



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 5 期(总第 161 期)

2007 年 2 月 2 日

应对流动性过剩的两个基本战略（上）

中国社会科学院金融研究所 李扬 殷剑峰 刘煜辉

2007 年伊始，中国人民银行便宣布：从 1 月 15 日起，再次上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。上调的理由与过去相仿，都是为了收缩因外汇储备增长过快所导致的流动性过剩。

同货币当局用“小幅上调”的用语所显示的轻描淡写态度相呼应，市场也用“早已在预料之中”的心态做出了平淡的反应；不仅媒体已经没有了深挖细究的积极性，各类金融机构似乎也失却了“应当做点什么”的紧迫感。更有甚者，根据货币当局 1 月 15 日公布的资料，12 月份，银行间市场同业拆借月加权平均利率为 2.25%，比上月低 0.8 个百分点；质押式债券回购月加权平均利率为 2.01%，比上月低

1.04 个百分点。另外，同期金融机构的超额准备金率已高达 4.78%，比上月高出 2 个百分点。或许，利率的急落和超额准备金率的骤升，正是此次上调法定准备金率的直接导因，但是，在央行公告之后，上述两个指标的走势，似乎并没有显示出向央行所期望的方向发展的明确动向。

如此等等都昭示我们：仅仅依靠货币当局，并继续沿用现有的政策手段来应对流动性过剩问题，恐怕已难走出困境，因此，在制度层面上寻求解决问题的方略，已经刻不容缓。这里所说的“制度解决”，就治本而言，就是要寻找作为流动性过剩之基础的储蓄过多的原因并探讨应对之策；就治标而论，就是在储蓄率过高的局面未能根本改变之前，通过改革我国的外汇储备管理体制，隔断外汇储备与货币供应的直接对应联系，弱化流动性过剩的风险。

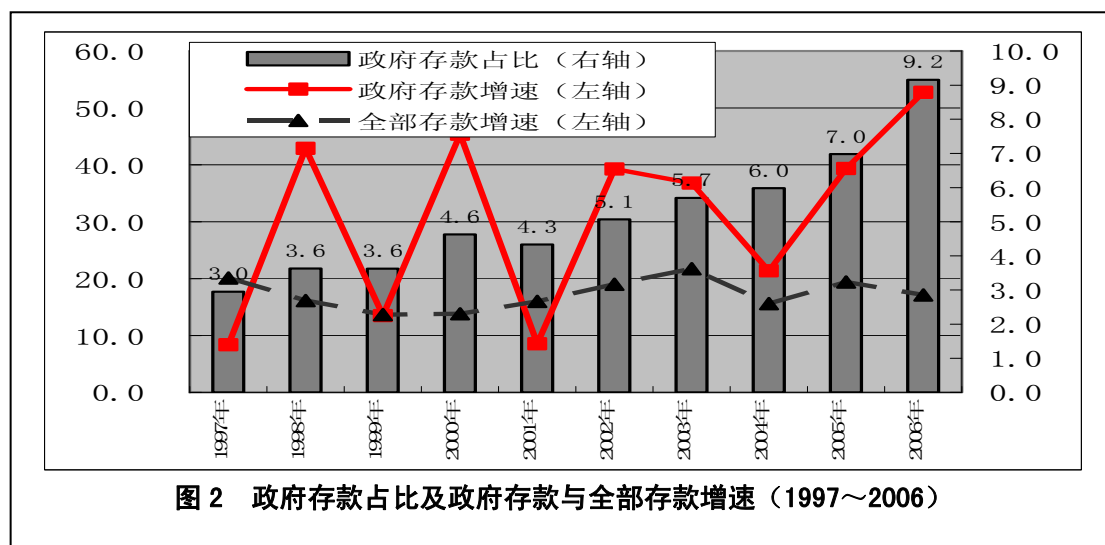
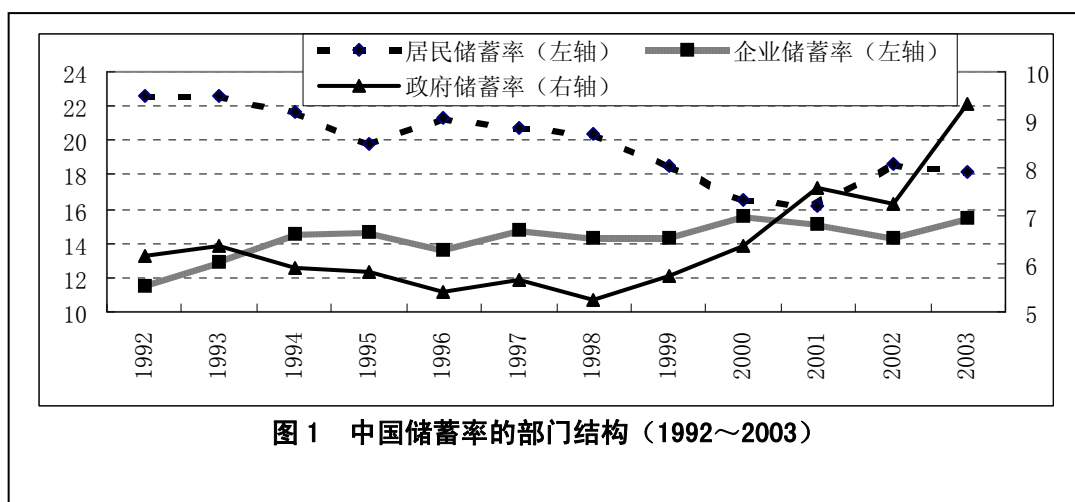
一、中国储蓄增长过快的根源及降低储蓄率的对策

