

# 越负债,越消费?\*

## ——住房债务与一般债务对家庭消费的影响

张雅淋<sup>1</sup> 孙 聪<sup>2</sup> 姚玲珍<sup>1</sup>

(1. 上海财经大学公共经济与管理学院,上海 200433;

2. 上海财经大学城市与区域科学学院,上海 200433)



**内容提要:**当前,我国呈现出消费贷款增速攀升而居民消费增速下降的背离局面。作为平滑跨期消费的重要手段,家庭债务是促进还是抑制了家庭消费?学术界尚未得出一致结论。本文分析认为,这取决于债务来源及其特点,住房债务与一般债务在借贷规模、还款期限以及消费指向性等方面均存在明显差别,因而会对消费产生差异化的影响。利用多年度中国家庭追踪调查数据(CFPS)对家庭债务与消费的关系进行实证研究,固定效应模型分析结果显示,我国居民家庭存在“负债性消费”现象。对于负债家庭而言,住房债务会通过“房奴效应”对消费产生一定的抑制作用,而一般债务会促进消费。进一步分析表明,负债也会显著影响家庭的消费结构,住房债务会挤出发展与享受型消费,而一般债务则可以起到优化消费结构的作用。此外,上述影响程度与家庭收入、债务压力、城乡地区差异有关。基于实证研究结果,本文从扩大内需、提振消费角度提出可参考的政策优化建议,也为供给侧结构性改革背景下平衡“促消费”与“防风险”提供具有启发性的思路。

**关键词:** 负债 家庭消费 住房债务 一般债务

**中图分类号:**F126.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2019)12—0040—17

### 一、引言

新中国成立70年以来,我国居民家庭的消费水平持续提高,逐渐成为拉动经济增长的关键引擎。与此同时,居民消费潜力仍有进一步提升的空间。《中国统计年鉴》数据显示,居民消费水平与人均GDP之比自1999年的46.29%持续下降至2008年的36.13%,近十年间虽开始呈现波动上升趋势,但至2017年该数值仅为38.74%,明显低于发达国家的平均水平(约为60%)。内需不足、消费疲软成为制约我国经济高速增长的重要难题(陈斌开等,2014)<sup>[1]</sup>。当前,中国经济已进入后工业化时期(张康之,2018)<sup>[2]</sup>,消费却并未呈现显著上升趋势,这说明中国的发展模式明显有偏于“钱纳里”标准结构(汪伟,2017)<sup>[3]</sup>,不利于新时代中国经济由高速增长向高质量发展的转型(尹志

收稿日期:2019-06-12

\* **基金项目:**国家社会科学基金专项项目“新时代中国特色住房制度研究”(18VJ096);国家自然科学基金青年项目“城市空间视角下交通对区位价值与环境质量的影响机制研究”(71603158);上海财经大学研究生创新基金资助项目“新时代住房市场长效机制构建研究”(CXJJ-2018-374)。

**作者简介:**张雅淋,女,博士研究生,研究领域是房地产经济、房地产金融,电子邮箱:yalin619@163.com;孙聪,男,副研究员,管理科学与工程博士,研究领域是住房经济与城市经济,电子邮箱:sun.cong@mail.shufe.edu.cn;姚玲珍,女,教授,经济学博士,研究领域是房地产经济理论与政策、房地产金融,电子邮箱:lzyao@mail.shufe.edu.cn。通讯作者:姚玲珍。

超和张诚,2019)<sup>[4]</sup>。如何促进居民消费实现转型升级,进一步提升消费对经济高质量发展的促进作用成为社会各界普遍关注的问题。对此,党的十九大报告中明确提出要“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”,而后中央历次会议均明确提出要“充分发挥消费的基础作用”“推动消费稳定增长”,提振消费被提上日程。

近年来我国政府也一直致力于以市场为主体,通过完善社会信用体系、保障体系、税收体系等方式,寻求建立扩大消费需求的长效机制。信贷消费(或“负债性消费”)规模逐渐扩大,并成为较为普遍的现象。根据中国人民银行2019年3月发布的《2018年支付体系运行总体情况》,2018年,全国信用卡和借贷合一卡在用发卡数量共计6.86亿张,较2017年同比增长16.73%;银行卡授信总额15.40万亿元,同比增长23.40%。信贷消费增速攀升的背后存在着两种助推的机制:一是对金融机构而言,政府鼓励其“创新消费信贷产品和服务”的政策、当前宽松的货币政策,再叠加上宏观经济的影响,使其存在提供消费贷的动力。二是对居民家庭而言,由于其当期可支配收入有限,消费水平容易受到现有可支配收入的流动性限制,而消费信贷能够在很大程度上缓解这种限制,将其潜在的消费需求变为现实的购买力,这就激发了居民家庭的“负债性消费”的需求。此外,“超前消费”理念的不断深入也进一步助推了其消费贷需求。

从理论上来看,家庭会将所有资产平滑到生命周期的不同阶段,进行消费或储蓄的跨期决策,以实现效用的最优化(Ando和Modigliani,1963)<sup>[5]</sup>。也就是说,家庭负债最初是源自于平滑跨期消费的需要(Guerrieri和Lorenzoni,2017<sup>[6]</sup>;祝伟和夏瑜擎,2018<sup>[7]</sup>)。针对债务与消费两者之间的互动关系,学者们也做了一些研究和探讨,虽然普遍认同债务会影响家庭消费的动态决策(Yao等,2015)<sup>[8]</sup>,但研究结论却不尽相同。部分学者认为,可预期的消费贷款增长会对消费支出产生积极作用,即存在“负债性消费”现象。对于居民家庭而言,当期可支配收入是决定其当期消费水平的关键因素。然而,当期收入的流动性约束可能会对其消费水平产生消极影响。为了缓解这种消极影响,居民家庭会通过借贷方式来扩展其当期可支配收入。如此一来,借贷便会对消费具有促进作用,而且这一现象在耐用品和服务的消费方面表现得更为明显(Bacchetta和Gerlach,1997)<sup>[9]</sup>。与此同时,也有学者指出,以住房贷款为代表的抵押型贷款的产生及累积可能会通过强化流动性约束和信贷约束,进而挤出消费(Dynan和Edelberg,2013<sup>[10]</sup>;Bunn和Rostom,2014<sup>[11]</sup>;田新民和夏诗园,2016<sup>[12]</sup>;潘敏和刘知琪,2018<sup>[13]</sup>)。更进一步地来看,高水平的家庭债务会通过总消费的抑制作用,从而引发经济危机(Cecchetti和Kharroubi,2012)<sup>[14]</sup>,而家庭部门的抵押债务也可能加剧资产泡沫风险,破坏金融稳定(魏玮和陈杰,2017)<sup>[15]</sup>。此外,负债对消费的影响还可能与居民的其他社会经济特征有关。以Mccarthy(1997)<sup>[16]</sup>为代表的学者认为,当家庭未来收入水平处于乐观状态时,负债会对消费产生促进作用,但过重的债务负担也将会抑制消费。

基于债务总量视角的实证研究已有较多成果,但没有得出一致结论。可能的原因在于:一是无论是宏观数据或是微观数据,数据本身的统计口径、统计范围等的差异都有可能使得研究结论有所不同;二是住房债务与一般债务在借贷规模、还款期限以及消费指向性等方面的不同特征,决定了其对于消费的影响也会有所差异,而债务总量并无法对这种差异进行有效剥离。在消费贷款增速攀升以及居民消费增速下降的中国情景下,本文尝试利用中国家庭追踪调查(简称CFPS)的微观数据,探讨家庭债务对于消费的影响。并重点关注于住房债务与一般债务两种类型,分析其对于消费影响的差异。与此同时,由于在经济由高速增长向高质量发展转变的过程中,侧重点也由总量偏向结构性问题,本文也将进一步探讨家庭负债对消费结构的影响。与既有研究相比,本文重点关注住房债务与一般债务对消费影响的差异,在为相关研究补充经验证据的同时,也有助于为扩大内需、提振消费,以及寻求供给侧结构性改革背景下“促消费”与“防风险”间的平衡提供政策思路。

