金融投资影响居民主观幸福感的影响研究

——基于CFPS数据

蒋蔚

(福建农林大学 经济学院,福建 福州 350002)

[摘要] 随着金融资产在居民家庭资产结构中的地位上升,金融投资活动对居民主观幸福感的影响日趋显著,这种主观幸福感可以用生活满意程度和未来信心程度来刻画。来自中国家庭追踪调查数据的经验证据表明,家庭金融投资规模对居民生活满意程度和未来信心程度都会产生负向影响;家庭金融投资绝对收益对居民生活满意程度存在正向影响,而家庭金融投资相对收益则对居民未来信心程度存在负向影响。这些情形可能源自于金融投资市场在市场机制、公平程度、投资者教育等方面的欠缺,需要管理者采取措施来改变这种幸福感损失。

[关键词] 金融投资; 主观幸福感; 投资收益; 投资规模

[中图分类号] F832.5 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1673-0755(2019)04-0081-10

在中国经济发展和居民收入水平提高的同时,金融市场的发展和金融投资渠道的拓宽也使居民的资产配置有了更多选择。金融投资资产在居民家庭资产结构中的地位逐步上升,对居民生活的影响也日趋显著。

居民通过金融投资活动获得客观物质福利的最终目的是提高主观体验福利^[1]。传统上认为金融投资通过财富效应影响居民福利,即金融投资的资产增值或获得分红时增加了消费支出从而增加了个体效用。然而国内研究中关于这种财富效应存在分歧,唐绍祥等与杨春雷都认为财富效应在中国极其微弱甚至不存在^[2-3],胡永刚则认为财富效应实际上是被人们低估了^[4]。这一分歧自然延伸到了中国居民的金融投资与居民福利关系的判断上。

另一方面,主观幸福感从心理学、教育学和医学等领域拓展到经济学领域后,已经逐渐成为被广泛接受的衡量居民效用或个人福利水平的有效指标^[5]。早期的研究主要基于宏观数据来开展,随着微观调查数据的日益丰富,从微观层面来考察影响居民主观幸福感尤其是对收入与幸福之间关系的研究也越来越多。因此,本文利用中国家庭追踪调查(CFPS)数据,研究居民金融投资对主观幸福感的影响程度和作用机制,对进一步丰富居民幸福感源泉的研究,也为如何协调金融市场发展和提高居民福利水平的关系提供思路。

一 文献综述

(一) 幸福感与Easterlin悖论

Shin等将幸福感视同生活满意感^[6];Ryff则强调幸福感是通过充分自身潜能的发挥来实现的^[7];邢占军将幸福感界定为满意感、快乐感和价值感有机统一的积极心理体验^[8]。尽管对幸福感的表达不同,但基本都是以由个体根据自定的标准对其生活质量进行整体性评估得到的主观幸福感(Subjective Well-Being)来衡量的^[9]。Easterlin的研究发现富裕国家居民比贫穷国家居民更幸福,高收入群体比低收入群体幸福水平更高,然而美国自1946年以来的收入增长却没有带来更强的幸福感,即“Easterlin悖论”^[10]。随后的诸多研究也发现,世界主要发达国家和发展中国家先后均经历了Easterlin悖论所描述的现象,居民幸福感并未随着收入增加而提升。一些以中国居民为样本的研究也指出,随着中国居民收入水平迅速提高,居民幸福感仅有小幅增加,没有明显的上升趋势^[5]。

(二) Easterlin悖论的主要解释

相对收入理论是用于解释Easterlin悖论中收入与幸福感关系的主要理论之一。Hirschman等基于“隧道效应”来理解相对收入对幸福感的作用机制:他人收入的上升可能会对居民幸福感产生正向激励,但如果随后发现自身收入没有产生同样上升,则会继而产生强烈的不满^[11]。Senik以及Luttmer的

[收稿日期] 2019-04-24

[作者简介] 蒋蔚(1984-),男,福建莆田人,福建农林大学经济学院讲师。

研究都支持了隧道效应的猜想,认为收入的变化是同时作用于绝对消费水平和相对消费水平两方面来影响幸福感的^[12-13]。一些研究强调相对收入对幸福感的影响比绝对收入更加显著,Clark等的研究就发现幸福感水平与绝对收入的相关性微弱,而与相对收入显著相关^[14]。同时,罗楚亮、张学志等、袁正等、阳义南等以及李粉等针对中国居民样本的许多研究也得出了类似的结论^[15-19]。也有一些研究认为相对收入还是其他幸福感影响因素能够起作用的重要中介,裴志军就认为家庭社会资本是间接地通过相对收入来影响主观幸福感的^[20]。

心理学上的适应水平理论与期望效用理论结合后也被用于解释Easterlin悖论^[21]。Helson认为人们对重复出现的刺激反应会减弱,对于好事的反应不总是狂喜,而对于坏事也不总是绝望^[22]。Brickman等进一步指出随着人们不断获得更多的成功和财富,很快就会习惯这种状态,不再感到那么快乐,即幸福棘轮效应^[23]。类似地,Paul等认为收入增长对居民幸福感的提高是短暂的,随着人们适应新的收入水平后,这一提高作用就消失了^[24]。尽管幸福棘轮模型将得出一个悲观的推论——任何增加幸福的努力都难以持续有效,但Diener等仍然认为人们的适应水平是可以被干预和改变的,幸福棘轮效应并不能阻止人们对幸福的追求^[25]。同时也有研究认为人们对不同类型刺激的适应能力存在差异,Diener等认为人们对诸如贫困、丧偶等情形的适应缓慢,但对诸如收入增加、监禁之类的情形则能很快适应,但几乎难以忍受噪音、饥饿^[26]。

