



沈建光：从居民资产负债表 看拉动消费政策





春节后的首次国务院常务会议提出“针对需求不足的突出矛盾，乘势推动消费加快恢复成为经济主拉动力”。近期市场对高额储蓄能否带动消费反弹展开了激烈的讨论，背后折射出社会各界对年内消费复苏寄予厚望。在上一篇 FT 中文网专栏文章《展望 2023：降低高储蓄率能否促消费？》中，笔者提出去年积累的高储蓄主要来自新房销售减少、理财等资产回流存款、消费支出减少，储蓄释放对今年消费的拉动作用仍存不确定性，需要加大中央财政对居民的转移支付。

进一步来看，想要判断今年消费走势，除了最主要因素，收入增长以外，财富效应的分析如果只关注居民储蓄变化是不够的，还需要通过居民

部门资产负债表的综合变化来分析财富效应的影响。从居民资产负债表的主要构成来看, 2023 年如果房地产市场能够逐步企稳、资本市场出现回暖, 居民部门的财富效应将有所显现, 再结合前期积累的高额储蓄释放, 2023 年中国消费复苏具备较大潜力。当然, 这仍然需要就业和收入增长为前提的。

中国居民资产负债表的三大特征

居民部门资产负债表能够全面展现居民财富的结构, 有助于判断消费增长的动力来源。疫后美国居民资产负债表在财政补贴的支持下大幅扩张, 助力消费强劲反弹, 充分体现出财富效应对消费的带动作用。但相对于美国的情况, 中国居民资产负债表以下三个方面的结构性差异, 其对消费恢复的影响值得重点关注:

第一, 中国居民住房资产占比远超美国, 房地产下行显著制约消费增长。

房地产占中国居民资产的比重极高, 楼市对居民财富水平影响巨大。根据社科院国家资产负债表数据, 截至 2019 年, 我国居民住房资产高达 232 万亿元, 占居民总资产的比重保持在 40%左右; 同时, 人民银行 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查结果也显示, 城镇居民住房资产占家庭总资产的比重更是接近 60%。相比之下, 截至 2021 年, 美国居民房地产资产为 38 万亿美元, 占居民总资产的比重仅为 24%, 远低于中国水平。

2021年下半年以来,中国房地产市场深度调整通过财富效应对居民消费造成较大冲击。2022年,商品房销售面积和销售额分别跌至13.6亿平方米和13.3万亿元,同比降幅达到24%和27%;房价方面,截至2022年12月,70大中城市新建商品住宅价格指数连续9个月负增长,二手住宅价格指数更是连续11个月负增长。据笔者估算,2022年新建商品住宅价格同比下降2.3%,二手住宅价格同比下滑3.9%,这也导致居民财富出现收缩。

第二,中国金融资产占比不及美国,资产配置方向单一。

相比美国,中国金融资产占居民资产的比重偏低。社科院数据显示,截至2019年,我国居民金融资产为325万亿元,占居民总资产的比重不到57%。具体来看,存款和现金、股票及股权占金融资产的比重为36%和52%,除此之外,证券投资基金、债券等金融资产占比只有个位数。美国方面,截至2021年,居民金融资产为114万亿美元,占总资产比重高达72%。其中,存款和现金占比只有13%,而股票和共同基金、养老金、非公司企业股权占比分别达到37%、28%、14%。

中国居民资产配置方向较为单一,不利于财富积累和消费增长。一方面,我国居民家庭偏好无风险金融资产,比如存款和现金;另一方面,除了存款和现金、股票外,我国金融资产多样性明显不足。在此背景下,近两年房地产陷入低迷、股票市场波动加大,2022年上证综指和深证成指分别下跌15%和26%,也导致居民财富缩水。

第三，中国社保体系不完善，个人养老保险短板也是阻碍消费的重要因素。

当前我国社会保障的覆盖面相对有限，主要针对城镇居民和国有企业职工，许多社会人员并没有被包含在内。以失业保险为例，不仅没有完全覆盖失业者和下岗人员，而且失业保险金额也相对偏低，无法为相关人员提供足够支持。此外，随着数字经济和平台经济的快速发展，很多灵活用工人员尚未缴纳社保。相比之下，美国的社会保障资金来源渠道更广、覆盖范围也更加全面。

从居民资产负债表也可以看到，截至 2021 年，美国居民金融资产中的养老金规模已经接近 32 万亿美元、占金融资产的 28%，而我国个人养老金业务才刚刚起步。因此，社会保障是居民消费的底层信心支撑，中国社会保障体系的缺陷也制约居民消费恢复的中长期因素。

拉动消费的三点政策建议

从政策应对来看，推动消费恢复需要着力改善居民就业和收入，但如

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_52363

