

刘楹

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

内容摘要: 本文按照影响资产配置行为变量的性质, 认为我国家庭金融资产配置行为面临四重约束: 一是财产总量偏低的约束, 这是影响我国家庭金融资产配置行为的最根本因素; 二是家庭风险加大的约束, 工作收入和消费的风险是影响家庭金融资产配置行为最直接的因素; 三是金融意识薄弱的约束, 金融意识的淡薄导致了家庭金融资产配置行为能力的不足; 四是金融发展滞后的约束, 我国资本市场还不是一个规范的投资市场, 不适合作为家庭长期投资的平台, 因此家庭的金融资产选择的范围被压缩在一个非常狭小的空间里。

关键词: 家庭, 金融资产, 配置行为

随着家庭财产的日益丰裕, 家庭的金融资产配置行为越来越受到经济学研究的关注, 分析的关键是要认清家庭金融资产配置行为的约束条件。根据家庭金融资产配置行为理论, 本文按影响资产配置行为变量的性质, 并结合我国的实际情况, 将家庭金融资产配置行为的约束条件归纳为: 财产总量偏低、家庭风险加大、金融意识薄弱、金融发展滞后的四重约束。

一、财产总量偏低的约束

通过研究财产, 会使我们对家庭金融资产配置行为有更为客观、深刻的理解。

虽然截止 2003 年底, 我国家庭金融资产已达 15 万亿之多, 储蓄存款超过 10 万亿, 但用庞大的人口基数做分母, 每个家庭的拥金融资产数量依然是很低的。即使不考虑经济较为落后的农村, 城市家庭所拥有的财产和金融资产数量也是很少的。

2002 年国家统计局进行了城市家庭财产专项调查, 统计结果是城市家庭财产总值平均为 22.83 万元, 金融资产为 7.98 万元, 银行储蓄存款为 5.12 万元。而美国 2001 年 SCF 数据显示, 美国家庭财产平均为 39.55 万美元, 金融资产为 16.11 万美元, 银行存款为 1.96 万美元, 折合当时人民币价格分别为 327 万元、133.23 万元, 16.21 万元。可以看到, 我国城市家庭财产总量不到美国家庭财产的十四分之一, 金融资产不到十六分之一, 银行存款不到三分之一, 如此薄弱的财产基础是无法承受大的投资风险, 肯定不会出现高比例的风险性投资状况。家庭把相当高比例的储蓄以银行存款的形式持有, 作为未来消费的储备, 也是很不足的。

家庭金融资产配置行为总是先要满足低层次的储蓄动机, 解决平滑消费、养老和预防风险的问题, 才在高层次储蓄动机的驱使下进行投资行为。在当前家庭财产数量偏低, 储蓄应付未来各项开支尚显匮乏的情况下, 预防动机、平滑消费、养老等动机处在优势动机的地位上, 支配着人们将储蓄分配到银行存款、国债等无风险的金融资产上。这一结论在人民银行近几年的储蓄目的调查中得到了验证, 储户选择最多的两项是“养老”、“防病、放意外或意外事故”, 占到 1/4, 其次是“教育费”, 比例接近 1/5, 再次是“买房或装修”, 前四位共占据了一半以上的份额, 且排序没有变化。这说明储蓄的目的主要是为了预防未来消费而进行的。所以, 按美国等发达国家的标准, 幻想我国居民大规模地进行股票投资, 全民炒股、大幅提高家庭风险性金融资产比例是不现实的。可以说家庭财产数量偏低是影响家庭金融资产配置行为的最根本因素。

二、家庭风险加大的约束

家庭面临的风险, 按美国经济学家莫顿的划分, 有五类, 包括身体健康方面的风险、工作风险、耐用消费品风险、负债风险、金融资产风险。而面临的经济风险则主要是后面四种, 而这些风险对于家庭而言, 影响最为强烈的是工作收入的风险, 这种风险一方面是失业的风险, 另一方面是工资收入变动的风险。还有一种风险莫顿没有涉及, 那就是消费不确定性带来的风

