

# 中国消费之谜

Li Cui\*

Hong Kong Monetary Authority

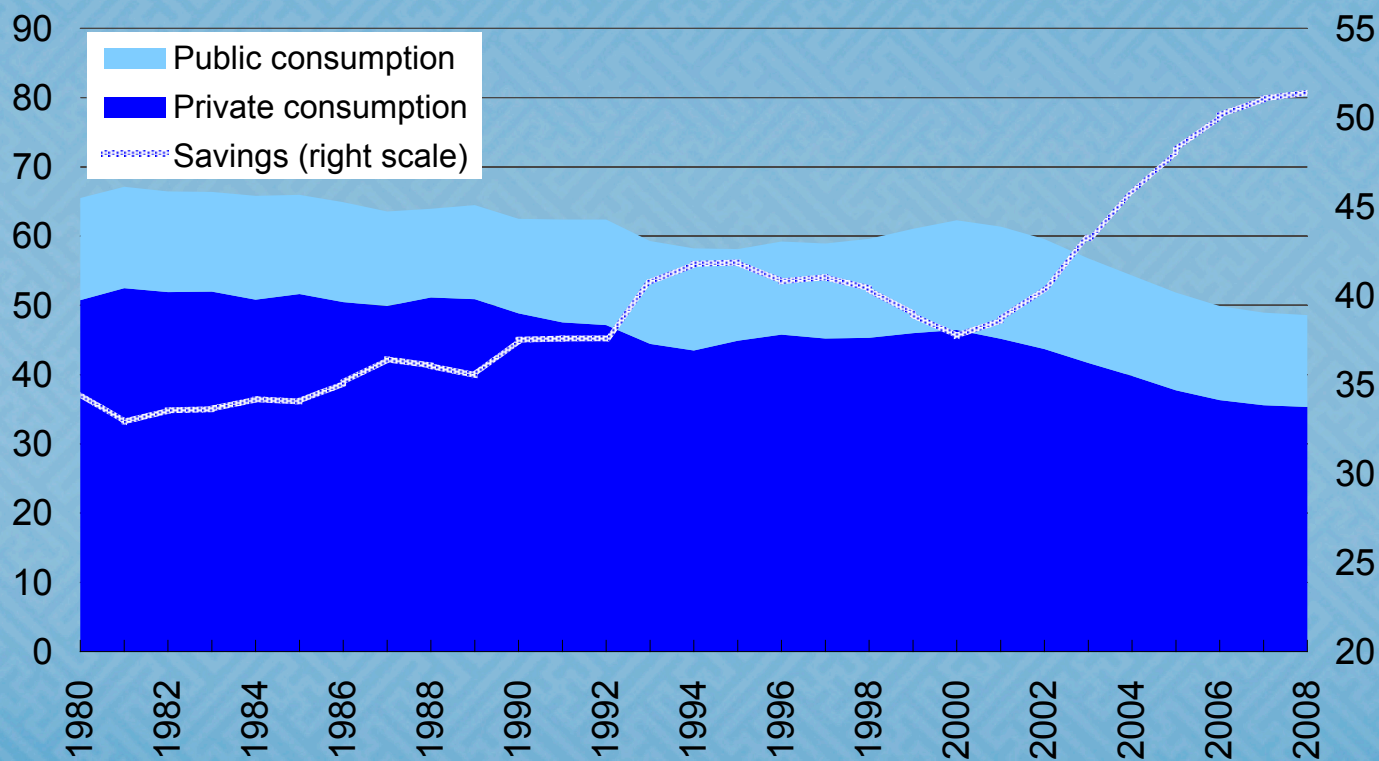
中国人民银行/国际货币基金组织，“刺激国内消费”研讨会，  
北京，2010年1月21日

