

【国民经济】

生命周期、人力资本与家庭房产
投资消费的关系

——来自全国调查数据的经验证据

肖作平¹, 廖理², 张欣哲³

- (1. 西南交通大学经济管理学院, 四川 成都 610031;
2. 清华大学经济管理学院, 北京 100084;
3. 厦门大学管理学院, 福建 厦门 361005)

[摘要] 本文对生命周期和人力资本与家庭房产消费投资之间关系进行探索分析。对生命周期中的出生年代和年龄效应进行了区分,在出生年代效应方面,出生越早的人对投资房产的兴趣越高;年龄效应则使家庭房产的消费投资在人生命周期的一定阶段达到最大,随后降低,呈现驼峰形曲线。人力资本越高的家庭,对房产消费投资的可能性越低。生命周期与人力资本对家庭房产消费投资存在显著的交互影响,在相同出生年代(或相同年龄)的情况下,人力资本高(教育程度高)的家庭相对人力资本低(教育程度低)的家庭更不倾向于对房产进行消费投资。

[关键词] 生命周期; 人力资本; 房产投资消费

[中图分类号]F124.1 [文献标识码]A [文章编号]1006-480X(2011)11-0026-11

房地产市场最近10年以来都是中国经济的一个热点,相关的理论研究却未跟上经济发展政策制定需要,如何使房地产市场稳健发展,一直是困扰政府的一个难题。目前与房产相关的理论研究集中在房产市场景气程度与宏观经济关系研究,以及房产市场周期研究(梁云芳,2006;张晓晶,2006)。大多数研究都跟从传统的金融学研究范式,从宏观经济层面或市场层面探讨房地产市场发展,而少有学者从微观层面探索有哪些个人特征在房产消费投资方面发挥了重要影响,其影响程度如何?为了填补相关理论空白,本文从生命周期和人力资本两方面探讨其对房产消费投资的影响。

[收稿日期] 2011-10-26

[基金项目] 国家自然科学基金项目“终极所有权结构、制度环境与权益资本成本”(批准号71002062);教育部新世纪优秀人才支持计划“终极所有权结构、制度环境和融资结构选择”(批准号NCET-10-0666);教育部人文社会科学研究课题“终极控制股东、法律环境与债务期限结构选择”(批准号09XJC630013);教育部高等学校博士学科点专项科研基金课题“公司治理和债务期限结构选择研究”(批准号200806131003)。

[作者简介] 肖作平(1975—),男,福建周宁人,西南交通大学经济管理学院教授,博士生导师;廖理(1966—),男,安徽阜阳人,清华大学经济管理学院副院长,教授,博士生导师;张欣哲(1982—),男,陕西韩城人,厦门大学管理学院博士研究生。

一、理论背景与研究假设

1. 家庭资产配置

表 1 统计了本次研究样本的房产占家庭总资产的比例。从表 1 看,房产是中国家庭最为重要的资产,房产在家庭总资产中占有重要的比例。在调查中,房产价值占家庭总资产 50%以上的家庭,在本次样本中的比例超过 74%。由于房产属于高价值资产,我们推测房产占家庭总资产比例较高的家庭购房的主要目的用来自住而非投资,相关结果在表 1 中详细列示。

OECD 主要国家(包括美国、英国、意大利、德国、荷兰和日本)调查发现,中老年家庭财富中超过 80%的资产都是无风险资产(McCarthy,2004),中国家庭资产中无风险资产比例与 OECD 所进行的调查结果类似,超过 74%家庭的房产占家庭总资产 50%以上的比例。

表 1 房产占家庭资产总比例

房产所占家庭总资产比例(%)	频数	组别占样本比例(%)
0.00—0.10	147	0.034
0.11—0.19	153	0.035
0.20—0.29	249	0.057
0.30—0.39	267	0.061
0.40—0.49	263	0.060
0.50—0.59	459	0.106
0.60—0.69	483	0.111
0.70—0.79	451	0.104
0.80—0.89	653	0.151
0.90—1.00	1188	0.275

注:作者整理。

2. 生命周期理论

生命周期理论是研究从人出生到死亡整个生命周期内投资决策的理论,人在整个生命周期内伴随着出生和成长,形成了两类独立的影响或两种效应:①由于个体年龄增长其认知风险的模式将会随之变化,进而对投资决策所造成的影响,我们称之为年龄效应;②存在着特定出生年代对个体所造成的影响,我们称之为出生年代效应。

(1) 年龄效应。年龄效应理论由 Markowitz (1952),Tobin (1958) 提出,由 Merton(1969),Samuelson(1969)得出年龄与投资决策无关的结论。其主要内容是投资决策与年龄无关——投资者的投资时间跨度越长,消费决策和投资决策受到的时间影响则会越小,直至微乎其微——投资和年龄无关。而且,从事投资时间越长,对风险厌恶的程度将会越低,同时可能增加消费比例。在现实条件下,即使人类人均寿命在不断增长,但人类的生命长度仍然有限,仍然会在生命的中后期对风险产生厌恶,从而形成了 n 形曲线(McCarthy,2004)。

