

文章标题:

前景理论、流动性约束与消费行为的不对称

——以我国城镇居民为例

作者信息: 孔东民

工作单位: 中山大学·管理学院·行为金融与金融经济学研究所

通讯地址: 广州中山大学管理学院; 邮编: 510275

电子信箱: mnp01kdm@zsu.edu.cn

感谢语: 本研究是中山大学人文社会科学重大项目: 国家经济发展的成本结构理论研究的成果之一。作者感谢中山大学管理学院陆家骝教授在本文写作过程中所提出的宝贵建议, 但文章的一切疏漏和所有可能的错误均由作者负责。

前景理论、流动性约束与消费行为的不对称

——以我国城镇居民为例

【摘要】 本文基于行为经济学提出的“前景理论”对我国城镇居民的消费行为进行研究。笔者认为，如果把对收入变化的预期作为参照，那么收入的实际变动将可分为“优于预期”和“劣于预期”两类时段，对于不同时段，“前景理论”下的损失规避特征将使消费行为呈现不对称形态。本文由此构造了一个可检验的计量模型，并利用 GMM 对我国的数据进行检验，结果支持“前景理论”假说的成立，同时拒绝短视行为和流动性约束假说。最后，文章对消费的时变因素加以考察，发现我国居民的消费也在一定程度上受到制度变革的影响。

关键词 前景理论 短视行为 流动性约束

中图分类号：F061.2 **文献标识码 A**

JEL 分类号：E21, E27, C32

Prospect Theory, Liquidity Constraints, and Asymmetric

Consumption: The Case of Chinese Urban Households

Abstract Based on the “prospect theory” advocated by behavioral economics, this paper researches the consumption behavior of Chinese urban households. If take the expectation of income change as the benchmark, the real income change can split into two phases which are “better than expectation” and “worse than expectation”. With the loss aversion of “prospect theory”, the consumption will be asymmetric in different phase. I set up a model to test this hypothesis by applying GMM. Results support the “prospect theory” and reject myopia and liquidity constrains. At last, I test the time varying factor, and find out the policy transformation has effects on consumption in a certain extent.

JEL Classification E21, E27, C32

前景理论、流动性约束与消费行为的不对称

——以我国城镇居民为例

在总消费的理论分析中，经济学家通常以 Modigliani and Ando(1963)所提出的生命周期假说(Life Cycle Hypothesis, LCH)和 Friedman(1957)所提出的持久性收入假说(Permanent Income Hypothesis, PIH)作为研究基准；但计量方面的检验并未和理论同步，最初有关消费和收入的研究都仅限于短期关系上，直到 1978 年，Hall 首先将理性预期假设引入生命周期-持久性收入假说(LC-PIH)中，并推导出最优跨期消费为一随机游走模型之后，LC-PIH 才有了实证基础，并由此引发了大量的后续研究。

根据 LC-PIH 理论，可预测的收入变动并不对消费造成影响。但是大量的实证研究并不支持 LC-PIH 的成立。例如 Flavin(1985), Campbell 和 Mankiw(1990), Deaton(1991), Shea(1995)以及 Drakos(2002)等等，这些学者从很多方面对这一现象提出了解释，如：流动性限制、借贷利率不同、短视行为、资本市场不完善或者预防性储蓄动机等等。

近几年，一些学者对我国也进行了类似的检验。其中，大部分研究都是从流动性约束、消费过度敏感或个体短视的角度出发对我国的消费行为进行分析。例如万广华、张茵等（2001）认为中国居民消费行为在 20 世纪 80 年代早期发生了结构性转变，流动性约束以及不确定性的增大,造成了中国目前的低消费增长和内需不足；申朴、刘康兵（2003）认为城镇居民收入增长率减缓，并面临较强的不确定性和流动性约束；宋冬林、金晓彤等（2003）指出城镇居民消费具有过度敏感性的特征，并且我国城镇居民并不存在即期的流动性约束；欧阳俊、刘建民等（2003）利用总量数据和城乡住户调查数据进行的分析表明，流动性还没有对中国居民构成有效约束。可见，LC-PIH 在我国不成立已是定论，但有关其内在原因的讨论上，学术界却并没有达成一致的结论。

