



朱鹤：2023 年，不妨对消费 更乐观一些



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

2023 年的主旋律是“内升外降”。受美联储加息的持续影响，海外经济已经有明显的回落迹象，但是否会快速进入衰退目前还不得而知。这种情况下，国内需求的恢复节奏能否抵消外需回落，对判断 2023 年我国宏观经济形势显得尤为关键。在防疫政策优化和房地产政策调整的带动下，市场普遍预期中国经济即将开启新一轮复苏，但复苏力度究竟有多大，存在广泛争议。



乐观者认为明年经济会复刻 2021 年的情况，2023 年的 GDP 增速可以达到 7% 甚至更高的水平。保守一些的观点则强调经济仍受制于许多长期因素，2023 年的 GDP 增速或在 5% 左右。值得注意的是，多数工业品期

货的 5 月合约价格上涨了 10% 甚至更高。3 个月和 1 年期的美元兑人民币无本金交割远期 (USD/CNY NDF) 价格已经出现明显的贴水, 幅度均超过了 2015 年以来的最大值, 同时还看到北向资金再度回到净流入的阶段。

在这些围绕经济复苏的争议背后, 对消费复苏的判断是一条很重要的线索。梳理现有的讨论, 当前对消费复苏力度保持谨慎的理由主要有三点。

其一, 过去三年居民部门的资产负债表受到了冲击, 接下来还需要一定的时间修复, 这需要居民部门减少消费并积累足够的盈余。

其二, 即使不考虑资产负债表的问题, 我们也看到 2022 年居民部门确实积累起了相当规模的超额储蓄, 但这些超额储蓄由于各种原因, 不会在短时间内转化为消费支出。

其三, 即使前两个理由都不成立, 持续三年的疫情冲击给多数居民造成了巨大的心理冲击, 并改变了居民部门的消费预期, “疤痕效应” 的存在会导致居民部门 “有钱也不敢花”。这三个理由在一定程度上存在递进关系, 起点是资产负债表面临困难, 兜底的是 “疤痕效应”。

接下来, 我们逐条考察以上三个理由, 以考察用它们来预判消费形势的合理性。

需要强调一点, 在几乎所有的主流经济学模型里, 居民的最优消费支出总是内生决定的。因此, 当我们讨论居民消费变化的时候, 如果不对那些决定性的参数 (如贴现率) 进行讨论, 那其实就是在讨论经济复苏本身,

而用消费去解释经济变化本质上是倒果为因。但是，这并不妨碍我们对接下来居民消费趋势做出更加独立且综合的判断，因为这对部分宏观政策的制定和市场参与者的策略选择或许会有一定助益。

一、居民部门资产负债表有所改善，对消费支出的压制效应或明显减弱

过去三年里，居民部门的资产负债表确实受到了一定冲击，但最新的数据显示，居民部门资产负债表的整体状况已经得到改善。疫情期间，居民资产负债表遭受的冲击主要体现为三种机制：一是部分主体的收入受损，为维持刚性支出，这部分主体需要消耗资产或增加负债来弥补当期的现金流缺口。二是权益类资产价格下跌导致资产缩水。三是偿债支出占工资收入的比例较疫情之前有所上升，增加了现金流平衡的压力。