## 二、理论分析和研究假设

### 1. 负债家庭与无负债家庭平均消费水平

家庭的当期可支配收入是支撑其当期消费支出行为的决定性因素(余永定和李军,2000)<sup>[17]</sup>。收入越高,其消费性支出也必然会高。而在预期收入份额减少时,理性消费者会选择抑制消费(汪伟等,2013)<sup>[18]</sup>。但从整个生命周期来看,储蓄和借贷会成为理性经济个体平滑跨期消费路径的重要手段(Modigliani,1966)<sup>[19]</sup>。与此同时,在我国集体主义的文化背景之下,参与位置竞争、彰显社会地位的动机驱使消费者进行更多的以房屋和汽车为代表的耐用品消费(Hastings,2019)<sup>[20]</sup>。此时,面对预期收入的稳定状态,家庭也更有可能是为消费而进行借贷决策,尽管借贷会以牺牲未来收入为代价。尤其在住房价格快速上涨的背景下,家庭必需型住房需求和投资型住房需求同时被激发,在良好的政策环境下,也提高了家庭的借贷意愿和风险偏好(周广肃和王雅琦,2019)<sup>[21]</sup>。此外,因其他各类消费产生的信用卡负债、民间渠道借贷以及“京东白条”等微观市场手段的出现,使得越来越多的群体信贷获得渠道更为畅通,其借贷意愿也同时被进一步激发。按照这一思路,消费者的负债决策应是基于某种消费需求,而其在当期所获得的债务也将作为一种可支配收入包含在当期期末的净收入中,共同作为消费的资金来源,形成“负债性消费”行为。因此,本文提出如下假设:

$H_1$ :在其他因素相同的情况下,负债家庭的平均消费水平高于无负债家庭。

### 2. 债务类型与家庭消费

无论对于负债家庭,还是对于无负债家庭,其资产配置结构会对消费行为产生影响(臧旭恒和张欣,2018<sup>[22]</sup>)。持有较高比例低流动性资产的家庭,因资产变现难度较大,不得不进行预防性储蓄,因而他们在面对暂时性收入的冲击时,会有更高的敏感性(Jappelli和Pistaferri,2014<sup>[23]</sup>;宋明月和臧旭恒,2016<sup>[24]</sup>)。作为典型的具低流动性特征的住房资产,其兼有消费品与投资品的双重属性。一方面,当居民把住房作为消费品进行购买时,因购买资金过高,多数家庭不得不以借贷方式进行。由于住房债务具有规模大、还款期限长、消费指向性明显等特征,在一定程度上会通过缓解流动性约束而增加当前住房资产的消费,但一旦住房债务形成,便会对消费者的“心理账户”产生影响,使其必须要为未来长期的住房按揭贷款的还款预留储蓄,而“心理账户”的客观存在也会对个体的消费决策产生影响(王细芳,2019)<sup>[25]</sup>。另一方面,当住房作为投资品时,尽管可能会通过资产升值产生“财富效应”或“资产效应”从而促进消费(李涛和陈斌开,2014)<sup>[26]</sup>。但无论是负债还是无负债投资住房,鉴于其变现能力较差,流动性不足等原因,都有可能对当前消费产生挤出效应。

除住房债务以外的一般债务,其获得渠道除来自于银行等金融机构外,更有可能来自于民间或私人借贷渠道,这些债务多以个人信用或未来收入作为抵押,与住房债务相比,其借贷规模相对较小,还款期限较为灵活,且家庭受到的流动性约束的限制也相对较小(Aron等,2012<sup>[27]</sup>;Brady,2011<sup>[28]</sup>)。从这一角度来看,即便一般债务也会对消费者的“心理账户”产生影响,这种影响的程度也并不会对最终的消费决策产生很大作用,消费者也无需为偿还这类债务而预留大额储蓄。与此同时,一般债务并不具备明确的消费指向性特征,因而其更有可能成为平滑跨期消费的重要手段。在多重特征综合作用下,可以推断出一般债务可能会对当前消费产生促进作用。因此,本文提出如下假设:

$H_2$ :对于负债家庭而言,住房债务会对其消费产生抑制作用,一般债务可作为平滑跨期消费的重要手段而对消费产生积极作用。

### 3. 债务与家庭消费结构

事实上,在同等条件下,家庭的消费决策应是最先满足其迫切需求。如若将消费结构区分为生

存型消费、发展与享受型消费,那么,前者应是最基本和最迫切的消费需求。根据马斯洛需求层次理论,当某一层次的需求获得满足后,更高层次的需求才出现。如此一来,当居民生存型消费需求未得到满足时,很难进行发展与享受型消费决策。由于收入是进行消费决策的关键决定因素(王芳和黄莉芳,2019)<sup>[29]</sup>,所以,在未来收入预期稳定的前提下,收入水平较低的群体更容易得不到生存型消费的满足,他们也难以追求消费结构的优化。同时,鉴于流动性约束主要影响的是收入和财富水平较低的群体(Pardo和Santos,2014)<sup>[30]</sup>,对这类群体而言,无论是以资产还是以信用作为抵押,都难以获得借贷。从这一角度来看,负债家庭的消费结构可能会优于无负债家庭。而对于已获取债务的家庭,必然会对其“心理账户”产生影响。但住房债务的消费指向性特征,又决定了其无论是对于生存型消费、还是对于发展与享受型消费都不会有积极作用。并且,由于发展与享受型消费体量多高于生存型消费,所以住房债务可能会对其产生挤出效应。一般债务并无消费指向性特征,因而可用于任一消费品的消费,无论是对于生存型消费,亦或是对发展与享受型消费,都可能产生积极影响。因此,本文提出如下假设:

H<sub>3</sub>: 负债家庭的发展与享受型消费水平高于无负债家庭。但对于负债家庭而言,住房债务会挤出发展与享受型消费,而一般债务既会刺激生存型消费,又会刺激发展与享受型消费。

### 三、研究设计

#### 1. 实证策略及变量定义

本文拟通过实证分析回答如下问题:(1) 负债家庭与无负债家庭相比消费更高吗?(2) 对于负债家庭而言,是否债务规模越大,消费越多? 住房债务与一般债务,哪一类的债务更容易刺激消费?(3) 对于不同群体而言,住房与非住房债务规模对于消费的影响又有着怎样的差异?(4) 债务对于消费结构的影响又是如何? 是否会刺激生存型消费? 亦或是刺激发展与享受型消费?

首先,基于全样本来考察负债家庭与无负债家庭消费的区别。本文构建如下回归模型:

$$\ln(\text{consumption}_{ijt}) = \alpha_0 + \alpha_1 \text{debt\_if}_{ijt} + \alpha_2 I_{ijt} + \alpha_3 F_{ijt} + \alpha_4 R_{ijt} + \delta_t + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad (1)$$

其中,下标  $i$ 、 $j$  和  $t$  分别代表家庭个体、家庭所在地区和所处的调查年份。被解释变量  $\ln(\text{consumption}_{ijt})$  为家庭消费性支出的对数。解释变量  $\text{debt\_if}$  为家庭是否负债的虚拟变量,是本文所关注的重点。值得注意的是,由于每个地区的情况不同,所以可能存在不随时间而变的遗漏变量,故本文在实证分析中考虑使用固定效应模型。此外,本文进一步将债务区分为住房债务与一般债务,以便更好地区分其对于消费影响的差异。借鉴已有研究(贺洋和臧旭恒,2016<sup>[33]</sup>;李晓嘉和蒋承,2014<sup>[34]</sup>;赵达等,2019<sup>[35]</sup>),本文也控制了影响家庭消费的其他因素,依次包含个体、家庭和地区三个层面。以户主作为家庭决策代理人,个体层面特征向量组  $I$  包括性别、年龄、年龄的平方项<sup>①</sup>、受教育年限、婚姻状态、工作状态以及健康状况;家庭层面特征向量组  $F$  包含家庭规模、老年人口抚养比、少儿人口抚养比、家庭收入、家庭资产、是否创业以及家庭所拥有的房产数量;地区层面特征向量组  $R$  包含家庭所在省份的居民消费水平指数、居民消费价格指数<sup>②</sup>以及人均生产总值。其中,为减弱模型中数据的异方差性,在后面的回归分析中,本文将对家庭收入、家庭资产以及地区人均生产总值这三个连续变量进行取对数处理。此外,考虑到时间和地区差异对家庭消费的影响,本文分别引入时间和地区固定效应  $\delta_t$ 、 $\theta_j$ ,并在区县层面进行聚类标准误。