本文则从“前景理论”(Prospect Theory)的角度切入，对 Campbell 和 Mankiw(1990)的研究模型进行扩展，并结合短视行为和流动性约束，对我国的情况进行更深入的分析，以寻找 LC-PIH 在我国解释的消费变动失效的内在原因。

全文安排如下：第一部分描述理论基础，第二部分提出假说并构建可检验的计量模型；第三部分对模型进行检验，得出实证结果并给予分析；第四部分给出结论。

一、理论基础

根据 Hall(1978)的假定，经济中的代表性个体以追求终身效用最大化为其规划目标，即

$$\begin{aligned} \max E_t \sum_{k=0}^{T-t} (1+\delta)^{-k} u(C_{t+k}) \\ \text{s.t. } A_{t+k} &= (1+r_{t+k-1})[A_{t+k-1} + Y_{t+k} - C_{t+k}] \\ C_{t+k} &\geq 0, A_T \geq 0. \\ k &= 0, \dots, T-t. \end{aligned} \quad (1)$$

其中， E_t 为基于第 t 期可得信息的期望算子， $u(\cdot)$ 为单期效用函数， C_t, A_t, Y_t 和 r_t 分别表示时期 t 的消费、资产、可支配收入和利率， $\delta(>0)$ 为时间偏好率， T 表示个体寿命。

Zeldes(1989)指出，一般情况下，如果收入是随机的，则以上规划问题很难求得解析解。为了分析该动态规划的内在性质，进一步假设经济个体的效用函数具有常相对风险规避的形式(CRRA)，即 $u(C_t) = (1-\alpha)^{-1} C_t^{1-\alpha}$ ， $\alpha > 0$ 。在个体完全理性并且不存在信贷约束的情况下，最优消费要求边际上的消费变化对一生的效用影响为零。由 $u(\cdot)$ 可求得任意时期 $t-1$ 和 t 期的边际效用分别为 $C_{t-1}^{-\alpha}/(1+\delta)^{t-1}$ 和 $C_t^{-\alpha}/(1+\delta)^t$ ，由于 $C_{t-1}^{-\alpha} = (1+r_t)C_t^{-\alpha}$ ，因此有：

$$C_{t-1}^{-\alpha}/(1+\delta)^{t-1} = (1+r_t)C_t^{-\alpha}/(1+\delta)^t \quad (2)$$

上式被称为包络条件，对其化简得：

$$C_t/C_{t-1} = [(1+r_t)/(1+\delta)]^{1/\alpha} \quad (3)$$

取 $c_t = \ln C_t$ ，当 r_t 很小时，由 $\ln(1+r_t) \approx r_t$ ，得：

$$\begin{aligned} c_t - c_{t-1} &= -\alpha^{-1} \ln(1+\delta) + \alpha^{-1} \ln(1+r_t) \\ &\approx -\alpha^{-1} \ln(1+\delta) + \alpha^{-1} r_t \end{aligned} \quad (4)$$

令 $a = -\alpha^{-1} \ln(1+\delta)$, $b = \alpha^{-1}$ ，则可通过下式对以上理论进行检验：

$$\Delta c_t = a + b r_t + \varepsilon_t \quad (5)$$

其中 ε_t 表示预测误差，其均值为零，方差恒定。

Campbell 和 Mankiw(1990)在此基础上进一步将经济个体区分为两种不同的消费者。第一类个体基于经验法则进行消费，其比例为 λ ，消费为 c_{1t} ，且有 $\Delta c_{1t} = \lambda \Delta y_t$ ；第二类个体基于 LC-PIH 进行消费，其比例为 $1-\lambda$ ，当期消费为 c_{2t} ，且 $\Delta c_{2t} = (1-\lambda)(a + b r_t + \varepsilon_t)$ 。由于 $\Delta c_t = \Delta c_{1t} + \Delta c_{2t}$ ，所以经过化简可得：

$$\Delta c_t = \theta + \eta r_t + \lambda \Delta y_t + \varepsilon'_t \quad (6)$$

