

老百姓，愿花钱吗？

核心观点：

1.温故，而后知新。消费曾被寄予厚望。还记得年初，有关老百姓“超额储蓄”疫后释放，并实现报复性消费的观点甚嚣尘上，但最终被事实证伪。消费确有修复，但无论是日常耐用品还是假期服务消费，似都明显低于预期。为何有如此预期差，未来会如何？

2.与周边经济体不同，疫后我国消费倾向的修复程度偏弱。历史上，当整体价格低迷甚至是负增长的时期，老百姓往往会选择延迟或减少消费。唯有打破价格的负向循环才能激活消费。此外，我国居民资产负债表的存量受损程度，也是与海外的显著差别所在。

3.政策的抓手是关键。近年来基建发力，无疑是稳经济的主力，但对消费拉动有限。一方面，基建对总需求尤其对居民就业和收入的作用递减；另一方面，基建持续高企对消费相关的财政支出形成“挤出”。而对消费更有带动，而非挤压效应的地产却依然低迷。

4.展望未来，总需求政策发力或仍将审慎，整体价格略有抬升但还将低位徘徊，居民消费意愿向历史趋势的回归预计较为缓慢。值得一提的是，去年以来消费信心与经济基本面指标之间“脱钩”，或也表明除逆周期政策之外，通过市场化改革提振预期的迫切性。

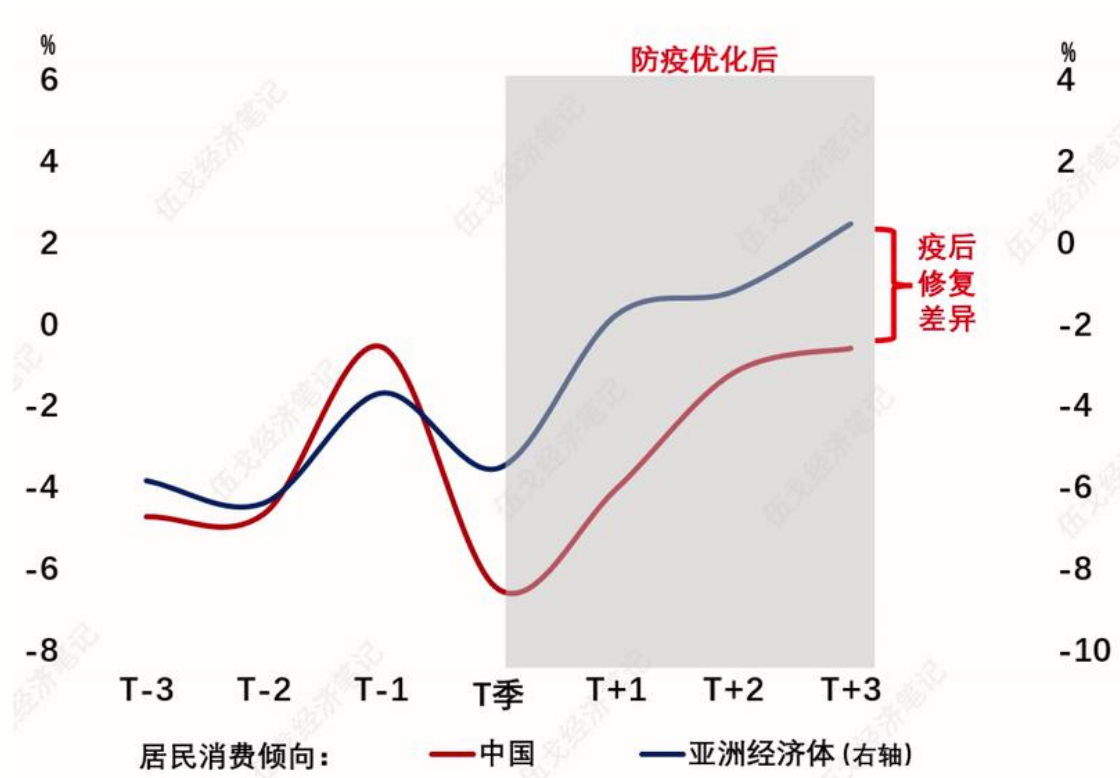
正文：

消费曾被寄予厚望。还记得年初，有关老百姓“超额储蓄”疫后释放，并实现报复性消费的观点甚嚣尘上，但最终被事实证伪。无论是日常耐用品还是假期服务消费，似都明显低于预期。为何有如此预期差，未来会如何？

