

关于储蓄率问题的若干观察与分析

周小川

尊敬的洁蒂行长，女士们，先生们：

大家早上好！

很高兴参加这次会议，感谢马来西亚央行同事们的盛情邀请和周到安排。

当前的金融危机正在不断蔓延，在分析当前形势的同时，人们也不禁会联想到十年前的亚洲金融危机。当时的危机给包括马来西亚在内的东亚各国带来了巨大冲击。在此过程中，马来西亚通过一系列宏观政策措施，维护了林吉特币值的稳定，有效保持了市场信心，使经济尽快走向复苏。十年来，马来西亚央行运用灵活的货币和汇率政策，逐步解除临时性外汇管制，促进了金融市场发展和经济增长。

今年是马来西亚央行成立五十周年。中国与马来西亚同为亚洲国家，存在着很多共同点：首先，两国都是东亚及太平洋中央银行行长会议组织（EMEAP）和国际清算银行顾问委员会（ACC）的成员，拥有很多共同工作的宝贵经验；二是两国同属新兴市场国家，处于相似的发展阶段，两国政府和民众还共同经历了 1997 亚洲金融危机的考验，都渡过了相当长的困难时期，并逐步从危机中走出来；三是在 2005 年 7 月期间，马来西亚和中国都分别进行了重大的本币汇率机制改革，这让双方也有了更多共同经验。

目前，包括马来西亚和中国在内的不少东亚国家普遍存在着较高的储蓄率，积累了相当规模的外汇储备，在这方面也有很多共同问题值得探讨。

目前，全球经济又再度面临金融危机的考验。不过，此次不同之处在于，危机是从发达国家蔓延开来的。而关于当前金融危机产生的原因，近来国际上讨论得很热烈，也有很多不同的观点。这其中，东亚地区、产油国较高的储蓄率和美国较低的家庭储蓄率问题开始受到广泛关注。部分观点认为亚洲和产油国储蓄率过高是全球失衡和危机的主要原因之一。同时，人们也在观察的基础上研究是否有何种政策能明显左右一国的储蓄率。

目前，尚无充分可信的学术研究成果说明储蓄率的高低与某种特定因素有关。有学者认为高储蓄率与以人均 GDP 衡量的富裕程度有关，也有一些分析认为与汇率、金融媒介和资本市场发育程度、民族传统、人口结构、社会保障的优劣等有关。

关于汇率与储蓄率是否相关问题上也存在不同观点。从统计上看，汇率与储蓄率存在一定相关关系，但相关系数不高且统计检验也不够显著，似乎不能仅靠调整汇率来调整储蓄率。2005 年 7 月以来，中国进行了人民币汇率形成机制改革。与此同时，我们也特别提出了需要改变增长方式，逐步扩大内需比例，并采取了一系列刺激内需的措施，强调通过扩大农村消费、发展服务业特别是文化服务业、调整消费结构和消费模式等一揽子措施进行结构调整。

考虑以上因素，在进行政策选择时，各国都遇到如何分析决定储蓄率的主要因素这一问题。面对众多观点，须理出头绪，弄清导致高储蓄率的因素及各因素所占的权重，才能找到储蓄率调整的有效政策工具。

一、东亚国家和产油国储蓄率高有多重原因

从东亚国家具体情况看，储蓄率普遍偏高，这有着多种原因：

一是民族传统因素。东亚国家信奉“孔教”，有崇尚节俭、自律、提倡克制、中庸（低调）、反对奢华等传统。

二是文化因素。这可能我们需要从大量的教科书和文学作品中找出其中存在的多种文化差异。与东亚国家相似，拉美国家相对于发达国家富裕程度也不高，但其储蓄率并不高。因为那里的居民消费意愿强，发了工资后，可能很快就消费了，这里面就有文化的因素。

三是家庭结构。东亚国家家庭结构紧密，社会对家庭依赖程度高，家庭承担着大量的社会责任。例如在中国，一般家庭不仅要赡养老人，还要抚育子女，子女上学（含出国留学）、技能培养都由家长承担。而在一些发达国家，家庭责任没有这么大，上下两代人相互承担责任的意愿并不那么强。

