

# 家庭杠杆问题研究进展\*

陈黎明 杜子青

**摘要:**伴随国际金融危机而加剧的家庭高杠杆现象日益受到学界重视。家庭杠杆对金融机构行为、家庭决策、宏观调控及政策监管等多个方面均有广泛的影响。本文系统地总结和梳理家庭杠杆领域的重要文献和研究进展,主要涉及家庭杠杆的内涵、驱动因素及其宏观经济效应等方面。首先,从家庭杠杆的内涵出发,梳理家庭杠杆的定义,并对比不同度量方法及其适用条件。其次,以信贷供给和信贷需求为视角阐述家庭杠杆的驱动因素。再次,分别归纳家庭杠杆的微观和宏观经济效应。最后,进一步讨论现有文献的不足和未来研究可供拓展的方向。

**关键词:**家庭杠杆 信贷供给 信贷需求 经济效应

## 一、引言

在经济社会研究中,家庭杠杆(household leverage)文献可以追溯到 Mian & Sufi(2010)。2008年金融危机的出现给经济周期预测带来了前所未有的挑战,主流宏观经济理论未能预测如此巨大的经济衰退,学者们迫切期望找到造成经济衰退的主要原因。消费持续低迷、家庭杠杆快速攀升引起了学界的广泛关注。Mian & Sufi(2010)研究了家庭杠杆与消费之间的关系,认为家庭杠杆率是2007—2009年间美国各州经济衰退严重程度的有力统计预测指标。此后,家庭杠杆日渐成为经济社会微观研究与宏观研究的一个重要议题。家庭杠杆可以缓解家庭流动性约束从而实现效用最大化,但家庭杠杆的快速累积可能带来经济或金融风险。在短期内,家庭杠杆率的提高可能会促进经济增长,但在中期可能会引发金融危机以及经济大衰退(IMF, 2016)。从微观角度来看,高杠杆削弱了家庭平滑消费的能力(Mian & Sufi, 2010),挤出了企业的投资(Hennessy & Radnaev, 2018)。从宏观角度来看,过度的家庭负债增加了金融危机的可能性,当存在资产泡沫时,这种可能性更大(Enders & Hakenes, 2021)。此外,家庭高杠杆可能加剧经济脆弱性,将宏观经济危机和资产价格冲击放大,并贯穿整个经济系统。

随着新冠肺炎疫情的全球性暴发和扩散,各国政府面临的财政压力进一步增大,经常性账户失衡等严峻的局面给全球的经济增长和金融稳定带来了前所未有的挑战。国际货币基金组织(IMF)报告预计疫情将导致全球经济大幅收缩,甚至超过2008年金融危机导致的经济衰退程度。后疫情时期新兴市场经济体债务水平大幅上升,经常账户盈余恶化,且外债规模远超外汇储备规模,应对危机的能力明显下降。然而,针对家庭杠杆的调整政策(如去杠杆化等),可能对经济造成更大的破坏。一旦家庭杠杆率过高,无论是以定向债务重组计划的形式直接干预(IMF, 2016a),还是通过银行部门间接干预(Brown et al, 2019),都会对公共部门产生溢出效应,财政紧张带来的利率上升挤出了企业投资(Eschenbach & Schuknecht, 2004)。因此,厘清家庭杠杆的驱动因素及其经济效应,有助于

\* 陈黎明,湖南大学金融与统计学院,邮政编码:410006,电子邮箱:chenliming@hnu.edu.cn;杜子青(通讯作者),北京师范大学统计学院,邮政编码:100082,电子邮箱:duziquing@mail.bnu.edu.cn。基金项目:国家社会科学基金重点项目“中国发展方式绿色转型的统计测度与优化路径研究”(23ATJ007)。感谢匿名审稿专家的建议,文责自负。

国内广大学者拓展新的研究视角和切入点,探寻我国家庭杠杆的适度区间,推进消费结构优化升级,助力经济高质量发展。

## 二、家庭杠杆的内涵

### (一)家庭杠杆的定义

在经济学中,杠杆是一个以债务为基础的概念,而债务一直是经济社会生活的一个基本方面。然而,随着时间的推移,人们对债务的看法也在发生改变。传统上,债务往往带有某种负面的评价。从词源学来看,印欧语系的“债务”一词源于“内疚”和“罪恶”的概念(Ingham, 2016)。在古代和中世纪,债务通常意味着社会等级的底层地位:债务人通常需要提供抵押品或第三方担保,他们很难摆脱“贫穷”的枷锁。相反,在现代社会,负债逐渐演变成了一项基本的社会生存法则。19世纪末,工业革命带来了生产方式的变化,现代金融体系初具雏形,信贷开始在个人或家庭发展中扮演重要的角色。债务已经不再被单纯地视为一种负担,而是一种资本,在经济和社会中占据着主导地位。规范和标准化的债务统计是量化研究的基础。随着债务研究的逐步深入,尤其是次贷危机的爆发,国际社会开始探索家庭资产负债表的编制。在经济统计领域,《国民经济核算体系2008》(SNA2008)已成为国际上公认的家庭资产负债表编制标准。基于家庭资产负债表理论,杠杆这一概念被引入家庭债务(household debt)研究之中。事实上,家庭债务是指家庭与金融部门或其他机构之间的融资行为。家庭杠杆的增加主要来源于家庭债务积累,债务并不等同于额外的财富,而是暂时性的货币使用权,同时,家庭必须承担偿还本息义务。家庭杠杆既可以反映家庭债务水平,又能在一定程度上反映家庭偿债能力。

杠杆的定义是允许个体或机构无须直接投入自有资金扩大头寸或投资的潜在收益或损失(D'Hulster, 2009)。传统的杠杆主要有以下三种形式:资产负债表杠杆、经济杠杆和嵌入式杠杆。资产负债表杠杆是最被广泛认可的形式,其定义直接与资产负债表中的概念相关。从资产负债表来看,杠杆就是指实体的总资产大于其权益资本。经济主体通常会通过借贷来增加其资产,以期提高效用或获取更多收益。经济杠杆的定义基于对未来现金流量的依赖,当经济主体面临头寸价值超过其初始投资金额的风险时,就会出现经济杠杆的情况。一个典型的例子是银行提供的贷款担保。其中可能存在或有负债,但并未反映在银行的资产负债表中。嵌入式杠杆的定义基于市场风险,指风险敞口大于基础资产,经济主体持有本身具有杠杆作用的证券或风险敞口。这类杠杆多见于金融工具,其导致的整体损失敞口是相关投资组合直接投资额的数倍(Frazzini & Pedersen, 2022)。

家庭杠杆通常利用资产负债表(household balance sheet)来衡量,其主要指标是债务与资产净值之间的比率。不同于金融机构的动态杠杆,家庭债务的资本收益和损失是纯粹名义上的,利率调整并不直接影响到他们的偿债能力(Mason & Jayadev, 2014)。首先,固定利率债务的市场价值的变化对债务收入比没有直接影响,因为债务的偿还依赖于家庭收入。其次,存在贷款人和借款人之间的不对称性。大多数金融机构积极参与二级市场的债务交易;即使某些贷款合同可能会被持有至逾期,但在二级市场抵押或出售的选择权仍然具有重要意义。然而,家庭借款人不会因为自己的负债而涉足二级市场。<sup>①</sup>即使是在抵押贷款再融资的情况下,也不涉及按市场价值回购债务,而是行使债务合同中包含的提前支付面值的期权。再次,几乎所有的官方杠杆衡量标准都是如此,包括SNA2008体系。

### (二)家庭杠杆的度量

常见的家庭杠杆率度量方法包括三种方式:一是总债务与家庭收入之比;二是总债务与房屋价值之比;三是总债务与金融资产价值之比。其中,总债务收入比多用于衡量家庭整体财务状况,贷款

<sup>①</sup>一个可能的例外是,当债务具有较高的违约风险时,债务人可能会寻求以贴现的市场价值回购债务。

者常用来评估负债家庭的还款能力,故在现有文献中得到广泛使用(Jones et al, 2022)。第二种方法则是基于抵押贷款往往是家庭债务的最大组成部分这一现实情况。由于新购房者可能需要更多的资金来购买房产,因此,房价上涨可能会影响家庭杠杆。对于现有房主来说,房价上涨可能使他们感到更富有,从而决定用增值的抵押品来办理抵押贷款,以获取购买消费品和服务所需的资金(Diamond & Landvoigt, 2022)。第三种方法反映了家庭对经济冲击的脆弱性,例如失业或健康问题。金融资产的价值代表家庭偿还债务的能力,当家庭杠杆较低(较高)时,家庭对此类冲击的抵御能力就较强(较弱)(Brown et al, 2019)。由于资产价格具有很强的顺周期性,该方法衡量的家庭杠杆具有逆周期的特征。此外,自 21 世纪以来,许多国家的家庭杠杆率大幅提高,三分之二的银行贷款是由住户部门借款购买房产形成。故一些文献将家庭杠杆扩展到具体的标的(如房屋),关注抵押杠杆的经济效应,以房主的抵押贷款余额与潜在房屋价值之比来表示(Justiniano et al, 2015)。

