

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

潘 敏 刘知琪

(武汉大学经济发展研究中心/经济与管理学院,湖北武汉 430072)

摘 要:基于中国家庭追踪调查(CFPS)数据,本文实证检验了家庭杠杆对其总支出和消费性支出的直接和间接影响,以及这种影响在不同类型消费和城乡居民家庭消费中的差异。结果显示,我国居民家庭杠杆会显著地抑制家庭总支出的增加,强化资产对总支出和消费性支出的正向促进作用,即强化财富消费效应。家庭杠杆会促进生存型消费的增加,强化生存型消费的财富消费效应,但会抑制发展与享受型消费。就对城乡居民家庭消费影响的差异而言,家庭杠杆会抑制城镇居民家庭的总支出增加,但会促进农村居民家庭消费性支出和生存型消费的增加并强化其生存型消费的财富消费效应。这表明,在供给侧结构性改革背景下,居民家庭“加杠杆”并不能直接有效地提高消费和促进消费结构升级,推动消费增长和消费结构升级的根本途径在于增加家庭收入和家庭总资产水平。

关键词:家庭杠杆;消费;消费结构

JEL 分类号:B22,D12,N35 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-7246(2018)04-0071-17

一、引 言

2014年以来,在我国经济进入新常态后,推进以结构调整和增长动能转换为主的供给侧结构性改革成为我国宏观经济改革和发展的主线。在供给侧结构性改革过程中,“三去一降一补”成为主要任务。其中,首要任务是去杠杆。针对去杠杆,国内学术界和实务界的一个普遍观点是,当前我国去杠杆的主要对象应该是国有企业、地方政府和金融机构,而对于广大的家庭部门而言,目前的杠杆率并不高;相反,为推动经济由投资和外需

收稿日期:2017-07-07

作者简介:潘 敏,经济学博士,教授,武汉大学经济发展研究中心,经济与管理学院,Email: mpan@whu.edu.cn.

刘知琪,武汉大学经济与管理学院硕士研究生,Email: six@whu.edu.cn.

* 本文感谢教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目“经济发展新常态下我国货币政策体系建设研究”(项目编号:15JZD013)和国家自然科学基金重点项目“中国金融体系的演化规律和变革管理”(批准号:71733004)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

拉动的增长向以消费为主的内需拉动的内生性增长转型,家庭部门有必要加杠杆。事实上,从我国家庭部门的杠杆现状来看,尽管 2000 年以来我国家庭部门的杠杆率有较快上升,但相对于全社会杠杆率的快速上升而言,家庭部门的杠杆率无论是绝对值还是上升的速度都不算高(见图 1)。Cecchetti et al. (2011) 基于 18 个 OECD 国家 1980 - 2010 年期间各经济部门杠杆率数据的测算表明,不同经济部门的杠杆率对经济增长的影响存在着由正面作用到负面效应的阈值,家庭部门杠杆率达到 85% 时可能会对经济产生负面影响。按此测算,我国家庭杠杆率尚低于这一水平,在此背景下提高家庭部门的杠杆率有可能会促进消费,推动经济增长动力的转型。但问题在于,在我国现有的经济结构、家庭收入和财富水平背景下,居民家庭加杠杆是否会带来消费的增加? 需要从经验检验的角度来予以回答。

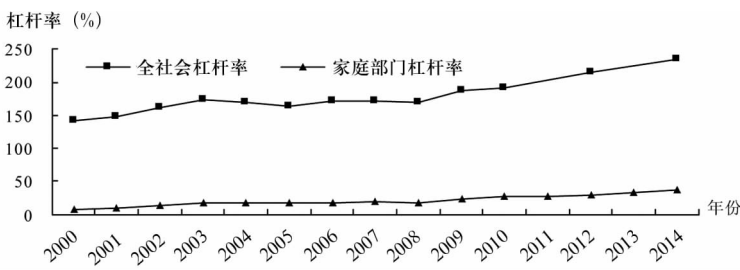


图 1 2000 - 2014 年期间中国全社会和家庭部门杠杆率

从现有相关研究来看,有关居民家庭杠杆对家庭支出和消费影响的研究并未得到一致的结论。基于现有研究,家庭杠杆对支出或消费的影响可以分为直接影响和间接影响两种途径。直接影响是家庭杠杆本身及其导致的结果对家庭支出行为的影响。现有研究表明,家庭杠杆自身作为调整目标及其产生的流动性约束和信贷约束会对消费产生负面作用(Dynan and Edelberg, 2013; Dynan, 2012)。间接影响则主要围绕家庭杠杆对收入(或财富)与消费之间关联的影响(收入消费效应和财富消费效应)来展开。Baker(2015)认为,在面对同样的收入冲击时,高杠杆家庭对支出的调整幅度显著大于低杠杆家庭。而 Mian(2013)和 Yao et al. (2015) 分别基于美国和挪威家庭微观数据的实证研究则表明,高杠杆家庭具有更高的财富边际消费倾向。因此,仅从现有针对发达经济体家庭消费行为的研究来看,我们无法判断我国居民家庭加杠杆对其消费的直接和间接影响。而且,对我国居民家庭而言,其消费既包括满足家庭生存需要的衣、食、住等方面的生存型消费,也包括满足家庭更高层次需求的教育、通讯和健康等方面的发展与享受型消费,那么,居民家庭杠杆对不同类型消费的直接影响和间接影响是否存在差异? 居民家庭杠杆会怎样影响我国家庭的消费结构? 进一步地,在长期的经济发展过程中,二元经济结构的存在使得我国城镇居民家庭与农村居民家庭在收入、负债和消费等方面存在着较大的差异。在此背景下,城乡居民家庭加杠杆对其消费和消费结构的直接和间接影响是否也存在显著的不同? 显然,对这些问题的分析,不仅能为我国居民家庭加杠杆能否促进消费提供经验证

据,而且有利于我们了解和把握居民家庭加杠杆对消费结构转型和城乡居民家庭消费的影响,进而为供给侧结构性改革背景下去杠杆政策的准确实施提供理论依据。

基于上述目的,本文在梳理国内外相关文献的基础上,利用中国家庭追踪调查(以下简称CFPS)的微观数据,实证检验了我国居民家庭杠杆对其总支出和消费性支出的直接和间接影响,并参照CFPS有关中国家庭消费性支出的分类,进一步检验了居民家庭杠杆对生存型消费和发展与享受型消费的直接和间接影响,以及杠杆对城乡居民家庭消费和消费结构影响的差异。检验结果表明,居民家庭杠杆对家庭总支出的直接影响为负,但会强化家庭总支出和消费性支出的财富消费效应;居民家庭杠杆对生存型消费的直接影响为正,同时强化了生存型消费的财富消费效应,但会抑制发展与享受型消费。家庭杠杆会抑制城镇居民家庭的总支出增加,但会促进农村居民家庭消费性支出和生存型消费的增加并强化其生存型消费的财富消费效应。

