

# 家庭房价预期对消费行为的影响\*

## ——基于消费金融的中介效应分析

段堃 杨焯月 张丽雅 陈海强 黄莹莹

**内容摘要：**把握房价预期特征及其对消费的影响，在强信心、促消费中具有必要性和紧迫性。基于中国家庭金融调查（CHFS）数据和地区房价数据，本文首先运用分数时间序列模型，识别了房价预期类型和强度的家庭异质性，然后采用多元回归分析，考察了理性和适应性房价预期对家庭消费的影响差异，并从消费金融角度探究了房价预期对家庭消费的影响机制。研究发现，第一，我国房价预期特征具有家庭异质性，且预期类型以适应性为主。第二，适应性房价预期对家庭消费具有负向影响；理性房价预期对家庭消费的影响呈现出微弱正向。第三，随着住房消费模式由购转租，适应性预期和理性预期对家庭消费的影响力度均逐渐增大。第四，消费金融在房价预期与家庭消费的影响关系中具有中介效应，房价预期通过作用于家庭消费金融的使用意愿，影响消费行为。研究结论对更好引导房价预期、释放消费潜力、扩大内需有重要意义。

**关键词：**理性预期 适应性预期 房价波动 家庭消费 消费金融

### 一、引言

着力扩大内需、增强消费对经济发展的基础性作用，是党的二十大“以高质量发展推进中国式现代化”这一精神的重要实践途径。加强预期引导作为充分释放消费潜力的关键，是服务扩大内需战略的重要支撑。然而，面对疫情等国内外超预期因素叠加冲击，我国经济发展一度面临预期转弱的压力。中国人民银行数据显示，2022年居民存款增加17.84万亿元，创有统计以来的新高。超额储蓄反映出居民家庭对未来预期趋弱，进而引致预防性储蓄上升、消费意愿下降等问题。房地产作为国民经济的支柱产业，也是家庭财富积累的重要影响因素，把握房价预期及其对消费的影响，对于提振消费信心、激发消费活力具有重要意义。近年来，数字经济大发展、消费场景不断丰富的时代背景为消费金融提供了越来越广阔的发展空间。消费金融作为居民消费的助推器和金融科技的试验田，不仅有助于满足人民对美好生活的多样化需求，还将助力实现经济高质量发展。

鉴于居民家庭行为可能是理性或有限理性的，房价预期呈现出理性或适应性类型。然而，受限于分析视角和方法，现有研究尚无法识别市场房价预期的主导类型和强度，也忽视了具有异质性预期的家庭行为差异。以上研究局限加剧了从家庭层面理解房价预期对消费影响的难度，也使得厘清不同类型房价预期的影响差异十分困难。进一步地，如何评估消费金融在推动房价预期影响消费行为中的作用，学术界尚缺乏系统研究。基于此，本研究旨在探讨家庭房价预期特征对消费行为的影响，并检验消费金融在推动以上影响中的潜在中介作用。具体地，基于行为经济学视角，本文通过厘清理性和适应性市场预期对应的房价波动规律，从类型和强度两方面考察城市房价预期的主导特征，并根据相同市场预期

---

\* 段堃，华中科技大学经济学院，邮政编码：430074，电子信箱：kunduan@hust.edu.cn；杨焯月，华中科技大学经济学院，邮政编码：430074，电子信箱：yangzhuoyue51@hust.edu.cn；张丽雅，华中科技大学经济学院，邮政编码：430074，电子信箱：lyzhang27@outlook.com；陈海强，厦门大学王亚南经济研究院，邮政编码：361000，电子信箱：hc335@xmu.edu.cn；黄莹莹（通讯作者），哈尔滨工业大学管理学院，邮政编码：150001，电子信箱：huangyingying@hit.edu.cn。本文系教育部“春晖计划”合作科研项目（HZKY20220332）、国家自然科学基金青年项目（72201077）的阶段性成果。

对不同家庭的差异性影响，识别房价预期特征的家庭异质性。然后，通过将家庭房价预期信息与微观调查数据相匹配，剖析理性和适应性房价预期对家庭消费的影响差异以及消费金融的中介效应。本研究从行为经济学视角突破家庭房价预期特征的研究局限，为揭示房价预期对家庭消费的影响以及消费金融在推动以上影响中的作用作出边际知识贡献。研究成果将深化对我国家庭房价预期特征的认识和理解，对更好提升预期管理水平、促进消费增长具有重要的实践意义。

## 二、文献述评

### （一）房价预期

预期形成是一个基于先验信念的学习过程，经济主体能够获取外部信息并相应地进行信息处理，从而形成房价预期（董纪昌等，2020）。基于行为经济学视角，鉴于经济个体可能是理性或有限理性的，市场价格预期相应地表现出理性类型或适应性类型（况伟大，2010；Glaeser & Nathanson，2017）。适应性预期认为经济个体根据价格的过去信息形成未来预期；理性预期认为除了历史信息，经济个体也能够学习接收新信息，并对未来价格作出最优预测（高波等，2014；施昱年等，2021）。现有研究从房价预期的概念出发，分别采用过去期和未来期的房价信息衡量了适应性和理性房价预期（任荣荣等，2008）。

近年来，研究发现经济个体可能存在异质性和有限理性行为，而非传统研究限定的同质性和理性行为（李仲飞等，2015；赵玮和李勇，2022）。张浩等（2020）指出住房市场投资者的异质性主要体现在预期及其对行为决策的差异，由于信息获取能力、个体特质等方面的差异引发投资者形成异质性房价预期，进而对房价产生差异性影响。赵玮和李勇（2022）发现由于家庭偏好、禀赋和年龄结构等方面的差异，不同家庭存在异质性房价预期，进而影响家庭购房决策和房价水平。具有异质性房价预期的家庭之间相互作用形成了住房市场预期的主导类型和强度，当理性预期家庭所占比例更高或更低时，市场预期相应地由理性类型或适应性类型主导（Glaeser & Nathanson，2015）。与此同时，房价预期是影响房价波动的重要因素，当住房市场价格预期的主导特征不同时，房价呈现出差异性波动规律（任超群等，2013；孙伟增和郑思齐，2016；Armona et al.，2019）。Glaeser & Nathanson（2017）发现市场主导预期为理性时，房价随时间呈膨胀性趋势，市场预期为适应性时，房价呈现短期自相关，长期均值回复。现有文献讨论了居民家庭行为可能存在异质性，理性和适应性家庭之间相互作用形成市场预期的主导类型和强度。然而，相关研究大多停留在概念层面，既无法识别市场预期的主导特征，也忽视了家庭房价预期的异质性。

已有文献通过特定调查问卷中的主观性问题获得家庭房价预期强度的信息。况伟大（2013）使用2011年面向北京市城镇居民的调查问卷数据，分析房产税对家庭房价预期的影响。现有针对全国层面的家庭房价预期研究大多采用2011年的中国家庭金融调查（CHFS）数据，分析了房价预期对家庭资产配置、股市参与、居民幸福感等的影响（冯明和赵佳涵，2022；易行健等，2022）。以上研究增加了我们对家庭房价预期的认识和理解。然而，受限于问卷发放区域和数据采集时间，基于调查问卷的房价预期数据的代表性与时效性往往受到限制。例如，CHFS中有关家庭房价预期的问题仅在其2011年的调查中涉及，数据时效性具有一定的局限。同时，以上数据无法辨析居民家庭行为的理性程度，也可能会由于客观性不足而存在偏误。

### （二）家庭消费

近年来，随着我国各类微观调查数据的日益丰富，我国家庭消费行为的研究逐渐成为学术界关注的热点问题。既有文献从家庭财务状况、生活条件、人口统计特征等方面分析了家庭消费的影响因素（张浩等，2017）。尽管永久收入假说认为收入持续增长可以提升消

费，但这一理论在新兴市场仍缺乏经验佐证（Curtis et al., 2015）。例如，近年来我国居民收入较快上涨的同时却伴随着国民储蓄率过高和消费不足，与之形成鲜明对比的是长期以来的房价高企，这使得研究我国房价对家庭消费的影响成为学术界关注的焦点问题。Waxman et al. (2020) 分析发现仅当家庭无信贷约束时才能够进行消费平滑，但由于我国金融市场发展尚不成熟、家庭往往面临借贷约束，预期房价变化对当期家庭消费存在显著影响。现有研究主要从财富效应和挤出效应两个渠道探讨了房价对消费的促进和抑制作用，房价对消费的最终影响取决于以上两种效应的净效应（黄静和屠梅曾，2009；张雅淋等，2022）。