四是人口结构和经济增长阶段。从弗兰克·莫迪利亚尼的生命周期假说考察，壮年人口在总人口中比例的增加，会使个人储蓄增加以备将来养老、医疗之需，从而导致储蓄率上升。从经济增长阶段考察，经济非同寻常的高速增长，使多数增加的收入都会

被存起来，导致储蓄高于正常比例。而中国正好符合这两个条件，储蓄率高也就不难理解了。

日美两国的对比也可以说明上述因素对储蓄率的作用。日本与美国相似，均属发达国家，人均收入较高，两国的社会保障体系各有不同的缺陷，但日本的储蓄率远高于美国。这其中主要是由于日本的社会文化、家庭观念、人口结构等方面与东亚其他经济体十分相似，导致其也存在较高的储蓄率。

也有观点认为储蓄率与社会保障体系健全与否更为相关。社会保障体系不完善是导致储蓄率高的原因，这从逻辑上推理是对的，但并没有太多的统计和实证支持。认为社保体系不健全导致高储蓄率有一个假定，即人是理性的，在社会保障体系尚不健全的情况下，人们会事先通过增加储蓄的方式来预防未来的医疗、养老等需求，但实际上这个假定并不一定成立。马来西亚和新加坡政府多年来一直通过中央公积金制度（CPF）要求雇主强制为员工储蓄，就是假定人并不是在所有情况下都是理性的。

此外，产油国的高储蓄率也有客观成因。产油国禀赋特殊，地下埋藏着大量的石油财富远远超出正常消费的需要，因此必然以储蓄的方式积累下来。从图 4 的统计数据看，2000 年以来产油国的贸易顺差要远高于东亚国家。

经济学初级教科书是从供需和价格开始的，因此人们容易想到是某一价格在左右储蓄和消费的选择，比如汇率和利率。但情况看来复杂得多，储蓄率高低还与很多因素有关，不能简单地认

为通过名义汇率的调整可以大幅度改变储蓄率水平。而其中民族传统、文化特征、家庭结构、人口、社会保障体制等因素都不是短期内能够改变的，即便政策有效也要用很长的时间才能看到。在这方面还有许多问题值得深入细致的研究。

二、亚洲金融危机对东亚储蓄率的影响

GDP 中的储蓄，包括居民储蓄、企业储蓄和政府储蓄。当总储蓄大于国内投资、而对外投资又不足时，多余部分就会转化为外汇储备。我们看到，储蓄率与贸易不平衡问题从 1997 年后逐渐突出。因此分析这个问题需要从亚洲金融危机对相关各国的经济行为和储蓄率的变化着手。

亚洲金融危机以来，包括东亚在内的亚洲各国受到了大幅度冲击并因此而受到惊吓。在投机资本冲击下，各国汇率大幅贬值、资本急速外流、外汇储备几乎消耗殆尽，这给东亚各国宏观管理留下了很大阴影。此后数年，各国纷纷努力扩大出口，积累贸易盈余，储备外汇资金。可以说，东亚各国储蓄率高、近年来大量积累外汇储备也是亚洲金融危机负面冲击中所学到的经验教训和自然反应。

东亚国家的高储蓄率和外汇储备，也是对掠夺性投机的被动防范。危机前后，短期资本先是大量涌入后又出现急剧逆转，对冲基金肆意投机，这些行为使东亚各国经济雪上加霜。东亚地区人民受到惊吓，并对这类投机行为充满痛恨。马来西亚在危机之初，出口萎缩、股市急剧下跌、汇率大幅贬值。当局顶住有关国

家和国际组织的批评，被迫实行一些临时性资本管制，维护了币值稳定。中国香港也遭受对冲基金冲击，股市价格大幅下降、汇率制度经受冲击。

危机过后，东亚国家不乏认为缺乏管制的掠夺性投机是导致危机重要原因的看法，表明国际金融体系存在重大危机隐患，希望国际社会能对其加以必要的监管。但部分国家出于种种考虑不主张对掠夺性投机资金加以监管，也不认为需要对有关监管政策框架进行调整。同时，有关国际组织也未能承担关于资本异常流动的相关监管责任，这一系列情况迫使东亚各国大量积累外汇储备以求自保。

