

金融危机以来 美国居民储蓄率变动及其影响

■ 吴国起 赵光磊

金融危机爆发以来，美国居民储蓄率发生了显著变化。作为全球最大的经济体和消费市场，居民储蓄率和消费行为的改变将直接关系到美国经济复苏的步伐，并对全球贸易和经济增长产生深远影响。

危机前后美国居民储蓄率 变动轨迹及成因分析

上世纪40—80年代初，美国居民储蓄率一直维持在7—11%之间，此后呈现出明显的阶段性下降特征：1980—1989年，月储蓄率平均值为9.04%，1990—2000年降至5.12%。2001年10月，美国居民储蓄率首次出现-0.2%的负值，此后4年一直稳定在2—3%左右。2005年1月—2008年8月期间，储蓄率基本维持在1%以下，其中2005年8月再次出现了-2.7%的负值。尽管在此期间美国联邦基金实际利率高达4—5%，但居民储蓄水平却是历史最低的。与这一趋势相伴的是消费占GDP的比重不断上升，由上世纪80年代初的60%上升到2007年的70%以上。

受本轮经济危机的冲击，美国失业人数连创新高(2009年6月失业率高达9.5%)，加上股市下跌、房市萧条，家庭资产大幅缩水，美国人开始减少消费，家庭储蓄率随之显著上升。统

计数据显示，2008年居民月度平均储蓄率为1.7%，2009年第一季度平均为4.3%，4月份为5.6%，5月份为6.9%，创1993年12月以来的新高，储蓄总额达到创纪录的7680亿美元，是1959年开始统计这项数据以来的最高值。

研究美国居民储蓄与消费比例关系的调整，需要辨别居民收入变化的性质是暂时性还是持久性的，因为消费水平高低更大程度上取决于持久的收入预期变化，而不是暂时的收入增减。有学者认为，在危机之前，财富效应和信贷便利化是美国居民储蓄率自20世纪80年代开始呈下降趋势的关键因素。当时，在“新经济”的带动下，股票价格飙升，房产价值膨胀，极大地刺激了美国家庭的消费欲望。对普通家庭来说，房产和金融资产增值是财富效应的重要形式，但这种财富效应不是可用于新投资项目的资金，所以不反映在国民收入账户中，很大程度上只是居民的心理富裕感觉，但这种感觉促使居民逐渐扩大了消费倾向。

实际上，危机前真正刺激居民消费的是这一时期美国的信贷便利化措施。一方面是负债成本不断下降。美国居民利息支出与负债之比由1984年的3.9%持续下降至2006年的1.75%，这表明美国居民能够以很低廉的成本进行借贷，储蓄率也因而相应下降。另一方面是信用市场工具不断增多，便

于居民持有债务。在美联储的资金流量统计中，信用市场工具是指股票和共同基金之外的金融工具，几乎涵盖了所有类型的债务资产，包括贷款、证券化产品、债券、货币市场工具等。数据显示，美国居民负债占国内全部负债的比重由1984年的33%逐步上升到2006年的52%，由此可见信贷可得性的系统性上升与居民储蓄率的趋势性下降之间具有高度相关性。

本轮危机爆发后，美国居民储蓄率不断攀升，主要原因是：第一，美国政府实行反危机的经济扩张政策。通过降低低收入家庭税收、提高养老金和医疗保险等福利，使居民在财产性和工资性收入下降的情况下，可支配收入却得以明显提高。这些收入主要来自《2009美国复苏与再投资法案》中的一次性财政转移支付。政府本想以此促进消费，但是居民意识到这些临时性收入将来还会以税收形式返还政府，出于预防性动机，这些收入逐渐沉淀形成储蓄。第二，2008年8月以来，美国消费物价指数有较大回落，尤其是汽油价格从4美元/加仑回落至2美元/加仑，为消费者节约了2000亿美元，大大降低了居民生活成本，从而为收入转化为储蓄增加了可能。第三，失业和减薪让居民感受到了经济衰退的寒流和未来的不确定性，从而更加谨慎地选择消费行为，降低生活支出，

并为未来进行预防性储蓄。第四，实际利率上升提高了储蓄收益。储蓄率与实际利率存在明显的正相关关系。2008年美国通胀率高达5%，联邦基金名义利率虽为2%左右，但实际利率为-3.59%。随后通胀转为通缩，虽然名义利率一路下调，但实际利率却持续上升，今年5月份约为1.48%，这实际上相对提高了居民储蓄收益。

未来美国居民储蓄率变动趋势

历史数据表明，每次经济危机后居民储蓄率都会因预防性需要而快速上升。在目前美国经济复苏前景尚不明朗的情况下，居民消费将继续保持谨慎，近期内储蓄率还有进一步上升的空间，预计可能在7—10%之间波动。但由于过度消费已经成为居民的习惯和支撑美国经济的重要基石，从中长期来看，一旦美国经济走出低谷，失业率趋向正常，居民信心恢复，储蓄率还将适度回调，但基于危机留下的教训，会稍高于危机前的水平，预计能够维持在3—5%之间。主要决定因素包括：

第一，危机后美国经济复苏将是一个缓慢的过程，居民的财产性和工资性收入难以实现较快增长，长期来看，储蓄率继续上升的动力不足。

第二，长期享受经济繁荣的美国人根本没有勤俭节约的概念，在危机过后将逐渐恢复消费习惯，这会从根本上促使储蓄率回调。危机中积累的储蓄完全可能会在危机过后消费完，只要还存在信贷便利化措施和信用卡业务，负债消费的习惯就会保持下去。

第三，美国近期连续扩大赤字规模，2009和2010财年的赤字将分别达到1.8万亿和1.2万亿美元。此外，缩小贸易逆差、扩大出口、激活国内投资和消费，都将不可避免地导致美元

面临长期走弱的趋势。当民众意识到美元贬值不可避免，或通胀即将来临时，不但不会增加储蓄，反而会进一步扩大消费，增加对耐用品的购买量。

第四，如果经济复苏需要经历漫长的“L”或者“W”形调整，美国将不得不考虑出台第二轮大规模财政刺激政策。居民储蓄率持续上升无疑会抵消这种政策效果，美国政府必然要采取措施进行各种消费补贴，刺激居民消费，从而挤压储蓄空间。

储蓄率变动对美国和全球经济可能产生的影响

在储蓄与消费的关系问题上，美国政府面临着“两难选择”，一方面愿意看到储蓄率继续攀升，以增加国内资金供应，减少贸易逆差，降低对外债的依赖；另一方面，储蓄过高又将挤压消费空间，个人收入增长对消费增长的贡献被抵消，从而延缓美国经济复苏的步伐。美国居民储蓄率变化将对美国乃至全球经济的复苏和持续增长产生深远影响。

第一，储蓄率上升不仅将延缓美国经济的复苏，也可能成为全球经济复苏的“威胁”。储蓄率上升导致消费低迷，延缓美国经济复苏的步伐。2009年第一季度美国GDP增长率下降了6.4%，为30年来最大降幅。同期，美国商品进口同比大幅下降30%，高达3525亿美元。由于美国人减少购买汽车、软件以及各种外国商品，美国重要贸易伙伴的经济增长受到严重影响。例如，墨西哥第一季度GDP大幅下跌21.5%，新加坡则下挫15%。美国长期透支消费的收敛实际上是对全球经济失衡的一种校正，未来全球经济将进入艰难的结构调整期。出口型国家经济下滑严重，必将逐步转向扩大内需，并积极寻找新的出口市场，这无疑

增加了未来经济回升的不确定性。中国作为美国最大的进口来源地之一，深受美国居民储蓄和消费结构调整的影响，将面临经济增长模式转型的严峻挑战。在稳定外需的同时，有效扩大国内需求是中国经济面临的艰巨任务。

第二，美国难以从根本上摆脱对外部资金的依赖。个人储蓄率上升有利于居民购买国债，一定程度降低了美国政府和企业对外国资金的需求。据测算，储蓄率每上升1%，能带来约1000多亿美元的债务潜在购买力。但相对美国12万亿美元的庞大债务存量而言，这确实显得“杯水车薪”。此外，美国国债和其他金融产品存在竞争关系，由于政府财政赤字居高不下，国家信用在下降，增加的国内储蓄不会全部进入国债市场。从长期看，中国、德国、日本等顺差国仍将是美国最期待的国债买家。此外，随着美国国债发行量连创新高，美元债券名义利率有可能会继续走高，全球通货膨胀预期将进一步增强。

第三，储蓄率升高难以抑制美元贬值和国内利率上升。近期储蓄率的急速升高收窄了美国的贸易逆差，但要想进一步缩小贸易逆差，美国还需要借助美元贬值使消费者从进口产品转移到国内商品和服务上来。此外，尽管储蓄增加会在一定程度上抑制利率上升，但是在目前庞大的国债和财政赤字影响下效果微弱。消费低迷、进口减少以及国外资金对美国债券的需求低迷，会给美国带来货币贬值和利率升高的双重后果。美元的贬值趋势对全球以美元计价的资产价格和国际贸易会产生负面影响，进一步推高资产价格泡沫，给全球经济可持续增长带来隐患。

（作者单位：财政部国际司 中央财经大学）

责任编辑 李艳芝