

中国家庭资产状况及住房需求分析

甘 犁 尹志超 贾 男 徐 舒 马 双

(西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心, 四川成都 611130)

摘 要:在我国,由于微观家庭数据的缺乏,我们对中国家庭资产缺乏了解。2011 年,中国家庭金融调查与研究中心对随机抽取的位于 25 个省、80 个县、320 个社区的 8438 户家庭进行访问,获得了中国首个关于家庭金融的微观调查数据,填补了此领域的数据空白。根据此数据,在调查时点中国家庭总资产均值为 121.7 万元,中位数为 20.3 万元。城市家庭总资产均值为 247.6 万元,中位数为 40.5 万元。同时,中国家庭资产的分布严重不均衡,仅 14.30% 的城市家庭与 21.3% 的农村家庭资产超过相应的均值。中部、西部地区家庭户均资产仅为东部地区家庭的 14.2% 和 12.1%。房产作为家庭资产的重要组成部分,从长远来看,房价下跌是难以避免的。根据数据推算,现有城镇家庭住房的刚性需求为 6459 万套,城镇地区的房屋供给约为 4046 万套,缺口为 2413 万套。以目前的产能,不到两年时间就能满足现有家庭的刚性需求。就长期而言,房地产行业主要满足新增的住房需求。每年新增需求约为 579 万套,也只是现在房地产产能的 1/3。

关键词:家庭金融;资产;房产

JEL 分类号:C81; D13; R21 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2013)04-0001-14

一、引 言

家庭金融是金融系统的有机组成部分,近年来正受到越来越多的重视。美国金融学会会长 Campbell(2006)就指出,家庭金融正逐渐成为金融学的一个重要领域与研究分支,其研究前景非常广阔。资产定价和公司金融作为金融学的两个传统研究领域,前者研

收稿日期:2013-01-06

作者简介:甘 犁,经济学博士,西南财经大学,Email:gan@ecomail.tamu.edu.

尹志超,经济学博士,西南财经大学金融学院教授,Email:yzc@swufe.edu.cn.

贾 男,经济学博士,西南财经大学经济学院副教授,Email:jianancandy@swufe.edu.cn.

徐 舒,经济学博士,西南财经大学经济学院副教授,Email:xushu@swufe.edu.cn.

马 双,经济学博士,西南财经大学经济学院讲师,Email:shuangma@swufe.edu.cn.

* 本文受“中央高校基本科研业务费专项资金资助”(JBK 120507)。2010 年,西南财经大学与中国人民银行金融研究所合作成立了中国家庭金融调查与研究中心,开展中国家庭金融调查(CHFS)。

究资本市场上资产价格的决定,后者研究企业怎样运用金融工具增加所有者的利益,而家庭金融将会发展成与资产定价、公司金融同样重要的前沿研究领域。

与资产定价、公司金融的研究相比,家庭金融的研究无论在理论方面还是在实证方面都尚未取得一致的结论,它将面临建模和度量两个方面的巨大挑战。在建模方面,流动性约束、生命周期、背景风险、借款限制、税收等问题都使得建立一个普遍适用的模型非常困难。在度量方面,由于家庭倾向于保护其金融隐私,不愿意提供家庭金融方面的数据,同时即使家庭愿意提供数据,但由于家庭金融的复杂性,家庭也很难准确回答细节问题,因此理想的数据很难获得。数据的局限性制约了研究的内容与深度,而研究的缺乏也使大家忽略数据的重要性。对家庭金融领域,正是这种理论与实证的冲突支撑了该领域未来研究的广阔前景。

深入研究家庭金融行为具有重要意义。首先,家庭资产的错误配置将为其收入带来一定的负面影响。Kahneman(2012)讨论了这种影响,他指出基于台湾微观数据所得出的研究表明,台湾个人投资者由于错误的投资行为导致的损失达到台湾 GDP 的 2.2% (Barber,2009)。在投资组合理论上,首先揭示家庭资产配置的是 Markowitz(1952)的均值方差分析,家庭可以通过组合投资以消除单个证券个体风险对组合方差的贡献。其后,Merton(1969,1971)对该模型进行了拓展,在包含消费储蓄选择的连续时间模型下,在股票价格满足通常的几何布朗运动假设下,对于常用的 CRRA 效用投资者而言,最优资产组合独立于他们的财富、年龄等特征。

其次,家庭面临诸多风险,在不同风险情况下,家庭的金融行为是显著差异的。第一,家庭必须承担劳动收入的个体风险。Kimball(1990)、Eeckhoudt et al. (1996)、Gollier and Pratt (1996)等从理论上得出,对于常用的 CRRA 效用投资者,承担劳动收入的个体风险会降低投资者愿意承担的其它风险头寸。Bodie et al. (1992)考虑了包含劳动收入的连续时间最优消费证券组合选择问题。在内生化投资者劳动供给的选择之后,Bodie et al. (1992)指出,由于年轻投资者可以在所持风险资产的收益表现不好时有更大的弹性增加劳动时间,因此相对老年投资者,他们可能选择更高比例的风险资产,具有更高的风险承担能力。第二,除劳动收入产生的背景风险外,部分家庭还持有未上市的权益类资产或是自我雇佣,这些资产带来的风险同样是不可完全对冲的(Heaton and Lucas,2000a and 2000b)。在这种情况下,Heaton and Lucas(2000a)就发现个人业主收入与股票收益正相关。对相同财富水平的家庭来说,自我雇佣降低了家庭其它风险资产的持有比例(Heaton and Lucas,2000b)。

