家庭资产对消费的异质性影响
——基于中国家庭追踪调查（CFPS）的经验分析

乔晓楠　王　奕

摘　要　党的二十大报告提出要增强消费对经济发展的基础性作用，因此有必要深入研究影响消费的因素，有效扩大消费需求，进而畅通国内大循环并推动高质量发展。已有研究多关注收入流量对消费的影响，在此基础上还应进一步考察财富存量对消费的影响。本文利用 2012—2022 年共 6 轮的中国家庭追踪调查（CFPS）数据开展经验分析，研究发现：第一，家庭资产规模上升会显著增加平均消费倾向，非流动资产和房产的提升作用更大，中等偏上家庭最显著；第二，乡村居民的非流动资产提升作用更大，而城镇居民的房产提升作用更大；第三，资产对家庭设备及日用品的平均消费倾向提升作用最大，消费升级特征明显，这与收入的影响恰好相反。基于上述发现，本文建议持续扩大中等收入群体，促进其资产保值增值；发挥房产和非流动资产在提振城乡家庭消费方面的重要作用；加大消费品以旧换新支持力度，大力发展服务消费，使资产的财富效应充分释放。

关键词　资产　平均消费倾向　消费升级　家庭异质性　扩大内需

一、引言

党的二十大报告指出，要着力扩大内需，增强消费对经济发展的基础性作用。2024 年中央经济工作会议将“大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求”列为 2025 年九项重点任务之首，这更加凸显了内需对我国经济发展的重要意义。牢牢把握扩大内需这一战略基点，是应对外部冲击、稳定经济运行的有效途径，也是增强战略主动的长久之策。由此可见，深入研究影响消费的因素，建立和完善扩大消费的长效机制，使居民有稳定收入能消费、没有后顾之忧敢消费，不仅有利于增强消费对经济发展的基础性作用，而且可以进一步激发超大规模市场活力、高效畅通国民经济循环。

已有研究较多强调收入是影响消费的关键因素，其中收入不平等对消费存在负面影响的结论已存在广泛学术共识（姚健和臧旭恒，2022；薛熠 等，2023），而通过改善收入分配可以促进居民整体消费倾向上升（李禛临和岳希明，2023）。此外，不少研究还讨论了导致消费异质性的

乔晓楠（通信作者），南开大学经济学院教授、南开大学政治经济学研究中心研究员，E-mail：xiaonan_qiao@163.com；王奕，南开大学经济学院博士研究生。基金项目：国家社会科学基金重大项目“劳动力要素市场化配置中的效率增进与协同推进共同富裕路径研究”（22&ZD055）、教育部哲学社会科学研究专项（党的二十大精神研究）“全体人民共同富裕实现路径研究”（23JD20103）。感谢两位匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。

各类影响因素。例如，从收入差异来看，低收入家庭的生存型和发展型消费倾向更高，而中等收入家庭的享受型消费倾向更高（宿玉海 等，2021）；从城乡差异来看，城乡分割会显著影响收入不平等与消费之间的关系（万广华 等，2022）；从年龄差异来看，45 岁前后是中国城乡居民消费平滑行为的转折点（杨继生和邹建文，2020）。更进一步，也有研究逐渐注意到除了收入流量之外，财富存量也会对消费产生重要影响，国内外研究对居民财富积累与财富分配问题日益关注（李实和朱梦冰，2022；李实和陶彦君，2025），其主要原因是：一方面，财富存量是收入流量的历史形成；另一方面，财富存量又会在一定程度上影响未来收入流量，因此对消费的研究需要兼顾收入流量和财富存量（刘尚希，2022）。只有把收入分配制度改革与规范财富积累机制相配合，中国进一步全面深化改革才能取得更为显著的效果（李实，2024）。从数据来看，中国家庭资产虽然增长明显，但是分布不均，且其结构也有新的特点（李凤 等，2016）；人均净财产在 2002—2013 年的年均增长率达 14%，而在 2013—2018 年下降至 9.9%，但仍快于同期人均收入增长率（李实 等，2023）。由此可见，财富存量的变化在现实中已经开始表现出比收入流量更加重要的影响力，并且有研究发现，较之于收入流量的差距，财富存量的差距可能更为突出。例如，1995—2015 年中国财富拥有量最高 10% 的群体，其财富占比从 40% 增加到 67%，而中等收入和低收入群体的财富占比却有所下降（Piketty et al.，2019）。对此，党的二十届三中全会延续了党的二十大报告的提法，强调收入流量与财富存量并重，提出要规范收入分配秩序，规范财富积累机制，多渠道增加城乡居民财产性收入，形成有效增加低收入群体收入、稳步扩大中等收入群体规模、合理调节过高收入的制度体系。这些重要表述为扎实推动共同富裕提供了更加科学的方法论。

从政策层面来看，一些与扩大内需、提振消费有关的文件中也开始突出强调财富积累因素对消费的积极作用。2025 年 3 月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《提振消费专项行动方案》（以下简称《方案》），其中就有一部分内容涉及如何通过稳定家庭财富进而大力促进消费。例如，在金融资产方面，关注股市、保险、债券等内容；在土地资产和生产性固定资产方面，关注农民的土地增值收益分配、农机报废更新补贴等内容；在耐用消费品资产方面，关注消费品以旧换新、数码产品购新补贴、汽车流通消费改革试点等内容；在房产方面，关注城中村和危旧房改造、住房公积金等内容。因此，探究财富存量对家庭消费的影响是必要的，这一研究主题与现有政策精神的契合度较高。

此外，在中央领导与政策文件的论述中，结构性特征在促进消费方面的重要性也被经常提及。例如，习近平总书记曾指出，“探索通过土地、资本等要素使用权、收益权增加中低收入群体要素收入”[①]，“消费是收入的函数，要多渠道增加城乡居民收入，特别是要提高消费倾向高但受疫情

① 习近平.《习近平经济文选》（第一卷）[M].北京:中央文献出版社,2025:380.