二、文献回顾

关于居民家庭负债对支出和消费活动的影响,早期研究大多建立在宏观数据分析的基础之上,并且研究结论不尽相同。Bacchetta and Gerlach(1997)发现,消费信贷、按揭贷款和消费支出之间存在正相关关系,而且这种关系在耐用品和服务的消费上尤为显著;但是,Mishkin(1976)则认为,家庭信贷与支出呈现出显著的负向关系。McCarthy(1997)认为,一方面由于家庭看好未来收入水平,家庭负债将促进消费;另一方面,家庭债务负担的加重最终将对消费产生负面影响。

近年来,学术界逐渐意识到,消费理论以微观家庭为决策主体,其最优化条件不具有可加性(徐润和陈斌开,2015),直接使用宏观数据对消费理论进行检验存在着宏观数据“可加性”问题。家庭负债对不同家庭消费的影响可能存在差异,采用宏观数据进行分析将无法控制家庭的人口统计与经济特征,也难以考察家庭杠杆影响家庭消费行为的微观机制。正因为如此,从微观层面,基于家庭财务数据的消费行为研究也就成为近期该领域关注的重点。

(一)家庭杠杆对消费支出的直接影响

Dynan and Edelberg(2013)指出,家庭杠杆对消费支出行为会产生负面影响。原因在于,过高的杠杆会降低家庭进一步取得消费信贷的可能性,从而限制家庭的消费支出;因负债产生的还款会使家庭的现金流减少,从而迫使家庭削减支出;同时,高杠杆的家庭对于未来信贷可获得性的不确定性更高,因此可能会减少支出来降低未来的不确定性;更进一步地,家庭可能还会制定目标杠杆率,当真实的杠杆率超过目标杠杆率时,家庭可能会选择减少消费以偿还负债。Dynan(2012)认为,在金融危机期间,美国家庭的债务高悬迫使高杠杆家庭去杠杆,从而减少了消费,阻碍了经济发展。Dynan(2012)利用美国家庭经济动态调查数据(PSID),在控制了财富变动的因素后,发现高杠杆的家庭在金融危机爆发后更倾向于减少支出。他们认为,不仅家庭财富的减少通过财富效应减少了支出,家庭

杠杆在其中也发挥了重要的作用。Cooper(2012)利用相同的数据,同样发现了美国家庭债务水平与消费之间的负相关关系,而且,这种负相关关系在美国家庭开始去杠杆的金融危机之前也同样存在。

(二)家庭杠杆对消费支出的间接影响

近年来,学术界对家庭杠杆影响消费支出的机制进行了分析和考察。生命周期理论认为,消费的两个关键决定因素是人力财富和家庭财富,分别可以用收入和资产来衡量。因此对家庭杠杆间接影响消费支出的研究主要通过收入消费效应和财富消费效应来体现。Johnson and Li(2007)指出,现有研究结论不尽相同的原因可能是负债并不直接作用于消费,而是通过收入作用于收入与消费的关系。利用 1992 年至 2005 年美国消费者支出调查的数据,他们发现,面对相同的收入变动,拥有较低流动性资产的高杠杆家庭对支出的调整比拥有高流动性资产的低杠杆家庭更为敏感。Baker(2015)基于 2008 年至 2013 年间高频的金融数据,将 15000 个家庭与其雇主的数据进行匹配,利用雇主的数据来检验家庭杠杆是否会在收入对支出的影响中产生异质性效应。研究表明,在面对同样的收入冲击时,高杠杆家庭对支出的调整幅度显著大于低杠杆家庭。Mian(2013)则进一步证明,与低杠杆的家庭相比,高杠杆的家庭拥有更高的财富边际消费倾向。即财富增加同样的数量时,高杠杆的家庭将会更多地增加消费。Yao et al.(2015)利用挪威的微观数据,在控制了财富因素后发现,面对同样的财富增量,高杠杆家庭将比低杠杆家庭增加更多的消费支出。

现有关于家庭杠杆对消费支出影响的研究,特别是基于家庭层面微观数据的研究,为我们的研究奠定了重要的基础。但从上述文献来看,我们尚无法判断我国居民家庭杠杆对其消费支出的影响,而且,随着我国经济转型发展,我国居民家庭的消费也呈现出转型升级的态势。在此背景下,基于我国居民家庭的微观数据,实证检验和分析我国居民家庭杠杆对其消费支出行为的影响也就显得尤为必要。正因为如此,本文基于 CFPS 微观调查数据,实证检验我国居民家庭杠杆对家庭总支出和消费性支出的直接和间接影响,并在此基础上,进一步分析家庭杠杆对消费结构和城乡居民消费的影响,以考察家庭杠杆对不同消费以及城乡居民家庭消费可能带来的影响差异。

三、研究设计

(一)模型设定与变量含义

为检验我国居民家庭杠杆对家庭消费支出的直接和间接影响,我们设立以家庭总支出变动为被解释变量,杠杆率为主要解释变量,家庭收入变动、总资产变动¹和其他家庭特征为控制变量的实证模型。我们首先考察家庭杠杆对其总支出变动的直接影响,再依

¹ 在本文中我们以家庭总资产作为家庭财富的替代变量。严格意义上的家庭总财富不仅包括土地、房产、金融资产、生产性固定资产和耐用消费品等资产,还包括家庭收入。但在本文中我们将分别检验家庭杠杆对收入消费效应和财富消费效应的影响,所以,仅以家庭总资产代替家庭总财富。

次加入收入变动与杠杆率以及资产变动与杠杆率之间的两个交互项,以此检验家庭杠杆对其总支出变动的间接影响。在此基础上,进一步检验家庭杠杆对其总支出中消费性支出、生存型消费和发展与享受型消费的直接和间接影响。同时,将样本分为城镇居民家庭和农村居民家庭两个样本组,检验家庭杠杆对两类不同居民家庭总支出、消费性支出以及消费结构的直接和间接影响。基于上述思路,本文的实证模型设计如下:

1. 家庭杠杆对其总支出的直接影响

为考察家庭杠杆对其支出变动的影响,参考徐润和陈斌开(2015)以及 Dynan(2012)的模型设定方式,我们建立如下计量模型,检验我国居民家庭杠杆对其总支出的直接影响:

$$\Delta \ln exp_i = \alpha + \beta_1 lev_i + \beta_2 \Delta \ln inc_i + \beta_3 \Delta \ln asset_i + \gamma_1 \Delta X_i^a + \gamma_2 X_i^b + \mu_p + \varepsilon_i \tag{1}$$