险。我们简称为消费风险。这类风险主要出现在经济制度变迁的时期，家庭消费支出的内容在不同的制度环境下差别很大，消费品的价格也大幅上涨，带给家庭强烈的消费不确定预期，进而影响家庭金融资产的管理决策。由于莫顿处在市场机制健全的美国，各种消费品价格比较稳定，所以他没有考虑到这种风险。在我国，消费风险的作用很明显。因此工作收入和消费的风险是影响家庭金融资产配置行为最直接的因素。

（一）收入风险的加大

收入风险首先体现在就业和失业问题上，我国劳动力就业的不确定性和失业风险在逐渐增大。过去社会主义经济不仅在理论上而且在实践中都是否认失业的，为全社会每一位公民安排一份工作是国家义不容辞的责任。对每个人来说，未来是非常确定的，一旦成年肯定有工作，有工作的，未来肯定不会失业。但是，随着市场化改革的推进和经济的发展，失业成为了不可回避的社会问题。主要表现为：第一，二元经济的失业问题；第二、企业改制过程中的失业问题；第三、市场经济不可避免的摩擦性失业和结构性失业；第四、周期性失业等。而前面的两种失业是我国失业现象中最突出的。

其次，收入的风险体现在收入的不确定性上。收入不确定是指人们所有工作，但工资收入的变动给人们带来风险的感受。它可以通过三个方面的指标反映出来：一是收入增长率的波动；二是收入结构中暂时收入的比重；三是分组数据中收入的标准差。下面的分析分别从这三个方面展开。

1、收入增长率的波动 根据理性预期假说，人们在预期时一方面要考虑到可以预见的即将发生的某种变动，另一方面也要参考已经发生的情况即历史经验。在可以预见的因素不会发生重大变化或难以预见的情况下，主要根据以往的历史经验来推测未来。因此，人们过去收入波动的幅度越大，越会增强对未来收入预期的不确定性。改革开放以来，个人收入的不确定性大大增强。收入增长率的波动自改革开放以来是比较大的，改革开放的早期居民的收入增长势头很快，可是自 1984 年以来，收入的增长率波动明显增大，这主要受各种制度不确定性的影响。进入 1992 年后，随着市场化改革的进一步深入，国有企业改革攻坚开始，大批国有企业改制，职工下岗待业，农村的农民则增收困难，广大居民可支配收入增长率呈明显的连续下滑趋势。这使得人们蒙上未来预期悲观的阴影。

2、收入结构的变化 我们还可以从收入构成上进一步分析不确定性产生的原因。根据持久收入假说，可支配收入是由持久收入和暂时收入所构成。持久收入是人们总收入中可以预料到的，较稳定的、持续性的那部分收入。暂时收入是不稳定的、意外的收入。后者占的比重越大，波动越强，人们收入的不确定性感受越强。1978 年以来居民暂时收入的波幅是很大的，尤其是 20 世纪 90 年代以来暂时收入呈明显的上升态势，这都与我国的经济改革有关。经济改革以来，我国城镇居民各阶层的收入都在快速增长，但长期以来人们习惯视为持久收入的体制内基本工资增长得并不快，且在总工资中占的比重不断下降，暂时收入的比重却不断增大，这部分收入也可称为双轨制收入（孙凤，2002），具有不稳定性特征，表现为：一是普通职工来自单位内部收入的“双轨制”，由企业发放奖金、单位创收增加的这部分收入具有不稳定性；二是有一技之长的人单位内和单位外收入的“双轨制”，来自单位外收入极不稳定；三是有一定权利的合法收入与“寻租”收入的“双轨制”，不合法的“寻租”收入肯定不具稳定性。这就不难理解为什么人们收入不断地增加，但不确定性感受也在不断上升的原因。

