

# 居民通货膨胀预期和家庭资产负债结构

## ——基于微观调查数据的研究

甘崎旭, 马 良

杭州电子科技大学经济学院, 浙江 杭州  
Email: ganqixu@foxmail.com

收稿日期: 2021年6月18日; 录用日期: 2021年7月6日; 发布日期: 2021年7月13日

### 摘 要

本文基于中国家庭金融调查(CHFS) 2017年数据, 使用工具变量方法, 对居民通货膨胀预期和家庭资产负债结构的关系进行了实证研究, 结果表明居民通货膨胀预期的上升显著地降低了家庭选择金融投资产品和金融信贷产品的概率。另外, 通货膨胀预期对于不同产品的选择具有明显异质性, 通货膨胀预期的上升提升了居民对债券、黄金、教育贷款和房产类产品的配置的概率。最后本文研究表明个体通货膨胀预期的上升会改变居民风险偏好、降低其乐观程度并提高了居民的预期利率, 而这些最终影响到家庭的资产和负债选择。

### 关键词

通货膨胀预期, 家庭资产负债, 房产

# Household Inflation Expectations and Household Balance Sheet Structure

## —Research Based on Microscopic Survey Data

Qixu Gan, Liang Ma

School of Economics, Hangzhou Dianzi University, Hangzhou Zhejiang  
Email: ganqixu@foxmail.com

Received: Jun. 18<sup>th</sup>, 2021; accepted: Jul. 6<sup>th</sup>, 2021; published: Jul. 13<sup>th</sup>, 2021

### Abstract

Based on the data of China Household Financial Survey (CHFS) in 2017, this paper conducts an empirical study on the relationship between residents' inflation expectations and households' as-

set-liability structure using the instrumental variable method. The results show that the rise of residents' inflation expectations significantly reduces the probability of households choosing financial investment products and financial credit products. In addition, inflation expectations have obvious heterogeneity in the selection of different products. The rise of inflation expectations improves the probability of residents' allocation of bonds, gold, education loans and real estate products. Finally, this paper shows that the rise of individual inflation expectation will change residents' risk preference, reduce their optimism and increase residents' expected interest rate, which will ultimately affect the choice of households' assets and liabilities.

## Keywords

Inflation Expectation, Family Assets and Liabilities, Real Estate

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

近些年来,随着我国居民收入的不断提高,家庭金融问题受到了学界的广泛关注和研究,家庭金融主要研究了居民的资产配置和负债问题。其中,居民资产配置的影响因素,特别是在不确定性情况下的家庭资产配置问题日益成为研究的热点。总结来说,影响居民资产配置的因素主要有年龄[1]、受教育水平、收入和财富[2]、风险厌恶程度[3]、住房[4]、保险[5]、职业和党员身份[6]等。另外,包括社会互动和社会信任[7]、风险态度[8]、参与惯性[9]等也会影响居民家庭资产配置。由此可见,关于居民资产配置问题得到了广泛的研究,然而居民负债问题研究却并不多见,仅有的文献也多集中在居民负债对宏观经济和资产价格的影响上,而居民负债的影响因素尚缺乏深入的研究,仅有陈斌开、李涛发现户主的年龄、受教育程度、健康状况、家庭收入和人口规模是影响家庭资产负债额的重要因素。

家庭资产负债可能受到居民通货膨胀预期的影响。一方面根据预期理论,通货膨胀预期是市场参与方根据价格信号与过去的经验及掌握的信息所做出的对未来物价趋势的一种判断,这种判断必定会对居民的投资和借贷等行为产生影响,进而影响到居民的资产和负债;另一方面持续的通货膨胀情况下,市场价格信号通常被扭曲,从而使不确定性增加,不确定性的增加导致了居民信心的变化,已有研究表明通货膨胀可以影响居民对未来的信心[10],而投资和信贷产品本质上来说是需求者当前的投资和未来的回报之间的交换,具有时间分离的特征,因此居民的信心在其中起到很重要的作用,如果居民对未来充满信心,他们对金融机构会更加信任,相信金融机构会在金融活动中尽力履行合同,则对金融产品和服务的获取更主动,另外对未来的信心和乐观可以增强居民对风险的承受能力[11],对于风险资产需求也越大,这些最终都会影响居民的资产和负债。