在模型中,我们对数值较大的数据进行了对数化处理。其中,被解释变量 $\Delta \ln exp_i$ 表示 2010-2012 年间家庭总支出(exp)的变化。根据 CFPS 的数据统计分类,总支出包括消费性支出、转移性支出、福利性支出和建房购房贷款支出²。

lev_i 表示杠杆率,是主要解释变量。我们选取期初的杠杆率水平,即家庭在 2010 年的资产负债率(家庭总负债/家庭总资产)。之所以在模型中使用杠杆率的水平值而非变化值,是因为家庭增加负债往往是为了增加支出和消费,采用家庭杠杆的变化值将难以避免地导致支出和消费的增加,可能高估杠杆对消费的影响,采用期末的杠杆率水平也无法避免这一问题,因此,尽管 2010 年的杠杆率可能低估了家庭的负债水平,但期初杠杆率相比家庭杠杆的变化值和期末的杠杆率水平而言有着更好的外生性。此外,由于家庭会跨期平滑消费,使用期初的杠杆率并不能完全克服由此导致的反向因果内生性,因此我们采用各省在 2010 年的平均房价³作为 2010 年家庭杠杆率的工具变量。该工具变量满足相关性和外生性两个假设条件。就相关性而言,房价可能对杠杆率的分子分母同时产生影响。从工具变量回归的第一阶段回归结果来看,工具变量主要是通过影响家庭资产而影响家庭杠杆率的。同时,我们对 2010 年各省平均房价进行了弱工具变量检验,其弱工具变量检验的 F 统计量超过 10^4 ,表明使用其作为工具变量是有效的。就外生性而言,各省平均房价是外生变量,其对消费的影响主要来自房价上涨导致的资产增值而产生的“财富效应”和因购房按揭偿还贷款而出现的“房奴效应”(颜色和朱国钟,2013)。考虑到 OLS 回归可能产生的内生性,文中结论以工具变量回归为准。

同时,我们控制了可能影响家庭支出变动的其他因素。 $\Delta \ln inc_i$ 表示家庭纯收入⁵的变化。 $\Delta \ln asset_i$ 表示家庭总资产的变化,家庭总资产主要由土地、房产、金融资产、生产性固定资产和耐用消费品构成。 ΔX_i^a 表示家庭人口数量(familysize)的变化,家庭人口数量是指家庭

2 消费性支出包括食品、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。转移性支出包括上缴政府的税费、社会捐助支出和给亲戚的钱。福利性支出包括商业医保支出、商业财保支出和养老金支出。建房购房贷款支出是当年偿还的按揭贷款市值。

3 2010 年各省平均房价是指在 2010 年各省房屋平均销售价格,数据来自国家统计局。

4 考虑到篇幅的限制,此处未列出工具变量第一阶段回归的回归结果和弱工具变量检验的结果。

5 家庭纯收入包括工资性收入与经营性收入、财产性收入、转移性收入和其他收入。

的常住人口数。 X_i^b 包括了户主⁶ 性别、年龄及年龄的平方、教育程度、婚姻状况和健康状况等户主特征指标,以及家庭期初总支出、家庭期初总资产、家庭期初纯收入、家庭婚嫁情况和家庭居住状况等家庭特征指标。户主性别(male)为虚拟变量,男性赋值为 1,户主为女性则为 0。户主年龄(age)是家庭户主在 2012 年的周岁。考虑到户主年龄对支出可能存在的非线性影响,我们引入了户主年龄的平方项(age^2)。户主教育程度(edu)用其受教育年限来衡量⁷。户主婚姻状况(marriage)包括未婚、已婚、离异和丧偶。为简化起见,记户主已婚为 1,其他为 0。户主健康状况(health)分为以下 5 个等级:1 为非常健康,2 为很健康,3 为比较健康,4 为一般,5 为不健康。家庭期初总支出为家庭在 2010 年的支出水平(lnexp2010)。家庭期初总资产和家庭期初收入水平分别为家庭在 2010 年的总资产水平(lnasset2010)和家庭在 2010 年家庭纯收入水平(lnincome2010)。对于家庭婚嫁状况(wedding),家庭中有成年未婚男性赋值为 1,其他为 0。家庭居住状况(urban)用是否为城镇家庭来表示,城镇家庭赋值为 1,农村家庭赋值为 0。此外,模型中还控制了省固定效应 μ_p 。

2. 家庭杠杆对其总支出的间接影响

为检验家庭杠杆对其总支出的间接影响,我们在计量模型(1)的基础上引入收入变动和杠杆率的交互项以及资产变动和杠杆率的交互项,建立计量模型(2):

$$\Delta \ln exp_i = \alpha + \beta_1 lev_i + \beta_2 \Delta \ln inc_i + \beta_3 \Delta \ln asset_i + \beta_4 \Delta \ln inc_i * lev_i + \beta_5 \Delta \ln asset_i * lev_i + \gamma_1 \Delta X_i^a + \gamma_2 X_i^b + \mu_p + \varepsilon_i \quad (2)$$

其中,交互项 $\Delta \ln inc_i * lev_i$ 、 $\Delta \ln asset_i * lev_i$ 分别用以考察家庭杠杆对收入与支出之间关联(收入消费效应)和家庭资产(财富)与支出之间关联(财富消费效应)的影响。如果 $\Delta \ln inc_i * lev_i$ 、 $\Delta \ln asset_i * lev_i$ 的系数为正(负),那么家庭杠杆将强化(弱化)收入消费效应和财富消费效应。同样地,在计量模型(2)中,我们使用 2010 年省平均房价作为杠杆率的工具变量。同时,使用收入变动与房价之积作为收入变动与杠杆率交互项的工具变量、资产变动与房价之积作为资产变动与杠杆率交互项的工具变量⁸。

(二)数据说明

1. 数据来源

本文使用的数据全部来自北京大学“985”项目资助、北京大学中国社会科学调查中心执行的中国家庭追踪调查(CFPS)。根据模型设定,我们使用同时参加了 2010 年和 2012 年两期调查的家庭数据进行实证分析。利用 2010 年的调查数据,我们测算出家庭杠杆率(家庭总负债⁹/家庭总资产)的数值。在数据整理中,我们剔除了一些数据不全的家庭和异常值,最终得到有效样本规模 6877 个。

6 本文定义在问卷调查中对生活支出方面做出实际回答的人为户主。

7 参考李晓嘉和蒋承(2014)的做法,具体界定如下:小学以下的受教育年限为 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。

8 模型(2)弱工具变量检验表明,三个工具变量的 F 统计量均超过 10,表明其是有效的。考虑到篇幅的限制,此处未列出弱工具变量检验的结果。

9 在本文所选取的样本中,因住房产生的负债占家庭债务的 40.12%,其他负债占 59.88%。

2. 描述性统计

在确定最终样本后,按照 2010 年杠杆率的高低对样本进行分组,得到文中所涉及各主要变量的描述性统计结果,ln 表示对数值,结果如表 1 所示。从表 1 可以看出,在全样本中,2010 年家庭杠杆率均值为 0.05,标准差比较大,为 0.12,说明中国家庭负债状况差异较大。2012 年家庭总支出对数的平均值为 10.25,家庭消费性支出对数的平均值为 10.17,家庭纯收入对数的平均值为 10.06,家庭总资产对数的均值为 12.01,相比 2010 年都有所上升。从第六列到第八列可以看出,不同杠杆率水平的家庭,在总支出水平、消费水平、财富水平等方面均存在一定差异。具体而言,期初杠杆率越高的家庭,期初和期末的家庭总支出水平越高,期初的消费性支出水平也越高。同时,期初杠杆率越高的家庭,期初和期末的总资产水平越低。与期初无杠杆的家庭相比,期初有杠杆的家庭期初的家庭纯收入水平更低。