为确保本文研究结论的可靠性,本文采用如下几种策略来进行稳健性检验:一是采用个体固定效应模型。考虑到个体层面消费决策的差异,本文首先将地区固定效应缩小至个体固定效应进行

① 考虑到户主年龄对消费支出可能存在的非线性影响。

② 反映居民家庭一般所购买的消费品和服务项目价格水平变动情况。

回归。二是利用工具变量进行内生性检验。家庭消费可能会影响借贷决策,而由此反向因果关系所产生的内生性问题也可能使本文研究结论产生偏误。基于群体效应(group effect)理论,群体特征会对个体的心理和行为产生约束或指导(Eriksson等,2014)<sup>[36]</sup>,因此,为处理内生性问题,可以将内生变量在区域内的均值作为工具变量。本文将参考黄宇虹和樊纲治(2017)<sup>[37]</sup>的做法,以社区层面资产负债率均值作为工具变量进行两阶段最小二乘(2SLS)估计用以检验内生性问题。其内在机理是,一方面,社区层面资产负债率水平可以间接反映出该地的信贷环境,为个体借贷提供必要条件,符合工具变量的相关性假设;另一方面,社区层面的资产负债率并不会对个体是否借贷产生直接影响,符合工具变量外生性的假设。三是改变回归样本以缓解样本选择偏误可能带来的影响。一方面,本文先对所有追踪过的样本进行回归分析;另一方面,使用倾向得分匹配(PSM)一对一近邻匹配方法选取倾向得分重叠部分的个体,再次对模型进行检验。此外,本文还将采用变量间的相关系数(绝对值)和方差膨胀因子(VIF)判别法两种方法进行多重共线性检验。

其次,基于负债家庭样本考察债务规模对于消费的影响。本文设定如下回归模型:

$$\ln(\text{consumption}_{ijt}) = \beta_0 + \beta_1 \text{debt\_ratio}_{ijt} + \beta_2 I_{ijt} + \beta_3 F_{ijt} + \beta_4 R_{ijt} + \delta_t + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \ln(\text{consumption}_{ijt}) = & \gamma_0 + \gamma_1 \text{hdebt\_ratio}_{ijt} + \gamma_2 \text{nhdebt\_ratio}_{ijt} + \gamma_3 I_{ijt} \\ & + \gamma_4 F_{ijt} + \gamma_5 R_{ijt} + \delta_t + \theta_j + \varepsilon_{ijt} \end{aligned} \quad (3)$$

其中,debt\_ratio、hdebt\_ratio和nhdebt\_ratio分别表示家庭总的债务规模、住房债务规模与一般债务规模与家庭资产asset的比值,是本部分回归分析的核心解释变量。

在此选用相对量指标而非绝对量指标主要是因为,在我国,正规金融机构发放信贷均需以家庭资产或个人信用作为抵押或担保,即使是民间借贷,也多会综合考虑贷款人的信用资质等,因而采用相对量更易反映出家庭部门债务水平的高低状况。由于本部分重点所考察的是住房债务规模与一般债务规模对消费影响的差异,因此本文在后面实证分析中将以公式(3)为重点,而仅将公式(2)的结果作为参照。

再次,基于负债家庭样本,进一步考察住房债务与一般债务对于不同群体的消费影响差异。对于群体分组,本文考虑如下三种:一是按照家庭收入进行分组。鉴于家庭收入是影响消费的关键决定因素,负债可能会通过收入作用于收入与消费的关系(Johnson和Li,2007)<sup>[38]</sup>,使得不同家庭对消费具有不同的敏感程度,因而本文按照家庭收入这一变量的1/3和2/3分位点,将负债家庭样本分为高、中、低三组,以便考察不同收入组别下两种债务对于消费的影响差异。二是按照家庭债务压力进行分组。如前所述,适度债务与过度债务对于家庭消费影响可能会存在差异,有鉴于此,本文将按照债务资产比这一变量的1/3和2/3分位点,将负债家庭样本分为高、中、低三组进行考察。三是按照城乡地区差异分组。在此考虑到我国城乡二元结构下家庭在消费行为等方面可能存在的差异,因而按照所调查地区,将负债家庭样本区分为城镇和乡村两个子样本,再分别进行回归以考察其地区差异。对于各分组子样本中所得核心解释变量的系数是否具有可比性这一问题,本文将采用似不相关回归(seemingly unrelated regressions,SUR)模型进行检验。

最后,分别基于全样本和负债家庭样本,考察负债与否及债务规模对消费结构的影响。伴随着居民收入水平的提高,居民消费也逐渐开始由对物质的硬需求转向对服务、文化和环境等的软需求,家庭消费结构出现极大转变。因此,在分析负债对消费的影响时,有必要进一步考察其对于消费结构的影响。在此,本文参考李晓楠和李锐(2013)<sup>[39]</sup>的做法,将食品、衣着和居住三类定义为生存型消费,将生活用品、医疗保健、交通通信、文化娱乐和其他消费定义为发展与享受型消费,分别探讨债务对于消费结构的影响差异。具体而言,一是探讨全样本下负债家庭与无负债家庭对于两类消费的差异;二是探讨负债家庭样本下,总体债务规模对于两类消费的影响差异;三是探讨负债

家庭样本下,住房债务与一般债务规模对于两类消费的影响差异。计量模型所选用主要变量的定义如表1所示。

表1 主要变量的定义

维度	变量	定义
被解释变量	消费性支出	包含食品、衣着、居住、生活用品、医疗保健、交通通讯、文化娱乐和其他消费八大类(单位:元)
	生存型消费支出	食品、衣着和居住消费(单位:元)
	发展与享受型消费支出	生活用品、医疗保健、交通通信、文化娱乐和其他消费(单位:元)
解释变量	负债	虚拟变量,家庭负有住房债务或一般债务为1,否则为0
	负有住房债务	虚拟变量,家庭负有住房债务为1,否则为0
	负有一般债务	虚拟变量,家庭负有一般债务为1,否则为0
	债务资产比	债务规模/家庭资产(单位:%)
	住房债务资产比	住房债务规模/家庭资产(单位:%)
	一般债务资产比	一般债务规模/家庭资产(单位:%)
控制变量	性别	虚拟变量,男性为1,女性为0
	年龄	在调查年度的年龄
	年龄的平方项	在调查年度年龄的平方项
	受教育年限	小学以下为0年,小学为6年,初中为9年,高中、职业高中、中专、技校为12年,大专、高职为15年,大学本科为16年,硕士研究生为19年,博士研究生为22年
	婚姻状态	虚拟变量,已婚或同居为1,否则为0
	工作状态	虚拟变量,当前有工作为1,否则为0
	自评健康状态	虚拟变量,非常健康或很健康为1,否则为0
	家庭规模	家庭人口数量(单位:人)
	老年人口抚养比	6岁及以上人口/16~64岁人口(单位:%)
	少儿人口抚养比	15岁及以下人口/16~64岁人口(单位:%)
	家庭收入	含工资性、经营性、财产性、转移性和其他收入(单位:元)
	家庭资产	住房资产与金融资产总和(单位:元)
	是否创业	虚拟变量,家中有人从事自主经营为1,否则为0
	拥有房产数量	家庭所拥有房产数量(单位:套)
	消费水平指数	(基期消费水平指数*当期消费水平)/基期居民消费水平(单位:%)
消费价格指数	所在省份居民消费价格指数(单位:%)	
人均生产总值	所在省份的人均生产总值(单位:元)	

资料来源:本文整理

## 2. 数据来源及筛选说明

本文所选用的数据来自于2010年、2012年和2014年中国家庭追踪调查数据(china family panel studies,CFPS)。该项调查由北京大学“985”项目资助,北京大学中国社会科学调查中心执行。所调查数据的总体样本中涉及到了中国25个省份,目标样本规模16000户,调查对象包含样本家庭中全部家庭成员,具有充分的样本代表性,能有效反映中国现实状况。其所调查的内容也涉及到社会、经济、

