



中国社会科学院金融研究所

# 金融论坛

2006 年第 16 期(总第 128 期)

2006 年 5 月 15 日

---

## 缩小储蓄投资缺口，纾缓三大发展压力

中国社科院金融研究所 陈洪波

在宏观经济呈现出良好发展前景的同时，近年来高流动性过剩压力、高贸易摩擦压力、高人民币升值压力一直伴随着快速发展的中国经济。

### 一、中国宏观经济的三高压力

#### 1. 高流动性过剩压力

近年学者关于中国高流动性过剩压力逐渐达成共识，例如有观点认为：“目前中国商业银行存贷差达到创纪录的 9 万亿元，银行间市场一年期国债和央行票据的收益率在 1.8% 左右（最低曾接近

1.3%)，远低于一年期 2.25% 的存款利率。货币市场利率与银行存款利率的形成倒挂之势，大量资金在银行体系内循环，出现了银行流动性严重过剩之困局”<sup>1</sup>。

## 2. 高贸易摩擦压力

随着中国外贸迅速增长，中国外贸总额占世界总量的比重从 2001 年的 4.0% 上升到 2004 年的 6.2%，2005 年全年外贸达到 1.4 万亿元。据商务部的数据显示，“2005 年中国贸易顺差超过 1000 亿美元，而对美贸易顺差超过 1000 亿美元，对欧盟贸易顺差超过 630 亿美元”。<sup>2</sup>因此尽管中国加入了世界贸易组织，但针对中国出口的关税和非关税壁垒尚无明显减弱的迹象。只要中国存在高额的贸易顺差，中美之间、中欧之间频繁的贸易摩擦就难以避免。

## 3. 高货币升值压力

与贸易的顺差相对应，对中国贸易顺差的指责越来越集中到人民币汇率上，要求人民币升值的压力也越来越大。2005 年 4 月，美国参议员舒默提出“汇率报复案”，要求“实施惩罚性关税 27.5%”；2005 年 7 月人民币汇率作了 3% 的调整，但美国财长仍“希望中国 2006 年进一步加大汇率调整的灵活性”；而 11 月份美国华盛顿智库哈特森研究所一份报告中谈到：“对人民币存在 25~50% 的偏低估值的早期预测，需要将数据修正得更高”。<sup>3</sup>种种迹象表明人民币升值的压力在近期内仍不会减弱。

尽管目前越来越多的学者关注“三高压力”，并提出了相应的政策建议，但对于这三种压力并存的根本原因和内在传递机制却相对讨论较少。本文不涉及合理的外贸盈余和人民币汇率水平，只试图解释“三高压力”产生的关键因素和内在的宏观传递机制，并提出相应的投资政策建议。

---

<sup>1</sup>刘煜辉：“利率调整无解当前流动性过剩的困局”《21 世纪经济报道》。

<sup>2</sup>“汇率报复案”下的中美 2005：与贸易大战擦肩而过，《21 世纪经济报道》2005 年 12 月 26 日。

<sup>3</sup>同上。

## 二、储蓄-投资缺口是导致“三高压力”的最关键因素

宏观经济的均衡(理想)状态最直接的表现表现为投资等于储蓄( $I=S$ )，所以储蓄与投资的关系和匹配是宏观经济运行的基本问题。根据国民经济恒等式和国际收支平衡表，假定  $I$ =投资， $S$ =储蓄，经常帐户  $CA$ =净出口，资本帐户  $KA$ ， $\Delta FR$ =外汇储备变动，我们得到投资、储蓄、资本帐户和贸易帐户之间的关系式：

$$S-I=CA=\Delta FR-KA$$

储蓄-投资缺口由出口顺差或资本流出予以弥合的。所谓储蓄-投资缺口，是指投资率低于储蓄率，在储蓄与投资之间出现缺口，从而储蓄未能全部转化为投资的一种现象。在开放经济条件下，当储蓄大于投资时，净出口（伴之以外汇储备的净额增加或资本外流）可以使一国经济实现无通货紧缩的均衡增长；当投资大于储蓄时，净进口（伴之以外汇储备的减少或资本内流）可以使一国经济实现无通货膨胀的均衡增长<sup>4</sup>。

