

中国的储蓄率变化、 决定因素和影响*

◎蔡 昉 都 阳

摘要：中国的储蓄率水平、变化趋势及其决定因素一直是学界和政策制定者的重要话题。国际比较来看，中国储蓄率很高，但在2008年达到52.3%的高点后处于下降趋势，主要因为政府储蓄的下降。而未来国民储蓄率的进一步下降，占比更大的私人储蓄率下降是主要原因，尤其是居民储蓄率的下降。预期“十四五”期间，居民储蓄率下降，企业储蓄率可能保持小幅上升势头，公共储蓄率将继续下降。从储蓄行为蕴含的重要经济含义来看，首先，储蓄率是经济增长的促进因素；其次，实证结果表明，私人部门储蓄对经济增长具有更明显的促进作用，政府储蓄则不对经济增长产生影响；最后，经济增长只对政府储蓄产生影响，而对私人部门的储蓄率没有影响。本文建议，要形成与储蓄率变化趋势相吻合的经济增长方式，应加大向低收入群体和贫困人口转移支付力度，及时改变人口政策，实现家庭对生育的自主决策，给中小企业与民营企业提供正规的金融服务。

关键词：储蓄率 经济增长

* 本文为《2020·径山报告》分报告“中国的储蓄率变化、决定因素和影响”的部分成果。报告执笔人为蔡昉、都阳，蔡昉系中国社会科学院副院长，都阳系中国社会科学院人口与劳动经济研究所研究员、副所长。

一、中国储蓄率的构成及其变化趋势

储蓄是企业、居民和政府部门等组织的微观经济行为，但加总的储蓄率却是一个重要的宏观结构性指标。国民储蓄（National Savings）反映一个经济体中各类主体储蓄的汇总水平，主要由政府部门的公共储蓄（Public Savings）和私人部门的储蓄（Private Savings）构成，而后者又包括居民储蓄（Household Savings）和企业储蓄（Corporate Savings）。由于经济中不同主体的行为及其决定因素不同，且这些因素又随着经济发展和社会结构的变化而变化，因此，加总的国民储蓄率（国民储蓄占GDP或国民可支配收入的比重），以及政府储蓄、企业储蓄和居民储蓄的变化趋势及其特征，作为经济运行的重要结果，也对其他重要经济指标，如投资、经济增长和国际收支产生重要的影响。在讨论中国储蓄率的变化趋势之前，我们先观察国际上储蓄率变化的一般趋势，以为理解中国储蓄率构成及其变化的背景。

（一）国际上储蓄率变化的一般趋势

世界各国平均的国民储蓄率水平在国际金融危机爆发前达到高点，随后开始下降。不同收入水平的国家储蓄率水平存在明显差异：高收入国家的国民储蓄率水平较之世界平均水平低3~4个百分点；中上收入国家的储蓄率水平更高，2018年高出世界平均水平6.8个百分点。东亚经济体普遍较其他地区的经济体具有更高的储蓄率，2018年高出世界平均水平10.1个百分点。

储蓄的构成体现出以下几个特征：第一，居民和企业等私人部门所产生的储蓄是国民储蓄最主要的组成部分，约占国民储蓄的五分之四。私人部门的储蓄相对而言更加稳定，尤其是2000年以后，公共部门储蓄是总储蓄波动的主要来源。第二，不同类型经济体的储蓄行为表现出巨大的差异性。第三，近年来储蓄率上升是一个国际性趋势，而居民储蓄在私人部门储蓄的份额则相对下降。

（二）中国储蓄率水平与构成的变化

对储蓄率变化的跨国数据分析表明，一些重要的结构性因素和冲击事件（如2008年国际金融危机）会对储蓄率的长期变化产生重要的影响。但中国经济有自身的变化逻辑。在已经发生或正将面临的结构性因素变化背景下讨论中国储蓄率的变化模式及其决定因素，对于理解中国储蓄率的变化特征及其与经济发展其他因素的相互关系具有重要意义。作为一个迅速发展的经济体，同时在发展过程中伴随着快速城市化推动的城乡结构转换、快速工业化推动的就业结构转换、跨越刘易斯转折点推动的居民收入加速增长、对外开放不断扩大推动的国际收支变化等，中国储蓄率变化的特征尤为丰富，主要体现在以下几个方面。

中国的储蓄率很高，但总体处于下降趋势。储蓄率的国际比较发现，东亚经济体较其他经济体具有更高的储蓄率，其中中国更为突出。中国的国民储蓄在加入世界贸易组织后呈迅速增长态势，尽管国民储蓄率在2008年达到52.3%的高点后开始下降，但2017年的国民储蓄率仍然高达46.2%，比20%左右的世界平均水平高出了一倍有余，也高于其他高储蓄的东亚经济体。根据世界银行的收入水平分类标准，中国目前属于中上收入国家，而中上收入国家2018年的平均储蓄率为32.2%，比中国低14个百分点。

