

互联网理财、财富效应与居民消费 ——来自互联网平台居民理财行为的 微观证据

杨雅鑫 宋科 张劲帆

【摘要】 随着金融科技迅速发展，可充分挖掘并发挥互联网理财推动居民消费增长、扩大内需方面作用。本文基于经典财富效应理论，从支付宝平台随机抽取约3万个活跃用户的理财行为数据，实证分析互联网理财对居民消费的影响。结果表明：①互联网理财投资收益能够有效促进居民消费，具有显著的财富效应，且此效应在电商消费层面更为显著。基于中国家庭金融调查数据(CHFS)的交叉验证结果表明，该结论具有较强的稳健性；②中介机制分析表明，互联网理财主要通过优化收入结构来促进居民消费；③互联网理财的财富效应并不存在明显的下沉效应；④互联网理财能够提高居民发展享受型消费在电商消费中的占比，显著推动居民消费结构升级。本文为进一步优化收入结构、促进居民消费升级，提供了有益的经验证据和政策启示。

【关键词】 互联网理财；收入结构；财富效应；电商消费；消费升级

【文章编号】 IMI Working Paper NO. 2419



微博·Weibo



微信·WeChat

國際貨幣網

<http://www.imi.org.cn/>

1937

互联网理财、财富效应与居民消费

——来自互联网平台居民理财行为的微观证据

杨雅鑫¹ 宋科² 张劲帆³

【摘要】 随着金融科技迅速发展，可充分挖掘并发挥互联网理财推动居民消费增长、扩大内需方面作用。本文基于经典财富效应理论，从支付宝平台随机抽取约 3 万个活跃用户的理财行为数据，实证分析互联网理财对居民消费的影响。结果表明：①互联网理财投资收益能够有效促进居民消费，具有显著的财富效应，且此效应在电商消费层面更为显著。基于中国家庭金融调查数据（CHFS）的交叉验证结果表明，该结论具有较强的稳健性；②中介机制分析表明，互联网理财主要通过优化收入结构来促进居民消费；③互联网理财的财富效应并不存在明显的下沉效应；④互联网理财能够提高居民发展享受型消费在电商消费中的占比，显著推动居民消费结构升级。本文为进一步优化收入结构、促进居民消费升级，提供了有益的经验证据和政策启示。

【关键词】 互联网理财；收入结构；财富效应；电商消费；消费升级

一、问题提出

在全球经济持续低迷和国内外环境存在诸多不确定性的背景下，进一步提振消费，扩大内需，是当前实现经济高质量发展的重要着力点。党的十九届五中全会提出将“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”，明确将扩大内需作为战略基点，并特别强调了消费升级和新型消费的重要性。党的二十大报告再次明确指出，“要坚持推动高质量发展为主题，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强国内大循环内生动力和可靠性”。2022年12月，中共中央、国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022—2035）》进一步提到，“发挥超大规模市场优势，必须坚定实施扩大内需战略，扩大居民消费和有效投资，增强经济发展韧性”。在此大背景下，深入研究居民消费的微观决策机制，并以此进一步挖掘居民消费潜力，推动居民消费升级具有重大战略意义。

¹ 杨雅鑫，经济学博士，新加坡国立大学房地产研究院。

² 宋科，中国人民大学国际货币研究所副所长、金融科技研究所执行所长。

³ 张劲帆，金融学博士，副教授，香港中文大学（深圳）经济管理学院。

作为消费者平滑生命周期内消费的重要手段，金融资产投资收益能够影响居民收入，进而对其消费造成影响，产生财富效应。作为财产性收入的第二大来源（宁光杰等，2016），金融资产投资收益的边际消费倾向明显大于工资性收入和家庭经营收入（温涛等，2013）。Ando and Modigliani(1963)最早验证了财富效应，认为财富净值增加能够显著促进居民消费支出。关于金融资产财富效应的讨论多聚焦于股票等传统金融资产，部分研究认为股票的财富效应显著存在，股价上升有助于促进居民消费，随着股票资产在居民收入中占比增加，消费对资产价格波动的响应越发明显（Hall, 1978; Mccluer, 2002;胡永刚和郭长林, 2012; Marco et al., 2018）。但也有研究发现，股票波动并不会对消费造成影响（Arena, 1964; Case and Quigley, 2005），或股价波动对消费存在非对称性影响，股价上涨会增加居民消费，但股价下跌不会对消费产生负向影响（Zhou et al., 2016）。关于金融资产财富效应的异质性，Marco et al.(2018)发现资本利得的财富效应会随着财富规模的增加逐渐递减；张大永和曹红(2012)发现，高风险金融资产主要影响居民耐用品消费支出，而无风险金融资产的影响则体现在非耐用品消费支出方面。

可以看到，既有文献对于金融资产的财产性收入能否影响居民消费，即财富效应是否存在仍未有一致结论且存在一定局限：①主流文献主要基于宏观数据，较少采用居民微观数据进行实证分析。直接使用宏观数据存在“可加性”难题，无法控制微观个体的人口统计与经济特征，难以考察个体消费行为的微观机制（潘敏和刘知琪，2018）。②主要聚焦股票等传统金融资产的财富效应。事实上，由于传统金融可得性不足，金融市场门槛较高，传统金融资产多被生活在发达地区、收入和财富水平较高、受教育程度较高的城市居民持有，而下沉人群被排除在外，导致样本选择偏差。随着数字金融迅速发展，居民通过金融科技平台购买互联网理财产品已经成为居民参与金融市场并获得财产性收入的重要途径。更为重要的是，互联网理财凭借大数据和人工智能等技术优势，可以触达下沉人群，为其提供决策支持及其他增值服务。尤其是集互联网理财、消费信贷、移动支付和电子商务服务在内的“数字金融+电子商务”的“一站式”消费金融模式，对居民的消费决策产生了重要影响。③主要关注金融资产投资收益对居民消费水平的影响，鲜有研究关注其对居民消费结构的影响。近年来，数字金融和电子商务的快速发展有效推动了消费结构优化升级，发展享受型消费比例持续上升，居民也从追求商品质量向追求“智能”“个性”“环保”转变，考察对消费结构的影响已经成为全面了解居民消费决策机制不可或缺的部分。

鉴于此，本文基于财富效应理论，从支付宝平台随机抽取了 30266 个活跃用户的月度投资行为与消费行为数据，探讨了互联网理财投资收益对居民消费水平和消费结构的影响，进一步厘清了在“数字金融+电子商务”这一新型消费金融模式下中国居民的消费决策机制。相较已有文献，本文可能的边际贡献在于：①基于支付宝这一独角兽级金融科技平台的个人月度理财和消费行为等微观数据，验证了互联网理财的财富效应，并进一步探讨了互联网理财财富效应在涉农、西部地区、三线及以下城市居民中的异质性表现，丰富了相关文献。②

将对金融资产财富效应的研究从消费水平拓展至消费结构层面，探讨了互联网理财投资收益对生存型和发展享受型消费的异质性影响，为在新发展阶段进一步规范发展互联网理财，推动居民消费升级提供了有益的经验证据。^③使用 2019 年中国家庭金融调查数据（CHFS-2019）对互联网理财的财富效应进行交叉验证，并进一步检验了互联网理财通过优化居民收入结构来促进消费的影响机制。

