

# 消费与房价关系研究新进展<sup>\*</sup>

靳涛 丁飞

**内容提要:** 消费与房价之间关系问题越来越受到人们的关注,国外已经有不少学者从多个角度对此进行了研究和检验。本文就国外对该问题的最新研究做了梳理和归纳,试图从理论和实证检验两方面给出一个相对清晰的概括。总的来看,大部分宏观数据的经验研究证实了房价对消费的正向拉动作用,但是以往对此问题的财富效应解释并没有获得学者们的一致认同;另一方面,一些学者提出的抵押效应渠道越来越受到人们的关注。此外,还有一部分学者从利率和收入预期等角度来解释房价与消费的关系。

**关键词:** 消费与房价 财富效应 抵押效应

住房作为一种风险资产,其价格存在很大的波动性。住房价格的上涨或下跌与经济增长和宏观经济稳定之间具有紧密的联系,其中一个重要渠道就是住房价格对消费的影响。关于房价和消费的关系,国外学者已有大量的研究,特别是近些年来发达

国家房价的快速上扬和消费的强劲增长又引发了学者们研究该问题的热情。由次贷危机导致的金融危机也让我们看到了房价波动对消费变化的重要性。那么,房价究竟通过什么机制影响消费?房价对于消费的影响程度到底如何?这些问题都非常值得我们深究。

Da Rin & Hellmann(2002), "Banks as catalysts for industrialization", *Journal of Financial Intermediation* 11(4): 366 - 397.

Goldin & Katz(2000), "The power of the pill: Oral contraceptives and women's career and marriage decisions", NBER working paper, w7527.

Gordon, R. J. (2000), "Does the 'New Economy' measure up to the great inventions of the past?" NBER working paper, w7833.

Gordon, R. J. (2000), "Interpreting the 'One Big Wave' in U.S. long-term productivity growth", NBER working paper, w7752.

Gordon, R. J. (2002), "Technology and economic performance in the American economy", NBER working paper, w8771.

Jones, C. I. (1999), "Was an industrial revolution inevitable?" NBER working paper, w7375.

Jorgenson, D. W. et al. (2008), "A retrospective look at the U.S. productivity growth resurgence", *Journal of Economic Perspectives* 22(1): 3- 24.

Kaboski & Logan(2007), "Factor endowments and the returns to skill: New evidence from the American past", NBER working paper, w13589.

Lau, L. J. (2003), "Industrialization, innovation and industrial policy", *China Development Forum*.

Markusen & Trofimenko (2009), "Teaching locals new tricks", *Journal of Development Economics* 88(1): 120-131.

O'Rourke, K. H. et al. (2007), "Trade, knowledge, and the industrial revolution", NBER working paper, w13057.

Reis, J. (2002), "Human capital and industrialization: The case of a late comer", XIII International Congress of Economic History.

Temple & Voith(1998), "Human capital, equipment investment, and industrialization", *European Economic Review* 42(7): 1343- 1362.

(作者单位:中国人民大学经济学院  
中央财经大学经济学院  
责任编辑:千里)

\* 本文是教育部人文社会科学重点研究基地2009年重大项目(2009JJD790039)、2008国家社科基金重大项目(批准号:08&ZD034)和2009国家社科基金一般项目(批准号:09BJL002)前期研究成果。

## 一、理论解释与争论

对房价和消费关系的解释,国外基本上分为三种观点(Campbell & Cocco, 2007; Attanasio et al., 2005)。第一种观点认为住房价格波动主要通过财富效应(wealth effect)渠道影响消费的变化,这也是最传统的解释。第二种观点强调住房价格的抵押效应(collateral effect)对于消费的影响,而第三种观点则从共同因素(common factors)的角度来解释住房价格波动和消费变动之间的相关关系。

