

中国经济专题——2020秋北大国发院双学位课程

第七讲 中国的消费不足

《宏观经济学二十五讲：中国视角》第9讲

徐高

2020年11月7日



北京大学国家发展研究院
National School of Development

议程

◆ 中国消费不足的论证

◆ 中国国企改革的思路

复习：拉姆齐（Ramsey）居民积累资本（或企业股权归居民所有）情形下的均衡（私有经济模型）

◆ 居民积累资本（企业为居民所有）的均衡刻画方程

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2) [1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 + k_1 = k_0 + AF(k_0, L) \\ c_2 = k_1 + AF(k_1, L) \end{cases}$$

— 资本的运动方程（对应Solow模型的关键方程）

$$\left. \begin{aligned} k_1 &= \underbrace{AF(k_0, L) - c_1}_{sav_1} + k_0 \\ 0 &= \underbrace{AF(k_1, L) - c_2}_{sav_2} + k_1 \end{aligned} \right\} \Leftrightarrow K_{t+1} = sA_t F(K_t, L_t) + (1 - \delta)K_t$$

— 决定储蓄率的欧拉方程

$$u'(c_1) = \beta u'(c_2) [1 + AF_1(k_1, L)]$$

最优消费/储蓄（投资）在真实世界中的实现

◆ 最优消费/投资比率的实现机制

- 资本市场中，消费者通过对资产的定价体现出了对资产回报率的要求，并反映出了消费者的跨期主观偏好
- 投资回报率决定了企业作为一种资产，能够给消费者提供的回报率
- 在资本市场中，这两个比率相遇，并最终取得平衡
 - 如果投资太多，导致资本回报率赶不上消费者对回报率的要求，消费者会要求企业增加分红，令资源从企业向消费者部门流动
 - 如果投资太少而导致投资回报率较高，更多的资源就会被配置到企业部门并转化为投资

◆ 实现最优消费与投资比例的市场化调节机制要建立在居民对资本的所有权之上——离开了这种市场机制，没有人知道一个经济体的消费与投资比例应该是多少，消费是否不足根本无从谈起

◆ 最优消费/投资（储蓄）比率在真实世界中的实现的前提

- 企业所有权归居民所有
- 存在着企业所有权的竞争市场（资本市场）

有关最优消费/储蓄（投资）的一系列问题

- ◆ 为什么消费/储蓄合不合适要由消费者（居民）来判断？为什么不能由政府站在大局上来判断？
- ◆ 什么是消费者的跨期主观偏好（时间偏好）？它受什么因素的影响？
- ◆ 为什么储蓄率不是越高越好？
- ◆ 消费者的跨期主观偏好与储蓄回报率之间有什么关系？
- ◆ 不同的消费者有不同的跨期主观偏好会怎么样？
- ◆ 储蓄回报率与企业投资回报率之间有什么关系？
- ◆ 如果消费者拥有企业（消费者是股东），企业经营目标应该是什么？
- ◆ 有什么样的机制来保证企业的经营不会偏离其目标？
- ◆ 为什么不能任由企业家打造“伟大企业”？

案例1：巴菲特的“吮指之错”？

- ◆ 巴菲特曾说，看到了机会却什么都不做就是“吮指之错”
- ◆ 2019年2季度，伯克希尔-哈撒韦公司（**Berkshire Hathaway**）的现金头寸达到1191亿美元（大都投入到美国国债中），占公司总资产比重达到15.7%，占比为2015年以来的最高
- ◆ 巴菲习惯通过观察股票总市值与**GDP**相比来衡量市场的健康程度
 - 2001年网络泡沫破裂之前，“巴菲特指标”达到了146%
 - 2007年金融危机爆发前的这一数字为135%
 - 2019年这个比例略高于140%。
- ◆ 有伯克希尔公司的投资者不满意伯克希尔过高的现金占比
 - 2019年3季度，伯克希尔的长期股东、**Wedgwood Partners**的首席投资官罗尔夫（**David Rolfe**）卖出了持有的伯克希尔股票，并说：“在大牛市期间，‘吮手指’并不能让公司达到预期收益。对巴菲特和查理-芒格来说，此次的大牛市本可以成为其令人震惊的职业生涯结局的一个高潮。”
- ◆ 问题：巴菲特投资的时候受到了什么样的约束？

案例2：格力收购银隆议案遭股东大会否决

- ◆ 2016年8月，董明珠领导的格力电器准备以130亿元收购珠海银隆100%股权；2016年11月，格力电器收购珠海银隆的方案被股东大会否决
- ◆ 董明珠对股东大会的决议非常不满
 - 2016年10月28日股东大会上，董明珠说：“你看看上市公司有哪几个这样给你们分红？我5年不给你们分红，你们又能把我怎么样？”
 - 2016年12月的“中国企业家年会”上，董明珠说格力股东“看到的是眼前的三分利”
- ◆ 2016年12月，董明珠携王健林、刘强东等一众大佬入伙，共同向珠海银隆出资30亿元，拿下22.39%的股权
- ◆ 董明珠进入后，珠海银隆经营状况明显恶化
 - 珠海银隆2017年净利润为2.68亿元，比2016年净利润8.36亿元下降68%
 - 原董事长魏银仓、原总裁孙国华涉嫌通过不法手段，侵占公司利益金额超过10亿元；魏银仓则称董明珠为个人私利，利用公司对大股东发难
- ◆ 问题：谁来做收购银隆的决策最好？对谁最好？