期望理论则认为Easterlin悖论产生的原因在于,当人们的收入水平改变的同时也会改变对未来收入的期望。Stutzer发现更高的收入期望会降低居民的幸福,而收入期望又随着居民自身收入以及社区平均收入的增加而提高^[27]。赵新宇等认为良好的预期对居民的主观幸福感有显著正向影响^[28]。Luo等认为收入期望比绝对收入、相对收入能更好地解释幸福感的变化^[29]。一些研究拓展了期望理论,认为除了收入以外的其他预期也可能对幸福感产生影响,李磊等的研究认为收入、资产、职场环境等方面状况的良好预期都可以提升居民幸福感^[30],马良等则发现创业带来的自我预期的提升比货币回报更能够提升幸福感^[31]。值得注意的是,在幸福感的决定中,期望的内容比期望实现的可能性更重要,人们即使距离期望目标较远也仍然会从接近目标的过程中得到满足^[9]。

以上几类解释理论本质上都是收入比较,不同

之处在于比较的参照物是他人收入、自己过去的收入还是自己的未来收入。人们在研究解释Easterlin悖论的过程中也认识到影响幸福感产生的因素是多种多样的,对于各类针对主观幸福感源泉的研究层出不穷。田国强等认为提高收入水平在经济发展早期对提高幸福水平有重要作用,但当收入水平达到某个临界值后,这一作用减弱、消失甚至变成反作用^[32]。随着收入水平的提高及其对幸福的影响力的减弱,其他非收入因素的作用就显得更加重要了,对幸福感决定因素的研究已经不再局限于对收入的研究上,研究表明一些非收入变量也可以对Easterlin悖论做出部分解释^[33]。Tella等研究认为收入在解释幸福感变化时只有小部分贡献,其他变量如寿命、工作时间、通货膨胀等都有助于幸福感变化的解释^[34]。朱建芳等也认为除了收入之外,文化、制度及社会人口等外在因素都会影响幸福^[35]。

(三)家庭资产及金融资产对幸福感影响的研究

家庭资产正是幸福感决定的重要非收入因素之一。值得注意的是,李江一等的研究表明相对资产对幸福感的影响具有正的“示范效应”,这不同于相对收入影响幸福感的负的“攀比效应”^[36]。较多研究如孙伟增等、胡晨沛等以及张翔等关注了家庭固定资产如住房、汽车等对幸福感的影响^[37-39],认为它们主要是通过“资产效应”和“财富效应”影响居民消费水平来实现的。李涛认为不同资产对幸福感的影响具有异质性,在研究中需要加以区分^[40],可能的原因在于,不同类型资产对居民消费的影响程度及作用机制存在显著差异^[41]。基于这一观点推论,居民家庭的金融资产对幸福感的影响程度和影响机制很可能与其他家庭资产是存在差异的。

家庭金融资产的配置会改变收入结构中的财产性收入,王文涛等认为家庭参与金融市场并进行金融资产配置有助于家庭财产性收入的增长^[42],这使得金融资产影响幸福感的机制成为了收入-幸福理论的延伸。Merkle等研究发现投资者从金融投资中获得的回报会对投资者的满意度产生积极影响,进而影响预期幸福感和实际幸福感,并且与其他投资者相比较而产生的相对回报比绝对回报的这种效应更加强烈^[43]。不过,金融资产引起的这种财产性收入变化带来的收入差距改变则存在方向上的争议,王书华等认为从长期来看居民家庭金融资产配置的改善会缩小收入差距^[44],但宁光杰等则认为金融资产投资收益会推动财产性收入差距扩大^[45]。无论收入差距变化的方向如何,这种收入差距变化都自

然地将聚焦点从绝对收入引向相对收入,进而使得金融资产对居民幸福感的影响能够用相对收入理论来解释。

一些研究认为金融资产对幸福感影响是正向的。胡永刚等认为中国股市存在正的“财富效应”,对居民消费存在较为明显的影响,进而能够影响幸福感^[4]。杨晓兰等认为投资的长期收益情况和投资规模占家庭资产比重均与幸福感正相关,而投资的绝对规模则与幸福感负相关^[1]。朱文霞等认为投资和借贷行为能够通过提升幸福感来拉动消费,经过实证检验验证了其中的金融投资能够对人们的幸福感产生显著正向作用并且促进家庭消费^[46]。尹志超等认为家庭参与金融市场会显著提高家庭幸福的可能性,同时还指出金融投资的风险对家庭幸福有显著的异质性影响,即家庭参与低风险金融投资会显著提高家庭幸福,而参与高风险金融投资会显著降低家庭幸福^[47]。但也有一些研究持有相反观点,蔡锐帆认为持有风险金融资产会降低幸福感,而且风险金融资产占总资产的比例越高,也越不幸福^[48]。甚至有部分研究完全否认金融资产对幸福感的影响能力,李江一等在研究各类资产对幸福感的影响时且发现了令人诧异的现象,与大多数家庭资产不同,金融资产对幸福感并不能够产生显著影响,研究还认为股市的不景气直接影响了人们的投资热情是这一现象产生的重要原因^[36]。

(四)文献评述

对幸福感影响因素的研究十分丰富,收入因素和许多非收入因素都受到人们的关注。家庭资产作为一个整体来看时,一般是被作为重要的非收入因素来研究其对幸福感的影响的,但其中的金融资产实际上又与收入-幸福关系理论存在一定联系。尽管研究家庭资产的文献常常在资产分类时将金融资产作为一个类别纳入研究范围,但通常只是兼顾作了一些较浅的分析,专门针对金融资产与幸福感关系的研究数量则比较有限,而且多数研究的样本数量较少,影响了整体的解释力。这些研究中,对金融资产是否影响幸福感、怎样影响幸福感是存在明显争议的,同时主要是研究资产规模的影响,几乎没有从资产收益的角度进行对幸福感影响的研究,因此有必要进行进一步的检验和研究。

本文选择家庭金融投资为研究对象,主要在以下几个方面对已有研究进行完善。首先,同时从两个方面考察家庭金融投资对幸福感的影响,一是持有金融投资资产本身的效用所产生的影响,二是金融投资收益的效用所产生的影响;其次,使用抽样方