本文以中国家庭金融调查的微观数据,系统地研究了居民通货膨胀预期对家庭资产和负债结构的影响,本文的研究贡献在于:1)从微观层面对通货膨胀预期和居民资产负债间关系做了深入的研究,既考虑了通胀预期对居民资产的影响也考虑了对居民负债的影响,结论更加全面和细化;2)本文同时考虑了通货膨胀预期对金融资产和非金融资产的影响,拓展了对家庭资产配置研究的范围;3)关于通货膨胀预期影响居民资产负债的原因本文也进行了进一步的研究,对已有文献作了完善和补充。

## 2. 数据和变量

本文所使用的数据来源于西南财经大学2017年家庭金融调查中心(China Household Finance Survey,

CHFS)。数据收集了包括家庭人口统计学特征、资产和负债、保险和保障、支出与收入等方面的数据和信息。本文使用的变量主要有：

## 2.1. 因变量：家庭资产负债

本文中，我们将家庭资产负债分为家庭金融产品、家庭非金融产品和家庭信贷产品三类，其中家庭金融产品和家庭非金融产品属于家庭资产。另外家庭金融产品包含债券、基金、理财产品、股票、黄金、非人民币资产、定期存款、活期存款和商业保险；家庭非金融产品包含农业和工商业、房产、车辆和其他非金融产品；家庭信贷产品包含教育贷款、生产经营贷款、住房贷款、购车贷款和信用卡。

表 1~3 分别汇报的是拥有这三种产品配置的家庭数占总样本的比例，合计项表示至少拥有一项家庭金融产品、家庭信贷产品和家庭非金融产品的家庭数占总样本的比例，该比例分别为 64.56%、19.50% 和 95.94%。结果表明在中国的家庭中拥有信贷产品的比例最低，仅有不足 20% 的居民拥有家庭信贷产品，另外大多数人拥有家庭金融类产品，但是大部分集中在活期和定期存款中。除此之外，居民拥有非金融产品的比例很高，占总样本的 95.94%，但是这其中拥有房产配置的居民比例极高，占总样本的 93.03%。

**Table 1.** Household financial investment product configuration

**表 1.** 家庭金融投资产品配置情况

	债券	基金	理财	股票	黄金	非人民币资产	定期存款	活期存款	商业保险	合计
户数	195	2314	290	2314	170	332	4702	15,336	1474	17,253
比例	0.73%	8.66%	1.09%	8.66%	0.64%	1.24%	17.60%	57.39%	5.52%	64.56%

**Table 2.** Household financial credit product allocation

**表 2.** 家庭金融信贷产品配置情况

	教育贷款	生产经营贷款	住房贷款	购车贷款	信用卡	合计
户数	470	1179	2367	437	1563	5212
比例	1.76%	4.41%	8.86%	1.64%	5.85%	19.50%

**Table 3.** Household non-financial product allocation

**表 3.** 家庭非金融产品配置情况

	农业和工商业	房产	车辆	其他	合计
户数	13,724	24,859	4418	4699	25,637
比例	51.36%	93.03%	16.53%	17.58%	95.94%

## 2.2. 自变量：通货膨胀预期

在微观调查数据中通货膨胀预期通常来源于问卷中问题：“未来一年，您预期物价会如何变化？”，回答分别为：上升很多、上升一点、几乎不变、降低一点和降低很多，为了构造相应居民的通货膨胀预期，已有文献中通常将回答为降低一点和降低很多时赋值为 0，将回答为几乎不变时赋值为 1，将回答为上升很多和上升一点时赋值为 2，如李新荣等(2014)。本文同样采用这种处理方法，构造了通货膨胀预期变量。

## 2.3. 控制变量

参照已有文献，本文选择以下控制变量：居民个体特征变量(是否城市户口、受教育阶层、是否本市

县户口、风险偏好、户主年龄等), 家庭特征变量(家庭收入、家庭常住人口等), 另外本文还控制了地区特征变量。我们剔除了缺失值样本, 最后得到总样本 26,733 个, 具体变量的描述性描述见表 4 所示。