### (一) 财富效应

新古典理论认为消费是收入和财富的函数。Friedman 提出消费的持久性收入理论,他认为消费者每期的消费取决于未来的预期收入,即劳动收入和资本收益(包括房产的资本收益)的贴现值。Modigliani 的生命周期假说则认为消费者会在一生中平滑消费,因此消费者会在其一生的早期以未来收入来借贷,在中年时期积累财富和偿还债务,最终在退休的时候消费掉财富和政府的转移支出。而消费者一旦获得额外的财富,就会将其平均分配到预期的余生中去。Hall 在无限期代表性家庭的持久收入模型中加入了理性预期,从而产生了较为现代的理性预期持久收入假说(RE-PIH)。在一系列简化的假定下, Hall 得出了跨期消费的欧拉方程,即  $C_{t+1} = C_t + \varepsilon_t$ 。这个结论表明消费遵循随机游走过程,即收入的可预测变动对于消费的变动不产生影响,只有没有预料到的收入变动才会引起消费的变动。住房作为家庭的资产,如果其价格发生出乎预料的持久波动,那么这种波动就会引起消费的变化,这就是通常所说的住房价格的财富效应渠道。很多学者肯定了住房财富效应的存在,例如 Poterba 就指出,家庭的预算约束决定了当个人财富增加的时候,要么消费者自己消费掉这些财富,要么留给其他人在未来消费,因而财富效应一定会发生,其实现仅仅是个时间问题。

不过另一些学者对此提出了质疑,他们认为住房自身具有很多特殊性,它既是资产又是消费品,同时由于存在再分配效应和资本收益的不易获得性问题,财富效应能否发挥并不确定。从住房自身角度考虑,因为它既是资产又是消费品,对于准备长期居住在某一居所的家庭而言,升高的房价仅仅补偿了更高的租房成本(机会成本)。换言之,住房价格的波动和住房租金的波动相互抵消了(Sinai & Souleles, 2005)。这样,不管房价波动有多大,在不考虑

替代效应的情况下,其对于消费的选择是没有影响的。对于准备更换住房的家庭而言,房价的上涨也只对更换小面积住房的家庭才可能有正的财富效应,而对于准备换大面积住房的人来说,住房是否具有财富效应并不清楚,因为尽管其现有的房产升值了,但是未来的房价也上升了。另一方面,住房市场的再分配效应也会抵消一部分财富效应(Aoki, 2002)。因为房屋的固定性决定了它并不能进行广泛的国际贸易,一国最终售房者的收益实际就是该国首次购房者的损失,所以住房价格的上升可能在刺激售房者消费的同时也抑制了购房者的消费,从而在总体上使得住房价格的财富效应并不显著。Buiter(2008)在封闭经济的代表性家庭模型和Yaari-Blanchard OLG 模型中考察了房价的财富效应,他发现如果房价正好反映了住房的基本价值,即代表了未来租金的贴现值,那么其变动只会造成不同家庭间财富的再分配而不会有“纯”的财富效应,只有当房价存在泡沫时房价的变动才会对消费产生财富效应。再者,如果考虑到资本收益的可得性问题,住房的升值也不会产生太大的消费波动。例如 Muellbauer(2007)发现将增值的房产变现存在较大困难,家庭很难实现房价上涨所带来的收益。因此,与金融资产不同,住房对于消费应该不会有传统上认为的那么强的财富效应。那么又该如何解释经验研究显示的消费对房价较高的弹性呢?一些学者进而提出另一种可能的渠道即抵押效应。

### (二) 抵押效应

与传统生命周期-持久收入模型的假定不同,现实中可能存在大量有流动性约束的家庭。因此,住房价格的上升不仅可以通过未料到的变动而增加消费,也可以通过放松流动性约束而对消费产生影响。因为房价上涨提高了住房的抵押价值,它允许有流动性约束的家庭通过提取家庭净值(home equity extraction)来筹集额外的消费资金。在这种情况下,住房价格上涨导致的消费增长不是因为财富效应,而仅仅因为它使得有借贷约束的消费者能够在其生命周期中平滑消费。

房地产价格之所以可以通过信贷市场对消费产生直接的影响,是因为房屋是家庭的抵押品,家庭利用房产抵押进行担保的借贷一般比无担保借贷便宜,同时房产抵押可以很好地解决信息不对称的问题。对于银行来说,住房是非常优质的抵押品,如果房价上升,银行也乐于以住房抵押进行放贷。Iacoviello & Minetti(2008)研究了一些欧洲国家的情