二、经验事实、文献评述与理论分析

（一）经验事实

在完全市场中，理性投资者会同时配置无风险金融资产和风险金融资产，且配置比例与个人特征无关，但现实中往往存在金融市场有限参与现象。既有文献主要从金融市场参与成本、收入风险、个体特征、金融知识、教育背景、宗教信仰、社会互动、文化背景、制度环境等方面对此进行阐释。其中，参与成本主要包括投资限额、金融知识的学习成本、收集相关信息的时间成本以及交易时发生的交易费用等，是造成金融市场有限参与的主要原因（Bertaut, 1998; Luttmer, 1999; Bernheim et al., 2001; Vissing - Jorgensen, 2002; Guiso et al., 2004; 尹志超等, 2014）。只有当投资收益大于金融市场参与成本时，投资者才会参与金融市场，收入或财富水平越低的群体参与金融市场相对有限，难以获取财产性收入。金融市场有限参与使得财产性收入对居民消费影响有限，金融资产财富效应难以有效发挥。具体来看，^①家庭部门持有的金融资产中以收益率偏低的无风险金融资产为主（李涛和陈斌开, 2014）。^②高风险溢价金融资产多由收入水平或家庭财富水平较高的居民持有。财富水平较高人群的资本利得边际消费倾向较低，不会显著影响消费支出（Arena, 1963; 1965）。^③中国金融市场产品种类较少，风险投资以股票投资为主。由于股票价格波动较大，居民为应对未来可能出现的收入损失会增加预防性储蓄，财富效应难以体现（李波, 2015）。

事实上，互联网理财并不是简单的理财线上化，还包括传统金融机构与金融科技平台公司的产品创新与模式变革，以及通过数字化或智能化手段为居民理财行为提供的决策支持及其他相关增值服务。近年来，互联网理财的出现，有效降低了金融市场参与成本，极大程度缓解了金融市场有限参与现象。本文通过分析 30266 个活跃用户的互联网理财行为特征与规律后发现，互联网理财有效推动了下沉群体，尤其是涉农人群和年轻人群的金融市场参与度，并有助于培养其主动理财理念，居民金融资产持有结构和收入结构得到进一步优化¹。在此过程中，互联网理财财产性收入能否显著促进居民消费，财富效应是否存在值得进一步探讨。

（二）文献评述与理论分析

消费者的现期收入包括能够预期到的永久收入和无法预期到的暂时收入。无论是互联网理财还是传统财富管理产生的投资收益，均属于财产性收入，具有暂时收入特征。在金融市

¹ 详见中国人民大学金融科技研究所与蚂蚁集团研究院于 2020 年 9 月联合发布的《互联网理财与消费升级研究报告》。

场完全的条件下，其边际消费倾向几乎为零（Hall and Mishkin, 1982），不存在财富效应。但是，在金融市场存在摩擦的情况下，消费者通过借贷来平滑收入冲击的能力有限，消费行为会对暂时收入冲击或当期收入变化“过度敏感”（Flavin, 1981; Campbell and Mankiw, 1991; Bacchetta and Gerlach, 1997）。此外，由于消费者存在收入心理账户，当投资收益被消费者划分为收入账户时，其消费会受到显著影响（Thaler, 1990）。

相较于传统财富管理，互联网理财凭借其独特优势，能够将金融投资服务有效触达涉农、西部地区和三线城市及以下居民等广大下沉人群，拓宽其财产性收入渠道。下沉人群的收入水平较低，流动性约束较强。导致互联网理财的财富效应可能存在明显的异质性。从城乡差异看，独特的城乡二元结构导致中国农村居民的财富水平、收入水平以及面对收入冲击的保障能力普遍低于城镇居民。传统金融机构难以覆盖到广大农村地区，信贷配给问题导致涉农居民面临较强的流动性约束，实现收入跨期配置难度较大，财产性收入的边际消费倾向往往大于城镇居民（古炳鸿等，2009;杨继生和邹建文，2020），互联网理财在涉农居民中可能存在更强的财富效应。从地理区域和城市等级差异看，相比于东部地区 and 一二线城市居民，西部地区和三线及以下城市居民面临更严重的金融排斥（王修华等，2013）、较低的财富收入水平和更严苛的信贷约束，其财产性收入的边际消费倾向普遍高于东部地区 and 一二线城市居民，因此西部地区和三线及以下城市居民的互联网理财财富效应可能更显著。基于此，本文提出：

假设 1：互联网理财存在财富效应。

假设 2：互联网理财财富效应能够更好促进下沉人群的消费支出，具有明显的普惠特征。

合理的收入结构是影响居民消费水平的重要因素，理性消费者会根据生命周期内的劳动收入和财产性收入合理安排消费支出（陈昌盛等，2021）。作为居民可支配收入的重要来源，金融资产产生的财产性收入对居民消费增长的贡献率更大，边际消费倾向更高（温涛等，2013）。长期以来，中国居民收入结构不完善，财产性收入在总收入中的占比较低，且存在财产性收入分配不平等，收入结构不均衡等特点，进一步拉大了中国居民收入差距，影响居民消费潜力的释放（宁光杰等，2016）。近年来，以互联网理财为代表的数字金融得到快速发展，互联网理财不仅能够突破空间和时间限制，有效触达移动手机用户，而且以其最低投资限额低、产品种类较多等特征，可以有效降低居民参与金融市场的门槛，满足投资者多样性需求。此外，金融科技平台还可以通过对人工智能与大数据技术，根据投资者的风险偏好和财力，智能匹配理财产品，有助于降低金融知识造成的金融市场参与成本。可见，互联网理财能够在很大程度上提升居民参与金融市场的概率，拓宽获得财产性收入的渠道，收入结构得以优化，能够更好地促进消费支出。基于此，本文提出：

假设 3：互联网理财可以通过优化居民收入结构，进而促进居民消费。

当前，在电子商务和数字金融共同驱动下，中国居民步入以多元化、高质化、虚拟化、个性化为特征的“新消费”升级阶段（宋科等，2022），移动互联网、物联网、云计算、人

工智能、大数据和 5G 等信息技术在消费领域的应用,丰富了消费者与厂商之间的互动模式,供需双方信息不对称问题有效缓解,消费者主导的买方市场真正形成(周密和盛玉雪,2019),也逐渐催生出 C2B 或 C2M 反向定制、线上线下有机融合的新型消费模式,有助于居民追求个性化、高品质和优质化的消费体验,促进消费结构升级。作为数字金融的主要模式创新,居民通过互联网理财获得“额外收入”,除维持基本财富规模外,主要用于价格较高的非日常性商品或服务性消费(温涛等,2013),能够起到推动消费结构升级的作用。一方面,由于消费支出存在显著的收入门槛效应,衣食住行等生存型消费的收入门槛较低,而家庭设备用品及服务、医疗保健用品及服务、教育文化及娱乐服务、交通与通信等发展享受型消费的收入门槛较高。当互联网理财推动的收入水平达到相应门槛时,会对发展享受型消费品类支出产生显著影响(范叙春,2016)。另一方面,与食品、衣着等生存型消费相比,发展享受型消费收入弹性较高(唐琦等,2018),随着互联网理财等带来的收入水平提升,食品消费等必需生存型消费占比被动下降,享受型消费占比明显提升(陈昌盛等,2021;刘世锦等,2022)。基于此,本文提出:

假设 4: 互联网理财能够更显著地促进发展享受型消费,进而推动居民消费结构升级。

三、研究设计

(一) 模型设定

参考 Marco et al. (2018), 本文构建以下基准模型:

$$consumption_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 profit_{ijt} + \gamma X_{ij} + v_t + \gamma_i + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中, $consumption_{ijt}$ 表示 i 省第 j 个用户在第 t 期的消费; $profit_{ijt}$ 表示 i 省第 j 个用户在第 t 期的互联网理财投资收益; X_{ij} 是用户 j 的个体控制变量,包括年龄、性别、婚姻状况等人口特征,所在城市等级等区域特征,收入水平以及房产持有状况、可用于投资金融资产状况等资产持有状况等; β_0 是常数项, v_t 是月度时间固定效应,用以控制随时间变化的消费差异; γ_i 是省份固定效应,用以控制随地区变化的消费差异。 ε_{ijt} 是随机误差项。本文将稳健标准误聚类到个体层面。