从一定意义上讲，东亚国家储蓄率和经常账户顺差的提高也是国际组织救助方案的自然结果。在帮助东亚国家应对危机的过程中，国际组织的救助方案对本应加强管理的国际投机资本流动不置可否，对救助附加过多严格的条件，要求东亚国家加大紧缩力度：实施财政和货币紧缩、提高利率、减少财政赤字、增加外汇储备。十多年来，东亚国家吸取教训，增加了国际储备和国内储蓄，提高了抵御金融危机的能力。

当然，东亚国家自身也存在问题。东亚各国在经济发展模式、外债管理等方面还存在薄弱之处，相关制度建设也不完善。危机之后，各国努力采取措施对企业部门和银行机构进行了大刀阔斧的结构改革。

同时，不少亚洲国家不断加大社会保障体系，改革教育、卫

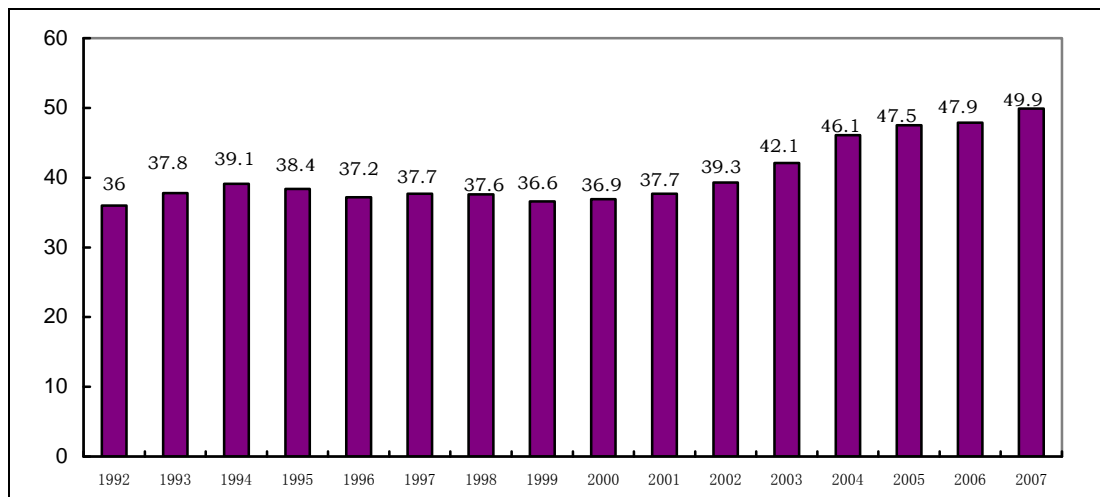
生等制度。但是，这些都不是在很短的时间能够完全见效的。

三、中国能否有效地调整储蓄率

亚洲金融危机期间，有西方学者曾建议中国人民币贬值，但也有一些学者主张为避免出现竞争性贬值，希望中国保持人民币币值的稳定。中国作为一个负责任的大国，没有采取人民币贬值的政策，这也付出了一定代价。此后，中国经济的恢复较慢。中国当局克服困难、坚持稳定人民币汇率的努力，为阻止当时金融危机蔓延是有贡献的。

危机以后，随着市场化改革深入推进，中国加大了企业和政府部门改革的力度。企业特别是国有企业效益改善，政府财政状况良好，居民收入稳步增长。2002年后，储蓄率开始显著上升（见图1）。

