

2021年12月 出版
(总第19期)



清华大学产业发展与环境治理研究中心
Center for Industrial Development and Environmental Governance
Tsinghua University

CIDEG 决策参考

政策研究报告

(之三)

作者: 黄少卿 王恬恬

预期房价、家庭杠杆率 和消费结构



预期房价、家庭杠杆率和消费结构

作者：黄少卿 上海交通大学安泰经济与管理学院教授

王恬恬 上海交通大学安泰经济与管理学院硕士研究生

自 2008 年全球金融危机以来，我国家庭部门债务问题逐渐显现，目前已引起了学界与业界的广泛关注。根据国际清算银行公布的数据，中国的居民部门杠杆率从 2008 年底的 17.9% 攀升至 2020 年底的 61.7%，提升了三倍以上，已经明显超越新兴经济体的平均水平。而该指标的计算口径是一国和地区居民部门的债务与 GDP 之比，相比美国等发达国家，我国居民收入占 GDP 的比重并不高，可能会低估债务风险，若以居民部门的债务/可支配收入这一指标衡量，我国的家庭部门债务风险或许已经超过美国。

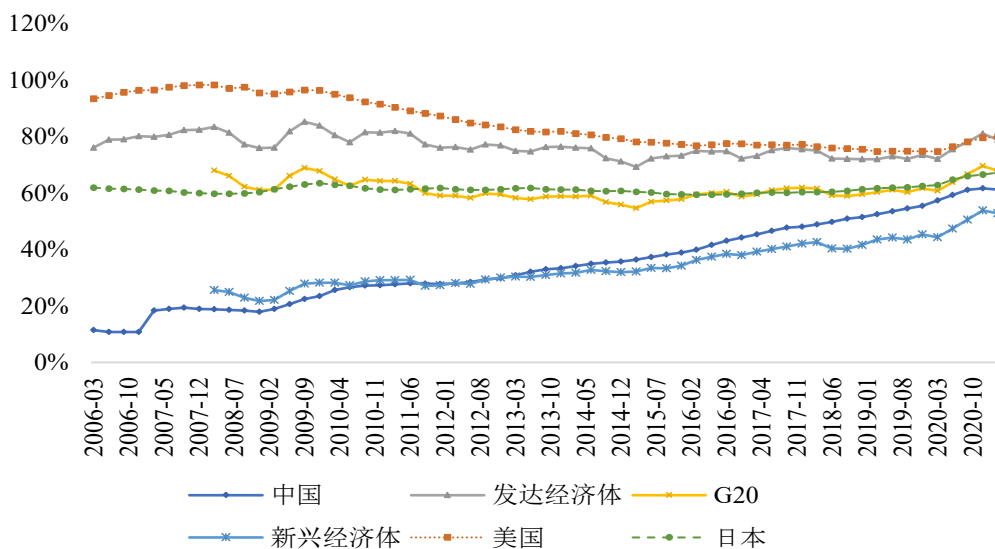


图 1 各经济体居民部门杠杆率走势

数据来源：wind 资讯，国际清算银行

从债务危机的爆发概率角度来看，家庭部门杠杆率的快速上升相比于企业部门杠杆率更易于引发债务危机的爆发（陈彦斌等，2018），并且根据过往案例，经济危机爆发前往往伴随着居民部门杠杆率的大幅提升。以日本和美国为例，日本居民部门杠杆率从 1980 年末的 46.7% 增长至 1990 年末的 69.5%，10 年间杠杆率提升了 22.8 个百分点，而后便陷入了“失去的三十年”；美国在 2008 年金融危机爆发前的十年，居民部门杠杆率从 1997 年末的 65.6% 增长至 2007 年末的 98.4%，提高了 32.8 个百分点，而我国近些年的居民部门杠杆率提升速率相比美日更快，2010-2020 年增长了 34.9 个百分点，且目前仍然保持着上升趋势。这一现象得到了国家的高度重视，2015 年末的中央经济工作会议

