

金融素养视角下家庭财务脆弱性问题研究

李建勇 彭 倩 黄宇虹

〔摘要〕 负债和流动性资产配置是家庭的重要经济决策。我国家庭负债的持续攀升导致13.5%的居民家庭具有财务脆弱特征。本文以2015年中国家庭金融调查数据为样本,分析居民金融素养对家庭财务脆弱性的作用效果。机制分析表明,金融素养的提高会显著降低家庭财务脆弱性;金融素养的作用效果表现为风险转移效应、风险分散效应和流动性效应;家庭可以通过购买商业保险、投资组合分散化和信贷约束缓解等理性行为来避免陷入财务困境。此外,受教育程度较高、经济发达的东部地区、城镇家庭的金融素养对财务脆弱性有更大影响。推动金融教育纳入国民教育体系,提升全民金融素养水平,能够更好地引导家庭适度和合理地负债,有效降低家庭财务脆弱性。

〔关键词〕 金融素养;财务脆弱性;信贷约束;投资组合分散化

〔中图分类号〕 F830.9 〔文献标识码〕 A 〔文章编号〕 1000-4769 (2021) 05-0024-09

一、引言

随着家庭债务总量持续攀升、债务结构不合理和流动性资产配置严重不足,家庭债务问题已成为我国经济高质量发展和健康运行的重大隐患。统计数据显示,我国家庭部门的杠杆率在2018年末已达到60.4%,远高于发展中国家的平均水平。^①债务的结构性问题和负债集中化现象突出:2018年家庭新增住房贷款中,多套房住房贷款占比达65.9%^②,且2019年居民家庭房贷占总负债的75.9%,负债最高20%家庭承担总样本家庭债务的61.4%;家庭的金融资产如股票、基金等配置比例仅为20.4%^③,流动性资产匮乏。此外,在2020年新冠疫情冲击下,家庭收入缩水,中低财富家庭需要足够的流动性缓冲来度过全球经济震荡时期。因此,在当前国内经济下行压力加大,严防系统性金融风险发生的背景下,密切关注家庭债务的可持续性,防范由家庭债务风险引致家庭部门财务脆弱性加剧,对于实现稳增长与防风险的动态平衡具有重大意义。

通常来说,适度负债有助于家庭实现跨期效用最大化,而过度负债将加重家庭债务负担,导致家庭

〔基金项目〕 教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“我国证券投资者教育的效率分析与制度建构——基于系统效率视角的实证分析”(13JJD790024);教育部社会科学青年基金项目“城镇化视角下土地经营权流转对农户资产配置的影响研究”(18YJC790057)

〔作者简介〕 李建勇,西南财经大学中国金融研究中心教授、博士生导师;

彭 倩,西南财经大学中国金融研究中心博士研究生;

黄宇虹,西南财经大学中国金融研究中心副教授、博士生导师,四川 成都 611130。

陷入经济困境，出现财务脆弱。家庭的债务安排具有一定复杂性，不仅需要家庭决策者有能力思考真实利率风险、通货膨胀风险等未预期风险的冲击，同时也需要家庭决策者具备较强的信息收集能力、理解能力和计算能力。也就是说，合理的家庭债务安排在客观上要求家庭的金融行为决策者具备相应的金融素养，能有效地评估家庭整体的负债需求与偿付能力的匹配程度。

金融素养是个人对基本经济概念和基础金融知识的理解程度，以及处理经济信息和制定合理财务决策的能力。^④已有研究表明，金融素养对家庭的金融决策行为如股票市场参与^⑤、正规信贷可得性^⑥、商业保险购买^⑦、养老规划^⑧等有显著影响。从家庭债务角度来看，金融素养匮乏的家庭对债务状况的关注度更低，不善于处理家庭债务问题以及承担高利率的抵押贷款^⑨；金融素养水平较低的家庭也更容易过度负债，所持债务的成本更高，信贷违约和偿债困难的可能性更高。^⑩家庭金融素养也影响着居民家庭的金融福祉，以财务保证金衡量家庭金融脆弱性的研究发现，金融素养较高的家庭更有可能缓解债务杠杆对家庭金融脆弱性的不利影响。^⑪基于过度负债和应急储蓄的角度，实证研究显示金融素养有助于降低家庭金融脆弱性。^⑫

