



您的位置：首页 - 文章选登

我国投资不会大幅下滑(宣晓伟：8月13日)

文章作者：宣晓伟

一、当前投资形势呈现了错综复杂的局面

当前的投资形势，出现了较为复杂的局面，对于投资未来趋势的看法，也存在较大的分歧。

一方面，固定资产投资的累计同比增速已经是3个月连续上升，2005年2-5月的累计增速分别是24.5%、25.3%、25.7%和26.4%，呈现出不断攀升的势头。在预示着未来投资趋势的新开工项目投资上，其项目个数和计划投资总额也是一路攀升，2005年3、4、5月，新开工项目的个数分别比去年同期增加1176、4718和10494个，而计划投资的总额分别比去年同期增长1.5%、13.5%和24.9%。如此强劲的增长呈现的是投资将可能反弹的迹象。

另一方面，企业的产品销售收入增速和利润增速都有明显的下滑，尤其是企业的利润，其增速的下降更为剧烈。进入到2005年以来，工业企业的产品销售收入和利润的增速都有一个快速的下降，而企业利润的增速更是下降到几乎只有2004年年末的一半左右。2005年的5月，企业利润的累计增速为15.8%，比2004年同期下降了27.9个百分点。

企业利润增速迅速而又巨幅下降将带来三方面的后果：（1）企业自筹资金能力的下降；（2）企业将参考未来投资的利润预期做出调整；（3）银行对于企业的贷款更为谨慎。这三方面的变化导致的都将是同一个结果：投资增速将可能快速地下降。

而在信贷方面，在因企业利润下降导致银行提高贷款门槛的同时，由于资本充足率的约束对银行产生的巨大而又紧迫的压力，使得银行更愿意持有国债等风险性更小的资产而不愿意放贷，从而造成了“宽货币、紧信贷”的局面，这种信贷方面的持续紧缩无疑将对下半年的投资造成严重的负面影响，会更进一步加大投资加速下滑的可能性。

二、近期内投资反弹和加速下滑的可能性都不大

对于上面截然相反的两种判断，需要对其论据进行更深一步的分析。首先来看投资将要反弹的说法。虽然，固定资产投资的累计同比增速的确在最近几个月是在逐渐上升，但同时值得注意的是：同比增长率这个指标的大小受基期值的影响非常大。也就是说，如果2004年同期值偏低（或偏高），就会造成2005年同比增长率的偏高（或偏低）。

而在2004年同期的2-5月份，由于宏观调控的影响，投资增速开始飞速下滑，投资的累计增速从2004年2月份的53.0%迅速下降到了5月份的34.8%，下降了18.2个百分点，而投资的单月增速更是从4月的34.7%一下跌到了5月的18.2%，短短一个月就几乎下降了近一半。去年同期基数的偏低无疑是造成当前投资同比增速不断攀高的重要原因。如果采用剔除了春节和季节因素的环比增长率指标，虽然投资的增速仍在高位徘徊，但无法看到投资增速在节节升高的迹象，也难以推断出投资会在未来迅速反弹的结论。

实际情况是，如果观测一些与投资需求有密切关系的其他指标，例如一般贸易进口增速、海运指数以及钢铁价格指标。从它们近期的趋势来看，投资需求逐渐趋缓的迹象还是比较明显的。

综合各种情况来看，投资整体上趋于放缓的可能性要大得多，那么这个放缓的程度有多严重？是否会加速下滑？

利润增速的变动是判定投资将快速下滑的重要论据，对这个指标需要进行进一步的考察。首先，利润作为一个会计指标，它受到价格水平的影响很大，在价格水平上升时，企业名义上的利润增速就会大幅上升，价格水平下降时，名义利润的增速又会迅速下降，利润增速这个指标显然夸大了企业实际情况的变动，国内的物价水平在2004年9月以后经历了一个大幅的下降过程，这显然对企业的利润增速有着显著的负面影响。如果采用成本费用利润率指标（即用利润总额除以成本费用总额），能在一定程度上剔除价格的因素，如果看成本费用利润率指标，企业利润水平的变化就相对要小得多。其次，利润作为一个余量指标（即收入与成本的差额），其大小和增速的变动都相对要迅猛得多，与库存这样的余量指标类似，有时实际指标的轻微变动，就可能导致余量指标的猛烈变化，尤其是在趋势发生转折的时候，利润增速的变化变更为剧烈。再次，目前利润增速用的是累计同比指标，这个指标在年底时测度的是一整年的情况，而在年初尤其是最初的一个月，它测度的是单月的情况，从而往往就会造成年末与年初的数值有大幅的变化，而实际情况的变化其实并不像数据显示的那样剧烈。

结合上面的分析，对于企业的利润，可以看到：（1）2005年以来，工业企业的利润增速确实有所下滑；（2）企业利润的实际变动并不像累计增速的数值变化显示得那样剧烈，而是要平稳得多；（3）目前的利润增速还在15%以上，并不算太低；（4）近几个月企业的利润增速也没有出现逐月大幅下滑的现象，事实上，无论是企业利润的累计同比增速，还是成本费用利润率，近期内都是比较稳定的，甚至还有一点小幅回升。

