



富人与 大衰退

侧重于使用中产阶级行为来解释美国的繁荣与萧条可能太过于狭隘

巴斯·巴克、约书亚·费尔曼

关于2007年始于美国的大衰退的传统叙述侧重于房价起伏以及对中产阶级消费的影响，中产阶级的大部分财富都集中在住房上。

富人受到的影响微乎其微（如果有的话），其部分表现在消费的增加和减少方面。小康家庭发挥了一定作用，但只是作为“过度储蓄”的制造者（Kumhof、Rancière和Winant，2013年）。根据这个解释，20世纪80年代开始，富人的收入以惊人的速度增长，这使得他们把增加的储蓄借给面临困境的中产阶级，中产阶级使用这些资金来维持消费增长，炒房地产（Rajan，2010年）。

起初还一切顺利，因为房地产繁荣推动了建筑等相关行业的发展。但是，到了2007年情况发生了变化。中产阶级开支紧张，不再买房，导致房价暴跌，以至于很多业主突然出现资不抵债的情况——也就是说，房贷比他们的房产价值还高。有的人违约了。其他人迅速增加储蓄率，这样做可以偿还债务（Mian和Sufi，2014年），从而抑制了消费。结果导致了深度衰退。

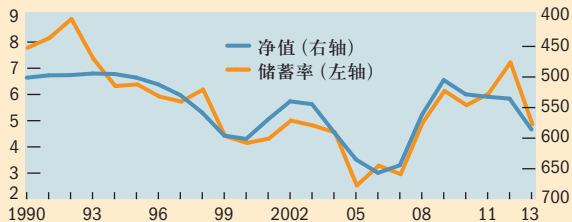
但是，这个传统叙述并不完整。导致大衰退幅度如此巨大的不只有房产财富的下降，还有金融财富的缩水。不仅如此，富人不只是被动的观众，而且也是消费周期的

图1

储蓄波动

储蓄率反映了家庭净值变化。美国储蓄率随着净值的上升而下降。

（储蓄率，可支配收入百分比） （家庭净值，可支配收入百分比）



资料来源：Bakker和Felman（2014年）。

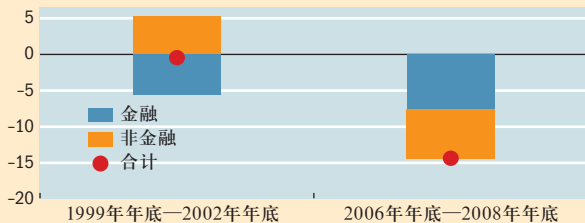
注：右轴数值次序翻转显示家庭净值增长，储蓄率下降，反之亦然。可支配收入是家庭可用于支出或储蓄的税后资金。

图2

不同的场景

互联网泡沫破灭期间，非金融资产增加抵消了美国金融资产的下降，主要是房产。全球金融危机期间，这两种资产都出现暴跌。

(资产变化, 万亿美元)



资料来源: Bakker和Felman (2014年)。

积极参与者。事实上，考虑到持有的资产规模，富人的支出波动很可能是繁荣和随后的萧条的主要原因 (Bakker 和 Felman, 2014 年)。

财富效应在家庭储蓄率在危机前下降和在危机后激增方面发挥了关键作用 (见图 1)。经济繁荣时期资产价格飙升，让人们觉得自己变得有钱了，于是增加消费和降低储蓄率。当危机期间资产价格暴跌时，财富效应发生逆转，导致消费下降 (Case、Quigley 和 Shiller, 2011 年)。

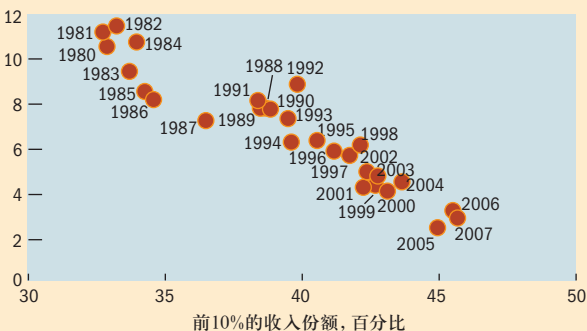
米安和苏非 (Mian 和 Sufi, 2014 年) 认为，房价波动尤为重要，因为购买房地产和购买金融资产不一样，其主要是通过借贷而购买。因此，房价下降导致财务困难，迫使家庭相应缩减开支。他们认为，这种动态解释了大衰退比所谓的互联网泡沫破灭 (继互联网公司推动的三年繁荣之后，2000 年股价暴跌) 更严重的原因，即使股票财富亏损也跟这个十年后的房产财富亏损一样惨重。