第三,家庭还面临借贷风险。Hall 和 Mishkin(1982)、Mariger(1987)的研究就表明约有 20% 的美国家庭负债需求得不到满足,Hayashi(1985)也估计出约 16% 日本家庭无法足额借贷。而信贷约束随之将产生家庭平滑消费的受阻,预防性储蓄的增加(Hayashi, 1985; Mariger, 1987; Zeldes, 1989)。同时,信贷约束也损伤企业家精神。Evans 和 Jovanovic(1989),Evans 和 Leighton(1989)关于财富与企业家精神的研究表明,信贷约束使得财富越多的家庭更可能开办企业,间接地论证信贷约束阻碍企业家形成的论断。Holtze-

akin, Joulfaian and Rosen(1994a)进一步以遗产为信贷约束的代理变量进行实证分析,表明遗产对成为企业家的概率和投入于新企业的资本量都有影响。而且,放松信贷约束将降低企业家退出创业的概率(HoltzeEakin, Joulfaian and Rosen, 1994b)。

第四,住房是家庭财富的重要组成部分,住房价格波动对家庭的金融参与和资产组合的影响不可忽略(Chetty and Szeidl, 2012)。Siloas(2007)以及Nesheim and Blow(2011)的研究就表明,在美国住房财富占家庭财富的比重在60%以上。住房财富结合家庭微观行为一起,又作用于社会的财富分配和再分配,是居民家庭财富分布不平等的主要推动因素(Etheridge, 2010)。此外,现有研究还表明,住房财富对家庭创业(Wang, 2012)、劳动力流动(Halket and Vasudev, 2011)以及教育获得(Lovenheim, 2011)等诸多方面都会产生显著影响。

在中国,有关家庭金融的研究才刚刚起步,现实迫切需要我们认识中国家庭的金融行为规律。例如,随着中国经济的发展,金融市场的规模逐渐扩大,家庭金融交易活动日渐增加,中国股票市场、房地产市场等资产市场的波动反映了家庭的金融行为,但背后的规律还有待准确认识。同时随着中国家庭收入的增涨,家庭对理财的需求逐渐增加,弄清家庭金融行为的特点,比如收入、年龄、民族、教育、风险态度等因素与家庭资产配置之间的关系,对金融机构产品设计具有至关重要的作用。再比如,中国家庭的高储蓄率日益成为世界的焦点,从宏观角度而言,它与贸易顺差、外汇储备、人民币汇率甚至世界范围内的金融危机都有着密切的关系。与此相对应,政府一直在采取刺激国内居民消费需求的措施,但效果并不十分理想。那么,什么因素决定了中国家庭高储蓄率,是社会保障的缺失还是减少财富分配的不均,政府应如何操作才能释放内需等等,对这些问题的回答也需要我们分析家庭的消费储蓄行为。

在我国,数据的缺乏是家庭金融研究缺失的主要原因。目前,研究家庭金融和消费行为的数据只有少数几个国家才能获得。而由于国家与国家之间,制度背景和冲击存在显著差异,因而在一个经济体内得出的结论很难直接照搬到其他经济体,金融行为规律缺乏借鉴性。在这种情况下,我国家庭金融领域的发展就有待于中国家庭金融微观调查数据的收集。2011年,中国家庭金融调查与研究中心对随机抽取的25个省、80个县、320个社区的8438户家庭进行访问,获得了中国首个有关家庭微观金融的调查数据。这一数据填补了国内本领域的空白,将带动中国家庭金融研究领域的发展。

二、数据来源、抽样设计及代表性

2.1 数据来源

要深入分析中国家庭资产状况及家庭在资产配置上的行为规律,我们需要有代表性的,经过严格质量控制的微观数据作为支撑。为达到这个目的,2010年成立了学术调查研究机构,即“中国家庭金融调查与研究中心”,其核心工作就是开展中国家庭金融调查(China Household Finance Survey, CHFS)。中国家庭金融调查旨在收集家庭主要包括住房资产、金融财富、负债、信贷约束、收入、消费、社会保障、保险、代际转移以及人口特征方

面的信息。2011 年 7~8 月,中国家庭金融调查与研究中心对随机抽取的,遍布于全国 25 个省,80 个县,320 个社区的 8438 户家庭进行访问,成功收集了这些家庭在微观金融方面的数据。不仅如此,中国家庭金融调查与研究中心还计划每 2 年进行一次追踪访问,全面地、动态地跟踪家庭资产、负债状况,形成宝贵的面板数据。同时在每个季度,中国家庭金融调查与研究中心都会对这些受访户进行简短的电话回访,及时掌握他们有关就业、收入、消费等方面的信息,方便政府和学者及时了解中国经济的现状。中国家庭金融调查与研究中心是一个公益性的学术研究机构,调查的数据将免费向公众开放。

2.2 抽样设计

CHFS 的抽样设计包括两个方面的内容,即整体抽样和绘图与末端抽样。总体而言,项目的整体抽样方案采用了分层、三阶段与规模度量成比例(PPS)的抽样设计。初级抽样单元(PSU)为全国除西藏、新疆、内蒙和港澳台地区外的 2585 个市/县。第二阶段抽样将直接从市/县中抽取居委会/村委会;最后在居委会/村委会中抽取住户。每个阶段抽样的实施都采用了 PPS 抽样方法,其权重为该抽样单位的人口数(或户数)。

第一阶段抽样的目标是从 2585 个市县中随机抽取 80 个市县。我们将 2585 个市县按照人均 GDP 分成十层,在每个层内以市县人口数为权重,采用 PPS 抽样抽取 8 个市县,总共抽得 80 个市县,样本涵盖全国 25 个省。

第二阶段抽样是从市县中抽取居委会/村委会样本。由于我国非农人口众多,若按照非农人口比例等比例分配城乡样本,则会出现城镇样本过少的情况。为达到多抽取城镇样本的目的,中心在抽样设计时按一定的原则进行样本分配,值得说明的是,在用调查数据进行总体推断时,中心将修正这种样本分配对权重造成的影响。^① 基于样本分配方式,我们在既定市县内形成了城镇和农村两个抽样框。在城镇和农村抽样框内,其抽取的居委会和村委会样本数量是已知的。

