

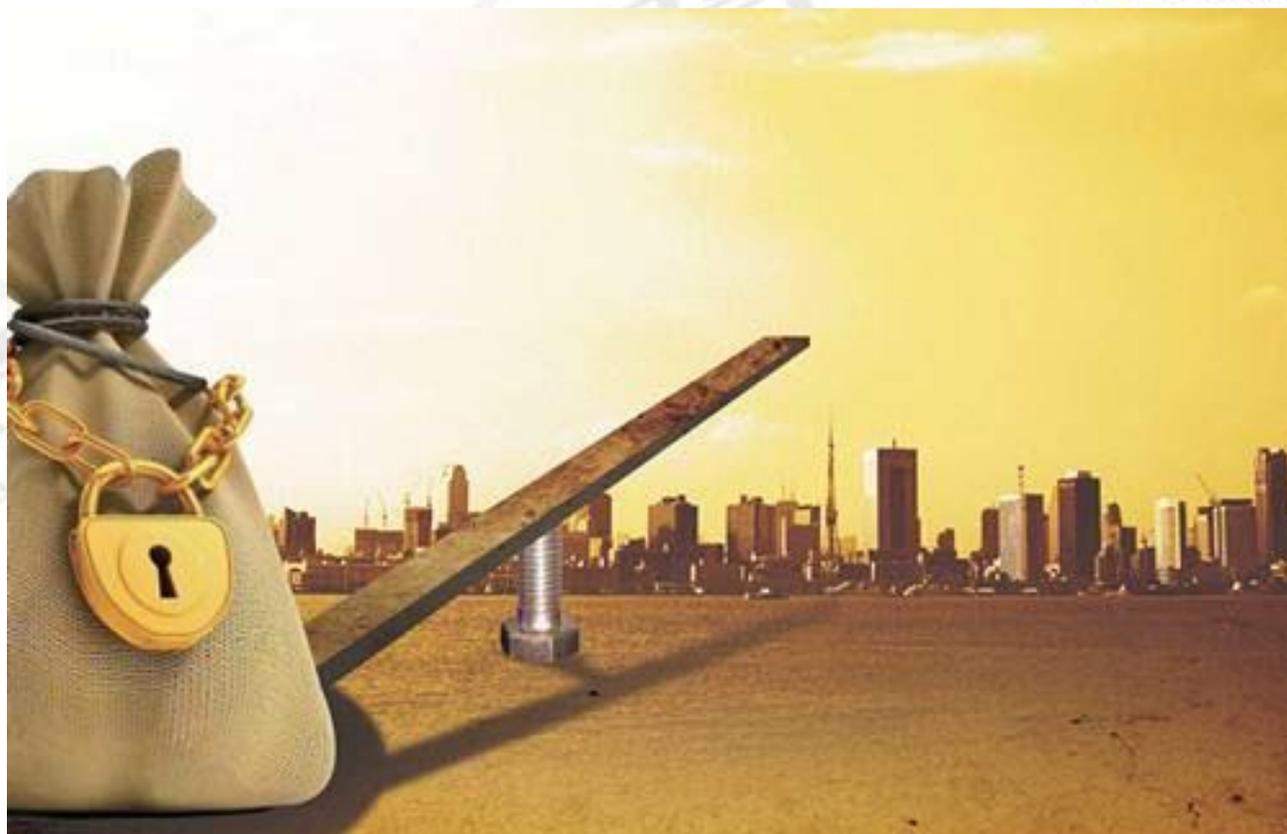


张涛：扭转居民预期为什么最为重要



文/张涛、路思远

除了疫情的外生冲击之外，影响当前经济运行更重要的因素是预期的持续减弱，尤其是在预期减弱的环境下，需求收缩和供给冲击均难以得到根本性扭转，只有当预期得到持续改善，经济主体才有意愿增加投资和消费，相应供需两侧才有可能在经济上行轨道上恢复动态均衡。当然，伴随经济运行的周期性起伏，各类经济主体的预期自会随之变化，对此不需过早、过多地干预，以避免对经济运行规律造成扭曲，但去年以来，“预期减弱”已经与“需求收缩”和“供给冲击”叠加在一起对经济运行产生持续影响，尤其是居民预期出现了持续减弱，如果之后居民预期减弱进一步固化为趋势性变化，那么居民势必会通过提前还债、不借新债等主动减债的方式来维护自身福利最大化，由此就必然会带来一系列连锁反应，并可能引发复杂的社会问题。



