CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第82期）

货币总量增长与居民存款行为分析

主办单位：
中国人民大学国家发展与战略研究院
中国人民大学经济学院
中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：
中国人民大学经济研究所

2024年3月

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF 宏观经济热点问题研讨会（第82期）

居民消费与存款行为分析——“超额储蓄”的结构视角

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限公司
承办单位：中国人民大学经济研究所

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

CMF 宏观经济热点问题研讨会（第82期）

居民消费与存款行为分析——“超额储蓄”的结构视角

报告人：宋　科

2024年3月23日

目 录

一、热点背景

• 消费水平、结构“双降”与“超额储蓄”

二、热点分析

• 居民存款的内部结构分化

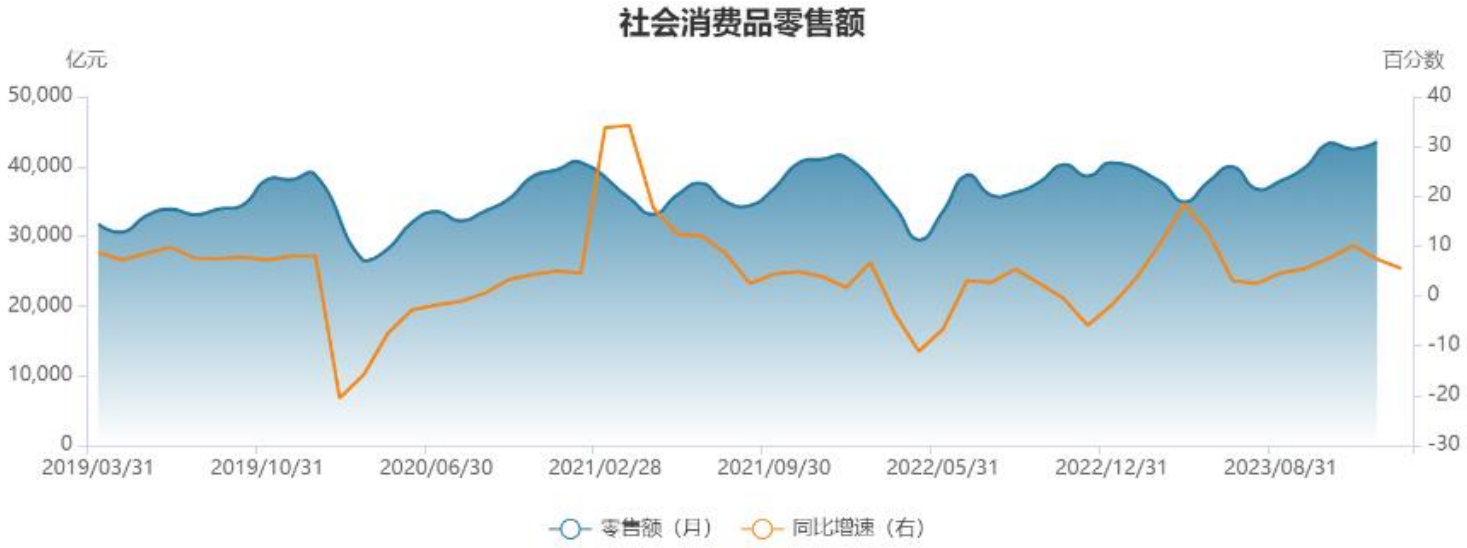
三、热点对策

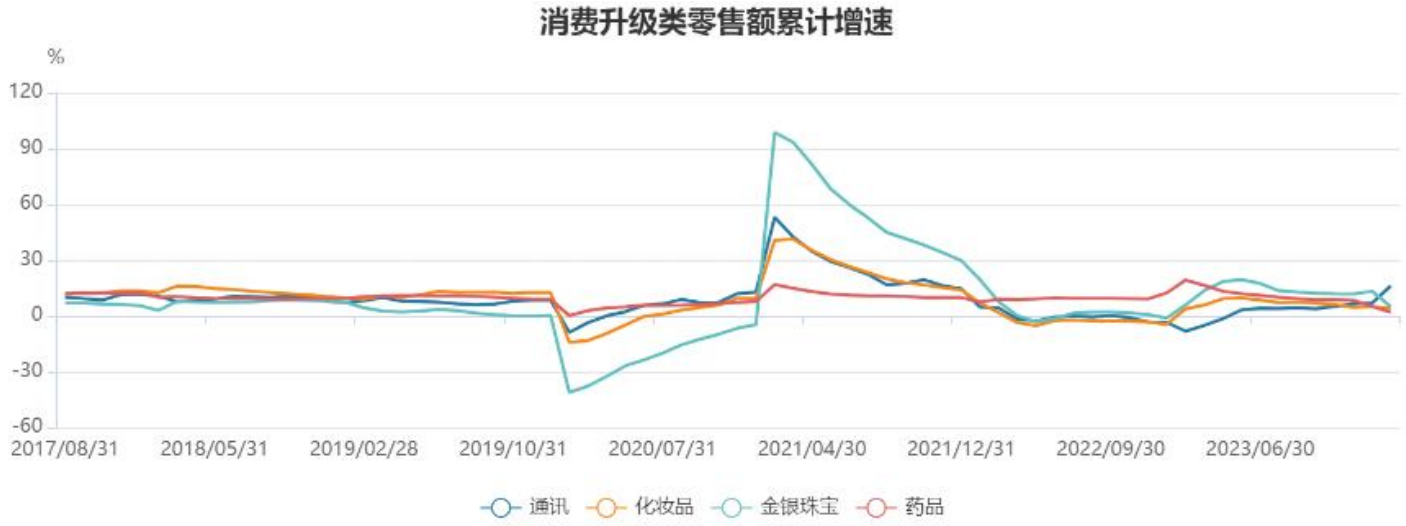
• 如何提升居民消费和投资意愿

热点背景：消费水平、结构“双降”与“超额储蓄”

消费水平与消费结构“双降”：整体消费视角

➢ **无论是消费水平还是消费结构，从2021年上半年开始，均出现下降的趋势。**





消费水平与消费结构“双降”：基于电商大数据的“互联网消费” 视角

➢ **互联网消费作为重要的“新消费”形态，在当前居民消费升级过程中发挥着关键作用。基于中国某头部电商平台多达16,000余种细分消费品类及商品价格等微观数据所构造的居民互联网消费升级指数（resident online consumption upgrade index，简称ROCUI）从独特维度刻画了居民消费特征。**

表：居民互联网消费升级指数指标体系

一级指标	二级指标	备注
消费水平	人均消费支出（元）	
	活跃用户规模（个）	
消费结构	发展型消费占比（%）	横向消费结构
	享受型消费占比（%）	
	“高价商品”消费占比（%）	纵向消费结构

表：居民互联网消费升级指数指标权重

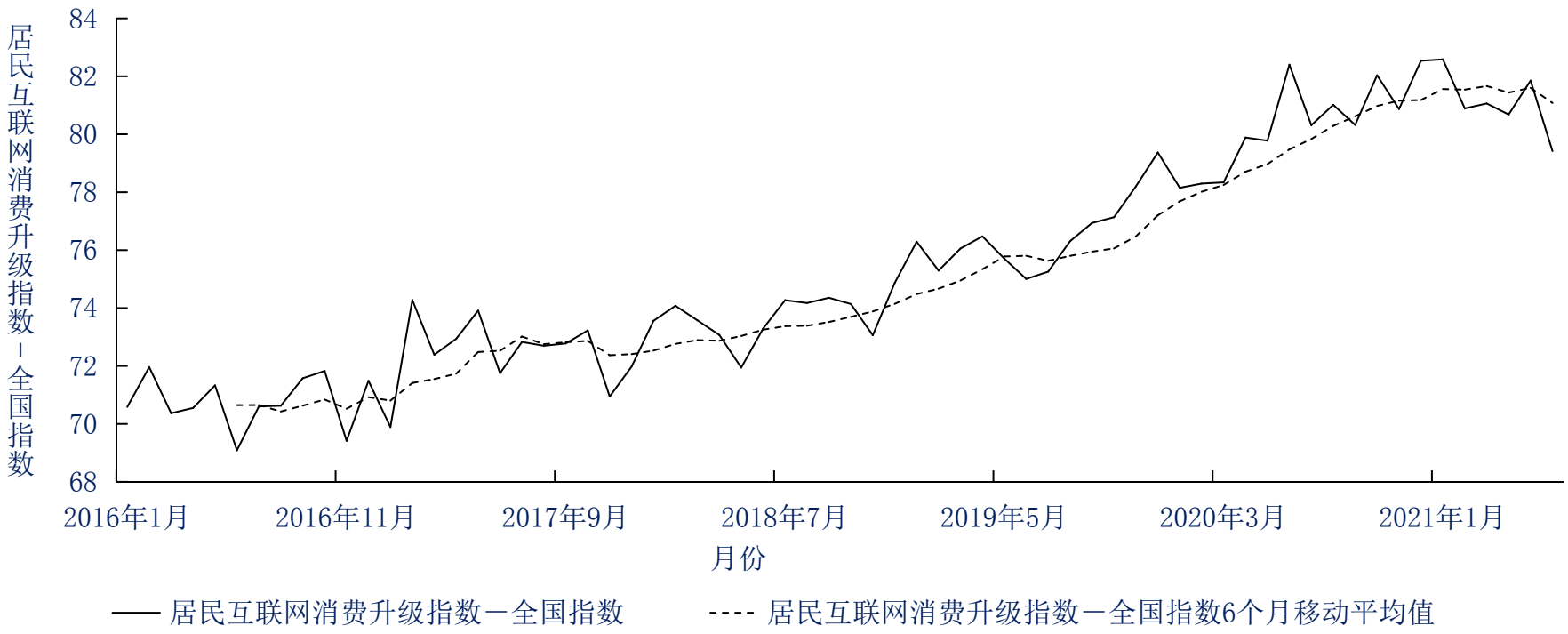
一级指标	二级指标	备注
消费水平（50%）	人均消费支出（50%）	
	活跃用户规模（50%）	
消费结构（50%）	发展型消费占比（25%）	横向消费结构
	享受型消费占比（25%）	
	“高价商品”消费占比（50%）	纵向消费结构

注：（1）“高价商品”消费占比使用商品价格由高到低排序在前25%的商品为同一类商品中的“高价商品”，并选取12个消费品类中价格排在前25%的商品人均消费额占该消费品类人均消费总额的比重作为消费结构的二级指标。（2）发展型消费品类及权重：医疗保健（14.72%）、运动户外（15.67%）、家用电器（13.09%）、文化（13.66%）、电脑及办公用品（14.26%）、手机通讯类用品（14.90%）、图书（13.70%）；享受型消费品类及权重：礼品（12.06%）、珠宝首饰（12.30%）、宠物生活（11.40%）、旅游出行（10.96%）、美妆护肤（11.15%）、影视（10.81%）、游戏设备及游戏（13.62%）、数码（17.70%）；“高价商品”消费品类及权重：白酒（8.19%）、冰箱（9.76%）、电动牙刷（7.07%）、净水器（9.34%）、空调（6.67%）、男装（9.68%）、女装（9.43%）、平板电视（8.25%）、手机数码（7.95%）、相机（8.96%）、洗衣机（7.51%）、婴幼儿奶粉（7.19%）。

居民互联网消费升级指数——全国指数

➢ **2016年1月 - 2021年6月，全国指数由70.59增加至79.42，上涨12.51%，整体上呈现上升趋势，但从2020年上半年开始出现下降趋势。**

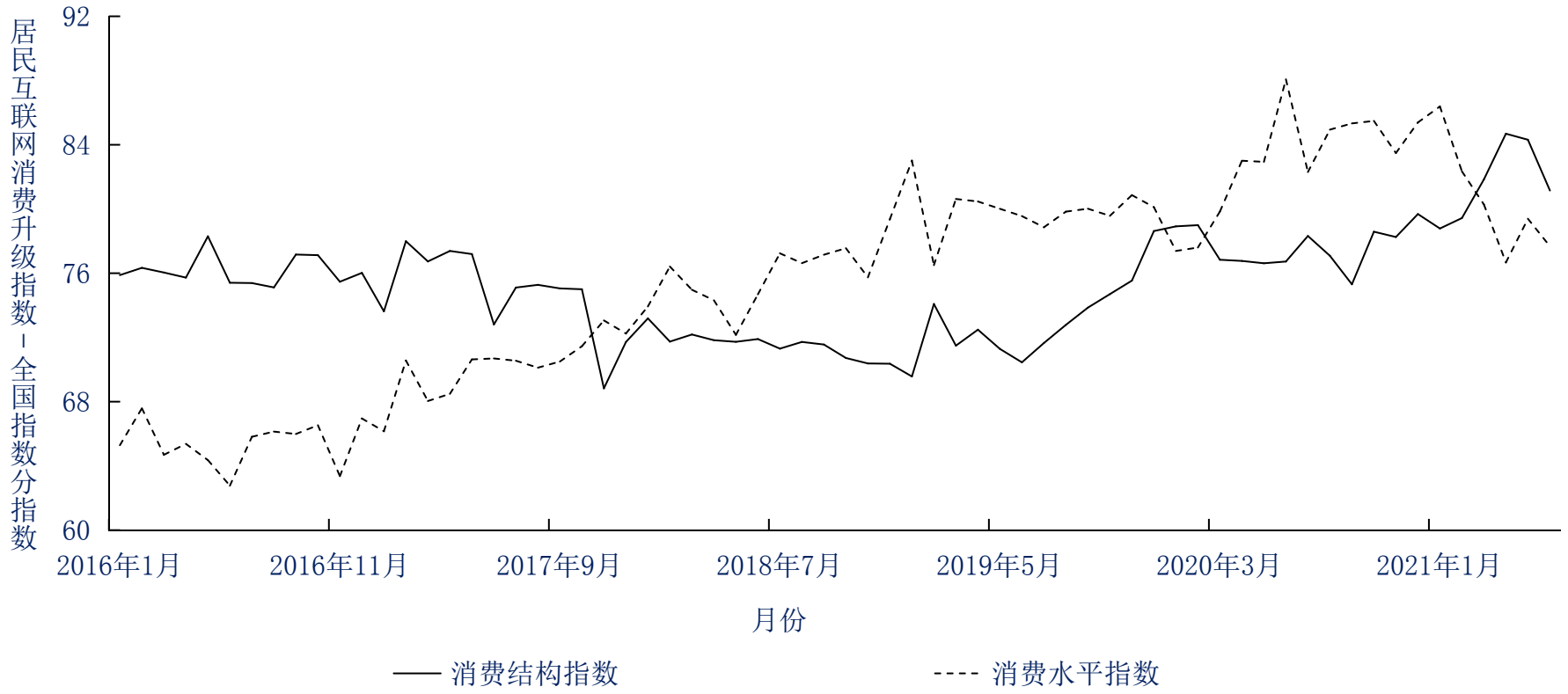
图：居民互联网消费升级指数——全国指数



居民互联网消费升级指数——全国指数一级分指数

- **2016年1月 - 2021年6月，消费水平指数与消费结构指数的走势迥异。消费水平指数发展趋势与总指数相仿，消费结构指数则经历了一个先下降后上升，最后有进入下行通道的过程。**
- 2020年初新冠肺炎疫情暴发并未对消费结构指数造成负向影响，但在2021年上半年后期，消费结构指数出现一定幅度下降。消费结构指数从2016年1月的75.88逐步震荡下行至最低点68.83，而后在2021年4月份反弹至最高点84.69。

图：居民互联网消费升级指数——全国指数一级分指数



指数交互：居民互联网消费升级指数的可靠性与稳定性验证

- **居民消费升级指数：**使用国家统计局公布的居民人均消费支出季度数据、类似居民互联网消费升级指数的构造方法和构建原则构造。选用“居民人均消费支出”数据构建消费水平指标、使用“居民人均发展享受型消费支出占居民人均消费支出的比值”构建消费结构指标。
- **居民互联网消费升级指数II：**使用中国另一家头部电商平台的微观居民消费数据、类似居民互联网消费升级指数的构造方法和构建原则构造，同样从消费水平与消费结构两个维度进行指标选取。由于电商平台的数据结构差异性，在构成指标的具体品类的选择和具体指标名称方面与居民互联网消费升级指数存在一定差异。

表：居民消费升级指数指标体系

一级指标	二级指标	备注
消费水平	居民人均消费支出	居民人均消费支出
消费结构	发展享受型消费占比	生活用品及服务
		教育娱乐
		交通通信
		医疗保健
		其他用品和服务

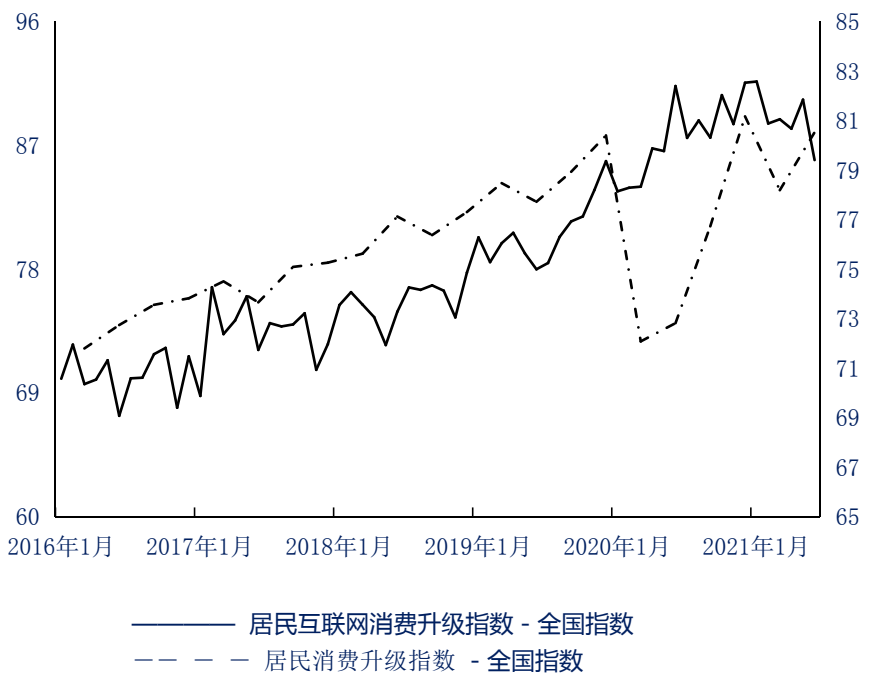
表：居民互联网消费升级指数II指标体系

一级指标	二级指标	备注
消费水平	电商平台人均线上支出	电商平台人均线上支出
消费结构	消费升级类目A	服务型消费占比
	消费升级类目B	发展型消费占比
		享受型消费占比

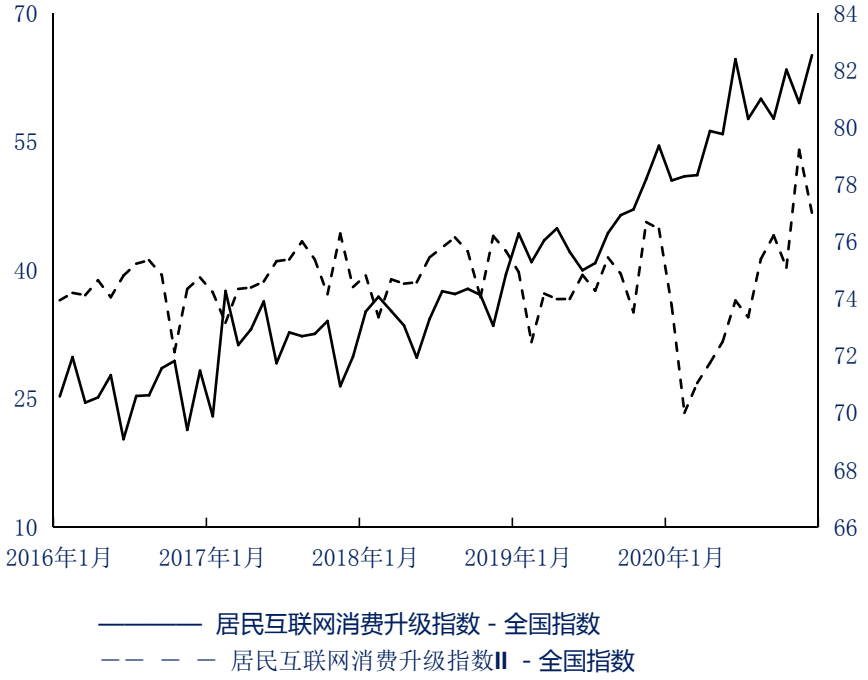
指数交互：居民互联网消费升级指数的可靠性与稳定性验证

- **居民消费升级指数的交互：**2016年以来交互指数整体上保持了稳定上升趋势，与居民互联网消费升级指数相似，两者相关系数为0.56。以2020年1月为分界点，2016年1月-2019年12月两者的相关系数高达0.96，而2020年1月-2021年6月的相关系数仅为0.26。这表明，全国居民的消费升级整体趋势与互联网消费升级趋势保持较强的一致性，但是受疫情冲击，二者发展趋势出现显著差异。居民互联网消费升级在映射宏观层面居民消费升级的同时，也表现出自身的特殊性。
- **居民互联网消费升级指数II的交互：**2016年以来交互指数整体上也保持了平稳上升趋势，只是相较于其他两个指数的走势更为平稳。值得注意的是，虽然前期两者相关性较低，但2020年2月疫情后，两者的相关性系数显著提高至0.69，这表明尽管平台不同，但是互联网消费对于疫情免疫的能力具有较强的共性，这也再次验证了互联网消费的特殊性与重要性。

图：居民互联网消费升级指数与居民消费升级指数



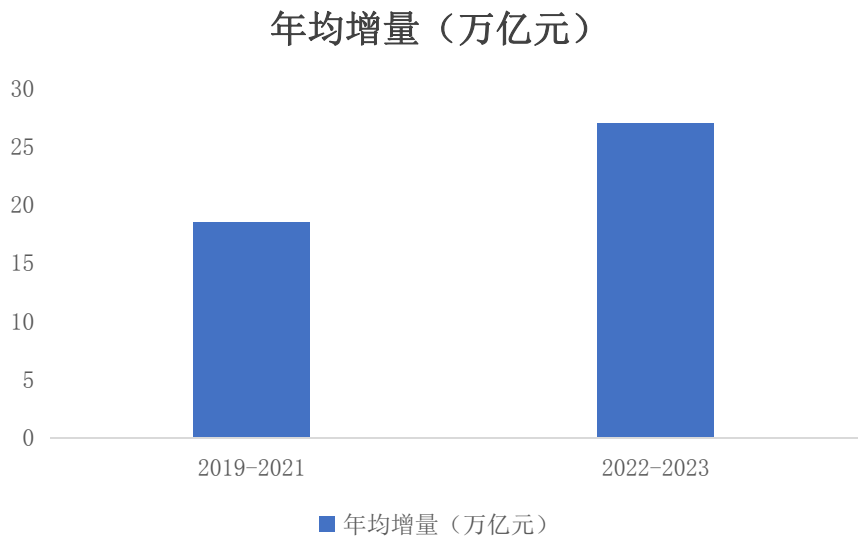
图：居民互联网消费升级指数与居民互联网消费升级指数II



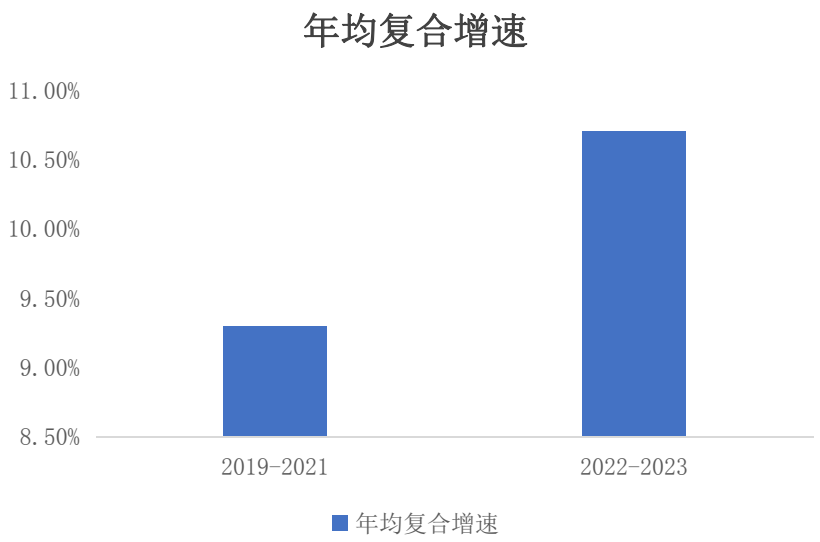
“超额储蓄”：货币总量增长与居民存款行为

- 2022-2023年均M2增量达到27.0万亿元，年均复合增速为10.7%，2019-2021年均M2增量为18.5万亿元，年均复合增速为9.3%

图：年均M2增量对比



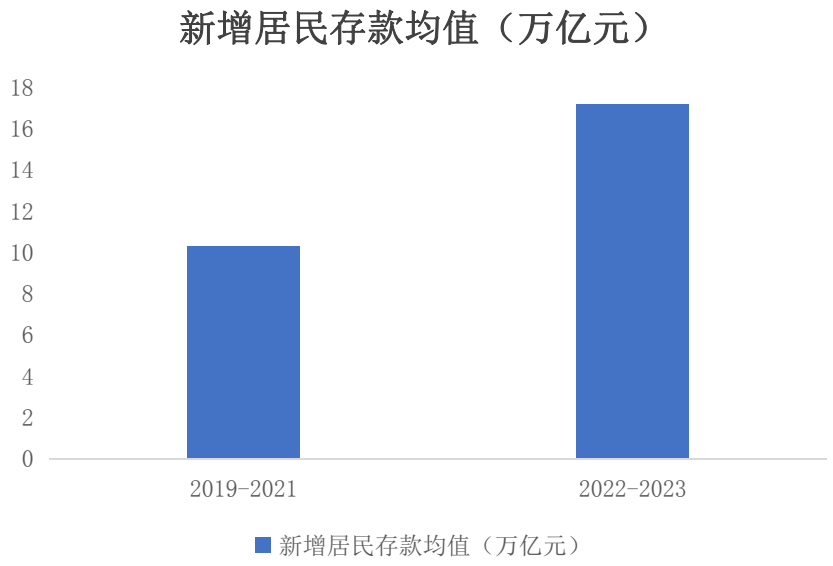
图：年均复合增速对比



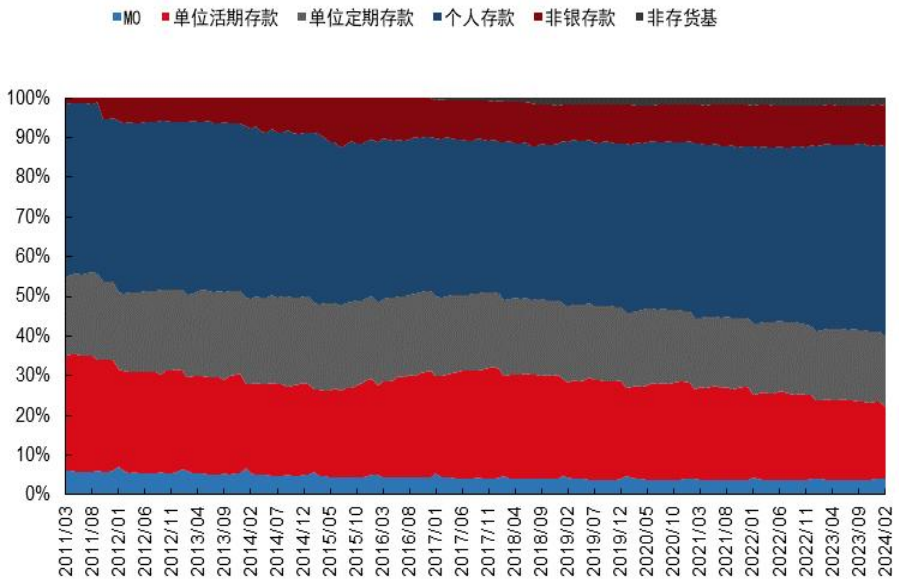
“超额储蓄”：货币总量增长与居民存款行为

- **2022-2023年M2结构发生了较大变化。**
- **个人存款比重在2022-2023年提升到了45.5%和47.2%，该比重在2019-2021年均值仅42.4%，2022-2023年新增居民存款均值高达17.2万亿元，2019-2021年均值为10.3万亿元**，意味着2022-2023年居民每年相对多存了约7万亿元，也可理解为所谓的“超额储蓄”。

图：新增居民存款均值对比



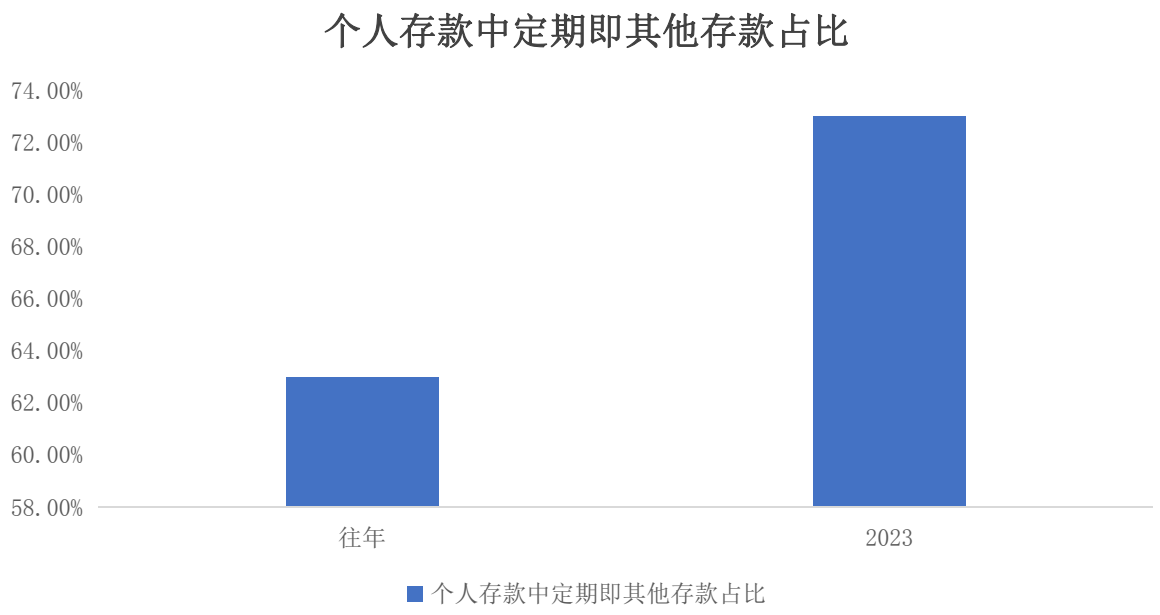
图：M2存量结构



“超额储蓄”：货币总量增长与居民存款行为

➢ **个人存款中定期存款占比大幅提升，2023年个人存款中定期即其他存款占比提升至约73%，往年62%-65%之间。**

图：个人存款中定期存款占比



资料来源：国信证券经济研究所整理。

热点分析：居民存款的内部结构分化

热点分析：居民存款的内部结构分化

➢ **居民存款和消费并不是简单的替代关系。**

- 消费的好与坏并不简单由货币的总量（或存款总量）决定，还要看货币的流通效率，如“企业-居民-企业” 的流通既没有改变货币总量，也没有改变货币结构，但完成了居民消费到企业生产的循环，实实在在拉动了消费和经济。

- 相较于存款总量，存款的内部结构更加重要，即存款是在谁手里。因为，存款在不同人手中发挥出的效果是完全不一样的。对于高收入阶层来说，手上有大量存款，但是消费总量相对来说是有限的，存款流出后的最终去向也是购房和金融产品投资，对消费的拉动有限。只有低收入阶层的人，存款流出才能更有效带动消费。

热点分析：居民存款的内部结构分化

- 区域结构角度，一般来说，区域经济发达区域高收入阶层人群比例更高，居民收入中用于投资的比例也会更高。
- 因此，区域经济发达区域带来的超额储蓄更多可能来自于投资比例的下降。相反，区域经济落后区域的超额储蓄更多来自于消费的回落，引导存款流出的政策才能拉动消费。

表：各省各年新增住户存款占金融机构新增住户存款总额比重

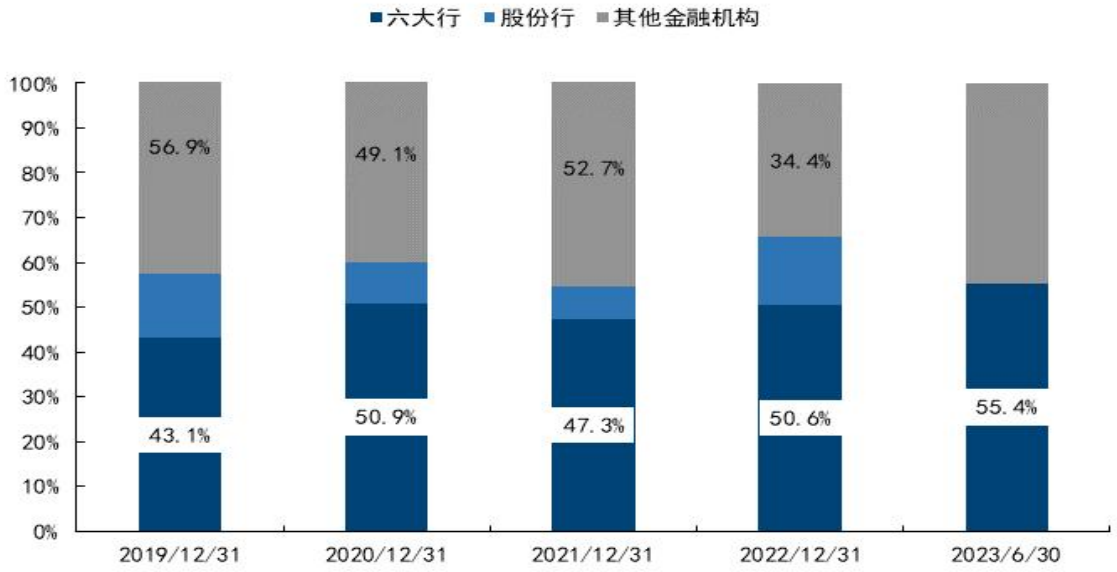
	2019-2021 均值	2022-2023 均值	变动		2019-2021 均值	2022-2023 均值	变动
浙江	6.80%	8.75%	1.95%	内蒙古	1.68%	1.67%	-0.02%
江苏	7.63%	9.04%	1.41%	湖南	3.29%	3.27%	-0.02%
上海	4.56%	5.06%	0.50%	江西	2.67%	2.63%	-0.04%
安徽	3.67%	3.98%	0.31%	甘肃	1.18%	1.10%	-0.08%
陕西	2.72%	2.91%	0.19%	山西	2.62%	2.52%	-0.11%
福建	2.56%	2.74%	0.17%	云南	1.55%	1.45%	-0.11%
北京	4.76%	4.92%	0.17%	重庆	2.05%	1.91%	-0.14%
湖北	3.96%	4.13%	0.16%	新疆	1.24%	1.09%	-0.15%
青海	0.22%	0.25%	0.04%	山东	7.49%	7.20%	-0.29%
西藏	0.07%	0.11%	0.04%	广西	1.84%	1.49%	-0.35%
贵州	1.17%	1.19%	0.02%	四川	5.31%	4.91%	-0.41%
宁夏	0.37%	0.38%	0.01%	广东	8.84%	8.39%	-0.44%
海南	0.43%	0.43%	0.00%	吉林	2.12%	1.67%	-0.44%
				河北	6.41%	5.48%	-0.93%

资料来源：WIND。注：各省份统计口径略有差异，如江苏、广东等统计的是境内住户本外币存款，浙江、江西等统计的是住户本外币存款。

热点分析：居民存款的内部结构分化

➢ **不同类型银行新增存款角度，一般情况下，高收入阶层的人群会选择综合服务能力更强全国性银行，中小银行客群则更聚焦于本地的低收入阶层。**

图：不同类型银行新增居民存款占金融机构新增住户存款比重



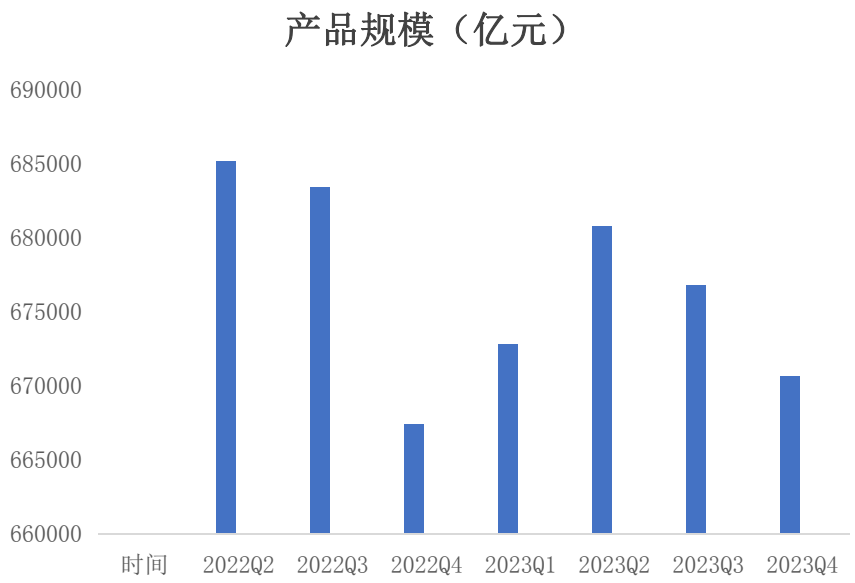
资料来源：WIND，公司公告。注：（1）其他金融机构新增存款为轧差项，（2）股份行中的恒丰银行和广发银行未披露2023年上半年的存款情况，因此2023年上半年仅统计六大行存款增长情况。

热点分析：居民存款的内部结构分化

➢ **从存款增长的区域结构和不同类型银行存款增长情况来看，近两年的超额储蓄大都来自于高收入阶层，购房和金融产品投资需求下降是带来存款高增的主要因素。**

图：国房景气指数

图：资产管理业务总体存量

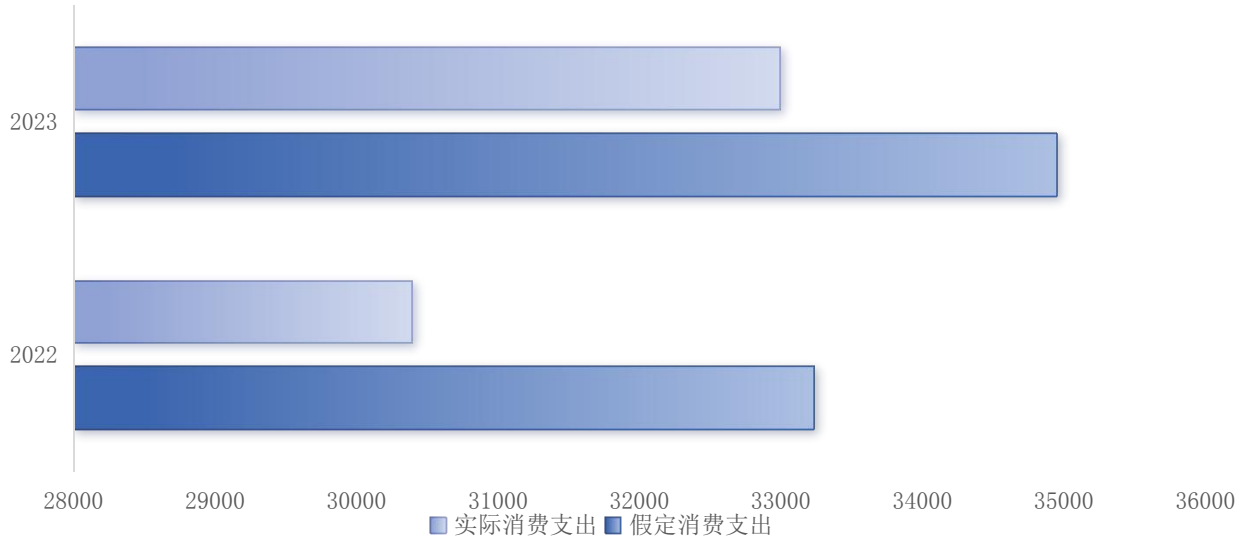


资料来源：国家统计局，中国证券投资基金业协会。

热点分析：居民存款的内部结构分化

- **简单测算：上述2022-2023年每年约7.0万亿元的超额储蓄中，多少是由消费倾向下降贡献的，来验证超额储蓄的动机。测算方法主要采用线性外推法：**

图：线性外推法下的超额储蓄

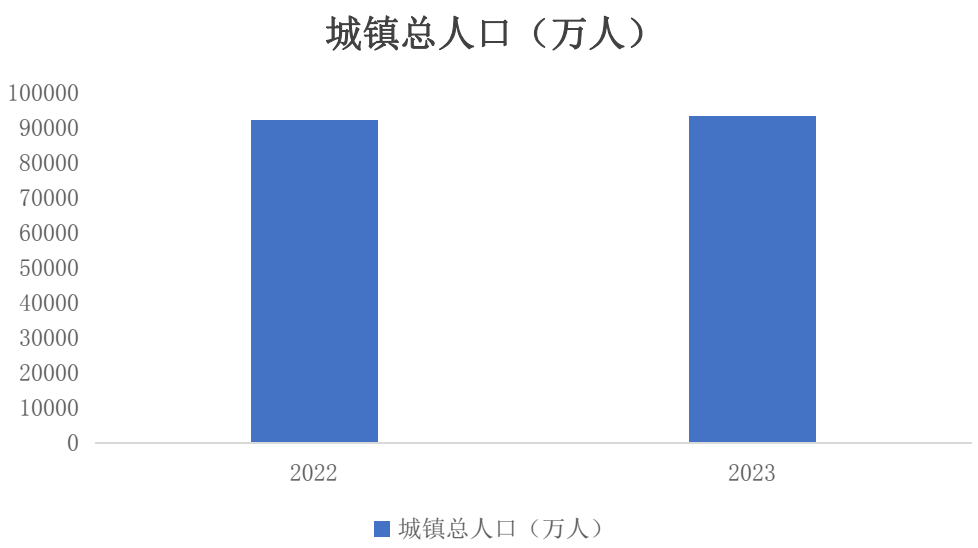


资料来源：国家统计局

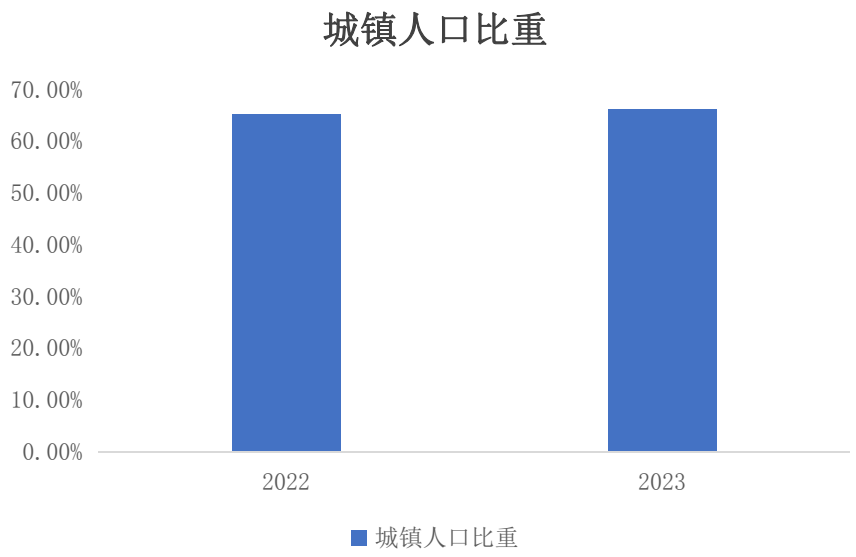
热点分析：居民存款的内部结构分化

- 简单假设非城镇人口人均消费倾向下降贡献的超额储蓄规模和城镇居民水平一样（实际中应该是远不及城镇人口的），由此得到2022-2023年消费倾向下降贡献的超额储蓄分别为4.0万亿元和2.7万亿元，**远低于上述的7.0万亿元超额储蓄。**
- 因此，**近两年的存款大增更多是有投资倾向下降带来的。**

图：城镇总人口



图：城镇人口比重



资料来源：WIND，公司公告。注：（1）其他金融机构新增存款为轧差项，（2）股份行中的恒丰银行和广发银行未披露2023年上半年的存款情况，因此2023年上半年仅统计六大行存款增长情况。

热点对策：如何提升居民消费和投资意愿

热点对策：如何提升居民消费和投资意愿

- 近两年，居民消费倾向下降是存款高增的因素之一，但不是最核心的因素，**居民投资意愿才是存款高增的主导因素。**同时，近两年高增的存款主要来自于高收入阶层，考虑到高收入阶层消费总量是稳定的，预计引导存款流出的政策对消费的拉动效果是非常有限的。
- **未来要提升居民消费和投资意愿的核心是要提升低收入阶层居民的收入和预期。**
- **要进一步优化收入分配制度，同时政策需要维护资本市场和房地产市场等其他资产市场预期，改善市场治理，以此来提振信心。**

谢谢！

报告人：宋科

CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

深度分析货币总量增长与居民存款行为，CMF 专题报告发布

3月23日，CMF 宏观经济热点问题研讨会（第82期）于线上举行。

本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席**杨瑞龙**主持，聚焦“货币总量增长与居民存款行为分析”，来自国内学界、企业界的知名经济学家**毛振华、管涛、温彬、伍戈、程实、宋科**联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学财政金融学院教授、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员**宋科**代表论坛发布题为《货币总量增长与居民存款行为分析》的 CMF 中国宏观经济专题报告。

报告围绕以下三个方面展开：

一、热点背景：消费水平、结构“双降”与“超额储蓄”

二、热点分析：居民存款的内部结构分化

三、热点对策：如何提升居民消费和投资意愿

一、热点背景：消费水平、结构“双降”与“超额储蓄”

第一个特征，消费水平与消费结构“双降”，即消费降级。首先，从整体消费角度来看，无论是消费水平还是消费结构，从2021年上半年开始，均出现下降的趋势，且结构性降级比消费水平下降更为显著。

其次，从电商大数据的“互联网消费”视角来看，我们基于一家头部电商的数据，选择1.6万多种消费细分种类构建了居民消费指数，主要是分为消费水平和消费结构两个层面。消费水平主要用人均消费支出和活跃用户规模进行衡量，消费结构用横向的发展型消费占比和享受型消费占比、纵向的高价商品消费占比进行衡量，测量方法采用了等权法和熵值法。其中，发展型消费品分为医疗保健、运动户外、家用电器、文化、电脑等；高价商品选取了12个消费品类中价格排在前25%的商品，比如白酒、冰箱、电动牙刷、净水器、空调、平板电视

等。样本区间是2016年1月-2021年6月。消费数据涵盖了22个一级消费品类，302个消费品类以及3941个三级消费品类。

从结果来看，2016年1月-2021年6月，全国指数由70.59增加至79.42，上涨12.51%，整体上呈现上升趋势。**但从2020年上半年开始出现下降趋势，2020年6月-2021年6月，全国指数从最高点的80.4下降到了79.41，跌幅将近4%，出现了一定的消费降级趋势。**

从一级指标来看，2016年1月-2021年6月，消费水平指数与消费结构指数的走势迥异。消费水平指数发展趋势与总指数相仿，消费结构指数则经历了一个先下降后上升，直到2021年上半年才开始进入下行通道的过程。我们尝试从两个角度解释这一现象：

1、我们使用国家统计局公布的居民人均消费支出季度数据和中国另一家头部电商平台的微观居民消费数据，采用类似的方法构建了居民消费升级指数和居民互联网消费升级指数II。这两家电商在电商消费规模的占比超过70%，所以具有非常强的代表性。在此基础上，我们进行了交叉验证，发现2016年以来居民消费升级指数的交互整体上保持了稳定上升趋势，与居民互联网消费升级指数相似，两者相关系数为0.56。以2020年1月为分界点，2016年1月-2019年12月两者的相关系数高达0.96，而2020年1月-2021年6月的相关系数仅为0.26。这表明，全国居民的消费升级整体趋势与互联网消费升级趋势保持较强的一致性，但是受疫情冲击，二者发展趋势出现显著差异。**2020年2月疫情后，居民互联网消费升级指数II的交互与全国指数的相关性系数显著提高至0.69，这表明尽管平台不同，但是互联网消费对于疫情免疫的能力具有较强的共性，这也再次验证了互联网消费的特殊性与重要性。**

2、**2022年-2023年M2增速提升的同时，其结构出现了较大问题，主要表现为个人存款占比上升，即“超额储蓄”的问题。**2022-2023年均M2增量达到27.0万亿元，年均复合增速为10.7%，2019-2021年均M2增量为18.5万亿元，年均复合增速为9.3%。但货币在不同主体之间的横向流动也是关键问题，其结构会发生阶段性变化，例如企业给员工发工资或者分红，就会形成老百姓的收入，在M2的统计上企业存款转变为居民存款，老百姓拿到工资后进行消费或投资，居民存款又转变为企业存款和非银存款，这涉及到货币流通效率的问题。在比较成熟的经济体中，老百姓的收入用于消费、储蓄和投资的比例会维持到相对稳定的水平，这种情况下，M2在不同主体之间进行不断流通，尽管结构会出现阶段性变化，但最终会保持相对稳定，除非出现了某种重要的驱动因素。**我国个人存款比重在2022-2023年提升到了45.5%和47.2%，该比重在2019-2021年均值仅42.4%，2022-2023年新增居民存款均值高达17.2万亿元，**

2019-2021年均值为10.3万亿元，意味着2022-2023年居民每年相对多存了约7万亿元，也可理解为所谓的“超额储蓄”。居民存款占M2的比重大幅提升意味着老百姓用来消费和投资的收入比例大幅下降。其中，个人存款中定期存款占比大幅提升，2023年个人存款中定期即其他存款占比提升至约73%，往年62%-65%之间。定期存款是居民对未来预期的反映，目前占比上升的现象说明当前消费和投资倾向下降，未来也可能继续出现下降

二、热点分析：居民存款的内部结构分化

在这种背景下，我们进一步从居民存款的内部结构，特别是持有的主体结构来分析存款的差异。

有人认为，减少居民存款有利于刺激消费，可以通过降低存款利率促进存款流出。**但从货币流通角度来看，存款和消费不是简单的替代关系。**

一方面，消费的好与坏并不简单由货币的总量（或存款总量）决定，还要看货币的流通效率，如“企业-居民-企业”的流通既没有改变货币总量，也没有改变货币结构，但完成了居民消费到企业生产的循环，实实在在拉动了消费和经济。

另一方面，相较于存款总量，存款的内部结构更加重要，即存款是在谁手里。因为，存款在不同人手中发挥出的效果是完全不一样的。对于高收入阶层来说，手上有大量存款，但是消费总量相对来说是有限的，存款流出后的最终去向也是购房和金融产品投资，对消费的拉动有限。只有低收入阶层人群的存款流出才能更有效带动消费。因为不同收入阶层的持有存款没有直接数据，所以我们基于以下两个间接线索分析新增存款的可能来源：

1、区域结构角度，一般来说，区域经济发达区域高收入阶层人群比例更高，居民收入中用于投资的比例也会更高。因此，区域经济发达区域带来的超额储蓄更多可能来自于投资比例的下降。相反，区域经济落后区域的超额储蓄更多来自于消费的回落，引导存款流出的政策才能拉动消费。

从当前数据发现，2022年-2023年新增住户存款占比均值比2019-2021年明显提升的是浙江、江苏和上海，而下降幅度最大的是河北，下降了近1个百分点。新增住户存款比重提升较高的12个省份中，区域经济发达区域的提升更为明显，而宁夏、贵州、西藏提升的比例较低。

存款比重下降的14个省份大多是区域经济相对落后的地区。所以，从区域结构来看，这两年的超额储蓄大多数可能来自于高收入阶层，所以更多的是投资下降，并不是直接的消费下降。