### (三)家庭杠杆的相关理论

家庭杠杆与债务和消费密不可分,其基础理论框架可以追溯至早期的永久收入假说和生命周期理论。永久收入假说强调理性消费者的消费决策受到当期与未来各期的收入水平的影响。在短期内,暂时性收入波动会导致当期消费水平偏离永久性消费的一般水平(Friedman, 1957)。生命周期假设则认为,理性的消费者会在生命周期内平稳消费,当面临短期负向收入冲击时,借贷则成为实现平稳消费的手段(Modigliani, 1986)。这些理论也表明,年轻家庭倾向于在一个没有借贷限制的环境中适度地举债,因为他们预期未来收入会增加,并能在未来还清债务。随着时间的推移,他们的净资产会逐渐转正,并在退休时逐渐消耗之前积累的净资产。在生命周期的末期,家庭必须偿还所有未偿还的抵押贷款债务,并不再借贷。年轻家庭预期未来收入快速增长,因此更倾向于举债,特别是通过以房屋权益为基础的借贷途径(Diamond & Landvoigt, 2022)。非耐用品消费和持有住房以及银行存款能很大程度提高中青年家庭效用,这也是他们以自有房产向银行申请抵押贷款的重要动机(Corbae & Quintin, 2015)。Corradin(2014)提出了一个风险厌恶家庭生命周期模型,其中,家庭可以通过提供首付款来为房产融资。鉴于家庭可能发生违约,风险中性的贷款人收取违约溢价以有效对冲预期损失。因此,失业率持续上升或劳动收入大幅下降的风险会降低家庭的杠杆率。

随着流动性约束的引入,永久收入假说面临着挑战。Zeldes(1989)检验永久收入假说后提出了消费者根据明确规定的借贷约束序列进行优化的替代假说,并通过数学推导建立了一个经济模型,用于解释存在借贷限制时家庭的消费决策。通过测试发现将未来的劳动收入作为抵押品的借贷会显著影响人们的消费行为。Deaton(1991)提出,存在流动性约束的跨期模型可以解释传统生命周期模型无法解释的重要事实。如果劳动收入过程服从独立同分布,即各期收入互不相关,那么资产可以充当缓冲储备以抵御不利的收入冲击。预防性储蓄需求与借贷限制相互作用,为持有资产提供了激励。然而,如果收入过程是稳定且正自相关的,资产仍然可用于缓冲消费,但效率较低,因为放弃消费所付出的代价更高。在极端情况下,当劳动收入是一个随机游走的过程时,缺乏耐心且受到流动性约束的消费者的最佳选择是将其收入全部用于消费,即使他们总共拥有较多的劳动收入。因此,受到流动性限制的个体无法进行储蓄行为。Jappelli & Pagano(1994)研究发现,影响家庭借贷能力的因素不仅包括收入和金融资产,还包括其他经济和社会因素。

行为经济学的兴起推动了生命周期理论的发展。行为经济学强调,人们受限于信息有限性,难以实现完全理性的预期与最优决策目标。在这一背景下,Laibson(1997)提出并完善了双曲线贴现模型,以探讨拥有销售收入不完全给付的劳动者面临的消费决策问题。研究表明,金融创新可能导致储蓄率持续下降,因为金融创新提高了流动性,消除了长期承诺的机会。因此,对于消费者而言,当前时期的效用高于未来时期。Ghent(2015)基于双曲线贴现理论建立了一般均衡生命周期模型研究租赁和抵押贷款对家庭决策的影响,通过分析需要大量首付的抵押贷款和不需要首付的抵押贷款之间的家庭选择发现,允许家庭获得高比例现金流量的抵押贷款可能会加剧家庭储蓄不足问题;即

使家庭贴现率过高,当家庭能够获得无首付抵押贷款时,福利也会更高。尤其是在考虑到行为经济学因素的情况下,这一研究强调了金融产品和政策对家庭储蓄和决策的重要影响。

家庭杠杆对宏观经济影响的研究起源于 Fisher(1933)提出的“债务—通货紧缩理论”。这一理论强调,经济体如果陷入过度负债和持续通货紧缩会形成恶性循环,导致经济衰退,甚至可能引发经济大萧条。在此基础上,Minsky(1977)提出了金融不稳定假说,主张金融体系天然具有不稳定性。在经济繁荣时期,资产价格持续上涨,各部门为了追求高收益而增加了杠杆。然而,当债务超过了经济的承受能力时,资产价格下跌可能会引发连锁反应,导致大规模债务违约和金融危机。这一观点演变为“金融脆弱性”概念,指各个部门由于过度负债而偿债能力不足,增加了风险积聚,使得整个经济体陷入高风险的金融状态。当金融体系受到负面冲击而无法正常运行时,就可能爆发金融危机。这一理论为我们理解家庭杠杆对宏观经济的影响提供了重要的框架。

家庭杠杆对经济增长影响的理论研究主要基于内生增长模型。Amable et al(2004)检验了利率变化对经济增长的影响,结果显示,当利率上升时,由于对留存收益和借贷抵押品的负面影响,经济增长速度会放缓。Bencivenga & Smith(1993)在假定所有投资活动仅通过外部融资进行的理论模型中发现,生产技术的进步放大了信贷配给的负面影响,从而减缓了增长速度。然而,这些研究要么没有考察杠杆率变化对增长率的影响,要么没有发现杠杆率对增长率有显著影响。近期研究中,Marshall et al(2019)将具有异质性贴现因子和信贷约束的家庭纳入基于研发的内生增长模型中,结果表明,借款人获得信贷的渠道对经济增长的影响取决于对劳动力供给的偏好。如果劳动力供给具有高度弹性,并且家庭对平滑劳动力供给有强烈的偏好,那么随着债务的增加,经济增长率也会增加;而当家庭的劳动力供给不稳定时,更少的债务反而会带来生产率和产出更快的增长。

### 三、家庭杠杆的驱动因素研究

家庭杠杆的驱动因素模型可以分为两大类:基于信贷需求冲击的模型和基于信贷供给冲击的模型。前者认为,家庭债务的增加是家庭信贷需求增加所推动的,后者则认为,家庭债务的增加是信贷供给增加所引发的。然而,实际情况往往较为复杂,家庭债务的增加不太可能单一由信贷需求或信贷供给冲击所独立驱动。实际上,信贷供给冲击可能会导致信贷需求的向外转移。Mian et al(2017a)从信贷供给与需求两个角度建立模型研究了家庭杠杆的影响因素,结果表明,信贷需求冲击可能是家庭债务激增的原因之一,然而,从总体来看,信贷供给冲击被认为是导致家庭杠杆水平上升的主要原因。本文从信贷供给与信贷需求两个方面对家庭杠杆驱动因素的重要文献进行深入分析与综合梳理。

#### (一) 信贷供给

1. 货币政策。货币政策被广泛认为是信贷供给的重要影响因素(Bernanke & Blinder, 1992)。当实施宽松货币政策时,家庭借贷成本较低,从而推动家庭杠杆攀升。Schmitt-Groho & Uribe(2016)建立的一个小型开放经济模型揭示,在经济面临利率突然下降的信贷供给冲击时,家庭杠杆会迅速上升。然而,由于总需求的外部性,高利率下的市场均衡也可能导致过度杠杆。Korinek & Simsek(2016)基于收入效应和财富效应进行一般均衡分析发现,提高利率会降低杠杆的传统观点并不正确:一方面,较高的利率导致了暂时的经济衰退,减少了借款人的当前收入,诱使他们承担更多的债务;另一方面,较高的利率也将财富从借款人转移到贷款人,进一步增加了借款人的债务压力。这两种效应的结合主导了较高利率对借款人局部均衡的影响,从而导致更高的杠杆。

2. 金融创新。金融创新的崛起拓宽了家庭获得信贷的途径,并降低了已经获得贷款的家庭的利息支出,这有效促进了家庭杠杆的上升。次贷危机前夕,“非传统”抵押贷款逐渐流行,这种贷款允许金融机构为收入较低或变化较大、财富较少、信用记录较差的家庭提供购房所需资金(Dynan et al, 2012)。比如,自2004年以来,私人担保(private label securitization)市场逐步扩大,增长迅猛(Levitin et

al, 2020)。私人担保的兴起伴随着次级抵押贷款的激增,这些抵押贷款代表着对之前被拒绝信贷的边际借款人形成了积极的信贷供给冲击(Mian & Sufi, 2009)。Justiniano et al(2015)使用美国消费者财务调查的宏观和微观数据校准动态一般均衡模型进行研究发现,家庭高杠杆的原因之一可能是金融部门采用新技术,能够更有效地将储蓄转化为贷款。