首先，从增量和存量两个层面看，目前居民预期减弱转为趋势性的苗头已经显现。

一是在增量层面，截至6月末，城镇15-24岁调查失业率已升至19.3%，为2018年有数以来的最高，虽然该年龄段的就业市场波动相对大，但就业前景的不稳定，势必会影响年轻人的收入预期和消费需求。例如，京东数据显示其今年“618”的销售额同比增速仅为10.3%，不仅大幅低于去年的27.7%，也是增速最低的一年；另外，今年以来很多互联网平台、移动终端APP的日活跃用户数据也出现明显的下降。

二是在增量层面，年轻人就业、收入前景的不确定，还会产生很强的代际间外溢性影响，即年轻人父母的预防性储蓄会被大幅推高，进而影响

到居民的当期消费。

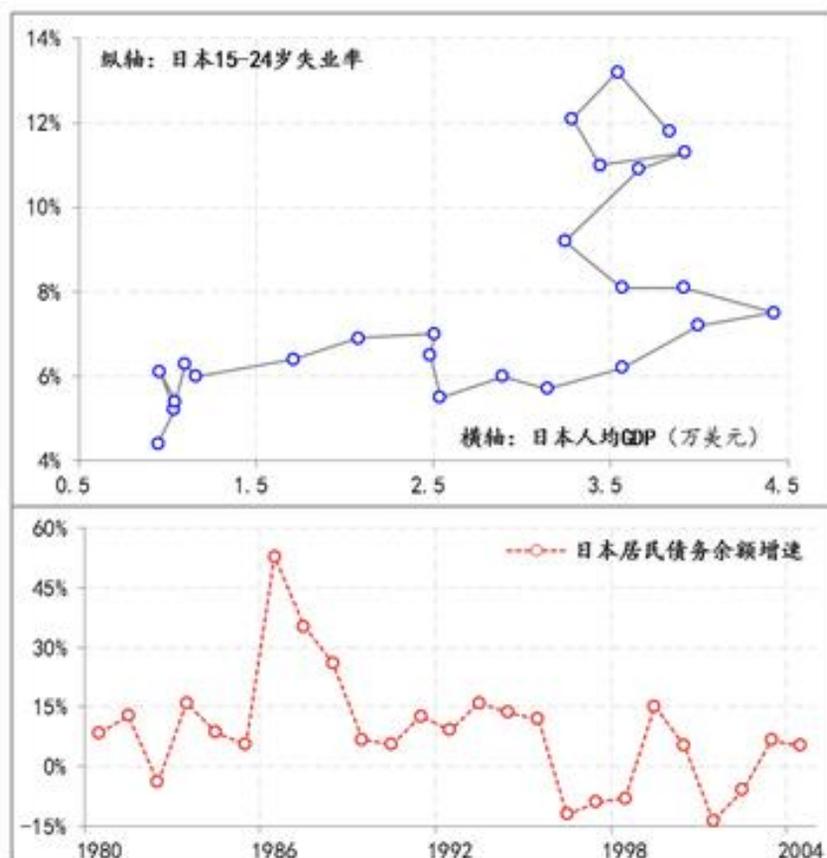
三是在存量层面，居民已经开始通过提前还贷来降低负债成本，截至6月末，居民中长期贷款的12个月滚动净增规模已降至5.5万亿，较去年同期大幅下降了近4万亿；同时居民还通过提高定期存款的资产比重来稳定无风险收益，截至6月末，居民定期存款的12个月滚动净增规模已升至10.6万亿，较去年同期大幅提高了2.8万亿，占居民新增存款的比重也同步升至84%，较去年同期比重提高近10个百分点。

其次，国际经验显示居民预期趋势性下降对经济运行影响巨大。

我们之所以认为居民预期减弱若固化为趋势性变化的后果十分严重，有一个重要原因是国际上已经出现过因此被拖入经济长期低迷的先例。例如，在上世纪80年代到本世纪初，日本经济由经济增速换挡期陷入长期低速增长的经济低迷期，而与日本经济长期低迷同步，日本居民预期也是在此阶段转为趋势性减弱。

例如，与我们当前看到的现实变化类似，日本居民自上世纪80年代中期开始趋势性降低债务增速，到90年代中期就已经变成债务余额净减少的状态，与此同时日本年轻人的失业率出现趋势性的大幅上升，同期日本人均GDP在1995年达4.42万亿美元峰值后，开始趋势性下降，到本世纪初已降至3.3万亿美元（2022年），7年间累计下降了1.1万亿美元，降幅超过25%。