人口、文化、教育等诸多方面,近年来被广泛应用(马光荣和周广肃,2014<sup>[31]</sup>; Yang 和 Mukhopadhyaya, 2016<sup>[32]</sup>)。本文研究中所使用的微观层面数据主要来自于家庭问卷和成人问卷,地区层面的消费水平指数、消费价格指数以及人均生产总值变量则主要来自于相应年份的《中国统计年鉴》。

为确保实证研究结果的可信度,本文对样本进行了以下预处理:第一,由于本文将在后续分析中将债务进一步细分为住房债务与一般债务两种类型,同时考虑到我国居民家庭来源于金融机构的借债多以住房资产作为抵押,因而首先将样本限定在自有住房产权的家庭;第二,为减少户主年龄所带来的偏误,本文将户主年龄限定在 25~60 岁;第三,考虑到数据样本的完整性以及连续性,继而依次剔除存在缺失或无效值的样本;第四,鉴于受访者容易受到价值的主观认知偏差影响而对于诸如住房资产等相关经济变量做出误判,同时,也考虑到因异常值而对实证研究结果可能产生的偏误,本文相继剔除了消费、家庭收入、家庭资产以及有债家庭债务总量、债务资产比各项指标上下各 2% 的样本。最终得到三年共计 18812 个样本观测值<sup>①</sup>。其中,负债家庭样本共 6267 个,占全样本的 33.31%。

### 3. 变量的描述性统计

主要变量的描述性统计如表 2 所示。为了更好地呈现出负债家庭与无负债家庭消费及各类特征的不同,本文也将其相关变量进行一并展示。从变量的描述性统计结果来看,调查样本中负债家庭的平均消费水平高于无负债家庭,从消费性支出的标准差来看,前者消费状况的差异也明显大于后者。这两类家庭在消费结构方面也呈现出相似现象。从个体特征来看,负债家庭的平均年龄、受教育年限以及自评健康状态均低于无负债家庭,表明年轻群体、低学历群体以及健康水平较差的群体更有借债意愿;从家庭特征来看,负债家庭的平均人口规模、少儿人口抚养比以及所拥有的住房数量均高于无负债家庭,且从相应变量的标准差来看,前者差异更为明显,但负债家庭的平均收入与资产总值却低于无负债家庭,从该两个变量的标准差来看,前者收入差异略大于后者,而资产总值差异却是后者更大;从地区特征来看,无负债家庭所在地区的人均生产总值更高。

对于负债,无论是从全样本的三个虚拟变量,还是从负债家庭样本的债务资产比这一连续变量指标来看,对比其均值和标准差,均表明我国家庭负债状况差异较大。负债家庭样本的债务资产比这一指标标准差约为 49.5%,高出均值约 12.5%,表明收入阶层和区域间异质性可能会使不同家庭的债务规模产生重大差异(田国强等,2018)<sup>[40]</sup>,同时也表明,本文选用相对指标来衡量家庭债务规模更具说服力和合理性。

表 2 主要变量的描述性统计

维度	变量	全样本	负债样本	无负债样本
被解释变量	消费性支出	31787.56(24365.58)	34940.77(27031.56)	30212.35(22755.95)
	生存型消费支出	16815.73(14532.76)	17164.37(15958.58)	16641.57(13762.64)
	发展与享受型消费支出	14971.83(16122.53)	17776.4(18606.77)	13570.78(14524.71)
解释变量	负债	0.333(0.471)	—	—
	负有住房债务	0.125(0.331)	—	—
	负有一般债务	0.236(0.424)	—	—
	债务资产比	—	0.370(0.495)	—
	住房债务资产比	—	0.121(0.286)	—
	一般债务资产比	—	0.249(0.456)	—

① 在此需要说明的是,问卷中将家庭债务(借款或贷款)用途明确区分为购房(建房)及除此之外的其他方面,并未设置关于两类债务之间是否转化及转化多少的问题,因而本文在进行数据处理时无法剔除两类债务之间的转化可能。事实上,基于住房债务与一般债务的消费指向性差异,如若存在债务转化,则更多地是将一般债务转化为住房债务,但即便存在这种情况,其转化规模也并不大,亦不会对本文研究结论产生很大影响,且即便有影响,也可能是一般债务对消费的影响被低估。

续表 2

维度	变量	全样本	负债样本	无负债样本
控制变量	性别	0.599(0.490)	0.615(0.487)	0.591(0.492)
	年龄	45.678(8.741)	44.605(8.586)	46.215(8.768)
	年龄的平方项	2162.911(781.998)	2063.311(755.428)	2212.668(790.28)
	受教育年限	7.089(4.589)	6.628(4.646)	7.32(4.542)
	婚姻状态	0.933(0.251)	0.941(0.236)	0.929(0.258)
	工作状态	0.778(0.416)	0.796(0.403)	0.769(0.422)
	自评健康状态	0.725(0.447)	0.691(0.462)	0.742(0.438)
	家庭规模	4.077(1.611)	4.327(1.626)	3.952(1.589)
	老年人口抚养比	0.018(0.117)	0.017(0.112)	0.019(0.12)
	少儿人口抚养比	0.251(0.338)	0.273(0.350)	0.239(0.331)
	家庭收入	36955.6(28573.11)	35773.68(28799.86)	37546.04(28441.92)
	家庭资产	233225.7(291834.5)	206135.2(258198.3)	246759(306375.5)
	是否创业	0.108(0.311)	0.126(0.332)	0.099(0.299)
	拥有房产数量	1.141(0.401)	1.175(0.446)	1.124(0.375)
	消费水平指数	110.254(2.342)	110.369(2.290)	110.196(2.365)
	消费价格指数	102.714(0.655)	102.716(0.684)	102.714(0.64)
人均生产总值	38394.02(17337.45)	35571.9(15889)	39803.84(17851.75)	
观测值 N	—	18812	6267	12545

注：表中汇报了变量均值，括号内为标准差；消费性支出等连续性变量报告的均是取对前的数值特征

资料来源：本文整理

为了更为直观地展示不同样本下的消费特征，本文绘制了如图 1 和图 2 所示的两个直方图。其中，图 1 将全样本划分为负债样本与无负债样本两个子样本，展示了全样本及两个子样本下家庭平均消费水平，图 2 将负债家庭划分为负有住房债务和负有一般债务两个子样本（其中含两者兼有的情形），展示了该两个子样本下的家庭平均消费水平。从图中可以看出，负债家庭的平均消费水平明显高于无负债家庭，且负债家庭样本中负有住房债务的平均消费水平为最高。

为了更好地展示负债家庭中的住房债务和一般债务规模与消费的关系，本文绘制了如图 3 和图 4 所示的两个散点图。其中，图 3 为住房债务资产比与消费关系的散点图，图 4 为一般债务资产比与消费关系的散点图。从图中可以直观地看出住房债务资产比与消费之间存在负向相关关系，而一般债务资产比对消费具有促进作用，但这种促进作用相对较小。

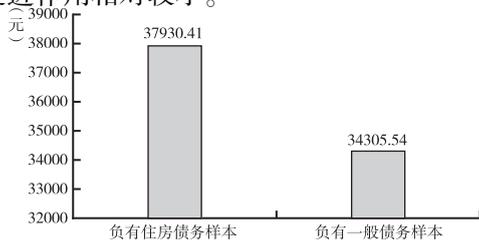
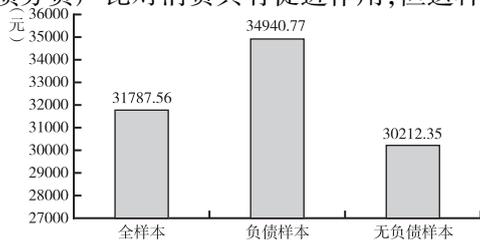