**Table 4.** Descriptive statistics of samples

**表 4.** 样本描述性统计

	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
投资产品配置	26,733	0.645	0.449	0	1
信贷产品配置	26,733	0.194	0.396	0	1
非金融资产配置	26,733	0.96	0.182	0	1
通胀预期	26,733	1.775	0.553	0	2
家庭收入对数	26,733	9.847	0.944	0	13.82
是否城市户口	26,733	0.445	0.497	0	1
受教育阶层	26,733	1.721	0.824	1	3
是否本市县户口	26,733	0.92	0.27	0	1
风险厌恶	26,733	0.279	0.448	0	1
风险中性	26,733	0.253	0.434	0	1
风险偏好	26,733	0.468	0.498	0	1
年龄	26,733	39	20.538	1	112
家庭常住人口	26,733	4.147	1.677	1	18
男性	26,733	0.507	0.499	0	1
是否结婚	26,733	0.641	0.479	0	1
本地治安	26,733	1.41	0.682	0	2
是否汉族	26,733	0.506	0.499	0	1
受雇与企业或单位	26,733	0.505	0.499	0	1
创业	26,733	0.119	0.324	0	1
务农或无业者	26,733	0.373	0.483	0	1

### 3. 模型和内生性问题讨论

为了研究个体的通货膨胀预期对家庭资产负债结构的影响, 本文设定基本模型为:

$$\text{Prob}(Y = 1|X) = \text{Prob}(\partial \text{Inflation\_expectations} + \beta X + u > 0|X)$$

其中,  $u \sim N(0, \sigma^2)$ 。

模型中  $Y$  是哑变量, 在本文研究中分别代表家庭金融投资产品、信贷产品和非金融产品, 当  $Y$  取 1 时, 分别表示居民至少拥有一项金融投资产品、信贷产品和非金融产品; 当  $Y$  取 0 时, 分别表示居民没有任何一项金融投资产品、信贷产品和非金融产品。Inflation\_expectations 代表居民的通货膨胀预期, 包括预期未来物价下降、不变和上升, 并分别赋值为 1、2 和 3。X 代表控制变量, 包括户主的个体特征变量、家庭特征变量和地区特征变量等。

以上模型研究的是个体通货膨胀预期对居民资产负债结构的影响, 然而可能出现包括互为因果关系、遗漏变量造成高估或低估通胀预期的影响等情况, 导致存在内生性的可能, 因此本文选择工具变量法进

行极大似然估计, 我们选择是否关注经济信息来作为通货膨胀预期的工具变量[12]。原因主要是: 首先, 已有研究中表明新闻媒体经济信息对居民的通胀预期形成产生重要的作用[13], 居民会根据媒体中的信息调整自身的通胀预期[14], 另外是否关注经济信息对居民本人的资产负债并没有直接的影响, 因此我们认为该工具变量选择是合适的。

## 4. 实证研究和回归结果分析

### 4.1. 居民的通货膨胀预期对家庭资产负债选择的影响

根据前文对家庭资产负债的定义, 我们研究了居民通货膨胀预期对家庭资产负债结构的影响, 我们分别研究了通货膨胀预期对家庭金融投资产品、家庭信贷产品和家庭非金融产品的影响, 汇报结果见表 5 所示, 其中第一、三和五列汇报的是居民通货膨胀预期对三种产品配置的 probit 回归结果, 另外考虑到可能存在的内生性问题, 我们选择居民房价预期作为通货膨胀预期的工具变量, 采用 Ivprobit 模型进行极大似然估计, 报告结果分别见表 5 中第二、四、六列所示。

