

灾难、储蓄率与资本收益率

——疫情的长期经济影响

宏观专题

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007

陈韵阳（联系人）证书编号：S0280118040020

不管是地震、洪水这样的自然灾害，还是瘟疫这样的公共卫生事件，都会对人们的消费心理产生影响。灾难会导致未来收入和支出的剧烈波动，为了自己及家人有更多的资源应对这种不确定性，人们会削减消费，增加预防性储蓄。中国的储蓄率比较高，这有多方面的解释，比如收入增速较高、人口红利、消费观念保守。此外，预防性储蓄可能也是重要原因。这次疫情影响到了全国大多数人，而且现在信息传播很快，受影响较小的群体也能通过互联网等渠道了解到重灾区的情况，心灵也会受到冲击。疫情可能对预防性储蓄产生很强的拉升力量。

如果疫情真的提升了预防性储蓄，那么这会对中国资本市场产生深远影响，一如次贷危机对美国资本市场的影响。预防性储蓄率上升会拉低整体的资本市场收益率，但是对债券市场和股票市场的影响存在差异。

由于中国尚未完成利率市场化，债券收益率主要受经济增速、储蓄率、利率市场的共同影响。疫情过后，中国经济可能短期反弹，但经济长期下行趋势不会那么快改变，这将给债券收益率一个下拉力量。如果储蓄率上升，这也将对债券收益率一个下拉力量。未来的利率市场化重点是进一步打破国企预算软约束、放开民企融资限制，这将对债券收益率产生拉升力量。三个因素对债券收益率的发力方向不同，利率市场化、储蓄率变化可能比缓慢，那么短期内债券收益率受经济增速影响较大，长期内将受利率市场化、储蓄率的制约。

疫情结束后，短期内经济增速可能反弹，PPI 增速也可能回升，资本收益率也会随之改善。但是中国经济长期趋势继续下行的话，资本收益率可能继续承压。当然，影响资本收益率的除了经济增速，还有市场集中度、储蓄率等因素。疫情可能带来预防性储蓄上升的同时，也会带来风险溢价上升，这样的话，居民就会要求较高的股权资本收益率，一些低收益率的投资项目就可能融资比较困难，企业投资也更加谨慎，最终实体经济资本收益率可能不会下滑地那么严重，甚至可能保持平稳或者上升。股票价格如何波动，受未来企业盈利、无风险利率、风险溢价的影响。即使灾难预期导致风险溢价上升，但是企业盈利可能被迫改善，加上无风险利率下降，股票价格可能持续上升，这也是美国的经验。

灾难不仅会影响资本收益率本身，还会加大资本收益率的波动，这涉及到“股市波动率之谜”，也就是股市波动远远大于经济基本面能解释的部分。灾难意味着未来企业盈利、风险溢价的不确定性增加，资本市场的波动加大，而且预期灾难发生的概率往往是时变的，以及每个人对灾难的预期也不一致，这些会进一步加大资本市场的波动。疫情或使人们进一步意识到未来的不确定性，进而加大中国资本市场的长期波动。

