

2022，储粮过冬，何时春来？——写在最安静的双 11

【阅读提示】本文介绍了今年宏观经济的特点是储蓄的大幅增加和消费的减少及出现该特点的原因。结合案例，什么是疤痕效应，疤痕效应对我国宏观经济造成了什么样的影响？除了文中的介绍，从微观或宏观的其他方面来说，你还观察到哪些与疤痕效应相关的现象与事实？2021 年以来五年期定期存款利率已跌破年化 3%，请认真思考，不考虑其他因素的变动，利率下调会如何影响居民储蓄，你的答案会受到什么因素的影响，为什么？（提示：储蓄实际是未来的消费，利率下降相当于现在一单位储蓄折算到未来的购买力下降）请针对案例写一页 A4 纸以内的 Memo，并于本周六（11 月 26 日）下午 18 点之前发到相应的小课助教的邮箱。

作者简介：唐涯，笔名香帅无花，亦称“香帅”，麦吉尔大学金融学博士、金融学者，香帅数字经济工作室创始人，香帅的金融江湖公众号主理人，香帅的北大金融学课主理人，年度财富报告主理人，曾任北京大学光华管理学院金融学助理教授、博士生导师。

2022 年，宏观面上有一道巨大的疤痕，让所有的人都在捂紧自己的钱袋子。

——香帅

杨杨是 90 后，在上海世纪大道的一家金融机构上班，典型的高收入高消费阶层。

他租的房子在陆家嘴街道，6 月街道解封的第一件事情，他没有去公司，先去了建设银行的线下网点，确认自己注销信用卡的手续已经全部完成。

理由很简单：封控一个多月，他眼看着公司员工群的人数不断减少，提成薪酬也在消失，自己被调低至最低档的基础工资，面对着突然迅速涨价 200%、300% 的必需品花销，再打开手机，看着自己的支付宝、信用卡的待还账单，他突然紧张了起来。万一哪天公司优化（裁掉）了自己，信用卡里面的待还账单，难道还要找亲朋好友东拼西凑吗？他开始思考一切“非必要”的含义。

这时候，回头盯着自己的 LV 钱包、浪琴手表、Bose 耳机，甚至包括古龙味的 Chanel 男士香水，他开始有点发呆，它们真的有必要吗？他没有，我的生活完全可以减掉它们。

当所在的城市开始慢慢恢复生机，杨杨又和朋友去狂欢，去报复性消费。他有点庆幸自己没有买房，没有还贷压力。基本工资到手只有 10000，扣掉房租，剩了不多的几千块。这个月，他结余了快 2000 块，全部拿去存了起来。

杨杨不是特例。

2022 年，人们开始存钱，储粮过冬。

存钱，存更多的钱

截止 2022 年 6 月，中国居民存款增加了 10.33 万亿。而 2021 年，中国全年居民存款增加额为 9.9 万亿。

也就是说，今年半年的时间，中国人存完了去年一年存的钱。

这个数据背后，是消费的巨大疤痕：2022 年五一，全国国内旅游出游人次同比减少 30.2%，旅游收入同比减少 42.9%；十一国庆，全国国内旅游出游人次同比减少 18.2%，旅游收入同比减少 26.2%，几乎所有节假日的消费都断崖式下跌。

同期的电影票房更是惨淡，五一和十一两个黄金档期的票房收入分别是 3 亿和 15 亿，同比下降 82.5%和 65.8%，如果跟 2019 年比，分别下降 80.48%和 65.89%。

如果说旅游，票房都还受制于疫情防控，存在着“放开即暴涨”的概率，那么双十一电商的惨淡局面就很难用线下不方便来解释了：今年双 11，购物扫货的氛围降到了双 11 史上最低，静悄悄的。

线下更不用说。

五一的时候，成都还没有受到疫情的严重影响，社会面病例数为个位数。但是成都的餐饮市场已经疲软到极点，餐饮市场的销售额仅为 2021 年正常水平的 50~60%，部分品类只恢复了 10~20%。五一节后，包括书亦烧仙草、吼堂老火锅、霸王虾、甘食记等在内的近 20 家餐饮创始人发了一封“成都餐饮创业者联名求助信”，申请部分减免或者缓交租金。

面对麻木的消费人群，这些早经过无数风浪的餐饮老炮们也忍不住发出了灵魂三连问：是菜品不够美味？是价格不够公道？是服务不够体贴？

在微观个体层面，他们都尽力了，但他们没有看到的是，宏观面上有一道巨大的疤痕，让所有的人都在捂紧自己的钱袋子。

疤痕效应

人类对巨大的伤痛，有着长久的记忆。

著名心理学家弗洛伊德提出，创伤结束后，它的直接影响会被个体所“遗忘”，创伤带来的个体“心理后遗症”，却仍将持续。

在大灾、大难之后，人们的行为会发生剧烈的变化。有多剧烈呢？在美国，人们发现新冠疫情感染率较高的县，居民存款增长幅度明显地比其他地区高出 5 个百分点。对感染疫情的恐惧，叠加上对家庭未来收入损失的焦虑，使得家庭显著增加存款、减少支出。而且这种行为具有持续性，到研究者写出来论文的十几个月间，持续存在。

不止新冠。在印度尼西亚，人们发现过去三年中经历过地震或洪水的人，做出冒险行为选择的可能性，会比其他人群整体降低 41%。日本历次大地震之后，人们发现女性会变得更加厌恶风险，并且这种改变会持续 5 年以上。

也就是说，人们会因为一次重大事件，永久性地改变自己的行为模式。假设一切回归正常，消费者未必愿意去大胆地花钱；企业未必愿意去正常地投资、正常地生产；暂时关门的小微个体，未必能够重新开张。

美国哥伦比亚大学金融学教授 Laura Veldkamp 用“疤痕效应”(scarring effect)来代表这种持久性的变化。疤痕效应理解起来很形象，会像身体上的伤疤一样的，长期存在。一次经济危机、一次收入受损事件过去之后，还将产生长期的影响。

那么，是什么导致人们会产生这种持久性的行为变化，会有疤痕效应存在呢？

因为每个人对未来的预期，都是我们历史经验的产物。

在经历大的经济冲击事件之前，我们对于未来的预期，基于我们在平稳环境下看到的数据和历史事件，我们会认为尾部事件的概率很低。

但是当一次偶发冲击成为现实，并且持续不消散之后，这就会导致我们对于未来预期产生持久变化。比如一次持续的饥荒事件之后，我们会认为粮食危机的黑天鹅事件其实概率并不小。

在 2008 年金融危机之后，某家银行发生流动性危机被人们频繁讨论，最近流动性稍微差了一点的金融巨头瑞士信贷，一度被人们认为是下一个雷曼兄弟。

在长久的冲击事件影响下，我们可能就会被教训得过分“悲观”——我们会更悲观，更风险厌恶，更求稳。在疤痕效应的影响之下，杨杨存钱背后，企业背负寒气，攥紧现金的背后，有着无数的合理性。

在前美联储主席艾伦·格林斯潘和阿德里安·伍尔德里奇（《经济学人》杂志编辑）合作的《繁荣与衰退》一书中，他们这样写道：

“下行区间总是比上行区间更为凸显，因为恐惧是一种比贪婪更有力量情绪：当人们担心自己一生的努力将会化为泡影时，这种恐惧会促使他们用尽一切手段来保护自己不受这场传染的危害”。

“成都老百姓一向都是乐天派，敢消费，但是“感觉没钱”比真的没钱更可怕。”成都的一家品牌咨询创始人简单地白话出了这个道理。

钱花没了，可以再赚，所以哪怕快没钱了，也可以大胆地花。可是万一不可以“再赚”了呢？

看到这里，不管是关心未来收入的你，亦或是关心未来工作岗位发展的你，还是关心企业资本市场投资前景的你，一定关心一个问题——这个疤痕，什么时候，才能疗愈？

疤痕，何时才能疗愈？

先给大家一组数据。2021 年前两个月，武汉的社会消费品零售总额比 2019 年同期下降了 3.6%。同期，全国增长了 6.4%，几个和武汉经济规模相差不大的城市，苏州是 13.1%，成都是 8.9%，南京是 15.7%。

武汉还没有恢复吗？从这组数据来看，答案是肯定的。

中国社会科学院世界经济与政治研究所副所长张斌的研究结果表明，面临最严厉疫情冲击的武汉，不仅在疫情爆发高峰期，遭遇了最大的 GDP 损失；即便是在疫情冲击和管制程度放松以后的一年半时间，武汉经济的恢复程度也远落后于全国，落后于其他城市。疫情冲击不仅短暂地影响武汉经济，还对武汉带来了至今难以消除的持续影响。

武汉到现在，都没有被疗愈。

除了产出没有恢复，武汉的消费需求、投资需求也持续疲软，疤痕效应非常明显。进入常态化防控阶段的一年半以来，武汉社会零售总额的恢复程度远落后于成都，也落后于全国平均水平。到 2021 年 4 月末，武汉的社会消费品零售总额仍比趋势值低了 25.3%，新冠疫情爆发至今的累积损失达到 21.5%。投资方面，疫情导致武汉固定资产投资两年年均增速下滑至-0.2%，降低了 10.4%。

失去的消费，已经回不来了，已经走入正常轨道的消费，在疤痕效应的影响下，一时也还不能恢复正常。

不仅是武汉，全球在历次重大经济负面冲击中的恢复表现都是一样的。

芬兰央行的 Aikman 曾观测了 5 个新兴国家、19 个发达国家，从 1970 年以来的经济紧缩事件之后，经济体随后的经济恢复情况，发现疤痕效应会长久地拖累实际经济增速：受影响的经济体 10 年间的实际 GDP 增速会下降 4.25%；一次重大冲击的拖累时长，至少是 10 年。

2008 年金融危机之后，美国的储蓄率一路上升超过了 10 余年，英国超过了 6 年，欧盟超过了 4 年。各国在金融危机中受到冲击越大，储蓄率上升幅度越大、恢复正常用的时间越长。

这些研究都表明，人们心中的那道疤痕需要持续一段较长的时间去褪色、消除。

写在最后

记得今年 5 月份的时候，我就聊过关于储粮过冬的问题。

时间过得真快。一看日历，前几日已经立冬了。从 10 月份的统计数据来看，经济还在恢复中，距离春天的到来，还有一定的时间。

冬，终也，万物收藏也。

人生中的每个冬季，都是一场修行。唯有自渡，才能迎来下一个春天。