(二) 主要变量描述

1. 居民消费

本文采用用户在支付宝平台上的月度消费总支出、电商消费支出以及电商消费占比作为居民消费的代理变量。其中,消费总支出为用户通过支付宝平台进行的所有消费支出总额,而电商消费支出是消费总支出中通过电商平台进行的消费支出,电商消费占比为电商消费支

出在消费总支出中的比重¹。相较于消费总支出，由于金融科技平台利用移动互联网可以突破时间与空间限制，使电商消费具有一定独特性。一是缓解供需双方信息不对称，降低消费者搜索成本。二是减少消费者与商店之间因“绝对空间距离”造成的空间阻力，购物成本大幅度降低（刘向东等，2019）。三是弱化物理时空对经济时空的约束，交易参与双方的时间和空间均可不一致，有助于实现时空异步的虚拟到场（冯华和陈亚琦，2016）。可见，使用电商消费支出代理消费水平，一方面可以减少因信息不对称、时空限制等购物成本造成的区域消费不平等或消费结构差异；另一方面，消费者可以随时通过智能手机的 APP 端进入互联网理财和电商平台，理财收益转化为消费的时滞较短，有助于分析新消费金融模式下的财富效应。该平台提供的月度消费金额数据以分为单位，本文对居民消费水平进行了对数化处理。

2. 互联网理财投资收益

本文采用互联网理财是否获益作为互联网理财投资收益的代理变量。

3. 下沉人群

消费下沉是近年来电商平台拓展消费市场，激发流量潜力的新趋势。下沉人群主要指收入水平较低、边际消费倾向较高、消费潜力较大的西部地区居民、农村居民以及三线及以下城市居民，其消费能力随着移动互联网技术的普及得到进一步释放。基于数据可得性，本文将西部地区人群、涉农居民和三线及以下城市居民定义为下沉人群。

4. 控制变量

本文选取的控制变量主要包括用户的人口特征变量、区域特征变量、收入水平以及资产持有状况。其中，人口特征变量包括用户的年龄、性别、婚姻状况；区域特征变量包括用户所在城市等级；收入水平采用用户近一年在支付宝平台上的“现金流入等级”来代替；资产持有状况包括消费者的房产持有状况和可用于投资金融资产状况。由于年龄属于离散型变量且消费者年龄对消费的影响是非线性的，因此本文在模型中控制了年龄的平方项。现金流入等级和可投资金融资产状况来自该平台对用户的调查问卷，现金流入等级包括低现金流入等级、中等现金流入等级、高现金流入等级，该变量一定程度可以代表消费者收入水平（邱晗等，2018；宋科等，2023）。该平台对用户可投资金融资产的划分标准为“1 万及以下”“1 万-5 万”“5 万-10 万”“10 万-30 万”“30 万-100 万”“100 万-300 万”“300 万以上”，该变量可在一定程度上代表用户的财富水平，由于上述分类并非严格的等距关系，因此本文引入“是否低财富水平”和“是否高财富水平”的哑变量，分别用“可投资金融资产是否在 5 万以下”和“可投资金融资产是否在 100 万以上”来代替²。消费者婚姻状况和房产情况

¹ 支付宝平台根据用户在该平台上的资金支付去向区分电商消费。

² 根据中国家庭金融调查与研究中心、蚂蚁集团联合发布的《中国家庭财富指数调研系列报告—2022 年中国家庭财富变动趋势》，其中持有金融资产在 5 万以下的为低资产家庭，100 万以上为高资产家庭，因此本文根据这一标准，将持有可投资金融资产在 5 万以下的定义为低财富水平，100 万以上的定义为高财富水平。

分别为该平台根据用户行为数据推测的结婚和持有房产的概率。另外，理财产品买入、卖出行为可能会影响居民消费。根据凯恩斯的跨期消费理论，当居民买入理财产品时可能会挤出消费，当居民卖出理财产品时可能会促进消费。但也存在收入增加和减少带来的内生性问题，即居民收入增加（减少），可能既会买入（卖出）理财产品，也会增加（减少）消费支出，因此我们在模型中控制了当期理财持有规模的变动。

本文主要变量的构建情况和主要变量的描述性统计如表 1 和表 2 所示。

表 1 主要变量说明

变量类型	变量名	变量说明
被解释变量	消费总支出	用户当月消费支出总额的对数
	电商消费支出	用户当月电商消费支出总额的对数
	电商消费占比	用户当月电商消费支出总额在消费支出总额中的比重
核心解释变量	互联网理财投资是否获益	月投资收益大于 0 为 1，否则为 0
	年龄	用户年龄段：1 为 18-20 岁，2 为 21-25 岁，3 为 26-30 岁，4 为 31-35 岁，5 为 36-40 岁，6 为 41-45 岁，7 为 46-50 岁，8 为 51-55 岁，9 为 56-60 岁，10 为 60 岁以上
人口特征	年龄的平方	年龄的平方
	性别	男性为 0，女性为 1
	婚姻状况	已婚概率：分布于[0, 1]
区域特征	城市等级	是否一二线城市，是为 1，否为 0
收入水平	现金流入等级	用户最近一年现金流入等级：1 低，2 中，3 高
	理财持有规模的变动	理财持有规模的对数的一阶差分
资产持有状况	房产状况	拥有房产概率：分布于[0, 1]
	是否低财富水平	持有可投资金融资产是否在 5 万以下，是为 1，否为 0
	是否高财富水平	持有可投资金融资产是否在 100 万以上，是为 1，否为 0
	是否涉农	是为 1，否为 0
下沉人群	是否西部地区	是为 1，否为 0
	是否三线及以下城市	本文在回归中使用控制变量中的城市等级即是否一二线城市作为反向的代理变量

表 2 主要变量描述性统计

变量名	样本数	最小值	最大值	均值	标准差
消费总支出	236670	0.6931	20.7028	12.3566	1.3333
电商消费支出	236670	0	18.5951	9.4060	3.9781
电商消费占比	230029	0	1	0.7591	0.3085
互联网理财投资是否获益	236670	0	1	0.3762	0.4844
理财持有规模的变动	231936	-11.4608	19.3286	-0.0158	1.8152
年龄	236670	1	10	3.5646	1.5893
性别	236670	0	1	0.3860	0.4868
婚姻状况	235290	0.0399	0.9973	0.7352	0.2136
城市等级	236670	0	1	0.5685	0.4953
现金流入等级	236670	1	3	2.8776	0.3632
房产状况	236647	0.0249	1	0.5842	0.2264
是否低财富水平	236670	0	1	0.3246	0.4682
是否高财富水平	236670	0	1	0.0274	0.1632
是否涉农	236670	0	1	0.2249	0.4175
是否西部地区	236670	0	1	0.1569	0.3637

（三）样本选择

本文选取的样本全部来自支付宝平台，该平台为客户提供移动支付、数字金融和数字生活等全方位服务。近年来，随着互联网覆盖人群范围进一步扩大，互联网理财市场规模和用户数量均有大幅增长。中国互联网络信息中心数据显示，截至 2019 年 6 月，我国购买互联网理财产品的网民数量已达 1.69 亿，占全国网民人数的 19.9%，略高于我国股市参与人数¹。另据中国证券基金业协会数据统计，蚂蚁财富的非货币类公募基金保有规模领域内位列第一。可见，使用支付宝平台上数据研究互联网理财产品的财富效应具有较强代表性。