从国际经验看，以高储蓄率为代表的亚洲国家日本和韩国，在其经济高速增长的工业化阶段，两国均在理论上倾向于高储蓄是高投资的基础，而高投资是促进经济增长的必要手段；在政策上两国也倾向于通过政府干预，使用财政货币政策刺激储蓄增加从而为高投资融资，进而带动经济高速增长。而消费增长的相对滞后带来的需求不足则往往通过投资和出口的高速增长来进行弥补<sup>5</sup>。日本工业化结束之后，增大的储蓄-投资缺口依赖净出口予以弥合，从而导致了大量的贸易摩擦。面对储蓄-投资缺口下高贸易顺差问题，日本经济学家 Kazuo Ogawa, Kazutomo Abe<sup>6</sup>曾对日本经济作出展望：“日本家庭部门的储蓄-投资缺口依然不会变窄，而是增加，除非在储蓄上的盈余被公司和公共部门吸纳，否则贸易摩擦仍会持续。”

<sup>4</sup>李扬：“当前经济与金融形势分析”中国社科院金融所《金融论坛》2005年10月26日

<sup>5</sup>陈洪波“日韩高储蓄高投资研究及对中国的启示”《国际经济评论》2005.9-10

<sup>6</sup> Kazuo Ogawa, Kazutomo Abe “Japan: Domestic Savings In The Pacific Region: Trends And Prospects” Pacific Economic Outlook

从中国的宏观经济运行看，储蓄—投资缺口已成为导致中国宏观经济三高压力存在的最关键因素。尽管我国的投资率较高，但 1994 年以来，我国的储蓄率一直高于投资率，储蓄—投资缺口始终存在，且近两年来的储蓄—投资缺口出现扩大趋势。

### **1. 长期的储蓄—投资缺口导致我国的流动性过剩压力加大**

储蓄—投资缺口的存在意味着国内的储蓄未能在国内转化为投资，导致经济运行中资金长期供大于求。以存贷差的变化为例，随着 1994 年储蓄—投资缺口的出现，存款和贷款之间出现了逆转。1994 年之前，贷款大于存款，贷款/存款比高于 1，最高达到 1.12 (1992 年)；而 1994 年之后存款大于贷款，贷款/存款比开始小于 1。随着近年来储蓄—投资缺口的扩大，存款大于贷款的幅度也越来越大，从 1994 年的 0.98 下降到 2005 年的 0.69 左右，贷款/存款比重下降的幅度达 30 个百分点（若与 1992 年比，则下降幅度高达 45 个百分点左右）。同样的道理，由于资金长期供过于求，我国的银行间拆借利率、超额准备金利率、债券回购利率等多种利率基本都处于下降的态势。所以，十余年之久的储蓄—投资缺口使得资金长期供过于求，流动性过剩的压力越来越大。

### **2. 长期的储蓄—投资缺口导致持续的贸易盈余进而产生高发的贸易摩擦**

如同上述理论所揭示的一样，我国的储蓄—投资缺口主要依靠外贸盈余弥合。从数据上分析，除了个别年份（如 1994 年、2004 年）净出口与储蓄—投资缺口存在因统计误差略有不同外，在绝大多数年份里，二者在数量上完全相等。通过高出口顺差的净出口来弥补储蓄—投资缺口，导致贸易摩擦不断，争端加剧。储蓄—投资缺口持续存在的时期也是我国国际贸易摩擦的高发期，连续 10 年成为遭遇反倾销调查最多、受贸易摩擦影响最大的国家。

### **3. 长期的储蓄—投资缺口导致人民币升值压力加大**

中国的储蓄-投资缺口主要依靠出口顺差（经常项目顺差）弥合，相应的便是外汇盈余的迅速增加。在目前资本项目管制下，资本的流出受到很大的管制，相对较难，从而产生持续的经常项目和资本项目双顺差，导致人民币面临升值的压力。

#### **4. 长期的储蓄-投资缺口导致央行外汇占款增多，进一步增大基础货币投放的压力**

在我国的结售汇制度下，外贸盈余产生的外汇储备大部分构成了中央银行的储备资产。随着持续的外贸盈余，我国的外汇储备日益增多，转化为央行外汇占款的数额也日益增多。2000 年新增外汇储备 902 亿元，而同期央行外汇占款新增 753 亿元，2004 年外汇储备增加 17113 亿元，同期央行外汇占款新增 16098 亿元，到 2005 年末外汇储备增加 16864 亿元，同期央行外汇占款新增 16200 亿元<sup>7</sup>。

