

房价预期与城市家庭消费

——基于 CHFS 数据的实证研究*

段忠东 吴文慧

内容摘要：本文基于 CHFS 数据实证研究适应性房价预期对中国城市家庭消费的影响效果及其传导机制。总体效应研究发现：房价上涨预期不仅强化家庭预防性储蓄，而且提高家庭房产比重并降低流动性财富，进而对家庭消费产生挤出效应，且不利于消费结构的升级。异质性和拓展性研究表明：第一，较高的收入水平与就业正规性缓解房价上涨预期对家庭消费的挤出作用，而较高的背景风险、经济不确定性和较低的金融发展水平放大房价上涨预期对家庭消费的抑制作用。第二，相比于多套房家庭，房价上涨预期对一套房家庭消费的挤出效应更大，并对无房的租房家庭消费产生预算约束效应。第三，在房价上涨预期下，家庭持有房贷能够平滑消费。第四，主观房价上涨预期对家庭消费的总体影响呈现促进效应。本文政策建议：坚持“房住不炒”和“稳预期”的政策基调，提高中低收入群体收入，完善社会福利和社会保障，稳定经济预期，提升地区金融发展水平。

关键词：房价预期 家庭消费 挤出效应 CHFS 数据 适应性预期

一、引言

消费是经济发展的持久动力，是构建国内大循环的基础和保证，在经济发展中发挥基础性作用。然而，中国的现实情形是，居民消费的增长平均而言低于经济增长速度（臧旭恒和易行健，2023），居民消费率长期低于欧美发达国家，甚至低于印度、巴西等发展中国家（刘长庚等，2023）。消费需求不足已成为困扰我国实现高质量发展的关键问题。对此，习近平总书记明确提出将扩大内需作为构建新发展格局的战略基点，《国民经济和社会发展的第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出“全面促进消费”。因此，探讨居民消费的关键影响因素尤为重要。

住房具有消费品和投资品双重属性，是家庭拥有的主要财富形式，其价格波动必然对消费决策产生重要影响。住房分配市场化改革以来，中国大中城市的住房价格总体经历大幅上涨，城市家庭的住房拥有率和房产财富比重显著提升，平均而言，2019 年城镇家庭住房拥有率为 87.21%，住房资产比重达到 62.59%^①。与此同时，城镇居民人均消费增速却逐步缩减。经测算，2009 年至 2019 年间，中国房价预期上涨比例和城镇居民人均消费增长率的相关系数为-0.14，这可能意味着房价上涨预期并未有效提升居民消费，却对居民消费增长产生抑制效果，尤其是在 2014 年末房地产市场进入繁荣阶段，两者的反向关系表现得更加明显（如图 1 所示）。根据理论，经济主体的房价预期会改变其房产持有成本，对购房需求产生影响，进而影响住房价格。研究表明，对居民消费发挥主要作用的是家庭财富的持久性变动部分，而非暂时性变动部分（Lettau & Ludcigson, 2004），而住房财富的持久性变动主要体现在家庭对住房价格的未来预期（刘也等，2017）。具体而言，房价持续上涨态势强化居民的房价看涨预期，并通过改变家庭的资产配置以及调整住房消费和非住房消费的偏好权重，进而影响家庭消费行为（李春风等，2018）。可见，经济主体的房价预期可能对其消费决策产生重要影响。

当前，我国经济依然面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，房地产市场下滑与居民消费增长乏力并存。“保持房地产市场平稳健康发展，并促进消费”已经成为政策当局战略目标，也是社会各界高度关注的焦点问题。党的二十大报告指出“扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用”，《国民经济和社

* 段忠东，厦门理工学院经济与管理学院教授、金融学博士、硕士生导师，邮政编码：361024，电子邮箱：zdduan@xmut.edu.cn；吴文慧（通讯作者），厦门理工学院经济与管理学院硕士生，邮政编码：361024，电子邮箱：1115981096@qq.com。本研究系国家自然科学基金面上项目“住房约束下中国家庭消费与资产配置问题研究”（批准号 18BJY065）的阶段性成果。

^① 由 2019 年中国家庭金融调查数据（CHFS）统计得出。

会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》强调继续“稳地价、稳房价、稳预期”。已有研究往往考察房地产价格如何影响居民消费，而较少关注于房价预期的作用机制与实际效果。在分析框架中引入房价预期是否能够对家庭消费变动作出不同的解释？房价预期与家庭消费之间存在怎样的传导机制，其总体影响效果如何？对于不同类型特征的家庭，房价上涨预期对其消费支出的影响效果存在怎样的异质性？对以上问题展开研究，一方面有助于拓展住房资产与消费决策关系的理论研究，另一方面可以为扩大内需和促进房地产市场平稳发展的政策制定提供微观基础和决策依据，无疑具有重要的理论和现实意义。

本文采用 2013 年、2015 年、2017 年和 2019 年中国家庭金融调查数据（CHFS）构造追踪平衡面板数据或截面数据，实证检验房价预期对城镇家庭消费的实际影响效果及其传导机制。本文的主要贡献在于：第一，在消费决策的分析框架中引入房价预期，提出并检验了房价预期影响家庭消费的预防性储蓄和流动性约束传导机制。第二，已有微观层面的文献大多采用截面数据，本文采用家庭追踪面板数据展开研究，更好地识别房价预期与家庭消费的时变特征。第三，利用适应性房价预期作为房价预期的测度指标，弥补了已有文献大多采用主观预期指标，而忽略了现实情况中“房价预期方式主要是以适应性预期为主”之不足（孙超等，2020）。第四，较为深入全面地探讨了房价预期对背景风险、住房与负债状况、收入水平等环境特征各异的家庭消费支出的异质性影响，为差异化的政策制定和实施提供决策依据。本文的主要结构安排如下：第二部分是文献综述与假说提出，第三部分为数据来源、研究变量与经验模型，第四部分是总体效应、内生性问题处理和稳健性检验，第五部分是异质性分析，第六部分是传导机制检验，第七部分是拓展性分析，最后是结论与政策建议。

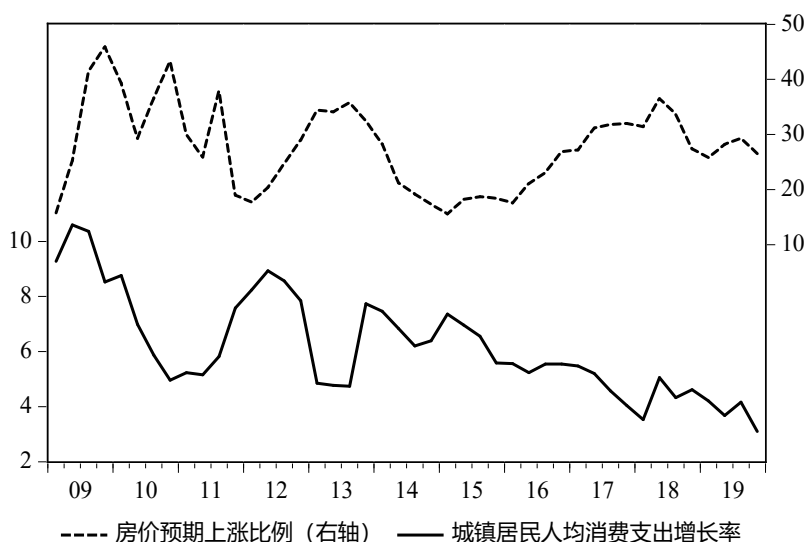


图 1 中国城镇居民人均消费增长率与房价预期上涨比例的变动趋势^①

二、文献综述与假说提出

(一) 文献综述

国内外学者们就房价和居民消费的关系进行了深入探讨，已有研究大都认同：房价主要通过财富效应、信贷约束效应、共同因果性假说效应、预期信心效应、替代效应和预算约束效应等机制对居民消费产生影响。

(1) 财富效应。房价上涨提高了家庭总财富水平，进而增加家庭消费倾向（Campell & Cocco, 2007）。然

^① 城镇居民人均消费增长率是以 1997 年 12 月为基期的城镇居民人均实际消费支出增长率。其中，房价预期上涨比例和城镇居民人均消费性支出的季度数据均来源于 wind 数据库。

而，财富效应理论忽略了房价变化对家庭消费的异质性影响，对于不同年龄、不同收入水平和不同居住权的经济主体而言，房价变动所带来的消费效应有所不同（段忠东和朱孟楠，2011）。（2）信贷约束效应。房价上涨会导致房产抵押物的价值上升，放松居民的信贷约束和流动性约束，发挥“抵押担保效应”（南永清等，2020），促进居民消费；但当家庭收入维持在一定水平时，房价上涨也会造成家庭的房贷负担过重，发挥“抵押负债效应”（颜色和朱钟国，2013），挤占家庭消费。（3）共同因果性假说。房价与居民消费之间的联系并不一定表示两者一定存在因果关系，住房价格和消费支出同向增长可能是由于居民对未来的预期收入、利率变动和生产率等第三方因素共同导致的（Buiter, 2008; Attanasio et al., 2009）。（4）预期信心效应。如果房价处于持续上涨的状态时，居民预期房价会继续上涨，投资型购房家庭会将房价上涨的暂时性收益视为持久性收入，促使消费水平提升（Poterba, 2000）。（5）替代效应。对于无房（或租房）的家庭来说，房价上涨到一定程度时，家庭会选择推迟或取消购房计划，转而增加非住房消费的支出（Engelhardt, 1996）。（6）预算约束效应。对于有购房计划家庭而言，房价上涨会增加预算约束从而迫使家庭进行储蓄，压缩家庭消费。而对于租房家庭而言，房价上涨会带来租金支出的增加，减少家庭当期可支配收入，挤占家庭消费（汪伟等，2020）。总体而言，房价上涨通过财富效应、抵押担保效应、预期信心效应和替代效应对居民消费产生促进作用，而通过抵押负债效应和预算约束效应对居民消费产生抑制作用。