其中， $\theta = (1-\lambda)a$ ， $\eta = (1-\lambda)b$ ， $\varepsilon'_t = (1-\lambda)\varepsilon_t$ 。根据 LC-PIH，上式中的 λ 不应该系统的显著异于零，否则将认为 LC-PIH 不能成立。Campbell 和 Mankiw(1990)在实证研究中发现 λ 大于零，他们指出，该现象的形成是由于经济个体的经验法

则所致，但是他们并没有进一步考察究竟是什么原因造成了 λ 的存在，而且也没有对 λ 进行更细致的划分。

二、可检验模型的构造

基于以上研究成果，本文从行为经济学的“前景理论”出发，对 Campbell 和 Mankiw 的模型进行扩展，也即对 λ 进行更为细致的分解。

由于个体以对 y_t 变动率的预期（即 $\Delta\hat{y}_t$ ）作为基准的“参照点”，我们可以根据 Δy_t 相对于 $\Delta\hat{y}_t$ 的差别将所有时间划分为两类不同阶段。定义虚拟变量 *Dum*，将 Δy_t 高于 $\Delta\hat{y}_t$ 变动的年份称之为“好年份” (*Dum*= 1)，而将那些 Δy_t 低于 $\Delta\hat{y}_t$ 的年份称之为“坏年份” (*Dum*= 0)。

在以上划分的前提下，我们可以很方便的引入行为经济学中的“前景理论”对这一现象进行分析。“前景理论”是由 Kahneman 和 Tversky(1979)建立的，它从个体决策的行为特征出发，认为价值取决于参考点的变化以及相对于某个参考点的利得和损失，而非取决于传统理论所重视的期末收入。“前景理论”的基本概念是价值函数，该函数由两部分构成，一个是基准的参考点，另一个是收入基于参考点的相对变化量。其中，参考点会因个体对未来预期的不同而不同，即人们对获利或损失的定义不以现状为参考点，而是以期望或目标水平为参考点；同时，价值函数强调的是收入的相对变化量，或者基于参考点的变化量。

价值函数的一个特征是，斜率在损失状态时比处于收益状态时要陡，在参照点以上，价值函数和标准的期望效用函数一样是凹函数；在参照点，斜率发生改变，价值函数可视为无限下凹；在参照点以下，价值函数是凸函数。即投资者在相对应的收益与损失下，其边际损失比边际收益敏感，损失一单位的边际痛苦大于获取一单位的边际快乐。对于损失带来的负面感觉在程度上要比获利带来的正面感觉要强烈得多，也就是经济行为主体有损失规避 (Loss Aversion) 的倾向 (陆家骝，2004)。

Kahneman, Knetsch 和 Thaler (1991)在试验中证实了确实有这样一种效应存在；Deaton (1991)也指出，在预期比较稳定的情况下，高收入几乎毫无例外的被储蓄所平滑，而低收入则并没有出现平滑的情况。

可见，如果个体以第 $t-1$ 期预期作为第 t 期参照点，则上文所划分的“好年份”与“坏年份”刚好分别反映了个体所感受的价值在参照点以上和在参照点以下的情况。由于个体具有损失规避的特征，因此他们在“坏年份”面对削减生活支出时将承受更大的心理损失，这样一来，在未来收入并不一定就像预期那样会降低的时候，个体的最优决策也许只是相对较少地减少当期消费。据此可以推论，个

