



您的位置：首页 - 李扬

创新支持投资增长的金融机制(2005年1月17日)

文章作者：

### 高投资率的原因分析

我国经济之所以出现投资率高涨，主要因为我国经济正处于一个经济结构剧烈变动的时期。这种剧烈变动的主要原因来自需求方面，其中有两个因素的影响最大。

一是人均收入的提高以及由此引致的消费结构的升级。2003年，我国人均GDP超过了1000美元。这个变化的影响是巨大的，它意味着我国居民的消费结构发生了根本性变化。值得指出的是，从上世纪90年代中期开始，以消费信贷扩张为主要内容的金融结构的调整，有效解除了当期收入及储蓄对居民消费大宗消费品的预算约束，给予人们预支未来收入的便利。这无疑为我国居民尽快实现第二次需求结构的升级，提供了强有力的金融支持。

二是城市化的加速。从总体上看，改革伊始我国便进入了城市化加速发展的新时期。统计分析发现，我国的城市化与投资率之间存在着十分密切的关系，其相关系数达到0.84；进一步的计量分析则发现，城市人口占总人口的比例每提高1个百分点，投资率便会上升0.88个百分点。这说明，城市化是导致投资率上升的主要因素之一。

综上所述，无论是消费结构的升级，还是城市化进程的加速，其直接影响，都对社会基础设施、市政设施、房地产、汽车等行业产生了巨大的需求；其间接影响，则对诸如钢材、水泥、能源、交通、运输等形成巨大的压力。

问题在于，面对如此革命性的需求变化，我国的供给结构的调整却相对迟缓。一方面，满足传统需求的供应能力依然在扩大，这造成大量制造业生产能力的相对过剩以及相应的价格水平徘徊；另一方面，满足城市化和消费结构升级的供应能力一时间还难以有效扩张。在这种供求严重不对称的格局下，生产资料的紧缺便很自然，其价格上涨亦属意料之中。当前我国少数产品供不应求和多数产品供大于求的局面同时并存的现象，可以由此得到比较完满的解释。

正是从上述意义说，经济结构的调整是我国的长期任务。经济结构的调整无疑需要大量的投资，也正是在这个意义上说，在设法提高消费率的同时，将投资率稳定在一定水平上，应是我国今后若干年宏观调控的主要任务之一。

### 稳定投资的重要性

一段时期以来，为了探讨宏观调控的方略，很多研究者将2003年以来的物价上涨与我国历史上的历次物价上涨状况进行了比较。这当然是有意义的。但对于当前面临的问题来说，似乎更应当将2003年以来的情况与1998-2002年的情况进行比较。

通过这种比较可见，1998-2002年，投资不振是一个突出现象。事实上，1993-1999年，我国的投资增长率就一直呈下滑趋势，1999年甚至下降到5.1%。因此，在长达5年的时间中，我们需要连续不断地通过积极的财政政策和稳健的货币政策，通过不懈地增加政府投资来拉动民间投资和消费，从而将国民经济“拉升”到一个可以接受的增长率水平上。同此，应当警惕的是：在消费率没有得到显著提高的条件下，如果投资增长率下降过快，我们便有可能回归上个世纪90年代下半期那种投资不足从而国内需求不足的状况。

因此，在今后一段时期中，我国宏观调控的一项持续性内容，就是综合考虑消费率和投资率的变动情况：在没有有效的手段来提高消费率的条件下，我们还须将投资率稳定在一定合理的水平之上，其中，加强对居民住宅和一些明显短缺的行业的投资，尤应给予更多的关注。

### 创新支持投资增长的金融机制

回顾20余年我国宏观经济运行的历史，投资增长率长期高悬且剧烈波动固然值得警惕，改变支持投资的金融机制才是更需要认真研究的问题。这是因为，不当的金融支持机制不仅会加剧投资的波动，而且还会使得投资的波动演变为不良资产的反复积累。

在我国目前的金融结构下，全社会的储蓄主要以存款的方式集中于银行体系，相应地，全社会的投资主要由银行贷款来支持。这种融资结构的最大问题有二。其一，储蓄与投资的期限结构严重“错配”。我们知道，“借短用长”是银行运筹资金的基本格局。但是，用流动性极强的储蓄存款来支持流动性很弱中长期贷款毕竟有其限度；一旦出现银行存款期限缩短以及(或者)银行贷款方出现期限拉长的趋势，银行的资产负债表中就会积累大量的流动性风险。其二，在银行间接融资为主的体系下，金融风险的分担机制也是不对称的。一方面，银行必须履行其对存款者的全部提款责任；另一方面，它们还须承担其贷款违约的所有风险。

此外，从运行机制来看，银行贷款的盈缩天然“顺周期”的，因而存在着放大经济波动的倾向：当经济扩张时，在实体经济领域高利润的诱引下，银行贷款可能迅速膨胀，并推动经济迅速走向过热；而在经济紧缩时期，同样也是受制于实体经济领域的普遍衰退，银行贷款也会加速收缩，从而加大经济的紧缩程度。

认识到银行间接融资存在上述缺陷，上个世纪80年代以来，世界各国都在努力增大直接融资，相对缩小间接融资的比重。这是因为，从金融技术角度来看，直接融资更容易在储蓄与投资之间形成期限的配合，同时，由于金融工具的购买者(储蓄者)直接面对其出售者(投资者)，投资过程的风险自然是在全体市场参与者之间分担的。

通过上述分析可见，应对之策就是：扩大直接融资的比重，发展拥有长期资金来源的金融机构，是改变我国储蓄与投资期限错配以及投资活动中风险分担机制严重失衡的根本途径。具体而言，在进一步的金融改革中，首先，应当大力发展股票市场、债券市场以及基金市场

等等，以便为各类投资提供长期资金；其次，应当大力发展诸如保险、养老基金等契约型金融机构以及像开发银行之类拥有长期资金来源的金融机构，以便解决金融机构的“借短用长”错配的问题。再次，应当大力推行金融创新，支持通过证券化(抵押贷款证券化和资产证券化)等方式来解决金融机构的资产流动性不足问题。

文章出处：《经济日报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



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