

# 守得云开见月明<sup>1</sup>

高善文<sup>2</sup>

2021 年 1 月 14 日

## 内容提要

本文讨论了两个方面的内容，即新冠疫情下居民预防性储蓄行为的变化，以及面向 2035 年中国经济的长期增长前景。

在第一部分中，我们强调，面对新冠疫情的不确定性，人们的预防性储蓄大幅上升。这些增加的储蓄先是集中流向存款等避险资产市场，随后转向了股票和房地产等领域，成为疫情以来驱动金融市场变化的重要因素之一。

在第二部分中，我们认为中国经济在 2021 年或 2022 年会跨入高收入经济体门槛。中性条件下，以市价汇率计算，中国的经济体量将在 2030 年超越美国，成为世界第一大经济体。在此背景下，以过去 60 年中成功晋级（或接近）高收入经济体的群体为对象，我们进一步研究和对比了不同文化背景下各经济体的表现差异及其趋势。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）地缘政治风险

<sup>1</sup> 本文根据作者在 2021 年 1 月 5 日安信证券 2021 年度策略会上的演讲发言整理而成。

<sup>2</sup> 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

## 一、疫情冲击与预防性储蓄变化

新冠疫情对人类的经济行为造成了空前冲击和巨大影响，人类经济行为的调整是导致经济数据变化以及金融市场起伏的底层原因。

面对疫情带来的巨大不确定性，人们的预防性储蓄大幅上升，这是其经济行为调整的重要方面。

例如，在正常条件下，居民每获得 100 元可支配收入，会储蓄 20 元、消费 80 元。但是面对疫情的冲击，储蓄也许会从 20 元上升到 30 元，而消费开支会从 80 元下降到 70 元，这也就使得储蓄率从 20% 上升到 30%。我们把这种储蓄率的变化定义为预防性储蓄的上升。

预防性储蓄的上升对应着消费开支的大幅下降，进而导致了宏观经济的剧烈收缩。尽管这不是疫情导致经济收缩的全部原因，但是这一变化对经济的冲击相当显著，其影响可能排在首位。

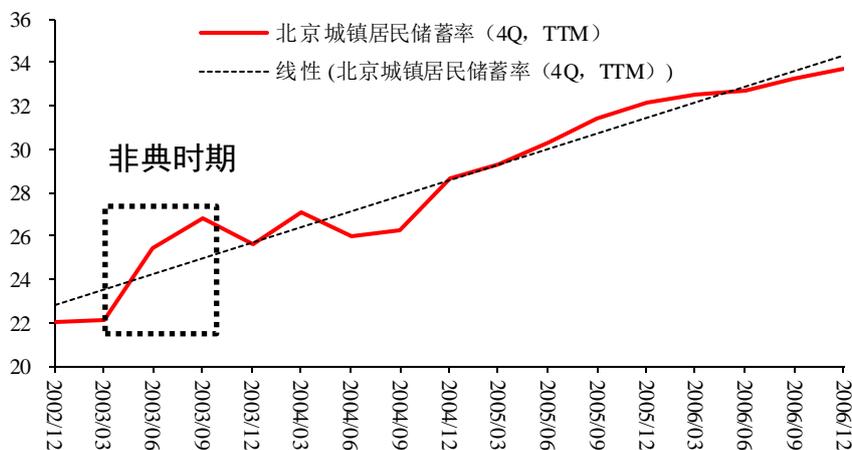
为了理解预防性储蓄的变化，可以观察 2003 年“非典”时期北京城镇居民的储蓄情况。

如图 1 所示，2002 年后北京城镇居民的储蓄率整体处于上升的趋势中，而在“非典”疫情最严重的两个季度，储蓄率要显著高于长期趋势水平。随着疫情的消失，9 月份以后，储蓄率逐步回落到长期趋势线上。

不难发现，居民在“非典”时期为了应对不确定性积累了预防性储蓄，尽管“非典”带来的这种不确定性到夏季以后就消失了，但是预防性储蓄并没有马上被消费掉。直到 2004 年的夏季，在“非典”疫情已经确定消失的三个季度后，城

镇居民储蓄率才出现反向的补偿性下降。

图1: 北京城镇居民储蓄率, %



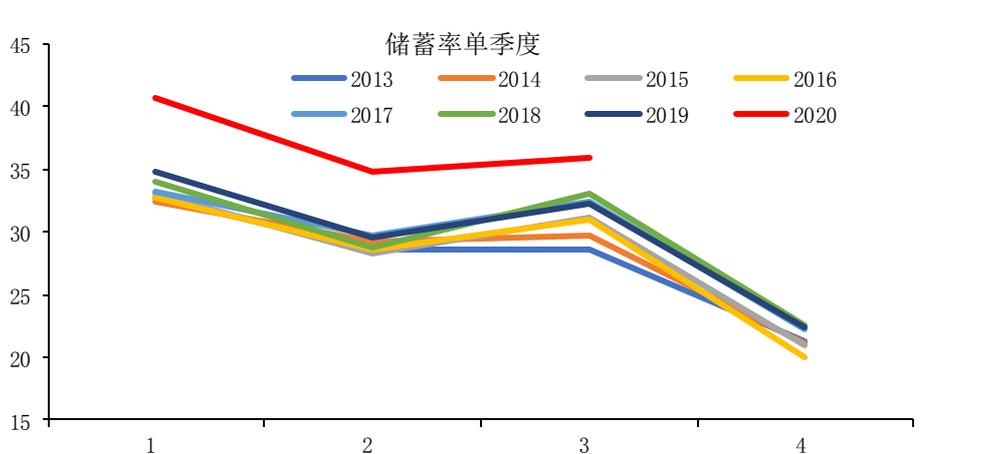
数据来源: Wind, 安信证券

注: 储蓄率 = (人均可支配收入 - 人均消费支出) / 人均可支配收入。

在 2020 年新冠疫情爆发的背景下, 我们来观察中国以及在全球范围之内居民储蓄率的变化。

如图 2 所示, 2020 年前三季度居民储蓄率相比往年均出现显著抬升, 反映了居民面对不确定性时预防性储蓄的上升。

图2: 中国居民部门储蓄率, %



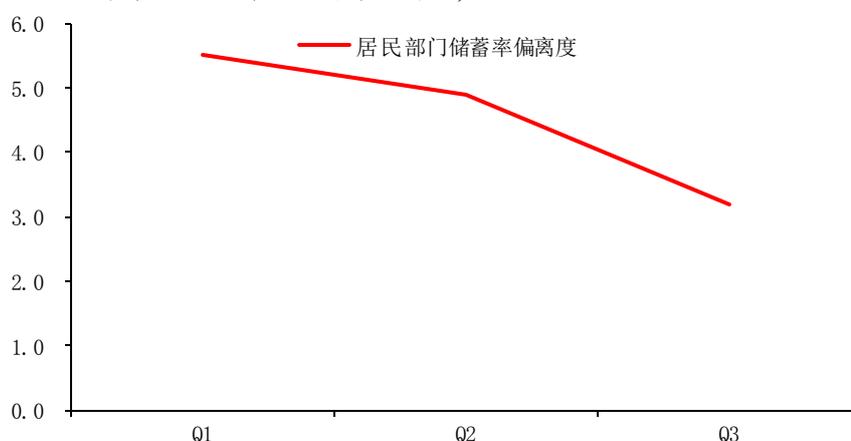
数据来源: Wind, 安信证券

为了刻画预防性储蓄的上升幅度, 我们可以进一步对历史上储蓄率的季节性

数据计算平均值，进而得到 2020 年居民部门储蓄率相对正常模式的背离。这一背离充分反映了由于新冠疫情爆发所导致的预防性储蓄变化。

如图 3 所示，2020 年一季度预防性储蓄的上升接近 6 个百分点，二季度也上升近 5 个百分点。尽管疫情在三季度得到了相对彻底的控制，经济社会生活也迅速回归正常，但是居民部门的预防性储蓄仍有 3 个百分点的上升。

图 3：2020 年中国居民部门储蓄率偏离度，%



数据来源：Wind，安信证券

注：偏离度为 2020 年各季度储蓄率减去相应季度的趋势值。

需要补充的是，考虑到新冠疫情的全面爆发出现在 1 月 20 日以后，所以从 1 月 1 日到 1 月 20 日的居民储蓄行为应该相对正常。由于以季度数据来划界，因此对 2020 年一季度预防性储蓄上升的刻画存在低估。

但是无论如何，一季度都是预防性储蓄最高的时候。二季度的预防性储蓄有一定下降。

对这一下降的一个技术性解释是，2020 年一季度存在非常严格的供应限制。由于存在严格的社交隔离措施，很多意愿消费行为无法发生，进而造成被动储蓄。从这个意义上讲，也许不能把一季度储蓄异常上升都归结于预防性储蓄，可能有部分还来自于隔离导致的被动储蓄。但二季度及以后的时间，社交隔离基本消失，