财富效应理论上可通过当期房价和预期房价两方面影响家庭消费。一方面，当期房价上涨能够增加房产的可兑现价值、增强房产抵押再融资能力，进而增加家庭财富，并提升消费能力（Cloyne et al., 2019）。鉴于我国信贷市场发展尚不完善、住房交易成本较高等市场摩擦因素，通过抵押住房或者住房变现以提高当期消费的作用效果在我国并不显著（陈斌开和杨汝岱，2013；刘靖和陈斌开，2021）。另一方面，预期房价上涨通过使有房家庭感到更加富有，降低他们的预防性储蓄、提升消费信心，进而增加当期消费（何兴强和杨锐锋，2019）。同时，对于挤出效应，预期房价上涨通过增加无房家庭或有置换房需求家庭的未来购房成本，导致当期预防性储蓄增加、消费下降（颜色和朱国钟，2013）。结合现有文献讨论和我国国情可知，尽管房价对家庭消费的影响主要通过房价预期渠道传导，然而现有相关研究仍大多建立在房价历史数据的基础上，缺乏对房价预期影响作用的系统分析。进一步地，对于如何从家庭层面理解理性和适应性房价预期对消费的潜在差异性影响，仍有待深入研究。

### （三）消费金融

关于消费金融的概念和范围，学术界还未得出一致的结论，但对于消费金融的服务对象和主要功能的认知较为一致（曾燕等，2022）。消费金融是指以消费者为服务对象，旨在满足消费者的消费需求、促进消费发展的金融服务（Tufano, 2009；张丽平和任师攀，2022）。广义的消费金融是指与个人生活消费相关的贷款；狭义的消费金融是指消费贷款（王江等，2010）。根据我国消费金融公司试点管理办法（2009），消费金融是向各阶层消费者提供的以消费（不包括购买房屋和汽车）为目的的贷款的金融方式。因此，借鉴已有研究，本文定义消费金融为包含调查数据中所有用于非房屋和汽车消费的非私人信贷。

我国消费金融随着消费在国民经济中作用的提升而不断发展壮大，并与消费相辅相成、相互促进（张丽平和任师攀，2022）。由于存在流动性限制和预算约束，消费者仅依靠自身购买能力平滑生命周期内消费时可能存在困难，消费金融的发展为缓解当期流动性约束平滑消费、促进家庭消费行为提供重要的工具（杨继生和邹建文，2020；宋科等，2023）。消费金融能够激发消费者的消费潜能，提振当期消费。赵保国和盖念（2020）指出消费金融发展有利于扩大居民家庭的享受性消费支出，进而优化消费结构。另一方面，消费金融能够促进消费者进行超前消费。李江一和李涵（2017）发现消费金融通过缓解家庭流动性约束，降低消费需求对即期收入的敏感性，甚至透支部分预期收入以增加现期消费。此外，消费金融的数字化发展提升了消费的可持续性和便利性，进一步促进了当期家庭消费（张勋等，2020）。

近年来，发展消费金融已经逐渐成为扩大消费需求的长效机制之一（王勇，2012）。既有研究大多从住房资产、金融知识素养及收入冲击等方面探讨消费者的金融行为（廖理等，2013；唐塘和胡浩，2016；吴卫星等，2018）。廖理等（2013）发现家庭住房持有情况主要通过挤出效应抑制消费信贷。吴卫星等（2018）指出金融素养高的居民家庭更偏好持有负债并通过正规渠道借贷。唐塘和胡浩（2016）研究发现农户遭受收入冲击时消费信贷需求更强烈。尽管居民家庭的经济预期是影响其当期消费借贷行为与消费意愿的重要因素（王

江等, 2010), 但学术界鲜有关于预期影响消费金融使用的系统研究。与此同时, 房地产是家庭财富积累的重要因素(郭杰和陶凌峰, 2022)。然而, 对于房价预期如何通过作用于消费金融的使用意愿影响其消费行为, 学术界尚缺乏深入探讨。

现有研究主要通过以下两类数据获取消费者的消费金融使用情况, 分别是来自消费金融机构的个人消费数据和来自微观调查问卷的居民家庭消费数据。第一类数据虽然具有良好的客观性和准确性, 但由于消费者特征信息往往存在缺失, 因而数据应用较为受限。既有消费金融的研究数据大多来自第二类数据。具体地, 采用清华大学中国金融研究中心2008-2012年收集的中国城镇家庭消费金融调研数据, 廖理和张金宝(2011)分析了中国城市居民家庭消费金融的特点; 徐新扩和尹志超(2017)分析了短期消费信贷对家庭消费的促进作用。以上研究虽然增进了我们对消费金融的认识和理解, 但以上数据来源的家庭样本的代表性和数据时效性均存在一定局限。

### 三、理论基础和研究假设

#### (一) 房价预期的市场主导特征与家庭异质性

在拓展理性行为理论并允许存在有限理性的基础上, 本研究通过厘清理性和适应性房价预期对应的差异性房价波动规律, 探究市场房价预期的主导强度与类型(Glaeser & Nathanson, 2017; Armona et al., 2019)。进一步地, 通过剖析相同市场预期对不同家庭行为决策的差异性影响, 探究房价预期特征存在家庭异质性的理论机理(Ioannides & Rosenthal, 1994; Martin et al., 2021)。

本文通过引入房价预期因素拓展住房存量-流量模型(Oikarinen et al., 2018), 以定义房价形成过程。在住房供给稳定的情况下, 房价波动规律由市场住房需求决定, 后者包括消费性需求和投资性需求。其中消费性住房需求由经济基本面因素决定, 投资性住房需求由房价预期决定, 只有当市场预期未来住房价格将偏离其价值时, 才会出现投资性住房需求(况伟大, 2010)。基于有效市场假说理论, 当市场达到有效状态时, 伴随着住房价格回归价值, 投资性住房需求被抑制。此时, 住房市场不存在偏离经济基本面的价格预期, 房价呈现出随机游走趋势(Case & Shiller, 1989; Larsen et al., 2008)。由此可知, 房价预期强度可通过测算房价波动规律偏离随机游走趋势的程度予以衡量。偏离程度越高, 房价预期及其驱动的投资性住房需求越强; 反之, 则越弱。

关于预期类型, 理性家庭拥有完整信息集, 能够对未来价格做出准确预测, 因此具有“前瞻性”特征。当预期类型为适应性时, 家庭由于无法获得完整、准确的信息集而依赖历史信息预测未来价格, 因此具有“回溯性”特征。本文通过剖析市场房价预期为理性和适应性时, 房价序列的差异性波动规律, 识别市场房价预期的主导类型。具体而言, 当预期房价上涨, 且市场预期的主导类型为理性时, 部分家庭预期住房升值且未来能以更高价格出售, 因此当期愿意支付甚至高于住房价值的价格以满足其购房需求。另一部分理性家庭可能存在房价上涨空间有限的信息评估, 因而未能形成有效需求。此时, 房价序列将表现出随时间持续膨胀的趋势, 且形成有效住房需求的家庭比重越高, 膨胀性越强。对于适应性家庭, 由于家庭仅依靠过去信息推断形成预期, 其对未来预期可能存在偏误。尽管预期偏差在长期会被逐渐修正, 但短期内可能引致房价偏离价值且持续上涨。此时, 房价将表现出短期自相关、长期均值回复的趋势。与此同时, 当预期房价下降时, 由于存在无法卖空住房、交易成本高等市场摩擦因素, 理性家庭的投资性住房需求被抑制, 此时房价回归住房价值, 表现出随机游走趋势。对于适应性家庭, 家庭短期内由于看跌预期而出现过度消极反应, 且在长期被逐渐修正。此时, 房价呈现短期自相关、长期均值回复的趋势。

基于分数时间序列分析方法, 本文通过允许时间序列存在分数单位根, 剖析房价序列

具有不同单位根时的差异性波动规律 (Hamilton, 1994; Duan et al., 2021), 进而对房价预期特征进行理论探讨。 $d$  阶单整的房价序列  $y_t$  可表示为如下形式:  $(1-L)^d y_t = \sum_{j=0}^{\infty} \psi(L^j) \varepsilon_{t-j}$ 。

其中  $d > 0$  且允许为分数。当  $d$  处于不同范围时, 房价序列呈现出差异性波动规律:  $d > 1$  时, 序列具有膨胀性;  $0 \leq d < 1$  时, 序列的变化趋势呈现出短期自相关、长期均值回复;  $d = 1$  时, 序列服从随机游走过程。由上可知, 可根据房价序列的单位根及其对应的波动规律, 识别市场房价预期的主导类型和强度, 具体总结如表 1 所示。

表 1 市场房价预期类型与强度概览

预期房价变化	预期类型	房价序列单位根	房价波动规律	预期强度
上涨	理性	$d > 1$	膨胀性	$ d - 1 $
上涨	适应性	$0 \leq d < 1$	短期自相关, 长期均值回复	$ d - 1 $
下降	理性	$d > 1$	趋于平稳	$ d - 1 $
下降	适应性	$0 \leq d < 1$	短期自相关, 长期均值回复	$ d - 1 $

鉴于家庭预算约束等微观信息存在差异, 相同市场预期对不同家庭经济行为决策的影响不同, 因此家庭实际感知的房价预期特征 (包括强度和类型) 具有异质性 (Martin, et al., 2021; 张浩等, 2020)。由于居民家庭行为可能是理性或有限理性的, 其房价预期相应地表现出理性类型或适应性类型 (况伟大, 2010)。即使拥有相同的市场信息和预期类型, 不同家庭对未来房价变化幅度的预期亦不尽相同 (Glaeser & Nathanson, 2017)。综上所述, 本文提出假设 1:

**H<sub>1</sub>** 房价预期特征具有家庭异质性, 表现为理性类型或适应性类型。

## (二) 家庭异质性房价预期对消费行为的影响

面对房价预期波动, 家庭消费的反应可通过斯勒茨基 (Slutsky) 方程计算分解为四部分, 分别代表房价预期的收入效应、替代效应、财富效应和挤出效应 (Waxman et al., 2020)。通过具体化家庭效用函数推导可知, 收入效应和替代效应相互抵消。因此, 房价预期对消费的影响取决于财富效应和挤出效应, 分别表现出正向作用和负向作用。家庭拥有的住房数量越多、住房资产价值越高, 财富效应越强, 即对于家庭消费有更强的促进作用; 家庭购房意愿越强, 挤出效应越强, 即对于家庭消费具有更强的抑制作用。房价预期对家庭消费的最终影响取决于以上两种效应的净效应。结合以上关于房价预期特征的理论讨论可知, 由于具有不同的信息获取方式, 理性家庭和适应性家庭对于未来房价趋势的预期不同 (Glaeser & Nathanson, 2017; Pavlidis et al., 2018), 因此不同类型房价预期对家庭消费的影响可能存在差异。此外, 基于我国国情, 鉴于存在金融市场不完善、家庭信贷约束等市场摩擦因素, 我国家庭住房财富效应发挥作用的微观条件更为严格 (陈斌开和杨汝岱, 2013; 刘靖和陈斌开, 2021)。房价预期对我国家庭消费的影响可能更易受到挤出效应的主导。

对于适应性家庭, 鉴于此类家庭具有“回溯性”特征, 即依靠过去信息推断形成未来房价预期, 在房价上涨情境下, 家庭将预期未来房价延续历史趋势继续上涨。财富效应方面, 预期房价上升将增加家庭的财富预期, 进而刺激当期消费。挤出效应方面, 这将导致住房在家庭未来资产配置中的比重上升、未来购房支出增加, 进而抑制当期消费。相反, 在房价下降情境下, 家庭预期未来财富减少将抑制当期消费; 同时, 预期未来房价下降将产生逆挤出效应, 进而促进当前消费。综上所述, 适应性预期对家庭消费的影响同时受作用于财富效应和挤出效应两个渠道, 且为后者所主导。相应地, 本文提出假设 2:

**H<sub>2</sub>** 适应性房价预期对家庭消费具有负向影响, 即房价上涨/下降预期降低/增加消费。

不同于适应性家庭, 理性家庭具有“前瞻性”特征, 能够基于当期完整信息集准确预测未来价格。鉴于家庭购买能力等微观信息存在差异, 同一市场内具有相同预期类型的不同

同家庭对于未来房价的预期不尽相同。具体地，将会存在两种类型理性家庭：第一类理性家庭类似于适应性家庭，预期未来房价仍将延续历史趋势，进而导致家庭消费受到房价预期影响将出现负向反应。第二类理性家庭对于未来房价趋势则可能出现“反转”预期。例如，在房价上涨情境中，此类理性家庭可能由于缺乏未来房价持续上涨的信心，因而产生房价止涨甚至下跌的预期。这将导致出现逆挤出效应，促进当期家庭消费。未来房价的止涨预期亦会导致住房财富效应的作用趋弱。以上两类理性家庭的同时存在将引致理性预期对家庭消费的影响亦正亦负。由于两种力量之间相互作用抵消，因此加总后的影响力度较小，且加总后的影响方向取决于市场中的理性预期是由第一类还是第二类理性家庭所主导。根据以上分析，本文提出假设 3：

**H<sub>3</sub>** 理性房价预期对家庭消费的影响力度较弱，且影响方向不定，当预期房价仍将延续历史趋势的理性家庭比重更高时，具有负向影响；当存在“反转”预期的理性家庭比重更高时，具有正向影响。

根据家庭住房租购模式的不同，房价预期对家庭消费的影响存在异质性。对于适应性家庭，随着家庭拥有住房套数的增加，财富效应逐渐增强，且由于增加住房资产的动机下降，挤出效应逐渐减弱。鉴于财富效应在中国发挥作用的微观条件仍不成熟（陈斌开和杨汝岱，2013），适应性房价预期对家庭消费的影响受挤出效应主导，且负向影响的力度随着持有住房套数的增加而降低。与此同时，理性预期对家庭消费的影响也会由于住房租购模式的不同表现出差异性，且亦取决于第一类理性家庭和第二类理性家庭比重的相对大小。例如，当第一类理性家庭比重更高时，理性预期的影响为负，且租房家庭由于受到更强的挤出效应，其面对的负向影响力度更大。当第二类理性家庭比重更高时，理性预期的影响为正，且租房家庭由于受到更强的逆挤出效应，其面对的正向影响力度更大。综上所述，本文提出假设 4 和 5：

**H<sub>4</sub>** 随着住房消费模式由购转租，适应性房价预期对家庭消费的负向影响力度增加；

**H<sub>5</sub>** 随着住房消费模式由购转租，理性房价预期对家庭消费的影响方向不定，且影响力度增加。

### （三）消费金融的中介效应

消费金融是消费意愿提升、消费水平增长的重要助推因素（张丽平和任师攀，2022）。房价预期变化能够作用于居民家庭消费金融的使用意愿，进而影响消费行为。根据前文的理论分析可知，具有适应性预期和理性预期的居民家庭分别存在“回溯性”和“前瞻性”特征。相应地，不同类型房价预期对家庭消费金融使用意愿的影响总结如下。对于适应性家庭，在房价上涨情境下，财富效应通过增加家庭预期财富，在当期提升家庭对消费金融的使用意愿以支持其消费行为；挤出效应通过增加家庭预期住房支出，在当期抑制其对消费金融的使用意愿进而对其消费行为具有负向影响。相反，在房价下降情境下，房价预期的（逆）财富效应导致家庭当期对消费金融的使用意愿下降；（逆）挤出效应导致其当期消费金融的使用意愿上升。进一步结合我国国情可知，相较于财富效应，房价预期的挤出效应相对更强。由上可知，适应性房价预期对家庭消费金融的使用意愿具有负向影响。

对于理性家庭，结合前文理论分析可知，房价预期对家庭消费金融使用意愿的影响取决于第一类和第二类理性家庭的相对占比。鉴于第一类理性家庭预期房价将延续历史趋势，类似于适应性家庭，其消费金融的使用意愿将受到房价预期的负向影响。与此同时，第二类理性家庭存在“反转”预期，面对房价上涨情境，家庭可能存在房价止涨甚至下跌的预期，此时由于受到（逆）挤出效应主导因而家庭消费金融的使用意愿上升。面对房价下降情境，此类家庭可能存在房价止跌甚至反涨的预期，此时由于受到挤出效应主导因而家庭消费金融的使用意愿下降。由上可知，理性房价预期对家庭消费金融使用意愿的影响方向或正或负，取决于第二类理性家庭或第一类理性家庭的占比更高，且由于同时存在正负两

种方向的影响因此最终影响力度可能较弱。

现有众多理论和实证研究表明，消费金融发展有利于缓解居民家庭的当期流动性约束，进而提升消费意愿、促进消费增长（孙文章等，2014；熊伟，2014；齐红倩和李志创，2018）。由上可知，消费金融在房价预期对家庭消费的影响过程中具有中介效应，且对于理性和适应性家庭具有差异性作用效果。根据以上分析，本文提出假设 6 和 7：

**H<sub>6</sub>** 适应性房价预期对家庭消费金融的使用意愿具有负向影响，消费金融在适应性房价预期与家庭消费的关系中起中介作用。

**H<sub>7</sub>** 理性房价预期对家庭消费金融使用意愿的影响方向不定，且影响力度较弱，消费金融在理性房价预期与家庭消费的关系中起中介作用。

## 四、研究设计

### （一）研究模型

综合对已有研究的梳理与理论分析，得到本研究的理论模型，如图 1 所示。本研究旨在探讨家庭房价预期特征对消费行为的影响。具体地，本研究通过考察理性和适应性市场预期对应的房价波动规律，从类型和强度两方面识别城市房价预期的主导特征，结合不同预算约束下的家庭行为决策差异，衡量房价预期特征的家庭异质性，验证假设 H<sub>1</sub>；分析房价预期通过挤出效应与财富效应渠道对家庭消费的影响，并测度理性与适应性预期类型对家庭消费影响的差异性，验证假设 H<sub>2</sub>和 H<sub>3</sub>；根据不同住房租购模式区分家庭子样本，对比分析房价预期对各子样本家庭消费的异质性影响，验证假设 H<sub>4</sub>和 H<sub>5</sub>；探究消费金融在推动以上影响中的中介效应，验证假设 H<sub>6</sub>和 H<sub>7</sub>。