目前关于金融素养对家庭财务脆弱性影响的分析框架中，未充分考虑流动性资产配置的重要作用。在外部冲击中，流动性资产的处置变现是化解债务风险的有效举措。此外，有必要了解金融素养对家庭财务脆弱性的具体影响机制，针对性地制定配套政策以促进家庭获得多样化金融服务，提高家庭抵御外部冲击的能力。基于此，本文所探讨的问题包括：金融素养的提高是否能对降低家庭财务脆弱性产生作用；若存在影响，具体的作用渠道是什么；不同特征的家庭是否表现出异质性的影响。与已有研究相比，本文可能的贡献在于：第一，从金融素养的角度分析中国家庭的债务风险问题，在综合考虑偿债能力和流动性的基础上构建了一个新的家庭财务脆弱性指标，可丰富家庭部门债务风险领域的系统性研究；第二，详细探讨金融素养对财务脆弱性的影响机制和不同群体的影响差异，采用工具变量进行内生性识别，使得估计结果更可靠。

二、文献综述与研究假设

金融素养体现为个人处理金融事务的综合素质，关系个人和社会的金融福祉。^⑬居民金融素养的形成以及对财务决策的引导是金融社会化的过程。在考虑负向风险冲击和不断变化的经济状况下，金融素养决定家庭能否做出适当的短期金融决策和制定完善的长期金融规划。其中，最为关键的是通过合理的金融资产配置，提高家庭应对风险的能力，有效化解可能遭遇的财务脆弱风险。本文将基于金融素养与家庭财务脆弱性的关系和作用机理展开研究。

1. 金融素养与家庭财务脆弱性

微观上的家庭财务脆弱性一般指由于不适当的借款选择，在考虑其他支出的情况下，家庭无法及时和完全履行其债务偿还义务的风险。^⑭过度负债和流动性资产配置不足是家庭财务脆弱性的两个重要维度。合理的负债总量可避免家庭出现资不抵债的经济状况，恰当的流动性资产配置可提升家庭抵御债务风险的韧性。对家庭财务脆弱性影响因素的研究表明，金融素养较低的家庭更容易表现出财务脆弱特征。首先，对于收入约束下资源的跨期优化，家庭需要有信贷意识，认识到负债对跨期平滑消费的重要作用。^⑮由于家庭决策者具有不同的成长周期特点，家庭生命周期各阶段的信贷需求存在较大异质性^⑯，金融素养较高的家庭能更好地掌握各时期的债务需求量。^⑰其次，对于负债行为，家庭要有一定的信贷常识，包括选择借贷渠道、了解借款利率水平、对过度负债的认知等，认清自身负债水平的“度”，保证未来有充分资金偿还债务，以免发生过度负债。^⑱最后，对不利冲击设置流动性资产缓冲，家庭需要在多样化的金融资产中，基于收益与流动性进行平衡选择，这就要求家庭决策者具备一定的信息处理能力，从而在合适的“点”上选择流动性资产配置比例以应对未来非预期支出。^⑲可以看出，在规避财务脆弱风险的金融决策行为中，金融素养具有重要作用。

基于上述理论分析，提出假设1：金融素养更高的家庭，出现财务脆弱的概率更低。

2. 金融素养对家庭财务脆弱性的影响机制

在现有研究文献中，金融素养对家庭财务脆弱性的作用渠道主要表现在以下三个方面：

一是金融素养对家庭风险意识的影响。家庭财务规划建立在风险认知的基础上。面对未来不确定性的冲击，金融素养较高的家庭，其风险防范意识更强，也更注重时间跨度较长的财务规划。^⑳科学保险

理念在一定程度上可以减少负债危机对家庭财务的影响。购买保险是传统的、应用广泛的家庭风险管理方式。而已有研究发现,较低的金融素养水平阻碍家庭对保险的重视,缺乏金融素养的家庭不擅长运用保险这一金融工具进行风险转移。^①金融素养对家庭商业保险消费决策也有显著影响,表现为金融素养较高的家庭,商业保险的参与概率和保费支出水平更高。^②金融素养的提升能增强家庭对养老保障体系的认知度和对商业保险的信任度。^③

