

分类号
U D C

密级
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 居民杠杆率对金融风险的影响研究

研究生姓名: 李博石

指导教师姓名、职称: 王霞教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融学

研究方向: 金融风险管理

提交日期: 2023年6月12日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 李博石 签字日期： 2023年6月11日

导师签名： 王霞 签字日期： 2023年6月11日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意”/“不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 李博石 签字日期： 2023年6月11日

导师签名： 王霞 签字日期： 2023年6月11日

Research on the influence of resident leverage ratio on financial risk

Candidate: Li Boshi

Supervisor: Wang Xia

摘要

美国居民杠杆率过高造成房地产泡沫破裂并引发 2008 年全球金融危机，由此各国对于居民杠杆率的重视程度不断提高。近年来，我国居民杠杆呈现出不断上涨的趋势，根据国际清算银行数据显示，2008 年我国居民杠杆率仅为 17.9%，不及新兴市场经济体水平，但至 2022 年三季度，我国居民杠杆升到 61.4%，远超新兴经济体的 45.7%，并且接近发达经济体的 70%。经历新冠疫情对国内经济的冲击，现阶段我国房地产行业遭遇寒冬，根据国家统计局数据显示，2022 年房地产业增加值同比减少 5.1%，在所有行业中降幅最大，而房地产行业同时关联着金融风险和居民杠杆。其一房地产行业的债务融资主要来源于商业银行体系，关联着我国金融系统的风险，其二居民购房资金大多通过按揭贷款获得，因此购房资金大多为居民杠杆资金。因此为了进一步实施稳房地产政策，就需对居民杠杆和金融风险的变量及如何在房地产等渠道传导途径进行研究。本文从居民杠杆角度对金融风险研究，可以为居民杠杆率调控政策的制定及金融风险的防范提供决策参考。

首先本文在对国内外文献进行梳理的基础上，探究居民杠杆影响金融风险的理论机制，并从房地产渠道和企业债务渠道研究居民杠杆对金融风险的传导途径，然后选取我国 30 个省份 2005 年到 2021 年的省级面板数据实证检验居民杠杆对金融风险的影响，发现居民杠杆与银行信贷风险呈“U”型关系，居民杠杆与资产价格风险呈正向关系，在区域异质性上东部地区居民杠杆对金融风险的敏感程度都要大于中西部，且具有更高的抗风险性。在验证居民杠杆通过不同渠道影响居民杠杆时，本文借鉴前人文献研究做法，利用中介效应模型对居民杠杆影响金融风险的房地产渠道和企业债务渠道分别验证，其中对银行信贷风险影响为部分中介效应，对资产价格风险中介效应不显著。最后本文提出了居民杠杆率监管要因地制宜，针对不同的经济发展现状采取降杠杆亦或稳杠杆政策，同时针对房地产的调控和企业债务的监督既要符合市场规律，也要适时利用政府做调控干预等政策建议。

关键词：居民杠杆率 金融风险 房地产泡沫

Abstract

The excessive leverage of US residents caused the bursting of the real estate bubble and triggered the global financial crisis in 2008, which led to the increasing importance of household leverage in various countries. In recent years, China's resident leverage has shown a rising trend, according to the Bank for International Settlements data show that in 2008, China's resident leverage ratio is only 17.9%, less than the level of emerging market economies, but by the third quarter of 2022, China's resident leverage rose to 61.4%, far more than 45.7% of emerging economies, and close to 70% of developed economies. Experiencing the impact of the new coronavirus epidemic on the domestic economy, China's real estate industry has suffered a bitter winter at this stage. According to the data of the National Bureau of Statistics, the added value of the real estate industry in 2022 decreased by 5.1% year-on-year, the largest decline in all industries, while the real estate industry is associated with financial risks and resident leverage. Firstly, the debt financing of the real estate industry mainly comes from the commercial banking system, which is related to the risks of China's financial system. Secondly, most of the residents' purchase funds are obtained through mortgage loans, so most of the purchase funds are residents' leveraged funds. Therefore, in order to further implement the stable real estate policy, it is necessary to study the variables of residents' leverage and financial risk and how to transmit them in real estate and other

channels. This paper studies financial risk from the perspective of residents' leverage, which can provide decision-making reference for the formulation of residents' leverage ratio regulation policies and the prevention of financial risks.

First of all, on the basis of combing domestic and foreign literature, this paper explores the theoretical mechanism of the impact of household leverage on financial risk, and studies the transmission path of household leverage on financial risk from the real estate channel and corporate debt channel. Then, provincial panel data of 30 provinces in China from 2005 to 2021 are selected to empirically test the impact of household leverage on financial risk. It is found that there is a U-shaped relationship between resident leverage and bank credit risk, and a positive relationship between resident leverage and asset price risk. In terms of regional heterogeneity, resident leverage in eastern China is more sensitive to financial risk than that in central and western China, and has higher risk resistance. When verifying that household leverage affects household leverage through different channels, this paper draws on previous literature research practices and uses the intermediary effect model to separately verify the real estate channel and corporate debt channel in which household leverage affects financial risk. Among them, the intermediary effect on bank credit risk is partial, while the intermediary effect on asset price risk is not significant. Finally, this paper puts forward that the supervision of

residents' leverage ratio should be adapted to local conditions, and the policies of reducing or stabilizing leverage should be adopted according to different economic development conditions. Meanwhile, the regulation and control of real estate and the supervision of corporate debt should not only comply with market rules, but also make timely use of government regulation and intervention.

Keywords: Household leverage ratio; Financial risk; Real estate bubble

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景及意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 文献综述.....	3
1.2.1 关于居民杠杆率测度的研究.....	3
1.2.2 关于金融风险的研究.....	5
1.2.3 居民杠杆率对金融风险的影响研究.....	6
1.2.4 居民杠杆率影响金融风险的渠道研究.....	7
1.2.5 文献评述.....	8
1.3 研究方法与内容.....	9
1.3.1 研究内容.....	9
1.3.2 研究方法.....	10
1.4 本文创新与不足之处.....	10
1.4.1 本文创新点.....	10
1.4.2 不足之处.....	10
2 理论基础	12
2.1 居民杠杆率的概念界定.....	12
2.2 理论基础.....	13
2.2.1 金融不稳定理论.....	13
2.2.2 债务—通缩理论.....	14
2.2.3 资产价格泡沫理论.....	14
2.2.4 资产的抵押效应.....	15
2.2.5 资产的财富效应.....	16
3 我国居民杠杆率的现状及传导机制	17
3.1 我国宏观杠杆率的演变及现状.....	17
3.2 我国居民杠杆率的演变及现状.....	19
3.3 居民杠杆对金融风险的影响机制及研究假设.....	22
3.3.1 居民杠杆对银行信贷风险的传导机制.....	22
3.3.2 居民杠杆对资产价格风险的传导机制.....	23

4 居民杠杆率与金融风险的实证研究	25
4.1 实证研究设计	25
4.1.1 数据来源和变量描述	25
4.1.2 描述性统计	28
4.2 模型设定	28
4.2.1 居民杠杆率与金融风险的基准模型	28
4.2.2 居民杠杆率对银行信贷风险影响的渠道模型——中介效应模型	29
4.2.3 银行信贷风险的传导渠道的非线性检验	29
4.2.4 居民杠杆率对资产价格风险影响的渠道模型——中介效应模型	30
5 实证分析	30
5.1 居民杠杆率和金融风险关系	30
5.2 异质性分析	33
5.3 稳健性检验	35
5.4 居民杠杆率对银行信贷风险影响的渠道检验	36
5.4.1 房地产渠道的中介效应	36
5.4.1 企业债务渠道的中介效应	38
5.5 居民杠杆率对资产价格风险影响的渠道检验	39
5.5.1 房地产渠道的中介效应	39
5.5.2 企业债务渠道的中介效应	40
6 结论与对策建议	42
6.1 研究结论	42
6.2 对策建议	43
6.2.1 健全居民部门杠杆率监督制度	43
6.2.2 积极调整居民杠杆结构和减少非刚需投资性债务杠杆比例	43
6.2.3 因地制宜实施房地产长效调控政策	44
6.2.4 规范和引导消费金融市场的良性发展，促进消费与实体经济的融合	45
6.2.5 因地制宜的制定结构性去杠杆政策，坚持防范化解重大金融风险	45
参考文献	47
致 谢	52

1 绪论

1.1 研究背景及意义

1.1.1 研究背景

自 2008 年国际金融危机以后，我国宏观杠杆率快速上升，经济面临多重风险影响。2015 年的中央经济工作会议将去杠杆政策作为结构性改革的目标之一，拉开我国经济去杠杆的序幕。为了“打好防范化解金融风险攻坚战”，进一步优化宏观杠杆中地方政府杠杆和国有企业杠杆等部门杠杆结构，在 2018 年中央财经委员会首次提出要以结构性去杠杆为主的基本思路。

从杠杆总体水平来看，近几年去杠杆成效显著，宏观经济杠杆率已经得到有效控制。实体经济部门杠杆率由政府部门、居民部门和非金融企业部门杠杆组成，其水平在 2008 至 2016 年期间年均上升 12.2 个百分点，经过实施去杠杆政策，2016 至 2021 年宏观杠杆率由 238.8% 升至 263.8%，年均上升为 5 个百分点，有了明显企稳。另外，在 2016 年宏观杠杆率有明显的转折点，去除 2020 年新冠疫情影响，2016 至 2019 年三年期间，宏观杠杆仅增长 7.7 个百分点，平均每年增长 2.57%，去杠杆政策实施效果显著。

另一方面从杠杆结构上看，我国非金融企业部门杠杆明显企稳，政府杠杆受逆周期调节政策影响显著且在疫情影响下明显抬升，居民杠杆水平持续增长。根据国家资产负债表研究中心数据显示，我国非金融企业杠杆在 2016 年达到 157.6% 后，仅 2020 年受疫情影响出现抬升，其余年份均为稳定下降，至 2021 年末非金融企业杠杆率为 154.8%。政府部门杠杆率从 2015 年 36.9% 升至 2019 年 38.5%，提升了 1.6 个百分点，2020 年和 2021 年在疫情影响国内经济情况下，增加政府购买和投资，因此杠杆率分别抬升 7.1 和 1.2 个百分点。但我国居民杠杆率却持续增长，从 2008 年 17.9% 上升到 2021 年 62.2%，翻了 3.5 倍，已成为影响总杠杆水平上升的主要原因。

但是目前对我国居民杠杆率应该加杠杆还是降杠杆，学者们有着不同的意见。一部分认为目前我国居民杠杆率处于较低水平，可以通过居民部门加杠杆抵消对

企业部门与地方政府部门去杠杆所带来的经济冲击；另一部分学者认为我国居民杠杆率增速较快，长期会对居民消费产生抑制作用，增加了我国系统性风险，现阶段我国应该采取降杠杆政策。

在我国稳增长、防风险的背景下，居民部门是加杠杆还是降杠杆的其中一个重要的判别依据是其提高还是降低了金融风险，金融风险是否可控。2008 年金融危机爆发引起了全球经济的震荡，学者们研究后将其主要原因归于居民部门过度杠杆化，进而引起了学者对于居民杠杆与金融风险的研究。目前学者们普遍认为，居民杠杆与金融风险呈现非线性关系，即在低杠杆率水平时，对金融风险的推动作用并不显著，而且适当杠杆水平能增加经济活力还有助于降低金融风险水平；但是杠杆率水平超过一定的值后，会抑制消费甚至加重经济过热的泡沫，推动金融风险的上升，甚至产生金融危机。

所以，从防范金融风险角度出发，对于目前我国居民部门到底是应该加杠杆、稳杠杆或者去杠杆这个问题研究显得重要。国内关于杠杆水平对金融风险影响研究主要集中在企业部门、政府部门与金融部门，现有文献中对居民部门杠杆问题的研究较少。

1.1.2 研究意义

杠杆始于物理上的一种机械结构，指借用较小的力通过支点便可撬动相当于施力数倍重量的物体。经济学中引用杠杆一词，借以表示投入少量资金，通过金融工具放大成数倍的资金体量的资产。经济社会中，杠杆普遍存在与各个经济发展主体中，包括有金融杠杆、居民杠杆、中央政府杠杆、地方政府杠杆、非金融企业杠杆等，资金通过杠杆途径对经济社会产生巨大影响。宏观政策中，加杠杆具有双面性（张晓晶，2021），一方面增加新的杠杆资金进入市场，在短期内可显著刺激经济增长；另一方面，宏观杠杆率的增加也反映债务积累存量增加，抑制未来经济增长。近年来，我国推出一系列降杠杆政策，宏观杠杆水平稳中求降，但在新冠疫情“黑天鹅”事件冲击下，不得已进一步抬升，较高的杠杆水平增加了金融脆弱性，透支发展动能。2008 年为应对国际金融危机，我国推出“四万亿”经济刺激计划，推动经济快速恢复同时也引致宏观杠杆率快速攀升，宏观杠杆率从 2008 年底的 141.2% 上升到 2015 年的 227.3%。在 2015 年提出去杠杆政策后，

我国宏观杠杆实现 2016 年至 2019 年的稳定期，至 2020 年受新冠疫情冲击，杠杆水平又一次抬升，截止 2022 年底宏观杠杆率增至 273.2%。经济周期性波动造成从市场到政府的被动应对，为平衡中长期经济周期的影响，2021 年我国提出跨周期调节新思维，以应对在中长期的经济波动难题，其中跨周期的结构性改革是其亮点之一。结构性去杠杆是经济结构性改革的重要举措，是全面化解重大金融风险宏观政策的要义之一。2018 年结构性去杠杆政策执行以来，取得了重大成果，非金融企业杠杆率从 2018 年初 156.5% 至 2022 年末 160.9%，仅增长 5.6%，有效化解了存在于企业间的债务累积风险。然而自 2008 年以来，居民杠杆不断抬升，从 2008 年 17.9% 至 2022 年 61.9%，长期带来的累计金融风险依然未能显著化解。现阶段，居民杠杆出现新的特征。在长达 3 年新冠疫情中，居民杠杆未有显著增加，但商业银行违约风险不减反增（王健鹏，2022），证券行业金融风险增加的趋势效应显著（沈悦，2022）。疫情期间我国经济增长面临冲击，从而使得居民部门收入水平不稳定，带来包括企业裁员、大量餐饮服务业倒闭等社会现象，居民部门前期的债务积累变为债务压力，产生类似住房抵押贷款违约等居民债务危机，进一步导致房地产市场爆冷和居民消费需求不足，从而引起高杠杆的房地产企业的贷款违约和其它实体企业的债务违约引发银行坏账率上升，产生扩大的金融风险。

因此，实施跨周期的经济调节政策，坚持结构性去杠杆，着重缓解居民杠杆水平对于稳增长防风险具有重大指导意义，本文着力对居民杠杆和金融风险的关系进行分析，并深入研究居民杠杆通过哪些途径引发金融风险，为进一步实施结构性去杠杆和化解重大金融风险提供建议参考。

1.2 文献综述

1.2.1 关于居民杠杆率测度的研究

在经济金融领域，杠杆率被用来衡量所有者权益撬动负债从而带来资产的倍增效应大小。也因此杠杆率原先指的是企业资产负债率，用以衡量企业偿债能力的关键指标。从 2008 年国际金融危机以来，宏观杠杆率开始被学者们普遍关注，其中在宏观杠杆率测度研究上并不统一，部分学者使用债务收入比指标，也有部