众多调查数据也支持生命周期内房产投资和消费行为呈现驼峰状的 n 形。表 2 是对各年龄段自有住房率的一个国际比较。从表 2 可以看到,美国家庭在 40—49 岁这一阶段家庭自有住房率迅速提高到 70%,在 60—69 年龄段达 87%,随后开始降低;英国的自有住房率起点较高,在英国不到 30 岁时自有住房率即达 42%,在 40—49 岁阶段迅速提高至 76%,在 60 岁之后逐渐降低;日本的家庭住房率明显低于英美等国,但房产持有模式与英美国家类似,小于 30 岁家庭里仅有 8%的拥有住房,40—59 迅速达到高峰,60 岁后开始下降。

表 2 各年龄阶段自有住房率国际对照

国家 \ 年龄	小于 30	30—39	40—49	50—59	60—69	高于 70
美国 (%)	0.28	0.53	0.70	0.81	0.87	0.77
英国 (%)	0.42	0.67	0.76	0.78	0.72	0.62
日本 (%)	0.08	0.34	0.56	0.63	0.62	

资料来源: Iwaisako(2009);Banks et al.(2002)。

世界范围的比较研究体现出房产拥有率在不同国家有着较大的差别,但房产持有模式类似,当年轻人刚刚建立起家庭时,首先会购买房产;随着年龄和收入的增加,将会逐渐增加风险资产的比例;但当家庭步入老年时,则会逐步出售所持有的风险资产,回归无风险资产。综合年龄效应的相关理论与现有的国际比较分析,我们提出:

H1: 家庭房产的投资和消费行为与年龄相关,开始时随着年龄增长而增长,在一定年龄到达顶峰后随之下降,呈现驼峰形 n 型曲线。

(2) 出生年代效应(Cohort Effect)。出生年代效应指人少年成长阶段时所处的社会秩序,价值观、社会经济状况对在成年后所形成的固有认知模式影响(Inglehart, 1977; Campbell, 2006)。中国传统农业社会文化理念对现代人的影响不容忽视,在传统农业社会的人口流动性小,文化上强调安土重迁的观念——不随意离开自己所居住的土地,迁徙之前需要慎重的考虑。安土重迁是乡土中国“差序格局”社会现象主要成因,正是由于安土重迁的文化理念,才能够形成稳定的社会关系网络,而一个人社会关系网络中的各个节点并非同等重要,存在“好像把一块石头丢在水面所发生的一圈圈推出去的波纹”的差序格局现象(费孝通, 1998)。安土重迁文化带来的影响是农业社会中对房地产购置的偏好,安土重迁文化理念对农业社会的“购田置地”现象发挥了重要的影响,购田置地文化是“差序格局”中地缘认同得以实现的保证。

有研究表明,现代中国社会中年轻一代在生活消费习惯表现出与发达国家类似的模式(Dou et al., 2006)。中国社会目前正处于从传统的农业社会到现代工业社会过渡的重要阶段,由于经济和社会文化的转变,传统文化中安土重迁等文化理念的影响逐渐削弱。当今中国人口迁徙的规模和频率高于以往中国社会任何历史阶段,严重的动摇了农业社会中的“安土重迁”文化,中国未来 20 年中,每年将要安置 2000 万农民进城落户,史无前例的社会经济发展对传统农业社会的文化观念发起了重大的冲击,不同出生年代人口之间代际文化差异明显,越晚出生的人对传统的安土重迁观念越淡漠,而越早出生的人受到的影响则越深。传统文化影响在出生年代较早的人身上所体现出来的特征要强于出生年代较晚的人。综上所述,我们提出:

H2: 在不同出生年代的人群中,家庭房产投资消费行为呈现不同的特点,越早年代出生的人,对房产投资消费的偏好越强。

3. 人力资本(Human Capital)

人力资本包含着诸多个体特征因素,如教育经历和身体健康程度等。人力资本是影响家庭金融的重要因素,诸多的基础研究已经说明人力资本的重要性(Becker, 1993; Grossman, 2000)。人力资本与其他资本相比,有着诸多不同的性质。①人力资本附着于人自身,具有无形且不易度量、变化性大等特点。②人力资本可以通过学习来改善提高。受教育经历是影响劳动者人力资本价值高低的决定性因素。受教育经历对家庭消费投资发挥着两方面的影响。第一部分直接通过收入体现,美国自 20 世纪 60 年代以来,获得高等教育的个人与高中毕业的相比,其收入差距在 45%—60% 之间浮动;第二部分来源于高人力资本带来的投资收益。由于特殊的知识结构,使得劳动者在特殊的投资领域能够获得高额的回报(Becker, 1993)。