然而，有学者认为扭曲居民消费行为机制的关键因素不是房价，而是房价预期（方齐云和胡飞，2018）。中国房价经历持续攀升走势，市场主体普遍形成房价上涨预期，居民在羊群效应和过度自信的作用下追涨或杀跌，造成房地产市场出现过度反应，进而影响居民消费。肖卫国等（2012）构建异质性房价预期理论模型，研究发现，当越来越多的家庭持有房价上涨预期时，房价波动对家庭消费的影响作用越大。也有学者表明房价预期对消费的影响具有财富效应。黄永如（2008）认为当住房被用于投资时，持有房屋的投资者会将房价上涨预期引起的财富幻觉当作实际增加的财富，进而提高当期消费水平。然而，房价预期影响居民消费的财富效应无法完全解释公众对房价的乐观预期和居民消费低迷共存现象。为此，学者们采用不同指标测度房价预期，利用宏、微观数据检验其对家庭消费的影响效果，研究发现房价预期影响消费的财富效应和挤出效应同时存在。王辉龙（2009）以适应性预期衡量房价预期，利用中国城市面板数据研究发现，预期房价上涨会挤占家庭消费，且替代效应大于财富效应。李春风等（2018）根据中国省份面板数据拟合得到下一期房价估计值，并以此测度房价预期，研究得出房价上涨预期通过加强“财富重新分配”和“预防性储蓄动机”等挤出效应抑制居民消费。樊锦霞等（2018）利用中国省份面板数据研究表明，偏离实际房价的非完美房价预期会抑制东部和中部地区居民消费，而对西部地区居民消费产生促进作用。另外，也有学者采用主观预期测度房价预期，利用微观调查数据实证研究得出，主观房价上涨预期对尚无住房或计划购房的居民消费表现为挤出效应，而对有房居民的消费表现为财富效应（刘也等，2017; Qian, 2023）。并且，Qian（2023）进一步研究发现，主观房价上涨预期对面临借贷限制的有房家庭消费的财富效应更强。也有学者未发现房价预期与消费支出存在显著关系。Suari-Andreu（2021）研究发现，主观房价上涨预期无论是在财富效应还是抵押效应上对消费的促进作用是有限的，以及 Mccarthy & Mcquinn（2017）研究表明只有当居民主观预期房价会永久性上涨时，住房对消费的财富效应才会发生显著作用。而关于房价预期影响消费的传导机制，尚且停留于理论研究。盛夏等（2022）构建异质性代理人模型，研究发现房价大幅上涨的预期会引发有房家庭的“投机”购房动机，促使其杠杆大幅上升，并通过流动性渠道挤出消费。

总的来看，目前国内相关研究仍存在如下不足：第一，大多研究基于省级或者城市宏观数据，难以追踪到微观主体，导致研究结论可能在宏观和微观层面存在一定差异。并且，由于宏观数据的限制，对于房价预期如何影响家庭居民消费水平在不同特征家庭上的差异研究和微观传导机制研究等方面缺乏细致探讨。第二，国内微观层面的文献主要采用 2011 年 CHFS 截面数据，难以追踪我国房地产价格预期与家庭消费决策的动态特征。第三，已有微观层面的研究往往采用主观预期来衡量房价预期，而在现实情况中，公众通常采用适应性学习规则把握当前及过去的经济形式和运行走向（Beardi 和 Duffy, 2007），预期的形成高度依赖过去发生的历史信息，因此，采用适应性房价预期作为房价预期指标较为合理。

（二）假说提出

为了考察房价预期对家庭消费决策的影响机制，需要区分不同居住权类型家庭：一是有购房计划的有房

家庭，无论出于消费性动机还是投资性动机，房价上涨预期加快其购房决策，为了尽快满足购房首付款要求，他们会压缩消费而增加储蓄；二是无购房计划的有房家庭，房价上涨预期会提高其未来收入增长与房产财富增长预期，从而增加其消费；三是有购房计划的无房家庭，房价上涨预期将引致其房租上涨预期，加快其购房决策，促使他们提高储蓄而压缩消费；四是无购房计划的无房家庭，房价上涨预期也可能使得他们感觉购房无望而产生替代效应——即用消费替代储蓄。因此，房价上涨预期对家庭消费的总体影响方向取决于各类家庭比重及其边际消费倾向。如果有购房计划的家庭比重较高，则房价预期上涨对家庭消费的总体影响可能表现为挤出效应；反之，房价上涨预期的总体影响或表现为提升效应。

随着预期房价增长率提高，消费性购房与投机性购房家庭的比重都会相应提高，尤其是，当预期的房价涨幅足够高时，投机性购房家庭的比重会随着房价上涨预期迅速增加（盛夏等，2022）。在中国现实情况下，房价长期上涨的大趋势使得居民普遍形成较高的房价上涨预期，这推高了家庭的购房意愿。具体来说，预期未来房价持续上涨，一方面刺激居民的投机性购房意图，另一方面亦或在“地位偏好”和“攀比动机”的氛围下进一步激发有房家庭的改善性购房需求（杭斌和余峰，2018），同时，住房拥有权可以对冲租金风险的特点加大了无房家庭的购房意愿（Sinai 和 Souleles，2005）。总之，房价上涨预期大幅度提高有购房计划家庭的比重，当经济中较高比重家庭为了购房而压缩消费时，房价上涨预期对家庭消费的总体影响或以挤出效应占主导。基于上述分析，本文提出假说 1。

假说 1：房价上涨预期对家庭消费的总体影响效果表现为挤出效应。

房价上涨预期提高了家庭的预防性储蓄水平。根据预防性储蓄理论（Leland，1968），当面临的未来不确定越强，消费者越倾向于储蓄，以此为未来消费积累更多的财富，这部分多余的财富即为预防性储蓄。而预防性储蓄动机越高，边际消费倾向会出现下降趋势。在我国房价长期上涨的背景下，房价预期会深刻影响居民的消费决策，主要体现在房价的预期上升会引起未来购房支出上涨的心理预期（徐淑一，2021）。由此，较高的房价上涨预期加快家庭购房决策，激发家庭的购房需求，家庭为了尽快凑齐购房首付款，进而提高预防性储蓄水平，造成当前的非住房消费开支有所压缩（陈彦斌和邱哲圣，2011）。并且，房价上涨对购房家庭消费的负面影响不仅包括为购房而极力储蓄所造成对消费的挤出效应，而且也包括购房后偿还房贷所产生的对消费的长期挤出效应（颜色和朱钟国，2013）。因此，当预期未来房价上涨时，有购房意愿的家庭不仅要为积攒首付款而增加预防性储蓄，而且要为购房后的房贷偿还进行预防性储蓄，这都会对当期消费支出产生挤出效应。并且，当前为购房而储蓄的力度取决于居民对未来房价的预期，预期房价上涨越快，未来购房成本越高，当前储蓄力度将增强（李江一，2017）。基于此，本文提出假说 2：

假说 2：房价上涨预期会通过提高家庭预防性储蓄，进而对有购房计划家庭的消费支出产生抑制作用。

房价上涨预期提高了家庭的房产比重。Carroll et al（2014）认为流动性较低的家庭资产会使得家庭对暂时性收入的敏感性更高，更容易陷入流动性约束效应。而房产作为家庭资产结构中流动性较差的主要资产，其难以变现的特点意味着持有过高住房资产占比的家庭不仅面临更大的背景风险敞口，而且降低了可支配的流动性资产比重，这强化了流动性约束对消费支出的挤占作用（臧旭恒和张欣，2018）。而当居民形成房价看涨预期时，“晚买不如早买”的心理会使得无房家庭提前释放住房需求，“买涨不买跌”的市场氛围会引发非首套房家庭投机性购房动机，促使这类家庭增加房产投资以期获得持久性收益（徐淑一，2021；盛夏等，2022）。可见，房地产繁荣周期和房价上涨预期会加速家庭实现住房购买，提高家庭的房产持有比重，减少持有的流动性资产，扭曲家庭资产配置，进而激发潜在流动性约束的风险，造成家庭消费减少。基于此，本文提出假说 3。