图1显示两个储蓄率指标，其中包括考虑了国际收支的国民储蓄率。我

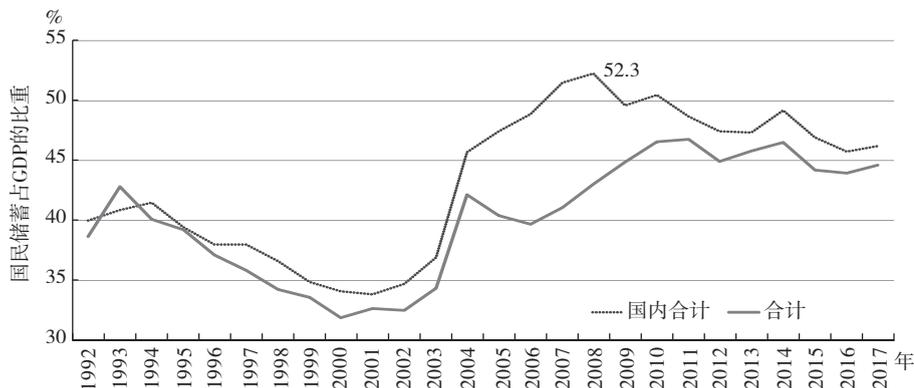


图1 中国国民储蓄的变化趋势 (1992—2017年)

(资料来源:《中国统计年鉴》(历年), 中国统计出版社)

们看到，由于中国的对外开放程度在加入世界贸易组织后有明显扩大，储蓄率的国内部分与考虑了国际收支的总体储蓄率有了较大的差异。

过高的储蓄率容易引起宏观经济结构失衡。因此，国民储蓄率从2008年高点开始的下行趋势，也可以认为是经济结构向更加均衡状态的变化过程，包含了积极的变化因素。表1对自2008年历史高点以来国民储蓄率各个组成部分进行了分解，可以看到政府储蓄的下降是这一时期国民储蓄下降的主要来源。但由于私人部门储蓄在国民储蓄中的比重较政府储蓄更大，因此，可以预期未来国民储蓄率进一步下降将主要来自私人储蓄率的下降，尤其是居民储蓄率的下行将成为国民储蓄率变化越来越重要的组成部分。

表1 中国储蓄率高点以来下降因素分解

年份	下降的幅度（百分点）				下降的构成（%）			
	国民储蓄	政府	企业	居民	国民储蓄	政府	企业	居民
2009	2.67	3.36	0.81	-1.50	100	125.9	30.2	-56.2
2011	3.64	2.68	2.35	-1.39	100	73.6	64.6	-38.2
2013	4.97	3.31	2.25	-0.59	100	66.7	45.2	-11.9
2015	5.35	3.72	1.88	-0.25	100	69.6	35.2	-4.70
2017	6.08	4.83	0.60	0.65	100	79.0	10.0	10.9

资料来源：《中国统计年鉴》（历年），中国统计出版社。

下面我们考察国民储蓄的三个组成部分，即政府储蓄、企业储蓄和居民储蓄占GDP比重的变化情况，以及这三类储蓄在国民储蓄中的份额。

首先，和世界其他经济体一样，中国的居民储蓄占国民储蓄的比重虽然处于变动之中，但在绝大多数年份，居民储蓄都是国民储蓄最重要的组成部分。图2表明，居民储蓄在20世纪90年代呈现波动下降的趋势，2001年下降至历史低点，占当年GDP的比重为14.1%。另外，表2中的数据显示，居民储蓄在国民储蓄中的份额于1996年达到历史高点（52.9%），而最低点2001年为41.6%。2001年后，中国居民储蓄率开始逐渐上升，到2010年达到了24.8%的高点，但由于同期企业的储蓄率也以较快的速度上升，2010年居民储蓄占国民储蓄的比重并没有超过1996年的水平。

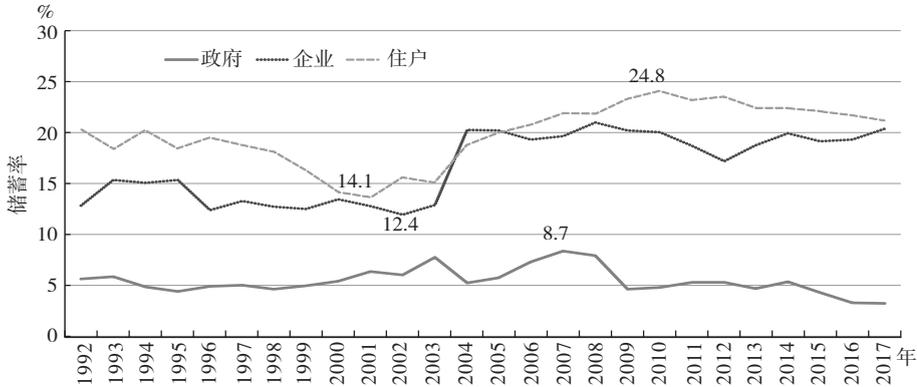


图2 国民储蓄的各个组成部分占GDP的比重

(资料来源:《中国统计年鉴》(历年), 中国统计出版社)

表2 国民储蓄的构成变化

单位: %

年份	国民储蓄	政府储蓄	企业储蓄	住户储蓄
1992	100	14.6	33.1	52.3
1993	100	15.0	38.7	46.3
1994	100	12.2	37.5	50.3
1995	100	11.7	40.1	48.2
1996	100	13.5	33.6	52.9
1997	100	13.8	36.1	50.9
1998	100	13.2	35.8	51.0
1999	100	14.9	37.1	48.0
2000	100	16.5	40.6	42.8
2001	100	19.5	38.9	41.6
2002	100	18.0	35.6	46.4
2003	100	21.7	36.1	42.2
2004	100	12.0	45.7	42.3
2005	100	12.7	43.9	43.4
2006	100	15.5	40.7	43.8
2007	100	16.9	39.3	43.8
2008	100	15.7	41.3	43.0
2009	100	9.8	41.9	48.3
2010	100	10.0	40.9	49.1
2011	100	11.4	39.6	49.1
2012	100	11.7	37.3	51.0
2013	100	10.3	40.9	48.8
2014	100	11.3	41.8	46.9
2015	100	9.6	42.0	48.4
2016	100	7.6	43.5	48.8
2017	100	7.3	45.4	47.3