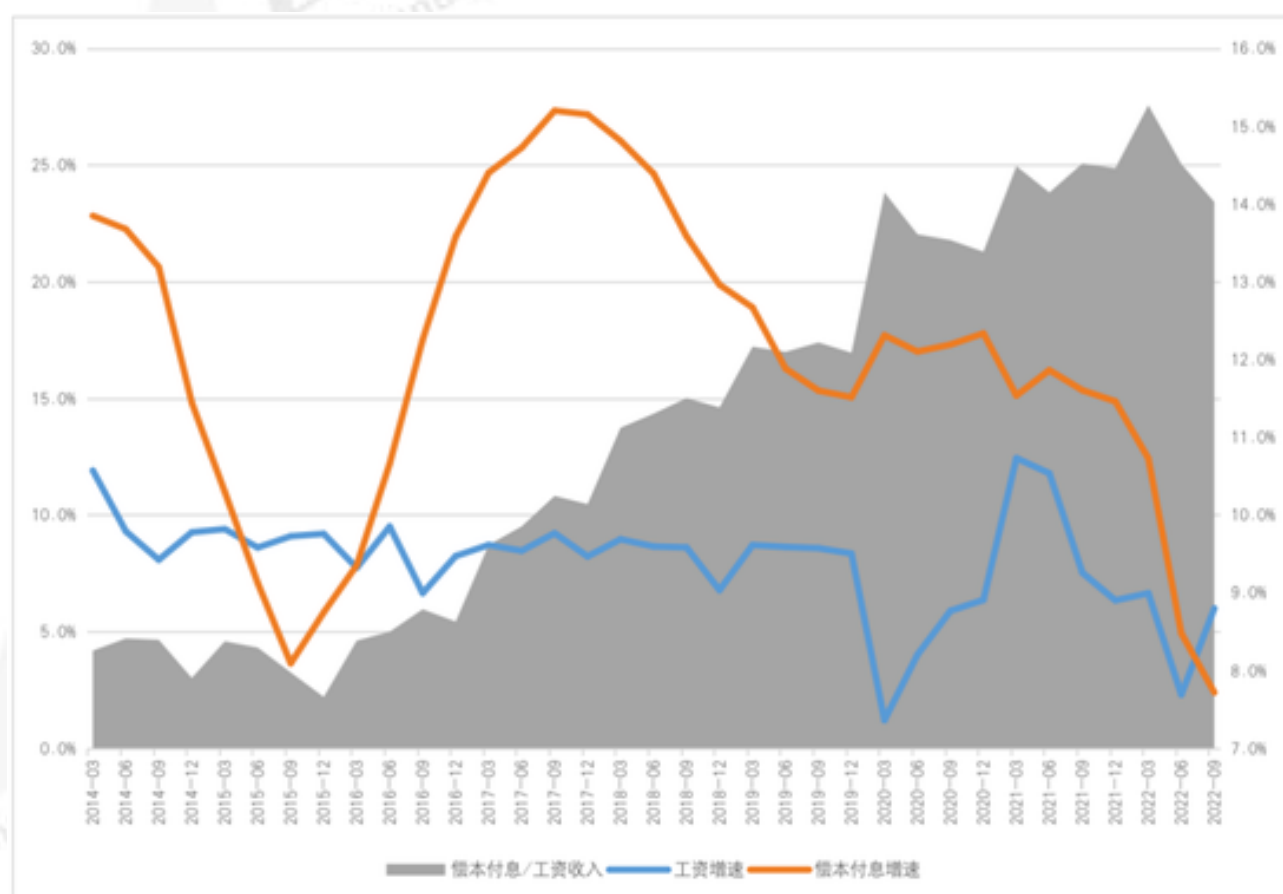
为应对上述冲击，居民部门做出了许多调整，这些调整包括但不限于如下几方面：（1）减少非必要消费支出以积累当期盈余，这体现为平均消费倾向的下降；（2）调整资产结构，增加高流动性的安全资产（存款和货币基金）对刚性支出（消费和偿本付息支出）的覆盖率；（3）提前偿还贷款或者暂时延后贷款计划。