● 风险提示：疫情的经济影响无法准确估算

相关报告

宏观专题：宏观经济影响债市的微观机制——兼论疫情对债市的影响

2020-02-18

宏观专题：市场集中度如何影响资本回报率

2020-02-06

宏观专题：周期即趋势——宏观大势研判

2019-12-12

宏观专题：美国经济的几个“谜”——兼论新经济的影响

2019-10-31

宏观专题：负利率、数字货币与黄金价格

2019-09-04

宏观专题：利率市场化对债券收益率的影响——兼评央行完善 LPR 形成机制

2019-08-17

宏观专题：全球利率趋势性下滑的前因后果

2019-07-19

宏观专题：影响债市的是哪一种物价增速——中国债券收益率影响因素的理论与经验分析

2019-06-25

宏观专题：美联储利率调控体系：挑战、展望及影响

2019-05-19

宏观专题：资本市场收益率是由什么决定的？——理论与经验分析

2019-04-09

宏观专题：分行业市场估值影响因素检验

2019-02-11

目 录

1、 灾难提高预防性储蓄.....	3
2、 预防性储蓄影响资本收益率.....	5
3、 疫情对资本市场的长期影响.....	7
4、 参考文献	8

图表目录

图 1: 中国储蓄率较高.....	3
图 2: 近几年美国储蓄率上升.....	4
图 3: 近几年美国贸易逆差占 GDP 比重减少	4
图 4: 美国国债收益率和名义 GDP 增速也开始背离	5
图 5: 美国 SP500 上市公司 ROE 没有下滑.....	6
图 6: 中国国债收益率明显低于名义 GDP 增速	6
图 7: 中国股市波动率高于美股.....	8

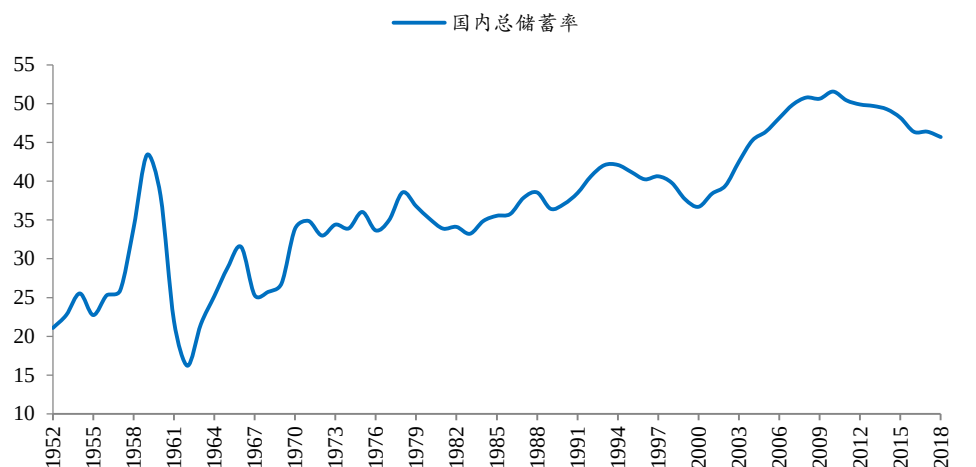
新冠肺炎疫情爆发之后，中国人民付出了巨大牺牲和代价，国内疫情逐渐得到控制，然而，海外疫情却出现蔓延迹象，此次疫情可能成为“百年一遇”级别的。疫情对经济和资本市场的短期影响，大家谈了比较多。那么疫情对经济、资产市场的长期影响如何？本文将从预防性储蓄的角度，讨论一下这个问题。

1、灾难提高预防性储蓄

不管是地震、洪水这样的自然灾害，还是瘟疫这样的公共卫生事件，都会对人们的消费心理产生两种影响。一种是“人无远虑，必有近忧”。灾难会导致未来收入和支出的剧烈波动，为了自己及家人有更多的资源应对这种不确定性，人们会削减消费，增加预防性储蓄。另一种是“今朝有酒今朝醉”。灾难让人们感悟到人生的随机，要及时消费、享乐，这会减少储蓄。虽然学术界对这两种观点有争论，但整体上支持预防性储蓄的证据要多一些。

中国的储蓄率比较高，1970年代以来一直高于30%，长期高于40%，这有多方面的解释，比如收入增速较高、人口红利、消费观念保守。此外，预防性储蓄可能也是重要原因，Choi et al. (2017) 甚至认为中国居民储蓄的80%是预防性储蓄。