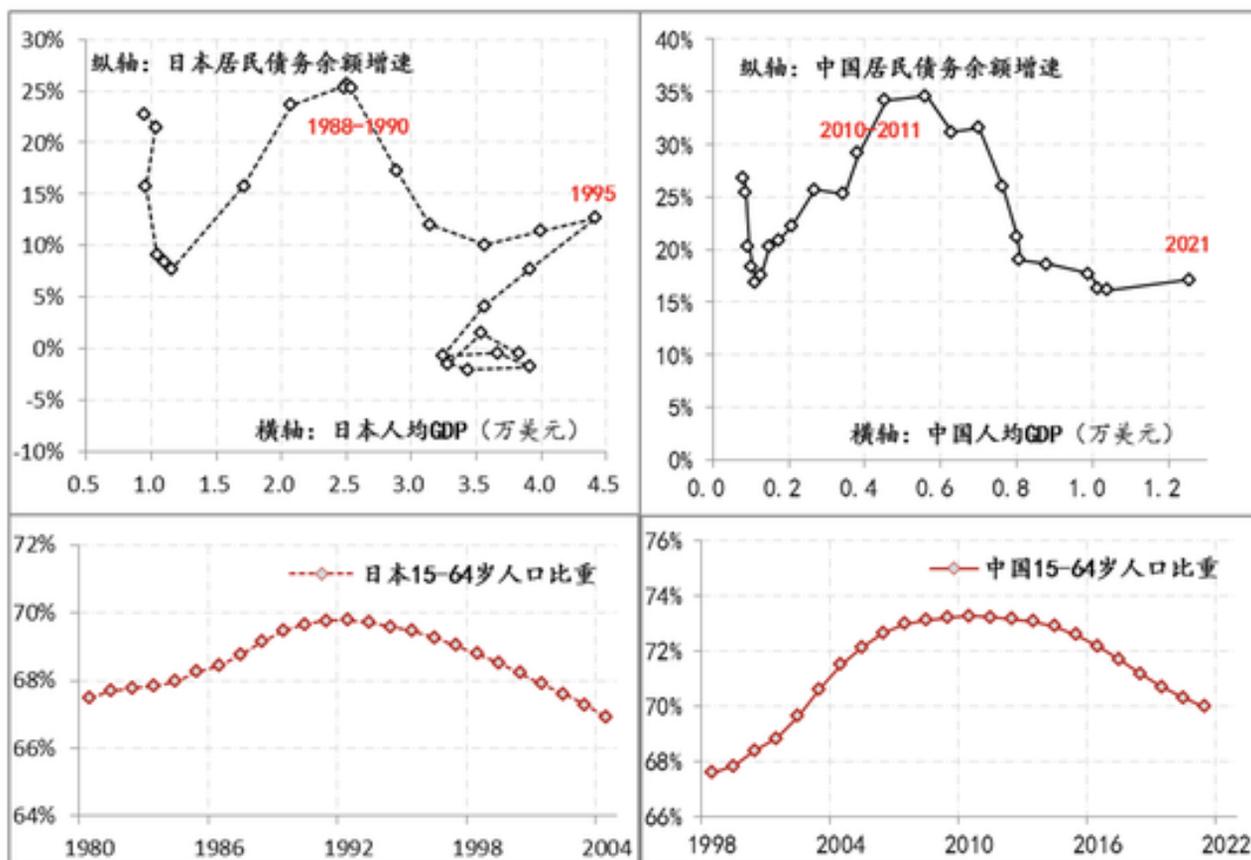
图 1：日本经济转入失落期间青年人失业率情况



另外，人口红利式微的变化本身就会弱化居民预期，而此变化作为慢变量，扭转起来需要很长的过程。例如，日本 15-64 岁适龄劳动力人口比重在上世纪 90 年代初达到峰值，同期日本居民债务增速也触及峰值，之后两者同步开始下降，5-7 年后日本人均 GDP 也达峰开始下滑。我们的情况则是，在 2010 年前后，人口红利和居民债务增速同步达峰后回落，截至 2021 年末，居民债务增速已由 10 年前峰值回落了 17.5 个百分点，同期 15-64 岁适龄劳动力人口比重下降了 3.5 个百分点。中日的数据显示，人口结构的变化本身就会带来居民杠杆行为的调整，而日本的经验显示，对此如果没有针对性的对冲安排，那么居民预期减弱不仅会变成趋势，而且

还有加速减弱的可能，就像上世纪 90 年代中期至本世纪初，日本的经历。

图 2：中、日居民债务、人均 GDP 和人口结构的变化情况



第三，改善效率与对冲经济禀赋变化都需要扭转预期

截至 2021 年末，中国人均 GDP 已超过 1.25 万美元，不仅首次超过

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_44302