表 1 主要变量描述性统计

样本	全样本	高杠杆 家庭	低杠杆 家庭	无杠杆 家庭	高杠杆－ 低杠杆	高杠杆－ 无杠杆	低杠杆－ 无杠杆
	(1)	(2)	(3)	(4)	(2)－(3)	(2)－(4)	(3)－(4)
lev ₂₀₁₀	0.0476 (0.123)	0.360 (0.183)	0.0640 (0.0445)	0 (0)	0.2961 *** (0.0055)	0.3600 *** (0.0026)	0.0640 *** (0.0006)
lnexp ₂₀₁₂	10.25 (0.863)	10.33 (0.862)	10.28 (0.790)	10.23 (0.880)	0.0512 * (0.0388)	0.0950 *** (0.0358)	0.0432 * (0.0274)
lnexp ₂₀₁₀	9.952 (0.817)	10.27 (0.866)	9.987 (0.755)	9.900 (0.814)	0.2797 *** (0.0379)	0.3674 *** (0.0334)	0.0872 *** (0.0255)
lnpce ₂₀₁₂	10.17 (0.822)	10.21 (0.784)	10.20 (0.765)	10.15 (0.841)	0.0016 (0.0367)	0.0548 * (0.034)	0.0526 (0.0263)
lnpce ₂₀₁₀	9.764 (0.789)	9.959 (0.828)	9.785 (0.725)	9.731 (0.796)	0.1733 *** (0.0363)	0.2281 *** (0.0325)	0.0546 *** (0.0248)
lnincome ₂₀₁₂	10.06 (1.214)	10.06 (1.210)	9.993 (1.186)	10.08 (1.221)	0.0559 (0.0564)	－0.0253 (0.0497)	－0.0847 (0.0386)
lnincome ₂₀₁₀	9.936 (0.952)	9.871 (0.927)	9.861 (0.887)	9.965 (0.970)	0.0097 (0.0429)	－0.0930 *** (0.0393)	－0.1023 *** (0.0303)
lnasset ₂₀₁₂	12.01 (1.288)	11.92 (1.221)	12.00 (1.071)	12.02 (1.346)	－0.0841 * (0.0536)	－0.1046 ** (0.0542)	－0.0209 * (0.0411)
lnasset ₂₀₁₀	11.62 (1.441)	11.38 (1.147)	11.81 (1.015)	11.61 (1.559)	－0.4302 *** (0.0506)	－0.2351 *** (0.0616)	0.1954 *** (0.0466)
N	6877	688	1239	4950	－	－	－

注:高杠杆家庭指 2010 年杠杆率在全样本中排在前 10% 的家庭,低杠杆家庭指除去高杠杆家庭后杠杆率为正的所有家庭,无杠杆家庭指杠杆率为 0 的家庭。第六列到第八列报告的是各组样本之间重要变量差额的 t 检验,H0 为差额等于 0,即不同样本之间主要变量没有显著差异,***、**和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著不等于零,括号中报告的是标准误。受篇幅限制,本表中未显示模型控制变量的描述性统计和相关检验的结果,感兴趣的读者可与作者联系索取。

四、实证结果及分析

(一)家庭杠杆对总支出影响的实证结果

模型(1)和模型(2)的回归结果如表 2 所示。表 2 第二列和第三列分别显示了计量模型(1)的 OLS 回归结果和工具变量回归结果。回归结果表明,杠杆率前面的系数显著性为负,说明居民家庭杠杆显著地抑制了其总支出的增加。家庭纯收入变动对家庭总支出的变动有显著的正向影响,即收入消费效应为正。家庭总资产变动对家庭总支出变动的影响显著为正,反映了财富变动对支出变动的正向影响,即财富消费效应也为正。

表 2 家庭杠杆对居民家庭总支出直接和间接影响的回归结果

变量	家庭总支出							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.135 ** (-2.002)	-0.115 * (-1.674)	-0.115 * (-1.660)	-3.720 *** (-3.348)	-0.221 *** (-2.640)	-5.573 *** (-3.341)	-0.210 ** (-2.501)	-5.860 *** (-3.154)
Δlninc	0.0911 *** (11.00)	0.0958 *** (11.56)	0.0960 *** (10.87)	0.116 *** (3.060)	0.0908 *** (10.96)	0.0899 *** (8.308)	0.0964 *** (10.90)	0.139 *** (2.917)
Δlnasset	0.144 *** (14.76)	0.145 *** (14.99)	0.143 *** (14.74)	0.145 *** (12.69)	0.140 *** (14.00)	0.0602 * (1.733)	0.139 *** (13.91)	0.0480 (1.184)
Δlninc * lev			-0.0899 (-1.533)	-0.397 (-0.581)			-0.102 * (-1.709)	-0.911 (-1.042)
Δlnasset * lev					0.116 * (1.716)	2.436 *** (2.635)	0.130 * (1.894)	2.714 ** (2.570)

注：***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著,括号中报告的是以稳健标准误计算的 t 值。受篇幅限制,本表中未显示模型控制变量和相关检验的结果,有兴趣的读者可与作者联系索取。下同。

表 2 第四列和第七列分别显示了在模型(1)的基础上加入收入变动与杠杆率、资产变动与杠杆率交互项后模型(2)的 OLS 回归结果和工具变量回归结果。从第四列和第五列可以看出,收入变动和杠杆率交互项的系数不显著,即家庭杠杆没有对收入消费效应产生显著的促进或阻碍作用。而第六列和第七列回归结果显示,资产变动和杠杆率交互项的系数显著为正,表明家庭杠杆强化了财富消费效应。表 2 第八列和第九列显示的是同时考虑了家庭杠杆对收入消费效应和资产消费效应影响的计量模型(2)的 OLS 和工具变量回归结果。从收入变动和杠杆率交互项系数和资产变动和杠杆率交互项系数的显著性来看,与前面单独检验家庭杠杆对收入消费效应和财富消费效应影响的结果一致,进一步验证了家庭杠杆具有强化家庭总支出财富消费效应的结论。

(二)家庭杠杆对消费性支出的影响

前述表明,家庭总支出包括消费性支出、转移性支出、福利性支出和建房购房贷款支出,其中,消费性支出所占比例最大。因此探讨家庭杠杆如何影响家庭消费的影响,其关键是检验其对家庭消费性支出的影响。基于此,按照 CFPS 有关家庭支出的分类数据,我

们进一步考察家庭杠杆对消费性支出的影响。

表 3 显示的是将模型(1)和(2)中的被解释变量替换为消费性支出变动的回归结果。结果显示,家庭期初的杠杆率水平对其消费性支出变动没有显著影响。家庭纯收入变动与家庭总资产变动对家庭消费性支出的变动均有显著的正向影响,收入消费效应和财富消费效应显著为正。家庭杠杆对消费性支出的间接影响与其对总支出的间接影响类似,即家庭杠杆对收入消费效应的影响不显著,但对财富消费效应的影响为正,即家庭杠杆会强化财富消费效应,随着杠杆率的上升,家庭资产价值的上升会更大幅度地促进消费性支出的增加。从收入变动和杠杆率交互项系数和资产变动和杠杆率交互项系数的显著性来看,与前面检验家庭杠杆对收入消费效应和财富消费效应影响的结果一致,进一步验证了家庭杠杆具有强化消费性支出财富消费效应的结论。综合上述结果我们可以发现,家庭杠杆对消费性支出的直接影响不显著,但会强化财富对消费性支出的正向促进作用。

