

居民储蓄研究的新进展:理论与经验事实

鲁政委

摘要: 20世纪90年代以来西方居民储蓄研究的新进展表明:生命周期理论仍然是居民储蓄理论研究最基本的参照系和出发点;但为解释理论与经验现象的不一致,诸多新的储蓄影响因素和经验假说被引入;微观数据分析成为潮流;行为理论显示出良好发展前景;一个满足一致性、一般性和易处理性要求的合意储蓄理论模型远未形成。

关键词: 居民储蓄 生命周期 新进展

人们对储蓄问题的关注由来已久。早在《国民财富的性质和原因的研究》(以下简称《国富论》)一书中,亚当·斯密就明确地指出,国民财富的增加取决于两个条件:一是劳动分工,二是资本积累。而后者来自节俭(即储蓄)。到19世纪初,鉴于西方市场经济已经出现了生产过剩的征兆,则更是在储蓄是否有害的问题上爆发了一场规模宏大的论战。与斯密所提倡的“节俭是美德”的观念相反,马尔萨斯坚持认为,正是过度储蓄造成了生产过剩,因而储蓄过多是有害的。无论是有益还是有害,由此导致的结果是:储蓄的影响因素逐步成为经济学家们关注的主要问题。在此问题上,古典经济学坚持储蓄是由利率决定的,并与利率成正比。20世纪30年代的“大危机”使古典经济学的“价格决定论”彻底破产了,继之而起的是凯恩斯的“收入决定论”,即居民储蓄主要由可支配收入决定,并与之成正比。考虑到“收入决定论”只给出了居民储蓄的可能性,并没有为储蓄提供必然性方面的解释,凯恩斯在《就业、利息与货币通论》中进一步提出了居民储蓄的9种可能动机:为将来未预计到的支出建立储备;处理意料中的未来收入变动和需求之间的关系;获取利率和增值;享受支出不断提升带来的效用;享受独立和能自由行动的感觉;为抓住投机或项目经营机会建立储备;积累可赠与的财富;为满足纯粹的守财奴欲望;为购买耐用消费品而储蓄(Browning & Lusardi, 1996)。正是这些动机,以及这些动机所包含的经济主体跨时配置资源的行为启发了后来的研究者。

沿着这一思路,结合 Ramsey - Friedman 的无限期界模型和 Fisher - Modigliani - Brumberg 的有限期界模型,储蓄的生命周期分析框架在20世纪50年代后逐步形成了。由于其理论上良好的逻辑一致性、易处理性、可检验性及可拓展性(Browning & Carossley, 2001),它很快就成了经济学家分析储蓄问题的核心

框架。纵观20世纪50年代之后居民储蓄问题的研究文献,除极少数经验模型外(即便这些经验模型也受到了生命周期模型的激发),基本上都是对生命周期框架的检验和拓展。

一、标准模型与储蓄谜团

目前对居民储蓄问题的分析,生命周期模型依然处于核心位置。在几十年的时间里,由于经济学家们多方面的拓展和基于不同研究目的所进行的界定,“生命周期假说/模型/理论”这个术语虽然在其最本质的含义上——经济主体努力保持各期支出的边际效用不变——仍然是一致的,但在具体含义上已日益含混不清。为讨论问题的方便,我们遵照 Browning 和 Lusardi (1996) 的定义,把确定性等价模型界定为生命周期的标准模型;同时,考虑到确定性等价模型严格而清晰的前提假定,诸多储蓄模型的拓展实质上都是该模型某一或若干前提假设的放松,所以,我们将以它作为回顾储蓄研究进展的起点。

自 Hall 首先采用确定性等价模型对生命周期的收入进行形式化的分析以来,即在这方面出现了大量研究成果。基本的确定性等价模型一般都假定:(1)经济主体效用函数具有时际可加性,这意味着储蓄或消费行为不受习惯的影响;(2)经济主体效用函数是二次的,这意味着不考虑预防动机;(3)资本市场完全,这意味不存在流动性约束;(4)未来完全确定,主体可以最大化预期效用函数。这意味着,理性而前瞻的经济主体会努力平滑消费以保持各期支出的边际效用相等,因而其消费路径独立于预期收入的变化路径,表现为“随机游走”,到他去世时资产正好花完(Browning and Lusardi, 1996)。

尽管这一含义在形式上表现出极强的可检验性,但由于在确定生命周期收入上的困难,经验研究

的结果并没有取得一致。比如, Browning 和 Carossley (2001) 利用《英国家庭支出调查数据》(U. K. Family Expenditure Survey Data) 得出的结果显示:除 12 月份以外,家庭 1 年内的支出是相对稳定的,即与收入不存在显著的相关性。Browning 和 Collado (2001) 对西班牙居民每年 6 月和 12 月自动得到双薪津贴(与工作业绩无关)面板数据的分析也发现:得到津贴的家庭和未得到津贴的家庭在耐用消费品和非耐用消费品上的支出路径没有显著区别。这些研究似乎支持了标准生命周期模型的结论。但 Shapiro 和 Slemrod (1995) 提供的关于美国税收扣缴的调查却显示:有相当一部分人会因税收而改变支出计划。Souleles (1999) 和 Parker (1999) 对《美国消费支出调查》数据(CES)的分析也发现:居民 1 年内的支出和收入存在同步变动。其中, Souleles 使用的是税前收入,而 Parker 使用的是税后收入。但二者都肯定调查对象不存在流动性约束问题,因而这种“消费变动紧随可预见收入而变动”的“过度敏感”特征被认为是对这种生命周期分析框架的挑战,并因此而被称为“过度敏感之谜”。

虽然 Browning 和 Carossley (2001) 认为,1 年内的数据可以有效地把(在随后的理论拓展中)经济学家们竭力强调的不确定性排除,因而与标准模型的前提假定更为一致,但时间如此之短的高频数据是否足以代表生命周期这样的含义却显然是值得怀疑的。事实上,在年际与经济周期整个工作期间和生命周期的时间序列研究中,大量地表现出消费的“过度敏感”特征。不仅如此,它所做出的“理性主体会为自己留下足以维持一生消费的资产并在去世前恰好花光”的理论预见,似乎也与现实相去甚远(Weil, 1994; Banks and Blundell, 1998)。实际上,美国等西方发达国家(除日本外)居民储蓄率的长期下降已经成为宏观经济理论和政策研究中一个令人关注的重大问题(限于篇幅本文没有讨论)(比如 Marquis, 2002; López, 1998; Hubbard & Skinner, 1996; 等),因为按照标准理论,这种情况根本就不可能出现。

按照实证主义的看法,对经济理论的终极检验就是其预见的精确性,而预见的精确性在某种意义上需要依赖于模型本身前提假设的现实性。因此,标准储蓄模型与经验现实的不一致所导出的种种“储蓄(消费)谜团”意味着:要么是理论模型过于简化,要么是现实中还存在未被人们获知的影响因素。基于此,经济学家一方面着眼于模型本身的拓展,另一方面致力于对经验数据进行更为精当的分析处理,期望能够分离出影响储蓄的新因素。虽然二者的途径和终极目标是相同的,即寄希望于引入更多的影响因素来调和理论和现实间的矛盾,但大量文献的确因此而显示出了尖锐的“二分法”倾向(Browning and Lusardi, 1996)。这种状况到目前为止仍然没有多大改观。尽管如此,本文仍然试图以理