第三阶段抽样是末端抽样,从给定居委会/村委会的住户清单列表中抽取访问的住户。在这一阶段,农村地区抽取的户数统一设定为 20 户。而在城市地区,为达到进一步抽取富裕家庭的目的,我们收集了各社区的平均住房价格信息,并以此作为社区富裕程度的衡量指标。我们根据住房价格由高到低将各社区分成四个组,在住房价格最高的组分配 50 户样本,在住房价格最低的组分配 25 个样本。

末端抽样还需我们绘制住宅分布图以及制作住户清单列表,借助住宅分布地理信息提供的抽样框进行抽样。末端抽样框的精度很大程度上取决于实地绘图的精度,CHFS 的绘图采用项目组自行研发的地理信息抽样系统,同时还借助了 3G(遥感、GPS、GIS)技术手段。末端抽样正是基于绘图工作生成的住户清单列表采用等距抽样的方式进行的。

2.3 数据质量控制

数据质量的好坏直接决定了研究结论的可靠性。作为一个专业团队,中国家庭金融调查与研究中心在数据收集阶段就严控数据质量。具体包括访员培训与社区联络、访问

^① 具体样本分配方案参见《中国家庭金融调查报告 2012》。

流程控制以及数据核查等几方面的内容。

首先,对绘图抽样员和访员,中心都进行了包括课堂讲授、案例模拟、实地操作、考核评价等为内容的培训。CHFS的绘图员培训历经5轮,培训学员232人次,人均培训学时为42小时;访员培训分为两轮,培训学员343人次,人均培训学时为80小时。其次,在相关工作人员协助下,完成了社区联络的工作,从而保证了调查访问工作顺利开展。再次,在访问流程控制方面,CHFS项目汲取了国际上通用成熟的计算机辅助面访系统(Computer-assisted Personal Interviewing,简称CAPI)框架和设计理念,研发了具有自主知识产权的面访系统和配套管理平台。通过这种方式,能够有效减少因人为因素所造成的非抽样误差,例如对问题的值域进行预设,减少人为数据录入错误、减少逻辑跳转错误等,并能较好的满足数据的保密性要求和实时性获取的要求,从而能显著提高调查数据的质量。除了采用电子化的访问系统(CAPI)外,项目还设计了较为完善的质量监控系统,以期尽可能地降低人为因素导致的误差。最后,数据核查是我们保证数据准确的最后一关。在访问的接触阶段,我们要求访员详细记录每次接触的相关信息,例如敲门时间、陪同人员、受访者的反应等,这些信息有助于分析拒访的原因,并为进一步的应对方案提供依据,还可以防止访员随意更换样本的行为。借助CAPI系统的数据记录功能,从访谈的录音至访员的每一个鼠标键盘操作的记录,访员在访问过程中的所有“行为数据”(paradata)均被如实详细记录,这也为后期核查数据提供依据。

2.4 拒访率

从调查的拒访率来看,中国家庭金融调查数据的收集是成功的。根据计算,^①CHFS的总体拒访率11.6%,水平不高。城乡拒访率差异较大,城市拒访率为16.5%,超过农村拒访率的5倍。从地域来看,东部地区拒访率为15.5%,高于中部的9.7%和西部的4.4%。通过CHFS与其它数据拒访率的横向比,我们也能得出CHFS入户的成功性。就国内的调查数据而言,具有影响力的家庭调查数据包括中国健康与营养调查(CHNS)、中国家庭收入项目(CHIP)、中国综合社会调查(CGSS)和中国健康与养老跟踪调查(CHARLS)。对比CHNS与CHARLS的拒访率可以看出,^②就总体、城市和农村拒访率而言,CHFS比CHARLS分别低3.75个百分点、5.22个百分点和6.19个百分点。

进一步地,比较与CHFS调查内容相近的一些国外调查项目,我们发现,同为涉及家庭资产、收入、支出等内容,SCF、CEX和SHIW三个调查的拒访率都在25%以上。与CHFS直接可比的SCF调查拒访率更是在30%以上。CHFS的拒访率与国外同类调查相比,处在很低的水平上。

2.5 数据的代表性

拒访率低意味着数据的代表性好,样本丢失、更换的情况少。从数据对比来看,CHFS调查数据在各方面都与国家统计局公布的数据非常一致。就人口统计学特征而言,国家

① 拒访率 = 拒访户 ÷ (拒访户 + 接受访问户)

② CHARLS的拒访率参见:<http://www.iss.edu.cn/index.php?catid=135&action=index>

统计局公布的城市和农村家庭规模分别为 2.89 人和 3.98 人,CHFS 数据经权重调整后的城市和农村家庭规模分别为 3.03 人和 3.76 人。同时,CHFS 和国家统计局统计的人口平均年龄分别为 38.09 岁和 36.87 岁,二者也非常接近。就男性占总人口比例而言,CHFS 和国家统计局统计出的男性比例分别为 50.7% 和 51.4%,二者相差无几。在城市人口比例这一指标上,国家统计局公布的城市人口比例为 51.3%。按照特定地区是城镇地区还是农村地区来计算,CHFS 数据中城市人口比例为 51.4%。

在居民收入的各项指标上,根据 CHFS 数据计算得到的数据与国家统计局公布的数据也具有广泛的一致性。从居民收入总额上看,国家统计局公布的全国居民收入总额与 CHFS 计算得到的全国居民收入总额指标的比值为 0.93;其中,国家统计局公布的城市和农村居民收入总额与 CHFS 计算得到的相应指标的比值分别为 1.06 和 0.916。进一步的,CHFS 统计得到的居民收入占 GDP 的比重为 46.6%,而国家统计局公布的数值为 50.2%,二者相近。对人均收入,国家统计局公布的农村和城市人均收入分别为 7088 元和 21033 元,而根据 CHFS 数据计算出的农村和城市人均收入分别为 7045 元和 22196 元,数值也非常接近。