1. 政府部门储蓄率迅速提高是国民储蓄率提高的主因

自上个世纪 90 年代初期以来，储蓄率高企并呈不断上升之势，便已成为我国宏观经济运行中的一个突出现象。对于这一现象，我们曾经从人口结构变化、工业化、城市化和市场化改革的综合角度对之进行了解释。这一解释说明：中国储蓄率高悬，是中国经济发展过程中的一个必然且具有合理性的现象，因此，简单依靠政府各项政策对之进行调整，其效果是有限的。这一研究当然有意义。但是，由于定位在总储蓄的宏观水平上，它并没有告诉我们：在国民经济中，究竟是哪个部门在进行储蓄以及储蓄的动机是什么，因而，依据它还较难提出更有针对性和操作性的政策建议。本文的分析将弥补这一缺陷。

利用 1992~2003 年的资金流量表，我们可以分解出我国居民、企业和政府部门的储蓄率变化（图 1）。由图可见，1992~2003 年，特别是 2000 年以来，中国国民储蓄率的上升主要归因于政府部门和

企业部门储蓄率的上升，而居民储蓄率则是相对下降的。由于目前还得不到 2004 年以来资金流量的全部数据，我们不能确切地判断国民储蓄的这种部门结构特点在此期间是否延续。然而，鉴于近年来居民存款增长率渐趋下降、政府部门存款增长率迅速上升、而企业存款增长率稳步增长的态势（图 2），鉴于各部门存款增长率同其储蓄率存在着密切的正相关关系，我们可以有较大把握地推断：我国储蓄率的上述部门结构依然被保持着。



通过对资金流量表的分析，我们能够发现产生上述趋势的原因。

具体而言：

(1) 居民部门储蓄率呈长期稳步下降趋势。1992年，居民储蓄率约为22.6%，到2003年则降到了18.1%。从统计上说，居民部门的储蓄率等于两个因素的乘积：居民部门的储蓄倾向（居民部门的储蓄与居民部门的可支配收入之比）、居民部门可支配收入占国民可支配收入的比重。其中，前一因素反应了居民部门的储蓄/消费决策，后一因素则反应了居民在国民收入分配中的地位。资金流量表的数据显示：我国居民储蓄率的下降，既归因于其储蓄倾向下降，也归因于其可支配收入占比的下降；从影响程度来看，后者构成其主要原因。居民储蓄倾向下降，反映出国家持续推行的增加国内消费的基本战略已经在居民部门取得明显效果。居民可支配收入在国民收入初次分配环节中的持续下降，则主要由劳动报酬和财产收入比重的双下降所致。其中，居民劳动报酬的相对减少，主要在于企业部门支付的劳动报酬相对下降；而居民的财产收入的减少，则反映了居民投资领域狭窄和投资收益因流动性过剩而下降的事实。值得注意的是，从部门间的联系来考察，居民部门财产收入的下降和从企业获得的劳动报酬的相对减少，表明居民收入中的一个不可忽略的部分被转移为企业部门的利润和政府的收入了。

(2) 企业部门储蓄率总体是上升的。但是，相对于初次分配的结果来看，经过各类税收和缴费调整之后的企业再分配收入总体上低于其初次分配的水平。但无论是初次分配占比还是经再分配调整之后的可支配收入占比，都在稳定中呈微升之势。值得注意的是：与其他国家相比，我国企业部门的储蓄率是相对较高的：不仅远高于印度之类与中国发展水平比较接近的发展中国家，而且也比美国、日本、法国等发达国家高得多。由于企业部门的储蓄就是其扣除各种成本支出和税费支出后的保留收入，因此，企业部门的高储蓄率反应了该部门的利润率较高的事实。然而，从总体上看，我国企业的高利润率似乎

并非源于来自其劳动生产率的提高，而是同居民部门贡献的廉价劳动力和金融部门提供的廉价资本密切相关。我们注意到：相对于国民可支配收入而言，从1992年至2003年，企业创造的增加值几乎没有发生变化；同时，企业部门支付的各种税费在不断上升。既然收入没有变化，而其支出的主要方面——税费——却在不断增加，因此，企业利润的增加就只能来自于其支付的劳动报酬和利息费用的减少。这种情况，首先与居民得自劳动报酬的相对下降互为表里，其次与上个世纪末期以来我国资金成本一直保持在相对较低水平的事实相互印证。

(3) 政府部门的储蓄率经过了上个世纪的低位徘徊之后，自本世纪初就开始迅速增长。2003年，政府部门的储蓄率比2000年上升了近3个百分点，而同期国民储蓄率却只上升了不到4个百分点。也就是说，2000~2003年，我国增加的国民储蓄中有近75%来自于政府部门。对于政府储蓄率上升的现象，同样应当从其在国民收入分配中的占比及其储蓄倾向的变化等两个角度来进行分析。就政府收入在国民收入分配中的占比而论，无论是在初次分配还是在再分配阶段，该比例都是上升的。其原因主要来自两个方面：其一，政府在国民收入初次分配环节中针对生产和流通活动征收的税费收入（即统计上的“生产税”）的增加（结合居民和企业部门的收入变化可知，生产税的增加最终还是来自于居民部门提供的廉价资本和廉价劳动力）；其二，政府在国民收入再分配环节中针对企业和居民征收的所得税的增加。同时，在所得税增加的同时，政府的福利支出却出现了相对下降，从而使得政府部门成为唯一的再分配收入高于其初次分配收入的部门。这反映出：在上个世纪90年代初便开始的“提高两个比重”的努力，已经取得了预期的积极成果：随着国民经济的高速发展，我国政府收入已经连续数年以远高于国民经济增长率的速率在增长。但是，经过再分配调整之后的政府收入占比有了更快速度的上升，说明政府似乎并没有在利用再分配机制去改善全社会收入分配结构方面

发挥积极的正向作用。至于政府储蓄倾向的不断提高，无论归因于其直接投资水平的提高还是归因于其资本转移水平的提高，都说明：近年来政府参与经济活动的深度和广度都大大强化了。

需要指出的是，虽然资金流量表和在金融机构的存款数据已经反映出政府部门高储蓄率的事实，但是，这远非故事的全部。因为，受制于统计方法、范围和资料的可得性，我们可能遗漏了一部分政府部门的储蓄。这种遗漏可能因两种情况而发生：第一，一些政府收入没有被统计进来，因而导致对政府储蓄的低估。这种情况突出表现在土地出让金上。在房地产市场高速发展的背景下，地方政府收取的土地出让金迅速膨胀，并已成为地方政府最重要的收入来源。然而，由于这项收入一直未纳入预算管理，统计上并未将它们纳入政府部门的收入和储蓄之中。第二，一些实际上属于政府部门的储蓄被算在了其他部门的账目之下。这种情况主要表现在：政府的存款被以企业的名义存放在了银行，同时，大量的由政府直接开办或者间接控制的各类企业，其收入和储蓄至少有相当部分应归属政府部门，但是，由于各种原因，它们在政府统计中难以得到体现。

2. 政策建议

以上分析结论告诉我们，如果说当前及今后我国宏观调控的长期战略任务之一是降低储蓄率和提高国内消费率，那么，宏观调控政策的重点就应放在改善国民收入分配结构方面。

(1) 提高居民收入显然应当成为我国今后宏观经济政策的长期着力点。首先需要做到的是督促企业增加劳动报酬的支付，对此，尤为重要是完善有关最低工资标准的规定，并严格执行之。¹ 其次需要完善各种社会保障制度，适度增加社会福利支出。在国民可支配收入中，社会福利支出的占比不得提高、甚至呈下滑之势，构成我国居

¹我国政府于1993年就发布了《企业最低工资规定》，1994年又在《劳动法》中以法律形式确立了最低工资保障制度。然而，制度的执行远不尽人意，“血汗工厂”的劣迹屡屡见诸于报端。这其中自然有多方面的原因，但是，地方政府对税费的追逐以及企业在税费压力下利润的摊薄无疑是最重要的因素之一。因此，减税应该有助于推动最低工资制度的实施。

民部门可支配收入相对下降、收入分配结构恶化和国内消费需求增长不快的主要原因。其三是通过积极发展资本市场、发展直接融资，改变银行间接融资比重过高的状况，借以为居民获取存款利息之外的更多的财产收入创造条件。

(2) 财政政策应当在今后以提高国内消费率为核心的宏观调控政策中发挥更为积极的作用。在上个世纪 90 年代初期提出的“提高两个比重”的战略任务已经基本实现的背景下，财政部门应加速向公共财政转型；作为这一转型的重要内容，“减税增支”应当成为今后一段时期安排财政政策的基础之一。就减税而论，降低生产税的税率和降低所得税税率，应属题中应有之义(作为生产税中的主体税种，我国增值税的税率为 17%，换算成国外可比口径、即“消费型”的增值税，则税率高达 23% (安体富，2002))。就增支而言，应当大力增加“为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的净支出”，以期同时实现增加居民部门收入和增加政府部门消费的目标，为提高国内消费率做出积极贡献。

(3) 对于企业部门而言，重要的是要加快向现代企业制度的转变，用现代科学技术改造传统产业，以不断提高其劳动生产率。在此条件下，企业应逐步提高其对劳动者支付报酬的水平，减少对低劳动力成本的依赖，以应对全球化的严峻挑战。

(未完待续)

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