资料来源:《中国统计年鉴》(历年), 中国统计出版社。

其次，企业储蓄的角色越来越重要。在中国加入世界贸易组织之前，企业储蓄率大体上呈逐步下降的趋势，2002年企业储蓄率降到历史最低点12.4%，随后开始迅速上升，到2004年以后基本在20%附近小幅波动。在国民储蓄的构成中，如表2所示，企业储蓄占总储蓄的比重的低点出现在1996年，为33.6%。目前，企业储蓄占总储蓄的比重仍然在上升，2017年是比重最高的年份，达到45.4%。企业储蓄在经济发展中越来越重要的地位是一般性趋势，把握中国企业储蓄的变化趋势，理解其形成机理以及企业储蓄与投资行为的关系，具有重要的意义。

最后，政府部门的储蓄行为反映公共储蓄的状况。政府储蓄是公共部门的收入减去政府消费和转移支付后的余额。在既定的经济增长水平下，政府部门收入的增加，必然意味着企业和（或）居民等私人部门的收入减少，因此，以扩大政府收入的方式增加政府储蓄，会降低私人部门的储蓄。当然，在既定的政府收入水平下，政府消费和转移支付水平的变化也会对政府储蓄的规模产生影响。不过，如果政府消费等公共支出由其职能决定，那么公共储蓄率在长期将趋向于一个稳定的水平。

如图2所示，中国的政府储蓄率在国际金融危机前曾达到高点水平，即2007年的8.7%。从公共部门储蓄与私人部门储蓄的关系看，政府储蓄占比在2003年达到高峰，占国民储蓄的21.7%。此后，这一比重基本处于下降趋势，加之人口老龄化导致政府转移支付不断增加，到2017年政府储蓄占国民储蓄的比重已经下降到了7.3%。这在一定程度上反映政府公共支出行为的调整，企业和居民储蓄在经济活动中作用的增强。

（三）“十四五”时期储蓄率变化趋势

我们预期“十四五”时期国民储蓄率总体延续下降趋势，向与经济发展阶段相一致的储蓄率水平回归。具体来说，可能表现出以下趋势。

首先，居民储蓄将继续保持下行趋势。居民收入增长速度是影响居民储蓄的重要因素，由于工资性收入在过去十年已经历快速增长，且增长速度快于劳动生产率的增速，我们预期“十四五”期间居民收入增长速度将有所放

缓，并引起储蓄率的下降。此外，如果新冠肺炎疫情延续或出现反复，将在“十四五”初期对疫情的冲击产生消费平滑的效应，降低储蓄率。不过，居民收入差距也会影响储蓄率，如果未来收入差距再次呈现扩大趋势，鉴于高收入人群具有较低的消费倾向，居民储蓄率也存在升高的可能性。

其次，“十四五”期间企业储蓄率将保持小幅上升势头。企业储蓄率上升是近年来很多经济体出现的普遍趋势。一个重要原因是行业集中度提升，大企业的储蓄行为推动了企业总体的储蓄水平，由于这些趋势在“十四五”期间仍然延续，企业储蓄率上升或为必然趋势。此外，中美贸易摩擦、新冠肺炎疫情等事件产生的不确定性也将增加企业的储蓄动机，以应对可能面临的经营风险。

最后，“十四五”期间的公共储蓄率将继续下降。公共储蓄的下降是中国近年来国民储蓄率下降的主要因素（见表1）。在“十四五”期间一些确定性的因素预示着公共储蓄率将持续下降。一是人口老龄化导致养老、医疗等社会保障支出持续增加，与老龄化相关的民生支出增长也具有推动公共储蓄下降的作用；二是减税降费及扩张性的财政政策，将使公共部门的储蓄减少；三是新冠肺炎疫情产生的冲击目前尚未结束，疫情的影响将持续多久仍然有很大的不确定性，疫情后经济复苏也将伴随大量的公共支出，并使公共储蓄率降低。不过，随着公共储蓄在国民储蓄中比重的下降，公共储蓄率下降对国民储蓄变化的边际贡献会越来越小。

二、中国居民储蓄率的决定因素及其影响

私人部门的储蓄是国民储蓄的主要组成部分。国民经济核算的资金流量表数据显示，中国2017年私人部门储蓄率占国民储蓄的92.7%，其中45.4个百分点为公司储蓄，47.3个百分点为居民储蓄。因此，理解私人部门的储蓄行为及其与经济发展之间的关系，应该是储蓄率研究关注的主要问题。