二是金融素养对家庭投资技能的影响。家庭参与金融市场是实现财富保值增值的重要渠道。如果居民不了解重要经济概念和基本金融知识,不具备一定的投资技能,那么居民投资决策将是次优的。^④针对家庭投资组合的构建,经典资产选择模型指出,最优的风险资产组合位于有效前沿的曲线上,而缺乏金融素养的居民无法真正做到最优化的分散投资,从而不能有效地分散风险。^⑤以中国家庭金融调查的数据为样本,相关实证研究发现,金融素养的提升会促进家庭对金融市场的参与^⑥,增加家庭持有金融产品种类数,提高风险金融资产配置的多样化。^⑦分散化投资所带来的投资收益提高也对家庭产生财富效应^⑧,增强家庭的抗风险能力。

三是金融素养对家庭获取金融服务的影响。金融服务模式多元化和内容多样化扩大了家庭的信息集合。金融素养的提升可减少家庭的信息过载状况,降低家庭金融信息获取成本,提高决策有效性。^⑨金融素养更高的家庭偏好使用正式的金融咨询渠道获取财务决策所需的信息,能通过有效配置家庭内部和外部的金融资源来实现生命周期的财务保障^⑩;更容易搜集各渠道的贷款信息和理解信贷市场的政策与贷款流程,从而通过银行等传统金融机构和网络借贷等互联网金融机构获得贷款来提高家庭的流动性。^⑪拥有较高金融素养的家庭更不容易受到正规市场的信贷约束,在外部不利冲击下,信贷的获取可以提升家庭应对流动性不足危机的能力。

基于上述理论分析,本文分别提出以下假设:

假设 2:金融素养更高的家庭,商业保险参与概率更高,更可能通过风险转移效应降低家庭财务脆弱性。

假设 3:金融素养更高的家庭,投资组合的分散化程度更高,更可能通过风险分散效应降低家庭财务脆弱性。

假设 4:金融素养更高的家庭,信贷约束更小,更可能通过流动性效应降低家庭财务脆弱性。

三、数据、模型与变量

(一) 数据说明

本文的数据来源为 2015 年中国家庭金融调查 (CHFS)。在数据处理过程中,本文剔除所关注变量信息缺失的样本与明显异常值,对关键变量进行截尾处理,最终获得 27934 个观测样本。

(二) 模型设定

本文采用 Probit 模型。当潜变量 $y_i^* > 0$ 时,家庭财务脆弱性取值为 1,否则取 0。模型的表达式如下:

$$y_i^* = \beta_0 + \beta_1 FL_i + \beta_2 X_i + \mu_i$$

$$Prob(y_i = 1) = Prob(y_i^* > 0) = \Phi(\beta_0 + \beta_1 FL_i + \beta_2 X_i)$$

其中, y_i 表示家庭 i 是否为财务脆弱家庭, FL_i 衡量家庭的金融素养, X_i 为控制变量, μ_i 为残差项。

(三) 变量

1. 家庭财务脆弱性。本文定义的家庭财务脆弱性为:外部冲击下,家庭因过度负债而出现财务困难的可能性。参考财务脆弱性指标构建的研究^⑫,本文从偿债能力和资产流动性的角度,给出家庭财务脆弱性指标的两种计算方式,并基于已有文献将家庭债务收入比的阈值设置为 0.3。第一种方式考虑拥有金融资产和易变现实物资产的家庭可以出售该类资产偿还债务,债务负担将按比例减小。家庭财务脆弱性 1 的表达式如下:

$$A1 = \frac{\max(0, D - AF - AR1)}{D} \cdot \frac{R}{(Y - YCF - YCA)}$$

$$vul_1 \begin{cases} = 1, & \text{if } A1 - 0.3 > 0 \text{ or } A1 < 0 \\ = 0, & \text{otherwise} \end{cases}$$

其中， D 表示家庭未偿债务， AF 表示家庭金融资产存量， $AR1$ 表示家庭住房以外的实物资产存量， R 表示家庭总债务， Y 表示家庭收入， YCF 表示家庭金融资产收入， YCA 表示家庭实物资产收入。

第二种方式考虑家庭住房变现抵债。家庭财务脆弱性 2 的表达式如下：

$$A2 = \frac{\max(0, D - AF - AR1 - AR2)}{D} \cdot \frac{R}{(Y - YCF - YCA)}$$
$$vul_2 \begin{cases} = 1, & \text{if } A2 - 0.3 > 0 \text{ or } A2 < 0 \\ = 0, & \text{otherwise} \end{cases}$$

其中， $AR2$ 表示家庭住房资产存量。

2. 金融素养。根据现有研究，对金融素养测试的 3 个问题构造 6 个变量^③，采用迭代主因子法，KMO 检验结果（KMO 值均大于 0.78）表明样本可以进行因子分析，依据各变量的因子载荷计算本研究的金融素养指标。