一、老百姓愿花钱吗？

疫后我国消费确有修复。但与周边经济体不同，我国消费倾向的恢复程度偏弱，三季度修复速率甚至有趋缓迹象。

图 1. 疫后我国消费倾向弱于海外



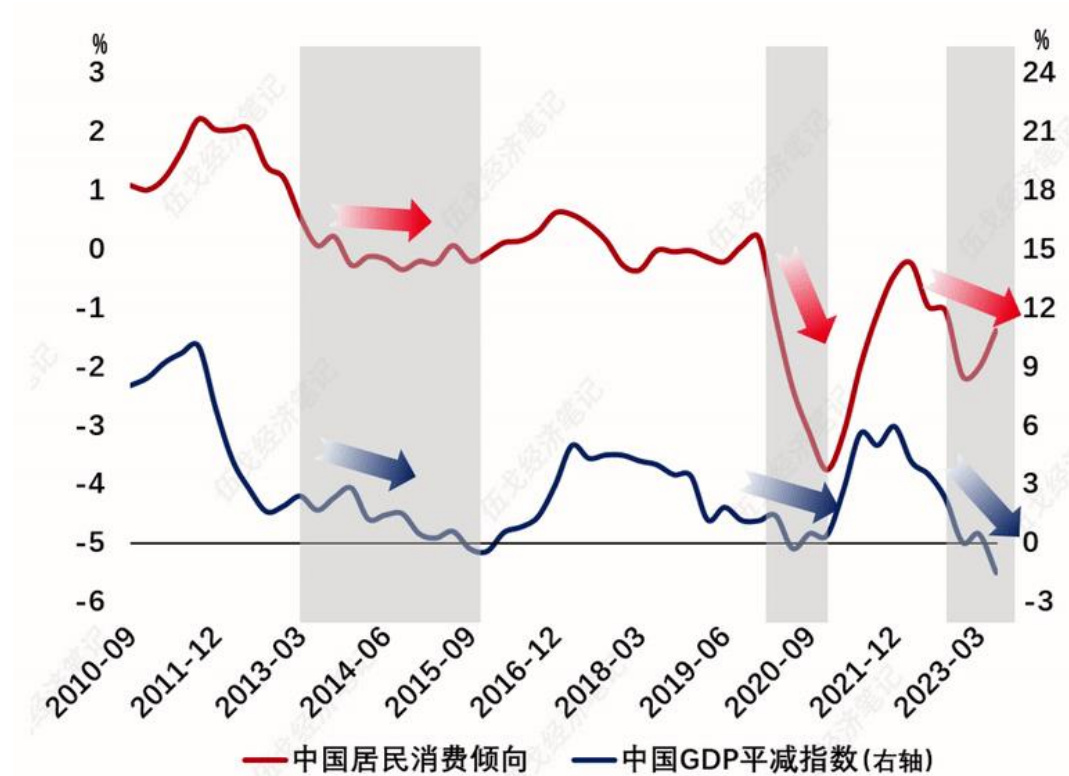
来源：WIND，CEIC，笔者测算

注：消费倾向剔除历史趋势和季节性；经济体含日本、韩国、新加坡、中国香港、中国台湾。

二、老百姓为何不愿花钱？

参考我国过往及日本上世纪 90 年代等经验，当一国价格处于低迷甚至负增长时，老百姓会选择延迟或减少消费，尤其是耐用品等可选消费。唯有打破价格负向循环才能激发消费活力。诸多亚洲经济体的价格已超出疫前，而我国仍在零附近徘徊。