具体地，我们在该平台随机抽取了 30266 个活跃用户，样本区间为 2017 年 9 月-2019 年 7 月。本研究在蚂蚁集团域内的蚂蚁开放研究实验室远程开展。研究所用数据均为抽样和脱敏后在蚂蚁开放研究实验室分析。作者仅能远程登录“具体数据不可见”的实验室沙盒环境中进行实证分析。实证分析中，为防止数据缺失对实证结果带来的影响，本文删除了投资行为或消费行为不满 23 个月的消费者；同时，为保证样本为支付宝平台的活跃用户，本文删除了每月总消费并不总是大于 0 的用户。在对数据缺失的用户数据删除后，本文最终选择了 10229 个活跃用户，分布于我国 31 个不同省份及自治区，具有较强代表性。

四、实证结果与分析

（一）基准回归结果

表 3 报告了基准模型的回归结果，列（1）—（6）分别报告了同时控制个体固定效应和时间固定效应，只控制时间固定效应以及控制地区固定效应和时间固定效应条件下互联网投资收益对居民总消费和电商消费的影响。可以看到，互联网理财投资收益对平台用户总消费支出的影响为正，但只有在同时控制个体固定效应和时间固定效应或只控制时间固定效应的条件下统计性显著。而互联网理财投资收益对平台用户电商消费支出的影响在各种条件下均显著为正，表明互联网理财存在财富效应，验证假设 1。列（7）—（9）报告的被解释变量为电商消费占比时的回归结果，进一步验证了互联网理财投资收益对平台用户电商消费影响更显著。从控制变量看，年龄对消费总支出影响不显著，年龄的平方项对消费总支出影响显著为负，这与张大永和曹红（2012）等研究结论保持一致。而年龄对电商消费支出以及电商消费占比的影响均显著为负。一个可能的解释在于，年轻用户对于电商消费接受程度较高，是电商消费的主力军，由此表现出年龄越小电商消费支出越大。用户性别对消费支出的影响显著为正，表明女性用户消费水平普遍高于男性用户。现实当中，女性消费往往比男性更积极、冲动且存在一定短视性，这可能与女性家庭经济负担较轻，缺乏对花钱的沉默成本与边际均衡的感知有关（陈惠雄，2016）。城市等级对平台用户消费总支出和电商消费支出都有

¹ 中国证券投资者保护基金有限责任公司发布的《2019 年度全国股票市场投资者状况调查报告》显示，截至 2019 年 12 月 31 日，全国股票投资者数量达 15975.24 万。

正向影响。结婚概率对平台用户消费总支出具有显著正向影响，而对电商消费支出和电商消费占比的影响显著为负，这与年龄结果在逻辑上保持一致。现金流入等级、财富水平和房产持有情况也会显著影响平台用户消费。其中，现金流入等级对平台用户消费有显著正向影响；低财富水平对平台用户消费有显著负向影响，高财富水平只对平台用户总消费有显著正向影响；房产持有概率对平台用户消费有显著正向影响，表明收入水平越高、有房概率越大的消费者，其消费水平越高，与张浩等（2017）以及何兴强和杨锐锋（2019）等研究结果相似。

表 3 基准回归结果

变量	消费总支出			电商消费支出			电商消费占比		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
互联网理财投资是否获益	0.0302** *	0.0193*	0.0119	0.0532** *	0.1834** *	0.1832** *	0.0032**	0.0142** *	0.0147** *
	(0.0054)	(0.0095)	(0.0094)	(0.0142)	(0.0326)	(0.0327)	(0.0014)	(0.0025)	(0.0025)
理财持有规模的变动	0.0005 (0.0001)	0.0005 (0.0010)	0.0006 (0.0011)	0.0073* (0.0040)	0.0069 (0.0034)	0.0070* (0.0039)	0.0005* (0.0003)	0.0004 (0.0003)	0.0004 (0.0003)
年龄		0.0084 (0.0265)	0.0275 (0.0264)		- 0.3656** *	- 0.3487** *		- 0.0278** *	- 0.0277** *
年龄的平方		-0.0057** (0.0029)	0.0082** (0.0029)		-0.0024 (0.0101)	-0.0046 (0.0102)		-0.0000 (0.0008)	-0.0001 (0.0008)
性别		0.1651** *	0.1535** *		1.7025** *	1.6804** *		0.1266** *	0.1256** *
		(0.0200)	(0.0148)		(0.0547)	(0.0523)		(0.0045)	(0.0039)
城市等级		0.2390** *	0.1367** *		0.1235**	0.0467		-0.0066	-0.0053
		(0.0152)	(0.0187)		(0.0529)	(0.0636)		(0.0041)	(0.0049)
婚姻情况		0.4107** *	0.3405** *		- 0.7327** *	- 0.7899** *		- 0.0971** *	- 0.0973** *
		(0.0478)	(0.0477)		(0.1692)	(0.1699)		(0.0130)	(0.0131)
房产情况		0.5986** *	0.6026** *		2.1867** *	2.1842** *		0.1409** *	0.1405** *
		(0.0378)	(0.0371)		(0.1349)	(0.1344)		(0.0100)	(0.0102)
现金流入等级		0.4084** *	0.3769** *		0.5413** *	0.5137** *		0.0160** *	0.0160** *
		(0.0205)	(0.0203)		(0.0748)	(0.0763)		(0.0058)	(0.0060)
是否低财富水平		- 0.3963** *	- 0.3713** *		- 0.5788** *	- 0.5640** *		- 0.0221** *	- 0.0227** *
		(0.0171)	(0.0165)		(0.0579)	(0.0590)		(0.0045)	(0.0046)
是否高财富水平		0.3326** *	0.3175** *		0.0908	0.1011		-0.0137	-0.0118
		(0.0528)	(0.0516)		(0.1785)	(0.1833)		(0.0132)	(0.0135)
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	否	否	控制	否	否	控制	否	否	控制
个体固定效应	控制	否	否	控制	否	否	控制	否	否
样本量	227309	226029	226029	229601	228214	228214	225438	224160	224160

注：表内数字均为变量的回归系数，对应括号内均为稳健标准误。*、**和***分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著。下表同1。

（二）内生性分析和稳健性检验

1. 内生性分析

本文使用以下方法缓解内生性问题导致的模型估计偏误：

第一，使用 DML（Double Machine Learning）模型解决样本自选择和模型误设带来的内生性问题。DML 模型是一种因果推断模型，又称 Debiased Machine Learning，即去偏机器学习模型。顾名思义，该模型在因果推断分析中旨在去偏，排除混杂因子对样本进入处理组和实验组的影响（Chernozhukov et al., 2018）。DML 模型原理主要如下：

$$consumption_{ijt} = \theta_0 profit_{ijt} + g_0(X_{ij}, v_t, \gamma_i) + \varepsilon_{ijt}, \quad E[\varepsilon_{ijt} | X_{ij}, v_t, \gamma_i, profit_{ijt}] = 0 \quad (2)$$

$$profit_{ijt} = m_0(X_{ij}, v_t, \gamma_i) + \mathcal{Q}_{ijt}, \quad E[\mathcal{Q}_{ijt} | X_{ij}, v_t, \gamma_i] = 0 \quad (3)$$