3. 控制变量。本研究的控制变量涵盖户主特征和家庭特征。户主特征变量包括：户主性别、年龄、受教育年限、婚姻状况、工作状况、身体状况、风险态度、户主或配偶是否为党员。家庭特征变量包括：是否从事工商业经营、家庭规模、子女数、65 岁及以上老人数量、自有住房拥有数量、家庭资产、家庭收入。本文还控制了省份虚拟变量。

（四）描述性统计

从表 1 的描述性统计分析可以看到，具有财务脆弱特征的家庭占比为 13.5% 左右。男性户主占比为 77%。户主的平均年龄为 53 岁，户主受教育的平均年限为 9.22 年。风险偏好家庭占比 10%，风险厌恶家庭占比 64%。

表 1 主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	观测值	变量	均值	标准差	观测值
家庭财务脆弱性 1	0.138	0.350	27934	家庭规模	3.680	1.720	27934
家庭财务脆弱性 2	0.135	0.340	27934	子女数	0.460	0.850	27934
金融素养	0.020	0.700	27934	65 岁及以上老人数	0.520	0.770	27934
性别	0.770	0.420	27934	身体状况	3.350	0.960	27934
年龄	52.79	14.10	27934	风险爱好	0.100	0.300	27934
年龄平方	29.86	15.22	27934	风险厌恶	0.640	0.480	27934
受教育年限	9.220	4.170	27934	工商业经营	0.180	0.380	27934
婚姻状况	0.870	0.340	27934	自有住房数量	1.110	0.630	27934
工作状况	0.680	0.470	27934	Ln（总资产）	10.94	2.700	27934
党员	0.170	0.370	27934	Ln（总收入）	10.08	1.680	27934

四、基准回归与机制分析

（一）基准回归

表 2 金融素养对家庭财务脆弱性的影响

	(1) 财务脆弱性 1	(2) 财务脆弱性 2	(3) 财务脆弱性 1	(4) 财务脆弱性 2
金融素养			-0.0800*** (0.0168)	-0.0814*** (0.0170)
性别	0.0121** (0.00509)	0.0105** (0.00504)	0.0426* (0.0252)	0.0351 (0.0254)
年龄	-0.00276*** (0.000223)	-0.00275*** (0.000221)	-0.0144*** (0.00108)	-0.0146*** (0.00108)

年龄平方	0.000136*** (1.14e-05)	0.000136*** (1.13e-05)	0.000714*** (5.49e-05)	0.000723*** (5.53e-05)
受教育年限	-0.00764*** (0.000600)	-0.00749*** (0.000593)	-0.0330*** (0.00306)	-0.0328*** (0.00308)
婚姻状况	0.00650 (0.00639)	0.00804 (0.00632)	0.0288 (0.0320)	0.0359 (0.0322)
工作状况	0.00464 (0.00527)	0.00371 (0.00521)	0.0480* (0.0259)	0.0437* (0.0261)
党员	-0.00187 (0.00578)	-0.00230 (0.00572)	-0.0189 (0.0301)	-0.0218 (0.0304)
家庭规模	0.0154*** (0.00130)	0.0141*** (0.00129)	0.0702*** (0.00586)	0.0660*** (0.00589)
子女数	-0.00290 (0.00264)	-0.00218 (0.00261)	-0.0226* (0.0136)	-0.0192 (0.0137)
65岁及以上老人数量	-0.0249*** (0.00315)	-0.0247*** (0.00312)	-0.141*** (0.0161)	-0.142*** (0.0163)
身体状况	-0.0372*** (0.00222)	-0.0370*** (0.00219)	-0.172*** (0.0110)	-0.173*** (0.0111)
风险爱好	0.0147* (0.00759)	0.0153** (0.00751)	0.0786** (0.0366)	0.0832** (0.0368)
风险厌恶	-0.00184 (0.00470)	-0.00147 (0.00465)	-0.0147 (0.0228)	-0.0125 (0.0230)
工商业经营	-0.0607*** (0.00543)	-0.0586*** (0.00537)	-0.273*** (0.0278)	-0.268*** (0.0280)
自有住房	-0.000165 (0.000150)	-0.000166 (0.000149)	-0.00126*** (0.000299)	-0.00158*** (0.000378)
Ln (总资产)	-0.0480*** (0.00433)	-0.0553*** (0.00434)	-0.0466*** (0.00438)	-0.0540*** (0.00439)
Ln (总收入)	-0.0164** (0.00695)	-0.0165** (0.00701)	-0.0138* (0.00703)	-0.0141** (0.00709)
常数项	0.439*** (0.0219)	0.436*** (0.0217)	0.300*** (0.103)	0.307*** (0.104)
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制
观测值	27934	27934	27934	27934
Pseudo R ²	0.0864	0.0864	0.0864	0.0864