案例3：A股市场的“野蛮人”

- ◆ “宝能系” 敌意收购万科
 - 2015年7月11日，“宝能系”的前海人寿集中竞价买入万科5%的股份，第一次举牌万科；至2015年12月，“宝能系”已持有万科总股本的约22.45%，成为万科第一大股东
 - 2015年12月17日，北京万科的内部会议上，王石认为“‘宝能系’信用不够，会毁掉万科”，明确表态“不欢迎”宝能系进入万科
- ◆ “宝能系” 敌意收购格力电器
 - 2016年11月前海人寿开始大量收购格力的股票
 - 2016年12月董明珠说：“如果成为中国制造的破坏者，他们会成为罪人。”
- ◆ “宝能系” 退出万科
 - 2016年12月3日，证监会主席刘士余说：“希望资产管理人，不当奢淫无度的土豪、不做兴风作浪的妖精、不做坑民害民的害人精。”
 - 2017年，深圳地铁成为万科第一大股东，“宝能系”不再谋求控股地位，并逐步卖出其万科股份，王石不再担任万科董事会主席
- ◆ 问题：“宝能系”发起的敌意收购是好事还是坏事？（注意回答这个问题时你所站的立场）

刺穿企业帷幕

- ◆ 消费者储蓄（居民储蓄）与企业储蓄都是全社会总储蓄的组成部分，全社会的总储蓄决定了全社会储蓄回报率（投资回报率）
- ◆ 全社会储蓄回报率与消费者的跨期主观偏好形成平衡，从而把全社会总储蓄量给确定下来
- ◆ 消费者储蓄（居民储蓄）与企业储蓄之间的分布不影响全社会总储蓄，也不影响消费者的消费
- ◆ 居民储蓄与企业储蓄之间有负相关关系
- ◆ **刺穿企业帷幕（pierce the corporate veil）**——企业只是蒙在居民部门上的一层面纱，企业决策的变化不影响居民的消费决策

企业只是蒙在居民部门之上的一层面纱——企业部门与居民部门之间的收入分配不应影响居民的消费储蓄决策

居民在居民储蓄账户中存100元

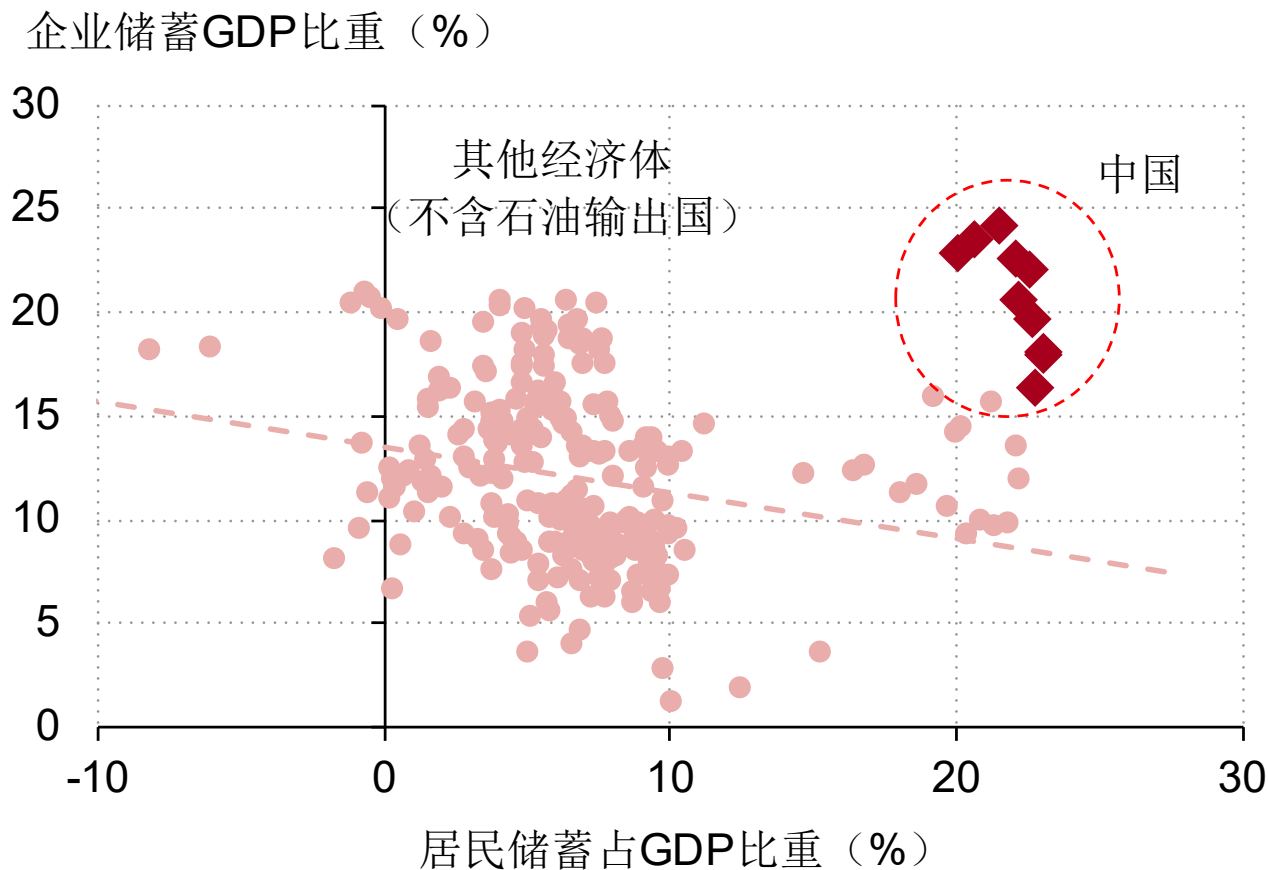
居民	
资产	负债
+100元 (居民存款)	

