

Asset Price Fluctuation,
Wealth Effect and
Consumption Promotion

资产价格波动、财富 效应与居民消费提升

王子敏 / 著



中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

Asset Price Fluctuation,
Wealth Effect and
Consumption Promotion

资产价格波动、财富 效应与居民消费提升

王子敏 / 著

中国财经出版传媒集团



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

资产价格波动、财富效应与居民消费提升/王子敏著.
—北京: 经济科学出版社, 2018. 4
ISBN 978-7-5141-9237-7

I. ①资… II. ①王… III. ①资本市场-经济波动-
研究-中国 IV. ①F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 080626 号

责任编辑: 李 雪

责任校对: 隗立娜

责任印制: 邱 天

资产价格波动、财富效应与居民消费提升

王子敏 著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 010-88191217 发行部电话: 010-88191522

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

天猫网店: 经济科学出版社旗舰店

网址: [http://jjkxcbs. tmall. com](http://jjkxcbs.tmall.com)

固安华明印业有限公司印装

710×1000 16 开 14 印张 180000 字

2018 年 4 月第 1 版 2018 年 4 月第 1 次印刷

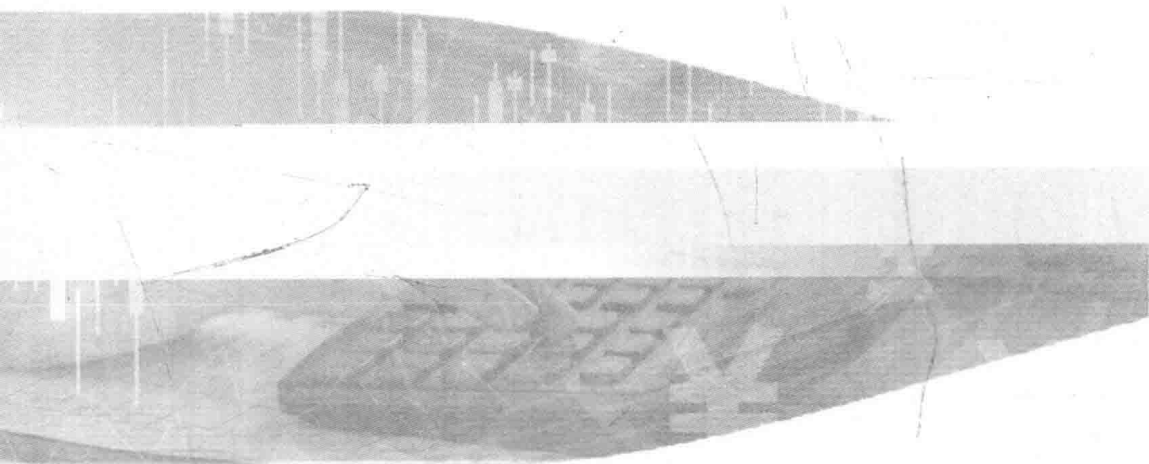
ISBN 978-7-5141-9237-7 定价: 50.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换。电话: 010-88191510)

(版权所有 侵权必究 举报电话: 010-88191586)

电子邮箱: [dbts@ esp. com. cn](mailto:dbts@esp.com.cn))

本著作受到南京邮电大学社会科学研究重点基金资助
(项目号: NYS216027)



前 言

伴随着中国国民收入的不断提升，居民财富总额不断增长，财富构成不断丰富。但无论财富如何增长，在居民资产构成中以房产、股票为代表的资产配置都是不可或缺的。这也就意味着居民财富会不可避免受到资产价格的影响，伴随着资产价格的升高、降低以及震荡，居民财富也会不断发生变化。特别是伴随着中国逐步向全球头号经济强国迈进，人民币国际化不断推进，对美国的全球经济地位不断发起挑战，全球的贸易结构不断变化、贸易摩擦不断增加，导致资产价格的剧烈波动成为常态。

资产价格的剧烈波动所导致的财富价值的变化会从各种渠道影响到实体经济。诸如投资、信贷、人口流动、消费等领域，均是可能的传导路径。本书聚焦于消费这一路径，是在中国经济发展结构出现战略性转变的大背景下展开研究。改革开放初期的对外开放使得中国在全球产业链的低端层次切入到全球分工，中国的出口额不断攀升，出口成为在几十年内不断拉动经济增长的重要引擎；同时以高速公路、高铁为代表的基础设施的不断建设，使得投资也成为与出口并驾齐驱的另一个引擎。但是伴随着国内剩余劳动力的降低，在低端领域的劳动力比较优势逐步降低，中国出口结构不断优化，在全球价值链中开始挑战高端产业，中国的出口增长开始面临来自发达国家的激烈竞争，原先的合作关系不复存在，出口对于中国经济的拉动作用发生了

重要的转变；同时由于资本报酬的边际递减规律，中国资本积累的增加，使得高回报投资领域逐步减少，投资进入低回报区，投资对于经济的拉动作用也发生了重要的改变。

在这样一个大环境下，消费成为拉动中国经济持续高速增长的唯一选择。但是如果来自资产领域的价格剧烈波动，可能导致居民财富的较大增减，那么居民的财富感知、消费能力、消费倾向等都可能对居民消费产生重要的影响。近些年伴随着中国房地产市场的高速增长，一些声音在不断讨论房地产市场是促进还是抑制了中国的居民消费。本书的研究能够从一定程度上回答这个问题。

目 录

第1章 中国居民消费与消费提升 / 1

- 1.1 中国居民消费现状 / 1
- 1.2 中国居民消费变动的历史 / 4
- 1.3 消费率的低估问题 / 8
- 1.4 居民消费的影响因素 / 10

第2章 资产价格与财富效应 / 18

- 2.1 财富与财富效应 / 18
- 2.2 财富效应的研究 / 24
- 2.3 财富效应与中国经济 / 37

第3章 相关理论及研究回顾 / 39

- 3.1 财富效应的理论基础 / 39
- 3.2 资产价格财富效应的影响路径 / 46
- 3.3 研究回顾 / 50
- 3.4 对现有资产价格财富效应的研究评述 / 59

第4章 我国居民财富变动的典型特征及财富估算 / 61

- 4.1 财富变动特征 / 61
- 4.2 资产价格波动特征 / 64
- 4.3 房产财富估算 / 69
- 4.4 股票价值估算 / 76
- 4.5 两种财富的比较 / 78
- 4.6 本章小结 / 80

第5章 资产价格波动的财富效应估算：基准模型 / 82

- 5.1 研究假设 / 82
- 5.2 研究基础 / 88
- 5.3 基准理论模型 / 92
- 5.4 计量检验 / 97
- 5.5 本章小结 / 105

第6章 资产价格波动的财富效应：地位与特征 / 107

- 6.1 居民消费变动的影响因素 / 107
- 6.2 消费变动的路径：财富效应 / 110
- 6.3 资产价格财富效应的地位 / 114
- 6.4 两种资产价格财富效应的关系 / 119
- 6.5 资产价格财富效应影响的对称性特征 / 123
- 6.6 本章小结 / 126

第7章 资产价格波动的财富效应：区域异同 / 129

- 7.1 区域差异性的初步证据 / 129
- 7.2 区域差异性的来源 / 131

- 7.3 地区财富的估算 / 134
- 7.4 资产价格财富效应的计算 / 135
- 7.5 资产价格财富效应的比较 / 143
- 7.6 资产价格财富效应影响的比较 / 145
- 7.7 本章小结 / 150

第8章 资产价格波动的财富效应：价格波动风险 / 152

- 8.1 价格风险影响资产价格财富效应的路径 / 153
- 8.2 我国资产价格风险的来源 / 156
- 8.3 资产价格风险的衡量 / 158
- 8.4 资产价格影响的计算 / 165
- 8.5 本章小结 / 170

第9章 资产价格波动的财富效应：消费习惯 / 172

- 9.1 消费习惯与资产价格财富效应 / 172
- 9.2 消费习惯对资产价格财富效应的影响：理论视角 / 175
- 9.3 消费习惯计算 / 178
- 9.4 消费习惯对资产价格财富效应的影响：实证检验 / 181
- 9.5 本章小结 / 183

第10章 基本结论、政策建议与今后的研究方向 / 185

- 10.1 基本结论 / 185
- 10.2 政策建议 / 191
- 10.3 今后可能的研究方向 / 194

参考文献 / 197

第 1 章

中国居民消费与消费提升

居民消费指一定时期内，一个国家（或地区）内所有常住居民对最终商品和服务的全部消费性支出，与政府消费一起构成最终消费。消费与投资、政府购买、净出口共同构成了国民产出的重要组成。改革开放以来中国经济的持续、高速与稳定增长，成为全球经济增长的核心力量，在这个过程中，投资、净出口、政府购买发挥了重要作用。但是新常态下，伴随着投资的边际产出递减、出口与汇率制度的冲突、财政预算的约束，使得投资、政府购买和出口拉动经济的能力越来越受限，提升居民消费成为促进经济长期稳定增长的重要力量。

1.1 中国居民消费现状

1.1.1 居民消费水平

中国是个人口大国，人口规模全世界居首位，与人口规模相对

应,伴随着改革开放以来的经济持续稳定增长,中国的居民消费总规模也在不断提升,在全球也是居于前列。中国居民消费总量国际比较见表 1.1。

表 1.1

中国居民消费总量国际比较

单位:亿美元

国家	2005 年	2012 年	2013 年
美国	87 941	110 831	114 843
中国	8 904	30 193	34 247
日本	26 414	36 119	30 078
德国	16 508	19 780	20 866
英国	15 484	16 943	17 376

数据来源:国家统计局《国际统计年鉴 2015》。

根据国家统计局统计数据,截至 2013 年中国的居民消费总量已经达到 34 247 亿美元,居于美国之后,位列全球第二位。而在 2005 年,在美国、日本、德国、英国、法国、意大利之后,居于全球第七位。从增长速度来看,可以说中国的居民消费增长速度是非常快的。

但是同样是由于人口基数大,中国的人均居民消费却与消费总量在全球的地位不相称。主要国家人均居民消费国际比较见表 1.2。

表 1.2 给出了主要国家人均居民消费的国际比较。中国的人均居民消费在以 2005 年不变单价计算,2013 年为 1 307 美元,而同期美国的人均居民消费则是 31 190 美元,中国的人均居民消费水平只有美国的 4%,而从总量上来看,中国的居民消费总量是美国的 30%。

即使是同其他国家相比,诸如土耳其、墨西哥、阿根廷、俄罗斯、巴

西、南非、马来西亚、委内瑞拉、哈萨克斯坦、乌克兰、泰国等国，中国的人均居民消费水平仍然低于上述国家。可见，中国虽然是一个消费大国，但并不是一个消费强国。居民人均消费水平代表了居民的福利水平，人均消费水平偏低意味着中国的居民福利水平还有很大的提升空间。

表 1.2

主要国家人均居民消费国际比较

单位：美元

国家	2005 年	2012 年	2013 年
美国	29 758	30 693	31 190
英国	25 635	24 953	25 214
日本	20 673	21 912	22 408
加拿大	19 487	21 882	22 166
德国	20 018	21 691	21 809
中国	683	1 222	1 307

数据来源：国家统计局《国际统计年鉴 2015》，2005 年价格。

1.1.2 居民消费率

与人均年消费水平偏低相对应，中国的居民消费率在全球也是处于较低水平。根据国家统计局数据，2013 年中国的居民消费率为 37.3%，而同期部分国家的居民消费率甚至达到 80% 多，美国的居民消费率为 68.5%，是中国的两倍多。中国的居民消费率全球比较见图 1.1。

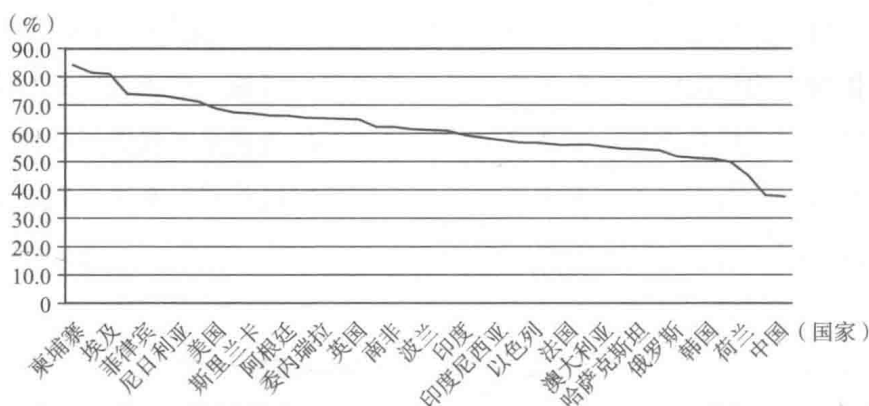


图 1.1 中国的居民消费率全球比较

数据来源：国家统计局《国际统计年鉴 2015》。

图 1.1 列举了部分国家的居民消费率指标。从图中可以看出，中国的居民消费率水平偏低，大量的发达国家和发展中国家的居民消费率水平在中国之上。

1.2 中国居民消费变动的历史

1.2.1 中国居民消费率的整体变动

历年来，中国居民消费率的整体变动状况见表 1.3。

从表 1.3 可知，1978 年以来，居民消费率呈长期波动下降走势。根据 2015 年《中国统计年鉴》，1978 ~ 2014 年，居民消费率从 1978 年的 48.2% 下降到 2014 年的 38.2%，下降 10 个百分点，平均每年下降 0.27 个百分点。1978 ~ 2014 年大体可分为三个周期，第一个周

期（1978～1994年）：1978～1981年间，居民消费率呈上升趋势，从48.2%升至52.5%，达到最高值；1981～1994年，整体呈下降趋势，从52.5%降至43.5%。第二个周期（1994～2010年）：1994～2000年，居民消费率呈上升趋势，从43.5%上升到47.1%；2000～2010年，居民消费率快速下降，共下降11.4个百分点。自2003年起，居民消费率便开始低于1994年的居民消费率，逐年打破改革开放以来的最低值。第三个周期是从2010年至今，中国的居民消费率开始逐步缓慢回升，到2014年居民消费率达到了38.2%，详见图1.2。

表 1.3

中国居民消费率的历史变动

时间（年）	消费率（%）	时间（年）	消费率（%）
1978	48.2	2005	40.5
1980	51.3	2006	38.6
1985	51.2	2007	37.2
1990	50.3	2008	36.4
1995	45.9	2009	36.6
2000	47.1	2010	35.7
2001	46.0	2011	36.5
2002	45.5	2012	37.2
2003	43.5	2013	37.4
2004	41.4	2014	38.2

数据来源：历年《中国统计年鉴》。

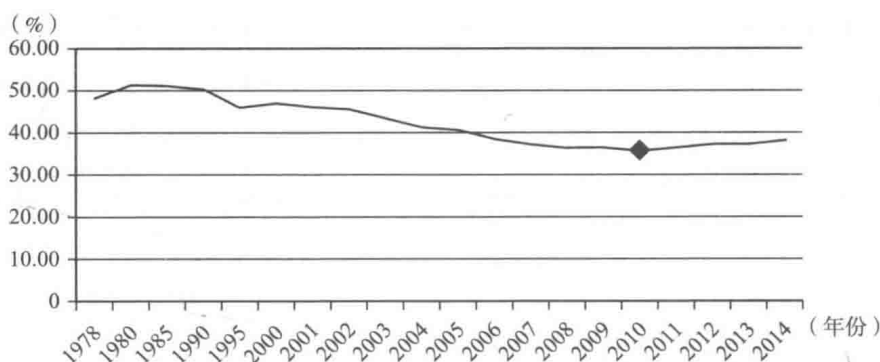


图 1.2 中国居民消费率的历史变动

1.2.2 消费结构变动的城乡特征

中国城乡居民由于历史和制度原因,居民收入和居民消费呈现出巨大的城乡差异,表现为农村地区收入和消费相对于城镇而言双低,农村居民消费占比和城镇居民消费占比呈现出不同的变动趋势。1982年以来农村居民消费占比明显呈现出下降趋势,1982年农村居民消费占比为34.1%,到2010年下降至最低的8.2%,这期间整整下降了近26个百分点,平均每年下降1个百分点,从2011年开始农村居民消费占比略有回升,但仍然维持在8%左右;而城镇居民消费占比则呈现出相反的变化趋势,基本表现出缓慢上升的趋势,从1978年的18.3%上升至2014年的29.6%,上升了11.3个百分点,平均每年上升0.43个百分点。但2000年达到最高点31.4%以后,城镇居民消费占比又开始持续下降,到2008年后又开始逐步回升。中国居民消费结构走势见图1.3。

由图1.3可知,城镇居民消费占比与农村居民消费占比呈现出典型的剪刀形状,二者交叉于1992年,从1992年起,城镇居民的消费占比开始逐步超过农村居民消费占比。与此同时,政府消费占比却一

致稳定在 14% 左右的水平上。上述剪刀形状与中国的城市化进程密不可分, 大量的人口城市化使得人口在城市集中, 城镇居民消费总量必然会上升, 占到 GDP 的比重自然会升高。

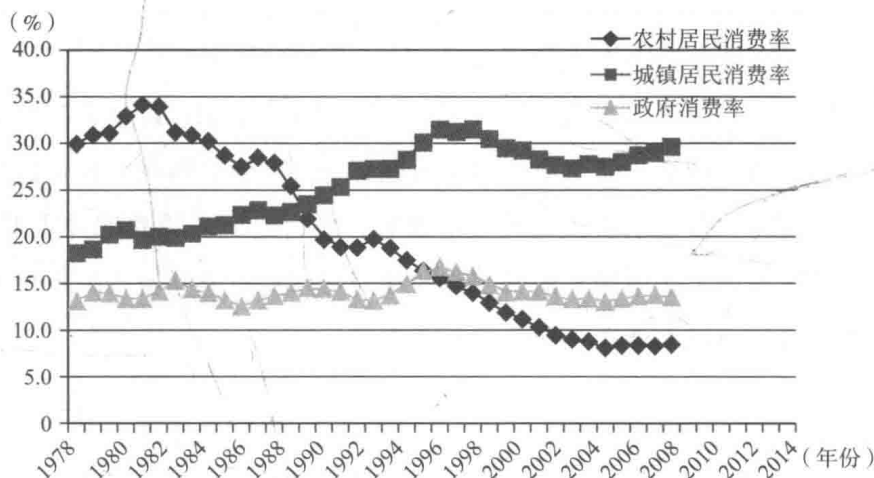


图 1.3 中国居民消费结构

注: 数据根据《中国统计年鉴 2015》计算, 农村居民消费率计算公式为农村居民消费除以当年全国 GDP, 同理可计算出城镇居民和政府消费率。

1.2.3 消费率的城乡结构特征

为了准确对比城乡居民消费的状况, 需要计算比较城乡的居民消费率。但是统计部门并没有提供分城乡的 GDP 情况, 无法统计出城镇地区的 GDP 和农村地区的 GDP, 因而难以计算出分城乡的居民消费率占比。但我们可以从中国居民的消费倾向对该问题进行分析。近两年中国居民的平均消费倾向见表 1.4。

表 1.4 近两年中国居民消费倾向

时间（年）	城镇居民平均消费倾向	农村居民平均消费倾向
2013	0.699	0.794
2014	0.692	0.799

从表 1.4 中可以发现，城镇居民消费占收入的比重低于农村居民。这反映出城镇居民生活支出中可能有一部分诸如购房、投资等非消费性支出。仅从消费倾向的数值来看，农村居民的消费率并不低。这就意味着图 1.3 中城乡消费结构的剪刀形状更可能是由于城市化进程所导致的人口在城市不断集聚所引起的。

1.3 消费率的低估问题

改革开放以来，仅仅从统计指标来看，中国的消费率经历了一个先上升后下降的过程，其比率由 1978 年的 62.1% 持续性下降。到 2014 年，中国的人均 GDP 为 46 628.5 元，而人均居民消费支出为 17 806.4 元，居民消费率为 38.2%。这个水平不仅大大低于世界平均水平，也显著低于中等收入和低收入国家或地区的平均水平。

1.3.1 正常说

很多研究也认可消费率偏低的结果，并从不同角度提出了相关的解释。赵坚毅等（2011）^[1]认为导致消费率持续下降的因素主要有三个方面，即国民收入分配结构变化、城镇住房制度改革和农村居民收