3、收入差距拉大引发的不确定性 亚历西纳和佩罗蒂（Alesina and Perotti, 1996），珀森和泰布里纳（Persson and Tablellina, 1994）的研究结果显示，收入和财产分配上的不平等，使得人们带来更多的社会紧张感和政治上的不稳定感，也使得人们对未来的不确定性感受增强，因此，不少学者以职业间收入的标准差和表明收入分配差距的基尼系数来反映人们的不确定性感受程度。改革开放以后，中国居民的收入分配格局发生了很大的变化，收入差别程度也在改革与发展中逐步扩大。从城镇居民各收入组的标准差和基尼系数来看，尽管在 1990——1992 年间略有波动，但总体趋势呈上升状态，1997 年的标准差相当于 1998 年的 4.5 倍，基尼系数从 1988 年的 0.17 上升到 1997 年的 0.22，到 2000 年则成了 0.458（世界银行发展报告）。收入标准

差和基尼系数不同程度的提高，一方面反映了城镇居民收入分配差距呈扩大的趋势，另一方面也反映出城镇居民收入不确定性呈上升的趋势。

（二）消费风险加大

衡量消费不确定性的风险，学者们一般用三个方面的指标加以反映：一是消费倾向的变化；二是消费结构中暂时消费的比重及其变化；三是消费水平分组中消费标准差的变动状况。

1、消费倾向的变化 消费经济学的研究成果表明，九十年代开始后，我国居民的消费倾向呈下降势头，人们的消费观念变得保守起来，这主要源于社会福利制度的变化。与人们生活密切相关的公费医疗、子女教育、退休养老保险和福利分房制度发生了显著变化，个人负担的比例增加，每一项开支就要花费他们多年的积蓄。如公费医疗制度改革，是要个人分摊部分的医疗费用，而近几年医疗费质的直线上升，即使个人承担部分开支，也足以让人们为了保险起见而增加个人的储蓄；教育开支方面，无论是初等教育还是高等教育，亦无论是义务教育还是非义务教育，其费用都涨得让人无力应对，教育改革成了收费改革。而教育在我国的需求弹性太小，甚至没有弹性，无论在城市，还是在农村，在人们的心目中，“再苦也不能苦孩子，再穷也不能穷教育”的意识根深蒂固，这就意味着子女教育已成为家庭的必须支出项目，要提前做好储蓄的准备；福利分房的取消，居民要得到住房要自己掏钱，而这两年各地商品住宅价格飞涨，大部分城市房价同居民年可支配收入比达到 10: 1 的水平上，购买住房需要长时间的积累；养老也不能由国家和企业全部负担，还要靠退休前的积蓄。所以，现在人们考虑更多的不是收入是否会增加，而是考虑还要面对什么项目的支出，支出多少的问题，以安排储蓄。

2、消费构成的变动 我们还可以从消费构成上进一步分析消费不确定性产生的原因。根据持久收入理论，居民收入分为持久收入与暂时收入，消费也分为持久消费与暂时消费。持久消费是指正常的、计划中的消费支出，暂时消费是指非经济性消费支出。在这四者之间，只有持久收入与持久消费存在固定的比例关系，即消费者的支出主要是由持久收入决定的。正如前面所谈，由于我国正处于经济转型尚未结束时期，持久收入增加慢，暂时收入增加快，而暂时收入的储蓄倾向高，消费者持久消费增长只能根据持久收入增长来决定；中国经济体制的急速改革改变了消费者的消费预期，风险消费（暂时消费）预期上升，防范风险的储蓄倾向随之上升，导致居民消费倾向出现连年递减的趋势（孙凤，2002）。