假说 3：房价上涨预期会提高购房家庭的房产持有比重，降低可支配流动性财富，进而挤占家庭消费。

房价上涨预期对不同特征家庭的消费可能产生异质性影响：

首先，家庭面临的背景风险不同，房价上涨预期对家庭消费的作用可能存在差异。背景风险指难以规避或不易通过金融资产组合分散化的风险（Guiso & Sodini，2012），主要包括收入风险和房产风险等。已有研究表明，背景风险的存在会提高居民的不确定性预期和降低家庭的风险容忍度（张琳琬和吴卫星，2016），进一步提升家庭的预防性储蓄水平。因此，高背景风险家庭在房价上涨预期下会引发更加强烈的风险厌恶程度，强化家庭预防性储蓄动机，进而抑制消费潜力的释放。

其次，当家庭的收入水平和就业正规性不同时，房价上涨预期对家庭消费的影响效果可能有所不同。当市场主体整体持有房价上涨预期时，会加强高收入家庭对房地产市场的乐观程度，激发高收入家庭的投资性需求，进一步推动房价上涨，从而削弱了中低收入家庭的住房购买力，迫使中低收入家庭为应付高房价而增加储蓄（陈彦斌和邱哲圣，2011）；同时，流向房地产市场的家庭资金再次通过“财富分配效应”和“资产效应”等渠道重新往高收入群体聚集，显著促进高收入家庭消费（李春风等，2018）。除了收入绝对性水平外，正规就业意味着就业质量较高，代表家庭收入稳定性较强以及所面临的失业风险和收入风险较低（周闯等，2022），也在很大程度上影响居民消费能力。具体而言，较高的就业正规性可通过保证家庭获得稳定的收入来源和较好的住房保障福利（陆万军等，2018），进而缓解房价上涨预期带来的未来住房支出不确定性担忧，增强家庭承受房价预期对消费挤出作用的能力。

第三，在不同的经济与金融环境中，房价预期对家庭消费的影响可能存在差异。已有研究表明，较高的经济不确定性通过强化家庭的预防性储蓄动机进而减少家庭消费（芦丽静等，2016）；而较高的金融发展水平通过缓解居民流动性约束进而提高家庭的人均消费（郭继辉和王泽荣，2022）。在房价上涨预期下，较高经济不确定性在一定程度上削弱房价预期带来的财富效应感受，低金融发展水平会通过降低正规信贷的可得性而无法缓解居民的流动性约束，使得居民在消费决策和购房决策上更加谨慎。综上，本文提出假设4。

假说4：较高的背景风险、经济不确定性和较低的金融发展水平会放大房价上涨预期对家庭消费的挤出效应，而较高的收入水平和就业正规性会缓解房价上涨预期对家庭消费的抑制作用。

对于不同住房拥有状况的家庭而言，房价上涨预期对其消费决策的影响可能具有差异性。相比于无房家庭，房产的财富效应主要作用于有房家庭，且住房持有量不同的家庭，其房产财富效应也有所不同：对于首套住房的家庭而言，其住房主要表现为消费属性，因此，即使房价预期上涨会引起住房资产增值，这种财富效应也困难以兑现而被弱化（颜文聪等，2019）；而对多套房家庭而言，其住房主要表现为投资属性，房价预期上涨可以通过带动房产抵押品的增值以及租金收入上涨等方式强化对多套房家庭消费的财富效应（尤佳颖和张东，2022）。对于无房或租房家庭而言，房价上涨预期可能会增加其购房预算成本和租金支出，进而对家庭消费发挥“预算约束效应”。由此，本文提出假设5。

假说5：相比多套房家庭而言，房价上涨预期对一套房家庭消费的挤出效应更大，并且，房价上涨预期对无房家庭或租房家庭的消费作用主要表现为预算约束效应。

对于有房家庭而言，是否持有房贷可能会改变房价预期与家庭消费决策的关系。理由如下：第一，房屋负债可能反映了家庭具有较高的金融可得性，其消费面临的流动性约束程度较低；第二，房屋负债可以被用于为住房消费和非住房消费进行融资，进而可能缓解房价上涨预期对消费决策的挤出效应；第三，持有房贷的家庭其财富在杠杆效应作用下获得更多的财富增值，通过财富效应对消费产生促进作用，进而降低房价上涨预期对消费的挤出效应。由此，本研究提出假说6。

假说6：相较于未持有房贷家庭而言，拥有房贷在一定程度上可以缓解房价上涨预期对家庭消费的挤出作用。

三、数据来源、经验模型与研究变量

（一）数据来源

本研究主要采用2013年、2015年、2017年和2019年的中国家庭金融调查数据（China Household Finance Survey, CHFS），该调查数据内容包含了家庭消费、人口统计特征、住房持有状况、资产结构、收入水平等信息，对本文研究提供了较高的数据支持。在对样本数据进行常规处理时，鉴于农村家庭以自建房为主，房价和房价预期的变动对农村家庭消费支出的影响较小，本文保留城市家庭样本作为主要研究对象。其次，考虑到构建2013-2019年的四期家庭追踪平衡面板数据时只剩下13712个家庭样本，数据样本的大幅度缩小可能影响研究结果的有效性，因此，本文的实证研究分为两部分：一是采用2013年、2015年和2017年CHFS数据构建三期家庭追踪平衡面板数据。且剔除缺失值和明显错误值的样本，最终保留三年追踪成功的9275

个家庭户，共计 27825 个家庭样本。二是采用 2019 年 CHFS 数据构建截面数据用于稳健性检验和拓展性分析。在剔除缺失值和明显错误值样本后，最终保留 20194 个家庭样本。

（二）研究变量

1. 被解释变量

本文被解释变量为家庭消费。首先，本文实证分析所选用的家庭消费主要为家庭总消费性支出，由家庭在食品、衣着、日用品、教育、文化、娱乐、交通、通讯、耐用品、保姆、医疗和奢侈品等方面的支出进行加总，单位为万元。其次，本文定义了家庭耐用品消费和非耐用品消费^①，以此作为稳健性检验分析中家庭消费的代理变量。

2. 核心解释变量

本文的核心解释变量为房价上涨预期。假定家庭的房价上涨预期符合适应性预期，即家庭根据住房价格历史的上涨幅度预期未来的住房价格涨幅^②。具体借鉴樊锦霞等（2018）的做法，采用居民所在城市的住房历史价格平均增长幅度来测度家庭在本期的适应性房价上涨预期。具体计算公式为：

$$ahp_exp_{it} = \frac{1}{2} \left[\frac{(hp_{i,t-1} - hp_{i,t-2})}{hp_{i,t-2}} + \frac{(hp_{i,t-2} - hp_{i,t-3})}{hp_{i,t-3}} \right] \quad (1)$$

式（1）中， ahp_exp_{it} 为*i*城市的家庭在第*t*期的适应性房价上涨预期， $hp_{i,t}$ 为*i*城市在第*t*期的住房价格^③（ $t=2013, 2015, 2017$ 年）。

3. 控制变量

参考以往相关文献，本文主要选取户主特征、家庭特征和地区经济特征作为控制变量。第一，户主特征。主要包括：年龄、年龄的平方、性别、婚姻状况和教育程度。第二，家庭特征。主要包括：户籍、家庭人口规模、不健康人数比、少年抚养比、老年抚养比、家庭净资产、家庭总收入和家庭总负债。其中，不健康人数比为对自我身体状况评价为好、非常好和一般的家庭成员数量占家庭总人口的比率；少年抚养比为家庭中 15 岁及以下家庭成员数量占家庭总人口的比率；老年抚养比为家庭中 65 岁及以上家庭成员数量占家庭总人口的比率；家庭总负债由家庭尚未偿还的债务加总衡量；家庭净资产为家庭总资产扣除家庭总负债的部分；家庭总收入的测度口径为工资性收入、财产性收入、转移性收入、工商业收入和农业收入的加总。第三，地区经济特征。主要包括：滞后一期的城市层面城镇居民人均可支配收入^④。相关变量的基本描述统计结果如表 1 所示。

表 1 研究变量的描述性统计

变量	观测值	均值	标准差
适应性房价上涨预期	27825	0.084	0.082
家庭总消费(万元)	27825	6.156	7.786
家庭耐用消费(万元)	27825	2.870	2.302
家庭非耐用消费(万元)	27825	3.286	5.460
户主年龄（岁）	27825	54.210	14.086
户主性别（户主为女性=1，男性=0）	27825	0.746	0.435
户主婚姻（已婚=1，未婚=0）	27825	0.869	0.338

^① 家庭耐用品消费包括：电器、通讯设备、交通工具和娱乐耐用品等消费，以及箱包和字画等奢侈品消费。家庭非耐用品消费包括：衣食、日用品、交通通行、医疗、文化教育和娱乐等消费。

^② 迪帕斯奎尔和惠顿（2001）把消费者对于未来住房价格预期的形成机制分为三种类型：一是外生价格预期，即消费者对房价的预期不受当地住房市场近期价格状况的影响，而是根据宏观经济状况预期未来房价；二是适应性价格预期，即消费者根据过去的住房价格变动预期未来的房价，也称为近视价格预期或回顾型价格预期；三是理性价格预期，也即消费者能够充分完全获取市场信息，准确预期未来的房价。本文采用适应性预期测度房价预期，参考了况伟大（2010）、高波（2014）、樊锦霞等（2018）、张栋浩等（2020）、李冠华和徐佳（2021）的做法。