论模型的拓展——特别是假定前提的放松——为主线,并融合经验文献来回顾储蓄研究的新进展。

二、标准模型的拓展与经验检验

(一) 标准可加模型

标准模型中的二次偏好假定所导出的二次效用函数,使得期望效用只依赖于财富的均值和方差,从而为经济学家得出确定性等价模型的解析解提供了方便,但它的某些性质却并不令人满意。比如,它意味着人们财富越多就越倾向于规避风险,而常识似乎应该是财富越多抵御风险的能力越强,因而越不害怕风险;同时,二次偏好的消费者还存在着“饱和点”,即财富越多效用越低,这也显然有悖于理性人的假定(Carroll, 2001)。

鉴于此,在维持确定性等价模型其他假定的情况下,经济学家放弃了偏好二次性的假定,允许非二次偏好的存在。此时,不仅效用函数是时际可加的,而且假定中的资本市场完全还意味着预算具有时际可加性,所以,这类模型被一些经济学家称之为“标准可加模型”。大量研究文献显示,这一貌似不大的改变事实上意味着引入了不确定性和承认经济主体存在预防储蓄动机,这有可能使确定性等价模型与包含不确定性的标准可加模型在结论上产生了不容忽视的巨大差异。比如, Zeldes (1989) 通过对常数相对风险规避效用函数中的收入不确定性进行参数化,模拟计算了经济主体的消费决策规则,发现不确定性不仅影响消费(作为当期财富的)函数的高度,而且影响其斜率。Carroll 和 Kimball (1996) 则发现,对任何财富水平来说,不确定性的引入都提高了边际消费倾向,而对财富水平低者提高得更多。而 Browning 和 Crossly (2001) 则认为,由于考虑到未来收入的不确定性,人们就可能会因“谨慎”而进行预防储蓄,这就使得人们至少不会像未来完全确定一样花掉那么多的当前收入。这在某种意义上为生命周期早期阶段的消费对收入的“过度敏感”提供了解释。但是,对许多老年人到了生命周期的晚期都出现的收入和消费同步下降的经验现实,这类模型依然无法提供令人信服的说明。

对此,一些经济学家认为,为了形式上处理的方便,大多数学者都是通过允许未来收入出现不可预见的冲击来引入不确定性的。但实际上,人们真正面临的不确定性远不像模型中所假定的那么单纯。这样, Skinner (1985) 引入了经济主体死亡时间不确定性来考察其对消费跨时配置的影响。在假定消费函数时际可加和消费者没有赠与动机的情况下,他利用美国《消费者支出调查(1972 - 1973)》(CES)的横截面数据所进行的回归表明,消费的跨时替代弹性处于 0.2 ~ 0.5 之间,远高于人们先前的估计,即人们倾向于眼下多消费。Borsch - Supan 和 Stahl (1991) 也指出,未预计到的年龄和健康支出可以解释人们

退休后的消费下降。Davies(1981)则指出,老年人退休后的消费下降,可能是为了节省部分储蓄以防自己活得比预想的更长。Hurd(1990)则更为全面地指出,既然未来是不确定的,人们的具体储蓄(消费)选择就必然与各自的风险偏好相关:对于风险中性者来说,他会增加现期消费,以免身后遗财;而对风险规避者来说,缩减现期消费以储蓄更多就是自然的选择。即便如此,对于退休时消费的骤然下降,经济学家依然感到不解——人们为什么要等到退休时才去改变自己的消费(储蓄)行为呢?

对此,Banks和Blundell(1998)指出,理性的消费者力图维持的是消费边际效用的各期相等,而非消费量本身的不变,而家庭规模、家庭中成年劳力的数目、死亡的可能性甚至衰老本身都会系统地改变消费者各期的消费效用并进而改变储蓄行为。这种观点表明,人们的储蓄(消费)行为是复杂的,期望借助过于简单的模型来拟合复杂的现实,其结果必然是误导人的。因此,要调和经验证据与理论模型之间的矛盾,就必须继续为模型寻找更多富有说服力的解释变量。

这样,对早期资源跨时配置模型假定条件的重新审视就成为经济学家进一步拓展储蓄模型的关注的焦点。由于所有跨时配置模型的一阶最优条件都取决于“欧拉方程”的成立与否,所以,人们通常把这类模型笼统地称为“欧拉方程”,而对它们所进行的检验则称为“欧拉方程检验”(Carroll,2001)。

(二) 欧拉方程

生命周期框架的核心命题就是理性的消费者会努力维持各期支出的边际效用相等。那么,消费者在时期 t 与 $t+1$ 间的最优配置就一定满足:

$$v_C(C_t, Z_t) = E_t\{ (1 + \tilde{r}_t) v_C(\tilde{C}_{t+1}, \tilde{Z}_{t+1}) \}$$

其中, $v(C, Z)$ 为期内的效用函数(the within period utility function), C 是消费, $v_C(\cdot) = \frac{\partial v(\cdot)}{\partial C}$, r_t 是实际利率, $\tilde{\cdot}$ 表示随机变量, Z 为人口统计的效用修正向量,是贴现因子。

这样,到底模型能够包含哪些解释变量就取决于效用函数 $v(C, Z)$ 的具体形式。比如,在使用得最为广泛的等弹性效用函数 $v(C, Z) = \frac{1}{1 - r(Z)} \left\{ \frac{C}{Z} \right\}^{1 - r(Z)}$ 中,就包含了相对风险规避系数 $r(Z)$,家庭成人等值系数(an adult equivalence scale) Z 。

为简化分析,假定 $r(\cdot)$ 独立于生命周期的财富水平和人口统计,且 $Z = \exp(\cdot)$,将其带入欧拉方程并两边取对数,就得到欧拉方程的线性形式:

$$\ln C_{t+1} = \tilde{\cdot} + \tilde{\cdot} Z_{t+1} + \phi_t + 0.5 \frac{2}{t+1} + u_{t+1}$$

其中, $\phi = \frac{1}{r} > 0$, $\tilde{\cdot} = \phi_n(\cdot)$, $\tilde{\cdot} = \frac{(r-1)}{r}$,且 $u_{t+1} = -\phi[e_{t+1} - 0.5(e_{t+1}^2 - \frac{2}{t+1})]$,满足 $E_t(u_{t+1}) = 0$ 。 $\frac{2}{t+1}$ 为收入的方差, e_{t+1} 为标准差(Browning and Lusardi,

1996)。

以上述简化的线性欧拉方程为线索,我们可以发现经济学家在生命周期框架内拓展储蓄分析的途径。

1. 耐性因子

$\tilde{\cdot}$ 是贴现因子,越小表示消费者对未来同样支出的效用评价越低,因而眼下就倾向于更少储蓄,边际消费倾向就更高。所以,它被认为是代表着消费者的无耐性。经济学家们认为,只有假定消费者是相对无耐性的,预防储蓄分析才有意义,因为对于有耐性的消费者来说,无论未来是否确定,他都会选择更多地储蓄(Carroll,2001)。一方面偏好于现期的即时满足,一方面又不得不为不确定性而进行预防储蓄,消费者折衷的结果可能就是进行所谓的“目标储蓄”(有时也被称为“缓冲库存”储蓄)。即在储蓄(或财富)达到某种水平之前,消费者会努力抑制自己对即时满足的渴望而更多地进行储蓄,一旦达到预想的目标储蓄水平,消费者就会减少现期收入的储蓄而增加消费支出。通过以“财富-持久收入比”作为目标储蓄水平的衡量指标,Carroll(2001)指出:给定初始财富水平,对持久收入的正向冲击会使消费者不得不增加储蓄。这样,即使对持久收入的正向冲击足够大,也不足以使消费增加;反之也成立,即不存在“过度敏感”问题。这被认为是对生命周期假说的支持。