3、不同收入水平的消费标准差

居民不同收入水平下，消费的标准差十多年来总体上呈较强的上升势头（孙凤，2002），这代表着不同收入阶层在消费结构和水平上的差异呈现逐步扩大的趋势。改革以来多年财富积累所形成的“马太效应”，已使城镇居民消费明显地分成高中低三个层次，消费的攀比效应也能带来不确定的心理反映。另外从不同收入水平的家庭消费比重来看，最低收入户的收入中有 96% 用于当年消费，最高收入户收入的 71% 用于当年消费，高低相差 25 个百分点，低收入群体的收入几乎全部用于消费，尽管他们的不确定性程度很高，但在现有的社会保障体制下，他们基本上没有应对不确定性的能力。在各项支出中，医疗保健和居住费用在不同收入层次的支出比重几乎相同，这说明我国城镇高收入者多数已经占有较多住房，用于居住的费用比重反而随收入的提高而略微下降。而这两项支出是中低收入阶层最难以承受的，带给他们未来支出极大的不确定性。

当前，我国家庭面临以收入风险和消费风险为主要内容的经济风险。人们这些风险的感受程度还在加大，导致居民的预防性储蓄动机增强，家庭金融资产配置中风险规避效应因此就会很突出，一方面增加储蓄的总量，另一方面减少风险性金融资产持有比例，形成收入与消费风险对金融资产风险的替代。

三、金融意识薄弱的约束

在我国经济转轨和市场经济深化的过程中，金融业在国民经济中的核心地位逐渐突出出来。各种银行产品推陈出新，信用卡、网上金融、个人理财等业务已为公众所熟知；股票市场的建立则提供了居民风险投资的平台，股票价格的波动让人们沉浸在欢乐或是悲伤的情绪中；保险

产品花样繁多，让人眼花缭乱，金融活动日益渗透到普通家庭生活中来，丰富多彩的金融活动带动着居民的金融意识正在不断的提高。

在计划经济时代，家庭的生产、消费、储蓄一切活动纳入计划者的安排调度之内，没有经济自由，家庭投资也是被法律禁止的，更不会产生金融意识。所以改革开放的初期，家庭仅有一点储蓄意识，其它方面的金融意识基本上是空白。

改革开放后，金融业不断的发展才促使了家庭金融意识的不断提高。首先是利率意识，在 80 年代由于我国利率弹性极低，所以居民从来不关注金融资产利率的变化。有关资料显示，我国 81 年至 90 年间共发行国库券 604.28 亿元，尽管回报率为当时的最高利率，但这有限的国库券发行还要靠层层行政摊派才得以完成。进入九十年代，情况发生了变化。宏观经济金融政策频频调整，人们开始注意利率的调整和保值利率的变化，从与自身息息相关的角度对市场做出预测，确定资产选择决策。进入 99 年，国家发行的几期国债在不用任何行政手段的情况下就销售一空，这充分证明了居民利率意识大有增强。其次是投资意识，九十年代初期，证券市场正式成立后，开辟了家庭投资的新渠道。股市的几轮涨幅让投资者获利丰厚，炒股带来的回报吸引了居民源源不断地参与进来，形成了七千多万人的股票投资群体，利用金融资产投资获利成为很多人的共识。第三体现在风险意识上。以前虽然投资者一直在被提醒注意股市中的风险，但是似乎没有人深刻、客观地去认识这个问题。直到股市在 2001 年后持续深度下跌，股票指数降到了历史最高点的一半左右的时候，投资者损失惨重，资产大幅缩水，苦不堪言，风险意识才真正建立起来。可以说市场教育了广大投资者，让投资者们充分认识到了股票市场的风险所在，风险的分析 and 判断越来越引起人们的重视。但总的说来，金融意识仍嫌薄弱。中国古代传统经家济文化总是倡导家庭节俭多蓄，这种德本财末的思想使人们不敢名正言顺地追求财富，自然储蓄只会起到储备应急的作用，而不会发挥投资获益的功能，长期以来中华民族就形成了重储蓄，轻投资的理财观念。即使在现在，这种理念在不少人的头脑中还根深蒂固地存在着。