=

居民通过企业间接储蓄100元

居民	
资产	负债
+100元 (企业股价)	
企业	
资产	负债
+100元 (企业存款)	

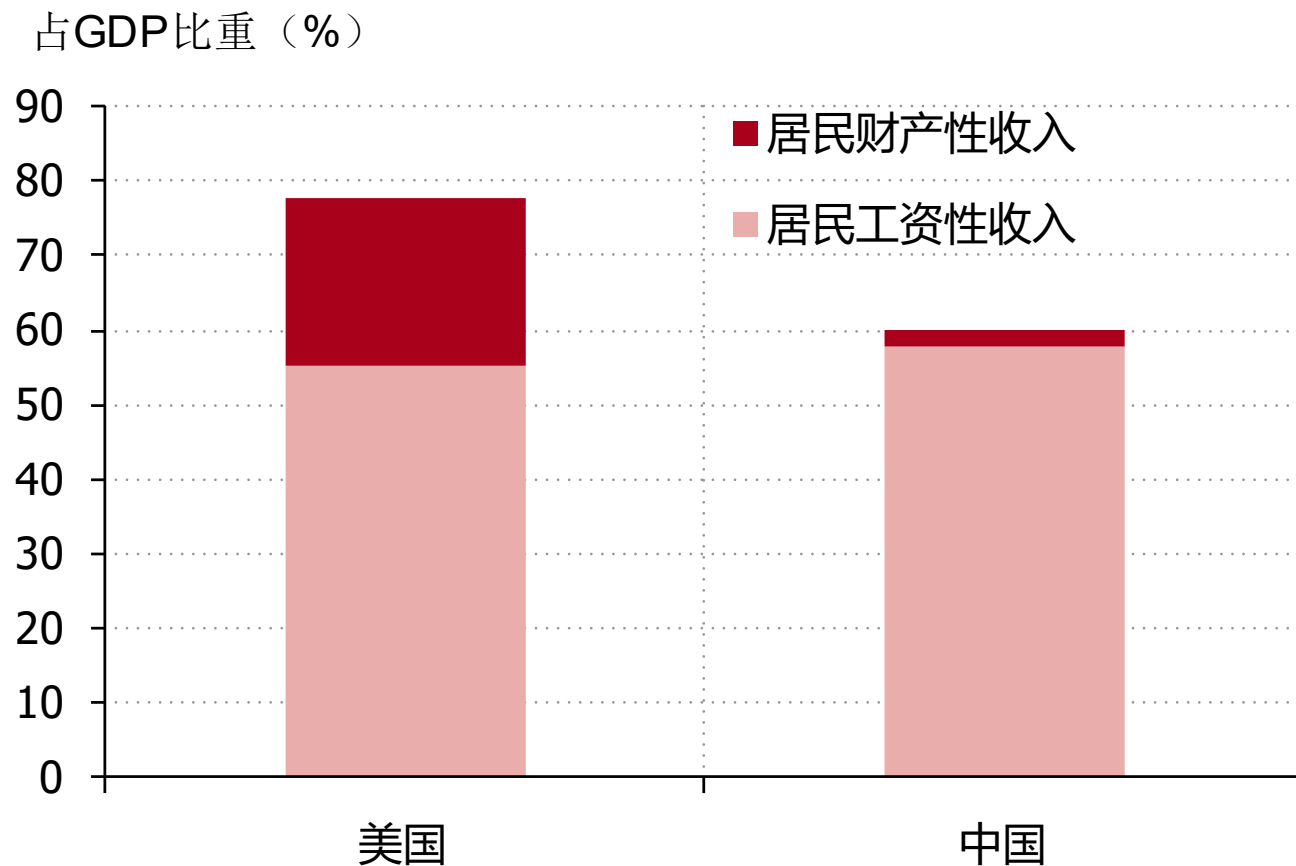
世界大部分国家中，居民储蓄与企业储蓄负相关；但这种关系在中国并不明显



数据来源：UNData



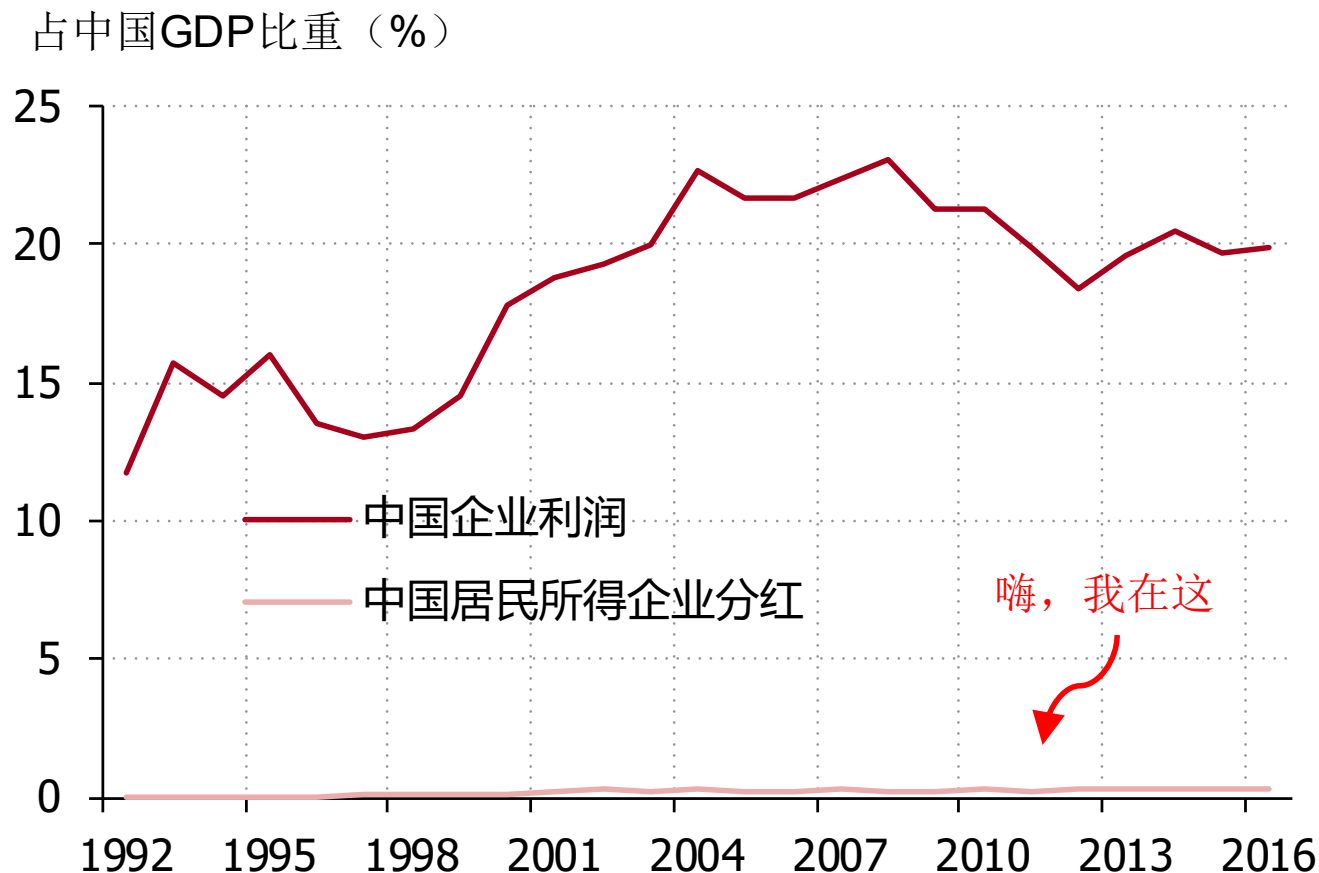
中国居民的财产性收入占GDP比重很低



资料来源：CEIC



中国居民部门从企业部门获得的分红收入几乎为零