但是,Strotz早在1956年就推断性地指出:与作长期决策相比,人们在短期决策上可能更缺乏耐性。在把标准生命周期理论和自我控制心理学分析结合起来后,Angeletos等(2001)也发现,消费者的耐性可能并不具有动态一致性:在较远的 t 时期和 $t+1$ 时期之间,消费者似乎显得很有耐性而偏好后一时期;而一旦时期真的到来时,消费者可能就会急不可耐。由此所产生的耐性时间动态不一致,说明了消费者在长期目标和短期行为上存在着鸿沟,短期对即刻满足的渴望削弱了其耐心进行长期储蓄的努力,这很可能使消费者达不到所期望的“目标储蓄”。他们的这种假说获得了心理实验的支持。借助于试验模拟,Angeletos等导出了双曲线贴现方程,由此产生了诸多与通常的指数贴现模型不同的经验含义:(1)具有双曲线方程的居民会更多持有非现金形式的财富,因为这样可以遏制自己挥霍欲望;(2)如果持有信用卡,尽管其借贷成本很高,这种家庭还是会通过它借款以满足当下的需求,所以他们往往有较高的循环债务;(3)由于持有流动财富较少,这种家庭的消费和收入变动高度相关;(4)到退休时,劳动收入的下降和流动性的缺乏会使其消费下降。

2. 人口统计因子

$\tilde{\cdot} Z_{t+1}$ 表示人口因素对家庭储蓄行为的影响。其中, Z_{t+1} 代表着家庭结构、健康状况、性别、人数、劳动力供给等所有影响家庭效用函数的因素。在这

些因素上,不仅各个家庭彼此之间是异质的,而且同一家庭在不同时期也是不同的,由此而造成了不同家庭和同一家庭不同时期效用函数的不同。但是,在早期的研究中,经济学家取得的是宏观总量数据,只能从平均水平上来考察家庭的储蓄行为,在此过程中,家庭间的异质性和家庭内部成员间的异质性就被抹杀了。这妨碍了经济学家和政策制定者对储蓄问题进行深刻的认识。而家庭调查层面所取得的微观数据则可以为计量分析的多变量回归提供方便,这样,经济学家和政策制定者就可以通过控制其他变量来精确考察目标变量的效应。正因为如此,以微观数据进行经验检验已经成为过去10年中储蓄问题实证研究上的主要方法。

既然 Z_{t+1} 是异质的,我们要在异质的微观数据之间进行换算,必然需要一个因子以使其具有可通约性,家庭成人规模等值系数 $\tilde{\sim}$ 正是起着这样的作用,以使不可比的数值能够被换算成可比的数值。

的确,同总量数据分析相比,微观数据分析使经济学家对居民储蓄行为有了诸多新的认识。比如,在Modigliani和Brumberg的分析中,由于没有考虑家庭内部人口结构,简单地假定人们只顾自己而没有赠与动机,结果使得对老年人极低的储蓄动用水平无法解释。尽管经济学家并不完全认同Kotlikoff所坚持的“赠与动机是(美国)人们积累财富的基本动机”,但微观层面的数据分析似乎仍然表明:在对人们储蓄行为的解释中,赠与动机是必不可少的。Weil(1994)利用美国《收入动态面板调查》数据所进行的研究表明:在持久收入不变的条件下,预期能够接受到赠与会提高家庭的消费水平,减少现期储蓄。因此,虽然老年人自己没有用完他们的储蓄,但赠与的确减少了年轻一代的储蓄。基于赠与动机,López(1998)认为,离婚和生育率的下降会降低储蓄率。但是,Hurd(1990)的报告却表明:拥有在世子女的老年人比没有在世子女的老年人储蓄得更少。如果说该报告是削弱了赠与动机的解释力,还不如说人们对家庭内部赠与与行为和预期的认识还不全面。从更广义的角度看,赠与完全可以看作人们利他行为的代名词,它不仅存在于上一代对下一代的资源流转行为中,而且反过来也可能存在。所以,在拥有在世子女的情况下,老年人预计在必要时能够得到子女的帮助(赠与),因而减少储蓄应该是意料之中的。对存在“养儿防老”传统的东亚国家来说,Hurd所描述的效应应当更具有现实性。进而言之,不管赠与来自何处,只要预期可以领受到,人们的储蓄(消费)行为都不免因此而发生变化。这在某种程度上也为解释社会福利计划对储蓄行为的影响提供了可能。

如果说López是从赠与角度提出了生育率对储蓄的影响,而其他经济学家则从另一角度,即子女抚养支出的角度为家庭消费的倒“U”形轨迹(储蓄的

“U”形轨迹——孩子的出生使家庭储蓄水平急剧下降,直到孩子自立而父母仍在工作这一阶段储蓄水平才开始回升(Apps and Rees,2000)给出了解释。比如,Browning和Ejrnæs(2000)就认为,由于大部分居民储蓄数据中所包含的都是已婚家庭,如果假定年长的孩子比年幼的孩子花钱更多的话(当然是指他们在自立之前),那么,与没有孩子相比,即使支出的边际效用不变,孩子的出生和年龄的增长也不得不使家庭支出增加,直到其自立后家庭的支出才会有所下降。一些经济学家进一步假定,消费的边际效用随家庭成员的增加而递增。这样,孩子的出生实际上意味着家庭效用函数的改变(这种假定对父母来说似乎是合理的,他们总是甘愿为子女做出牺牲)(Browning & Crossley,2001),如果说边际效用的提高导致支出增加,这似乎与生命周期的含义是一致的。

不仅抚养孩子本身的支出会对家庭的储蓄行为造成影响,而且它还会影响家庭的劳动供给水平(与家庭内部的劳动供给相对应),并进而影响储蓄。Apps和Rees(2000)认为,由于生孩子这种消费(按照加里·S·贝克尔的看法,子女就是父母购买的一种耐用消费品)本身不能依靠市场供给,只能自己生产,这样,为了抚养孩子,妇女不得不调整其市场劳动供给。而经验研究表明,妇女这种第二挣钱人收入的边际储蓄倾向相当高,所以,妇女从劳动市场的退出必然使家庭储蓄下降。随着孩子的逐渐长大,照顾孩子这种家庭劳动就可以从市场上购买,这样,妇女就可以重回劳动市场。特别是在子女离开学校自立之后,家庭储蓄就开始出现回升。所以,家庭劳动和市场劳动之间的可替代性是居民储蓄的重要影响因素。在此基础上,Apps和Rees进一步认为,如果单纯考察市场收入和消费,“过度敏感”问题的确无法回避,但是,居民消费的不仅有市场产出,而且还有家庭内部产出。理性的家庭追求的是各期全部消费的边际效用不变,而不仅仅是传统理论所考虑的市场消费的边际效用不变。

正因为如此,Browning和Ejrnæs(2000)认为:储蓄“U”轨迹的所有问题都可以通过孩子的出生和抚养来得到说明。但Carroll和Summers(1991)认为,孩子对居民储蓄行为分析的重要性还有待进一步确定。尽管如此,目前的共识似乎是:如果能将预防储蓄和人口统计结合起来,应当足以解释这个重要的经验规律(Browning and Crossley,2001)。

除了子女,在家庭内部还有一个问题受到了经济学家们的关注,那就是内部夫妻年龄的差异对家庭储蓄的影响。比如,Lundberg和Ward-Batts(2000)在批评传统家庭储蓄分析的“个体模型”的基础上提出了家庭储蓄的内部谈判模型。他们认为,由于妻子一般比丈夫更年轻、预期寿命更长,所以,与丈夫相比,妻子应当有更强的储蓄动力。但最终家庭储蓄的多