一般公众即使有了投资意识，却没有经过经济金融的专业教育，缺乏系统全面的金融知识技能，往往对各项金融资产收益、风险等各种属性了解不够透彻，对经济形势的发展、经济因素的变动也无法进行准确预期，手中掌握的信息也非常有限，自然不能有效地把握投资机会。他们的金融意识主要通过日常接触、媒体宣传、群体传播形成，具有片面性、盲目性。另外，我国经济市场化和金融市场化的发育程度还不高，发展的时间也较短，居民还没有经历不同经济形势下投资和理财的磨练，欠缺各方面的经验。所以说大部分居民的金融意识仍然是薄弱的。受这样的金融意识影响，普通投资者的行为选择基本上是对大众行为的模仿，或者过度依赖于舆论，而不是基于自己所发掘、处理的信息，形成所谓的“羊群效应”。

金融意识的淡薄导致了家庭金融资产配置行为能力的不足，相当多的居民拥有金融资产在收益性、安全性和流动性方面，还没有科学合理的组合起来。金融意识的淡薄也直接造成储蓄、投资和消费比例的失调，反映在行为的效用函数上就是高的风险厌恶程度和高的跨期替代弹性相结合，造成非常强的储蓄倾向和非常弱的投资倾向，不能有效适应家庭在不同生命周期阶段的物质文化生活水平各方面的需要，导致整体生活效用的降低。

金融意识的提高是一个渐进的过程，是多方面因素共同的结果，也是国民素质提高的重要标志。积极培育居民的金融意识不仅有利于对家庭金融资产配置行为，而且在宏观上还能促进金融资产的合理定价，优化金融结构，提高金融运行效率。

四、金融发展滞后的约束

美英等国的资本市场脱胎于成熟的市场经济，一般都具有比较完善的运行和监管制度，市场的系统风险较低，投资者回报较为稳定，投机的泡沫成分不多，是家庭进行金融投资比较理想的场所。

而在中国，资本市场是在公有产权基础上进行经济体制改革的过程中，产生和发展起来的。资本市场乃至整个金融体系的发展基本上都是围绕着国有经济改革和发展任务展开的。从这个意义上说，股票市场的建立和发展不仅仅是为了引进一种新的融资手段、确立一项新的市场制

度，更重要的是，要服务于国有企业改革、建立现代企业制度和经济结构调整的转轨要求，而非给广大投资者一个稳健、法治的投资平台。这样，资本市场的制度设计、功能发展从一开始就显示出明显的转轨特征和路径依赖特征。我国的资本市场尤其是股票市场也表现出其转轨阶段所固有的制度性缺陷。这个根本性的制度缺陷一直没有妥善解决，成为中国资本市场发展的主要障碍之一。它不仅使公司治理结构形同虚设，使股票价格难以准确反映公司业绩，与企业的真正价值相背离，造成投机盛行，而且使资本市场优化资源配置的功能无法从根本上得到发挥。最终的结果就是，股市在投机的氛围下经过出现几轮快速上涨的行情后，随着投资者的日渐理性，股市在暴跌的行情中进入漫长的熊市。中小投资者损失惨重，远离资本市场成为无奈的选择。

我国资本市场发展的滞后性主要表现在以下几个方面：

首先，在股权结构上，股份制改革一直以来几乎都是对增量资本的股份化，即增量股本具有完全的流动性，而占绝大多数的国有股和法人股不能流通。到 2002 年年底，中国股市约 5875 亿股的股本中，不能流动的国家股和法人股合计约为 3839 亿股，折算成市场价值，则高达 25845 万亿元，占全部股票市价总额的 65% 以上。在这样的制度安排下，一方面是流通股与非流通股的定价机制被人为地割裂，形成“同股不同价”的奇特现象，并导致了股票市场的结构分割。有限的流通股在庞大的市场资金压力面前，市场需求稍有变动就可能引起股票价格的大幅波动。另一方面，对非流通股的价值确定、利益分割等问题的不确定加剧了股票市场价格波动程度，并构成证券市场动荡的巨大隐患。