表 5 的第一、三、五列结果显示, 在控制了户主个体特征、家庭特征以及地区特征变量后, 个体通货膨胀预期显著地降低了居民对金融投资产品和信贷产品的选择, 其边际效应分别为-0.015 和-0.021, 即个体通货膨胀预期每上升一个百分点, 居民选择金融投资产品和信贷产品的概率会下降 1.5% 和 2.1%, 另外通货膨胀预期对居民非金融产品选择的影响也是负向但并不显著。然而以上结果可能存在内生性, 这样估计出来的结果可能是有偏的, 为了解决以上问题, 我们使用居民房价预期做为通胀预期的工具变量来进行极大似然估计。第二、四、六列报告的 Ivprobit 回归的结果, 其中第二、四列通过了 Wald 内生性检验, 第六列在 40% 显著水平上通过内生性检验。另外, 在极大似然工具变量的估计中, 一阶段估计的 F 值为 112.41 和 118.55, 根据 F 值大于 10% 偏误水平下 16.38 的临界值, 因此选择居民房价预期作为工具变量不存在弱工具变量的问题。同时在第一阶段回归中, 是否关注经济信息的 t 值为 43.50 在 1% 水平上显著, 说明了居民房价预期和通胀预期是高度相关的, 进一步说明了工具变量的选择是合适的。除此之外, 通货膨胀预期的系数分别为-0.449 和-0.088, 说明内生性问题确实导致低估了通货膨胀预期对居民资产负债的影响程度, 具体来说, 即居民的通货膨胀预期每上升一个百分点, 居民选择金融投资产品的概率下降 44.9%, 居民选择信贷产品概率下降 8.8%, 另外通货膨胀预期对居民选择非金融资产概率的影响依然不显著。

**Table 5.** Influences of residents' inflation expectations on household asset-liability choices

**表 5.** 居民通货膨胀预期对家庭资产负债选择的影响

变量	金融投资产品		信贷产品		非金融产品	
	probit	ivprobit	probit	ivprobit	probit	ivprobit
通胀预期	-0.015*** (0.005)	-0.449*** (0.071)	-0.021*** (0.006)	-0.088* (0.065)	-0.002 (0.002)	-0.061 (0.142)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Wald chi2		1877.91***		674.60***		435.64***
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1953		0.055		0.2129	
第一阶段 F 值		112.41***		118.55***		118.61***
Wald 检验		23.57***		12.29***		0.73

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差。



## 4.2. 居民的通货膨胀预期对家庭不同资产负债产品选择的影响

上文分析了个体通货膨胀预期对居民总体资产负债选择的影响, 但是对于不同的产品, 通货膨胀预期可能会产生异质性的影响, 因此我们对不同的金融投资类产品、信贷类产品和非金融产品分别做了研究。

### 4.2.1. 居民的通货膨胀预期对家庭金融投资类产品配置的影响

考虑到居民通货膨胀预期对具体的家庭金融投资类产品影响可能存在异质性, 本文继续考察了通货膨胀预期对家庭金融投资类产品配置的影响, 如表 6 所示。

**Table 6.** Influence of inflation expectation on allocation of household investment products: estimation of instrumental variables  
**表 6.** 通货膨胀预期对居民投资类产品配置的影响: 工具变量估计

变量	债券	基金	股票	理财	黄金	非人民币资产	定期存款	活期存款
通胀预期	0.289* (0.241)	-0.343*** (0.105)	-0.424*** (0.089)	-0.273* (0.170)	0.044*** (0.021)	-0.091 (0.166)	-0.119* (0.068)	0.046 (0.059)
Wald 检验	3.39*	8.68***	19.05***	0.8	8.18***	0.09	3.88**	0.47
P 值	0.0655	0.0032	0.0000	0.3719	0.0042	0.7631	0.0503	0.4930

注: 1) \*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差; 2) 控制变量受篇幅限制未列出。

考虑到可能存在的内生性, 我们同样使用居民是否关注经济信息作为工具变量, 并使用 *Ivprobit* 模型进行估计, 回归结果显示, 居民通货膨胀预期每提升一个单位, 选择基金、股票、理财产品和定期存款的概率分别下降 34.3%、42.4%、27.3%和 11.9%, 然而值得注意的是居民通货膨胀预期的上升提高了居民选择债券和黄金配置的概率, 即居民通货膨胀预期每提升一个单位, 选择债券和黄金的概率分别上升 28.9%和 4.4%。以上结果说明随着个体通货膨胀预期的上升, 居民倾向于投资债券和黄金类风险较低或保值效果较好的产品, 减少了对基金、股票、理财、非人民币资产等风险较高或保值效果并不显著产品的投资。

