

住房财富对中国城镇家庭消费的影响

尹志超 仇 化 潘学峰

(首都经济贸易大学金融学院,北京 100070;对外经济贸易大学金融学院,北京 100029)

摘 要:在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下,把握扩大内需这一战略基点,激发居民消费潜力,是推动经济高质量发展的关键之一。住房已经成为中国家庭财富的重要组成部分,一方面可通过财富效应促进家庭消费,另一方面也可能由于“房奴效应”降低家庭消费。因此,住房财富对家庭消费的影响方向并不确定。本文基于2013—2019年中国家庭金融调查数据,研究了住房财富对家庭消费的影响,并检验了住房财富影响家庭消费的可能渠道。研究发现,住房财富对城镇家庭消费有显著促进作用,并显著改善了家庭消费结构,住房资产具有财富效应。进一步研究发现,住房财富能够缓解流动性约束,从而提高家庭消费水平。异质性分析表明,住房财富对不同类型的消费具有不同的促进作用,不同地区和拥有住房数量的差别均会对住房财富产生不同影响。根据本文研究,在控制风险的前提下,可发挥既有住房财富对平滑家庭消费的积极作用,促进家庭消费增长,改善家庭消费结构,进一步推进家庭消费升级。

关键词:消费;住房财富;扩大内需;财富效应;信贷效应

JEL 分类号:D12, G12, G21 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2021)02-0114-19

一、引 言

由于新冠肺炎疫情、中美贸易摩擦等影响,当前国内外经济形势仍然复杂严峻,党的

收稿日期:2019-07-24

作者简介:尹志超,经济学博士,教授,首都经济贸易大学金融学院, E-mail: yzc@cueb.edu.cn.

仇 化,博士研究生,首都经济贸易大学金融学院, E-mail: QiuH0816@163.com.

潘学峰(通讯作者),经济学博士,助理教授,对外经济贸易大学金融学院, E-mail: xuefeng.pan@uibe.edu.cn.

* 本文感谢国家自然科学基金重点项目(20A11016)、对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金(18QN05)和北京大学-林肯中心的资助。三位作者对本文有同等贡献。感谢匿名评审专家的宝贵意见,当然文责自负。

十九届五中全会提出要加强形成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。培育一个以消费为主的“内循环”市场,能够帮助我国更加沉稳应对多变的国际经济环境。2020年我国最终消费支出占GDP的比重达54.3%,高于资本形成总额11.2个百分点,为近年来最高水平,消费作为经济增长主要动力的作用进一步巩固。总体看,我国居民人均消费支出不断增长,2020年达到21210元¹。我国消费市场广阔,成长性好,随着经济不断发展,居民消费规模平稳增长,呈现结构性升级趋势,消费市场正逐步走向改善型消费。

随着住房改革和房地产市场的发展,住房逐渐成为我国家庭重要的资产和财富(如图1)。2020年人民银行统计数据显示,我国城镇居民家庭户均总资产达317.9万元,其中住房资产占70%,我国城镇住房拥有率达到96%²。房价上涨在一定程度上会带来“房奴效应”,降低家庭消费,如何发挥既有住房资产对家庭消费的积极作用,对促进内需以及激发居民消费潜力具有重要意义。

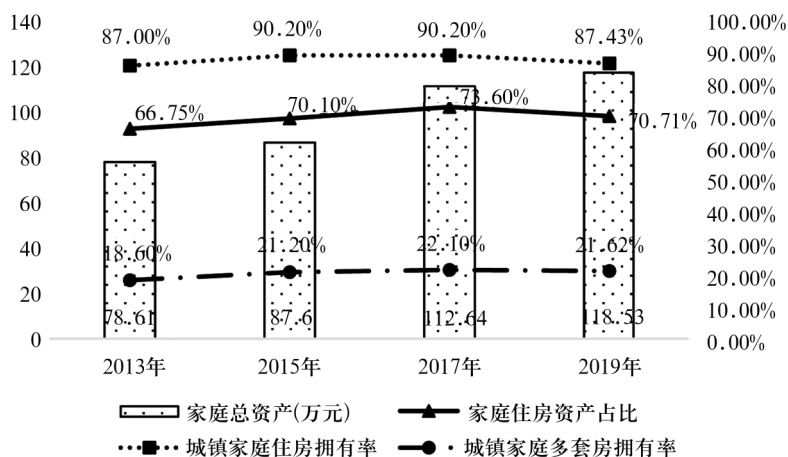


图1 2013年-2019年中国家庭资产及住房情况

资料来源:中国家庭金融调查。

美国、英国、澳大利亚、加拿大等国家普遍实施住房净值抵押贷款³。这一贷款形式将住房财富与家庭消费紧密联系在一起。住房增值时,家庭可以选择二次抵押,获得资金,缓解暂时的财务困境和流动性约束。房屋净值抵押贷款已成为美国家庭债务的重要组成部分,也是美国家庭流动性的重要来源⁴。

迄今为止,我国尚未正式实施住房净值抵押贷款,仅有部分银行对符合条件的群体

1 数据来源:国家统计局。

2 数据来源:人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组。

3 住房净值抵押贷款是一种将抵押品进行二次抵押的消费者贷款,房屋所有者可以将住房净值再次进行抵押,用于投资或消费。

4 资料来源:美国联邦储备局网站。

提供严格的房屋二次抵押贷款,大部分中国家庭无法将房屋净值进行抵押获取资金。在此背景下,住房财富变动无法通过净值抵押贷款方式转化为消费。近年来,随着我国经济发展,人民生活改善,家庭的住房财富持续增加。探究住房财富的影响及作用渠道有助于全面理解中国家庭住房财富的实现问题。长期以来,我国信贷市场虽规模呈上升趋势,但尚不完善。从住房财富角度研究家庭消费增长的内生动力,分析住房财富的作用具有理论意义和现实意义。本文基于 2013—2019 年中国家庭金融调查数据,构建平衡面板,分析住房财富对家庭消费的影响。结果表明,住房资产具有财富效应,促进了家庭消费。此外,住房财富缓解了家庭信贷约束和流动性约束,从而促进了家庭消费。