如果 $profit_{ijt}$ 相对于 X_{ij}, v_t, γ_i 是完全外生的， θ_0 即为 $profit_{ijt}$ 对 $consumption_{ijt}$ 的无偏一致性估计，但在现实中， X_{ij}, v_t, γ_i 往往会影响样本进入实验组和对照组即通过方程 $m_0(X_{ij}, v_t, \gamma_i)$ 影响 $profit_{ijt}$ ，属于混杂因子。DML 模型会通过正交化克服正则偏差，即通过 ML 估计剔除 X_{ij}, v_t, γ_i 对 $profit_{ijt}$ 的影响，获得无偏系数。此外，解释变量与被解释变量之间可能会存在非线性关系，存在模型误设等问题。DML 模型依赖于机器学习，一方面在高纬度方程中使用，能有效解决“维度诅咒”问题；另一方面，DML 模型基于工具变量函数、两阶段预测残差回归以及样本分割拟合的思想，能缓解机器学习估计中存在的“正则偏误”，有效避免模型误设的问题（Yang et al., 2020；张涛和李均超，2023）。但 DML 模型只能缓解由于可观测变量带来的内生性问题，无法处理最为关键的不可观测变量带来的内生性（徐尚昆等，2020）。

DML 模型估计结果如表 4 第（1）、（3）和（5）列所示，投资是否获益对电商消费支出以及电商消费占比的影响均显著为正，进一步表明互联网理财投资收益对电商消费支出的处理效应更大。

第二，如果消费者完全理性，滞后一期的消费应当包含消费者所有信息（Hall, 1978），据此本文借鉴李涛和陈斌开（2014）与张浩等（2017）的研究，将消费支出增长率作为被解释变量，可在一定程度上解决遗漏变量带来的内生性问题。表 4 第（2）、（4）列显示，互联网理财投资是否获益依然对平台用户电商消费具有显著正向影响。

¹ 回归过程中，本文对消费总支出、电商消费支出、理财持有规模对数的一阶差分等关键变量进行了左右 1%的缩尾处理；此外，由于部分用户的特征变量如婚姻状况、房产状况、所在省份存在缺失值，导致描述性统计结果中的样本量与回归结果中的样本量并不一致。

表 4 内生性分析

变量	消费总支出		电商消费		电商消费占比
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
互联网理财投资是否获益	-0.0060 (0.0150)	0.0036 (0.0038)	0.0560** (0.0220)	0.0234* (0.0121)	0.0050** (0.0020)
个体控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	226029	217568	228214	221178	228748

2. 稳健性检验

为验证基准回归结果的稳健性，本文进行以下检验：第一，本文控制了活跃用户所在地级市的固定效应。第二，替换核心解释变量，采用当期投资收益率的连续变量替换投资是否获益的虚拟变量。第三，生命周期—永久收入假说成立的前提条件是消费者不受流动性约束或借款约束，如果信贷市场存在严重摩擦，消费者难以通过借贷实现消费平滑，容易出现“短视（Myopia）”现象，即当期收入对消费支出有显著影响，因此我们在模型中加入消费信贷支出的对数来控制消费者的信贷约束。第四，替换核心被解释变量，采用消费总笔数、电商消费笔数、电商消费笔数占比分别替代消费总支出、电商消费支出和电商消费占比。稳健性检验结果表明，互联网理财投资收益能够显著促进平台用户电商消费支出，互联网理财的财富效应具有稳健性，但对总消费支出的影响并不在所有条件下均显著¹。

（三）进一步分析：互联网理财对下沉人群消费的异质性影响

我国下沉人群蕴藏着巨大的消费潜力，是推动消费升级的中坚力量。相较于传统财富管理，互联网理财凭借移动互联网、人工智能和大数据等技术优势可以突破时空限制、降低投资限额、满足投资者多样化需求、智能匹配理财产品等优势，可以显著降低居民金融市场参与成本，尤其降低了以低收入、低财富水平为特征的涉农居民、西部地区居民和三线及以下城市居民等下沉人群的参与成本。部分研究表明，受消费者消费习惯、抵制现期消费诱惑的心理成本、流动性约束、收入水平、拥有财富水平等因素影响，不同类型消费者的消费决策行为对金融资产价值波动的敏感程度有所差异。为此，本文基于是否涉农、是否西部地区以及是否三线及以下城市等视角，进一步探讨互联网理财财富效应在下沉人群中的异质性表现。

具体地，本文参考宋科等（2023）构建衡量人群下沉程度的指标，即轻度下沉人群、中度下沉人群和重度下沉人群，具体划分方法如下：满足涉农、西部地区或三线及以下城市其中一个条件的用户为轻度下沉人群，满足其中两个条件的用户为中度下沉人群，三个条件全部满足的用户为重度下沉人群。互联网理财投资是否获益与人群下沉程度的交互项结果显示²，无论是消费总支出还是电商消费支出，随着下沉程度增加，互联网理财投资是否获益与下沉程度的交互项系数由负转为正，但并不显著。只有被解释变量为电商消费占比时，互联

¹ 篇幅所限，结果备索。

² 篇幅所限，结果备索。

网理财投资是否获益与重度下沉人群的交互项显著为正。但由于被解释变量为消费支出时，互联网理财投资是否获益与重度下沉人群的交互项系数不显著，因此这一结果并不具经济学意义。由此可以看出，互联网理财的财富效应并没有明显的下沉效应，假设 2 未能得到验证。可能的原因在于：一方面，下沉群体收入结构单一，收入波动较大，较强的预防性储蓄意愿会削弱财产性收入的财富效应（袁志刚和宋铮，1999；臧旭恒和裴春霞，2007）；另一方面，消费支出存在显著的收入门槛效应，只有互联网理财带来的收入达到相应的门槛时，财富效应才能得以更好发挥（范叙春，2016）。

五、延伸讨论：互联网理财对消费结构的影响

本部分进一步分析互联网理财投资收益对居民消费结构升级的影响。恩格斯最早将消费需求划分为生存型消费需求、发展型消费需求和享受型消费需求，并揭示了三者之间存在的一般规律。在生存需求基本得到满足后，居民才会逐步转向追求个人发展和精神享受需求的满足。国家统计局将人均消费支出划分为食品、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育娱乐、医疗保健和其他用品和服务等八大品类。根据潘敏和刘知琪（2018）的研究，食品、衣着、居住是满足家庭基本生存需要而进行的消费，属于生存型消费；发展享受型消费包括生活用品及服务、交通通信、教育娱乐、医疗保健和其他用品和服务生活用品及服务、交通通信、教育娱乐、医疗保健和其他用品和服务等，是消费者为追求更好的个人发展和精神享受而产生的消费，居民消费结构的优化升级表现为发展享受型消费占比的提高。此外，消费结构升级也表现为纵向消费结构变化，即居民倾向于消费同一品类中的中高档消费品。近年来，在电子商务和数字金融共同驱动下，我国居民步入了以多元化、高质化、虚拟化、个性化为特征的“新消费”升级阶段。基于当前“新消费”升级的阶段性特征与数据可得性，本文聚焦互联网理财对居民生存型消费、发展享受型消费等横向消费结构升级的影响。支付宝平台对居民电商消费支出的品类划分包括粮油食品饮料烟酒类、服装鞋帽纺织类、日用品类、中西药品类、家具类、建筑及装潢材料类、文化办公用品类、教育服务、医疗保健服务、通讯器材类、书报杂志类、化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类、家用电器和音响器材类、汽车类、文化娱乐服务、航旅服务、餐饮服务和生活服务等 20 类¹。根据刘知琪（2018），本文将上述消费类目划分到生存型消费、发展享受型消费的具体标准如表 5 所示。

从表 6 的回归结果可以看出，互联网理财投资收益对支付宝平台用户在电商平台上各类消费品的支出水平都有显著促进作用，且对发展享受型消费占比有显著正向影响，验证假设 4。

表 5 生存型和发展享受型消费分类标准

¹ 由于平台数据限制，本文的消费结构数据仅为电商发展享受型消费支出占比，而非全部发展享受型消费支出占比

消费品类	商品类目
生存型消费	粮油食品饮料烟酒类、服装鞋帽纺织类、日用品类、中西药品类、家具类、建筑及装潢材料类
发展享受型消费	文化办公用品类、教育服务、医疗保健服务、通讯器材类、书报杂志类、化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类、汽车类、文化娱乐服务、航旅服务、餐饮服务、生活服务

