

家庭资产负债表约束、 宏观经济波动与住房调控政策有效性

孟宪春

房地产市场的平稳运行对于金融和经济稳定具有重要意义。然而，自2022年第二季度以来，我国70个大中城市新建住宅价格指数同比一直负增长，即房价呈现持续下降的趋势。不仅如此，本次房价下降还伴随出现家庭部门加杠杆空间明显受限、房地产开发投资完成额同比持续负增长以及社会消费品零售额与金融机构贷款总额同比增速明显下降的现象。2024年9月26日的中央政治局会议首次提出“要促进房地产市场止跌回稳”，部署了调整住房限购政策、下调存量房贷利率等措施。随着系列政策相继落地，70个大中城市新建住宅价格同比指数于2024年12月开始筑底，但同比仍处于负增长区间。2025年中央经济工作会议再次强调要“着力稳定房地产市场”。可见，如何有效促进房地产市场回稳成为我国当前宏观调控面临且亟待解决的实际议题。

要想回答以上问题，需要先厘清我国近期房价持续下行的内在驱动机制。已有理论研究多基于捕捉房价与债务之间正反馈关系的抵押约束机制来解释房价波动，然而从家庭资产负债表出发，债务变化对家庭跨期住房资产配置决策的影响较小，因此该机制不足以解释我国当前房地产开发投资持续萎靡的现象。另外，与美国次贷危机期间房价下跌伴随大规模银行破产倒闭不同，我国近期房地产市场下行并未引发银行危机，这意味着主流研究强调的金融中介资产负债表约束可能也不是理解我国当前房地产市场持续下行的关键机制。事实上，国际金融危机发生以后，涌现出一支代表性文献为房价下跌引发的家庭房产净值损失是宏观经济重要驱动因素的观点提供了翔实的经验证据。以上研究带来重要启示：关注家庭部门资

产负债表调整对防范房价下跌引发的经济衰退很有必要。而目前基于我国宏观数据特征，围绕房价下降引发的家庭资产负债表调整在宏观经济中的作用，展开理论研究的文献仍然较少。

因此，本文尝试从家庭部门资产负债表视角来理解我国近期经济波动的内在动因，提出家庭资产负债表约束机制，强调了资产负债表约束收紧引发的房价下降与家庭净资产收缩之间形成的负反馈循环。进一步，本文构建了纳入家庭资产负债表约束机制的动态随机一般均衡模型，在刻画我国近期宏观数据特征的基础上，考察了住房调控政策在修复家庭部门资产负债表方面的效果。本文研究丰富了关于家庭资产负债表在宏观经济中作用的相关理论认识文献，为理解我国近期房地产市场下行提供了理论启示，也为住房调控政策的制定与完善提供一定的理论支撑。

本文研究发现：第一，房产净值损失会触发家庭资产负债表约束机制，导致受资产负债表约束的家庭因住房财富缩水而减少住房持有，一方面，驱动当期房价下降并使家庭房产净值进一步下降；另一方面，引发家庭下一期净资产和住房需求收缩，拉低下一期房价，造成家庭房价预期转弱，加剧房价和房产净值进一步下降，最终对房价和家庭净资产产生负向的静态和动态乘数效应。在跨部门资产负债表渠道传导下，家庭房产净值损失还会引起商业银行贷款总额收缩和实体经济下滑，特别地，房地产开发投资完成额陷入长期疲软。第二，家庭部门加杠杆空间越小，资产负债表约束机制作用越强，房价下降驱动家庭部门资产负债表收缩的幅度以及对其他部门负向溢出效应越大。第三，面对家庭房产净值冲击，盯住房价波动逆周期调整存量房贷利率的政策，通过降低债务偿还成本、改善家庭净资产，能弱化资产负债表约束机制，有效减缓冲击引起的宏观经济波动。

以上结论带来如下政策启示：缓解房产净值冲击的关键在于，削弱影响房价与家庭净资产之间正反馈关系的家庭资产负债表约束机制的作用。基于此，从“减支出”“扩收入”和“稳房价”三方面，

提出以下改善家庭净资产进而缓解家庭资产负债表约束的政策建议。

第一，关于“减支出”，根据城镇家庭调查数据，我国家庭债务主要分布在中青年和低收入群体，对于这部分群体，债务偿还以外的主要支出就是教育支出。建议在托育、高质量和多元化的基础教育供给方面扩大投资，不仅能减少家庭对校外教育的需求，还能减轻中青年群体对教育的精力投入，这在一定程度上可以抵消房价下降造成的房产净值损失。