由于受教育而带来的人力资本的改变可能从两个方面影响家庭房产投资消费的模式。一方面,

通过迁徙来体现(Taylor,2001)。Machin et al.(2008)的调查研究显示,为了寻找更好的工作机会和更高的待遇,受过高等教育的人将会进行频繁的迁徙,在迁徙的频率上受过高等教育的群体大约比其他群体的迁徙频率高3倍,而迁徙活动最活跃的年龄阶段在20—40岁这一阶段。这一调查研究成果正面验证了Taylor(2001)的理论,具有高等教育经历的高人力资本劳动者为了寻找更好的发展机会,将会进行频繁的迁徙,而这种频繁的迁徙降低了房产投资消费的可能性。另一方面,Cole and Shastry(2009)的研究指出,由于高人力资本而形成的社会认知,会使人偏向于高回报的风险资产。劳动者每增加1年的教育经历,对资本市场的投资兴趣增加7%—8%。Zagorsky(2007)发现人力资本高低与收入显著正相关,而与个人总体财富无显著关系。作者在此研究中指出高人力资本的劳动者认知模式与其他人群存在差异,人力资本较高的劳动者偏爱风险高的投资项目,但投资失败的概率也高,影响了其所能拥有财富的总值。Halek and Eisenhauer(2001)发现人力资本高低与风险规避行为之间呈现显著的负相关关系。上述一系列研究结果都支持具有高人力资本的人偏好高风险的投资项目,而从世界范围看,房产都是一项低回报率的投资项目,观测时间越长趋势越明显。在手中可用资源有限情况下,具有高人力资本的家庭更加偏好投资高风险的项目。综上,我们提出:

H3:人力资本和房产投资消费负相关,人力资本越高,投资房产的可能性越低。

英国剑桥大学科学家领导的ECLIPSE专家组经过近30年的调查跟踪发现,受教育程度高低可以显著影响人认知能力的衰退速度,受教育程度高的人的认知模式较其他人的认知模式更加稳定且持续时间更长,由于认知模式是家庭投资模式的决定性因素,认知模式的稳定性和持久性是家庭投资模式稳定性和持久性的生理保证机制(Byayne et al.,2010)。综合本文所研究的生命周期理论和人力资本理论,我们可以进行以下推断,当投资者处于同样的年龄阶段时,由于高人力资本普遍偏好高风险投资项目,当同时面对低风险房产和高风险高回报的投资项目时,具有高人力资本的家庭可能更加倾向选择高风险高回报的项目,从而会减少家庭在低风险房产方面投资的可能性。从出生年代效应方面说,相同出生年代的人中,具有高教育程度的高人力资本劳动者,相比同时代其他劳动者,对风险项目的投资偏好可能更强,从而减少了在低风险房产方面的投资消费的可能。综上,我们提出:

H4:在出生年代相同的情况下,人力资本高(教育程度高)的家庭较人力资本低(教育程度低)的家庭更不倾向于对房产进行投资和消费。

H5:在年龄相同的情况下,人力资本高(教育程度高)的家庭较人力资本低(教育程度低)的家庭更不倾向于对房产进行投资和消费。

二、数据、研究变量与方差分析

1. 数据

本次数据来源于中国社会科学院(CASS)对全国民营企业家的调查,该调查每两年进行一次,内容涵盖了企业家家庭生活和公司经营两个方面的内容,调查的地区包括除港澳台以外中国所有的省、自治区和直辖市。民营企业家属于国民中先富起来的一部分,具有相当大的富余财力,通过研究他们可以对社会投资消费趋势做出较好的预测;又因数据覆盖地域广,使得其具有较好的代表性和研究价值。

2. 研究变量定义

(1)因变量定义。本研究的因变量(*House Dummy*)——家庭房产消费投资,用家庭是否购置房产度量,如果家庭拥有1处及以上的房产,*House Dummy*为1,否则为0。

(2)检验变量定义。本研究的检验变量包括生命周期,人力资本以及生命周期和人力资本的交互项。为了度量生命周期中的出生年代影响和年龄影响两种效应,我们设计了两组变量,出生年代用哑变量来度量,如果出生在1949年之前,我们定义其为40年代,变量符号*G40s*;其余可依此类

推;年龄代理变量选择方面,我们用家长的年龄来度量年龄影响。由于每个家庭都存在多个成员,影响大小不同,无法使用全体成员的年龄进行统计分析;可能存在代际影响,使得家庭成员平均年龄不能应用于实际分析;使用家长的年龄作为家庭的年龄较为合理,中国传统文化中家长在家庭内部拥有较大的权威,在家庭重要经济决策过程和结果上发挥着重要的影响。关于家长的定义,我们则通过家庭收入的主要来源来判定,如果某个家庭的收入绝大部分来源于家庭的某个成员,我们则认定此人为家长。年龄效应的代理变量为家长的年龄,如果当年家长年龄 30 岁,则变量取值为 30,变量符号为 *Age*。人力资本方面,我们采用的代理变量是家长的受教育程度。如果获得学士、硕士和博士学位,我们分别用 1、2 和 3 来指代学士、硕士和博士代表其人力资本的高低,用学历来度量人力资本的高低是一个广泛被接受的度量方式,可以较好地反映被研究对象的人力资本基本面。