影响大的中低收入居民的消费能力”[①]，“增强中低收入群体的消费能力和意愿”[②]，“实施提振消费专项行动，推动中低收入群体增收减负，提升消费能力、意愿和层级”[③]；《方案》指出，“实施农村低收入人口提能增收行动”。对于不同的收入群体，其必然具有不同的家庭资产配置差异，因为收入流量的积累差异必然会影响财富存量的结构差异。既然在提振消费方面，中低收入群体是需要格外关注的，那么就意味着探究财富存量对家庭消费异质性的影响也是十分必要的。

基于中国现实经济背景，从收入视角转向财富视角来研究消费，房产通常是一个重要切入点，这是当前实证研究中最具代表性的一份文献。鉴于房产在家庭资产配置中起主导作用（张吉鹏 等，2021），“房奴”问题一直都是学界和社会关注的焦点。具体而言，关于“房奴效应”的讨论主要包括以下三个方面。**第一，**房产对消费具有挤出效应。“房奴效应”主要有两大表现，即购房动机与偿还住房贷款对家庭消费的影响（李江一，2018）。其具体机制为，购房动机通过降低边际消费倾向而挤出消费，偿还住房贷款会使家庭受到流动性约束进而挤出消费，这一效应在中等收入家庭（宁磊和王敬博，2022）和中西部地区（高云虹和李帅娜，2018）尤为突出。**第二，**房价对消费具有异质性影响。例如，有学者发现，房价上涨对家庭消费具有显著正向影响（杨碧云和屈原，2017）；也有学者发现，房价上涨会抑制低消费家庭的消费（刘靖和陈斌开，2021）；还有学者将房产价值与房产价格两个方面结合起来进行考察，发现家庭房产价值与家庭消费虽具有正向关系，但影响相当微弱，而家庭住房负债与家庭消费具有显著负向关系，且房价上涨并不存在“财富效应”（裴育和徐炜锋，2017）。结合上述讨论，再一次说明将财富存量与收入流量同时纳入对消费行为的分析是必要的。**第三，**房地产市场相关政策对消费的影响。例如，有学者发现，限购城市一套房家庭在限购政策实施后的消费显著下降（申洋和陈钊，2023）；有学者认为，房产税改革的长期效果是优化居民资产结构与刺激消费（李博和王霄，2023）。综上所述，“房奴”不仅是经济问题，同时还是社会问题；不仅涉及家庭决策，同时也与政府治理密切相关。

从更一般的资产视角来看，近年来，不少学者开始在实证研究中参考 HANK 模型的分析思路，按照资产变现的难易程度将其区分为非流动资产与流动资产，并验证了流动性约束差异对消费行为的异质性影响。例如，有学者利用 2011—2017 年中国家庭金融调查（China Household Finance Survey, CHFS）数据，发现月光族消费者的消费收入弹性显著更高（蒋涛 等，2019）；有学者利用 2010—2014 年 CFPS 数据，发现资产流动性不足的消费者，其暂时性收入的边际消费倾向较高（张欣和臧旭恒，2020）；还有学者利用 2015—2019 年 CHFS 数据，发现持有较多流动性资产的家庭，其住房资产对消费的正向影

① 习近平.当前经济工作的几个重大问题[J].求实,2023(4).

② 参见《人民日报》2024年7月31日第1版《分析研究当前经济形势和经济工作 审议〈整治形式主义为基层减负若干规定〉》。

③ 参见《人民日报》2024年12月13日第1版《中央经济工作会议在北京举行》。

响更大（宋明月 等，2023）。除了上述关于资产的探讨，也有学者从负债切入，发现负债家庭的消费均高于未负债家庭（宋明月和臧旭恒，2020），并且高杠杆率家庭的边际消费倾向高于低杠杆率家庭（姚健等，2022）。由此可见，家庭拥有的信贷缓冲是其边际消费倾向异质性的一个重要来源。此外，还有不少研究讨论了除流动性之外的资产异质性。例如，城乡资产回报率差异是城乡财富差距的关键成因（郭杰和陶凌峰，2022）；青年和老年家庭持有较大比重的现金和银行活期存款，而中年家庭则持有较大比重的房产和金融产品（薛晓玲 等，2021）。这些发现为研究资产对消费的异质性影响提供了更加丰富的视角。

总体来看，现有文献虽然已经开始关注财富存量对消费的影响，却聚焦于某一项资产（例如房产或金融资产），缺乏对家庭整体资产规模与结构的探讨。同时，现有文献所使用的微观数据相对陈旧，难以准确反映新时代以来中国经济发展的新变化与新特点。因此，本文的边际贡献主要在于两点：一方面，本文系统回顾了主流宏观经济学消费理论的历史演进，详细阐释了从收入流量逐渐转向财富存量来研究消费的理论逻辑，并基于 2012—2022 年长时期的 CFPS 数据，对党的十八大以来中国家庭部门资产的分布与结构特点进行全面分析，同时着重讨论了不同资产对消费的异质性影响和资产对不同消费的异质性影响；另一方面，本文在典型事实与经验分析部分所得出的主要结论，为中国未来规范收入分配秩序、规范财富积累机制，以及基于城乡二元结构特点、家庭多个维度的异质性而出台结构化宏观经济治理政策提供了有益参考。

二、理论分析与研究假说

本文的研究主题是居民消费，因此需要系统回顾主流宏观经济学中的消费理论，从而在现有研究的基础上提出本文的研究假说。

第一代消费理论始于 20 世纪 30 年代的绝对收入假说，即假定消费是收入的函数，并且随着居民收入的增加，边际消费倾向会逐渐递减。但是，一些学者却认为，绝对收入假说存在“消费函数之谜”等方面的局限性，因而他们陆续提出其他消费理论，其中最具代表性的包括恒久收入假说和生命周期假说。这些理论的核心思想是，居民消费支出不再是短期收入的函数，而应当是长期或全生命周期收入（也可以说成是财富）的函数，此时边际消费倾向并未出现下降趋势。当然，这些尝试距离真正建立起宏观经济学的微观基础还有较大距离，因此只能被称为第一代消费理论或传统消费理论。

第二代消费理论始于 20 世纪 70 年代。滞胀危机标志着凯恩斯理论陷入困境，以“卢卡斯批判”为代表的理性预期学派开始占据主流，形成了随机游走假说、流动性约束假说等诸多成果。此外，这一时期宏观经济学的重大突破是系统性地建立起微观分析基础，集中体现为实际经济周期（RBC）理论，并由此形成动态随机一般均衡（DSGE）模型架构。以上模型基于理性预期求解代表性消费者效用最大化等条件，宏观经济学的微观分析框架基本明确且定型，尤其是形成了最具代表性的货币政策非中性理论，至今仍对政策制定具有重要影响（Galí，2014）。总体来看，这一

时期的消费理论比第一代消费理论有了跨越式发展，因此可以将其称为第二代消费理论或代表性个体消费理论。但是，基于代表性消费者进行理论建模仍然存在较大缺陷，其必然会忽视真实数据中存在的家庭异质性，从而在分析经济现实问题时会产生严重偏离。

第三代消费理论最早可以追溯至20世纪80年代末。为了准确揭示出个体（或家庭）消费行为的异质性，有学者将消费者外生设定为两类：一类遵循生命周期最优决策原则，其消费主要由恒久收入决定；另一类则遵循“经验法则”，其消费等于当期全部收入（Campbell & Mankiw，1989）。其中，前一类消费者称为“李嘉图式”消费者，而后一类消费者则称为“非李嘉图式”消费者。对于“非李嘉图式”消费者的产生，主流观点认为其面临流动性约束，仅拥有少量资产或没有资产，同时又缺乏信贷渠道，因而无法实现跨期消费的动态优化。在此基础上，近年来有学者基于变现成本差异，将家庭资产区分为“高流动性、低收益”资产和“低流动性、高收益”资产，并定义由于高流动性资产不足而受到流动性约束的消费者为HtM（Hand-to-Mouth，中文语境下可译为“月光族”）。这一视角为异质性消费者产生的内在机制提供了一个新解释（Kaplan & Violante，2014）。并且，该特征的消费者不仅在美国等发达地区得到证实（Cantore & Freund，2021），在中国这样的发展中国家也同样存在（Cui & Feng，2017）。与第二代消费理论的代表性个体新凯恩斯框架（Representative Agent New Keynesian，RANK）不同，第三代消费理论的异质性个体新凯恩斯框架（Heterogeneous Agent New Keynesian，HANK）改变了经典的同质性家庭建模假设，其基本思想是：如果家庭所持有的流动与非流动资产规模存在差异，那么边际消费倾向也应当有所不同（Kaplan et al.，2018；Acharya et al.，2023）。显然，HANK模型充分考虑了家庭的异质性与市场的不完备性，弥补了代表性个体消费理论所忽略的宏观经济运行机制，不仅为经济周期研究提供了新的视角（Bayer et al.，2024），而且对于在微观层面预测家庭对税收和再分配政策的反应也具有现实意义（Jappelli & Pistaferri，2014）。总体来看，第三代消费理论是当前研究消费最为完整的一个分析框架，因此本文主要基于第三代消费理论提出研究假说。

经典理论仅关注收入对消费倾向的影响，且边际消费倾向递减规律也已被经验研究所证实（甘犁 等，2018）。但综合前文的分析可知，资产（或者说财富）也理应对消费倾向有影响，且这种影响在当下还值得重点关注。而新近的经验研究主要关注财富差距而非财富水平对消费的影响，例如，甘煦 等（2024）发现财富差距对该地区的消费有显著抑制效应；易行健等（2023）发现财富差距对消费的抑制效应高于收入差距，财富差距能够解释中国居民平均消费倾向下降的58.6%。需要说明的是，为了尽可能保证样本量足够大，本文选择关注平均消费倾向而非边际消费倾向，这一指标在现有研究中也十分常见（陈昌盛 等，2021）。事实上，长期中的平均消费倾向与恒久收入假说下的边际消费倾向相等。此外，财富存量对消费还可能出现正向影响，现有研究已发现这一点，例如，张萍和周倩如（2022）发现住房对

消费有正向财富效应；卢倩倩 等（2021）发现债务水平的提高可以显著提高居民平均消费倾向。因此，除了与收入相似的负向影响，就财富而言也应将正向影响纳入考量。基于此，本文提出第一个研究假说，即核心假说 H1。

H1: 家庭资产规模扩大，平均消费倾向显著下降（H1a）；家庭资产规模扩大，平均消费倾向显著上升（H1b）。

同时，由第三代消费理论可知，不同资产结构带来的家庭异质性已得到大量研究证实，且基于异质性主体的建模思路已成为当下宏观经济学的最新发展（郝大鹏和李力，2019；李向阳和金洪飞，2021）。国外的经验研究大多集中于这一领域，例如，Fagereng et al.（2021）以彩票奖金来探讨不同流动性冲击对家庭边际消费倾向的差异化影响；Ampudia et al.（2024）基于欧元区四个主要国家的微观数据，发现财富差异会带来边际消费倾向异质性；Boehm et al.（2025）同样发现家庭资产流动性差异是造成边际消费倾向异质性的重要因素。就国内而言，大量研究也得出类似结论，例如，臧旭恒和张欣（2018）从资产流动性与住房资产需求角度，探究了不同资产结构下异质性消费者的行为；乔智 等（2022）探讨了两种资产对不同种类消费品的影响，金融资产增加主要促进改善性消费，住房资产增加则主要抑制基本品消费；任燕燕和李东霖（2023）提出了一种具有更高精确度的识别异质性消费者新方法，发现家庭资产不同的流动性配置是导致消费者异质性的原因。基于上述经验研究结果，本文提出第二个研究假说，即资产异质性假说 H2。

H2：家庭不同种类的资产会对平均消费倾向产生异质性影响。

更进一步，我们发现上述研究仅关注资产异质性，因此消费行为通常会由一个“总体”或“平均”意义的指标来反映。但是，随着物质生活的极大改善，消费品也会出现层次性，尤其是中国和发达国家相比还具有不同的消费习惯，因而在扩大内需的当下，我们也应同等重视消费的异质性，从而避免“加总谬误”。国内已有不少经验研究关注消费的异质性，例如，张大永和曹红（2012）发现无风险资产对非耐用品消费的影响较大，而风险资产对耐用品消费的影响较大；孙豪 等（2022）发现房价上涨对不同类别消费的边际消费倾向有异质性影响；王曦 等（2024）在区分高、低收入的异质性家庭基础上，还考虑了耐用、非耐用的异质性消费品因素，进而探讨消费刺激政策的不同效果。基于上述经验研究结果，本文提出第三个研究假说，即消费异质性假说 H3。

H3：家庭资产会对不同种类的平均消费倾向产生异质性影响。

三、数据说明与典型事实

（一）数据说明

中国家庭追踪调查（China Family Panel Studies, CFPS）是一项全国性、综合性的社会追踪调查项目，旨在通过追踪收集个体、家庭、社区三个层次的数据，反映中国社会、经济、人口、教育和健康的变迁。CFPS 重点关注中国居民的经济与非经济福利，包括经济活动、教育获得、家庭动态、人口迁移、身心健康等多方面信息。基于该数据库所包含的居民家庭资产、支出、消费等经济数据，考虑指标设置变化的影响，剔除 2010 年的基线调查，

表 1　家庭 5 类资产和 2 类负债的均值（单位：元）

年份	房产	生产性固定资产	土地资产	耐用消费品资产	金融资产	房贷	金融负债
2012	260 278	22 659	25 324	17 211	36 361	6 612	11 250
2014	346 948	14 619	24 296	23 626	43 820	19 634	10 689
2016	444 623	29 182	24 343	33 795	61 565	34 137	12 569
2018	662 774	30 896	20 879	45 351	78 672	39 496	16 128
2020	631 901	32 837	24 194	54 669	110 991	62 503	19 308
2022	731 720	31 884	24 723	66 186	138 053	73 446	24 456
全部样本	503 998	26 593	23 858	38 711	74 955	37 450	15 299

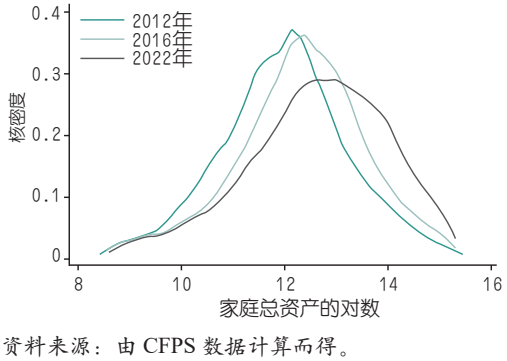
资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

选取 2012 年、2014 年、2016 年、2018 年、2020 年、2022 年共 6 年的数据，通过家庭库与个体库相匹配，逐年合成一个包含着财务回答人（可以视为户主）基本特征的家庭层面非平衡面板数据。按照上述方式所构造的面板数据，可以充分反映党的十八大以来中国居民家庭资产及消费的变化趋势。

（二）典型事实

本文考察的重点是家庭资产对消费的异质性影响，因此在进行计量研究之前，需要对家庭资产以及负债结构的基本情况进行分析。表 1 展示了样本期间家庭 5 类资产和 2 类负债的均值。其中，家庭资产包括房产、生产性固定资产、土地资产、耐用消费品资产和金融资产，家庭负债包括房贷和金融负债。从表中可以初步得到以下信息：一是房产在中国家庭资产中所占份额最大；二是生产性固定资产和土地资产规模相对稳定，但耐用消费品资产和金融资产规模都有大幅提升；三是房贷在中国家庭负债中所占份额较高且上升幅度较大。由此可见，无论是从家庭资产端来看，还是从家庭负债端来看，房产都极为重要。中国人民银行调查统计司城镇居民家庭资产负债调查课题组曾于 2019 年 10 月中下旬在全国 30 个省（自治区、直辖市）对 3 万余户城镇居民家庭开展了资产负债情况调查。结果显示，居民房产占家庭总资产的比重为 59.1%；有负债的家庭中，房贷占家庭总负债的比重为 75.9%。[①] 这一结果与基于 CFPS 的抽样统计结果基本一致，进一步印证了样本数据的代表性与可靠性。

为进一步呈现出整体的分布特征，本文通过绘制核密度图来观察中国家庭资产和负债的分布变化[②]，这一点在 HANK 模型中极为重要。为了避免极端值对绘图产



资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 1　家庭总资产的对数核密度图（原始单位：元）

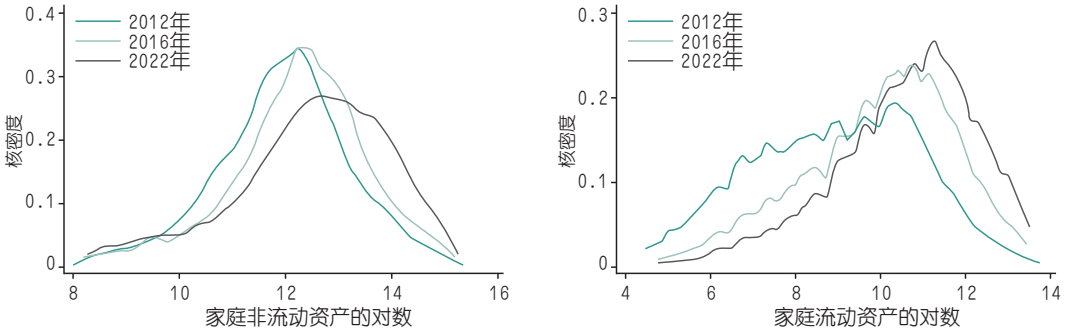
① 资料来源：http://bj.people.com.cn/n2/2020/0425/c82839-33975119.html。

② 为了使绘图简洁，本文仅选取代表性年份。

生影响，此处对相关变量进行上下各 2% 的截尾处理。如图 1 所示，从 2012 年到 2022 年，各年度的家庭总资产规模大体呈现正态分布。具体而言，核密度曲线具有两个特征：一是曲线位置整体右移，意味着家庭总资产规模不断提升；二是曲线峰值降低且宽度变大（扁而宽形态），意味着家庭总资产规模的差异不断变大。由此可见，从共同富裕的视角来看，在中国家庭富裕水平持续提升的同时，还需要关注其资产分布逐渐偏离“中间大、两头小”这一橄榄形结构的现实状况。

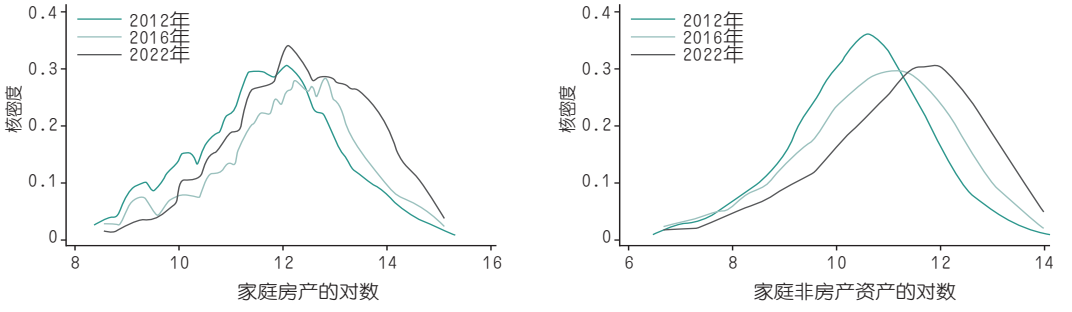
进一步可以对家庭总资产进行拆分（变量定义详见后文）。一方面按照已有文献的划分方法，将其拆分为非流动资产和流动资产；另一方面立足中国国情，凸显房产在家庭资产中的重要性，将其拆分为房产和非房产。若按照资产流动性进行拆分，可以得到图 2。从 2012 年到 2022 年，家庭非流动资产规模的核密度曲线整体右移的变化态势与总资产十分相似，非流动资产基本上决定了总资产的分布特征；流动资产的核密度曲线也同样呈现出右移态势，但是形成了明显的“山峰”（尖而窄形态），这意味着流动资产的差异正在不断变小。至此，可以观察到中国家庭非流动资产和流动资产的差异，反映出考察资产结构具有重要意义。

若按照房产与非房产进行拆分，可以得到图 3。从 2012 年到 2022 年，家庭房产和非房产规模的核密度曲线同样都呈现右移态势。其中，家庭房产曲线的“山峰”



资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 2　家庭非流动资产和流动资产的对数核密度图（原始单位：元）



资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

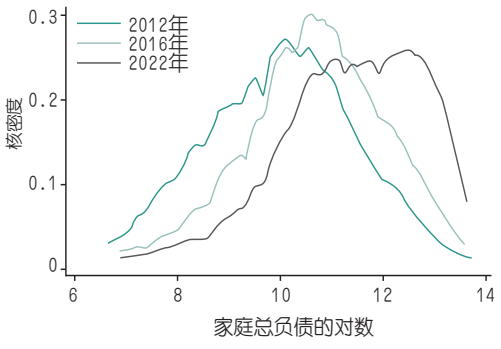
图 3　家庭房产和非房产资产的对数核密度图（原始单位：元）

没有明显变化，意味着房产规模的差异相对稳定；而非房产曲线的“山峰”有明显下降，说明非房产规模的差异有扩大趋势。

由此可见，上述两种对家庭总资产的拆分方法，虽然在部分细项上存在重叠，但是不同方法得到的分布曲线特征并不完全一致，这就为后文同时考虑两种划分方法提供了参考依据。当然，值得注意的是，此处的房产不仅包括家庭的现住房价值，还包括其他房产价值。如果仅从自住房角度来看，这种由于地区房价差异所决定的资产价值差异事实上并不会对社会造成较强的分化作用，也不是当前阶段讨论财富分配结构的核心议题，因此不将房产进行细分研究。从 CFPS 数据来看，不对家庭房产进行细分的处理方法也是合理的。以 2020 年为例，剔除两类房产均缺失的样本后（剩余 11 438 个），既拥有现住房又拥有其他房产的样本仅为 1 796 个，占比为 15.7%。从整体均值来看，现住房价值约为 43 万元，而其他房产价值仅为 22 万元，明显低于现住房。因此，无论是从样本数量还是从价值体量来看，关注总体房产更有意义。

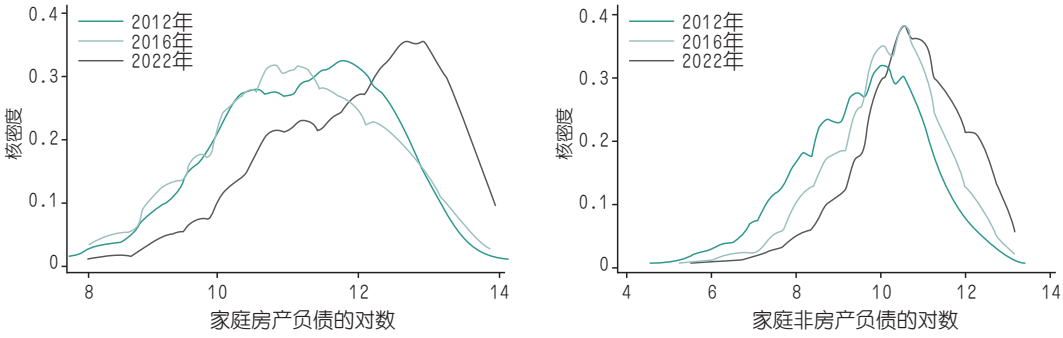
除了考察家庭资产，对家庭负债的考察也同样重要，由于 CFPS 数据库分别统计了家庭的房产负债（房贷）和非房产负债（金融负债），因此家庭总负债规模即为两者之和。如图 4 所示，从 2012 年到 2022 年，家庭总负债规模的核密度曲线整体呈现右移态势，且在总负债规模较高的右侧家庭处出现近似“多峰”结构，这意味着负债规模较大的部分家庭正在出现两极分化现象。

如果再分别考察家庭的房产负债和非房产负债，可以得到图 5。从 2012 年到 2022 年，家庭房产负债规模的核密度曲线呈现“先左移、后右移”的变化趋势，而家庭非房产负债规模的核密度曲线则一直保持右移态势。由此可见，一方面中国家



资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 4　家庭总负债的对数核密度图（原始单位：元）

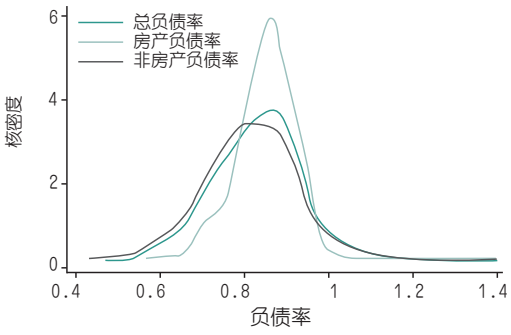


资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 5　家庭房产负债和非房产负债的对数核密度图（原始单位：元）

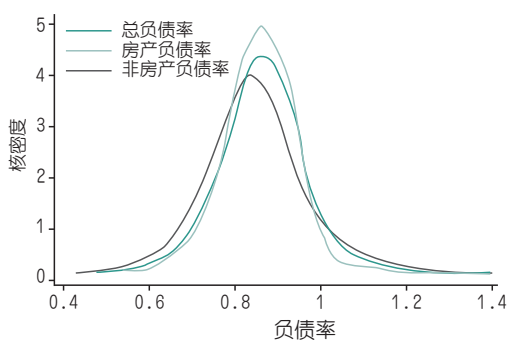
庭的总体房产负债压力曾经历过一个相对缓解的阶段，而后又有所增大；另一方面中国家庭的非房产负债差异正在逐渐缩小。

然而，上述关于家庭资产和负债规模的讨论仅是对绝对量的刻画，缺乏对相对量的探讨。通常，家庭资产与负债具有一定正相关关系，尤其是在中国当前的经济背景下，房产与房贷分别是家庭资产和家庭负债中的重要组成部分。因此，有必要引入家庭负债率这一相对量指标。本文计算了家庭的三类负债率指标，即总负债率、房产负债率、非房产负债率（分母均为总资产规模）。图 6~8 是 2012 年、2016 年、2022 年的家庭三类负债率核密度图。从这三张图可以看到，核密度曲线的“山峰”高度顺序维持不变，即非房产负债率＜总负债率＜房产负债率。其中，2012 年总负债率的分布形态与非房产负债率近似，说明这一时期，中国家庭的非房产负债起主导作用；但到了 2016 年，总负债率的分布形态开始与房产负债率近似；等到 2022 年，两者基本一致。总体来看，十年时间，中国家庭负债率的核密度曲线呈现右移态势，说明全国整体的家庭负债率逐步上升。此外，家庭总负债率的核密度曲线形态与房产负债率越来越接近，则说明了房贷对家庭整体负债具有较强的推动作用。



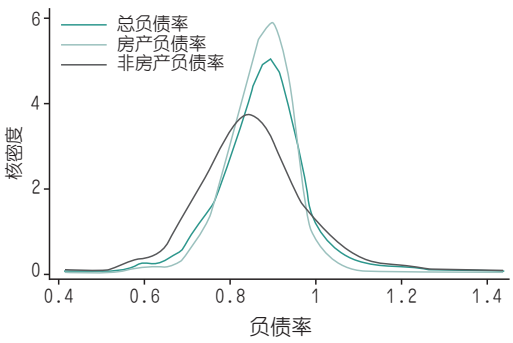
资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 6　家庭三类负债率核密度图（2012 年）



资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 7　家庭三类负债率核密度图（2016 年）



资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

图 8　家庭三类负债率核密度图（2022 年）

四、模型设定与经验研究

（一）模型设定

根据前文所提出的研究假说，构建以下两个双向固定效应回归模型，其中，（1）式为“资产 - 平均消费倾向”方程，（2）式为“资产 - 消费结构”方程。

$$apc_{ipt}=\alpha+\beta asset\_sum_{ipt}+\sum\gamma X_{ipt}+\lambda_p+\mu_t+\varepsilon_{ipt} \quad (1)$$

$$consumption_{ipt}=\alpha+\beta asset\_sum_{ipt}+\sum\gamma X_{ipt}+\lambda_p+\mu_t+\varepsilon_{ipt} \quad (2)$$

其中，apc 为家庭平均消费倾向，

asset_sum 为家庭资产规模，在回归中可以指总资产，也可以指非流动资产或流动资产、房产或非房产，*consumption* 为家庭消费结构变量，在回归中可以指不同种类的平均消费倾向，也可以指恩格尔系数，用于反映家庭消费升级的特征。X 为一系列反映家庭和户主特征的控制变量，λ 为省份固定效应，μ 为调查年份与调查月份的交互固定效应，ε 为随机扰动项。模型中的下标 i、p、t 分别代表家庭、所在省份、调查年份与月份交互。回归结果均采用聚类到省份层面的标准误，β 的正负是本文关注的核心。

（二）变量定义及描述性统计

核心变量名称及定义如表 2 所示。从存量指标来看，CFPS 提供了家庭层面的 5 类资产信息，分别是房产、生产性固定资产、土地资产、耐用消费品资产和金融资产；还提供了家庭层面的 2 类负债信息，分别是房产负债和非房产的金融负债。从流量指标来看，CFPS 提供了家庭层面的 4 类支出信息，分别是消费性支出、转移性支出、福利性支出和房贷支出。其中，消费性支出还进一步划分为 8 个小类。核心变量的描述性统计，如表 3 所示。

表 2　核心变量名称及定义

变量名称	变量定义
家庭平均消费倾向	CFPS 消费性支出 / 家庭纯收入，取对数
家庭总资产	CFPS 5 类资产之和，取对数
非流动资产	除金融资产之外 CFPS 4 类资产之和，取对数
流动资产	CFPS 金融资产，取对数
房产	CFPS 房产，取对数
非房产资产	除房产之外 CFPS 4 类资产之和，取对数
家庭总负债	CFPS 2 类负债之和，取对数
房产负债	CFPS 房贷，取对数
非房产负债	CFPS 金融负债，取对数

资料来源：作者整理。

表 3　核心变量描述性统计

变量名称	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
家庭平均消费倾向	61 708	–0.128	1.016	–6.377	9.867
家庭总资产	66 160	12.36	1.537	0	18.20
非流动资产	66 222	12.16	1.667	0.693	18.20
流动资产	51 889	9.808	2.292	0	16.52
房产	61 425	12.11	1.577	4.605	18.20
非房产资产	65 785	10.83	1.644	0	17.83
家庭总负债	22 034	10.84	1.863	0	18.20
房产负债	12 255	11.31	1.485	0	18.20
非房产负债	13 064	10.17	1.943	0	16.12

资料来源：由 CFPS 数据计算而得。

此外，本文还引入了一系列控制变量，具体包括家庭纯收入（取对数）、家庭人口规模、户主年龄及年龄的平方、户主性别（1= 男性）、户主是否具有高中及以上学历（1= 是）、户主是否已婚有配偶（1= 是）、户主是否在体制内就业（体制内包括党政机关 / 人民团体、事业单位、国有企业，1= 是）。

（三）基准回归结果

1. 家庭总资产与平均消费倾向（按城乡与时期划分）

根据（1）式进行回归的结果如表 4 所示。[①] 无论是全部样本还是按照城乡划分样本，随着家庭总资产规模的上升，家庭平均消费倾向显著上升，研究假说 H1b 得到实证支持。进一步对比第（2）（3）列的结果可以发现，这种正向影响在乡村中更大。而从时期划分来看，资产对平均消费倾向的正向影响略有下降，但仍然显著。

从控制变量的结果来看，家庭纯收入的影响显著为负，这与凯恩斯经典消费理论的结论一致。户主年龄的影响显著为负，这反映出居民全生命周期消费行为的

① 表4~13，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

差异。此外，虽然年龄的平方项显著为正，但计算拐点发现已经超过 80 岁，不具有经济意义，因此总体来看户主年龄与家庭平均消费倾向是一个线性递减关系。从户主性别来看，男性（尤其是城镇居民）的家庭平均消费倾向更低。而人口规模更大，户主具有高中及以上学历、已婚有配偶、在体制内就业的家庭，其平均消费倾向均显著更高，且这种正向影响均在乡村中更大。

2. 内生性处理

为了避免内生性问题对估计结果造成偏误，本文选取转移性支出（取对数）作为家庭资产规模的工具变量。一方面，转移性支出与家庭资产规模密切相关，两者都能体现家庭的经济实力，满足相关性假定；另一方面，由于转移性支出主要指家庭对非同住亲戚、朋友的经济支持和社会捐助，这一部分支出一般“不求回报”，通常情况下不会纳入家庭收支的预算约束考量，故而其很难直接影响到家庭衣食住行等日常的消费性支出，正常情况下家庭不会因为对亲戚朋友转移支付而节衣缩食，自然较难改变平均消费倾向，基本满足外生性假定。

表 5 展示了工具变量 2SLS 的回归结果。第（1）列为第一阶段回归，发现转移性支出与家庭资产规模有显著正相关关系，与上文预期一致，且 Kleibergen-Paap rk Wald F 统计量为 316.8，不仅远大于经验值 10，而且也大于最新研究提出的修正值 104.7（Lee et al., 2022）。因此，可以认为本文不存在弱工具变量问题。第（2）列为第二阶段回归，发现家庭总资产规模对平均消费倾向具有显著正向影响，与基准回归一致。此外，现有文献中对于工具变量外生性的假定基本以文字描述为主，这是因为工具变量的外生性本身就无法被“证实”。为了尽可能给工具变量外生性提供更多证据，本文借鉴已有做法，检验工具变量是否对模型残差项有显著影响（梁斌和冀慧，2020）。由第（3）列结果可知，转移性支出对第二阶段回归的残差没有显著影响，说明工具变量不会通过影响残差项来影响解释变量和被解释变量。

（四）稳健性检验

1. 考虑资产规模

由表 6 所示，若将家庭总资产划分为四档进行分组回归（最低 25%、25%~50%、50%~75%、最高 25%），可以发现，家庭总资产规模扩大对平均消费倾向的正向影响仅在最低 25% 组的家庭中不显著，而对于中等偏上的家庭（50%~75% 组），其平均消费倾向对于资产规模的变化最为敏感。上述结果展示了家庭资产规模对平均消费倾向的显著异质性影响。

2. 考虑区域差异 ①

一般来讲，居民消费主要受到收入或财富的影响，而收入或财富与地区经济发展水平密切相关（例如，工资和房价本身

① 东部包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南；中部包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南；西部包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆；东北包括辽宁、吉林和黑龙江。北方包括北京、天津、河北、山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆；南方包括上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南和西藏。

就和地区 GDP 等指标有正相关关系）。中国幅员辽阔，不同地区已经在长期的发展中形成了明显分化。例如，早期文献分析了我国城镇居民消费影响因素的区域差异，发现东、中、西部地区差异明显（田青 等，2008）；新近文献同样发现，东部地区的家庭消费习惯形成程度高于中西部地区（吕朝凤 等，2025）。除了按照东中西这种经济分区的原则，近年来开始有不少文献重点探讨基于南北这种地理分区的原则，探讨经济发展过程中出现的南北差距问题。例如，巩阅瑄 等（2025）以“南稻北麦”的文化视角出发，发现拥有南方流动经历的北方家庭较其他北方家庭的储蓄率显著更低，呈现更高的消费倾向。因此，不同区域家庭资产对平均消费倾向的影响理应有所差异。由表 7 可知，在不同地区，家庭总资产规模上升对平均消费倾向均有显著正向影响，其中东北地区影响程度最小，而西部地区影响程度最高，中部地区次之。整体而言，家庭资产规模对平均消费倾向的地区异质性显著表现在东西差异，而南北差异并不明显（北方略高）。此外，为进一步分析不同地区内部的城乡差异，本文额外引入城镇户口控制变量（1= 城镇），结果显示，东北地区城乡平均消费倾向差异最大，其次是西部、中部、东部；北方地区城乡平均消费倾向差异显著高于南方地区。

（五）异质性分析：资产视角

1. 按资产流动性划分

由表 8 所示，随着家庭非流动资产和流动资产规模的上升，平均消费倾向均显著上升，但非流动资产的正向影响总体来看约为流动资产的 2 倍 [比较第（1）、（4）列]。其中，城镇样本约为 1.6 倍，而乡村样本约为 3.4 倍。由此可见，乡村居民非流动资产规模的扩大对家庭平均消费倾向的提升作用更大。上述结果展示了家庭不同流动性资产对平均消费倾向的显著异质性影响。

2. 按是否包含房产划分

由表 9 所示，随着家庭房产和非房产规模的上升，平均消费倾向均显著上升，但房产的正向影响总体来看约为非房产的 1.5 倍 [比较第（1）、（4）列]。其中，城镇样本约为 1.6 倍，而乡村样本约为 1.1 倍。由此可见，城镇居民房产规模的扩大对家庭平均消费倾向的提升作用更大。综合上一部分和此处的回归结果，研究假说 H2 得到实证支持，同时两者的结果也存在一定差异，这就印证了在中国背景下研究消费时考察房产变量的重要性。

综上所述，可以发现区分资产结构来研究资产对消费的财富效应具有重要的意义。具体而言，可以获得以下三点发现：一是按照流动性划分资产，非流动资产的正向影响更强；二是按照是否包含房产划分资产，房产的正向影响更强；三是房产的正向影响突出体现在城镇样本中。这说明从个别资产的角度讨论其财富效应有助于揭示可能被整体资产所掩盖的家庭资产结构性差异。

3. 引入家庭负债

为了使回归结果更加精准，并且充分考虑到家庭资产划分方式不同，本文还分别引入房产负债和非房产负债。但是，在 CFPS 数据库中没有对应的流动负债和非流动负债。为了研究简便，在回归中将房产负债视为非流动负债，与非流动资产相对应；将非房产负债视为流动负债，与流动资产相对应。由表 10 可知，引入家庭

负债以后，随着家庭各类资产规模的上升，平均消费倾向均显著上升，其中非流动资产和房产的正向影响更大，这进一步说明上文结论的稳健性。而从负债角度来看，各类负债规模上升，则平均消费倾向同样显著上升，但非房产负债的正向影响更大，这说明负债与资产结构对平均消费倾向的影响存在差异。

（六）异质性分析：消费视角

1. 考虑消费结构

由于前文所使用的家庭总体平均消费倾向这一加总指标容易掩盖不同消费种类的异质性，因此分别计算了 8 类平均消费倾向（分母均为家庭纯收入，取对数），并根据（2）式进行回归。由表 11 所示，随着家庭总资产规模的上升，家庭所有种类的平均消费倾向均显著上升。其中，对家庭设备及日用品的正向影响最大，交通通讯、衣着鞋帽、文教娱乐、居住等相对较高，而食品、医疗保健最低（家庭设备及日用品大约是医疗保健的 3.3 倍）。总体来看，这一特点符合生活常识，家庭总资产尤其是房产规模的扩大，与家用设备等耐用消费品采购之间存在高度经济关联，同时交通、娱乐等服务类消费明显提升，而食品和医疗支出通常相对稳定且可以理解为家庭“刚需”，因此其平均消费倾向对家庭资产并不特别敏感。综合以上分析，研究假说 H3 得到实证支持。

2. 考虑消费升级

更一般地，本文采取食品支出占消费性支出的比重来计算家庭恩格尔系数，用于衡量家庭整体的消费升级状况。由表 12 所示，随着家庭总资产规模的上升，恩格尔系数显著下降，消费升级特征明显。若按流动性划分，家庭非流动资产规模上升，其恩格尔系数显著下降，但流动资产没有影响。若按是否包含房产划分，两者均有显著负向影响，但非房产影响更大，大约是房产的 2 倍。由此可见，家庭不同的资产不仅会对平均消费倾向产生异质性影响，同时也会对恩格尔系数产生异质性影响。但是，本文的研究发现，上述两种异质性影响也存在较大差异，这是现有文献中较少关注的现象：平均消费倾向对于房产这种变现能力弱的资产敏感度更高，而恩格尔系数对于非房产这种变现能力强的资产敏感度更高。

对于前者，可以从“消费函数之谜”这个经典问题的解释入手。长期来看，居民的消费支出不是取决于短期的暂时性收入，而是取决于可预期且相对稳定的财富总量。因此，只有当变现能力弱的资产存量发生变化时，才可能显著影响到消费行为。

对于后者，由于恩格尔系数的计算仅考察一段时间内食品支出占消费性支出的比重，而支出数据又会显著受到经济环境的影响，因此为了平滑经济波动的负面影响从而保证家庭的正常运转，变现能力强的资产是提供短期现金流的重要基础。所以，当变现能力强的资产存量发生变化时，就会显著影响居民的短期支出行为，进而影响恩格尔系数。从国家统计局发布的历年居民恩格尔系数来看，2012 年为 33%，2017 年跌破 30%，为 29.3%，2019 年降至近十年最低，为 28.2%，2022 年又重回 30.5%。显然，中国的恩格尔系数并不是稳定下降，这进一步说明其会受到短期政策和经济环境的影响。

3. 考虑消费之外的家庭其他支出

除了消费性支出，CFPS 数据库还提供其他类型的支出数据。因此，本文进一

步考察家庭资产规模对不同支出的异质性影响（支出变量均取对数）。由表 13 可知，从资产角度来看，家庭非流动资产规模扩大主要对消费性支出和总支出有显著正向影响，流动资产规模扩大仅对转移性支出有显著正向影响，因为通常情况下对亲戚朋友的经济支持来自家庭“闲钱”，而其主要存在形式就是现金或存款等流动资产。家庭房产规模扩大对所有支出均无显著影响，这体现出房产的“刚需”特征。当然，房产对房贷支出没有显著正向影响也可以解释，一方面房产不一定通过贷款取得，另一方面房贷金额也不必然与房产规模呈正相关。

从负债角度来看，房产负债和非房产负债对大部分支出均有显著正向影响，这一点很好理解，因为负债的前提是必然存在具体支出项目，但是仅房产负债对福利性支出有显著正向影响。由此可见，“以房养老”模式可能并不可靠，背负大量房贷的家庭对未来经济状况的不确定性显著上升，其通过增加福利性支出以换取远期经济保障的方式已经充分体现出来。

五、研究结论与政策启示

（一）研究结论

本文利用 2012—2022 年共 6 轮 CFPS 微观调查数据，就中国家庭资产对消费的异质性影响进行实证检验，主要得到以下三点结论。

第一，家庭资产规模上升会显著增加平均消费倾向，非流动资产和房产的提升作用更大，中等偏上家庭最显著，说明提振消费需要重点关注流动性较差的资产和中等偏上群体。

第二，乡村居民的非流动资产提升作用更大，而城镇居民的房产提升作用更大，说明提振消费必须考虑城乡差异，城市中要重点关注房地产市场，而农村中还要额外关注土地市场。

第三，资产对家庭设备及日用品的平均消费倾向提升作用最大，消费升级特征明显，这与收入的影响恰好相反，说明当前阶段应当以高质量的消费供给创造有效的消费需求。

总体而言，三点结论都说明提振消费必须突出政策的结构性、差异化特征。

（二）政策启示

本文根据上述研究结论，提出以下三个方面的政策建议。

第一，持续扩大中等收入群体，促进其资产保值增值。一方面，要促进工资性收入合理增长。实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划。结合形势变化加大就业支持力度，促进重点群体就业。健全最低工资标准调整机制，科学合理提高最低工资标准。另一方面，要拓宽财产性收入渠道。多措并举稳住股市，加强战略性力量储备和稳市机制建设，加快打通商业保险资金、全国社会保障基金、基本养老保险基金、企（职）业年金基金等中长期资金入市堵点。进一步丰富适合个人投资者投资的债券相关产品品种。

第二，发挥房产和非流动资产在提振城乡家庭消费方面的重要作用。就城市而言，要持续用力推动房地产市场止跌回稳，加力实施城中村和危旧房改造，充分释放刚性和改善性住房需求潜力。允许专项债券支持城市政府收购存量商品房用作保障性住房。适时降低住房公积金贷款利率，扩大住房公积金使用范围。就农村而言，要健全种粮农民收益保障机制和土地增值

收益分配机制，探索通过出租、入股、合作等方式盘活利用农户合法拥有的住房。落实农机报废更新补贴政策，强化产业联农带农。

第三，加大消费品以旧换新支持力度，大力发展服务消费，使资产的财富效应充分释放。一方面，要实施大宗消费更新升级行动。用好超长期特别国债资金，推动汽车、家电、家装等大宗耐用消费品绿色化、智能化升级，实施数码产品购新补贴。开展汽车流通消费改革试点，拓展汽车改装、租赁、赛事及房车露营等汽车后市场消费。另一方面，要实施服务消费提质惠民行动。一是优化“一老一小”服务供给。推进全社会适老化改造，积极发展抗衰老、银发旅游等产业，释放银发消费市场潜力。鼓励发展社区嵌入式托育、用人单位办托和托幼一体服务。二是扩大文体旅游消费。支持旅游景区景点、文博单位拓展服务项目，支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。三是支持服务消费场景创新。促进“人工智能＋消费”，加速推动自动驾驶、机器人、无人机等新技术、新产品开发与应用推广。四是稳步推进服务业扩大开放。聚焦居民消费升级需求，推动医疗健康、文化娱乐等优质生活性服务进口。[①] N

学术编辑：韦燕春

The Heterogeneous Impact of Household Assets on Consumption: An Empirical Analysis Based on CFPS Data

QIAO Xiaonan　WANG Yi

(School of Economics, Nankai University)

Abstract　The report to the 20th National Congress of the Communist Party of China proposed enhancing the fundamental role of consumption in economic development. In order to put this proposal into practice, it is necessary to conduct in-depth research on factors that affect consumption. It is also necessary to effectively expand consumer demand, smooth domestic circulation, and promote high-quality development. Previous studies have mainly focused on the impact of income flow on consumption, while this paper examines the influence of wealth stock. This paper conducts empirical analysis using CFPS data from 2012 to 2022, and finds that an increase in household assets will significantly increase average propensity to consume (APC), with illiquid assets and house assets having a greater impact, particularly for upper-middle households. It also finds that illiquid assets of rural residents have a greater impact on APC, while house assets of urban residents have a greater impact on APC. The study shows that household assets overall have the greatest effect on APC for equipment and daily necessities. Based on the above findings, this paper calls for an expansion of the middle-income group and the promotion of asset preservation and appreciation. It also recommends giving full play to the vital role of real estate and illiquid assets in boosting consumption of both urban and rural families. Additionally, it proposes an expansion of supports for trade-in programs of consumer goods and efforts to boost service consumption, so as to fully unleash the wealth effect of assets.

Keywords　Assets, Average Propensity to Consume (APC), Consumption Upgrading, Household Heterogeneity, Expanding Domestic Demand

JEL Classification　E21　D12　R21

① 参考文献[1]~[60]，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。