因此，单纯根据企业利润累计增速的大幅下降，就推断出投资将会快速下滑，并不具有很强的说服力。

再来看信贷方面，首先，近期以来的信贷环境一直是趋紧的，这点既可以从不断降低的贷款增速，以及不断提高的贷款利率所看出，也可以从存贷比的不断上升中得到验证。目前的贷款增速只有12.4%，几乎是2002年下半年以来的最低值。而当前的人民币一年期加权平均的贷款利率为6.98%，这个数值也并不算低。同样，存贷比的不断提高反映了银行存贷差的不断扩大。然而，这种较紧的信贷局面主要是由前述的由于资本充足率的约束所造成的“宽货币，紧信贷”的局成所导致的吗？

由于资本充足率的原因导致银行更愿意买债券而不愿意放贷，这种说法看似合理，然而经不住推敲。

从2004年1月至2005年5月，M2增速和贷款增速的差距是在拉大，似乎证实了上面的说法。这两者增速的差距是在2005年才开始逐渐拉

大的，而事实上银监会推出资本充足率的详细计算公式是在2004年的4月，如果资本充足率的约束有决定性的作用，那么为什么这个作用延迟了足足有8个月才开始充分显现呢？同样的情况也出现在国债收益率上，国债收益率在2004年达到高峰后，2005年国债的收益率有明显的下滑，但也是在2005年才开始快速下降。看样子除了资格充足率的因素外，还有一些其他的更重要的因素在推动着贷款和货币增速差距的扩大、以及国债收益率的快速下降，而2005年开始的顺差猛增以及超额准备金利率的下调应该是其中两个重要的原因。目前的累计顺差已经突破了300亿美元，远远超出历年的同期值。在人民币升值的预期下，顺差的激增必然导致大量的结汇，从而使得货币市场的流动性相当宽松，而超额准备金利率的下调也使得银行拥有的流动资金大大地增加。

根据以上分析，可以看出：（1）无法排除资本充足率约束对贷款产生的负面作用；（2）从宏观数据看，还难以得出因为资本充足率的约束，已经和即将会对实体经济产生严重紧缩作用的判断。

如果否认了资本充足率的约束会导致信贷快速下降从而投资迅速下滑的结论，那么目前持续较紧的贷款环境会对未来的投资造成严重的负面影响吗？答案同样是否定的。第一，投资的增长不等同于贷款的增长，事实上，从历史的数据来看，用于投资的资金来源中，来自贷款的一般不到25%，投资中最重要的资金来自企业自筹，其所占整体投资资金的比重接近50%。第二，目前全社会的利润率水平并不算低，虽然个别的行业有着剧烈的变动，但不足以对全行业的利润造成严重的负面影响，整体来看，有着良好盈利预期的行业机会并不缺乏。第三，央行对于防止通缩有着足够的警惕，也有着足够的手段，在这样的情况下，信贷增速的进一步大幅下滑也是不太可能的。

三、未来投资将会保持小幅振荡下滑的趋势

综上所述，未来投资保持小幅振荡下滑的趋势的可能性最大，这主要基于：

第一，由于2003、2004年建设的生产能力将在今明两年陆续投产，同时内需又没有相应地大幅增长，目前的经济运行确实需要一个调整，这个调整既是客观上经济周期运行的必然，也是宏观调控的影响所致。在这个调整过程中，特定行业的利润、生产和投资会出现较大的变动，从而将导致投资走势的总体趋缓，但还不足以使得整个投资快速地下滑。

第二，经济增长的内在动力依然还是强劲的，内需虽然目前有所下滑，但长期来看并没有问题。工业化、城市化对经济和投资的推动力还远远没有释放出来。

总体来看，当前整体经济表现还是相当良好的，高增速、低通胀，如果政策运用合理，投资实现软着陆还是完全可能的。

而从近期来看，从影响投资走向的角度，另外两个值得密切关注的重要因素是：

1. 出口可能的下滑对出口导向行业投资的影响

顺差已经成为推动目前经济增长的主要动力，同时，出口的增长对于国内的投资也有很重要的意义（目前国内出口高速增长的行业与投资高速增长的行业有着相当的一致性），未来外贸情况的变化尤其是出口的变化对于投资的走势会有重要的影响。

2. “房产新政”是否严重影响到房地产投资的增长

“房产新政”的出台已经对房地产市场造成了很大的影响，尽管从已有的房地产开发投资的同比增长数据来看，还没有明显的迹象（2005年5月房地产投资累计同比增长24.3%，比上月略有下降），但未来如何，值得密切关注。以房地产投资在固定投资中的重要地位（房地产投资占到整个投资的20%以上），它的变动无疑会对整个投资走向产生重要的影响）。

文章出处：《经济参考报》

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

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