### 4.2.2. 居民的通货膨胀预期对家庭信贷类产品配置的影响

接着我们研究了居民通货膨胀预期对家庭信贷类产品的影响, 其中, 居民信贷类产品包括教育贷款、生产经营贷款、住房贷款、购车贷款和信用卡, 我们依然选择选择 *Ivprobit* 模型进行估计, 表 7 是汇报的结果。从汇报结果来看, 居民通货膨胀预期的上升显著地降低了家庭选择生产经营贷款、住房贷款和信用卡的概率, 但是却提高了居民选择教育贷款的概率。原因主要是低收入者往往通货膨胀预期较高[15], 而在我国教育贷款主要针对收入较低的学生家庭, 因此高通胀预期提升了居民选择教育贷款的概率。通胀预期对购车贷款没有显著的影响, 影响购车贷款选择的主要因素有家庭收入、婚姻、年龄等。

**Table 7.** Impact of inflation expectations on household credit product allocation: instrumental variable estimates  
**表 7.** 通货膨胀预期对居民信贷类产品配置的影响: 工具变量估计

变量	教育贷款	生产经营贷款	住房贷款	购车贷款	信用卡
通胀预期	0.592*** (0.167)	-0.404*** (0.106)	-0.142* (0.083)	0.200 (0.183)	-0.141* (0.094)
Wald 检验	12.32***	7.91**	0.31	1.98	2.91*
P 值	0.0004	0.0049	0.4759	0.1593	0.0881

注: 1) \*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差; 2) 控制变量受篇幅限制未列出。

### 4.2.3. 居民的通货膨胀预期对家庭非金融类资产配置的影响

我们接着研究了居民的通货膨胀预期对具体非金融类产品配置的影响, 其中, 非金融类产品包括从事工商业或农业生产、房产、汽车和其他非金融类产品, 汇报结果见表 8 所示, 从汇报的结果来看: 从系数来看, 通货膨胀预期每上升一个单位, 则居民选择投资房产的概率上升 15.3%, 投资工商业或农业生产的概率上升 7.4%, 投资于汽车和其他非金融资产的概率分别下降 44.3%和 18.7%, 另外居民的通货膨胀预期对家庭选择工商业或农业投资的影响并不显著, 由以上结论可以看到在我国个体通胀预期的上升直接遏制了居民对汽车和其他非金融资产的需求, 但是投资房产却成为居民抵抗通胀、保值增值的一种重要方式。

**Table 8.** Impact of inflation expectations on residents' non-financial asset allocation: estimates of instrumental variables  
**表 8.** 通货膨胀预期对居民非金融类资产配置的影响: 工具变量估计

变量	工商业或农业	房产	汽车	其他
通胀预期	0.074 (0.071)	0.153* (0.095)	-0.443*** (0.070)	-0.187*** (0.067)
Wald 检验	2.23*	8.8*	41.02***	8.24***
P 值	0.1020	0.0550	0.0000	0.0041

注: 1) \*、\*\*和\*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差; 2) 控制变量受篇幅限制未列出。

### 4.3. 进一步的研究

本文以上内容研究了通货膨胀预期和居民资产负债间的关系, 但是个体通货膨胀预期是如何影响居民资产负债值得更深层面的探讨。已有研究表明居民的风险偏好、乐观程度和预期利率都会影响到居民资产负债的选择, 那么个体通货膨胀预期是否会影响居民的风险偏好、乐观程度和预期利率呢? 我接着研究了个体的通货膨胀预期和居民风险态度、乐观程度和预期利率的关系。

#### 4.3.1. 个体通货膨胀预期对居民风险偏好的影响

居民在进行资产配置时, 会综合考虑其成本收益和自身风险承受能力[16], 居民越厌恶风险则其对风险资产的选择可能性越低[17], 因此居民风险态度是影响家庭资产负债配置的一个重要的因素[18]。那么个体的通货膨胀预期是否会影响到居民的风险态度, 我们进行了进一步的研究。我们选择“开车时是否系安全带”来衡量居民的风险态度, 选择“不经常系安全带”代表风险偏好, 选择“一般”代表风险中性, 选择“经常系安全带”代表风险厌恶, 并分别赋值为 0, 1, 2。我们采用 Oprobit 模型进行回归, 汇报结果见表 9 所示。