这期间储蓄率的异常上升可以更加确定地归结为预防性储蓄。

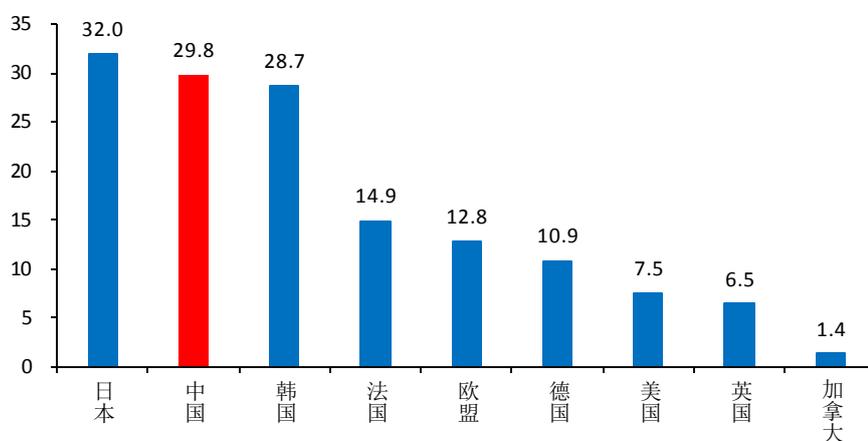
尽管在三季度，经济社会多数领域基本恢复正常，但是预防性储蓄仍然达到 3 个百分点。四季度的数据还没有公布，但四季度预防性储蓄应该仍然存在。

此次新冠疫情席卷全球，中国居民部门预防性储蓄的变化是否具有普遍性？其他国家居民部门的储蓄情况如何？他们在面对疫情冲击时又是如何调整的呢？

我们先来观察一些世界主要国家和地区居民部门的储蓄率情况。

在正常条件（2019 年）下，如图 4 所示，东亚国家居民部门储蓄率最高，达到 30% 左右，欧洲大陆国家和地区的居民部门储蓄率也比较高，处于 10%-15%，但是以英语为母语的国家和地区居民储蓄率都相当低，普遍是个位数。

图4：各国 2019 年家庭储蓄率，%

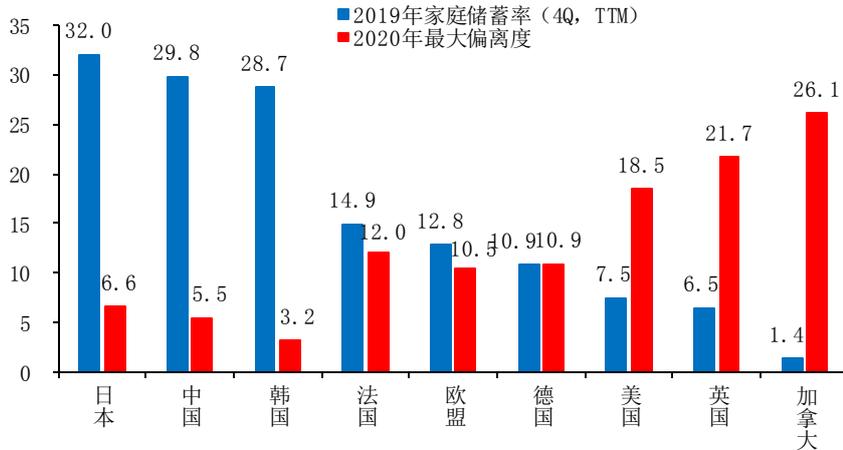


数据来源：Bloomberg，安信证券

注：各国家庭储蓄率由家庭储蓄除以家庭可支配收入计算得到。

如图 5 所示，在疫情爆发最严重的时候，各个国家居民的预防性储蓄都在上升。东亚国家的预防性储蓄上升了 3-6 个百分点。欧洲大陆国家和地区的预防性储蓄上升略多于 10 个百分点。而以英语为母语的国家和地区预防性储蓄上升多达 18-26 个百分点。

