



您的位置：首页 - 文章选登

金融资产价格扭曲驱动投资增长(蒋星云；2004年5月11日)

文章作者：蒋星云

在央行8个月内三次上调存款准备金率的大背景下，中国一季度的固定资产投资的增长率还是超过了40%，还未公布数据的4月份恐怕也不会太低。据央行负责人自己的介绍，每次存款准备金率的上调冻结的资金都在千亿元以上，可投资的增速不见丝毫的减缓，在个别的地方投资的增长率甚至超过了60%，如江苏的南京，而且这在经济发达地区应该不是个别的现象。投资增长率长期处在高位运行的经济风险是显而易见的。据报道，今年一季度新开工项目19234个，比上年同期增长31.1%；新开工项目计划总投资9621亿元，增长67.4%；施工项目计划总投资达到72471亿元，其中以钢铁、水泥、汽车、房地产的增速为大。如果按照现在的投资计划，这些行业2-3年后产能都将严重过剩，届时发放大量贷款的银行将形成巨大的呆坏账，到时我们将很有可能看到经济的硬着陆，甚至是金融危机。所以当务之急是有效抑制投资需求的过快增长，而半年来的实践已证明，存款准备金率也许是一剂药方，但这剂药方非治本之策，只不过是触及皮毛而已，投资增长无法抑制的真正原因是市场上金融资产价格的扭曲。经济学中有个最基本的常识，市场上的均衡利率水平应受到资金的供给方和需求方的共同影响，而由市场决定的均衡利率可以使市场处于出清状态。如果利率被人为的扭曲，那就会产生经济的过热或过冷。反观中国的利率市场，长久以来都是在被人为的控制着，而官员们也没有聪明到能使他们制定的利率水平能充分反映市场的供求状况。以利率为例，在物价水平已连续两个季度增长超过3%时，一年期的定期存款利率却始终维持在1.584%的水平（扣除20%的利息税），这是远远低于没有人为干预下市场均衡利率水平的。经济学的常识又告诉我们，这种被人为扭曲的低利率会发生需求远大于供给的情况。在这种扭曲的金融资产价格面前，是任谁也无法改变理性人的投资欲望的。这就好像在银行利率只有1%的情况下，劝说一

个正常的人把资金全部放在银行；或是在利率超过10%时，劝说他要大量投资一样，没有意义。央行不断地上调存款准备金率可谓用心良苦，可存款准备金率无非是对银行系统内部货币总量的一种调节，这和市场上的均衡利率所能影响的资金量相比，可谓九牛一毛。更为重要的是市场上的均衡利率水平是人们对现时和未来资金供求状况的一种适应性预期，人们往往根据前一期利率水平去预测下一期利率水平。在适应性预期面前，存款准备金率的频繁变动对理性人行为的影响更加显得苍白无力。

投资增速的过快增长已经对价格形成了较强的上升推力，这在生产资料等上游领域表现得较明显，1~3月，原材料、燃料、动力购进价格分别上涨7.4%、8.1%和9.5%，一季度同比上涨8.3%，比上年全年涨幅上升3.5个百分点。其中，黑色金属材料类、有色金属材料类价格分别上涨23.5%和20.5%，这其实也是人为扭曲的利率所引起的失衡供求关系的影响。于是人们开始担心上游的价格上涨会不会传导到下游消费资料等领域了，我想这是没有必要的，因为“通货膨胀无论何时何地都是一种货币现象”。只要央行的货币投入量保持稳定，通货膨胀是没有它产生的基础的。这就是说虽然厂家们的生产成本在大幅上升，但这只是求大于供时价格围绕价值上下波动的正常表现，这是厂家根据被扭曲的利率水平做出的增加产量的错误决定所造成的。而生产出来的东西终究是要卖出去的，如果消费者不买账，在充分竞争的市场里价格是没有上涨的空间的，这时厂家就会自动地减少产量，以致于减少对上游原材料的需求。按正常的情况分析，厂家的需求会逐渐减少，而利率就会渐渐恢复到均衡的水平上，供给和需求逐渐趋于平衡，价格上涨的速度就会随之回落。至于前一段生产成本上涨和滞销给厂家带来的损失，则由他们自己承担，这也是市场机制优胜劣汰，动态调节恢复均衡的一种表现。当然，以上的假设都是建立在金融资产价格——利率可以自由浮动的基础上的。对比中国目前的状况，也是处于投资热，消费相对较冷的状况，这种状况

能够持续下来，原因就在于金融资产价格的扭曲使人们对市场的供求形势产生了幻觉，而幻觉迟迟没有被打破的原因则是我们的金融资产价格一直在向市场发出着错误的信号。其实经济学的常识早已告诉我们解决现阶段投资过热和通货膨胀压力不断加大的办法了：

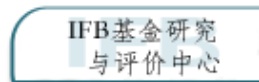
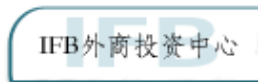
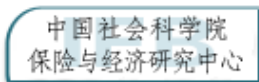
- 一、稳定货币供应的增长量，因为货币供应量过于频繁的变动会对经济产生不良影响。
 - 二、放松对金融资产的价格管制，使之能充分反映市场的供求状况。
- 剩下的，就交给市场去处理吧。

末了，忽然看见报纸上说出席博鳌亚洲论坛年会的央行副行长吴晓灵在会上奉劝“各界不要与央行博弈，以免经济大起大落”。真不知央行到底是怎么想的，这种时候了还说这样的话，不是我们的“铁娘子”太天真，就是她把别人都当成小孩儿了。

文章出处：《中华工商时报》

[推荐朋友] [关闭窗口] [回到顶部]

转载请经授权并请刊出本网站名





地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所