^③ 住房价格=住房销售额/住房销售面积，其中，各城市的住房销售金额和住房销售面积数据来源于 wind 数据库。

^④ 城镇居民人均可支配收入数据主要来自于 2012 年、2014 年和 2016 年的中国各城市统计年鉴。

户主学历为初中（是=1，否=0）	27825	0.344	0.475
户主学历为中专或高中（是=1，否=0）	27825	0.242	0.428
户主学历为高职或大专（是=1，否=0）	27825	0.100	0.299
户主学历为本科以上（是=1，否=0）	27825	0.093	0.291
家庭规模（人）	27825	3.318	1.486
少年抚养比	27825	0.071	0.134
老年抚养比	27825	0.181	0.319
不健康人数比	27825	0.152	0.244
家庭净资产（万元）	27825	109.518	193.474
家庭总收入（万元）	27825	7.593	14.697
家庭总负债（万元）	27825	4.697	31.100
城市层面城镇居民人均可支配收入（万元）	27825	3.329	1.104

（三）模型设定

1. 基准模型

$$consump_{ijt} = \beta_0 + \beta_1 ahp_exp_{ijt} + \beta_2 control_{ijt} + \beta_3 prov_j + \beta_4 \tau_t + \varepsilon_{ijt} \quad (2)$$

模型设定如公式（2）所示。其中，本文的被解释变量 $consump_{ijt}$ 为第 j 省第 i 个家庭在第 t 年的总消费，单位万元。核心解释变量 ahp_exp_{ijt} 为第 j 省第 i 个家庭在第 t 年的房价上涨预期； $control_{ijt}$ 代表本文的控制变量。 $prov_j$ 为省份虚拟变量， τ_t 为时间虚拟变量， ε_{ijt} 为误差项。

2. 异质效应模型

在基准模型（2）中加入房价上涨预期与异质性特征变量的交叉项，并控制其他控制变量，得到异质性效应模型。具体模型设定如（3）所示。其中， $diff_{ijt}$ 为第 j 省第 i 个家庭在第 t 年的异质性特征变量。

$$consump_{ijt} = \alpha_0 + \alpha_1 ahp_exp_{ijt} + \alpha_2 ahp_exp_{ijt} \times diff_{ijt} + \alpha_3 control_{ijt} + \alpha_4 prov_j + \alpha_5 \tau_t + \varepsilon_{ijt} \quad (3)$$

3. 中介效应模型

本文分两阶段检验房价上涨预期与居民消费之间可能存在的传导机制。具体检验步骤主要为：第一，研究模型（4）中核心解释变量 ahp_exp_{ijt} 对中介变量 Med_{ijt} 的影响系数 δ_1 是否显著。第二，确认模型（5）中中介变量 Med_{ijt} 对被解释变量 $consump_{ijt}$ 的影响系数 γ_1 是否显著。如果以上所述的两个条件均满足，则中介效应显著。

$$Med_{ijt} = \delta_0 + \delta_1 ahp_exp_{ijt} + \delta_2 control_{ijt} + \delta_3 prov_j + \delta_4 \tau_t + \varepsilon_{ijt} \quad (4)$$

$$consump_{ijt} = \gamma_0 + \gamma_1 Med_{ijt} + \gamma_2 control_{ijt} + \gamma_3 prov_j + \gamma_4 \tau_t + \varepsilon_{ijt} \quad (5)$$

四、总体效应估计结果与稳健性检验

（一）总体效应估计结果

房价上涨预期对家庭消费影响的基准回归结果如表 2 所示。其中，第（1）列至第（3）列逐步加入家庭特征、户主特征和地区经济特征，所有结果显示核心解释变量的估计系数均在 10% 水平以下显著为负，也即：房价上涨预期对家庭消费产生显著的挤出效应，假说 1 得到验证。

其他控制变量的估计结果如下。（1）随着户主年龄增加，家庭消费支出逐渐减少。此结果与黄宝竹和陈享光（2023）的研究结果一致，可能原因是老年户主达到退休年龄后收入水平下降，并且遗赠动机较强，

加大了老年户主的预防性储蓄，导致家庭消费支出减少。（2）家庭消费随着户主教育程度的提升逐渐增加，这表明人力资本的提升有助于增加家庭消费。（3）家庭规模越大，家庭消费水平越高。（4）少年抚养比越高的家庭消费水平越高，可能的原因是：在我国，子女往往成为家庭的核心，父母会为了子女加大教育、文化和娱乐等多方面的消费支出。（5）不健康人数比越高的家庭，其消费水平有所增加。（6）已婚户主家庭的消费支出超过未婚户主家庭。（7）家庭的收入水平和净资产均显著促进家庭消费。（8）家庭总负债水平越高，家庭消费水平越高。可能的解释是在一定债务阈值内，举债可以缓解家庭的流动性约束，促进家庭消费水平的提升。

表 2 房价上涨预期对家庭消费的总体效应

变量	家庭总消费		
	(1)	(2)	(3)
房价上涨预期	-0.951* (0.510)	-0.937* (0.509)	-1.417*** (0.495)
家庭总收入	0.054*** (0.009)	0.050*** (0.009)	0.050*** (0.009)
家庭净资产	0.013*** (0.001)	0.013*** (0.001)	0.012*** (0.001)
家庭总负债	0.021*** (0.005)	0.019*** (0.004)	0.019*** (0.004)
家庭规模	0.379*** (0.039)	0.477*** (0.039)	0.497*** (0.039)
少年抚养比	2.441*** (0.415)	1.423*** (0.439)	1.462*** (0.438)
老年抚养比	-1.061*** (0.131)	-0.168 (0.173)	-0.173 (0.173)
不健康人数比	-0.174 (0.179)	0.357** (0.176)	0.407** (0.176)
年龄		-0.088*** (0.032)	-0.081*** (0.032)
年龄的平方		0.000* (0.000)	0.000 (0.000)
性别		-0.011 (0.108)	0.039 (0.109)
婚姻		0.268* (0.169)	0.273* (0.169)
初中		0.437*** (0.111)	0.404*** (0.110)
高中或中专		1.062*** (0.136)	1.011*** (0.135)
大专或高职		1.667*** (0.177)	1.601*** (0.177)
本科及以上		2.423*** (0.252)	2.342*** (0.248)

城镇居民人均可支配收入			0.700***
			(0.106)
省份固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
观测值	27825	27825	27825
Pseudo R ²	0.352	0.367	0.369

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

（二）内生性问题处理

家庭的房价上涨预期可能存在因遗漏变量导致的内生性问题。理由如下：房价上涨预期和消费支出决策受到宏观层面因素和家庭层面因素的影响，而这些因素难以被全部考虑到模型当中，或者难以精准量化。例如：地区经济水平越发达、房贷政策越宽松，家庭风险偏好和融资意识越强烈，对未来的收入预期越乐观，家庭就更有可能借助于信贷购房或扩大消费支出，这会对家庭的消费决策和房价上涨预期同时产生影响^①。为此，本文运用工具变量法控制可能存在的内生性问题。借鉴陈斌开和杨汝岱（2013）的做法，本文采用“滞后一期的城市人均土地开发面积”作为适应性房价上涨预期的工具变量^②，主要理由如下：第一，城市土地开发面积受到政府严格管制，满足外生性条件，并且，滞后一期的城市人均土地开发面积不会直接影响城市家庭的当前消费决策。第二，地方政府会通过控制土地供给进而影响居民的房价预期（陈斌开和杨汝岱，2013），居住土地的供给受限程度越高，居住用地价格的上涨压力越大，居民的房价上涨预期越强烈，可见，土地供给满足相关性条件。因此，“滞后一期的人均土地开发面积”可以作为房价上涨预期的工具变量。

本文运用工具变量-两阶段最小二乘法（IV-2SLS）进行估计，同时控制省份固定效应。估计结果如表 3 所示。其中，第（1）列为全样本的第一阶段估计结果，可以发现，采用滞后一期的人均土地开发面积作为工具变量的估计系数显著为负，且不存在弱工具变量的问题。而相对应的第二阶段估计结果如第（2）列所示，结果表明，房价上涨预期对家庭消费支出产生显著的挤出作用。另外，针对可能存在家庭层面遗漏变量所带来的潜在内生性问题，本文采用面板数据双向固定效应模型（FE）予以解决。估计结果如表 3 的第（3）列所示，可以发现，控制不随时间改变的家庭层面特征变量后，房价上涨预期对家庭消费水平依然产生了显著的挤出效果。总之，运用工具变量法和双向固定效应模型控制可能的内生性问题后，估计结果与基准模型保持较高程度的一致性，说明本文的模型设定有较好的稳健性。

表 3 内生性问题处理：工具变量法和双向固定效应模型

变量	IV-2SLS 模型		FE 模型
	(1)	(2)	(3)
	房价上涨预期	家庭总消费	家庭总消费
滞后 1 期城市人均 土地开发面积	-0.081*** (0.003)		
房价上涨预期		-6.849** (2.870)	-1.251** (0.541)
家庭总收入	0.000 (0.000)	0.057*** (0.010)	0.051*** (0.003)
其他控制变量	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	