表 3 家庭杠杆对居民家庭消费性支出直接和间接影响的回归结果

变量	消费性支出							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	0.0868 (1.167)	0.102 (1.358)	0.105 (1.365)	-2.470** (-2.464)	0.0532 (0.582)	-4.379*** (-2.845)	0.0634 (0.689)	-4.619*** (-2.728)
Δlninc	0.0811*** (9.644)	0.0848*** (10.14)	0.0859*** (9.574)	0.0967*** (2.788)	0.0810*** (9.628)	0.0790*** (7.709)	0.0860*** (9.580)	0.120*** (2.744)
Δlnasset	0.128*** (13.16)	0.128*** (13.26)	0.128*** (13.14)	0.128*** (12.10)	0.126*** (12.63)	0.0414 (1.292)	0.125*** (12.52)	0.0313 (0.834)
Δlninc * lev			-0.0863 (-1.313)	-0.235 (-0.376)			-0.0918 (-1.374)	-0.750 (-0.937)
Δlnasset * lev					0.0449 (0.621)	2.482*** (2.844)	0.0579 (0.789)	2.712*** (2.730)

注：***、**和* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平上显著,括号中报告的是以稳健标准误计算的 t 值。

(三)基于消费结构和城乡居民家庭差异的进一步分析

1. 家庭杠杆对消费结构的影响

当前我国经济正处于结构转型阶段,伴随着经济结构的转型,家庭消费也在逐渐升级。家庭消费的转型升级也有利于促进经济结构的转型。因此,在分析居民家庭杠杆对消费影响时,有必要进一步考察家庭杠杆对消费结构的影响。根据国家统计局的分类,家庭消费性支出包括食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育、文化和娱乐、医疗保健和其他用品和服务等 8 个类别,CFPS 数据库据此也将样本中的消费性支出划分为对应的 8 类。参考李晓楠和李锐(2013)的分类方法,我们把家庭消费性支出分为生存型消费和发展与享受型消费两类。其中生存型消费包括食品、衣着和居住¹⁰三个类别,是为了满

¹⁰ 食品包括外出就餐费、香烟酒水费、食品花费、自产农产品。衣着包括衣服、鞋帽、裤袜、手套、围巾等等。居住包括水电费、燃料费、取暖费、物业费、现住房的房租(自有住房者无房租支出)。

足家庭基本生存需要而进行的消费;发展与享乐型消费包括生活用品、医疗保健、交通通讯、文化娱乐和其他消费¹¹,是人们为了寻求更好的发展和满足享受需要而产生的消费。

表 4 显示了以生存型消费和发展与享受型消费作为被解释变量的计量模型(1)和(2)的回归结果。从杠杆对两种消费的直接影响来看,家庭杠杆会直接促进生存型消费的增加,但会抑制发展与享受型消费的增加。在间接影响方面,家庭杠杆对生存型消费的影响主要体现在其对财富消费效应的强化作用上。家庭杠杆对发展与享乐型消费的财富消费效应影响不显著,而对其收入消费效应有弱化作用。

表 4 家庭杠杆对居民家庭消费结构影响的回归结果

变量	生存型消费							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	0.532 *** (5.693)	0.546 *** (5.841)	0.548 *** (5.773)	-2.061 * (-1.674)	0.587 *** (5.123)	-5.323 ** (-2.573)	0.594 *** (5.197)	-5.057 ** (-2.424)
Δlninc	0.0913 *** (9.102)	0.0942 *** (9.456)	0.0953 *** (8.899)	0.00830 (0.167)	0.0914 *** (9.117)	0.0852 *** (6.545)	0.0951 *** (8.877)	0.0402 (0.726)
Δlnasset	0.0873 *** (7.295)	0.0899 *** (7.659)	0.0870 *** (7.272)	0.0952 *** (7.363)	0.0899 *** (7.306)	-0.0514 (-1.293)	0.0893 *** (7.246)	-0.0402 (-0.940)
Δlninc * lev			-0.0728 (-0.937)	1.550 * (1.676)			-0.0665 (-0.844)	0.832 (0.802)
Δlnasset * lev					-0.0739 (-0.780)	4.037 *** (3.630)	-0.0645 (-0.669)	3.782 *** (3.227)
	发展与享乐型消费							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.185 * (-1.694)	-0.188 * (-1.718)	-0.172 (-1.548)	-2.646 (-1.582)	-0.326 ** (-2.359)	-3.262 (-1.455)	-0.317 ** (-2.294)	-4.003 (-1.577)
Δlninc	0.0703 *** (5.340)	0.0740 *** (5.609)	0.0737 *** (5.254)	0.183 *** (2.982)	0.0699 *** (5.306)	0.0713 *** (5.128)	0.0743 *** (5.296)	0.198 *** (2.815)
Δlnasset	0.153 *** (10.38)	0.152 *** (10.42)	0.153 *** (10.37)	0.148 *** (9.416)	0.147 *** (9.617)	0.118 ** (2.315)	0.146 *** (9.558)	0.0862 (1.432)
Δlninc * lev			-0.0611 (-0.682)	-2.008 * (-1.823)			-0.0803 (-0.894)	-2.335 * (-1.813)
Δlnasset * lev					0.189 * (1.779)	1.006 (0.749)	0.200 * (1.869)	1.722 (1.108)

注:同表 3 注解。

2. 城乡居民家庭差异视角下的家庭杠杆对消费的影响

长期的二元经济结构使得我国城镇居民家庭与农村居民家庭在家庭收入、家庭负债、家庭消费方面均存在较大的差异,进而有可能对城乡居民家庭杠杆与消费之间的关联产

¹¹ 生活用品包括雇工费、日用品费、汽车购置费、其他交通通讯工具购买维修费、家电购置费、家具购置费及其他耐用品支出。医疗保健包括医疗支出、保健费用(包括健身锻炼及购买相关产品器械、保健品等)。交通通讯包括邮电通讯费和本地交通费。文娱包括文化娱乐支出、旅游支出、教育培训支出。其他包括彩票支出、美容支出和其他支出。

生不同的影响。因此,为考察家庭杠杆对消费的影响在城镇居民和农村居民之间是否存在差异,我们将样本进一步分为城镇居民和农村居民。

利用城镇居民和农村居民两组样本的数据,基于模型(1)和模型(2),我们分别对城乡居民的家庭杠杆对其总支出、消费性支出、生存型消费和发展与享乐型消费的直接和间接影响进行了回归。回归结果如表 5 至表 8 所示。从表 5 至表 8 的回归结果来看,与总样本的回归结果有所不同的是,杠杆对家庭总支出的直接抑制作用仅体现在城镇居民家庭中,而其对家庭总支出财富消费效应的强化作用仅体现在农村居民家庭中。家庭杠杆对城镇居民家庭的消费性支出直接影响为负,而对农村家庭的消费性支出的直接影响为正;与对家庭总支出的影响类似,家庭杠杆对家庭消费性支出财富消费效应的强化作用仅体现在农村居民家庭中。此外,家庭杠杆对生存型消费的直接促进作用仅体现在农村居民家庭中,而对发展与享乐型消费的直接抑制作用仅体现在城镇居民家庭中;与对总支出和消费性支出的影响类似,家庭杠杆对生存型消费的财富消费效应的强化作用仅体现在农村居民家庭中。