分学者使用资产负债率指标。其中债务收入比指标计算中，分子部分为宏观债务合计，分母部分用 GDP 替代收入水平，即杠杆率为债务水平与 GDP 的比值，相比收入统计 GDP 具有易获取的特性，也因此被国际机构和多数学者普遍使用。国际货币基金组织（IMF,2015）和国际清算银行（BIS，2015）均通过信贷量和 GDP 的比值衡量国家的债务风险并预警金融危机。在国内杠杆率测度上，李杨等（2013,2015）使用债务收入比衡量全社会杠杆率，提出全社会杠杆率分为居民部门、非金融企业部门、政府部门和金融机构部门，并将各部门债务和 GDP 的比值作为部门杠杆率，再将部门杠杆率之和作为我国宏观杠杆水平。纪敏（2017）、中国人民银行杠杆率研究课题组（2014）、宋亚（2017）等学者均与李杨（2013,2015）测度方法相同或相近。此外还有其它多种形式的债务收入比，如广义货币供应量（M2）与 GDP 之比（马勇和陈雨露，2017）、债务偿付率（魏伟，2018）等。另有部分学者提出以资产负债率衡量杠杆率更加合理。刘晓光等（2018）认为债务率指标在偿债能力上忽略资产情况，资产负债率则在债务问题研究、资产质量和产出效率等方面更合理，并进一步从宏观层面估算得出资产负债率衡量杠杆率水平。总之，在宏观层面，利用资产负债率计算杠杆率较少，难点还在于宏观资产负债表的缺失，资产具体数额的统计难度较大，因此以 GDP 代替资产，债务与 GDP 之比成为主流杠杆率测度。

居民杠杆率则为宏观杠杆率的组成部分。居民部门是以家庭为单位的经济体总和，居民部门杠杆用以衡量所有家庭整体的债务负担水平和偿债能力。目前文献中对于居民杠杆的测度主要有两种：

其一是在微观角度计算资产负债率衡量家庭杠杆率，即在家庭金融调查的微观数据的基础上，通过各个家庭的债务水平与资产水平的比值测算家庭杠杆率。由于居民部门是家庭的总和，因此所有的家庭债务水平之和与资产水平之和的比值应为居民部门杠杆率（谢保嵩等，2019；李超，2016）。该类居民杠杆的测度方法是最接近真实居民杠杆水平，更能反应居民债务水平的压力，但缺点是在现实条件下，对家庭金融数据的调查无法做到普查结果，只能进行抽查，并且是阶段性时点的调查，不具有连续性，只能进行固定时点的分析研究。

其二是在宏观角度，通过宏观总量数据，计算居民部门的债务总额与 GDP 之比衡量居民杠杆率（李杨，2015；李若愚，2016）。居民部门这一概念在国家

统计局中表示为住户部门，居民部门债务在文献中引用住户部门贷款余额表示。这一统计口径的缺点在于分子部分住户贷款余额为存量概念，而 GDP 为流量概念。另者对于住户贷款比 GDP 不能反应居民部门债务的结构变化。国际清算银行（BSI）和国家资产负债表研究中心（CNBS）对居民杠杆率的统计均采用这一宏观杠杆标准。

1.2.2 关于金融风险的研究

学者们对于风险一词进行了多方面的解释，C. A. Williams（1985）将风险定义为事件可能结果在未来变动的不确定性；马科维兹（Markowitz）认为风险是对预期结果的偏差，提出现实的收益率低于预期的收益率，并以方差计量风险；朱淑珍（2002）将前人理论总结并得出风险是在一定条件下和一定时期内，由于各种结果发生的不确定性而导致行为主体遭受损失的大小以及这种损失发生可能性的大小，即风险是一个二位概念，以损失发生的大小与损失发生的概率两个指标进行衡量；进一步王明涛（2003）从三方面衡量风险，包括损失的概率、可能损失的数量以及损失的易变性三方面，其中可能损失的程度处于最重要的位置。

金融风险是与金融相关的风险，即一定量的金融资产在未来时期内预期收入遭受损失的可能性，以两类进行划分：局部金融风险、系统性金融风险。金融风险在局部传导过程中率先由金融机构等个体承担，此时影响范围较小为局部金融风险（张晓朴，2010），包括商业银行贷款无法收回风险承担、风投机构的投资无法收回的风险承担。系统性金融风险既为金融风险波及整个金融系统，而非个别金融机构的风险承担（Bemanke，2009）。国际货币基金组织在 1998 年将系统性金融风险的表现总结为以下四点：第一，对金融系统造成波动，经济出现衰退，社会动荡，人心恐慌；第二，银行危机指的是银行流动性不足或缺乏清偿能力引起银行破产，或者政府对银行业危机提供紧急救助，防止危机扩大化；第三，货币危机指的是在遭受巨额国际资本的攻击或者经济恶化情况下，本国政府干预本币汇率并进一步致使汇率变动难以控制，最终从外汇市场瓦解传导本国经济恶化；第四，国际债务危机即指国家无法偿还国际债务而请求国际组织援助。

大量学者对我国金融风险水平进行了测度。张中锦（2023）选取我国 2006 年至 2021 年的数据通过指数化测度我国各金融市场的金融风险，结果显示我国系

统性金融风险具有阶段性特点，其中 2006-2009 年期间成“V”型，最低点出现在 2008 年 6 月；2010-2012 年成“W”型震荡波动特点，与此期间我国实施“四万亿”财政政策与“十万亿”信贷增量相关；2012-2020 年期间 2015 年在房地产和股市过热下出现峰值，随后系统性金融风险经历长期低位波动；2020-2021 年呈现“L”型，系统性金融风险大幅释放，但房地产市场风险和政府部门债务风险走出深“V”型处于高位。张屹山等（2023）、周桦等（2018）、陶玲和朱迎（2016）也通过多市场风险测度综合指数方法得出我国系统性金融风险，其结论中系统性金融风险的基本趋势与张中锦（2023）的结果基本相同。

1.2.3 居民杠杆率对金融风险的影响研究

学者们对居民部门过度杠杆化会增加金融风险观点达成共识。从家庭杠杆的微观角度，现有研究从金融脆弱性理论角度分析认为家庭债务累积过多会增加家庭的债务风险，增加金融脆弱性（Hull, 2003; Fuenzalida, 2009）。Moore and Palumbo（2010）从家庭微观的角度，借助金融脆弱性理论分析认为家庭杠杆化程度越高，家庭资产负债表恶化越严重，家庭受经济周期性波动的影响就更大。Sabatini and Weller（2007）认为家庭高杠杆会使得家庭缺少应对危机的金融缓冲器，家庭对资产价格波动尤其是房地产价格更加敏感。Moore（2010）认为在美国陷入经济衰退时，美国家庭金融脆弱性凸显，其重要原因是家庭资产负债表恶化，债务率增加。Miller and Stiglitz（2010）利用调研数据建立实证杠杆模型，检验杠杆率会对资产价格产生正向影响，偏离合理价格区间的资产价格会增加资产价格波动，引起更大范围的市场风险。张敏锋等（2018）对我国金融市场 2013-2017 年月度数据进行金融风险测度，发现 2015 年之后系统性金融风险呈现上升趋势，且于居民杠杆率趋势高度契合。刘哲希和李子昂（2018）构建了动态均衡模型，发现了居民部门加杠杆会导致居民投机性行为显著增加，加剧资产泡沫风险。袁志辉等（2020）和田国强等（2021）认为我国居民杠杆率已处于高水平阶段，会进一步抑制消费需求，产生对企业部门的负面连锁反应，增加经济不稳定性。另有学者认为我国现阶段居民杠杆率水平处于合理区间，适度增长所带来的边际金融风险较小，可减少金融摩擦（刘子威，2021）。也有部分学者综合得出居民杠杆率和金融风险呈现“U”型关系。李程等（2019）通过对房地产泡沫研究，

发现居民杠杆率与房地产泡沫呈现“U”型关系，警惕杠杆过高产生的资产泡沫风险。黄倩等（2021）利用银行不良贷款率为金融风险，通过动态面板模型分析结果显示各部门杠杆率与金融风险成“U”型关系。还有学者从杠杆率增速角度测量居民杠杆率对金融风险的影响。纪洋等（2021）在对 42 个经济体的数据考察中，发现杠杆率增速比杠杆率水平对金融危机的影响更为显著，且居民部门的相对杠杆率增速越高，发生金融危机的概率越大。

1.2.4 居民杠杆率影响金融风险的渠道研究

居民杠杆对金融风险的传导主要是通过居民债务的传导路径传导风险。居民债务中以中长期债务和短期债务划分，其中居民中长期债务的资金大多流向房地产行业，现有研究证明居民杠杆率会通过房地产价格渠道传导金融风险。首先，国际金融危机后，学者们通过大量调查数据研究，验证了居民杠杆率和房地产价格之间的螺旋上升。经济繁荣期，房地产市场在需求等加持下会进入涨价潮，助推居民部门加杠杆。Dyran and Kohn（2007）分析了 1983-2004 年美国消费者金融调查数据，得出房价对居民债务水平的解释程度为 20%，且房价是美国萧条时期债务增加的主要原因。Mian and Sufi（2011）通过对 1998-2008 年期间自有住房群体的调查分析，发现自有住房的居民会在房价上升时增加借贷行为，从而造成美国居民杠杆率在 2002 年到 2006 年间加速上升。同样国内学者观点类同，孙丹和李宏瑾（2017）通过对 2007-2016 年数据分析发现我国居民债务中，中长期消费贷款比例明显大于短期消费贷款，进一步进行格兰杰检验验证了房价过度增长会助推居民杠杆水平上升的结论。学者们对房价推升居民杠杆的程度展开量化研究，周广肃和王雅琦（2019）在微观家庭金融数据基础上，得出房价助推居民杠杆上升，且房价上升一倍，相应居民杠杆会增加 39.2%。

居民杠杆也会对房价产生推动作用。房地产业以低首付政策吸引居民购房，并加以低息按揭抵押贷款使居民获得长期债务的方式满足住房需求。这种方式打破过往全款买房限制下的需求压制，吸引大量住房刚需和住房需求改善的人群，因此也造成大量居民加杠杆买房的现象，造成居民杠杆率上升（张启迪，2020）。黄燕芬等（2016）也得出房地产门槛的降低和金融机构对居民按揭贷款的偏好是居民获得杠杆资金购房更加容易，刺激居民购房需求，推动房价的上升。对居

民杠杆会助推房价的上涨定量分析上,赵磊(2019)利用我国宏观数据证实居民杠杆每上升1%,房价增涨0.52%。由此,居民杠杆率和房价形成螺旋助推的上升关系得到学者们的一致认同。

然而,居民杠杆推动房价过高会进一步引起房地产价格泡沫,进而扩大为系统性金融风险。Goodhart and Hofmann(2007)曾提出房地产市场中,房价和金融部门稳定性相关,当房价持续且明显偏离合理的房价区间时会对金融部门的稳健性产生冲击,增加未来金融脆弱性。进一步提出房价及房价走势的长期偏差可以衡量银行业风险程度。Koetter and Poghosyan(2010)通过德国房地产数据和银行间数据验证了以上理论。国内学者也得出类似结论,谭政勋和王聪(2011)通过动态随机一般均衡模型(DSGE模型)对我国房地产和银行体系数据进行分析,得出房价波动、信贷波动以及两者的联合波动冲击银行系统的稳定性,带来金融风险。沈悦(2015)通过对我国收入水平分析,发现房地产市场房价的偏离程度及波动都会降低我国金融稳定性。沈悦(2020)进一步在2000-2018年我国35个大中型城市数据基础上研究房价泡沫与杠杆水平的关系,得出两者成联动增强效应且会影响金融稳定。刘晓欣和雷霆(2017)和张辉(2019)均得出以上结论。综上,现有多数研究认为居民杠杆会助推房价上升从而增加房地产泡沫风险。

居民债务中,短期消费贷款是另一组成部分。家庭杠杆率较高会影响家庭对于利率变化、家庭收入变化和家庭的资产价值涨跌尤其是房地产价格的涨跌更加敏感(DeBelle,2004; Barba and pivetti,2009; Borio and McGuire,2004)。姚东旻等(2019)认为居民杠杆率在增长到一定水平后,会抑制居民消费,带来经济增长减缓,影响金融风险。贾丽平等(2014)认为随着居民债务的积聚,会对居民消费产生挤出效应,进而通过存款及消费贷款影响商业银行风险指标,产生银行信贷的风险。综上,多数文献研究了居民债务会影响消费水平但短期消费影响金融风险的研究较少。

1.2.5 文献评述

通过对居民杠杆和金融风险相关的文献梳理不难发现,现有研究从宏观微观多角度对居民杠杆测度合理性进行探究,微观资产负债角度适用于对居民杠杆的微观结构分析,宏观债务与GDP之比适用于居民杠杆总量分析。进一步通过大

量理论和实证研究,学者们验证居民杠杆和金融风险具有相关性且得出高居民杠杆率会引发金融风险的一致结论。在居民杠杆如何影响金融风险的研究中,主要集中于居民债务影响房地产市场价格从而影响金融风险,其它渠道研究较少。另外,从研究的对象选取上,大量文献对金融杠杆与金融风险分析、非金融企业杠杆与金融风险分析展开较多,居民杠杆对经济增长的分析研究较多,但是在居民杠杆对金融风险的研究较少。

基于以上梳理,本文认为现有研究对居民杠杆影响金融风险的种类未有明确划分,对于银行间的信贷风险如何影响?以及对资本市场的风险如何影响?在影响金融风险的传导渠道上多集中于房地产价格渠道,在消费传导途径中如何影响金融风险研究较少。

1.3 研究方法与内容

1.3.1 研究内容

本文研究内容分为以下五方面

第一章是绪论,对后续的研究展开铺垫,主要阐述了本文的研究背景、研究意义,以及与居民杠杆率和金融风险相关文献梳理及其评述,同时介绍本文研究思路、研究方法和本文的创新点及不足。

第二章是理论研究,首先对居民杠杆率的概念进行界定,然后结合本文的研究思路,对居民杠杆影响金融风险的理论进行梳理,可能涉及的理论包括金融不稳定理论、金融深化理论、债务-通货紧缩理论、资产泡沫理论、资产抵押效应和资产财富效应理论,最后在理论研究的基础上形成本文居民杠杆对金融风险的传导机制,为后续实证检验打基础。

第三章是现状研究,展开说明我国实体部门杠杆的结构性变化,并阐述结构性去杠杆治理成效。后续深入分析我国居民杠杆的国际比较和国内各省份居民杠杆的比较,在现状分析基础上,进一步总结了影响居民杠杆变化的因素。

第四章是实证研究,建立实证模型和变量选取,首先利用面板模型验证居民杠杆和金融风险的“U型”关系,紧接着利用中介效应模型检验渠道传导的机制。

第五章是结论与启示,对实证结果进行归纳总结,并提出结论与启示。

1.3.2 研究方法

国际金融危机以来，学者们对居民杠杆和金融风险展开了大量研究，因此在大量参考文献研究的基础上，本文结合多种研究分析方法对居民杠杆与金融风险的关系和传导机制进行分析。

(1) 文献分析法。本文首先通过搜集并阅读大量国内外相关文献，梳理近年来居民杠杆相关的研究结论，基本了解居民杠杆的研究进度。进一步对居民杠杆和金融风险的研究文献进行梳理，初步认识居民杠杆对金融风险的影响关系，并初步了解居民杠杆对金融风险的影响传导机制。最后在文献分类梳理的基础上，了解研究中的不足之处，结合实际启发本文创新点。

(2) 理论分析法。搜集居民杠杆率和金融风险的相关理论，包括金融不稳定理论、债务-通货紧缩理论、资产泡沫理论、资产抵押效应和资产财富效应理论等，将理论联系居民杠杆影响金融风险的导向，得出影响的传导机制。

(3) 实证分析法。本文使用计量经济学方法，选取面板数据和固定效应面板模型，通过 Stata15.0 软件进行实证分析。首先验证居民杠杆率和金融风险之间的“U型”关系，并进行异质性检验；其次再通过中介效应模型，验证渠道效应。最后通过实证验证理论传导机制的合理性，并以此提出政策建议。