况,他们发现家庭总的借贷成本会随着总的资产负债表状况变动,房地产价格的上升会增加业主拥有的抵押价值,这反过来会鼓励他们以资产增值抵押借款(mortgage equity withdrawal)的形式借得更多,以此为其合意的房地产投资和消费进行融资。Benito & Mumtaz(2006)考察了英国家庭的消费行为。他们使用1992-2002年间英国家庭定组调查(British Household Panel Survey)数据研究发现,有20%~40%的家庭因为存在流动性约束或预防性储蓄而呈现消费的过度敏感性,而房产既作为缓存也作为抵押能够平滑这部分家庭的消费,因此房价上涨可以减少这部分家庭的流动性约束,从而增加其消费。

Iacoviello(2004)认为,消费对于房地产价格较高的弹性不足以用传统的生命周期模型来解释,如果无债务家庭的借贷能力和房产相联系,那么房地产价格就应该进入消费的欧拉方程。为此他构造了一个简单的两部门动态一般均衡模型。根据金融加速器(financial accelerator)的原理,房地产市场价格的变动会影响负债家庭的借贷能力,从而影响其获得贷款的能力,房地产价格的上涨使得家庭能够借更多的钱用来消费。其模型假定家庭抵押价值影响一部分家庭的借贷能力和消费可能性,然后推导出一个总的消费欧拉方程,并估计出了结构参数,其结果为房地产价格作为消费波动的推动因素提供了一个稳健的支持。Iacoviello(2005)还发展并估计了一个加入名义借贷和基于房地产抵押约束的货币经济周期模型,该模型的状态估计结果表明抵押效应极大地强化了总需求(包括消费需求)对于房地产价格冲击的响应。

另一些学者并不严格割裂财富效应渠道和抵押效应渠道,他们的研究同时包含了这两种解释以及对它们的实证检验。Li & Yao(2006)假设家庭没有能力规避收入风险,也没有能力将住房的消费品性质和投资品性质分开。他们构建了一个生命周期模型来研究住房价格改变对于家庭消费和福利的影响,结果发现年轻业主通常由于陡峭的收入曲线和缺乏信贷渠道,更可能利用房价上涨产生的宽松抵押借贷约束来为其非住房消费筹集资金;老年业主因为预期未来寿命较短而会去实现住房资本收益以用于消费;相比较而言,中年业主由于具有充足的流动性并且面临相对较长的寿命预期,其消费对于住房价格的改变反应最小。Campbell & Cocco(2007)利用英国的微观家庭数据,通过区分房价可

预见的和不可预见的变动来分离住房价格影响消费的财富效应和抵押效应。他们发现除财富效应外,抵押效应确实是房价影响消费的重要渠道。

不过,房价通过抵押效应渠道影响家庭消费的强弱取决于抵押借贷成本的高低和信贷市场的发达程度。Muellbauer(2007)发现,对于发展不完善的信贷市场,高房价对于消费的影响倾向于负效应,而在信贷市场自由化之后,房产抵押变得更加容易,且购房首付额也下降了,因此,高房价也就更倾向于促进消费增长。随着发达国家抵押融资体系的不断完善,特别是资产增值抵押借款的出现和发展,房价通过抵押效应对消费产生的影响越来越受到人们的重视。

### (三) 共同因素

还有一些学者(Attanasio et al., 2005; Aron & Muellbauer, 2006)对抵押效应以及财富效应的解释并不赞同,他们认为尽管抵押效应可能是房价影响消费的重要渠道,但是其影响力仍然有限。对于信贷环境宽松的国家,抵押效应可能会起到一定的作用,但是现实是很多国家的信贷环境并不宽松,这在很大程度上限制了房产抵押的作用。因此,尽管房价涨跌和消费变动表现出高度相关性,但是房价通过财富效应和抵押效应渠道对消费起的作用并不那么大,相反是一些共同的因素导致了二者的同时变动。如果忽视了这些因素,那么估算出的结果将会是偏大的(Muellbauer, 2007)。