注：***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平上显著，表中报告的是估计的边际效应，括号中报告的是聚类异方差稳健标准误。以下各表除特殊情况外，均类似

表2的列(1)和列(2)可以看出，户主为男性的家庭出现财务脆弱的可能性更大，这可能与男性户主家庭更偏好风险有关。户主年龄与家庭财务脆弱性表现出“U”型关系，即年轻家庭和老年家庭更容易出现财务脆弱。户主受教育程度高、身体状况好、经营工商业的家庭，其财务脆弱程度更低。家庭总资产和总收入的提高会降低财务脆弱性。列(3)和列(4)表明，金融素养会显著地负向影响家庭财务脆弱性，即金融素养越高的家庭出现财务困难的可能性越低。金融素养较高的家庭对负债更谨

慎，也更注重流动性资产的配置。研究假设 1 得到验证。

(二) 金融素养影响家庭财务脆弱性的机制分析

已有文献分析了金融素养对家庭财务决策行为的影响，表明金融素养更高的家庭，其决策行为更合理，资源配置效率更高。本文基于现有研究成果，采用中介效应模型，进一步探讨金融素养通过何种具体机制对家庭财务脆弱性产生影响。我们根据中介效应的研究方法^③将模型设定如下：

$$Vul_i = \alpha_0 + \alpha_1 FL_i + \alpha_2 X + \varepsilon_i \tag{1}$$

$$Interm_i = \beta_0 + \beta_1 FL_i + \beta_2 X + \mu_i \tag{2}$$

$$Vul_i = \lambda_0 + \lambda_1 FL_i + \lambda_2 Interm_i + \lambda_3 X + \sigma_i \tag{3}$$

并依照如下逻辑图对影响机制进行检验：



图 1 金融素养对家庭财务脆弱性影响的作用路径

1. 金融素养与商业保险：转移风险

家庭在获得参保信息和签订合同时需要具备一定的经济、金融知识，了解不同险种产品的特点，根据自身需求权衡购买保险的预期收益和风险防范功能。表 3 列（1）显示，金融素养对家庭主动选择购买商业保险的可能性有显著正向影响。列（2）和列（3）表明，家庭参与商业保险显著降低出现财务困难的可能性，且金融素养的估计值略有下降，表明商业保险参与在金融素养与家庭财务脆弱性之间起到部分中介作用。综上，商业保险购买作为中介变量，体现了金融素养对财务脆弱性作用效果的风险转移效应。研究假设 2 得到验证。

表 3 金融素养、商业保险参与和家庭财务脆弱性

	(1) 商业保险参与	(2) 财务脆弱性 1	(3) 财务脆弱性 2
金融素养	0. 154*** (0. 0136)	- 0. 0729*** (0. 0169)	- 0. 0739*** (0. 0170)
商业保险参与		- 0. 147*** (0. 0221)	- 0. 154*** (0. 0223)
控制变量	是	是	是
省份虚拟变量	是	是	是
Pseudo R ²	0. 0892	0. 0892	0. 0892
Sobel 检验		- 0. 0019*** (- 4. 199)	- 0. 0022*** (- 4. 772)
中介效应比例		16. 87%	20. 69%

2. 金融素养与投资组合分散化：分散风险

根据已有文献^⑤，本文构建了投资组合的有效分散化指标。表 4 第（1）列显示，金融素养的提升促进了家庭对投资组合的有效分散化，第（2）和（3）列结果表明，投资组合的有效分散化在金融素养对家庭财务脆弱性的影响中存在部分中介效应。研究假设 3 得到验证。