少,则取决于夫妻的共同决策,也就是夫妻间相对谈判力量的强弱。通过考察美国《健康与退休调查》(HRS)中的储蓄行为与能够影响家庭总资源和期望消费路径的夫妻特征,Lundberg 和 Ward - Batts 发现,丈夫所受教育明显比妻子多的家庭,其储蓄率较低。这与谈判模型的预见是一致的:由于妻子的教育水平较低,因而谈判能力较低,家庭最终的储蓄必然更多地反映了丈夫的偏好。但他们同时指出,在将夫妻二者的年龄都控制住以后,夫妻年龄差异似乎对家庭储蓄行为无影响。这可能说明,虽然年龄的不同造成了储蓄偏好上的差异,但它并不因此就能决定博弈中的相对谈判能力。除教育水平外,谈判能力还可能受到离婚与财产法律、个人收入在家庭中的份额等因素的影响,而在光棍家庭中并没有发现类似情形。人们认为这是对谈判模型的支持,因为妻子常常较年轻,在丈夫退休后她们的市场劳动收入在家庭收入中的份额就明显提高,在储蓄决策中的相对谈判力量就会增强,此时的储蓄路径必然更多地反映了她们的偏好,所以,出于对自己更长预期寿命的考虑,她们倾向于减少眼下的消费。正因为如此,经济学家们认为,谈判模型有助于解释标准生命周期模型不能解释的困惑。

3. 利率因子

r_t 是实际利率,作为利率的系数, ϕ 则代表消费者对预期真实利率的反应。尽管在 Hall 的跨时配置分析中,利率被视为常数,但在目前的动态最优模型中,利率已被看作影响消费跨时配置规模的因素,因此, $-\phi$ 被称为跨时替代弹性。尽管古典经济学认为,储蓄(消费)是由真实利率决定的,但 20 世纪 80 年代以来的大量研究却发现:跨时替代的规模——也就是利率对消费的效果——是非常弱的(Browning and Lusardi,1996)。Harris 等(1999)对澳大利亚居民储蓄所进行的研究也发现,利率对家庭储蓄率几乎没有影响,至少从宏观角度看是如此,以至于 Harris 等甚至有些武断地认为这已经是经济学家们的共识。但 Parker(1999)对美国的研究却发现:与过去相比,近年来真实利率与消费的相关性很强。

尽管在利率本身对储蓄的影响上,经济学家们并未真正达成共识,但以利率作为替代变量,人们却在另一个问题,即引入流动性约束来分析储蓄决策上取得了进展。经济学家发现,上述线性欧拉等式只有一个单一利率。除非资本市场是完全的,否则这种情况是不可能出现的。现实当中大量双重乃至多重利率,使经济学家们意识到需要对模型作进一步的拓展。

假定我们只观察到了消费者贷出款项的利率 r_t (通常比借入的利率低),那么,

$$v_c(C_t, Z_t) = (1 + r_t) E_t v_c(\tilde{C}_{t+1}, \tilde{Z}_{t+1})$$

并定义 r_v 为使欧拉方程成立的实际利率(real rate),它是消费者进行跨时配置的“事实上的”利率

(“virtual” interest rate),此时,

$$v_c(C_t, Z_t) = (1 + r_v) E_t v_c(\tilde{C}_{t+1}, \tilde{Z}_{t+1})$$

令 $\frac{r_v - r_t}{1 + r_t} = 0$,上述等式就可以改写为:

$$v_c(C_t, Z_t) = (1 + r_t) (1 + \phi) E_t v_c(\tilde{C}_{t+1}, \tilde{Z}_{t+1})$$

两边取对数,就得到此时的等弹性线性欧拉等式:

$$\ln C_{t+1} = \tilde{c} + \phi Z_{t+1} + \phi_L + 0.5\phi^2_{t+1} + \phi \ln(1 + r_t) + u_{t+1}$$

其中 ϕ 就是消费者借款成本高低的指标,越大,表示借款越不容易。如果人们不能在需要现金的时候借到希望的那么多钱,这就称为存在“流动性约束”,它源于金融市场的不完全。 ϕ 值越大,表示流动性约束越强。既然眼下需要钱却借不到钱,即便人们未来的预期收入很高,也不得不降低当期消费。这似乎可以看作是对人们往往在年轻时消费较低原因的解释。即便现期收入已经较高了,考虑到流动性约束的人们仍会想到在必要时得自己为自己融资,因而不得不进行储蓄。尽管存在完全的流动性约束似乎不可能,但 Ludvigson (1999) 的确发现了贷款者对借款者采取“借款 - 收入比率”控制的情形。Hayashi (1987) 甚至仔细考察过三种类型的流动性约束:预付现金约束、信贷配给和借贷利率歧视。因此,Campbell 和 Mankiw(1991)认为,消费增长对可预见的收入增长敏感性的跨国差异,可能就是国别间不同流动性约束水平的反映。Jappelli 和 Pagano(1989)则指出,在流动性约束强的国家,更可能表现出的是消费增长对收入增长滞后的过度敏感。Souleles (1999)通过研究美国居民对收入所得税返还的反应也发现,流动性约束起着重要作用,因为在税收返还时,受约束家庭在非耐用消费品上的支出增长比不存在流动性约束的家庭要高得多。

既然如此,一些经济学家就认为,流动性约束为“过度敏感”问题给出了一个合理的解释(Hayashi, 1987)。这种看法遭到 Banks, James 和 Blundell (1998) 的反对。他们认为,充其量只能说流动性约束在说明收入上升时的“过度敏感”是有用的,在收入下降时则未必。因为那时流动性约束应该已被预计到了,那么人们就应该在退休前就进行更多的储蓄。鉴于此,Souleles(1999)指出,居民对流动性约束的知情程度可能是对所受流动性约束大小的一个更准确的度量指标。

如果说可能有某些家庭对实际存在的流动性约束并不知情(除非他们已经感受到了)的话,这种主观和客观的认知差异在一类特殊的居民——企业家中应当较少存在。一般来说,如果存在金融市场特别是资本市场不完全,他们就会时时感受到融资的困难。这种感觉应当会在其储蓄行为中反映出来。基于这种考虑,Gentry 和 Hubbard (2000) 利用美国《联邦储备局消费者融资调查(1983 - 1989)》(SCF)

考察了企业家(他们把拥有市场价值超过5 000美元企业的居民确定为企业家)的家庭储蓄状况。研究发现,企业家家庭的确拥有更高份额的财富和收入,即使控制住年龄和其他人口统计变量后,企业家家庭的财富-收入比仍然很高。Gentry 和 Hubbard 据此认为是高外部融资成本即流动约束(当然还有预期的高利润)造成了这种情形。

遗憾的是,Gentry 和 Hubbard 虽然发现了(即使很富有的)企业家居民的资产组合很单一,但他们似乎并未对此作进一步的分析。实际上,按照他们的定义,企业家不仅面临着投资本身的风险,而且资产组合的单一性也使这种风险进一步加大了,那么,他们高的家庭储蓄中就应当还有预防储蓄的贡献。但无论如何,与传统仅关注于信贷市场的不完全相比,Gentry 和 Hubbard 把资本市场引入对家庭储蓄的分析,仍然是一个重要的边际贡献。

沿着流动性约束可以使储蓄增加的逻辑,一些经济学家试图评估金融自由化等使居民流动性约束放松的因素对宏观经济的影响。比如,Marquis (2002)就认为,金融自由化可能是美国20世纪后半期长期储蓄率下降的主要原因之一;Jappelli 和 Pagano(1994)也认为欧盟的金融一体化和自由化可能会使欧盟的总体储蓄和增长状况恶化,从而减少当前和未来各代人的福利。Loayza、Schmidt - Hebbel 和 Servén(2000)利用世界银行提供的150个国家1965 - 1994年的大样本长时段的跨国时间序列数据所进行的研究,也得出了类似的结论。