表 6 互联网理财投资收益对不同消费品类支出的影响

变量	生存型消费	发展享受型消费	发展享受型消费占比
互联网理财投资是否获益	0.1236*** (0.0368)	0.1529*** (0.0360)	0.9940*** (0.2457)
控制变量	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
样本量	225849	225849	225849

六、基于中国家庭金融调查（CHFS）数据的交叉验证与中介机制分析

由于本文的样本来自支付宝这一金融科技平台，无法代表整个经济社会中的居民，为验证基准结果的稳健性和可靠性，本文进一步采用 2019 年的中国家庭金融调查（CHFS-2019）数据进行交叉验证¹。CHFS 数据有效收集了家庭部门的人口统计学特征、资产与负债、保险与保障、收入与支出、就业等方面信息，以及八大品类消费情况，为交叉验证提供了良好的数据支撑。基于此，本文设定模型如下：

$$Consumption_j = \beta_0 + \beta_1 profit_j + \gamma X_j + \varepsilon_j \quad (4)$$

其中， $Consumption_j$ 表示第 j 个家庭的消费水平或消费结构。消费水平包括家庭消费总支出、生存型消费支出、发展享受型消费支出以及电商消费支出；消费结构为发展享受型消费占比。 $profit_j$ 为家庭 j 互联网理财的投资收益，同样用是否获益来表示。 X_j 是家庭 j 的控制变量，包括家庭户主的年龄、性别、房产拥有情况、婚姻状况、收入水平、财富水平等。考虑到 CHFS 提供的消费数据为家庭消费数据，本文还控制了家庭人口规模和抚养负担。一方面，家庭人口规模会显著影响家庭消费支出；另一方面，家庭抚养负担会对家庭消费结构产生影响，老年群体与少儿群体没有或缺乏收入来源，且在医疗保健支出、教育支出等方面开销较大，因此，老年抚养比与少儿抚养比较高的家庭，其发展享受型消费支出较大²。 ε_j 为误差项。

¹ 使用 2019 年的调查数据，是因为中国家庭金融调查和研究中心在 2019 年中定义的互联网理财产品余额与 2015、2017 年的调查问卷中提及的互联网理财定义略有出入。2019 年的调查问卷明确了互联网理财定义，即家庭部门在支付宝、微信支付、京东网银钱包、百度钱包等第三方支付账户中购买的能够产生利息的互联网理财金额（如余额宝、微信零钱通、京东小金库、百度百赚等）以及不产生利息的互联网理财产品现金余额。但 2015 年和 2017 年并没有统计第三方支付账户中不产生利息的互联网理财产品现金余额，因此本文在本部分中以 2019 年购买互联网理财产品（包括现金余额和产生利息的金额）的家庭部门为研究样本。

² 因篇幅所限，具体变量说明和描述性统计可向作者索要。

进一步地, 本文通过中介效应模型分析互联网理财收益能否通过优化居民收入结构来影响居民消费。具体模型设定如方程 (5) 和 (6) 所示。

$$incomestr_j = \alpha_0 + \alpha_1 profit_j + \Gamma X_j + \nu_j \quad (5)$$

$$Consumption_j = \omega_0 + \omega_1 profit_j + \omega_2 incomestr_j + \Pi X_j + \vartheta_j \quad (6)$$

其中, $incomestr_j$ 为家庭收入结构, 用财产性收入在家庭总收入的占比来表示。为排除极端值的影响, 本文对该变量进行了左右各 1% 的缩尾处理。

方程 (4) 的回归结果如表 7 所示, 互联网理财投资收益能够显著促进家庭部门的消费总支出、生存型消费和发展享受型消费, 尤其对发展享受型消费支出的边际影响更大, 有助于居民实现消费结构升级。值得一提的是, 互联网理财投资收益对电商消费的边际影响更大, 进一步验证在“数字金融+电子商务”的“一站式”消费金融模式下, 互联网理财财产性收入对家庭电商消费的促进作用更为凸显。需要注意的是, 表 7 中互联网理财投资是否获益的回归系数与表 3、6 的回归系数存在较大差异, 这与两部分样本差距较大有关。首先, 数据维度不一。来自支付宝平台的数据为单个用户的月度行为数据, CHFS 数据则是家庭部门的年度行为数据。其次, 样本个体特征方面差异较大, 尤其是年龄层面。来自支付宝平台用户的平均年龄区间在 26-35 岁, 来自 CHFS 的家庭户主平均年龄区间为 46-50 岁。最后, 消费数据存在差异。来自支付宝平台用户的消费数据只包括用户通过该平台移动支付工具的支出, 无法囊括用户全部的消费数据, 来自 CHFS 的消费数据则是家庭部门的全部消费支出。从消费结构来看, 出于数据限制, 来自支付宝平台的消费结构仅为用户在电商平台上的发展享受型消费支出在电商消费支出中的占比, 来自 CHFS 的消费结构则为家庭部门全部的发展享受型消费在总消费中的占比。因此, 表 7 的回归系数与表 3、6 的回归系数在大小上并不具备可比性, 只能从回归系数的方向与显著性上进行比较。通过交叉验证可以看出, 一方面, 互联网理财的财富效应广泛存在于微观个体和家庭部门之间, 且对电商消费的促进作用更大, 再次验证假设 1 与假设 4。另一方面, 无论是从微观个体在电商平台上的消费结构来看, 还是从家庭部门总消费中的消费结构来看, 互联网理财投资收益对居民消费结构升级的促进作用显著存在。中介效应回归结果如表 8 所示, 结果表明, 互联网理财能够通过优化居民收入结构, 增加财产性收入在总收入中的占比, 显著促进居民消费支出, 验证假设 3。

表 7 互联网理财投资收益对居民消费的影响 (基于 CHFS 数据)

变量	家庭消费总	生存型消费	发展享受型	发展享受型	电商消费	电商消费占
	支出	支出	消费支出	消费占比		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
互联网理财投资是	0.0881***	0.0471***	0.1456***	0.0190***	1.1256***	0.0214***
否获益	(0.0126)	(0.0119)	(0.0179)	(0.0039)	(0.0617)	(0.0017)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	15980	15980	15980	15980	16271	15977

表 8 互联网理财投资收益影响居民消费的中介机制（基于 CHFS 数据）

变量	收入结构	家庭消费总支出	生存型消费支出	发展享受型消费支出	发展享受型消费占比	电商消费	电商消费占比
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
互联网理财投资是否获益	0.0137*** (0.0033)	0.0786*** (0.0126)	0.0402*** (0.0119)	0.1324*** (0.0180)	0.0179*** (0.0039)	1.0623*** (0.0618)	0.0209*** (0.0017)
收入结构		0.2741*** (0.0362)	0.2527*** (0.0331)	0.2510*** (0.0547)	-0.0006 (0.0109)	0.3644*** (0.1792)	0.0019 (0.0034)
控制变量		控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	15418	15131	15130	15131	15131	15415	15128

