

储蓄率为何居高不下：兼论如何提振消费

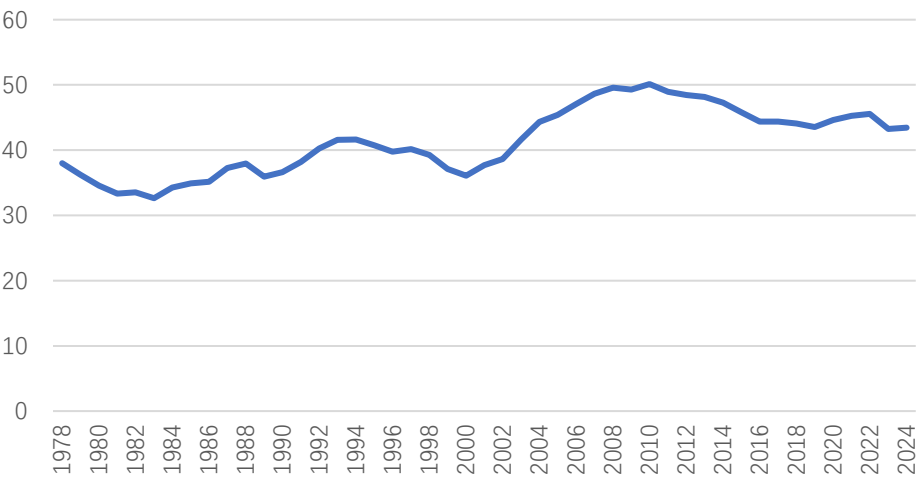
本文分析导致储蓄率居高不下的两个结构性原因：收入差距和高房价。主要政策建议：

- (一) 大幅提高农民养老金。
- (二) 增加民生方面的公共支出。
- (三) 加大房贷抵扣个税力度。
- (四) 保证住房土地供应，降低长期房价收入比预期。

宏观经济学中的国民储蓄如此定义：国民储蓄 = 总收入 - 最终消费。其中最终消费包括居民和政府的最终消费，而总收入可用 GDP 衡量。最终消费除以 GDP 得到消费率，国民储蓄除以 GDP 得到储蓄率，提振消费就是降低储蓄率。

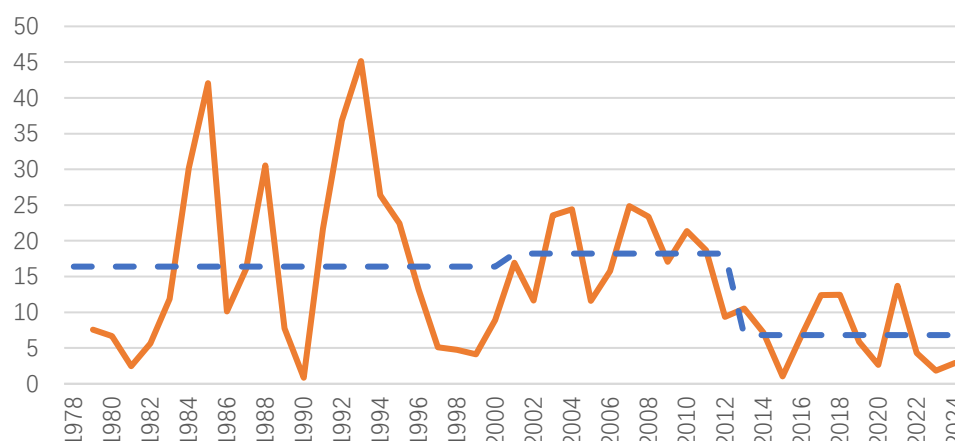
在过去 20 多年中，我国的储蓄率一直高于 40%（图一），而世界平均水平在 25% 左右。在经济发展初期，只有较高的储蓄率才能支持较高的投资率（资本形成/GDP），才能较快地积累资本、扩大产能，从而实现高速发展。可以说，远高于世界水平的储蓄率，是中国迅速发展成为世界工厂的条件之一。

图一：储蓄率（1978-2024，%）



但到了今天，中国经济已然成为庞然大物，增速不可避免地放缓。或许是预期未来增速继续下行，平均投资增速大幅下降（图二）。此时过高的储蓄率不再是经济发展的推动力，反而成为拖累。消费如果跟不上产能扩张的脚步，那么如下三种结果必居其一，甚至兼而有之。首先，“内卷”和通缩。第二，投资低迷，因为企业营收和利润无法验证投资逻辑。第三，依赖外需，贸易冲突不断。