式科学、样本数量庞大、实施过程专业的大型社会调查数据,能够提高数据质量和结论的可信度;此外还引入相对收入理论,从绝对和相对两个层面来衡量金融投资收益,更好地描绘金融投资对幸福感的影响机制。

二 研究设计

(一)数据来源

本文所使用数据主要来自于由中国社会科学调查中心(ISSS)开展的中国家庭追踪调查(CFPS),该调查覆盖25个省、直辖市、自治区的16000户家庭的全部成员,其系统概率抽样方式提高了样本代表总体的效率,在2010年、2012年、2014年和2016年进行了4次调查。由于不同年度调查的问卷内容有所变化,为保证数据的可比性,本文根据研究需求选择了2014年和2016年的调查结果作为样本数据来源。剔除变量存在缺失值的样本后,保留了56694个样本,其中2014年样本28699个,2016年样本28025个,样本中有20884名受访者同时参加了两次调查,从而按照非平衡短面板数据来处理。

(二)变量定义

尽管CFPS问卷中设置了问题“你觉得自己有多幸福”,但本文并没有使用该问题的回答情况来衡量主观幸福感。这是由于该问题要求受访者在0~10分间进行选择,与大多数主观幸福感研究中使用的1~5分制不同,而过于详细的主观评分并不能有效地提高研究精度;并且2016年成人问卷中该问题有效回答仅2.24%,不能满足研究需要,需要寻找替代问题来衡量主观幸福感。基于已有文献对幸福感的界定,Veenhoven认为幸福感也指生活满意度,因此可以用生活满意度作为幸福感的代理变量^[49];申云认为生活满意程度和未来信心程度可以用于反映个人的幸福感^[50]。因此,CFPS问卷中的“你对自己生活的满意程度”和“你对自己未来的信心程度”两个问题更加符合本文研究需要。这两个问题均要求受访者在1~5分间进行选择,评分越高表示对生活越满意或对未来越有信心。本文使用“生活满意度”来衡量居民主观幸福感的当前状况,用“未来信心程度”来衡量居民主观幸福感的未来预期。表1和表2是主观幸福感分布的基本情况,对生活满意程度和未来信心程度的评价都比较集中在3~5分,可见样本居民的主观幸福感总体水平处于中高水平。同时还可以发现,未来信心程度取得4~5分的高分评价的比例更高于生活满意程度,表明人们对未来的预期好于当前的感受。

表1 生活满意程度分布情况

生活满意程度取值	2014年		2016年	
	样本数	占当年样本比例	样本数	占当年样本比例
1	769	2.68%	1082	3.86%
2	1647	5.74%	2465	8.80%
3	8367	29.18%	9252	33.01%
4	9522	33.21%	8128	29.00%
5	8364	29.17%	7098	25.33%

表2 未来信心程度分布情况

未来信心程度取值	2014年		2016年	
	样本数	占当年样本比例	样本数	占当年样本比例
1	734	2.56%	815	2.91%
2	1265	4.41%	1621	5.78%
3	5945	20.74%	6960	24.83%
4	9012	31.43%	8577	30.60%
5	11713	40.86%	10052	35.87%

CFPS 问卷的设计中将家庭金融资产划分为现金和金融产品两类,其中现金包括了金融机构存款和现金,金融产品包括股票、基金、债券、信托产品、外汇产品和其他理财产品等,即家庭金融投资所涉及部分。本文使用家庭金融投资规模和家庭金融投资收益两个解释变量来刻画居民的金融投资。一方面,金融投资的资金规模影响了居民的资产流动性和当期消费能力,也会由此会影响对幸福感的敏感程度和主观评价^[1],另一方面家庭金融投资收益的作用可以从收入-幸福关系理论出发来进行解释。

收入水平作为影响幸福感的重要因素之一,当然是需要考虑的控制变量,本文关注的是以家庭总收入来衡量的收入。没有选择个人收入的原因是,一些受访者本身并没有收入或收入较少但仍可以分享整个家庭收入带来的效用,比如专门操持家务者;同时,使用家庭总收入也能与资产、金融投资等以家庭情况来统计的变量保持一致。此外,由于家庭总收入原本会受到金融投资收益所带来收入的影响,而金融投资收益已经专门设置了变量,因此在计算家庭总收入时不考虑金融投资收益构成收入的部分。考虑到不同类型家庭资产对幸福感的影响存在异质性,本文也将其他若干类型的家庭资产加入控制变量。此外,本文还控制了其他一些已有研究中被认为对幸福感有影响的个人特征变量和家庭特征

变量。

表3定义了所有变量,并进行了统计性描述。居民生活满意程度均值为3.719,而未来信心程度的均值为3.973,同样可以看到居民未来信心程度普遍高于生活满意程度。在所有类型家庭资产中,家庭房产价值是最高的,而家庭金融资产与其他类型家庭资产相比而言规模小很多。进一步地,家庭金融投资行为无论是从投资规模还是投资收益来看,在不同家庭间都存在很大差异,一些家庭承受了不小的投资亏损。而对于大多数居民来说,金融投资收益相对于其他家庭收入而言仅仅有较为微小的贡献,甚至是负贡献。

(三)模型选择

本文以生活满意程度和未来信心程度来衡量居民主观幸福感,并分别建立回归方程。由于二者均是有序多分类离散变量,本文使用 ordered logit 模型进行分析。ordered logit 模型只能进行随机效应估计,没有固定效应的形式,若使用 LSDV 法通过设置虚拟变量对 logit 模型进行固定效应估计,除非每组内都包含了很多的观测值,否则估计结果也会存在严重偏差^[51]。更重要的是,固定效应本身就是用来控制不随时间变化的变量的,会忽略不随时间变化的变量。即使忽略了诸如性别这样不变的变量,也要考虑到样本数据只有两期,相当部分受访者的某些个人和家庭特征变量短期内并未变化,采用固定效应模型会导致很高比例的样本被剔除而损失很多有用信息,且这些变量又往往都是被已有文献认为对主观幸福感存在影响的,不能轻易忽略。因此根据研究需要和样本数据的实际情况,本文运用 Stata15.0 软件进行面板数据的 ordered logit 随机效应模型估计,使用稳健标准误。