七、主要结论与政策启示

本文基于经典财富效应理论，在“数字金融”+“电子商务”共同驱动的新一轮消费升级背景下，从个人投资者视角出发探讨互联网理财与居民消费之间的关系，结果表明：①互联网理财投资收益能够显著促进居民消费，特别是电商消费，这可能与消费者可以通过智能手机实现理财和电商 APP 的快捷切换，理财收益转化为消费的时滞较短等因素有关。②基于中国家庭金融调查数据的交叉验证，再次验证互联网理财投资收益能显著促进居民消费支出和消费结构升级，尤其对电商消费的促进作用更大，表明互联网理财财富效应具有稳健性。进一步地，中介机制分析结果表明，互联网理财投资收益能够通过优化收入结构促进居民消费。③从财富效应在下沉人群中的异质性表现来看，当被解释变量为消费支出时，尽管互联网理财投资收益与下沉程度的交互项系数随着下沉程度增加由负变为正，但并不显著。这表明，互联网理财财富效应并不具备明显的下沉效应。④互联网理财投资收益对居民在电商平台上的各类消费品支出均具有显著促进作用，而且对发展享受型消费的占比有显著正向影响，有助于推动居民消费结构升级。

本文为在新发展阶段充分发挥互联网理财在优化居民收入结构，促进居民消费方面的作用，特别是推动实施《扩大内需战略规划纲要（2022-2035）》提供了有益的经验证据和政策启示。①要进一步加强移动互联网等新型基础设施建设。一方面，通过扩大互联网理财服务的覆盖广度，优化收入结构，缩小不同群体间财产性收入差距，进一步释放居民消费潜力，扩大内需。另一方面，着力推动农村和偏远地区的电子商务发展，充分发挥中国超大规模市场优势，更好地发挥各个区域互联网理财的财富效应。②要注重金融知识普及和投资者教育，尤其是加强对涉农居民、西部地区居民等下沉人群的金融投资者教育。作为未来的消费主力军，要着力提高其投资效率，避免资产价格过度波动造成较大收入损失，进而影响消费能力。③要多措并举提高居民人均可支配收入，扩大中等收入群体，加强金融资产投资收益对耐用消费品和发展享受型消费的影响，助推居民消费结构升级。同时，也要不断增加财产性收入在居民可支配收入中的比重，进一步优化居民收入结构。

参考文献

- [1] 陈昌盛、许伟、兰宗敏和李承健, 2021, 《我国消费倾向的基本特征、发展态势与提升策略》, 《管理世界》第8期, 第46~58页。
- [2] 陈惠雄, 2016, 《既定收入条件下消费者支出均衡的决定》, 《中国工业经济》第4期, 第5~21页。
- [3] 范叙春, 2016, 《收入增长、消费结构升级与产品有效供给》, 《经济与管理研究》第5期, 第16~24页。
- [4] 冯华和陈亚琦, 2016, 《平台商业模式创新研究——基于互联网环境下的时空契合分析》, 《中国工业经济》第3期, 第99~113页。
- [5] 古炳鸿、李红岗和叶欢, 2009, 《我国城乡居民边际消费倾向变化及政策含义》, 《金融研究》第3期, 第199~206页。
- [6] 何兴强和杨锐锋, 2019, 《房价收入比与家庭消费——基于房产财富效应的视角》, 《经济研究》第12期, 第104~119页。
- [7] 胡永刚和郭长林, 2012, 《股票财富、信号传递与中国城镇居民消费》, 《经济研究》第3期, 第115~126页。
- [8] 李波, 2015, 《中国城镇家庭金融风险资产配置对消费支出的影响——基于微观调查数据 CHFS 的实证分析》, 《国际金融研究》第1期, 第83~92页。
- [9] 李涛和陈斌开, 2014, 《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》, 《经济研究》第3期, 第62~75页。
- [10] 刘向东、刘雨诗和陈成漳, 2019, 《数字经济时代连锁零售商的空间扩张与竞争机制创新》, 《中国工业经济》第5期, 第82~100页。
- [11] 宁光杰、雒蕾和齐伟, 2016, 《我国转型期居民财产性收入不平等成因分析》, 《经济研究》第4期, 第116~128页。
- [12] 潘敏和刘知琪, 2018, 《居民家庭“加杠杆”能促进消费吗?——来自中国家庭微观调查的经验证据》, 《金融研究》第4期, 第75~91页。
- [13] 邱晗、黄益平和纪洋, 2018, 《金融科技对传统银行行为的影响——基于互联网理财的视角》, 《金融研究》第11期, 第17~29页。
- [14] 宋科、武沛璋、李鸿翔和杨雅鑫, 2023, 《互联网消费信贷与传统消费信贷:互补还是替代?》, 《管理科学学报》第4期, 第41~61页。
- [15] 宋科、虞思燕和杨雅鑫, 2022, 《消费升级再审视及历史回顾——一个新的理论分析框架》, 《经济纵横》第12期, 第97~103页。
- [16] 唐琦、夏庆杰和李实, 2018, 《中国城市居民家庭的消费结构分析:1995—2013》, 《经济研究》第2期, 第35~49页。
- [17] 王修华、傅勇、贺小金、谭开通, 2013, 《中国农户受金融排斥状况研究——基于我国8省29县1547户农户的调研数据》, 《金融研究》第7期, 第139~152页。
- [18] 温涛、田纪华和王小华, 2013, 《农民收入结构对消费结构的总体影响与区域差异研究》, 《中国软科学》第3期, 第42~52页。
- [19] 徐尚昆、郑辛迎和杨汝岱, 2020, 《国有企业工作经历、企业家才能与企业成长》, 《中国工业经济》第1期, 第155~173页。
- [20] 杨继生和邹建文, 2020, 《居民消费平滑及其结构异质性——基于生命周期模型的分析》, 《经济研究》第11期, 第121~137页。

- [21] 尹志超、宋全云和吴雨, 2014, 《金融知识、投资经验与家庭资产选择》, 《经济研究》第4期, 第62~75页。
- [22] 袁志刚和宋铮, 1999, 《城镇居民消费行为变异与我国经济增长》, 《经济研究》第11期, 第20~28页。
- [23] 臧旭恒和裴春霞, 2007, 《转轨时期中国城乡居民消费行为比较研究》, 《数量经济技术经济研究》第1期, 第65~72页。
- [24] 张大永和曹红, 2012, 《家庭财富与消费:基于微观调查数据的分析》, 《经济研究》第1期, 第53~65页。
- [25] 张浩、易行健和周聪, 2017, 《房产价值变动、城镇居民消费与财富效应异质性——来自微观家庭调查数据的分析》, 《金融研究》第8期, 第50~66页。
- [26] 张涛和李均超, 2023, 《网络基础设施、包容性绿色增长与地区差距——基于双重机器学习的因果推断》, 《数量经济技术经济研究》第4期, 第113~135页。
- [27] 周密和盛玉雪, 2018, 《互联网时代供给侧结构性改革的主导性动力:工业化传统思路的局限》, 《中国工业经济》第4期, 第39~58页。
- Ando A. and Modigliani F., 1963, "The Life Cycle Hypothesis of Saving," *American Economic Review*, 53(1), pp. 55~74.
- Arena, J. J., 1964, "Capital Gains and the 'Life Cycle' Hypothesis of Saving," *American Economic Review*, 54(3), pp. 107~111.
- Arena, J. J., 1965, "Postwar Stock Market Changes and Consumer Spending," *Review of Economics and Statistics*, 47, pp.379~391.
- Bacchetta, P. and Gerlach, S., 1997, "Consumption and Credit Constraints: International evidence," CEPR Discussion Papers, No.1727.
- Bernheim, D. B. and Skinner, 2001, "What Accounts for the Variation in Retirement Wealth Among U.S. Households?," *American Economic Review*, 91(4), pp. 832~857.
- Bertaut, C. C., 1998, "Stockholding Behavior of U.S. Households: Evidence from the 1983-1989 Survey of Consumer Finances," *Review of Economics and Statistics*, 80(2), pp. 263~275.
- Campbell, John, Y. and Mankiw, N. Gregory, 1991, "The response of consumption to income : A cross-country investigation," *European Economic Review*, 35(4), pp. 723~756.
- Case, K. E., Quigley, J. M. and Shiller, R. J., 2005, "Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market," *Advances in Macroeconomics*, 5(1), pp. 1235~1235.
- Chernozhukov, V., Chetverikov, D., Demirer, M., Duflo, E., Hansen, C., Newey, W. and Robins, J., 2018, "Double/debiased Machine Learning for Treatment and Structural Parameters," *The Econometrics Journal*, 21, pp. C1~C68.
- Erzo, G. J. Luttmer, 1999, "What Level of Fixed Costs Can Reconcile Consumption and Stock Returns?," *Journal of Political Economy*, 107(5), pp. 969~997.
- Flavin, Marjorie, A., 1981, "The Adjustment of Consumption to Changing Expectations about Future Income," *Journal of Political Economy*, 89(5), pp. 974~1009.
- Guiso, L., Sapienza, P. and Zingales, L., 2004, "The Role of Social Capital in Financial Development," *American Economic Review*, 94(3), pp. 526~556.
- Hall, R. E. and Mishkin, F. S., 1982, "The Sensitivity of Consumption to Transitory Flow: Evidence from PSID Households," *Econometrica*, 50(2), pp. 461~481.
- Hall, Robert, E., 1978, "Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Flow Hypothesis: Theory and Evidence," *Journal of Political Economy*, 86(6), pp. 971~987.