图 2. 价格低迷时，居民延迟消费

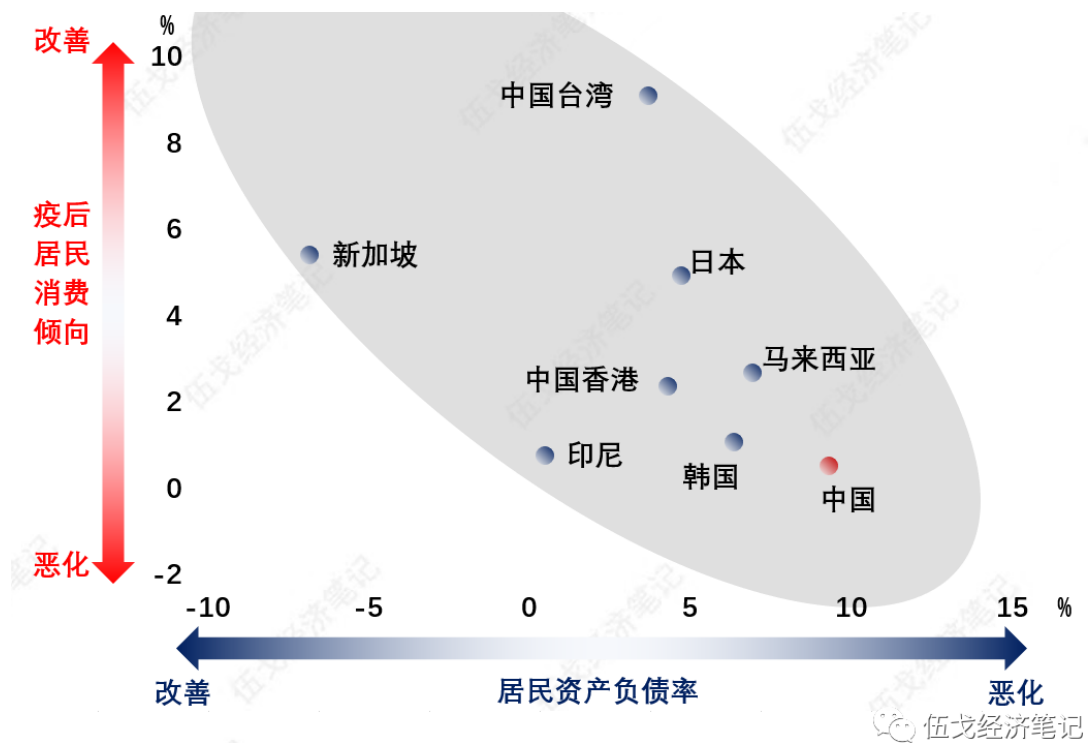


来源：WIND，笔者测算

近来基建持续发力，无疑是稳经济的主力，但对消费拉动有限。一方面，基建对总需求尤其对居民就业和收入的作用递减；另一方面，基建持续高企对消费相关财政支出形成“挤出”。而对消费更有带动，而非挤压效应的地产却低迷。

此外，我国居民资产负债表的存量受损程度，也与海外差别显著。历史可见，当居民资产负债率高于历史趋势时，其消费倾向往往较弱。国际对比也显示，疫情期间资产负债表受损更重的经济体，其疫后消费倾向的修复也更弱。