三、中国家庭资产

根据中国家庭金融调查数据,我们得以首次掌握中国家庭的资产状况。在该部分,我们将首先介绍我国家庭的资产总量状况,总资产分布状况。然后,在考虑家庭负债后,我们会给出家庭净资产。家庭资产的构成以及金融资产的结构也是本部分的内容之一。

3.1 资产总量

在中国家庭金融调查中,家庭总资产包括非金融资产和金融资产两大部分。家庭非金融资产包括农业、工商业等生产经营资产、房产与土地资产、车辆、以及家庭耐用品等资产。家庭金融资产包括活期存款、定期存款、股票、债券、基金、衍生品、金融理财产品、非人民币资产、黄金、借出款等资产。值得说明的是,此处对总资产的处理符合国际规范。美国统计署公布的家庭资产中除了房产、金融资产等外,还包括生产性资产。^①类似处理的还有 OECD 等国际机构通用的家庭资产定义,^②美国最具权威的家庭金融调查 SCF (Survey of Consumer Finance) 等。^③

在调查时点,中国家庭总资产均值为 1216919 元,中位数为 202500 元。城市家庭总资产均值为 2476008 元,中位数为 405100 元;农村家庭总资产均值为 358477 元,中位数为 138050 元。均值和中位数之间的差异表明了中国家庭资产分布的不均。由样本推断总体可知,2011 年中国家庭部门的总资产为 471 万亿,高出美国家庭总资产的 21%。对

① <http://www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s0720.pdf>, table720.

② <http://www.oecd-ilibrary.org>.

③ http://www.wealthandwant.com/issues/wealth/SCF_defs.html.

此,房地产和中国长期的高储蓄率可能是主要原因。但值得关注的是,日本总资产曾经在 20 年前就远超美国,1991 年日本皇宫 3/4 平方英里的土地价值曾经超过整个加州,但随着日本经济的低迷,这种超越在目前看来也仅限于“曾经超越”(Stone 和 Ziemba,1993)。

3.2 资产分布

虽然家庭户均资产较高,但资产的分布严重不均衡。从表 1 城市家庭总资产分布情况来看,资产 10 万元以下的家庭占 18.99%;10 万~40.5 万的城市家庭占 31.00%;40.5 万~100 万的家庭占 18.29%;100 万~247.6 万的家庭占 17.42%;247.6 万~1000 万的家庭占 12.50%;1000 万以上的家庭占 1.80%。在城市,家庭资产超过均值的仅占 14.30%。从农村家庭总资产分布情况来看,资产 5 万元以下的家庭占 24.52%;5 万~10 万的城市家庭占 25.45%;13.8 万以上~35.8 万以下的家庭占 28.69%;35.8 万以上~100 万以下的家庭占 14.54%;100 万以上~1000 万以下的家庭占 6.47%;1000 万以上的家庭占 0.32%。在农村,家庭资产超过均值的也仅占 21.34%。

表 1 家庭总资产分布情况

农业户籍家庭		非农业户籍家庭	
资产区间	百分比	资产区间	百分比
10 万元以下	18.99%	5 万元以下	24.52%
10 万~40.5 万	31.00%	5 万~13.8 万	25.45%
40.5 万~100 万	18.29%	13.8 万~35.8 万	28.69%
100 万~247.6 万	17.42%	35.8 万~100 万	14.54%
247.6 万~1000 万	12.50%	100 万~1000 万	6.47%
1000 万以上	1.80%	1000 万以上	0.32%

从地域来看,资产分布也严重不均。东部地区家庭的总资产最高,西部地区家庭总资产最低。具体地,东部地区家庭户均总资产为 197 万,中位数为 32.3 万。中部地区家庭户均资产为 28 万,仅东部地区家庭总资产的 14.2%,资产中位数为 15.8 万。对西部地区家庭,户均资产为 23.9 万,仅占东部地区家庭总资产的 12.1%,中位数为 11.5 万,与中部地区的差距不大。

3.3 家庭净资产情况

要了解家庭的净资产情况,我们需首先了解家庭的负债。在中国家庭金融调查中,负债包括农业及工商业借款;房屋借款;汽车借款;金融投资借款;信用卡借款;以及其他借款等。根据调查数据,中国家庭总负债均值为 62576 元,中位数为 0。分城乡来看,城市家庭总负债均值为 100816 元,中位数为 0;农村家庭总负债均值为 36504 元,中位数为 0。

表 2 是家庭负债的分布情况。从表中可知,没有负债的家庭为 5213 个,占 61.78%,负债家庭的比例为 38.22%。负债在 1 万元以下的家庭为 758 个,占 8.98%,负债均值为 3324 元,中位数为 3000 元;负债在 1 万~5 万元之间的家庭为 1160 个,占 13.74%,负债均值为 25251 元,中位数为 24000 元;负债在 5 万~10 万元之间的家庭为 562 个,占 6.66%,负债均值为 65632 元,中位数为 61000 元;负债在 10 万~100 万元之间的家庭为 668 个,占 7.92%,负债均值为 255848 元,中位数为 200000 元;负债 100 万元以上的家庭

78 个,占 0.92%,负债均值为 3703291 元,中位数为 1450000 元。

家庭总资产扣除家庭负债后即为家庭净资产。在家庭净资产方面,中国家庭财富净值的均值为 1154343 元,中位数为 181003 元。分城乡来看,城市家庭财富净值均值为 2375193 元,中位数为 373000 元;农村家庭财富净值均值为 321973 元,中位数为 122300 元。

