

房价波动对居民消费的影响机制

邓 健 张玉新

摘要: 本文在生命周期—永久收入的消费分析框架中引入信贷传导机制,证明了信贷市场的发展可以通过放松流动性约束和促进跨期消费替代效应来缓解房价波动对消费的影响。在此基础上,提出抑制高房价不能以挤出消费为代价,而应发展资产价格渠道和促进信贷可得性。

关键词: 房价波动 信贷传导机制 生命周期—永久收入假说

(一)引言

目前中国大中城市的房价持续上涨,已经对国民经济和人民生活产生了严重的不利影响。有鉴于此,国家已经采取了相当的措施平抑房价,也取得了一定的成效。但也应谋求其他措施尽量缓解高房价对经济的负面影响,尤其是缓解高房价对居民消费的挤出,缓解高房价对内需发展的抑制作用。这种对高房价的间接治理举措往往成本更低、成效更为明显。

在生命周期—永久收入(LC-PIH)这一研究消费的标准方法中,房产作为重要的财富会对消费产生重要影响。当房价波动时,人们的财富存量发生变化,从而直接影响人们的收入分配、消费支出和消费决策,进而影响总需求和经济增长,这就是房地产财富效应。众多对英美等发达国家的实证研究也验证了房价上涨会对居民非房产消费产生显著的财富效应,且这种效应要大于股票等金融资产的财富效应(Ludwig and Slok, 2002; Case et al., 2001)。

国内关于房价与消费的实证研究大多表明,我国房价上涨对居民非房产消费具有挤出效应,而能从理论上解释这一结论的研究较少。本文拟将信贷市场机制引入到经典的LC-PIH模型中,分析房价与居民非房产消费之间的相互关系,目的是厘清房价对居民消费的作用机制,在此基础上有针对性地限制房价上涨对内需的抑制作用,也可以从促进居民消费的角度提出抑制房价上涨的有效举措。

(二)引入信贷传导机制的LC-PIH模型

主流的宏观经济理论认为房价对消费的影响是中性的,长期看来房价对消费没有影响。从当期消费来看,如果消费者仍居住在同一房产内,则房价上涨并不会增加他们的真实财富,也就不会提高消费水平。当前的房主会因为房价的相对上涨而获得潜在收益,但是未来的购房者的境况将变糟。从跨期消费的角度来看,房价的相对上涨并不会在长期内增加非房产商品的实际消费。因为房价的提高并不能够增加整个社会生产其他商品的能力,这些商品的消费仍需与其生产能力相匹配。

房价波动对长期总消费能力没有影响,但并不是说对实际消费也不存在短期和中期效应。如果引入金融体系的跨期消费平滑作用,则房价上涨的获益者可能在当期增加消费,而受损者可能在未来减少消费。因此有必要在经典的LC-PIH模型中引入信贷渠道的作用,来分析房价波动对消费的总体影响。

1. 房地产财富效应分析。目前研究居民消费的标准方法是生命周期—永久收入分析框架(简称PIH),这也是国

内外众多研究的主要理论基础。但经典生命周期理论中房地产财富效应的分析是有问题的,这里通过简单的公式来加以说明。

设 c 为实际非房产消费, NLA_{t-1} 为流动性资产, IFA_{t-1} 为非流动性金融资产, HA_{t-1} 为房地产财富, p^h 是房产的相对价格, y_t^p 为实际的永久非财产收入,基本消费方程为:

$$c_t = \lambda y_t^p + \gamma_1 NLA_{t-1} + \gamma_2 IFA_{t-1} + \gamma_3 HA_{t-1} \quad (1)$$

为分析房地产财富效应,将 HA_{t-1} 进一步分解,得到:

$$c_t = \lambda y_t^p + \gamma_1 NLA_{t-1} + \gamma_2 IFA_{t-1} + \gamma_3 p^h [rH_0 - (r + \delta)H] \quad (2)$$

其中, H 为房产存量, δ 为房产的折旧率, r 为实际利率。这样, $(r + \delta)H$ 为住房服务, $p^h(r + \delta)$ 是实际居住成本。

假定预期的房价 p^h 和实际利率 r 不变,则多期的跨期最优化问题可以视为是预算约束下的房产与非房产消费的最优选择问题。我们感兴趣的是 p^h 的变动对消费 c 的影响。假定价格不变,则将式(2)对 p^h 求导,得到:

$$\partial c_t / \partial p^h = rH_0 - (r + \delta)H \quad (3)$$

根据公式(3),等式右边恒为负,所以房地产财富效应对消费的影响是负向的。对于已有住房的居民来说,房价上涨会引起消费的减少。这是因为 δ 恒为正,所以除非消费者减少住房的消费,使得 $H < H_0$,否则等式右边总是小于0。对于无房者来说,房地产财富效应的负向影响更为明显,因为 $H_0 = 0$ 。