体消费在不同类别的年份应该是不对称的。

在以上理论的指导下，本文将 Campbell 和 Mankiw 的 λ 分解成两个部分：在 $Dum=0$ 的年份，令 $\lambda=\lambda_1$ ；在 $Dum=1$ 的年份，令 $\lambda=\lambda_2$ 。由此形成如下模型^①：

$$\Delta c_t = \theta + \eta r_t + \lambda_1(1 - Dum)\Delta y_t + \lambda_2 Dum\Delta y_t + \varepsilon'_t \quad (7)$$

如果“前景理论”的假设成立，那么 λ_1 应该比 λ_2 更大，而且 λ_1 和 λ_2 都要大于零。

在 Campbell 和 Mankiw(1990)之后，也有的研究者指出，这种现象亦可归因于流动性约束或短视行为，如 Shea(1995), Darkos(2002)等等。其中，流动性约束造成的消费行为也是不对称的，这是由于个体只有在收入较低或者收入下降的情况下才会面临信贷限制。Shea(1995)指出“在流动性约束下，相比收入下降来说，消费对于可预测的收入增加应该反应的更强烈。”从 Dum 的设置可以看出，在 $Dum=0$ 的年份，相对于 $Dum=1$ 的年份，个体由于面临收入的下降，将会承受更大的流动性限制。可见，由流动性约束所导致的消费不对称行为是 λ_2 比 λ_1 更大，而且至少 λ_2 要大于零^②，这和“前景理论”下的情况刚好相反。

另外，Shea(1995), Darkos(2002)也指出，在短视行为存在的情况下，消费变化随着收入的增减成比例增减，因此消费对于 LC-PIH 的偏离是对称的，也即 $\lambda_1=\lambda_2$ ，而且两者都要大于零。

由于以上三种理论的结果互不相同，所以本文将其归结于同一个模型中对三者进行检验。不同的理论成立，将会有表 1 中的不同检验结果：

表 1 不同的假说及其可检验假设

假 说	可检验假设
前景理论	$\lambda_1 > 0, \lambda_2 > 0, \lambda_1 > \lambda_2$
流动性约束	$\lambda_2 > 0, \lambda_1 < \lambda_2$
短视行为	$\lambda_1 = \lambda_2, \lambda_1 > 0, \lambda_2 > 0$

由表-1 可知，如果经济中个体具有前景理论所指出的损失规避行为，即个体预期较差时候的消费比例大于预期较好情况下的消费比例，则检验结果应该 $\lambda_1 > \lambda_2$ 且有 $\lambda_1 > 0$ 和 $\lambda_2 > 0$ ；而如果经济中存在流动性约束的时候，即个体预期较好的时候消费比例大于在预期较差情况下的比例，则检验结果应该 $\lambda_2 > \lambda_1$ 且至少有 $\lambda_2 > 0$ ；最后，如果经济中只存在短视行为个体的话，则 λ_1 和 λ_2 两部分都是指同一类个体，因此二者应该系统地相等而且均大于零。

^① 对于等式 (7)，Bowman 等人(1999)做了一个规范的数学推导，他们同样假定行为主体具有损失规避特征，在一个两期经济下，通过预算约束条件下主体效用函数最大化进行了详细的理论证明。

^② 由于在 $Dum=0$ 的年份，流动性的限制有可能导致 λ_1 大于、小于或者等于 0 三种情况，所以此处并未对流动性约束假说下的 λ_1 进行限定；而在“前景理论”下，虽然效用函数在参照点的两侧并不对称，但整个函数依然是单调递增的，所以有 $\lambda_1 > 0, \lambda_2 > 0$ 。

最后,考虑到我国的制度处于转型时期,这种制度上的逐渐变化有可能对消费行为造成影响,为了考察这种影响,将时间因素引入式(7),从而形成模型 II:

$$\Delta c_t = \theta + \eta r_t + \lambda_1(1 + \delta T)(1 - Dum)\Delta y_t + \lambda_2(1 + \delta T)Dum\Delta y_t + \varepsilon'_t \quad (8)$$