这些学者认为,如果住房价格是内生变量,那么其他的共同因素例如收入预期、利率和信贷供给条件可能会同时导致住房价格上涨和消费增加。如果没有考虑到这种共同因素,估算的住房财富的边际消费倾向就会被高估,即模型估计存在遗漏变量的问题。因此尽管房价涨跌和消费变动表现出高度相关性,但是房价通过财富效应和抵押效应对消费起的作用并不那么大。

事实上King(1990)和Pagano(1990)在讨论20世纪80年代后期英国的消费和住房价格高度相关的关系时就提出了这样的观点。King认为,人们不断修正的未来收入预期——不论是基于当期的还是未来的生产率进步——都会导致消费和住房需求的同时增加,当住房供给不变时,房价就会上涨,表现出来就是房价和消费同时增长。Pagano认为,低利率能同时提高资产价格(包括房地产价格)和促进消费,并且低利率的作用比按揭贷款配给更为直接和有效。Aoki(2002)也认为房地产价格仅仅是货币

政策传导机制过程中的一个角色,起决定作用的是利率的变动。Attanasio & Weber(1994)则使用微观数据证明了共同因素的观点。他们在生命周期模型的框架下,用英国的数据估计了不同年龄组的消费预期值,然后将其与实际消费值进行比较,结果发现年轻组的实际消费比预期的情况要高得多,而老年组则比较接近。这与财富效应的推论相悖,但可以由生产率假说来解释,即如果是因为生产率得到提高,那么年轻的业主们会收获最多,因为他们预期未来持久收入的增长会更加显著。Attanasio et al.(2005)在此基础上将财富效应和抵押效应的证据同时考虑进来,并用新的研究数据进行重新考察,结果仍然拒绝了财富效应和抵押效应的解释而证实了共同因素的作用。Lee(2007)则利用PSID和消费者支出概览(Consumer Expenditure Survey)的微观数据,通过三种不同的方法证明了共同因素对于解释消费和房地产价格之间相关关系的重要性。他首先证明,在控制了家庭人均收入和失业率后,有房家庭的消费对房价变动的弹性会减少一半。接着他用租房家庭作为控制组,证明了有房家庭的消费对于房价变动并没有表现出任何与租房家庭的显著不同。最后他证明,消费对于住房价格指数的弹性具有统计和经济上的显著性,而对于自我评估(self-reported)的价格却没有显著性,而财富效应的发挥,更应该来自自我评估的房价波动。

Muellbauer(2007)很强调信贷市场对于房价和消费之间关系的重要性。他认为,如果信贷市场发展很薄弱,那么房价上涨会产生相反的财富效应,因为年轻人会储蓄更多以用于买房的首付,而租房者因为预期租金的上涨而较少消费;另一方面,将上涨的房价变现存在较大困难,业主们也很难实现房价上涨所带来的收益。Aron & Muellbauer(2006)在对英国住房市场和消费关系的研究中,特别控制了信贷条件、收入预期和经济的不确定性等变量。他们发现,当在模型中加入信贷条件变量后,财富效应就减少了一半,尽管他们的相关系数并没有变化。由此,他们认为信贷供给条件的变化在房地产价格影响消费的过程中起着不可忽视的作用。Calza, Monacelli & Stracca(2006)研究了一组OECD国家按揭市场的制度性质对于房地产价格和消费关系的影响。他们发现,主要工业化国家的按揭市场结构存在巨大的差异,而这种差异对于房地产价格和消费之间的关系影响甚大。具体而言,按揭市场越发达的国家,二者的关系就越紧密,它们由此受到货币

政策的冲击也越大。

## 二、相关结论的实证分析与检验

消费与房价关系的研究源于对财富效应的研究,而定量的估计从Modigliani(1971)开始大量出现。Modigliani研究发现,在劳动收入一定的情况下,财富每增加1美元就会引起消费增加5美分。学界关于这个影响的传统经验研究虽然不尽相同,但相差并不大——实际财富每增加1美元,消费会增加3-6美分(Carroll, 2006)。不过这些研究并没有区分资产的类型,而后续研究大多数针对股票市场,对于房地产市场的研究并不丰富。然而,分析表明不同的财富形式对于消费的影响是不一样的,例如Greenspan(2007)就认为房地产价格对于消费的影响可能比股市更大。因此,越来越多的学者(Case et al., 2005)认为有必要将房地产市场和股票市场分开,各自加以研究。新近的文献开始将财富分解为金融资产和房地产,分别考察它们与消费的关系。

### (一)宏观总量数据和微观家庭数据的研究

研究房价和消费关系的数据主要有两种,即国家或者地区(州)层面的宏观总量数据和家庭层面的微观数据。不同的数据类型各具特点,其在很大程度上限定了研究的范围和目的。总量数据无法控制单个家庭的特征(比如租房家庭和有房家庭的区别),因而无法证明消费的增加是因为财富效应还是抵押效应抑或是其他因素。利用总量数据估算的边际消费倾向取决于许多其他因素,如房产自有率、不同群体消费行为的不对称性等。也就是说,利用宏观总量数据只能估算出房价在总体上对消费的影响,而对于证明是否存在财富效应或抵押效应并不能提供很好的依据。而家庭微观数据(例如PSID)通常是对单个家庭的调查,因此可以克服总量数据在细致研究上的不足。通过微观数据我们能详细分析研究消费和财富变化之间直接的行为关系,例如在经验上证明房价对于有房家庭是否存在财富效应。但是微观数据本身也有较大的局限性,例如消费数据在多数情况下仅为食品消费而并不包含其他消费,同时微观数据仅能提供极为有限的房价信息。数据的缺乏和不匹配不仅限制了研究的范围,还可能造成估算结果出现较大偏误。

1. 宏观总量数据。Ludwig & Slok(2004)对16个OECD国家的研究发现,消费对住房价格的弹性为0.018,但这个结果在统计上是不显著的。不过,

Case, Quigley & Shiller(2005)对14个OECD国家数据的估算却发现,房价对消费具有巨大而显著的影响,弹性大约为0.11。Cattte et al. (2004)对10个OECD国家住房财富的边际消费倾向进行估计后发现,房价对消费影响最大的是那些抵押市场非常活跃的国家,例如美国、英国、加拿大、澳大利亚及荷兰。在这些国家,住房财富的长期边际消费倾向在0.05~0.08之间,而在日本、意大利等抵押市场不活跃的国家,这个值仅仅在0.01~0.02之间。Slacalek(2006)的研究与之类似,在控制了利率、失业率和利差等因素后,他对16个OECD国家的研究发现,英美等国的家庭对于住房价格的冲击反应比较强烈,边际消费倾向的值在0.04~0.06之间,而在大多数欧洲大陆国家,家庭对于住房价格变化的反应要小得多,边际消费倾向大概只有0.01。

Benjamin, Chinloy & Jud(2004)利用美国季度总量数据估算得出,不动产的边际消费倾向为0.08,而Li & Yao(2005)使用美国消费者信贷概览中的数据计算出,住房价格每上升1美元,总体消费会增加大约4美分。Case, Quigley & Shiller(2005)对美国跨州面板数据的估算表明,消费对于住房价格的弹性大约为0.038。不过Muellbauer(2007)认为Case et al.的回归方程没有使用时间虚拟变量,他重新估算和分析的结果显示,消费对于住房价格的弹性为0.023。Carroll, Otsuka & Slacalek(2006)的研究考虑到了财富效应的性质。他们发现住房财富波动的短期效应比长期效应要小很多,具体而言,在美国住房的短期边际消费倾向为0.02,而最终的长期效应为0.09。

Dvornak & Kohler(2003)研究了澳大利亚的情况,其跨州数据的估算表明住房财富的边际消费倾向大约为0.03。Hull(2003)考察了新西兰1972-2000年的年度数据,他发现消费对于住房价格的弹性为0.18,转换后的长期边际消费倾向大约为0.062。Chen(2006)使用瑞典1980-2004年的季度数据估算出消费对于住房财富的长期边际消费倾向为0.11。Bover(2005)研究了西班牙家庭信贷概览的截面数据,她使用复杂的工具变量方法估计出住房财富总的边际消费倾向为0.013。Phang(2002)的时间序列数据研究发现,在1981-2000年间新加坡住房价格的巨大增长对于总的消费没有显著的正效应,没有证据表明房屋价格的巨幅上涨通过财富效应或者抵押效应对总体消费产生了影响。

