

资产价格与通胀感知偏差

——基于数字金融发展的再思考

刘 珺 康 立 丁雨婷

通货膨胀是衡量价格水平与货币购买力的核心宏观变量，各国普遍以居民消费价格指数（CPI）作为通胀测度的核心指标。然而从全球实践来看，居民对价格的主观感知与 CPI 指标之间的差异呈现出扩大趋势。尤其是随着数字技术加速突破和数字金融蓬勃发展，居民投资选择与消费场景不断拓展，资产价格大幅波动、实体部门物价指数保持相对平稳的分化现象屡见不鲜。在此背景下，完善通胀监测体系的必要性进一步凸显。

围绕通胀感知偏差的潜在来源，现有研究已从居民主观行为偏差、CPI 测度失准等维度广泛开展探讨。本文主要关注的是 CPI 构成与居民实际生活成本结构的偏离，重点考量资产价格，特别是占据我国居民资产和财富主体的住房资产价格，对居民真实生活成本感知的影响。虽然 CPI 已通过等价租金等方式纳入部分居住支出项目，但仍与住房资产价格影响居民生活成本的实际路径存在显著差距，尤其是在长时期比较时可能出现明显“失真”现象。而且数字金融的快速发展进一步强化了资产价格向家庭部门的直接传导，使得 CPI 指标失真问题更为明显。

从理论层面出发，通胀感知偏差实质上是基于居民真实购买力的价格水平与 CPI 之间的背离。在经典的微观消费理论中，居民的均衡实际购买力是其可用资源与名义价格体系的相对值，因此居民实际感知到的真实生活成本是一种相对有效价格。通过实际购买力渠道，房价波动会对居民通胀感知施加两方面影响。一方面是财富效应，资产价格变化会改变资产持有者现期的预算收入约束，并影响消费预期和消费信心，使得资产价格上涨能够提升居民实际购买

力、降低价格感知。另一方面是消费替代效应，即资产价格上涨会使得当期商品消费被投资挤出，从而降低实际购买力、提高通胀感知。房价波动的这两种影响机制均无法被当前消费品的名义价格充分捕捉，因此导致通胀感知偏差的变化。同时，随着数字金融持续改变经济主体的信息获取方式、资产配置决策以及行为偏好特征，可能进一步对资产价格波动导致的通胀感知偏差产生影响。

在测度方法上，恩格尔曲线法是度量通胀感知偏差的代表性方法，其能捕捉微观个体消费结构与实际购买力之间的稳定映射关系，剥离名义价格中的系统性偏离。但其标准框架的测算结果通常为“剩余”层面的间接度量，对背后的经济来源缺乏较为直观的刻画。对此，本文构建了计量模型，将房价对居民实际购买力的影响引入经典恩格尔需求系统，从而剥离出与住房价格波动相关的通胀感知偏差成分。在传统 CPI 基础上，通过纳入与住房价格相关的这一边际调整项，可有效优化通胀指数对居民价格感知的反映程度。同时，基于对房价相关通胀感知偏差的测度，可进一步考虑数字金融发展的影响。

基于 2011—2023 年中国城市层面数据的实证结果显示，在居民通胀感知偏差中，存在显著的由住房价格波动造成的偏差成分，当住房价格上升时，居民真实生活成本感知会较 CPI 指标偏低，反之，在房价下行周期，居民感知的通胀压力会逆向升高。基于这一估计结果对 CPI 进行修正，得到经房价调整后的居民生活成本指数（HCI）。在 2011—2020 年的房地产价格上行期间，HCI 一直低于 CPI 同比；2022—2023 年，随着房地产市场下行调整，HCI 开始超过 CPI 同比，表明居民的购买力基础随着资产价值收缩而削弱，在一定程度上解释了近年来中国居民消费偏弱的现象。从微观家庭的消费行为出发，本文利用中国家庭金融调查数据开展了机制检验。结果表明，住房价格波动对居民消费决策和通胀感知的影响以财富效应为主导，房价消费替代效应并不显著，这一结论也与房价相关通胀感知偏差的测度结果方向一致。

进一步地，本文将数字金融发展因素纳入分析框架，并探究其对房价财富效应和消费替代效应的边际作用。基于北大数字普惠金融指数数据库，本文构造了地区数字金融发展水平的代理变量，检验数字金融对通胀感知偏差以及其背后微观机制的影响。实证结果显示，数字金融发展会进一步放大房价相关的通胀感知偏差，并且数字金融主要通过放大房价波动的财富效应发挥作用，对房价消费替代效应的影响并不显著。这表明，在数字金融快速发展的背景下，有必要更加关注资产价格波动对居民真实生活成本衡量方式的影响。

本文的研究发现可为完善价格统计手段、提升通胀指标公信力、优化货币政策调控提供启示。一是在持续优化 CPI 商品篮子编制规则的基础上，可尝试通过资产价格修正通胀测度结果，构建更贴合居民真实生活成本感知的广义价格指数。二是关注数字技术在金融领域扩展应用的影响，适配数字金融发展的新特征与新规律，搭建涵盖消费金融、数字交易及社媒舆情的多维度监测体系。三是稳楼市与稳消费政策具有内在一致性，货币政策调控需充分纳入资产价格维度的考量，在立足住房基本居住属性、尊重市场供需规律的基础上，合理运用政策工具维护房地产市场平稳运行。

本文的贡献主要有：第一，在传统的恩格尔需求系统中纳入住房价格因素对居民实际购买力的影响，并据此对 CPI 进行局部补充修正，为探讨如何利用资产价格优化对居民真实生活成本的测度提供新的思路；第二，从微观消费决策视角出发，分析房价变动影响居民消费行为和通胀感知的关键机制，重点讨论了财富效应与消费替代效应两种可能的影响渠道，并结合家庭微观调查数据进行实证检验；第三，将数字金融发展因素纳入上述分析基础，为理解数字金融发展对房价相关通胀感知偏差的影响提供新的经验证据。