图 1 全样本下分样本平均消费水平对比图

图 2 负债样本下分样本平均消费水平对比图

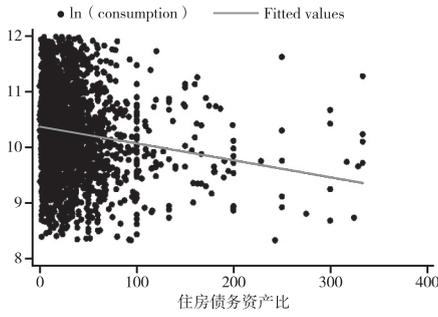


图3 住房债务资产比与消费散点图

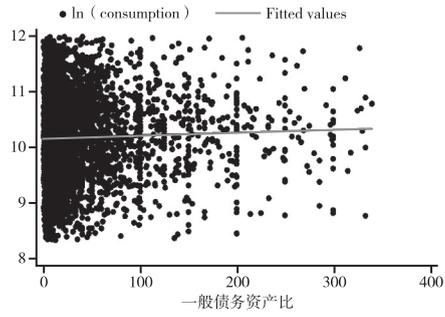


图4 一般债务资产比与消费散点图

资料来源:本文绘制

## 四、实证结果及分析

### 1. 家庭负债对消费的影响

表3列示了家庭负债对消费影响的回归结果。第(1)列仅引入家庭负债这一虚拟变量,从第(2)列开始依次引入个体特征、家庭特征以及地区特征以便进一步考察回归结果的稳健性。第(4)列的回归结果显示,在其他条件不变的前提下,负债家庭的平均消费水平比无负债家庭高14.1%,表明目前我国居民确实存在负债消费倾向。第(5)列将负债区分为负有住房债务与负有一般债务,将两个虚拟变量共同引入回归模型,结果表明,相对于无住房债务的家庭,有住房债务家庭的平均消费水平高3.2%。这是由于我国家庭的购房行为通常是借助消费信贷来完成,在首付款支付过后,未来较长一个时期内,其为特定大额消费支出而进行预防性储蓄的压力会随之缩小,与此同时,按揭还款的压力也会相应地平滑到后面较长时期内,因而提高了其消费倾向。从负有一般债务这一虚拟变量的系数来看,负有一般债务的家庭,其平均消费水平约高于无一般债务家庭18.1%。正如前文所述,该结果表明家庭债务可能更多地源于平滑跨期消费的需要。从两者系数大小来看,后者约为前者的5.66倍,这也说明面对住房债务消费意图指向性、偿还期限长久性等特点,理性消费者通常会因此预留一部分储蓄以便按期偿还,所以其对消费性支出的直接影响较小。第(6)列中,本文在回归模型中同时引入仅负有住房债务、仅负有一般债务以及兼负两种债务这三个虚拟变量,将样本进行进一步剥离,同样发现负债家庭的平均消费水平高于无负债家庭,且从核心解释变量的系数大小来看,兼负两种债务这一虚拟变量的系数最大,这可能是由于该变量整合了两类债务对消费的影响效应。

表3 家庭负债对消费影响的回归结果

变量	被解释变量:家庭消费性支出					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
负债	0.156*** (0.013)	0.159*** (0.012)	0.141*** (0.011)	0.141*** (0.011)		
负有住房债务					0.032** (0.016)	
负有一般债务					0.181*** (0.013)	
仅负有住房债务						0.036** (0.018)

续表 3

变量	被解释变量:家庭消费性支出					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
仅负有一般债务						0.183 *** (0.013)
兼负两种债务						0.203 *** (0.025)
性别		-0.041 *** (0.013)	-0.012 (0.012)	-0.013 (0.012)	-0.013 (0.012)	-0.013 (0.012)
年龄		0.022 *** (0.006)	0.021 *** (0.005)	0.021 *** (0.005)	0.020 *** (0.005)	0.020 *** (0.005)
年龄的平方项		-0.0003 *** (0.0001)				
受教育年限		0.037 *** (0.002)	0.021 *** (0.001)	0.021 *** (0.001)	0.021 *** (0.001)	0.021 *** (0.001)
婚姻状态		0.294 *** (0.023)	0.143 *** (0.021)	0.143 *** (0.021)	0.144 *** (0.021)	0.144 *** (0.021)
工作状态		-0.010 (0.015)	-0.015 (0.013)	-0.016 (0.013)	-0.016 (0.013)	-0.016 (0.013)
健康状态		0.018 (0.013)	-0.029 ** (0.012)	-0.029 ** (0.012)	-0.024 ** (0.012)	-0.024 ** (0.012)
家庭规模			0.059 *** (0.004)	0.059 *** (0.004)	0.058 *** (0.004)	0.058 *** (0.004)
老年人口抚养比			0.036 (0.050)	0.034 (0.050)	0.034 (0.050)	0.034 (0.050)
少儿人口抚养比			-0.065 *** (0.022)	-0.066 *** (0.022)	-0.063 *** (0.022)	-0.063 *** (0.022)
家庭收入			0.157 *** (0.007)	0.157 *** (0.007)	0.158 *** (0.007)	0.158 *** (0.007)
家庭资产			0.146 *** (0.006)	0.146 *** (0.006)	0.150 *** (0.006)	0.150 *** (0.006)
是否创业			0.208 *** (0.016)	0.207 *** (0.016)	0.201 *** (0.016)	0.201 *** (0.016)
拥有住房数量			-0.021 (0.013)	-0.021 * (0.013)	-0.016 (0.013)	-0.016 (0.013)
消费水平指数				-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)	-0.003 (0.003)
消费价格指数				-0.007 (0.023)	-0.005 (0.023)	-0.005 (0.023)
人均生产总值				0.386 *** (0.139)	0.359 ** (0.140)	0.360 ** (0.140)

续表 3

变量	被解释变量:家庭消费性支出					
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
常数项	10.343 <sup>***</sup> (0.023)	9.385 <sup>***</sup> (0.130)	5.877 <sup>***</sup> (0.155)	2.721 (3.111)	2.696 (3.095)	2.688 (3.095)
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.141	0.220	0.346	0.347	0.350	0.350
观测值 N	18812	18812	18812	18812	18812	18812

注:括号内为系数估计标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%和1%显著性水平下显著;被解释变量、家庭收入、家庭资产、人均生产总值均取对数后进入回归

资料来源:本文整理

从控制变量来看,个体、家庭以及地区层面的特征也会对家庭消费行为产生影响。个体特征方面,户主年龄对消费支出存在非线性影响;户主受教育程度越高,其平均消费水平越高,这是因为随着个体受教育程度的提高,其对于生活质量的要求也会相应提高;已婚家庭的消费水平约高出未婚家庭14%;户主工作状态的系数为负值但并无统计意义上的显著性水平,而户主健康状态的系数显著为负,这是由于健康状态较差的个体,可能会对医疗等特殊类消费项目有较高消费需求。家庭特征方面,家庭人口规模每提高1个百分点,消费将相应提高约0.06个百分点,老年人口抚养比的系数为正值但并不显著,而少儿人口抚养比的系数为负且显著,表明人口老龄化尚未对消费倾向产生影响,而少儿抚养人口的增加已经显著强化了家庭的预防性储蓄动机。家庭收入与资产规模对消费均具有显著的促进作用,家庭收入每增加1个百分点,会使得消费提升约0.16个百分点,而家庭资产规模每提高1个百分点,会使得消费提升约0.15个百分点。此外,创业家庭的平均消费水平约高于非创业家庭21个百分点,这是因为创业选择会额外增加人情资本等隐性消费。地区特征层面,人均生产总值每提高1个百分点,家庭消费会增加约0.4个百分点,说明经济越发达的地区,其消费水平也就越高。

稳健性检验结果如表4所示。其中,第(1)列列示了采用个体固定效应模型进行的稳健性检验结果。第(2)列和第(3)列分别列示了以社区层面资产负债率均值作为工具变量(IV)进行的两阶段最小二乘(2SLS)回归结果。第(4)列和第(5)列分别列示了改变回归样本之后的稳健性检验结果。