当然,也有一些经济学家对流动性约束解释的有效性尚存疑问。比如,Browning 和 Eijmaes(2000)的研究就表明,即使那些开始就拥有数量较多资产的家庭也存在“过度敏感”问题,他们据此质疑流动性约束和谨慎动机解释的说服力。因此,Carroll(2001)审慎地表示:“这种解释是否有效尚不清楚”。从这个意义上说,Xu(1995)的评估应该是可以接受的:无论从宏观层面还是从微观层面来看,流动性约束都是美国居民储蓄的重要决定因素;只不过其作用不应该被过高估计。

4. 收入冲击因子

收入的方差 σ_{t+1}^2 表示不确定性对收入冲击的大小。依照通常的假定,经济主体在消费上会更多地表现出风险规避的一面,这样,消费者在收入上面临的风险越高,预防储蓄动机就越强。因此,在分析中,经济学家就将 σ_{t+1}^2 视作预防储蓄动机强弱的指标。Leland 较早地把预防储蓄定义为由于未来的不确定性而引起的额外储蓄,并在可加效用函数和普拉特绝对风险规避递减原则下(此时,效用函数的三阶偏导数大于零),用一个简单的两期模型框架证明了预防动机可以使储蓄增加。Skinner(1985)认为,美国居民总财富中有56%是预防储蓄形成的。Caballero 也发现,美国约60%的家庭净财富可以用收入的不确定

性来解释。Dardanoni 对英国农户的研究也支持了 Skinner 和 Caballero 的研究结论,发现“多于60%的储蓄……是来自对未来收入风险的预防”。但 Guiso 的估计却很低,发现居民只有小于2%的储蓄是来自预防储蓄。Smith 的估计则更低,只有0.7%(臧旭恒、朱春燕,2000)。

之所以对预防储蓄的估计出现如此之大的差异,究其原因,可能是由于不同研究在参数选择上的不同。虽然经济学家们已经指出,从理论上说,预防储蓄与因流动性约束而形成的“缓冲库存”储蓄有着严格的区别,前者是不愿借,后者是想借借不到(Carroll,2001),但两者表现出来的效果却是相同的。因此,有时要在经验实证中将两者严格区分开来是很困难的(Xu,1995;Browning and Lusardi,1996)。比如,在一个初始财富为零的两期模型中,如果第二期的收入有降到零的可能,即使眼下不存在流动性约束,理性的消费者不仅会选择不借款,甚至还会进行一定的储蓄,因为如果借款或不进行储蓄,第二期将没有任何收入或财富可供消费(Xu,1995)。这种区分预防储蓄和流动性约束的困难可能是某些研究高估预防性财富比例的主要原因之一。

考虑到这方面的问题,Xu(1995)在区分了预防储蓄(PS₂)——流动性约束造成的储蓄和预防储蓄(PS₁)——收入不确定性造成的储蓄后,以一个简单的两期生命周期模型对二者进行了分解和数值模拟计算。结果发现,预防储蓄不仅存在,而且在各个年龄阶段都是比较稳定的。如果以通货膨胀作为(宏观)未来不确定性的度量指标,Loayza、Schmidt - Hebbel 和 Servén(2000)的大样本长时段的跨国数据分析也证实:在其他因素不变的情况下,预防动机对储蓄有正效应。

鉴于上述分析大多是在局部均衡的框架内做出的,因而没有考虑价格对总财富变化的反映,Sepulveda(2001)在一般均衡框架下构造了一个世代交叠模型,在令“事实上的”利率(“Virtual” interest rate)与市场真实利率相等,即前文中的 $r=0$ 的情况下剔除了流动性约束动机后,估计了预防性财富在总财富中的比例。结果发现通常的局部均衡估计方法把预防储蓄高估了30%~50%,即实际的预防性财富大约只占总财富的35%。

(三)非时际可加效用函数

纵观上述研究,它们都有一个共同的前提,即偏好从而效用函数是时际可加的。这种机械的假定显然不能令人满意,毕竟,人是有记忆并可能形成习惯的。早在19世纪末 Marshall 就明确提到了与习惯形成有关的“不可逆”需求函数。Keynes 也指出,消费水平的逐步提升能够给人们带来更高享受(Browning and Lusardi,1996;Michaelides,2002)。Dusenberry 也强调,消费在短期内易于向上调整不易向下调整,即具有“棘轮效应”,所以居民往往愿意牺牲储蓄以维持

原有的生活水平。所有这些都说明,人们的消费(储蓄)是具有时际依赖性的。

Michaelides (2002)把乘数习惯形成偏好引入“缓冲库存”储蓄模型,发现消费者不仅会考虑未来消费的水平,还会考虑消费的变化幅度。这样,即使持久收入增加了,消费者也不会马上完全花掉,而是会把一部分变成储蓄。由此得出了与 Attanasio 和 Browning (1995)等经济学家发现的经验现象一致的理论结论:消费与劳动收入延迟正相关。

Browning (1991)利用一个简单非可加偏好结构与英国战后 7 种商品 1954 - 1985 年的年度时间序列总量数据进行拟合,结果发现:人们偏好的时间不可分性是存在的,而在耐用消费品和燃料的表现上尤为明显;不考虑偏好的时际依赖可能会导致对人们跨时配置的估计出现相当大的偏差。

鉴于此,一些经济学家开始尝试把习惯形成与传统模型结合,借此来重新评估诸因素对消费和储蓄的效应。比如,Seckin (2000a)把习惯形成纳入预防储蓄模型,结果发现,先前所认为的预防储蓄实际上包含着部分习惯效应带来的储蓄——Seckin 将其称为“习惯储蓄”;习惯效应越强,预防储蓄就越少。也就是说,即使劳动收入的不确定性并不增加,也可以解释消费对(正向)意外收入冲击边际消费倾向很低的经验现象。同时,Seckin (2000b)还把习惯形成效应引入代表性消费者的流动性约束模型,研究表明:由于习惯不允许消费水平的跳跃,习惯形成效应越强,消费者越有耐性——眼下选择储蓄而较低水平的消费,这样,流动约束就显得越不重要。所以,Seckin 形象地把习惯效应称为缓解流动性约束的“汽垫”。

考虑到上述研究基本上都以代表性个体模型对总量数据进行拟合,Heien 和 Durham (1991)采用了家庭层面的微观数据对习惯形成效应进行研究。他们利用美国劳工统计局的《消费者支出调查》(CES)中约 5 000 个家庭在 17 个商品上的面板数据进行估计,结果发现:截面数据显示出的习惯形成效应要比时间序列数据的小,但仍然是高度显著的。由此看来,习惯效应是不可忽视的。

当然,仍然有不少研究怀疑习惯形成因素的对经验的解释力。比如,Allais、Cadiou 和 D'és (2002)把滞后一期的习惯与流动性约束纳入多国模型,并以 Marmotte 消费函数对 17 国数据进行估计,结果虽然发现跨国差别只与习惯性行为有关,但他们同时指出,按照模型中所模拟的冲击,这种差别并不足以带来消费上的明显不同。而 Dynan (2000)等使用微观数据的研究甚至完全拒绝了习惯形成假说。

之所以出现这些分歧,其根本的原因就是,习惯的形成本身并非一朝一夕,而无论是理论模型还是实证资料暂时都不能满足这一要求。虽然从理论上说可以建立一个长期时际偏好依存模型,即“耐用物品式习惯”模型——过去的消费就像耐用消费品一样会提