\*以下观点并不代表HKMA之观点。

# 中国的较低且不断下降的消费

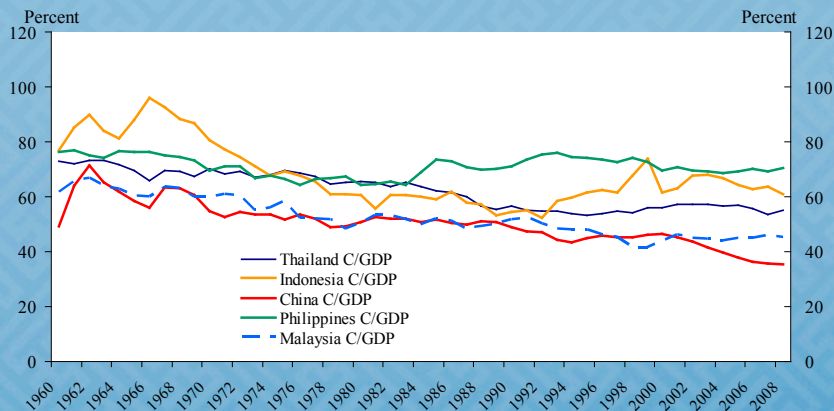
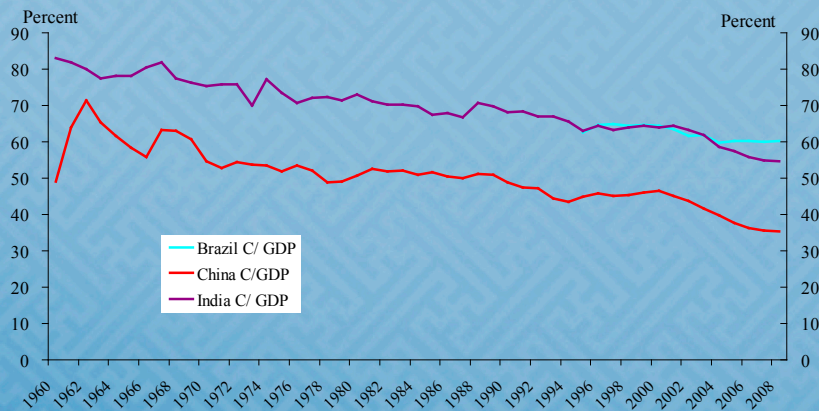
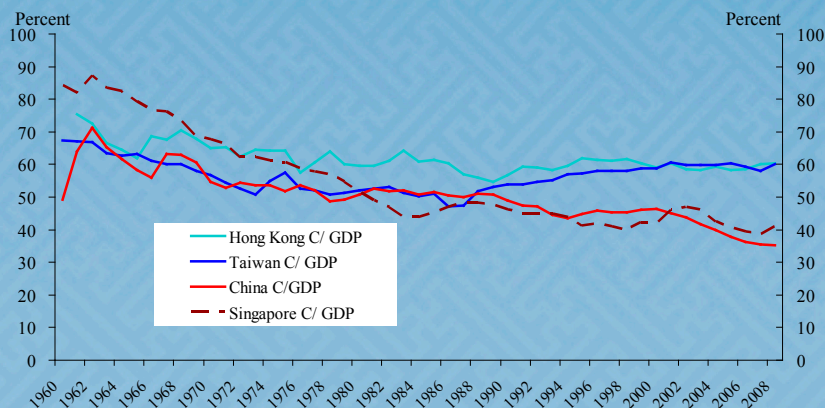
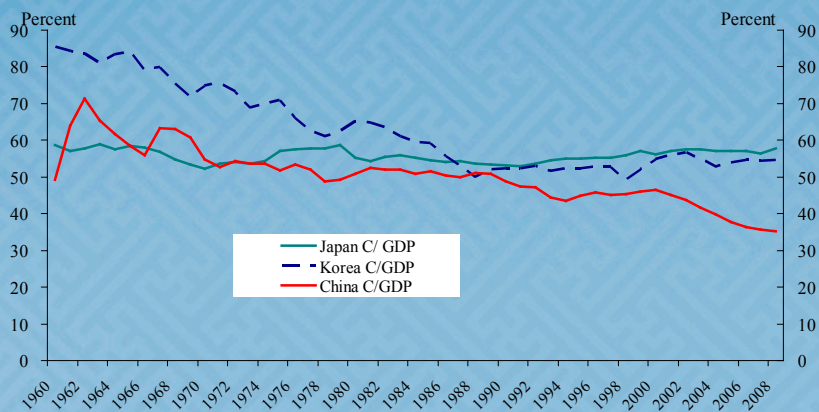
## China: Consumption and Savings

(In percent of GDP)