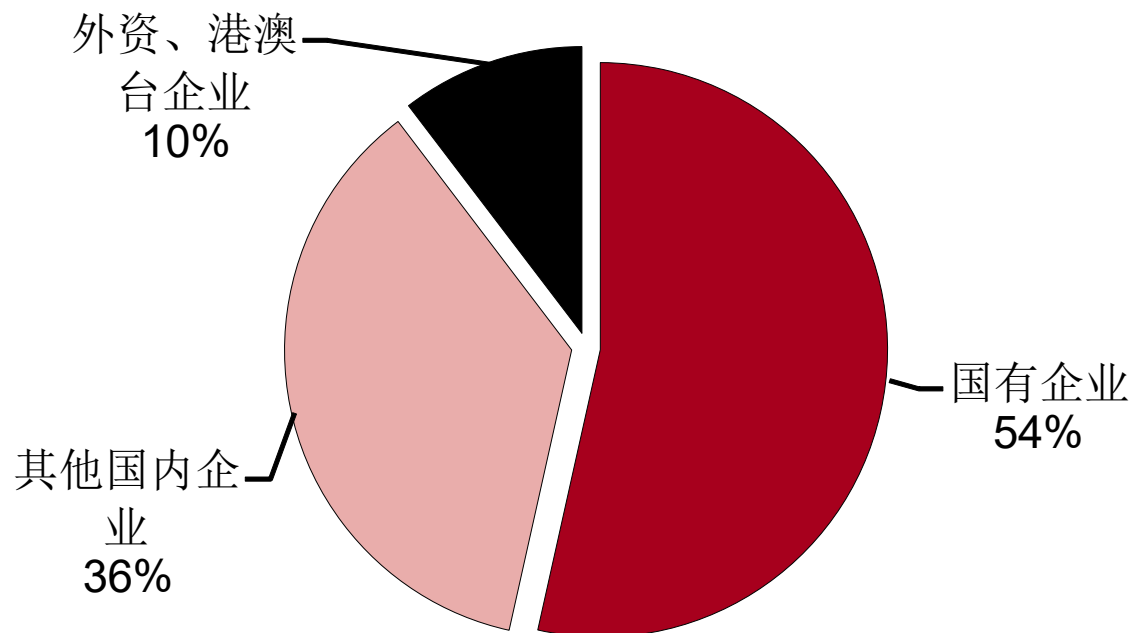


数据来源：CEIC



中国第三次经济普查显示，国有企业占据整个企业部门的一半以上

企业部门资产构成（2011年）

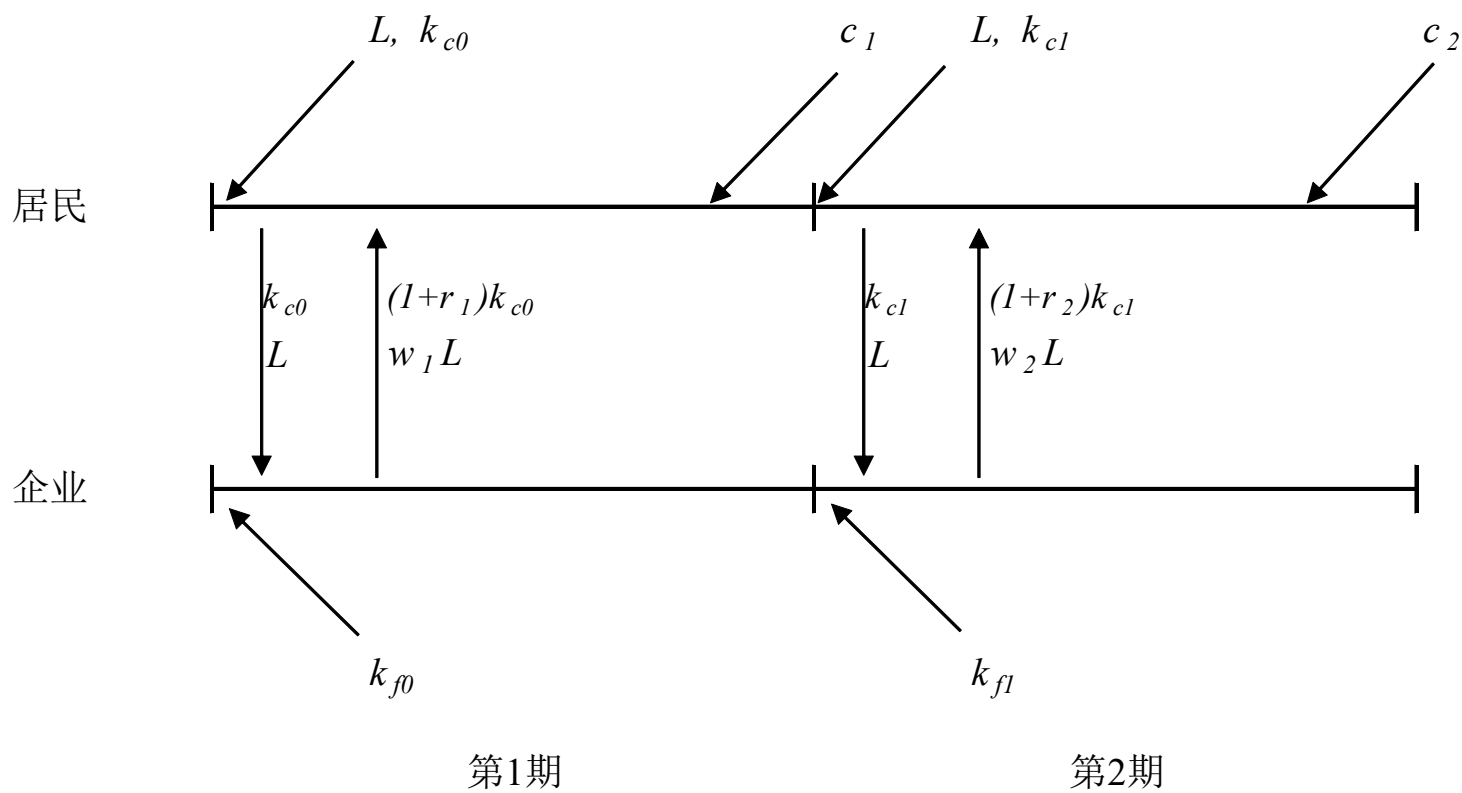


数据来源：国家统计局



拉姆齐 (Ramsey) 模型： 居民和国有企业同时积累资本（国有经济模型）

- ◆ 1期期初，居民和企业持有的资本分别为 k_{c0} 与 k_{f0}



拉姆齐（Ramsey）国有经济模型： 居民和国有企业优化问题

◆ 居民优化问题

$$\left. \begin{array}{l} \max_{c_1, c_2, k_1} u(c_1) + \beta u(c_2) \\ \text{s.t. } c_1 + k_{c1} \leq k_{c0} + r_1 k_{c0} + w_1 L \\ c_2 \leq k_{c1} + r_2 k_{c1} + w_2 L \end{array} \right\} \Rightarrow u'(c_1) = \beta u'(c_2)(1 + r_2)$$