高现期的边际效用,但由于技术处理的困难,目前采用得最多的仍然是“瞬时记忆”模型——只有上一期的消费与本期相关。在代表性消费者模型中,后者仍然含有效用时际可加的影响,这无疑会影响模型本身的精确性。同时,实证过程中长时段面板数据的缺乏,以及计量误差和其他没有观察到的差异 (Michaelides, 2002),都可能造成结论上的不一致。

习惯形成因素的引入,在某种意义上说,已经孕育出了对标准生命周期模型重大偏离的萌芽。毕竟,过去是不可挽回的,因而主流理论坚持:完全理性的个体不会让过去来干扰现在的选择。所以,习惯问题的解释需要更多地是在心理学方面寻求支持,而以心理分析来审视主流经济学假定、更好地预见田野现象 (field phenomena)、最终提供更佳政策建议正是“行为经济学”所声称的研究纲领。鉴于目前行为经济学的许多理论还很难被有效地“理性化”(Thaler, 1990),在主流理论看来,它们所提供的假说暂时还不能算作对储蓄问题的标准解释。

三、行为理论

按照生命周期分析框架特别是其标准理论模型,消费者应当具有理性而完备的计算能力、给定贴现率下消费和收入的完全替代性、足够的自制力以保证理性选择的实施。大量经验数据与标准理论的不一致已经让人们对此产生怀疑。所以,这些假定全部都被提上了行为经济学对主流经济学改造的议事日程。

行为经济学首先对消费者完美的计算能力表示了怀疑。因为消费者要最优化自己一生的效用,需要考虑的因素太多。这样,人们更可能采取较为现实的“拇指规则”(“rule of thumb”),即把家庭每期的消费确定为收入的某个固定比例,而把其余的用于储蓄。这虽然不能做到像完全理性那样的最优化,但至少不会造成太大失误 (Browning and Lusardi, 1996)。

而另一种具有更强心理学色彩的假说则是,在处理生命周期的储蓄 - 消费问题时,人们心目中有不同的“心理账户”(a system of mental accounts):一个为当前收入账户,一个为资产账户,一个为未来收入账户。在一般情况下,当期消费出自第一个账户,消费者不会动用后两个账户来提高当前消费,除非遇到了失业等重大意外冲击。而对于资产很少的消费者来说,他们会在心里为自己建立“意外风险”账户,其额度为当期收入的某一比例。也就是说,当前账户的边际消费倾向接近于 1,未来收入账户的边际消费倾向接近于 0,而资产账户的边际消费倾向介于二者之间 (Thaler, 1990)。

但对于意外的正向收入冲击应当归于何种账户则取决这种“意外之财”的额度(与当期正常收入相比)。如果是小额的,就归于当前收入账户,花掉;如果额度较大,就进入资产账户,边际消费倾向也会低些。

与生命周期模型所预言的各种资产间具有完全的可替代性相比,这种“心理账户”假说对经验现象显示了更强的解释力。比如,Summers 和 Carroll (1987)的研究发现:股市上资本利得的边际储蓄倾向接近于1(因为一般来说,资本利得通常较大,因此会进入资产账户)。而 Hatsopoulos、Krugman 和 Poterba (1989)的研究表明:接管给股东带来的税后现金收益的边际消费倾向为 0.59(只是标准差较高),而可支配收入的边际消费倾向为 0.83,家庭净资产的边际消费倾向只有 0.03。Landsberger (1966)对德国赔偿以色列犹太人的研究也证实了不同资产边际消费倾向不同的推断。在他调查的 297 户接受赔偿的家庭中,得到最多赔偿的家庭(占年收入的 66%)对这种“意外之财”的边际消费倾向只有 0.23;而得到最少赔偿的家庭(仅占年收入的 7%),其边际消费倾向则超过 2,是前者的近 9 倍。Venti 和 Wise (1987)对个人退休账户(Individual Retirement Accounts, IRAs)的研究表明,作为一种“新储蓄”形式,IRAs 并未像生命周期模型预言的一样使其他储蓄等量减少。Skinner 等人的研究发现,家庭所拥有的房产价值的变动几乎对消费没有影响(Thaler, 1990)。

消费者在不同资产上的边际消费倾向不同,显然意味着,不同资产间不具有完全的可替代性(这个问题实际上在流动性约束假说中就已经被提出来了)。消费者对现期资产的偏爱,不可避免地带来另一个问题:如果消费者是“无耐性的”,那就没有延迟消费,那么储蓄如何产生?这就是行为经济学所谓的“自我节制问题”。

行为经济学认为,如果消费者认识到自我节制相当困难,他们会设法采取有效措施来加以克服。最常见的方法就是采取不可逆转性的行动,比如参加养老金计划或者购买终身寿险(Browning and Lusardi, 1996)。当然,社会保障体系特别是国家强制的社会保障体系,与依靠自我的内在控制相比,这种外界的强制力无疑有效地缓解了“自我节制”问题。除此之外,意识到自己可能会有意志薄弱问题的消费者,还会选择持有流动性较小的财富,即使其收益较低、灵活性较差也在所不惜(Laibson, 1997)。

问题是,行为经济学家通过实验发现,意志薄弱的消费者是常有的。并且,通过实验模拟的结果显示,即使是简单的双曲线时间贴现函数也比传统模型中常用的指数贴现函数更贴近实验结果。这似乎意味着,对消费者来说,总时间越长,各期的平均贴现率反倒越低,即存在“急不可耐效应”。Pender (1996)等行为经济学家的实验研究多次证实了这一点。鉴于此,Laibson (1997)引入了一种在指数贴现函数基础上加上“急不可耐效应”的“准双曲线”时间贴现函数,并将其应用于生命周期消费-储蓄问题的研究,在实际数据的拟合上显示了比指数贴现函数更好的效果。而为研究消费者对自我节制能力的

了解程度,O'Donoghue 和 Rabin (2001)等行为经济学家也发展出了“部分天真”(“partial naivete”)模型。

四、未来的研究趋势

纵观上述回顾,我们不难看到今后储蓄理论研究的发展方向:

第一,生命周期理论框架内的拓展仍将继续。虽然经济学家们发现标准生命周期模型的预见与现实存在诸多不一致之处,但它毕竟为人们分析储蓄行为提供了一个基本的思维框架和研究问题的起点。从某种意义上说,正是因为早期简单模型所导致的各种“谜团”才启发了后来的研究。正因为如此,即使已经对主流经济学发起全面挑战的行为经济学,也认为主流理论给出的可辩驳的经验含义是很重要的。因此,从近 20 年来经济学家不遗余力地检验和拓展生命周期框架来看,有些经济学家认为它的生命正处在如日中天的“黄金时期”(Browning and Crossley, 2001)。更为可贵的是,生命周期理论还显示出了极强的可拓展性。在经济学家们的努力下,它已经从最初的一个极为简化的模型,发展成了涵盖不确定性、赠与、习惯形成、时间依存偏好等等整合众多因素、种类繁多的经验模型的集合(Browning and Crossley, 2001),甚至行为经济学的某些成果(如流动性约束、双曲线贴现函数等等)也被有效地容纳进来了。但也正因为如此,这些新近的模型还没有获得一个为经济学家们所广泛认可的统一形式。用 Browning 和 Lusardi (1996)的话说就是:能够“以一组相同的参数”解释生命周期各阶段、居民财富异质性、总储蓄率的时际变化等问题的工作几乎还没有开始。