数据来源：CEIC Data Company LTD 和作者的估算

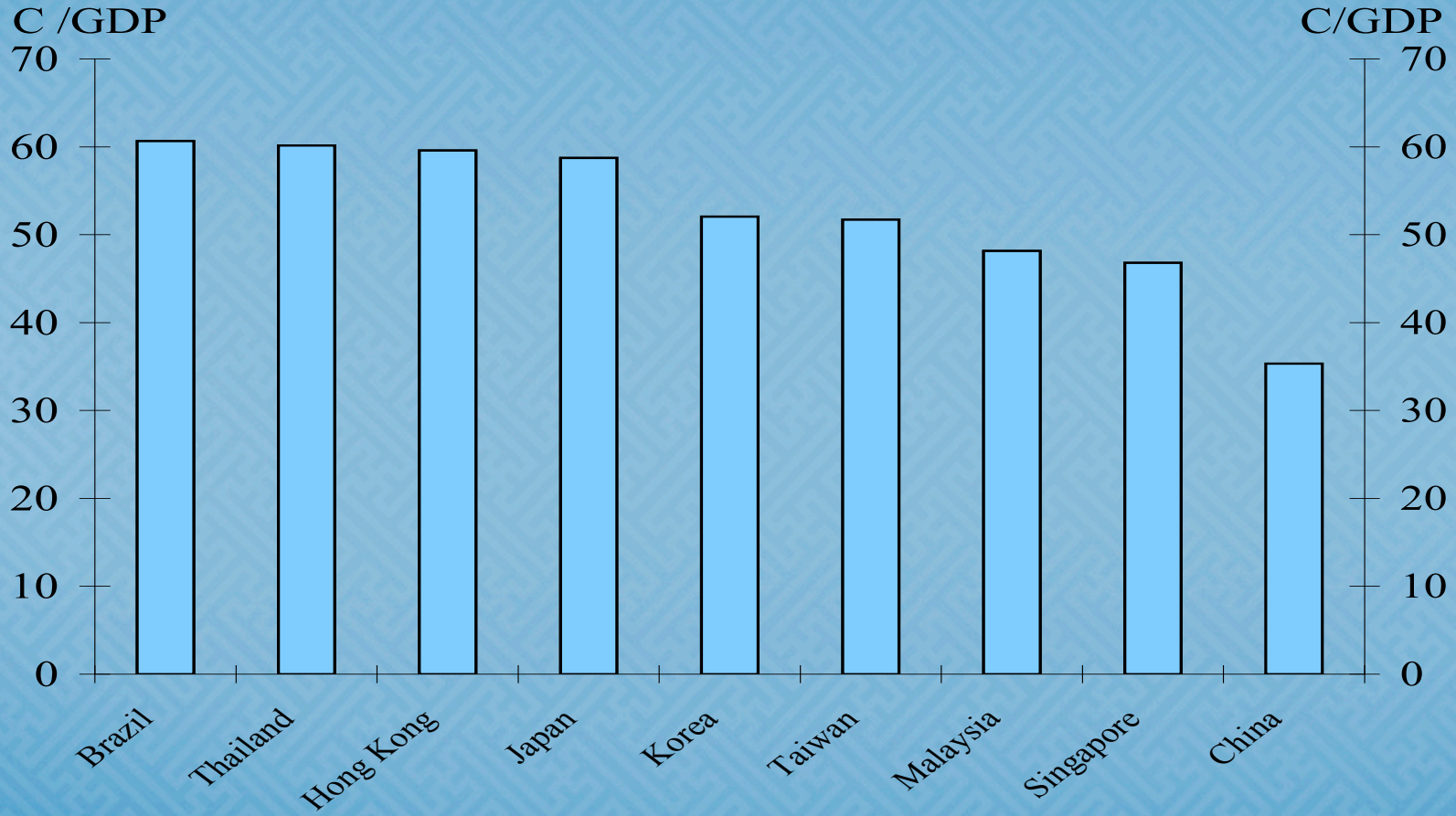
# 中国不是唯一一个消费/GDP下降的国家.....