其次，从上市公司行为来看，上市公司大多直接脱胎于传统的国有企业，由于国家股和法人股不能上市流通，原有的企业治理结构无法得到根本变革，这样的股权结构所决定的企业治理结构也无法对管理层产生应有的监督和激励作用，上市公司治理机制普遍失效。公司管理层既可以作为国家股的代表无视小股东的要求，也可以作为内部人侵害国家的利益。因此，国有企业“所有者虚位”导致的软性预算约束问题并没有得到根本改变，大量的上市公司管理低效、经营不善、盈利能力低下。这不仅使股票二级市场价格缺乏应有的基础，也使投资者几乎把投资收益预期都寄希望于投机得利，造成投资行为的扭曲。而且，在“内部人控制”下，上市公司存在普遍的股权融资偏好，股票发行成为国有企业向社会“圈钱”的理想手段。

第三，从市场运行本身来看，其运作机制还很不健全。发行市场上，虽然 2001 年对已经实行了多年、并广受批评的发行审批和计划指标制度做出了实质性改革，但新的核准制在现有市场条件下却无法形成有效的竞争择优遴选机制。由于上市、退市机制的不健全，市场无法有效判断和选择经营绩效好、竞争能力强的优势企业；上市公司股票价格也难以按照公司业绩拉开档次，甚至在炒作下出现垃圾股交投活跃而绩优股无人问津的现象。这样，股票交易市场就无法有效起到价格发现、资源再配置和优胜劣汰的作用。此外，尽管股票发行价格市场化改革取得了较大的进展，但仍然具有的行政计划色彩造成了一、二级市场之间显著的价格差异，以及普遍存在的风险和收益不对称现象。这不仅使大量的投机货币资金囤积，对货币市场需求与供给，以及货币政策传导产生了显著的影响，而且，一、二级市场的扭曲还相当程度上助长了市场投机行为，加剧了交易市场的波动程度。再者，资本市场信息严重失真，上市公司刻意编制虚假的财务信息，而审计中介机构出于自身经济利益的考虑和同行竞争的威胁，违反职业道德，同造假者合谋，整个市场笼罩在诚信缺失的氛围下，破坏了资本市场交易的运行秩序和规则。

第四，从交易对象来看，长期以来，对公司债券市场发展的制约和国有企业普遍的股权融资偏好使我国的公司债券市场发展缓慢，而金融衍生证券的发展更是受到了严格的限制，有限的资本市场规模远远不能满足企业融资的要求，金融工具创新不够。这不仅导致了企业资本结构的偏差，也使资本市场品种结构单一，投资者只能在国债、银行存款和股票等少数金融资产品种间选择。缺乏适应市场需求的多层次市场体系。我国目前只有主板市场，虽然推出了中小企业板块，但离真正的二板市场还有相当的距离，三板市场还远未形成气候。此外，市场衍生工具(如股指期货)的缺乏使缓和和市场波动的对冲机制也无法有效形成。这样，当市场因幕后操纵、突发事件或某种一致性预期出现大幅价格波动时，投资者、上市公司以及监管部门往往无能为力，有时不得不通过行政干预“托市”或“压市”。而结果常常事与愿违，一种波动减少了，