◆ 国有企业的优化问题

- 国企不向居民分红
- 国企目标是做大规模：国企最核心的考核指标是国有资本保值增值率（企业资本增长率）和主营业务收入平均增长率（收入增长率）
- 模型中国企目标是最大化企业规模（最大化两期利润）

$$\max_{k_0^d, l_1^d} k_{f1} = AF(k_{f0} + k_0^d, l_1^d) - r_1 k_0^d - w_1 l_1^d + k_{f0} \Rightarrow \begin{cases} k_0^d : AF_1(k_{f0} + k_0^d, l_1^d) = r_1 \\ l_1^d : AF_2(k_{f0} + k_0^d, l_1^d) = w_1 \end{cases}$$

$$\max_{k_1^d, l_2^d} AF(k_{f1} + k_1^d, l_2^d) - r_2 k_1^d - w_2 l_2^d + k_{f1} \Rightarrow \begin{cases} k_1^d : AF_1(k_{f1} + k_1^d, l_2^d) = r_2 \\ l_2^d : AF_2(k_{f1} + k_1^d, l_2^d) = w_2 \end{cases}$$

拉姆齐 (Ramsey) 国有经济模型： 均衡推导

- ◆ 市场出清条件： $l_1^d = l_2^d = L$, $k_0^d = k_{c0}$, $k_1^d = k_{c1}$
- ◆ 市场价格： $AF_1(k_0, L) = r_1$, $AF_1(k_1, L) = r_2$, $AF_2(k_0, L) = w_1$, $AF_2(k_1, L) = w_2$
- ◆ 推导经济中资源运动方程

$$\left. \begin{aligned} c_1 + k_{c1} &= k_{c0} + r_1 k_{c0} + w_1 L \\ k_{f1} &= AF(k_0, L) - w_1 L - r_1 k_{c0} + k_{f0} \end{aligned} \right\} \Rightarrow c_1 = AF(k_0, L) + k_0 - k_1$$

$$\begin{aligned} c_2 &= (1 + r_2)k_{c1} + w_2 L \\ &= (1 + r_2)(k_1 - k_{f1}) + w_2 L \\ &= k_1 + (r_2 k_1 + w_2 L) - (1 + r_2)[AF(k_0, L) - w_1 L - r_1 k_{c0} + k_{f0}] \\ &= k_1 + AF(k_1, L) - (1 + r_2)[w_1 L + r_1 k_{c0} + r_1 k_{f0} - w_1 L - r_1 k_{c0} - k_{f0}] \\ &= k_1 + AF(k_1, L) - (1 + r_2)(1 + r_1)k_{f0} \end{aligned}$$

拉姆齐（Ramsey）国有经济模型： 均衡

- ◆ 国有经济模型的均衡方程 ($k_{f0} \square \theta k_0$)

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2)[1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 = AF(k_0, L) + k_0 - k_1 \\ c_2 = AF(k_1, L) + k_1 - [1 + AF_1(k_0, L)][1 + AF_1(k_1, L)]\theta k_0 \end{cases}$$

国企资本的积累实质上
是对资源的一种“浪费”

- 国企持有资本越多（ θ 越大），居民两期消费越低，全社会资本积累速度越快

$$\frac{\partial c_1}{\partial \theta} < 0, \quad \frac{\partial c_2}{\partial \theta} < 0, \quad \frac{\partial k_1}{\partial \theta} > 0$$

- ◆ 作为对照的私有经济模型均衡方程

$$\begin{cases} u'(c_1) = \beta u'(c_2)[1 + AF_1(k_1, L)] \\ c_1 + k_1 = k_0 + AF(k_0, L) \\ c_2 = k_1 + AF(k_1, L) \end{cases}$$

中国的消费不足及其成因

- ◆ 中国存在消费不足、储蓄过剩的经济结构失衡——企业行为与消费者时间偏好之间缺乏市场化的匹配机制
- ◆ 微观层面：企业的投资行为缺乏来自消费者部门的约束，因而存在过度投资行为
 - 国资委给国企设定的最重要考核指标“国有资产保值增值率”是规模指标
 - 民营企业也可能存在打造“伟大企业”的诉求
- ◆ 宏观层面：国民收入没有充分地流向消费者部门，消费者的消费因而偏低
 - 资本与劳动作为两个投入要素而瓜分总产出
 - 资本回报流向了资本的所有者，其中大部分并未直接流向消费者部门
- ◆ 中国缺乏调节消费与储蓄的市场调节机制