表 4 金融素养、投资组合分散化和家庭财务脆弱性

	(1) 有效分散化	(2) 财务脆弱性 1	(3) 财务脆弱性 2
金融素养	0. 0630*** (0. 00168)	- 0. 0179* (0. 0169)	- 0. 0312* (0. 0168)
有效分散化		- 1. 355*** (0. 0794)	- 1. 441*** (0. 0783)
控制变量	是	是	是
省份虚拟变量	是	是	是
R ² /pseudo R ²	0. 0856	0. 0856	0. 0856
Sobel 检验		0. 0082*** (- 12. 36)	0. 0076*** (- 11. 79)
中介效应比例		7. 17%	7. 78%

3. 金融素养与信贷约束：增加流动性

表 5 第（1）列表明家庭金融素养的提高缓解了信贷约束，减少了家庭对信贷信息的认知偏差。第（2）和（3）列结果显示，在加入信贷约束变量后，金融素养对家庭财务脆弱性回归系数绝对值下降，且信贷约束变量的系数为正。表明信贷约束是金融素养与家庭财务脆弱性之间的重要中介变量。研究假设 4 得到验证。

表 5 金融素养、信贷约束与家庭财务脆弱性

	(1) 信贷约束	(2) 财务脆弱性 1	(3) 财务脆弱性 2
金融素养	-0.449*** (0.0145)	-0.0502*** (0.0172)	-0.0503*** (0.0174)
信贷约束		0.204*** (0.0231)	0.213*** (0.0232)
控制变量	是	是	是
省份虚拟变量	是	是	是
观测值	27934	27934	27934
Pseudo R ²	0.0820	0.0820	0.0820
Sobel 检验		-0.0087*** (-11.06)	-0.0089 (-11.36)
中介效应比例		41.45%	42.20%

五、内生性问题与异质性分析

（一）内生性问题

考虑到本研究的内生性问题，家庭在财务决策过程中可能提高了自身金融素养，或模型存在遗漏变量问题，本文在进行两阶段估计时，以“同一小区/社区除自身以外其余家庭的平均金融素养”为工具变量。表 6 的两阶段工具变量估计结果表明^⑤，金融素养的提高仍会显著降低家庭财务脆弱性。

表 6 金融素养与家庭财务脆弱性

	(1) 财务脆弱性 1	(2) 财务脆弱性 2	(3) 商业保险参与	(4) 有效分散化	(5) 信贷约束
金融素养	-0.807*** (0.0938)	-0.782*** (0.0942)	1.064*** (0.0819)	0.151*** (0.00914)	-1.975*** (0.0952)
控制变量	是	是	是	是	是
省份虚拟变量	控制	控制	控制	控制	控制
一阶段 F 值	805.04	804.99	804.99	804.99	804.99
DWH/Wald Test	71.92***	66.70***	131.40***	241.33***	402.78***

（二）异质性分析

本部分将按照家庭特征差异，考察不同受教育程度、不同收入水平、城镇与农村、不同区域家庭的金融素养对财务脆弱性影响的异质性。表 7 的 A 部分中，随着户主受教育程度的提高，金融素养对家庭

表 7 金融素养对财务脆弱性影响的异质性分析

回归样本	财务脆弱性 2	观测值	回归样本	财务脆弱性 2	观测值
按学历 A			按收入 B		
初等教育	-0.705***	15958	低收入	-0.675***	9262
中等教育	-1.259***	5450	中等收入	-0.646***	9311
高等教育	-2.515***	4384	高收入	-1.115***	9340
按城乡 C			按区域 D		
			东部地区	-1.060***	13281
城镇	-1.238***	18473	中部地区	-0.561***	7692
农村	-0.394***	9461	西部地区	-0.507***	6961

财务脆弱性回归系数绝对值增大,表明金融素养对降低户主接受过高等教育家庭的财务脆弱性作用效果更大。B部分结果表明,金融素养降低家庭财务脆弱性的作用效果随着家庭收入的增长呈现先下降后上升的“U型”关系,即提升低收入家庭和高收入家庭的金融素养,其财务脆弱性的下降会更为明显,且高收入家庭的金融素养提高,其获得的福利效应更大。对此结论的可能解释为:由于资金安排存在一定的财富门槛效应,与低收入家庭相比,高收入家庭在财富水平满足家庭基本生活开支之后,有更多灵活的资金进行资产优化配置,所受流动性约束更小,因而随着金融素养的提高,高收入家庭能够更为自由地通过各种资产配置来避免家庭出现财务危机。C部分可以看出,金融素养对城镇家庭财务脆弱的缓解效果更好。D部分结果显示,金融素养对东部地区家庭的财务脆弱性负向影响最大。