2. 家庭微观数据。微观数据的研究相对总量数

据要少很多。Skinner(1996)使用PSID的个体家庭数据和自我评估的房价(self-reported home values)估计出有房者平均的边际消费倾向为0.01。而Juster et al. (2005)使用PSID数据的研究却没有发现房地产价格对消费有什么影响。Lehnert(2003)使用1968-1993年间的PSID数据考察了住房价格上涨对于家庭消费的影响。在舍弃了一些不稳定的观测值后,他按照不同的年龄组估算出住房财富的边际消费倾向在0.019-0.031之间,其中中年人(52-62岁)的反应最大,其次是最年轻的组(25-34岁)。

Campbell & Cocco(2007)使用英国个体家庭数据(Family Expenditure Survey, FES)以及地区家庭价格指数的全国数据来研究房价变动对于租房者和业主消费的影响。他们发现,住房价格对于年老业主的消费有统计上显著的影响,而对于年轻的租房者却没有。对于年龄较大的业主,在控制了利率、家庭收入以及其他的一些人口统计变量后他们计算出,消费对于住房价格最大的弹性为1.7。也就是说,对于年纪较大的业主来说,房价每上升1%其消费会增加1.7%。不过,Attanasio et al.(2005)使用相同的数据却得到了不同的结果。他们计算出各个年龄组人群的消费对于住房价格的弹性,其中最年轻的一组其弹性为0.21,中年组则要小了很多为0.13,而老年组的弹性最小,仅为0.04。这样的结果实际上与传统的财富效应解释是相悖的。

Bostic, Gabriel & Painter(2009)使用美国劳工统计局的消费者支出概览(CES)和联邦储备委员会的消费者信贷概览(SCF)中惟一一段相匹配的数据样本进行细致的研究后发现,对于有房家庭而言,消费对住房价格的弹性大约为0.06。

(二)住房价格和股票价格对于消费影响的比较研究

近年对于住房价格和消费关系的研究兴趣,很大程度上来自于比较住房和股票对家庭消费的影响。如前所述,早期对于财富与消费关系的研究并没有区分资产的类型,随着金融市场的不断发展,发达国家家庭持有的金融财富比重越来越大。另一方面,住房财富和金融财富在诸多方面又存在巨大的差异。例如金融财富的流动性更强,而住房财富要实现资本利得的交易成本相对要高;住房既是资产又是消费品;住房和金融资产的持有群体存在差异;人们对于不同资产价格变动存在不同的认识。这些差异意味着消费对于不同的资产价格变动会产生不

同的反应。

Case, Quigley & Shiller (2005) 分别利用 OECD 国家 1975-1999 年间的年度面板数据和美国各州 1982-1999 年间的季度面板数据考察住房财富、金融财富和消费者支出之间的关系, 结果发现, 尽管估计的数值结果会随着计量模型的不同而有些差异, 但是两组数据都显示, 住房价格对于消费具有巨大而显著的影响, 而股票市场价格对于消费只有微弱的影响。Benjamin, Chinloy & Jud (2004) 使用美国 1952-2001 年间的季度总量数据计算后发现, 不动产的边际消费倾向为 0.08, 而金融资产每增加 1 美元, 消费仅增加 2 美分。由于美国住房财富总量大于股票市场, 因此该研究的结果事实上和 Case et al. (2005) 的研究结论是类似的, 即住房价格对于消费的影响更大。

Carroll, Otsuka & Slacalek (2006) 考察了 1960-2005 年间美国消费的总量数据, 他们提出, 理论和经验均不支持消费、收入和财富之间存在长期的协整关系。因此, 他们对数据进行差分去掉了长期效应, 同时他们将财产分为股票市场财富和净值减股票市场财富, 后者接近于住房财富+流动性资产-负债。和前面的研究结果一样, 其估计结果表明, 住房价格对于消费的影响要比股票价格的影响大, 因为股票财富的边际消费倾向大约为 0.04, 而住房财富长期的边际消费倾向为 0.09。Bostic, Gabriel & Painter (2009) 对美国微观数据的研究也发现, 对于有房者而言, 消费对住房价格的弹性大约为 0.06, 而对于金融财富却只有 0.02。