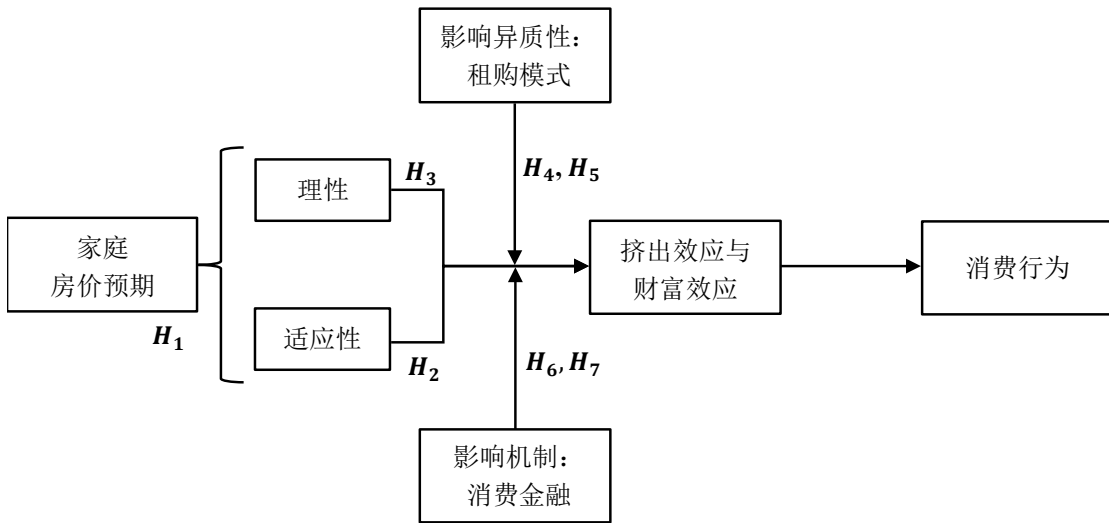


图 1 研究假设逻辑分析框架图

实证方面，为了探究家庭房价预期对其消费行为的影响，本研究构建如下的实证模型：

$$Con_{is} = \alpha_0 + \alpha_1 ES_{is} + \alpha_2 ET_{is} \times ES_{is} + \alpha_3 \sum Control_{is} + \varepsilon_{is}^1 \quad (1)$$

其中， $Con_{is}$  为  $s$  省中的家庭  $i$  在 2019 年的消费，分别包括非耐用品消费和耐用品消费，并将数据进行对数处理； $ES_{is}$  和  $ET_{is}$  分别为家庭房价预期强度和类型。预期强度越高， $ES_{is}$  越大；反之，则  $ES_{is}$  越小。预期类型为理性时， $ET_{is}=1$ ；适应性时， $ET_{is}=0$ 。借鉴谢洁玉等（2012）、杨锐锋和何兴强（2021）等方法， $Control_{is}$  控制了家庭层面的因素，包括

教育水平、婚姻状况、性别、年龄、健康状况、家庭总收入、家庭总资产和家庭规模。 $\alpha_0$  为常数项， $\alpha_1, \alpha_2$  和  $\alpha_3$  为待估系数。 $\varepsilon_{is}^1$  为服从正态分布  $(N(0, \delta^2))$  的误差项。根据以上设定可知， $\alpha_1$  代表适应性预期对家庭消费的影响系数， $\alpha_1 + \alpha_2$  代表理性预期对家庭消费的影响系数。

数据方面，本研究使用 2019 年中国家庭金融调查（China Household Finance Survey, CHFS）数据，以获取家庭微观信息的详细数据。CHFS 由西南财经大学中国家庭金融调查与研究中心自 2011 年发起，最新一轮调查于 2019 年进行，数据覆盖全国 29 个省（自治区、直辖市），170 个城市，345 个区县，1360 个村（居）委会，超过 34000 个家庭样本，在相当程度上能够代表全国范围内的家庭样本信息。CHFS 数据能够满足本文对家庭相关数据的需要，包括消费水平、消费金融使用、预算约束、家庭层面的控制变量信息等。与此同时，本研究通过采用 2019-2022 年的中国省级房价月度数据，测算全国各地住房市场价格预期的主导特征，相关数据来自中国房地产指数系统。使用的主要指标说明如下：

### 1. 家庭房价预期

结合前期理论分析结论，本研究通过将市场房价预期的主导特征与家庭购买能力信息进行交互，衡量房价预期特征的家庭异质性。对于市场预期的主导特征，基于表 1 汇总的市场预期特征与房价序列单位根的关系，本文通过采用 Shimotsu（2010）提出的可行的确切局部 Whittle（FELW）半参数估计法，选择 3 年为窗口对样本期内的各月份房价序列单位根（ $d$ ）进行滑动窗口估计，根据 2019 年 1-12 月  $d$  值的平均值作为年度  $d$  值的替代指标，进而测算市场房价预期的主导类型和强度。对于半参数估计过程中的估计带宽选择，参考 Kumar & Okimoto（2007），本文通过数值模拟，根据均方误差（MSE）最小的策略，确定 FELW 估计的最优带宽为 0.75。对于家庭购买能力，借鉴周颖刚等（2019）等研究，构建相对指标进行衡量。可具体通过家庭总收入与地区家庭总收入中位数的比值计算。具体地，采用家庭相较其所在省份的相对购买力水平与该省房价序列单位根的乘积，即  $d_h = \frac{\text{家庭收入水平}}{\text{所在省收入水平均值}} \times \text{所在省房价序列单位根}$ ，计算目标家庭  $h$  实际感知的  $d$  值（表示为  $d_h$ ），进而测算获得家庭房价预期的类型与强度。

### 2. 家庭消费

参考李涛等（2014）的研究，结合 CHFS 数据信息，家庭消费包括食品、衣着、家庭设备服务、医疗保健、交通通信、教育文娱以及其他消费。参考姚健和臧旭恒（2022）的研究，将家庭消费进一步分为非耐用品消费和耐用品消费，将食品消费定义为非耐用品消费，耐用品消费指总消费中非耐用品外的其他项目之和。

### 3. 消费金融

本研究将实证检验消费金融在房价预期影响家庭消费中的潜在中介效应，从目标家庭是否使用消费金融和消费金融的使用规模两方面，描述家庭消费金融的使用意愿。参考王江等（2010）、曾燕等（2022）等研究，根据 CHFS 问卷关于目标家庭用于消费的信用卡分期总金额，以及受访家庭来源于银行、信用社（不含信用卡）、网络平台（借呗、京东金条等网络现金贷）至今未还的消费负债总额的总和，衡量目标家庭消费金融的使用规模。根据是否有任意一种及以上的上述消费金融行为构建虚拟变量，用以描述家庭是否使用了消费金融。

$$Confin_{is} = \beta_0 + \beta_1 ES_{is} + \beta_2 ET_{is} \times ES_{is} + \beta_3 \sum Control_{is} + \varepsilon_{is}^2 \quad (2)$$

$$Usage_{is} = \gamma_0 + \gamma_1 ES_{is} + \gamma_2 ET_{is} \times ES_{is} + \gamma_3 \sum Control_{is} + \varepsilon_{is}^3 \quad (3)$$



其中,  $Usage_{is}$  为家庭是否使用消费金融;  $Confin_{is}$  为消费金融的使用规模;  $\beta_0$  和  $\gamma_0$  为常数项,  $\beta_1-\beta_3$  和  $\gamma_1-\gamma_3$  为待估系数;  $\varepsilon_{is}^2$  和  $\varepsilon_{is}^3$  为误差项。模型 (1) - (3) 均通过 Stata 软件进行回归分析, 以验证 H<sub>1</sub>-H<sub>7</sub>。以上模型涉及变量的具体定义参见表 2。

**表 2** 变量定义

变量类型	变量名称	变量符号	变量含义
被解释变量	家庭消费	<i>Con</i>	对数化的家庭剔除居住消费外其他所有消费
	非耐用品消费	<i>Nondcon</i>	对数化的家庭食品消费
	耐用品消费	<i>Dcon</i>	对数化的家庭剔除居住、食品消费外的其他所有消费
	是否使用消费金融	<i>Usage</i>	家庭 2018 年有用于消费 (非住房、汽车) 的银行、网络信贷则赋值为 1, 否则赋值为 0
	消费金融使用规模	<i>Confin</i>	对数化的家庭 2018 年用于消费的 (非住房、汽车) 的银行、网络信贷总金额
解释变量	家庭房价预期强度	<i>ES</i>	$ES =  1 - d_n $
	家庭房价预期类型	<i>ET</i>	<i>ET</i> 表示家庭预期类型: 理性时, <i>ET</i> =1; 适应性时, <i>ET</i> =0
控制变量	教育水平	<i>Edu</i>	根据文化程度赋值受教育年限 (年)
	婚姻状况	<i>Marriage</i>	户主婚姻状况: 未婚赋值为 1, 其余赋值为 0
	性别	<i>Gender</i>	户主性别为男则赋值为 1, 女则赋值为 0
	年龄	<i>Age</i>	对数化的户主年龄
	健康状况	<i>Health</i>	与同龄人相比, 身体状况由非常好到非常不好依次赋值为 1-5
	家庭总收入	<i>Income</i>	对数化的 2018 年受访户家庭总收入
	家庭总资产	<i>Asset</i>	对数化的 2018 年受访户家庭净资产
	家庭规模	<i>Hhid</i>	对数化的受访户家庭总人数