表 5 家庭杠杆对城乡居民家庭总支出直接和间接影响的回归结果

变量	城镇居民家庭总支出							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.275 ** (-2.509)	-0.299 *** (-2.671)	-0.284 ** (-2.461)	-3.621 ** (-2.413)	-0.336 ** (-2.491)	-5.696 ** (-2.155)	-0.341 ** (-2.485)	-6.183 * (-1.867)
Δlninc	0.106 *** (7.990)	0.114 *** (8.589)	0.105 *** (7.548)	0.137 ** (2.169)	0.106 *** (7.966)	0.0988 *** (5.725)	0.105 *** (7.544)	0.175 * (1.799)
Δlnasset	0.123 *** (10.28)	0.122 *** (10.31)	0.123 *** (10.28)	0.116 *** (8.048)	0.121 *** (9.964)	0.0684 (1.526)	0.121 *** (9.967)	0.0479 (0.727)
Δlninc * lev			0.0423 (0.347)	-0.790 (-0.519)			0.0363 (0.293)	-1.932 (-0.770)
Δlnasset * lev					0.0739 (0.871)	2.034 (1.221)	0.0711 (0.828)	2.658 (1.171)
	农村居民家庭总支出							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.0211 (-0.247)	0.0246 (0.287)	0.00450 (0.0530)	-2.827 (-1.467)	-0.122 (-1.113)	-3.333 (-1.612)	-0.111 (-1.023)	-3.465 (-1.630)
Δlninc	0.0729 *** (6.824)	0.0745 *** (7.009)	0.0807 *** (6.942)	0.0951 * (1.691)	0.0727 *** (6.795)	0.0738 *** (5.808)	0.0815 *** (7.006)	0.0899 (1.533)
Δlnasset	0.170 *** (10.26)	0.172 *** (10.55)	0.170 *** (10.24)	0.181 *** (9.543)	0.163 *** (9.515)	0.0594 (1.112)	0.161 *** (9.397)	0.0560 (1.053)
Δlninc * lev			-0.120 * (-1.954)	-0.254 (-0.295)			-0.137 ** (-2.219)	-0.247 (-0.275)
Δlnasset * lev					0.144 (1.467)	2.316 ** (2.197)	0.171 * (1.733)	2.377 ** (2.248)

注:同表 3 注解。

表 6 家庭杠杆对城乡居民家庭消费性支出直接和间接影响的回归结果

变量	城镇居民家庭消费性支出							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.210 [*] (-1.815)	-0.228 [*] (-1.936)	-0.233 ^{**} (-1.985)	-2.513 [*] (-1.852)	-0.255 [*] (-1.786)	-4.201 [*] (-1.776)	-0.271 [*] (-1.894)	-4.564 (-1.583)
Δlninc	0.0917 ^{***} (7.375)	0.0995 ^{***} (7.982)	0.0873 ^{***} (6.635)	0.114 ^{**} (2.019)	0.0916 ^{***} (7.353)	0.0881 ^{***} (5.770)	0.0873 ^{***} (6.632)	0.145 [*] (1.706)
Δlnasset	0.103 ^{***} (8.998)	0.101 ^{***} (8.948)	0.103 ^{***} (9.016)	0.0975 ^{***} (7.596)	0.101 ^{***} (8.705)	0.0582 (1.487)	0.102 ^{***} (8.727)	0.0429 (0.749)
Δlninc * lev			0.109 (0.917)	-0.528 (-0.387)			0.105 (0.867)	-1.443 (-0.660)
Δlnasset * lev					0.0553 (0.632)	1.662 (1.129)	0.0473 (0.537)	2.128 (1.066)

	农村居民家庭消费性支出							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	0.279 ^{***} (2.902)	0.310 ^{***} (3.243)	0.310 ^{***} (3.208)	-1.825 (-1.021)	0.260 ^{**} (2.189)	-2.631 (-1.296)	0.271 ^{**} (2.275)	-2.642 (-1.291)
Δlninc	0.0646 ^{***} (5.667)	0.0652 ^{***} (5.819)	0.0739 ^{***} (6.020)	0.0703 (1.264)	0.0646 ^{***} (5.664)	0.0622 ^{***} (4.696)	0.0742 ^{***} (6.033)	0.0636 (1.056)
Δlnasset	0.159 ^{***} (9.331)	0.159 ^{***} (9.525)	0.159 ^{***} (9.300)	0.166 ^{***} (8.960)	0.158 ^{***} (8.835)	0.00675 (0.115)	0.156 ^{***} (8.708)	0.00646 (0.112)
Δlninc * lev			-0.143 ^{**} (-2.065)	-0.0295 (-0.0345)			-0.148 ^{**} (-2.150)	-0.0210 (-0.0227)
Δlnasset * lev					0.0275 (0.270)	3.042 ^{***} (2.620)	0.0567 (0.566)	3.048 ^{***} (2.649)

注：同表 3 注解。

表 7 家庭杠杆对城乡居民家庭生存型消费直接和间接影响的回归结果

变量	城镇居民家庭生存型消费							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	0.176 (1.294)	0.173 (1.267)	0.150 (1.059)	-1.125 (-0.750)	0.207 (1.169)	-2.218 (-0.890)	0.188 (1.061)	-1.904 (-0.726)
Δlninc	0.0843 ^{***} (5.811)	0.0916 ^{***} (6.324)	0.0793 ^{***} (5.141)	0.0238 (0.341)	0.0845 ^{***} (5.807)	0.0848 ^{***} (5.075)	0.0793 ^{***} (5.141)	0.0355 (0.455)
Δlnasset	0.0449 ^{***} (3.272)	0.0426 ^{***} (3.177)	0.0453 ^{***} (3.306)	0.0456 ^{***} (3.084)	0.0458 ^{***} (3.305)	0.0117 (0.331)	0.0464 ^{***} (3.349)	0.0249 (0.567)
Δlninc * lev			0.122 (0.810)	1.595 (0.928)			0.126 (0.831)	1.248 (0.624)
Δlnasset * lev					-0.0377 (-0.277)	1.211 (0.893)	-0.0473 (-0.344)	0.808 (0.500)

续表

	农村居民家庭生存型消费							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	0.722 *** (5.703)	0.737 *** (5.902)	0.756 *** (6.037)	-5.005 (-1.594)	0.824 *** (5.538)	-7.528 ** (-1.971)	0.835 *** (5.631)	-6.656 * (-1.737)
Δlninc	0.0862 *** (6.251)	0.0851 *** (6.264)	0.0964 *** (6.455)	-0.0110 (-0.0968)	0.0865 *** (6.275)	0.0816 *** (3.606)	0.0959 *** (6.416)	-0.0244 (-0.209)
Δlnasset	0.153 *** (7.491)	0.157 *** (7.716)	0.153 *** (7.456)	0.179 *** (6.403)	0.161 *** (7.453)	-0.166 (-1.580)	0.159 *** (7.347)	-0.144 (-1.338)
Δlninc * lev			-0.156 * (-1.864)	1.614 (0.914)			-0.145 * (-1.704)	1.631 (0.888)
Δlnasset * lev					-0.146 (-1.131)	6.558 *** (3.074)	-0.117 (-0.908)	6.155 *** (2.850)