表 4

稳健性检验结果

变量	被解释变量:家庭消费性支出				
	个体固定效应回归	IV		追踪样本	PSM 匹配后样本
		第一阶段	第二阶段		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
负债	0.091 <sup>***</sup> (0.029)	—	0.175 <sup>***</sup> (0.067)	0.132 <sup>***</sup> (0.014)	0.148 <sup>***</sup> (0.014)
社区债务资产比	—	1.144 <sup>***</sup> (0.086)	—	—	—
控制变量	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	否	否	否	否
时间固定效应	是	是	是	是	是
地区固定效应	否	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.843	0.092	0.346	0.333	0.332
第一阶段 F 值	—	142.943	—	—	—
观测值 N	18812	18812	18812	10868	8680

注:括号内为系数估计标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%和1%显著性水平下显著;控制变量同表3

资料来源:本文整理

表4的回归结果显示,负债这一核心解释变量的符号依旧为正且具显著性。从回归变量的系数来看,首先,采用个体固定效应回归所得到的结果小于基准回归所得系数,这是由于个体固定效应能够更好地反映个体决策选择,而地区固定效应覆盖范围更广,因而相对会抬高负债对消费的影响。其次,采用工具变量所得到的回归系数却大于基准回归所得系数。本文认为可能的解释是,社区的资产负债率在一定程度上反映了该地区的经济状况,可能会对个体借贷或消费行为产生影响,但内生性问题的存在可能会使得债务对消费的影响被低估。最后,采用追踪样本和PSM一对一匹配后,样本所得回归系数与基准回归所得系数相差较小。此外,多重共线性检验结果显示,各自变量间的相关性较弱。综合以上分析,可以认为本文所得到的负债会显著提高家庭部门的消费性支出这一结论具有可靠性,假设H<sub>1</sub>得到了验证。

### 2. 债务规模对消费的影响

尽管借债的目的可能是源于平滑跨期消费的需要,以上分析也证实,负债家庭的平均消费倾向的确高于无负债家庭,但是否债务规模越高,其消费性支出越多呢?本部分将基于模型(2)和模型(3),仅利用负债家庭样本对这一问题进行实证检验。回归结果如表5所示。其中,第(1)列是基于模型(2)所得到的回归结果,第(2)列到第(5)列均是基于模型(3),在此,同样采用逐步添加特征变量的方法来进一步考察回归结果的稳健性。

表5 债务规模对消费影响的回归结果

变量	被解释变量:家庭消费性支出				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
债务资产比	0.156*** (0.020)	—	—	—	—
住房债务资产比	—	-0.184*** (0.032)	-0.182*** (0.029)	-0.062** (0.030)	-0.060** (0.030)
一般债务资产比	—	0.034* (0.024)	0.064*** (0.023)	0.240*** (0.024)	0.239*** (0.024)
常数项	0.881 (5.241)	10.314*** (0.015)	9.546*** (0.214)	5.894*** (0.260)	1.687 (5.106)
个体特征	是	否	是	是	是
家庭特征	是	否	否	是	是
地区特征	是	否	否	否	是
时间固定效应	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.309	0.134	0.200	0.319	0.320
观测值 N	6267	6267	6267	6267	6267

注:括号内为系数估计标准误;\*、\*\*、\*\*\*分别代表在10%、5%和1%显著性水平下显著;限于篇幅,控制变量的系数估计结果未列出,与表3基本相同,备索

资料来源:本文整理

第(1)列以总体债务资产比作为核心解释变量的回归结果表明,债务规模对消费性支出具有显著正向影响。在其他条件(家庭收入、资产等)不变的情况下,债务资产比每提高一个百分点,其消费性支出相应提高0.156%。从第(2)列开始区分住房债务与一般债务之后发现,住房债务规模对消费的影响为负,而一般债务规模对消费的影响显著为正。第(5)列在控制其他因素之后发现,住房债务资产比和一般债务资产比每提高一个百分点,消费性支出水平将相应地分别减少0.06%

和增加 0.239%。根据既有文献研究,住房对于消费的影响主要来自于以下两条路径:一是因房产增值而产生的“财富效应”和“资产效应”(Cristini 和 Sevilla,2014)<sup>[41]</sup>;二是因购房按揭贷款而进行预防性储蓄所导致的“房奴效应”(颜色和朱国钟,2013<sup>[42]</sup>;李江一,2018<sup>[43]</sup>)。本文研究表明,对于负债家庭,“房奴效应”的确存在。但与此同时,一般债务可用来平滑跨期消费或提高消费水平,验证了假设 H<sub>2</sub>。本文认为,其背后隐藏着一个值得关注的问题,即一般债务的产生是否是因购房开支骤增透支了部分居民的消费能力,使其转向“短借长用”“借新还旧”“以债养债”策略以维持当前消费水平,或是利用消费贷等产品用以规避购房首付比的限制,亦或是通过各种手段进入了股票等高风险市场?这一问题令人担忧。

### 3. 债务规模对消费影响的异质性

表 6 列示了债务规模对消费影响的异质性回归结果。其中,第(1)列到第(3)列列示了按照收入进行分组之后的回归结果;第(4)列到第(6)列列示了按照家庭债务压力进行分组之后的回归结果;第(7)列和第(8)列列示了按照城乡进行分组之后的回归结果。

表 6 债务规模对消费影响的异质性回归结果

变量	被解释变量:家庭消费性支出							
	按收入分组			按债务压力分组			按城乡分组	
	高收入	中等收入	低收入	高债务压力	中等债务压力	低债务压力	城镇	乡村
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
住房债务资产比	-0.050 (0.059)	-0.160*** (0.054)	-0.016 (0.047)	-0.127*** (0.039)	-0.188 (0.208)	0.832 (0.630)	0.032 (0.050)	-0.095*** (0.034)
一般债务资产比	0.174*** (0.043)	0.191*** (0.030)	0.301*** (0.040)	0.165*** (0.033)	0.488** (0.216)	2.533*** (0.517)	0.265*** (0.059)	0.225*** (0.028)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.225	0.226	0.306	0.272	0.328	0.416	0.373	0.284
观测值 N	2087	2093	2087	2027	2152	2088	2097	4170

注:括号内为系数估计标准误;\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在 10%、5% 和 1% 显著性水平下显著;控制变量同表 3 和表 5

资料来源:本文整理

从按收入分组所得到的回归结果来看,住房债务规模对于消费的抑制作用仅在中等收入群体中具有统计意义上的显著性。基于 SUR 进行的组间系数差异检验结果也表明,该系数仅在中等收入和低收入家庭这两个组别之间具有显著差异。一般债务对于各组消费均具有 1% 水平上的显著促进作用,但低收入样本所得系数更高。这是由于相对而言,低收入家庭更容易受到流动性约束(甘犁等,2018)<sup>[44]</sup>,而一般债务可以通过缓解流动性约束而对其边际消费产生较大影响。基于 SUR 进行的组间系数差异检验结果也表明,低收入组与另两组之间存在 5% 统计意义上的显著差异。

从按债务压力分组所得到的回归结果来看,住房债务规模仅对高债务压力家庭具有 1% 水平上的显著抑制作用,表明“房奴效应”仅在高债务压力家庭中显著存在。尽管对于低债务压力家庭,住房债务对消费具有促进作用,但这并不具有统计意义上的显著性。一般债务对于各组消费均具有显著促进作用,对比各组系数大小可以发现,债务压力越小,这种促进作用越大。基于 SUR 进行的组间系数差异检验结果也表明,低债务压力组别与另外两个债务压力组别之间均存在显著差异。

从按城乡分组所得到的回归结果来看,住房债务规模对乡村家庭具有 1% 水平上的显著抑制

作用,这是由于伴随着城镇化的快速推进,乡村地区经济发展程度以及整体上的居民消费水平也随之提高。但负有住房债务的家庭却需要为住房按揭贷款预留储蓄,因而挤出了消费,而城镇地区的居民消费水平和消费状态相对较为稳定。SUR 组间系数检验,表明城乡两组间的住房债务资产比这一指标对消费的影响存在显著差异。但一般债务对于消费的显著促进作用并不存在组别差异。