(3)控制变量定义。控制变量方面,我们控制了家庭规模、家庭总收入的自然对数以及家长性别。家庭规模方面,我们并未使用户口簿上的家庭人口数。由于集体户口等诸多原因,户口簿上注册的人口数与家庭实际人口之间会产生偏差,从而失去使用价值,我们这里采用的是家长所供养的人口数。由于经济上赡养和扶养形成的依赖关系,在实际分析中具有较高的价值,这里度量家庭规模主要从经济关系上进行度量;家庭总收入由于绝对数相差较大,为了使数据更加平滑同时消除变量之间可能存在的异方差现象,我们对家庭总收入实施了自然对数变换;同时由于男女对风险偏好存在明显差别,我们控制了性别因素的影响(Jianakoplos and Bernasek,1998)。表 3 是本文的研究变量定义。

表 3 研究变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量定义
因变量	购房决策	<i>House</i>	如果家庭没有房产,则定义为 0,拥有 1 处及以上的房产定义为 1
检验变量	40 年代	<i>G40s</i>	是否在 1949 年以前出生,如果是,则为 1 否则为 0
	50 年代	<i>G50s</i>	是否在 1950—1959 年以前出生,如果是,则为 1 否则为 0
	60 年代	<i>G60s</i>	是否在 1960—1969 年以前出生,如果是,则为 1 否则为 0
	70 年代	<i>G70s</i>	是否在 1970—1979 年以前出生,如果是,则为 1 否则为 0
	年龄	<i>Age</i>	家庭中家长的年龄
	年龄平方	<i>Agesq</i>	家庭中家长年龄的平方
	人力资本	<i>Edu</i>	家庭中家长的受教育程度,学士及以下为 0,学士为 1,硕士为 2,博士为 3
	40 年代与人力资本交互项	<i>G40s×Edu</i>	哑变量 <i>G40s</i> 与人力资本代理变量(<i>Edu</i>)的乘积
	50 年代与人力资本交互项	<i>G50s×Edu</i>	哑变量 <i>G50s</i> 与人力资本代理变量(<i>Edu</i>)的乘积
60 年代与人力资本交互项	<i>G60s×Edu</i>	哑变量 <i>G60s</i> 与人力资本代理变量(<i>Edu</i>)的乘积	
70 年代与人力资本交互项	<i>G70s×Edu</i>	哑变量 <i>G70s</i> 与人力资本代理变量(<i>Edu</i>)的乘积	
年龄效应与人力资本交互项	<i>Age×Edu</i>	年龄效应与人力资本代理变量(<i>Edu</i>)的乘积	
控制变量	家庭规模	<i>Familysize</i>	家庭所供养的人口
	性别	<i>Gender</i>	家庭中家长的性别,男性为 1,女性为 0
	家庭收入	<i>lnincome</i>	家庭年度收入的自然对数取值

3. 变量统计分析

表 4 提供了研究变量的描述性统计。从描述性统计结果看,家庭所拥有房产数相差较大,有的家庭未能拥有 1 套房产,但也有家庭拥有 20 套住房。家庭收入相差悬殊,家庭年度收入的绝对值从

不足 5000 至超过 4000 万的范围变化；同时家庭规模普遍偏大，家庭平均人口为 4，最高达到 40 口；从人力资本的代理变量文化程度看，大部分家庭人口的受教育程度偏低，结合相关年龄的描述统计来看，由于“文革”期间教育事业停滞，可能是造成文化程度偏低的一个重要原因。

表 4 相关变量描述性统计

变量名	最小值	最大值	均值	中位数	标准误
<i>Familysize</i>	1	40	3.96	4	2.05
<i>lnincome</i>	8.00	17.52	11.61	11.51	1.10
<i>Age</i>	7	83	44.16	44	8.15
<i>Edu</i>	0	3	0.18	0	0.52
<i>Gender</i>	0	1	0.13	0	0.02
<i>G40s×Edu</i>	0	3	0.24	0	0.89
<i>G50s×Edu</i>	0	3	1.03	0	1.01
<i>G60s×Edu</i>	0	3	1.66	0	1.33
<i>G70s×Edu</i>	0	3	0.56	0	1.40
<i>Age×Edu</i>	0	210	136.61	132	52.34
<i>Agesq×Edu</i>	0	44100	7138.17	6627	3242.41

下面，我们对相关变量之间所存在的关系进行初步的统计推断，检验结果在各个表格有详细列示。表 5 中不同年龄组别之间，所拥有的房产数量存在着显著的差别，显示年龄是影响房产投资消费的重要因素。30—60 岁之间是投资房产的活跃阶段，这与理论预期和常理相符，30—60 之间是人工作迈上正轨到退休之前的黄金时间，在此阶段产生了人生的绝大部分现金流，而 60 岁之后随着离开工作岗位、退休等，现金流入减少，减持所拥有的房产，维持和改善生活标准是一种合理的投资方式，由于表 5 中的年龄组别的方差分析仅是一种初步定量的分析，并不能够严格区分生命周期的两种效应，所反映的结果是由两种效应混合而来的结果，所以，后面的回归分析中我们将会进一步详细区分两种效应。在表 6 中，不同教育程度组别之间并未体现出显著的差别，相关假设我们在随后的回归分析中将会有详细的检验。