需要说明的是,序数模型中自变量的回归系数反映的并不是对序数因变量概率的边际影响,而是对其隐性变量的边际效应,因而实际意义不大。本文关心的只是回归系数符号所反映的自变量对幸福感的影响方向,因此也没有计算几率比。

三 实证结果

(一)金融投资对生活满意程度的影响

首先以生活满意程度作为被解释变量来分析金融投资对居民幸福感当前状况的影响。表4报告了金融投资对生活满意程度的影响的若干模型的估计结果,所有模型整体均显著。共线性诊断结果显示所有变量的方差膨胀因子 VIF 值及模型的 VIF 均值都远小于10,不存在严重的多重共线性。

表3 变量定义和统计性描述

变量	变量含义	均值	标准差	最小值	最大值
satf	生活满意程度:1~5分	3.719	1.043	1.000	5.000
conf	未来信心程度:1~5分	3.973	1.030	1.000	5.000
finpv	家庭金融投资规模	0.006	0.031	0.000	0.247
finpr	家庭金融投资收益	0.000	0.004	-0.033	0.005
saving	家庭存款和现金	0.060	0.131	0.000	0.824
house	家庭房产价值	0.627	1.180	0.000	7.968
durable	家庭耐用消费品价值	0.048	0.092	0.000	0.515
fixed	家庭生产性固定资产价值	0.021	0.086	0.000	0.659
land	家庭土地资产价值	0.041	0.080	0.000	0.502
nhdb	家庭房贷负债	0.036	0.113	0.000	0.717
nnhdb	家庭非房贷负债	0.016	0.051	0.000	0.330
lent	他人欠款	0.009	0.031	0.000	0.231
finc	家庭总收入	0.087	0.083	0.000	0.478
gender	性别:男=1,女=0	0.492	0.500	0.000	1.000
age	年龄	46.160	16.760	16.000	82.000
hukou	户口:农业户口=1,非农业户口=0	0.723	0.448	0.000	1.000
urban	城乡分类:城镇=1,乡村=0	0.484	0.500	0.000	1.000
health	自评健康状况:1~5分	3.001	1.233	1.000	5.000
eduy	受教育年限	7.619	4.734	0.000	16.000
marital	婚姻状态:在婚=1,非在婚=0	0.791	0.407	0.000	1.000
status	自评社会地位:1~5分	2.873	1.031	1.000	5.000
fsize	家庭人口总数	4.260	1.937	1.000	11.000
child	家庭少儿占比:家庭16岁以下少儿人数/家庭人口总数	0.165	0.175	0.000	0.667
eld	家庭老人占比:家庭60岁及以上老人人数/家庭人口总数	0.226	0.304	0.000	1.000

注:(1)所有资产、负债、收入类连续变量的数据统一以千元为单位,并除以居民消费价格指数(以1978年为基期)调整以剔除通货膨胀影响。(2)为了避免极端异常值的影响,对所有连续变量进行了1%和99%分位数上的winsorize缩尾处理

表4 金融投资对生活满意程度的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
finpv		-1.229***(-4.366)	-0.855***(-2.878)	-0.823***(-2.768)	-0.784***(-3.206)
finpr			8.021*** (3.683)	7.076*** (2.812)	5.972*** (2.857)
finpr_rel				1.528(0.693)	1.406(0.756)
saving	0.189** (2.389)	0.250*** (3.091)	0.236*** (2.923)	0.245*** (3.032)	0.186*** (2.771)
house	0.008 (0.861)	0.014 (1.452)	0.013 (1.411)	0.017* (1.743)	0.012 (1.585)
durable	0.527*** (4.698)	0.529*** (4.711)	0.515*** (4.586)	0.531*** (4.713)	0.552*** (5.893)
fixed	0.119 (1.028)	0.104 (0.900)	0.095 (0.821)	0.088 (0.764)	0.093 (1.003)
land	0.439*** (3.457)	0.426*** (3.353)	0.413*** (3.247)	0.396*** (3.114)	0.320*** (3.088)
hdb	-0.188** (-2.304)	-0.186** (-2.276)	-0.189** (-2.315)	-0.186** (-2.272)	-0.176*** (-2.603)
nhdb	-1.550*** (-7.878)	-1.560*** (-7.926)	-1.569*** (-7.971)	-1.572*** (-7.991)	-1.448*** (-8.915)
lent	0.335 (1.176)	0.357 (1.254)	0.344 (1.209)	0.335 (1.179)	0.321 (1.356)
finc	1.220*** (8.220)	1.288*** (8.617)	1.370*** (9.020)	1.026*** (4.755)	0.840*** (4.730)
finc_rel				0.499** (2.240)	0.522*** (2.844)
hukou	-0.053* (-1.943)	-0.059** (-2.161)	-0.061** (-2.220)	-0.064** (-2.321)	-0.050** (-2.316)
urban	0.071*** (2.979)	0.069*** (2.920)	0.069*** (2.900)	0.075*** (3.140)	0.072*** (3.791)

续表

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
gender	-0.186***(-9.027)	-0.187***(-9.055)	-0.187***(-9.062)	-0.187***(-9.090)	-0.158***(-9.943)
age	0.010*** (11.020)	0.010*** (11.080)	0.010*** (11.103)	0.010*** (11.118)	0.009*** (12.576)
health	0.363*** (38.630)	0.363*** (38.615)	0.363*** (38.605)	0.362*** (38.540)	0.313*** (41.324)
eduy	-0.018*** (-6.512)	-0.018*** (-6.408)	-0.018*** (-6.414)	-0.018*** (-6.346)	-0.015*** (-6.984)
status	0.735*** (59.558)	0.734*** (59.540)	0.734*** (59.522)	0.734*** (59.479)	0.642*** (63.911)
marital	-0.003 (-0.116)	-0.004 (-0.154)	-0.005 (-0.189)	-0.005 (-0.188)	-0.012 (-0.566)
fsize	0.003 (0.495)	0.002 (0.267)	0.001 (0.185)	0.000 (0.007)	-0.001 (-0.207)
eld	0.294*** (7.175)	0.293*** (7.152)	0.292*** (7.126)	0.297*** (7.228)	0.254*** (7.875)
child	-0.171*** (-2.677)	-0.169*** (-2.646)	-0.169*** (-2.648)	-0.168*** (-2.631)	-0.133*** (-2.621)
样本量	56694	56694	56694	56694	56694
Wald chi2	5806.93***	5826.08***	5836.35***	5844.33***	7209.29***