数据来源：CEIC Data Company LTD 和作者的估算

# 但考虑收入水准时，中国与其他亚洲国家相比是一个例外

比较中国与其他国家在相应收入水准时的 C/GDP 比例



数据来源：Penn World Table, CEIC Data Company LTD和作者的估算

# 中国的消费可能比表面看上去更低

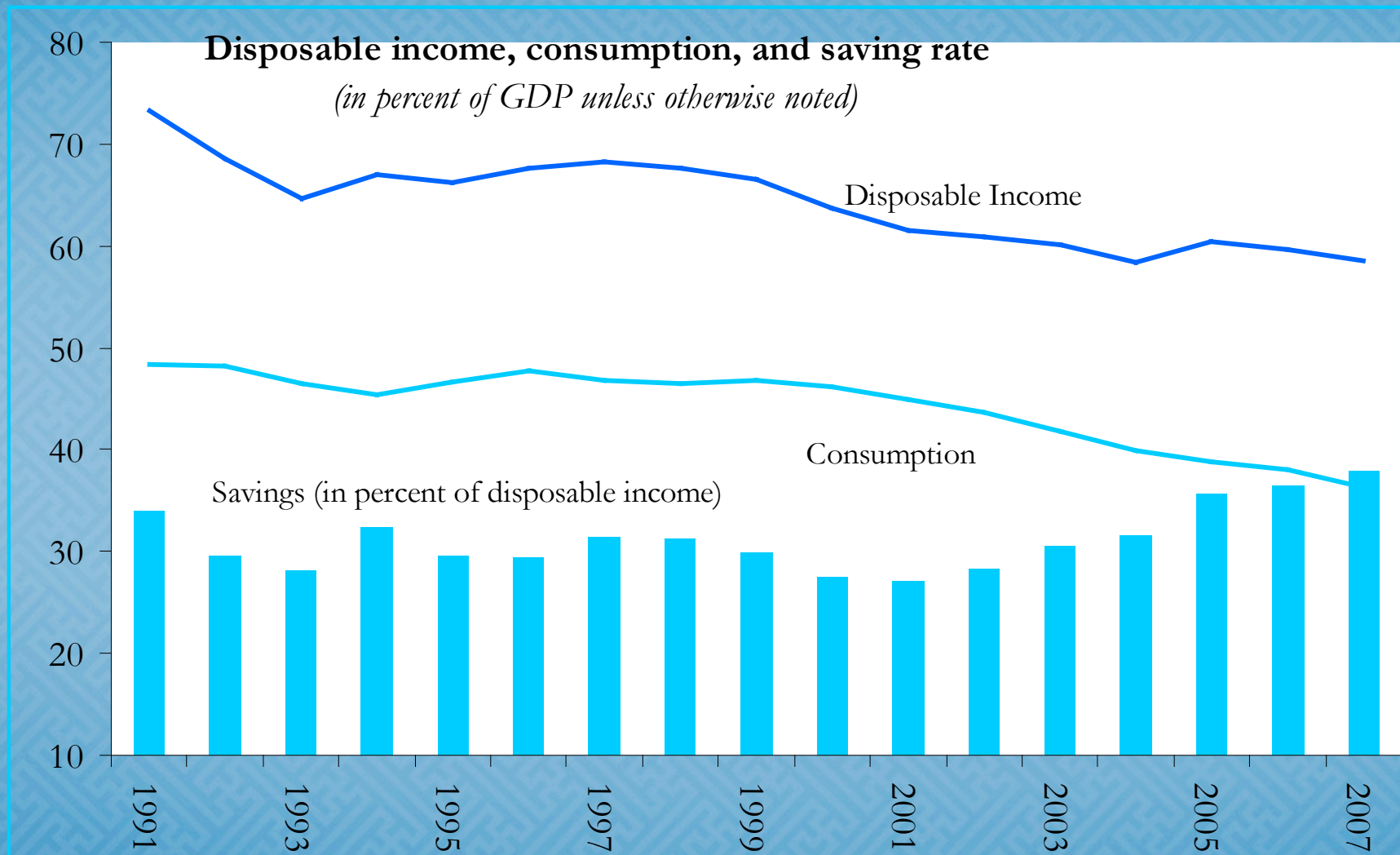
## Selected Countries: Consumption, 2004

(In percent of GDP, unless otherwise indicated)

	Personal Disposable Income	Taxes on personal income <sup>1</sup>	Personal Consumption/Disposable Income	Personal Consumption	Labor Income	Government Consumption on health and education <sup>2</sup>	Adjusted Personal Consumption <sup>3</sup>
US	74	9	95	70	57	10	80
UK	66	10	98	65	56	12	77
Australia	58	12	103	60	49	11	71
Canada	58	12	96	56	50	7	63
Korea	54	3	95	51	44	5	56
France	62	8	90	56	52	6	62
Germany	66	9	88	57	51	6	63
Italy	67	11	90	60	42	12	72
Japan	59	8	96	57	51	5	61
India	84	2	76	67	...	4	70
China	58	1	68	40	56	3	43

数据来源: Aziz and Cui, “解释中国低消费, 家庭收入的负面作用”, 国际货币基金组织  
 工作论文, 2007

# 为什么消费这么低？



# 家庭收入/GDP 份额的下降

下降反映了:

- 劳动力收入占比下降, 由于资本密集型行业发展占优, 就业增长滞后
- 银行存款回报率低(但已经被修正?)

家庭收入份额下降的对应面

- 企业储蓄/GDP上升, 政府储蓄/GDP上升
- 银行利润上升(银行是主要的金融中介 + 有保证的息差)

# 家庭储蓄率的上升

- 预防性储蓄，针对不成熟的社会保障体系和上升的家庭医疗教育成本
- 发展不充分的金融体系，难于向未来收入借贷，难于实现个人之间的风险共担
- 其他因素：老龄化，计划生育，收入不平等加剧



# 抑制消费的政策

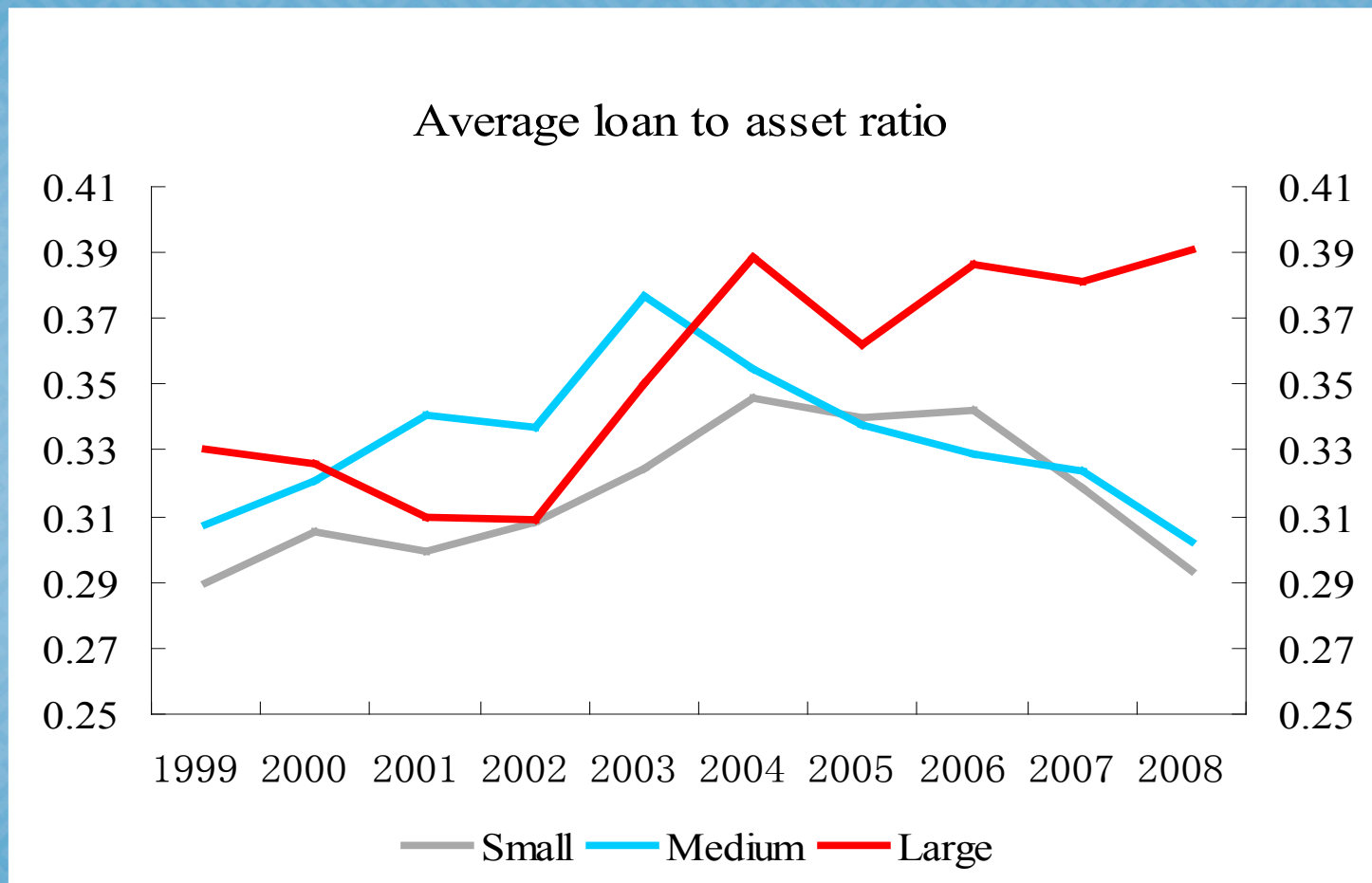
- 投入品价格低，鼓励投资的税收政策
- 不完善的社会保障体系，上升的家庭医疗教育成本
- 发展不完全的金融部门
  - 金融约束使得企业更愿意储蓄(增加了投资的顺周期性)
  - 由于小型企业的融资约束更强，就业增长缓慢
  - 难于向未来收入借贷，难于实现个人之间的风险共担
  - 家庭的投资收入下降