相较于以往文献,本文可能的创新点和贡献在于:一方面,更充分地解决了内生性问题,估计了住房财富对家庭消费的影响系数。以往关于住房财富对家庭消费影响的文献并未得到统一结论。有研究认为,房价上涨带来的“房奴效应”降低了家庭消费(颜色和朱国钟 2013)。也有学者认为,住房增值带来的财富效应能够促进家庭消费,房屋价值对总消费影响的弹性系数为 0.093(张浩等 2017)。还有研究认为,住房财富具有双重属性,其对消费的影响并不确定,呈现地区异质性(Sinai and Souleles 2005; 杨赞等 2014)。本文构建了平衡面板数据,加入省级房价作为工具变量,使用固定效应的工具变量估计进行实证检验,缓解了逆向因果和遗漏变量的影响,减少了以往研究中由于内生性问题造成的估计偏误,更准确地估计了住房财富对家庭消费的影响(边际影响为 0.02),有效补充了已有研究。另一方面,本文探究了住房财富对家庭流动性约束的影响。对于我国家庭,住房具有居住属性和投资属性,是家庭财富的重要组成部分。以往文献较少探究房产对家庭流动性约束的影响及作用渠道。本文探究了住房财富能否有效缓解家庭流动性约束,改善家庭财务状况,从而保障家庭消费。

本文余下部分安排如下:第二部分梳理和总结了国内外相关研究,并提出研究假设;第三部分介绍实证模型、变量与数据;第四部分报告实证结果;第五部分进行异质性分析;第六部分是稳健性检验;最后是结论。

二、文献回顾与研究假设

住房与家庭、企业和社会息息相关,不仅影响着每一个家庭,更影响着社会经济的良性运行。长期以来,住房一直是学术界关注的重要问题,产生了大量的研究成果。

从住房财富对消费的影响方向上看,学者给出了不同的结论。一些学者认为,住房财富增加能够促进家庭消费,具有正的财富效应(尹志超和甘犁 2010; 黄静和屠梅曾 2009; 杜莉等 2013; Aladangady 2017)。这种正向影响主要是因为预防性储蓄动机的减少(Gan, 2010)。另一些学者认为,住房增值对家庭消费有负向影响,尤其是家庭非住房消费(况伟大 2011)。由于信贷约束的存在,房价上涨抑制了居民消费(陈健等 2012)。此外,家庭购买住房主要是出于刚性需求,房价过高过快增长,使得家庭为了购房而大量储蓄,

“房奴效应”的存在挤出了家庭消费(陈斌开和杨汝岱,2013;李江一,2017;颜色和朱国钟,2013)。由于住房变现困难,住房财富与家庭消费之间没有必然的联系(Skinner,1989;Engelhardt,1995;万晓莉等,2017)。

从住房财富影响家庭消费的渠道上看,主要有财富效应、共同因素和信贷效应三个方面。一是住房的财富效应。根据“生命周期假说”和“持久收入假说”,消费不仅与收入相关,财富也是影响消费的重要因素。住房是家庭财富的重要组成部分,具有财富效应(李涛和陈斌开,2014)。Ludwig and Sløk(2002)将财富效应划分为“已兑现的财富效应”和“未兑现的财富效应”,在这两类财富效应的作用下,住房财富增加时,住房所有者的持久收入增加,最终导致其消费增加。二是共同因素的影响。收入预期、利率等共同因素的影响才是住房财富引起消费变动的主要原因,人们的收入预期和生产率提高都会使住房价格和消费同时增加(Muellbauer and Murphy,1997;Anundsen and Jansen,2013)。三是信贷效应,本文重点讨论在缺乏住房净值抵押贷款的背景下中国城镇家庭住房财富的信贷效应。

住房作为家庭重要的消费品和投资品,具有双重属性(Sinai and Souleles,2005;杨赞等,2014),是家庭资产的重要组成部分。住房财富增加,家庭或个人拥有的财富相应增加,从而引起消费增加。除此以外,住房作为具有抵押性质的家庭固定资产,其净值的增加意味着家庭拥有的抵押品价值上升,在一定程度上减少了道德风险和逆向选择,家庭在信贷市场上将释放更有利的信号,更容易获得信贷,缓解流动性约束,增加家庭消费。因此,本文提出假设1:

H1: 住房财富能够促进家庭消费增加,住房资产具有财富效应。

金融机构和借贷市场在运营过程中,为减少代理成本,防范道德风险,往往需要借款者提供具有一定价值的资产进行抵押,住房不仅是一种消费品,更是具有抵押价值的重要固定资产。对于面临信贷约束的家庭而言,当家庭持有的住房财富增加时,意味着抵押品价值的增加。这部分家庭可以直接或间接地利用住房进行抵押,获得信贷或借款,缓解流动性约束,为消费提供资金。因此,在信贷效应的作用下,住房财富使家庭能够通过借贷行为平滑消费。尤其对于面对信贷约束的家庭,这种促进作用更为明显(Benito and Mumtaz,2009)。住房财富能够通过信贷效应影响家庭消费(DeFusco,2017;Agarwal and Qian,2017)。受传统观念等影响,房屋在我国家庭中具有特殊地位,大部分家庭购房是为满足刚需。此外,我国住房市场情况较复杂,许多家庭不会通过卖房来变现住房财富用于消费。住房财富的信贷效应无须通过房屋买卖行为,而是主要体现在抵押品价值上升,释放积极的信号,家庭能具备更有利的条件进行信贷行为。对于我国家庭而言,房屋是重要的抵押品,住房财富增加产生的信贷效应有利于家庭缓解信贷约束,提高消费水平。因此,本文提出假设2:

H2: 住房财富具有信贷效应。

住房的信贷效应与信贷市场完善程度密切相关,住房财富变化能通过信贷市场平滑消费(邓健和张玉新,2011),但如果信贷市场发展程度较低,住房财富增加反而会导

致消费减少(Muellbauer 2008) 。随着金融市场的完善 ,住房财富的信贷效应会不断增强。借贷行为是家庭缓解流动性约束的主要途径 ,但我国信贷市场尚不完善 ,且未全面开始实施住房净值抵押贷款 ,限制了家庭通过专门的信贷产品提取住房财富用于消费。因此信用卡消费成为利用住房财富的可能途径(廖理等 2013) 。因此本文提出假设 3:

H3: 住房财富发挥信贷效应的主要渠道是信用卡使用。

三、实证模型、数据与变量

(一) 实证模型

在分析住房财富对家庭消费的影响时 ,本文构建如下回归模型:

$$Consumption_{it} = \beta_0 + \beta_i H_Wealth_{it} + \beta_x X_{it} + c_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中 , $Consumption_{it}$ 表示家庭 i 在 t 期的消费 , H_Wealth_{it} 代表家庭 i 在 t 期的住房财富 , X_{it} 表示控制变量。 ε_{it} 为误差项 , c_i 为个体固定效应 , λ_t 为时间固定效应。

除此之外 ,本文考察住房财富是否缓解了家庭的信贷约束(式 2) 和流动性约束(式 3) ,即是否存在信贷效应 ,分别构建如下回归模型:

$$Consumption_{it} = \beta_0 + \beta_i H_Wealth_{it} + \beta_1 H_Wealth_{it} * Credit_{it} + \beta_c Credit_{it} + \beta_x X_{it} + c_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

$$Consumption_{it} = \beta_0 + \beta_i H_Wealth_{it} + \beta_1 H_Wealth_{it} * Liquidity_{it} + \beta_l Liquidity_{it} + \beta_x X_{it} + c_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中 , $Credit_{it}$ 为表示信贷约束的虚拟变量。 $Liquidity_{it}$ 表示流动性约束的虚拟变量。 $Consumption_{it}$ 表示家庭 i 在 t 期的消费 , H_Wealth_{it} 代表家庭 i 在 t 期的住房财富 , X_{it} 表示控制变量。 ε_{it} 为误差项 , c_i 为个体固定效应 , λ_t 为时间固定效应。系数 β_1 衡量了家庭住房财富的信贷效应。

进一步地 ,本文探究住房财富发挥信贷效应的渠道时 ,构建如式(4) 的回归模型:

$$Consumption_{it} = \beta_0 + \beta_i H_Wealth_{it} + \beta_1 H_Wealth_{it} * Card_{it} + \beta_c Card_{it} + \beta_x X_{it} + c_i + \lambda_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中 , $Consumption_{it}$ 表示家庭 i 在 t 期的消费 , H_Wealth_{it} 代表家庭 i 在 t 期的住房财富 , X_{it} 表示控制变量。 $Card_{it}$ 表示家庭是否使用信用卡。 ε_{it} 为误差项 , c_i 为个体固定效应 , λ_t 为时间固定效应。

(二) 数据

本文使用的数据为西南财经大学 2013 年、2015 年、2017 年和 2019 年在全国范围内开展的中国家庭金融调查(CHFS) ,该调查样本覆盖中国除新疆、西藏、港澳台地区以外的 29 个省(自治区、直辖市) 。2013 年中国家庭金融调查共采集有效样本 28000 户 ,2015 年共采集有效样本 37289 户 ,2017 年 40011 户 ,2019 年 34691 户。问卷问题涵盖了受访者房产、各类收入、消费、信贷约束等具体情况 ,数据代表性好、质量高 ,为本文研究住房财

富对家庭消费的影响提供了数据支持。

(三) 变量

1. 被解释变量

本文被解释变量为家庭消费。本文所使用的家庭消费为家庭总消费性支出,包含了食品、日常用品、交通通讯、教育、医疗和文娱娱乐支出等,单位为万元。考虑到内生性问题,本文剔除了物业管理费、暖气费等与家庭住房密切相关的支出。为更详细分析住房财富变动对家庭消费的影响,本文定义了家庭日常消费、非日常消费和耐用品消费。

2. 解释变量

住房财富为本文的解释变量。本文采用住房价值减去住房负债来定义住房财富。随着年份的变化,家庭住房财富呈现不同变动。这一衡量方式考虑了家庭住房负债对实际住房财富的影响,能够较真实地反映随着经济发展,家庭所拥有住房财富变动情况。

3. 机制变量

为分析住房财富影响家庭消费的信贷效应以及信贷效应的实现渠道,本文实证检验了住房财富能否缓解家庭的信贷约束和流动性约束。参考以往文献(Guiso et al., 1996),本文用“担心申请贷款被拒而未申请”和“申请贷款被拒”度量信贷约束¹。此外,参考以往文献(Fumio, 1985),本文计算了家庭流动性资产和家庭平均三个月的支出,将流动性资产小于平均三个月支出的家庭定义为流动性资产不足家庭,即家庭受到流动性约束²。在分析住房财富信贷效应的实现途径时,本文引入了家庭是否使用信用卡的虚拟变量。将使用信用卡的家庭定义为1,未使用信用卡的家庭定义为0³。

4. 控制变量

参考尹志超和甘犁(2010)结合本文研究问题,剔除不随时间变化的变量,控制变量选取了家庭特征变量、户主特征变量和地区特征变量。家庭消费是重要的家庭决策,以上变量均对家庭消费具有重要影响。全部变量的名称及定义方式如表1所示。

其中,家庭总收入和家庭净金融资产的单位为万元,在回归中取其对数。地区人均GDP在回归中也取其对数值。由于中国农村住房多为集体产权,不属于商品房,无法作为正规抵押品进行抵押,其买卖与净值计算与一般商品房存在较大差异,因此本文剔除了农村样本。由于租户没有房屋所有权,无法变现住房财富用于消费,因此本文剔除了租户和没有住房的家庭。删除存在缺失值的样本,平衡面板的剩余有效样本为13328户。根