注:括号内数字为z统计量,***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著

表4中,第(1)列是没有考虑家庭金融投资的基准回归,结果显示家庭总收入对生活满意程度在1%的显著性水平上产生了正向影响,家庭资产中的现金和存款、耐用消费品价值以及土地资产价值也都在1%的显著性水平上正向影响了生活满意程度,房产价值和生产性固定资产价值则没有对生活满意程度产生显著影响。

第(2)列增加了家庭金融投资规模变量,结果显示在家庭资产和总收入对生活满意程度影响的方向和显著性没有明显变化的同时,家庭金融投资规模却在5%的显著性水平上对生活满意程度存在负向影响,即金融投资越多生活满意程度就越低。尽管中国金融市场近年来无论是规模还是扩张速度都增长迅速,但由于市场机制仍不够完善,对个人投资者并不友好,尤其在股票和基金这两种中国家庭最主要的金融投资市场上,个人投资者出现亏损的可能性很高。因此,金融投资规模越大就要承受更多的压力和焦虑,这或许是生活满意程度降低的可能原因。

第(3)列则进一步增加了家庭金融投资收益变量,结果表明家庭金融投资收益同样能够给生活满意程度带来正向影响,且在5%水平上显著,这与家庭总收入的作用类似。同时,家庭金融投资收益有可能在与他人的比较中产生类似于相对收入的“隧道效应”,因此还需要进一步考虑家庭金融投资收益相对水平对幸福感的影响。Senik指出收入分配对幸福感的影响除了基于客观的差距,还要根据人们对相关信息的掌握程度来构筑的^[12];陈钊等认为受限于生活半径,居民之间在社区层面更易于借助

邻里间的互动与交往、对他人消费等行为的观察来获得有关自身相对收入的信息^[52]。因此,从居民获得比较信息的范围来考虑,本文将居民所在村/居委会全部受访者的平均金融投资收益记为 $finpr_c$,定义金融投资收益相对水平为 $finpr_rel = finpr - finpr_c$ 。同样地,将居民所在村/居委会的受访者平均家庭总收入记为 $finc_c$,定义家庭总收入相对水平为 $finc_rel = finc - finc_c$ 。

第(4)列在考虑了金融投资收益相对水平的影响的同时,还加入了家庭总收入相对水平以便于进行比较二者对幸福感作用的差异。结果表明家庭总收入仍然在1%的显著性水平上保持了对生活满意程度的正向影响,而家庭总收入相对水平也在5%的显著性水平上对生活满意程度产生正向影响。这意味着随着他人收入水平的上升,相对收入将会下降,从而带来居民生活满意程度的降低,因此家庭总收入存在明显的负向“隧道效应”,也即“攀比效应”。与此同时,尽管金融投资收益依然在1%的显著性水平上对生活满意程度存在正向影响,但金融投资收益相对水平对生活满意程度却不存在显著的影响,这意味着金融投资收益并没有产生和家庭总收入类似的“攀比效应”。

第(5)列是与第(4)列变量相同的混合回归估计结果。对于面板数据而言,选择混合回归模型还是随机效应模型通常是通过LM检验来决定的^[53],但这一方法对于面板数据的ordered logit回归无法实现。将混合回归估计结果(5)列与随机效应估计结果(4)列进行简单比较后发现,家庭金融投资规模、家庭金融投资收益绝对水平和相对水平等关键

变量的显著性和系数符号均未发生改变;其他家庭资产中仅有房产价值的影响变得不显著了;家庭总收入绝对水平的显著性和系数符号均未发生改变,仅家庭总收入相对水平对生活满意程度产生正向影响的显著性从5%变为1%。这意味着对于生活满意程度,无论是随机效应估计和混合回归估计哪个更优,并不影响最终的主要结论,本文仍采用随机效应模型的估计结果。

(二)金融投资对未来信心程度的影响

进一步地,以未来信心程度作为被解释变量来考察金融投资对居民幸福感预期之间的影响,解释变量与其他控制变量均与之前一致。表5报告了金融投资对未来信心程度影响的若干模型的估计结果,各模型整体均显著,且不存在严重的多重共线性。