注:同表 3 注解。

表 8 家庭杠杆对城乡居民家庭发展与享受型消费直接和间接影响的回归结果

变量	城镇居民家庭发展与享受型消费							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.378 ** (-2.029)	-0.407 ** (-2.175)	-0.395 ** (-2.178)	-2.853 (-1.234)	-0.513 ** (-2.278)	-4.987 (-1.286)	-0.523 ** (-2.360)	-5.922 (-1.174)
Δlninc	0.0993 *** (4.952)	0.106 *** (5.299)	0.0960 *** (4.592)	0.194 * (1.805)	0.0989 *** (4.922)	0.0934 *** (3.889)	0.0961 *** (4.592)	0.240 (1.495)
Δlnasset	0.143 *** (7.456)	0.145 *** (7.662)	0.143 *** (7.466)	0.135 *** (6.294)	0.139 *** (7.101)	0.0931 (1.355)	0.139 *** (7.109)	0.0537 (0.507)
Δlninc * lev			0.0814 (0.483)	-2.343 (-0.907)			0.0681 (0.397)	-3.712 (-0.899)
Δlnasset * lev					0.164 (1.074)	1.986 (0.782)	0.158 (1.032)	3.185 (0.875)

	农村居民家庭发展与享受型消费							
	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV	OLS	IV
lev	-0.00689 (-0.0506)	-0.00165 (-0.0122)	0.0105 (0.0758)	-0.461 (-0.162)	-0.158 (-0.884)	0.505 (0.166)	-0.150 (-0.837)	-0.570 (-0.182)
Δlninc	0.0464 *** (2.644)	0.0496 *** (2.846)	0.0517 *** (2.734)	0.181 ** (2.035)	0.0459 *** (2.622)	0.0491 *** (2.769)	0.0528 *** (2.792)	0.180 ** (2.030)
Δlnasset	0.156 *** (6.618)	0.156 *** (6.807)	0.155 *** (6.609)	0.153 *** (6.194)	0.145 *** (5.894)	0.159 * (1.866)	0.143 *** (5.829)	0.132 (1.546)
Δlninc * lev			-0.0816 (-0.797)	-2.011 (-1.461)			-0.105 (-1.047)	-2.010 (-1.455)
Δlnasset * lev					0.216 (1.513)	-0.0888 (-0.0532)	0.237 * (1.672)	0.408 (0.244)

注:同表 3 注解。

(四)实证结果分析

上述实证结果表明,居民家庭杠杆对家庭消费支出的影响是一把“双刃剑”。家庭在期初的杠杆水平会显著地抑制家庭当期总支出的增加,这表明尽管在现实中家庭“加杠杆”的目的可能是为了增加消费,但负债形成后,已有的杠杆水平本身会对当期的支出变动产生负向影响。家庭杠杆对总支出增加的抑制作用可能通过以下几个渠道产生:第一,当期支出的增加受到了已有还款需求的限制;第二,家庭的杠杆水平越高,其取得贷款的可能性就越低,阻碍了支出的增加;第三,我国居民债务厌恶的情绪可能使得其对期初较高的债务水平感到不适,从而增加当期的预防性储蓄,抑制了总支出的增加。不仅如此,杠杆还会强化家庭总支出的财富消费效应,这表明随着家庭杠杆率上升,家庭总资产的增加会更大幅度地促进家庭总支出的增加。导致这一结果的原因可能与财富边际消费倾向递减有关。由本文表 1 描述性统计结果可知,杠杆率越高的家庭,其总资产水平值越低。因此,其财富边际消费倾向可能越高。当杠杆增加时,家庭资产价值上升会更大幅度地增加支出。需要注意的是,如果家庭总资产减少,家庭杠杆则可能会进一步强化财富减少对支出变动的负向影响,使得家庭支出进一步减少。此外,杠杆对家庭总支出的收入消费效应无显著影响,可能与杠杆率和收入水平负向关系不显著有关。

对家庭总支出中消费性支出的研究表明,居民家庭杠杆对消费性支出的直接影响不显著。家庭杠杆对总支出的影响显著为负,但对消费性支出的影响不显著,这可能与杠杆对总支出中其他支出的影响有关¹²。此外,杠杆也会强化消费性支出的财富消费效应,即当杠杆率上升时,家庭总资产的增加会更大幅度地促进家庭消费性支出的增加。与前述分析类似,该现象产生的原因可能是,在其他因素不变的情况下,杠杆率越高的家庭可能拥有更高的财富边际消费倾向。

从家庭杠杆对消费结构的影响来看,家庭杠杆直接促进了生存型消费的增加,但抑制了发展与享受型消费的增加。这可能与两类消费的特征和构成有关。生存型消费是家庭相对刚性的支出需求,发展与享受型消费则是弹性更大的高层次支出需求。与家庭杠杆抑制家庭当期总支出增加的作用渠道类似,在家庭已负债的情况下,面对未来还款需求的压力,需求弹性较大的发展与享受型消费会受到限制;而且,从发展与享受型消费的构成来看,其包括汽车购置、其他交通通讯工具购买维修、家电购置、家具购置及其他耐用品等方面的需求支出,这类需求往往会在一定程度上借助于消费信贷来实现,而已有的负债水平可能会限制其获得信贷的可能性,从而限制其用消费信贷来满足发展与享受型消费需求的实现。而在发展与享受型消费受到抑制的情况下,家庭消费的增加则主要体现为生存型消费的增加,或者家庭进一步负债的目的则主要是满足生存型消费的相对刚性需求。

¹² 通过对杠杆对家庭总支出中的转移性支出、福利性支出和建房购房贷款支出的影响进行回归检验,我们发现,杠杆对家庭总支出变动的负向影响主要体现在转移性支出上。其原因可能在于杠杆产生后,面临还债压力的家庭心理账户中的“闲钱”可能会作为未来还债的预防性储蓄,而不是转移给亲戚朋友或进行社会捐赠,因此更倾向于削减转移性支出。

从这一角度来看,负债对发展与享受型消费的抑制作用是直接的,而对生存型消费的促进作用则可能是间接的。同时,家庭杠杆对发展与享乐型消费的财富消费效应影响不显著,而对其收入消费效应有弱化作用,这可能与我国家庭较保守的消费行为有关。综上,随着家庭杠杆率的上升,家庭资产价值上升会更大幅度地促进生存型消费,收入上升反而会抑制发展与享乐型消费的增加,不利于提高家庭的生活品质和消费的优化升级。