1 此处不包括家庭因购买住房而受到的信贷约束。

2 在家庭金融调查问卷中,分别询问了家庭的各项资产和收入。文章将现金和活期存款定义为流动性资产。

3 在家庭金融调查问卷中,对应的问题为:您家是否使用信用卡?未激活的信用卡不包括在内。该问题设置两个选项:①是;②否。文章将选择①选项的家庭定义为使用信用卡,变量赋值为1;选择②选项的家庭定义为未使用信用卡,变量赋值为0。

据描述性统计,家庭消费均值为 6.18 万元,住房财富的均值为 76.24 万元¹。

表 1 变量名称及定义方式

变量名		定义方式
被解释变量	家庭消费(万元)	家庭总消费性年支出 - 水、电、燃料费、物业管理费、暖气费等与住房财富相关的消费
解释变量	住房财富(万元)	住房价值 - 住房负债
工具变量	省级房价	2012 年、2014 年、2016 年和 2018 年的省级房价
机制变量	信贷约束	虚拟变量,“担心申请贷款被拒而未申请”和“申请贷款被拒”为受到信贷约束 赋值为 1
	流动性约束	虚拟变量,流动性资产小于平均三个月支出为受到流动性约束,赋值为 1
	信用卡使用	虚拟变量,家庭使用信用卡赋值为 1
控制变量	家庭总收入(万元)	包括家庭工资薪金类收入、财产性收入、经营性收入、转移性收入和其他收入
	金融资产(万元)	包括家庭活期存款、定期存款、股票、基金、理财产品、债券、衍生品、非人民币资产、黄金、其他金融资产的价值
	家庭规模	家庭人口数量
	是否有未成年子女	虚拟变量,家庭有 18 岁以下子女时 赋值为 1
	户主风险偏好	虚拟变量,当户主有一笔资金 愿意投资“高风险、高回报项目”和“略高风险、略高回报项目”时 定义为户主偏好风险 赋值为 1
	户主风险厌恶	虚拟变量,当户主有一笔资金 愿意投资“低风险、低回报项目”和“略低风险、略低回报项目”时 定义为户主厌恶风险 赋值为 1
	户主婚姻状况	虚拟变量,户主已婚、再婚时,变量赋值为 1; 户主未婚、同居、分居、离婚和丧偶时,变量赋值为 1
	户主是否失业	虚拟变量,户主最近一周未工作,且未工作原因是“未做过任何工作”时,变量赋值为 1
	户主健康情况	虚拟变量,户主认为与同龄人相比,自己的身体状况不好或非常不好时,户主自评不健康,变量赋值为 1
	地区人均 GDP(元)	各省地区人均 GDP

表 2 是分组描述性统计结果,表明住房财富较高的家庭,消费均值显著高于低住房财富的家庭。使用信用卡及未受到信贷约束的家庭消费均值明显较高。住房财富是否缓解了这部分家庭的财务困境,为其消费提供了资金来源值得深入探究。

¹ 限于篇幅,全部变量的描述性统计结果不做报告,如需要,可向作者索取。

表2 分组描述性统计

变量名	家庭消费均值(万元)	均值检验
高住房财富	10.28	-5.51***
低住房财富	4.78	
有信用卡	11.13	6.14***
无信用卡	4.99	
受到信贷约束	5.46	0.77*
未受信贷约束	6.23	

资料来源:作者根据中国家庭金融调查数据计算。

(四) 内生性讨论

本文研究住房财富变动对家庭消费的影响时,可能会因为遗漏变量和逆向因果导致内生性问题。影响家庭消费的因素很多,除本文控制的要素外,家庭成员的性格、习惯、时间偏好等也会影响家庭消费。长期以来,中国人具有浓厚的家庭观念,认为房子是家的缩影,大部分人将房屋作为重要的消费品和投资品,极大影响了家庭购房行为和消费,但这一类变量尚无法观测。这些不随时间变化的不可观测变量在截面数据估计中无法识别,使用工具变量也难以有效解决。因此本文使用2013年、2015年、2017年和2019年的家庭金融调查数据,构建平衡面板数据,使用固定效应模型进行估计。

除此之外,消费是一个地区经济发展水平的重要体现,总消费对一个地区的房价具有一定程度的影响,消费水平较高的地区往往具有较高的房价,而住房财富的衡量与地区房价密切相关,因此可以推断,消费对于住房财富具有一定影响。为解决逆向因果带来的内生性问题,本文使用2012年、2014年、2016年和2018年的省级房价作为工具变量,使用固定效应-工具变量法进行估计。省级房价作为地区和家庭房价的宏观表现,宏观房价的上涨一定程度上意味着家庭住房财富增加,但由于省级房价较为宏观,与微观家庭消费无必然联系,因此对于本文而言,省级房价是合适的工具变量。

四、实证结果

(一) 住房资产的财富效应

1. 住房财富对家庭消费的影响

本文首先估计了住房财富对家庭消费的影响,表3报告了详细的结果。从估计结果可知,在控制家庭特征、户主特征和地区特征等控制变量后,住房财富增加能够显著促进家庭总消费。引入省级房价这一工具变量后,住房财富的正向作用仍显著存在。具体来看,家庭总收入、金融资产对家庭消费的影响均在1%的水平上显著为正,收入水平较高

的家庭,往往拥有更高的住房财富。家庭规模对消费有正向影响,家庭规模更大时,消费增加。户主是家庭收入的主要来源,是家庭决策的主要制定者,其风险态度、身体状况、工作状况会对家庭消费产生重要影响。在第(2)列 FE-IV 估计结果中,一阶段估计的 F 值为 453.30,工具变量的 t 值为 3.15。F 值大于 10% 偏误水平下的临界值为 16.38,拒绝弱工具变量假设。因此,本文选取的工具变量是合适的。