式中, T 代表时间, δ 代表消费随时间变化的系数。直觉上,由于经济体制的逐渐转轨,例如国企打破“铁饭碗”等一系列的制度性变革,有可能会造成居民预防性储蓄动机渐强,从而随着改革力度的加深,由这一因素导致的消费将会逐步降低,因此初步猜测,系数 δ 应该负的。

三、经验检验

(一) 资料选取和检验方法

本文数据来自于 1980 年到 2003 年间的各期《中国统计年鉴》。其中, y_t 是城镇居民实际可支配收入 Y_t 的自然对数; c_t 是城镇居民的**实际消费性支出 C_t 的自然对数; r_t 为经过调整的实际利率。本文中的实际是指以各年的名义值^①与当年的通货膨胀率平减而得;通货膨胀率则以各年城镇居民消费价格指数^②增长率代替,具体数据如表 2 所示。

由于在“前景理论”下,参照点的位置并不固定,它由个体的预期或者由问题本身所决定,这使得 $\Delta \hat{y}_t$ 会随时间 t 以及 Δy_t 的变化而变化,所以采用单一门槛值对时间序列进行简单分类的做法并不恰当。为了解决这个问题,并和 Mankiw(1990), Shea(1995)以及 Darkos(2002)等人的研究一致,本文构造了一组哑变量 Dum , 其原理是将第 $t-1$ 期的可得信息作为对第 t 期期望的一个测度,也即将 Δy_{t-1} 看作 Δy_t 的期望,并以二者之差来决定“好年份”与“坏年份”,如果 Δy_t 小于(大于) Δy_{t-1} , 则有 $Dum=0$ ($Dum=1$)。

在对模型参数的估计上,本文采用最小二乘法(OLS)和广义矩阵法(GMM)。GMM 方法优点在于它可以选取包括因变量与自变量在内的滞后期数作为工具变量以解决估计中的不一致问题,而且也比一般的估计方法更具弹性,其他诸如 OLS, 工具变量法或者最大似然估计等都可看作是 GMM 估计的特例。但是由于本文研究中的样本量并不足够大,采用 GMM 估计有可能产生一定的偏差,故为了稳妥起见,亦同时采用 OLS 方法进行估计。

GMM 估计中工具变量的选取上,国外的类似研究的做法(如 Shea, 1995 等)一般是选取从第 $t-2$ 期到第 $t-4$ 期的滞后变量为工具变量,但考虑到本文采用年度资料而非类似研究中的季度资料,并且为了防止样本自由度过小使得估计出现

^① 在实际利率的计算中,如果一年有多个名义利率,则取其算术平均数。

^② 因为本文的研究对象是城镇居民,所以城镇居民消费价格指数比其他物价指数更为合理。

偏差, 本文对模型 I 选取 3 组工具变量加以考察^①: (1). $\Delta y_{t-1}, \Delta c_{t-1}, r_{t-1}$; (2). $Dum\Delta y_{t-1}, (1-Dum)\Delta y_{t-1}, r_{t-1}$; (3). $\Delta c_{t-1}, Dum\Delta y_{t-1}, (1-Dum)\Delta y_{t-1}, r_{t-1}$; 对模型 II 选取 1 组工具变量加以考察: $\Delta c_{t-1}, Dum\Delta y_{t-1}, (1-Dum)\Delta y_{t-1}, r_{t-1}$ 。