^① 本文采用历史的房价年均增长率测度适应性房价上涨预期，而家庭的当前消费决策不会影响历史房价增长率，因此，可以忽略由消费支出到住房价格上涨预期的逆向因果性导致的内生性问题。

^② 人均开发土地面积=城市建设用地总面积/城市常住人口数，单位为平方公里/人，其中，城市建设用地总面积和城市常住人口数据来源于 2012、2014 和 2016 年各城市统计年鉴。

时间固定效应	控制	控制	控制
个体固定效应			控制
一阶段 F 值	270.82		
工具变量 t 值	-26.32		
观测值	27825	27825	27825
Pseudo R ²	0.299	0.226	0.360

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

（三）稳健性检验

1. 更换核心解释变量和被解释变量

本文借鉴李江一（2017）等人的做法，采用滞后 n 期（ $n=3,5$ ）住房价格复利年均增长率作为适应性房价上涨预期的代理变量，具体计算方法如式（6）所示。更换核心解释变量的估计结果如表 4 第（1）（2）列所示，可以发现，滞后 3 期和滞后 5 期的适应性房价上涨预期对居民消费的影响仍以挤出效应为主。另外，本文分别采用耐用品消费和非耐用品消费作为家庭消费的代理变量，重新估计房价上涨预期对家庭消费的影响效果。表 4 第（3）（4）列的模型估计结果显示，房价上涨预期对耐用品消费和非耐用品消费都呈现显著的抑制作用。综上，本文通过更换核心解释变量和被解释变量得到的模型估计结果与前文基准模型结果保持一致，说明本文的估计结果具有稳健性。

$$hp_{i,t-n} \times (1 + hp_growth_{i,t})^n = hp_{i,t} \quad (6)$$

式（6）中， $hp_{i,t-n}$ 表示第 i 个城市在第 $t-n$ 期的住房价格， $hp_growth_{i,t}$ 表示从 t 期滞后 n 期的第 i 个城市的房价复利年均增长率（ $t=2013, 2015, 2017$ 年）。

表 4 更换核心解释变量和被解释变量的稳健性检验

变量	更换核心解释变量		更换被解释变量	
	(1) 家庭总消费	(2) 家庭总消费	(3) 耐用品消费	(4) 非耐用品消费
滞后 3 期房价上涨预期	-1.511* (0.791)			
滞后 5 期房价上涨预期		-1.906* (1.029)		
房价上涨预期			-0.436*** (0.163)	-4.123*** (0.406)
家庭总收入	0.050*** (0.009)	0.051*** (0.014)	0.001 (0.001)	0.026*** (0.006)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	27825	27825	27825	27825
Pseudo R ²	0.369	0.362	0.059	0.300

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

2. 更换数据样本

本文基于 2019 年 CHFS 数据构建截面数据模型进行稳健性检验。其中，核心解释变量和被解释变量的选取与前文保持一致，控制变量包含：第一，户主特征。主要包括：年龄、年龄的平方、性别、婚姻状况、

健康状况^①和教育程度。第二，家庭特征。主要包括：户籍^②、家庭人口规模、少年抚养比、老年抚养比、金融资产、房屋资产、家庭总收入和家庭是否持有负债^③。第三，地区经济特征：滞后一期的城市层面城镇居民人均可支配收入。估计结果如表 5 所示。其中，第（1）列为单变量回归模型结果，第（2）-（4）列为依次加入家庭特征、户主特征和地区经济特征的模型估计结果。所有的估计结果均显示，房价上涨预期的估计系数显著为负，说明本文的估计结果具有稳健性。

表 5 更换数据样本的稳健性检验

变量	家庭总消费			
	(1)	(2)	(3)	(4)
房价上涨预期	-0.616** (0.270)	-0.432* (0.233)	-0.438* (0.234)	-0.519** (0.229)
家庭特征		控制	控制	控制
户主特征			控制	控制
地区经济特征				控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	20194	20194	20194	20194
Pseudo R ²	0.057	0.263	0.283	0.283

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

五、异质性分析

（一）不同背景风险

本文主要从收入和房产等背景风险的角度出发，考察房价上涨预期对不同背景风险家庭消费所产生的差异性影响，并根据家庭暂时性收入的中位数和房产比重的中位数依次将样本分成高风险组和低风险组^④，得到分组估计结果如表 6 所示。可以发现，高背景风险家庭的消费相比于低背景风险家庭的消费更容易受到房价上涨预期的抑制作用。可能的解释是：高背景风险家庭具有更高的预防性储蓄动机和风险厌恶程度，造成高背景风险家庭的消费对房价上涨预期的敏感性更高。

表 6 不同背景风险的异质性分析

变量	家庭总消费			
	高收入风险	低收入风险	高住房风险	低住房风险
	(1)	(2)	(3)	(4)
房价上涨预期	-2.409*** (0.848)	-0.630 (0.542)	-2.227*** (0.725)	-0.093 (0.645)

^① 当户主对自我身体状况评价为好、非常好和一般时，户主健康取值为 1，否则为 0。

^② 当家庭户籍为农村时，户籍取值为 1，否则为 0。

^③ 金融资产的测度口径界定为家庭持有的银行存款、现金、股票、债券、基金和金融衍生品的总和；房屋资产由家庭全部住房资产价值加总衡量。

^④ 本文背景风险的衡量方式如下：首先，借鉴罗楚亮等（2004）采用暂时性收入作为收入风险的代理变量。其中，暂时性收入的具体计算方法为：以家庭总收入的对数值为被解释变量，同本文其他控制变量进行线性回归，得到的拟合值为家庭持久性收入，而误差项则为家庭暂时性收入；其次，参考 Kullmann & Siegel（2005）的做法，采用家庭房产占家庭总资产的比重来衡量房产风险。

家庭总收入	0.051*** (0.010)	0.051* (0.030)	0.062*** (0.012)	0.033*** (0.011)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	13913	13912	13913	13912
Pseudo R ²	0.281	0.220	0.305	0.276

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

（二）不同经济环境

为了考察经济不确定性和金融发展水平如何对家庭消费决策产生异质性影响，笔者借鉴蔡晓陈和陈红霞（2022）等人的做法，采用滞后两期的省级经济政策不确定性指数衡量地区经济不确定性^①，另外，参考段忠东和吴文慧（2022）的做法，使用滞后一期的省级层面数字普惠金融指数衡量地区金融发展水平^②，并以该指数的三分之二分位数划分家庭样本，也即：经济不确定性较高和经济不确定性较低地区家庭，金融发展水平较高和金融发展水平较低地区家庭。分组回归的估计结果如 7 所示。可以发现：第一，经济不确定性较高地区的家庭消费决策承受房价预期的挤出作用更为显著；第二，房价上涨预期对金融发展水平较低地区家庭的消费决策产生更为显著的挤出效果。这可能意味着，经济不确定性越高的地区不利于居民建立稳定的房价预期，且加剧居民对经济环境的不确定性预期，使得其消费决策更加谨慎；数字金融发展的地域分化导致较低数字金融水平不能足够弥合居民的数字鸿沟，使得低金融发展水平地区的家庭获得消费性正规信贷的几率降低，无法有效缓解房价上升预期带来的流动性约束，减弱家庭消费能力。

表 7 不同经济环境的异质性分析

变量	家庭总消费			
	经济不确定性较高 (1)	经济不确定性较低 (2)	金融发展水平较高 (3)	金融发展水平较低 (4)
房价上涨预期	-2.072*** (0.784)	0.257 (0.613)	0.745 (2.478)	-0.838* (0.477)
家庭总收入	0.051*** (0.013)	0.042*** (0.012)	0.119*** (0.031)	0.024*** (0.007)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	10306	17519	9543	18282
Pseudo R ²	0.279	0.279	0.246	0.270

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

（三）不同收入和就业正规性

为了刻画不同收入水平的家庭消费支出决策如何受到房价上涨预期的影响，本文以低收入家庭为基准，在异质性模型（3）中加入“中收入家庭”和“高收入家庭”分别同房价上涨预期的交叉项^③。估计结果如表 8 的第（1）列模型所示，可以发现，相比于低收入家庭，房价上涨预期对中收入家庭的消费产生更为显著的

^① 2011、2013 和 2015 年的省级经济政策不确定性指数来自于 CEDC 数据共享服务平台。

^② 2012、2014 和 2016 年省级层面数字普惠金融指数来自于“北京大学数字普惠金融指数”。

^③ 本文参考段忠东和吴文慧（2022）的衡量方法，如果家庭总收入高于 3/4 分位数，则高收入家庭取值为 1，否则为 0；如果家庭总收入高于 1/4 分位数且低于 3/4 分位数，则中收入家庭取值为 1，否则为 0。

挤出作用，而高收入水平家庭能缓解房价上涨预期对消费的挤出效果，甚至对消费产生促进作用。可能的解释是：中低收入家庭本身基础财富条件相比高收入家庭较弱，其住房消费性质主要是满足刚性需求，因此，房价上涨预期所带来的购房还贷压力或房租上涨都会引起中低收入家庭的“抵押负债效应”和“预算约束效应”，进而挤占家庭消费支出；而高收入群体往往已经满足住房刚性需求，其置房目的主要是进行房产投资活动，因此，房价上涨预期会引起高收入群体的“预期与信心效应”，具体体现在：房产增值兑现信心的增强和未来预期收入的增加会促进这类家庭的消费支出。