2、不同类型银行新增存款角度，一般情况下，高收入阶层的人群会选择综合服务能力更强的全国性银行，中小银行客群则更聚焦于本地的低收入阶层。疫情之后，六大行存款增量大幅度上升，而中小银行存款占比出现下降，2022年之后这一趋势更加明显。2022年其他金融机构新增存款仅占比34.4%，2023年上半年，六大行新增存款占比已达到55.4%。所以，从不同类型银行新增存款结构来看，这两年新增存款可能大部分来自于高收入阶层。

所以，从存款增长的区域结构和不同类型银行存款增长情况来看，近两年的超额储蓄大都来自于高收入阶层，购房和金融产品投资需求下降是带来存款高增的主要因素。

最后，我们进行了简单测算，上述2022-2023年每年约7.0万亿元的超额储蓄中，多少是由消费倾向下降贡献的，来验证超额储蓄的动机。测算方法主要采用线性外推法。

首先，我们计算城镇居民人均消费支出所贡献的超额储蓄。假设2022年和2023年城镇居民消费倾向保持在2015-2019年均值水平，即67.4%，它所对应的2022年、2023年城镇居民人均消费支出分别为33234元和34945元。实际2022年和2023年这两项支出分别是30391元和32994元。所以城镇居民人均贡献的超额储蓄分别是2843元和1951元。

第二，根据人口数量和结构来做进一步测算。2022年和2023年城镇总人口分别为9.2亿和9.3亿，所以这两年城镇居民消费倾向下降贡献的超额储蓄分别是2.6万亿和1.8万亿。2022年和2023年城镇人口比重分别是65.22%和66.16%。简单假设非城镇人口人均消费倾向下降贡献的超额储蓄规模和城镇居民水平一样（实际中应该是远不及城镇人口的），由此得到2022-2023年消费倾向下降贡献的超额储蓄分别为4.0万亿元和2.7万亿元，远低于上述的7.0万亿元超额储蓄。因此，近两年的存款大增更多是有投资倾向下降带来的。

三、热点对策：如何提升居民消费和投资意愿

基于以上分析，关于如何提升居民消费和投资意愿提出以下建议。

近两年，居民消费倾向下降是存款高增的因素之一，但不是最核心的因素，居民投资意愿才是存款高增的主导因素。同时，近两年高增的存款主要来自于高收入阶层，考虑到高收入阶层消费总量是稳定的，预计引导存款流出的政策对消费的拉动效果是非常有限的。

所以，我们认为未来提升居民消费和投资意愿的核心是要提升低收入阶层居民的收入和预期。其次，要进一步优化收入分配制度，同时政策需要维护资本市场和房地产市场等其他资产市场预期，改善市场治理，以此来提振信心。

论坛第二单元，结合 CMF 中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“如何理解‘超额储蓄’现象，如何增加消费、刺激消费”等问题展开讨论。

中国人民大学经济研究所联席所长、教授、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人、联席主席，中诚信国际首席经济学家**毛振华**认为，简单的“超额储蓄”释放并不一定能刺激消费，因为它主要和中高收入阶层有关，会对投资有更大影响。**在刺激消费方面，应进一步关注社保基数提高对员工实际货币收入和企业成本的影响，也要看到居民资产负债表收缩的问题。**

长江证券首席经济学家**伍戈**基于更大的场景来讨论储蓄和消费的关系，在经济顺周期，经济下行过程中的所有变量是互相关联的，其中价格是一个重要变量，价格下行或者价格负增长会对消费产生负面影响。**所以，从更大的宏观场景来看，提振消费需要将顺周期转变为逆周期政策，即宏观经济政策。**如果要真正发挥逆周期政策的作用，不应该仅仅盯住实际 GDP，还要盯住价格，与此同时，财政和货币政策不仅要看名义值，也要看实际值。

从长期来看，新旧动能转换是一个重要问题，产能过剩的直接后果是导致价格低迷，进而影响到整个社会正向的循环，特别是老百姓的消费循环。在新旧动能转换过程中，要注重切换的速度，一方面既要挖掘新的增长动能，另一方面要充分利用旧的增长动能，采取渐进式的转换。

工银国际首席经济学家**程实**梳理了凯恩斯主义学派和货币主义学派不同的理论，发现凯恩斯主义效应在低通胀时期会更明显，而货币主义效应在高通胀时期更明显，即通胀环境会较大地影响货币总量对居民存款的影响。进一步通过实证得出结论，我国2002-2007年货币总量增长与居民存款之间关系是弱的正向关系，这反映了货币对居民存款的凯恩斯主义效应较强，即货币总量的增长实际会带来相对较多的存款增长。而2008-2023年体现了货币主义的判断，即货币总量的增长所带来的存款增长效应逐渐减弱。

总的来看，通胀环境的变化对于中国货币总量和居民存款行为的关系影响非常显著。所以，要通过有效引导新增货币量来支持最终中国居民可支配收入的增长，进而促进居民消费

的边际增加。同时，要密切关注通胀预期的变化，这对于整个中国居民存款行为和消费行为影响显著。

中国民生银行首席经济学家**温彬**提出，当前货币信用扩张明显快于名义 GDP 增速有多方面的因素，其中一个重要的因素是物价低迷导致名义 GDP 增速放缓。**M2总量目前为300万亿，居民储蓄增加的贡献高达64%，主要有以下三方面的原因：1）居民购房意愿低迷；2）理财转向储蓄存款；3）预防性需求提升。**

货币总量以及结构问题的核心在于如何改善居民消费能力。首先，要改善财富效应，提高就业能力，以及优化分配结构。其次，在收入既定情况下针对不同收入群体采取差异化政策来提高消费倾向，降低储蓄。例如，对于中等收入群体，要提高对未来的预期希望，拓宽居民部门的理财渠道，提高劳动力报酬在初次分配中的比重，减轻在住房、养老、教育、医疗等方面的支出负担；对于低收入群体，要提升获得感，通过转移支付进一步提高消费能力。

中银证券全球首席经济学家**管涛**认为，2022年居民新增人民币存款17.84万亿元，比2020-2021年均值高出7万多亿元，主要有以下三方面原因：1）疫情冲击下，经济循环畅通受阻，生产和消费场景受限，居民收入和消费支出增速双双下降；2）近几年地产市场调整，商品房销售下降，居民的购房支出减少；3）金融市场整体收益不佳，理财资金加速回流到银行存款。

2023年，货币账户角度的居民存款超常增长情况有所改善。今年要进一步扩大内需，激发有潜能的消费。消费是收入的函数，有就业才会有收入，所以要坚持就业优先。短期来看，通过“放管服”改革，改善服务业的就业环境。同时要采取措施，增加经营性、财产性和转移支付收入。

管涛：坚持就业优先政策，推动消费平稳增长

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在CMF宏观经济热点问题研讨会（第82期）上的发言

一、“超额储蓄”的内涵

我们通常所说的居民存款超常增长被称为“超额储蓄”，而不是宏观经济意义上超额储蓄的概念，此储蓄非彼储蓄。

宏观经济账户分为国民收入、财政、货币、国际收支账户。从国民收入账户角度来看，疫情期间我国储蓄率有所提高，超出疫情前趋势值的部分属于超额储蓄。比如2020-2022年，国内总储蓄率平均是46%，相比2015-2019年的均值高出1个百分点。国内总储蓄进一步分为居民部门、公司部门、政府部门、对外部门，其中居民部门超出趋势值的部分是宏观意义上的超额储蓄。从国际收支账户角度来看，2020-2022年经常项目顺差占GDP的比重平均为2%，比2015-2019年均值高出0.6个百分点， 也印证了前述发展趋势。我们通常讲的居民存款的超常增加是货币账户的交易，这不等同于前述的“超额储蓄”概念。

2022年居民新增人民币存款17.84万亿元，比2020-2021年均值高出7万多亿元，主要有以下四方面原因：**一是，疫情冲击下，经济循环畅通受阻，生产和消费场景受限，居民收入和消费支出增速双双下降。**整个消费倾向降低导致了少消费，少消费进一步造成超额储蓄。**二是，近几年地产市场调整，商品房销售下降，居民的购房支出减少，形成了超额储蓄。三是，金融市场整体收益不佳，特别是2022年底发生了理财赎回风波，理财资金加速回流到银行存款。**到2022年末，银行理财产品存续资金余额是27.65万亿元，比2021年末下降了1.35万亿，这有部分变为了储蓄。四是，2022年还有留抵退税的政策，部分也可能变成了企业、个体工商户的现金流，再转化为居民存款的超额储蓄。

第二个和第三个原因主要和投资有关，据我们测算，这两个因素大概贡献了当年储蓄存款新增的一半以上，所以超额储蓄不完全是因为不消费而预防性储蓄形成的，很大一部分是因为没有投资的渠道，退回到表内变成银行存款。我们认为，2023年这一情况仍然会比较突出。因为2023年房市、股市仍然在调整，银行理财也继续回流，2023年末，银行理财存续资金余额26.8万亿，比2022年减少了8500亿元。

所以，存款和宏观经济概念的超额储蓄是有区别的，释放超额储蓄能刺激消费这一观点并不完全正确。

二、2023年“超额储蓄”情况趋于改善

2023年，货币账户角度的居民存款超常增长情况有所改善。

第一，2023年消费出现了恢复性增长。根据支出法，最终消费支出对经济增长的贡献率高达82.5%，这是近几年来非常少见的。尽管如此，我们认为，这仍然是低水平上的均衡。消费增长在一定程度上是过去三年疫情期间消费不足，在2023年随着防疫措施优化以后，就业和收入改善，消费场景释放带来的补偿性增长。2023年居民人均可支配收入和消费支出都出现一定的增长，剔除价格因素后，居民人均可支配收入实际同比增长6.1%，比过去三年（2020-2022年）复合平均增速提高1.77个百分点。其中，农村居民人均可支配收入增长7.6%，城镇增长4.8%。所以，农村人均可支配收入增速快于城镇居民收入。从社会消费品零售总额角度来看，2023年，农村消费增长仍然快于城镇消费。

第二，剔除价格因素后，2023年居民人均消费支出实际增长9%，比2020-2022年复合平均增速高6.14个百分点，其中城镇人均支出实际增长8.3%，农村增长9.2%，**农村居民消费实际增速快于城镇**。

第三，从平均消费倾向来看，即人均消费支出与人均可支配收入之比，2023年全国平均水平是68.3%，比2020-2022年高出1.32个百分点。其中，城镇是63.7%，高出1.27个百分点；农村是83.8%，高出1.5个百分点。**显然，农村的消费倾向改善比城镇更快**。

第四，如果从边际消费倾向来看，即当收入增加一个单位时，消费增加的比例，全国边际消费倾向2023年是97.1%，相当于是2020-2022年的2.92倍；城镇是102.6%，相当于过去三年的12.25倍；农村的边际消费倾向是99%，相当于过去三年的1.37倍。从边际消费倾向来看，2023年城镇居民确实出现了一定程度的前期被压抑的消费意愿集中爆发。

此外，从国际收支账户来看，2023年储蓄和投资不均衡的状况有所改善。经常项目顺差占GDP的比重是1.5%，较2022年下降0.8个百分点，较2020-2022年的均值也下降了0.5个百分点。2023年新增居民存款16.65万亿，虽然比2015-2016年的均值高出11万亿，比2020-2021

年的均值高出了6.65万亿，但比2022年减少1.19万亿。一个重要原因是2023年居民的提前还贷不仅减少了存款，同时也减少了房地产贷款。

总的来看，2023年消费出现了一定的恢复性增长，超额储蓄状况有所改善，但还未恢复到疫情前的情况。

三、政策建议

今年要着力扩大内需，其中一个重要方面是要激发有潜能的消费。消费是收入的函数，收入包括当期的收入（流量）和财富（存量）。同时，消费还和预期相关。

第一，当前稳预期的关键是稳住增长、防住风险。

去年年底的中央经济工作会议和今年年初的《政府工作报告》都提出："要多出有利于稳预期、稳增长的政策。"关于如何稳预期，中央经济工作会议和《政府工作报告》也都提到"要切实增强经济活力、防范化解风险、改善社会预期。"在第一个表述中，稳预期置于稳增长、稳就业之前，而具体提到今年经济工作的总体要求时又把预期放在第三项。这正说明，当前并不像市场上讲的，稳住了预期就稳住了增长，反而是稳住增长、防住风险才能稳住预期、提振信心。所以，今年是非常关键的一年。

从中央经济工作会议公报来看，2021-2023年都提到了预期问题，2021年和2022年讲的是市场预期转弱，2023年是社会预期偏弱，偏弱比转弱情况要稍好一点，但仍然不及预期。目前的稳预期除了要加强市场沟通、预期引导以外，更重要的是抓落实，要切实采取措施，推动经济运行回归到合理区间，要引导主要风险因素趋于收敛，要树立标杆性的事件重塑市场信心，让市场有认可度和获得感。今年的经济增长预期为5%左右，这个5%左右除了实际经济增速要尽可能地实现预期的增长目标，同时应该是有就业的增长，物价稳定的增长，特别是要改变去年名义经济增速低于实际经济增速的局面，推动物价温和回升，同时还要增加就业。

不及预期说明了我们现在的政策有可能没有走到市场曲线的前面。在当前不确定性是最大确定性的情况下，预案比预测更重要。我们对今年国内外经济形势有很多假定条件，但现在看来可能会经常发生改变。所以，我们应该在加强监测分析的基础上开展情景分析、压力测试，拟定应对预案，提高政策响应速度。**应对不确定性 的做法有两种。一种是让政策超出市场预期，留出提前量。现在看，全国**两会以后，整个政策的大方向已经敲定，只能是说基

本符合市场预期。但未来某些情况的发展可能超乎预期。为此，另一种做法是要实时跟踪评估政策的效果，对政策要进行及时的调整。**研究储备政策要增强前瞻性、丰富工具箱，并留出冗余度，**确保一旦需要就能及时推出、有效发挥作用。

第二，消费是收入的函数，有就业才会有收入，所以要坚持就业优先。

首先，短期来看，采取就业优先的政策，通过“放管服”改革，改善服务业的就业环境。2013年开始，中国第二产业绝对就业人口减少，只是2020年和2021年受到疫情冲击，第二产业就业人口才有所增加。所以，服务业是吸收第一产业或农村就业人口转移的重要部门。中长期通过教育体制改革实现人才的供需和适配，正如《政府工作报告》提到的，我国目前就业总量压力和结构性矛盾并存。一方面，今年有1179万的高校毕业生毕业，创历史新高，这是总量的就业压力；另一方面，制造业里专业人才缺口3000万，康养人才需求1000万，但实际供给只有30万，结构性问题也很突出。

其次，通过增加就业来稳定收入，同时要采取措施，增加经营性、财产性和转移支付收入。

积极的财政政策在扩大投资方面采取了大量措施，然而政府在扩大消费方面 也可以有所作为。从1998年亚洲金融危机和2008年国际金融危机应对来看，1999-2001年政府消费支出占最终消费支出的比例比危机前三年的平均值高出3.1个百分点，2009-2011年比危机前三年高出1.2个百分点，而2020-2022年和疫情前三年相比仅高出0.2个百分点。所以，我们在增加政府消费支出方面是有空间的，政府消费支出其中一方面是增加转移支付，也可以在增加工资性收入方面采取相关措施。

财产性收入和房地产市场、股市相关。房地产市场不稳导致的市场预期不稳是产生负面财富效应的重要原因。目前房地产在供给层面采取的措施较多，需求方面应该进一步加大力度，这样才能形成良性循环。此外，最近采取一些措施后，股市有企稳迹象，应继续巩固和增强这样的势头。稳股市的关键也在于稳经济，经济稳定再加上较好的资本市场基础制度的安排，实现投融资的平衡，资本市场也会向积极的方向发展。金融资产价格的稳定产生正财富效应，也有助于增强消费方面的积极性。

温彬：提升消费倾向，释放消费潜力

温彬 中国民生银行首席经济学家

以下观点整理自温彬在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第82期）上的发言

货币规模增长和居民存款增加是近期的热点话题。目前，M2余额已经接近300万亿元人民币，是什么因素导致的？居民储蓄增长较快，是否会拖累消费？M2和M1增速的剪刀差扩大，背后有哪些含义？针对这些问题进行深入详细的讨论，对我们更好地理解和把握当前的宏观经济和金融结构，进而提出更有效的政策建议，具有积极意义。

一、名义经济增速放缓导致宏观杠杆率被动上升

截至2024年2月末，M2余额达到299.56万亿元人民币，随着货币总量基数的提高， M2增速总体来说是逐年放缓的。同时，M2占 GDP 的比重则持续上升，2023年末达到了2.32倍。而美国的 M2占 GDP 比重大概在0.7-0.9倍之间，我国的该项指标之所以高于美国，除了统计口径的差异外，主要体现了两国融资结构的不同。由于各国的市场化和证券化程度不一，形成了以美、英等国家为代表的证券融资为主导的直接融资模式和以日、德等国家为代表的银行贷款为主导的间接融资模式。我国目前仍属于后者。在间接融资模式下，银行放贷就产生货币派生效应，加速信用扩张，导致该国货币总量占 GDP 的比重显著高于以直接融资为主的经济体。

2008年美国爆发次贷危机，为了应对世界金融危机的冲击，我国采取宽松货币政策，加大货币信用投放，随后货币政策基调回归稳健中性，但宏观杠杆率水平总体呈现攀升走势。2018年末我国宏观杠杆率为238.9%，较2008年末上升了97.7个百分点。为了防范系统性金融风险，抑制宏观杠杆率过快上升，2019年《政府工作报告》首次提出 M2和社融增速要同名义经济增速相匹配的目标。但受新冠疫情冲击影响，金融部门加大货币投放，支持实体经济发展。但因总需求不足，引起物价水平回落，尽管 M2增速趋于回落，仍是名义 GDP 增速的2倍以上。比如，2022年 M2增速11.8%，当年名义 GDP 增速只有4.8%；2023年 M2增速回落到9.7%，名义 GDP 增速也回落到4.6%。特别是，2023年 GDP 缩减指数为-0.54%，自2009年以来再次出现负值，致使名义 GDP 增长放缓，不仅导致宏观杠杆率被动上升（2023年末为287.8%），而且也给物价和预期改善带来不利影响。因此，2023年底召开的中央经济工作会议明确提出，

保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。今年《政府工作报告》提出的物价目标是3%左右。今年以来，我国宏观经济稳固回升，预计 CPI 较去年温和回升，PPI 或在二季度以后转正，有助于名义经济增长，也有利于市场主体增强信心和改善预期。

二、多因素导致居民储蓄过快增长

最近两年，居民储蓄过快增长引起了市场的高度关注。2022-2023年两年间 M2增量为53.98万亿元人民币，其中：企业活期存款贡献6%，企业定期存款贡献18%，居民存款贡献64%，非银存款其他类存款各贡献6%。2022年和2023年新增居民储蓄分别为17.84万亿元人民币和16.67万亿元人民币，分别占当年新增人民币存款的68%和65%，而今年前两个月更是占到了89%。我们认为，近年来居民储蓄快速增长并在 M2中占比提升主要有三方面原因：

一是目前家庭购房需求持续低迷。2022年以来，商品房销售面积及销售额累计同比长期位于负值区间，购房投资需求低迷，居民储蓄存款向房企活期存款（M1）转化的意愿较弱，储蓄存款持续积累。这也是 M2和 M1剪刀差不断扩大的主要原因。

二是理财资金赎回转为储蓄。2022年末，受债市大幅波动、理财产品净值下滑影响，理财资金回表需求强烈，叠加封闭式理财产品到期规模增加，市场出现赎回潮，表现为理财资金向银行存款转移，同时2023年股票市场低迷，进一步提升了居民部门增加储蓄的意愿。

三是预防性需求提升。疫情导致经济与收入的不确定性增强，居民消费支出下降，预防性储蓄需求上升。疫后消费复苏相对较弱，社零累计同比增速仍低于往年水平。人民银行发布的2023年第四季度城镇储户问卷调查显示，倾向于“更多消费”的居民占23.3%，比上季增加1.5个百分点；尽管倾向于“更多储蓄”的居民比上季减少1.2个百分点，但仍高达61%。

三、分层施策提升居民消费倾向

大家知道，宏观经济恒等式：储蓄（S）-投资（I）=出口（E）-进口（X）。储蓄特别是居民储蓄的快速增长，虽然有助于资本形成，但如果不能全部转化成投资，就需要增加对外出口实现内外经济均衡。从外部看，今年前两个月我国对外进出口增速创三年来新高，彰显我国对外贸易的韧性。但随着全球经济增速回落，外部环境不确定性增加，下阶段我国出口仍将承压。从内部看，如果过度依靠投资消化过剩的储蓄，又可能会形成新的产能过剩。因

此，无论从短期还是中长期来看，都需要进一步优化投资和消费结构，降低储蓄率，提高消费率。

随着一系列宏观调控政策落地显效，自今年初以来，主要宏观经济金融指标呈现回升向好态势，特别是消费意愿有所回升，春节期间无论是出行人数还是旅游收入均创下历史新高。不过，人均客单价只恢复到疫情之前2019年同期的91%左右，反映当前仍存在消费能力不足和预期偏弱的情况。我国有巨大的消费潜力和市场空间，是经济内循环的前提和基础。要提高居民部门的消费能力和意愿，需多措并举。从短期看，多渠道增加就业、进而增加收入，提高消费能力；通过补贴、发放消费券等方式激发市场活力；稳定资产价格，提振消费信心。从中长期看，应持续优化收入分配结构，提高居民收入在国民收入分配中的比重；完善二次分配机制，增加居民可支配收入；构建多层次社会保障体系，解除居民消费后顾之忧。

当前，可针对不同收入群体，采取相应措施，提高消费倾向，持续释放消费潜力。对于高收入群体，要提升安全感，比如：进一步优化市场化、法治化、国际化的营商环境；完善产权保护制度，依法保护产权等。对于中等收入群体，要提升希望感，比如：提高社保水平，减轻在住房、养老、教育、医疗等方面的支出负担；促进资本市场和房地产市场稳定，拓宽理财渠道，增加财产性收入。对于低收入群体，要提升获得感，比如：提高劳动技能，营造创新创业的生态环境；加快户籍制度的改革，获得均等的基本公共服务；加大转移支付力度，在保障和救助上应保尽保、应兜尽兜。

总体来说，要加快构建双循环发展新格局，深化供给侧结构性改革，让居民有能力且敢消费，充分发挥消费在增长中的基础性作用，推动中国经济高质量发展。

伍戈：关注高储蓄背后的价格因素

伍戈 长江证券首席经济学家

以下观点整理自伍戈在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第82期）上的发言

一、“超额储蓄”能否转化为消费？

研究居民消费行为和居民储蓄之间的关系时，到底是用货币存款来定义储蓄，还是以宏观经济恒等式把储蓄定义为居民可支配收入减消费，其实是有所争议的。简单来说就是，如果老百姓不愿意消费，储蓄自然就增多。这个高储蓄可以转化为消费，但如果中间没有激励机制，就缺少转化动能，就会出现超额储蓄问题。超额储蓄转化为消费在部分海外经济体比较通畅，但在中国不是特别突出。个人理解，存在差别的原因在于经济整体所处的状况存在差别。当我们讨论消费、货币、储蓄等问题时，本质上就是宏观问题。如果名义 GDP 处于明显上升的区间，相关指标都会上升。

二、为何要关注高储蓄问题背后的价格因素？

去年我们成功实现了5%左右的经济增速，这个增速是实际 GDP 增速而不是名义 GDP 增速。实际 GDP 和名义 GDP 之间差一个价格指标。近期中央经济工作会议以及《政府工作报告》当中也提到价格，说未来的货币、信贷调控不光要与经济增速相关联，还要关注价格。一方面关注实际 GDP 的增长，另一方面在货币信贷等调控过程中要更多地关注价格。

价格负增长的环境可能使得老百姓推迟消费。微观层面上，老百姓的直观感觉是，如果一个商品今天是1元，明天是0.9元，后天可能是0.8元。理性的消费下，居民可能就会推迟可选消费。这不仅体现在消费领域，在投资领域也一样。如果企业家看到生产一个产品，今天卖出是1元，明天是0.9元，后天是0.8元，那么这个企业未来扩大再生产可能会有顾虑。所以，价格的环境非常重要。在我们考虑宏观经济目标时，不仅要看实际值，也要关注价格，价格与企业的盈利等息息相关。

三、逆周期调控与新旧动能转换如何有机结合？

不管是研究货币，研究储蓄还是研究消费，本质上都是研究顺周期行为。要改变现在的消费或者老百姓储蓄意愿的问题，就是要改变顺周期行为。改变微观主体短期的顺周期行为

就要加大宏观逆周期调控。要真正发挥逆周期政策的作用，不应该仅仅盯实际 GDP，还要关注价格，这也是中央经济工作会议强调的。同时，财政政策和货币政策不仅要看名义值也要看实际值，今年也制定了更加务实的目标。一季度经济数据可能总体不错，但也不能沾沾自喜。如果改变了价格负增长，消费等问题才会迎刃而解。另一方面是地产问题，相信在中央的关注下，未来地产行业可能会有更多“真金白银”的措施，包括需求端让老百姓感到成本在降低，供给端在保交楼、房企等方面的动作。这些动作力度若加大，将有助于价格的正向增长。

此外，中央经济工作会议谈到了部分产能过剩的问题。部分产能过剩的一个直接结果就会让相关价格出现回落，进而影响整个社会的价格正向循环，特别是老百姓的消费循环。这也关乎新旧动能的转化问题，我积极赞同中央提出的“先立后破”思路。新旧动能转换过程中，要注重切换的速度。正如总书记过去几年在新旧能源问题方面的指示精神，一方面要追求新动能，另一方面对传统行业传统能源的发展也需关注。如果新旧动能转化平稳有序，中国经济就可能实现持续发展。如果实现了经济平稳发展，相信今天所讨论的消费、储蓄等问题都会迎刃而解。

程实：中国货币总量变化对居民存款行为的非线性影响

程实 工银国际首席经济学家

以下观点整理自程实在 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第82期）上的发言

当前中国经济出现发展动能不足、总需求不足的问题。一个现象是现在的储蓄相对增加，而消费不足。所以，我们一个普遍的看法是，提振经济增长动能需要进一步地通过减少过多的“超额储蓄”来增加消费。目前状态之下，信心不足、预期偏弱，导致消费不足、储蓄增多，这似乎是不太好的宏观经济状态。但如果出现了消费增长、储蓄下降的状态就是一个好的宏观状态吗？这个问题是值得思考。我认为这未必是个非常好的状况。如果在一个信心不足的社会局面之下，突然出现消费暴增的格局，很有可能是一种囤货居奇行为，是另外一种形式的避险需求的体现。所以，当前这种状况下，老百姓还愿意储蓄，这实际上是对当前的信用货币体系充满信心的表现，值得我们肯定。

看待储蓄和消费之间的关系也并不是简单地说哪个多一点，哪个少一点对宏观经济来讲就更好，我们需要结合整个宏观经济的背景和社会心理的变化，包括当前所处的经济周期状态来做个综合的评价和更加切实的思考。储蓄和消费之间未必有非常确定的关系。二者的关系是动态发展的。从经济学角度来讲，决定储蓄和消费的可能有其他更重要的因素。我个人看来，整个宏观经济运行状态会对这两者之间的关系产生非常明显的影响。总而言之，消费和储蓄之间的关系是非常复杂的。

一、理论分歧需结合经济背景分析

在“凯恩斯主义”看来，实际货币总量增长会刺激经济活动，从而增加居民存款。“货币主义理论”的总体观点认为，货币增长会导致通货膨胀从而抑制居民存款。所以，从经济学这两个模型来看，这两个方向实际都是共同存在的，都是一种客观、有逻辑的分析。具体来看，凯恩斯主义理论认为，货币增长会带来刺激存款增长效应，主要是从财富效应、收入效应和流动性偏好三个角度来探讨。从货币理论角度来看，所有货币的增长最终都会体现为通货膨胀。通货膨胀会侵蚀居民存款实际的价值，这会降低居民长期持有存款的意愿，从而抑制居民存款。

我们发现，凯恩斯主义效应在低通胀时期更明显，而货币主义效应在高通胀时期更明显。在相对低通胀时期，实际货币供应量的增长会带来需求增长，进而增加收入，增加整个存款的基本盘。在高通胀时期，老百姓更加关注飞涨的物价，会更加反感货币过度增长所带来的通胀效应来侵蚀存款，此时会更倾向于减少存款。在不同宏观经济状态之下，同样是货币总量增长的情况，实际上其所产生的效应是此消彼长的。凯恩斯主义效应多一点还是货币主义的效应多一点，取决于经济的具体情况和央行的货币政策。特别是通货膨胀整体状态，以及货币政策对于通胀预期的控制。

二、货币总量增长与居民存款增长的非线性关系

结合中国现实，我们有几个实证发现。第一是2002-2007年期间，货币总量增长与居民存款之间关系是弱的正向关系，反映了货币对居民存款的凯恩斯主义效应较强，货币总量的增长实际会带来相对更多的存款增长。

第二是2008年以来，货币总量增长对居民存款的正向作用在趋势性地弱化，反映了货币对居民存款货币主义效应在增强。从全球背景和中国现实来看，2008年次贷危机之后，欧美国家实行了大量的宽松性货币政策。在这种情况下，中国经济模式也出现了一些变化，即投资的边际效应递减，投资效率的降低使得资金转化到居民部门的边际增速也在放缓。所以，在这种状态之下，货币效应在逐渐增加是可以理解的。

第三是通胀环境的变化对于中国货币总量和居民存款行为的关系影响非常显著。中国与欧美国家相同之处在于，欧美市场通胀环境对货币总量、居民存款之间的关系的影响也非常显著。中国和欧美不同的地方在于中国市场的绝对通胀水平较低。中国市场过去25年来基本都处在长期的温和通胀水平中，2001年-2023年中国的年均通胀率是2.24%，长期保持在1%-3%之间。所以，影响货币总量和居民存款之间的关系的两个因素，即通胀的绝对水平和居民的通胀预期，既然中国的通胀长期保持温和的绝对水平，起更大作用的应该是通胀预期的影响。

中国货币总量与居民存款行为之间的关系还会受到其他一些因素的影响，即政策对通胀干预水平的调整，货币政策的取向和货币政策的调整产生的影响也是非常大的。

三、引导新增货币量支持居民收入增长

我们要通过有效引导新增货币量来支持最终中国居民可支配收入的增长，进而促进居民储蓄的边际增加。可以从两个维度上实施，一是提升货币流通速度，二是优化存量货币。

提升货币流通速度方面，可以减少交易成本、改变营商环境等。优化存量货币方面，从周期性来看，有更多的适度宽松政策相对于整个消费和居民存款的适度增长都是适宜的；同时，要密切关注通胀预期的变化，因为当前中国面临一定的通缩压力，老百姓可能形成物价偏低的预期。在这种状态之下，我个人认为，在当前宏观经济状态下，通过稳健的货币政策精准有效发力非常关键，需要适度地提升货币政策对实体经济传导的效果，疏通传导机制，利于实现存款稳定以及消费可持续地增加。

CMF
China Macroeconomy Forum
中國宏觀經濟論壇

把脉中国经济　传递中国声音
Taking Economic Pulse, Forcasting Economic Future

地址: 北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学立德楼1104
Add: 1104, Lide Building, Renmin University of China,
59 Zhongguancun Street, Haidian District, Beijing, PR.China

网站：http://ier.ruc.edu.cn/

微信公众号：