图二：投资增速（1978-2024, %）



所以“反内卷”、“扩大内需”、“激发民间投资活力”、“增强国内大循环”等政府工作重心都指向同一个宏观痛点——储蓄率过高，消费率过低。

我国储蓄率过高并非周期现象。2003 年以来，跨越若干经济周期，储蓄率始终在 40% 以上。因此储蓄率过高的原因很可能是结构性的。本文分析两个结构性问题：收入差距和高房价。如果要通过政策显著降低储蓄率，并维持在低位，那么政策必须有利于解决这两个问题。否则政策的效应可能只是激起几圈波纹，转瞬即逝。

收入差距

如果家庭收入过低，不得不控制消费。当然，因为分母较小，低收入家庭的消费率（家庭消费支出/家庭可支配收入）反而比高收入家庭更高。比如年收入 1 亿元的富豪家庭，即使年消费 1 千万元，消费率也只有 10%。而年收入 5 万元的低收入家庭，省吃俭用也要消费 3 万元，消费率达到 60%。所以在宏观上导致消费率过低、储蓄率过高的，并非富人和穷人的节俭，而是收入差距过大——低储蓄率家庭的收入份额过低。

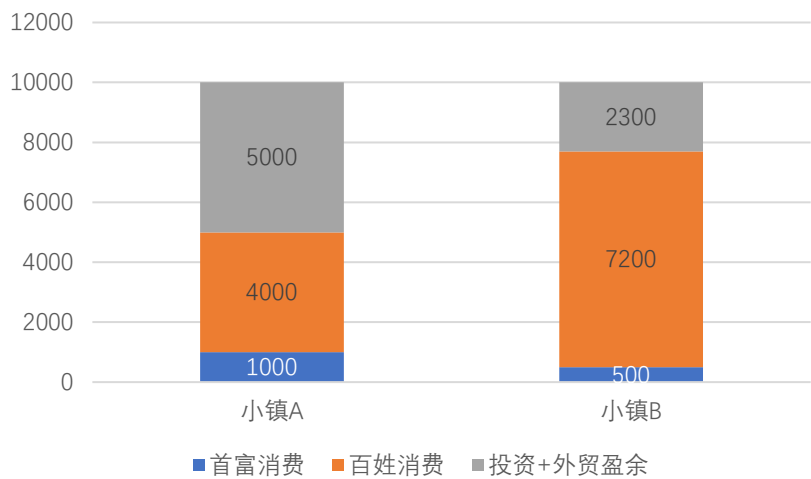
想象一个收入差距巨大的千人小国 A，首富年收入 6000 万元，其他人都为首富打工，年收入合计 4000 万元（每人约 4 万元）。该国的总收入（即 GDP）为 1 亿元。假设首富消费 1000 万元，打工人把全部收入 4000 万元消费掉。虽然首富已经很用力地消费，打工人的消费率更是达到 100%，但是因为打工人收入份额仅为 40%，该国的宏观储蓄率高达 50%。

再想象另一个千人小国 B，首富年收入 1000 万，其他人都为首富打工，年收入合计 9000 万（每人约 9 万元）。首富消费 500 万元（消费率 50%），打工人消费合计 7200 万（消费率 80%）。B 国的打工人收入份额高达 90%，虽然个个都有储蓄，但是宏观储蓄率只有 23%。

可以看到，虽然两国总收入相同（GDP 相同），但是 B 国的消费需求远超 A 国。因为总收入要等于总支出，即消费支出、投资支出以及外贸盈余（来自外国的净

支出）之和，所以消费虚弱的 A 国对投资和“外贸”的依赖程度会远高于 B 国。而且其低迷的消费需求恰恰还会抑制投资需求，所以对 A 国来说，外贸可能是“全村的希望”。而 B 国旺盛的消费需求很容易支撑起 2300 万投资需求(图三)，因此可以不依赖外需，而是依赖“国内大循环”。

图三：GDP支出端分解（万元）



回到现实世界。现实世界有强大的政府，可以通过各种转移支付（Transfer payment）增加低收入人群的收入和消费。比如在当下的中国，我认为应该大幅提高农民养老金（即“城乡居民养老保险金”）。此政一旦实施便不可逆转，因此必有长期效应。不仅可以提高农村老年人收入和消费，而且可以降低农村年轻人（包括在城市工作的）养老负担，还可以缓解他们自己的养老焦虑，从而鼓励年轻人消费。