进一步分析房价上涨预期对不同就业正规性的家庭消费支出水平是否产生异质性影响，本文采用家庭正规就业人口数占比衡量家庭就业正规性^①，并在异质性模型（3）中加入“房价上涨预期×就业正规性”的交叉项，估计结果如表 8 第（2）列所示，可以发现，家庭就业正规性越高，家庭缓解房价上涨预期挤出效应的能力越强。可能的解释是，较高的就业正规性能够强化家庭获得稳定收入的预期，更有可能促使家庭获得住房相关的社会保障福利，有助于缓解房价上涨预期对家庭消费的挤出效应。至此，假说 4 得到验证。

表 8 不同收入水平、就业正规性和房贷状况的异质性分析

变量	家庭总消费			
	全样本 (1)	全样本 (2)	有房无房贷 (3)	有房有房贷 (4)
房价上涨预期	-1.701*** (0.549)	-2.231*** (0.575)	-1.761*** (0.551)	-2.314 (1.823)
房价上涨预期×中收入家庭	-1.178*** (0.573)			
房价上涨预期×高收入家庭	3.032*** (0.726)			
房价上涨预期×就业正规性		2.627** (1.328)		
家庭总收入	0.046*** (0.010)	0.049*** (0.009)	0.062*** (0.013)	0.017 (0.016)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	27825	27825	20884	4091
Pseudo R ²	0.353	0.369	0.337	0.223

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

（四）不同房贷状况

本文将有房家庭样本区分为无房贷家庭和有房贷家庭，考察房价上涨预期对不同房贷状况的有房家庭消费的影响差异性，估计结果如表 8 第（3）（4）列所示，结果表明，房价上涨预期对无房贷家庭的消费产生了显著的挤出效果，却未对有房贷家庭的消费产生显著的影响。这说明，在房价上涨预期下，持有房贷可以平滑住房家庭消费。可能解释是：房贷可能反映家庭所受信贷约束较低，或者房贷可能被用于家庭消费支出的间接融资，由此拥有房贷缓解了房价上涨预期对消费的挤出效应。至此，假说 6 得到验证。

（五）不同房产居住权状况

^① 本文参考张晓昕（2021），将家庭成员中有签订正式劳动合同且享有职工养老保险与职工医疗保险的劳动者定义为有正规就业的成员。

鉴于家庭居住产权的差异，将样本区分为一套房家庭、多套房家庭和无房家庭样本，实证分析房价上涨预期对家庭消费水平的异质性影响。其中，一套房和多套房家庭的消费分组估计结果如表 9 第（1）（2）列所示，可以发现，较高的房价上涨预期对一套房家庭的消费能力所产生的挤出效应大于多套房家庭。也即：相比于多套房家庭，一套房家庭的消费决策对房价的预期上涨更加敏感。可能原因如下：首先，较高的房价上涨预期会促使持有改善性和投资性购房需求的一套房家庭减少当期的消费支出，以加速实现房产购买目标；其次，对于刚实现刚需购房的一套房家庭而言，还贷压力尚且较重，且刚需性房产预期收益的变现能力较弱，削弱了房价预期上涨对一套房家庭消费的财富效应；另外，多套房家庭拥有资产属性房产，房价预期上涨意味着多套房家庭实现房产增值财富的兑现能力越强，由此缓解了房价预期上涨对多套房家庭消费的挤占作用。

为了检验房价上涨预期对无房或租房家庭消费的实际影响效果，本文将无房家庭进一步区分为未租房家庭和租房家庭，估计结果如表 9 第（3）（4）所示。可以发现，房价上涨预期对那些无房的租房家庭其消费决策的挤出作用显著，而对未租房家庭的消费支出未产生显著影响。可能的解释是：无房的未租房家庭所住房屋大多由亲友、单位等提供，缓解了房价上涨预期导致的租房支出增加对消费所产生的挤出效应；而无房的租房家庭面临未来购房成本提高和房租支出增加的双重压力，这会对消费产生预算约束效应，进而更大程度压缩其当前消费支出。至此，假说 5 得到验证。

表 9 不同房产居住权状况的异质性分析

变量	家庭总消费			
	一套房家庭 (1)	多套房家庭 (2)	无房家庭-未租房 (3)	无房家庭-租房 (4)
房价上涨预期	-2.661*** (0.516)	-2.149* (1.261)	0.670 (1.298)	-3.754* (2.147)
家庭总收入	0.046*** (0.009)	0.046*** (0.017)	0.058*** (0.017)	0.068* (0.041)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	18777	6198	1702	1148
Pseudo R ²	0.245	0.282	0.165	0.157

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

六、传导机制分析

（一）提高家庭预防性储蓄水平

根据理论分析，当计划购房家庭预期房价上涨时，会强化未来支出不确定性，提高预防性储蓄水平，进而抑制购房前的消费支出。为了检验该假设，本文以家庭储蓄水平作为中介变量进行传导机制检验，其中，参考尹志超等（2020）的做法设置家庭储蓄水平的代理变量^①。由表 10 第（1）（2）列显示，房价上涨预期会显著提高家庭储蓄水平，进而缩减家庭消费水平，因此，此中介效应显著。进一步地，本文区分有购房计划家庭样本和无购房计划家庭样本，检验房价上涨预期是否通过预防性储蓄渠道对有购房计划家庭的消费支出产生更大的负向影响。结果由表 10 第（3）-（6）列显示，可以发现，相比于无购房计划家庭，房价上涨

^① 家庭储蓄水平=Log(家庭总收入/家庭总消费)。

预期对有购房计划家庭的储蓄水平产生更大的促进作用。可见，房价上涨预期更加强化了有购房计划家庭的储蓄动机，导致此类家庭压缩消费。由此，假说 2 得到验证。

表 10 中介效应检验：预防性储蓄渠道

变量	全样本		有购房计划的家庭		无购房计划家庭	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	储蓄水平	家庭总消费	储蓄水平	家庭总消费	储蓄水平	家庭总消费
房价上涨预期	0.796*** (0.137)		1.161*** (0.323)		0.766*** (0.151)	
储蓄水平		-1.049*** (0.050)		-0.918*** (0.112)		-1.086*** (0.055)
家庭总收入	0.006*** (0.001)	0.056*** (0.009)	0.000 (0.002)	0.030** (0.013)	0.008*** (0.001)	0.065*** (0.013)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	27825	27825	3778	3778	24047	24047
Pseudo R ²	0.038	0.404	0.051	0.339	0.034	0.372

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

（二）提高家庭房产比重

根据理论分析，当市场主体持有较高的房价上涨预期时，会扩大购房家庭比重，加快实现家庭的购房目标，进而提高家庭的房产比重，造成购房家庭的可支配流动性资产减少，由此产生流动性约束效应，进一步挤占家庭消费。为此，本文在有房家庭的样本基础上，采用“房产比重”为中介变量进行传导机制检验；同时，采用“流动性资产比重”为中介变量^①，从流动性约束的视角间接检验房产比重对消费的传导渠道。由表 11 第（1）-（4）列模型结果显示，较高的房价上涨预期提高了房产比重，且较高的房产比重对家庭消费水平产生了显著的抑制效果；与此同时，较高的房价上涨预期降低了家庭流动性资产比重，减弱流动性资产对消费的驱动作用。可能的解释是：房价持续上涨强化了居民的房价预期，并通过提升居民的住房偏好从而给予住房资产在家庭资源配置中更高的权重，不可避免地挤占了家庭流动性财富，限制家庭财富的流动性，进而削弱家庭消费能力。至此，假说 3 得到验证。

表 11 中介效应检验：房产比重渠道

变量	房产比重渠道		流动资产比重渠道	
	(1)	(2)	(3)	(4)
	房产比重	家庭总消费	流动性资产比重	家庭总消费
房价上涨预期	0.032* (0.017)		-0.048*** (0.011)	
房产比重		-2.389*** (0.301)		
流动性资产比重				1.789*** (0.334)

^① 参考宋明月等（2023）的做法，采用金融资产衡量家庭流动性资产，并将家庭金融资产占家庭总资产的比重作为家庭流动性资产比重的计算口径。

家庭总收入	-0.001*** (0.000)	0.045*** (0.009)	0.000*** (0.000)	0.048*** (0.009)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	24975	24975	24975	24975
Pseudo R ²	0.136	0.353	0.065	0.348