在样本中,财富净值小于 0 的家庭为 91 个,占 2.27%;财富净值介于 0 和 10 万之间的家庭 743 个,占 18.58%;财富净值介于 10 和 37.3 万之间的家庭 1164 个,占 29.13%;财富净值介于 37.3 万和 100 万之间的家庭 801 个,占 20.04%;财富净值介于 100 万和 237.5 万之间的家庭 657 个,占 16.43%;财富净值介于 237.5 万和 1000 万之间的家庭 475 个,占 11.89%;财富净值在 1000 万以上的家庭 66 个,占 1.65%。财富超过均值的家庭占 13.54%。

表 2 家庭负债分布

负债区间	户数	比例
没有负债	5,213	61.78%
1 万元以下	758	8.98%
1 万~5 万	1,160	13.74%
5 万~10 万	562	6.66%
10 万~100 万	668	7.92%
100 万以上	78	0.92%
合计	8438	

表 3 城市家庭财富分布

财富区间	户数	比例
小于 0	91	2.27%
10 万元以下	743	18.58%
10 万~37.3 万	1164	29.13%
37.3 万~100 万	801	20.04%
100 万~237.5 万	657	16.43%
237.5 万~1000 万	475	11.89%
1000 万以上	66	1.65%
合计	3997	100%

3.4 家庭资产的构成

在家庭资产构成方面,金融资产的占比较低,非金融资产的占比较高,其中住房资产占有相当一部分比重。就城市家庭而言,户均金融资产 11.2 万,在总资产中的占比仅 4.5%。户均住房资产高达 93 万,在家庭总资产的占比为 37.6%。其他非金融资产如工商业、汽车、奢侈品等构成了家庭总资产的主要来源。根据数据,这些其他非金融资产户均约 145.7 万,占比为 58.8%。

表 4 城市家庭资产结构

城市家庭	均值	中位数	总资产中的占比
金融资产	11.2 万	1.7 万	4.5%
其他非金融资产	145.7 万	1.4 万	58.8%
住房资产	93 万	40 万	37.6%
总资产	247.6 万	40.5 万	
负债	10.1 万	0	4.1%
净资产	237.5 万	37.3 万	95.9%

对农村家庭,住房是家庭总资产构成中最大的一块。具体地,户均拥有金融资产 3.1 万,占家庭总资产的比重为 8.2%。户均拥有其他非金融资产 12.3 万,占比约 32.6%。户均拥有的住房资产为 22.3 万,占比高达 59.2%。

表 5 农村家庭资产结构

农村家庭	均值	中位数	总资产中的占比
金融资产	3.1 万	3000 元	8.2%
其他非金融资产	12.3 万	1.5 万	32.6%
住房资产	22.3 万	10 万	59.2%
总资产	37.7 万	13.8 万	
负债	3.7 万	0	9.8%
净资产	32.2 万	12.2 万	85.4%

在金融资产方面,占比最大的是银行存款,约占家庭金融资产的 57.8%。其次为现金,占比 17.9%,股票占比为 15.45%。除此之外,其他形式的金融资产占比较小。总体来讲,中国家庭的资产配置比较保守。从家庭金融资产的结构上看,由银行存款与现金构成的无风险资产占家庭总资产的 75.7%,远远高于美国,而风险资产仅占 24.3%。

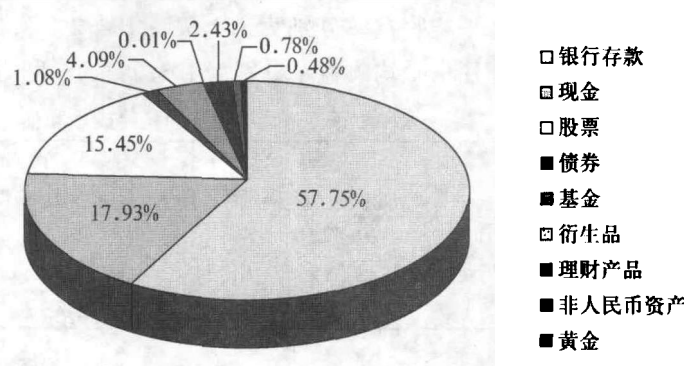


图 1 家庭金融资产的构成情况

四、家庭住房及房地产市场

住房是家庭财富的重要组成部分,其价格波动对家庭金融参与和资产组合的影响不可忽略(Chetty and Szeidl,2012)。根据中国家庭金融调查的数据,一方面我国家庭的自有住房率较高,住房的收益非常可观。但另一方面,我国家庭的住房负担也较重,无房家庭的购房压力大,“房奴”不是传说。从当前房价与购买时的成本价来看,我国住房价格下降存在一定的空间。而且在长期,我国城镇地区住房供过于求,房价下降的可能性很大。

4.1 家庭住房负担与降价空间

在住房的贷款方面,非农户籍家庭户均银行贷款 28.39 万元,户均借款 7.11 万元。非农家庭购房贷款总额平均为 28.39 万元,占家庭总债务的 47%,调查期间仍有余额平均 18.91 万元;购房借款总额平均为 7.11 万元,调查期间仍有余额 6.28 万元。

家庭来自住房负债的压力大,平均来讲住房贷款总额超出家庭年收入的数倍。首先,住房贷款总额远远大于家庭年收入,户主年龄在 30~40 岁之间的家庭贷款总额平均为家庭年收入的 11 倍多;收入处于最低 25% 的那部分家庭贷款额达到了年收入的 32 倍之多;户主为大专毕业的家庭贷款总额占家庭年收入的 14 倍。即使是从调查当时家庭所余的贷款余额来看,其数额也远远高于家庭收入。例如户主在 30~40 岁之间的家庭贷款余额为年收入的 8.5 倍;收入最低 25% 的家庭贷款余额为年收入的 22 倍多;户主为大专毕

业的家庭贷款余额为年收入的 10 倍。

住房负担大意味着房价下跌非常迫切,而就住房价格来看,住房的当前估价远高于历史获得成本,房价下跌的空间存在。按照住房的获得时间先后顺序,可定义家庭的第一、二、三套住房。并分别计算出 3 套住房的历史获得成本和当前估计市场价值,结果见表 6。从表中可以得到几个结论,首先,获得第二套住房的成本高于第一套,获得第三套住房的成本也高于第二套,这反映了房价上涨的时序变化。第二,住房的当前估价均远远高于历史获得成本,房价迅速上升的趋势明显。第三,购买越早的住房收益率越高,家庭的第一、二、三套住房平均收益率分别为 151.7%、104.2% 和 89.2%。若只考虑商品房,则家庭第一、二、三套住房平均收益率分别为 103.2%、73.8% 和 52.1%。

表 6 城市住房的获得成本和估计市值

	第一套		第二套		第三套	
	所有住房	仅商品房	所有住房	仅商品房	所有住房	仅商品房
历史获得成本(万元)	29.52	47.6	33.28	55.64	39.06	82.06
当前估计市值(万元)	74.29	96.74	67.95	96.72	73.90	124.85
平均收益率(%)	151.7%	103.2%	104.2%	73.8%	89.2%	52.1%

对仅拥有 1 套住房的非农户籍家庭,若房价下降 5%,则约 14.13% 的家庭房屋市价将低于购买时的成本价。其中,位于北京、上海、深圳以外城市且户主年龄在 35 岁以下的家庭占比最大,为 17.84%。若房价下降 10%,约 16.11% 的家庭房屋市价将低于购买时的成本价。若房价下降 20%,约 20.8% 的家庭房屋市价将低于购买时的成本价。若房价下降 50%,约 45.84% 的家庭房屋市价将低于购买时的成本价。若房价下降 70%,约 65% 的家庭房屋市价将低于购买时的成本价。

表 7 房价下降一定幅度后房价市值低于成本价(CPI 调整)的占比(%)

	总体
房价下降 5%	14.13
房价下降 10%	16.11
房价下降 20%	20.80
房价下降 30%	27.80
房价下降 40%	35.76
房价下降 50%	45.84
房价下降 60%	55.89
房价下降 70%	65.00
房价下降 80%	75.02

4.2 住房市场的供需分析

从住房市场的深层次供需状况来看,在长期房价下跌的可能性非常大。根据中国家庭金融调查数据,在“十二五”期间,构成城镇地区住房刚性需求的包括无房家庭的住房需求,有房但人房分离家庭的住房需求,与长辈同住的“啃老族”住房需求,新增成年家庭的住房需求,新增农民工家庭的住房需求以及被拆迁家庭的住房需求。其中,前三类住房需求构成家庭当前的刚性需求,而后三类则为城镇家庭每年新增的住房需求。

首先,构成城镇地区住房需求的是无房家庭的住房需求。根据中国家庭金融调查数据,常住地为城镇地区的家庭中有 15.30% 无住房。其中,在北京、上海、深圳,户主年龄在 35 岁以下家庭中,无房家庭的占比更是高达 40%。

其次,由城市化带来的人口流动造就了一批有房但人房分离的家庭,如进城农民工家

庭,“北漂”家庭等,他们也构成了一部分住房的刚性需求。根据中国家庭金融调查数据,仅有 1 套住房且常住地为城市地区的家庭中,人房分离家庭的占比为 13.75%。假设人房分离家庭户均需求一套住房,则 11.68% 的城镇家庭将需要住房。若排除人房分离家庭中属于城市户籍的家庭,则这部分需求为 8.8%。

再次,对有房且人房未分离的城市家庭,还存在一部分居民与长辈同住,俗称“啃老族”。虽然这部分居民为有房居民,但他们构成了城镇地区的潜在住房需求。在排除在校学生、丧失劳动力者以及度假/生病/生小孩等与长辈同住外,有房且人房未分离居民中,有 16.17% 与长辈同住且年龄界于 18~40 岁,他们需要额外的住房。

上述现有家庭的刚需住房需求为城镇家庭的 30%,总计 6459 万套。

最后,“十二五”期间,部分居民将年满 18 周岁,他们作为新增的成年家庭将构成“十二五”期间的住房需求。根据中国家庭金融调查数据,这部分城市地区家庭约占 4%。“十二五”期间,部分家庭的房屋将被拆迁,这些拆迁户的住房需求也应计入城镇住房总需求。根据调查数据,“十一五”期间全国总计拆迁 1100 万户,若“十二五”期间拆迁家庭按 10% 增长,则“十二五”期间约计拆迁家庭 1210 万套。“十二五”期间农民工每年约以 4% 的速度增长。根据中国家庭金融调查数据,2011 年外出农民工家庭约 4521 万户。由此推算,“十二五”期间新增农民工家庭带来的住房需求为 823 万套。总计“十二五”期间我国城镇新增住房需求 2894 万套,或每年为 579 万套。需要特别说明的是,此处的总需求只部分地考虑到居民的改善型住房需求。

表 8 城市地区的住房需求^①

需求构成	计算公式	计算结果
无房家庭的需求	无房家庭占比	15.30%
人屋分离家庭的住房需求	有房家庭占比 * 人屋分离家庭占比	11.68%
与长辈同住居民的住房需求	有房家庭占比 * 人屋未分离家庭占比 * 与长辈同住居民占比/2	5.91%
“十二五”期间新增成年家庭的住房需求		4%
新增农民工家庭	农民工总户数 * 5 年增幅	82 万套
拆迁家庭住房需求		1210 万套