从家庭杠杆对城乡居民家庭的影响差异来看,杠杆对家庭总支出的直接抑制作用仅体现在城镇居民家庭中,而其对家庭总支出财富消费效应的强化作用仅体现在农村居民家庭中。一个可能的原因是,城镇居民家庭可能对杠杆本身更为敏感,杠杆本身带来的不适使城镇居民家庭倾向于减少家庭总支出;而农村居民家庭发生借贷后,在其他条件不变的情况下,净资产相比于无杠杆的家庭而言更低,使得有杠杆的农村居民家庭边际消费倾向可能更高,因此在杠杆增加时,家庭资产价值上升会更大幅度地增加支出。家庭杠杆对城镇居民家庭的消费性支出直接影响为负,而对农村居民家庭的消费性支出的直接影响为正,这可能是由于农村居民家庭借款用于进行消费性支出的比例更大,后期的消费性支出由于惯性也处于较高水平,而城镇家庭更有可能将借款用于购房,因此在杠杆增加后削减了消费性支出。同时,与对家庭总支出的影响类似,家庭杠杆对家庭消费性支出财富消费效应的强化作用,以及对生存型消费的直接促进作用都仅体现在农村居民家庭中,而对发展与享乐型消费的直接抑制作用仅体现在城镇居民家庭中,这表明不论是对于农村还是城镇居民家庭,杠杆的存在都不利于其消费结构的升级。最后,与对总支出和消费性支出的影响类似,家庭杠杆对生存型消费的财富消费效应的强化作用仅体现在农村居民家庭中。

(五)稳健性检验

在上述实证模型的解释变量中,在使用家庭纯收入衡量收入对消费的影响时,由于农村家庭和城市家庭收入来源不同,可能会影响实证结果的稳健性。同时,尽管家庭纯收入中经营性收入、财产性收入、转移性收入和其他收入占比不高,但经营性收入和财产性收入也会受经济周期因素的影响而发生波动,转移性收入的不确定性也较大,进而对家庭纯收入的稳定性产生影响。考虑到家庭工资性收入一般而言较为稳定,且占比较高¹³,我们将家庭纯收入的变化替换为家庭工资性收入的变化($\Delta \ln wage_i$)进行稳健性检验,所得主要结论与上文所述基本保持一致,这表明本文主要结论具有稳健性¹⁴。

五、结论与政策含义

本文在对现有文献进行梳理的基础上,使用 CFPS 中国家庭追踪调查的微观数据,实

¹³ 工资性收入是指家庭成员从事农业打工或从事非农受雇工作挣取的税后工资、奖金和实物形式的福利。2012 年工资性收入分别占城市居民和农村居民家庭纯收入的 63.21% 和 68.27%,2010 年工资性收入分别占城市居民和农村居民家庭纯收入的 69.16% 和 58.85%。

¹⁴ 由于篇幅所限我们没有列示稳健性检验的回归结果,有兴趣的读者可以向作者索取。

证检验了我国居民家庭杠杆对家庭总支出、消费性支出和消费结构的直接和间接影响以及这些影响在城乡居民家庭中的差异。实证结果显示,第一,居民家庭杠杆对家庭总支出的影响为负,但会强化家庭总支出和消费性支出的财富消费效应;第二,居民家庭杠杆对满足低层次需求的生存型消费的增加有显著促进作用,而对更高层次的发展与享乐型消费的增加具有抑制作用,并且会强化家庭财富对生存型消费的正向促进作用;就家庭杠杆对城乡居民家庭消费的影响差异而言,家庭杠杆会抑制城镇居民家庭的总支出增加,但会促进农村居民家庭消费性支出和生存型消费的增加并强化其生存型消费的财富消费效应。

本文的实证分析结果表明,居民家庭杠杆对消费的影响是一把“双刃剑”。虽然居民家庭“加杠杆”的目的可能是为了消费,但负债形成后,已有的杠杆会阻碍家庭总支出的增加,因此“加杠杆”对支出的促进作用不具有持续性。此外,虽然随着家庭杠杆率的上升,家庭资产价值上升会更大幅度地促进消费的增加尤其是生存型消费的增加,但不利于消费结构的优化升级。因此,从促进消费增长和消费结构转型升级的角度来看,加杠杆可能并不是一个有效的途径,而增加家庭收入和以总资产为代表的家庭财富才是其根本之道。

参 考 文 献

- [1] 李晓嘉和蒋承,2014,《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》,《金融研究》第9期,第115~127页。
- [2] 李晓楠和李锐,2013,《我国四大经济地区农户的消费结构及其影响因素分析》,《数量经济技术经济研究》第9期,第89~105页。
- [3] 徐润和陈斌开,2015,《个人所得税改革可以刺激家庭消费吗?——来自2011年所得税改革的证据》,《金融研究》第11期,第80~97页。
- [4] 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。
- [5] Bacchetta, P., and S. Gerlach. 1997. “Consumption and Credit Constraints: International Evidence”, *Journal of Monetary Economics*, 40(40):207~238.
- [6] Baker, S. 2015. “Debt and the Consumption Response to Household Income Shocks”, Mimeo, Northwestern University.
- [7] Cecchetti, S. G., Mohanty M. S. and F. Zampolli. 2011. “The Real Effects of Debt”, BIS Working Paper, No. 352.
- [8] Cooper, D. H. 2012. “U. S. Household Deleveraging: What Do the Aggregate and Household Level Data Tell Us?” *Public Policy Briefs*, No. 2012-2.
- [9] Dynan, K. 2012. “Is A Household Debt Overhang Holding Back Consumption?” *Brookings Papers On Economic Activity*, 1(1):299~362.
- [10] Dynan, K., and W. Edelberg. 2013. “The Relationship Between Leverage and Household Spending Behavior: Evidence from The 2007-2009 Survey of Consumer Finances”, *Federal Reserve Bank of St Louis Review*, 95(5):425~448.
- [11] Johnson, K., and G. Li. 2007. “Do High Debt Payments Hinder Household Consumption Smoothing?” *Finance and Economics Discussion*, 19(1):59~72.
- [12] McCarthy, J. 1997. “Debt, Delinquencies, and Consumer Spending”, *Current Issues in Economics and Finance*, 3(3):1~6.

[13] Mian, A. 2013. “Household Balance Sheets, Consumption, and The Economic Slump”, *Quarterly Journal of Economics*, 128(4):1687 ~ 1726.

[14] Mishkin, F. S. 1976. “Illiquidity, Consumer Durable Expenditure, and Monetary Policy”, *American Economic Review*, 66(4):642 ~ 654.

[15] Yao, J. , Fagereng, A. , and G. Natvik. 2015. “Housing, Debt, And The Marginal Propensity to Consume”, Working Paper, 2015.

Does ‘Adding Leverage’ Stimulate Household Consumption?
Evidence from Chinese Household Survey

PAN Min LIU Zhiqi

(Center for Economic Development Research/Economics and Management School, Wuhan University)

Abstract: Using China Family Panel Studies (CFPS) dataset, this paper examines the effects of household leverage on household consumptions, as well as the differences of the effects among different consumptions and between urban and rural households. We show that household leverage negatively correlates with spending. However, households with higher leverage tend to spend and consume more when their wealth changes. Household leverage has a significantly negative impact on the development and enjoyment of consumption while it exerts a positive influence on survival consumption which is more sensitive to wealth fluctuations. As far as the differences between urban and rural households, leverage dampers the spending of urban households and promotes consumption especially survival consumption of rural households which is more sensitive to wealth fluctuations as leverage increases. The results implicate that increasing household income and wealth, rather than ‘adding leverage’, is an efficacious method to stimulate consumption and to optimize consumption structure.

Key words: Household Leverage, Consumption, Consumption Structure

(责任编辑:林梦瑶)(校对:ZL)