

中国居民金融素养与活动的定量测度分析^①

廖理¹ 初众² 张伟强¹

(1. 清华大学五道口金融学院; 2. 中信集团)

研究目标: 居民金融素养对金融活动的影响。**研究方法:** 通过在全国范围内抽样调查, 收集居民的金融素养、借贷意愿和融资渠道选择数据, 进行实证分析。研究发现: 一是金融素养对借贷意愿有显著的影响, 较低金融素养的家庭更不愿意借贷; 二是金融素养对借贷渠道选择也有显著影响, 较低金融素养家庭偏好于非正规融资渠道; 三是金融素养对非正规融资有显著的影响, 较低金融素养家庭更可能有非正规金融机构借款; 四是家庭选择非正规融资的原因更可能来自金融知识的匮乏, 而不是金融机构的信贷约束。**研究创新:** 丰富了金融素养对金融行为影响的研究。**研究价值:** 有助于我国金融教育战略的制定与实施。

关键词 金融素养 借贷意愿 融资渠道 金融教育 消费金融

中图分类号 F83 **文献标识码** A

DOI:10.13653/j.cnki.jqte.2021.07.003

一、问题的提出

在传统观念中, 中国家庭对于借贷相对保守。在民间谚语中就有“无债一身轻”“债是一根无头刺, 解不开它捆死人”等关于中国家庭借贷观念的描述。这些谚语着重强调了借贷中的风险特征, 而忽略了借贷可能给家庭带来的效用提升。但是, 随着80后和90后人群逐渐成长为消费主力, 他们对于储蓄和消费的态度开始发生变化, 信用消费、超前消费早已不是新鲜事物。在金融市场上, 信用卡之外的各类消费贷款等借贷产品纷纷涌现。

金融素养是消费者具备的金融知识、态度、行为和技能的综合, 较高的金融素养水平有助于消费者做出正确的金融决策, 降低行为偏差对决策的影响。本文研究金融素养对于家庭金融行为的影响, 更为具体地, 本文从家庭借贷需求和家庭借贷结果两个角度考察了金融素养对于家庭金融行为的影响: 从家庭借贷需求的角度, 研究金融素养对于家庭借贷意愿和借贷途径偏好的影响; 从家庭借贷“均衡结果”的角度, 研究金融素养对于家庭实际借贷的资金来源的影响。在实证研究的基础上, 本文还尝试对金融素养产生影响的机制进行分析。

相比于已有研究, 本文的研究具有如下创新之处。一是本文从居民需求角度研究金融素养对家庭借贷行为的影响, 具有理论和实践价值。在金融素养和家庭借贷行为方面, 国内使用家庭微观数据的研究还比较少(吴卫星等, 2018)。本文利用家庭调研数据从家庭金融素养的角度对家庭借贷行为进行解释, 具有一定的学术价值。二是现有的对金融素养和家庭借贷行为的研究往往是从家庭的最终借贷结果进行考察, 而且对金融素养的影响机制的探讨则

^① 本文获得国家自然科学基金面上项目“中国居民金融素养研究”(71573147)和国家自然科学基金重大项目“互联网背景下金融机构创新规律与业绩表现研究”(71790591)的资助。

较少。本文从需求端研究家庭的借贷意愿与偏好，从行为金融的角度研究金融素养不足可能带来的家庭“非理性”决策，并给出了金融素养对家庭非正规融资影响的需求端机制解释。三是研究使用的数据科学性和可靠性更加严谨，研究结果的稳健性强。

二、文献综述

国外的文献中关于金融素养对于借贷行为影响的相关研究主要集中于以下两个方面：一是金融素养对于借贷利率和借贷费率的影响（Moore, 2003; Campbell, 2006; Utkus 和 Young, 2010; Disney 和 Gathergood, 2013; Lusardi 和 Tufano, 2015）；二是金融素养对于违约和逾期的影响（Gerardi 等, 2010; Mottola, 2013; Lusardi 和 Tufano, 2015）。国内的研究则更多关注家庭的借贷使用和家庭的借贷渠道。宋全云等（2017）研究表明，金融知识较少的家庭使用银行贷款的概率较低，同时家庭借款中有更高比例的非正规渠道的借款。吴卫星等（2018）发现金融素养高的居民家庭更可能持有负债，并通过正规渠道借贷。

但家庭借贷是一个双向选择的结果，一方面有借贷需求的家庭根据自身情况选择合适的借贷产品，另一方面资金提供者则需要决定是否将资金借贷给借款家庭。也就是说，家庭最终的融资行为是一个借贷市场的均衡结果，而这一均衡结果中包含了资金需求和供给双方的金融决策。也正因为如此，家庭最终的借贷结果，无论是家庭贷款的可得性还是家庭的借贷利率都只是借贷市场的均衡结果，都不能准确地从家庭借贷需求端刻画家庭的借贷决策。

基于这一分析，与已有研究不同，本文首先从家庭借贷“需求端”考察了两个问题：金融素养对于家庭借贷意愿的影响，以及金融素养对于家庭借贷渠道偏好的影响。进一步地，不同的借贷“需求曲线”将可能导致家庭最终借贷“均衡结果”的差异，因此本文还研究了金融素养对家庭借贷“均衡结果”的影响，即金融素养对于家庭借贷难度和家庭最终借款渠道的影响。

根据生命周期理论（Modigliani 和 Brumberg, 1954）和永久收入假说（Friedman, 1957），家庭在收入比较低的阶段可以通过借贷的方式平滑收入，也就是在家庭收入较低的阶段，出于家庭效用最大化的考虑，家庭应当通过借贷的方式来填补消费和收入之间的缺口。然而 Hall 和 Mishkin（1982）、Zeldes（1989）等的实证研究结果则表明，家庭的消费是随着收入的变化而变化的，这样的实证结果无疑与生命周期理论和永久收入理论存在矛盾之处。对于这样的实证现象，Hayashi（1985）、Jappelli 和 Pagano（1988）等研究指出，由于家庭面临着“借贷约束”（Credit Constraints），也就是说家庭即使有借贷的需求，但是可能由于被金融机构拒绝而无法借款。Jappelli（1990）的研究结果印证了这一点，他发现一些家庭的融资需求的确曾经被金融机构拒绝（大约占当时美国家庭数量的 12.5%），但是同时还有相当大比例（大约占当时美国家庭数量的 6.5%）的家庭选择不申请贷款，我们将这些家庭定义为“气馁的借款者”（Discouraged Borrower）。这些家庭表现出的特点是，他们有借贷的需求，但是由于认为自己会被金融机构拒绝，而选择从不向银行申请借款。Cox 和 Jappelli（1990、1993）也有对于“气馁的借款者”的相似描述。Chivakul 和 Chen（2008）则对于“气馁的借款者”做出了更为精准的定义。他们运用模型，首先定义了家庭的最优化的借贷需求，并指出那些最优的借贷需求不为 0 但是选择不进行借贷的家庭，就是“气馁的借款者”。

我们参考这些文献中对于“气馁的借款者”的定义，将借贷意愿限定为当家庭面临资金需求缺口时，是否愿意选择进行借贷，而不是是否进行了借贷。Chivakul 和 Chen（2008）

在研究中归纳了家庭在有资金需求时，没有借贷意愿的原因。首先，一些家庭由于缺少抵押物，认为会被拒绝，因此放弃借贷。Jappelli (1990)、Cox 和 Jappelli (1990、1993) 都提及这一原因。其次，Chivakul 和 Chen (2008) 还发现一些家庭由于借款难以偿还或者利息太高因此没有借款意愿。Cheng (2007) 的研究也印证了这一点，他利用中国家庭数据对于家庭不借款的原因进行描述，发现一些家庭由于害怕无法偿还借款而不进行借贷。最后，Chivakul 和 Chen (2008) 还发现一些家庭由于对于借贷的排斥，或者不了解借贷的途径而选择不进行借贷。

在以上研究的基础上，本文关注金融素养对于家庭借贷意愿的影响。首先，从贷款被拒绝的角度来说。Hilgert 等 (2003) 的研究发现，金融素养更低的家庭更难实现财富积累。这可能导致金融素养低的家庭更难提供正规借贷渠道所要求的贷款“抵押物”。而这一点可能导致家庭放弃申请贷款。除此之外，金融素养比较低的家庭对于自身的信用管理能力更差，更可能出现逾期、债务积累、破产等问题 (Gerardi 等, 2010; Mottola, 2013; Lusardi 和 Tufano, 2015)，而这些都可能导致家庭认为自己更容易被拒绝，因此放弃借贷。

其次，从还款能力来说。Hilgert 等 (2003) 的研究指出，金融素养较高的家庭，能够更好地对于自身现金流进行管理，从而能够按时支付费用和还款。因此，从这个角度来说金融素养更高的家庭，能够更好地管理家庭现金流，平衡收入和支出，实现按期还款，因此更可能在金融机构获得借款。除此之外，王正位等 (2016) 还发现，金融素养有助于帮助低收入家庭跃升到高收入家庭。由此可见，金融素养较高的家庭，其收入存在潜在的增长空间，因此还款能力相比于金融素养较低的家庭具有优势。从这个角度来说，金融素养较高的家庭相比于金融素养较低的家庭，由于还款能力的限制而选择放弃借款的可能性更低。