1.4 本文创新与不足之处

1.4.1 本文创新点

(1) 被解释变量的创新。本文将居民杠杆对金融风险影响分为银行信贷风险和资产价格风险，此分类结合理论机制具有合理性。

(2) 实证传导渠道的创新。本文通过中介效应从房地产渠道和企业债务渠道来探究居民杠杆对银行信贷风险和资产价格风险的传导路径，具有一定现实意义。

1.4.2 不足之处

(1) 居民杠杆率测度仍有不足。基于数据的可得性，本文选取使用文献中

常用指标，即用住户贷款余额与 GDP 之比衡量居民杠杆率，这一比值是存量与流量数据比，合理性有待分析。另外选用宏观指标对居民杠杆的结构分析未能深入。

(2) 本文选取数据为 2005 年至 2021 年 30 各省份的面板数据，受限于数据统计年限和统计数据完备性，数据未能扩展更长年限，未能覆盖所有省份。

(3) 在理论分析中，限于本人的理论水平有限，对理论机制的分析不够全面。

2 理论基础

2.1 居民杠杆率的概念界定

本文所用居民部门杠杆率是一个宏观杠杆率的范畴,表示一个国家(或地区)居民部门整体的债务水平及债务承担能力。对居民部门杠杆率的测算有多种形式,以数据来源可划分为宏观和微观两种口径。微观口径的数据来源是一个地区内所有单个家庭的资产水平和负债水平,通过计算资产负债率并加权平均可得地区居民杠杆率。该方法计算所得居民杠杆率在理论上与宏观口径杠杆率相同。但是实际中,微观数据存在可得性、有效性和可信性的不足(迟香婷,2020)。首先,微观数据的获取依靠对家庭经济情况的调查问卷研究,然而覆盖所有家庭的调查研究在操作上不现实,成本高难度大,因此在微观数据的获取中往往采用抽样调查的方法去估算统计结果,由此会造成与真实情况一定的数据偏差。其次,调查遵循自愿原则,并非强制性的举措,对被调查家庭的信息搜集时,家庭成员所提供信息的准确性和真实性无法保证。另外,统计人群经济状况的均匀分布很难保证,为了统计调查的顺利开展,调查往往会偏向于城市中集中的中高收入人群,从而影响结果的有效性。微观数据往往是间断年份的统计数据,因为限于调查研究的人力成本等因素,因此不能连续反应居民杠杆的时间变化。微观数据在居民债务结构上有更多的优势,调查中会包括诸如金融资产负债、农业资产负债、车辆资产负债、房屋资产负债等结构性数据,便于对居民结构的优化分析,这也是宏观数据测得杠杆的不足。

以居民杠杆率测度方式分类,现有文献中以债务收入比和债务资产比为主。其中债务收入比为居民部门债务余额与收入比值,债务资产比为居民部门债务余额与居民部门资产总额比值。

债务收入比可表示居民收入中有多大比例用于偿还债务。由于居民部门不存在发债等债务融资,分子居民部门债务总额可取居民所有短期贷款和中长期贷款的合计。分母部分以经济总量数据国内生产总值(GDP)和国民总收入(GNI)或居民收入数据居民可支配收入(DI)表示。经济总量是宏观数据获取,GDP和GNI都是不同角度对国民总收入的衡量。居民可支配收入既可通过宏观数据获取,也可通过微观数据计算综合获取。目前对居民杠杆率研究中,使用较为广泛

的是居民部门债务规模与 GDP 之比衡量居民杠杆率。

债务资产比可表示居民部门（或家庭个体）的负债结构和资产质量及资产偿债能力。同上分析，居民部门的债务总量为居民的贷款额合计。由计算中分母的指标不同可分为债务总资产比和债务存款比。债务总资产比即为家庭的资产负债率，分母总资产在宏观上为地区所有家庭资产的合计。债务存款比，简化了分母居民部门的资产统计复杂度，居民部门的贷款总额与居民部门的存款总额之比即可。

除以上居民杠杆率的计算外，还有部分文献使用储蓄率调整的居民部门杠杆率、贷款偿付比等指标。本文从研究的目的出发，基于数据的可得性，使用居民部门债务规模与 GDP 之比表示居民杠杆率。

2.2 理论基础

2.2.1 金融不稳定理论

金融不稳定理论是一种经济学理论，主要关注金融市场的不稳定性和波动性，并试图解释其原因和影响。美国经济学家明斯基（Minsky）于 1986 年提出“金融不稳定假说”，他在《Stabilizing an Unstable Economy》这本书中对历史上多次金融危机发生的原因进行梳理分析，发现经济社会中存在一种“自然的”不稳定形态或者说系统内生的不稳定性。这一系统内生不稳定性源于商业银行等金融机构逐利的原有特征，它使经济社会走向投机性繁荣，无法自发达到稳定状态。

另外，金融不稳定理论认为，金融市场的不稳定性和波动性是由多种因素造成的，例如金融机构的行为、市场参与者的心理、经济周期的波动、政策制定者的决策等。其中，杠杆率是一个重要的因素，它指的是借款人的负债金额与其总资产价值的比率。高杠杆率可能会导致金融机构面临流动性风险和违约风险，从而导致金融市场的不稳定性。

金融不稳定理论对经济周期性波动强调政府干预政策，认为金融市场的不稳定性和波动性是一种自我加强的现象。当市场出现一些波动或危机时，市场参与者的情绪和行为可能会导致更多的波动和危机，从而导致市场失去平衡和稳定。因此，政策制定者需要采取措施来稳定金融市场，例如提供流动性支持、加强金

融监管、实施货币政策等。

金融不稳定理论的贡献在于揭示了金融市场不稳定性的深层原因，并提供了政策制定者应对金融危机和风险的思路和方法。同时，该理论也受到了一些批评，例如过度关注金融市场的不稳定性可能会忽视其他经济问题，以及对于政策制定者如何平衡市场稳定和经济增长的问题等。

2.2.2 债务—通缩理论

债务通货紧缩理论是一种经济学理论，认为债务水平的增加会导致通货紧缩。债务—通货紧缩理论最早是美国经济学家欧文·费雪（Irving Fisher）于 1932 年在《繁荣与萧条》书中提出，又经过系统整理，在 1933 年发表《大萧条的债务—通货紧缩理论》进一步系统的阐明债务过度化和通货紧缩间的影响机制。

债务通缩理论认为，当债务水平过高时，债务人需要用更多的收入来还债，因此会减少消费支出，从而导致经济活动减缓。同时，债务人需要更多的资金来偿还债务，因此他们会倾向于储蓄，而不是进行投资或消费，进一步减缓经济活动。这种储蓄行为会导致货币供应量减少，从而导致通货紧缩。此外，债务通缩理论还指出，债务水平的增加会导致利率上升，这会进一步压缩消费和投资支出。这是因为债权人要求更高的利率来补偿他们承担的风险，同时，借款人需要支付更高的利息来偿还债务，从而导致整个经济体系的利率水平上升。

债务通缩理论的主要影响是在 20 世纪 30 年代，当时的经济衰退和金融危机引发了人们对于经济学理论的重新审视。该理论认为债务的规模和债务人的行为可能会影响经济活动和通货膨胀水平，从而促使政策制定者采取措施来控制债务水平。然而，该理论也受到了一些批评，例如它可能会夸大债务水平对于通货膨胀的影响，以及忽视其他因素对于经济活动和通货膨胀的影响。

2.2.3 资产价格泡沫理论

资产价格泡沫理论是经济社会通过信贷扩张产生资产泡沫化进而产生泡沫破裂的理论。当标的资产价格处于上升期，信贷资金会随着资产增值而增值，进而吸引更多信贷资金购买标的资产加速其增值，循环往复从而催生资产价格泡沫。一旦随着资产增值空间见顶时，小部分信贷资金的抽离就会导致资产价格暴跌，

从而引发资产价格泡沫的破裂，甚至扩展为金融危机。该理论认为，市场中某些资产的价格可能会快速上涨，并超出了它们的真实价值，从而形成了泡沫。这些资产可能包括股票、房地产、商品等。当资产价格泡沫破裂时，价格会迅速下跌，投资者可能会面临严重的损失。

资产价格泡沫的形成可能有多种原因。一种常见的原因是市场过度乐观。例如，在股市中，投资者可能过度乐观地看待一家公司的前景，从而高估了其价值。另一种原因是货币政策过于宽松，导致低利率和大量流动性进入市场，从而刺激了资产价格的上涨。此外，市场中的媒体炒作、投机和市场情绪等因素也可能对资产价格泡沫的形成起到一定作用。

资产价格泡沫可能会对经济产生负面影响。当泡沫破裂时，投资者可能会面临巨大的损失，从而导致财富损失和经济不稳定。此外，泡沫破裂后，资产价格下跌可能会导致债务人无法偿还债务，从而加剧经济衰退和金融危机。因此，对于资产价格泡沫，政策制定者应该密切关注市场情况，采取适当的政策来控制泡沫的形成，并避免泡沫破裂对经济的负面影响。

2.2.4 资产的抵押效应

资产的抵押效应是指资产作为担保品在金融市场上的使用，从而增加借款人的借款能力。当借款人需要融资时，他们可以将自己持有的资产作为抵押品向金融机构借款。金融机构可以通过抵押品的价值来评估借款人的信用风险，从而减少风险并提供更多的融资额度。例如，在房地产市场中，房产通常是借款人作为抵押品的重要资产之一。当房价上涨时，房产的价值也会随之上涨，这意味着借款人可以抵押更高价值的资产来获得更多的借款额度。这样，房产的抵押效应会带来更多的信贷和更高的债务水平，同时也会增加金融风险。

资产的抵押效应也可以导致资产价格的泡沫。当金融机构为了获得更多的借款利润而不断提供贷款时，借款人会面临更高的杠杆率，从而带来更高的债务负担。当资产价格开始下跌时，借款人将无法偿还贷款，而金融机构也将无法获得资产的足够价值来弥补损失，这可能会导致金融风险的快速上升和经济的不稳定性。

2.2.5 资产的财富效应

资产财富效应最早是由美国经济学家哈伯勒（Haberler）在 1939 年提出，指的是资产价格上涨或资产财富增加所带来的消费、储蓄和投资等行为的变化。这种效应是指，当资产价格上涨或者资产财富增加时，人们会感到自己的财富状况变好，从而更倾向于消费、储蓄和投资。

具体来说，当资产价格上涨时，资产拥有者的净资产增加，这可能会导致他们更加倾向于消费、储蓄和投资，从而提高经济的总需求。此外，当资产价格上涨时，人们可能会感到更富有和更有信心，从而提高他们的消费意愿和储蓄意愿，进一步增加经济的总需求和投资。

然而，资产的财富效应并非总是正面的，它也可能导致消费过度和金融风险的加剧。当资产价格出现泡沫时，人们可能会过度消费，以至于无法偿还负债。此外，当资产价格下跌时，人们可能会感到财富缩水，从而导致储蓄率下降和消费减少，从而进一步削弱经济的总需求和投资。

3 我国居民杠杆率的现状及传导机制

3.1 我国宏观杠杆率的演变及现状

宏观杠杆率反应一国或一地区的整体的债务规模，目前，我国较为权威的宏观杠杆率测度数据为中国国家资产负债研究中心所公布的《中国国家资产负债表》，其中通过测算居民、非金融企业、政府及金融机构四大部门加总得到全社会总杠杆水平，居民、非金融企业和政府三部门杠杆率之和构成实体部门杠杆率。图 3.1 为国家资产负债表研究中心发布的近 30 年我国实体部门杠杆率及其结构的变化趋势。以实体部门杠杆率变化趋势来看，1993-2008 年我国实体部门杠杆率变化趋势较为平缓；2018 年后实体部门杠杆率加速上升，趋势明显，非金融企业杠杆率的快速增长在其中做主要贡献。究其原因是 2008 年美国爆发了次贷危机并扩大为全球性金融危机，对我国经济发展也产生巨大冲击，为应对危机，中国政府推出刺激经济的一揽子计划，其中“四万亿”经济刺激计划为核心，而强烈的经济刺激政策短期内使经济短期快速回升但长期增长会受限于大量的债务压力（张晓晶，2021）。

根据国家资产负债表研究中心的统计数据显示，从 1993 年到 2008 年我国实体经济部门杠杆 15 年间增长 33.4%，年均增长 2.23%。其中非金融企业杠杆率总增长 3.5%，居民杠杆率总增长 10.1%，政府杠杆率总增长 19.8%，平均增幅平缓。2008 年受金融危机的冲击，非金融企业杠杆率快速抬升，仅 2009 年一年增加 20.4%，并带动实体部门杠杆快速增长。截止 2022 年三季度，实体部门杠杆率已经达到 273.9%，相比 2008 年增长了 132.7%，年均增长 9.48%。现阶段我国宏观杠杆率已达高位，且积累速度过快，发展经济的过程中需时刻警惕金融风险的发生。

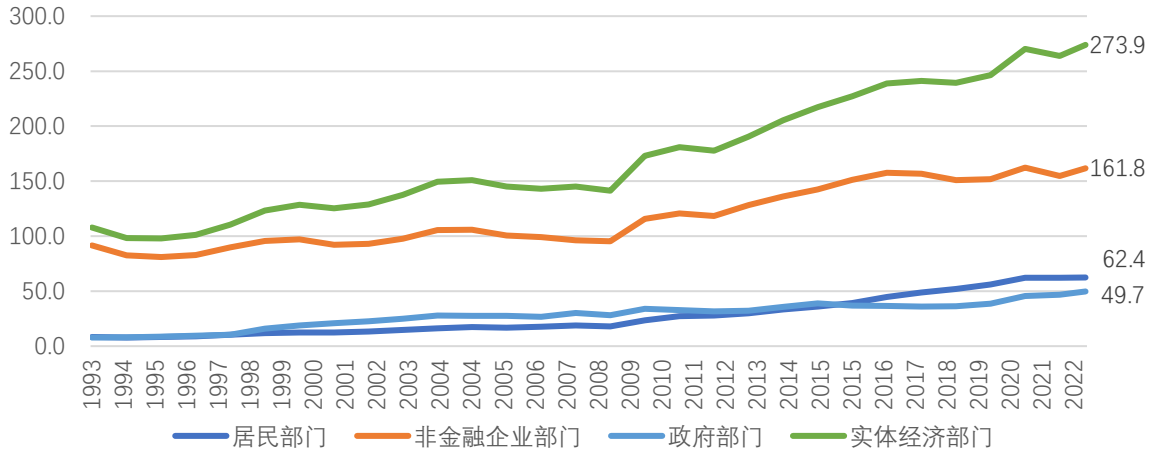


图 3.1 1993-2022 年实体部门杠杆率

数据来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）

对宏观杠杆率结构的分析进一步能捋清杠杆增长的主要成因及降杠杆政策成效。图 3.2 为我国居民、非金融企业和政府三部门杠杆趋势及占比结构变化图，左轴数轴对应折线图（居民杠杆率），右轴数轴对应柱形图（各部门杠杆所占百分比）。由图 3.2 可知，2008 年后，我国非金融企业杠杆率增速显著快于居民杠杆率和政府杠杆率，并在 2016 年企于平稳，2020 年短暂上升后进一步稳定控制。这一现象表明我国去杠杆政策是有效的。2015 年中央工作经济会议提出三去一降一补，随之去杠杆政策展开，五年的去杠杆政策为 2020 年新冠疫情冲击留足政策空间，以此在 2020 年抬升杠杆提振经济，并在经济向好时稳定杠杆，整体上非金融企业杠杆率现阶段已得到有效控制。我国政府杠杆分为中央政府杠杆和地方政府杠杆，中央政府杠杆作为跨周期调节政策和逆周期调节政策的一部分，受到经济周期和经济形势的影响，整体水平较低，而地方政府杠杆增长较快。