外汇储备增加在央行资产负债表中表现为资产项的增加，从而对基础货币的投放构成冲击。如果央行通过发行票据来对冲因外汇占款增长而导致的基础货币投放压力，将导致央行的利率进一步走低（2005 年共发行央行票据，发行总量 27882 亿元，年末央行票据余额 20662 亿元，银行票据的收益率在 1.8% 左右，最低曾接近 1.3%，远低于一年期 2.25% 的存款利率）；或者因外汇占款增长而增加相应的基础货币投放，将使货币供给越发宽松；上述两种操作都将进一步加剧流动性过剩的压力。

### **三、理性对待高储蓄，高度重视储蓄-投资缺口**

#### **1. 高储蓄应是我国的宝贵资源，而非负面因素，要予以善待和善用**

有关研究发现，储蓄在长期经济发展中发挥了重要作用。国内储蓄和经济增长间有强的正相关关系：储蓄率越高，GDP 真实增长率越高；并且各国国内储蓄整体也呈现增加的趋势。20 世纪 90 年代的东亚货币危机也跟储蓄问题紧密相关，危机的产生是过分依赖国外储蓄

---

<sup>7</sup> 2005 年之前采用 1 美元等于 8.28 元人民币，2005 年使用年末收盘价 1 美元等于 8.07 元人民币换算。

的结果，而不是投资过高的问题。事实上，国外储蓄仅能部分满足国内投资的需要，而只有国内储蓄才能为大部分投资融通资金，并支持经济长期持续增长。亚洲经济增长机制可总结为出口/投资引导的“追赶”型增长，而保持高而稳定的储蓄率以支撑高投资使其与拉美国家具有明显的差别。拉丁美洲在 90 年代经济表现不佳，反倒是由于国内储蓄偏低而过分推行吸纳国外储蓄战略的结果。伴随着金融资本流动自由化，这种战略使拉美国家深受全球资本流动的影响，导致了巨额经常项目赤字、日益增加的外债和金融危机。这个结论间接地反映了国内低储蓄对经济发展的负面影响。

由于种种原因，我国一直是高储蓄、低消费国家。鉴于经济转轨过程中社会保障等制度尚不健全等因素，消费倾向的陡然改变还不现实；并且越来越多的经济学者认为目前的高储蓄率是人口红利的具体变现<sup>8</sup>，而人口结构不是在短期内能够予以改变的。从近几年的实践看，尽管刺激消费的措施较多，但总体上效果并不明显，所以我国数年内储蓄水平依然会居高难下。参考日韩在工业化时期改变低储蓄的政策<sup>9</sup>，高储蓄作为保障我国工业化的宝贵资源，必须得到善待和善用，而不能将其视为经济增长的负面因素。

## 2. 日韩工业化末期才出现长时期的储蓄-投资缺口，我国在工业化中期就出现长达十余年且有扩大趋势的储蓄-投资缺口值得关注

日本和韩国的经验表明，在工业化初期，投资率呈现出上升的趋势，即使到工业化中期，投资率在较长的时期内仍保持较高水平，在这个阶段储蓄-投资缺口较小；在工业化基本完成后，投资率出现下降的趋势，才逐步出现时期较长、比率较高的储蓄-投资缺口（如日本在 1970 年前后，韩国在 1990 年前后）。而我国目前的工业化水平大致处于工业化中期，就出现了长达十余年且有扩大趋势的储蓄-投

---

<sup>8</sup>李扬：“当前经济与金融形势分析”中国社科院金融所《金融论坛》2005 年 10 月 26 日；蔡昉、都阳等《人口转变新阶段与人力资本形成特点》社科院人口所工作论文系列 No:6

<sup>9</sup>陈洪波“日韩高储蓄高投资研究及对中国的启示”《国际经济评论》2005. 9-10

资缺口，一方面国内的储蓄未能物尽其用，以低廉的成本流到国外；另一方面我们以优惠的条件吸引外资，这种反差不能不引起我们的关注和思考。

#### **四、缩小储蓄-投资缺口，纾缓三大发展压力**

##### **1. 实施保持适度投资规模和增长的政策**

从理论公式  $S-I=CA$  看，缩小或弥合储蓄-投资缺口，一靠提高消费率、降低储蓄率，二靠进一步扩大净出口来弥补，三靠提高投资率。

减少储蓄，增大消费固然具有较好的理论意义，但实践中中国的储蓄率短期内很难调整。扩大内需已经是我国政府多年来非常明确的宏观调控政策倾向，同时尤其强调鼓励消费，提高消费率。从长期看这是正确的导向，但从近几年的实践看，尽管刺激消费的措施较多，但总体上效果并不明显。