表 5 年龄、房产数频数统计与方差检验

Panel A 年龄与房产数频数统计													
年龄 \ 房产	房产												
	0	1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	20
20 以下	2	1	1										
21—30	26	88	29	11	0								
31—40	47	670	231	54	13	3	1						
41—50	51	1052	391	112	20	11	4	1	2	4		1	
51—60	16	440	203	63	20	11	1			1			
61 以上	2	55	27	6	2	1	1						1

Panel B 方差分析结果						
	观测值 1821	拟合度 0.11	均方误 1.44			
	方差	自由度	均方	F 统计量	P 值	
模型	60.06	12	5.00	6.65	0.00	
房产数	60.06	12	5.00	6.65	0.00	
残差	2756.61	3664	0.75			
合计	2816.68	3676	0.76			

表 6

人力资本、房产数频数统计与方差分析

Panel A 人力资本与房产数频数统计													
房产 \ 学历	0	1	2	3	4	5	6	7	9	10	11	12	20
学士以下	125	234	785	217	51	22	6	1	2	5	1	1	1
学士	16	184	52	14	2	4							
硕士	3	91	47	15	1		1						
博士	3	8	6	1	1								

Panel B 方差分析结果					
	观测值 3700	拟合度 0.01	均方误 0.51		
	方差	自由度	均方	F 统计量	P 值
模型	0.98	12	0.08	0.31	0.98
房产数	0.98	12	0.08	0.31	0.98
残差	961.57	3687	0.26		
合计	962.56	3699	0.26		

三、模型设定与结果分析

1. 模型设定

为了考察生命周期和人力资本如何作用家庭的房产投资消费行为,我们以家庭是否拥有房产为标志,将样本家庭分为拥有房产和未拥有房产两大类,采用二分类 Logit 回归模型进行分析。二分类模型的响应变量 Y_{it} 是由 0—1 组成的二分类变量。

Logit 模型基于累积 Logistic 概率函数。这个函数中 $Y_{it}=1$ 的概率由 π_{it} 来表示: $\pi_{it} = \frac{1}{1+\exp(-(\alpha+\beta X_{it}))}$ 。其中,下标 i 和 t 分别代表 i 个家庭和 t 年; α 和 β 是有关的参数; X_{it} 是解释变量和控制变量的向量。

求解 $\alpha+\beta X_{it}$ 得到其线性转换形式: $\log \frac{\pi_{it}}{1-\pi_{it}} = \alpha + \beta X_{it}$ 。其中,所有的对数都是自然对数。根据前面的理论分析,生命周期和人力资本是影响家庭房产投资和消费的重要因素。

为了实证检验生命周期和人力资本如何影响家庭房产消费投资,本文构建如下回归模型:

$$\text{Model 1: House Dummy} = \alpha + \beta_1 \text{Cohort Effects} + \beta_2 \text{Edu} + \psi \text{Control Variables} + \varepsilon$$

$$\text{Model 2: House Dummy} = \alpha + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{Agesq} + \beta_3 \text{Edu} + \psi \text{Control Variables} + \varepsilon$$

其中, α 代表截距, β_i 则是对应变量的回归系数 ($i=1,2,3$), ψ 是控制变量的系数向量, ε 则是模型残差。研究变量的定义见变量定义表 3。

为了实证验证人力资本对家庭房产投资决策是否受到生命周期(出生年代和年龄)的影响,本文构建以下交互作用检验模型,实证检验 H4 和 H5。其中,Model3 和 Model 5 分别用来考察出生年代与教育程度之间的交互作用,Model 4 和 Model 6 用来考察年龄与教育程度之间的交互作用。

$$\text{Model 3: House Dummy} = \alpha + \beta_1 \text{Cohort Effects} \times \text{Edu} + \beta_2 \text{Edu} + \psi \text{Control Variables} + \varepsilon$$

$$\text{Model 4: House Dummy} = \alpha + \beta_1 \text{Age} \times \text{Edu} + \beta_2 \text{Edu} + \psi \text{Control Variables} + \varepsilon$$

$$\text{Model 5: House Dummy} = \alpha + \beta_1 \text{Cohort Effects} + \beta_2 \text{Cohort Effects} \times \text{Edu} + \psi \text{Control Variables} + \varepsilon$$

$$\text{Model 6: House Dummy} = \alpha + \beta_1 \text{Age} + \beta_2 \text{Agesq} + \beta_3 \text{Age} \times \text{Edu} + \psi \text{Control Variables} + \varepsilon$$

其中, α 代表截距, β_i 则是对应变量的回归系数 ($i=1,2,3$), ψ 是控制变量的系数向量, ε 则是模型残差。研究变量的定义见变量定义表 3。

2. 回归结果分析

我们用极大似然法估计上述回归模型(Model1-Model6),估计结果见表7。从表7可见,所有模型Wald检验都在1%的水平上显著,表示相应的模型估计有效。在表7中第I-VI列分别对应着Logit回归模型Model 1-Model 6的回归结果。关于控制变量对房产消费投资的影响,从相应变量的回归系数看,女性表现出明显的风险趋避特征,偏好房产投资,研究结果与Jianakoplos and Bernasek(1998)的结果相互印证;家庭规模对房产消费投资的影响不显著;家庭收入与房产消费投资显著正相关,这与常理相符,家庭收入的多寡是影响房产投资的重要因素。本研究感兴趣的是生命周期,人力资本如何影响家庭房产消费投资。下面,我们对表7中具体模型的回归结果进行详细分析。