**Table 9.** Influence of inflation expectation on risk attitude of residents  
**表 9.** 通货膨胀预期对居民风险态度的影响

变量	风险厌恶	风险中性	风险偏好
通胀预期	0.021*** (0.006)	0.003*** (0.001)	-0.024*** (0.007)
观测值	14,099	14,099	14,099
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0544	0.0544	0.0544

注: 1) \*、\*\*和\*\*\* 分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差; 2) 控制变量受篇幅限制未列出。

表 9 汇报是个体通货膨胀预期对居民风险态度影响的回归结果, 汇报的是其边际效应。从表中结果

可以看到, 通货膨胀预期提升了居民风险厌恶和风险中性的概率, 同时降低了居民风险偏好的概率, 具体来说, 即个体的通货膨胀预期每上升一个单位, 则居民风险厌恶和风险中性的概率分别提升 2.1% 和 0.3%, 而居民风险偏好的概率则下降 2.4%。以上结果说明了随着个体通货膨胀预期的上升, 其风险态度趋于保守, 对于风险承受力越低, 因此在资产配置选择的过程往往会选择安全性较高的产品, 减少对风险资产的选择。

#### 4.3.2. 个体通货膨胀预期对居民乐观情绪的影响

除了风险偏好会影响家庭的资产配置, 居民乐观情绪也会影响其资产和负债, 当居民乐观程度较高时, 对未来充满信心, 他们对金融机构会更加信任, 相信金融机构在金融活动中会尽力履行合同, 则对金融产品和服务的获取更主动, 这会影响到居民的资产负债选择。那么通货膨胀预期是否会影响居民的乐观情绪, 我们做了进一步研究。我们选择“对未来经济预期”来衡量居民的乐观程度, 当预期未来经济下降时代表居民乐观程度较低, 并赋值为 0; 当居民预期未来经济不变时代表居民乐观程度中等, 并赋值为 1; 当居民预期未来经济上升时代表居民乐观程度较高, 并赋值为 2。我们同样采用 Oprobit 模型进行回归, 汇报结果见表 10 所示。

**Table 10.** Influence of inflation expectation on residents' optimism

**表 10.** 通货膨胀预期对居民乐观情绪的影响

变量	预期经济下降	预期经济不变	预期经济上升
通胀预期	0.005* (0.003)	0.005* (0.003)	-0.010* (0.006)
观测值	14,099	14,099	14,099
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0491	0.0491	0.0491

注: 1) \*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差; 2) 控制变量受篇幅限制未列出。

表 10 汇报是个体通货膨胀预期对居民乐观情绪影响的回归结果, 汇报的是其边际效应。从表中汇报的结果来看, 通货膨胀预期提升了预期经济下降和预期经济不变的概率, 同时降低了预期经济上升的概率, 具体来说, 即个体的通货膨胀预期每上升一个单位, 则居民预期经济下降和预期经济不变的概率都提升 0.5%, 而预期经济上升的概率则下降 1%。以上结果说明了随着个体通货膨胀预期的上升, 居民的乐观程度呈下降趋势, 而这最终影响了居民对风险资产的选择, 造成了居民资产负债的改变。

#### 4.3.3. 个体通货膨胀预期对居民预期利率的影响

利率作为资金的价格, 一直以来是央行进行货币调控时的重要工具, 当利率上升时, 信用紧缩, 居民的贷款和投资等将会减少, 因此当居民预期未来的利率发生变化时, 会影响其贷款和投资等行为并最终影响居民的资产和负债。那么居民的通货膨胀预期是否会影响其对未来利率的预期, 我们做了进一步研究。我们选择“对未来利率预期”来衡量, 当预期未来利率下降时赋值为 0; 当预期未来利率不变时赋值为 1; 当预期未来利率上升时赋值为 2。我们同样采用 Oprobit 模型进行回归, 汇报结果见表 11 所示, 汇报结果为边际效应。