政府也可以通过公共产品和服务的供应，直接增加政府最终消费，降低宏观储蓄率。美丽的城市公园、便捷的公共交通、丰富的公共体育设施、优质的幼托和公办教育等等，能让人们直接获得享受和便利，或者降低焦虑，因此也是一种增加人们幸福感的“收入”。而且这种收入天生贫富无欺，穷人和富人同样享受，能实质性地缩小收入差距。

高房价

即便收入不低，如果未来有重大开支，比如买房、买车、嫁娶等等，生活也必然节俭。其中买房，因为一方面房价过高，另一方面需求比较刚性，构成一个顽固的强制储蓄机制。

2021 年以来房价虽有显著下跌，但跟收入相比仍然很高。以上海为例，2024 年房价中位数为 500 万元左右，乐观假设双职工家庭年收入中位数 25 万元，房价收入比也有 20 倍。即使不吃不喝（储蓄率 100%），也要工作 20 年才能买一套房。虽然可以按揭贷款买房，但对消费的抑制作用是一样的。每个月铁打不动还房贷的钱，本来可以用于消费，但被强制转给银行。所以很多年前，当上海房价还“只有” 3 万元/平方时，就有一句调侃“一套房消灭一个中产”。买房显然不会

消灭中产的收入，但是可以消灭消费。

而且五百万元左右的住房，其品质在上海属于起步水平。一个典型的年轻中产家庭，其满意的住房价格至少在千万元以上。买好婚房结婚后，即使家庭收入持续上涨，消费的涨幅可能也很有限，因为年轻的夫妻还要继续攒钱准备以后置换更好的住房。

要破解高房价这个强制储蓄机制，一方面要刺激经济，让居民收入恢复上升趋势，另一方面要保证住房土地供应稳中有增，引导市场多建改善型住房，降低长期房价收入比的预期。如果预期房价收入比下降，那么年轻中产的住房置换压力就会下降，能给当前经济释放消费需求。

当然，在房地产市场低迷时期，坚持控制房价的建议注定很有争议。最近几年，因为房价连续下跌，一方面居民财富缩水，抑制消费情绪，另一方面土地价格也下降，影响地方政府的财政收入。但是过高的房价可能是中国经济必须切除的肿瘤，不能因为手术的疼痛而放弃治疗。为了缓解疼痛，中央政府应该出台强有力的政策，对冲房价下跌的影响。

对买房人，应该加大房贷利息抵扣个税力度。目前每月 1000 元的标准定额太低，至少可以提高到 1 万元（若房贷月供低于 1 万元则全额抵扣）。这项政策至少有三个好处。首先，可以增加有房有贷中产家庭的税后收入，从而刺激消费需求。第二，可以降低房贷利息成本，让买房更有吸引力，从而支持楼市需求企稳。第三，可以缓解提前还房贷的压力，有利于银行保留优质贷款资产。

对地方政府，一方面要救急，继续为地方政府纾困。另一方面要改革，让中央政府承担更多责任（“事权”），同时让地方政府获得更多财政收入（“财权”）。2024 年地方财政支出占比 86%，地方财政收入占比 54%，财权与事权的矛盾依然突出。当房地产市场活跃时，地方政府可以通过卖地弥补财政缺口。但当房地产和土地市场冷却，地方政府财政就会捉襟见肘，削减很多必要的开支，构成另一道强制储蓄机制。

总结

本文主要分析储蓄率高企的两个结构性原因：收入差距和高房价。要长效地降低储蓄率、扩大消费，政策必须有利于解决这两个问题。针对收入差距，政府应不失时机地大幅提高农民养老金，同时扩大政府最终消费，增加普惠性公共产品和服务的供应，比如公共体育设施、优质的幼托和公办教育等等。针对高房价，应该聚焦房价收入比，一方面采用积极的财政和货币政策，让收入恢复较快的增长，另一方面保证住房土地的持续供应，引导市场多建改善型住房，降低长期房价收入比的预期。为对冲房价下跌对居民家庭财务的影响，应该加大房贷利息抵扣个税力度。为对冲地价下跌对地方政府财政的影响，中央政府应该加大纾困力度，同时改革财权和事权分配。