第二,数据收集和处理方法的改进,特别是微观数据分析的趋势仍将继续,但宏观和微观数据的协调不容忽视。传统宏观数据分析所产生的种种谜团,使经济学家们认为,单纯的总储蓄率并不能为储蓄分析提供多少有用的信息,更为全面的研究需要不同群体家庭生命周期经历的完整图景(Souleles, 1999)。在此过程中,居民家庭间的异质性得到凸显。这正是传统理论模型和经验分析所没有考虑的,由此使得一些新的储蓄影响因素被引入。但是,由此带来的新问题是,有时即使使用的是完全相同的数据,分析的结果也不尽相同,就更不用说不同样本和模型之间的分析了。因此,经济学家们认为,数据收集和分析方法应当进一步向精确化方向努力,某些理论和数据的不一致可能并非完全是理论本身的不足。典型的例子就是“美国储蓄率长期下降之谜”(限于篇幅,本文没有专门论述),其财富的统计口径问题就产生了较大的偏差。除此之外,经济学家们还发现,有些时候微观数据和宏观数据之间并不能产生可比较的结果(Weil, 1994)。从这个意义上说,微观数据和宏观数据的协调也将是今后需要

处理的问题。除此之外,一种更加微观化的努力是,一改把家庭看作一个整体的传统分析方法,而认为居民储蓄决策实际上是家庭内部夫妻二人之间的博弈(Lundberg and Ward - Batts,2000)。这不仅对传统的“代表性个体”分析模式提出了挑战,而且促使人们关注家庭内部夫妻二人之间存在的客观差异,如教育水平、相对收入、预期寿命等等。

第三,行为经济学分析方法的引入有着广阔的前景。从前文的分析中我们已经看到,某些行为分析对传统模型的修正已经融入了主流框架之中,并显示出对经验数据的较强解释力,比如消费者的无耐性、流动性约束、赠与动机、双曲线贴现函数、习惯形成等等。正因为如此,有些经济学家甚至希望行为经济学能够使储蓄理论改变作为消费“余值”的配角地位而最终走向研究舞台的中央(Browning and Lusardi,1996)。这些发展固然令人欣慰,但不可否认的是,其不少修正仍然存在诸多“理性化”的困难,因为它们试图对主流理论的核心公理化假定进行修正。同时,正像行为经济学家自己所承认的,行为经济学目前自身还没形成一个统一的理论,而更像一堆工具和思想的集合。但不管怎么说,行为理论毕竟还是一个新兴的经济学分支,其在发展之初即展示出的对现实的较强解释力,正好迎合了主流经济学一贯坚持的实证主义精神,从这个意义上说,随着行为经济学的发展,行为理论的解释将具有广阔的发展空间。

不论具体的发展趋势是什么,但“与现实的一致性、一般性和易处理性”都是一个理论发展所期待的理想目标。当更多的因素被引入,从而更多的经验模型被发展出来之后,如何在三者间求得最优化,应当是所有关心储蓄问题的经济学家的核心使命。

参考文献:

1. Allais, Olivier; Cadiou, Loic & D es, St  phane, 2002. "Defining Consumption Behavior in a Multi - Country Model." www.cepii.fr/anglaisgraph/workpap/pdf/2001/wp01-02.pdf. acc. Apr. 7,2004.
2. Angeletos, George - Marios; Laibson, David; Repetto, Andrea; Tobacman, Jeremy & Weinberg, Stephen, 2001. The Hyperbolic Consumption Model: Calibration, Simulation, and Empirical Evaluation. *Journal of Economic Perspectives*. Vol. 15, No. 3, Summer,2001,pp. 47 - 68.
3. Apps,Patricia and Rees, Ray,2000. "Household Saving and Full Consumption over the Life Cycle." www.essex.ac.uk/ilr/seminars/2000-01/AppsP-LifeCycle.pdf. acc. Apr. 7,2004.
4. Attanasio, Orazio & Browning, Martin, 1995. "Consumption over the Life - Cycle and over the Business Cycle." *American Economic Review*, Vol. 85, No. 5, pp. 1118 - 1137.
5. Banks, James & Blundell, Richard, 1998. "Is There a Retirement - Savings Puzzle?" *American Economic Review*. Vol. 88, No. 4, pp. 769 - 788.
6. Borsch - Supan, Axel H. & Stahl, Konrad, 1991. "Life Cycle Savings and Consumption Constraints: Theory, Empirical Evidence, and Fiscal Implications." *Journal of Population Economics*, August, 4 (3), pp. 233 - 255.
7. Browning, Martin & Lusardi, Annamria, 1996. "Household

Saving: Micro Theory and Micro Facts." *Journal of Economic Literature*, Vol. xxxiv, December, pp. 1797 - 1855.

8. Browning, Martin & Carossley, Thomas F., 2001. "The Life - cycle Model of Consumption and Saving." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, No. 3, Summer, pp. 3 - 22.

9. Browning, Martin & Collado, Dolores, 2001. "The Response of Expenditures to Anticipated Income Changes: Panel Data Estimates." *American Economic Review*. Vol. 91, No. 3, pp. 681 - 692.

10. Browning, Martin & Ejrmaes, Mette, 2000. *Consumption and Children*. Mimeo, University of Copenhagen.

11. Browning, Martin, 1991. "A Simple Nonadditive Preference Structure for Models of Household Behavior over Time." *Journal of Political Economics*. June, pp. 607 - 637.

12. Campbell, John Y. & Mankiw, N. Gregory, 1991. "The Response of Consumption to Income: A Cross - Country Investigation." *European Economic Review*, Vol. 35, pp. 723 - 767.

13. Carroll, Christopher D., 2001. "Precautionary Saving and the Marginal Propensity To Consume Out of Permanent Income." www.econ.jhu.edu/people/ccarroll/MPCPermBigNBER.pdf. acc. Apr. 7,2004.

14. Carroll, Christopher D. and Miles S. Kimball, 1996. "On the Concavity of the Consumption Function." *Econometrica*, Vol. 64, No. 4, pp. 981 - 992.

15. Carroll, C. & Summers, L., 1991. "Consumption Growth Parallels Income Growth: Some New Evidence." in J. B. Shoven, eds. *National Saving*. Chicago: Chicago University Press for NBER, pp. 305 - 343.

16. Davies, J., 1981. "Uncertain Lifetime, Consumption and Dissaving in Retirement." *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 3, pp. 561 - 577.

17. Dynan, Karen E., 2000. "Habit Formation in Consumer Preferences: Evidence from Panel Data." *The American Economic Review*, Vol. 90, pp. 391 - 406.

18. Gentry, William M. & Hubbard, R. Genn, 2000. "Entrepreneurship and Household Saving." www-1.gsb.columbia.edu/faculty/ghubbard/Papers/Entre-Saving-7-00.pdf. acc. Apr. 12,2004.

19. Hatopoulos, George N.; Krugman, Paul R. & Poterba, James M., 1989. "Overconsumption: the Challenge to U. S. Economic Policy." *American Business Conference*.

20. Hayashi, Fumio, 1987. "Test for Liquidity Constraints: A Critical Survey." in T. Bewley, ed., *Advances in Econometrics*, Fifth World Congress, Cambridge, UK: Cambridge University Press.

21. Heien, Dale & Durham, Cathy, 1991. "A Test of the Habit Formation Hypothesis Using Household Data." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 73, May, pp. 189 - 199.

22. Hubbard, R. Genn & Skinner, Jonathan S., 1996. "Assessing the Effectiveness of Saving." *The Journal of Economic Perspective*. Vol. 10, No. 4 (Autumn), pp. 73 - 96.

23. Hurd, Michael D., 1990. "Research on the Elderly: Economic Status, Retirement, and Consumption and Saving." *Journal of Economic Literature* June, Vol. 28, No. 2, pp. 565 - 637.

24. Jappelli, Tullio & Pagano, Marco, 1989. "Consumption and Capital Market Imperfections." *American Economic Review*. December, Vol. 79, pp. 1088 - 1105.