弥补储蓄投资缺口的另一办法是扩大净出口规模。近年来我国一直保持较高的贸易增长，贸易顺差不断扩大，贸易摩擦不断升级。如果我们继续采取依靠劳动力和产品低廉价格的优势，来扩大净出口以弥补储蓄投资缺口，无疑将引起更多的国际贸易摩擦，同时增大人民币升值的压力。从目前的国际贸易环境来说，2005年实现的经济增长过多地依赖于净出口的增长，净出口额将达到7500亿元，近乎GDP的5%，相当于2005年GDP增量的50%。2006年出口增速将会有所放缓，全年贸易顺差有可能会收窄，甚至会直接导致GDP增速的下滑。

因此，在体制改革难以短期到位、总储蓄率难以有效下降的情况下，如果2006年净出口受到抑制，短期内弥合储蓄-投资缺口的途径，剩下的唯一、必然选择，就是不得不采取保持适度投资规模和增长的宏观政策，保持一定时期内的高投资率，以弥补储蓄投资缺口。尽管从投资率的国际比较看，我国的投资率已经较高，但多数国家在工业化时期的投资率都呈现上升的趋势，尤其是在“赶超型”国家的经济高速增长时期，高投资率与高储蓄率、高增长是不可分的。因此，通过

扩大投资规模、保持投资的适度增长，弥补储蓄-投资缺口、消化过剩产能，既可缓解流动性过剩、人民币升值和基础货币投放量加大等压力，同时还能保持 2006 年经济社会平稳发展。

## **2. 提高公共投资，倡导公共服务均等化，为启动城乡消费创造良好条件**

近年中央一直在提倡增强消费对经济增长的拉动作用，但从近几年的实践看，尽管刺激消费的措施较多，但总体上效果并不明显。我们认为近几年消费不足，除了收入水平、社会保障条件外，很大程度是由于公共投资不足带来的。

(1) 公共投资严重不足导致公共产品供给严重不足或无力供应。我国多年来形成的“以经济建设为中心”的经济建设型财政支出结构以及政府自身支出所占比重过高，使得社会急需的公共产品和服务，如公共交通、公共教育、公共卫生（包括计划生育）、公共环境、公共体育、公共文化、公共安全（食品、用水、财产等）、社会保障、减灾防灾等方面的投入与供给严重不足或无力供应，而这一切都源于相关的公共投资严重不足。事实上，无论是饮用水、公共卫生设施的可获得人数、卫生保健的公共支出、义务教育的生均支出，与国际上的发达国家和发展中的大国（巴西、印度）相比有很大的差距。而公共投资的不足又导致公共服务均等化的目标难以实现，扩大了地方差距和城乡差距，又使得城乡居民生产生活成本持续加大，从而抑制了消费需求的增长，加工制造业的产能过剩因缺乏消费市场的支撑而难以有效释放。

而公共投资的不足又导致公共服务均等化的目标难以实现，扩大了地方差距和城乡差距，又使得城乡居民生产生活成本持续加大，大量消费能力被公共产品的私人供给的高价格所消耗，城乡居民的非刚性消费缺少必要的条件，从而抑制了消费需求的增长，加工制造业的产能过剩因缺乏消费市场的支撑而难以有效释放。在此情况下单纯的

抑制投资、刺激消费，是难以起到扩大内需的作用的，所以扩大公共投资促进内需扩大的政策战略势在必行。只有通过扩大公共投资、降低公共产品价格，才能建立起启动城乡消费的长效机制，并可通过公共投资的扩大来消化目前加工制造业的产能过剩，促进各行业的协调发展。

(2)从扩大公共投资角度来看，有三个切入点。一是从投资力度来看，必须加快完善公共财政体制建设，调整财政支出结构，削减(或退出竞争性领域的)经济建设费和压缩行政管理费支出，保持各级财政，尤其是中央财政在公共支出方面的比重和速度，加大财政对于基本医疗、基础教育、交通、科技文化、社会保障等公共投入，实现公共投资带动社会消费的目标。二是从投资的方向来看，要改变偏重开发区经济类基础设施建设，忽视环境、卫生、基础教育、防灾减灾等人文类基础设施的投资建设的倾向，通过经济与社会基础设施供给的增加，提高居民的消费能力，完善城乡消费条件，降低储蓄意愿；三是从投资地区来看，重点是加大对中西部地区和农村地区的公共投资力度，包括继续增发国债，加大转移支付，重点是农村基本医疗、乡村道路、人畜清洁饮用水工程、防灾减灾设施建设和电力、电信基础设施建设，弥补这些地区消费条件的不足，刺激中西部和农村地区可消费开支能力的提高和消费环境的改善。