图5：各国 2020 年家庭储蓄率最大偏离度，%



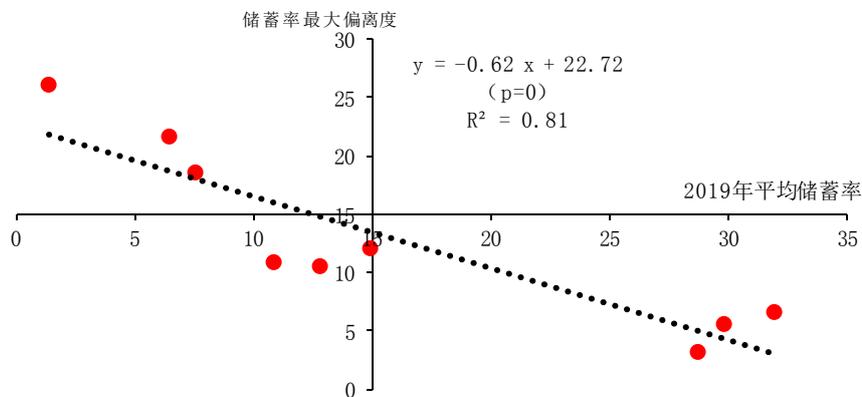
数据来源：Bloomberg，安信证券

注：不同国家受疫情冲击时间存在差异，欧美储蓄率上升的高峰在 Q2，日韩储蓄率上升的高峰在 Q3。

放在全球范围来看，面对新冠疫情的冲击，居民部门的预防性储蓄均显著上升，这在宏观层面造成了强烈的经济紧缩效应。但是，不同国家的预防性储蓄率上升的情况存在很大差异。

如图 6 所示，把各个国家正常条件下的储蓄率放在横轴，把预防性储蓄的变化放在纵轴。一个非常清晰的模式是：在正常条件下储蓄率越高的国家，预防性储蓄的上升幅度越小；反之，储蓄率越低的国家，预防性储蓄的上升幅度越大。

图6：2020 年储蓄率最大偏离度和 2019 年平均储蓄率，%

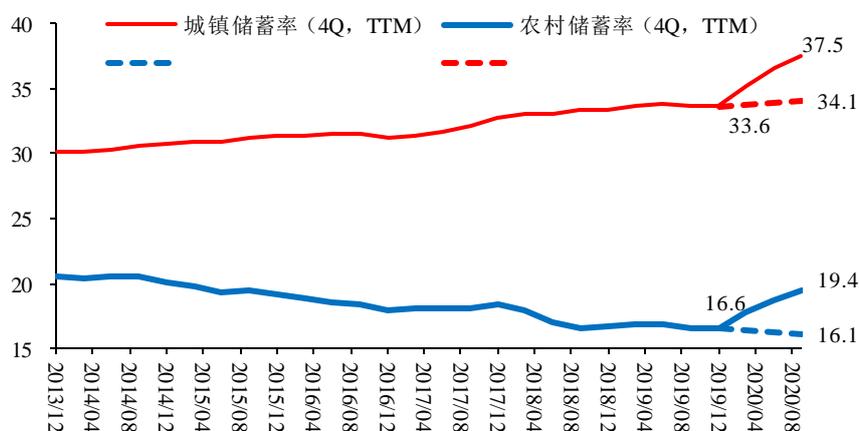


数据来源：Bloomberg，安信证券

注：原点为横纵坐标轴的中位数。

进一步观察中国城镇和农村的居民储蓄率，如图 7 所示，在新冠疫情发生以后，中国城镇居民的储蓄率上升了 3—4 个百分点。尽管农村居民储蓄率与城市居民相比有较大差距，社会保障程度也不尽相同，但农村居民预防性储蓄率的上升也是 3 个百分点，与城镇居民非常接近。

图 7：城镇和农村储蓄率，%



数据来源：Wind，安信证券

通常认为，发达国家具有较好的社会保障体系。但在面对新冠疫情这种突如其来的严重冲击后，居民部门预防性储蓄的上升幅度似乎没有明显受到社会保障体系的影响。

例如，日本的社会保障体系相较中国更好，但其预防性储蓄的上升幅度比中国还要大一些；加拿大的社会保障体系也很好，但其居民部门储蓄率非常低，所以在面对灾难冲击时必须选择大量储蓄。

在这一背景下，直至 2020 年三季度，疫情才在很多国家出现了阶段性缓解，而预防性储蓄也因此出现下降。但即使下降过后，居民部门的储蓄率仍然处在历史上相对较高的水平。

换句话说来讲，尽管恐慌正在消退、社交隔离所造成的被动储蓄也出现下降，

且经济活动正在不断恢复正常，但是，对于低储蓄率的经济体而言，预防性储蓄仍然要高得多；对于高储蓄率的东亚经济体，预防性储蓄总体上处在相对较低的水平。

中国城镇居民所享有的社会保障水平比农村居民更好，而且城镇居民的收入水平也更高。但尽管如此，面对疫情冲击，城镇和农村居民在预防性储蓄行为上的表现非常接近。

总结而言，新冠疫情的爆发导致居民部门储蓄率上升。尽管储蓄率早期的上升有恐慌的色彩、以及受社交隔离措施的影响，但当这一影响大幅弱化后，居民部门储蓄率仍旧处于相当高的水平。居民储蓄率的异常上升对应着消费支出的削减，这也是疫情影响经济的重要渠道。

居民部门预防性储蓄的上升在全球有普遍性，储蓄率越高的国家，预防性储蓄上升越少；而储蓄率越低的国家，预防性储蓄上升越多。与此同时，社会保障体系对预防性储蓄的影响不明显。中国城镇和农村居民预防性储蓄的表现接近。

## 二、预防性储蓄流向何方

居民部门的预防性储蓄上升后，这些储蓄流向了何方？当我们试图回答这一

**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\\_220](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_220)