表 2 样本数据

年份	Y_t	C_t	r_t	CPI_t	年份	Y_t	C_t	r_t	CPI_t
1981	458.00	456.80	3.00	112.2	1992	897.33	740.21	2.56	253.4
1982	484.99	461.94	3.86	114.4	1993	982.97	805.01	-3.12	294.2
1983	505.72	486.39	4.26	116.7	1994	1066.55	869.82	-11.12	367.8
1984	568.58	523.48	2.96	119.9	1995	1118.59	923.92	-3.02	429.6
1985	617.94	562.84	-1.60	134.2	1996	1161.58	940.87	-1.23	467.4
1986	702.89	624.29	1.70	143.6	1997	1201.47	974.54	1.12	481.9
1987	719.89	635.27	-0.10	156.2	1998	1270.75	1009.94	2.28	479.0
1988	703.20	657.13	-9.86	188.5	1999	1389.22	1095.40	1.24	472.8
1989	734.32	646.40	-6.46	210.2	2000	1478.42	1176.62	1.02	476.6
1990	763.24	646.36	-6.54	222.0	2001	1603.76	1241.24	0.95	479.9
1991	817.86	699.17	4.66	233.3	2002	1815.28	1421.03	0.95	476.1

为了检验模型的过度识别限制是否成立, 检验结果同时提供了 H 统计量 (即表 4 中的 J -value) 以说明不同的工具变量集下, 模型检验所使用的工具变量数目是否适当。在过度识别限制成立的情况下, H 统计量趋近于 $\chi^2_{(q-p)}$ 分布。其中, q 为工具变量的个数, p 为估计参数的个数。

另外, 由于对时间序列进行回归分析, 必须要求是平稳序列, 本文分别对 $\Delta y_t, \Delta c_t, r_t$ 分别进行了 ADF 检验, 以考察其平稳性。

(二) 检验结果

首先对 $\Delta c_t, \Delta y_t$ 和 r_t 进行 ADF 检验, 以判断其是否服从单位根过程。由于序列 $\Delta c_t, \Delta y_t$ 和 r_t 的并无明显趋势, 如图 1, 所以选用有截距项但无趋势项的 ADF 检验, 结果如表 3 所示。可知, 以上三个变量分别在 5%, 10% 和 10% 的显著水平上拒绝单位根假设, 这表示模型所包括的变量基本上都是平稳的, 可以进行下一步检验。

首先对样本进行 GMM 估计, 结果如表 4 所示。从表中的参数可以推断, 我国城镇居民的消费行为基本符合“前景理论”假说, 虽然部分统计量并不显著, 但几乎所有的估计中都与 $\lambda_1 > 0, \lambda_2 > 0, \lambda_1 > \lambda_2$ 相一致, 这说明“坏年份”的消费比例要高于“好年份”的消费比例, 且不同的工具变量选取并没有造成估计结果之间较大的不一致, 这进一步说明 $\lambda_1 > \lambda_2$ 的结论是稳健的。

^① 全部检验的工具变量中都包含常数项。

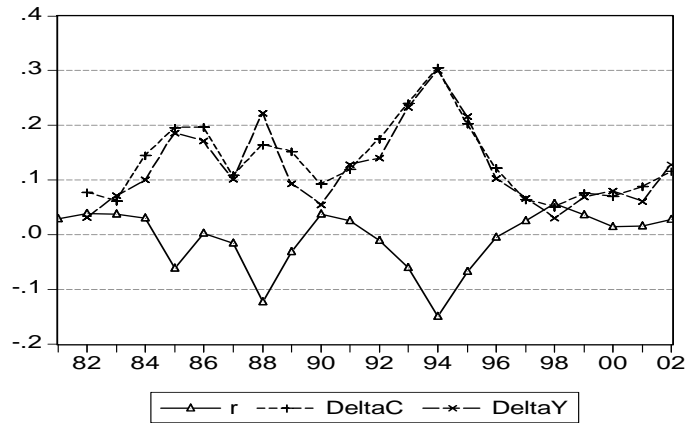


图 1 Δc_t , Δy_t 和 r_t 的时间序列

表 3 单位根检验结果

序列	ADF 检验值	临界值	滞后期
Δc_t	-3.0671	-3.0294 **	1
Δy_t	-3.0250	-2.6672 *	3
r_t	-2.9797	-2.6502 *	1