#### 4. 家庭负债及债务规模对消费结构的影响

表7列示了家庭负债及债务规模对生存型、发展与享受型消费影响的回归结果。其中,第(1)列到第(3)列为以生存型消费支出作为被解释变量的回归结果;第(4)列到第(6)列为以发展与享受型消费支出作为被解释变量的回归结果。第(1)列和第(4)列均以全样本作为考察对象。从回归结果来看,在(家庭收入、资产等)其他条件不变的前提下,与无负债家庭相比,负债家庭的平均生存型消费支出水平约低0.9%,但平均发展与享受型消费支出水平却高约28.7%,且后者具1%水平上的显著性。表明负债更多地是改善了家庭部门消费结构。其余四列以负债家庭样本作为考察对象。从回归结果来看,债务资产比每提高一个百分点,相应地,家庭部门生存型、发展与享受型消费支出将分别提高0.069%和0.189%。区分住房债务与一般债务之后发现,一般债务对两类消费均具有统计意义上的正向影响,但住房债务却会对发展与享受型消费产生显著的抑制作用。在此,假设 $H_3$ 得到验证。

表7 家庭负债及债务规模对消费结构影响的回归结果

变量	被解释变量:生存型消费支出			被解释变量:发展与享受型消费支出		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
负债	-0.009 (0.014)			0.287*** (0.016)		
债务资产比		0.069*** (0.025)			0.189*** (0.027)	
住房债务资产比			0.042 (0.034)			-0.147*** (0.046)
一般债务资产比			0.079*** (0.028)			0.318*** (0.032)
控制变量	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是
地区固定效应	是	是	是	是	是	是
R <sup>2</sup>	0.299	0.311	0.311	0.226	0.176	0.191
观测值 N	18812	6267	6267	18812	6267	6267

注:括号内为系数估计标准误;\*、\*\*、\*\*\* 分别代表在10%、5%和1%显著性水平下显著;控制变量同表3和表5

资料来源:本文整理

### 五、研究结论与启示

债务是影响居民消费决策的重要因素之一,然而这种影响是正向的还是负向的,已有研究并未给出一致定论。当前,消费贷供需两端机制共同发力,助推了我国居民家庭的“负债性消费”行为,消费贷款增速攀升,但居民消费增速却出现下降,在此背景下,有必要结合不同类型债务的特点来分析债务对消费影响的双重性。基于此,本文利用CFPS数据进行了实证检验。研究结果首先验证了我国存在“负债性消费”现象。而在区分住房债务与一般债务之后发现,一般债务因其不具消费指向性特征而更可能作为平滑跨期消费的主要手段,进而促进消费,而住房债务更多地会因“房奴效应”而对消费产生抑制作用,并且这种抑制作用对于发展与享受型的消费更为明显。此外,债务规模对消费的影响程度也会因家庭收入、债务压力以及城乡地区差异而产生不同。

完善消费体制机制、建立消费长效机制是推动中国经济由高速增长向高质量发展转型的重要路径。而负债作为平滑跨期消费的重要手段不容忽视。结合本文研究结论,为扩大内需、提振消费,同时,也为寻求供给侧结构性改革背景下“促消费”与“防风险”间的平衡,本文提出如下几点可供参考的政策建议:一是从促进消费的角度来看,一方面,要适度降低家庭住房杠杆和增加一般债务杠杆。当前,我国家庭部门仍有加杠杆的空间,举债消费可以助推内需扩大,而这仅限于一般债务。为提高家庭部门整体杠杆质量,需要相关部门依据家庭不同收入、债务压力、债务结构等统筹考虑,综合协调其福利效应,因城施策、因群体而异,采取针对性、差异化和“有保有压”的杠杆策略。尤其注重缓解中等收入和高债务压力群体的住房债务负担。另一方面,要鼓励和推动消费金融创新,构建系统的消费金融支持政策体系。随着经济的发展和居民收入水平的提高,居民需求体系和需求层次也发生了重大变化,为顺应这一变化,促进消费转型升级,从消费信贷产品和服务的供给端入手,推动消费信贷业务健康发展。二是从抵御风险的角度来看,通过构建科学指标,强化对家庭部门债务情况的监控和预警。家庭债务的影响不仅局限于家庭部门内部的消费行为,还会传导到企业部门或金融系统,诱发连锁反应。为防范家庭债务危机及其可能引发的系统性金融风险,应充分利用互联网思维与大数据思维,实行风险管理与成本控制,切实保障金融供给与消费需求两端的合理配置,在防范风险的前提下,更好地推进消费长效机制建设。

虽然本文在已有关于债务与消费两者关系的研究基础上,尝试进行更进一步地积极探索,但不可避免地存在一些不足之处,也期待在后续研究中能够进一步深化。第一,本文主要关注于住房债务对消费的短期影响,但由于住房具有天然的投资品属性,故从长期来看,“房奴效应”有可能会逐渐被“财富效应”或“资产效应”所冲抵。为此,可考虑针对住房债务对消费的长期影响进行深入研究。第二,不同的家庭其借贷需求也会有所差异,消费贷款的迅速攀升也势必会给金融供给部门带来一定的风险,本文对此并没有进行探讨,后续研究可关注于家庭借贷的需求倾向以及借贷风险的评估。第三,限于数据可得性,本文仅将债务区分为住房债务与一般债务,却无法识别两类债务的具体还款期限以及两者之间的动态变化特征。随着居民家庭社会经济数据的日益丰富,特别是部分大数据的推广应用,可以更好的基于家庭追踪样本分析不同债务之间转化带来的影响,乃至可以准确地度量“以债养债”对消费影响的程度。

## 参考文献

- [1] 陈斌开,陈琳,谭安邦. 理解中国消费不足:基于文献的评述[J]. 北京:世界经济,2014,(7):3-22.
- [2] 张康之. 全球化、后工业化时代中的科学研究[J]. 上海:学术月刊,2018,(5):78-87.
- [3] 汪伟. 如何构建扩大消费需求的长效机制[J]. 上海:学术月刊,2017,(9):9-12.
- [4] 尹志超,张诚. 女性劳动参与对家庭储蓄率的影响[J]. 北京:经济研究,2019,(4):165-181.
- [5] Ando, A., and F. Modigliani. The “Life Cycle” Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests[J]. *American Economic Review*, 1963, 53, (1): 55-84.
- [6] Guerrieri, V., and G. Lorenzoni. Credit Crises, Precautionary Savings and the Liquidity Trap [J]. *The Quarterly Journal of Economics*, 2017, 132, (3): 1427-1467.
- [7] 祝伟,夏瑜擎. 中国居民家庭消费性负债行为研究[J]. 上海:财经研究,2018,(10):67-81.
- [8] Yao, J., A. Fagereng, and G. Natvik. Housing, Debt, and the Marginal Propensity to Consume[R]. Working Paper, 2015.
- [9] Bacchetta, P., and S. Gerlach. Consumption and Credit Constraints: International Evidence[J]. *Journal of Monetary Economics*, 1997, (40): 207-238.
- [10] Dynan, K., and W. Edelberg. The Relationship Between Leverage and Household Spending Behavior: Evidence from the 2007-2009 Survey of Consumer Finances[J]. *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 2013, 95, (5): 425-448.
- [11] Bunn, P. and M. Rostom. Household Debt and Spending[M]. *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2014.
- [12] 田新民,夏诗园. 中国家庭债务、消费与经济成长的实证研究[J]. 北京:宏观经济研究,2016,(1):121-129.
- [13] 潘敏,刘知琪. 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[J]. 北京:金融研究,2018,

(4):71-87.

[14] Cecchetti, S. G., E. Kharroubi. Reassessing the Impact of Finance on Growth [R]. Bank for International Settlements, Working Paper, 2012.

[15] 魏玮, 陈杰. 加杠杆是否一定会成为房价上涨的助推器? ——来自省际面板门槛模型的证据 [J]. 北京: 金融研究, 2017, (12): 48-63.

[16] Mccarthy, J. Debt, Delinquencies, and Consumer Spending [J]. Current Issues in Economics and Finance, 1997, 3, (3): 1-6.

[17] 余永定, 李军. 中国居民消费函数的理论与验证 [J]. 北京: 中国社会科学, 2000, (1): 123-133, 207.