理论上,房产价格的波动会通过财富的影响,作用到居民的消费上。房价的提高会使出售方受益,而使购房者受损。总体来看,获益和受损将互相抵消(净移民和外国需求数量可忽略不计),因此房价上升通过财富效应对消费的影响将是零。这会产生Ricardian等值效果,房主不会消费它们的房产财富。但是,如果在LC-PIH模型中引入信贷渠道跨期平滑消费的作用,则房地产财富效应对消费的影响并不必然为负。如果信贷市场能够缓解购房者的信贷约束,则随着金融市场的发展,房地产财富效应可能对消费产生正向影响。

2. 附加信贷传导机制的LC-PIH模型。为了分析房价通过信贷渠道影响消费的具体机制,这里对经典的LC-PIH模型进行部分扩展。

首先将式(1)除以 y_t ,并简单变换得到:

$$\frac{c_t}{y_t} = \lambda \left(\frac{\gamma_1}{\lambda} \frac{NLA_{t-1}}{y_t} + \frac{\gamma_2}{\lambda} \frac{IFA_{t-1}}{y_t} + \frac{\gamma_3}{\lambda} \frac{HA_{t-1}}{y_t} + 1 + \frac{y_t^p - y_t}{y_t} \right) \quad (4)$$

因为式(4)右边为 $1 + x$ 的形式,且 x 一般较小,所以可以取对数形式,并利用 $\ln(1 + x) \approx x$,以及 $\ln(y_t^p - y_t) \approx (y_t^p - y_t)/y_t$,可以得到:

$$\ln c_t = a_0 + \ln y_t + \gamma_1 NLA_{t-1} / y_t + \gamma_2 IFA_{t-1} / y_t + \gamma_3 HA_{t-1} / y_t + \ln(y_t^p / y_t) \quad (5)$$

其中 $\ln(y_t^p - y_t)$ 是永久收入与当期收入的对数比,反映了预期的收入增长。由于 $\ln c_t - \ln y_t$ 可以近似看作是反向的储蓄率,所以公式(5)表明储蓄率与财富收入比以及对收入的预期呈负相关关系。

另外为了考察跨期替代和收入效应,将实际利率 r_t 引入到方程中,从而可以得到修正后的分析框架:

$$\Delta \ln c_t \approx \beta \left(a_0 + a_1 r_t + a_2 \ln(y_t^p / y_t) + \gamma_1 NLA_{t-1} / y_t + \gamma_2 IFA_{t-1} / y_t + \gamma_3 HA_{t-1} / y_t + \ln y_t - \ln c_{t-1} \right) + \theta \Delta \ln y_t + \varepsilon_t \quad (6)$$

其中 β 是调整速度, γ 参数度量的三类资产的边际消费倾向。收入变动的对数项可以用来考察信贷约束状况。需指出的是,若参数取值如下, $\beta=1$, $\alpha_1=0$, $\alpha_2=1$, $\gamma_1=\gamma_2=\gamma_3$, $\theta=0$,则直接得到标准的生命周期永久收入模型。

通过模型可以看出,信贷市场的发展影响消费的途径主要体现在以下几个方面:(1)增加模型的截距项 α_0 ,这意味着更高的 $\ln(c/y)$;(2) γ_3 上升,增加房地产财富的抵押效应,提高房产财富的边际消费倾向;(3) α_1 的上升,即实际利率效应的增加;(4) α_2 上升,即预期收入增长有更多的影响;(5) θ 下降,意味着当期收入增长效应的影响趋弱;(6) β 的增加,意味着金融市场越发展,房价波动传递到消费变动的速度越快。

(三)信贷传导机制分析

信贷市场的发展影响房价波动作用于消费的主要传导机制可以分为两类:流动性约束的放松和跨期替代效应的增强。以下结合模型分别讨论。

1.流动性约束效应。金融市场的发展,信贷渠道的扩展,会降低居民的流动性约束。由于房屋按揭贷款是居民的主要负债,所以信贷渠道影响居民消费的第一个作用机制就是房贷首付约束。这在模型中首先体现为截距项 α_0 ,从而导致更高的 $\ln(c/y)$,这在房地产信贷市场中具体表现为首付约束的降低。

按揭银行通过限制贷款/房价比来减轻违约风险,这会强制购房者减少消费进行储蓄以支付首付,所减少的消费的水平由贷款/房价比所决定。当然从平滑消费的角度看,大多数的购房者并不是信贷约束的。因此,购房存款的比例往往也会受到短期收入波动预期和实际利率变动的影响。但在其他条件不变的情况下,金融市场效率的提高会降低按揭的首付额度,这会增加居民的消费水平。