图1：中国储蓄率较高



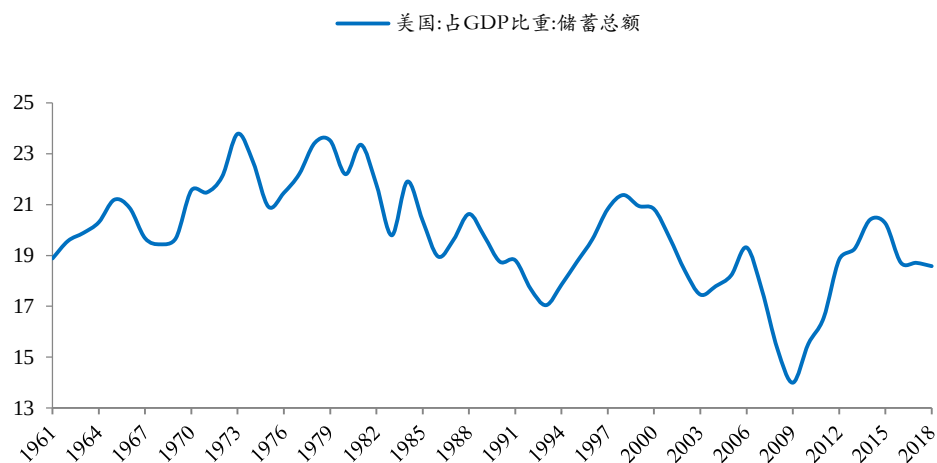
资料来源：Wind，新时代证券研究所

一个人的早年经历会影响其一生的消费行为。“大饥荒”给经历者带来了不可磨灭的惨烈记忆，有过饥荒经历的群体更加节俭，即使后来生活水平提高了，这种节俭习惯仍会持续下去，并且还会多多少少通过言传身教传递给后代，可以说“大饥荒”对中国储蓄率的影响是深远的（程令国和张晔，2011）。2003年的SARS经常被拿来和这次疫情作比较。不管是从感染人数，还是死亡人数，抑或是对经济和生活的影响，SARS不如这次疫情。但是我们还是看到2003年及随后的几年，中国储蓄率确实在增加，不过影响储蓄率的因素太多，我们无法判断SARS对储蓄率上升的贡献有多大。2008年的“汶川地震”是另一悲惨的国民记忆，同样有研究表明，灾区人民的预防性储蓄增加了（姚东旻和许艺煊，2018）。

国外也有类似的现象。1918-1920年爆发的“西班牙流感”是比这次疫情严重的公共卫生事件，全世界死亡了约4000万人，美国也有60几万人失去生命。Brainerd和Siegler（2002）认为“西班牙流感”提高了美国居民的预防性储蓄，并

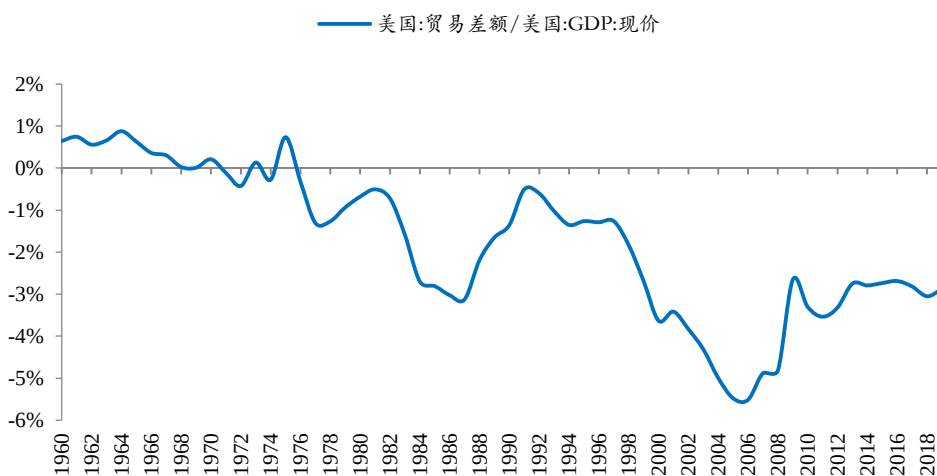
促进了美国 1920 年代的经济增长。即使像次贷危机这样的非自然灾害，也对美国储蓄率产生了深远影响。美国居民过度消费是次贷危机的重要原因，次贷危机使很多美国居民失业、破产、生活陷入困境，受影响较小的群体也会通过亲友的经历或者媒体的渲染感受到冲击。次贷危机后，美国居民的生活方式发生了改变，他们更加节俭，储蓄率开始有所回升，贸易逆差占 GDP 比重也在下滑。