但另一种波动又出现了，并导致了大量的伴生性问题（周诚君，2004）。因此，这样的市场结构进一步加剧了资产供需失衡，推动了市场的泡沫化波动。

第五，在交易市场主体方面，虽然机构投资者在中国股市中正在发挥着越来越重要的作用，但大量的中小投资者仍然是目前中国股市的主力军。1997 年以前个人投资者占全部投资者比重高达 99% 以上。1997 年国家开始大力支持机构投资者的建立和发展，从而使多元化投资者结构逐渐形成。但是，一方面，中小投资者普遍资金有限，缺乏足够的信息以及对信息的有效判断能力，其入市和交易带有很大的投机性，往往在投资决策上跟随大市，羊群效应非常明显；另一方面，虽然中小投资者在数量上占较大比重，但其拥有的资金较少，而机构投资者的资金占有绝对优势。融资方和机构投资者属于强势群体，在不完全资本市场中，一些机构往往利用不对称信息合谋，通过种种手段进行市场操纵，动用大量的资金在股票市场上兴风作浪，推波助澜，控制股票价格。而处于弱势的中小投资者在市场波动中往往成为损失者。这不仅严重侵害了中小投资者的利益，对他们的投资行为产生了直接的负面影响，使他们无法形成稳定的投资收益预期，而热衷于投机；而且，也直接影响到中小投资者的财富持有、分配和对未来的预期，从而影响到他们的消费—储蓄决策。此外，市场操纵扰乱了市场的需求和供给，并成为市场波动的主要原因之一，对市场效率产生了严重的不良影响。

第六，上市公司经营质量参差不齐，业绩差强人意，普遍缺乏竞争力，分配给投资者的资本收益数额微薄。我国上市公司的分红，无论从数量上还是从方式上，都与发育成熟的证券市场有着很大差距。一方面，上市公司不分配或少分配是我国证券市场的一个普遍现象，另一方面，分配政策上轻派息多送转则形成另一特色。在证券监管当局的督促下，上市公司增加了分红的数量。从 2000 年以来境内上市公司的分红情况来看，增幅确实不小，但总体分红依然不高。2001 年-2004 年，上市公司的分配总额都在逐年增加，分配总额的增长幅度分别为 83.58%、24.41%、11.35%、20.11%。向流通股东的分配额除了 2002 年同比下降 3.18% 以外，其他年份也都在增加，2001 年向流通股东分配的红利增长幅度达到 106.27%，2003 年、2004 年的增长幅度分别为 13.58% 和 12.38%，如果单从增加的幅度看，确实不低。但与资金的无风险收益率——银行储蓄存款利率和国债利率相比，流通股票目前略高于 1% 的股息率水平无疑偏低，即使与 2004 年 12 月份 3244 亿元的开放式基金份额却有 46.16 亿元的分红相比，流通股的股息率实属偏低。上市公司盈利能力差，对投资者回报薄弱，严重挫伤了大众的投资热情。

最后，从政策监管看，由于转轨中的证券市场承担着市场以外诸多的任务，因此，市场运行及其效率受到行政干预和监管机制的严重影响。政企不分和“一股独大”使上市公司并不能彻底解除软性预算约束，也不能形成真正有效的现代法人治理结构，股票价格与企业经营业绩并没有建立规范的联系。而且，政府为了推动证券市场的发展，提供了直接或间接的隐性担保，并设立了大量的租，为股市投机创造了条件。在隐性担保中，政府往往为了非市场目标不得不放弃监管责任，使市场得不到及时有效的规范。同时，股票市场也成为一些政府部门寻租的有利场所，上市公司成为一些公共部门和地方政府获取预算外资金的重要窗口。此外，对证券市场的行政管制也滋生了大量的黑幕交易和腐败行为。所有这些，不仅大大增加了市场的交易成本，影响了市场效率的发挥，而且还使转轨中的中国股市一度成为众矢之的，背上了“赌场”之类的黑锅。而作为具体的市场监管者，证券监管当局对监管的目标及监管理念缺乏明确的认识。在证券市场的建设上缺乏系统性、长远性，忽视证券市场与整个经济发展的互动协调关系；在对市场主体的管理方面，强调国家本位，忽视市场主体的自由与自治；监管渠道不畅，监管信息不灵，监管体制不顺，监管制度不严。所以无法保证我国的资本市场在法制化、规范化的轨道上运行。