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

七、拓展分析

（一）房价上涨预期对家庭消费结构升级的影响

改善消费结构可以有效促进消费水平的提升，如果消费结构没能得到优化，则会显著阻碍消费倾向的提高（王辉龙和高波，2016），并且，消费升级是扩大内需、提质扩容的重要关键，鉴于此，本文运用 IV-2SLS 模型，并参考李伟军（2023）的做法，从消费水平和消费结构两个维度考察适应性房价上涨预期对家庭消费结构升级的影响^①。表 12 第（1）-（2）列模型分别表示家庭生存型和发展享乐型消费水平的估计结果^②。结果表明，相比于生存型消费，较高的房价上涨预期更为显著地降低了发展享乐型消费开支。表 12 第（3）列的结果显示，较高的房价上涨预期不利于消费结构的优化。可能的原因是：一方面，居民预计用于住房维修、房租负担和购房等居住消费支出在房价上涨预期中上升，由此缩减了家庭在发展和享乐方面的支出。另一方面，虽然房价上涨预期会提升住房资产增值预期，但是目前我国仍处于不平衡不充分发展阶段，住房资产增值不能有效满足家庭在较高层次方面的消费需求（南永清等，2020）。

表 12 房价上涨预期对家庭消费结构升级的影响

变量	IV-2SLS 模型		
	(1) 生存型消费	(2) 发展享乐型消费	(3) 消费结构
房价上涨预期	-2.559* (0.152)	-5.164** (2.123)	-0.176* (0.090)
家庭总收入	0.029*** (0.006)	0.025*** (0.010)	0.000*** (0.000)
其他控制变量	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制
时间固定效应	控制	控制	控制
一阶段 F 值	270.82	270.82	270.82
工具变量 t 值	-26.32	-26.32	-26.32
观测值	27825	27825	27825
Pseudo R ²	0.137	0.158	0.113

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

^① 本文将发展型消费和享受型消费占总消费支出的比值定义为家庭的消费结构（李伟军，2023）。

^② 参考司传宁等（2022）、李伟军（2023）的做法，将 CHFS 数据中涉及食品、服装、居住和日用品的相关支出归为生存型消费，将涉及耐用品、通信、医疗保健、交通、教育、娱乐、旅游、保姆以及奢侈品支出归为发展享乐型消费。

（二）主观房价上涨预期对家庭消费的影响

主观房价上涨预期主要受经济主体情绪的影响，表示短期内居民对未来房价上涨的乐观程度（张栋浩等，2022），而适应性房价上涨预期则以历史房价的经验数据对未来房价进行预期^①。为了检验主观房价预期对家庭消费的影响是否与适应性房价预期存在差异性，本文以主观房价预期（连续变量）和主观房价上涨预期（哑变量）为核心解释变量^②，控制变量的选取与前文一致，数据来源于2019年CHFS。估计结果分别如表13 Panel A和Panel B的（1）列所示。结果表明，当居民对未来房价上涨预期越乐观时，家庭消费水平均显著提升，这与适应性房价预期的挤出效应不同。

为了比较不同住房状况家庭的主观房价预期影响差异性，本文区分无房和有房家庭、一套房和多套房家庭进行分组回归，估计结果如表13 Panel A和Panel B（2）-（5）列所示。结果表明，主观房价预期和主观房价上涨预期均未对无房家庭的消费决策产生显著影响，却对持有住房的家庭消费产生显著的正向促进效应；并且，房价预期的促进效应主要作用于多套房家庭的消费，而对一套房家庭消费并未产生显著影响。可能的解释是：那些对未来房价预期更为乐观的家庭，他们对于宏观经济状况有更为乐观的预期，对未来收入和财富增长的信心与预期更强烈，这会对其消费决策产生促进作用；尤其是，对于拥有多套房家庭而言，其拥有的多套房产更多体现了资产属性，当他们对未来宏观经济状况和收入财富有乐观预期时，更有可能通过未实现的财富效应增加其当前消费。

表 13 主观房价预期对家庭消费的影响

变量	家庭总消费				
	全样本 (1)	无房 (2)	有房 (3)	一套房 (4)	多套房 (5)
Panel A					
主观房价预期	0.260*** (0.082)	0.201 (0.218)	0.281*** (0.090)	0.113 (0.084)	0.764*** (0.279)
家庭总收入	0.048*** (0.013)	0.018 (0.015)	0.053*** (0.015)	0.091*** (0.017)	0.023 (0.014)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	8379	1133	7246	5491	1755
Pseudo R ²	0.272	0.205	0.282	0.278	0.258
Panel B					
主观房价上涨预期	0.477*** (0.169)	0.459 (0.461)	0.490*** (0.182)	0.194 (0.167)	1.201*** (0.557)
家庭总收入	0.048*** (0.013)	0.018 (0.015)	0.053*** (0.015)	0.091*** (0.017)	0.023 (0.014)
其他控制变量	控制	控制	控制	控制	控制
省份固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	8379	1133	7246	5491	1755
Pseudo R ²	0.272	0.206	0.282	0.278	0.258

^① 根据迪帕斯奎尔和惠顿（2001），主观房价预期也即外生价格预期，即消费者主要根据宏观经济状况预期未来房价，也可以理解为消费者的房价预期取决于其对于宏观经济的未来预期，当消费者对未来宏观经济持有乐观预期时，他们会产生房价上涨预期，反之亦然。

^② 2019年CHFS调查问卷中有关于房价预期的提问：您觉得未来三个月当地的房价会如何变化？首先，根据五个选项分别赋值为1-5，以此设置主观房价预期为连续变量，其中，“下降很多”为1，“上涨很多”为5。其次，设置主观房价上涨预期为哑变量，如果家庭选择“上涨一点”或“上涨很多”，则取值为1，否则为0。

注：①括号内为异方差稳健标准误；②*、**、***分别表示为分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平。

八、结论与政策启示

本文将适应性房价上涨预期作为房价预期的代理变量，基于 2013-2019 年 CHFS 构建三期家庭追踪平衡面板数据或截面数据，实证检验房价上涨预期对城镇家庭消费的影响效果及其传导机制，采用替代核心解释变量和被解释变量、更换数据样本和工具变量法等方法控制内生性问题等方式完成了稳健性检验。总体效应和传导机制的研究表明：房价上涨预期强化家庭预防性储蓄，提高家庭房产比重并降低流动性财富，进而对家庭消费产生挤出效应，且不利于消费结构的升级。异质性和拓展研究的结果发现：（1）较高收入水平和就业正规性能够缓解房价上涨预期对家庭消费的抑制作用。（2）较高的背景风险、经济不确定性和较低的金融发展水平会放大房价上涨预期对家庭消费的挤出效应。（3）相比多套房家庭，房价上涨预期对一套房家庭消费的挤出效应更大，并且，房价上涨预期对无房的租房家庭消费的影响主要表现为预算约束效应。（4）持有房贷可以在房价上涨预期下平滑住房家庭的消费。（5）与适应性房价上涨预期的挤出效应不同，主观房价上涨预期对家庭消费的影响表现为正向促进效应。

当前，“稳预期、稳房价”和“扩内需、促消费”已经成为重要的政策目标。较高的房价上涨预期会提高家庭的预防性储蓄和房产财富比重，进而降低其扩大消费支出的意愿和能力，这不利于房地产市场持续健康平稳，也不利于居民消费增长和消费结构升级。本文的研究结论不仅为我国“消费增长乏力”和“高房价”共存现象提供了一种房价预期视角的新解释，而且为进一步构建并完善房地产市场持续健康平稳的长效机制提供了微观基础的理论支撑。本文主要政策启示如下：

第一，坚持“房住不炒”政策，进一步强化住房消费品属性，合理引导市场主体的房价预期，不仅有助于构建房地产市场健康发展的长效机制，也有助于促进房地产市场和消费的良性互动。

第二，实施积极的就业促进政策，改善各类型企业尤其是民营企业吸纳就业群体的意愿和能力，不仅实现“多就业”而且“就好业”；加大财政政策逆周期调节力度，通过增强低收入人群的公共转移支付力度改善其收入水平，提升中低收入群体的消费意愿和能力。

第三，完善社会保障体系，扩大医疗保险报销范围或失业保险领取范围，增强家庭抵御背景风险的能力，缓解家庭流动性约束；并鼓励居民同企业形成稳定的雇佣关系，增强收入预期的稳定性。

第四，扩大数字普惠金融的服务范围和加强相关基础设施配套建设，拓展居民融资渠道，使居民能够充分利用消费信贷等正规贷款方式平滑家庭消费；增强经济政策透明度和平稳性，稳定居民经济预期，有助于发挥主观房价预期对消费支出的促进作用。

参考文献

- 陈斌开、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。
- 陈彦斌、邱哲圣，2011：《高房价如何影响居民储蓄率和财产不平等》，《经济研究》，第 10 期。
- 蔡晓陈、徐红霞，2022：《经济政策不确定性与绿色经济效率》，《南京财经大学学报》，第 1 期。
- 丹尼斯·迪帕斯奎尔、威廉·C·惠顿，2001：《城市经济学与房地产市场》，《经济科学出版社》。
- 段忠东、朱孟楠，2011：《扩大内需政策下的房价冲击与居民消费增长——厦门的实证研究》，《中央财经大学学报》，第 5 期。
- 段忠东、吴文慧，2022：《住房公积金对城市家庭投资组合有效性的影响研究》，《上海金融》，第 8 期。
- 方齐云、胡飞，2018：《城市房价与家庭消费支出——基于中国家庭追踪调查数据的实证研究》，《江西财经大学学报》，第 4 期。
- 樊锦霞、叶莉、张玉梅，2018：《房价不确定性对城镇居民消费影响的研究——一个行为金融学角度的分析》，《当代经济管理》，第 5 期。
- 高波、王辉龙、李伟军，2014，《预期、投机与中国城市房价泡沫》，《金融研究》，第 2 期。
- 郭继辉、王泽荣，2022：《数字普惠金融发展能促进家庭消费水平吗——基于 CHFS 数据的实证研究》，《贵州财经大学学报》，