图3

富裕的消费者

大衰退出现之前，储蓄率在30年里随着收入分配转向富人而下降。

(储蓄率, 可支配收入百分比)



资料来源: Bakker和Felman (2014年)。

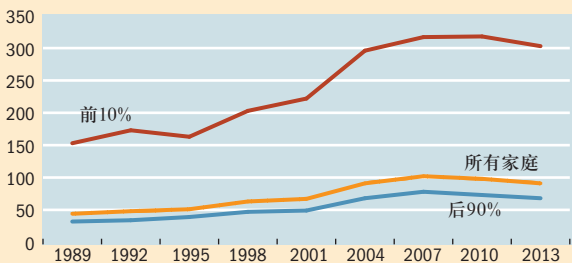
注: 可支配收入是家庭可用于支出或储蓄的税后资金。

图4

富裕的债务人、贫穷的债务人

在全球危机发生之前的几年里，富裕的美国家庭债务的增速与中产阶级一样。

(平均家庭债务, 千美元)



资料来源: Bakker和Felman (2014年)。

但解释可能更简单。非金融资产 (主要是房产) 的增加缓解了互联网泡沫破灭的影响，而金融资产的下降加剧了住房市场的崩溃 (见图 2)。事实上，金融资产在财富 13 万亿美元的峰谷损失中占了 8 万亿美元。换句话说，大萧条期间消费削减远大于互联网泡沫破灭期间的原因之一就是整体财富损失更大。

富人的储蓄率

为什么在危机前家庭总储蓄率在下降，而收入分配转向储蓄可能更高的富人？标准解释是，中产阶级储蓄减少远大于富人的储蓄增加。虽然缺乏各收入阶层储蓄的综合数据，但这个标准解释还是令人难以置信。

如果富人在危机前一直大量储蓄，那么就很难解释为什么过去 30 年里收入分配和储蓄一直呈很强的负相关性：富人的收入份额越大，整体储蓄率越低 (见图 3)。此外，在危机前夕，富人的债务增速实际上与中产阶级一样快 (见图 4)。这些证据表明，富人的储蓄率肯定一直在下降。

但是为什么富人在收入快速增长时也减少了储蓄率？他们在对财富激增做出反应。前 10% 收入者的财富收入比从 1994 年的 721% 增长到 2007 年的 912%。相比之下，后 90% 收入者的财富收入比在此期间增长缓慢，从 373% 增长到 404% (见图 5)。虽然收入增长可能鼓励富人增加储蓄，但财富增速更快的影响足以抵消储蓄的增加，这促使他们增加支出，导致整体储蓄率降低 (相对于收入)。

如果富人的储蓄率与中产阶级的储蓄率遵循相同的周期，那么他们在推动消费增加与减少方面肯定也起到了重要作用。毕竟在此期间富人的收入和财富增长占据了整体收入和财富增长的大部分 (见图 6)。

为了在实践中证明这一点，我们估算了一个消费模型，这个模型将家庭消费与 (1) 前 10% 的收入、(2) 后 90% 的收入以及 (3) 家庭总财富挂钩。估算结果表明，每增

加1美元收入，中产阶级就会消费95美分，而富人只消费65美分。这表明，富人的结余更多。但是富人的财富也更多。我们的估算表明，财富的边际消费倾向是2.2%，这意味着财富每增加1美元，消费将增加2.2美分。这个比例似乎不高，但是因为前10%的财富数额非常高（50万亿美元），所以其对消费的影响也相当大。

接下来，我们使用该模型来计算富人在推动消费方面发挥的作用。我们预计富人的作用很大，原因很简单——他们的收入增长和财富增长远大于中产阶级。

2006年到2009年间，消费放缓主要是因为富人消费下降。

通过该模型得出的结果确实惊人。前10%收入者的消费增长占据了整体消费增长的大部分。2003年到2013

年间，约71%的消费增加来自于富人。2006年到2009年间，消费放缓主要是因为富人消费下降。而且富人在随后的经济复苏中也发挥了重要作用，因为他们的财富回升有助于消费复苏（尽管回升幅度较小，因为收入增长以及财富收入比仍然低于危机前水平）。

多个作用因素

我们的结果不是决定性的，因为缺乏富人消费行为的确切数据（就此而言，也缺乏中产阶级的数据）。不过可用证据表明，对大衰退的典型叙述需要调整。住房发挥了一定作用，但金融资产也发挥了作用，实际上财富损失的大部分为金融资产。中产阶级发挥了作用，富人也发挥了作用。事实上，富人可能在繁荣和萧条期间影响了大部分总消费波动。这些发现不仅具有历史价值，而且对未来展望也有重要启示。目前，富人的收入占比如此之大（而且他们的财富也很多），未来他们的资产波动对经济产生的影响可能会更大。■

巴斯·巴克（Bas Bakker）是IMF欧洲部顾问，约书亚·费尔曼（Joshua Felman）是IMF研究部副主任。

参考文献：

Bakker, Bas B., and Joshua Felman, 2014, "The Rich and the Great Recession," IMF Working Paper 14/225 (Washington: International Monetary Fund).

Case, Karl E., John M. Quigley, and Robert Shiller, 2011, "Wealth Effects Revisited, 1978–2009," Cowles Foundation Discussion Paper No. 1884 (New Haven, Connecticut: Yale University).

Kumhof, Michael, Romain Rancière, and Pablo Winant, 2013, "Inequality, Leverage and Crises: The Case of Endogenous Default," IMF Working Paper 13/249 (Washington: International Monetary Fund).

Mian, Atif, and Amir Sufi, 2014, *House of Debt: How They (and You) Caused the Great Recession, and How We Can Prevent It from happening Again* (Chicago: University of Chicago Press).

Rajan, Raghuram, 2010, *Fault Lines: How Hidden Fractures Still Threaten the World Economy* (Princeton, New Jersey: Princeton University Press).

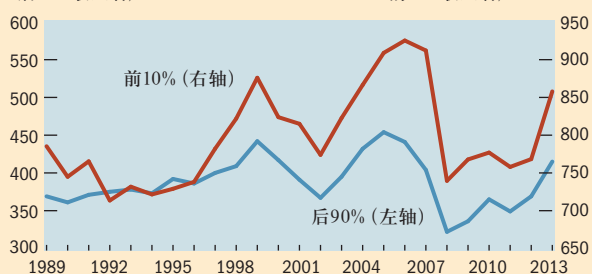
图5

财富激增

1994年到2007年间，美国前10%收入者的财富在收入中的占比急剧上升。

(百分比，可支配收入，后90%收入者)

(百分比，可支配收入，前10%收入者)



资料来源：Bakker和Felman (2014年)。

注：可支配收入是家庭可用于支出或储蓄的税后资金。

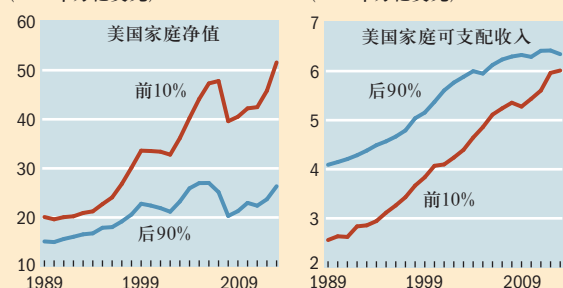
图6

富人的财富和收入

1989年到2013年间，美国富人的收入和财富增长占据整体收入和财富增长的大部分。

(2012年万亿美元)

(2012年万亿美元)



资料来源：Bakker和Felman (2014年)。

注：可支配收入是家庭可用于支出或储蓄的税后资金。