- Shefrin, H. M. and Thaler, R. H., 1988, "The Behavioral Life-Cycle Hypothesis," *Economic Inquiry*, 26(4), pp. 609~643.
- Sousa, R. M., 2008, "Financial Wealth, Housing Wealth, and Consumption," *International Research Journal of Finance & Economics*, 19, pp. 167~191.
- Starr, Mccluer, M., 2002, "Stock Market Wealth and Consumer Spending," *Economic Inquiry*, 40(1), pp. 69~79.
- Thaler, R. H., 1990, "Anomalies: Saving, Fungibility, and Mental Accounts," *Journal of Economic Perspectives*, 4(1), pp. 193~205.
- V. Chernozhukov, D. Chetverikov, M. Demirer, E. Duflo, C. Hansen, and A. W. Newey., 2016, "Double Machine Learning for Treatment and Causal Parameters," *ArXiv e-prints*,7.
- Zhou, X., Chang, M. S., and Gibler, K., 2016, "The asymmetric wealth effects of housing market and stock market on consumption in China," *Journal of the Asia Pacific Economy*, 21(2), pp. 196~216.

Online Wealth Management, Wealth Effect and Consumption: Evidence from the Internet Platform Users' Wealth Management Behavior

Yang Yaxin Song Ke Zhang Jinfan

(International Monetary Institute, Renmin University of China;

Institute of Real Estate and Urban Studies, National University of Singapore;

School of Finance,; Renmin University of China;

FinTech Institute, China Financial Policy Research Center, Renmin University of China;

School of Management and Economics, The Chinese University of HongKong, Shenzhen)

Summary: In the backdrop of a sluggish global economy and pervasive uncertainties, understanding the micro-decision-making mechanism of residents' consumption assumes critical importance for unleashing consumption potential, fostering consumption upgrades, stimulating domestic demand, and fostering high-quality economic development. Financial investment serves as a pivotal tool for consumers to smooth consumption over their life-cycle. On the premise of financial market frictions, investment income from financial assets emerges as a significant source of property income, demonstrating a greater marginal propensity to consume compared to wage and household business incomes, thereby inducing a wealth effect. As the popularization of mobile internet and the rapidly development of digital finance, residents increasingly engage with online wealth management products via Fintech platforms, facilitating their participation in financial markets and accumulation of property income.

Based on the classic wealth effect theory, this article randomly selected the financial behavior and consumption behavior data of about 30,000 active users from a unicorn-level Fintech platform in China-Alipay, and analyzed the impact of online wealth management on residents' consumption expenditure and consumption structure. The main conclusions of the research are as follows: (1) The online wealth management investment income can significantly promote residents' consumption, especially e-commerce consumption. This may be due to the fact that consumers can quickly switch between wealth management and e-commerce APPs through smartphones, and the time lag of converting online wealth management investment income into consumption can be shorten. Furthermore, we use two ways to solve the endogeneity problem, such as the DML model and using consumption expenditure growth rate as the explained variable. The empirical results still show that online wealth management investment income can significantly promote household consumption, especially e-commerce consumption. (2) Since the sample comes from a Fintech platform and cannot represent residents in the entire economy and society, in order to verify the robustness and reliability of the benchmark results, we further used the China Household Financial

Survey 2019 (CHFS-2019) data for cross-validation. The empirical results once again verify that the online wealth management investment income can significantly promote household consumption expenditure, especially e-commerce consumption, indicating that the wealth effect of online wealth management is robust. Furthermore, the analysis results of the intermediary mechanism show that the online wealth management investment income can promote residents' consumption by optimizing the income structure. (3) Judging from the performance of the wealth effect among the sinking population, when the explained variable is consumption expenditure, although the coefficient of the interaction between the online wealth management investment income and the degree of sinking changes from negative to positive as the degree of sinking increases, it is not significant. Therefore, the wealth effect of online wealth management does not have a significance sinking effect. (4) To further promote high-quality development, it's necessary not only to effectively improve residents' consumption expenditure, but also promote the upgrading of residents' consumption structure. Based on this, we further studies the impact of online wealth management investment income on the upgrading of residents' consumption structure from a structural perspective. It was found that online wealth management investment income has a significant promotion effect on residents' expenditure on various goods on e-commerce platforms, and has a particularly significant positive impact on the proportion of development and enjoyment consumption, which helps to promote the upgrading of residents' consumption structure.

Compared with existing literature, the possible marginal contributions of this article are: (1) Based on micro-data such as individual-monthly online wealth management and consumption behavior of a unicorn-level Fintech platform, it verifies the wealth effect of online wealth management, and further explores the heterogeneity of wealth effect of online wealth management among sinking groups such as rural residents, people in western regions, and residents in third-tier cities and have enriched the relevant literature. (2) Expanding the research perspective on the wealth effect of online wealth management from the consumption expenditure to the consumption structure, and explore the heterogeneous impact of online wealth management investment income on basic, development and enjoyment consumption, providing useful empirical evidence to further standardize the development of online wealth management in the new development stage and promote the upgrading of residents' consumption. (3) Using the China Household Finance Survey 2019 (CHFS-2019) data to conduct cross-validation on the wealth effect of online wealth management, and further test the impact mechanism of online wealth management on promoting consumption by optimizing residents' income structure.

In the future, (1) It's necessary to further strengthen the construction of new infrastructure such as mobile internet. On the one hand, expanding the coverage of online wealth management can help optimize residences' income structure, narrow the property income gap between different populations, release residents' consumption and then increase the domestic demand. On the other hand, it's necessary to promote the development of e-commerce in rural and remote areas, leveraging Chinese vast market advantage to better harness the wealth effect of online wealth

management across various regions. (2) It's necessary to pay more attention to the popularization of financial knowledge and investor education, especially strengthening the investor education of residences living the rural or western region. As the major force of consumption in the future, it's necessary to improve their investment efficiency, avoiding the excessive fluctuations in assets prices weaken their consumption ability. (3) It's necessary to improve residents' income level through multiple measures, expand the amount of middle-income population, strengthen the impact of financial assets investment income on duration goods and development and enjoyment consumption, and promote the upgrading of residents' consumption structure. An the same time, it's necessary to increase the proportion of property income in residents' disposable income and further optimize the residents' income structure.

Key word: Online wealth management, income structure, wealth effect, e-commerce consumption, consumption upgrade



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn