

# 重建美国财富

受消费者需求下降困扰的世界又要担忧重归节俭的美国家庭是否能存够钱(进行充分的储蓄)

Evan Tanner 和 Yasser Abdih

全球金融危机令美国消费者财富大量缩水，他们曾经是世界经济繁荣的主要驱动力，金融危机后却开始减少消费，增加储蓄。

许多经济学家与其他人士都认为，美国消费者可能会彻底改变消费习惯，不会再像以前一样，连续多年储蓄几乎为零。全世界的决策者和经济学家都担心，攥紧钱包的美国消费者会造成全球需求下降，进而减缓全球经济复苏。他们认为，至少在短期内，中国等其他国家的消费者或者新增资本投资将无法弥补美国消费者留下的消费缺口。

但另外一面，虽然如何替代下降的美国消费需求已经得到全球的切实关注，但对美国自身而言，可能更需要担心的是美国家庭能否足够节俭。消费者只能通过储蓄来恢复自己的财富（指净资产，即资产和负债的差值）。

## 财富和投资

家庭财富的积累对另一个相关问题——资本投资——来说至关重要。净资产和资本支出之间呈现出紧密的相关性（见图1），这种显著相关性可以通过所谓的“金融加速器效应”来解释：具有较为强健的资产负债表的企业可以在更多优惠条件下进行借贷（并为资本支出融资）；在信贷稀缺、企业盈余微薄的金融萧条时期，对于那些亟待补充资金的企业来说，新增的家庭储蓄就成为最可能的资金来源。

实现可持续增长需要新的资本形成。传统投资理论认为，资本投资复苏的先决条件可能是总需求（包括消费）的增加，因此疲弱的资产负债表可能会抑制这种复苏。除非资本利得和企业利润恢复到危机发生前的泡沫时代的水平（这

种情况很难出现），否则企业将无法自行产生足够的投资资金，因此可能需要通过利用提高的家庭储蓄来补充资金。我们的研究表明，家庭将无法进行充分的储蓄，长远看来，这是一个不祥的征兆。

## 净资产和家庭储蓄

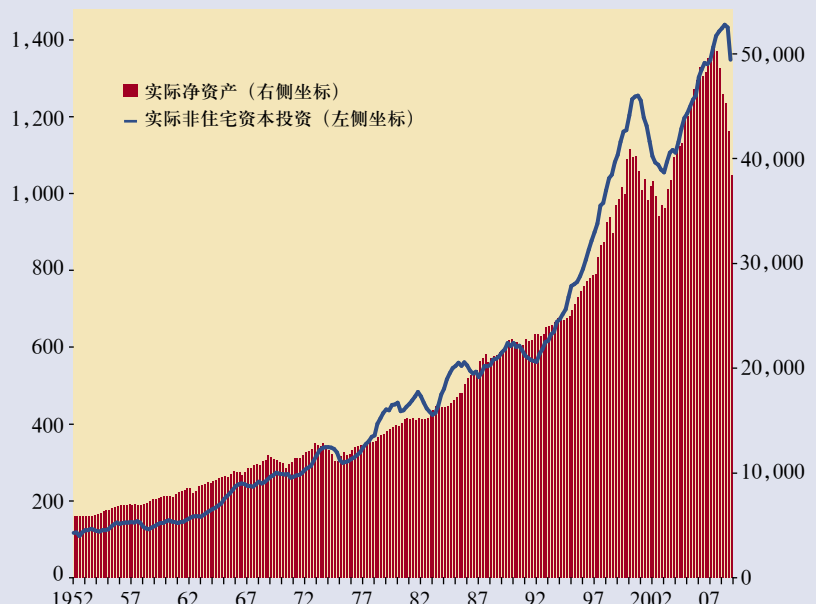
在本次危机到来之前，美国家庭财富曾经出现过一次大幅上升，主要体现在住房与股票市场上。虽然这一时期美国家庭储蓄率下降至历史最低点，但由于资产增加，美国家庭还能够享受更高水平的消费，同时其净资产也不断增加。当2008年资产价值暴跌时，美国家庭的反应是缩减消费，并大幅提高薪金储蓄率。