从资金流量表等加总数据显示的趋势看，在私人部门的储蓄率中，企业储蓄和居民储蓄的贡献相当。有学者甚至认为，相较于其他国家，中国企业

储蓄率的不断高企是推动中国总储蓄居高不下的主要原因，而导致中国企业储蓄率升高的原因，则是由于很多国有企业分红率低（Kuijs, 2006）。不过，Bayoumi等（2012）对这一看法进行了质疑，主要基于以下几点理由：一是有关中国企业高储蓄率的判断是基于国家统计局国民经济核算中的资金流量表数据得出的，而这一数据缺乏独立的第三方检验，也难以解释一些年度间的突然变化；二是利用中国上市公司数据和其他国家企业数据进行的对比分析表明，中国的企业储蓄率并没有明显高出其他国家，而且也没有发现国有企业和非国有企业在储蓄行为和分红上有显著差异。

既然企业的储蓄行为没有表现出与其他国家有明显差异性，理解中国目前高储蓄率及其未来的变化趋势、居民储蓄的变化方向就更显重要。尤其是居民储蓄行为与急剧变化的人口结构之间的显著关系，可能是理解中国储蓄率变化的关键因素。正因如此，我们在本文中将分析重点聚焦于居民储蓄行为，从中国显现的各种结构性因素对居民储蓄变化产生的影响，预判未来居民储蓄变动的可能方向。

（一）永久收入假说与生命周期假说

居民储蓄是收入减去消费的剩余部分，因此，决定消费的因素也同时决定储蓄的水平。当经济发展跨越贫困陷阱后，解释居民消费（储蓄）行为的常用理论是永久收入假说和生命周期假说。永久收入假说假定所有的消费者具有同样的消费行为，这显然与人们对现实世界的观察不符。相反，一系列个人特征如年龄、教育水平、个人获得信贷的难度等，都会对消费（储蓄）行为产生影响。因此，Modigliani和Brumberg（1954）提出了著名的生命周期假说，即特定个体的消费行为与其年龄有关。生命周期假说为我们理解加总的居民储蓄行为提供了重要的微观基础，即对于某一个特定时点而言，一个经济体中处于不同生命周期的个体的消费行为加总，决定了总体的居民消费（储蓄）水平。

生命周期假说产生和应用于发达国家。Modigliani和Cao（2004）认为，该假说能否用于解释中国的居民储蓄乃至国民储蓄行为，主要取决于劳动者

是否有能力取得跨期转移的收入，只要有此能力的家庭在中国形成了足够大的群体，生命周期假说才可以用来解释中国的储蓄率行为。他们认为，中国养老保障体系不完善和家庭养老传统，使生命周期假说可以很好地解释中国的储蓄率决定。

如果在一个经济体中，处于不同生命周期的人口处于一个稳定的结构状态，加总的储蓄率水平也将保持稳定，不会随时间的变化而变化。然而，随着时间的推移，人口结构呈现越来越明显的变化，因此，即便个体的生命周期特征对储蓄率有着稳定的影响，加总的储蓄率也必然会因为人口结构的变化而变化。因此，Modigliani（1970）也认为，长期来看，真正影响储蓄率变化的是人口结构，尤其是劳动年龄人口和赡养人口的关系，因为后者只消费，不会从供给侧对总产出作出贡献。具体来说，依赖人口与劳动年龄人口的比率（即抚养比）和储蓄率有很强的负相关关系。

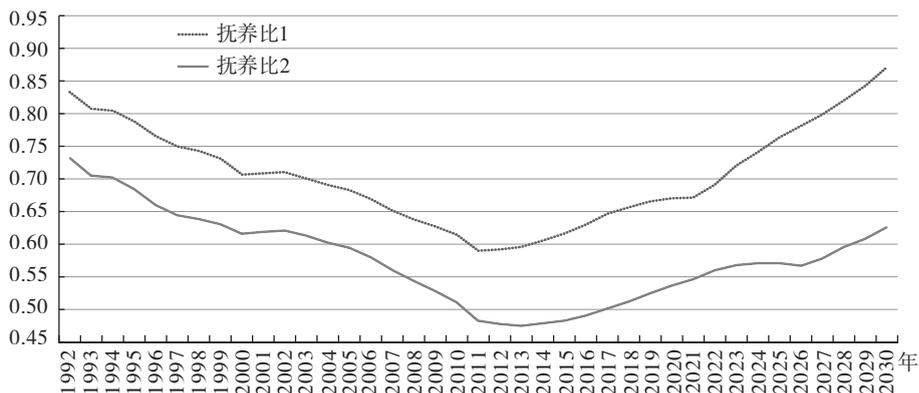
（二）中国的人口结构变化

如果中国人口结构在Modigliani（1970）指出的那种特征性指标上发生显著变化，这种变化则会对储蓄率产生明显影响。因此，讨论中国人口转变的独特过程及其引起的人口结构变化，对理解未来储蓄率的变动趋势具有直接的针对性。具体来说，在决定人口抚养比的三个因子即老年人口规模、劳动年龄人口规模和少儿人口规模中，任何一个发生明显变化，都会对抚养比产生影响，并最终决定储蓄率的变化。

中国人口转变具有的突出特点恰是人口结构变化之迅速，导致人口抚养比的变化速度快于很多国家。在过去40多年的时间里，严格的生育政策和快速的经济增长促进了总和生育率的下降，使中国较很多经济体在更短的时间里进入低生育率状态，也因此很短的时间里形成了有利于经济增长的人口结构，并成为推动经济发展的积极因素。唯其如此，中国的人口红利期也比其他大多数国家更短暂。就储蓄率而言，老年人口的迅速增加以及劳动年龄人口的快速减少，成为推动抚养比上升的主要因素，也是导致储蓄率下行的重要推手。