我国居民杠杆率从整体上看长期处于稳步上升趋势，现阶段居民杠杆增长对实体部门杠杆变化产生重要影响。由图 3.1 数据显示，我国居民杠杆率自 1993 年来持续增长，2008 年后开始加速增长，占实体经济部门杠杆率比例也持续增长，截止 2022 年已占比达 23%（图 3.2），成为影响宏观杠杆率持续上涨的重要组成，居民杠杆引致的风险已日益突出。

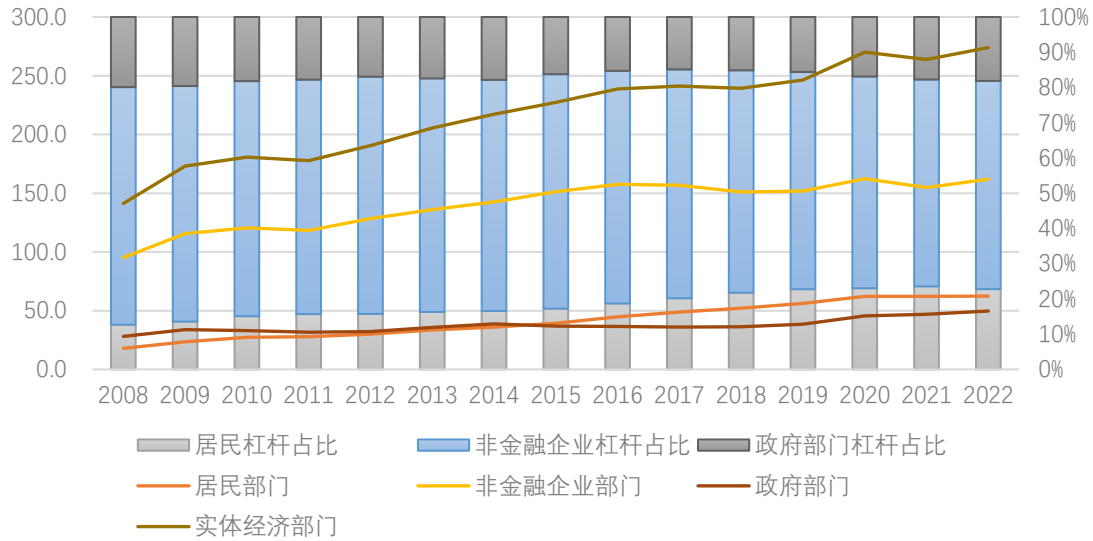


图 3.2 2008-2022 年各部门杠杆占实体经济部门比例(左轴对应折线图；右轴对应柱状图)
数据来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）

3.2 我国居民杠杆率的演变及现状

2008 年的国际金融危机被认为是美国居民部门过度杠杆化引发次贷危机产生的衍生风险。因此对居民杠杆率的深入分析有利于防范化解重大金融风险。根据国际清算银行数据显示（图 3.3），自 2006 年以来，我国居民杠杆持续上升，在 2013 年超过新兴市场经济体，并差额在不断扩大，至 2022 年二季度我国居民杠杆率高于新兴市场经济体 13.1%。观察美国和发达国家的居民杠杆率数据，2007 至 2009 期间达到最高值，之后开始稳步下降，期间经 2020 年新冠疫情影响短暂上升，随后继续下降。整体走势上与我国趋势恰好相反，两者居民杠杆率不断接近。在美国居民杠杆率最高值时刻也是美国爆发金融危机的时间，在此之前美国居民杠杆快速上升，最高达到 99.1%，这也提醒我们居民杠杆引致金融危机的风险。

从居民杠杆率的时间节点的横向对比图，也可观察出类似结论。图 3.4 为 2022 年三季度部分国家的居民杠杆率对比图，我国居民杠杆率高于印度、南非、墨西哥、俄罗斯等一众发展中国家，也同时高于欧元区平均居民杠杆率水平和德国、意大利等发达国家居民杠杆率。

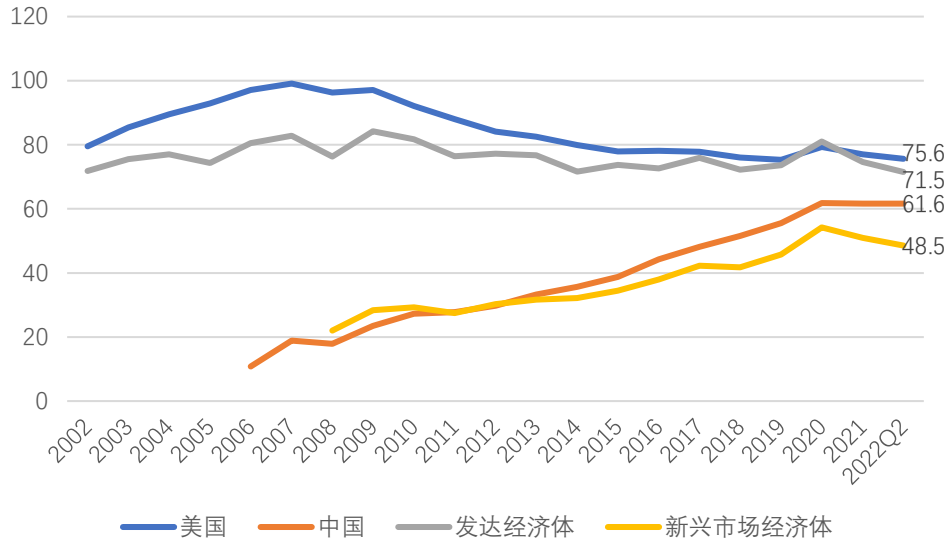


图 3.3 居民杠杆率的国际比较 (历史走势)

数据来源: 国际清算银行 (BIS)

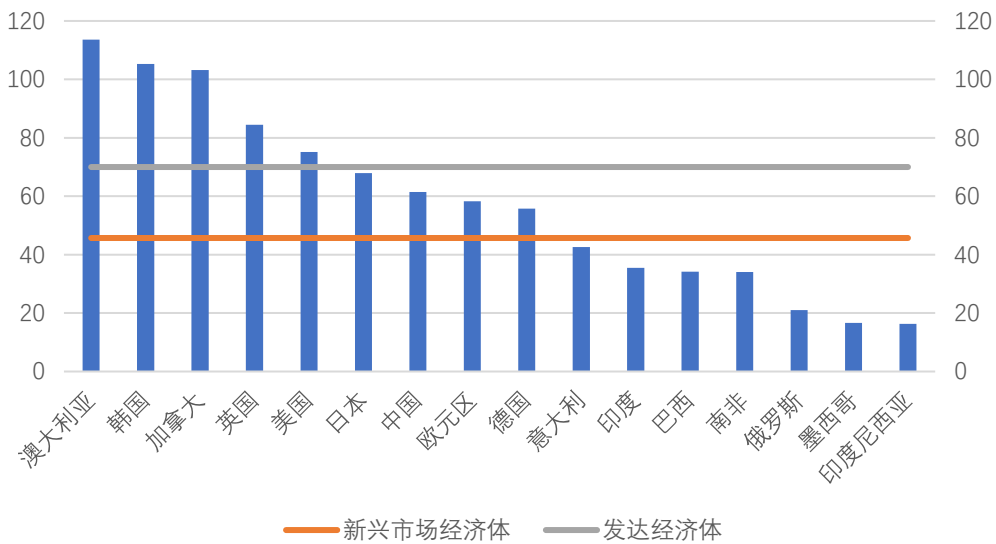


图 3.4 2022 年三季度部分国家居民杠杆率 (左轴代表柱状图; 右轴代表折线图)

数据来源: 国际清算银行 (BIS)

我国持续通过多项政策调整杠杆率的高增速和结构化问题, 从 2015 年提出降杠杆, 2018 年提出结构性去杠杆, 已经取得了显著成效。首先, 对于非金融企业杠杆率从 2016 年至 2020 年已经连续 5 年平稳趋势, 且 2021 年后稳中有降, 其次居民杠杆率的增速开始平稳, 2020 年至今居民杠杆率稳定于 62%左右, 两年未显著增长。一方面是政府对于房地产发展的管控, 已实现房地产“软着陆”, 稳定了房价; 另一方面, 疫情对于耐用消费品等产业的打击, 使得居民消费欲望

减弱，降低预期。

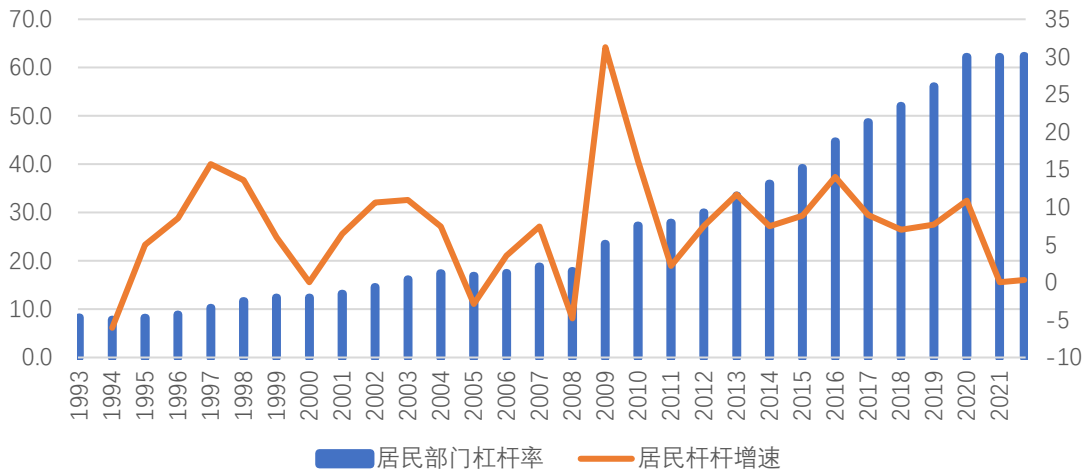


图 3.5 我国居民杠杆率及其增速（左轴为柱状图，右轴为杠杆增速）

数据来源：国家资产负债表研究中心（CNBS）

今后结构性去杠杆政策依旧要坚定实施，而且面临更加深层次的结构优化调整。我国幅员辽阔，经济发展不平衡，人口分布不平衡，造成我国居民杠杆水平不均，差距明显。以下表 3.1 采用人民银行公布的金融机构本外币信贷收支表住户贷款数据为居民债务统计口径，GDP 为国民收入发替代指标，居民杠杆率以债务收入比（债务/GDP）为标准测度，计算住户贷款余额与 GDP 之比得到我国 2021 年居民杠杆率。表中将其划分为中东西部地区，其中东部城市杠杆水平普遍偏高，浙江居民杠杆水平达到 95.32%，已经突破发达国家居民杠杆率；中西部居民杠杆普遍偏低，其中最低的为山西 31.48%，这与浙江居民杠杆水平相差 63.84%。此外，作为欠发达的地区的甘肃，居民杠杆率也达到了 63.72%，处于较高水平。

观察东部、中部、西部地区居民杠杆随时间变化趋势（图 3.6），2016 至 2021 年东部、中部、西部居民杠杆率均处于上升趋势，其中 2016 年东部居民杠杆率首次超过西部地区，且长期位列最高水平，数据显示，2021 年东部杠杆率 65.31%，比后续西部高出 13.41%；中部地区的居民杠杆率长期最低，但增速上较快，与西部地区的杠杆率水平不断接近，数据上看 2021 年西部 51.9%，中部 46.57%，仅相差 5.33%；西部地区的杠杆率在 2014 年高于东部，处于最高水平，近年来增速稳定，长期高于中部地区。

表 3.1 2021 年各省居民杠杆率水平

西部		中部		东部	
新疆	36.04	山西	31.48	辽宁	48.45
内蒙古	38.09	湖北	42.26	山东	48.50
青海	42.02	河南	42.28	海南	53.22
陕西	46.29	湖南	45.10	北京	54.50
云南	47.61	吉林	45.71	江苏	55.85
四川	49.72	黑龙江	46.06	河北	61.54
贵州	57.07	安徽	57.06	上海	66.08
宁夏	60.55	江西	61.58	福建	67.23
广西	60.88			天津	71.43
甘肃	63.72			广东	74.97
重庆	69.41			浙江	95.32

资料来源：中国人民银行、国家统计局

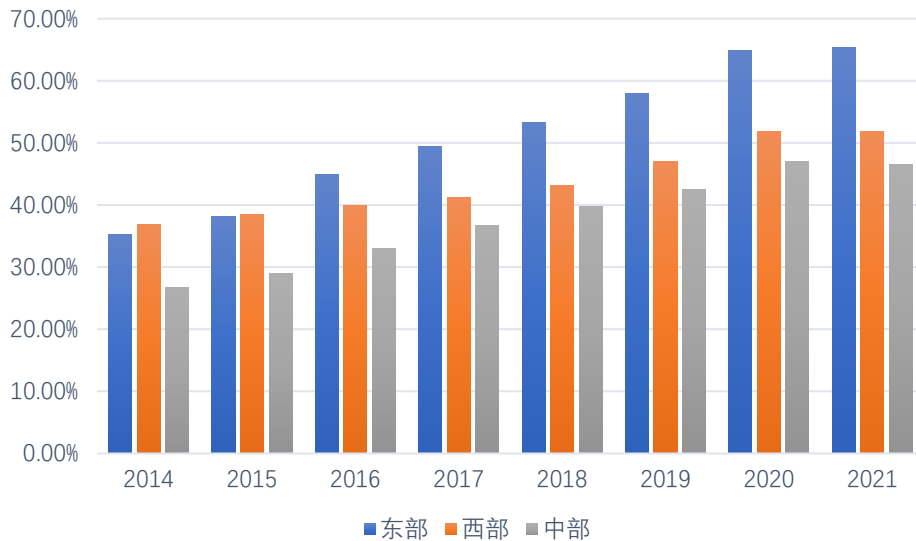


图 3.6 2014-2021 年东部、中部、西部居民杠杆率

资料来源：中国人民银行、国家统计局

3.3 居民杠杆对金融风险的影响机制及研究假设

3.3.1 居民杠杆对银行信贷风险的传导机制

居民杠杆在低水平时和高水平时对银行信贷风险产生不同的影响。首先，低水平的居民杠杆并不会引发金融风险，因为经济增长可增加宏观抗风险性。在经济发展过程中，消费拉动是与出口、投资并驾齐驱的经济动力源，因此适度的增加居民债务，增加居民部门的杠杆水平，放松居民信贷约束，能够很大程度刺激

内需，从而带来经济增长，促进就业，资金加速流动，企业蓬勃发展，一定程度增加了宏观经济的抗风险性。此时居民为了满足住房需求，加杠杆资金购买住房，引起房价的适度增加，一方面房价上涨趋势下，住房按揭贷款作为优质资产进入银行，提升银行的贷款质量；另一方面房价上涨具有财富效应，房地产作为居民重要资产的载体，房价上涨提升居民的财富水平，居民资产性收入增加对居民的信用水平提升，银行对居民的贷款坏账降低。

此外，低水平居民杠杆适度增加还可通过优化企业经营业绩，降低非金融企业部门杠杆，从而降低债务违约风险。我国居民具有高储蓄率的特点，杠杆风险承受能力较强，将居民部门杠杆资金促进消费，可盘活企业存货，增加资金的流动性，降低债务水平。因此居民杠杆在低水平区间增长时反而降低银行信贷风险水平。