在住房供给方面,它主要包括拥有多套住房家庭的住房供给以及新增商品房的供给。其中,中国家庭金融调查与研究中心的数据显示,城市家庭拥有 2 套住房的占 13%,拥有 3 套住房的占比 2.51%。假设拥有多套住房的家庭仅保留 1 套住房自住,则这部分家庭的住房供给可满足 18.02% 的城镇地区家庭的住房需求。而在商品房供给上,根据《第一财经日报》2012 年 1 月 18 日转引国家统计局数据,2010 年 6 月末全国房地产开发企业商品房待售面积为 19182 万平方米,商品住宅待售面积为 10646 万平方米等数据,住宅面积占比约 55.5%。2011 年末,全国商品房待售面积 27194 万平方米,据此推算 2011 年末待

① 对与长辈同住居民,我们假设每人均需住房 0.5 个;同时此表未考虑家庭的改善性住房需求。

售商品房面积 15092.7 万平方米。取 2010 年城镇地区人均住房面积 31.6 平方米,城镇家庭户均人口 2.88 人,则 2011 年未出售的商品房约 166 万套。

据此推算,在未考虑老龄化带来的住房供给情况下,我国城镇地区的房屋供给约为 4046 万套。

表 9 城市地区的住房供给

供给构成	计算公式/数据来源	计算结果
拥有 2 套房家庭	1 * 两套房家庭占比	13%
拥有 3 套房家庭	2 * 三套房家庭占比	5.02%
未出售的商品房	http://biz.cn.yahoo.com/ypen/20120118/821614.html	166 万套

基于住房的供需状况,从长远来看房价下跌是必然的。根据前面的数据推算,现有城镇家庭住房的刚性需求为 6459 万套,而我国城镇地区的房屋供给约为 4046 万套,缺口为 2413 万套。以目前的产能,不到两年时间就能满足现有家庭的刚性需求。就长期而言,房地产行业主要以满足新增的住房需求。每年新增需求约为 579 万套,也只是现在房地产产能的 1/3。若房价在今后一段时间仍不合理上涨,则只能来自住房的投资性需求,而这必将产生严重的泡沫。

4.3 房产刚需不足正逐步显现

近年来,中国住房的投资性需求占比呈上升趋势。根据 CHFS 购房历史数据推算的中国家庭购房需求构成,可以看出,上世纪 90 年代,对住房的刚性需求占据绝对主导地位,新购住房家庭中首次购房的家庭占比超过 90%。在进入 21 世纪之后的前 5 年,中国家庭对住房的刚性需求仍然占据主导地位,在这一阶段刚性需求占比基本上在 80% 以上,但新购住房家庭中有 1 套以上住房的家庭占比开始缓慢上升至 20% 左右。在 2006 年,新购住房家庭中有房家庭的比例出现明显跳跃,达到 43%,而相应地刚性需求占比则跌至 57%,并且从 2006 年至 2010 年刚性需求基本上维持在 60% 左右。而 2011 和 2012 年上半年的数据显示,中国住房的刚性需求不再占据主导地位,新购住房家庭中有房家庭的比例开始超过无房家庭。

4.4 房价下跌对银行的影响有限

然而从房价下跌对银行的直接影响不大。根据调查数据,有住房负债的家庭占比不大,仅有 13.94% 的非农户籍家庭为购买住房而向银行贷款,有 7.88% 的非农户籍家庭通过银行以外的其他渠道借款。

同时,对有银行贷款的非农户籍家庭,若房价下降 5%,房屋市价低于目前银行欠款的家庭占比仅 0.29%。若房价下降 20%,该比例也只有 2.22%。若房价下降 50%,该比例达到 13.31%,房价下降 70%,该比例为 27.51%。

表 10 房价下降一定幅度后房价市值
低于银行贷款的占比(%)

	占比(%)
房价下降 5%	0.29
房价下降 10%	2.22
房价下降 20%	2.22
房价下降 30%	2.91
房价下降 40%	9.38
房价下降 50%	13.31
房价下降 50%	19.77
房价下降 70%	27.51
房价下降 80%	42.48

房价下跌的风险可能体现在非正规金融上。目前对住房调控的政策主要是“调需求”,二套房的首付比例高达60%,贷款利率为基准利率的1.1倍。这种差别化的房贷政策可能加剧了民间金融风险。根据中国家庭金融调查数据,有20%的家庭都因购房而向亲戚朋友借款,利息和人情负担重。

当然,这些结论仅是从住房的银行贷款与非正规借款来看房价下跌对银行的影响。而房价下跌还可能带动经济下行,从而对银行造成一系列的影响。至于后者,只有转变经济结构,降低经济对房地产业的依赖才能摆脱困境。

五、结 论

认识中国家庭的资产状况,研究中国家庭的金融行为以及推动中国家庭金融领域的发展,科学、严谨的微观调查数据必不可少。中国家庭金融调查在这方面进行了首次尝试。中国家庭金融数据结果一经发布,社会就表现出了强烈的关注,这从侧面反映了我国有关数据的缺乏,大家对中国家庭对自身的资产、负债状况还不甚了解。

根据中国家庭金融调查数据,我们得出的部分结论是明确的。中国家庭总资产均值为121万元,城市家庭总资产均值为247.6万元,农村家庭总资产均值为35.8万元。由样本推断总体可知,2011年中国家庭部门的总资产为471万亿,高出美国家庭总资产的21%。同时,家庭资产的均值和中位数之间的差异表明了财富分布的极度不均,这很可能是中国消费不足的症结所在。房产作为中国家庭资产的重要组成部分,从当前住房的需求以及供给来看,房价在未来下跌的可能性很大。