### **3. 扩大住宅投资，满足被延迟的住房需求，实现对过剩产能的消化功能**

(1)住宅行业对于钢铁、水泥等产能过剩的消化能力无疑是最强的，且不产生进一步的产能过剩。从目前趋势看，部分中间产品行业的产能过剩后果在进一步显现，如何解决产能过剩，避免存量投资浪费，防止企业倒闭进而失业显著增加等一系列不良后果发生，成为宏观调控的一项重要任务。短期内，一是通过淘汰部分落后产能消除产能过剩，二是通过调整投资结构，扩大投资不足的行业的投资，来消

化中间产能过剩。从行业规模和对中间产品产能的消化能力看，除公共产品外，住宅行业对于钢铁、水泥等产能过剩的消化能力无疑是最强的，同时增加住宅投资不会产生进一步的产能过剩。在住宅建设领域，投资过程本身就是居住消费品的生产过程，不会产生进一步的生产能力过剩问题。

(2) 扩大住宅投资、增加住宅供给量，可以有效抑制住宅价格的上涨。尽管经过近年的宏观调控，商品住宅价格的涨幅得到控制，但商品住宅价格的高企，正在大量侵蚀居民的消费能力，大量购房者正在以自身和父母两代人的多年储蓄为代价购买作为必需品的住房，当前可支配收入中的很大一部分甚至是将未来的收入用于高价格的住宅产品，不仅用于其他消费品的当前消费能力大大下降，而且未来的消费能力也被提前透支。通过扩大住宅投资、增加住宅供给量，可以有效抑制住宅价格的上涨，甚至降低住宅价格，满足被价格高企而延迟了的即期购房需求。

(3) 加强住宅投资可满足被滞迟的住房需求，实现对消费的带动功能。2005 年的宏观调控规范了我国住宅市场秩序，减少了投机现象，并在动用行政手段后显著抑制了房价的过快上涨，也使城市居民在观望中延迟了即期购房需求。国家统计局 6 月份在全国 35 个大中城市进行了抽样调查，结果显示：“八项措施”出台后，38.7%的消费者购房心理预期和购房计划发生了变化，其中，60.6%准备推迟购房，15.7%准备提前购房，7.7%打算取消购房，16%准备去租住廉租房。另据资料：北京一家机构“民调”显示：50.77%的购房者选择“长期观望，等待政府再出台新政策平抑房价”，在准备购房的消费者中，67.25%的人把购房时间推迟到“明年或再迟一些”<sup>10</sup>。但需求的延迟不等于需求的满足，住宅市场上求大于供这一基本事实并未发生变化。

---

<sup>10</sup> “楼市观望期还会有多久”，《中国证券报》2005 年 9 月 10 日。

(4)我国住宅投资仍有较大的发展空间。我们选取了东欧、中欧、西欧、北欧、南欧和北美的主要国家,观察1970年、1980年、1990年和1995年住宅投资和固定资本形成的比率。绝大多数国家住宅投资持续保持固定资本形成中20~30%的份额。反观中国住宅投资占固定资产投资比率基本维持在15~19%之间,距离欧美主要国家20~30%的比率上有很大的差距,仍有较大的发展空间。目前大量的住宅需求并没有得到满足,尤其是中低收入阶层的住宅需求还很大,未来住宅投资还有着非常大的增长空间。因此,2006年应采取有效措施扩大住宅投资,以此促进经济平衡增长。

## **五、结语**

我国长期的并有扩大趋势的储蓄-投资缺口是导致我国高流动性过剩、高贸易摩擦和高人民币升值压力的关键性因素。为保持我国宏观经济持续健康稳健的发展,仍有必要保持适度投资规模和增长的政策,并要积极提高公共投资,倡导公共服务均等化,为启动城乡消费创造良好条件;扩大住宅投资,满足被延迟的住房需求,实现对过剩产能的消化功能。缩小储蓄-投资缺口,既可缓解流动性过剩、贸易摩擦、人民币升值等压力,还能保持2006年经济社会平稳发展,防止经济运行的短期波动。

**参考文献(略)**

## 本刊启示

为提高发行效率和质量，本刊已于 2006 年发行电子版。如您需要电子版刊物，请将您的姓名、单位和电子信箱地址发至：ifb@cass.org.cn，我们将按期及时给您发送刊物。同时，将不再给您寄送纸质刊物。

谢谢合作！

《金融论坛》编辑部

---

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn