

基于财富效应： 浅议中国居民资产配置转型的逻辑与趋势

■王静

近年来,尽管中美两国宏观经济指标表现相对稳健,但居民部门对经济冷暖的实际感知存在差异。这种“体感温差”不仅源于结构性失业、收入预期等传统因素,更与两国居民资产结构的差异及其所带来的财富效应密切相关。本文从财富效应的理论框架出发,结合资产价格变动与居民消费行为,试图阐释中美经济感知差异的深层机制,并对中国居民资产配置转向的原因进行分析。

理论框架

财富效应

财富效应指金融资产价值变化对消费支出的影响。Modigliani&Brumberg(1954)的生命周期假说提出,消费取决于家庭一生的财富预期,其中资产价值变动可通过预期持久收入影响消费决策。资本市场价格的剧烈波动,对居民金融资产价值有着直接影响,也会间接影响实体经济,甚至推动经济周期的转换。资本市场价格波动会对家庭部门的某些资产价值产生影响,从而引致财富效应,改变家庭部门消费支出行为,再通过总需求的变动影响实体经济。

通过分析美国20世纪90年代股票市场的互联网泡沫, Ludvigsson&Stein(1999)发现,美国总体资产价格波动和总消费支出呈正相关,但从统计上看,这种促进作用并不稳定,且难以持续。Poterba(2000)认为,股票市场的繁荣促进了美国20世纪90年代的消费,据他估算,每增加1美元的财富可以带动0.3美分(即3%)的消费支出。Carroll et al(2011)发现,短期资产价格增加对消费的促进作用主要体现在财富效应上,即房价上涨带来的居民财富增值会刺激消费增长。根据研究,房产财富每增加1美元,可能带动下一季度消费增加2美分(即2%)。

资产价值的变动一般有两种形式,一种为家庭财富真实增加或减少,即家庭存款以外的资产增值(贬值)后将其变现获得的资本利得(损失);另一种是消费者主观上感觉其财富增加或减少,但并没有真正出售并转换为可消费的收入。财富效应具有非对称性,又被称为棘轮效应。以股市的财富效应为例,非对称性是指股价下

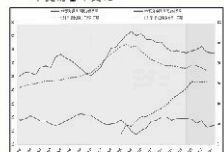


图1 中美居民部门金融资产占比与居民消费率变化

跌带来的消费减少量大于股价上涨带来的消费增加量。财富效应在国家之间也存在差别。资本市场更加成熟、发达程度更高的国家,财富效应更加明显。发达国家金融资产占比高,财富效应更为明显;发展中国家以房产为主要资产,房价波动对消费的影响更为明显。

居民部门资产种类

虽然不同国家居民部门的资产结构与分布比例各有不同,但资产的种类大体相似,只是金融化与产品化不同,民众的储蓄偏好与投资倾向不同。一般来说,居民部门的资产,主要包括金融资产和非金融资产两大类。非金融资产即居民的固定资产,主要包括住房、汽车、农业生产性固定资产等。金融资产主要包括储蓄存款、保险准备金、证券投资基金、股票及股权投资等。

中美储蓄率变化

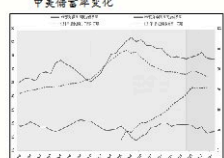


图2 中美居民部门储蓄率与居民消费率变化

中国深受儒家文化影响,居安思危意识浓厚,偏爱存款,国民储蓄率远高于世界平均水平。加入WTO后,伴随着全球化的发展,中国经济的飞速发展大幅提升了国民的财富总量,国民储蓄率不断提升。自2008年开始,居民资产出现“房产化”与“多元化”趋势,存款“搬家”,投资丰富,国民储蓄率自高位回落。

再看美国,居民收入能力与资产水平

本处于较高水平,加上西方“及时行乐”思想的影响,国民总储蓄率一直低于全球平均水平。2008年金融危机后,美国居民主动去杠杆,并增强存款意识,国民总储蓄率明显提升。不过,新冠疫情后,美国居民储蓄大幅消耗,国民储蓄率再次走低,基本回到2008年金融危机时期的水平。

中美居民资产结构比较

在中国语境下,住房资产占家庭总资产的比重超过40%,房价变动对居民消费具有显著影响(陈彦斌等,2019)。相比之下,美国家庭总资产中,金融资产占比超过70%,股市表现成为影响消费信心的关键变量。

美国居民资产结构中,股票、投资基金、养老金占比合计超过三分之二。美股的强势表现提升了美国居民家庭的净资产水平,强化了财富效应,支撑着消费增长,而消费的强劲,是美国经济韧性的坚实基础。

中国:房产为核心资产,房价趋势制约消费。中国居民资产结构中,房产占比超过四成,其价格变动直接影响居民财富感知。由中国社会科学院国家资产负债表研究团队编制的《中国资产负债表》显示,1978—2022年系列数据表明,居民部门资产分为非金融资产和金融资产两大类,2022年非金融资产占总资产的比重为50.8%,其中主要资产为住房(占比47.4%)、汽车(占比2.9%)。与此同时,金融资产占比49.2%,主要集中在股票和股权(占比9.6%),包含个人持有的上市公司股票及最终属于居民部门的企业部门(上市)存款(占比23.1%),含公积金存款和理财。近年来,国内房地产市场持续疲弱,导致家庭资产缩水,预防性储蓄上升,消费倾向下降,形成“资产缩水—消费收缩—预期转弱”的负反馈。

从中美居民部门杠杆率来看,财富效应当前,中美居民部门的杠杆率相当接近,按照国际清算银行的统计,分别为60.1%与68.3%。不过,两国居民部门的杠杆率自2008年金融危机以来皆有所回升,美国居民部门持续去杠杆,中国居民部门则不断去杠杆,直到2020年新冠疫情爆发,中国居民部门杠杆率的速度才有所放缓,杠杆率水平整体维持在60%左右。

美国居民部门从主动去杠杆到被动降杠杆,与美股走势高度相关。2008年金融

危机后,美国居民部门历经了十几年的艰难主动去杠杆,政府部门量化宽松托底经济,美国居民部门负债表不断改善,而政府债券持续扩张。新冠疫情爆发,货币量化宽松,财政直接面向民众“撒钱”,政府虽然面临债务上限危机,却呵护了居民部门,保住了美国人民的“消费能力”,超额储蓄成为美国保持韧性的关键因素。2024年,超额储蓄虽然消耗殆尽,但美股等资产价格上升所带来的财富效应接棒,叠加AI革命所带来的投资机遇,全球市场美元回流,从而形成正反馈。此外,美国前些年积累的债务多是软性的固定利率,刚性的负债与增长的资产推升居民净资产,从而带来居民部门被动降杠杆,财富效应之下,居民对经济的感知转暖。

中国居民部门从快速去杠杆转向稳杠杆,与房地产市场深度捆绑。2008年开始,4万亿元投资计划逐步实施,中国率先走出金融危机的“泥潭”,形成了地产和基建双轮驱动,而付出的代价是居民、企业和政府部门的杠杆率大幅抬升。新冠疫情爆发,保住了生产供给供给,但居民收入缩水,甚至消耗了不少储蓄,偿债效应促使家庭增加预防性储蓄,进而改变了居民的消费倾向与投资偏好。另外,居民储蓄大量配置在房地产市场,房价下跌加剧债务负担,“资产荒”背景下部分居民提前还贷,主动降杠杆。债务的刚性和资产的缩水导致居民被动升杠杆,一升一降对冲后,表现为稳杠杆。房地产市场表现疲弱导致居民资产缩水,财富效应下,居民的经济体感转冷。需要说明的是,经济体感与统计数据之间存在差异,属于正常现象,因为中国目前整体处于经济复苏期,经济复苏有不平衡性,各行业有先后,这就表现为,虽然数据不错,但大家对数据的感受可能有一定的不同认知。

预期扭转与中国资产重估

2024年9月24日以来,市场预期发生变化,大量资金流入A股市场,充裕的流动性支撑着市场的活跃度。2025年春节前后,DeepSeek问世,不仅提振了国内的乐观情绪,更引发了中国资产的重新估值。4月初,美国“对华关税”案,中国强硬回应,不断几轮经济磋商后,国内市场预期不断走强,投资者风险偏好逐步提升,股市表现强劲,一举创下10年来的新高,年内收益更是超越美股。A股的触底反弹与震荡上

扬,背后是预期修复与资产重估。

政策层面,一揽子经济支持政策陆续出台,扭转市场预期。

技术层面,DeepSeek等国大模型问世,提振科技自信与资产价值。

国际层面,面对美国施压,中国强硬反制,增强了中国对资产定价的自主预期。

与此同时,居民资产配置行为发生显著变化。存款“搬家”现象突出,资金由银行存款、货币基金及债券市场向股票及股票型基金。这一方面源于股市赚钱效应的增强,另一方面也反映出居民对传统实物资产(尤其是房产)的偏好下降。

资产配置转向的持续性

当前,中国居民资产配置仍处于早期阶段,对比美国居民金融资产占比超过70%的水平,中国仅为55%,存在较大的提升空间。此外,政策层面鼓励长期资金入市,扩大养老金、保险资金权益投资比例,也为A股市场提供增量资金支持。从财富传导机制看,股市上涨有望通过提升居民金融资产价值,改善消费预期,进一步夯实经济修复的基础。这与美国通过股市财富效应支撑消费的逻辑相似,说明中国经济增长模式正在经历深刻转型。

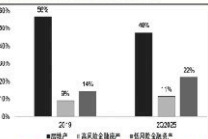


图3 中国居民资产配置在居民家庭总资产中的占比情况

结论与展望

本文从财富效应与资产结构双重视角出发,分析了中美经济感知差异的形成原因,并发现中国居民资产配置向房产转向金融资产的趋势正在逆转。这一转变有助于缓解“资产荒”问题,也为国内资本市场带来中长期增量支持,更有助于中国资本市场向高质量发展坚定转型。(作者单位:致远期货)

稳预期提信心 碳酸锂期货护航锂企“出海”

《上接1版》

张华介绍,他与碳酸锂期货结缘,始于物产中大化工集团的帮助。2023年初,碳酸锂期货实盘成交超过1000万吨,较往年同期增长。彼时,公司已陷入持续亏损局面,加之锂矿运输回国的工期增长,公司资金周转压力越来越大。“当时,我们面临资金链断裂的风险,我们到处找合作,希望能够借助外部的力量度过困难时期。恰好这时候,物产中大化工集团向我们介绍,通过碳酸锂期货,不仅可以解决资金周转问题,还可以规避原材料价格下跌风险,一下子抚平了我们的焦虑心态。张华告诉记者,起初他们抱着试试看的心态与物产中大化工集团合作,没想到却收获了惊喜。

2023年4月,受全球贸易冲突影响,碳酸锂价格大幅下跌,单日跌幅超过10%。此时,张华手持锂辉石原矿进口合同,计划到港后加工成碳酸锂销售,但矿石运输及加工需要数月,如果价格继续下跌,他将面临巨额损失。2023年5月,碳酸锂价格出现短暂反弹。基于对市场的判断,物产中大化工集团提示张华,供需矛盾尚未完全消除,价格存在回落风险。在物产中大化工集团的建议下,张华抓住反弹的时机,迈出套期保值的第一步,在相对高位建立了相应的空头头寸,对矿石采购合同形成对冲保护。

后续走势验证了物产中大化工集团的判断。2023年5月底,碳酸锂价格跌至5.8万元/吨的低位,张华持仓套期保值的价格相比,下跌超5000元/吨。此时,张华的期货账户盈利丰厚,已完全覆盖了现货存货亏损,并通过分批销售现货和同步平仓期

货,盘面交割等方式实现了库存保值。

“在非锂采购矿石时,我们同步进行期货套保,待矿石运抵国内加工成碳酸锂并销售后,再对期货头寸平仓,有效规避了锂期货的价格波动风险。”张华表示,借助碳酸锂期货,他们海外业务的现货出口风险得以转移,不仅保住了利润,也增加了他们做锂的信心。

随着碳酸锂期货国际影响力持续扩大,非洲贸易市场的定价格局也随之重塑。碳酸锂期货不仅为中国企业提供了价格风险管理的有效工具,还在贸易谈判中增强了中国企业的议价能力。“以往,我们在海外采购原材料时,常常因价格波动而处于被动地位。如今,通过期货市场提前锁定成本或销售价格,我们在与海外供应商或客户的谈判中更有底气了。”张华表示,同时,碳酸锂期货的广泛应用,也促进了非洲锂矿贸易市场的规范化发展,越来越多的贸易商开始参考期货价格进行报价和结算。大宗约定直接采用期货市价公式结算,围绕碳酸锂期货定价,核算对应的差价,使得贸易流程更加透明高效。

“市场都清楚中国企业定价参考了碳酸锂期货,即便合同中未载明,期货价格也是贸易谈判的重要参考。”张华介绍,在碳酸锂期货的“护航”下,公司在碳酸锂价格下行期反而实现了扩张,在非锂收购了更多小矿山。

从“谨慎试水”到“扩大运用”

作为中小企业主,张华刚接触期货业务不久,就能借助期货工具实现逆势扩

张,离不开物产中大化工集团提供的专业服务。

“对生产企业而言,在接触期货市场之前,更多是期盼期货价格单边上涨,以获得更高利润。”物产中大化工集团新能源总经理姚晓亮告诉记者,这类企业才多因流动资金紧张而开始了期货业务。面对这类刚开始参与期货市场的企业,不仅要让他们清楚参与套保可能获得的收益,也要让他们了解相应的风险。在这个过程中,既需要专业的知识储备,也需要足够的耐心和坚持,帮助企业一步步跨越认知的门槛,实现从传统经营模式到现代风险管理模式的转变。

为此,物产中大化工集团团队专门为其制订了培训计划,帮助企业逐步构建起更完善的风险管理体系。“我们不仅要持续跟踪市场动态,及时为企业提供最新的市场分析和操作建议,更要时刻关注企业的实际经营状况和资金需求,根据企业的反馈不断调整沟通策略和服务方式。”姚晓亮表示,有时候,为了让企业更直观地理解期货套保的作用,团队会采用模拟交易、案例分享等多种方式,反复向企业负责人和相关操作人员讲解其中的原理和潜在风险。

然而,对初涉期货市场的企业来说,完全掌握相关知识仍需过程。“即便企业对我们的专业判断十分认可,但在实际操作中,企业在做出决策时依然会表现出谨慎甚至犹豫。对企业来说,将实际资金投入投入到陌生的期货市场,是不小的挑战。”姚晓亮表示,由于双方此前缺乏磨合,一开始,企业对他们所给出的操作建议始终半信半疑。通常情况下,只有遇到资金周转

困难这类实际问题,或者行情变化与自身预期不一致时,企业才会考虑尝试进行批量操作,以此来试探实际操作。

在此过程中,物产中大化工集团始终坚持以企业的实际需求为出发点,通过专业的服务和真诚的沟通,逐步消除企业的疑虑,帮助他们逐渐建立对期货市场的信任和理解。

随着合作的不断深入,企业在初步尝试套期保值业务并取得稳定收益后,开始主动扩大参与规模,甚至将期货工具引入日常经营管理的重要组成环节。“后来,他们会定期与我们团队交流市场走势,共同制定更具针对性的套期保值方案,从最初的被动接受建议,转变为积极参与决策制定。”姚晓亮感慨,期货市场服务实体经济并非一蹴而就。不同企业在规模、经营模式、风险承受能力等方面存在差异,这就要求期货服务机构必须提供个性化的解决方案,真正融入企业的生产经营链条,了解他们的痛点和需求。只有当企业切实体会到期货工具带来的价值,从谨慎尝试到扩大运用,期货市场服务实体经济的作用才能得到充分彰显。

协同助力锂电行业健康发展

为更好发挥期货市场助力绿色低碳转型、服务新质生产力的功能作用,物产公司于2024年9月启动了“助绿向新”产业服务计划,并于2025年4月设立了首批“助绿向新”产业基金,支持行业龙头企业发挥示范引领作用,协同助力行业健康发展,切实提升产业运用期货工具的能力。凭借对碳酸锂产业企业的深度服务,

物产中大化工集团成为获得“助绿向新”首批产业基金支持的企业。

作为物产中大化工集团旗下的大宗商品投资企业,物产中大化工集团发挥全产业链优势,依托“助绿向新”产业服务计划,与多家碳酸锂龙头企业、期货机构等建立长期战略合作关系,构建产融深度融合新生态,推动新能源产业高质量发展。2025年5月,物产中大化工集团和物产期货所联合举办“助绿向新”产业基金培训活动,其间,物产中大化工集团相关负责人结合过往服务案例,分享了企业利用期货工具规避价格波动风险、稳定生产经营,以及在供应链管理、库存优化等方面的成功经验,为同业企业提供了宝贵借鉴。

“在当前行业周期下,锂电行业面临多重压力,企业亟需积极学习、尝试运用期货工具,逐步形成套期保值、基差贸易、仓单贸易等现货结合、场内场外结合的多元化服务模式,获得了实实在在的经略助力。”物产中大化工集团总经理姚晓亮表示,“助绿向新”产业服务计划的启动,有效促进了物产中大化工集团与其他优秀同行企业之间的交流与合作。通过互相分享期货工具应用过程中的成功经验,遇到的难题及解决方案,物产中大化工集团得以拓宽思路,学习借鉴多元化的服务模式,不断提升自身对产业企业的指导服务,更好地满足不同企业的个性化需求。

姚晓亮表示,未来,物产中大化工集团将依托“助绿向新”产业服务计划,继续发挥产融结合龙头企业优势,带动更多产业链上下游企业运用期货、期权进行风险管理,在不确定的市场行情中,寻找穿越周期的确定性方向和道路。