六、结论与启示

本文采用中国家庭金融调查数据对我国家庭的债务行为进行实证研究,发现我国超过13%的家庭具有财务脆弱的特征;提高家庭金融决策者的金融素养,有助于降低家庭的财务脆弱性。机制分析表明,家庭的商业保险购买、投资组合分散化和信贷约束缓解是金融素养作用于家庭财务脆弱性的中介变量。异质性分析结果显示,金融素养对东部地区、城镇家庭的财务脆弱性影响更大,且户主受教育程度越高,金融素养的作用效果越好。随着家庭收入的增长,金融素养对财务脆弱性的影响呈现先下降后上升的“U型”关系。

本文的结论具有以下政策含义:

1. 理论与实证分析均证实,金融素养在微观上涉及国民金融福祉与金融获得感的实现,在宏观上涉及金融体系稳定与金融风险防范,关系金融强国建设的底层根基。国家政策层面应推动金融教育纳入国民教育体系,提高全民金融素养水平。在国民教育课程体系中开设理财相关课程,形成系统化、持久性、高效率的金融教育供给体系。加大金融知识普及力度,提高家庭投资行为理性,引导家庭选择适度的债务总量和合理的负债结构。优化与提升金融机构在居民金融教育中的作用,通过完善金融服务强化家庭参与金融市场的风险自担、风险分散意识,提高家庭金融投资技能,实现家庭资产配置合理化。基于家庭不同教育背景、认知水平的现实情况,有针对性地开展金融服务工作,提供满足不同群体差异化需求的金融教育与服务。

2. 基于家庭金融脆弱性影响因素分析,需要进一步丰富我国商业保险市场的产品种类,提高保险服务质量。分析表明,保险是家庭财务脆弱风险的缓冲带,需要一系列完善的配套政策,使保险市场的风险转移和风险补偿作用得以有效发挥。在促进社会服务领域的商业保险发展上,一方面,需要通过金融教育提高家庭主动参保意识,促使家庭认识到保险是家庭财务健康不可或缺的保障;另一方面,应增加保险产品供给能力,满足家庭多样化和个性化的保险需求,提高保险渗透率,进一步扩大保险覆盖范围。

3. 加大金融产品创新力度,拓展家庭信贷渠道。为家庭提供必要充足的流动性,有助于增强家庭的风险承受力,也是提升家庭金融福祉、防范财务脆弱风险的保障。比如,在提高正规金融机构对家庭贷款资源的供给,满足流动性危机下家庭的信贷需求之外,依托金融科技提供数字化金融服务,提高家庭金融市场参与的便利性;通过金融产品创新为家庭提供更为丰富的理财产品,从而提高家庭流动性管理水平等。家庭金融流动性的最终获得,无论是从金融决策还是金融交易行为的完成来看,都与居民金融素养水平密切相关。

① 中国人民银行金融稳定分析小组:《中国金融稳定报告(2019)》,2019年11月25日, <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3927456/index.html>, 2020年11月18日。

② 西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心、蚂蚁金服集团研究院:《中国居民杠杆率和家庭消费信贷问题研究报告》,2019年10月17日, <https://chfs.swufe.edu.cn/thinktank/resultsreport.html?id=2380>, 2020年11月5日。

③ 中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组:《2019年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》,2020年4月24日, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1664830535681198027&wfr=spider&for=pc>, 2020年11月2日。

④ ⑬ ⑭ Angela A. Hung, Andrew M. Parker and Joanne Yoong, “Defining and Measuring Financial Literacy,” RAND Working Paper Series WR-708 (September 2009), https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1498674, June 10, 2020.

