

住房价格、房屋购买与 中国家庭杠杆率^{*}

周广肃 王雅琦

近年来,我国实体经济债务水平明显提升,居民部门杠杆率增速尤为迅猛。数据显示,中国居民总体杠杆率从 2007 年的 45% 上升至 2015 年的 90%,明显超过了同期企业部门杠杆率的增速。此外,企业部门杠杆率在 2009—2012 年出现了一些波动,而相比之下,家庭部门杠杆率自 2008 年之后一直保持着快速持续上升的态势。从贷款规模来看,2008—2015 年,中国居民部门贷款总额占可支配收入总额的比例年均增长 23.3 个百分点,远超同期的 GDP 增速,尤其是 2009—2010 年,居民部门贷款总额增速更是高达 40% 左右。快速增长的家庭杠杆率可能蕴含着较高的风险,并导致一系列经济发展问题,由此成为供给侧结构性改革和经济新常态背景下亟待解决的一大难题,并被称为未来中国经济面临的“灰犀牛”问题。

中国家庭杠杆率的快速上涨引起了广泛的关注和讨论,本文尝试探讨资产价格的上涨对于家庭借贷行为的影响,这对理解资产价格波动如何影响经济周期具有重要意义。已有文献表明,过高的家庭杠杆率可能会导致较高的违约率,并引致经济衰退 (Mian and Sufi, 2009, 2011);

^{*} 原文刊载于《金融研究》2019 年第 6 期。

作者简介:周广肃,经济学博士,副教授,中国人民大学劳动人事学院;王雅琦,经济学博士,副教授,中央财经大学金融学院,全球经济与可持续发展研究中心。

通过“抵押效应”影响渠道，房产价值的上升会放松家庭的预算约束，促使家庭进行更多的借贷和消费。然而对于中国家庭杠杆率迅速上升的解释还较缺乏。

本文基于 2014 年和 2016 年中国家庭追踪调查的微观数据以及城市层面的住房价格数据，从住房购买需求的角度，给出了一个对近年家庭杠杆率急剧上升的解释。从数量来看，房价每上涨 1 倍，样本期间的家庭贷款数额将会增长 288.1%，而家庭杠杆率将上升 39.2%。分样本的探讨发现，不同特征家庭的影响效果并不一致，这一效应对于非农户口家庭以及有配偶和子女家庭的影响更为明显。对于机制的分析发现，“抵押效应”无法独立解释文章的结论，因此本文提出了“直接效应”和“投机效应”并进行验证。更进一步，本文发现家庭杠杆率的提升主要来源于银行正规借贷而非民间借贷。

本文主要贡献体现在以下几个方面。首先，从住房需求角度给出了一个中国家庭杠杆率迅速上升以及地区之间分布不均的解释。2000 年以来，国际上绝大部分关于家庭负债的文献都集中于对发达国家住房抵押贷款问题的探讨，并把这种变化归因于美国或欧洲国家住房抵押贷款的可得性以及消费贷款创新工具的发展，鲜有文献对中国的这一问题进行解释。从这个层面上，本文首次尝试探讨了中国大中城市房价与家庭杠杆率之间的关系。

其次，讨论了住房价格对家庭杠杆率影响的渠道。在已有文献“抵押效应”的基础上，进一步提出和区分了“直接效应”和“投机效应”。抵押贷款模型显示，较高的房价会增加抵押品的价值而放松借贷约束，从而提高了消费者的消费水平和杠杆率。然而不同于已有研究，“抵押效应”在本文样本中并不显著，一个可能的解释是 2008 年以后房价的持续显著上涨造成投机效应更强。

本文研究表明，房价的大幅上升是家庭杠杆率提升的主要原因，这

也为近年来银行体系房贷的大幅增加提供了解释。本文政策启示如下：

第一，为防范家庭部门较高的杠杆率所隐藏的金融风险，应该继续调控房价，保持房价在合理范围内波动。“房子是用来住的，不是用来炒的”，这体现了党和国家对于稳定房价、解决居民住房问题的决心。住房市场的规范发展是解决家庭部门杠杆率问题的根本所在。第二，在目前中国以银行为主的金融体系的背景下，监管部门应坚持宏观审慎的监管框架，合理调控家庭部门借贷数量的增长速度与结构分布，严格借贷审批程序，确保家庭部门贷款的发放与家庭收入水平或还款能力挂钩，从而控制家庭部门借贷的隐藏风险，守住不发生系统性金融风险的底线。