25. Laibson, D., 1997. "Golden Eggs and Hyperbolic Discounting." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, pp. 443 - 477.

26. Landsberger, Michael, 1966. "Windfall Income and Consumption: Comment." *American Economic Review*, 56, June, pp. 534 - 539.

27. Loayza, Norman; Schmidt - Hebbel, Klaus & Serv e, Luis, 2000. "What Drives Private Saving Around the World?" econ.worldbank.org/docs/1062.pdf. acc. Apr. 12,2004.

28. L  pez, Fernando Lera, 1998. "The Influence of Age on

Household Savings Behaviours and Motives: Evidence from Spain." <http://www.ersa.org/ersaconfs/ersa98/papers/136.pdf>, acc. Apr. 7, 2004.

29. Lundberg, Shelly J. and Ward - Batts, Jennifer, 2000. "Saving for Retirement: Household Bargaining and Household Net Worth." www.mrrc.isr.umich.edu/conferences/cp/cp00-lundberg.pdf. acc. Apr. 7, 2004.

30. Ludvigson, Sydney, 1999. "Consumption and Credit: A Model of Time - Varying Liquidity Constraints." *Review of Economics and Statistics*, Vol. 81, No. 3, pp. 434 - 447.

31. Marquis, Milt, 2002. "What's Behind the Low U. S. Personal Saving Rate?" *FRBSF Economic Letter*, March 29.

32. Michaelides, Alexander, 2002. "Buffer Stock Saving and Habit Formation." personal.lse.ac.uk/michael3/own/habinf.pdf. acc. Apr. 13, 2004.

33. O'Donoghue, T. & Rabin, M., 2001. "Choice and Procrastination." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 116, No. 1, pp. 121 - 160.

34. Parker, Jonathan, 1999. "Uncertain Medical Expenses and Precautionary Saving Near the End of the Life Cycle." *Review of Economic Studies*, Vol. 66, No. 2, pp. 395 - 421.

35. Pender, John L., 1996. "Discount Rates and Credit Markets: Theory and Evidence from Rural India." *Journal of Development Economics*, Vol. 50, No. 2, pp. 257 - 96.

36. Seckin, Aylin, 2000a. "Consumption with Habit Formation." *Scientific Series, CIRANO*, Oct. econpapers.hhs.se/paper/circirwor/2000s-39.htm. acc. Apr. 11, 2004.

37. Seckin, Aylin, 2000b. "Consumption with Liquidity Constraints and Habit Formation." *Scientific Series, CIRANO*, Oct. www.jstor.org. acc. Apr. 11, 2004.

38. Sepulveda, Facundo, 2001. "Precautionary Savings in General Equilibrium." econrsss.anu.edu.au/facundo/saving.pdf.

acc. Apr. 11, 2004.

39. Shapiro, M. & Slemrod, J., 1995. "Consumer Response to the Timing of Income: Evidence from a Change in Tax Withholding." *American Economic Review*, Vol. 95, No. 1, pp. 274 - 283.

40. Skinner, Jonathan, 1985. "Variable Lifespan and the Intertemporal Elasticity of Consumption." *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 67, No. 4, Nov. pp. 616 - 623.

41. Souleles, Nicholas S., 1999. "The Response of Household Consumption to Income Tax Refunds." *American Economic Review*, Vol. 89, No. 4, pp. 947 - 958.

42. Summers, Lawrence & Chris, Carroll, 1987. "Why is the U. S. Saving Rate So Low?" *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 607 - 635.

43. Thaler, Richard H., 1990. "Saving, Fungibility, and Mental Accounts." *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, No. 1, Winter, pp. 193 - 205.

44. Weil, David N., 1994. "The Saving of the Elderly in Micro and Macro Data." *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 109, No. 1, pp. 55 - 81.

45. Xu, Xiaonian, 1995. "Precautionary Saving under Liquidity Constraints: A Decomposition." *International Economic Review*, Vol. 36, No. 3, August, pp. 675 - 690.

46. Zeldes, Stephen P., 1989. "Optimal Consumption with Stochastic Income: Deviations from Certainty Equivalence." *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104, pp. 275 - 290.

47. 臧旭恒、朱春燕:《预防储蓄理论》,载《经济动态》, 2000(8)。

(作者单位:中国社会科学院研究生院 北京 100102)

(责任编辑:N)

(上接第 75 页)

注释:

Grossman, S. and Hart, O., 1980. "Takeover Bids, the Free - rider Problem, and the Theory of the Corporation." *Bell Journal of Economics*, 11, p. 64.

Shleifer, A. and Vishny, R., 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, 94, p. 488.

徐晓东和陈小悦(2003)只比较了不同性质控股股东的公司的经营绩效之间的差异,并未进行进一步的回归分析。

价值指标既考虑了风险因素,也减轻了会计操纵的影响。

Miller 和 Modigliani (1961)认为:企业的成长性(捕获超常回报的能力)来源于企业专有的(firm - specific)优势,如管理优势、市场优势、技术优势、地理优势以及其他垄断性优势。

$$Q = \frac{\text{企业价值}}{\text{企业重置成本}} = \frac{\text{股票价值} + \text{债务价值}}{\text{企业重置成本}}$$

宋剑峰(2000)的中国股市经验研究显示:市净率是一个能良好预示公司未来成长性的指标。

由于流通股股东在专业能力、知识结构和管理经验方面的不足,流通股股东的业绩激励强度可能比之法人股东会显得较弱。但是,流通股票的可交易性和可定价性强化了流通股股东的管理激励,因为他们可以从管理改善中获取市场回报。

SLS = 1, 如果公司控股股东为国家股股东; SLS = 0, 如果公司控股股东为法人股股东。

VIF = 1 / (1 - R²); 多重共线性的经验判断是:如果 VIF 大于 10, 模型就存在多重线性; 反之, 模型不存在多重线性。本文所有模型的 VIF 值均小于 10 (计算结果省略)。

⑪谢军(2005)发现,流通股比例对公司成长性会产生显

著的负面效应。

参考文献:

1. 陈晓、江东:《股权多元化、公司业绩与行业竞争性》,载《经济研究》,2000(8)。

2. 陈小悦、徐晓东:《股权结构、企业绩效和投资者利益保护》,载《经济研究》,2001(11)。

3. 宋剑峰:《净资产倍率、市盈率与公司的成长性》,载《经济研究》,2000(8)。

4. 苏卫东、黄晓艳:《第一大股东与上市公司经营者机会主义实证研究》,载《金融与经济》,2004(7)。

5. 王会芳:《中国上市公司第一大股东变更的实证研究》,载《当代经济科学》,2004(2)。

6. 谢军:《股权结构和公司成长性》,载《华南师范大学学报》,2005(5)。

7. 徐晓东、陈小悦:《第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析》,载《经济研究》,2003(2)。

8. Grossman, S. and Hart, O., 1980. "Takeover Bids, the Free - rider Problem, and the Theory of the Corporation." *Bell Journal of Economics*, 11, pp. 42 - 64.

9. Qian, Sun and Tong, H. S., 2003. "China Share Issue Privatization: the Extent of its Success." *Journal of Financial Economics*, 70, pp. 183 - 222.

10. Shleifer, A. and Vishny, R., 1986. "Large Shareholders and Corporate Control." *Journal of Political Economy*, 94, pp. 461 - 488.

11. Xu, Xiaonian and Wang, Yan, 1999. "Ownership Structure and Corporate Governance in Chinese Stock Companies." *China Economic Review*, 10, pp. 75 - 98.

(作者单位:华南师范大学经济与管理学院 广州 510631)

(责任编辑:N、Q)