生命周期方面,本文分别从出生年代效应和年龄效应两个方面进行检验。从表7中的第II列年龄效应模型的估计参数可以看到,年龄效应对家庭的房产投资消费行为产生了显著的影响,年龄与房产购置行为之间呈现驼峰状的n形曲线,H1得到验证。当人处于青年阶段,通常来说首先会购买房产改善生活,由于青年人普遍对自身生命的预期较长,当收入增加拥有较多的可投资资产时,通常不会或者较少考虑风险因素,在投资行为上表现出积极的投资策略,偏爱回报率高的风险资产,从而减少了家庭在低风险低回报率的房产项目的资产配置比率,而当老年来临时,由于可用现金流减少,逐渐将手中房产变现用于改善生活,直至生命终结,符合McCarthy(2004)提出的理论,中国家庭在这一点上与其他发达工业国家并无差异。从表7中的第I列可见,出生年代对家庭房产消费投资发挥了重要影响,越早年代出生的人,对房产消费投资的兴趣越高。从回归结果看,20世纪40年代人对房产消费投资兴趣最高,随后逐代递减,70年代后出生的人与后人群无显著差异。不同年代人群之间表现出的投资行为差异与中国文化的影响密切相关。费孝通(1998)所归纳总结的乡土中国,安土重迁的农业社会正在受到西方工业社会生活模式和消费观念的不断冲击,中国目前人口迁徙的规模越来越大,迁徙的频率越来越高,传统文化中安土重迁的在年青一代人口的心中越来越淡漠,越早出生人群中持有传统的安土重迁的观念越强烈,对房产消费投资的偏好越强烈,而后随着时代逐次递减,70年代之后人群之间无显著差异。70年代人口与其后的代际之间在房产消费投资行为上缺乏明显的差异,正反映出中国处于从农业社会至工业社会的关键过渡阶段,70年代与之后出生人群在形成自身的认知模式时,正是中国改革开放大幕揭起的80年代之后,受到较多的工业社会文化影响,而较少受到传统农业社会中安土重迁文化影响,有研究成果指出中国在现代化飞速发展的当下,青年人口消费生活模式与西方工业国家呈现出不断靠近的趋势(Dou et al., 2006)。我们的研究发现与之相互印证,在房产投资消费模式上,中国当代社会文化变迁使得年轻人受到了更多来自工业文明的影响,来自农业社会的印记则越来越少。本文H2得到验证。

从表7中的第I和III列可以看到,人力资本与房产投资消费之间呈现负相关关系,回归系数至少在10%水平之上显著。这可能来自两方面的原因:一方面,受教育程度高的家庭可能为了实现自身高人力资本价值而进行的频繁迁徙,对房产的投资和消费产生了负面的影响。Machin et al. (2008)调查发现拥有高人力资本即受过高等教育以上的人口迁徙频率显著高于其他人口。另一方面,高人力资本的家庭偏爱高风险投资(Halek and Eisenhauer, 2001)。上述两方面原因综合作用,表现为人力资本与房产消费投资行为之间的负相关关系,H3得到验证。

一般来说,高人力资本者由于收入较高,加之近年中国房地产市场火爆,存在积极投资房产的可能性。从小范围短时间看上述假设可能成立,但短时间的高收益更可能是非理性的房产泡沫现象(Case and Shiller, 2003)。从长时间、大样本以及更广阔地域的调查看,房产的投资回报率偏低,其长期收益率低于资本市场的收益率,且房地产市场短期的高收益率可能对应着国家政策调控的风险以及银行信贷约束,高人力资本家庭在长期不会将家庭投资重点放在房产方面。大量的研究结果普遍支持高人力资本家庭偏爱高回报的风险资产,对于低风险低回报的房产投资兴趣显著偏低(Cole