表5 金融投资对未来信心程度的影响

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
finpv		-1.296*** (-4.481)	-1.140***(-3.740)	-1.084***(-3.556)	-1.087***(-4.305)
finpr			3.371(1.489)	0.907(0.353)	-0.020(-0.009)
finpr_rel				4.099*(1.884)	4.016**(2.175)
saving	-0.122(-1.529)	-0.058(-0.712)	-0.064(-0.787)	-0.050(-0.614)	-0.062(-0.920)
house	-0.021**(-2.291)	-0.015(-1.597)	-0.015(-1.613)	-0.010(-1.047)	-0.009(-1.225)
durable	0.407*** (3.575)	0.410*** (3.602)	0.404*** (3.548)	0.434*** (3.799)	0.403*** (4.231)
fixed	0.232** (2.018)	0.217* (1.893)	0.214* (1.858)	0.202* (1.759)	0.179* (1.914)
land	0.717*** (5.419)	0.704*** (5.315)	0.698*** (5.271)	0.670*** (5.056)	0.555*** (5.120)
hdb	-0.007(-0.085)	-0.005(-0.057)	-0.006(-0.074)	0.001(0.010)	0.000(0.002)
nhdb	-0.051(-0.261)	-0.062(-0.316)	-0.066(-0.335)	-0.069(-0.354)	-0.061(-0.373)
lent	-0.139(-0.479)	-0.118(-0.404)	-0.122(-0.421)	-0.127(-0.436)	-0.112(-0.463)
finc	0.638*** (4.224)	0.710*** (4.672)	0.745*** (4.835)	0.163(0.751)	0.091(0.512)
finc_rel				0.840*** (3.754)	0.781*** (4.230)
hukou	0.065** (2.380)	0.059** (2.144)	0.058** (2.119)	0.054** (1.981)	0.044** (2.019)
urban	0.052** (2.178)	0.050** (2.118)	0.050** (2.109)	0.061** (2.526)	0.050*** (2.620)
gender	0.001(0.030)	0.000(0.004)	0.000(0.001)	-0.001(-0.039)	-0.006(-0.399)
age	-0.013*** (-14.047)	-0.012*** (-13.984)	-0.012*** (-13.974)	-0.012*** (-13.957)	-0.009*** (-13.490)
health	0.405*** (42.930)	0.405*** (42.916)	0.405*** (42.910)	0.404*** (42.813)	0.354*** (46.101)
eduy	0.004 (1.256)	0.004 (1.362)	0.004 (1.360)	0.004 (1.468)	0.003 (1.287)
status	0.573*** (49.659)	0.573*** (49.646)	0.573*** (49.631)	0.572*** (49.570)	0.496*** (52.463)
marital	0.322*** (12.192)	0.321*** (12.156)	0.321*** (12.139)	0.321*** (12.142)	0.271*** (12.928)
fsize	-0.025*** (-4.188)	-0.026*** (-4.423)	-0.027*** (-4.455)	-0.028*** (-4.728)	-0.025*** (-5.120)
eld	0.015 (0.365)	0.014 (0.334)	0.013 (0.324)	0.021 (0.513)	0.008 (0.241)
child	0.025 (0.383)	0.027 (0.417)	0.027 (0.416)	0.029 (0.445)	0.026 (0.503)
样本量	56694	56694	56694	56694	56694
Wald chi2	5148.61***	5166.20***	5166.23***	5181.43***	6280.62***

注:括号内数字为z统计量,***、**、*分别表示在1%、5%和10%水平上显著

表5中,第(1)列是没有考虑金融投资的基准回归,结果表明家庭总收入对未来信心程度在1%的显著性水平上存在正向影响。其他各类型家庭资产对未来信心程度的影响也各不相同,耐用消费品

价值、生产性固定资产价值和土地资产价值都产生了显著的正向影响;房产价值在5%的显著性水平上产生了显著的负向影响;现金和存款则没有显著影响。

第(2)列增加了家庭金融投资规模变量,表明金融投资规模对未来信心程度在1%的显著性水平上产生了负面影响,这可能是由于投资者认为中国金融投资环境和机制不足很难在短期内完善,从而导致金融投资规模对幸福感预期产生了负面影响。

第(3)列进一步增加了家庭金融投资收益变量,表明金融投资收益对未来信心程度并不存在显著影响,这与其对生活满意程度的影响不同,也与家庭总收入对未来信心程度的影响不同。这可能是由于人们会很快习惯这种状态而变得麻木,再加上金融投资收益的未来不确定性,使得金融投资收益在长期无法影响人们的幸福感。

第(4)列加入了金融投资收益相对水平和家庭总收入相对水平,结果表明家庭总收入对未来信心程度的影响变得不显著了,取而代之的是家庭总收入相对水平在1%的显著性水平上对未来信心程度存在正向影响,因此家庭总收入对未来信心程度的“攀比效应”成为主导。同时,金融投资收益对未来信心程度仍然没有显著影响,但金融投资收益相对水平却在10%的显著性水平上对未来信心程度存在正向影响。这说明金融投资收益存在着与家庭总收入类似的“攀比效应”,即随着他人金融投资收益的上升,金融投资收益相对水平降低,降低了居民自身幸福感的预期。这可能是由于人们认为金融投资收益相对水平更多地反映了自身投资能力水平与他人的差异,在形成幸福感的未来预期时这种较为稳定的能力差异比投资收益绝对水平更重要。

第(5)列是与第(4)列变量相同的混合回归估计结果,仍然用于与(4)列进行比较。结果表明除了金融投资收益相对水平对未来满意程度正向影响的显著性水平从10%变为5%外,金融投资规模和金融投资收益绝对水平等关键解释变量的显著性和系数符号都与(4)列基本一致,其他家庭资产、家庭总收入绝对水平和相对水平也保持了与(4)列相同的显著性和系数符号。因此对于未来信心程度,无论随机效应估计和混合回归估计哪个更优都不会影响最终的主要结论,本文仍然采用随机效应模型的估计结果。

(三)稳健性检验

为检验以上结果的稳健性,本文结合一些其他文献评价主观幸福感的做法,将生活满意程度和未来信心程度这两个1~5分的有序离散变量重新编码,4、5分重新编码为1表示幸福,其余重新编码为0表示不幸福。对重新编码后的生活满意程度和未来信心程度进行二元的面板logit模型的随机效应

估计,所得结果中主要解释变量回归系数的符号和显著性基本没有发生改变,限于篇幅不再详细叙述。

四 结论和政策含义

本文利用CFPS2014年和2016年两期数据整理所得短面板数据,使用面板ordered logit随机效应模型,分析了家庭金融投资对由居民生活满意程度和未来信心程度两个方面刻画的幸福感的幸福影响,结果表明家庭金融投资对二者的影响方式存在不同。家庭金融投资规模对二者都存在显著负向影响。家庭金融投资收益绝对水平对生活满意程度存在显著正向影响,但对未来信心程度却不存在显著影响,说明家庭金融投资收益绝对水平的增加带来的幸福感提升只在当前有效,存在类似“幸福棘轮”的现象。家庭金融投资收益相对水平的表现恰恰相反,它对生活满意程度不存在显著影响,但对未来信心程度却存在显著正向影响,存在“攀比效应”,说明家庭金融投资收益的相对水平只能影响幸福感的预期。