# 估计金融约束对中国企业的影响

Coefficients	MLE	t-stat	Coefficients	MLE	t-stat
Loan-demand			Loan-supply		
Constant	0.029	[6.22]	Constant	0.035	[4.89]
Sales	0.060	[10.33]	Tangible assets	0.603	[17.50]
Cash flow	-0.233	[-7.91]	Broad money growth	0.572	[1.80]
Interest rate	-0.029	[-33.30]	Solvency of Non-SOE	-0.002	[-2.41]
Direct finance	0.076	[4.34]	Solvency of SOE	-0.005	[-5.09]
Solvency	-0.009	[-32.23]	SOE dummy	0.234	[3.92]
			Large-cap dummy	0.144	[9.10]
			Mid-cap dummy	0.065	[5.02]
Resid S.D.:	0.170	[68.03]	Resid S.D.:	0.181	[45.91]
R-square				42.7%	

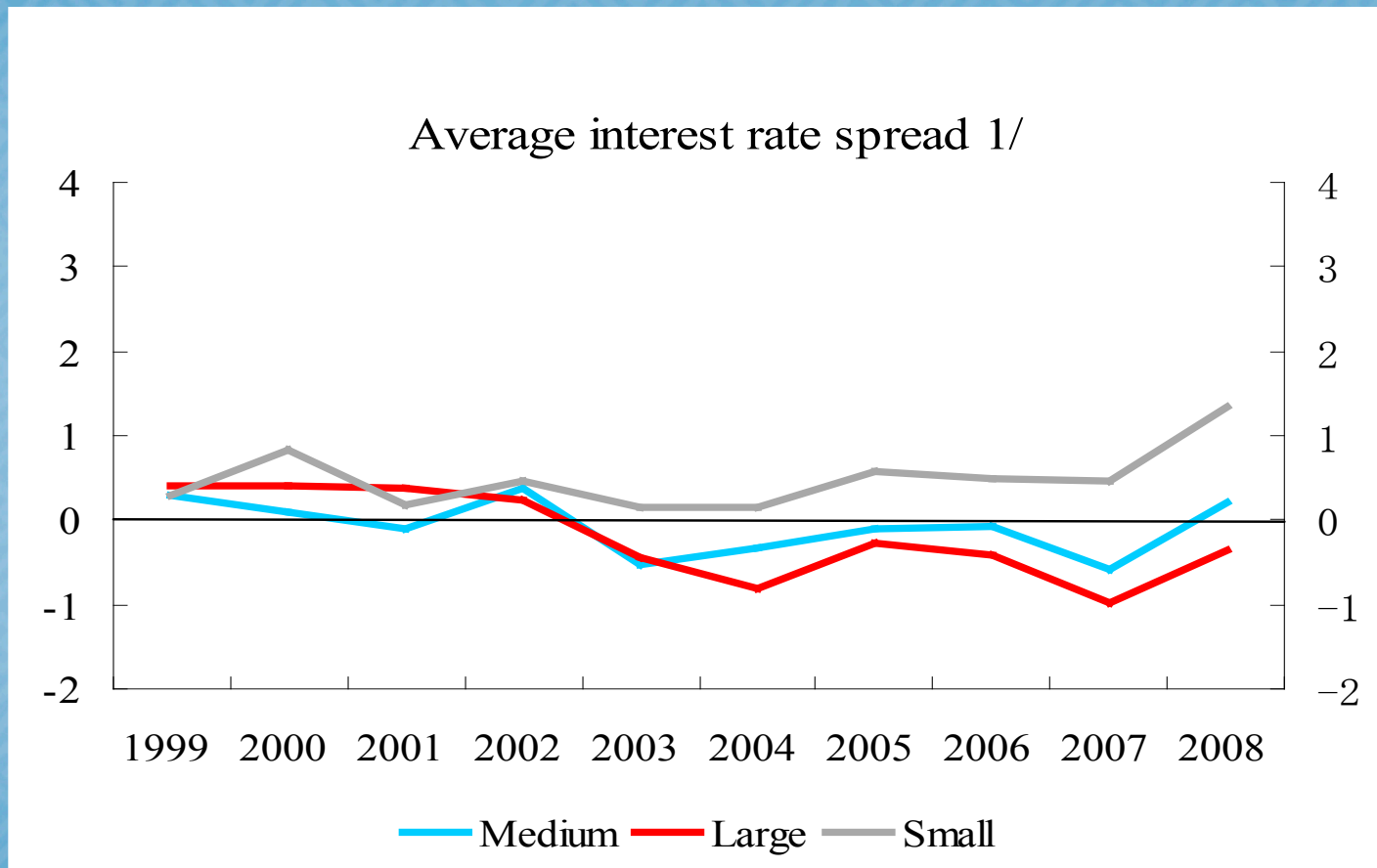
数据来源：Wind 数据库和作者的估算  
1 / 估计来自于一个非均衡模型

# 企业大小的影响 - 小企业的借贷更少



数据来源: Wind database和作者的估算