表 7 生命周期、人力资本与房产消费投资之间关系的 Logit 回归结果

自变量	房产虚拟变量					
G40s	2.10 (3.08)***				1.52 (2.51)***	
G50s	1.83 (2.88)***				2.84 (3.41)***	
G60s	1.41 (2.27)**				1.43 (1.92)***	
G70s	0.68 (1.08)				0.61 (0.67)	
Age		0.19 (3.53)***				0.19 (3.60)***
Agesq		-0.001 (-2.64)***				-0.001 (-2.67)***
G40s×Edu			-0.55 (-2.73)***		-0.21 (-1.80)**	
G50s×Edu			-0.40 (-2.28)**		-0.29 (-1.95)**	
G60s×Edu			-0.31 (-1.80)*		-0.77 (-3.88)***	
G70s×Edu			-0.13 (-0.77)		-0.01 (-0.09)	
Age×Edu				-0.01 (-5.02)***		-0.01 (-1.73)*
Edu	-0.05 (-1.69)*	-0.05 (-0.66)	-0.38 (-2.04)**	-0.64 (-5.08)***		
Familysize	-0.01 (-0.15)	-0.01 (-0.20)	-0.01 (-0.15)	-0.01 (-0.08)	-0.01 (-0.16)	-0.01 (-0.21)
Gender	-0.41 (-2.11)**	-0.42 (-2.17)**	-0.43 (-2.20)**	-0.45 (-2.29)**	-0.41 (-2.10)***	-0.42 (-2.16)***
lnincome	0.48 (5.96)***	0.48 (5.98)***	0.48 (5.96)***	0.49 (6.04)***	0.48 (5.95)***	0.47 (5.99)***
常数项	-1.90 (-1.72)*	-5.60 (-3.79)***	-0.48 (-0.51)	-0.68 (-0.72)	-2.09 (-1.90)***	-5.83 (-3.95)***
样本量	7286	7286	7286	7286	7286	7286
年度细腻变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Wald 检验	123.75***	123.75***	118.51***	118.85***	127.60***	126.61***
调整后的 R ²	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07	0.07

注:表格内是相应模型的回归系数,括号内是回归系数的 Z 统计量,*** 代表在 1%的水平上显著,** 代表在 5%的水平上显著,* 代表在 10%的水平上显著。

and Shastry,2009; Halek and Eisenhauer,2001)。从本文表 6 的 Panel A 统计结果可以看到明显的趋势,低人力资本家庭即高中及以下教育经历的家庭是投资房地产的主力军。

关于出生年代与人力资本之间的交互作用与房产投资消费之间的关系,从表 7 的第 III 列和第

V 列的回归结果可以看到,不同出生年代和人力资本之间的交互作用对房产消费投资发挥了显著的影响。相同出生年代的人,由于人力资本的增高,使得其在低风险的房产方面的消费投资需求显著降低。本文 H4 得到验证。关于年龄与人力资本的交互作用对房产投资消费的影响,在表 7 第 IV 和第 VI 列详细列示,年龄与人力资本与房产消费投资的交互作用在 10% 以上的水平负相关,说明在年龄相同的情况下,人力资本的增高抑制了家庭对房产的投资和消费行为。H4 和 H5 结果符合我们在前文对交互作用所做的理论推演,高人力资本对风险的偏好是抑制房产投资消费的主要原因,这种高人力资本家庭的投资模式稳定性和持久性的特征与 Byayne et al.(2010)的研究相互印证。

四、结论

本文首先对中国家庭房产投资组合模式与 OECD 中具有代表性的六国进行比较,中国家庭的投资组合模式与 OECD 六国中进行的调查结果类似,房产在大部分家庭的总资产中占有重要比例。随后我们应用 Logit 模型分析生命周期、人力资本与家庭房产消费投资之间的关系。研究发现,出生年代效应对家庭房产的消费投资发挥了显著的影响。基于传统农业社会安土重迁文化的影响,较早出生年代的人对房产的重视程度明显高于其后年代出生的人,传统文化中安土重迁的观念仍然发挥着重要影响,但由于目前中国处于从农业社会到工业社会转型的加速阶段,传统农业社会的安土重迁文化理念对年青一代的影响越来越弱,青年一代对房产投资的兴趣越来越小。在年龄效应方面,房产消费投资与年龄之间存在着显著的二次型关系,随着年龄增长,房产投资消费行为的可能逐渐增强,在一定时间达到最大,随后逐渐降低,符合年龄效应的理论推断,相应的曲线呈现驼峰状的 n 形曲线(McCarthy,2004)。人力资本方面,高人力资本家庭对低风险的房产投资兴趣显著偏低,这与发达工业国家中反映的家庭投资模式类似,由于高人力资本的人认知模式与其他人群存在差异,具有高人力资本的家庭普遍偏好高风险高回报的投资项目,而对低风险如房产项目的投资可能性显著偏低;此外,由于高人力资本家庭为了寻找能够实现自身人力资本价值的工作机会,可能进行频繁的迁徙活动,频繁的迁徙显然会对房产的消费投资造成负面影响,上述两方面的原因都会使得人力资本与房产消费投资行为呈现负相关关系。最后,我们对生命周期的两种效应——出生年代效应和年龄效应与人力资本之间的交互作用进行探索分析,研究发现同样年龄阶段的家庭,人力资本的增高降低了家庭对房产消费投资的可能;同样出生年代的家庭,人力资本的增高显著降低了其房产消费和投资的可能。这主要来源于人力资本带来的影响,人力资本高带来的频繁迁徙以及认知模式上的差异,使得同时代或者同年龄阶段群体内部不同人力资本的家庭之间表现出明显的差异。

[参考文献]