通过将金融投资与主观幸福感的影响因素中性质类似的其他各类资产、家庭总收入的比较,能够反映金融投资对幸福感作用的特殊性。一方面,其他类型的家庭资产对生活满意程度和未来信心程度的影响不一而同,但只要存在显著影响,基本上都是正向影响。这与家庭金融投资的负向影响有着明显的不同,也说明家庭金融投资作为一种家庭资产没有发挥应有的提升居民效用的作用,必然存在某些值得关注的问题。另一方面,家庭总收入的绝对水平对生活满意程度存在显著正向影响,但对未来信心程度不存在显著影响,这与已有文献是一致的,也和家庭金融投资收益的影响类似。但家庭总收入的相对水平对生活满意程度和未来信心程度都存在显著正向影响,存在“攀比效应”,相比之下家庭金融投资收益的差异在于对生活满意程度没有显著影响,这说明人们对待家庭金融投资收益的态度与对待收入是不完全相同的,亦是值得注意的。

上述研究结论具有一定的政策含义。居民的金融投资活动是活跃金融市场的重要力量,虽然金融投资必然存在风险,但如果普遍存在居民金融投资规模与幸福感负相关的现象,就应进一步考虑这种对个人投资者的不友好可能是由于不完善的市场机制和不公平的竞争造成,若不及时采取相应措施将可能导致居民进行金融投资的意愿降低。通过建立完善稳定有效的市场机制、加强金融监管、维护中小投资者权益,在促进金融投资市场健康有序发展的同时也将提升居民金融投资的积极性。

家庭金融投资收益绝对水平只能提高人们当前的幸福感而对未来却无效,可能是由于市场不稳定导致的未来信心缺乏,也应从提升金融投资环境的稳定性、增强投资者信心等角度来进行应对。同时,家庭金融投资收益的攀比效应则会进一步降低人们对未来的预期,这可能源于其反映的投资能力差距,因此提升居民投资者教育水平、加强经济金融知识培训是必要的,从而使居民能理性客观地看待金融投资活动的盈亏,提高能力自信,降低攀比效应造成的幸福感预期损失。

[参考文献]

- [1] 杨晓兰,朱建芳,金雪军. 股票市场投资与主观幸福感:基于个体投资者的调查问卷分析[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版),2011,41(2):42-51.
- [2] 唐绍祥,蔡玉程,解梁秋. 我国股市的财富效应——基于动态分布滞后模型和状态空间模型的实证检验[J]. 数量经济技术经济研究,2008,25(6):79-89.
- [3] 杨春雷. 我国股票市场财富效应的实证研究:基于中国牛市期省际面板数据的经验分析[J]. 金融发展研究,2009(5):65-68.
- [4] 胡永刚,郭长林. 股票财富、信号传递与中国城镇居民消费[J]. 经济研究,2012(3):115-126.
- [5] 陈永伟. 关于“Easterlin悖论”研究的若干争议[J]. 经济学动态,2016(6):132-140.
- [6] SHIN D C, JOHNSON D M. Avowed Happiness as An Overall Assessment of the Quality of Life [J]. Social Indicators Research, 1978, 5(1):475-492.
- [7] RYFF C D. Psychological Well-Being in Adult Life [J]. Current Directions in Psychological Science, 2010, 4(4):99-104.
- [8] 邢占军. 我国居民收入与幸福感关系的研究[J]. 社会学研究, 2011(1):196-219.
- [9] 吴明霞. 30年来西方关于主观幸福感的理论发展[J]. 心理学动态, 2000, 8(4):23-28.
- [10] EASTERLIN R A. Does Economic Growth Improve the Human Lot? Some Empirical Evidence [C]// Nations & Households in Economic Growth. New York: Academic Press, 1974:89-125.
- [11] HIRSCHMAN A O, ROTHSCHILD M. The Changing Tolerance for Income Inequality in the Course of Economic Development [J]. Quarterly Journal of Economics, 1973, 87(4):544-566.
- [12] SENIK C. When information dominates comparison: Learning from Russian subjective panel data [J]. Journal of Public Economics, 2004, 88(9):2099-2123.
- [13] LUTTMER E F P. Neighbors as Negatives: Relative Earnings and Well-Being [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2005, 120(3):963-1002.
- [14] CLARK A E, OSWALD A J. Satisfaction and comparison income [J]. Journal of Public Economics, 1996, 61(3):359-381.
- [15] 罗楚亮. 绝对收入、相对收入与主观幸福感——来自中国城乡住户调查数据的经验分析[J]. 财经研究, 2009, 35(11):79-91.
- [16] 张学志, 才国伟. 收入、价值观与居民幸福感:来自广东成人调查数据的经验证据[J]. 管理世界, 2011(9):63-73.
- [17] 袁正, 郑欢, 韩骁. 收入水平、分配公平与幸福感[J]. 当代财经, 2013(11):5-15.
- [18] 阳义南, 章上峰. 收入不公平感、社会保险与中国国民幸福[J]. 金融研究, 2016(8):34-50.
- [19] 李粉, 廖红君. 休闲、收入与城镇居民幸福感——来自中国家庭追踪调查的证据[J]. 人口与经济, 2018(1):103-115.
- [20] 裴志军. 家庭社会资本、相对收入与主观幸福感:一个浙西农村的实证研究[J]. 农业经济问题, 2010(7):22-29;111.
- [21] EDWARDS J. Harry Helson's Adaptation-Level Theory, Happiness Treadmills, and Behavioral Economics [J]. Journal of the History of Economic Thought, 2018, 40(1):1-22.
- [22] HELSON H. Current Trends and Issues in Adaptation-level Theory [J]. American Psychologist, 1964, 19(1):26-38.
- [23] BRICKMAN P, Campbell D T. Adaptation Level Theory: A Symposium [M]. New York: Academic Press, 1971:287.
- [24] PAUL S, GUILBERT D. Income-Happiness Paradox in Australia: Testing the Theories of Adaptation and Social Comparison [J]. Economic Modelling, 2013, 30(1):900-910.
- [25] DIENER E, LUCAS R E, SCOLLON C N. Beyond the hedonic treadmill: Revising the Adaptation Theory of Well-being [J]. American Psychologist, 2006, 61(4):305-314.
- [26] DIENER E, EUNKOOK MS, RICHARD E et al. Subjective Well-Being: Three Decades of Progress [J]. Psychology Bulletin, 1999, 125(2):276-294.
- [27] STUTZER A. The Role of Income Aspirations in Individual Happiness [J]. Journal of Economic Behavior & Organization, 2002, 54(1):89-109.
- [28] 赵新宇, 范欣, 姜扬. 收入、预期与公众主观幸福感:基于中国问卷调查数据的实证研究[J]. 经济学家, 2013(9):15-23.
- [29] LUO Y, WANG T, HUANG X. Which types of income matter most for well-being in China: Absolute, relative