从房价波动角度看,房价升高会通过首付约束抑制居民的非房产消费。如果信贷市场效率低,面对高房价购房者必须进行更多的储蓄,无法平滑未来收入与当期消费,从而挤压了购房者的正常消费。而如果能够提高信贷效率,减轻信贷约束,就可以弱化高房价对消费的挤出效应。

房价波动通过信贷市场影响消费的另一个机制则是资产价格渠道,或称为资产抵押增强渠道。这在模型中首先体现为 γ_3 上升,增加房地产财富的抵押效应,提高房产财富的边际消费倾向。如果房产抵押消费贷款市场发展水平较高,则房价上涨也会提高居民的抵押借款能力。这一机制可以提高房产财富的流动性,而流动性的提高也使得房产财富具有了预防储蓄的功能,因而可以提高居民的消费能力。英美等发达国家之所以具有较高的房地产财富效应,就在于发达的资产价格渠道能将房价的升高转化为消费借贷能力的提高。

总之,信贷市场的发展分别提高了无保险信贷和有保险信贷的可获得性。前者提高了首次购房者的支付能力,减少了为支付首付的储蓄,因而减少了高房价对消费的负向影响。后者使得现有的房产所有者可以更好地利用房产抵押,这提高了住房财富的支付性。

2.跨期替代效应。信贷市场的发展,利差竞争的加剧也会通过促进跨期消费来促进非房产消费。这首先表现

为实际利率效应的增加,即模型中参数 α_1 的上升。资产价格渠道表明,利率降低对金融资产价格会产生正向效应。这种正效应会被实际高利率的直接负效应和高房价的间接负效应所抵消。因此,总的利率渠道表现较弱。中国家庭是典型的高储蓄率和消费波动的厌恶者。中国实际利率对居民消费的正向效应的根源就在于资产价格渠道不发达。因此,信贷市场的发展,尤其是资产价格渠道的丰富,不仅有利于国家货币政策效用的发挥,也有助于吸引购房者通过增加跨期消费来缓解房价升高对当前消费压力。

信贷市场发挥作用的另一个机制就是跨期消费替代效应,这在模型中体现为参数 α_2 的上升和参数 θ 的下降,即预期收入的增长效应增大,而当期收入增长效应的影响减小。例如房产抵押消费贷款等资产价格渠道的发展,可以起到平滑消费的作用,可以增加预期收入增长的效用,从而使得实际利率更低,从而缓解当前消费的压力。

(四)结论和政策建议

本文通过在经典的生命周期—永久收入理论框架中引入信贷传导机制,分析了在房价波动影响消费的机制中金融市场的重要作用。指出信贷市场的发展对于购房者来说可以缓解流动性约束效应,也可以增强跨期替代效应,从而起到了平滑消费的作用,能够缓解目前中国的高房价对居民消费的挤出效应。

根据以上分析可以看出,目前中国高房价对消费的挤出效应,源于国内金融市场的不完善。而且目前国内为抑制房价出台的一些信贷政策并不合理,会增加对消费者的信贷约束,不利于促进消费。当然金融市场的发展并不是一蹴而就的,而需要循序渐进,因此这里指出两点当前亟待解决的问题

1.发展资产价格渠道。中国金融体系的建设应该重视消费信贷渠道的建设和完善。目前国内的金融体系明显是偏重于投资和生产领域的金融加速器作用,而忽视了消费领域的金融加速作用。中国目前的消费金融发展滞后,缺乏灵活多样的资产价格渠道,这已成为制约居民财富效应、抑制消费的主要原因。因此发展消费信贷,尤其是房地产抵押消费信贷,降低房地产消费信贷的条件和利率,有利于将房地产价格的上涨转化在扩大的内需,也能够满足居民平滑消费、提高住房支付能力的要求。

2.提高信贷可得性。目前国家为制止房价的上涨,采取了一系列金融抑制政策,如提高按揭贷款利息、提高首付比例等。但面对城市化带来的住房刚性需求,通过金融抑制政策来平抑房价,必然会增加居民的流动性约束,会对消费产生挤出效应,也阻碍了金融市场平滑消费的基本功能的实现。因此有必要对目前针对房价的金融调控政策进行一定的调整。另外,也应该增加按揭贷款的产品创新。目前各银行的按揭贷款都含有一次提前还款的权利,但是各银行并没有将这种提前还款权转化为差别化利率。

(作者单位:邓健,吉林财经大学工商管理学院;张玉新,吉林大学经济学院)

参考文献

- (1) Case, K. E., Quigley, J. M., Shiller, R. J., 2001, "Comparing Wealth Effects: the Stock Market Versus the Housing Market", National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 8606.
- (2) Ludwig, A., Slok, T., 2002, "The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries", International Monetary Fund Working Paper Series, WP/02/1.