居民杠杆率过高也会通过房地产和企业债务的渠道传导至银行信贷风险。首先房地产作为居民杠杆的主要载体，也是风险的主要来源。居民加杠杆和房价上涨之间具有螺旋上升效应，居民加杠杆购买住房，在住房资源供不应求下，必然造成房价上涨，房价上涨使得住房刚需者需要更多的杠杆资金购买住房，其次也会引来投机者参与房价炒作，由此再推动房价上涨，不断循环上升。过高的杠杆引起居民部门的债务水平过高，增加居民债务违约风险。其次居民部门高债务水平会对居民消费产生挤出效应。在经济发展中，消费抑制会表现为社会总需求的不足，会进一步传导至企业部门引起企业销售收入和利润下滑，经营陷入困难，企业为增加资金流动性，会增加短期借款，企业杠杆因此增加，在经营无法改善下，便引发债务违约，造成银行的坏账，增加银行信贷风险。

因此，本文提出假设 1：居民杠杆率与银行信贷风险呈“U”型关系；

假设 2：居民杠杆通过房地产渠道影响银行信贷风险，并且在低房价时降低风险，高房价时增加风险；

假设 3：居民杠杆通过企业债务渠道影响银行信贷风险，并且在低债务时降低风险，高债务时增加风险；

3.3.2 居民杠杆对资产价格风险的传导机制

居民杠杆通过房地产渠道和企业债务渠道传导资产价格风险。首先，依据上

文分析，居民杠杆和房价之间呈现螺旋上升的关系，因此高居民杠杆率引起房价水平过高，依据资产泡沫理论，当房价上涨严重背离市场供需，不再上涨甚至下跌时，房地产所具有的资产价值不足以覆盖杠杆资金的负债成本时，房地产持有者便会出售房产，大量资产恐慌式抛售引起资产价格暴跌，增加资产价格风险。其次，高杠杆引起的居民部门高债务水平，消费水平受到抑制，社会需求不足，企业对外需求不足引起经营危机，进而引起企业现金流减少，短期债务增加，对公司股价造成波动，资产价格风险增加。

因此，本文提出假设 4：居民杠杆率与资产价格风险呈现正向关系；

假设 5：居民杠杆通过房地产渠道和企业债务渠道传到资产价格风险。

4 居民杠杆率与金融风险的实证研究

4.1 实证研究设计

4.1.1 数据来源和变量描述

本文选取我国 2005—2021 年的 30 个省市自治区的面板数据作为研究对象，由于西藏自治区数据缺少严重，数据准确性不够，会影响实证结果，所以本文样本中不包括西藏自治区。核心解释变量、被解释变量、中介变量及控制变量的数据通过 Wind 数据库、国家统计局、中国人民银行网站、各省统计年鉴和东方财富 Choice 数据库获得。

(1) 被解释变量

金融风险项。本文通过银行信贷风险指标——不良贷款率（NPL），及资产价格波动指标——股票价格指数波动率（SVOL）来衡量金融风险。其中，银行业是我国金融体系的核心，银行不良贷款率是银行整体风险水平的核心指标，因此，本文选取银行不良贷款率来衡量银行信贷方面的金融风险。另外，股票市场是经济的晴雨表，股票市场的资产价格波动会反应并影响经济。股票价格指数是股市价格的指标，本文选取 A 股上证指数波动率（SVOL）来刻画资产价格方面的金融风险。

股票价格指数的波动率测算方法如下：首先，我们通过每日股票价格指数收益率，基于已实现波动率的方法，计算出月度股票价格指数波动率，具体方法如下：

$$v_{i,k} = \sum_{j=(i-1)k}^{ik} (\ln S_j - \ln S_{j-1})^2$$

其中， S_j 为样本的价格数据； $i = 1, 2, \dots, n$ ； $j = 1, 2, \dots, k$ ； i 为第 i 个月； j 为第 i 月第 j 个交易日； k 为每个月第 k 日的收益率。然后，将个股月度股票波动率转化为年度波动率（年度波动率=当年月度波动率之和）。最后，将个股市值在对应所在省份股票总市值中的占比作为权重乘以个股年度波动率得到该省份的股票波动率。

（2）核心解释变量

本文核心解释变量为居民杠杆率，居民杠杆率的测度上分为宏观和微观两个层次，宏观口径杠杆率和微观口径杠杆率计算方法不同，但理论上所计算最终结果应是相近的。然而微观数据无法做到普查结果全面准确以及宏观数据统计误差较多，造成两者数据并不互通，是不同角度对居民部门债务情况等方面的指标。

宏观数据的居民杠杆率相比微观数据的杠杆率，具有数据可得性更优的特点。此外宏观数据是连续统计年份，可观察居民杠杆率的趋势变化。微观数据依靠调查问卷形式获取，在数据的全面性、连续性、有效性和可信性均有不足。我国居民微观数据最权威的是西南财经大学中国家庭金融调查与研究中国家庭金融调查（CHFS），该数据调查算出 2011 年、2013 年、2015 年、2017 年、2019 年的家庭资产负债调查情况。然而该数据缺乏连续性，对于本文研究的更长时间段居民杠杆率不适用。

就宏观数据杠杆率中，居民部门债务总量与 GDP 之比确定居民杠杆率是现有研究中使用最广泛的。此种计算方式本质上是债务收入比的形式之一，它相比于债务资产比，在衡量居民部门负债风险中具有优势（迟香婷，2020）。首先，债务资产比在微观家庭中可以度量家庭负债以及资产的负债消化能力，家庭可通过出售资产还债，显示负债的清偿力。但是扩展到宏观角度，首先缺少各省份所有居民家庭资产和负债数据统计数据，其次居民部门整体的资产对居民部门整体的负债不具有清偿性，因为居民出现债务过高时，集体清偿资产必然导致资产价值下滑，从而资产的清偿力度减弱，反而不能反应居民部门的偿债能力，不能很好反应债务风险。

居民债务总额与 GDP 之比选用 GDP 衡量收入水平具有地区范围的准确性。国家统计局对收入相关指标包括 GDP 和 GNP 指标，其中 GDP 衡量所在地区的统计对象，无论当地的国籍户籍所在地；GNP 衡量的是国民原则，即无论统计对象所在地是否为统计地区，均纳入 GNP 统计。从此来看，本文研究侧重于对省份地区的居民杠杆率统计，因此以地域限制的 GDP 衡量收入具有更优性。

经过以上分析，本文核心解释变量选取居民债务总额与 GDP 之比测算居民杠杆率（hlev），其中居民债务总额使用人民银行公布的各省年末住户贷款余额表示。由此，以各省住户贷款余额/各省 GDP 计算各省居民杠杆率（hlev）；同时本

文进一步加入各省居民杠杆率的平方项(hlev2)，研究居民杠杆率对金融风险的非线性关系；

(3) 中介变量

中介变量参考李程（2019）、黄倩（2021）等文献，设定为各省房价收入比（hpir）、各省上市公司资产负债率（debt），其分别表示“房地产渠道”传导金融风险 and “企业债务渠道”传导债务风险。

(4) 控制变量

参考王擎（2019）选取了投资市场化程度（shc）和开放度（open）度量经济发展程度，GDP 增长率（gdp）和通货膨胀率（inf）度量经济增长能力、存款增长率（dep）度量银行业规模，工业企业资产负债率（dar）度量企业效益。

表 4.1 各变量及其含义

类型	变量符号	变量名称	经济含义
被解释变量	npl	银行不良贷款率	银行信贷方面金融风险水平
	svol	股票价格指数波动率	资产价格方面金融风险水平
解释变量	hlev	居民杠杆率	地区住户贷款余额/地区 GDP
	hlev2	居民杠杆率的平方	地区住户贷款余额地区/GDP 的平方项
中介变量	hpir	房价收入比	(地区人均住房面积×地区单位面积住宅平均销售价格)/地区人均收入
	debt	企业资产负债率	地区上市公司负债/地区上市公司资产
控制变量	sch	投资市场化程度	(地区利用外资总额+自筹投资额+其他投资额)/地区全社会固定资产投资总额
	open	对外开放度	地区进出口贸易总额/地区 GDP
	gdp	经济增长率	地区 GDP 增长率
	inf	通货膨胀率	地区居民消费价格指数-1
	dep	存款增长率	地区银行存款增长率
	dar	工业企业资产负债率	地区工业企业资产总计/地区工业企业负债总计

4.1.2 描述性统计

表 4.2 各变量的描述性统计结果

变量名称	变量符号	观察值	均值	标准差	最小值	最大值
银行不良贷款率	npl	510	3.338	4.272	-0.2	24.6
股票价格指数波动率	svol	510	0.200	0.676	0.001	11.028
居民杠杆率	hlev	510	44.41	17.83	17.454	110.482
居民杠杆率的平方	hlev2	510	2289.54	1857.185	304.658	12206.372
房价收入比	hpir	510	11.802	3.09	5.382	24.14
企业资产负债率	debt	510	58.026	6.054	38.236	91.36
投资市场化程度	sch	510	78.991	9.027	39.323	94.309
对外开放度	open	510	30.473	32.743	.723	151.529
经济增长率	gdp	510	9.394	3.36	-5.4	19.6
通货膨胀率	inf	510	2.552	1.753	-2.3	10.1
存款增长率	dep	510	14.473	7.248	0.553	36.289
工业企业资产负债率	dar	510	58.245	5.585	36.542	76.079

4.2 模型设定

4.2.1 居民杠杆率与金融风险的基准模型

本文样本数据为 2015-2021 年 30 个省份的省级数据，并借鉴以往文献的研究方法，建立面板模型，研究居民杠杆分别对银行信贷风险的影响和资产价格风险的影响，并在对银行信贷风险研中加入解释变量居民杠杆率的平方项，分析二者的非线性关系。模型如下：

$$npl_{i,t} = C + ahlev_{i,t} + \beta hlev2_{i,t} + \delta Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 1$$

$$svol_{i,t} = C + ahlev_{i,t} + \delta Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 2$$

其中，下标*i*表示省份，下标*t*表示年份； $npl_{i,t}$ 为银行不良贷款率，代表银行信贷风险，其值越大则风险水平越高； $svol_{i,t}$ 为股票指数价格波动率，代表资产价格风险，其值越大则风险水平越高； $hlev_{i,t}$ 为居民杠杆率； $hlev2_{i,t}$ 为居民杠杆率平方； $Z_{i,t}$ 对金融风险产生影响的控制变量，本文控制变量为地区经济发展程度、地区经济增长能力、地区银行业规模和地区企业效益四方面因素； μ_i 为个体固定效应； φ_t 为年份固定效应； $\varepsilon_{i,t}$ 为随机误差项；C 为常数项。

4.2.2 居民杠杆率对银行信贷风险影响的渠道模型——中介效应模型

根据上述理论机制分析,居民杠杆通过房地产渠道和企业债务渠道影响金融风险。本文引入房价收入比作为房地产渠道的中介变量,企业资产负债率表示企业债务渠道中介变量。中介效应模型表达式如下:

$$\begin{cases} Y = cX + \varepsilon_1 \\ M = aX + \varepsilon_2 \\ Y = c_1X + bX + \varepsilon_3 \end{cases} \quad 3$$

进一步对于银行信贷风险研究,本文设置中介效应模型如下:

(1) 分析房地产渠道:

$$npl_{i,t} = c_1 + c_2hlev_{i,t} + c_3hlev2_{i,t} + c_4Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 4$$

$$hpir_{i,t} = a_1 + a_2hlev_{i,t} + a_3hlev2_{i,t} + a_4Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 5$$

$$npl_{i,t} = b_1 + b_2hlev_{i,t} + b_3hlev2_{i,t} + b_4hpir_{i,t} + b_5Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 6$$

其中, i 为省份, t 为年份, $npl_{i,t}$ 表示银行不良贷款动率, $hpir_{i,t}$ 为中介变量房价收入比, $Z_{i,t}$ 为控制变量且与1、2式中的控制变量相同。根据中介效应模型逐步回归法验证,依次对4、5、6式回归,观察估计系数 c_2 、 a_2 、 b_4 是否均通过显著性检验,若均通过则证明存在中介效应,当 b_2 同时显著时则进一步推断为部分中介效应,否则为完全中介效应。

(2) 同上,本文引入企业资产负债率作为中介变量分析企业债务渠道,模型如下:

$$npl_{i,t} = c_1 + c_2hlev_{i,t} + c_3hlev2_{i,t} + c_4Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 7$$

$$debt_{i,t} = a_1 + a_2hlev_{i,t} + a_3hlev2_{i,t} + a_4Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 8$$

$$npl_{i,t} = b_1 + b_2hlev_{i,t} + b_3hlev2_{i,t} + b_4debt_{i,t} + b_5Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 9$$

其中, $debt_{i,t}$ 为中介变量资产负债率,其它变量同4、5、6式。

4.2.3 银行信贷风险的传导渠道的非线性检验

(1) 中介变量房价收入比对银行信贷风险的非线性影响

在6式基础上,本文引入房价收入比二次方,验证房地产对银行信贷风险具有低房价降低金融风险,高房价增加金融风险的效应。

$$npl_{i,t} = k_1 + k_2hlev_{i,t} + k_3hlev2_{i,t} + k_4hpir_{i,t} + k_5hpir2_{i,t} + k_6Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t +$$

$m_{i,t}$

10

其中, $hpir2_{i,t}$ 为房价收入比的二次方, 其它变量同上。

(2) 中介变量房价收入比对银行信贷风险的非线性影响

在 9 式基础上, 本文引入企业资产负债率的二次方, 验证企业债务对金融风险具有低债务降低金融风险, 高债务增加金融风险的效应。

$$npl_{i,t} = k_1 + k_2 hlev_{i,t} + k_3 hlev2_{i,t} + k_4 debt_{i,t} + k_4 debt2_{i,t} + k_5 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 11$$

其中, $debt_{i,t}$ 为企业资产负债率的二次方, 其它变量同上。

4.2.4 居民杠杆率对资产价格风险影响的渠道模型——中介效应模型

(1) 分析房地产渠道:

$$svol_{i,t} = c_1 + c_2 hlev_{i,t} + c_3 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 12$$

$$hpir_{i,t} = a_1 + a_2 hlev_{i,t} + a_3 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 13$$

$$svol_{i,t} = b_1 + b_2 hlev_{i,t} + b_3 hpir_{i,t} + b_4 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 14$$

变量含义同上, 观察估计系数 c_2 、 a_2 、 b_3 是否均通过显著性检验, 若均通过则证明存在中介效应, 当 b_2 同时显著时则进一步推断为部分中介效应, 否则为完全中介效应。

(2) 同上, 本文引入企业资产负债率作为中介变量分析企业债务渠道, 模型如下:

$$svol_{i,t} = c_1 + c_2 hlev_{i,t} + c_3 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 15$$

$$debt_{i,t} = a_1 + a_2 hlev_{i,t} + a_3 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 16$$

$$svol_{i,t} = b_1 + b_2 hlev_{i,t} + b_3 debt_{i,t} + b_4 Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 17$$

其中, $debt_{i,t}$ 为中介变量资产负债率, 其它变量同 12、13、14 式。

4.3 我国居民杠杆率对金融风险的实证研究

4.3.1 居民杠杆率和金融风险关系

本文采用的相关变量通过单位根检验和 Hausman 检验后, 选择固定效应模

型进行进一步的回归分析。

基于固定效应模型 1，检验居民杠杆对银行信贷风险的影响，并逐步引入控制变量观察计量结果的变化，以下表 4.3 为具体的计量结果。

表 4.3 居民杠杆对银行信贷风险的回归结果

变量	银行不良贷款率npl			
	(1)	(2)	(3)	(4)
hlev	-0.197*** (0.051)	-0.141** (0.055)	-0.156*** (0.054)	-0.212*** (0.055)
hlev2	0.002*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.000)	0.002*** (0.000)
sch		0.030 (0.024)	0.028 (0.024)	0.035 (0.023)
open		-0.045*** (0.015)	-0.048*** (0.015)	-0.051*** (0.014)
gdp			-0.270*** (0.081)	-0.225*** (0.081)
inf			-0.429** (0.199)	-0.293 (0.196)
dep				-0.089*** (0.027)
dar				0.157*** (0.041)
_cons	12.858*** (1.823)	14.974*** (2.492)	19.683*** (2.735)	14.639*** (3.225)
ID	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	510	510	510	510
r2	0.687	0.693	0.703	0.720