Dvornak & Kohler (2003) 利用澳大利亚的跨州数据和类似于 Case et al. (2005) 的方法研究后发现, 住房财富和股票市场财富对消费均有显著的影响。其中股票市场的 MPC 在 0.06-0.09 之间, 而住房财富的 MPC 大约为 0.03。尽管住房的边际消费倾向比股票市场低, 不过考虑到住房财富在总量上远远大于股票市场资产, 因此住房价格的变动对于总体消费的影响至少和股票市场的影响一样大。Barata & Pacheco (2003) 对于欧盟几个国家的研究也发现了类似的结果, 即消费对于住房价格的弹性要高于股票价格市场。

不过, Ludwig & Slok (2004) 的研究却得到了不同的结果。他们利用 16 个 OECD 国家的季度数据和面板误差修正模型估算各国消费对于住房价格和股票市场价格的弹性, 结果发现, 消费对于股票市场价格的弹性为 0.025 并且在统计上是显著的, 而

消费对住房价格的弹性为 0.018, 并且这个结果在统计上是不显著的。对于美国, 其换算过后的金融资产的长期边际消费倾向向大约为 0.02。

Girouard & Blondal (2001) 的跨国数据研究发现, 各国在这二者效应的比较上并没有一个一致的结果。在一些国家住房价格对消费的影响要比股票价格大, 而另一些国家却相反。Catte et al. (2004) 对 OECD 国家的研究也得出了类似的结果。

### (三) 其他研究

许多学者还发现住房价格变化对于消费影响存在不对称效应。Engelhardt (1996) 使用 1984-1989 年间 PSID 数据中 65 岁以下有房者的数据检验了住房价格上涨和业主当期消费的关系, 估计结果显示, 消费对于住房实际资本所得的弹性为 0.03, 但是消费者行为对于住房价格变化存在不对称反应: 当因房价上涨而获利时, 家庭的消费和储蓄行为变化微乎其微, 但是当因房价下跌而出现损失时, 消费会减少很多。Skinner (1996) 也发现, 45 岁以下的家庭在住房财富下降时其边际消费倾向为 0.1, 而在上升时仅为 0.004。不过, Disney et al. (2006) 的研究结果却相反, 他们发现住房价格上升对消费变化的影响更大。Phang (2002) 的新加坡数据研究也证实了这种不对称反应的存在。

另外, 住房价格和消费之间的关系也可能随着时间而发生变化。Slacalek (2006) 对 OECD 国家的研究就发现, 自 1988 年以后这些国家的住房价格对于消费的影响不断增大, 特别是在那些原来财富效应不强的国家和地区, 而金融财富对于消费的影响没有什么变化或者略有下降。不过, Girouard & Blondal (2001) 和 Aoki et al. (2002) 都强调, 由于按揭市场放松管制, 住房价格和消费之间的关系可能会发生相反的改变, 即如果由于金融自由化等因素导致信贷环境的宽松, 那么通过抵押效应渠道产生的住房价格对消费的影响就会比以前变得小了, 由共同因素导致的二者的关系也可能不那么强了, 例如可能会预期近几年家庭工资收入仅会保持适中的增长。

## 三、简评

我们看到, 绝大多数宏观数据的经验研究都发现房价对于消费具有正向的拉动作用, 即房价上涨会促进消费增长。传统上这被归因于住房财富效应的作用, 然而一方面很多学者基于房价的内生性问题而质疑这些计量结果的准确性, 另一方面新近的

微观数据研究也不能提供支持财富效应的一致证据。鉴于住房本身的特殊性质,越来越多的学者开始对住房是否存在财富效应以及影响大小产生了怀疑。随着发达国家金融自由化程度的不断提高,尤其是英美等国住房金融市场的极大活跃,另一条重要的影响渠道——住房的抵押效应逐渐引起了学者们的关注,并且也获得了一些经验研究的证实。尽管如此,抵押效应在理论上也仍存在争论。此外,一些共同的因素例如利率、收入预期和信贷供给条件等都有可能是导致房价上涨和消费增长之间的发生相互关联的重要因素。

#### 参考文献:

Aoki, Proudman & Vlieghe(2002), "Houses as collateral" Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review 8:163- 177.