后，我国出台了包括进一步完善宏观审慎框架、试点房产税、提高抵押贷款利率等一系列政策用于限制家庭债务增长。

我国家庭债务的高速增长或许与房价持续上涨有着密不可分的关系。中国家庭素来具有“有房才有家”这一传统观念，根据广发银行联合西南财经大学发布的《2018 中国城市家庭财富健康报告》，房产在我国家庭总配置中的比重高达 77.7%。我国的房地产市场自 1998 年起开始快速发展，二十余年来房价也持续上涨，2020 年全国商品房的平均销售价格为 9860 元/平方米，相比 2001 年的 2170 元/平方米增长近 4 倍。对比 1999–2020 年我国商品房平均销售价格与居民部门杠杆率的走势，发现二者具有高度一致性，这一现象也引起了诸多学者的高度关注。那么房价的持续上涨是否造成中国家庭的杠杆率不断提升？又是通过何种渠道对杠杆率产生影响的？房价变动又会对家庭的消费结构产生怎样的作用？这些问题尚未得到清晰的答案。

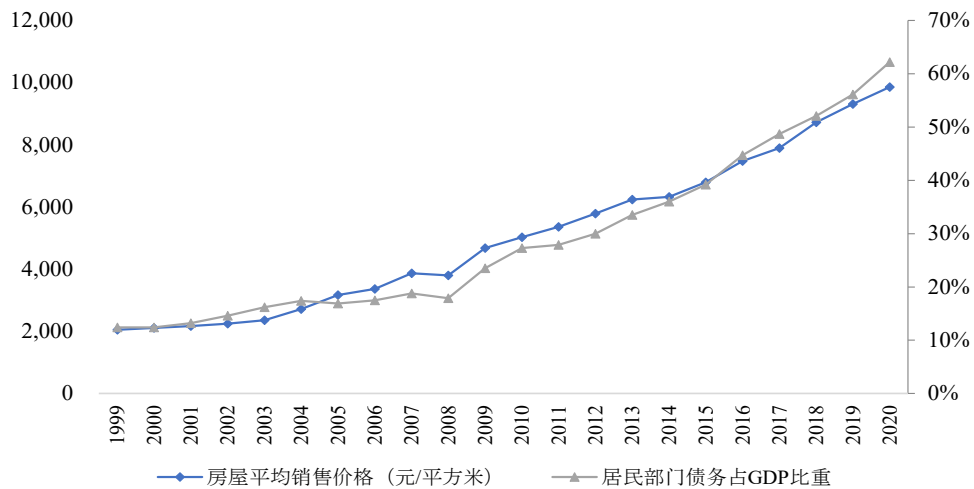


图 2 1999–2020 年商品房销售价格与居民部门杠杆率走势

数据来源：wind 资讯，国家统计局，中国社会科学院

针对房价与家庭杠杆率之间的关系，目前的研究还尚未有一个定论，主要存在四种观点：第一种观点认为房价的快速上涨是导致家庭杠杆率提升的原因，且对非首套房家庭的杠杆比例提升更高（Mian 和 Sufi, 2011；周广肃和王雅琦, 2019；阮健弘等, 2020；盛夏等, 2021）；第二种观点则认为随着家庭获取贷款的难度降低，对住房的需求增长，居民负债行为也会反过来推动房价的提高（Himmelberg et al, 2005；Favilukis et al, 2009；黄燕芬等, 2016；魏玮和陈杰, 2017）；第三种观点为家庭负债与房价之间相互影响，二者存在自增强效应（Stein, 1999；Lamont, 1999；郭新华和李晓敏, 2019；孟宪春和张屹山, 2021）；第四种观点则认为房价与家庭杠杆率的关系并不紧密，房价预期及经济环境变化才是真正影响家庭杠杆率的因素（Glaeser et al. , 2010；沈悦等, 2016；孟庆斌等, 2017）。

对于房价变化对家庭消费的影响，目前的文献认为影响可以分为财富效应和挤出效应两种。其中财富效应更多体现在有房家庭，尤其是拥有多套房的家庭，而对无房家庭来说，挤出效应的作用更强，房价的上涨会抑制这部分家庭的消费（周利和易行健，2020；刘靖和陈斌开，2021；毛中根等，2017）。从储蓄率角度而言也十分类似，大部分中国家庭还是为了买房而储蓄，因此对于不同财富水平的家庭，房价变化带来的影响也会存在异质性（陈斌开和杨汝岱，2013）。同时，一些学者也认为，房价变化本身并不会对家庭消费产生影响，房价上涨带来的信贷约束放松和预期房价上涨才是更为核心的原因（Atalay et al.，2014）。当家庭预期未来房价会继续上涨时，其预防动机被激发，导致消费被挤出，而真实房价上涨又会给有房家庭带来财富效应，进而促进居民消费，因此相比真实的房价波动，房价预期对消费的影响更甚，且该影响在不同地区和不同家庭也具有异质性（方齐云和胡飞，2018；叶莉和樊锦霞，2017）。