注：括号内为标准误；***、**、和*分别代表在 1%、5%和 10%的显著性水平下显著，下同

通过表 4.3 可知，银行不良贷款率作为被解释变量，居民杠杆率作为解释变量时，依次加入经济发展、经济增长、银行规模、企业效益控制变量后，居民杠杆率 hlev 系数为负，且均高度显著，同时居民杠杆率的平方项系数显著为正，验证居民杠杆率和银行信贷风险之间具有非线性关系，即显著为“U”型关系。在居民杠杆较低时，居民部门加杠杆，可降低银行不良贷款率，降低银行信贷风险；但居民杠杆增加到一定水平后，继续增加杠杆，则会扩大银行信贷风险，产生大

量不良贷款。依据以上计量结果(5)，计算得出居民杠杆影响银行信贷风险的拐点为53.00，即居民杠杆率在53%以下时，居民部门加杠杆可降低地区银行信贷风险，高于53%时，加杠杆则会增加地区银行信贷风险。

以上实证结果与前文传导机制分析一致，假设1成立，居民杠杆较低时，银行信贷受益于优质住房贷款的增加，以及企业杠杆转移，降低企业债务压力，会呈现风险水平降低的趋势；当居民部门过度杠杆化后，增加了居民偿债压力，传导至银行的信用风险水平增加，同时，及居民部门高债务，降低消费需求，整个社会的消费需求降低引起企业效益的降低，大量企业的经营恶化后就引起企业对银行的债务违约。

基于固定效应模型2，检验居民杠杆对资产价格风险的影响，并逐步引入控制变量观察计量结果的变化，以下表4.4为具体的计量结果。

表4.4 居民杠杆对资产价格风险的回归结果

变量	股票价格指数波动率svol			
	(1)	(2)	(3)	(4)
hlev	0.013*** (0.032)	0.022*** (0.005)	0.021*** (0.005)	0.027*** (0.005)
sch		0.014** (0.008)	0.010* (0.005)	0.011* (0.007)
open		0.002 (0.002)	-0.001 (0.003)	-0.001* (0.002)
gdp			-0.007 (0.016)	-0.016 (0.020)
inf			-0.160*** (0.048)	-0.188*** (0.048)
dep				0.009* (0.006)
dar				-0.036*** (0.008)
_cons	-0.275*** (0.149)	-1.696** (0.494)	-0.969* (0.544)	-0.954 (0.878)
ID	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	510	510	510	510
r2	0.516	0.524	0.565	0.769

由表4.4回归结果可知，股票价格指数波动率作为被解释变量时，依次加入控制变量，居民杠杆率显著且为正值，说明居民杠杆率对股票价格指数波动率代

表的资产价格风险产生正向效应，即居民杠杆率增加会增加股票价格波动，增加资产价格风险，因此假设 4 成立。

4.3.2 异质性分析

根据各省样本数据，考虑我国东部、中部、西部之间发展水平不同，进一步分析不同区域的差异性，因此将全样本按照省份归属东部、中部、西部分为三部分，加入控制变量后，依次回归。以下表 4.5 和表 4.6 分别为居民杠杆对银行信贷风险的异质性分析和对资产价格风险的异质性分析，其中(1)、(2)、(3)分别代表东部、中部、西部。

表 4.5 居民杠杆对银行信贷风险影响的异质性分析

变量	银行不良贷款率npl		
	(1)	(2)	(3)
hlev	-0.253** (0.106)	-0.392*** (0.129)	-0.268*** (0.064)
hlev2	0.002** (0.001)	0.004*** (0.001)	0.003*** (0.001)
sch	0.142*** (0.047)	0.050 (0.047)	-0.035 (0.026)
open	-0.055** (0.025)	0.153*** (0.056)	-0.021 (0.026)
gdp	-0.015 (0.166)	0.018 (0.118)	-0.458*** (0.118)
inf	-0.452 (0.441)	-0.203 (0.510)	-0.274 (0.260)
dep	-0.101** (0.042)	-0.245*** (0.066)	0.121** (0.057)
dar	0.249*** (0.080)	0.020 (0.045)	0.089* (0.053)
_cons	3.185 (5.373)	17.906** (6.878)	17.231*** (4.609)
ID	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
N	187	136	187
r2	0.630	0.882	0.726

由表 4.5 可知，银行不良贷款率为被解释变量，东部、中部、西部的回归结

果居民杠杆（hlev）均显著且为负，居民杠杆平方项（hlev2）均显著且为正，说明均是“U”型关系，这与全国回归结果相同。进一步计算拐点值分别为东部 63.3、中部 49、西部 44.7，东部地区的拐点值明显大于中部地区和西部地区，这是因为东部地区的发展水平普遍较高，金融体系较完善，具有较强的抗风险能力。而中部和西部的拐点小于全国水平，应因地制宜的实施居民部门杠杆政策。

表 4.6 居民杠杆对资产价格风险影响的异质性分析

变量	股票价格指数波动率svol		
	(1)	(2)	(3)
hlev	0.134*** (0.032)	0.007*** (0.002)	0.003*** (0.001)
sch	0.003 (0.014)	-0.002** (0.001)	0.001*** (0.000)
open	-0.016** (0.008)	-0.002* (0.001)	-0.000 (0.000)
gdp	-0.014 (0.049)	-0.002 (0.002)	0.002 (0.002)
inf	-0.139 (0.132)	0.010 (0.008)	-0.006 (0.004)
dep	0.016 (0.012)	0.004*** (0.001)	0.000 (0.001)
dar	-0.037 (0.024)	0.001 (0.001)	-0.003*** (0.001)
_cons	-0.208 (1.603)	-0.043 (0.108)	0.043 (0.079)
ID	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
N	187	136	187
r2	0.588	0.815	0.547

由表 4.6 回归结果可知，股票价格指数波动率作为被解释变量，居民杠杆率（hlev）均显著且为正，这与上文分析一致。东部、中部、西部地区的居民杠杆率的系数分别为 0.134、0.007 和 0.003，东部地区明显大于中部地区和西部地区，即居民杠杆会增加股价波动且影响最大。本文分析造成地区差异的原因是东部地区金融市场发达，汇集了我国上海证券交易所和深圳证券交易所，而且京津冀、长三角、珠三角地区高净值人群占比高，参与金融交易的规模和频率均大于中西部，居民加杠杆后的一部分资金进入了股市，由此造成东部地区居民杠杆影响股

价波动较深，更易造成资产价格泡沫。

4.3.3 稳健性检验

为了实证结果更加稳健，本文进一步进行稳健性检验。借鉴于黄倩（2021）中使用的系统 GMM 模型，本文将被解释变量分别滞后一期作为工具变量，将模型调整为动态面板模型，用系统 GMM 的方法估计，并进行两步回归和“WC-Robust Standard Error”的方法得到稳健标准误，以保证模型估计的稳健有效。动态面板模型如下：

$$npl_{i,t} = C + \gamma npl_{i,t-1} + \alpha hlev_{i,t} + \beta hlev2_{i,t} + \delta Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 18$$

$$svol_{i,t} = C + \gamma svol_{i,t-1} + \alpha hlev_{i,t} + \delta Z_{i,t} + \mu_i + \varphi_t + \varepsilon_{i,t} \quad 19$$

表 4.7 居民杠杆率对金融风险的系统 GMM 估计结果

变量	银行不良贷款率npl		股票价格指数波动率svol	
	(1)	(2)	(3)	(4)
L.npl	0.716*** (0.032)	0.815*** (0.032)		
L.svol			0.783*** (0.048)	0.629*** (0.042)
hlev	-0.433** (0.129)	-0.331*** (0.109)	0.036*** (0.013)	0.113*** (0.030)
hlev2	0.004** (0.002)	0.002** (0.001)		
sch		0.155** (0.060)		0.064** (0.031)
open		0.009 (0.029)		-0.007* (0.004)
gdp		0.557*** (0.104)		-0.129** (0.043)
inf		-0.420*** (0.075)		0.225** (0.089)
dep		-0.340*** (0.091)		0.037* (0.016)
dar		0.200** (0.088)		-0.109 (0.067)
_cons	-14.441* (7.536)	-38.148*** (7.577)	-0.215* (0.121)	-2.662* (3.953)
N	510	510	510	510
AR(1)	-2.40 (0.002)	-2.36 (0.001)	-1.31 (0.002)	-1.63 (0.001)

AR(2)	0.51 (0.607)	0.5 (0.614)	0.73 (0.466)	0.43 (0.663)
Hansen	10.24 (0.624)	10.20 (0.595)	27.44 (0.238)	22.64 (0.254)

注：AR 括号外为 z 检验值，括号内为 P 值；Hansen 括号外为 chi2 值，括号内为 P 值；L.npl 代表银行不良贷款率（npl）的一阶滞后项；L.svol 代表股票价格指数（svol）的一阶滞后项。

上表为稳健型检验的 GMM 估计结果，其中（1）和（3）未添加控制变量，（2）和（4）为加入控制变量的结果。（1）和（2）为居民杠杆率对银行不良贷款率的估计，可知一阶滞后项 L.npl 均显著，居民杠杆率一次项显著为负，居民杠杆率二次项显著为正，居民杠杆对金融风险的“U”型关系成立。均通过了 AR 检验和 Hansen 检验，证明估计结果文件有效。

（3）和（4）式为居民杠杆率对股票价格指数波动率的估计结果，显示股票价格指数波动率一阶滞后项 L.svol 均显著，居民杠杆率显著为正，说明居民杠杆率与股票价格指数波动成正向关系，与上文结论相同。GMM 结果通过 AR 检验和 Hansen 检验，估计结果稳健有效。

4.3.4 居民杠杆率对银行信贷风险影响的渠道检验

根据本文理论机制分析，居民杠杆率对银行信贷风险的影响分为房地产渠道和企业债务渠道，并且在房地产渠道以房价收入比为中介变量中，对银行信贷风险产生非线性影响，房价较低时降低风险，房价较高增加风险。在企业债务渠道中同样具有对风险的非线性影响，低债务水平降低风险，高债务水平增加风险。

（1）房地产渠道的中介效应

表 4.8 为房地产渠道检验，其中（1）-（3）为中介效应检验，对应上述模型 4、模型 5、模型 6，（4）为加入房价收入比二次项检验房价对的非线性关系，对应模型 10。

表 4.8 居民杠杆影响银行信贷风险的房地产价格渠道检验

变量	(1) npl	(2) hpir	(3) npl	(4) npl
hlev	-0.212*** (0.055)	0.161*** (0.041)	-0.206*** (0.055)	-0.156*** (0.041)
hpir			-0.036** (0.090)	-0.464** (0.233)

hpir2				0.020** (0.009)
hlev2	0.002*** (0.000)	-0.004 (0.018)	0.002*** (0.000)	0.001*** (0.000)
sch	0.035 (0.023)	-0.012** (0.005)	-0.017 (0.017)	-0.009 (0.018)
open	-0.051*** (0.014)	0.355*** (0.074)	-0.018*** (0.005)	-0.017*** (0.005)
gdp	-0.225*** (0.081)	0.053 (0.207)	-0.250*** (0.076)	-0.235*** (0.076)
inf	-0.293 (0.196)	0.061** (0.030)	0.191 (0.205)	0.203 (0.205)
dep	-0.089*** (0.027)	-0.220*** (0.024)	-0.084*** (0.030)	-0.082*** (0.030)
dar	0.157*** (0.041)	0.023 (0.021)	0.077*** (0.026)	0.083*** (0.026)
_cons	14.639*** (3.225)	15.611*** (2.642)	14.926*** (2.717)	16.479*** (2.799)
ID	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	510	510	510	510
r2	0.720	0.854	0.627	0.631

依据中介效应检验理论（温忠麟 2005），表 4.8 中，（1）式为居民杠杆率对银行不良贷款率的基准回归结果，居民杠杆率系数显著；（2）式为居民杠杆率对中介变量房价收入比的回归结果，居民杠杆率系数显著；（3）式为居民杠杆率和中介变量对银行不良贷款率的回归结果，中介变量房价收入比的系数显著则中介效应成立，且居民杠杆率的系数也显著，因此居民杠杆率对银行不良贷款率的影响为部分中介效应，其中直接效应为-0.206，间接效应约为-0.006（由 0.161 和 -0.036 乘积得到）。进一步由表 5.6 中（4）式可知，加入房价收入比的二次项后，房价收入比显著为负，房价收入比的平方项显著为正，因此房价收入比对银行不良贷款率为非线性影响，即“U”型关系，低房价收入比会降低银行信贷风险，高房价收入比会增加金融风险。

因此，居民杠杆对银行信贷风险的直接效应为负，且为“U”型关系，即先降低后增加。同时居民杠杆对房地产价格为正向效应，增加房价收入比，房价收入比的增加以“U”型关系作用于银行信贷风险，总体使得居民杠杆和银行信贷风险呈现“U”型关系，假设 2 成立。

(2) 企业债务渠道的中介效应

表 4.9 为企业债务渠道检验，其中 (1) - (3) 为中介效应检验，对应上述模型 7、模型 8、模型 9，(4) 为加入企业资产负债率二次项检验企业债务的非线性关系，对应模型 11。

表 4.9 居民杠杆影响银行信贷风险的企业债务渠道检验

变量	(1) npl	(2) debt	(3) npl	(4) npl
hlev	-0.212*** (0.055)	0.171** (0.094)	-0.221*** (0.040)	-0.164*** (0.102)
debt			0.052** (0.021)	-1.391** (0.621)
debt2				0.011* (0.005)
hlev2	0.002*** (0.000)	-0.001 (0.001)	0.001*** (0.000)	0.001*** (0.001)
sch	0.035 (0.023)	-0.170*** (0.041)	-0.005 (0.018)	-0.173** (0.059)
open	-0.051*** (0.014)	-0.080*** (0.026)	-0.019*** (0.005)	-0.061** (0.026)
gdp	-0.225*** (0.081)	0.242* (0.144)	-0.237*** (0.073)	0.297** (0.118)
inf	-0.293 (0.196)	-0.615* (0.349)	0.208 (0.204)	-0.498*** (0.114)
dep	-0.089*** (0.027)	-0.037 (0.049)	-0.079*** (0.030)	-0.203*** (0.033)
dar	0.157*** (0.041)	0.141*** (0.050)	0.062*** (0.024)	0.198*** (0.073)
_cons	17.591*** (3.597)	67.973*** (5.628)	11.972*** (2.977)	80.278*** (19.63)
ID	YES	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES	YES
N	510	510	510	510
r2	0.720	0.554	0.631	0.413

表 4.9 中，(1) 式显示居民杠杆率对银行信贷风险的总效应为-0.212，(2) 式中居民杠杆率系数显著为正，表明居民杠杆助推企业债务上升，(3) 式中居民杠杆率和企业资产负债率与银行资产负债率的估计结果显著，中介效应成立且为部分中介效应。总效应为-0.212，直接效应为-0.221，间接效应为 0.009 (由 0.161 和

0.052 乘积得到)。因此居民杠杆增加会先助推企业资产负债率的上升,而企业资产负债率增加时在低水平反而增加了企业的发展动能,降低银行信贷风险。但是在高水平时会进一步增加银行信贷风险。由此,居民杠杆会通过企业债务水平影响银行信贷风险,并且企业债务会对银行信贷风险产生非线性影响,假设 3 成立。

4.3.5 居民杠杆率对资产价格风险影响的渠道检验

依据上文对居民杠杆率和资产价格的影响机制分析,居民杠杆率对资产价格风险主要体现为正向推动作用。从具体传导路径而言,分为房地产渠道和企业债务渠道,其一居民加杠杆会对房价提到拉高作用,市场过热下过高的房价会背离供需平衡点,从而产生房地产价格泡沫,进一步传导至其他金融市场产生资产价格风险。其二,高房价会抑制居民的预期消费能力,其次居民加杠杆导致债务水平过高也会抑制消费,消费会传导至企业生产,企业业绩下滑导致现金流吃紧,导致企业的股价下穿或波动,增加资产价格风险。由此,引入房价收入比和企业资产负债率分别作为中介变量,检验房地产渠道和企业债务渠道对资产价格风险的影响。

(1) 房地产渠道的中介效应

表 4.10 为房地产渠道检验,(1)-(3)为中介效应检验,对应上述模型 12、模型 13、模型 14。

表 4.10 居民杠杆影响资产价格风险的房地产价格渠道检验

变量	(1) svol	(2) hpir	(3) svol
hlev	0.027*** (0.005)	0.038** (0.015)	0.028*** (0.004)
hpir			-0.017*** (0.015)
sch	0.011* (0.007)	-0.058*** (0.020)	0.108 (0.005)
open	-0.001* (0.002)	-0.019*** (0.007)	-0.002 (0.002)
gdp	-0.016 (0.020)	0.004 (0.048)	-0.013 (0.020)
inf	-0.188*** (0.048)	0.150 (0.106)	-0.189*** (0.048)

dep	0.009* (0.006)	-0.013 (0.015)	0.010 (0.007)
dar	-0.036*** (0.008)	-0.022 (0.021)	-0.038*** (0.008)
_cons	-0.954 (0.878)	16.046*** (2.239)	0.377* (0.730)
ID	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
N	510	510	510
r2	0.769	0.707	0.786

同上述居民杠杆对银行不良贷款率影响的中介效应分析,表 4.10 中(1)(2)中居民杠杆率均显著,(3)式中房价收入比和居民杠杆率均显著,中介效应模型成立,为部分中介效应。居民杠杆影响股价指数波动率的直接效应为 0.028,间接效应为-0.001(由 0.038 和-0.017 乘积得到)。因此,居民杠杆率增加会推动房价收入比的上升,但房价收入比上升反而降低了股票价格指数波动率,与假设 5 背离,不成立。本文认为,房产和股票同为居民资产投资方式,房地产价格上升会将资金积聚到房地产中,而股票市场资金较少,波动性也降低了。此外,房产虽与股票同为居民资产的重要组成,但房产多为居民按揭抵押贷款购买,大幅下跌将会导致资产的抛售,因此政府对房产价格及房产流动性进行严格控制,这就导致进入房地产的资金并不会轻易流入股市。在房价上升时,引流本应进入股票市场的资金进入房地产,并在房价高位时,政府管控抑制了房地产市场资金的外流,综上出现房价收入比对股票价格波动的负向影响,即房价上涨反而降低股票波动率,降低资产价格波动风险。

(2) 企业债务渠道的中介效应

表 4.11 为企业债务渠道检验,(1)-(3)为中介效应检验,对应上述模型 15、模型 16、模型 17。

表 4.11 居民杠杆影响资产价格风险的企业债务渠道检验

变量	(1) svol	(2) debt	(3) svol
hlev	0.027*** (0.005)	0.009 (0.040)	0.026*** (0.010)
debt			-0.010 (0.005)

sch	0.011 [*] (0.007)	-0.205 ^{***} (0.054)	0.008 (0.007)
open	-0.001 [*] (0.002)	-0.016 (0.017)	-0.001 [*] (0.002)
gdp	-0.016 (0.020)	0.256 [*] (0.135)	-0.014 [*] (0.020)
inf	-0.188 ^{***} (0.048)	-0.411 (0.300)	-0.192 ^{***} (0.047)
dep	0.009 [*] (0.006)	-0.003 (0.043)	0.009 (0.006)
dar	-0.036 ^{***} (0.008)	0.325 ^{***} (0.062)	-0.033 ^{***} (0.008)
_cons	-0.954 (0.878)	50.973 ^{***} (6.140)	1.503 ^{***} (0.977)
ID	YES	YES	YES
Year	YES	YES	YES
N	510	510	510
r2	0.769	0.554	0.757

同前文中介效应模型分析,由表 4.11 可知,(1)中居民杠杆率(hlev)显著,但是(2)的居民杠杆率不显著且(3)中介变量企业资产负债率(debt)不显著,中介效应模型未通过检验。此外,本文进一步进行了 Sobel 检验及 Bootstrap 抽样法检验,均得出间接效应不显著,表明企业债务渠道对资产价格风险的影响并不显著,而是居民杠杆率在直接效应下,通过居民投资等效应影响资产价格风险。在理论机制中,企业债务与企业的短期借款、长期借款密切相关,而企业借款部分主要来源于银行贷款,因此企业债务对银行信贷风险影响显著,但是对股市而言,企业的股价波动主要关联与企业的业绩预期、现金流等因素,而与企业资产负债率关联度较低。在理论机制中,对于消费影响企业债务从而影响银行信贷风险的机制与实证相同,因此企业债务渠道主要影响银行信贷风险。

综上分析,得出在资产价格风险中,居民杠杆通过房地产渠道未对其产生正向影响和企业债务渠道产生影响不显著的结论。因此,居民杠杆率主要通过直接效应作用于资产价格风险,通过居民杠杆资金直接进入金融资产而产生价格泡沫,假设 5 不成立。

5 结论与对策建议

5.1 研究结论

本文基于我国 30 个省 2005-2021 年的面板数据，运用固定效应模型和中介效应模型，分别验证了居民杠杆和金融风险之间的关系，以及验证居民杠杆对金融风险影响的渠道检验。结论如下：

(1) 居民杠杆率和银行信贷风险之间呈现显著的“U”型关系，即在居民杠杆低水平阶段时，增加居民杠杆可降低银行信贷风险，而及居民部门高度杠杆化时，继续增加居民杠杆会增加银行信贷风险，经计算“U”型的拐点值为 53%。

(2) 居民杠杆与资产价格风险之间呈现正向关系。经实证检验结果表明，居民杠杆率对资产价格风险的影响系数显著为正，因此居民杠杆与资产价格风险之间为正向关系，即居民杠杆的增加会推动资产价格泡沫的产生。

(3) 在异质性检验中，东部地区、中部地区和西部地区存在差异，其中东部地区的居民杠杆率对银行信贷风险的“U”型拐点明显大于中部和西部，对资产价格风险的正向系数也远大于中部和西部，原因在于东部地区在金融市场发达程度、资金流动性、经济发展程度方面都大幅领先中西部地区。

(4) 居民杠杆通过房地产渠道和企业债务渠道影响银行信贷风险，并且进一步发现居民杠杆与银行信贷风险的“U”型关系是由于两个渠道中介变量（房价收入比和企业资产负债率）均在低水平降低银行信贷风险，高水平增加风险。

(5) 居民杠杆率通过直接效应影响资产价格风险，而非房地产和企业债务渠道。其中，实证检验房地产渠道中，居民杠杆对房价为正向效应，但房价对资产价格泡沫产生了负向效应，即总体上居民杠杆对资产价格风险的房价渠道部分中介效应为负，不符合理论传导机制，本文认为是由于我国对高房价产生的资产泡沫实施了管控政策，并成功引导房地产“软着陆”，并未引发资产价格泡沫破裂。其次政策实施中限制了房地产资金流向其他金融市场，因此房地产价格变化对股票价格指数波动影响较小。

企业债务渠道对资产价格风险影响并不显著。企业债务渠道影响金融风险的中介效应检测不通过，表明居民杠杆率虽会增加企业债务水平，但是企业债务对资产价格波动影响不显著。在传导机制中显示，居民杠杆传导消费水平从而引起

企业业绩和企业债务水平的变化，而企业债务即为企业短期借款和长期借款等主要来源于银行贷款，对银行信贷风险显著，但对资产价格波动等影响较小。

5.2 对策建议

5.2.1 健全居民部门杠杆率监督制度

在居民杠杆跟踪监控中，要像增速一样关注杠杆的大小。实现规模控制，把握增速、宏观监测与个体追踪平行进行。健全居民部门杠杆率水平评价指标体系，是一项首要基础性工作。经济冲击对于家庭融资条件，宏观经济变量等的冲击，在其以债务融资为杠杆的情况下，容易得到进一步的放大，表现为经济周期性波动较为激烈。事实上，居民部门杠杆率指标对 2008 年美国金融危机起到了监测和预警作用，就是因为种种原因，起到的效果是极其有限的罢了。目前中国家庭的负债水平正在提高，各种有关债务水平的指标都应由政府列入追踪范围、监控家庭金融风险来。特别要发挥好反映房价和房贷的作用、对家庭偿债负担和能力及其他有关指标具有预警作用，对家庭债务负担与偿债能力之间的关系进行适时的监测和判断，积极防范因过度举债而导致家庭金融风险，切实保持金融系统的稳定。并将他国发展经验作为参考，谨防中国居民杠杆率影响经济稳定的拐点或将出现。

5.2.2 积极调整居民杠杆结构和减少非刚需投资性债务杠杆比例

合理利用宏观审慎政策工具，对住房信贷市场进行监测，比如二套房的首付比政策；在强化资金流向监管的前提下，严控信贷资金违反规定进入房地产市场。重视居民部门杠杆率结构变动，适度鼓励扩大家庭消费信贷。在一定意义上说，杠杆结构的重要性远远超过了杠杆自身。我国的经济现在还处在增速换挡，经济转型的阶段、深入推进供给侧结构性改革等阶段，经济增长的驱动力从投资拉动转向消费拉动，这是经济增长所需要的内在因素。且目前我国国民经济各部门的发展受房地产市场影响较大，居民部门杠杆的住房贷款比重偏高，对居民消费有一定的排挤作用。所以，必须转变经济增长方式，就必须对居民部门的杠杆率进行结构性的处理，在这方面，调控住房信贷增长，减少非刚需投资性债务杠杆占

比等，遵循“房住不炒”的政策方针，积极利用宏观审慎政策工具，比如，增加二套房首付比的政策；另一方面强化对资金流向的监督，严控信贷资金违反规定进入房地产市场。居民信贷资金违反规定进入房地产市场，消费性债务起到投资性债务的作用，将放大居民杠杆对资产负债表的影响，加剧了实体经济的波动。所以，今后的监管重点是居民杠杆资金的流动，还包括严防经费多渠道流动、名目违反规定进入房地产市场的，给实体经济稳健运行造成不利影响。

5.2.3 因地制宜实施房地产长效调控政策

我国结构性去杠杆政策实施以来，收效显著，非金融企业杠杆率得到有效控制。另外结构性去杠杆中，我国对房地产行业的去杠杆也在重中之重。对于房地产行业的管理是系统性的管理工程，涉及到政府的土地财政、房地产企业的高债务模式和资本的杠杆投机等问题。经过近几年的政策摸索，我国实施对地方政府隐性债务的监控管理，尤其是城投债进入地产交易、政府授权专项债流入房地产等现象的监管。政策实行对房地产企业的三道红线政策，强制房地产企业去杠杆，进入良性运营模式。并且长期倡导房住不炒的理念，因地制宜的对市区范围房子的流动性进行限制，例如限制外市户籍人口买房、调整二套房首付比例、限制二手房交易等行政举措，部分地区长期处于低交易量状态，一系列的政策措施，我国目前房地产行业泡沫“软着陆”。现阶段，房地产依然作为我国居民的主要债务压力来源，对房地产的实时监控，因地因时的实施适合的房地产政策。我国房地产进入 2022 年以来，行业下行期，一方面是由于疫情影响下家庭经济影响较大，另一方面反应我国现阶段消费内需不足，处于经济恢复期。房地产过热会引起资产价格泡沫，但是房地产预冷也同样会产生金融风险，居民住房资产价值低于银行抵押贷款额极有可能面临系统性的抛售，居民财产损失，经济也会大幅倒退。因此适度支持房地产业发展，是适应现阶段经济发展的需要，是跨周期调节政策的要求。

房地产政策坚持中央政策导向，实施一城一策，分区施策的方案，对于经济最发达，常年人口净流入的一线城市，实施严格的限购等举措，防止资产泡沫发生；对于人口流出的经济发展水平较差的三四线城市，鼓励房地产去库存，合理控制房价在优惠区间，吸引当地人口留存，为地区经济建设长期发展做规划。大

力支持住房租赁市场的发展,但是在金融支持住房租赁发展同时监管金融开放后的风险水平,防范新的金融风险聚集。政府部门要强化职责意识,房地产作为居民部门最广泛的行业,发展经济的同时,避免土地供给不宜需求为依据,而以资金炒作为导向,这无疑损害地区经济的长期发展潜力。

5.2.4 规范和引导消费金融市场的良性发展, 促进消费与实体经济的融合

强化消费金融领域的准入限制,扩大业务范围、规章制度建设等等;对居民部门的消费信贷进行制度规范,构建健全的个人信用管理体系构建,强化对消费者的金融服务与安全保障;强化消费金融教育,引导市民合理利用借贷金融产品,倡导理性消费。在美国,家庭消费信贷大行其道、长足发展离不开一个成熟,健全的个人信用管理系统。征信机构是一个正义,独立的商业市场主体,能够快速,高效的获得,加工、对居民信用数据进行分析并形成综合、系统个人征信报告等内容,给金融机构信贷决策以可靠的依据,省去信息不完整的问题、由不对称引起的代理成本,居民部门融资效率得到改善。学习美国的经验,中国要根据自己的国情,在金融科技,科技金融长足发展的大环境下,全面融合运用线上和线下的家庭金融大数据,建设中国特色个人征信体系等,形成以政府为引导,构建全国个人信用体系的框架,对信贷消费进行有效的监测,预判个体违约风险。同时,从机构的角度,强化消费金融领域的准入限制,扩大业务范围、规章制度建设等等,在健全个人信用管理体系建设中,强化消费者金融服务与安全保障,强化消费金融教育,引导大众对借贷金融产品的合理利用和倡导合理消费。从整体上看,虽然我国居民部门的债务规模与杠杆率水平迅速膨胀,有关管理工作还在起步阶段,如何扬长避短,充分利用债务发展来刺激消费和内需增长,防止家庭部门风险累积,将成为今后我国经济增长动力转变的重点

5.2.5 因地制宜的制定结构性去杠杆政策, 坚持防范化解重大金融风险

我国结构性去杠杆政策执行以来,降杠杆效果显著,不断进入改革深水区,

现阶段居民杠杆水平趋于稳定，进一步应在居民杠杆结构上进行调整。首先，居民杠杆的区域结构分化，一城一策的居民部门去杠杆政策十分必要。本文通过分析得出居民杠杆存在区域异质性，而且在实证检验中，不同发展程度的地区对应的居民杠杆与金融风险的关系“U”型拐点不同，由此也验证各地区的防范化解金融风险的居民杠杆水平不同，受到城市发展程度、金融开放度、地区人均收入程度等影响，要因地制宜，依据各个城市的发展特点实施。

此外在居民杠杆本身的结构中进行优化调整的杠杆率政策。居民杠杆本身的居民债务来源于居民的短期贷款和中长期贷款。其中短期贷款主要是居民的消费信贷，消费信贷近年来受到互联网金融影响，在金融发达地区有较大程度提升，在青年群体中有较大比例，因此对消费性信贷的适度监管有利于居民债务结构的优化调整。但是对于金融科技的发展应给予支持，对居民消费基于真实“场景贷”可优化居民生活质量的提升，强化对新兴金融科技产物的监管是核心。此外，中长期贷款中以居民住房按揭贷款为重，还包括有耐用消费品贷款如汽车贷款等。这类贷款的特点是以居民的资产作为抵押，具有低违约可能性。但是过高的价格必然压缩居民可支配收入水平，降低消费能力。在中长期贷款上不应一刀切的否定对金融风险的扩散，而是区别人群，因城施策。对于资产较多人群，可适当鼓励住房购买，对于一线城市高房价区，可收取房地产税，增加资本炒作成本，抑制哄抬房价。总之结构性去杠杆应长期坚持并不断深化，使得杠杆水平能够最大程度促进经济增长并同时防止金融风险发生。

参考文献

- [1]Adrian T, Shin H S. Procyclical Leverage and Value-at-Risk, [J]. Review of Financial Studies, 2014, 27(2): 373–403.
- [2]Alexander Tepper, Karol Jan Borowiecki, 2014, A leverage - Based Measure of Financial Instability, Federal Reserve bank of New York Staff Report, No.688.
- [3]Barba, A. & M. Pivetti, Rising household debt:Its causes and macoeconomic implications-a long-period analysis [J]. Cambridge Journal of Economics, 2009, 33(1): 113-137.
- [4]Borio, CEV, McGuire P. Twin peaks in equity and housing prices? [J]. BIS Quarterly Review, 2004.
- [5]Debelle G. Macroeconomic Implications of Rising Household Debt[J]. SSRN Electronic Journal, 2004(153).
- [6]Dyran K E, Kohn D L. The rise in US household indebtedness: Causes and consequences[R]. Working Paper, 2007.
- [7]Fuenzalida, M. & Ruiz-Tagle, J. Household's Financial Vulnerability[R].Central Bank of Chile,Working Paper No. 540.2009.
- [8]Goodhart C A E, Hofmann B. House prices and the macroeconomy : implications for banking and price stability[M]. Oxford University Press, 2007.
- [9]Hull, L. Financial deregulation and household indebtedness[R]. Reserve Bank of New Zealand Discussion Paper No. DP2003/01,2003.
- [10]Koetter M, Poghosyan T. Real estate prices and bank stability[J]. Journal of Banking & Finance, Elsevier, 2010, 34(6): 1129–1138
- [11]Lombardi, M., Mohanty, M. & Shim, I. The Real Effects of Household Debt in the Short and Long Run[J]. BIS Working Papers, No. 607, 2017.
- [12]Mian A, Sufi A. House Prices, Home Equity-Based Borrowing, and the U.S. Household Leverage Crisis[R]. Cambridge, MA: 2009, 45(1).
- [13]Miller M, Stiglitz J. Leverage and asset bubbles: averting Armageddon with Chapter 11 [J]. The Economic Journal,2010,120(544):500-518.
- [14]Moore K B, Palumbo M. The Finances of American Households in the Past

- Three Recessions: Evidence from the Survey of Consumer Finances[J]. *Finance & Economics Discussion*, 2010.
- [15] Sabatini K, Weller C E. Changes in Homeowners' Financial Security during the Recent Housing and Mortgage Boom [J]. *Working Papers*, 2007.
- [16] 陈创练, 高锡蓉, 刘晓彬. “稳增长”与“防风险”双目标的宏观调控政策抉择[J]. *金融研究*, 2022(01):19-37.
- [17] 陈蕾, 陈梦. 居民杠杆率、阈值与经济增长[J]. *贵州财经大学学报*, 2020(05):1-9.
- [18] 迟香婷. 居民部门杠杆率的宏观经济波动效应研究[D]. 中央财经大学, 2020.
- [19] 高东胜, 岳岐峰, 杨迪, 邓东雅, 龚旭. 居民杠杆率对消费的影响效应: 促进还是抑制[J]. *经济学家*, 2020(08):100-109.
- [20] 郭桂霞, 黄冠群. 我国省级分部门杠杆率对经济增长的门槛效应研究[J]. *宏观质量研究*, 2020, 8(02):55-74.
- [21] 韩复龄. 杠杆率持续攀升, 消费动力严重受挫[J]. *大众理财顾问*, 2018(09):8-9.
- [22] 韩海燕. 国内大循环视角下居民消费能力提升分析——兼论居民债务风险问题及其化解[J]. *中国特色社会主义研究*, 2020(04):40-46.
- [23] 黄倩, 李江城, 熊德平. 金融风险视角下金融杠杆对经济增长的影响研究[J]. *改革*, 2021, No. 326(04):78-94.
- [24] 黄燕芬, 赵永升, 夏方舟. 中国房地产市场居民加杠杆: 现状、机理、风险及对策[J]. *价格理论与实践*, 2016, No. 386(08):12-16.
- [25] 纪敏, 严宝玉, 李宏瑾. 杠杆率结构、水平和金融稳定——理论分析框架和中国经验[J]. *金融研究*, 2017, No. 440(02):11-25.
- [26] 纪洋, 葛婷婷, 边文龙, 黄益平. 杠杆增速、部门差异与金融危机——“结构性去杠杆”的实证分析与我国杠杆政策的讨论[J]. *经济学(季刊)*, 2021, 21(03):843-862.
- [27] 贾丽平, 李旭超. 宏观金融视阈下我国商业银行流动性波动的影响因素研究[J]. *经济社会体制比较*, 2014, No. 174(04):233-242.
- [28] 李超. 老龄化、抚幼负担与微观人力资本投资——基于 CFPS 家庭数据的实证

- 研究[J]. 经济学动态, 2016, No. 670(12):61-74.
- [29] 李程, 杨皓熙, 禹路瑶. 基于房地产市场泡沫测算的居民杠杆风险研究[J]. 统计与信息论坛, 2019, 34(12):94-103.
- [30] 李若愚. 居民部门杠杆率的国际比较与启示[J]. 金融与经济, 2016, No. 458(01):23-27.
- [31] 李扬、张晓晶和常欣等, 2015, 《中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理》, 中国社会科学出版社。
- [32] 李扬等, 2013, 《中国国家资产负债表 2013——理论、方法与风险评估》, 中国社会科学出版社。
- [33] 刘金全, 潘长春. 金融稳定对经济增长的非线性影响机制研究[J]. 求是学刊, 2016, 43(04):45-50.
- [34] 刘晓欣, 雷霖. 金融杠杆、房地产价格与金融稳定性——基于基于 SVAR 模型的实证研究[J]. 经济学家, 2017, No. 224(08):63-72.
- [35] 刘哲希, 李子昂. 结构性去杠杆进程中居民部门可以加杠杆吗[J]. 中国工业经济, 2018, No. 367(10):42-60.
- [36] 刘子威, 李雪莲, 薛蕾. 居民负债增长、金融风险与高杠杆率下的负债结构调整[J]. 财经科学, 2021, No. 402(09):14-28.
- [37] 马勇, 陈雨露. 金融杠杆、杠杆波动与经济增长[J]. 经济研究, 2017, 52(06):31-45.
- [38] 欧阳资生, 周学伟. 系统性金融风险对宏观经济的溢出效应研究——基于分位数对分位数方法[J]. 统计研究, 2022, 39(10):68-83.
- [39] 潘敏, 袁歌骋. 金融去杠杆对经济增长和经济波动的影响[J]. 财贸经济, 2018, 39(06):58-72+87.
- [40] 彭薇. 居民家庭“加杠杆”、消费升级与经济平稳增长——基于 TVP-SV-VAR 模型的传导机制与时变冲击检验[J]. 江西财经大学学报, 2021(06):37-48.
- [41] 沈悦, 郭培利. 收入、房价与金融稳定性——源自异质面板门槛模型的解析[J]. 经济科学, 2015, No. 210(06):38-50.
- [42] 沈悦, 李博阳, 张嘉望. 金融杠杆率、房价泡沫与金融稳定性[J]. 大连理工大学学报(社会科学版), 2020, 41(03):25-35.

- [43]沈悦,李朝前.新冠肺炎疫情对中国系统性金融风险的影响[J].统计与信息论坛,2022,37(04):59-72.
- [44]宋凌峰,邬诗婕.经济增长状态与银行系统性风险——基于马尔科夫区制转移的CCA模型[J].管理科学,2017,30(06):19-32.
- [45]宋亚,成学真,赵先立.我国省域杠杆率及其对经济增长的影响——基于省级面板数据门槛模型[J].华东经济管理,2017,31(02):100-106.
- [46]孙丹,李宏瑾.利率市场化改革与商业银行利率定价机制转型[J].南方金融,2016,No.477(05):19-29.
- [47]孙少岩,吴尚燃.实体经济债务杠杆对经济增长的影响研究——基于VECM模型的实证分析[J].经济问题探索,2019(07):1-9.
- [48]陶玲,朱迎.系统性金融风险的监测和度量——基于中国金融体系的研究[J].金融研究,2016(06):18-36.
- [49]谭政勋,王聪.中国信贷扩张、房价波动的金融稳定效应研究——动态随机一般均衡模型视角[J].金融研究,2011,No.374(08):57-71.
- [50]王保忠,郭娇娇.基于稳增长、防风险目标的最优金融杠杆水平测度[J].统计与决策,2021,37(21):145-149.
- [51]王健鹏,王蓉.新冠疫情冲击对商业银行违约风险的影响研究——兼论金融风险与地方财政风险间的反馈循环[J].地方财政研究,2022,No.218(12):95-104+112.
- [52]魏伟,陈骁,张晓威等.危机后监管改革:协同金融监管与货币政策[J].金融市场研究,2018,No.76(09):15-28.
- [53]谢保嵩,李鑫,吕璐.基于微观数据对四川省居民杠杆水平及风险阈值的研究[J].西南金融,2019,No.451(02):3-15.
- [54]姚东旻,李静,陈翊婧.专项转移支付是否带动了地方的专项支出?——一个基于政策文本与省市数据的理论机制及其实证检验[J].财经研究,2019,45(10):21-34.
- [55]袁志辉,刘志龙.基于宏观资产负债表的居民债务问题及其风险研究[J].国际金融研究,2020,No.394(02):15-25.
- [56]周桦,庞家任,王子悦.基于主成分分析方法的我国金融系统性风险度量研究

- [J]. 保险研究, 2018(04):3-17.
- [57]张敏锋, 郭倩蓉, 林进忠. 居民加杠杆背景下系统性金融风险测度研究[J]. 上海金融, 2018, No. 460(11):39-42.
- [58]张启迪. 宏观杠杆率与经济增长[J]. 财政研究, 2020, No. 448(06):62-76.
- [59]张全兴, 张超群, 齐结斌. 国际视角下部门杠杆率动态调整的驱动因素及可持续性研究[J]. 浙江金融, 2021(12):3-20.
- [60]张晓晶, 刘磊. 新冠肺炎疫情冲击下稳增长与稳杠杆的艰难平衡[J]. 国际经济评论, 2020(02):81-100+6.
- [61]张晓晶. 宏观杠杆率与跨周期调节[J]. 中国金融, 2021, No. 947(05):58-60.
- [62]赵磊, 方成. 中国省际新型城镇化发展水平地区差异及驱动机制[J]. 数量经济技术经济研究, 2019, 36(05):44-64.
- [63]中国人民银行杠杆率研究课题组, 徐诺金, 姜再勇. 中国经济杠杆率水平评估及潜在风险研究[J]. 金融监管研究, 2014(05):23-38.
- [64]周广肃, 王雅琦. 住房价格、房屋购买与中国家庭杠杆率[J]. 金融研究, 2019, No. 468(06):1-19.
- [65]周俊仰, 汪勇, 韩晓宇. 去杠杆、转杠杆与货币政策传导——基于新凯恩斯动态一般均衡的研究[J]. 国际金融研究, 2018(05):24-34.
- [66]朱连磊, 赵昕, 丁黎黎. 家庭和企业加杠杆冲击的经济增长效应[J]. 统计与决策, 2021, 37(10):124-128.
- [67]张肖飞, 张希羚, 徐龙炳. 宏观审慎工具与系统性金融风险研究[J]. 国际金融研究, 2023, No. 430(02):38-47.
- [68]张屹山, 李晓新, 李志玲. 中国系统性金融风险内部市场间的动态传导研究[J]. 社会科学战线, 2023, No. 333(03):70-79.
- [69]张中锦. 中国系统性金融风险:指数化测度及因果关联[J]. 现代经济探讨, 2023, No. 496(04):77-87.

致 谢

行文至此，落笔为终，三年的硕士求学路，始于金秋终于盛夏。此刻，叹时光易逝，惜韶华难追，曾经 22 岁的我，带着理想出发，来到美丽的金城兰州，三年时光，努力过、奋斗过、迷茫过、焦虑过，再次回首，感慨良多。

桃李不言，下自成蹊。值此之际，我要感谢我的恩师王霞教授，她不仅是我学术研究的领路人，还是人生经验的指路人。从入学之初，恩师就不断启蒙我们的学术思维，我的论文功底欠佳，恩师指导我的论文付出了大量的心血，无数次的批改，一字一句的指导，无数个小时的启迪教导，我非常感激不尽。从论文的选题、框架、开题、完成初稿、预答辩、反复修改、定稿，每一阶段都离不开老师的耐心指导。在生活中，老师始终教诲我人生的态度、人生的价值以及接人待物的社会法则，曾多次指出我在学习习惯上的一些问题，也经常鼓励我们做一个对社会有价值的青年，秉持吃苦在前享乐在后的精神品质，让我受益终身。在此愿恩师万事遂意，桃李芬芳。

春晖寸草，山高海深。感谢我亲爱的爸爸妈妈，是你们教会我为人处世的道理、教会我独立自强、教会我积极看待世界、让我懂得感恩，使我在充满爱的家庭里成长。家是我永远的坚强后盾，无论何时你们都会无条件支持我，在我高考志愿择校出省时，在我考研失败二战时，在我秋招选择离家很远的工作时……那一句“没事，爸妈支持你”给我无畏于苦难，让我可以肆无忌惮的追逐理想，让我知道在我身后的不是悬崖而是一双巨大的双手。养育之恩我无以为报，我会继续努力成为你们的骄傲，愿我的家人永远平安健康。

人海茫茫，庆幸相遇。感谢师兄师姐，你们是我研究生三年的益友，交流学术交流生活，很多次在自己困惑时基于肯定和帮助。感谢 304 的好兄弟们，让我获得一个多彩的研究生生活，欢声笑语中讨论着“国家大事”，不约而同中走过了东岗的球场、南河庭院的健身房，探索出兰州的地道美食、特色茶饮，踏青过周边景点刘家峡、什川梨园和官滩沟，多少次艰难时刻我们相互打气，又在捷报传来时我们一起欢呼，祝兄弟们未来无限可能，也希望我们做永远的兄弟。感谢温暖的党支部大家庭，我从“划水快乐的山顶洞人”变成独当一面的支部副书记，在这里我结识了好肥、欣蕊、电哥还有好搭档自称国王的颖子和小肥羊，他们工作认真但生活更精彩，我们会在送别秋月姐时相约火吧，会给电哥生日时突如其来的送来蛋糕，会在最苦的党建完成后迎来一波领头羊的烧烤，工作很苦但总也有点甜。

道阻且长，行则将至。感谢始终坚持、始终向上、始终热烈、始终勇敢的自己。一路走来，煎熬过、迷茫过、崩溃过，但始终没有放弃，跌跌撞撞的努力前进着。哪些宿舍里亮了一宿的灯，那些面对券商实习巨大压力下逼迫自己的决心，那些被一次次简历被拒下的恐慌还有论文在一次次实证失败中摸索，回顾往昔，无不是一次次成长。曾经我站在二战还是就业的分岔路口时，我选择了二战考研，研究生给自己定下的目标均已实现，我成功考过了六级，也成功找到自己心仪工作，再有一个月我就要步入社会进入新的人生阶段，前路漫漫亦灿灿，纵使前路坎坷也要勇往向前，正所谓狭路相逢勇者胜！

凡是过往，皆为序章。相信乘风破浪会有时，直挂云帆济沧海！