## (二) 描述性统计

借鉴现有何兴强和杨锐锋 (2019) 等做法, 本文对初始样本进行如下处理: (1) 保留净资产非负的城镇家庭, 并剔除当年城市样本小于 100 的家庭样本; (2) 剔除家庭消费、资产等关键变量数据缺失和异常的样本; (3) 为降低极端值对研究结果的干扰, 本文对家庭总资产等连续值变量进行上下缩尾 1% 处理, 最终得到 2019 年分布在 29 个省级行政区, 包含 68 个城市的 12014 个家庭样本。各变量的描述性统计参见表 3。

房价预期类型 (*ET*) 的均值为 0.222, 这表明家庭房价预期表现出显著的异质性, 在验证了理论假设 H<sub>1</sub> 的同时, 进一步发现具有适应性预期类型的家庭占家庭总样本的约 78%。这与现有相关研究结论相一致, 即住房市场参与者以有限理性为主, 由于缺乏准确且完整的信息集, 参与者大多依靠过去信息推断形成房价预期, 即具有适应性预期类型 (Case et al., 2012; Armona et al., 2019; Qin et al., 2019)。此外, 样本家庭平均总消费 100238 元, 其中平均非耐用品消费 31867 元, 平均耐用品消费 56404 元。样本中 5.9% 的家庭使用了消费金融, 消费金融的使用规模平均为 1102 元。平均受教育年限约为 11 年, 相当于高中或中专文化程度。4.1% 的户主处于未婚状态。男性户主在样本中的占比为 65.2%。户主的年龄平均为 54 岁。户主的健康状况均值为 2.588, 接近“一般”, 普遍处于亚健康状态。家庭平均总收入为 124266 元。家庭规模平均为 2.783 人, 多为典型的“三口之家”。

表 3

描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	最小值	最大值
家庭消费	12014	11.051	0.799	7.072	14.755
非耐用品消费	12014	10.151	0.682	6.397	14.403
耐用品消费	12014	10.322	1.129	3.526	14.718
是否使用消费金融	12014	0.059	0.235	0	1
消费金融使用规模	12014	0.409	1.924	0	13.122
家庭房价预期强度	12014	0.593	0.172	0.003	1641.817
家庭房价预期类型	12014	0.222	0.416	0	1
教育水平	12014	10.804	3.733	0	19
婚姻状况	12014	0.041	0.198	0	1
性别	12014	0.652	0.476	0	1
年龄	12014	3.941	0.313	2.708	4.575
健康状况	12014	2.588	0.924	1	5
家庭总收入	12014	11.101	1.388	0	16.311
家庭总资产	12014	13.521	1.656	0	21.465
家庭规模	12014	1.275	0.331	0.693	2.565

## 五、实证结果和分析

### (一) 基准模型分析：理性和适应性房价预期对家庭消费行为的影响

表 4 给出基于模型 (1) 的 OLS 估计结果。第 (1) - (6) 列分别展示了家庭房价预期对消费、非耐用品消费和耐用品消费的影响，其中第 (2)、(4) 和 (6) 列进一步纳入了控制变量。主要结论如下：第一，适应性房价预期对家庭消费的影响为显著负向，影响系数为 -0.059，这表明对于适应性家庭，房价上涨预期强度每增加 1 单位，家庭消费将减少 5.9%。结合我国国情与适应性家庭的“回溯性”特征，面对房价上涨/下降预期，家庭消费由于被挤出效应/逆挤出效应所主导，因而表现出下降/上涨的趋势。上述结论验证了理论假设 H<sub>2</sub>，即证实了房价预期的挤出效应大于财富效应。

第二，理性预期对消费具有微弱的正向影响，系数为 0.001，表明理性房价预期强度每增加 1 单位，家庭消费将增加 0.1%。结合前期理论分析与理性家庭的“前瞻性”特征可知，市场中存在两类理性家庭。第一类理性家庭类似于适应性家庭，预期房价历史趋势仍将持续，此类家庭房价预期对其消费将具有负向影响；第二类理性家庭具有“反转预期”，即认为房价趋势未来难以持续，在房价上涨/下降情境中，此类家庭的消费受到逆挤出效应/挤出效应所主导，因而房价预期对消费的影响表现为正向。鉴于两类理性家庭的消费分别受到房价预期影响的方向相反，理性房价预期对消费的最终影响方向取决于哪类家庭在理性家庭总样本中占比更高。综上所述，上述结果验证了理论假设 H<sub>3</sub>，并证实了第二类理性家庭比重高于第一类理性家庭，即理性家庭的消费受到“反转预期”所主导。

第三，对于耐用品消费和非耐用品消费，与家庭总消费受到预期影响的结论一致，适应性房价预期对这两类消费的影响显著为负，理性预期对这两类消费的影响呈现出显著且微弱的正向效应。与此同时，研究发现不同类型房价预期对家庭耐用品消费的影响力度大于非耐用品。具体地，理性房价预期每增加 1 单位，家庭非耐用品和耐用品消费将分别增加 0.1%和 0.2%；适应性房价预期每增加 1 单位，家庭非耐用品和耐用品消费将分别减少 4.6%和 6.9%。以上结果与理论预期相一致，鉴于非耐用品主要包含的是生活必需品，具有相对较高的需求弹性，因此相较于耐用品消费，非耐用品消费受价格预期、收入变动等冲

击的影响更小。

进一步地，对于控制变量，与万晓莉等（2017）、杜莉和罗俊良（2017）的基本结论相一致，实证结果发现教育水平、性别、年龄、健康状况、家庭总收入、家庭总资产和家庭规模对家庭消费均存在显著影响。具体地，教育水平越高、家庭规模越大、家庭总收入和总资产越多，越促进家庭消费；同时，年龄越大、身体健康越差的男性对家庭消费的负向影响越大。

表 4 基准回归结果

变量	消费		非耐用品消费		耐用品消费	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
家庭房价预期强度	-0.083*** (-28.99)	-0.059*** (-25.29)	-0.060*** (-26.92)	-0.046*** (-20.61)	-0.101*** (-25.21)	-0.069*** (-20.67)
家庭房价预期强度×类型	0.085*** (34.75)	0.060*** (25.75)	0.061*** (28.49)	0.047*** (20.93)	0.104*** (30.45)	0.071*** (21.15)
教育水平		0.026*** (13.57)		0.014*** (7.10)		0.040*** (14.02)
婚姻状况		-0.010 (-0.30)		-0.003 (-0.09)		0.008 (0.18)
性别		-0.039*** (-3.31)		-0.004 (-0.32)		-0.082*** (-4.80)
年龄		-0.005*** (-11.66)		0.002*** (4.24)		-0.013*** (-18.78)
健康状况		0.026*** (4.00)		0.001 (0.09)		0.057*** (6.08)
家庭总收入		0.073*** (11.18)		0.046*** (8.15)		0.093*** (10.50)
家庭总资产		0.123*** (28.83)		0.088*** (21.72)		0.151*** (24.08)
家庭规模		0.808*** (37.22)		0.546*** (25.90)		1.116*** (36.51)
常数项	11.370*** (758.19)	7.753*** (95.67)	10.382*** (1001.00)	7.676*** (98.26)	10.709*** (504.46)	6.245*** (54.01)
样本量	12014	12014	12014	12014	12014	12014
R <sup>2</sup>	0.108	0.455	0.074	0.257	0.081	0.427

注：\*、\*\*和\*\*\*分别表示 10%、5%和 1%的显著性水平，括号中的数据为稳健标准误，下同。

## （二）稳健性检验

### 1.工具变量分析

鉴于核心解释变量房价预期和被解释变量消费均为家庭层面变量，家庭的消费行为反过来也可能改变其对未来房价的预期；同时，家庭房价预期和家庭消费亦可能同时受到经济社会因素的影响，因此表 4 的估计结果可能会由于内生性问题而存在偏误。对此，本研究通过采用工具变量法，缓解以上反向因果和遗漏变量导致的内生性问题。具体地，本文选取了两种工具变量，在基准模型中使用工具变量对房价预期特征变量进行替换，使用工具变量后的回归分析结果见表 5。

基于使用微观样本所在地区的高层次加总指标作为工具变量的思路（冯明和赵佳涵，2022），本研究使用的工具变量 I 是目标家庭所在城市除该家庭外所有家庭房价预期的强度平均值，并据此测度其他所有家庭的房价预期类型。一方面，同一地区内不同家庭往往具有相同的信息来源，因而房价预期特征具有较强的相关性；另一方面，其他家庭房价预期的地区平均值不应影响目标家庭的消费，因此满足工具变量的适用条件。基于表 5 第（1）-（2）列的回归结果可知，使用工具变量后的结果与基准结果基本一致。当房价上涨/下降预期强度增加 1 单位时，适应性家庭消费降低/增加 1.3%，理性家庭消费则增加/降低 0.5%。

关于工具变量 II，本文参考何兴强和杨锐锋（2019）的研究，采用“2019 年省级耕地

保有比例”作为家庭房价预期强度的工具变量，并据此计算房价预期类型。一方面，耕地约束关系到住房供给弹性（刘修岩等，2019），后者能够影响房价进而改变房价预期。另一方面，耕地约束水平主要受地理条件和保护政策的影响，与地区经济环境关系较弱，不会显著影响家庭消费，因此满足工具变量的适用条件。回归结果如表 5 第（3）-（4）列所示。与基准结果相似，房价预期显著影响家庭消费，且对适应性家庭和理性家庭消费行为分别具有负向和微弱正向的影响。在考虑控制变量的基础上，当房价上涨/下降预期强度增加 1 单位时，适应性家庭将降低/增加 2.5%的消费，理性家庭将增加/降低 0.2%的消费。

**表 5 工具变量回归结果**

变量	工具变量 I		工具变量 II	
	(1)	(2)	(3)	(4)
家庭房价预期强度	-0.018*** (-3.24)	-0.027*** (-3.90)	-0.046*** (-7.07)	-0.025*** (-5.28)
家庭房价预期强度×类型	0.104*** (30.67)	0.013** (1.99)	0.051*** (9.02)	0.027*** (6.08)
控制变量	否	是	否	是
样本量	12014	12014	12014	12014
R <sup>2</sup>	0.100	0.419	0.009	0.420

注：受文章篇幅限制，控制变量的估计结果省去，下同。

## 2.重新构建家庭房价预期特征变量

家庭房价预期特征变量是将市场房价预期的主导特征与家庭购买能力信息进行交互而得，为了增强研究结论的稳健性，本研究通过改变这一核心解释变量的构建方法，进一步开展了下述两方面的稳健性检验：（1）通过比较目标家庭人均收入与其所在城市平均收入，构建家庭购买力水平的相对指标，并与市场房价预期的主导特征进行交互，进而构建家庭房价预期类型与强度。特别地，尽管 CHFS 数据仅公布了省级国标码，未公布省级以下行政区域国标码，但公布了同一城市的识别码。相应地，本文通过借助城市识别码测算得出样本内各城市平均收入水平。（2）家庭资产是家庭收入在消费后的结余，资产越多代表购买能力越强，因此本文还使用家庭资产替换家庭总收入以代表家庭购买能力，并据此生成家庭房价预期的类型与强度。本研究分别采用以上两种方法替换房价预期特征变量，重新估计前文的基准回归模型，估计结果分别如表 6 的第（1）-（2）列和第（3）-（4）列所示。

采用以上两种方法替换核心被解释变量后的主要回归结果与前文基准回归结果一致，适应性家庭房价预期对消费为显著负向影响，而理性家庭房价预期对消费的影响为显著正向，这再次验证了基准结果的稳健性。

**表 6 稳健性检验结果**

变量	方法 1（使用城市收入 测算家庭相对购买力）		方法 2（使用资产水平 代表家庭相对购买力）	
	(1)	(2)	(3)	(4)
家庭房价预期强度	-0.079*** (-25.76)	-0.055*** (-23.21)	-0.059*** (-21.61)	-0.043*** (-17.00)
家庭房价预期强度×类型	0.082*** (31.50)	0.057*** (23.27)	0.060*** (25.05)	0.044*** (19.88)
控制变量	否	是	否	是
样本量	12014	12014	7757	7757
R <sup>2</sup>	0.097	0.451	0.079	0.385

### （三）异质性分析：房价预期对不同类型家庭消费的影响差异

本研究进一步根据家庭住房租购消费模式、家庭消费水平进行家庭分组，考察房价预

期对不同类型家庭消费的影响差异。

### 1.按照家庭租购消费模式分组

参考何兴强和杨锐锋（2019）、刘靖和陈斌开（2021）等研究设计，本文根据家庭住房拥有情况进行样本分组，据此分析房价预期对拥有两套及以上住房、拥有一套住房、租房家庭消费行为的影响差异。回归结果如表 7 所示，主要发现如下：

对于适应性家庭，随着住房选择模式由购转租，家庭房价预期对消费的负向影响力度逐渐增加。房价上涨/下降预期强度增加 1 单位，有房家庭和无房家庭的消费分别降低/增加 5.8%和 7.0%。以上结果证实了理论假设 H<sub>4</sub> 且与基准结果一致，结合我国国情与适应性家庭的“回溯性”特征可知，家庭消费受挤出效应所主导，且相较于有房家庭，房价预期的挤出效应对租房家庭消费的负向影响更明显。与此同时，与现有研究结论一致（刘靖和陈斌开，2021），在有房家庭样本中，拥有一套房家庭的消费受到房价预期负向影响的力度高于拥有多套房家庭，这表明房价预期的财富效应对于多套房家庭具有更为明显的消费促进作用。以上研究结论还与颜色和朱国钟（2013）、孙伟增等（2020）、陈钊和申洋（2021）等研究结论一致，即有房家庭普遍存在财富效应；同时，尽管多套房家庭的挤出效应趋弱且受到限购等调控政策的限制，但仍可能由于预期住房价格偏离价值而生成住房投资动机，进而驱动相关家庭规避限制政策，并增加住房资产配置。

对于理性家庭，随着住房选择模式由购转租，家庭房价预期对消费的影响为正向且影响力度逐渐增加。房价上涨/下降预期强度增加 1 单位，有房家庭和无房家庭的消费分别增加/降低 0.2%和 0.8%。以上结果与基准回归结果一致，表明理性家庭中具有“反转预期”的家庭（即第二类理性家庭）比重高于预期房价历史趋势仍将持续的家庭（即第一类理性家庭），因此房价预期对消费的影响呈现出显著且微弱的正向。与此同时，以上结果证实了理论假设 H<sub>5</sub>，即随着住房选择模式由购转租，房价预期的正向影响逐渐增强。具体地，在房价上涨情境中，第一类理性家庭的消费由于受到挤出效应主导而被抑制，第二类理性家庭的消费受到逆挤出效应主导而被促进，鉴于第二类家庭比重高于第一类家庭且（逆）挤出效应在租房家庭样本中更为明显，因此租房家庭消费受到房价预期的促进作用更强。相似地，在房价下降情境中，第一类和第二类理性家庭的消费分别被逆挤出效应和挤出效应主导而增加和下降，因此房价预期对理性家庭消费的最终影响为负向且影响力度在租房家庭样本中更大。

表 7 按家庭住房拥有情况分组回归结果

变量	有房样本	有两套及以上住房样本	单套房样本	无房样本
	(1)	(2)	(3)	(4)
家庭房价预期强度	-0.058*** (-23.76)	-0.056*** (-11.20)	-0.065*** (-27.23)	-0.070*** (-11.59)
家庭房价预期强度×类型	0.060*** (24.22)	0.063*** (12.91)	0.066*** (27.68)	0.078*** (12.60)
控制变量	是	是	是	是
样本量	10339	2241	8098	1675
R <sup>2</sup>	0.470	0.423	0.451	0.401

### 2.按照家庭消费水平分组

为了探究理性和适应性房价预期对于不同消费水平的家庭群体的影响差异，本文采用无条件分位数回归，针对 0.1、0.25、0.5、0.75 和 0.9 分位上的不同消费群体进行异质性分析，回归结果如表 8 所示。回归结果显示，随着家庭消费水平的增加，理性和适应性房价预期对家庭消费影响力度呈现出递增趋势。具体地，适应性房价预期对家庭消费的负向影响对于低消费群体的影响力度弱于高消费群体。对于消费水平最低 10%的分位组，房价上涨预期强度增加 1 单位导致家庭消费下降 6.3%，随着消费等级上升，负向影响力度逐渐下

降，对于 25%和 50%分位组，房价上涨预期强度增加 1 单位导致家庭消费下降 5.7%和 5.3%，而对于 75%和 90%分位组，家庭消费下降 4.8%和 5.0%。

与此同时，理性房价预期对家庭消费的促进作用对于高消费群体的影响力度要大于低消费群体。对于消费水平最高 90%的分位组，房价上涨预期强度增加 1 单位导致家庭消费上涨 1.7%，随着消费等级下降，房价上涨预期强度增加 1 单位对 75% - 10%分位组的消费影响分别为 1.1%，0.6%，0.1%和 0%。以上回归结果刘靖和陈斌开（2021）等研究结论相一致，房价预期波动增加了总体的消费不平等，高消费群体受到来自适应性房价预期的消费抑制作用相对较弱，受到理性预期的消费促进作用相对较强。这可能是由于高消费家庭群体通常拥有更多房产，因而其住房财富效应相对较高所导致的。