图 1：1992-2007 年中国储蓄率变化情况（%）



数据来源：中国国家统计局

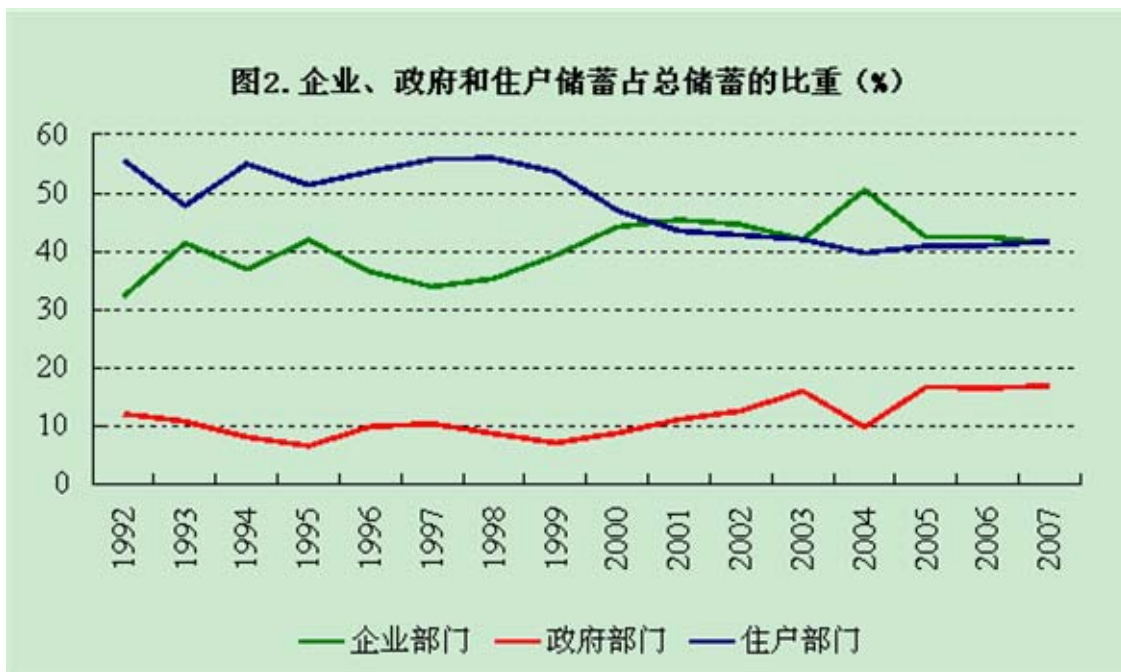
中国政府降低储蓄率的意图是明确的，但采取怎样的措施仍需深入研究。2005年以来，中国已将扩大内需、刺激消费作为基本的国家政策，这些政策的综合结果也必然要降低储蓄率。但对

于哪些因素影响储蓄率、这些因素的弹性如何、须采取哪些措施进行调整等问题，仍需要深入、系统地研究。

2002年以后，中国储蓄快速增长的主要特点是，居民储蓄平稳增长，企业储蓄上升明显。1998年前后，中国的储蓄率大约37.5%左右，到2007年，上升为49.9%。1997年企业部门可支配收入占国民可支配收入的13%，到2007年，这一比例上升到22.5%。同期政府可支配收入占国民可支配收入的比例仅上升了2个百分点。

从企业储蓄占GDP的比重看，在全球范围内已处于高水平。这一现象与中国经济转轨过程中未能充分解决企业成本/利润扭曲问题有关。在计划经济时期，工人的住房、医疗、养老等成本都由企业和政府承担，工人的住房、医疗、养老等长期性支出不需从工资中支出，居民的储蓄动机并不强。那时的储蓄还被称之为“强制性储蓄”，即排队太长买不到东西。但到90年代以后，中国实施了养老、住房、医疗体制等改革，改变了原有的“铁饭碗”制度，企业不再直接负担工人的养老、住房等支出。但由于相应的社会保障体系并未有效建立，这一方面迫使居民要更多地承担各类长期性支出，导致居民预防性储蓄动机显著增强；另一方面，劳工工资成本的真实化进程是渐进的，企业储蓄上升，也并未相应地承担社会保障体系的责任，事实上企业并未将成本扭曲形成的超高利润转移为工人的养老、医疗和保险等，这使企业储蓄显著上升。综合以上两方面因素看，居民和企业储蓄率同时上升。这也是有人建议中国将上市公司部分国有股权划拨给社保