图1

### 财富创造

1952—2008年间，家庭净资产与资本投资同方向变化。

（万亿，以2000年定值美元来计算）



资料来源：美国经济分析局；联邦储备委员会；Haver Analytics。

这与美国家庭历来的反应模式一致，除了一些与当前状况无关的固定支出外，家庭通常会在可支配收入增长的情况下增加消费，但同时消费也与资产收益相关。我们通过1952—2008年的数据发现，美国家庭历来对资产收益变化的反应与当前的反应一样，即对薪金储蓄额进行相同幅度的调整，资产收入下降时减少消费，资产收益上升时增加消费。长期来看，这种补偿式的调整基本上是一一对应的：资产收益每增加一美元，消费就会增加一美元，薪金储蓄就相应会减少一美元；而资产收益每减少一美元，消费就会减少一美元，薪金储蓄就会相应增加一美元。这种一一对应关系是多年前由经济学家米尔顿·弗里德曼在研究其最优长期家庭行为理论（即永久收入假说）时发现的。同时我们也发现，消费者的长期调整行为具有非常明显的渐进式特征。

如果家庭继续保持过去半个世纪的一般行为模式，那么其未来的储蓄和财富会发生什么变化？为回答这一问题，我们构建了一个基线模型，在假设家庭行为基本保持不变的基础上，预测消费者未来的储蓄与财富积累程度。

在这个基线模型中，薪金储蓄从2009年以后开始上升，这是经济危机造成的直接结果。之后，随着家庭资产的稳定，储蓄有些减弱。预测的结果呈驼峰形，峰值出现在2011年，然后开始下降。从2007年的低谷到2011年的顶峰，储蓄增加的规模约合GDP的2.25%。在本基线模型中，由于预测的未来资产回报率比近几年所夸大的值略低，所以虽然家庭净资产在当前的水平上有所提升，但幅度很小。

## 新节俭模式？

但是经济环境已经发生了剧变，目前存在更多的不确定性，消费者开始主动或被迫去杠杆化（剥离债务），同时也比以往任何时候都更加关注政府的财政赤字水平。

因此，这个基线模型可能并不能很好地推演未来的储蓄行为。如果已经出现了新的节俭模式，美国消费者可能会持续地增加储蓄，那么会增加多少呢？IMF首席经济学家奥利维尔·布兰查德（Olivier Blanchard）曾经说过，经济学家最危险的行为莫过于提出一个“最佳猜测”（布兰查德，2009）。

我们曾经试图算出消费者必须增加多少储蓄才能使其净资产恢复到与之前较好时期（危机前）的水平。在基线模型中，我们假设家庭将在每个阶段增加一定数额的储蓄，不过，储蓄在经过一次调整后，将会与资产收益在边际上保持固定关系，正如基线模型所示。

## 截至2018年底的净资产

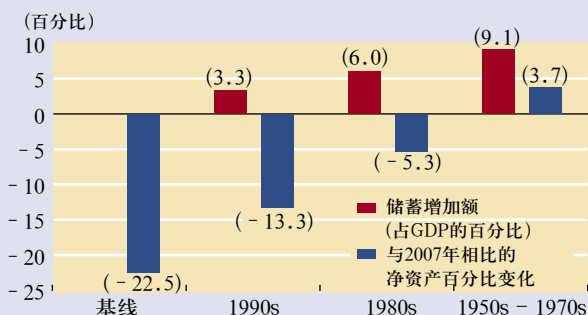
我们通过校准自己假设的储蓄变动额，使初始年份预测值与以往年份（20世纪90年代、80年代，以及最节俭的20世纪50—70年代）的平均水平大体一致。若要达到20世纪90年代的水平，储蓄增加额就必须比基线模型中的调整值还要高，约合GDP的3.3%；若要达到20世纪80年代的水平，就需要增加约合GDP6.3%的储蓄；若要达到20世纪50年代至70年代的水平，就需要增加约合GDP的9%。我们的这一新的储蓄预测结果与基线模型的情境很像，也是驼峰形的，储蓄峰值出现在2011年，之后开始降低。在这些更为节俭的情境下大幅下挫的消费将逐步反弹，但是在许多年中始终保持在基线以下水平。

由于在这些更为节俭的情境下，储蓄要高于基线模型中的水平，因此家庭净资产的增长更快。若美国家庭现在开始增加储蓄，那么相对于2007年的净资产峰值460亿美元（以2000年定值美元计算），2018年的净资产会达到什么水平？按照基线模型，2018年的家庭净资产将比2007年的峰值低22%；而如果按20世纪90年代和80年代的情境，两者的净资产仍将低于峰值约13%和约5%。如果按照20世纪50—70年代的情境，净资产值预计将超过2007年峰值近4%（见图2）。

基线模型描述的是中间情境：从概率上看，2018年净资产高于或低于基线模型预测值的概率各有50%；2018年财富净值等于或超过最节俭时的预测

图2  
净资产的恢复

为使净资产到2018年底恢复到2007年时的水平，美国家庭必须大幅提高储蓄。



资料来源：联邦储备委员会；Haver Analytics；作者的计算。  
注：净资产是指家庭资产减去家庭负债。零轴表示2007年的美国家庭净资产。基线模型反映的是以往的家庭储蓄行为，其预测结果显示：近期内薪金储蓄上涨幅度约为GDP的2.25%，这将会使2018年的净资产水平比危机前低20%以上；如果薪金储蓄增加额约GDP的3.3%，就将与20世纪90年代的水平大致一致；如果增加额达到GDP的6%，则可实现20世纪80年代的储蓄水平；如果增加额达到GDP的9.1%，则与20世纪50—70年代的水平相当。只有在最后一种情境下，美国家庭净资产才会在2018年底超过2007年的水平。

值的概率低于50%，例如，家庭净资产达到或超过20世纪50—70年代情境下的净资产水平的可能性约为25%。

### 储蓄：新的投资来源

当前，新增家庭储蓄中有相当大的一部分成为公共借贷的资金来源，抵消了企业储蓄的不足。现在看来，新增储蓄资金还不会立即转变为新的资本支出。由于未售住宅大量积压、资本利用不足、金融系统受创，预计中期的投资需求仍将持续低迷。在这个过渡期中，新增家庭储蓄将有助于补充家庭与企业的净资产。

但是当经济开始重新振兴时，更为强健的资产负债表将有助于支持投资支出。正如图1所示，非住宅投资和净资产呈同方向变化。

“金融加速器”现象表明，净资产增加将有助于降低与金融中介相关的某些成本（Bernanke、Gertler和Gilchrist，1999），例如家庭储蓄可能被用于购买公司股票，近几个月来已经出现了这种趋势。家庭与非金融企业的净资产在此是同步变化的。某些企业会通过出售净资产所得来积累现金以及国内国外存款，此类资产也可以作为抵押品，并有助于降低外部借贷成本，因

此净资产与资本投资存在正相关关系并不奇怪。

但是，补足的资产负债表对投资的任何积极影响都不可能立即实现。同时，由于消费者的储蓄可能达不到所需的程度，美国的净资产可能还会在数年之内停滞不前，这将对实现持久、强健的经济复苏产生负面影响。当然，其他因素，如生产力增长率低、经济不稳定、受不良资产拖累的低效金融体系以及政府过度负债、财政负担沉重等，也会阻碍经济复苏。所有这些因素都令人忧虑。■


Evan Tanner是IMF基金学院的高级经济学家，Yasser Abdih是IMF中东和中亚部的经济学家。

#### 参考文献：

Abdih, Yasser, and Evan Tanner, 2009, “Frugality: Are We Fretting Too Much? Household Savings and Assets in the United States,” *IMF Working Paper 09/197* (Washington: International Monetary Fund).

Bernanke, Ben S., Mark Gertler, and Simon Gilchrist, 1999, “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in *Handbook of Macroeconomics, Vol. 1*, ed. by John B. Taylor and Michael Woodford (Oxford: Elsevier), pp. 1341–93.

Blanchard, Olivier, 2009, “Sustaining a Global Recovery,” *Finance & Development, Vol. 46, No. 3*, pp. 8–12.



**COLUMBIA | SIPA**  
School of International and Public Affairs

**PROGRAM IN ECONOMIC POLICY MANAGEMENT (PEPM)**

Confront global economic challenges with the world's leading economists, policymakers, and expert practitioners, including Jagdish Bhagwati, Guillermo Calvo, Robert Mundell, Arvind Panagariya, and many others.

A 14-month mid-career Master of Public Administration focusing on:

- rigorous graduate training in micro- and macroeconomics
- emphasis on the policy issues faced by developing economies
- option to focus on Economic Policy Management or International Energy Management
- tailored seminar series on inflation targeting, international finance, and financial crises
- three-month capstone internship at the World Bank, IMF, or other public or private sector institution

The 2010-2011 program begins in July of 2010. Applications are due by January 1, 2010.

pepm@columbia.edu | 212-854-6982; 212-854-5935 (fax) | www.sipa.columbia.edu/academics/degree\_programs/pepm  
To learn more about SIPA, please visit: www.sipa.columbia.edu