3. 金融自由化与放松管制。扩大信贷供给的国内因素包括金融自由化和金融管制的放松。其中,小型开放经济体更容易受到信贷供给冲击。Kindleberger & Aliber(2000)研究发现,在斯堪的纳维亚国家、一些亚洲国家、墨西哥和俄罗斯等地,金融自由化或放松管制导致了货币政策扩张、对外贷款和投机性投资增加。Greenwood & Hanson(2013)研究发现,美国提供低质量信贷的金融机构数量与家庭杠杆率呈正相关关系,当面对同样的潜在借款人和相同的风险状况时,贷款人更愿意以更低的条件提供更多的贷款。Justiniano et al(2015)也认为,在放松金融管制后,债权人愿意提供更多的贷款,从而导致家庭杠杆率上升。Rice & Strahan(2010)研究发现,金融管制的放松表现为银行分支机构数量的增加,这提高了行业的竞争水平,增加了个人和家庭信贷的可获得性。此外,放松管制也提升了家庭持有债务的意愿,推高家庭杠杆水平(Brown et al, 2019)。Favilukis et al(2017)研究表明,放松对抵押贷款的贷款价值比限制、降低抵押贷款利率和交易成本以及外国资金流入本国无风险债券市场等因素,均会推高家庭杠杆水平。就美国而言,在信贷总体扩张时期,放松管制力度越大的州,信贷供给的增幅就越大(Mian et al, 2017b)。美国货币监理署(OCC)对各州法律有反对掠夺性贷款的规定,Di Maggio & Kermani(2017)通过对这一规定进行准自然实验发现,对于那些执行反掠夺性贷款规则的州,银行提供的抵押贷款数量相对更大。

4. 抵押品反馈效应。一旦抵押品价值增加,贷款人愿意向家庭提供更多贷款(Corbae & Quintin, 2015)。家庭杠杆率迅速上升的一个原因是,新购房者更容易获得抵押贷款(Mian & Sufi, 2011)。在金融危机前期,信贷供给冲击表现为次级抵押贷款证券化的兴起,这为那些本来难以获得抵押贷款的人提供了新的购房融资途径。信贷供给冲击推动房价上涨,引发了抵押品反馈效应。“乐观主义”预期房价会继续上涨,这进一步促进了住房投资,并激发了金融机构提供更多信贷的动力,从而推高了家庭的抵押杠杆水平。

5. 国际市场因素。信贷供给冲击的来源之一可能是国际资本流入增加(Justiniano et al, 2015)。金融过剩被认为是推高家庭杠杆水平的重要因素之一。在开放经济体中,一些国家受国际市场的金融过剩影响,经历了信贷供给的扩张。Chinn & Ito(2007)提出了“全球储蓄过剩”假说,认为发展中国家已经从国际资本市场的资金净借入者转变为资金净供应者。为应对 20 世纪 90 年代末和 21 世纪初的金融危机,新兴国家的政府开始积累以美元计价的外汇储备。这种转变导致全球利率下降,美元计价资产升值,许多发达经济体出现经常账户赤字,为国际信贷市场的扩张创造了前所未有的机会。对于欧洲外围国家来说,欧元的引入会降低外汇市场的货币风险,进而形成正向的信贷供给冲击(Mian et al, 2017a)。国家主权债券相对于美国债券的息差可以用来衡量国家风险溢价。Mian & Sufi(2018)研究发现,1996—1999 年间息差下降幅度最多的国家在 2002—2007 年间家庭债务增长最快。Favilukis et al(2017)研究发现,外资持续涌入国内债券市场会导致抵押贷款门槛降低,从而推高该国家家庭的杠杆水平。

6. 收入不平等。收入不平等的加剧催生了家庭杠杆的广泛使用。随着金融部门在经济中的重要性显著提升,高收入家庭更容易通过向他人提供贷款而提高家庭收入。这一信贷供给意愿的增加为低收入家庭提供了更多增加杠杆的机会。Kumhof et al(2015)将收入不平等加剧、家庭杠杆率上升和金融危机的出现联系起来,建立了动态随机一般均衡模型,研究发现高杠杆是高收入家庭收入水平增长的结果。在大萧条和大衰退之前均存在收入不平等加剧的情况,同时中低收入家庭杠杆率大幅上升。由于高收入家庭更偏好财富积累,具有较高的边际储蓄倾向,收入不平等的加剧导致更多资金流入金融体系,在扩大面向中低收入家庭的信贷供给方面发挥了重要作用。

7. 行为偏差。市场参与者通常难以预测资产价格的调整。在信贷繁荣期间,资产价格往往会系统性地被高估,信贷供给可能会因为贷款人的行为偏差而增加。基于这一理论,Gennaioli et al(2013)研究发现,投资者忽视尾部风险,导致金融部门通过债务合同大规模放贷。当债权人低估抵押贷款的真实违约风险时,就会引发贷款热潮。Greenwood & Hanson(2013)认为活跃的信贷市场情绪促进了贷款的增加,主要由于金融机构在发放新贷款时低估了过去的违约率。Kaplan et al(2020)研究发现,抵押贷款的利率下降是因为贷款人对房价增长持积极乐观的预期。Bordalo et al(2018)提出“诊断预期”这一概念,为研究贷款人的行为偏差提供了微观基础。Mian et al(2017a)研究发现,贷款人和投资者的错误预期是造成家庭杠杆水平上升的重要原因之一。

## (二) 信贷需求

1. 初始禀赋。家庭的收入或净资产与家庭杠杆有关。有一些学者认为,低收入并不一定导致高杠杆;实际上,低收入家庭通常不太倾向于负债。Bazillier & Hericourt(2017)研究发现,高收入家庭更愿意使用杠杆,因为他们更倾向于利用债务获取更多收益。另一部分学者提出,增加杠杆对于处于收入分配底层的家庭来说,是在收入停滞不前甚至下降时维持生活水平的关键手段。Kumhof et al(2015)研究发现,在1983年,最富有的5%家庭的债务水平比其余的95%家庭要高15%。然而,到2007年,情况却出现了逆转,社会底层95%人群的债务收入比是社会顶层5%人群的两倍。不平等加剧的一个不可避免的后果是私人杠杆的快速攀升。Santos & Veronesi(2022)研究发现,家庭资产净值的四分位数越低,债务与资产净值的比率就越高。在2008年金融危机期间,债务与资产净值的比率显著上升。这种现象在低收入家庭中更为明显。此外,Barba & Pivetti(2009)认为,“攀比”效应也会造成家庭的消费需求超过其收入水平,进而导致家庭杠杆水平的上升。

2. 理性预期。理性预期是指家庭或个体在面临抉择时会基于对未来经济环境的合理估计和期望来做出他们的决定。理性预期在家庭借贷决策中扮演着重要的角色。好消息通常会激发个体的乐观情绪,当面临光明的经济前景时,家庭的最优选择是以未来收入作为抵押申请贷款,以提高杠杆率。然而,在信贷市场收缩时,理性预期的家庭会考虑到总需求的外部性(Schmitt-Groho & Uribe, 2016)。家庭在负债后会考虑未来的偿还能力,理性地制定偿还计划,以确保在未来不确定的经济环境下能够按时还款。此外,理性预期可能会造成家庭在面对不利消息时囤积流动性。如果家庭预见到负面的经济冲击即将到来,他们会大规模负债以保持充足的流动性,确保安然度过经济风暴(Korinek & Simsek, 2016)。

3. 资产价格。根据永久收入假说,家庭杠杆率的提高可以部分归因于对未来的高收入预期。在基于理性预期的信贷需求冲击模型中,潜在的冲击通常与未来生产率或永久收入的增长有关,在这种情况下,债务变化与经济增长之间呈现正相关关系:家庭负债增加是因为他们预期未来的情况会改善(Mian et al, 2017a)。因此,家庭杠杆率的提高可以看作是由对未来收入增长的期望以及保持稳定的消费意愿对更多信贷需求的驱动。特别是房价的快速上涨推动了抵押贷款债务和其他家庭债务的增长(Mian & Sufi, 2010)。高房价通过财富效应增强了人们的消费意愿,而这种消费意愿到消费能力的转变往往是通过借贷来实现的。此外,升高的房价增加了抵押品的价值,这使得受限制的家庭能够提供抵押品来获得所需的贷款。Jarmuzek & Rozenov(2019)研究发现,在房价持续上涨的国家,家庭杠杆率普遍较高。

4. 风险态度异质性。家庭杠杆是由异质性风险厌恶驱动的。最早由Borch(1962)提出的家庭最优风险分担理论指出,家庭面对多样化的风险,包括总体风险和特殊风险,如健康与养老风险(Santos & Veronesi, 2022),这激发了他们在风险分担和交易方面的额外动机。随着家庭总收入的增长,他们的风险容忍度逐渐提高。风险承受能力更高的家庭更愿意通过借贷来承担额外的风险,故而导致了更高的家庭杠杆率(Kumhof et al, 2015)。Nagano & Yeom(2014)研究发现,具有较高风险偏好的家庭更倾向于加大家庭杠杆,以追求效用最大化。然而,在经济状况良好的情况下,具有较

高风险承受能力的家庭变得更加富裕,从而可能会降低家庭杠杆率。风险承受能力提高、风险资产贴现率<sup>①</sup>降低推高了这些风险资产的价值,进一步增加了家庭净资产,其数额甚至超出了债务价值,导致债务与资产净值之比下降(Santos & Veronesi, 2022)。

5. 金融素养。金融素养是建立在人力资本理论基础之上的一个概念,它被定义为对基本金融知识的了解及应用这些知识和其他金融技能来有效管理财务资源的能力(Hung et al, 2009)。金融素养有助于家庭分析借贷成本,识别加速财富累积或最大化家庭资源价值的机会(Seay et al, 2015),进而影响家庭杠杆水平。对合同条款理解不足的借款人往往低估抵押贷款利率对其财务状况的影响,因此可能会大量举债(Bucks & Pence, 2008);相反,拥有较高金融知识水平的个体能更准确地自我评估其抵押融资杠杆水平(Gaffeo, 2019)。个人或家庭金融素养的提高可以有效促进家庭杠杆的合理配置。然而,金融素养欠缺的家庭倾向于更频繁地进行高成本借贷,不断推高家庭杠杆率(Gathergood & Weber, 2017)。

6. 社会福利制度。社会福利制度在决定家庭杠杆水平特别是长期家庭杠杆期限错配方面的作用也是不可忽视的。公共服务效率较低的国家更容易出现家庭杠杆率的上升,以弥补公共服务在质量或数量上的不足。从宏观层面考虑,家庭根据在现有社会福利制度下所获得的公共服务来决定合理的长期债务水平。当公共服务不足时,家庭往往不得不寻求私人替代品,以满足其基本需求。这可能导致家庭杠杆的加大(Fenig et al, 2018)。此外,Coletta et al(2019)分析了保守主义、自由主义和社会民主主义三种福利制度下家庭杠杆的异质性,结果表明,社会民主主义和自由主义福利模式国家的家庭杠杆率更高。

#### 四、家庭杠杆的微观经济效应

##### (一)家庭杠杆与家庭消费

根据生命周期理论,收入和净财富是私人消费的主要驱动力(Modigliani, 1986)。一方面,随着家庭净资产减少,家庭获得信贷的机会也相应减少,这直接影响了家庭的消费能力;另一方面,净资产的下降和高杠杆迫使家庭以牺牲消费为代价来偿还债务。Guerrieri & Lorenzoni(2011)构建了一个考虑债务限额和家庭劳动生产率异质性的模型。研究表明,当债务上限降低时,家庭将更加难以维持其原有的消费水平,故降低家庭杠杆上限会导致未来消费的波动性加剧。此外,在金融危机之后,家庭杠杆的微观效应也引起了学者们的广泛关注。除了传统的收入和净财富渠道之外,私人消费函数中可能还存在杠杆渠道(Mian et al, 2013)。Mian & Sufi(2011)研究发现,家庭杠杆不仅是用于购买住房和投资性房产或偿还因大额消费产生的债务,还用于日常生活开支,特别是在年轻家庭、信用评分较低的家庭和信用卡使用率较高的家庭中,这一现象更为突出。

从抵押品市场来看,家庭高杠杆降低了房屋所有者再融资或出售房屋的可行性,进而对消费产生了影响。Dyran(2012)研究发现,拥有很少或没有房屋净值的借款人在抵押贷款再融资时面临着更多的困难,这也限制了他们的消费水平。相比之下,低净值或没有净值的借款人尝试通过搬到更小的房子来减少抵押贷款还款金额,或通过迁移至更有活力的劳动力市场以增加工资收入的能力也较弱,因此家庭消费水平也随之下降。

然而,债务减免等政策可以在一定程度上缓解家庭高杠杆对消费的负面影响。Di Maggio & Kermani(2017)研究了浮动利率抵押贷款家庭消费的变化,发现抵押贷款偿还额减少 50%会导致汽车支出增加 35%。特别是对于低收入和低住房财富的家庭,抵押贷款偿还额的下降对消费有着十分显著的影响。Agarwal et al(2017)在分析实施“家庭可负担改造计划”(HAMP)和“家庭可负担再融

<sup>①</sup>贴现率是金融领域中经常使用到的一个指标,它被定义为将未来现金流折算成当前现金流所需的年利率。贴现率越高,表明市场认为该金融工具的风险越大,所要求的回报率也就越高。

资计划”(HARP)的区域异质性时指出,与这些计划相关的较低抵押贷款偿还额增加了家庭消费支出,尤其是在高杠杆家庭中这种影响更为明显。

## (二)家庭杠杆与投资决策

对于高杠杆家庭而言,要降低机会成本,家庭的最优决策是放弃投资股票等金融产品。这是因为偿还债务的回报率几乎总是高于投资传统的金融资产,比如短期国库券或长期政府债券等。Davis et al(2006)对投资组合选择的生命周期模型进行研究,当家庭借贷的利率大于等于预期的股票收益率时,他们的股票需求最小。Chetty et al(2017)研究发现,家庭抵押杠杆的外生增加会降低投资组合中的股票份额,家庭更倾向于将偿还债务的选择考虑进其投资决策中。Becker & Shabani(2010)研究发现,与没有抵押杠杆的类似家庭相比,有抵押杠杆的家庭持有股票的可能性降低了10%,持有债券的可能性降低了37%。

较高的家庭杠杆对持有企业股权有显著的积极影响。家庭杠杆如何影响创业,关键看是否拥有住房所有权。首先,低水平的自身财富或借贷限制可能制约所需启动资本的筹集,这会导致潜在的企业家可能无法开启创业活动(Paulson & Townsend, 2004)。房屋抵押杠杆可以帮助潜在的企业家以其财产为抵押品获得借款,从而缓解这种流动性限制。其次,企业家精神可能包含“奢侈品”<sup>①</sup>成分(Hamilton, 2000)。随着家庭财富的增加,创业变得更有吸引力,因为富裕家庭更有可能享受到拥有企业带来的各种好处,比如声誉、决策权以及更自由的时间安排等。对于拥有足够高的房屋净值的个体来说,他们在房屋升值期间会将更少的资本投入到创业中,因为他们预期,随着未来房价的上涨,通过房屋抵押获取的信贷资金也会相应增加,从而拥有更多的创业资本(Stefano Corradin & Popov, 2012)。

## (三)家庭杠杆与违约率

抵押贷款的低门槛标准会直接导致惊人的高违约率(Corbae & Quintin, 2015)。从生命周期的角度来看,当一个年轻家庭的收入和可支配的流动资产不足以支付购买住房所需的费用时,其愿意通过抵押杠杆来平滑住房消费。然而,利用抵押杠杆购买房产放大了卖方承担的风险,因此,违约风险必须反映在贷款利息中(Defusco et al, 2020)。家庭通过抵押贷款而承担的杠杆越高,突发事件导致违约的风险就越大(Mason & Jayadev, 2014)。Corbae & Quintin(2015)分析了家庭在面临收入和房价冲击的情况下是否会选择违约,并利用反事实实验对金融危机前后的住房抵押贷款市场进行了研究。结果表明,危机前高杠杆家庭的增加是导致止赎率上升的关键所在(解释了超过60%的止赎率上升)。

信息不对称程度是影响家庭抵押贷款违约率的主要因素。从供给端来看,金融机构或金融从业人员为获取更大的利益,会以谎报借款人是否支付首付款或是否达到收入门槛等方式向信用不佳的借款人提供贷款(Brown et al, 2019)。从需求端来看,反向选择效应使得那些更有可能面临还款困难的借款人被引入抵押贷款市场,从而导致了更大规模的违约率。Cox & Ross(1976)开发了纳入借款人盈利能力和违约概率的信息不对称信贷市场静态模型,结果表明,信息摩擦可能会降低信贷市场效率,并导致金融资源错配给条件更差的借款人,从而导致违约率上升。

## (四)家庭杠杆与劳动力市场

家庭杠杆的泡沫破裂会迅速传导到劳动力市场。Mian & Sufi(2014)利用美国数据研究大衰退后的失业情况发现,住房净值和消费需求下降幅度越大,非贸易部门(如零售业和餐饮业)的失业情况越严重。其中一个重要原因是名义工资存在向下刚性。Mian et al(2017b)研究发现,美国早期放松金融管制的州,在信贷供给扩张期间,名义工资出现了较大幅度的增长,而在随后失业率急剧上升的时期,名义工资下降的速度较慢。Schmitt-Groho & Uribe(2016)对一个实施固定汇率制度的小

<sup>①</sup>奢侈品的需求收入弹性系数大于1,随着收入水平的提高,人们对奢侈品的需求会增加。

型开放经济体模型进行了研究,发现当实施紧缩型货币政策时,去杠杆化反而会导致短期利率下降,进而导致国内对非贸易部门商品的需求下降,而工资的向下刚性和紧缩型货币政策的结合阻止了实际工资的下降,进一步导致失业率上升和产出下降。同时,Mian et al(2017a)研究发现,工资刚性是造成家庭杠杆率上升后经济体失业率上升和产出下降的主要原因,特别是在固定汇率制度下,这种效应会更为明显。Verner & Gyongyosi(2020)以匈牙利为例进行研究发现,高家庭杠杆地区同时出现了就业的急剧下降,但工资下降并不明显。此外,Donaldson et al(2019)使用劳动力搜索模型研究发现,受有限责任保护<sup>①</sup>的家庭面临高杠杆时,其高工资的就业需求与低工资的空缺岗位难以匹配,这种供需错位的现象意味着高债务家庭同时伴随着高失业率。

### (五)家庭杠杆与产业异质性

家庭杠杆的影响在不同产业之间存在异质性,这直接体现在就业变化上。家庭高杠杆改变了劳动力市场的供给结构(Jarmuzek & Rozenov, 2019; Martin & Philippon, 2017)。与家庭高杠杆密切相关的是银行业危机(Alessi & Detken, 2018)。金融危机后,家庭高杠杆导致家庭违约率上升,进而直接影响到银行业的生存。Jorda et al(2016)利用自1870年以来17个发达经济体的长期数据集分析家庭抵押贷款与金融业发展的关系研究发现,家庭杠杆的快速攀升预示着银行业危机。银行业受到的最大冲击就是大规模的失业(Chodorow-Reich, 2014)。在消费需求大幅下降的国家,非贸易部门的就业形势尤为严峻,特别是财务状况较差的公司在衰退期间可能最容易受到冲击(Giroud & Mueller, 2017)。此外,家庭杠杆快速增长会造成跨部门劳动力再分配。在经济衰退时期,工人倾向于进入生产率增长较慢的部门。Gopinath et al(2017)开发了一个具有规模依赖的金融摩擦模型,并使用1999—2012年间西班牙制造业企业数据研究发现,信贷供给并没有让更多资金流向生产率更高的高净值企业,反而挤出了制造业的信贷,抑制了制造业生产率的增长。

## 五、家庭杠杆的宏观经济效应

### (一)家庭杠杆与总消费

学界一般认为家庭杠杆对消费有显著影响,但在其具体影响方面并未达成一致意见。当面对负向财富冲击时,总消费的减少程度取决于财富冲击的主要对象是谁。若财富冲击主要集中在具有高边际消费倾向(MPC)的人群,那么消费的总体效应会更显著。当经济中有更多的债务时,由于资产价格下降引发的财富冲击可能会导致家庭资产普遍贬值,因而总消费的下降幅度更大。然而,在一般均衡分析框架下,总消费的下降并不是必然的。利率、商品价格、汇率和投资等因素的变化可能削弱这些支出减少的家庭对总消费的负面影响。

从借贷的角度来看,边际消费倾向的差异可能是高杠杆家庭中总消费大幅下降的原因。与低杠杆家庭相比,高杠杆家庭在金融危机之后更多地削减了消费。Mian et al(2013)研究发现,在金融危机爆发前夕,高杠杆家庭在房价下跌的同时削减了更多的支出。在衰退期间,由于收入减少,美国债务负担较高的人群大幅削减了支出。高杠杆家庭的边际消费倾向相对更高,这成为解释家庭债务扩张后经济严重衰退的一个重要因素。高杠杆家庭边际消费倾向相对更高,因此对收入的变化更为敏感。当家庭处于高负债且没有足够的流动性资产来维持稳定的消费时,他们的消费更容易受到冲击(Song, 2020)。

从国际角度来看,家庭外币债务的实际价值会随着汇率贬值而大幅上升,导致家庭消费大幅萎缩(Verner & Gyongyosi, 2020)。De Ferra et al(2020)通过建立一个经常账户赤字的新凯恩斯小型开放经济模型发现,家庭外币负债程度是决定与资本流入突然停止相关的消费收缩程度的关键因

<sup>①</sup>个人破产在美国很普遍。根据美国破产法,家庭受有限责任保护。也就是说,他们可以清偿债务,同时仍然保留大量资产。

素。当家庭背负外币债务时,消费萎缩的程度更为明显。此外,当债务和杠杆集中在较为贫困的家庭时,外债会导致总消费的更大幅度下降。

## (二)家庭杠杆与房价

关于资产价格与家庭杠杆的关系,学界尚未达成统一看法。一部分学者认为,房价的快速上涨推动了家庭抵押贷款债务的增长。他们认为,由于财富效应,高房价增强了人们的消费意愿,其中一部分较高的支出是需要通过增加家庭杠杆来实现的(Geanakoplos, 2009; Simsek, 2013)。此外,房价上涨被视为一种放大机制,因为在房价上涨期间,家庭通常会提高债务水平,大量借贷(Mian & Sufi, 2011)。较高的房价提升了抵押品的价值,受限制的家庭可以通过抵押获得更多贷款进而推高家庭杠杆。然而另一部分学者则认为,房价上涨更有可能是对家庭杠杆扩张的一种反应,而不是原因(Favilukis et al, 2017; Justiniano et al, 2015)。许多学者在微观层面中使用谨慎识别策略,发现信贷供给的外生变化对房价波动产生了重大影响(Di Maggio & Kermani, 2017; Mian et al, 2017a)。

从经济效应的角度来看,家庭杠杆可能在推高房价中发挥着重要作用。一方面,若借款人对未来的房价持乐观态度,他们可能更愿意支付高额的房价,并加大杠杆获得贷款(Bailey et al, 2019)。这种情况下,高房价与高抵押杠杆之间存在强烈的正相关关系。另一方面,对于信贷受限或缺乏自制力的房主,房产升值可能会激励家庭申请更多的贷款(Brown et al, 2019; Defusco et al, 2020)。对于那些急于规避杠杆约束的个体,他们可能会提供更多劳动以赚取缓冲财富。随着劳动力供给和产出的增加,名义利率上升,投资者财富增值,推动资产价格上升(Fenig et al, 2018)。Wang(2022)将抵押贷款视为其基础房屋抵押品的风险衍生品,并将无套利估值与均衡估值方法相结合,建立关于杠杆周期和利率的动态模型。研究发现,抵押贷款证券市场的融资保证金收紧抑制了市场乐观情绪、资产价格和家庭杠杆,但也增加了房地产市场的波动性和抵押贷款利率。

房屋止赎政策被认为是家庭杠杆影响房价的一个重要传导机制。Mian et al(2015)分析美国各州法律中止赎条款的差异发现,这种差异对止赎倾向有很大的影响。在非司法止赎州,较高的止赎倾向与房价、住房投资以及耐用品支出的下降高度相关。Gupta(2019)利用浮动利率抵押贷款合同条款来隔离止赎的外源性变化,结果表明,失去抵押品赎回权具有破窗效应,第一年丧失抵押品赎回权会导致第二年同样失去抵押品赎回权,并会引起周边地区的房价下降。此外,丧失抵押品赎回权会导致那些居住在附近的人们难以获得再融资抵押贷款。Guren & McQuade(2020)通过建立动态搜索模型发现,大衰退期间的止赎是导致美国总房价下跌的重要原因。房屋止赎政策冻结了非止赎市场,损害了潜在买家的信用评级,进一步引发房价及成交量的螺旋式下降。Verner & Gyongyosi(2020)研究发现,在匈牙利也存在类似的效应。

税收抵扣在抵押杠杆对房价波动的影响中扮演着至关重要的角色。在发达国家,税收制度通常给予住房和住房所有权一定的优惠,允许居民以房屋抵押贷款的利息支出部分抵扣个人应纳税额,大幅降低了自住住房的实际使用成本。税收抵扣可以减轻房产税的影响,增加居民对自有住房的偏爱(Crowe et al, 2013)。Glaeser & Shapiro(2002)根据美国样本进行研究发现,住房抵押贷款利息的税收扣除激励了房屋购买,但与其他因素相比,抵押贷款利息抵扣对住房自有率的影响较小。Crowe et al(2013)研究发现,税收优惠程度越大,住房自有率越高。由于抵押贷款的利息减免和税收补贴降低了融资成本,家庭更愿意借贷购房。Slintakova & Klazar(2018)研究发现,为购房者提供更优惠税率的国家,抵押贷款债务比例更高。

## (三)家庭杠杆与经济增长

家庭杠杆率的提高在短期内会刺激经济增长,但中期可能引发经济衰退。Marshall et al(2019)提出了一个理论框架,假设家庭劳动力可以在生产和研发之间自发选择并达到均衡状态,而劳动力供给具有相对弹性,随着借款人负债越来越多,他们会提供包括研发人员等在内的更多类型的劳动力,进而促进经济增长。然而,家庭杠杆过高可能成为重大危机的触发因素。家庭高杠杆对经济增

长的负面影响首先由欧文·费雪(Fisher, 1933)以债务—通缩假说的形式提出,该假说指出,经济主体的过度负债和通货紧缩这两个因素会相互作用、相互增强,从而导致经济衰退甚至引起严重的萧条。Eggertsson & Krugman(2012)建立理论模型研究发现,去杠杆化导致了总需求的减少。当预期通胀具有黏性时,由于存在流动性陷阱,名义利率在理论上存在着零下约束(不可能降到零以下),这限制了实际利率的下降空间,需求驱动型经济陷入衰退不可避免。在新兴经济体中,家庭杠杆的作用也非常突出。Bahadir & Gumus(2016)研究了阿根廷、巴西、智利、韩国、墨西哥、南非、泰国和土耳其等国家发现,自20世纪90年代初以来,这些国家的住户杠杆(家庭债务与GDP之比)均大幅上升,进而导致它们在全球金融风暴中难以安然无恙。此外,当进一步加大债务融资的税收优惠力度时,可能出现过度住房投资和资本存量分配不当的风险,对长期经济增长产生负面影响(Ventry, 2010)。

收入不平等在家庭杠杆对经济增长的负面影响中发挥着非常重要的作用。从收入结构来看,高收入家庭财产主要集中在股票、债券、基金等高净值金融工具上,而低收入家庭财产大多集中于房产。随着低收入家庭抵押杠杆的不断提高,他们的非住房消费越来越少,特别是诸如教育的发展性支出大幅减少,不利于其收入向上流动。此外,由于低收入群体的边际消费倾向更高,存在更强的消费意愿。当低收入群体的可支配收入减少时,高杠杆会造成总消费水平的大幅下降,进而导致经济衰退。Van Treeck(2014)提出,随着美国的收入不平等加剧,宽松的信贷政策帮助中低收入家庭跟上了高收入家庭的较高消费水平,这导致了信贷泡沫的形成,泡沫的最终破裂引发了经济大衰退。Kumhof et al(2015)研究发现,家庭之间收入不平等加剧迫使中低收入家庭增加负债,以维持其消费水平(Gu et al, 2019)。高收入者边际消费倾向较低,为实现金融财富积累将收入以贷款的形式借给低收入者,低收入者加大杠杆催生了金融脆弱性风险。低收入者偿债能力较弱,信贷泡沫一旦破裂,大量的低收入家庭将面临房产贬值、更低的可支配收入甚至失业,进而加速经济衰退(Bazillier & Hericourt, 2017)。从金融监管来看,尤其是在发展中国家,金融自由化和放松管制实际上加剧了收入不平等。由于金融部门透明度不高,放松金融管制助长了寻租行为的滋生,导致杠杆的过度使用,最终可能造成严重的经济衰退(Brown et al, 2019; Istiak & Serletis, 2016)。

家庭杠杆对经济增长的影响是非对称的,也就是说杠杆加大对经济的负面影响要大于去杠杆化对经济的正面影响。更高的事前杠杆会导致更严重的事后总需求减少和经济衰退,而降低家庭杠杆水平并不会必然促进经济增长。在货币政策受到限制的情况下,家庭债务增加对随后GDP增长的负面影响更大(Mian et al, 2017a)。Eggertsson & Krugman(2012)提出,无论是开放还是封闭的经济体,当家庭杠杆足够高时,去杠杆化冲击将使经济陷入名义利率零下约束和更深的经济衰退(Ngo, 2015),Korinek & Simsek(2016)认为,这种非对称性是由金融资产贱卖效应和总需求反馈机制造成的:一方面,去杠杆化降低了资产价格,进而降低了借款人的偿债能力,导致借款人陷入财务困境;另一方面,借款人的财务困境会引发更严重的去杠杆化和更深的衰退,进一步拉低资产价格。鉴于未来生产力变化的不完全可预测性和可能发生“突然停止”<sup>①</sup>事件,Akinci & Chahrour(2018)通过构建小型开放经济体模型发现,在繁荣时期,高杠杆促进了产出、消费和投资的增长(均高于趋势水平)。在突然停止时期,高杠杆的非线性效应导致产出、消费和投资大幅下降(远低于趋势水平)。

从全球角度来看,家庭杠杆对经济增长的影响具有外部溢出效应。国际贸易在将家庭杠杆影响传递到全球范围上扮演了重要角色。家庭杠杆水平上升通常伴随着宽松的货币政策,较低国内的利率有利于出口,导致进口下降,由此产生的净出口增长部分抵消了家庭杠杆率攀升对消费的巨大负

<sup>①</sup>“突然停止”通常被视为政府或金融监管机构实施的货币政策的外生冲击,如与去杠杆化相关的政策。这种政策旨在降低家庭、企业或金融机构的杠杆水平,通常通过提高利率、加强监管要求或减少信贷供给来实施。

面影响。然而,对于那些无力提振出口的国家来说,家庭债务上升后,未来产出增长可能会受到更大程度的抑制(Mian et al, 2017a)。

## 六、总结与展望

金融危机的爆发引发了学者们对家庭杠杆的大量关注和深入研究(Mian & Sufi, 2010)。学界普遍认可信贷冲击导致家庭杠杆的快速积累,进而对经济和金融稳定产生影响。然而,学者们对于家庭杠杆的主要驱动因素还存在一定的分歧,信贷供给和信贷需求两类因素都获得了较为有力的理论支撑。此外,无论是考虑包含家庭行为决策、企业生产经营的微观视角,还是包含消费、资产价格和经济增长的宏观视角,家庭杠杆研究多集中于其给经济带来的负面效应。其中,相当一部分学者的研究着眼于家庭抵押杠杆。尽管目前学界对家庭杠杆的研究已经形成较为成熟的理论体系和十分丰富的研究成果,但是仍然存在以下可以进一步探索的研究方向:

第一,家庭杠杆的度量方法不够全面,需进一步改进。在基于家庭资产分类的基础上,各种资产都应与其相应的负债进行匹配。尤其是在如今金融产品不断涌现、家庭债务的形式日益多样化的环境下,如何全面地考察家庭异质性动机引发的杠杆是未来研究的关键。特别地,在家庭资产负债框架中,一些金融资产价值并非是静态不变的,家庭拥有的金融资产的价值可能会受到市场波动和经济冲击的影响,因此考虑贴现率可以更准确地反映家庭面临的风险。这可以通过将金融资产的未来现金流量贴现来实现,从而确定其实际价值。全面合理的家庭杠杆度量方法不仅有助于制定和实施货币政策,以及有效调控家庭杠杆,还可以为深入研究家庭杠杆的经济效应提供更为准确的数据支持。

第二,数字金融的兴起与快速发展对家庭杠杆的经济效应研究带来了全新的挑战和机遇。数字金融极大地提高了金融服务的可得性和便利性,扩大了家庭借贷的机会,这种新型金融创新方式必然会影响家庭杠杆水平,同时也将引发宏观和微观层面的经济效应,其传导机制有待学者们进一步挖掘。数字金融在促进经济发展与包容性增长的同时,也为家庭提供了更多的投资机会,包括在线股票交易、数字货币投资等。数字金融是否导致家庭更倾向于采用较高的投资杠杆,以及可能伴随而来的潜在风险也将是未来研究的一个有趣方向。

第三,关于家庭杠杆在部门间溢出效应的实证研究略显不足。已有文献考虑家庭部门杠杆对金融、企业、政府等部门杠杆溢出效应的研究较少。然而,这一领域的研究对于全面理解杠杆对整体经济体系的影响至关重要。如高杠杆的家庭可能减少了储蓄和投资,从而影响了企业的融资来源和市场需求。这可能导致企业部门的杠杆水平上升或者产业结构的调整。杠杆结构性失衡意味着错配的金融资源、低效率的市场,阻碍了经济结构的调整。由于部门之间的结构差异,以防范风险为目标的去杠杆化政策可能会催化风险、加剧危机蔓延。此外,经济可持续发展及环保调控手段需通过金融杠杆来实现,企业绿色杠杆的撬动及其在各部门间的传导作用不可忽视。各部门间联系密切、环环相扣,有效厘清杠杆的结构特征及其经济效应显得尤为重要。

第四,家庭最优杠杆区间的理论研究存在较大的拓展空间。家庭杠杆的存在旨在追求效用最大化,但不可否认的是,若杠杆监管不当,就可能在中长期内引发严重的经济和金融风险。对于家庭杠杆的驱动因素及经济效应,学界并未达成一致的认识,诸如收入不平等、资产价格等因素与家庭杠杆间可能存在反向因果关系。结合反事实方法对家庭杠杆进行深入研究显得尤为重要。这种方法通过建立模型和利用观察数据,可以模拟不同家庭杠杆水平对个体和整体经济福利的潜在影响,可以通过比较不同杠杆水平下家庭的消费、储蓄、投资和风险敞口等行为来更好地理解家庭杠杆的传导机制。这是提高社会福利、促进经济稳定增长亟待解决的关键问题,具有很强的现实意义和应用价值。

### 参考文献:

Agarwal, S. et al(2017), "Policy intervention in debt renegotiation: Evidence from the home affordable modification program", *Journal of Political Economy* 125(3):654-712.

- Akinci, O. & R. Chahrouh(2018), “Good news is bad news: Leverage cycles and sudden stops”, *Journal of International Economics* 114:362—375.
- Alessi, L. & C. Detken(2018), “Identifying excessive credit growth and leverage”, *Journal of Financial Stability* 35:215—225.
- Amable, B. et al(2004), “Credit rationing, profit accumulation and economic growth”, *Economics Letters* 85(3):301—307.
- Bahadir, B. & I. Gumus(2016), “Credit decomposition and business cycles in emerging market economies”, *Journal of International Economics* 103:250—262.
- Bailey, M. et al(2019), “House price beliefs and mortgage leverage choice”, *Review of Economic Studies* 86(6):2403—2452.
- Barba, A. & M. Pivetti(2009), “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—A long-period analysis”, *Cambridge Journal of Economics* 33(1):113—137.
- Bazillier, R. & J. Hericourt(2017), “The circular relationship between inequality, leverage, and financial crises”, *Journal of Economic Surveys* 31(2):463—496.
- Becker, T. A. & R. Shabani(2010), “Outstanding debt and the household portfolio”, *Review of Financial Studies* 23(7):2900—2934.
- Bencivenga, V. R. & B. D. Smith(1993), “Some consequences of credit rationing in an endogenous growth-model”, *Journal of Economic Dynamics & Control* 17(1—2):97—122.
- Bernanke, B. S. & A. S. Blinder(1992), “The Federal-funds rate and the channels of monetary transmission”, *American Economic Review* 82(4):901—921.
- Borch, K. (1962), “Equilibrium in a reinsurance market”, *Econometrica* 30(3):424—444.
- Bordalo, P. et al(2018), “Diagnostic expectations and credit cycles”, *Journal of Finance* 73(1):199—227.
- Brown, S. et al(2019), “Credit supply shocks and household leverage: Evidence from the US banking deregulation”, *Journal of Financial Stability* 43:97—115.
- Bucks, B. & K. Pence(2008), “Do borrowers know their mortgage terms?”, *Journal of Urban Economics* 64(2):218—233.
- Chetty, R. et al(2017), “The effect of housing on portfolio choice”, *Journal of Finance* 72(3):1171—1212.
- Chinn, M. D. & H. Ito(2007), “Current account balances, financial development and institutions: Assaying the world ‘saving glut’”, *Journal of International Money and Finance* 26(4):546—569.
- Chodorow-Reich, G. (2014), “The employment effects of credit market disruptions: Firm-level evidence from the 2008—9 financial crisis”, *Quarterly Journal of Economics* 129(1):1—59.
- Coletta, M. et al(2019), “Household debt in OECD countries: The role of supply-side and demand-side factors”, *Social Indicators Research* 143(3):1185—1217.
- Corbae, D. & E. Quintin(2015), “Leverage and the foreclosure crisis”, *Journal of Political Economy* 123(1):1—65.
- Corradin, S. (2014), “Household leverage”, *Journal of Money Credit and Banking* 46(4):567—613.
- Corradin, S. & A. A. Popov(2012), “House prices, household leverage, and entrepreneurship”, European Central Bank Working Paper, No. 2.
- Cox, J. C. & S. A. Ross(1976), “The valuation of options for alternative stochastic-processes”, *Journal of Financial Economics* 3(1—2):145—166.
- Crowe, C. et al(2013), “How to deal with real estate booms: Lessons from country experiences”, *Journal of Financial Stability* 9(3):300—319.
- D’Hulster, K. (2009), “The leverage ratio”, The World Bank Group Working Paper, No. 11.
- Davis, S. J. et al(2006), “Borrowing costs and the demand for equity over the life cycle”, *Review of Economics and Statistics* 88(2):348—362.
- De Ferra, S. et al(2020), “Household heterogeneity and the transmission of foreign shocks”, *Journal of International Economics* 124, no. 103303.
- Deaton, A. (1991), “Saving and liquidity constraints”, *Econometrica* 59(5):1221—1248.
- Defusco, A. A. et al(2020), “Regulating household leverage”, *Review of Economic Studies* 87(2):914—958.

- Di Maggio, M. & A. Kermani(2017), "Credit-induced boom and bust", *Review of Financial Studies* 30(11):3711—3758.
- Diamond, W. & T. Landvoigt(2022), "Credit cycles with market-based household leverage", *Journal of Financial Economics* 146(2):726—753.
- Donaldson, J. R. et al(2019), "Household debt overhang and unemployment", *Journal of Finance* 74(3):1473—1502.
- Dynan, K. (2012), *Is A Household Debt Overhang Holding Back Consumption?* The Johns Hopkins University Press.
- Eggertsson, G. B. & P. Krugman(2012), "Debt, deleveraging, and the liquidity trap: A Fisher-Minsky-Koo approach", *Quarterly Journal of Economics* 127(3):1469—1513.
- Enders, Z. & H. Hakenes(2021), "Market depth, leverage, and speculative bubbles", *Journal of the European Economic Association* 19(5):2577—2621.
- Eschenbach, F. & L. Schuknecht(2004), "Budgetary risks from real estate and stock markets", *Economic Policy* 19(39):314—346.
- Favilukis, J. et al(2017), "The macroeconomic effects of housing wealth, housing finance, and limited risk sharing in general equilibrium", *Journal of Political Economy* 125(1):140—223.
- Fenig, G. et al(2018), "Deflating asset price bubbles with leverage constraints and monetary policy", *Journal of Economic Behavior & Organization* 155:1—27.
- Fisher, I. (1933), "The debt-deflation theory of Great Depressions", *Econometrica* 1(4):337—357.
- Frazzini, A. & L. H. Pedersen(2022), "Embedded leverage", *Review of Asset Pricing Studies* 12(1):1—52.
- Friedman, M. (1957), *Theory of the Consumption Function*, Princeton University Press.
- Gaffeo, E. (2019), "Leverage and evolving heterogeneous beliefs in a simple agent-based financial market", *Finance Research Letters* 29:272—279.
- Gathergood, J. & J. Weber(2017), "Financial literacy, present bias and alternative mortgage products", *Journal of Banking & Finance* 78:58—83.
- Geanakoplos, J. (2009), "The leverage cycle", *NBER Macroeconomics Annual* 24:1—65.
- Gennaioli, N. et al(2013), "A model of shadow banking", *Journal of Finance* 68(4):1331—1363.
- Ghent, A. (2015), "Home ownership, household leverage and hyperbolic discounting", *Real Estate Economics* 43(3):750—781.
- Giroud, X. & H. M. Mueller(2017), "Firm leverage, consumer demand, and employment losses during the Great Recession", *Quarterly Journal of Economics* 132(1):271—316.
- Glaeser, E. L. & J. M. Shapiro(2002), "The benefits of the home mortgage interest deduction", NBER Chapters, in: *Tax Policy and the Economy*, Vol. 17, pp. 37—82, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Gopinath, G. et al(2017), "Capital allocation and productivity in South Europe", *Quarterly Journal of Economics* 132(4):1915—1967.
- Greenwood, R. & S. G. Hanson(2013), "Issuer quality and corporate bond returns", *Review of Financial Studies* 26(6):1483—1525.
- Gu, X. H. et al(2019), "Inequality, leverage and crises: Theory and evidence revisited", *World Economy* 42(8):2280—2299.
- Guerrieri, V. & G. Lorenzoni(2017), "Credit crises, precautionary savings, and the liquidity trap", *Quarterly Journal of Economics* 132(3):1427—1467.
- Gupta, A. (2019), "Foreclosure contagion and the neighborhood spillover effects of mortgage defaults", *Journal of Finance* 74(5):2249—2301.
- Guren, A. M. & T. J. McQuade(2020), "How do foreclosures exacerbate housing downturns?", *Review of Economic Studies* 87(3):1331—1364.
- Hamilton, B. H. (2000), "Does entrepreneurship pay? An empirical analysis of the returns to self-employment", *Journal of Political Economy* 108(3):604—631.
- Hennessy, C. A. & B. Radnaev(2018), "Learning and leverage cycles in general equilibrium: Theory and evidence", *Review of Finance* 22(1):311—335.
- Hung, A. et al(2009), "Defining and measuring financial literacy", RAND Working Paper, No. 11.

- IMF(2016),“Tax policy, leverage and macroeconomic stability”, IMF Policy Paper, No. 6.
- Ingham, G. (2016),“The nature of money: A response to Stefano Sgambati”, *European Journal of Sociology/ Archives Européennes de Sociologie* 57(1):199—206.
- Istiak, K. & A. Serletis(2016),“A note on leverage and the macroeconomy”, *Macroeconomic Dynamics* 20(1):429—445.
- Jappelli, T. & M. Pagano(1994),“Saving, growth, and liquidity constraints”, *Quarterly Journal of Economics* 109 (1):83—109.
- Jarmuzek, M. & R. Rozenov(2019),“Excessive private sector leverage and its drivers: Evidence from advanced economies”, *Applied Economics* 51(34):3787—3803.
- Jones, C. et al(2022),“Household leverage and the recession”, *Econometrica* 90(5):2471—2505.
- Jorda, O. et al(2016),“The great mortgaging: Housing finance, crises and business cycles”, *Economic Policy* 31 (85):107—152.
- Justiniano, A. et al(2015),“Household leveraging and deleveraging”, *Review of Economic Dynamics* 18(1):3—20.
- Kaplan, G. et al(2020),“The housing boom and bust: Model meets evidence”, *Journal of Political Economy* 128 (9):3285—3345.
- Kindleberger, C. P. & R. Z. Aliber(2000), *Manias Panics and Crashes: A History of Financial Crises*, John Wiley & Sons.
- Korinek, A. & A. Simsek(2016),“Liquidity trap and excessive leverage”, *American Economic Review* 106(3):699—738.
- Kumhof, M. et al(2015),“Inequality, leverage, and crises”, *American Economic Review* 105(3):1217—1245.
- Laibson, D. (1997),“Golden eggs and hyperbolic discounting”, *Quarterly Journal of Economics* 112(2):443—477.
- Levitin, A. J. et al(2020),“Mortgage risk premiums during the housing bubble”, *Journal of Real Estate Finance and Economics* 60(4):421—468.
- Marshall, E. C. et al(2019),“Endogenous growth and household leverage”, *Macroeconomic Dynamics* 23(5):2089—2113.
- Martin, P. & T. Philippon(2017),“Inspecting the mechanism: Leverage and the Great Recession in the Eurozone”, *American Economic Review* 107(7):1904—1937.
- Mason, J. W. & A. Jayadev(2014),“‘Fisher dynamics’ in US household debt, 1929—2011”, *American Economic Journal: Macroeconomics* 6(3):214—234.
- Mian, A. & A. Sufi(2009),“The consequences of mortgage credit expansion: Evidence from the US mortgage default crisis”, *Quarterly Journal of Economics* 124(4):1449—1496.
- Mian, A. & A. Sufi(2010),“Household leverage and the recession of 2007—09”, *IMF Economic Review* 58(1):74—117.
- Mian, A. & A. Sufi(2011),“House prices, home equity-based borrowing, and the US household leverage crisis”, *American Economic Review* 101(5):2132—2156.
- Mian, A. & A. Sufi(2014),“What explains the 2007—2009 drop in employment?”, *Econometrica* 82(6):2197—2223.
- Mian, A. & A. Sufi (2017),“Fraudulent income overstatement on mortgage applications during the credit expansion of 2002 to 2005”, *Review of Financial Studies* 30(6):1831—1864.
- Mian, A. & A. Sufi(2018),“Finance and business cycles: The credit-driven household demand channel”, *Journal of Economic Perspectives* 32(3):31—57.
- Mian, A. et al(2013),“Household balance sheets, consumption, and the economic slump”, *Quarterly Journal of Economics* 128(4):1687—1726.
- Mian, A. et al(2015),“Foreclosures, house prices, and the real economy”, *Journal of Finance* 70(6): 2587—2634.
- Mian, A. et al(2017a),“Household debt and business cycles worldwide”, *Quarterly Journal of Economics* 132(4): 1755—1817.
- Mian, A. et al(2017b),“How do credit supply shocks affect the real economy? Evidence from the United States in the 1980s”, NBER Working Paper, No. w23802.
- Minsky, H. P. (1977),“Financial instability hypothesis: Interpretation of Keynes and an alternative to standard theory”, *Nebraska Journal of Economics and Business* 16(1):5—16.
- Modigliani, F. (1986),“Life-cycle, individual thrift, and the wealth of nations”, *American Economic Review* 76(3): 297—313.

- Nagano, M. & D. H. Yeom(2014),“Another determinant of household leverage: Evidence from Japan’s mortgage loan data”, *International Review of Finance* 14(1):105—139.
- Ngo, P. V. (2015),“Household leverage, housing markets, and macroeconomic fluctuations”, *Journal of Macroeconomics* 44:191—207.
- Paulson, A. L. & R. Townsend(2004),“Entrepreneurship and financial constraints in Thailand”, *Journal of Corporate Finance* 10(2):229—262.
- Rice, T. & P. E. Strahan(2010),“Does credit competition affect small-firm finance?”, *Journal of Finance* 65(3):861—889.
- Santos, T. & P. Veronesi(2022),“Leverage”, *Journal of Financial Economics* 145(2):362—386.
- Schmitt-Groho, S. & M. Uribe(2016),“Downward nominal wage rigidity, currency pegs, and involuntary unemployment”, *Journal of Political Economy* 124(5):1466—1514.
- Seay, M. et al(2015),“Mortgage holding and financial satisfaction in retirement”, *Journal of Financial Counseling and Planning* 26(2):200—216.
- Simsek, A. (2013),“Belief disagreements and collateral constraints”, *Econometrica* 81(1):1—53.
- Slintakova, B. & S. Klazar (2018),“Does the tax relief for homeownership have effect on household mortgage leverage?”, *E & M Ekonomie a Management* 21(1): 52—67.
- Song, S. Y. (2020),“Leverage, hand-to-mouth households, and heterogeneity of the marginal propensity to consume: Evidence from South Korea”, *Review of Economics of the Household* 18(4):1213—1244.
- Van Treeck, T. (2014),“Did inequality cause the US financial crisis?”, *Journal of Economic Surveys* 28(3):421—448.
- Ventry, D. J. (2010),“The accidental deduction: A history and critique of the tax subsidy for mortgage interest”, *Law and Contemporary Problems* 73(1): 233—284.
- Verner, E. & G. Gyongyosi(2020),“Household debt revaluation and the real economy: Evidence from a foreign currency debt crisis”, *American Economic Review* 110(9):2667—2702.
- Wang, F. A. (2022),“Double leverage cycle, interest rate, and financial crisis”, *Journal of Financial Stability* 58, no. 100959.
- Zeldes, S. P. (1989),“Consumption and liquidity constraints: An empirical-investigation”, *Journal of Political Economy* 97(2):305—346.

## Research Progress on Household Leverage

CHEN Liming<sup>1</sup> DU Ziqing<sup>2</sup>

(1. Hunan University, Changsha, China;

2. Beijing Normal University, Beijing, China)

**Abstract:** The phenomenon of households with high levels of leverage, which emerged alongside the international financial crisis, has increasingly gained attention from academia. Household leverage has broad implications on various aspects such as financial institution behavior, household decision-making, macroeconomic regulation, and policy supervision. This paper systematically analyzes the important literature and latest developments on household leverage, focusing on the definition, driving factors, and macroeconomic and microeconomic effects of household leverage. Firstly, starting from the definition of household leverage, this paper reviews and compares different measurement methods and their applicable conditions. Secondly, the driving factors of household leverage are examined from the perspective of credit supply and credit demand. Thirdly, previous research on the microeconomic and macroeconomic effects of household leverage is summarized. Finally, this paper further discusses the shortcomings of the existing literature and the directions for future research.

**Keywords:** Household Leverage; Credit Supply; Credit Demand; Economic Effects

(责任编辑:刘洪愧)

(校对:刘新波)