- ⑤ ②⑥ 尹志超、宋全云、吴雨：《金融知识、投资经验与家庭资产选择》，《经济研究》2014年第4期。
- ⑥ ③① 宋全云、吴雨、尹志超：《金融知识视角下的家庭信贷行为研究》，《金融研究》2017年第6期。
- ⑦ ②② 秦芳、王文春、何金财：《金融知识对商业保险参与的影响——来自中国家庭金融调查（CHFS）数据的实证分析》，《金融研究》2016年第10期。
- ⑧ ②③ 吴雨、杨超、尹志超：《金融知识、养老计划与家庭保险决策》，《经济学动态》2017年第12期。
- ⑨ Danna Moore, “Survey of Financial Literacy in Washington State: Knowledge, Behavior, Attitudes, and Experiences,” *Washington State Department of Financial Institutions, Social and Economic Sciences Research Center Technical Report Number 03 – 39* (December 2003).
- ⑩ ①⑨ 吴卫星、吴锬、王璿：《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》，《经济研究》2018年第1期。
- ⑪ 李波、朱太辉：《债务杠杆、金融素养与家庭金融脆弱性——基于中国家庭追踪调查 CFPS 2014 的实证分析》，《国际金融研究》2020年第7期。
- ⑫ 孟德锋、严伟祥、刘志友：《金融素养与家庭金融脆弱性》，《上海金融》2019年第8期。
- ⑬ Mindaugas Leika and Daniela Marchettini, “A Generalized Framework for the Assessment of Household Financial Vulnerability,” *IMF Working Paper WP/17/228* (November 2017).
- ⑭ 祝伟、夏瑜擎：《中国居民家庭消费性负债行为研究》，《财经研究》2018年第10期。
- ⑮ 陆岷峰、葛和平：《成长链金融：模型构建与实证研究》，《社会科学研究》2016年第5期。
- ⑯ Kristopher Gerardi, Lorenz Goette and Stephan Meier, “Financial Literacy and Subprime Mortgage Delinquency: Evidence from a Survey Matched to Administrative Data,” *SSRN Electronic Journal*, (April 2010). https://www.researchgate.net/publication/228168660_Financial_Literacy_and_Subprime_Mortgage_Delinquency_Evidence_from_a_Survey_Matched_to_Administrative_Data, October 10, 2020.
- ⑰ Annamaria Lusardi and Peter Tufano, “Debt Literacy, Financial Experiences, and Overindebtedness,” *Journal of Pension Economics and Finance*, vol. 14, no. 4 (October 2015), pp. 332 – 368.
- ⑱ 胡振、臧日宏：《金融素养对家庭理财规划影响研究——中国城镇家庭的微观证据》，《中央财经大学学报》2017年第2期。
- ⑲ Annamaria Lusardi and Olivia S. Mitchell, “Financial Literacy and Retirement Preparedness: Evidence and Implications for Financial Education,” *Business economics*, vol. 42, no. 1 (January 2007), pp. 35 – 44.
- ⑳ Justine S. Hastings and Lydia Tejeda-Ashton, “Financial Literacy, Information, and Demand Elasticity: Survey and Experimental Evidence from Mexico,” (December 2008) *NBER Working Paper 14538* (2008), <https://www.nber.org/papers/w14538>, October 15, 2020.
- ㉑ John Y. Campbell, “Household finance,” *The Journal of Finance*, vol. 61, no. 4 (August 2006), pp. 1553 – 1604.
- ㉒ 曾志耕、何青、吴雨、尹志超：《金融知识与家庭投资组合多样性》，《经济学家》2015年第6期。
- ㉓ Hans-Martin Von Gaudecker, “How Does Household Portfolio Diversification Vary with Financial Literacy and Financial Advice?” *The Journal of Finance*, vol. 70, no. 2 (April 2015), pp. 489 – 507.
- ㉔ Luc Arrondel, Majdi Debbich and Frédérique Savignac, “Stockholding in France: the Role of Financial Literacy and Information,” *Applied Economics Letters*, vol. 22, no. 16 (2015), pp. 1315 – 1319.
- ㉕ Valentina Michelangeli and Cristiana Rampazzi, “Indicators of Financial Vulnerability: a Household Level Study,” *Bank of Italy Occasional Paper*, no. 369 (December 2016).
- ㉖ Maarten C. J. Van Rooij, Annamaria Lusardi and Rob J. M. Alessie, “Financial Literacy and Retirement Planning in the Netherlands,” *Journal of Economic Psychology*, vol. 32, no. 4 (August 2011), pp. 593 – 608.
- ㉗ 温忠麟、张雷、侯杰泰、刘红云：《中介效应检验程序及其应用》，《心理学报》2004年第5期。
- ㉘ 彭倩、李建勇、宋明莎：《金融教育、金融素养与投资组合的分散化行为——基于一项投资者金融教育调查的实证分析》，《财经科学》2019年第6期。
- ㉙ 一阶段回归中 F 值均远大于 10 的临界值，表明不存在弱工具变量的问题。DWH 检验或 Wald 检验结果都在 1% 水平上显著，均拒绝了外生性的假定。

（责任编辑：冉利军）