第4期。

- 黄宝竹、陈享光，2023：《家庭财务杠杆率对居民消费的影响——基于中国家庭追踪调查数据的研究》，《南方金融》，第2期。
- 杭斌、余峰，2018：《中国城镇家庭的住房为什么越来越大?——基于收入差距的分析》，《统计与信息论坛》，第12期。
- 黄永如，2008：《房地产财富效应的行为金融学分析》，《开放导报》，第5期。
- 况伟大，2010：《预期、投机与中国城市房价波动》，《经济研究》，第9期。
- 李冠华、徐佳，2021：《预期收益、住房购买与房产负债决策——基于中国城市家庭的微观证据》，《金融论坛》，第3期。
- 李春风、卫国、李玉，2018：《预期视角下房价波动与消费的协整关系研究》，《华东经济管理》，第10期。
- 李春风、刘建江、齐祥芹，2018：《房地产价格对我国城镇居民消费的长短期影响研究》，《财经理论与实践》，第1期。
- 李江一，2018：《“房奴效应”导致居民消费低迷了吗?》，《经济学(季刊)》，第1期。
- 李伟军、周奕嘉、武优劼，2023：《隐藏的收入：住房公积金制度与居民消费升级》，《消费经济》，第2期。
- 刘长庚、谷阳、张磊，2023：《中国居民消费低迷之谜:基于劳动报酬“可支配性”的解释》，《湖南师范大学社会科学学报》，第2期。
- 刘也、补琴、张安全，2017：《房价预期对城镇家庭消费支出的影响》，《消费经济》，第1期。
- 芦丽静、朱炎亮、单海鹏，2016：《经济不确定性对最终消费影响的地区差异性研究——基于省级面板数据的比较分析》，《经济问题探索》，第2期。
- 陆万军、张彬斌，2018：《就业类型、社会福利与流动人口城市融入——来自微观数据的经验证据》，《经济学家》，第8期。
- 罗楚亮，2004：《经济转轨、不确定性与城镇居民消费行为》，《经济研究》，第4期。
- 南永清、肖浩然、单文涛，2020：《家庭资产、财富效应与居民消费升级——来自中国家庭追踪调查的微观证据》，《山西财经大学学报》，第8期。
- 司传宁、李亚红、孙乐，2022：《数字金融能力、收入多样化与家庭消费升级》，《消费经济》，第6期。
- 宋明月、刘政、臧旭恒，2023：《异质性消费者、住房资产与城镇家庭消费支出》，《南开经济研究》，第5期。
- 孙超、唐云锋、薛婕，2020：《土地财政、适应性预期与房价棘轮效应:基于空间溢出视角》，《财经论丛》，第9期。
- 盛夏、李川、王擎，2022：《房地产市场、家庭杠杆率与消费——一个异质性代理人模型》，《经济研究》，第11期。
- 王辉龙、高波，2016：《住房消费与消费结构升级——理论假说与实证检验》，《财经科学》，第1期。
- 王辉龙，2009：《房价波动、家庭财富配置与居民生活水平——来自长江、珠江三角洲地区的经验证据》，《南方经济》，第12期。
- 汪伟、沈洁、王文鹏，2020：《房价与居民消费不平等》，《山东大学学报(哲学社会科学版)》，第6期。
- 徐淑一，2021：《房价预期与中国家庭风险金融资产配置研究》，《中山大学学报(社会科学版)》，第3期。
- 肖卫国、郑开元、戚袁，2012：《住房价格、消费与中国货币政策最优选择：基于异质性房价预期的视角》，《经济评论》，第2期。
- 颜色、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。
- 颜文聪、陈力朋、周曼扬，2019：《房价预期对居民家庭消费行为的影响——基于微观调查数据的实证分析》，《金融与经济》，第9期。
- 尤佳颖、张东，2022：《房产价值与住房负债对家庭消费的影响》，《统计与决策》，第14期。
- 尹志超、刘泰星、张诚，2020：《农村劳动力流动对家庭储蓄率的影响》，《中国工业经济》，第1期。
- 臧旭恒、张欣，2018：《中国家庭资产配置与异质性消费者行为分析》，《经济研究》，第3期。
- 臧旭恒、易行健，2023：《中国居民消费不足与新发展格局下的消费潜力释放(上)》，《消费经济》，第1期。
- 张栋浩、樊纲治、王鹏，2020：《房价预期、房价风险与中国家庭股市投资——基于宏观数据的实证研究》，《福建论坛(人文社会科学版)》，第1期。
- 张晓昕，2021：《教育、非正规就业与劳动者工资收入——基于CFPS数据的实证分析》，《云南财经大学学报》，第9期。
- 张琳琬、吴卫星，2016：《风险态度与居民财富——来自中国微观调查的新探究》，《金融研究》，第4期。
- 周闯、马旭鑫、管添，2022：《就业正规性对农民工消费的影响：机制与检验》，《消费经济》，第4期。

- Attanasio, O.P., Blow, L. and Leicester, H.A., 2009, "Booms and Busts: Consumption, House Price and Expectations", *Economica*, (301):1235-1235.
- Berardi, M. and Duffy, J., 2007, "The value of central bank Transparency When Agents are learning", *European Journal of Political Economy*, 23(1):9-29.
- Buiter, W.H., 2008, "Housing Wealth Isn't Wealth", *Social Science Electronic Publishing*, 4(22):1-29.
- Carroll, C.D., Slacalek, J. and Tokunaka, K., 2014, "The Distribution of Wealth and the MPC: Implications of New European Data", *American Economic Review*, 204(5):107-111.
- Campbell, J.Y. and Cocco, J.F., 2007, "How do house prices affect consumption? Evidence from micro data", *Journal of Monetary Economics*, (3):591-621.
- Engelhardt, G.V., 1996, "House prices and home owner saving behavior", *Regional Science & Urban Economics*, 26(3-4):313-336.
- Guiso, L. and Sodini, P., 2012, "Household Finance: An Emerging Field", *Handbook of the Economics of Finance*, (2):1397-1532.
- Kullmann, C. and Siegel, S., 2005, "Real Estate and its Role in Household Portfolio Choice", EFA 2003 Annual Conference Paper, 918.
- Lettau, M. and Ludvigson, S.C., 2004, "Understanding Trend and Cycle in Asset Values: Reevaluating the Wealth Effect on Consumption", *American Economic Review*, 94(1): 276-299.
- Leland, H.E., 1968, "Saving and Uncertainty: The Precautionary Demand for Saving", *Quarterly Journal of Economics*, 82(3):465-473.
- McCarthy, Y. and McQuinn, K., 2017, "Price Expectations, Distressed Mortgage Markets and the Housing Wealth Effect", *Research Technical Papers*, 45(2):478-513.
- Poterba, J.M., 2000, "Stock Market Wealth and Consumption", *Journal of Economic Perspectives*, 14(2): 99-118.
- Qian, W., 2023, "House Price Expectations and Household Consumption", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 151: 104652.
- Sinai, T. and Souleles, N.S., 2005, "Owner-Occupied Housing as a Hedge Against Rent Risk", *Quarterly Journal of Economics*, 120(2):763-789.
- Suari-Andreu E., 2021, "Housing and Household Consumption: An Investigation of the Wealth and Collateral Effects", *Journal of Housing Economics*, (1):101786.

Housing Price Expectation and Urban Household Consumption:

An Empirical Study Based on CHFS Data

DUAN Zhongdong WU Wenhui

Abstract: Based on CHFS data, this paper empirically studies the impact of adaptive housing price expectations on Chinese urban household consumption and its transmission mechanism. The overall effect study finds that the expectation of rising house prices has a crowding out effect on household consumption not only by strengthening household precautionary savings, but also by increasing the proportion of household real estate and reducing liquid wealth, and is not conducive to the upgrading of consumption structure. The heterogeneous and expansive research shows that: First, higher income level and employment regularity ease the crowding out effect of housing price rise expectation on household consumption, while higher background risk, higher economic uncertainty and lower financial development amplify the restraining effect of housing price rise expectation on household consumption. Second, the expected increase in housing prices has a greater crowding out effect on the consumption of households with one set of housing than that of households with multiple sets of housing, and has a budget constraint effect on the consumption of households without a house to rent. Third, under the expectation of rising housing prices, households holding mortgage loans can smooth consumption. Fourth, the overall impact of subjective expectations of rising housing prices on household consumption shows a promoting effect. According to our conclusions, we should adhere to "housing to live without speculation" and "stabilizing expectations". It is necessary to improve social welfare guarantees and stabilize economic expectations. We should also improve the income of low-income groups and the level of regional financial development.

Key words: House price expectations; Household consumption; Extrusion effect ; CHFS data ; Adaptive expectation