当然,这些结论还需要更多的学者进行深入的研究。其实,中国家庭金融领域有许许多多的问题还留待我们深入研究。例如,造就中国家庭高资产的原因都有哪些,房地产和中国长期的高储蓄率对它的贡献分别有多大?收入分配、财富分配的不均对经济的影响都如何,怎样降低收入的不均衡?以及从住房市场的基本面来看,房价将会下跌,那么房价下跌对中国家庭资产、负债的影响都有哪些,如何防范房价下跌对我国经济以及银行业造成的冲击怎样?这些问题都需要深入的、严谨的分析。

参 考 文 献

- [1] Bodie, Zvi, Merton, and Samuelson, 1992, Labor supply flexibility and portfolio choice in a life cycle model, *Journal of Economic Dynamics and Control*, 16: 427 ~ 449.
- [2] Barber, B., Lee, Y., and Liu, Y., Odean, T., 2009, Just How Much Do Individual Investors Lose from Trade?, *Review of Financial Studies*, Vol. 22, 2, 609 ~ 632.
- [3] Blow, L., Nesheim, L., 2010, Dynamic housing expenditure and household welfare, *CEMMAP working paper*.
- [4] Campbell, John Y., 2006, Household Finance, *Journal of Finance*, 61: 1553 ~ 1604.
- [5] Chetty, R., Szeidl, M., 2012, "The effect of Housing on Portfolio Choice", *Harvard University Working Paper*.
- [6] Douglas, David, and Rosen, 1994a, Entrepreneurial Decisions and Liquidity Constraints, *The RAND Journal of Economics*, 25: 334 ~ 347.
- [7] Evans, Jovanovic, 1989, An Estimated Model of Entrepreneurial Choice under Liquidity Constraints, *Journal of Political E-*

- onomy, 97:808 ~ 827.
- [8] Evans and Linda S. Leighton, 1989. Some Empirical Aspects of Entrepreneurship, *The American Economic Review*, 79:519 ~ 535.
- [9] Eeckhoudt, Louis, Christian Gollier, and H. Schlesinger, 1996, Changes in background risk and risk taking behavior, *Econometrica*, 64:683 ~ 689.
- [10] Etheridge, B., 2011, "Increasing Inequality and Improving Insurance House Price Booms and the Welfare State in the UK", Working Paper.
- [11] Heaton, John, and Lucas, 2000a, Portfolio Choice in the Presence of Background Risk, *The Economic Journal*, 110:1 ~ 26.
- [12] Heaton, John, and Lucas, 2000b, Portfolio choice and asset prices: the importance of entrepreneurial risk, *Journal of Finance*, 55:1163 ~ 1198.
- [13] Halket, J., Vasudev, S., 2011, "Home Ownership, Savings, and Mobility Over The Life Cycle", Working Paper.
- [14] Hall, R. E. and F. S. Mishkin (1982), The Sensitivity of Consumption to Transitory Income: Estimates from Panel Data on Households, *Econometrica*, Vol. 50, 461 ~ 481.
- [15] Kimball, Miles S., 1993, — Standard risk aversion, *Econometrica*, 61:589 ~ 611.
- [16] Kahneman, Daniel, 2012, Can we ever trust instinct, *the Economist*, 2.
- [17] Lovenheim, M., 2011, "The Effect of Liquid Housing Wealth on College Enrollment", *Journal of Labor Economics*, 29: 741 ~ 771.
- [18] Mariger, P. R., 1987, A life - cycle Consumption model with Liquidity constraints: theory and Empirical results, *Econometrica*, 55.
- [19] Markowitz, H., 1952, Portfolio Selection, *Journal of Finance*, 7: 77 ~ 91.
- [20] Merton, Robert C., 1969, Lifetime Portfolio Selection under Uncertainty: The Continuous - Time Case, *Review of Economics and Statistics*, 51:247 ~ 257.
- [21] Merton, Robert C., 1971, — Optimum consumption and portfolio rules in a continuous - time model, *Journal of Economic Theory*, 3:373 ~ 413.
- [22] Silos, P., 2007, Housing, portfolio choice and the macroeconomy, *Journal of Economic Dynamic and Control*, 31: 2774 ~ 2891.
- [23] Stone, Douglas, and Willman T. Ziemba, 1993. "Land and Stock Prices in Japan." *Journal of Economic Perspectives*, Volume 7, Number 3. Summer 1993: page 149 ~ 165.
- [24] Zeldes, S. P., 1989a, Consumption and Liquidity Constraints: An Empirical Investigation, *The Journal of Political Economy*, 97:305 ~ 346.

Abstract: Due to lack of household level data, very little was known about households assets in China. In 2011, Survey and Research Center for China Household Finance (CHFS) conducted a nationally representative household survey. The completed 8438 sample households are located in 320 communities in 80 counties, both rural and urban, covering 25 provinces. According to the survey, average assets of Chinese households are 1.217 million yuan while the median assets are only 203,000 yuan at the time of the survey. For urban registered residents, the average assets are 2.476 million yuan and the median assets are 405,000 yuan. Only 14.3% of the urban households and 21.34% of the rural households have their assets to be higher than the corresponding averages. The average household assets in Central, Western China are only 14.2%, 12.1% of that in Eastern China. Housing is a very important component of household assets. It is likely that the price of housing will fall in the long run. According to the data, the residential demand for housing of the current urban households is 70.83 million units. Compared to a current supply of 40.46 million units, there are another 30.37 million units needed. This residential demand will be met for less than 2 years given the current building capacity. Over the long term, the real estate industry is mainly to meet the incremental residential demand of about 5.79 million units annually, which is only 1/3 of the building capacity.

Keywords: Household finance, Assets, Real estate

(责任编辑:王鹏)(校对:WH)