第二，关于“扩收入”，短期内可以向有房贷偿还压力且失业超过一定时期的群体提供适度补贴，以帮助资产负债表受损最严重的群体渡过难关，减少债务违约群体规模；中长期扩大职业培训、成人教育以及失业保险等领域的投入，通过提升家庭人力资本和应对未来不确定性的能力，增强家庭资产负债表的内生韧性。

第三，关于“稳房价”，建议不断完善存量住房收购制度，一方面加快商品住房市场出清，解决住房市场“供大于求”问题；另一方面更多用于保障性住房，根据房源差异性转化为租赁住房、青年公寓、人才公寓等。同时完善“租购同权”“租售转换”等机制，通过促进保障性住房市场良性发展带动房地产市场整体平稳运行。

系统性金融压力下的信贷“脱绿” 与信用风险研究

林师涵 杨子晖 戴志颖 温雪莲

党的二十届四中全会提出“加快经济社会发展全面绿色转型，建设美丽中国”。2025年中央经济工作会议进一步将“坚持‘双碳’引领，推动全面绿色转型”列为经济工作重点任务。值得注意的是，“经济社会发展全面绿色转型”往往伴随着大规模、长期性的资金需求，但随着近年来国内外金融压力高企，信贷资源由绿色

《家庭资产负债表约束、宏观经济波动与住房调控政策有效性》

附录

附录 1 借款型家庭最优化问题求解

通过求解借款型家庭的最优化问题，可以获得一阶条件：

$$\lambda_{b,t} = \frac{1}{C_{b,t} - hC_{b,t-1}} - E_t \left(\frac{\beta_b h}{C_{b,t+1} - hC_{b,t}} \right) \quad (A1)$$

$$N_{b,t}^o = W_{b,t} \lambda_{b,t} \quad (A2)$$

$$\lambda_{b,t} = \lambda_{b-w,t} / S_{w,t} \quad (A3)$$

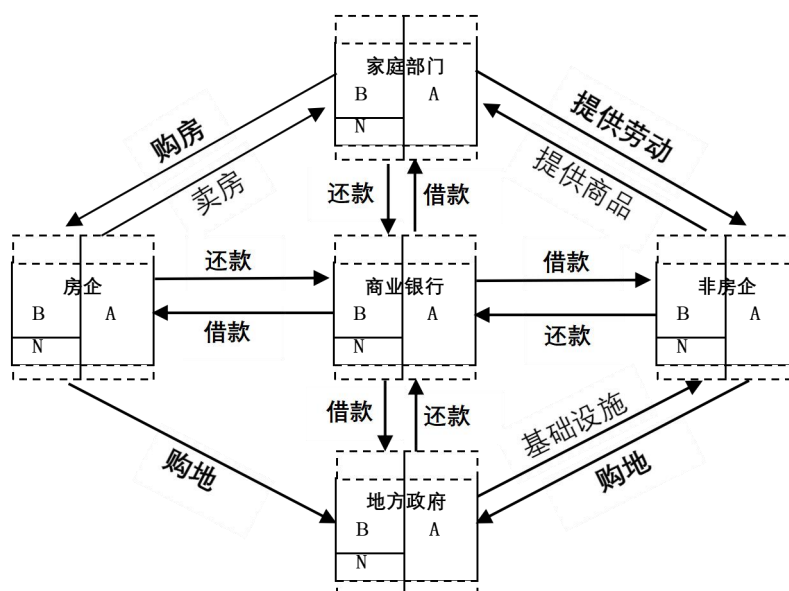
$$\lambda_{b-w,t} Q_t^H = j/H_{b,t}^o + E_t \left[\beta_b \lambda_{b,t+1} (1 - \delta_h) Q_{t+1}^H \right] + m_t E_t \left(\lambda_{b-b,t} m_b Q_{t+1}^H \pi_{t+1} / R_{b,t} \right) \quad (A4)$$

$$\lambda_{b-w,t} = E_t \left(\beta_b \lambda_{b,t+1} R_{b,t} / \pi_{t+1} \right) + \lambda_{b-b,t} \quad (A5)$$