最后，从对借贷的排斥态度以及对于借款渠道的了解来说。金融素养衡量了家庭掌握基本金融概念以及在使用和管理资金 (资源) 的时候能够运用这些知识、技能有效配置金融资源以实现终生财务保障的能力 (Hung 等, 2009; 尹志超等, 2015)。因此，金融素养更高的家庭对于借贷行为的意义和潜在的借款方式具有更多的了解，掌握了更多的知识。从这个角度来说，金融素养更低的家庭可能对于借贷的方式和渠道更加难以理解，因此更可能在有借贷需求的情况下放弃借贷。

综合上述文献和推论，金融素养越低的家庭越可能认为会在借贷时被拒绝，越可能难以偿付借款，越可能对于借贷渠道了解较少。因此，本文提出假设 H_{1a} 。

H_{1a} : 金融素养越低的家庭借贷意愿越低。

现有的文献多数是从借贷供给的角度出发对家庭选择非正规借贷渠道的原因进行解释，他们认为家庭是由于被正规渠道拒绝而选择非正规借贷渠道的 (Stiglitz 和 Weiss, 1981; Hoff 和 Stiglitz, 1993)。然而也有一些文献是从家庭借贷需求角度出发的，这些文献认为家庭并非是由于“被挤出”而选择非正规融资渠道的，相反，他们是主动选择非正规融资渠道的。一些研究认为家庭之所以主动选择非正规融资渠道，是由于非正规融资渠道融资利率可能更低。Kochar (1997) 指出家庭可能并非是由于被正规融资渠道拒绝而选择非正规融资渠道的。我们指出通过家庭和朋友获得的借款，往往利率更低，因此家庭会主动选择非正规融资渠道。Boucher 等 (2008) 的研究指出，非正规渠道出借人 (或机构) 由于掌握更多关于家庭的信息，因此能够针对家庭的风险给出对家庭更为有利的利率，因此家庭通过非正规渠道借款，能更充分地发挥个人信息的作用，获得更为有利的借贷利率。还有一些研究认为，部分家庭由于正规借贷渠道“交易成本”过高，因而选择非正规的融资渠道。Barham

等(1996)认为非正规渠道出借人(或机构)对借款者更为了解,因此往往手续更为简单,即便正规融资渠道借款利率较低,一些家庭也倾向于选择非正规融资渠道进行借贷。这种“交易成本”包含如交易时间、费用等显性的交易成本,也包含隐性的交易成本。Bendig等(2009)发现家庭可能由于不理解正规金融机构提供的服务,因此转而选择非正规金融机构。Servon(2015)发现了相似的现象,我们在调研中发现,即使银行提供了贷款所需资料的信息,很多借款者仍旧认为银行的服务不够透明,他们不知道自己为什么被收费,不能理解银行提供的信息。因此一些借款者选择不从银行或者其他的正规金融机构借款。

还有一些研究表明,借款者可能由于认知能力的限制做出非最优的选择。Campbell等(2011)认为借款者受到认知偏差和金融素养较低的影响,可能导致他们错误地选择抵押贷款和其他高利率贷款。Lusardi和Tufano(2015)发现,有的借款者虽然信用卡还有可使用额度,却去选择发薪日贷款这种更高利率的借款,并为此支付了更多的利息。我们认为借款者的这种行为是由于其借贷知识不足导致的。Bertrand和Morse(2011)提出,如果给借款者提供更多的信息,帮助他们比较不同的借款,那么一些借款者会转而选择不使用发薪日贷款。

在现有研究的基础上,本文考虑金融素养对于家庭借款渠道偏好的影响。从家庭借贷需求的角度来看,金融素养较低的家庭可能在正规借贷渠道上遭遇更高的“交易成本”。Vising-Jørgensen和Attanasio(2003)指出家庭没有参与股票市场是由于其交易成本过高,而交易成本之一就是获取信息和理解信息。金融素养衡量了家庭理解和处理金融问题的能力(Hung等,2009)。Van Rooij等(2011)的研究发现,金融素养较低的家庭更不倾向于参与股票市场。类比到借贷渠道选择上,金融素养较低的家庭一方面更难获取足够的关于正规金融渠道的信息,另一方面在和正规出借机构进行贷款协商和咨询时,可能更加难以理解这些机构提供的信息。相比之下,非正规融资渠道的借贷往往在熟人范围内开展,交易手续较为简单,而这些金融素养较低的家庭借助熟人网络能够更好地获取和理解借贷的相关信息。Bendig等(2009)印证了这一点,他们指出家庭可能由于不理解正规金融机构提供的服务,因此转而选择非正规金融机构。结合这些研究中的结论可以推测金融素养比较低的家庭在选择借贷渠道时可能会更倾向于选择非正规融资渠道。

除此之外,金融素养的限制可能导致家庭难以做出最优的金融决策。金融素养较低的家庭可能在家庭现金流管理(Hilgert等,2003)、退休规划(Lusardi和Mitchell,2011)和投资组合优化(Von Gaudecker,2015)等方面决策能力较差。相应地类比到借贷选择方面,金融素养较低的家庭也难以做出最优化的借贷决策。Bertrand和Morse(2011)指出,金融素养较低的家庭由于对于已有信息理解的不充分可能做出非最优的选择。Moore(2003)发现那些金融素养较低的家庭更可能选择错误的借贷产品。在此基础上,再考虑到非正规金融借贷渠道缺乏监管,可能产生信息披露不足或者虚假信息的情况。因此金融素养较低的家庭可能会由于理解偏差或者不能识别非正规渠道中的信息陷阱,从而选择非正规融资渠道。

综上所述,从家庭借贷需求角度考虑,金融素养较低的家庭所面临的在正规金融渠道的交易成本更高,同时也更可能在渠道选择时做出错误的判断。在此推理基础上,本文提出假设 H_{1b} 。

H_{1b} : 金融素养越低的家庭越偏好非正规融资渠道。

进一步地,考虑家庭融资渠道的均衡结果。一些家庭可能在主观需求上偏好非正规融资

渠道,因而最终从非正规渠道进行借贷。但也有一些家庭是因为在正规的融资渠道遭遇了供给端的借贷约束,才不得不从非正规渠道借贷,也就是说一些家庭希望能够从正规融资渠道借款,但是没能获得借款。Stiglitz和Weiss(1981)的研究表明,在信息不对称的情况下,由于正规渠道贷款提供者只有有限的信息,所以需要凭借抵押物来对于借款者进行评估。而那些抵押物不足的家庭则可能遭到“信贷约束”,被排斥在传统的信贷渠道之外。Hoff和Stiglitz(1993)的研究中也有相似的论述,他们认为由于信息不对称,在正规借贷渠道和非正规借贷渠道同时存在的情况下,其中正规渠道需要家庭提供抵押物(如土地等),而被正规渠道拒绝的家庭则转向非正规融资渠道。

从资金供给的角度来看,金融素养对于家庭的信贷约束可能会产生影响,金融素养较低的家庭更可能遭到正规借贷机构的拒绝。Hilgert等(2003)的研究表明,金融素养较低的家庭更难实现财富积累,这些家庭更难提供正规借贷渠道所要求的贷款抵押物。因而,这些金融素养低的家庭在申请正规渠道借款时,可能由于信息不对称因素遭到正规借贷机构的拒绝。此外,金融素养较低的家庭还可能在信用记录和按时还款方面表现更差。这些在正规借贷渠道中累积的不良信息可能使得家庭在正规金融渠道申请贷款时,被正规借贷渠道拒绝。Gerardi等(2010)的研究表明,那些金融素养较低的家庭更可能产生贷款的逾期。除此之外,Lusardi和Tufano(2015)的研究表明,金融素养低的家庭更可能遭遇债务累积。这就表明金融素养较低的家庭可能已经在传统借贷渠道中积累了不良信贷记录,如果希望再从正规金融机构申请新的贷款,可能更难获得通过。从这个角度来看,金融素养较低的家庭,更可能在向正规机构申请贷款时遭到借贷约束,因此就需要向非正规金融机构进行融资。宋云等(2017)的研究也验证了这一点,他们发现金融素养越低的家庭,其银行贷款申请越不可能被批准。

结合对假设 H_{1b} 的论述,从家庭借贷需求的角度,金融素养较低的家庭对于非正规渠道的融资需求更高。从借贷供给的角度,金融素养较低的家庭更难获得正规渠道的融资。结合需求和供给考虑“均衡结果”,本文提出假设 H_2 。

H_2 : 金融素养越低的家庭,家庭借贷中越可能有非正规渠道借款。

三、研究数据与实证分析

1. 研究数据

如何衡量居民的金融素养是本文要解决的核心问题。参考Lusardi和Mitchell(2011)提出的原则,设计调查消费者金融素养水平问题时需要符合以下四条:一是简单易懂,问题中不能包含复杂的金融术语,受访人不需要学习专门的金融知识就能回答;二是与生活密切相关,调查问题要来源于居民的日常生活,而不是非常狭窄的某个小领域;三是简洁明了,问题数量尽量少,尽量降低受访人的拒绝率;四是易于区分,问题要有利于区分金融素养水平。在此方法基础上,他们提出了考察居民金融素养的三个核心问题:一是通过计算存款的利率和复利,考察居民对货币时间价值的理解;二是通过对货币不同时间购买力的比较,考察居民对通货膨胀的理解;三是通过比较股票和基金的风险,考察居民对风险分散的理解。在三个核心问题基础上, Van Rooij等(2011)将考察金融素养水平的问题扩充至16个,16个金融素养问题被按照难易程度分为两大类,一类是基础金融素养问题,包括数字计算、复利、通货膨胀、资金的时间价值和货币幻觉等问题;另一类是复杂金融素养问题,包括证券市场、股票、基金、债券、风险比较等问题,他们分别考察了简单和复杂金融素养水平对居

民投资决策的影响。经济合作发展组织在2020年的调研中,则选取了资金时间价值、贷款利息、单利/复利计算、风险和收益、通货膨胀和风险分散等七个问题来衡量居民的金融知识。

本文的研究数据来自清华大学消费金融课题组与北京大学中国社会科学调查中心(ISSS)合作在全国范围内开展的中国城市居民家庭消费金融调查。北京大学中国社会科学调查中心从2010年开始,在全国范围内正式开展了中国家庭追踪调查(China Family Panel Studies, CFPS),旨在通过连续多年的跟踪调查,收集中国个人、家庭和社区的经済活动、教育成果、家庭关系与家庭动态、人口迁移、健康等在内的诸多数据,反映中国社会、经济、人口、教育和健康的变迁,为学术研究和公共政策分析提供数据基础。受清华大学消费金融课题组委托,北京大学中国社会科学调查中心将金融知识列入2014年中国家庭追踪调查的一个子模块——第W部分,该部分共有26个大问题,其中12个问题被用来衡量居民的金融素养,题目见表1第3列。这12个问题按照难易程度被分为初级金融素养(Basic Financial Literacy)和高级金融素养(Advanced Financial Literacy)两大类。表1中的第1~7题衡量的是家庭对最基础的金融知识的掌握情况,第8~12题衡量的是家庭对复杂金融知识的理解,这些问题需要家庭掌握一些金融专业知识才能回答正确。调查向5000户城市居民家庭发放了问卷,最终收回的有效问卷是3916份,回收率接近80%。

中国家庭追踪调查的覆盖面比较广,覆盖了中国除港澳台、新疆、西藏、宁夏等几个地区以外的25个省份。调查采用了多层分类的抽样方法选取调研对象,保证调研的科学性和代表性(Gao等,2015;Li和Wu,2014)。本文数据从以下三个方面体现了数据的可靠性。一是调研本身有很好的质量控制系统。北京大学中国社会科学调查中心通过电话核查、实地核查、录音核查、采访过程回放、数据统计分析等多种方法对调研数据的质量进行事前、事中和事后控制。二是调研做了充分周密的准备。在本次正式调研实施之前,课题组通过预调研发现了问卷设计中存在的一些疏漏,及时进行修正并用于正式调研。三是通过历史数据对调研的准确性进行再次核对。中国家庭追踪调查在2014年之前分别在2010年、2012年进行过两次调研,我们利用三次调研中共同的年龄、教育水平等可推算数据对受访者的回答质量进行分析。如若受访者对于这些客观问题都不能正确回答,则推测其对于其他问题的回答也不会正确,则对该条数据进行剔除。我们发现,在最终收集到的3916份家庭问卷中,仅有两条数据存在这一问题,可见调研数据本身具有一定的准确性。

从表1可以看出,我国居民金融素养的平均水平比较低,平均正确率只有46.45%。12道问题中,正确率最高的是测试投资风险的第6题,有84.6%的受访者回答正确。正确率较高的是第5题和第9题,货币的时间价值和不同投资产品风险比较的正确率都在67%以上。正确率最低的是第11题,有关什么是基金的问题正确率只有12.5%。对于什么是股票的第10题,正确率也只有16.4%。对于问题7哪个银行是决策银行,正确率只有30.5%。从问题的难易程度分组看,初级金融素养问题的正确率略高,平均达到58.47%;高级金融素养问题的平均正确率较低,平均只有30.43%。我们采用居民对问卷中全部12个题目中回答正确的题目的比例,作为居民金融素养的衡量指标(FL)。本文使用的有效样本为3914条,受访者的总体金融素养(FL)的平均值45.7%,中位数为50%。

表 1 居民金融素养问题的回答结果 (单位:%)

	问题序号	题目	正确	不正确	不知道
初级金融素养	1	银行 1 年定期利率	54.0	9.3	36.7
	2	存款到期金额	44.9	31.9	23.2
	3	存款续存金额	50.5	24.2	25.3
	4	货币购买力与通货膨胀	57.6	18.6	23.8
	5	货币的时间价值	67.4	13.7	18.9
	6	投资风险	84.6	5.8	9.6
	7	决策银行	30.5	36.9	32.6
高级金融素养	8	股票投资风险	34.7	23.3	42.0
	9	不同投资产品风险比	67.1	11.0	21.9
	10	购买股票含义	16.4	41.2	42.4
	11	基金描述	12.5	31.6	55.9
	12	股票市场功能描述	28.2	22.1	49.7

我们选用 CFPS 2014 家庭经济问卷中的家庭金融活动的负债行为作为本文的核心被解释变量。一个变量是 Par_i 为哑变量, 表示当家庭有资金缺口时, 是否会选择进行借贷, 也就是衡量家庭是否愿意“参与借贷”。另一个被解释变量 Inf_d_i , 衡量了家庭在不同的借贷渠道之间的偏好。 Inf_d_i 为哑变量, 表示家庭在有借贷意愿的情况下是否偏好选择非正规融资渠道。对于 Par_i 和 Inf_d_i 两个变量, 我们主要通过 CFPS2014 家庭经济问卷中债权债务部分的 T7 问题“首选借款对象”进行衡量, 问题如下:

T7 首选借款对象: 如果您家需要借金额较大的一笔钱(如用于买房、经营周转等), 首选的借钱对象会是谁?(单选题)

1. 亲戚; 2. 朋友; 3. 银行; 4. 非银行正规金融; 5. 民间借贷机构和个人; 6. 任何情况下都不会去借钱

这一问题设置了一个前提就是家庭有借贷的需求。这一前提的设置有助于区分家庭自身资金充足不需要借贷的情况和有借贷需求时没有借贷意愿的情况。

根据家庭对于这一问题的回答, 我们对 Par_i 和 Inf_d_i 两个变量进行赋值。如果家庭选择“任何情况下都不会去借钱”, 说明家庭即使有买房、经营周转等借款需求也没有借款意愿。因此对于这一题目选择这一选项的家庭 $Par_i=0$, 相应的选择 1~5 各个借款渠道的家庭, 在有借款需求时选择了通过不同渠道借贷, 因此这些家庭相应的有 $Par_i=1$ 。

在有借贷需求时愿意借款的家庭中, 如果家庭选择从银行和非银行的正规金融机构借款, 我们认为家庭偏好正规的借贷渠道, 对应的变量 $Inf_d_i=0$ 。反之, 当家庭选择通过亲戚、朋友和民间借贷机构和个人进行借贷时, 我们认为家庭选择了非正规借贷渠道, 对应的变量 $Inf_d_i=1$ 。在有借贷意愿的家庭中, 有 70% 的家庭选择通过非正规渠道进行借贷, 其中亲戚是最主要的借贷对象。

本文还涉及一个描述家庭最终借贷“均衡结果”的变量 Inf_i , 该变量考察了家庭借贷资金的来源。具体来说, 问卷中提供了家庭现有的正规渠道借款额和非正规渠道借款额。基于这两个数据, 如果家庭非正规渠道借贷不为 0, 那么 $Inf_i=1$; 反之如果家庭有借贷且借贷全部来自正规渠道, 那么 $Inf_i=0$ 。此外, 如果家庭没有借贷, 则该变量为空值(此问题

来自对 CFPS 家庭经济问卷债权债务部分的问题 T3、T301、T6 和 T602 的综合整理)。和变量 Inf_d_i 不同的是,这一变量考察的是家庭的最终借贷结果,即家庭最终借到的资金中是否有来自非正规渠道的。而 Inf_d_i 主要衡量了家庭的偏好,但是在均衡条件下,由于借贷供给方的限制,这些偏好可能难以实现。表 2 展示了三个被解释变量的描述性统计。

除了金融素养变量之外,在模型估计中,本文还引入了其他对借贷意愿和借款渠道选择会产生影响的控制变量:一是家庭的基本特征。Crook (2001)、Thaicharoen 等 (2004)、Barslund 和 Tarp (2008) 都在研究中涉及了年龄对于家庭借贷行为的影响。其中 Crook (2001) 更是指出家庭财务负责人的年龄和家庭借贷决策行为产生之间存在关联。此外,陈斌开和李涛 (2011) 在对于中国家庭的借贷行为的研究中也控制了年龄因素。因此,本文在实证研究中也对于家庭财务负责人的年龄进行了控制,并将这个变量定义为 Age ,被调研对象的平均年龄是 50.43 岁。Jabbar 等 (2002)、Thaicharoen 等 (2004) 在研究中考虑了家庭财务负责人的性别对于家庭借贷行为的影响。因此本文在研究中也引入了家庭财务负责人的性别 ($Gender$) 作为控制变量,被调研对象中 45% 是男性。婚姻状况也是影响家庭借贷行为的重要因素。Lusardi 和 Tufano (2015) 在对于借贷行为的研究中考虑并控制了婚姻状态这一变量。本文的研究内容与其具有一定的关联性,因此在实证研究中也引入了是否已婚 ($Married$) 这一哑变量作为控制变量,被调研对象中已婚的比例是 71%。除此之外,本文还考虑了教育水平的影响。Jabbar 等 (2002)、Thaicharoen 等 (2004)、Barslund 和 Tarp (2008) 都指出或者考虑了教育水平对于借贷决策的影响。因此在教育水平方面我们引入了两个哑变量 $High\ School$ 和 $College$ 。其中 $High\ School$ 表示被访者是否接受过高中教育,1 表示接受过。 $College$ 表示被访者是否接受过本科教育,1 表示接受过。被调研对象中接受过高中及以上教育的比例是 48%。

二是家庭的财富和收入。Crook 和 Hochguertel (2005) 在研究中印证了家庭财富对于家庭借贷行为的影响,也为本文中控制相关因素提供了理论依据。在实证检验部分中,本文主要考虑了家庭年收入、是否拥有自营企业和是否拥有房产三个变量。吴卫星等 (2013)、陈斌开和李涛 (2011) 在对于家庭借贷行为的研究中,都考虑了家庭收入的影响。在本文的实证研究中,我们也对家庭的年收入进行了控制,在研究中引入了家庭年收入的自然对数 ($\log(Income)$) 作为控制变量。根据 Crook 和 Hochguertel (2005) 的研究,家庭的借贷行为可能受到家庭是否拥有自营企业的影响。因此本文中引入 $Business_owner$ 这个哑变量,1 表示拥有自营企业,被调研对象中只有 13% 的家庭拥有自己的企业。房产是家庭借贷中的重要抵押品,对于家庭的借贷决策有着重要的影响。Barslund 和 Tarp (2008) 的研究印证了家庭是否拥有房产和土地对于家庭借贷行为的影响。本文中的研究对象为城市居民,根据我国的土地所有制,居民和家庭无法拥有土地,但是可以拥有住房。因此在本文的实证研究中我们引入了家庭是否拥有房产 ($House_owner$) 这一控制变量,76% 的被调研对象拥有自己的房产。

三是家庭借贷历史。Árvai 和 Tóth (2002) 的研究表明家庭的借贷历史对于家庭的借贷决策有影响。因此在实证研究中,我们引入了两个衡量家庭借贷历史的相关变量:拒绝经历 ($Refuse$): 这一变量衡量家庭是否曾经有借款被拒绝的经历,这一变量为哑变量,1 表示曾经被拒绝,如果家庭没有被拒绝过或者没有借贷历史,则该变量取值为 0,只有 4% 的家庭有被拒绝过贷款的经历。家庭现有借款存量 ($Debt_vol$): 本文中引入了家庭剩余贷款量这一变量。在本文的实证研究中,本文使用家庭借款存量的自然对数 ($\log(Debt_vol)$) 作为控制变量。

表 2 变量描述性统计

变量	观测数	均值	标准差
借贷选择			
Par_i	3899	0.84	0.37
Inf_d_i	3272	0.70	0.46
Inf_i	825	0.48	0.50
家庭基本特征			
Age	3876	50.43	14.86
$Gender$	3904	0.45	0.50
$High\ School$	3914	0.38	0.48
$College$	3914	0.10	0.26
$Married$	3914	0.71	0.46
家庭财富和收入			
$\log(Income)$	3838	10.69	1.40
$Business_owner$	3914	0.13	0.33
$House_owner$	3913	0.76	0.43
家庭借贷历史			
$Refuse$	3264	0.04	0.20
$\log(debt_vol)$	3904	2.21	4.35

2. 实证分析

在实证模型上, Cox 和 Jappelli (1993)、Chivakul 和 Chen (2008) 在对于家庭借贷需求和借贷意愿的研究中都采用了分步估计的方法, 也就是先分析家庭是否有借贷需求, 再分析当家庭有借贷需求时家庭的借贷意愿如何。本文在这些研究的基础上, 同样对于家庭的借贷需求和家庭最终借贷的“均衡结果”分步进行分析。

在考虑家庭借贷“需求端”的特征时, 本文分两个步骤考虑家庭借贷决策: 第一步, 家庭根据自身情况决定是否愿意进行借贷。第二步, 如果家庭决定进行融资, 则需要选择具体的融资渠道, 即选择正规融资渠道(银行及其他正规金融机构)或者是非正规融资渠道(亲友或者其他民间借贷机构)。

$$\Pr(Par_i = 1) = \alpha + \beta_0 FL_i + Z'_i \delta_0 + \epsilon_i \quad (1)$$

其中, i 代表家庭的序号, Par_i 为哑变量, 表示当家庭有借贷的需求时, 是否会选择进行借贷, 也就是衡量家庭是否会参与到“借贷市场”中。 FL_i 代表家庭 i 的金融素养, Z_i 代表家庭除了金融素养之外的一些基本的属性(家庭收入、是否有自营企业等等), 以及家庭财务负责人的一些个人属性(性别、年龄等)。 ϵ_i 为残差项。在实证分析中, 我们采用 Probit 回归进行估计。在这一模型中, 参数 β_0 衡量了金融素养对于家庭借贷意愿的影响方向。如果假设 H_{1a} 成立, 也就是金融素养越低的家庭借贷意愿越低, 那么应当是 $\beta_0 > 0$ 。

在家庭选择进行借贷的基础上, 本文希望进一步衡量具有不同金融素养的家庭在正规借贷渠道和非正规借贷渠道之间有这样的选择偏好。估计模型表示为:

$$\Pr(Inf_d_i = 1 | Par_i = 1) = \alpha + \beta_1 FL_i + Z'_i \delta_0 + \epsilon_i \quad (2)$$

其中, i 代表家庭的序号, Inf_d_i 为哑变量, 表示家庭是否偏好非正规融资渠道。在实证分析中, 我们采用 Probit 回归进行估计。在这一模型中参数 β_1 衡量了金融素养对于家庭借贷渠道选择偏好的影响。如果假设 H_{1b} 成立, 也就是金融素养越低的家庭越偏好非正规融资渠道, 那么应当是 $\beta_1 < 0$ 。

除此之外, 本文还希望研究借贷的“均衡结果”, 如果家庭进行了借贷, 那么家庭实际借贷的渠道是什么。对于这一问题采用模型式 (3) 进行估计:

$$\Pr(Inf_i = 1 | Debt_vol_i > 0) = \alpha + \beta_1 FL_i + Z_i^{\beta_0} + \varepsilon_i \quad (3)$$

其中, Inf_i 为衡量家庭现有全部借款中是否有来自非正规渠道借款的哑变量。 $Debt_vol_i > 0$ 为前提条件, 要求家庭已经进行了借贷。模型式 (3) 中其他变量设置和模型式 (2) 相同, 在此不再赘述。在这一部分的实证分析中, 本文采用 Probit 模型进行回归估计。如果假设 H_2 成立, 那么金融素养越低的家庭越可能有来自非正规渠道的借款, 那么应当有 $\beta_2 < 0$ 。

(1) 金融素养与借贷意愿。首先考虑金融素养对家庭借贷意愿的影响, 即当家庭有借贷的需要时, 是否选择借贷。我们采用 Probit 回归模型, 利用式 (1) 进行回归分析, 得出的回归结果如表 3 所示。

回归结果表明, 金融素养的系数显著为正, 且在控制了家庭基本特征、家庭收入和财富状况以及家庭的借贷历史的情况下都是显著为正。表明金融素养越高的家庭, 在有借贷需要的情况下, 越倾向于选择进行借贷。在控制了家庭基本特征、家庭收入和财富状况的条件下, 金融素养对于家庭借贷意愿仍有显著的正向影响。反过来说, 在其他条件相同的情况下, 相比于金融素养较高的家庭, 金融素养较低的家庭, 即使有借款需求, 也更倾向于选择不借贷。这一实证结果支持了假设 H_{1a} , 即金融素养越低的家庭借款意愿越低。

除此之外, 第 (2) 和第 (3) 列的回归结果还表明, 家庭财务负责人的年龄越高, 家庭的借贷意愿越低。这一点验证了 Crook (2001)、Thaicharoen 等 (2004) 等的研究结论。Lusardi 和 Tufano (2015) 的研究中涉及了婚姻状况对于家庭借贷行为的影响。表 3 的实证结果也表明, 家庭财务负责人为已婚时, 当面临借贷需求时, 这些家庭借贷意愿更高。在此基础上, 本文希望研究另一个话题, 即对于那些有借贷意愿的家庭, 金融素养将如何影响家庭的借贷渠道偏好。更为具体地, 本部分研究主要关注家庭在正规借贷渠道 (银行与其他正规金融机构) 与非正规融资渠道 (亲戚、朋友与其他民间借贷结构) 之间如何选择。

表 3 金融素养与家庭借贷意愿回归分析

	(1) <i>Par</i>	(2) <i>Par</i>	(3) <i>Par</i>
<i>FL</i>	1.070*** (0.102)	0.451*** (0.129)	0.405*** (0.132)
<i>Age</i>		-0.0337*** (0.00201)	-0.0333*** (0.00208)
<i>Gender</i>		0.00312 (0.0559)	-4.64e-05 (0.0567)
<i>Married</i>		0.217*** (0.0608)	0.203*** (0.0627)

(续)

	(1) <i>Par</i>	(2) <i>Par</i>	(3) <i>Par</i>
<i>High School</i>		0.0940 (0.0629)	0.0894 (0.0638)
<i>College</i>		0.0860 (0.120)	0.0815 (0.122)
<i>Log (income)</i>			0.0249 (0.0182)
<i>Business _owner</i>			0.123 (0.102)
<i>House _owner</i>			-0.0373 (0.0677)
省份控制变量	No	Yes	Yes
常数项	0.534*** (0.0487)	2.449*** (0.218)	2.183*** (0.295)
样本量	3899	3856	3784

注：*、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 的水平下显著。

(2) 金融素养与渠道选择。我们选取有借贷意愿的家庭，根据式 (2) 采用 Probit 模型进行实证估计，回归结果如表 4 所示。表 4 的回归结果中金融素养变量的系数显著为负，并且在控制了家庭基本特征、家庭收入和财富状况以及家庭的借贷历史的情况下都是显著为负的。这就说明，金融素养越高的家庭越不倾向于选择非正规融资渠道进行借贷，而越倾向于首选正规融资渠道。这一回归结果支持了假设 H_{1b} ，即金融素养越低的家庭越偏好非正规融资渠道。

此外，回归结果还表明，教育水平对于家庭的借贷渠道偏好有着显著的影响。受过高中教育和受过本科教育都降低了家庭偏好非正规融资渠道的概率。Jabbar 等 (2002)、Barslund 和 Tarp (2008) 的研究中都涉及了教育水平对于借贷渠道选择的影响。表 4 的回归结果验证了这些研究中的结论。此外，上述回归结果还表明，借款曾经被拒绝的家庭更偏好非正规融资渠道。Jappelli (1990) 在研究中指出，一些家庭由于曾经遭到银行的拒绝，因此放弃申请银行贷款。根据这一理论，曾经被拒绝的家庭更可能由于被拒绝的经历而担心无法从正规渠道获得借款，从而选择非正规融资渠道借贷。本文的回归结果支持了这一点。

综上所述，在家庭借贷需求方面，从是否有借贷意愿的角度来说，金融素养越低的家庭借贷意愿越低，即在自身资金难以负担支出时，更不倾向于进行借贷。从借贷渠道偏好来说，金融素养越低的家庭越偏好非正规融资渠道。

表 4 金融素养与家庭借贷渠道偏好

	(1) <i>Inf _d</i>	(2) <i>Inf _d</i>	(3) <i>Inf _d</i>	(4) <i>Inf _d</i>
<i>FL</i>	-0.622*** (0.0989)	-0.387*** (0.122)	-0.350*** (0.125)	-0.468*** (0.144)

(续)

	(1) <i>Inf_d</i>	(2) <i>Inf_d</i>	(3) <i>Inf_d</i>	(4) <i>Inf_d</i>
<i>Age</i>		-0.00281 (0.00191)	-0.00298 (0.00197)	-0.00244 (0.00232)
<i>Gender</i>		-0.0212 (0.0494)	-0.0128 (0.0501)	-0.0384 (0.0575)
<i>Married</i>		-0.187*** (0.0568)	-0.145** (0.0584)	-0.170** (0.0675)
<i>High School</i>		-0.142** (0.0556)	-0.148*** (0.0566)	-0.200*** (0.0644)
<i>College</i>		-0.421*** (0.0880)	-0.428*** (0.0903)	-0.381*** (0.104)
<i>Log (income)</i>			-0.0115 (0.0195)	-0.00450 (0.0231)
<i>Business_owner</i>			-0.180** (0.0703)	-0.220*** (0.0776)
<i>House_owner</i>			-0.154** (0.0604)	-0.168** (0.0693)
<i>Refuse</i>				-0.690*** (0.116)
省份控制变量	No	Yes	Yes	Yes
常数项	0.820*** (0.0536)	0.944*** (0.187)	1.166*** (0.281)	1.463*** (0.357)
样本量	3272	3236	3178	2552

注：同表3。

(3) 金融素养与非正规融资。进一步考虑家庭借贷“均衡结果”，即金融素养对家庭融资最终使用的资金渠道的影响。首先，本文考虑金融素养和家庭是否有非正规渠道借款的关系。使用 Probit 模型并根据式(3)进行回归，回归结果如表5所示。

被解释变量均为 Inf_i ，即如果家庭现在有借贷，那么借贷中是否包含来自非正规渠道的资金（非正规渠道包括来自亲友的资金，也包括来自于民间非正规借贷机构和个人的资金）。根据表5的回归结果，金融素养变量对应的系数均显著为负，即使控制了家庭基本特征、家庭财富和收入以及家庭借贷历史，这一结果仍旧是显著的。这说明随着金融素养的提高，家庭更不可能有非正规渠道的借贷。反之，金融素养越低的家庭，家庭借贷中越可能有非正规渠道借款。这支持了假设 H_2 。

此外，回归结果还表明，拥有住房 (*House_owner*) 的家庭的非正规融资概率更低，这与 Barslund 和 Tarp (2008) 的研究结果一致。住房变量显著的原因可能有两个，一是这些家庭的财富更多，金融素养更高，知道更好地使用金融工具；二是拥有住房的家庭更可能有住房贷款，他们通过房贷了解了正规金融借贷渠道，不会从非正规金融渠

道借款。

综上所述，从借贷渠道偏好来说，金融素养越低的家庭越偏好非正规融资渠道。

表 5 金融素养与家庭非正规渠道使用

	(1) <i>Inf</i>	(2) <i>Inf</i>	(3) <i>Inf</i>	(4) <i>Inf</i>
<i>FL</i>	-0.788*** (0.192)	-0.681*** (0.235)	-0.590** (0.250)	-0.447* (0.258)
<i>Age</i>		-0.000316 (0.00428)	0.00172 (0.00448)	0.00190 (0.00469)
<i>Gender</i>		0.0157 (0.0937)	0.00105 (0.0973)	-0.0387 (0.100)
<i>Married</i>		0.139 (0.108)	0.254** (0.114)	0.246** (0.118)
<i>High School</i>		-0.166 (0.102)	-0.129 (0.106)	-0.128 (0.109)
<i>College</i>		-0.366* (0.192)	-0.280 (0.197)	-0.397* (0.208)
Log (<i>income</i>)			-0.0560 (0.0350)	-0.0442 (0.0372)
<i>Business_owner</i>			0.0658 (0.122)	0.0408 (0.128)
<i>House_owner</i>			-0.775*** (0.117)	-0.817*** (0.121)
<i>Refuse</i>				0.0809 (0.169)
Log (<i>debt_vol</i>)				0.00329 (0.0306)
省份控制变量	No	Yes	Yes	Yes
常数项	0.303*** (0.0950)	0.259 (0.457)	0.988* (0.587)	0.997 (0.669)
样本量	825	818	797	754

注：同表 3。

(4) 非正规融资的原因。我们希望从金融素养对家庭非正规融资行为产生影响的机制进行分析。根据现有文献，金融素养可能从家庭借贷需求和正规借贷机构借贷供给两个角度影响家庭最终的借贷渠道。简要来说，早期的文献多数认为家庭选择非正规融资渠道是由于在正规渠道融资遭到了拒绝，即遭遇了供给端“信贷约束”（Stiglitz 和 Weiss，1981；Hoff 和 Stiglitz，1993）。而金融素养较低的家庭由于更难实现财富积累（Hilgert 等，2003），信用记录较差（Gerardi 等，2010）以及债务累积（Lusardi 和 Tufano，2015）等，相较于同等条件下的金融素养较高的家庭，更可能在向正规机构申请贷款时遭到拒绝。宋全云等

(2017) 在研究中发现, 金融素养较高的家庭的银行贷款申请更可能获得批准。

但是, 近年来也有文献指出, 家庭的非正规融资行为可能是由需求驱动的 (Barham 等, 1996; Kochar, 1997; Boucher 等, 2008)。从金融素养的角度分析, 金融素养较低的家庭更可能难以正确理解正规融资渠道提供的融资产品 (Bendig 等, 2009; Servon, 2015), 也可能由于对产品的错误认知难以做出最优选择 (Campbell 等, 2011; Lusardi 和 Tufano, 2015)。

基于这些研究, 本文希望验证金融素养对家庭融资渠道的影响究竟是由正规渠道对金融素养较低家庭的“信贷约束”产生的, 还是由需求端推动的。首先考虑供给端, 金融素养更低的家庭是否相比于同等条件下金融素养更高的家庭更可能遭遇“信贷约束”, 即被正规金融机构拒绝。为了对这一问题进行分析, 我们将家庭是否在向正规金融机构借款时被拒绝过 ($Refuse_i$), 家庭是否在向银行贷款时被拒绝过 ($Refuse_bank_i$) 作为被解释变量。在中国家庭追踪调查中有两个涉及可以知道家庭的借款是否被拒绝过和被谁拒绝过 (参见 CFPS2014 家庭经济问卷的问题 FT8 和 FT801)。

FT8 “借款被拒经历” 您家借钱金额较大时 (例如用于买房、经营周转等), 有没有被拒绝的经历?

1. 有 (继续回答 T801); 2. 没有

FT801 “被谁拒绝” 都被谁拒绝过? (可多选)

1. 亲戚; 2. 朋友; 3. 银行; 4. 非银行正规金融机构; 5. 民间借贷机构和个人

若被调研人在 FT8 中选了 1, 且在 FT801 中选择了 3 或者 4, 则表明他曾经出现过借款被正规金融机构拒绝, 变量 ($Refuse_i$) 取值为 1, 否则变量取值为 0。若被调研人在 FT8 中选了 1, 且在 FT801 中只选择了 3, 则表明他曾经出现过借款被银行拒绝, 变量 $Refuse_bank_i$ 取值为 1, 否则变量取值为 0。以上两个变量为被解释变量, 以金融素养作为主要的解释变量进行回归分析 (见表 6)。如果金融素养较低的家庭是由于被正规金融渠道拒绝而被“挤出”正规融资渠道, 因而不得不选择非正规融资渠道的, 那么相对于金融素养较高的家庭, 这些家庭在借款时更可能遭到过银行等正规金融机构的拒绝。相应地, 金融素养的回归系数应当为负。

表 6 金融素养影响渠道分析: 供给端约束

	(1) $Refuse_bank$	(2) $Refuse_bank$	(3) $Refuse$	(4) $Refuse$
FL	0.138 (0.174)	0.288 (0.237)	0.128 (0.174)	0.268 (0.236)
Age		-0.00612 (0.00409)		-0.00668 (0.00409)
$Gender$		0.254*** (0.0944)		0.264*** (0.0942)
$Married$		0.142 (0.113)		0.154 (0.113)
$High\ School$		0.0745 (0.103)		0.0639 (0.103)

(续)

	(1) <i>Refuse_bank</i>	(2) <i>Refuse_bank</i>	(3) <i>Refuse</i>	(4) <i>Refuse</i>
<i>College</i>		-0.234 (0.191)		-0.243 (0.191)
<i>Log (income)</i>		-0.0195 (0.0367)		-0.0194 (0.0367)
<i>Business_owner</i>		0.199* (0.111)		0.215** (0.110)
<i>House_owner</i>		0.0482 (0.114)		0.0290 (0.113)
<i>Log (debt_vol)</i>		0.0472*** (0.00843)		0.0461*** (0.00840)
省份控制变量	No	Yes	No	Yes
常数项	-1.681*** (0.0942)	-1.746*** (0.564)	-1.672*** (0.0939)	-1.711*** (0.563)
样本量	2627	2552	2627	2552

注：同表 3。

由表 6 的结果可见，金融素养对应的系数不显著，同时数值为正。这说明金融素养较低的家庭并没有在正规渠道遭到更多的拒绝。也就是说，实证结果并不能支持金融素养较低的家庭是由于供给端的“约束”而被挤出正规融资渠道的。从家庭借贷需求的角度考虑，表 4 的回归结果表明，从需求角度来看，金融素养较低的家庭更偏好非正规融资渠道。在这一部分中，本文希望在这一实证结果的基础上更进一步，为金融素养较低的家庭对非正规融资渠道的偏好的原因提供实证支持。

已有文献指出，金融素养可以影响家庭获取金融信息和理解金融信息的能力（Vissing-Jørgensen 和 Attanasio, 2003）。在家庭借贷行为的研究中，也有研究指出金融素养较低的家庭可能难以正确理解产品（Bendig 等, 2009; Servon, 2015）。同时，家庭的产品偏好可能是由于信息不足导致的，如果给家庭提供更多的信息，帮助他们做比较，那么他们可能会变更产品选择（Bertrand 和 Morse, 2011）。也就是说，金融素养可能通过影响家庭的信息处理能力，从而从需求端影响家庭的融资偏好。基于此，本文希望考察金融素养较低的家庭在处理金融产品信息的能力方面是否存在问题。在“中国城市居民家庭消费金融调查”中有三个涉及家庭金融产品信息收集和处理的问題（参见 CFPS2014 家庭经济问卷的问題 W1907、W25 和 W26）。

W1907 选择金融产品模式：您在选择金融产品时会收集产品信息并比较各类产品。

1. 完全不符合；2. 比较不符合；3. 一般符合；4. 比较符合；5. 完全符合

W25 广告项目投资选择：如果有广告宣称有一个年收益 50% 的投资项目，您会投资吗？

1. 会；2. 不会；3. 详细了解投资项目的內容再决定

W26 介绍项目投资选择：如果关系非常好的亲友告诉您有一个年收益 50% 的投资项目，您会投资吗？

1. 会；2. 不会；3. 详细了解投资项目的内容再决定

以被访家庭对于这三个问题的回答情况作为被解释变量，以金融素养为主要的解释变量进行回归分析。回归结果如表7所示。表7的第(1)列被解释变量为被访者对“选择金融产品模式”这一题目回答的数值。第(2)列被解释变量为被访家庭对“广告项目选择”这一题目回答的情况，如果家庭选择3，即详细了解投资内容，说明家庭会主动收集信息而不是盲目地相信或者否定，同时该变量取值为1，反之取值为0。相似地，第(3)列被解释变量为对“亲友推荐项目选择”题目回答情况，若家庭选择3，则变量取值为1，反之为0。

由表7的回归结果可见，金融素养越高的家庭越倾向于在选择金融产品时收集和比较产品信息，同时在面对广告和亲友的推荐时更多地了解产品的信息。这些实证结果表明，金融素养更高的家庭在面对金融产品时，具有更强的信息收集意识，而金融素养较低的家庭则在金融信息收集和处理方面较弱。这一方面可能导致家庭难以获取正规渠道融资产品的信息，因此对于正规融资渠道能够提供的融资服务不够了解；另一方面可能导致家庭在面对非正规渠道融资产品时选择盲目相信，而不进行详细分析。值得注意的是，亲戚朋友是非正规融资渠道的重要组成部分，部分非正规民间融资平台也是通过亲戚朋友这一渠道进行推广的。因此，如果家庭缺乏足够的金融信息处理能力，很可能盲目地选择非正规融资渠道进行借贷。基于以上分析，这一实证结果从一定程度上验证了金融素养通过影响家庭金融信息处理能力，从而影响家庭融资渠道偏好的这一可能。

综上所述，从金融素养对家庭的非正规融资行为的潜在影响机制来看，实证结果不能支持金融素养较低的家庭是从供给端被“挤出”正规融资渠道的，相反金融素养对家庭非正规融资行为的影响可能来自需求端，金融素养较低的家庭可能是由于其收集和处理金融信息的能力较弱，而盲目选择非正规融资渠道的。

表7 金融素养影响渠道分析：金融产品信息处理

	(1) 选择金融产品模式	(2) 广告项目选择	(3) 亲友推荐项目选择
<i>FL</i>	1.127*** (0.119)	0.450*** (0.126)	0.723*** (0.119)
<i>Age</i>	-0.00872*** (0.00181)	-0.0241*** (0.00203)	-0.0300*** (0.00193)
<i>Gender</i>	0.0174 (0.0480)	0.0171 (0.0509)	0.00257 (0.0480)
<i>Married</i>	0.0910* (0.0550)	-0.0213 (0.0584)	-0.00318 (0.0554)
<i>High School</i>	0.120** (0.0533)	0.0755 (0.0572)	0.0456 (0.0536)
<i>College</i>	-0.00527 (0.0850)	0.0122 (0.0920)	-0.0815 (0.0873)
<i>Log (income)</i>	0.0370* (0.0196)	0.0310 (0.0221)	0.0373* (0.0203)

(续)

	(1) 选择金融产品模式	(2) 广告项目选择	(3) 亲友推荐项目选择
<i>Business_owner</i>	0.0257 (0.0706)	0.0212 (0.0720)	0.125* (0.0677)
<i>House_owner</i>	0.0310 (0.0570)	0.0176 (0.0608)	-0.0499 (0.0570)
省份控制变量	Yes	Yes	Yes
常数项	2.504*** (0.276)	-0.295 (0.302)	-0.000278 (0.284)
样本量	3003	3788	3786

注：同表 3。

(5) 稳健性检验。对于上述实证结果，在这一部分中希望通过以下几种方式对于其稳健性进行检验。首先，利用不同的金融素养衡量方式重新进行估计；其次，考虑不同的样本子群体。

在前述实证部分，我们采用调查问卷中全部 12 个题目中回答正确的题目的比例作为金融素养的衡量值。为了避免由于金融素养衡量方式所带来的影响，在这一部分中，我们希望采用不同的金融素养衡量方法对于实证结果进行重新估计。Lusardi 和 Tufano (2015) 在研究金融素养与家庭借贷行为的过程中，用三个衡量债务相关知识的题目定义了“债务素养”(Debt Literacy)，并证实了“债务素养”与家庭借贷行为的联系。本文的研究内容与 Lusardi 和 Tufano (2015) 具有一定的关联性，因此我们参照其中对于“债务素养”的定义，采用另外一种金融素养的衡量方式对于实证结果进行重新估计。具体来说，在衡量金融素养的 12 个题目中，我们选取了关于利率计算、通胀等直接影响家庭借贷决策的题目，并依据这些题目的回答情况计算出债务素养（回归中用 *Debt_literacy* 表示）。这些题目包括：银行 1 年定期利率、存款到期金额、存款续存金额、货币购买力与通货膨胀以及货币的时间价值。而 *Debt_literacy* 则表示这五个题目中受访者回答正确的数目。

在这一部分中，我们利用债务素养 (*Debt_literacy*) 作为金融素养变量，对金融素养和家庭借贷意愿、家庭借贷渠道选择的影响进行实证分析，回归结果如表 8 所示。

根据表 8 中的回归结果，借贷素养对于家庭的借贷意愿有着正向的作用，且这一影响是显著的 [第 (1) 和第 (2) 列]。此外，结果还表明，借贷素养越高的家庭也越偏好正规渠道进行借贷 [第 (3) 和第 (4) 列]。同时从最终借贷渠道上来看，金融素养越低的家庭越倾向于有非正规借贷 [第 (5) 和第 (6) 列]。这和实证部分中汇报的回归结果是一致的。因此，表 8 中的回归结果表明，即使变更金融素养的衡量方式，实证部分得出的结论仍旧是稳健的。

表 8 稳健性检验：金融素养的不同衡量方式

	(1) <i>Par</i>	(2) <i>Par</i>	(3) <i>Inf_d</i>	(4) <i>Inf_d</i>	(5) <i>Inf</i>	(6) <i>Inf</i>
<i>Debt_literacy</i>	0.127*** (0.0148)	0.0457** (0.0183)	-0.0645*** (0.0147)	-0.0136 (0.0174)	-0.461*** (0.139)	-0.365** (0.170)

(续)

	(1) <i>Par</i>	(2) <i>Par</i>	(3) <i>Inf_d</i>	(4) <i>Inf_d</i>	(5) <i>Inf</i>	(6) <i>Inf</i>
<i>Age</i>		-0.0340*** (0.00205)		-0.00197 (0.00195)		0.00210 (0.00447)
<i>Gender</i>		0.0111 (0.0563)		-0.0323 (0.0496)		-0.0171 (0.0961)
<i>Married</i>		0.203*** (0.0627)		-0.151*** (0.0583)		0.259** (0.114)
<i>High School</i>		0.104* (0.0632)		-0.182*** (0.0558)		-0.146 (0.105)
<i>College</i>		0.112 (0.121)		-0.491*** (0.0883)		-0.324* (0.193)
<i>Log (income)</i>		0.0271 (0.0181)		-0.0172 (0.0195)		-0.0605* (0.0349)
<i>Business_owner</i>		0.123 (0.102)		-0.184*** (0.0703)		0.0669 (0.122)
<i>House_owner</i>		-0.0340 (0.0677)		-0.158*** (0.0603)		-0.779*** (0.117)
省份控制变量	No	Yes	No	Yes	No	Yes
常数项	0.663*** (0.0444)	2.242*** (0.293)	0.705*** (0.0486)	1.074*** (0.281)	0.192** (0.0833)	0.975* (0.587)
样本量	3899	3784	3272	3178	825	797

注：同表3。

四、研究结论与政策建议

本文研究了金融素养对于家庭金融行为的影响，具体来说金融素养对借贷行为的两个方面影响。一是从需求端来看，金融素养对借贷意愿和渠道偏好的影响；二是从借贷均衡结果来看，金融素养对家庭实际借款行为的影响。本文基于清华大学消费金融课题组于2014年在全国范围内开展的中国城市居民家庭消费金融调查，收集了居民的金融素养和金融行为数据，通过实证分析，发现了如下结果：第一，从家庭的借贷需求来看，金融素养低的家庭借贷意愿也较低。即使有借贷需求，与金融素养较高的家庭相比，金融素养低的家庭更可能选择不借款。第二，在借贷渠道偏好方面，金融素养较低的家庭更偏好从非正规金融机构借款。当有借贷需求时，金融素养较低的家庭更偏好从亲戚朋友、民间机构处借款，而不是从商业银行等正规金融机构借款。第三，从家庭借贷的均衡结果来看，金融素养低的家庭更可能有非正规融资。在有借款的家庭中，金融素养低的家庭更可能有非正规金融机构借款。第四，非正规融资的原因分析表明，供给端的金融机构信贷约束不能很好地解释家庭的非正规融资行为，需求端的金融素养缺乏能更好地解释家庭非正规融资行为。金融素养较低的家庭由于对金融信息的处理能力较弱，不了解和不能正确使用金融工具，导致他们更可能从非正

规金融机构融资。

传统经济学理论认为借贷能够帮助家庭平滑收入，在收入较低的阶段，家庭可以通过借贷的方式提升效用。然而借贷这一问题对中国家庭又有另外的意义。对于借贷，中国家庭的观念相对保守。在民间谚语中就有“无债一身轻”“债是一根无头刺，解不开它捆死人”等关于中国家庭借贷观念的描述。这些谚语着重强调了借贷的风险特征，而忽略了借贷可能给家庭带来的效用提升。从家庭本身来说，根据生命周期理论和永久收入理论，放弃借贷可能意味着放弃了最大化家庭福利的机会。从宏观层面来说，家庭借贷意愿不足是从需求方面产生的“金融抑制”。从借贷供给方面，我国从经济总量上来看虽然处于第二的位置，但是我国金融行业的发展相比于成熟市场国家仍有一定差距，以商业银行为主体的金融体系对于小微企业和家庭的融资需求反应不足，“融资难、融资贵”仍旧是摆在中小企业和家庭面前的障碍。

相比于商业银行等正规金融融资渠道，民间借贷等非正规融资渠道表面上看有一定的优势。一方面是非正规渠道借款手续简单、融资效率高。非正规渠道进行借款大部分是通过口头约定完成，相比之下正规融资渠道的借贷手续则非常复杂。通过非正规渠道进行融资，借款人能够更快获得贷款，具有更高的贷款效率。另一方面是非正规融资渠道中不仅亲戚朋友这一渠道依附于个人的社会关系，民间融资平台等借贷渠道也往往依靠特定群体形成的社会关系网络运行，非正规融资渠道能够发挥亲缘和社会关系，降低信息不对称性。但是，非正规融资渠道的劣势也很明显。一是从亲戚或者朋友处借款，虽然往往不需要支付利息或者只有很低的利息，但是潜在的义务和责任也不低，能够借到的金额也有限，不一定能够满足实际需求；二是如果从民间借贷机构借款，需要付出较高的借款利率，如果借款人金融知识不足，还很容易受到金融欺诈，遭受更大的损失。

党的十九大提出，决胜全面建成小康社会，必须打赢三大攻坚战，其中一项重要内容是防范化解重大风险。习近平总书记强调指出，打好防范化解重大风险攻坚战，重点是防控金融风险。家庭金融风险作为金融风险的一个重要组成部分，不容忽视，基于本文的实证研究结果，我们提出如下建议：一是继续加强居民金融教育，提高居民对金融的认知，让金融更好地为居民服务。本文发现，我国居民的金融素养仍然非常低，一半以上家庭金融知识问题的正确率不超过50%，他们缺乏对金融知识的基本理解和认知，很多人不知道什么是股票和基金。授之以鱼不如授之以渔，居民是金融决策的最终决定者，只有提高他们的金融知识水平，才可能在防范金融风险基础上，提高金融对家庭的效用。建议加快推进国家金融教育战略的实施，将金融教育列入基础教育，提高居民的金融素养。二是加强对非法金融活动的打击力度，保护居民的金融权益。近年来，非法集资骗局、金融电信诈骗、套路贷等涉及金融欺诈案件高发，给居民财富造成较大的损失。虽然我国司法系统加强了对非法金融行为的打击，对民间借贷陆续颁布了多项规章制度，但更多的是亡羊补牢。我们需要防微杜渐，从源头控制非法金融案件的发生。三是加强对金融机构的规范性管理。金融机构有意无意之间，从最大可能保护自己的利益出发，将金融合同做得晦涩难懂。由于不能理解复杂的金融合同，导致很多居民不愿意从金融机构借款。此外，也有金融机构会偷换概念，误导甚至是欺骗消费者。例如，有些金融机构会将消费贷款的年利率表述为日利率或者日还款金额，让消费者误以为贷款利率很低，诱导和欺骗消费者去贷款。四是加强对弱势群体的保护。例如，收入较低的家庭往往金融素养也较低，更可能做出不合理的借贷决策，这些家庭对于借贷损失风险的承受能力也更低，一旦遭遇风险则可能陷入更大的困境。我们需要对弱势群体

参与金融市场给予一定的保护，一方面给予他们借贷的可得性和便利，鼓励他们参与金融市场，另一方面帮助他们做好风险防范，让金融更好地帮助他们。

参 考 文 献

- [1] Árvai Z , Tóth J. I. , 2002, *Liquidity Constraints and Consumer Impatience* [A], in Charemza W. W. , Strzała K. (eds.) , *East European Transition and EU Enlargement* [C], Heidelberg: Physica-Verlag.
- [2] Barham B. L. , Boucher S. , Carter M. R. , 1996, *Credit Constraints, Credit Unions, and Small-Scale Producers in Guatemala* [J], *World Development*, 24 (5), 793~806.
- [3] Barslund M. , Tarp F. , 2008, *Formal and Informal Rural Credit in Four Provinces of Vietnam* [J], *Journal of Development Studies*, 44 (4), 485~503.
- [4] Bendig M. , Giesbert L. , Steiner S. , 2009, *Savings, Credit and Insurance: Household Demand for Formal Financial Services in Rural Ghana* [R], GIGA Working Papers, No. 94.
- [5] Bertrand M. , Morse A. , 2011, *Information Disclosure, Cognitive Biases, and Payday Borrowing* [J], *Journal of Finance*, 66 (6), 1865~1893.
- [6] Boucher S. R. , Carter M. R. , Guirkinger C. , 2008, *Risk Rationing and Wealth Effects in Credit Markets: Theory and Implications for Agricultural Development* [J], *American Journal of Agricultural Economics*, 90 (2), 409~423.
- [7] Campbell J. Y. , 2006, *Household Finance* [J], *Journal of Finance*, 61 (4), 1553~1604.
- [8] Campbell J. Y. , Jackson H. E. , Madrian B. C. , Tufano P. , 2011, *Consumer Financial Protection* [J], *Journal of Economic Perspectives*, 25 (1), 91~114.
- [9] Chivakul M. , Chen K. , 2008, *What Drives Household Borrowing and Credit Constraints? Evidence from Bosnia and Herzegovina* [R], IMF Working Papers, No. 08/202.
- [10] Cheng E. , 2007, *The Demand for Microcredit as a Determinant for Microfinance Outreach-Evidence from China* [J], *Savings and Development*, 31 (3), 307~334.
- [11] Cox D. , Jappelli T. , 1990, *Credit Rationing and Private Transfers: Evidence from Survey Data* [J], *Review of Economics and Statistics*, 72 (3), 445~454.
- [12] Cox D. , Jappelli T. , 1993, *The Effect of Borrowing Constraints on Consumer Liabilities* [J], *Journal of Money, Credit and Banking*, 25 (2), 197~213.
- [13] Crook J. , 2001, *The Demand for Household Debt in the USA: Evidence from the 1995 Survey of Consumer Finance* [J], *Applied Financial Economics*, 11 (1), 83~91.
- [14] Crook J. , Hochguertel S. , 2005, *Household Debt and Credit Constraints: Evidence from OECD Countries* [R], Working Paper Series, No. 05/02, University of Edinburgh Management School.
- [15] Disney R. , Gathergood J. , 2013, *Financial Literacy and Consumer Credit Portfolios* [J], *Journal of Banking & Finance*, 37 (7), 2246~2254.
- [16] Friedman M. , 1957, *The Permanent Income Hypothesis* [A], in Friedman M. (ed.) , *A Theory of The Consumption Function* [C], Princeton: Princeton University Press.
- [17] Gao Q. , Wu S. , Zhai F. , 2015, *Welfare Participation and Time Use in China* [J], *Social Indicators Research*, 124 (3), 863~887.
- [18] Von Gaudecker H. M. , 2015, *How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice?* [J], *Journal of Finance*, 70 (2), 489~507.
- [19] Gerardi K. , Goette L. , Meier S. , 2010, *Financial Literacy and Subprime Mortgage Delinquency: Evidence from a Survey Matched to Administrative Data* [R], Federal Reserve Bank of Atlanta Working Paper Series, No. 2010~10.
- [20] Hall R. E. , Mishkin F. S. , 1982, *The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households* [J], *Econometrica: Journal of the Econometric Society*, 50 (2), 461~

481.

[21] Hayashi F. , 1985, *The Effect of Liquidity Constraints on Consumption: A Cross-Sectional Analysis* [J], *Quarterly Journal of Economics*, 100 (1), 183~206.

[22] Hilgert M. A. , Hogarth J. M. , Beverly S. G. , 2003, *Household Financial Management: The Connection Between Knowledge and Behavior* [J], *Federal Reserve Bulletin*, 89 (7), 309~322.

[23] Hoff K. , Stiglitz J. , 1993, *Imperfect Information and Rural Credit Markets: Puzzles and Policy Perspectives* [A], in Hoff K. , Braverman A. , Stiglitz J. (eds.), *The Economics of Rural Organization: Theory, Practice and Policy* [C], Washington: Oxford University Press.

[24] Hung A. , Parker A. M. , Yoong J. , 2009, *Defining and Measuring Financial Literacy* [R], RAND Working Paper Series, WR-708.

[25] Jabbar M. A. , Ehui S. K. , Von Kaufmann R. , 2002, *Supply and Demand for Livestock Credit in Sub-Saharan Africa: Lessons for Designing New Credit Schemes* [J], *World Development*, 30 (6), 1029~1042.

[26] Jappelli T. , 1990, *Who is Credit Constrained in the US Economy?* [J], *Quarterly Journal of Economics*, 105 (1), 219~234.

[27] Jappelli T. , Pagano M. , 1988, *Liquidity-Constrained Households in an Italian Cross-Section* [R], CEPR Discussion Papers, No. 257.

[28] Kochar A. , 1997, *An Empirical Investigation of Rationing Constraints in Rural Credit Markets in India* [J], *Journal of Development Economics*, 53 (2), 339~371.

[29] Li L. , Wu X. , 2014, *Housing Price and Entrepreneurship in China* [J], *Journal of Comparative Economics*, 42 (2), 436~449.

[30] Lusardi A. , Mitchell O. S. , 2011, *Financial literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing* [R], NBER Working Paper, No. 17078.

[31] Lusardi A. , Tufano P. , 2015, *Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness* [J], *Journal of Pension Economics & Finance*, 14 (4), 332~368.

[32] Modigliani F. , Brumberg R. H. , 1954, *Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-section Data* [A], in Kurihara K. (ed.), *Post-Keynesian Economics* [C], New Brunswick: Rutgers University Press.

[33] Moore D. L. , 2003, *Survey of Financial Literacy in Washington State: Knowledge, Behavior, Attitudes, and Experiences* [M], Washington D. C. : Washington State Department of Financial Institutions.

[34] Mottola G. R. , 2013, *In Our Best Interest: Women, Financial Literacy, and Credit Card Behavior* [J], *Numeracy*, 6 (2), 4.

[35] Servon L. , 2015, *Three Reasons Why People Don't Use Banks* [J], *The Standard Newsletter Archive*, Q4.

[36] Stiglitz J. E. , Weiss A. , 1981, *Credit Rationing in Markets with Imperfect Information* [J], *American Economic Review*, 71 (3), 393~410.

[37] Thaicharoen Y. , Ariyapruchya K. , Chucherd T. , 2004, *Rising Thai Household Debt: Assessing Risks and Policy Implications* [R], Monetary Policy Group Working Paper, No. 2004-01, Bank of Thailand.

[38] Utkus S. P. , Young J. A. , 2010, *Financial Literacy and 401 (K) Loans* [J], Pension Research Council Working Paper, No. 2010-28.

[39] Van Rooij M. , Lusardi A. , Alessie R. , 2011, *Financial Literacy and Stock Market Participation* [J], *Journal of Financial Economics*, 101 (2), 449~472.

[40] Vissing-Jørgensen A. , Attanasio O. P. , 2003, *Stock-market Participation, Intertemporal Substitution, and Risk-aversion* [J], *American Economic Review*, 93 (2), 383~391.

[41] Xie Y. , Hu J. , 2014, *An Introduction to the China Family Panel Studies (CFPS)* [J], *Chinese Sociological Review*, 47 (1), 3~29.

- [42] Zeldes S. P., 1989, *Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation* [J], *Journal of Political Economy*, 97 (2), 305~346.
- [43] 陈斌开、李涛:《中国城镇居民家庭资产——负债现状与成因研究》[J],《经济研究》2011年第S1期。
- [44] 宋全云、吴雨、尹志超:《金融知识视角下的家庭信贷行为研究》[J],《金融研究》2017年第6期。
- [45] 王正位、邓颖惠、廖理:《知识改变命运:金融知识与微观收入流动性》[J],《金融研究》2016年第12期。
- [46] 尹志超、宋全云、吴雨、彭嫦燕:《金融知识、创业决策和创业动机》[J],《管理世界》2015年第1期。
- [47] 吴卫星、徐芊、白晓辉:《中国居民家庭负债决策的群体差异比较研究》[J],《财经研究》2013年第3期。
- [48] 吴卫星、吴锬、王璘:《金融素养与家庭负债——基于中国居民家庭微观调查数据的分析》[J],《经济研究》2018年第1期。

Quantitative Analysis of Financial Literacy and Activities of Chinese Residents

Liao Li¹ Chu Zhong² Zhang Weiqiang¹

(1. PBC School of Finance, Tsinghua University; 2. CITIC Group)

Research Objectives: To explore the influence of residents' financial literacy on financial activities. **Research Methods:** In a nationwide sample survey, residents' financial literacy, willingness to borrow and choice of financing channels are selected for empirical analysis. **Research Findings:** Firstly, financial literacy has a significant impact on the willingness to borrow. Families with lower financial literacy are more reluctant to borrow. Secondly, financial literacy has a significant impact on the choice of lending channels. Higher financial literacy families are more likely to choose from formal financing channels (such as commercial banks), while lower financial literacy households prefer informal financing channels. Thirdly, financial literacy has a significant impact on informal financing. Lower financial literacy families are more likely to have debt which are from non-financial institutions. Lastly, the reasons why households choose informal financing are more likely to come from lack of financial knowledge than from the credit constraints of financial institutions. **Research Innovations:** Enrich the study of the influence of existing financial literacy on financial behavior. **Research Value:** It is helpful to the formulation and implementation of Chinese financial education strategy.

Key Words: Financial Literacy; Borrowing Will; Financing Channel; Financial Education; Consumer Finance

JEL Classification: D12; E2; G0

(责任编辑:焦云霞)