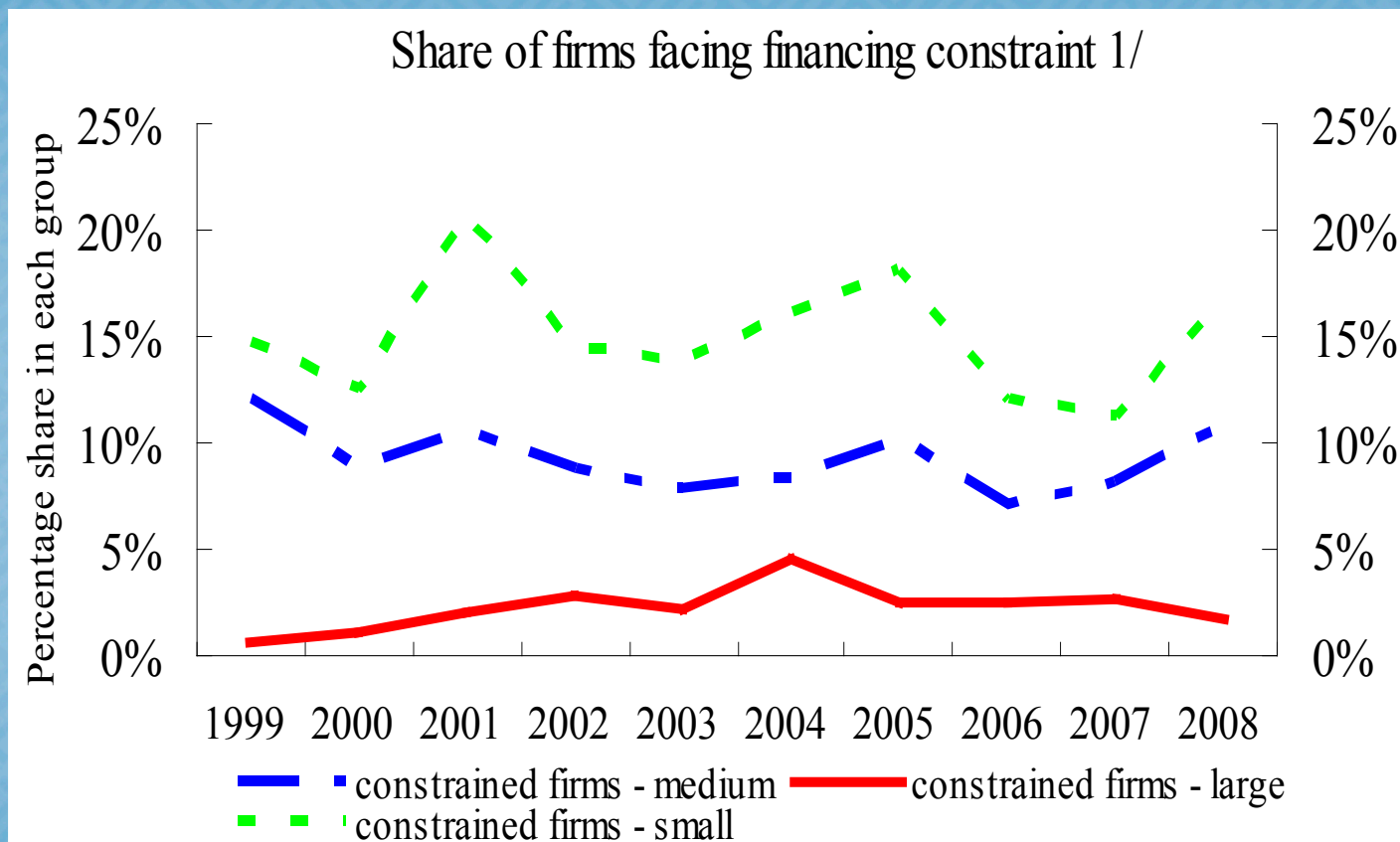
# ...借贷利率更高



数据来源： Wind database和作者的估算

1/ 利差的定义是实际利率减去5年期贷款基准利率，实际利率等于利息支出除以平均贷款余额。

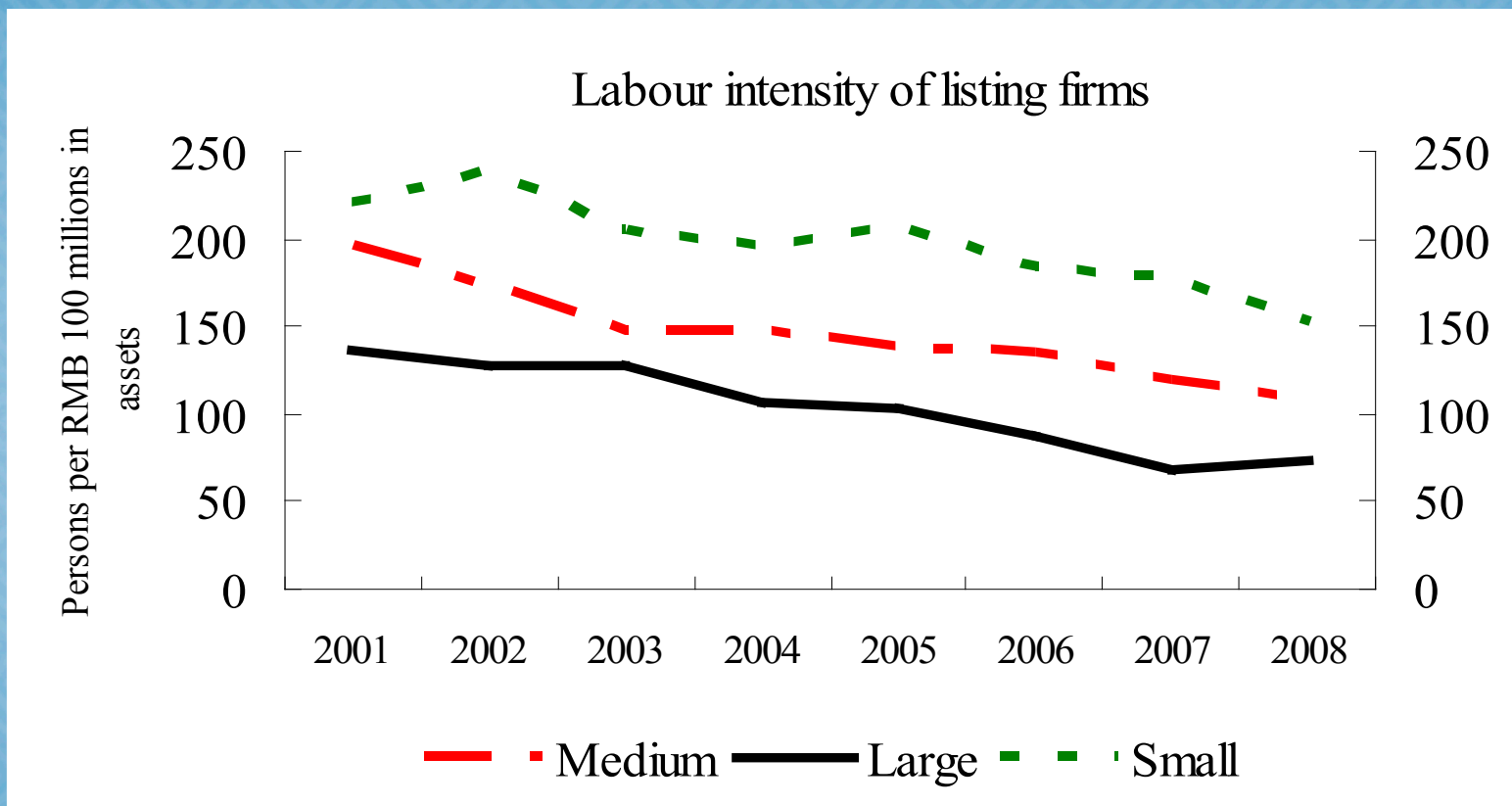
# 小企业更易受融资约束



数据来源：Wind database和作者的估算

1/ 估计来自于一个非均衡模型。

# 小企业的劳动力密集程度更高



数据来源：Wind database 和作者的估算

# 必须进行金融改革

- 利率改革；最终消除保证银行保证金
- 发展资本市场
- 资本账户改革-更多参与者和更大的竞争