萨伊定律与中国的消费不足

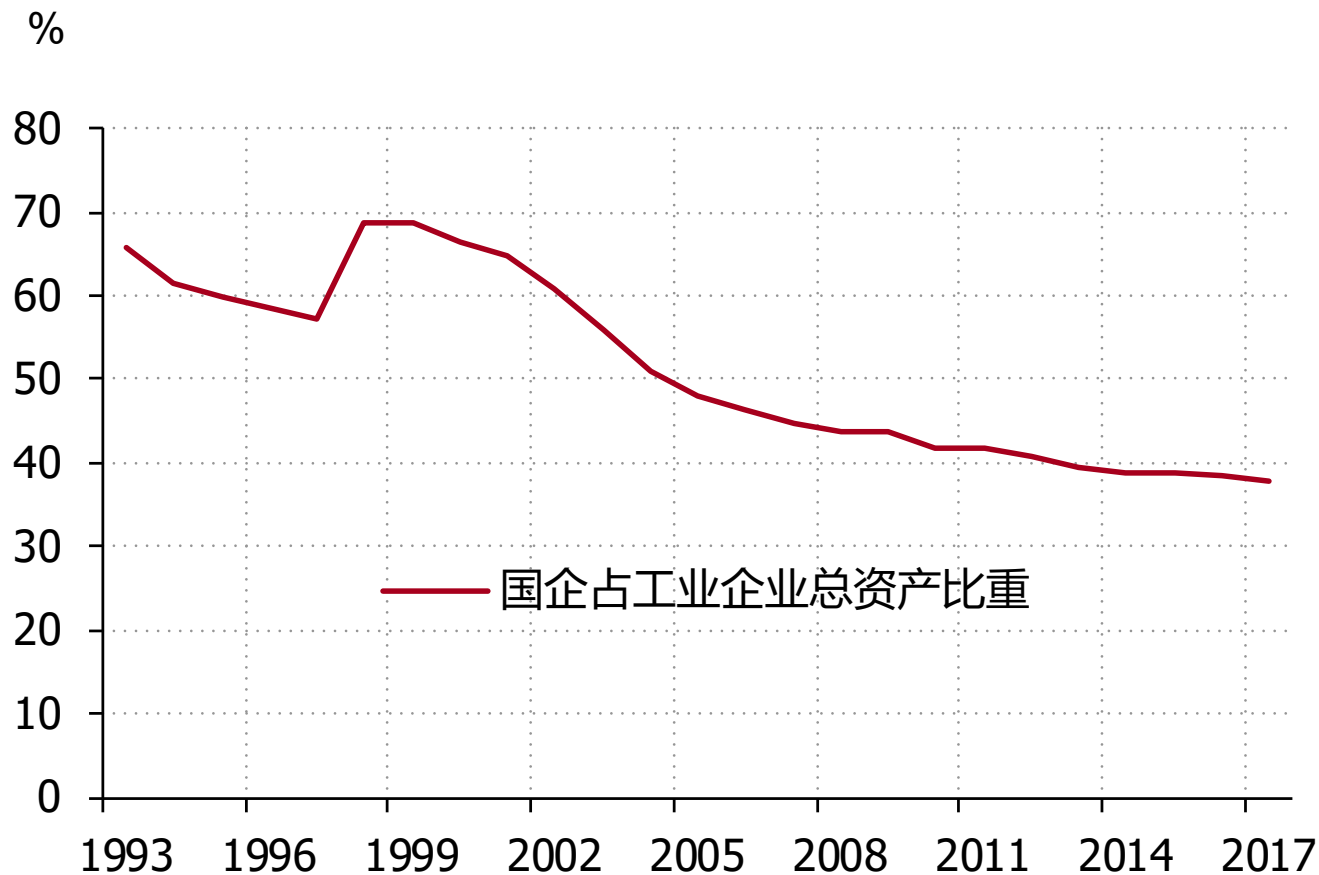
- ◆ 萨伊定律——供给会创造自己的需求
 - 萨伊定律只是在宏观经济层面才成立
 - 萨伊定律反映了对市场运行效率的充分信任
 - 萨伊定律成立的前提是调节消费与储蓄的市场机制的存在
 - 萨伊定律排除了长期储蓄过剩、消费不足的可能
- ◆ 中国经济不符合萨伊定律的描述
 - 中国缺乏调节消费与储蓄的市场机制（至少这个机制的作用发挥不充分）
 - 中国会长期存在储蓄过剩、消费不足的情况