图 3. 资产负债表受损越重，消费倾向修复也越弱

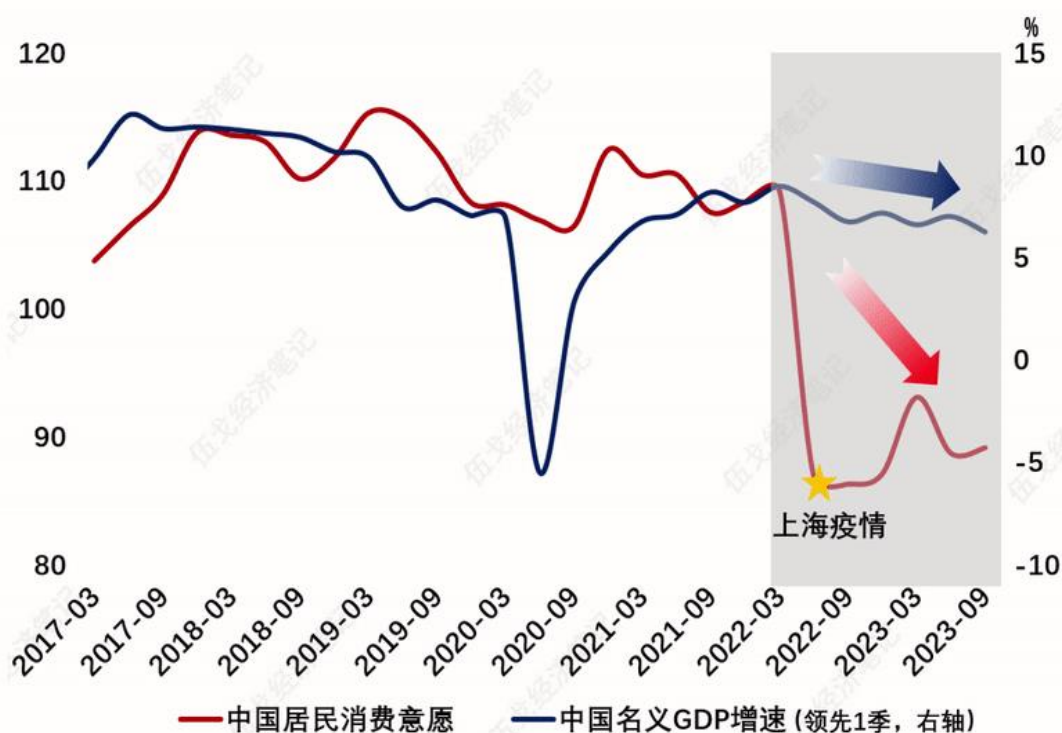


来源：WIND，CEIC，笔者测算

注：资产负债率为较疫前变动，消费倾向为较防疫优化前变动。

值得一提的是，去年上海疫情以来，消费意愿指数出现非线性下降且持续居于谷底，与GDP之间的缺口至今仍未收敛。或也表明除逆周期政策之外，通过市场化改革提振信心的迫切性。

图 4.消费信心与经济基本面“脱钩”？



来源：WIND，笔者测算

注：消费意愿来自国家统计局调查。

三、基本结论

一是与周边经济体不同，疫后我国消费倾向的修复程度偏弱。历史上，当整体价格低迷甚至是负增长时期，老百姓往往会选择延迟或减少消费。唯有打破价格的负向循环才能激活消费。此外，我国居民资产负债表的存量受损程度，也是与海外的显著差别所在。

二是政策的抓手是关键。近年来基建发力，无疑是稳经济的主力，但对消费拉动有限。一方面，基建对总需求尤其对居民就业和收入的作用递减；另一方面，基建持续高企对消费相关的财政支出形成“挤出”。而对消费更有带动，而非挤压效应的地产却依然低迷。

三是展望未来，总需求政策发力或仍将审慎，整体价格略有抬升但还将低位徘徊，居民消费意愿向历史趋势的回归预计较为缓慢。值得一提的是，去年以来消费信心与经济基本面指标之间“脱钩”，或也表明除逆周期政策之外，通过市场化改革提振预期的迫切性。

【作者】

伍戈：博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。孙冶方经济科学奖获得者，获浦山政策研究奖、刘诗白经济学奖，“远见杯”经济预测冠军。著有货币经济“四部曲”。

高童、俞涛、曹海巍：长江证券研究员。

柳茗涵、陈梦豪：实习研究员。

【近期研究】

1.经济的温差，2023年10月8日

2.逆周期，有多强？，2023年9月26日

3.居民，这次会加杠杆吗？，2023年9月17日

4.地产新政观察，2023年9月9日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



 伍戈经济笔记