[18] 汪伟, 郭新强, 艾春荣. 融资约束、劳动收入份额下降与中国低消费 [J]. 北京: 经济研究, 2013, (11): 100-113.

[19] Modigliani, F. The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital [J]. Social Research, 1966, (33): 160-217.

[20] Hastings, O. P. Who Feels It? Income Inequality, Relative Deprivation, and Financial Satisfaction in U. S. States, 1973-2012 [J]. Research in Social Stratification and Mobility, 2019, (60): 1-15.

[21] 周广肃, 王雅琦. 住房价格、房屋购买与中国家庭杠杆率 [J]. 北京: 金融研究, 2019, (6): 1-19.

[22] 臧旭恒, 张欣. 中国家庭资产配置与异质性消费者行为分析 [J]. 北京: 经济研究. 2018, (3): 21-34.

[23] Jappelli, T., and L. Pistaferri. Fiscal Policy and MPC Heterogeneity [J]. American Economic Journal: Macroeconomics, 2014, 6, (4): 107-136.

[24] 宋明月, 臧旭恒. 消费粘性视角下我国城镇居民财富效应检验 [J]. 武汉: 经济评论, 2016, (2): 48-57, 73.

[25] 王细芳. 基于心理账户的旅游消费决策机理——以超大城市旅游观演群体为例的研究 [J]. 北京: 经济管理, 2019, (3): 141-155.

[26] 李涛, 陈斌开. 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 [J]. 北京: 经济研究, 2014, (3): 62-75.

[27] Aron, J., J. V. Duca, J. Muellbauer, K. Murata, and A. Murphy. Credit, Housing Collateral and Consumption: Evidence from Japan, the UK and the US [J]. Review of Income and Wealth, 2012, 58, (3): 397-423.

[28] Brady, R. R. Consumer Credit, Liquidity and the Transmission Mechanism of Monetary Policy [J]. Economic Inquiry, 2011, 49, (1): 246-263.

[29] 王芳, 黄莉芳. 家庭特征对居民消费支出的影响分析——基于中国家庭追踪调查数据 [J]. 北京: 数理统计与管理, 2019, (3): 381-393.

[30] Pardo, G. P., and J. M. S. Santos. Household Debt and Consumption Inequality: The Spanish Case [J]. Economies, 2014, 2, (3): 147-170.

[31] 马光荣, 周广肃. 新型农村养老保险对家庭储蓄的影响: 基于 CFPS 数据的研究 [J]. 北京: 经济研究, 2014, (11): 116-129.

[32] Yang, J., and P. Mukhopadhyaya. Disparities in the Level of Poverty in China: Evidence from China Family Panel Studies 2010 [J]. Social Indicators Research, 2016, (1): 411-450.

[33] 贺洋, 臧旭恒. 家庭财富、消费异质性与消费潜力释放 [J]. 北京: 经济动态, 2016, (3): 56-66.

[34] 李晓嘉, 蒋承. 我国农村家庭消费倾向的实证研究——基于人口年龄结构的视角 [J]. 北京: 金融研究, 2014, (9): 115-127.

[35] 赵达, 沈煌南, 张军. 失业率波动对就业者家庭消费和配偶劳动供给的冲击 [J]. 北京: 中国工业经济, 2019, (2): 99-116.

[36] Eriksson, T., J. Pan, and X. Qin. The Intergenerational Inequality of Health in China [J]. China Economic Review, 2014, 31, (35): 392-409.

[37] 黄宇虹, 樊纲治. 土地经营权流转与农业家庭负债状况 [J]. 北京: 金融研究, 2017, (12): 95-110.

[38] Johnson, K., and G. Li. Do High Debt Payments Hinder Household Consumption Smoothing? [J]. Finance and Economics Discussion, 2007, 19, (1): 59-72.

[39] 李晓楠, 李锐. 我国四大经济地区农户的消费结构及其影响因素分析 [J]. 北京: 数量经济技术经济研究, 2013, (9): 89-105.

[40] 田国强, 黄晓东, 宁磊, 王玉琴. 警惕家庭债务危机及其可能引发的系统性金融风险 [R]. 上海财经大学高等研究院, 2018.

[41] Cristini A., and A. Sevilla. Do House Prices Affect Consumption? A Reassessment of the Wealthy Hypothesis [J]. Economica, 2014, 81, (324): 601-625.

[42] 颜色, 朱国钟. “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 [J]. 北京: 管理世界, 2013, (3): 34-47.

[43] 李江一. “房奴效应”导致居民消费低迷了吗? [J]. 北京: 经济学(季刊), 2018, (1): 405-430.

[44] 甘犁, 赵乃宝, 孙永智. 收入不平等、流动性约束与中国家庭储蓄率 [J]. 北京: 经济研究, 2018, (12): 34-50.

# More Debts, More Consumption? The Effects of Housing Debts and General Debts on Household Consumption

ZHANG Ya-lin<sup>1</sup>, SUN Cong<sup>2</sup>, YAO Ling-zhen<sup>1</sup>

(1. School of Public Economics and Administration, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China;

2. School of Urban and Regional Science, Shanghai University of Finance and Economics, Shanghai, 200433, China)

**Abstract:** In recent years, the household consumption is playing a more and more important role in Chinese economy, and has become the main engine for economic growth. Against the background of high-quality economic development, the potential of consumption to drive economic growth has not been fully released, and there is still room for further improvement in the quantity and quality of household consumption. However, it is noteworthy that China currently faces a divergence between a rise in the growth rate of consumer debts and a fall in the growth rate of household consumption. As an important tool of smoothing inter-period consumption decisions, does debt facilitate or hinder household consumption? While the relationship between household debt and consumption has already been discussed in previous literature, no consensus has been reached so far. This paper attempts to further investigate the relationship between household debt and consumption in China. Considering that housing debt and general debt present significant differences in terms of loan size, repayment period and consumption orientation, this paper will distinguish between debt types and compare their impacts on households' consumption.

The dataset of China Family Panel Studies (CFPS) is employed to empirically investigate the relationship between household debt and consumption. The results of the fixed-effect model analysis show that the average consumption level of indebted households is higher than non-indebted households, which proves the existence of debt-financed consumption phenomenon in China. Then, based on the indebted households' data, we adopt the debt-to-asset ratio as the index of the scale of household debts, and divide the debts into housing debts and general debts for discussing their different influences on consumption. The empirical results suggest that the general debts have a significantly positive influence on household consumption, while housing debts present a significantly negative effect. Therefore, a conclusion can be drawn that general debt is used as the main approach to smooth inter-period consumption as it has no specific consumption direction, while housing mortgage may hinder consumption through "house slave effect" due to its liquidity constraint and consumption target. This paper also discusses the relationship between household debts and consumption structure. The results show that housing debt will squeeze the development and enjoyment consumption, while general debts can optimize consumption structure. In addition, we find that the impact of debts on consumption varies according to family characteristics and urban-rural areas. As for middle income, low debt pressure and rural households, the "house slave effect" has statistical significance. For low income, medium debt pressure and urban household, general debt shows a greater impact on consumption.

This paper contributes to the existing literature in the following aspects. Firstly, this paper distinguishes between housing debt and general debt, and then tests the differences in their impacts on consumption, which will expand the existing literature about the relationship between household debt and consumption. Secondly, taking the indebtedness household as the research object, this paper further explores the relationship between debt and household consumption structure, and focuses on the difference between debt types as well.

Based on the empirical findings, this paper proposes policy implications from the perspective of expanding domestic demand and boosting consumption, and provides inspiring ideas for balancing "promoting consumption" and "preventing risks" in the context of supply-side structural reform. First of all, in order to stimulate household consumption, it may be helpful to moderately reduce the household housing leverage and increase the general debt leverage. Secondly, the government should encourage and promote consumer finance innovation, and build a systematic policy system to support consumer finance. Thirdly, it is necessary to establish and strengthen a risk prevention mechanism, monitoring the household sector debt and early warning through the establishment of scientific indicators.

**Key Words:** debts; household consumption; housing debts; general debts

**JEL Classification:** D12, D19, G11

**DOI:** 10.19616/j.cnki.bmj.2019.12.003

(责任编辑: 闫 梅)