其中， $\lambda_{b,t}$ 、 $\lambda_{b-w,t}$ 和 $\lambda_{b-b,t}$ 分别表示借款型家庭消费、资产净值和贷款的边际效用。将式 (A3) 代入式 (A4) 和 (A5)，再结合正文中的式 (5) 和 (6) 可知，房产净值冲击通过降低住房使用、重置和抵押价值驱动家庭缩减跨期的住房需求和贷款需求，带来房价下降和住房财富缩水。根据式 (A1) — (A3) 以及正文中的式 (2) 和 (4) 可知，房产净值冲击还通过降低消费边际效用对借款型家庭消费和就业产生直接影响，另外，其造成的房价下降还通过住房财富渠道对储蓄型家庭消费、住房需求和就业产生间接影响。总之，房产净值冲击在资产负债表约束的作用下对家庭跨期最优决策产生影响。

附录 2 跨部门资产负债表传导渠道

住房是家庭获取贷款的主要抵押品，土地则是企业和地方政府获取贷款的主要抵押品，在部门间的贸易与金融往来下，家庭与商业银行、房企、非房企和地方政府的资产负债表之间存在联动关系，具体如附图 1 所示。



附图 1 各部门资产负债表之间的联动关系

在部门间资产负债表的关联下，家庭部门资产负债表收缩会向其他部门溢出，引起房企、非房企、地方政府和商业银行的资产负债表同时出现收缩倾向，形成跨部门资产负债表传导

渠道。对于房地产企业而言，住房销售收入减少使其缩减土地和资本投资，引发土地和资本价格下降并带来资产净值缩水，资产净值损失又会通过触发资产负债表约束影响其下一期对土地和资本的投资，加剧土地和资本价格波动，资产价格下降与资产净值损失之间正反馈关系最终驱动其资产负债表呈现收缩倾向。对于非房地产企业而言，土地价格下降导致其融资能力和不动产净值下降，同样会对其资产负债表产生负向影响，尽管土地在其总资产中的比重较低，地价下降与不动产净值损失之间的正反馈关系作用相对较弱，但总需求收缩导致其收入减少，降低其下一期净资产，进一步强化资产负债表约束，这也会对其资产负债表产生负向作用。对于地方政府而言，与房地产企业类似，土地资产在其总资产中的比重较高，地价下降与资产净值损失之间形成恶性循环，最终驱使其资产负债表呈现收缩倾向。对于商业银行而言，贷款是其主要资产，房价和地价下降带来的家庭、房企、非房企和地方政府部门资产负债表收缩，一方面，导致各部门的贷款需求减少，直接造成其总资产规模下降，另一方面，还会导致抵押贷款收益减少，造成其净资产下降，二者叠加对其总资产产生双重负面影响。

附录3 模型参数的校准情况

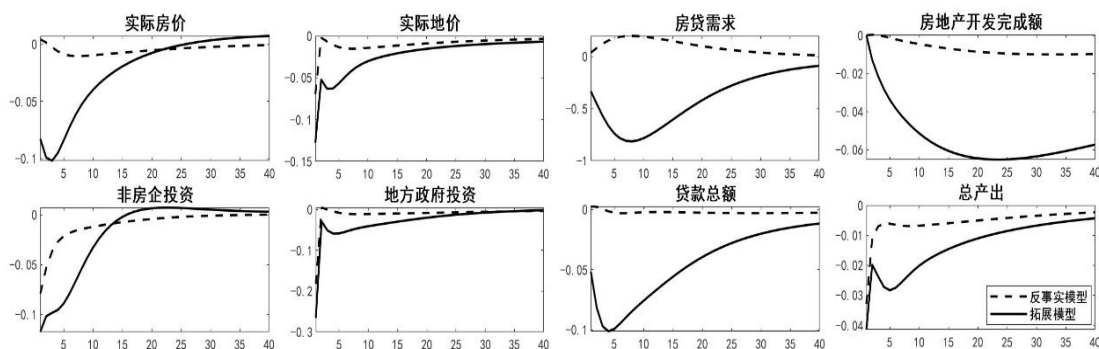
本文模型中参数详细的校准情况参见附表1。

附表1 模型参数的校准情况

参数	描述	校准值	来源/依据
β_s	储蓄型家庭贴现因子	0.994	2000-2019年1年期年均定期存款利率2.37%
β_F	银行家贴现因子	0.985	高于贷款部门
$\beta_i, i \in \{b, e, h, g\}$	有贷款实体部门贴现因子	0.98	2000-2019年5年及以上年均贷款利率为6.05%
$1 - \tau_F$	商业银行资本充足率	0.14	2023年商业银行资本充足率季度均值为14.84%
ρ_F	商业银行资本短期调整系数	0.25	Iacoviello (2015)
χ	家庭对劳动的相对偏好权重	1	高然和龚六堂 (2017)
j	家庭对住房的相对偏好权重	0.15	高然和龚六堂 (2017)
φ	劳动的Frisch弹性倒数	0.5	孟宪春和张屹山 (2021)
h	消费惯性系数	0.5	孟宪春和张屹山 (2021)
γ_p	厂商对上期通胀的敏感度	0.5	孟宪春和张屹山 (2021)
θ	价格粘性参数	0.75	孟宪春和张屹山 (2021)
ε	零售品间替代弹性	6	孟宪春和张屹山 (2021)
μ	生产性资本产出份额	0.35	高崧耀等 (2025)
ν	不动产的产出份额	0.1	高崧耀等 (2025)
γ	公共资本溢出效应系数	0.1	汪川 (2020)
α	储蓄型家庭劳动收入份额	0.35	2024年末居民部门杠杆率61.4%
δ	资本折旧率	0.035	马勇和章洪铭 (2023)
κ	非房企的投资调整成本系数	2	高然和龚六堂 (2017)
δ_h	房产折旧率	0.03	房产开发投资占总产出稳态为5.7%
κ_h	房企的投资调整成本系数	10	高于非房企部门
α_h	土地在房地产开发中份额	0.45	高于非房企部门
ϕ	土地在公共资本中份额	0.45	高于非房企部门
$m_i, i \in \{b, e, h, g\}$	实体部门抵押贷款价值比	0.7	马勇和章洪铭 (2023)
ρ_r	利率调整的惯性系数	0.7	马勇和章洪铭 (2023)
ρ_π	利率对通胀目标的盯住系数	1.5	马勇和章洪铭 (2023)
ρ_y	利率对产出目标的盯住系数	0.125	马勇和章洪铭 (2023)
ϕ_w	冲击的惯性系数	0.9	标准假定
σ_w	冲击标准差	0.1	标准假定

附录4 “反事实”分析

为了验证家庭资产负债表约束机制对中国本轮房地产市场下行特征的解释力,本部分进行了“反事实”模拟分析。具体而言,在家庭资产负债表约束未生效的“反事实模型”和家庭资产负债表约束生效的“拓展模型”中,分别模拟了相同强度家庭净资产冲击的脉冲响应结果,如附图2所示。



附图2 “反事实模型”与“拓展模型”的脉冲响应对比

注:图中横轴代表时期,纵轴代表偏离稳态值的百分比。

相较于反事实模型,家庭资产负债表约束生效的拓展模型刻画了房价大幅下降、家庭资产负债表收缩、房地产开发投资萎靡与信贷收缩并存的经济现象。如附图2所示,相较于反事实模型,拓展模型中各变量受到冲击后下降的幅度均更大,特别地,在反事实模型中,净资产损失反而带来借款型家庭住房抵押贷款需求上升,这与中国近期居民部门杠杆率稳中有降的趋势特征不符。具体而言,在反事实模型中,借款型家庭决策行为不受资产负债表约束,净资产损失并不会对家庭的跨期住房需求和房价预期产生直接影响,因此,面对冲击时家庭会选择扩大贷款需求以抵消冲击对总资产的负面影响,但住房抵押贷款需求上升会挤占商业银行对其他实体部门的贷款供给,对其他实体部门投资同样产生负向作用。另一方面,信贷驱动型住房需求会降低住房使用价值,驱使储蓄型家庭减少住房需求,最终,房价从冲击发生当期正向偏离稳态快速下降,但下降幅度远小于家庭资产负债表约束生效的拓展模型中的房价。总体而言,无论是从经济变量波动幅度还是冲击的传导路径而言,家庭资产负债表约束生效的拓展模型对中国近期房地产下行特征均具有更强的解释力。

参考文献

- [1] 汪川, 2020,《政府基建投资的财政乘数:基于DSGE模型的分析》,《财贸经济》第10期,第79~95页。