表 8 无条件分位数回归

变量	0.1	0.25	0.5	0.75	0.9
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
家庭房价预期强度	-0.063*** (-17.93)	-0.057*** (-22.48)	-0.053*** (-21.44)	-0.048*** (-15.98)	-0.050*** (-11.16)
家庭房价预期强度×类型	0.063*** (18.03)	0.058*** (22.89)	0.059*** (23.99)	0.059*** (19.75)	0.067*** (15.04)
控制变量	是	是	是	是	是
样本量	12014	12014	12014	12014	12014

#### （四）机制分析

基于模型（2）和（3），本部分从消费金融视角对房价预期影响家庭消费行为的作用机制进行实证检验，回归分析结果如表 9 所示。第（1）列展示了房价预期对家庭是否使用消费金融的影响结果，鉴于因变量的虚拟变量性质，采用 Logit 模型进行回归分析；第（2）列进一步引入了控制变量进行估计。第（3）列展示了房价预期对家庭消费金融使用规模的影响结果，鉴于因变量可能存在 0 值，因此对其进行加 1 后取对数处理，采用 OLS 模型进行回归分析；第（4）列进一步引入了控制变量进行估计。主要发现如下：第一，适应性房价预期对消费金融使用意愿的影响为显著负向，房价上涨/下降预期每增强 1 单位，家庭使用消费金融的概率将降低/升高  $\exp(0.073)$ ，即 1.08、使用消费金融的规模将降低/升高 3.9%。上述结论验证了理论假设 H<sub>6</sub>，即证实了消费金融在适应性房价预期与家庭消费的关系中的中介效应。

第二，理性房价预期对消费金融使用意愿的影响力度较小且为显著正向，理性房价上涨/下降预期每增强 1 单位，家庭使用消费金融的概率将提高/降低  $\exp(0.001)$ ，即 0.001，使用消费金融的规模将提高/降低 0.2%。以上研究发现验证了理论假设 H<sub>7</sub>，即证实了消费金融在适应性房价预期与家庭消费关系中的中介效应。同时，以上得出的正向影响再次揭示了具有“反转预期”的理性家庭相较于预期房价仍将延续历史趋势的理性家庭占比更高。

表 9 消费金融的中介效应分析

变量	是否使用消费金融		消费金融使用规模	
	(1)	(2)	(3)	(4)
家庭房价预期强度	-0.105*** (-7.67)	-0.073*** (-4.23)	-0.056*** (-9.14)	-0.039*** (-5.69)
家庭房价预期强度×类型	0.106*** (7.79)	0.074*** (4.25)	0.058*** (9.76)	0.041*** (5.89)
控制变量	否	是	否	是
样本量	12,014	12,014	12,014	12,014

## 六、结论

### （一）研究结果

本研究旨在从行为经济学视角探究房价预期类型和强度的家庭异质性，进而考察家庭房价预期对消费行为的影响以及消费金融的潜在中介效应。与现有研究和本文的理论预期相一致，本文的主要实证研究结果总结如下：①家庭房价预期类型与强度具有明显的异质性，我国家庭房价预期以适应性为主，占家庭样本总比重的 78%。这一结果与已有研究发现相一致，即住房市场参与者以有限理性为主。②适应性房价预期对家庭消费具有显著负向的影响效应，这表明适应性家庭的消费受到房价预期的挤出效应所主导。③理性房价预期对家庭消费呈现出微弱的正向影响，这表明预期未来房价趋势可能出现“反转”的理性家庭（即第一类理性家庭）比重高于预期房价历史趋势仍将持续的理性家庭（即第二类理性家庭）。④随着住房消费模式由购转租，适应性预期对家庭消费的负向影响力度逐渐增大，这与租房家庭相较于购房家庭挤出效应更明显的理论预期相一致；理性预期的影响为正且影响力度亦逐渐增大，这进一步表明第二类理性家庭的比重更高。⑤消费金融在房价预期对家庭消费行为的影响中具有中介作用。在适应性家庭中，房价预期对家庭消费金融具有显著负向的影响；在理性家庭中，房价预期对家庭消费金融的影响表现为系数较小的显著正向，这再次验证了具有“反转预期”的理性家庭相较于预期房价仍将延续历史趋势的理性家庭占比更高。

### （二）理论和实践意义

本研究的理论意义有三：一是从行为经济学视角拓展有关家庭房价预期特征的分析方法。本研究通过考察理性和适应性市场预期对应的房价波动规律，识别市场房价预期的主导类型和强度。进一步地，通过剖析相同市场预期对不同家庭行为决策的影响差异，厘清家庭房价预期特征的异质性。本研究丰富了家庭房价预期特征的内容研究。二是为厘清异质性房价预期对家庭消费的影响作出边际知识贡献。本研究结合家庭房价预期信息与微观调查数据，从家庭层面剖析理性与适应性房价预期对消费的影响机制与效应，拓展了房价影响家庭消费的内容研究，且补充并完善了房价预期影响家庭消费的研究结论。三是证实了消费金融在房价预期对消费行为影响中的中介作用，丰富了消费金融研究在消费行为领域的理论基础，为房价预期对家庭消费的影响机理提供了可能的解释。

在实践方面，本研究证实了我国家庭房价预期特征存在显著的异质性且预期类型以适应性为主，并发现了理性和适应性房价预期对家庭消费行为分别具有显著负向和微弱正向影响。研究表明过高的房价上涨预期将不利于促进绝大多数家庭的当期消费；同时，过高的房价下跌预期则可能伴随市场收缩、经济下行等问题，进而长期抑制居民家庭的消费能力与意愿。因此，在准确把握居民家庭房价预期特征的基础上，政府应致力稳定居民家庭的房价预期与消费信心，避免房价出现大涨大跌，这为充分释放居民家庭消费潜力、助力增强消费对经济发展的基础性作用奠定基础。此外，研究结果表明房价预期通过作用于消费金融的家庭参与情况，影响消费行为。政府应进一步提升消费金融发展质量，更好发挥消费金融对消费的支撑作用，应规范消费金融供给，支持引导合理消费需求的同时，抑制不当需求，促进消费金融行业与消费市场平稳健康发展。

### （三）局限和展望

测算家庭房价预期特征时需要获取家庭购买能力信息，尽管本研究使用了中国家庭金融调查在 2019 年最新一轮采集的家庭微观信息，但后续研究应结合数据可获取性，继续扩充家庭样本量，以提升研究结论的可信性。在衡量市场房价预期的主导特征时，本文通过采用了一种由 Shimotsu（2010）提出的且广泛使用的半参数估计法，在允许存在分数单位

根的基础上,估算住房市场价格序列的单位根。由于使用单一方法缺乏对单位根估算结果稳健性的检验,后续研究将采用多种方法估算房价序列单位根,例如Nielsen & Frederiksen (2005),Nielsen (2015)等提出的多种分数单整估计法,以进一步增加估算结果的可信性。此外,在效用论的框架下,鉴于消费决定效用,而后者是评价福利的客观指标。因此,后续研究应继续挖掘拓展研究问题并重视探究房价预期通过作用于家庭消费,对其福利水平的影响。