表 3 住房财富与家庭消费

	家庭消费	
	FE (1)	FE-IV (2)
住房财富	0.0154 *** (0.0001)	0.0169 *** (0.0023)
家庭总收入	0.4112 *** (0.0528)	0.4029 *** (0.0549)
金融资产	0.0389 *** (0.0036)	0.0373 *** (0.0043)
家庭规模	0.4153 *** (0.0769)	0.4156 *** (0.0780)
是否有未成年子女	3.9400 (7.1347)	3.8818 (7.2356)
风险偏好	1.2593 *** (0.4750)	1.2492 ** (0.4819)
风险厌恶	-2.1130 *** (0.2829)	-2.1122 *** (0.2869)
户主已婚	0.3713 (0.3262)	0.3651 (0.3309)
户主是否失业	-0.1251 (0.2980)	-0.1289 (0.3022)
户主健康情况	-1.0000 *** (0.2755)	-0.9804 *** (0.2809)
地区人均 GDP	0.7917 *** (0.2932)	0.6266 (0.3820)
个体固定效应 年份固定效应	已控制	
N	13328	13328
一阶段 F 值		453.30
一阶段工具变量 T 值		3.1525

注: *、**、*** 分别表示在 10%、5%、1% 水平上显著,括号内为异方差稳健标准差,下同。

2. 住房财富对家庭消费结构的影响

进一步 ,文章将消费划分为生存型消费¹、发展型消费²和享受型消费³ ,检验了住房财富对家庭消费结构的影响 ,表 4 报告了主要估计结果。第(1) - (3) 列估计结果表明 ,住房财富降低了家庭生存型消费占比和发展型消费占比 ,显著提高了享受型消费比例。住房财富增加后 ,家庭消费水平提高 ,消费结构改善 ,将更多资金投入到娱乐、保健等享受型消费中 ,促进了消费升级。第(4) 列的估计结果也验证了这一结论 ,家庭住房财富显著降低了家庭的恩格尔系数⁴。住房财富改善了家庭生活 ,提高了家庭的生活水平。

表 4 住房财富与家庭消费结构: FE

	生存型消费占比	发展型消费占比	享受型消费占比	恩格尔系数
	(1)	(2)	(3)	(4)
住房财富	- 0. 0122 *** (0. 0020)	- 0. 0033 ** (0. 0016)	0. 0161 *** (0. 0012)	- 0. 0049 *** (0. 0012)
控制变量				
个体固定效应		已控制		
年份固定效应				
N	13328	13328	13328	13328

注: 控制变量与表 3 相同 ,下同。

(二) 住房财富的信贷效应

1. 住房财富的信贷效应检验

住房具有消费属性和投资属性 ,对于广大家庭而言 ,住房不仅是家的象征 ,更是财富的重要组成部分 ,是家庭经济实力的表现。在信贷市场上 ,房屋更是普通家庭重要的抵押品。在此重点检验住房的信贷效应 ,并分析信贷效应实现的机制。

为验证住房的信贷效应 ,本文引入了信贷约束和流动性约束两个变量 ,主要估计结果报告在表 5 中。信贷约束是指家庭在农业工商业经营、购车、教育和医疗等方面曾经向银行申请贷款 ,但申请被拒 ,或者具有信贷需求 ,但认为申请会被拒而未申请贷款的情况。表 5 第(1) 列和第(2) 列交互项系数表明 ,住房财富增加有助于家庭缓解信贷约束和流动性约束 ,促进了家庭消费 ,具有信贷效应。信贷约束对家庭消费有显著负向影响 ,信贷能够提振消费(臧旭恒和李燕桥 2012; 陈东和刘金东 2013) ,当家庭面临信贷约束时 ,消费

1 生存型消费包含家庭年食品支出、日常用品支出和衣物支出。
2 发展型消费包含家庭年本地交通支出、通讯支出、通信支出、有线电视支出、上网支出、教育培训支出、交通工具购置维修支出、医疗支出。
3 享受型消费包含家庭年家政服务支出、文化娱乐支出、耐用品支出、奢侈品支出、旅游支出、其他支出。
4 恩格尔系数指居民家庭中食物支出占消费总支出的比重 ,其计算公式: 恩格尔系数 = 食物支出金额 ÷ 总支出金额。

会相应减少。住房财富增加后,住房作为抵押品的实际价值增加,在信贷市场中释放更有利的信号,明显缓解了信贷约束,进而促进家庭消费。

表 5 住房财富的信贷效应

	家庭消费			
	FE (1)	FE (2)	FE - IV (3)	FE - IV (4)
住房财富	0.0147 *** (0.0009)	0.0101 *** (0.0011)	0.0167 *** (0.0023)	0.0086 *** (0.0028)
住房财富 × 信贷约束	0.0157 *** (0.0039)		0.0031 (0.0071)	
住房财富 × 流动性约束		0.0104 *** (0.0014)		0.0139 *** (0.0025)
信贷约束	-1.3485 *** (0.5014)		-1.1994 * (0.7150)	
流动性约束		0.7598 *** (0.2585)		0.4298 (0.3063)
控制变量				
个体固定效应		已控制		
年份固定效应				
N	13328	13328	13328	13328

2. 住房财富对信贷约束和流动性约束的影响

为进一步验证上文结论,更全面地检验住房财富的信贷效应,本部分探究住房财富对信贷约束和流动性约束的影响。表 6 第(1)列和第(2)列的估计结果表明,家庭住房财富越高,家庭受到信贷约束和流动性约束的可能性越低,住房财富显著缓解了家庭的信贷约束,降低了家庭的流动性约束,发挥了信贷效应。

表 6 住房财富对信贷约束和流动性约束的影响: FE

	信贷约束 (1)	流动性约束 (2)
住房财富	-0.0135 *** (0.0015)	-0.0119 ** (0.0028)
控制变量		
个体固定效应		已控制
年份固定效应		
N	13328	13328

3. 住房财富发挥信贷效应的渠道: 信用卡使用

进一步地,本文考察了信贷效应发挥作用的渠道。表 7 检验了信贷效应发挥作用的渠道之一,使用信用卡。第(1)列估计结果表明,家庭住房财富增加会提高家庭使用信用卡的可能性,从而促进了家庭消费。家庭在住房财富增加后,使用信用卡的可能性增加,更有可能通过信用卡借贷,提取住房财富用于消费。信用卡是中国家庭普遍使用的工具,不仅具有支付功能,更具有透支和预借现金等作用。家庭在消费时可使用信用卡支付,指定日期归还,从而提供了提前消费的可能。信用卡是家庭获取正规消费性信贷的一个重要渠道,在住房财富增加后,心理效应可能会促使家庭更加积极地使用信用卡进行消费。加入工具变量后,这一结论依然成立。

表 7 住房财富的信贷效应: 信用卡使用

	家庭消费	
	FE (1)	FE - IV (2)
住房财富	0.0084 *** (0.0011)	0.0106 *** (0.0024)
住房财富 × 信用卡使用	0.0120 *** (0.0015)	0.0185 *** (0.0028)
信用卡使用	2.1994 *** (0.3279)	2.2007 *** (0.4011)
控制变量		
个体固定效应		已控制
年份固定效应		
N	13328	13328

为深入探究信用卡使用在信贷效应中的作用,本文进一步分析住房财富对信用卡使用深度的影响。表 8 报告了主要回归结果。受数据限制,使用 2019 年 CHFS 截面数据探究住房财富对信用卡使用深度的作用¹。由于家庭是否使用信用卡并非随机,而是会受各种因素影响,如信用卡额度和分期金额等。因此,在 OLS 估计的基础上,进一步构建 Tobit 模型进行估计。表 8 第(1)列表明,住房财富增加,能够显著提高家庭所获得信用卡的额度。第(2)列结果表明,住房财富显著增加了家庭信用卡分期金额。家庭在住房升值后,更多地使用信用卡进行分期,提前消费。对比第(3)列和第(4)列结果,家庭在住房升值后,主要使用消费性信用卡分期,在消费资金上进行刷卡和提前消费,而住房财富不能显著提高生产性信用卡分期的金额。

1 2013 - 2017 年中国家庭金融调查问卷未详细询问消费性信用卡分期和生产性信用卡分期的有关情况。

表 8 住房财富与信用卡使用深度

OLS				
	信用卡额度	信用卡分期金额	消费性信用卡分期	生产性信用卡分期
	(1)	(2)	(3)	(4)
住房财富	0.0052*** (0.0006)	0.0002** (0.0001)	0.0002*** (0.0001)	1.570* e-05 (2.5800* e-05)
控制变量	已控制			
N	19497	19497	19497	19497
Tobit				
住房财富	0.0032*** (0.0001)	0.0003*** (0.0001)	0.0002*** (0.0001)	-0.0001 (0.0003)
控制变量	已控制			
N	19497	19497	19497	19497

五、异质性分析

(一) 日常消费与非日常消费

家庭日常消费主要包括食品、日用品、交通通讯、服装等支出,家庭非日常消费主要包括旅游、教育培训、医疗等支出。表 9 估计结果显示,相较于日常消费,家庭住房财富增加后,对非日常消费的促进作用更大。可能的原因是,家庭日常支出中,多为满足日常生活所需的小额支出,家庭对这类支出的承担能力相对较强,受到流动性约束的可能性较低,提取住房财富用于消费的动机较小。但家庭更有可能因教育、医疗等非日常支出而陷入流动性约束或财务困难,当此种情况发生时,家庭提取住房财富的动机较强。家庭拥有较高住房财富后,家庭更可能提高非日常消费,改善家庭生活水平,提高生活品质。

表 9 消费类型异质性

	日常消费	非日常消费
	FE	
	(1)	(2)
住房财富	0.0038*** (0.0002)	0.0116*** (0.0007)
控制变量	已控制	
个体固定效应		
年份固定效应		
N	13328	13328

(二) 住房数量的影响

住房具有消费和投资两种属性(Sinai and Souleles 2005; 杨赞等 2014) 。家庭的第一套房主要是为了满足居住的刚性需求 ,房屋作为投资品的属性较弱。因此本文按照家庭拥有的住房数量进行划分 ,分别考察了住房财富对家庭消费的影响。表 10 报告的主要估计结果显示 ,拥有两套及多套住房的家庭 ,住房财富对家庭消费的影响更大。这主要因为 ,家庭在满足刚性需求后 ,住房作为投资品的属性增强 ,家庭所拥有的住房资产越高 ,家庭利用这部分资产的动机更强。

表 10 房产数量异质性

	家庭消费 FE	
	一套房家庭 (1)	多套房家庭 (2)
住房财富	0. 0092 *** (0. 0010)	0. 0144 *** (0. 0041)
控制变量	已控制	
个体固定效应		
年份固定效应		
N	9880	2585

(三) 东、中、西部地区

中国幅员辽阔 ,东部、中部和西部地区经济发展差异大 ,表 11 给出了按东、中、西部地区划分的估计结果。可以看出 ,住房财富对于中西部地区家庭消费的促进作用更大。中西部地区经济水平相对较低 ,个人和家庭面临的经济压力较大 ,因而随着家庭财富增加 ,家庭更可能从不同渠道提取住房财富用于消费 ,改善家庭生活水平。东部地区购房压力和生活成本较高 ,住房财富增加后大幅提升消费的可能性较小。

表 11 地区异质性

	家庭消费 FE		
	东部 (1)	中部 (3)	西部 (5)
住房财富	0. 0142 *** (0. 0012)	0. 0483 *** (0. 0071)	0. 0279 *** (0. 0046)
控制变量	已控制		
个体固定效应			
年份固定效应			
N	6952	3299	3077

六、稳健性检验

(一) 考虑产权类型的影响

考虑政策性住房¹、已购公房²、使用权住房³、集体土地上宅基地住房等产权形式的住房与商品住房存在较大差异,家庭对此类住房往往只拥有使用权,不拥有全部产权,无法买卖或买卖条件较为严格,变现性较差。此外,这类住房在购房时往往具有一定的优惠政策,购房款较低,同等条件下住房增值远高于商品房。与普通商品住房相比,这些类型的住房资产对家庭消费的影响往往存在差异。因此,本文剔除住房产权形式特殊的家庭,仅考虑拥有全部产权住房的家庭的样本进行稳健性检验。在剔除较为特殊的住房的影响后,住房财富对家庭消费仍具有显著促进作用,影响系数为 0.0172,在 1% 的水平下显著⁴。

(二) 剔除极端值的影响

根据描述性统计,家庭消费最大值为 506.52 万元,最小值为 0 元,住房财富的最大值是 2662.28 万元,最小值是 -180 万元。极端值的存在可能会使估计结果存在偏误。因此按照家庭总消费和住房财富进行上下缩尾 1%,剔除极端值的影响后,住房财富仍能显著提高家庭消费,FE-IV 的估计结果为 0.0139,在 1% 的水平下显著,本文结论稳健成立⁵。

七、结 论

党的十九大报告指出,要完善促进消费的体制机制,增强消费对经济发展的基础性作用。在全球共同抗击新冠肺炎疫情的重要时刻,立足中国经济社会发展阶段和发展条件,考虑全球经济形势,党的十九届五中全会提出要积极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。近年来,住房在家庭资产中占有越来越大的比重,与家庭消费密切相关(Gan 2010; 尹志超和甘犁 2010; 李江一 2017)。与国外情况不同,我国尚未实施住房净值抵押贷款,家庭和个人无法通过净值抵押将房屋财富变现用于消费。同时,房价上涨可能带来“房奴效应”,抑制家庭消费。在此背景下,紧密结合新发展格局的需要分析住房财富的作用具有现实意义。

本文基于 2013-2019 年中国家庭金融调查面板数据,探究了城镇家庭住房财富对消费的作用。结果表明,在我国,住房资产具有显著的财富效应,能够促进家庭消费增

1 政策性住房主要是指经济适用房、限价房、自住型商品房。

2 已购公房是指军产房、央产房、地方单位出售的公房。

3 使用权住房是指直管公房、自管公房。

4 限于篇幅,实证结果不做报告,如需要,可向作者索取。

5 限于篇幅,实证结果不做报告,如需要,可向作者索取。

长,住房财富对家庭消费的边际影响为0.02。拥有较高住房财富显著提高了家庭享受型消费占比,降低了家庭的恩格尔系数,改善了家庭消费结构。在使用省级房价作为工具变量,剔除产权形式特殊住房和极端值的影响后,结论仍然显著成立。进一步地,本文研究发现,住房财富能有效缓解家庭流动性约束,改善财务状况,降低家庭流动性约束的概率,使家庭投入更多资金用于消费。异质性分析表明,对于不同类型的家庭消费,住房财富的作用存在差异。相比于日常消费,住房财富对非日常消费的促进作用更大。中、西部地区家庭在拥有较高住房财富后,提高家庭消费水平的程度更高。除此之外,对于只拥有一套房的家庭,住房多是为了满足居住刚需,住房财富促进消费的作用较小。总体来看,在合理控制房价和防范风险的前提下,可发挥既有住房财富对平滑家庭消费的积极作用,激发居民消费潜力,改善家庭消费结构,进一步推进家庭消费升级。

参考文献

- [1]陈斌开和杨汝岱 2013,《土地供给、住房价格与中国城镇居民储蓄》,《经济研究》第1期,第110~122页。
- [2]陈健、陈杰和高波 2012,《信贷约束、房价与居民消费率——基于面板门槛模型的研究》,《金融研究》第4期,第45~57页。
- [3]陈东和刘金东 2013,《农村信贷对农村居民消费的影响——基于状态空间模型和中介效应检验的长期动态分析》,《金融研究》第6期,第160~172页。
- [4]邓健和张玉新 2011,《房价波动对居民消费的影响机制》,《管理世界》第4期,第171~172页。
- [5]杜莉、沈建光和潘春阳 2013,《房价上升对城镇居民平均消费倾向的影响——基于上海市入户调查数据的实证研究》,《金融研究》第3期,第44~57页。
- [6]黄静和屠梅曾 2009,《房地产财富与消费:来自于家庭微观调查数据的证据》,《管理世界》第7期,第35~45页。
- [7]况伟大 2011,《房价变动与中国城市居民消费》,《世界经济》第10期,第21~34页。
- [8]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。
- [9]李江一 2017,《“房奴效应”导致居民消费低迷了吗》,《经济学(季刊)》第10期,第405~430页。
- [10]廖理、沈红和波苏治 2013,《如何推动中国居民的信用卡消费信贷——基于住房的研究视角》,《中国工业经济》第12期,第117~129页。
- [11]万晓莉、严予若和方芳 2017,《房价变化、房屋资产与中国居民消费——基于总体和调研数据的证据》,《经济学(季刊)》第2期,第525~544页。
- [12]尹志超和甘犁 2010,《中国住房改革对家庭耐用品消费的影响》,《经济学(季刊)》第1期,第53~72页。
- [13]颜色和朱国钟 2013,《“房奴效应”还是“财富效应”?——房价上涨对国民消费影响的一个理论分析》,《管理世界》第3期,第34~47页。
- [14]杨赞、张欢和赵丽清 2014,《中国住房的双重属性:消费和投资的视角》,《经济研究》增1期,第55~65页。
- [15]臧旭恒和李燕桥 2012,《消费信贷、流动性约束与中国城镇居民消费行为——基于2004-2009年省际面板数据的经验分析》,《经济学动态》第2期,第61~66页。
- [16]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。

- [17] Agarwal, S. and Qian, W. 2017. "Access to Housing Wealth and Consumption: Evidence from a Natural Experiment", *The Review of Economics and Statistics*, 99(1) : 40 ~ 52.
- [18] Aladangady, A. 2017. "Housing Wealth and Consumption: Evidence from Geographically - Linked Microdata", *American Economic Review*, 107(11) : 3415 ~ 3446.
- [19] Anundsen, AK. and Jansen, ES. 2013. "Self - reinforcing Effects between Housing Prices and Credit", *Journal of Housing Economics*, 22(3) : 192 ~ 212.
- [20] Benito, A. and Mumtaz, H. 2009. "Consumption Excess Sensitivity, Liquidity Constraints, and the Collateral Role of Housing", *Macroeconomic Dynamics*, 13(3) : 305 ~ 326.
- [21] DeFusco, A. A. 2017. "Homeowner Borrowing and Housing Collateral: New Evidence from Expiring Price Controls", *Journal of Finance*, 73(2) : 523 ~ 573.
- [22] Engelhardt, G, V. 1995. "House Prices and Home Owner Saving Behavior", *Regional Science and Urban Economics*, 26(3 - 4) : 313 ~ 336.
- [23] Fumio, H. 1985. "The Effect of Liquidity Constraints on Consumption, A Cross - Sectional Analysis", *The Quarterly Journal of Economics*, 100(1) : 183 ~ 206.
- [24] Gan, J. 2010. "Housing Wealth and Consumption Growth: Evidence from a Large Panel of Households", *Review of Financial Studies*, 23(6) : 2229 ~ 2267.
- [25] Guiso, L., Jappelli, T., and Terlizzese, D. 1996. "Income Risk, Borrowing Constraints, and Portfolio Choice", *American Economic Review*, 86(1) : 158 ~ 172.
- [26] Ludwig, A. and Sløk, T. 2002. "The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries", *IMF Working Paper* 02(1) .
- [27] Muellbauer, J. and Murphy, A. 1997. "Booms and Busts in the UK Housing Market", *Economic Journal*, 107(445) : 1701 ~ 1727.
- [28] Muellbauer, J. 2008. "Housing, Credit and Consumer Expenditure", *CEPR Discussion Paper* 6782.
- [29] Skinner, J. 1989. "Housing Wealth and Aggregate Saving", *Regional Science and Urban Economics*, 19: 305 ~ 324.
- [30] Sinai, T. and Souleles, NS. 2005. "Owner - occupied Housing as a Hedge against Rent Risk", *Quarterly Journal of Economics*, 120(2) : 763 ~ 789.

The Impact of Housing Wealth on Urban Household Consumption in China

YIN Zhichao QIU Hua PAN Xuefeng

(School of Finance , Capital University of Economics and Business;
School of Finance , University of International Business and Economics)

Summary: China is embracing opportunities and challenges as it heads toward a new era of economic upgrading and transformation. China has proposed a plan to build a domestic circle in which economic growth relies on domestic markets more than on international markets. A critical aim of the domestic circle is to boost consumption and increase its contribution to the economy. Household income in China has displayed fast and steady growth over the last few decades. This has increased the demand for housing. As a result , housing now represents the biggest share of household worth in China. An increase in house prices can add to a household's net worth and thus household consumption. Fast – growing house prices also increase mortgage burdens and therefore restrain consumption. The effects of housing wealth on consumption are thus theoretically ambiguous. This is confirmed in the literature. It is therefore interesting in policy and academic terms to explore how changes in housing wealth affect consumption in China.

We examine the effect of changes in housing wealth on household consumption and the channels of this effect by utilizing China Household Finance Survey (CHFS) data spanning 2013 – 2019. The CHFS is a biennial national representative survey , launched in 2011 , that records information on household finance positions in 29 of the 34 provinces in China. The survey records details of income , consumption , financial assets , housing wealth , debt , jobs , and demographic characteristics , among many variables. Each round of the survey revisits a set of households that were interviewed in the previous round. We trace a set of households that were surveyed in all the survey rounds from 2013 – 2019 and build a balanced panel of 13 328 households.

When examining the link between housing wealth and consumption in a baseline model , we impose household fixed effects to account for idiosyncratic and time – invariant omitted variables (e. g. , beliefs) . It is furthermore possible that consumption also affects housing wealth , because consumption is driven by income , which also contributes to housing demand and house prices. We use a province's average house price in the year prior to each round of the survey (i. e. , in 2012 , 2014 , 2016 , and 2018) as the instrumental variable (IV) for the housing wealth of the households in that province. This alleviates the two – way causality. We then re – examine the effect of housing wealth on consumption using the two – stage least squares and fixed effects methods.

The results show that an increase in housing wealth raises household consumption , with a marginal propensity to consume out of housing wealth (house – price MPC) averaging at 2% . Increases in housing wealth furthermore reduce the share of life necessities in consumption and raise that of hedonic goods , thus increasing household consumption. Additional investigations show that housing wealth influences household consumption via a collateral channel that relaxes borrowing constraints and finances consumption growth as house prices rise. As home equity loans are not available in China , part of the credit for the consumption growth

is from credit cards. We find evidence that as house prices increase , credit card limits and balances both go up. This implies that credit cards provide funding for the housing wealth effect. Finally , we find that the housing wealth effect on consumption is stronger for households with a second home and for households in central and western China.

We make two main contributions. First , we identify a house – price MPC of 2% and provide evidence of the housing wealth effect on consumption by combining the fixed effects and IV methods to fix endogeneity issues. Second , we find that credit cards fund consumption growth as house prices increase when home equity loans are not available. This proves the universality of a collateral channel regardless of financial institutions.

The implication of our findings is that policy makers should utilize the housing wealth effect to boost and upgrade household consumption when risks and leverage are under control.

Future studies could explore administration data from banks to confirm the link between credit card credits and the housing wealth effect. Other funding sources that are popular in China (e. g. , private lending) and their impacts on the housing wealth effect could also be an interesting topic.

Keywords: Consumption , Housing Wealth , Stimulating Domestic Demand , Wealth Effect , Collateral Channel

JEL Classification: D12 , G12 , G21

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)