推动抚养比上升的另一重要因素是劳动年龄人口的迅速减少。2013年以后，中国16~59岁的劳动年龄人口持续减少^①，2013—2019年的六年间累计减少了2314万人。由于1959—1960年的出生率很低，2020年退出劳动力市场的人口比前几年有所减少，因此16~59岁人口在该年略有增加，2021年还会增加200万人。此后，该年龄组的人口数量将持续大幅度减少，推动人口抚养比以更快的速度上升。根据目前的人口预测，在“十四五”期间，该年龄段人口总量将减少2500万~3000万人，速度远快于“十三五”时期。

由于人口老龄化和劳动年龄人口减少的速度都将加快，未来人口抚养比将快速提高（见图3）。如果按照现行的退休制度，我们将20~59岁的人口定义为劳动年龄人口，人口抚养比将从2020年的0.68上升到2030年的0.88；如果按照国际上较为通用的定义，将20~64岁定义为劳动年龄人口，则人口抚



注：“抚养比1”定义为0~19岁人口与60岁及以上人口数量之和除以20~59岁人口数量；“抚养比2”定义为0~19岁人口与65岁及以上人口数量之和除以20~64岁人口数量。

图3 1992—2030年中国人口抚养比的变化

[资料来源：作者根据《中国常用人口数据集》、郭志刚“分年龄人口数据预测数据库”（以2010年人口数为基础，假设2012以后的几年内TFR上升至1.6并延续）计算]

^① 按照中国退休年龄和退休制度的设计，在16岁及以上的劳动年龄人口中，60岁以前的人口劳动参与率最高，60岁以后的劳动参与率明显下降。因此，虽然国际上一般以16~64岁甚至16岁及以上来定义劳动年龄人口，但基于中国劳动力市场的实际情况，我们倾向于以16~59岁定义劳动年龄人口。

养比将从2020年的0.54上升到2030年的0.63。通过延长退休年龄等改革举措，可以在一定程度上抵消迅速老龄化带来的抚养比压力，但抚养比快速上升将不可逆转，也必然对储蓄率产生明显的影响。

为了进一步观察人口抚养比对储蓄率的影响，我们对两者关系进行回归分析，结果如表3所示。总体来说，生命周期假说可以较好地解释中国储蓄率变化路径。表3第一列显示的回归是仅考虑人口抚养比的情况，结果表明人口抚养比对国民储蓄率有显著的负面影响。考虑到抚养比的变化有明显的时间趋势特征，第一列的回归结果可能反映的是两个时间序列共同变化的趋势，而未必是抚养比对储蓄率的决定。因此，在第二列显示的回归中，我们用抚养比的一阶差分代替当期抚养比，观察抚养比的变化对储蓄率的影响。而且，考虑到中国经济快速增长的事实，收入增长可能是储蓄率上升的重要因素，以及存在其他随时间变化影响储蓄率的因素，因此，我们在第二列所示的回归中还加入了时间趋势变量。我们看到，以一阶差分表示的抚养比变化仍然表现出对国民储蓄率的显著负影响。第三列和第四列回归结果显示，人口抚养比变化对私人部门储蓄率和政府储蓄率影响的回归系数符号均为负。

表3 人口抚养比对储蓄率的影响

项目	国民储蓄率	国民储蓄率	私人储蓄率	公共储蓄率
人口抚养比	-0.56***	—	—	—
	(0.118)	—	—	—
人口抚养比的一阶差分	—	-1.64**	-1.27*	-0.36
		(0.75)	(0.74)	(0.23)
时间趋势	—	0.0074***	0.0074***	0.00
		(0.0014)	(0.0014)	0.00
F统计值	22.94***	14.59***	15.58***	0.21
Adj-R2	0.47	0.53	0.55	0.05
观察值数	26	25	25	25

注：人口抚养比的定义为0~19岁人口与60岁及以上人口数量之和除以20~59岁人口数量；括号中的数据为标准差，***、**、*分别表示在1%、5%、10%的水平上具有统计显著性。

政府储蓄的系数不具有统计显著性，因此人口结构变化对储蓄行为的影响主要是通过私人部门的储蓄行为表现出来的。

（三）国民账户转移与居民储蓄

国民账户转移（National Transfer Account, NTA）是基于人口年龄结构的变化，观察收入和消费的生命周期效应（联合国，2013）。一般来说，劳动年龄人口在国民经济中既是生产者也是消费者，但少儿和老年抚养人口仅是消费者而没有劳动收入。因此，在经济系统中，劳动年龄人口的劳动收入减去消费形成的储蓄，通过各种制度安排，如税收、养老金制度等转移至被赡养的人口。

根据住户调查数据，我们计算了分年龄的劳动收入和消费（见图4）。需要指出的是，国民账户转移的特征在不同经济体表现出较大的差异性（联合国，2013）。从中国来看，劳动收入集中于劳动年龄人口，这与其他国家的情形相似；但消费曲线基本与横轴平行，即各个年龄上消费水平的差异不显著，这一点是中国比较突出的特征，也将影响中国储蓄率的变化。未来，在国民账户转移特征保持不变的情况下，人口结构变化本身就足以对总储蓄率以及收入、消费和储蓄模式产生巨大影响。把图4与图3结合来看，抚养比随时间产生的U形变化，意味着产生净储蓄的人口占比越来越小。

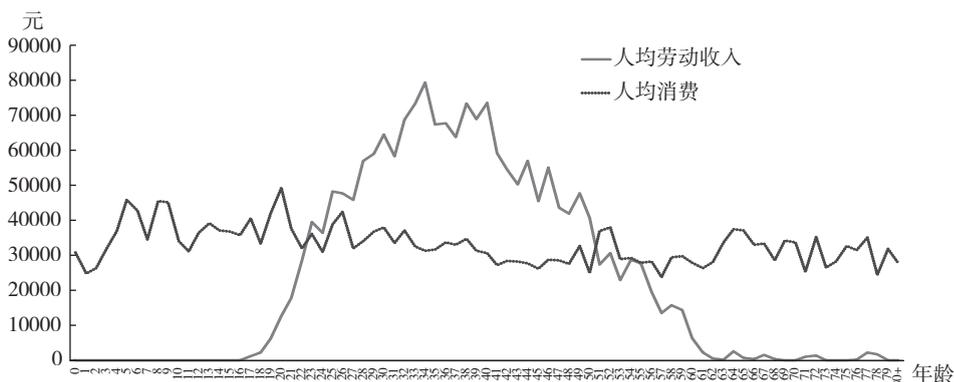


图4 分年龄的劳动收入和消费

[资料来源：根据“2016年中国城市劳动力调查（第四轮）”数据计算]

（四）影响居民储蓄的其他因素

除了人口结构以外，还有其他因素对居民储蓄率产生影响。工资性收入的增长速度将有可能放缓。收入增速下降的预期，可能成为储蓄率下行越来越重要的推动因素；未来依靠工资增长推动收入分配持续改善的难度加大，仅从收入分配和储蓄的关系看，支撑高储蓄的可能性降低；中国的城市化进程既是扩大就业、促进居民收入增长的重要动力，也会刺激和扩大消费，尤其是社会保护体系和公共服务的一体化改革完成以后，更多的外来人口得到体系的覆盖，将会稳定他们对未来的预期、增加当期的消费。因此，中国城市化对储蓄率的影响可能与改革的进程紧密相关，而很难判断其对储蓄率变化的影响方向；中国的社会保障体系仍然处于不断完善的过程中，由于人口老龄化的压力越来越明显，降低或至少不提高养老金的替代率是必然的趋势，这必然对人们当期储蓄行为产生影响，对储蓄率具体的影响方向和程度，将取决于改革的内容和力度。

三、储蓄率变化对宏观经济的影响

加总储蓄率作为国民经济账户恒等式的组成部分，必然和其他宏观经济指标产生相互作用。储蓄来源于经济增长的成果，而不同部门的储蓄又是投资的主要来源。在开放经济中，国内储蓄和国际收支产生息息相关的联系。研究储蓄率和这些加总指标的关系，主要目的就是了解它们之间以什么样的方式、在多大程度和以什么方向相互影响。

（一）经济增长

储蓄率与经济增长相互关系在中国表现出了一定的个性特征。首先，储蓄率是经济增长的促进因素，因此中国长期以来保持的高增长与高储蓄率有着必然的关联；其次，实证分析结果表明，私人部门储蓄对经济增长具有更明显的促进作用，政府储蓄则不对经济增长产生影响，这意味着，近年来政府储蓄水平的下降，以及国民储蓄的构成中私人部门储蓄率的上升，对于经

济增长而言都有积极的意义；最后，经济增长只对政府储蓄产生影响，而对私人部门的储蓄率没有影响。中国的政府部门收入与经济增长绩效有紧密关联，而政府支出则越来越具有刚性，因此，更高的经济增长容易产生更高的政府储蓄。相比之下，私人部门的储蓄行为则取决于更长期的结构性因素，而对短期的经济增长并不敏感。

（二）投资

大量的实证研究结果表明储蓄—投资之间存在稳健的相关性，而且越大的经济体，投资和储蓄的相关性越高，依据不同的数据库计算的二者的相关系数都在0.6以上。中国的投资率与国民储蓄率的相关系数为0.804，与私人部门储蓄率的相关系数为0.825，与居民储蓄率的相关系数为0.715，与企业储蓄率的相关系数为0.825。

储蓄与投资的关系还体现在二者之间存在着动态的关联性，即滞后的储蓄率对当前投资的影响。实证结果显示，投资对储蓄行为产生了明显的影响，可能是通过高投资回报率而增加对资本品的需求，从而刺激储蓄。不过，滞后的国民储蓄率并没有对当前投资率产生很强的影响，只有滞后一期的政府储蓄对当期的投资有显著影响，体现了中国政府在投资行为决定中的主动作用。滞后的企业储蓄率影响了企业投资，表明企业储蓄在企业投资行为中发挥着越来越重要的作用。而且，滞后的居民储蓄率对企业投资也产生了影响，但有着4年的较长滞后期。这意味着未来仍然要通过深化金融体制改革，使居民储蓄更有效、迅速地转化成企业投资。

（三）国际收支

储蓄率对国际收支的作用机制体现于国民收入账户恒等式。以往关于国际收支、储蓄及外部不平衡的研究，都是集中于21世纪初至2008年国际金融危机前经常账户余额快速增加的时期。如果我们拉长观察的时段，可以发现经常账户占GDP比重的提升实际上具有一定的阶段性，而且，从其变化的机制看，对经济结构的扭曲效果也会越来越不明显。目前，中国的GDP规模已

是2007年经常账户与GDP的比值处于历史高点时的近4倍，相应地，经常账户的盈余对经济结构的影响也变得不再突出。

实证检验的结果表明，如果我们将样本限制在2008年以前，的确观察到储蓄率对经常账户盈余产生了显著的影响，而且，经常账户余额并不影响储蓄率，但如果包括2007年以后的样本，储蓄率和国际收支之间的相互关系已不再明显。

四、储蓄率与危机时期的政策反应

针对2020年新冠肺炎疫情的突然暴发，各国已经纷纷对疫情的冲击作出相应的政策反应，根据各自的疫情、经济发展状况等推出了规模不同的刺激计划。

对于世界绝大多数国家而言，在给定经济发展水平的情况下，储蓄率的高低决定了一个国家应对危机的能力。根据目前已经公布的财政刺激计划和2018年各国的储蓄率情况，对经济合作与发展组织（OECD）国家和二十国集团（G20）成员的一些规模较大的经济体进行分析表明，高储蓄率国家和低储蓄率国家都表现出了储蓄率与财政刺激计划反应程度的正向关系，但高储蓄率国家的反应程度更加明显，反映出国民储蓄更加丰裕的国家有更强的能力对新冠肺炎疫情提出更大规模的财政刺激计划。

根据我们整理的资料和本文对中国储蓄率特点的分析，我们可以得到以下几点认识：

首先，中国高储蓄率具有的典型特征，为应对疫情、实施更积极财政政策打下了基础。前面的分析显示，无论从哪个维度进行比较，中国目前45%的国民储蓄率都是非常高的。另外，中国作为受到疫情影响最早的国家，遭遇疫情冲击力度大，影响持续时间也较长。由于相继受到国内疫情冲击和国际疫情“倒灌影响”，所受冲击的方式也更为复杂。因此，确实需要采取更加积极的财政计划，保障民生和恢复经济。

从我们收集的资料看，中国已经推出的财政刺激力度，与中国高储蓄率

的条件以及受疫情冲击的影响程度相比，尚不能说足够大。截至目前，以财政恢复和刺激计划占GDP的比重度量，37个G20成员国和OECD成员国推出的财政刺激计划平均规模为5.7%，而根据国际货币基金组织（2020）的数据，中国目前推出的计划占GDP的比重仅为2.5%。除中国以外，36个国家的国民储蓄率平均水平为27.8%，远远低于中国45%的水平。因此，采取更加积极的财政计划应对疫情不仅必要，而且仍有很大的空间。

其次，从疫情对劳动力市场冲击特点看，第三产业和部分制造业企业受冲击最大。据测算，几个受疫情冲击严重行业，雇用了超过3亿人的就业者，占非农就业岗位的很大比重。其中，住宿、餐饮业和交通运输业中个体经营户的就业比重甚至超过了四分之三。即便是法人单位就业，也主要以小微企业为主（都阳，2020）。个体经营户和小微企业抵御风险能力弱，疫情的冲击会很快传递到个人，因此，针对居民的政策支持是非常必要的，也应该成为政策反应的重要组成部分。

小微企业的从业人员和从事个体经营的劳动者，通常是中低收入群体，抵御风险的能力明显低于更高收入群体，如果这些人处于失业状态的时间过长，其基本生计会受到极大影响。根据中国社会科学院人口与劳动经济研究所2016年“中国城市劳动力市场调查”数据，城市低收入家庭的储蓄率通常极低，甚至很多处于负储蓄状态。因此，应对新冠肺炎疫情大流行的冲击，不仅需要对受冲击严重行业的小微企业进行救助，而且要尽可能安排收入转移支付计划，维持低收入家庭生计。

最后，疫情的冲击将对居民和企业的未来储蓄行为产生影响，预防性储蓄的动机有可能增强。此次疫情对居民收入和企业经营产生了前所未有的影响。从住户层面看，收入的下降可能增强居民的未来储蓄动机，用于平滑消费。在疫情冲击下难以正常经营的企业，更容易遭遇资金链的中断，对于生存下来的企业而言，未来可能更注重预防性储蓄，以避免经营中面对的各种不确定性。鉴于居民储蓄和企业储蓄占据了国民储蓄的主体，私人部门储蓄行为的这种可能变化，或许在一定程度上延缓储蓄率下降的趋势。

五、主要政策建议

宏观储蓄率是各经济主体行为的综合反映，体现了经济运行的结果。本文研究表明，储蓄率的高低和组成部分的变化取决于诸多因素，储蓄率本身也并不必然作为政策干预的直接目标。鉴于储蓄率与诸多结构性指标的相互关联，通过观察储蓄率的变化趋势和决定因素，我们可以增强对相关领域改革方向的认识。

首先，经济增长方式的转变应与储蓄率变化趋势相吻合。中国的高储蓄率与特定发展阶段的经济增长方式紧密相关。人口红利显著并且资本投资回报相对较高，必然诱导出以要素投入为主驱动经济增长的模式，高投资回报创造了储蓄的动机，高速经济增长创造了储蓄的来源。在人口红利消失，因而要素投入驱动的增长方式难以维系的情况下，高储蓄率不再支撑经济增长。相反，高储蓄率可能通过挤压居民消费，削弱经济增长的需求拉动力。

其次，高储蓄率在很大程度上反映了社会政策实施力度不够。尽管中国的社会保护体系在过去几十年中有了长足的发展，但随着经济发展水平的提高，人民对美好生活的期望值也在提高，社会保护水平需要相应提高。中国即将跨入世界银行定义的高收入国家行列，但基本公共服务和社会保护供给尚有较大欠缺。社会保护不充分，就需要居民通过个人储蓄来弥补缺口，以便应对未来的不确定性。加大向低收入群体和贫困人口的转移支付力度，提高社会保障的一体化和均等化水平，加大对公共卫生、教育、养老等公共服务的支持力度，将有助于形成与经济发展水平相适应的储蓄—消费关系。

再次，中国独特的人口转变也对储蓄率产生重要的影响。人口快速老龄化既导致投资回报率下降，也具有导致储蓄率下降的潜在效应。虽然对于人口结构引起的储蓄率变化本身并不具有确定的价值判断，但急剧的人口结构变化引起储蓄率迅速变化，无疑会引起相关联的其他宏观经济指标波动。从近期和中期看，人口老龄化的趋势已经难以改变，然而，及时调整生育政策，实现家庭自主生育，将有助于在未来形成更均衡的人口结构，减少储蓄率波动。

最后，为民营企业特别是中小企业提供正规的金融服务。企业储蓄率的上升，在一定程度上与民营中小企业未能获得正规的金融服务有关，原因是这些企业的投资必须更多地依赖企业的自身积累。同时，国有企业的信贷冗余也可能造成储蓄率的上升。消除信贷和其他金融服务对不同类型企业的差别对待，有助于提高企业资金配置效率。

参考文献

- [1] 白重恩, 张琼. 中国的资本回报率及其影响因素分析[J]. 世界经济, 2014 (10) .
- [2] 都阳. 新冠肺炎“大流行”下的劳动力市场反应与政策[J]. 劳动经济研究, 2020 (3) .
- [3] Attanasio, Orazio P. Lucio Picci, and Antonello E. Scorcù. Saving, Growth, and Investment: A Macroeconomic Analysis Using A Panel of Countries [J]. *The Review of Economics and Statistics*, Vol. 82, No. 2, 2000, pp. 182–211.
- [4] Baxter, Marianne and Mario J. Crucini. Explaining Saving—Investment Correlations [J]. *The American Economic Review*, Vol. 83, Issue 3, 1993, pp.416–436.
- [5] Campbell, J. Does Saving Anticipate Declining Labor Income? An Alternative Test of the Permanent Income Hypothesis [J]. *Econometrica* Vol. 55, 1987, pp.1249–73.
- [6] Carroll, Christopher D., and David N. Weil. Saving and Growth: A Reinterpretation [J]. *Carnegie–Rochester Conference Series on Public Policy*, Vol. 40, June 1994, pp. 133–192.
- [7] Chen, P., Loukas Karabarbounis, and Brent Neiman. The Global Rise of Corporate Saving [J]. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 89, 2017, pp.1–19.
- [8] Feldstein, M. S. and Charles Y. Horioka. Domestic Saving and International Capital Flows [J]. *Economic Journal*. Vol. 90, June, 1980, pp.319–29.
- [9] Grigoli, Francesco, Alexander Herman, and Klaus Schmidt–Hebbel. World Saving [R]. IMF Working Paper, 2014.
- [10] International Money Fund. Policy Response to COVID–19 [EB/OL]. the Web Site of IMF, <https://www.imf.org/en/Topics/imf-and-covid19/Policy-Responses-to-COVID-19>, 2020.
- [11] Kuijs, Louis. How Will China’s Saving–Investment Balance Evolve? [R]. World Bank Policy Research Working Paper No. 3958, 2006.
- [12] Loayza, N., K. Schmidt–Hebbel, and L. Servén. What Drives Saving Across the World? [J]. *the Review of Economics and Statistics*. Vol. 82 Issue 2, 2000, pp.165–181.
- [13] Modigliani, F. and R. H. Brumberg. Utility analysis and the consumption function: an interpretation of cross–section data [Z]. In K.K. Kurihara ed., *Post Keynesian Economics*, Rutgers University Press, New Brunswick, 1954, pp. 388–436.
- [14] Modigliani, F. and Shi Larry Cao. The Chinese Saving Puzzle and the Life–Cycle Hypothesis [J]. *Journal of Economic Literature* Vol. XLII (March), 2004, pp. 145–170.

- [15] Modigliani, Franco. The Life Cycle Hypothesis of Saving and Intercountry Differences in Saving Ratio[Z]. In Introduction, Growth and Trade, Essays in Honor of Sir Roy Harrod. W. A. Elits, M.F. Scott, and J. N. Wolfe, eds. Oxford, 1970.
- [16] OECD. OECD Economic Outlook (Interim Report) [R]. Paris, 2010.
- [17] Samwick, Andrew A. Is Pension Reform Conducive to Higher Saving? [J]. The Review of Economics and Statistics, Vol. 82, No. 2, 2000, pp. 264–272.
- [18] Yang, D. T. Aggregate Savings and External Imbalance in China [J]. Journal of Economic Perspectives, Vol. 26, No. 4, 2012, pp. 125–146.
- [19] Zhang L., Ray Brooks, Ding Ding, Haiyan Ding, Hui He, Jing Lu, and Rui Mano. China's High Savings: Drivers, Prospects, and Policies [R]. IMF Working Paper, 2018.