议程

◆ 中国消费不足的论证

◆ 中国国企改革的思路

中国消费不足的板子不能只打在国企身上——国企占中国经济的比重已经下降了很多



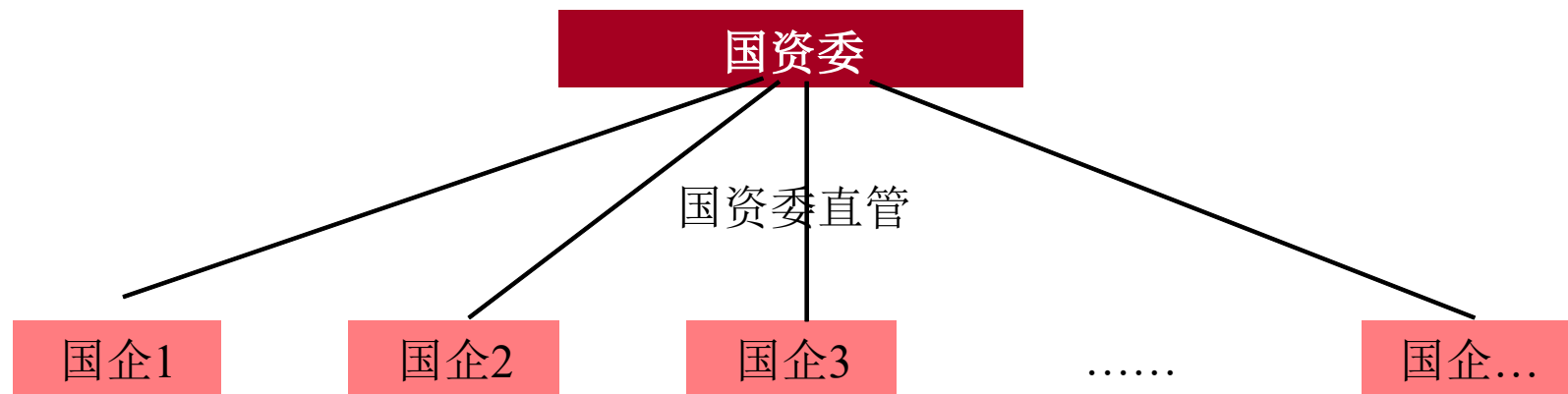
数据来源：国家统计局



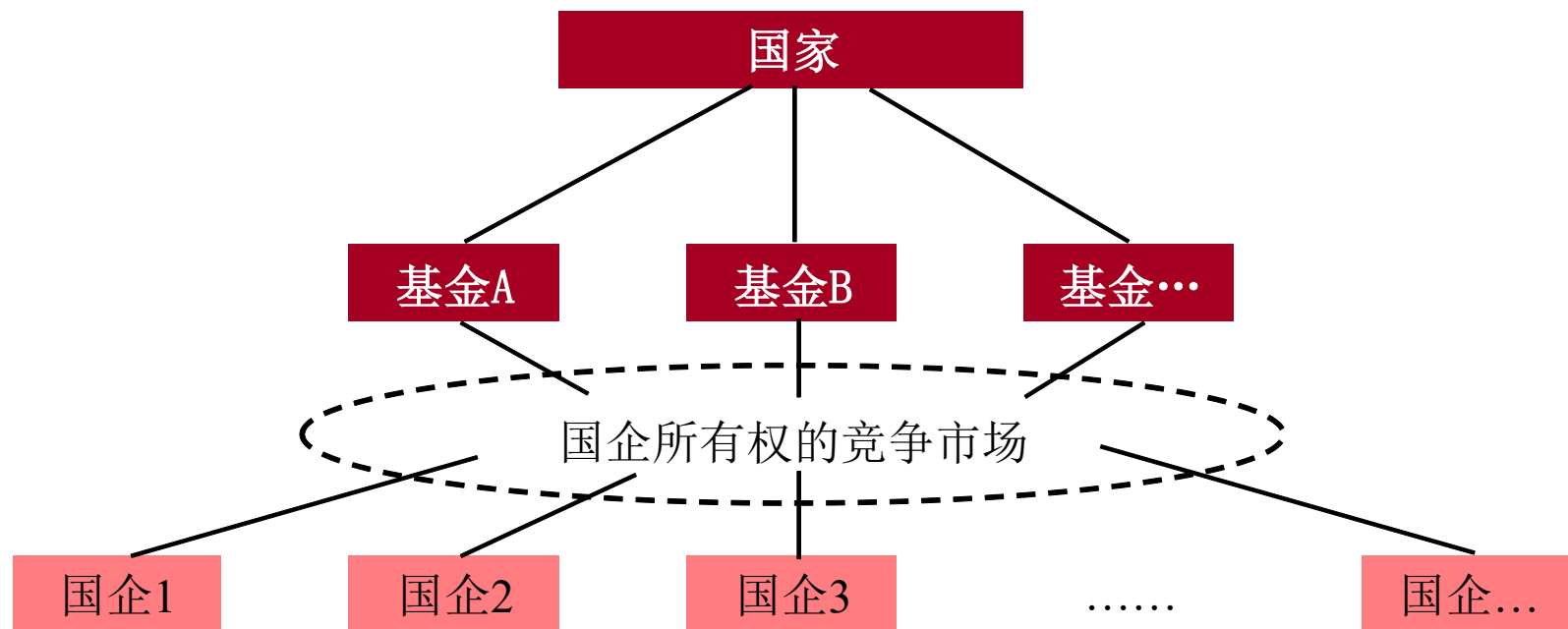
国企改革必须要考虑的问题

- ◆ “内部人控制”（insider control）问题
- ◆ “政策性负担”、“缺乏自生能力”问题
- ◆ 国家诉求与民间诉求的兼顾
- ◆ 维护社会稳定，平稳过度
- ◆ 人工智能社会的到来

传统的国资委直管国企模式下，国资委怎么知道国企应该投资和分红多少？



建立三级国资管理体制，构造国企所有权竞争市场，让消费者的偏好约束国企的行为



谢 谢

授课教师简介

徐高博士是中银证券总裁助理兼首席经济学家，分管公司的研究部和机构业务部。他还是北京大学国家发展研究院兼职教授，在北京大学给研究生和本科生开设宏观经济学、金融经济学和投资研究等课程。他目前还是中国首席经济学家论坛理事，中国证券业协会证券分析师、投资顾问与首席经济学家委员会委员。之前，徐高曾历任光证资管首席经济学家、光大证券首席经济学家、瑞银证券高级经济学家、世界银行经济学家、国际货币基金组织兼职经济学家等职。徐高毕业于北京大学国家发展研究院（原中国经济研究中心），获经济学博士学位。徐高出版了《宏观经济学二十五讲：中国视角》和《金融经济学二十五讲》两本畅销的经济学教科书。