## 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。
- 陈钊、申洋, 2021:《限购政策的空间溢出与土地资源效率》,《经济研究》第6期。
- 董纪昌、何静、李秀婷、董志, 2020:《公众房价预期形成机理分析与实证研究——基于社会学习视角》,《管理评论》第10期。
- 杜莉、罗俊良, 2017:《房价上升如何影响我国城镇居民消费倾向——基于两阶段家庭最优消费模型的研究》,《财贸经济》第3期。
- 冯明、赵佳涵, 2022:《物价房价、预期与居民幸福感》,《财贸经济》第7期。
- 甘犁、吴雨、何青、何欣、弋代春, 2023:《中国家庭金融研究(2020)》,西南财经大学出版社。
- 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。
- 郭杰、陶凌峰, 2022:《基于异质性资产回报率的中国财富不平等研究》,《经济研究》第4期。
- 何兴强、杨锐锋, 2019:《房价收入比与家庭消费——基于房产财富效应的视角》,《经济研究》第12期。
- 黄静、屠梅曾, 2009:《房地产财富与消费:来自于家庭微观调查数据的证据》,《管理世界》第7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。
- 况伟大, 2013:《开征房产税对预期房价的影响:来自北京市调查问卷的证据》,《世界经济》第6期。
- 李江一、李涵, 2017:《消费信贷如何影响家庭消费?》,《经济评论》第2期。
- 李涛、陈斌开, 2014:《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》,《经济研究》第3期。
- 李仲飞、郑军、黄宇元, 2015:《有限理性、异质预期与房价内生演化机制》,《经济学(季刊)》第2期。
- 廖理、沈红波、苏治, 2013:《如何推动中国居民的信用卡消费信贷——基于住房的研究视角》,《中国工业经济》第12期。
- 廖理、张金宝, 2011:《城市家庭的经济条件、理财意识和投资借贷行为——来自全国24个城市的消费金融调查》,《经济研究》第S1期。
- 刘靖、陈斌开, 2021:《房价上涨扩大了中国消费不平等吗?》,《经济学(季刊)》第4期。
- 刘修岩、杜聪、李松林, 2019:《自然地理约束、土地利用规制与中国住房供给弹性》,《经济研究》第4期。
- 齐红倩、李志创, 2018:《我国农村金融发展对农村消费影响的时变特征研究》,《农业技术经济》第3期。
- 任超群、吴璟、邓永恒, 2013:《预期对租金房价比变化的影响作用研究——基于住房使用成本模型的分析》,《浙江大学学报(人文社会科学版)》第1期。
- 任荣荣、郑思齐、龙奋杰, 2008:《预期对房价的作用机制:对35个大中城市的实证研究》,《经济问题探索》第1期。
- 施昱年、王洁、叶剑平, 2021:《房价上涨的途径——财政、人口与预期的再验证》,《浙江工商大学学报》第2期。
- 宋科、武沛璋、李鸿翔、杨雅鑫, 2023:《互16:《联网消费信贷与传统消费信贷:互补还是替代?》,《管理科学学报》第4期。
- 孙伟增、邓筱莹、万广华, 2020:《住房租金与居民消费:效果、机制与不均等》,《经济研究》第12期。
- 孙伟增、郑思齐, 2016:《居民对房价的预期如何影响房价变动》,《统计研究》第5期。
- 孙文章、李延喜、陈克兢, 2014:《消费金融公司与地区居民消费的关系研究——基于双重差分模型的估计》,《中国软科学》第7期。
- 唐塘、胡浩, 2016:《收入冲击、社会资本与农户消费信贷行为——基于CFPS数据的实证分析》,《江苏农业科学》第4期。
- 万晓莉、严予若、方芳, 2017:《房价变化、房屋资产与中国居民消费——基于总体和调研数据的证据》,《经济学(季刊)》第2期。



- 王江、廖理、张金宝, 2010:《消费金融研究综述》,《经济研究》第 S1 期。
- 王勇, 2012:《通过发展消费金融扩大居民消费需求》,《经济学动态》第 8 期。
- 吴卫星、吴锬、王璉, 2018:《金融素养与家庭负债——基于中国居民家庭微观调查数据的分析》,《经济研究》第 1 期。
- 谢洁玉、吴斌珍、李宏彬、郑思齐, 2012:《中国城市房价与居民消费》,《金融研究》第 6 期。
- 熊伟, 2014:《短期消费性贷款与居民消费:基于信用卡余额代偿的研究》,《经济研究》第 S1 期。
- 徐新扩、尹志超, 2017:《消费贷款对家庭消费的异质性影响——基于我国城市家庭消费金融调查数据的实证研究》,《西南民族大学学报(人文社科版)》第 4 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。
- 杨继生、邹建文, 2020:《居民消费平滑及其结构异质性——基于生命周期模型的分析》,《经济研究》第 11 期。
- 杨锐锋、何兴强, 2021:《中国房价与家庭消费关系的主导机制识别——基于生命周期模式的证据》,《中山大学学报(社会科学版)》第 3 期。
- 姚健、臧旭恒, 2022:《中国家庭收入不平等与消费不平等——基于收入冲击和消费保险视角的研究》,《经济学(季刊)》第 4 期。
- 易行健、苏欣、周聪、杨碧云, 2022:《房价预期与城镇居民家庭股市参与——理论探讨与微观经验证据》,《金融研究》第 4 期。
- 曾燕、杨雅婷、徐凤敏、张成毅, 2022:《消费金融研究综述》,《系统工程理论与实践》第 1 期。
- 张浩、李仲飞、黄宇元, 2020:《异质性预期、投资者行为差异与房价变动——基于房地产行为金融学视角》,《管理评论》第 5 期。
- 张浩、易行健、周聪, 2017:《房产价值变动、城镇居民消费与财富效应异质性——来自微观家庭调查数据的分析》,《金融研究》第 8 期。
- 张丽平、任师攀, 2022:《促进消费金融健康发展 助力释放消费潜力》,《管理世界》第 5 期。
- 张勋、杨桐、汪晨、万广华, 2022:《数字金融发展与居民消费增长:理论与中国实践》,《管理世界》第 11 期。
- 张雅淋、吴义东、姚玲珍, 2022:《住房财富“寡”而消费“不均”?——青年群体住房财富对消费相对剥夺的影响研究》,《财贸经济》第 3 期。
- 赵保国、盖念, 2020:《互联网消费金融对国内居民消费结构的影响——基于 VAR 模型的实证研究》,《中央财经大学学报》第 3 期。
- 赵玮、李勇, 2022:《需求结构、异质性预期和房价波动——兼论限购限贷政策与货币政策效果》,《南开经济研究》第 7 期。
- 周颖刚、蒙莉娜、卢琪, 2019:《高房价挤出了谁?——基于中国流动人口的微观视角》,《经济研究》第 9 期。
- Armona, L., A., Fuster, and B., Zafar, 2019, “Home Price Expectations and Behaviour: Evidence from a Randomized Information Experiment”, *The Review of Economic Studies*, 86(4), 1371—1410.
- Case, K. E., and J. R., Shiller, 1989, “The Efficiency of the Market for Single-Family Homes”, *The American Economic Review*, 79(1), 125—137.
- Case, K. E., J. R., Shiller, and A., Thompson, 2012, “What Have They been Thinking? Home Buyer Behavior in Hot and Cold Markets”, *NBER Working Paper*, No.18400.
- Cloyne, J., K., Huber, E., Ilzetzki, and H., Kleven, 2019, “The Effect of House Prices on Household Borrowing: A New Approach”, *American Economic Review*, 109(6), 2104—2136.
- Curtis, C. C., S., Lugauer, and C. N., Mark, 2015, “Demographic Patterns and Household Saving in China”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, 7(2), 58—94.
- Duan, K., Z., Li, A., Urquhart, and J., Ye, 2021, “Dynamic Efficiency and Arbitrage Potential in Bitcoin: A Long-memory Approach”, *International Review of Financial Analysis*, 75, 101725.
- Glaeser, L. E., and G. C., Nathanson, 2017, “An extrapolative model of house price dynamics”, *Journal of Financial Economics*, 126(1), 147—170.
- Glaeser, L. E., and G. C., Nathanson, 2015, “Housing bubbles”, *Handbook of Regional and Urban Economics*, 5, 701—751.

- Hamilton, J. D., 1994, *Time series analysis*, Princeton University Press.
- Ioannides, M. Y., and S. S., 1994, “Rosenthal, Estimating the Consumption and Investment Demands for Housing and Their Effect on Housing Tenure Status”, *The Review of Economics and Statistics*, 76(1), 127—141.
- Kumar, M. S., and T., Okimoto, 2007, “Dynamics of Persistence in International Inflation Rates”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 39(6), 1457—1479.
- Larsen, E. R., and S., Weum, 2008, “Testing the Efficiency of the Norwegian Housing Market”, *Journal of Urban Economics*, 64(2), 510—517.
- Martin, C., N., Schmitt, and F., Westerhoff, 2021, “Heterogeneous Expectations, Housing Bubbles and Tax Policy”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, 183(03), 555—573.
- Nielsen, M. Ø., and P. H., Frederiksen, 2005, “Finite Sample Comparison of Parametric, Semiparametric, and Wavelet Estimators of Fractional Integration”, *Econometric Reviews*, 24(4), 405—443.
- Nielsen, M. Ø., 2015, “Asymptotics for the Conditional Sum of Squares Estimator in Multivariate Fractional Time Series Models”, *Journal of Time Series Analysis*, 36(2), 154—188.
- Oikarinen, E., C. S., Bourassa, M., Hoesli, and J., Engblom, 2018, “U.S. Metropolitan House Price Dynamics”, *Journal of Urban Economics*, 105, 54—69.
- Pavlidis, E., I., Paya, and D. A., Peel, 2018, “Using Market Expectations to Test for Speculative Bubbles in the Crude Oil Market”, *Journal of Money, Credit and Banking*, 50(5), 833—856.
- Qin, Y., J., Wu, and J., Yan, 2019, “Negotiating Housing Deal on a Polluted Day: Consequences and Possible Explanations”, *Journal of Environmental Economics and Management*, 94, 161—187.
- Shimotsu, K., 2010, “Exact Local Whittle Estimation of Fractional Integration with Unknown Mean and Time Trend”, *Econometric Theory*, 26(2), 501—540.
- Tufano, P., 2009, “Consumer Finance”, *Annual Review of Financial Economics*, 1(1), 227—247.
- Waxman, A., Y., Liang, S., Li, P. J., Barwick, and M., Zhao, 2020, “Tightening Belts to Buy a Home: Consumption Responses to Rising Housing Prices in Urban China”, *Journal of Urban Economics*, 115(103190), 1—30.