- [1]Banks, J., R. Blundell, and J. P. Smith. Wealth Portfolios in the UK and the US [R]. Working Paper, NBER, 2002.
- [2]Becker, G. S. Human Capital[M]. Chicago, Illinois: The University of Chicago Press, 1993.
- [3]Bertaut, C., M. Starr-McCluer. Household Portfolios[M]. Cambridge, MA: MIT Press, 2002.
- [4]Byayne, C., P. G. Ince, H. A. D. Keage, I. G. McKeith, and F. E. Matthews. Education, the Brain and Dementia: Neuroprotection or Compensation[J]. Brain, 2010, 13(8).
- [5]Campbell, J.Y. Household Finance[J]. Journal of Finance, 2006, 61(4).
- [6]Canner, N., N. G. Mankiw, and D. N. Weil. An Asset Allocation Puzzle [J]. American Economic Review, 1997, 87(1).
- [7]Case, K. E., R. Shiller. Is There a Bubble in the Housing Market [J]. Brooking Papers on Economic Activity, 2003, 34(2).
- [8]Cocco, J. F. Portfolio Choice in the Presence of Housing[J]. Review of Financial Studies, 2004, 18(2).
- [9]Cole, S. A., and G. K. Shastry. Smart Money: The Effect of Education, Cognitive Ability, and Financial Literacy on Financial Market Participation[R]. Working Paper, SSRN, 2009.

- [10]Davidoff, T. Labor Income, Housing Prices and Homeownership[J]. *Journal of Urban Economics*,2006,59(2).
- [11]Dou, W., G. Wang, and N. Zhou. Generational and Regional Differences in Media Consumption Patterns of Chinese Generation X Consumers[J]. *Journal of Advertising*,2006,35(2).
- [12]Flavin, M., and T. Yamashita. Owner-occupied Housing and the Composition of the Household Portfolio[J]. *American Economic Review*,2002,92(1).
- [13]Grossman, M. *Handbook of Health Economics*[M]. Elsevier,2000.
- [14]Halek, M., and J. G. Eisenhauer. Demography of Risk Aversion[J]. *Journal of Risk and Insurance*,2001,68(1).
- [15]Inglehart, R. *The Silent Revolution: Changing Values and Political Styles among Western Publics* [M]. Princeton, NJ: Princeton University Press,1977.
- [16]Iwaisako, T. Household Portfolios in Japan[J]. *Japan and the World Economy*,2009,21(4).
- [17]Jianakoplos, N. A., and A. Bernasek. Are Women More Risk Averse[J]. *Economic Inquiry*,1998,36(4).
- [18]Markowitz, H. Portfolio Selection[J]. *Journal of Finance*,1952,7(1).
- [19]Machin, S., P. Pelkonen, K. G. Salvanes. Education and Mobility[R]. Working Paper, SSRN,2008.
- [20]McCarthy, D. Household Portfolio Allocation: A Review of the Literature[R]. Working Paper, Imperial College, 2004.
- [21]Merton, R. C. Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous-Time Case [J]. *Review of Economics and Statistics*,1969,51(3).
- [22]Samuelson, P. Lifetime Selection by Dynamic Stochastic Programming [J]. *Review of Economics & Statistics*, 1969,51(3).
- [23]Taylor, J. E., and P. L. Martin. Human Capital: Migration and Rural Population Change[M]. Elsevier,2001.
- [24]Tobin, J. Liquidity Preference as Behavior Toward Risk [J]. *Review of Economic Studies*,1958,25(2).
- [25]Zagorsky, J. L. Do You Have to Be Smart to Be Rich? The Impact of IQ on Wealth, Income and Nancial Distress[J]. *Intelligence*,2007,35(5).
- [26]费孝通. 乡土中国生育制度[M]. 北京:北京大学出版社,1998.
- [27]黄卉, 沈红波. 生命周期、消费者态度与信用卡使用频率 [J]. *经济研究*,2010,(1).
- [28]李善民,毛丹平. 高净值财富个人理财行为研究[J]. *经济研究*,2010,(S1).
- [29]梁云芳. 房地产市场与国民经济协调发展的实证分析[J]. *中国社会科学*,2006,(3).
- [30]张晓晶. 中国房地产周期与金融稳定[J]. *管理世界*,2006,(1).

Life Cycle, Human Capital and Housing Consumption and Investment ——Evidence from National Household Finance Survey

XIAO Zuo-ping¹, LIAO Li², ZHANG Xin-zhe³

(1. School of Economics and Management, Southwest Jiaotong University, Chengdu 610031, China;

2. School of Economics and Management, Tsinghua University, Beijing 100084, China;

3. School of Management, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: In this paper, we investigate relation among life cycle, human capital and housing. The earlier people was born, the stronger interests they have in house investment and consumption; The relation between age and house investment and consumption is hump-shape, as people grow older, the probability of house buying increase, in special period, the probability is max, and later, as people grow older, The interest in house investment and consumption decrease. The higher human capital, the less likely to invest in house. At last, we investigate if there are intersection between life cycle and human capital. We found intersection between cohort effects and human capital, and the same relation for age and human capital. Given the same times people was born or the same age, the higher human capital ones are less interested in house consumption and investment.

Key Words: life cycle; human capital; house consumption and investment

〔责任编辑:鲁舟〕