- or income aspirations? [J]. *International Journal of Psychology*, 2016(5):1-5.
- [30] 李磊,刘斌. 预期对我国城镇居民主观幸福感的影响[J]. *南开经济研究*, 2012(4):53-67.
- [31] 马良,蔡晓陈. 创业与主观幸福感——基于中国综合社会调查(CGSS)数据[J]. *浙江社会科学*, 2018(6):41-51.
- [32] 田国强,杨立岩. 对“幸福—收入之谜”的一个解答[J]. *经济研究*, 2006(11):4-15.
- [33] 晏小华,刘振亮,王祥坤,等. Easterlin悖论及其最新解释[J]. *心理科学进展*, 2018, 26(1):180-189.
- [34] TELLA R D, MACCULLOCH R. Gross National Happiness as an Answer to the Easterlin Paradox? [J]. *Journal of Development Economics*, 2008, 86(1):22-42.
- [35] 朱建芳,杨晓兰. 中国转型期收入与幸福的实证研究[J]. *统计研究*, 2009, 26(4):7-12.
- [36] 李江一,李涵,甘犁. 家庭资产-负债与幸福感:“幸福-收入”之谜的一个解释[J]. *南开经济研究*, 2015(5):3-23.
- [37] 孙伟增,郑思齐. 住房与幸福感:从住房价值、产权类型和入市时间视角的分析[J]. *经济问题探索*, 2013(3):1-9.
- [38] 胡晨沛,朱玮强,顾蕾. 个人收入、家庭资产与农村居民幸福感——基于CGSS2013的实证研究[J]. *调研世界*, 2017(4):41-49.
- [39] 张翔,李伦一,柴程森. 住房增加幸福:是投资属性还是居住属性? [J]. *金融研究*, 2015(10):17-31.
- [40] 李涛,陈斌开. 家庭固定资产、财富效应与居民消费:来自中国城镇家庭的经验证据[J]. *经济研究*, 2014(3):62-75.
- [41] CARROLL C D, Otsuka M, Slacalek J. How Large Are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2011, 43(1):55-79.
- [42] 王文涛,谢家智. 预期社会化、资产选择行为与家庭财产性收入[J]. *财经研究*, 2017, 43(3):30-42.
- [43] MERKLE C, EGAN D P, DAVIES G B. Investor happiness[J]. *Journal of Economic Psychology*, 2015(49):167-186.
- [44] 王书华,杨有振. 城乡居民家庭金融资产配置与收入差距的动态影响机制——基于状态空间系统的估计[J]. *上海财经大学学报*, 2015, 17(2):20-30;75.
- [45] 宁光杰,雒蕾,齐伟. 我国转型期居民财产性收入不平等成因分析[J]. *经济研究*, 2016(4):116-128;187.
- [46] 朱文霞,胡艳. 借贷、投资行为对家庭消费影响的动态分析——基于现金流量模型的视角[J]. *安徽农业大学学报(社会科学版)*, 2018, 27(2):55-62.
- [47] 尹志超,岳鹏鹏,陈悉榕. 金融市场参与、风险异质性与家庭幸福[J]. *金融研究*, 2019(4):168-187.
- [48] 蔡锐帆,徐淑一,郭新雪,等. 家庭资产配置与中国居民的幸福——基于CHFS数据调查的研究[J]. *金融学季刊*, 2016, 10(4):1-30.
- [49] VEENHOVEN R. Is Happiness Relative? [J]. *Social Indicators Research*, 1991, 24(1):1-34.
- [50] 申云,贾晋. 收入差距、社会资本与幸福感的经验研究[J]. *公共管理学报*, 2016, 13(3):100-110;158.
- [51] KATZ E. Bias in Conditional and Unconditional Fixed Effects Logit Estimation [J]. *Political Analysis*, 2001, 9(4):379-384.
- [52] 陈钊,徐彤,刘晓峰. 户籍身份、示范效应与居民幸福感:来自上海和深圳社区的证据[J]. *世界经济*, 2012(4):79-101.
- [53] 陈强. 高级计量经济学及stata应用[M]. 2版. 北京:高等教育出版社, 2014:266.

The Research of Financial Investment Affect Residents' Subjective Well-Being

—— Based on CFPS Data

JIANG Wei

(Fujian Agriculture and Forestry University, Fuzhou 350002, China)

Abstract: With the rising status of financial assets in household assets structure, the effect of financial investment activities on residents' subjective well-being is increasingly significant. Such kind of subjective well-being can be described by life satisfaction level and future confidence level. Empirical evidence from China Family Panel Studies data shows that the household financial investment scale has negative effect on residents' life satisfaction and future confidence; the absolute level of household financial investment income has positive effect on residents' life satisfaction, while the relative level of household financial investment income has negative effect on residents' future confidence. These situations may come from the imperfect of market mechanism, fairness and investor education in the financial investment market, which requires managers to take measures to change the loss of happiness.

Key words: financial investment; subjective well-being; investment income; investment scale