从表中汇报的结果来看, 通货膨胀预期降低了预期利率下降和预期利率不变的概率, 同时提升了预期利率上升的概率, 具体来说, 即个体的通货膨胀预期每上升一个单位, 则居民预期利率下降和预期利率不变的概率分别下降 2.4%和 4.5%, 而预期利率上升的概率则提升了 6.8%。以上结果说明了随着个体通货膨胀预期的上升, 居民预期未来的利率会上升, 并最终会影响到其贷款、投资行为进而影响其资产和负债。



**Table 11.** Influence of inflation expectation on residents' expected interest rate  
**表 11.** 通货膨胀预期对居民预期利率的影响

变量	预期利率下降	预期利率不变	预期利率上升
通胀预期	-0.024*** (0.002)	-0.045*** (0.004)	0.068*** (0.006)
观测值	14,093	14,093	14,093
Pseudo R <sup>2</sup>	0.0646	0.0646	0.0646

注: 1) \*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差; 2) 控制变量受篇幅限制未列出。

## 5. 稳健性检验

以上研究我们发现了居民通胀预期确实对其资产负债选择有很重要的影响, 为了检验结论的可靠性, 我们进一步对这个结论进行了稳健性检验, 我们认为个体对未来物价的预期容易受到家人、亲戚、朋友等的影响, 因此我们按照家庭为单位计算了居民家庭通胀预期均值, 并以此重新替代个体通胀预期, 控制变量等依然和之前保持一致, 所得结论如表 12 所示。

**Table 12.** Robustness test conclusion  
**表 12.** 稳健性检验结论

变量	金融投资产品		信贷产品		非金融产品	
	probit	ivprobit	probit	ivprobit	probit	ivprobit
通胀预期	-0.010** (0.005)	-0.38** (0.060)	-0.018** (0.005)	-0.078** (0.055)	-0.002 (0.002)	-0.045 (0.124)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
地区变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Wald chi2		1688.64***		584.31***		367.44**
Pseudo R <sup>2</sup>	0.1725		0.053		0.2347	
第一阶段 F 值		98.01***		103.32***		105.34**
Wald 检验		20.30***		12.45***		0.65

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%的水平下显著, 括号中的为标准差。

根据表 12 结果所示, 我们可以发现在重新构造了通胀预期指标后, 居民通胀预期对个体的金融投资产品和信贷产品配置依然显著为负, 而通胀预期对居民非金融产品投资的影响并不显著, 这些结论和前文的基本保持一致, 这说明了我们的结论的稳健性和可靠性。另外使用重新构造后的通胀预期指标对资产负债配置异质性影响的稳健性检验也和前文基本保持一致, 受篇幅限制, 此处略去。

## 6. 结论和政策建议

基于中国家庭金融调查数据, 本文系统地研究了居民通货膨胀预期和家庭资产负债结构间的关系, 研究结果表明: 居民通货膨胀预期显著地降低了家庭对金融投资产品和家庭信贷产品的选择。从不同产品角度来看, 金融投资产品方面, 通货膨胀预期的上升提升了居民对债券和黄金类风险较低或保值效果较好的产品的配置的概率; 家庭信贷产品方面, 通货膨胀预期的上升提升了居民对教育贷款配置的概率, 降低了对生产经营贷款、住房贷款和信用卡配置的概率; 非金融产品方面, 通货膨胀预期的上升提升了居民选择配置房产的概率, 投资房产已成为居民抵抗通胀、保值增值的一种主要手段。进一步, 本文研

究了居民通货膨胀预期影响家庭资产负债结构可能的原因, 研究发现个体的通货膨胀预期改变了居民的风险偏好, 使得他们更加保守, 同时通货膨胀预期的上升也降低了居民的乐观程度并导致预期利率的上升, 而这些最终将影响居民对资产和负债配置的选择。

本文的研究结果具有重要的政策含义。通货膨胀预期管理一直以来是我国政府进行宏观调控时关注的重点, 稳定的居民通货膨胀预期除了有利于形成稳定的物价, 还会改善家庭的资产负债结构, 高通货膨胀预期通过改变居民风险偏好、降低乐观程度和提升预期利率的方式抑制了居民对不同资产负债的选择和配置, 因此在优化居民资产负债结构的过程中政府要重视通货膨胀预期和利率预期的重要作用, 保持物价和利率的稳定可以使个体形成稳定、乐观的预期和风险态度, 另外需要注意的是现阶段房产日益成为居民抵抗通胀的主要方式, 因此保持健康稳定的房地产市场对优化居民资产负债结构也尤为重要。