基金的重要原因。



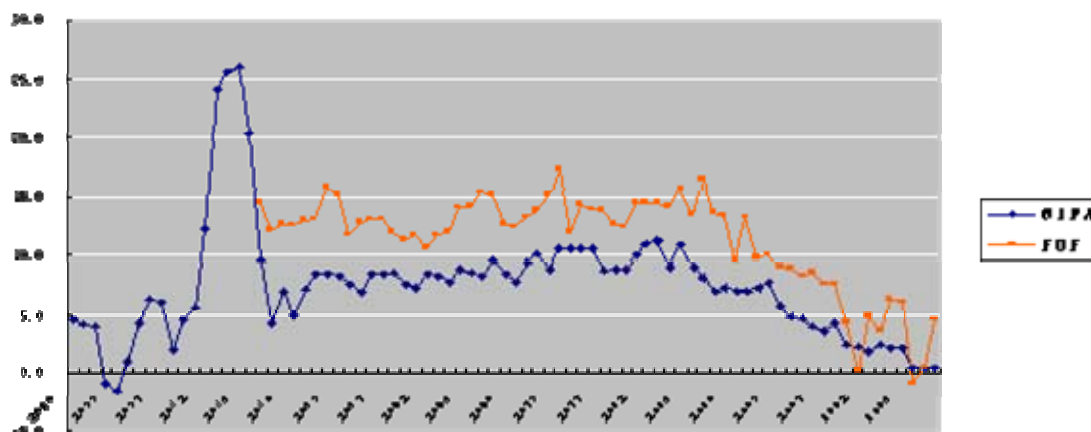
中国虽然陆续推出了一些改革措施，但有些领域的改革尚不够到位。有经济学家认为，目前民营、私营企业已经市场化了，成本也已经真实化了。但政府机构体系没有纳入社会化管理，改革尚未取得重大突破；国有企业和国有控股企业的改革虽取得较大进展，但由于成本因素不确定，货币化程度不够，也会影响储蓄率的调整。当前应当加快政府部门的改革和政府职能的转化。

四、对美国家庭低储蓄率的观察

近年来，美国家庭储蓄率的变动大致经历了两个阶段(图3)：第一阶段是上世纪90年代中期以前的相当长一段时间，美国的家庭储蓄率基本维持在7% - 10%的水平；第二阶段是在1997年以后，储蓄率显著下降的同时伴随着财政和贸易“双赤字”的显著上升，特别是贸易赤字的上升。对于该现象目前有许多种解释。有观点认为，这在某种程度上是由于在90年代中期以来各方对美

国经济保持着“过度乐观”（Euphoria）态度所致。具体来说，上世纪 80 年代末 90 年代初，前苏联和东欧的中央计划经济体制解体，这些国家的经济一度滑入下行轨道；日本经济在上世纪 90 年代也陷入长期停滞；而欧洲存在劳动力市场僵化等结构性问题，表现不佳。美国这个全球第一大经济体具有全球最优的经济体制，似乎无人能够挑战。而其他经济体中唯一能在增长模式上形成一定挑战的是东亚模式。记得经济学家保罗·克鲁格曼曾批评亚洲经济的增长完全是要素投入型的，并没有劳动生产率的提高。亚洲金融危机之后，亚洲经济也受到重挫。从 IMF 给亚洲开的药方看，也从侧面反映了美国模式的观点。

图 3: 根据美国国民收入账户和资金流量账户统计的个人储蓄占个人可支配收入的比例 (1927-2007)

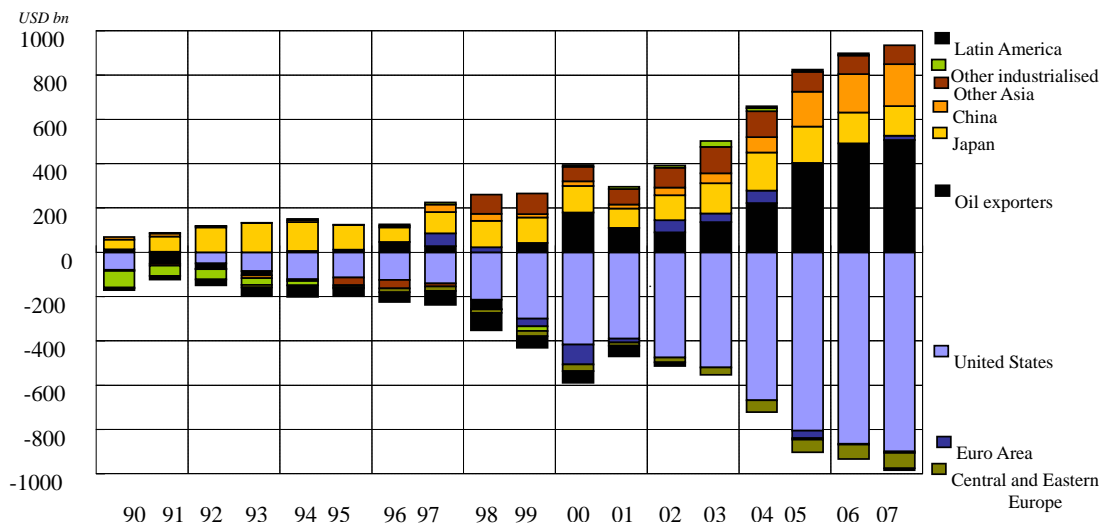


资料来源: 美国商务部, 经济分析局。

观察美国经济的发展历程，近年来虽然也遭遇本世纪初的“9.11”恐怖袭击和高科技泡沫破灭等重大冲击，有关经济数据呈现异常变动，但都迅速恢复，表现出很强的灵活性和良好恢复力，致使市场对美国经济“过度乐观”。这种观点也显著影响着

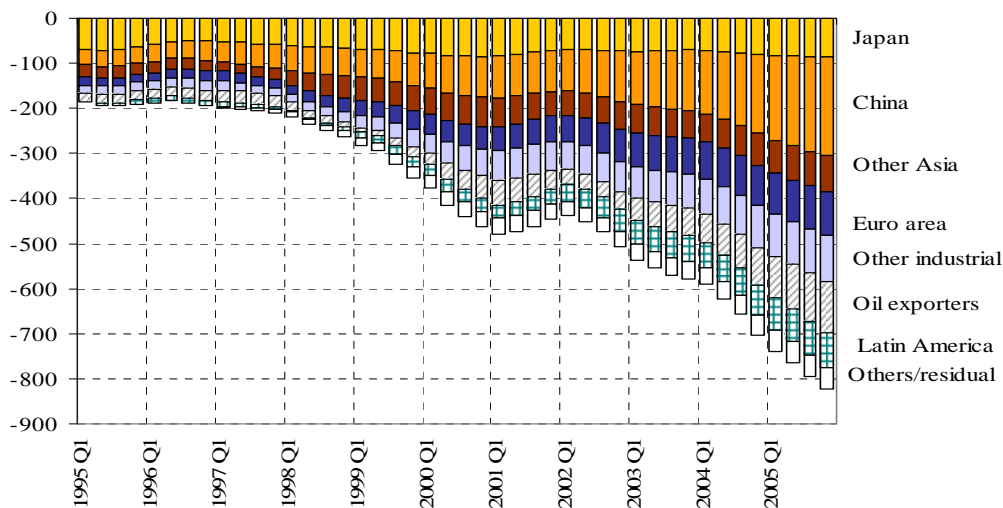
美国居民的储蓄行为。由于此次全球金融危机规模空前，估计美国这种过度乐观的情绪会出现较大调整。

图 4. 经常账户余额 (年度数) (1990-2007, 10 亿美元)



资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》和《贸易统计》及欧洲央行工作人员的估算。

图 5. 与美国双边贸易余额 (1998 年 1 季度 - 2005 年 4 季度, 年度数累计, 10 亿美元)



资料来源: 国际货币基金组织《世界经济展望》和《贸易统计》及欧洲央行工作人员的估算。

值得一提的是，从储蓄率波动的分布看，美国本轮的低储蓄、高消费始于上世纪 90 年代中后期，而东亚国家则是在亚洲金融危机之后才开始有所提高，中国储蓄率的上升更是在 2002 年

以后，时间分布上的差异，可以说明两者之间并不存在显著的因果关系。

五、储蓄率调整的可能选择

综上所述，全球储蓄率不平衡是客观存在的，导致这种高低差异的原因也是多样的，似不能简单地将储蓄率高低说成只与汇率有关。希望某些长期特性在短期内改变是不切实际的，这需要从更广泛的宏观角度，综合各方面因素，统筹考虑。

首先，解决储蓄失衡问题，需要综合药方。某些经济体的高消费、低储蓄经济增长模式是难以持续的，其增长模式的反思势在必行。但就美国而言，当下可能也并非提升储蓄率的最佳时机，需要在增加储蓄与刺激消费、恢复经济增长政策间进行恰当平衡。对于东亚国家而言，降低储蓄率也需要从经济增长模式、产业结构、价格体系等多方入手，实施一揽子综合性调整与改革，努力争取在中期见效。当然，汇率形成机制的改革也是这个药方的一部分。中国政府在此次危机应对和经济调整中，特别注重扩大内需，通过扩大消费内需来丰富和强化经济增长的动力来源，出台的 4 万亿元的经济刺激计划规模在全球位居前列，且以纯支出型政策为主，同时注重加强民生项目，努力促进城乡就业，注重增加农村地区和弱势群体的收入。

其次，各国和国际组织要加强合作，应加强对国际投机资本流动的监管。尽管国际游资在长期资本公司事件后有所收敛，有关国家监管当局的态度也有所变化，但这次金融危机中的各种案

例表明，我们仍应保持高度警惕，要加强对国际投机资本流动的监管，提高国际资本流动透明度。国际组织和有关国家应该帮助发展中国家建立严密的预警体系，防止掠夺性投机冲击。并且加强国际合作，完善救援机制。在新兴市场出现短暂性国际收支危机的时候，国际救援措施应该迅速，附加条件应适当减少，这样才能使新兴市场国家有安全感。从国家层面讲，这将会鼓励这些国家减少外汇储蓄，扩大内需。

再次，应采取适当措施，引导储蓄盈余更多地流向发展中国家和新兴市场经济体。美国等发达经济体并不希望看到国际储蓄过多地流入，国际储蓄应有更理想的去处。实际上，新兴市场储蓄流向发达经济体，这既不合理，也不符合这些发达国家寻求增加储蓄的愿望。由于东亚国家储蓄率的调整不可能在短时间内达到效果，而在油价没有出现大幅度下降的情况下，产油国的高储蓄率仍可能维持在较高水平。所以，全球范围内的储蓄不平衡仍会在今后一段时期内存在，这是客观事实。目前面临的主要问题是使储蓄合理流动，如何在全球范围内提高配置效率。为此，可以考虑把储蓄盈余更多地引向其他发展中国家和新兴市场。因为这些经济体是未来全球经济中的高成长点，其资源丰富、劳动力成本低，但缺乏发展必需资金。

最后，应继续推进国际货币体系改革。当前，国际贸易和金融交易计价结算大部分都集中在美元上，美元是最重要的国际储备货币。根据IMF的统计，截至2007年底，美元外汇储备仍占63.9%。

当一些国家储蓄增加时，如表现为美元外汇储备，就不可避免地使资金流向美国。虽然短期内美国为克服金融危机仍需要资金继续流入，但从长期看，美国要调整经济增长模式，并不希望资金都流向那里。同时，全球外汇资产过度集中于单一货币，容易出现事与愿违的异常现象。因此，除加强监管合作、引导储蓄资金合理流动之外，国际社会还应在改革国际货币体系方面逐步有所推进。应加强对主要储备货币国家经济金融政策监督，同时提升特别提款权的地位和作用，在长期内稳步推动国际货币体系向多元化发展。

谢谢大家！

(本文是中国人民银行周小川行长2009年2月10日在马来西亚央行高级研讨会上的发言)