Aron & Muellbauer(2006), "Housing wealth, credit conditions and consumption", Working Paper, University of Oxford.

Attanasio, O. P. et al. (2005), "Booms and busts: Consumption, house prices and expectations", Working Paper 05/24, Institute for Fiscal Studies, London.

Benito & Mumtaz(2006), "Consumption excess sensitivity, liquidity constraints and the collateral role of housing", Working Paper No.306, Bank of England.

Benjamin, Chinloy & Jud(2004), "Real estate versus financial wealth in consumption", Journal of Real Estate Finance and Economics 29(3): 341- 354.

Bostic, Gabriel & Painter(2009), "Housing wealth, financial wealth, and consumption", Regional Science and Urban Economics 39(1): 79- 89.

Bover, O. (2005), "Wealth effects on consumption", Working Paper No. 0522, Bank of Spain.

Buiter, W. H. (2008), "Housing wealth isn't wealth", NBER Working Paper No. W14204.

Calza, Monacelli & Stracca(2007), "Mortgage markets, collateral constraints, and monetary policy", Working Paper Series No. 2007/10, Center for Financial Studies, Frankfurt.

Campbell & Cocco(2007), "How do house prices affect consumption?" Journal of Monetary Economics 54(3): 591- 621.

Carroll, Otsuka & Slacalek(2006), "How large is the housing wealth effect? A new approach", Working Paper 535, Johns Hopkins University.

Case, Quigley & Shiller(2005), "Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market", Advances

in Macroeconomics 5(1). Article 1.

Catte, P. et al. (2004), "Housing markets, wealth and the business cycle", Working Paper 394, OECD.

Disney, Bridges & Gathergood(2006), "Housing wealth and household indebtedness" Paper presented at Bank of Spain conference on Household Finances and Housing Wealth.

Dvornak & Kohler(2003), "Housing wealth, stock market wealth and consumption: A panel analysis for Australia", Research Discussion Paper No. 2003-07, Reserve Bank of Australia.

Engelhardt, G. V. (1996), "Consumption, down payments and liquidity constraints", Journal of Money, Credit, and Banking 28(2): 255- 271.

Girouard & Blondal(2001), "House prices and economic activity", Working Paper 279, OECD.

Greenspan & Kennedy(2007), "Sources and uses of equity extracted from homes", Federal Reserve Board, Mimeo.

Iacoviello, M. (2005), "House prices, borrowing constraints and monetary policy in the business cycle", American Economic Review 95: 739- 764.

Iacoviello & Raoul(2008), "The credit channel of monetary policy", Journal of Macroeconomics 30(1): 69- 96.

Iacoviello, M. (2004), "Consumption, house prices and collateral constraints", Journal of Housing Economics 13(4): 305- 321.

Lee, M. I. (2007), "House prices, consumption, and their common causes", Working Paper, University of Chicago.

Lehnert, A. (2004), "Housing, consumption, and credit constraints", Discussion Paper No. 2004-63, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Li, W. & R. Yao(2007), "The life-cycle effects of house price changes", Journal of Money, Credit, and Banking 39(6): 1375- 1409.

Ludwig & Slok(2002), "The impact of changes in the stock prices and house prices on consumption in OECD countries", IMF Working Paper 02/1.

Muellbauer, J. (2007), "Housing, credit and consumer expenditure", Symposium Paper, University of Oxford.

Phang, S. Y. (2002), "The impact of housing prices on aggregate consumption", Working Paper, Singapore Management University.

Slacalek, J. (2006), "What drives personal consumption? The role of housing and financial wealth", Mimeo, German Institute for Economic Research.

(作者单位:厦门大学经济研究所)

(责任编辑: 詹伶)