注：选取标准为使得 AIC 和 SC 值最小的结果。

*表示在 0.05 的显著性水平下显著；**表示在 10%的显著性水平下显著。

从数值上来说， λ_1 都明显的要大于 λ_2 ，这说明短视行为假说并不能成立，否则二者之间不应该有系统的差别。

由于“前景理论”假说的结论和流动性约束的结论完全相反，所以本文的检验结果完全不支持流动性假说的存在，这与宋冬林、金晓彤等(2003)的结论一致，他们认为，2002 年 5 月末我国居民储蓄余额已经达到 8.04 万亿元，同比增长 17.6%，消费者只需要动用储蓄而不用借贷就可以平滑目前的消费，所以我国消费并不存在即期的流动性约束；欧阳俊、刘建民等（2003）也得出了同样的结论。本文的实证结果亦显示我国当前并不存在流动性约束。

模型 II 的结果是模型 I 包含了时间因素之后的检验。从结果来看，在加入时间因素以后，也同样表现出了 $\lambda_1 > \lambda_2$ ，而且二者的差额变得相对更大，这和模型 I 同样支持“前景理论”假说，并拒绝短视行为和流动性约束假说。

接下来，进行 OLS 估计，结果如表 4 所示，可以看到无论模型 I 还是模型 II，都有 $\lambda_1 > \lambda_2$ ，结果依然支持“前景理论”假说，并拒绝短视行为和流动性约束假说。而且从调整后的 R^2 来看，拟合结果也较为满意。

此外，由于模型 II 增加了时间变量，从其系数 δ 来看，该统计量在两种不同的估计方法中并不一致，而且 t 检验也不显著。但通过比较两种方法的结果， δ 应该更倾向于小于零，这是因为在 GMM 估计中， δ 虽然不显著，但是相对于其

他系数来说，它仍然具有更小的 p -值；而 OLS 估计中， λ_1 和 λ_2 均在 0.05 的显著性水平下拒绝零假设， δ 相对来说显著性较差。而且从数值上来看，OLS 回归中的结果也十分接近于零。尽管如此，我们仍然不能得出比较稳妥的结论。总体上来看，可以认为消费随着制度的变革而没有明显的变化，也即在样本考察区间内，制度的变化对城镇居民的消费行为没有明显的影响。

表 4 检验结果

		θ	η	λ_1	λ_2	δ	\bar{R}^2	J -value
GMM	模型 I	0.0136 (0.7217)	0.0043 (0.2934)	1.0962* (0.0714)	0.5045 (0.2783)	—	0.1204	0.0000
		-0.0228 (0.6578)	0.0005 (0.9464)	1.3757** (0.0229)	1.1140 (0.1175)	—	0.1985	15.5370
		0.0224 (0.6192)	-0.0061 (0.1997)	0.8744 (0.2083)	0.4922 (0.3662)	—	0.0191	0.0765
	模型 II	-0.0265 (0.7538)	-0.0116 (0.5200)	3.2408 (0.3035)	-0.4602 (0.8018)	-0.2405 (0.2297)	-76.9896	0.1753
OLS	模型 I	-0.0094 (1.62493)	-0.0003 (-2.50332)	0.7291 (1.25409)	0.7060 (1.46346)	—	0.4852	—
	模型 II	0.0080 (0.5543)	0.0006 (0.7192)	0.5683** (0.0324)	0.5118** (0.0365)	0.0305 (0.3610)	0.5112	—

注释：小括号中的数值表示检验的 p -值；

\bar{R}^2 表示调整的 R -平方；

*号表示在 0.10 的显著性水平下显著；**号表示在 0.05 的显著性水平下显著。

最后，从表 4 可以看出，大部分 λ_1 和 λ_2 都有较高的估计值，一部分甚至超过了 1.0，从而得知我国城镇居民的消费也存在着过度敏感性，这与申朴、刘康兵(2003)的结论相一致。

四、结论

本文基于行为经济学的“前景理论”提出一个居民消费的假说，并结合流动性约束和短视行为，通过 GMM 和 OLS 两种检验方法，对城镇居民的消费行为进行了分析。得出以下主要结论。

首先，我国城镇居民具有较为明显的损失规避倾向，其行为支持“前景理论”的假设。这表现为在收入变动比预期差的年份，居民消费的比例要普遍比收入变动好于预期的年份。

其次，我国城镇居民中并不存在明显的短视行为和即期的流动性约束。当然，有理由认为，在体现出来的不对称的消费行为中，也许存在较小比例的短视行为，而这个对称的短视行为所致的结果被估计出来的损失规避成份所掩盖。

再次，随着制度的变革，居民的消费行为并没有明显的变化。或者说，在样

本考察区间内，制度的变化对城镇居民的消费行为没有明显的影响。

最后，从估计的参数上来看，我国的城镇居民的消费也存在部分的过度敏感性。

参考文献

Altonji, J., and A. Siow., Testing the Response of Consumption to Income Changes with (noisy) Panel Data, *Quarterly Journal of Economics*, 1987, 102, 293-328.

Bowman, D, Minehart, D and Rabin, M., 1999, Loss Aversion in a Consumption-Savings Model, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 1999, 38, 155-178.

Campbell, J., and G. Mankiw., 1990, Permanent Income, Current Income, and Consumption, *Journal of Business Economics and Statistics*, 1990, 8, 265-279.

Drakos Konstantinos., Myopia, Liquidity Constraints, and Aggregate Consumption: The Case of Greece, *Journal of Economic Development*, 2002, 27(1), 97-105.

Deaton, Angus., 1991, Saving and Liquidity Constraints, *Econometrica*, 1991, 59, 1221-1248.

Flavin., M.A., 1985, Excess Sensitivity of Consumption to Current Income: Liquidity Constraints or Myopia? *Canadian Journal of Economics*, 1985, 18, 117-136.

Friedman, M., *A Theory of the Consumption Function*, Princeton, Princeton University Press, 1957.

Hall, R., 1978, Stochastic Implications of the Life Cycle -Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence, *Journal of Political Economy*, 1978, 86, 971-987.

Hodrick, Robert J, Prescott, Edward C., Postwar U.S. Business Cycles: An Empirical Investigation, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1997, 29 (1), 1-16.

Kahneman, Daniel., and Jack L. Knetsch. and Richard H. Thaler., Anomalies: The Endowment Effect, Loss Aversion, and Status Quo Bias, *Journal of Economic Perspective*, 1991, 5, 193-206.

Kahneman, Daniel., and Tversky, Amos., Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk, *Econometrica*, 1979, 47(2), 263-291.

陆家骝：《行为金融学的兴起》。广州：广东人民出版社，2004。

Modigliani, F., and Ando A., The Life Cycle Hypothesis of Saving: Aggregated Implications and Tests, *American Economic Review*, 1963, 53, 55-84.

欧阳俊、刘建民、秦宛顺：《居民消费流动性约束的实证分析》，载《经济科学》，2003年第5期。

Shea, J., Myopia, Liquidity Constraints, and Aggregate Consumption: A Simple Test, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1995, 27(3), 798-805.

申朴、刘康兵：《中国城镇居民消费行为过度敏感性的经验分析：兼论不确定性、流动性约束与利率》，载《世界经济》，2003年第1期。

宋冬林、金晓彤、刘金叶：《我国城镇居民消费过度敏感性的实证检验与经验分析》，载《管理世界》2003年第5期。

万广华、张茵、牛建高：《流动性约束、不确定性与中国居民消费》，载《经济研究》，2001年第11期。

Zeldes, Steven., Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation., *Journal of Political Economy*, 1989, 97(2), 305-346.