## 基金项目

浙江省社科规划课题成果: 浙江省“专精特新”中小企业成长困境、综合评价体系与提升路径研究(项目编号: 21NDJC009Z); 浙江省教育科学规划课题: 新时代大学生创业意向的现状及教育干预策略研究(项目编号: 2021SCG009); 杭州市社会科学规划课题: 新时代创业者幸福感的现状评价和提升路径研究——以杭州市为例(项目编号: Z21JC097); 杭州电子科技大学教育教学改革研究资助项目: “双万计划”背景下行业特色高校新工科人才的创新创业能力培养研究——以杭州电子科技大学为例。

## 参考文献

- [1] Samwick, A.A. (2006) Saving for Retirement: Understanding the Importance of Heterogeneity. *Business Economics*, **41**, 21-27. <https://doi.org/10.2145/20060103>
- [2] Vissing-Jorgensen, A. (2002) Towards an Explanation of Household Portfolio Choice Heterogeneity: Nonfinancial Income and Participation Cost Structures. NBER Working Papers, National Bureau of Economic Research, Cambridge. <https://doi.org/10.3386/w8884>
- [3] Guiso, L. and Paiella, M. (2004) Risk Aversion, Wealth, and Background Risk. *Journal of the European Economic Association*, **6**, 1109-1150. <https://doi.org/10.1162/JEEA.2008.6.6.1109>
- [4] Campbell, J.Y. and Cocco, J.F. (2007) How Do House Prices Affect Consumption? Evidence from Micro Data. *Journal of Monetary Economics*, **54**, 591-621. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.10.016>
- [5] Gormley, T., Liu, H. and Zhou, G. (2010) Limited Participation and Consumption-Saving Puzzles: A Simple Explanation and the Role of Insurance. *Social Science Electronic Publishing*, **96**, 331-344. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2010.01.001>
- [6] 梁运文, 霍震, 刘凯. 中国城乡居民财产分布的实证研究[J]. *经济研究*, 2010, 45(10): 33-47.
- [7] 李涛. 社会互动与投资选择[J]. *经济研究*, 2006, 41(8): 45-57.
- [8] 汪红驹, 张慧莲. 资产选择、风险偏好与储蓄存款需求[J]. *经济研究*, 2006, 41(6): 48-58.
- [9] 李涛. 参与惯性和投资选择[J]. *经济研究*, 2007, 42(8): 95-109.
- [10] 陈彦斌, 唐诗磊. 信心、动物精神与中国宏观经济波动[J]. *金融研究*, 2009(9): 89-109.
- [11] Puri, M. and Robinson, D.T. (2007) Optimism and Economic Choice. *Journal of Financial Economics*, **86**, 71-99. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2006.09.003>
- [12] 刘渝琳, 郑效晨. 基于通货膨胀和风险偏好视角的资产配置研究[J]. *中国管理科学*, 2016, 24(5): 46-53.
- [13] 张志伟, 李天德. 通货膨胀因素对中国家庭资产配置影响的实证研究[J]. *经济问题探索*, 2014(2): 32-37.
- [14] 李新荣, 李涛, 刘胜利. 政府信任与居民通货膨胀预期[J]. *经济研究*, 2014, 49(6): 58-72.
- [15] Blanchflower, D.G. and Mac Coille, C. (2009) The Formation of Inflation Expectations: An Empirical Analysis for the UK. Working Paper Series. <https://doi.org/10.3386/w15388>
- [16] 张号栋, 尹志超. 金融知识和中国家庭的金融排斥——基于 CHFS 数据的实证研究[J]. *金融研究*, 2016(7): 80-95.
- [17] 田霖. 我国金融排斥的城乡二元性研究[J]. *中国工业经济*, 2011(2): 36-45, 141.
- [18] 李涛, 王志芳, 王海港, 谭松涛. 中国城市居民的金融受排斥状况研究[J]. *经济研究*, 2010, 45(7): 15-30.