图2： 近几年美国储蓄率上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 近几年美国贸易逆差占 GDP 比重减少



资料来源：Wind，新时代证券研究所

这次疫情影响到了全国大多数人，而且现在信息传播很快，受影响较小的群体也能通过互联网等渠道了解到重灾区的情况，心灵也会受到冲击。这次疫情对消费可能存在深远的影响，对预防性储蓄产生很强的拉升力量。即使政府后续可能出台更多的消费刺激政策，以及有人意识到拥有私家车、房产的重要性，疫情结束后消费也确实可能大幅反弹，但更多的人为了自己及家庭，恐怕会更加努力工作，减少消费，增加储蓄，以备不时之需。当然，影响储蓄率的因素很多，可能其他因素会对冲掉疫情的影响，导致2020年及以后的储蓄率继续下滑。

2、预防性储蓄影响资本收益率

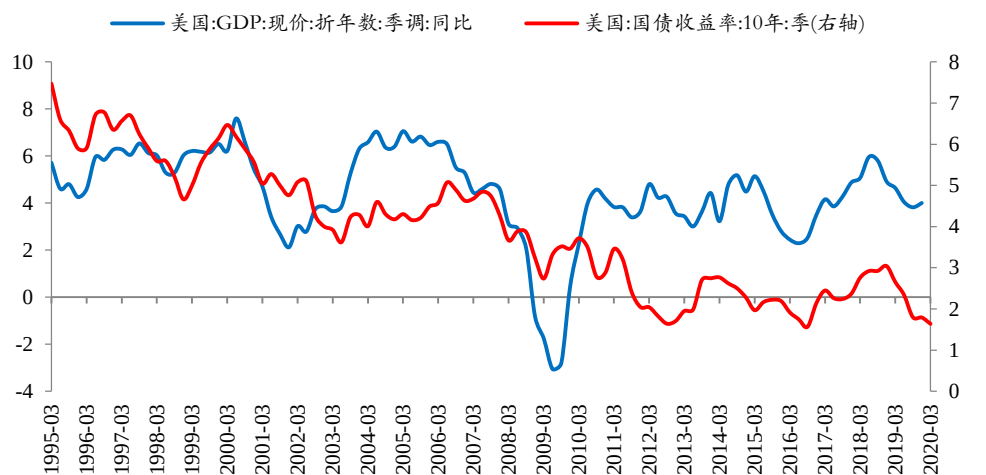
1980 年代以来，灾难因素被广泛地引入资产定价模型，用来解释无风险利率之谜、股权溢价之谜等资本市场现象（Rietz, 1988; Barro, 2006）。资本收益率是由资金的供给需求决定的，灾难引起预防性储蓄增加，意味着资金供给扩张，这会拉低整体资本市场的收益率，但是灾难也意味着风险溢价上升，灾难对不同资本市场收益率的影响是不同的。

次贷危机之后，美国预防性储蓄回升，理论上有助于拉低整体的资本市场收益率，但是我们看到美债收益率和资本收益率出现了明显的背离，美债收益率整体下滑，但同时实体经济资本收益率、上市公司 ROE 确保持稳定，也就是资本收益率溢价在上升。其原因有很多，比如市场集中度提升、资本增强型技术的运用、轻资产化，我们要强调的是灾难（次贷危机）引发的风险溢价。

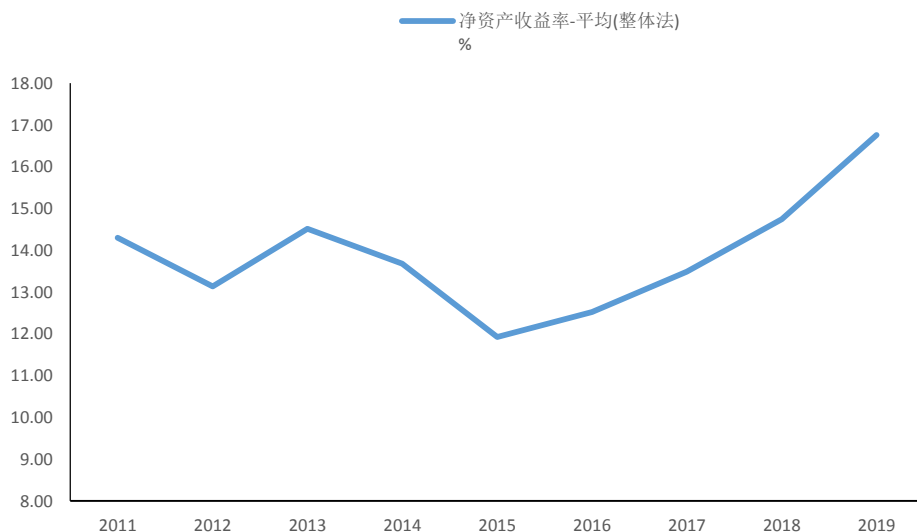
一方面，虽然次贷危机后，美国实际经济增速反弹，甚至潜在经济增速也小幅回升，但是由于预防性储蓄上升，以及全社会对安全资产需求增加，美债收益率整体上下滑，这也是为什么前几轮加息进程中，美国联邦基金利率均能达到 5% 以上，而次贷危机后联邦基金利率只达到 2.5%，就再次降息。

另一方面，按照正常逻辑，储蓄上升带来的利率下滑应该刺激大规模融资以及投资，然后资本边际报酬递减会导致资本收益率下滑。但是次贷危机导致预防性储蓄增加的同时，也提升了风险溢价，美国企业投资更加谨慎，居民和企业要求的投资收益率都在提升。美国企业在低利率环境下，确实进行了大量融资，但这些资金并没有完全进入实体经济，很大一部分用来回购股票、分红，加之上市公司 ROE 平稳，美股持续走强。

图4：美国国债收益率和名义 GDP 增速也开始背离



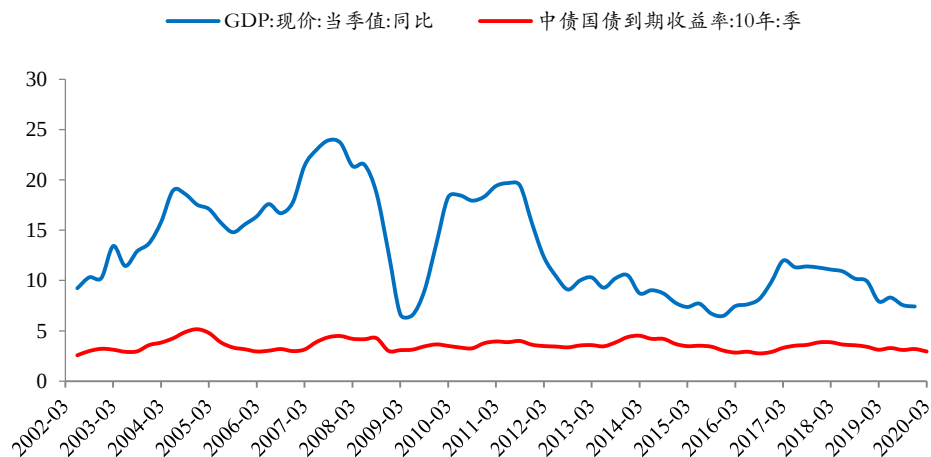
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图5： 美国 SP500 上市公司 ROE 没有下滑

资料来源：Wind，新时代证券研究所

美国国债收益率长期围绕经济增速波动（尤其是次贷危机之前），但是中国国债收益率却长期低于名义经济增速，即使考虑到风险溢价也是如此，其中的一个重要原因就是中国储蓄率较高。

虽然中国名义经济增速一直远高于国债收益率，但是差额在逐渐收窄。次贷危机之前，中国加入WTO之后，经济增速快速上升，但是由于储蓄率也在不断上升，导致国债收益率上升幅度并没有那么大，中国名义经济增速与国债收益率的差距不断扩大。很多人用外汇占款上升来解释这一段时间的低利率，但这只是表面现象，核心本质是储蓄率较高，导致了大量贸易盈余。次贷危机之后，中国经济增速不断下滑，但是由于储蓄率下降、利率市场化等原因，国债收益率整体上没有随之下滑，中国名义经济增速与国债收益率的差距不断缩小。至于储蓄率为什么下降，原因可能有经济增速下滑、抚养比上升、社保制度日益完善等。

图6： 中国国债收益率明显低于名义 GDP 增速

资料来源：Wind，新时代证券研究所

中国居民储蓄中的很大一部分是预防性储蓄，其中又有很多是以存款形式待在银行，这一方面体现了金融工具的缺乏，另一方面也说明居民风险偏好较低，要求较高的风险溢价，这会拉升中国股权溢价。但是一些国有企业对风险并不敏感，进行大量融资、投资，这造成了所谓的“产能过剩”，拉低了资本收益率。如果剔除这个因素，中国的股权溢价可能更高。

这里只分析了灾难引发的预防性储蓄以及风险溢价如何直接影响资本收益率，储蓄率还可能通过技术进步、经济增长等渠道间接影响资本收益率。这会使问题复杂化，而且尚无定论，我们就不再进行分析。另外，灾难还会通过直接影响资产存量、人力资本、劳动力等生产要素，来影响资本收益率。十四世纪的“黑死病”导致欧洲人口大量死亡，这提高了人均资本存量以及工资水平，可能间接触发了工业革命。虽然此次疫情造成的死亡人数比 SARS 多，但对整个社会的劳动力、人力资本的影响还是微小的，对资本存量的破坏更是可以忽略。此次疫情几乎不会通过这些渠道影响资本收益率。

3、疫情对资本市场的长期影响

疫情可能会对中国资本市场产生深远影响，一如次贷危机对美国资本市场的影响。如果疫情真的提升了预防性储蓄，那么这将会拉低整体资本市场的收益率，但是对债券市场和股票市场的影响存在差异。

由于中国尚未完成利率市场化，债券收益率主要受经济增速、储蓄率、利率市场的共同影响。疫情过后，中国经济可能短期反弹，但经济长期下行趋势不会那么快改变，这将给债券收益率一个下拉力量。2011 年以来，受经济增速下滑、抚养比上升、社会保障制度完善等方面的影响，储蓄率一直下滑。疫情可能对预防性储蓄产生一个拉升力量，但是最终储蓄率是否上升还取决于其他因素。如果储蓄率上升，这将对债券收益率产生一个下拉力量。如果储蓄率下降速度缓解，这也会在一定程度上缓解此前储蓄率下降对债券收益率的拉升作用。

根据美国、日本、韩国等国的经验，利率市场化会拉升债券收益率。3 月 1 日公司债、企业债发行开始实行注册制，未来的利率市场化重点是进一步打破国企预算软约束、放开民企融资限制，这将对债券收益率产生拉升力量。三个因素对债券收益率的发力方向不同，利率市场化、储蓄率变化可能比缓慢，那么短期内债券收益率受经济增速影响较大，长期内将受利率市场化、储蓄率的制约。

疫情结束后，短期内经济增速可能反弹，PPI 增速也可能回升，资本收益率也会随之改善。但是中国经济长期趋势继续下行的话，资本收益率可能继续承压。当

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_6790