参考文献

- [1] 金融经济学, 曾康霖著, 西南财经大学出版社 2002 年版。
- [2] 居民资产与消费选择行为分析, 臧旭恒等著, 上海三联书店 2001 版。
- [3] 中国居民投资行为研究, 黄家骅著, 中国财政经济出版社 1998 年版。
- [4] 家庭金融理论与实务, 柴效武、王淑贤著, 经济管理出版社 2003 年版。
- [5] 家庭金融投资组合, 黄载曦、连建辉编著, 西南财经大学出版社 2002 年版。
- [6] 家庭经济分析, (美) 贝克尔著, 华夏出版社 1987 年版。
- [7] 消费者行为数量研究, 孙凤, 上海三联书店 2002 年版。
- [8] 不确定性、流动性约束与中国居民的消费行为, 周好文等, 《财经研究》2002 年 10 月。
- [9] 关于家庭经济研究的构想, 柴效武, 《浙江万里学院学报》, 2003 年 8 月。
- [10] 关注我国居民金融资产, 刘向耘, 《中国金融》, 2005 年第 7 期。
- [11] 金融意识和金融改革, 吴加明, 《首都经济杂志》, 1995 年第 10 期。
- [12] 现代市场经济呼唤提高国民金融意识, 邱兆祥, 《金融科学》, 1999 年底 4 期。
- [13] 预防性储蓄动机理论与中国居民消费行为, 孙凤, 《南开经济研究》, 2001 年第 1 期。
- [14] 中国居民金融资产增长和金融结构分析, 宋光辉, 《华南理工大学学报》2003 年第 2 期。
- [15] 居民金融投资变化趋势, 沈伟基, 《中国统计》2005 年第 7 期。
- [16] 我国居民金融资产结构的变动及其效应, 张红伟《经济理论与经济管理》, 2001 年第 10 期。
- [17] 我国居民储蓄与投资行为解读, 周展, 《经济论坛》, 2004 年第 2 期。
- [18] Ando, Albert and Franco Modigliani. 1963. "The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests." *The American Economic Review*, Vol. 53, No. 1: 55-84
- [19] Bodie, Zvi, Robert C. Merton, and William Samuelson. 1992. "Labor Supply Flexibility and Portfolio Choice in a Life-Cycle Model", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16: 427-449.
- [20] Campbell, John Y and Joao Cocco. 2003. "Household Risk Management and Optimal Mortgage Choice", Working Paper, Harvard University. Cambridge, MA.
- [21] Campbell, John Y and Luis M Viceira. 1999. "Consumption and Portfolio Decisions when Expected Returns are Time Varying", *Quarterly Journal of Economics*, May: 433-495.
- [22] Cocco, Joao F, Francisco J Gomes and Pascal J Maenhout. 2001. "Consumption and Portfolio Choice over the Life Cycle", Working Paper, INSEAD, May 2001.
- [23] Cocco, Joao. 2000. "Portfolio Choice in the Presence of Housing", London Business School Working Paper.
- [24] David McCarthy. 2004. "Household Portfolio Allocation: A Review of the Literature", *Journal of Economic Literature Classification Numbers: D91; G2*.
- [25] Deaton, Angus. 1991. "Saving and Liquidity Constraints", *Econometrica*, 59 (5): 1221-1248.

The Analysis on the Constraints of the Households' Financial Asset Allocation Behavior

Liu Ying

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: According to the characteristic of the variable influencing financial asset allocation, this paper considers four constraints faced by the households. The first and key constraint is the low aggregate wealth. The second constraint is increasing risk faced by the households, salary and consumption are the direct factors influencing households' asset allocation behavior. The third constraint is the weak financial awareness, and the fourth constraint is the lagged financial development, the households' financial asset choices are limited to a very narrow space.

Keywords: household, financial asset, allocation behavior

收稿日期: 2008-4-10

作者简介: 刘楹, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士, 研究方向: 金融经济学