总结以上文献，本文认为，目前的研究在分析房价对家庭杠杆率及消费行为影响时，大多只局限于一个方面，或只考虑对杠杆率的影响，或只考虑对消费行为的影响，而鲜有文献全局性地分析房价变动对家庭各项决策的影响，且详细分析其影响机制和影响路径的文献并不多。本文基于理论分析及经验证据，认为真正影响家庭的是预期房价而非房价本身，当预期房价上涨时，家庭杠杆率会有所提高，主要通过增加家庭的买房概率实现。同时，预期房价上涨会对家庭福利造成损失，家庭倾向于攒钱买房而减少消费，尤其是耐用品消费。只有坚定“房住不炒”，保持房地产行业的平稳发展，才能真正缓解家庭债务问题，防范系统性债务风险。

为了验证以上假说，本文基于中国家庭追踪调查（CFPS）的家庭数据和国家统计局公布的各省商品房销售价格探讨了预期房价上涨对家庭杠杆率和消费结构的影响。基于 CFPS 面板数据的特性并结合数据特征，基准回归和福利分析选择双向固定效应模型、机制分析选用 Probit 模型进行回归。本文的核心解释变量为房价预期，在变量构造方面，我们采用**近视价格预期**，具体计算是用前两年房价增长率平均值作为预期房价上涨率，且由于使用的是过去 3 年的房价数据，可以较好地缓解内生性和反向因果问题。在基准回归中，核心被解释变量是家庭杠杆率，本文用家庭总负债与家庭可支配收入之比衡量，福利分析中的被解释变量包括储蓄率、非耐用品支出和耐用品支出三项，都分别参考现有文献并结合问卷内容构造相应指标。

基准模型回归结果说明预期房价上涨对家庭杠杆率的增长有显著的促进作用。具体来看，当预期房价提高 10% 时，家庭杠杆率会提高 4.35%，家庭收入的增长会显著降低家庭杠杆率，而家庭总资产的增加则会提高杠杆率，且为子女买房可能是家庭增加举债的主要原因之一。进一步分样本及异质性分析结果表明，无房家庭的杠杆率相比有房家庭更高，且面对房价上涨时，杠杆率的上升更明显。因为无房家庭有较大的购房压力，而有房家庭的财富水平往往较高，借贷压力相对较小，所以杠杆率也会更低。若区分城镇和农村样本，发现城镇家庭的杠杆率水平更高，但在面对预期房价变化时，农村家

庭和城镇家庭的杠杆率表现没有显著性差异。机制分析的结果说明，预期房价上涨导致家庭杠杆率提升是通过增加家庭的买房概率实现的。买房的决策会导致家庭贷款增加，进而推高家庭杠杆率。

在福利分析方面，预期房价提高会使得家庭增加储蓄、减少消费。具体而言，当预期房价提高 10% 时，家庭储蓄率将提升 3.52%，说明家庭有攒钱买房的倾向，且家庭总资产增加带来的财富效应并不大。面对未来房价上涨时，家庭主要通过减少耐用品消费来存钱，预期房价上涨 10%，非耐用品消费会减少 2.8%，耐用品消费会减少 16.36%。控制变量的系数表示，随着家庭收入的增长与资产的增长，家庭非耐用品消费会有显著增加，当收入增长 1 倍时，家庭耐用品消费会增长 79.9%，而当房产价值增长 1 倍时，非耐用品消费会增长 18.1%，体现出很强的财富效应，也说明了家庭消费受收入的影响更大。

本文的贡献可能体现在以下几个方面：第一，本文核心解释变量是预期房价，证明了预期房价上涨会对家庭是否买房这一决策产生影响，进而带来家庭杠杆率的提升，并且由此给出了机制分析。第二，本文全面分析了家庭在面对预期房价上涨时的消费结构变化，既讨论了储蓄率，也探究了对耐用品消费和非耐用品消费的影响，证明了房价持续上涨会对家庭带来福利损失。本文的结论对促进我国房地产市场健康发展、稳定家庭债务结构、防范债务风险提供了经验证据，对现有理论研究进行了补充。



扫码关注

清华大学产业发展与环境治理研究中心

主 编：薛 澜 陈 玲

责任编辑：赵 静

编辑校对：陈 芸

清华大学产业发展与环境治理研究中心 编辑出版

Email: cideg@tsinghua.edu.cn

电 话：010-62772497 62772593