经过一年多的努力，居民部门的资产负债表已经有所修复，主要指标得到初步改善。

一是居民部门的偿债压力开始缓解，这是过去五年首次出现的边际缓

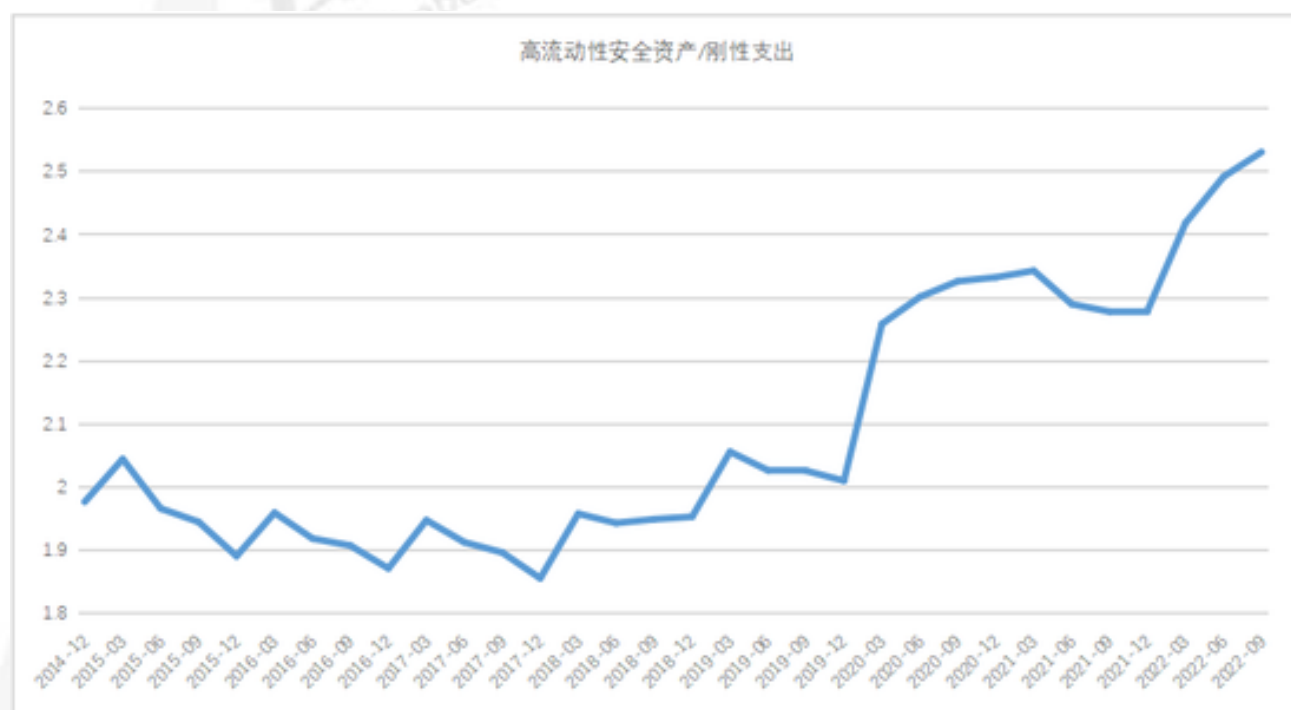
解。虽然居民部门偿本付息占工资收入的比重在过去三年里一直在上升，且绝对值仍然较高，但在 2022 年三季度，我们看到这一比重开始下降（图 1），其直接原因是偿本付息支出的增速在快速下降，并低于工资增长的速度。在这个过程中，宽松的货币政策为降低居民偿本付息支出发挥了关键作用，很大程度上抵消了居民部门债务微弱增长带来的新增压力。接下来，随着货币政策继续精准发力和居民工资收入增速的持续改善，预计居民部门的偿债支出占比大概率还会继续下降。

图 1 居民部门的偿本付息支出
占工资收入的比重变化情况



二是高流动性的安全资产对刚性支出的覆盖率已经大幅提高。截至2022年三季度，居民部门持有的高流动性安全资产对刚性支出的覆盖率已经显著超过疫情之前的水平。（图2）这既包括分母端的调整（减少刚性支出），也包括分子端的调整（积累安全资产）。根据我们的估算，来自分子端的努力能够解释绝大部分的覆盖率增加。换言之，即使消费支出完全回到疫情之前的增速水平，居民部门现有的高流动性安全资产对刚性支出的覆盖率也已经显著超过了疫情之前的水平。

图2 居民部门的高流动性安全资产
对刚性支出的覆盖率变化情况



综上，如果接下来居民部门的现金流不遭受新的意外冲击的话，似乎没有理由认为居民部门的资产负债表会继续压制消费支出。更为关键的是，

居民部门对资产负债表的调整并不主要通过降低消费来积累盈余而实现的，更主要是通过减少非刚性支出（购房）、将边际盈余更多向安全资产分配这两种方式来完成的。因此，似乎不宜过度强调资产负债表对消费的抑制作用。

当然，这里说的居民部门资产负债表改善主要是从整体出发，是平均意义上的改善，并没有考虑到居民部门的内部分化。我们不否认中低收入群体的资产负债表更脆弱、更容易受到冲击，但我们缺乏必要的、连续性的季度数据来证实或证伪这一类猜想。同时，一些更间接的证据似乎表明，过去一年居民部门受到的冲击并没有明显的异质性。例如，2022 年三季度我国农民工月均工资收入与城镇居民工资收入的同比增速差已经回到了疫情之前的平均水平，而农民工外出务工的人数已经基本回到了 2019 年的同期水平。

二、消费倾向正常化和收入改善是带动消费复苏的两个主要力量

首先需要明确的是，宏观意义上的储蓄是流量而非存量概念。根据宏观经济学定义，收入等于消费加储蓄，因此当我们讨论储蓄的时候，应明

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_51094

