



您的位置：首页 - 文章选登

着力控制投资引致型金融风险(伞锋；2004年5月14日)

文章作者：伞锋

### 一、我国投资引致型金融风险的由来

如果说，1980年代我国经济增长是由投资与消费共同拉动的，那么1990年代以来的经济增长具有明显的投资拉动特征。我国的投资率已经由1980年代前期的34.1%增加到1980年代后期的36.8%，1990年代的平均水平为38.6%。近年来，投资拉动型经济增长的特征更加明显，投资率由2001年的38%增至2002年的39.4%，2003年进一步激增到42.7%。相应地，资本形成总额对经济增长的贡献度由1980年代的31.5%增加到1990年代的36.2%，2001年以来平均在80%左右。

与消费拉动型经济增长相比，投资拉动型经济增长往往导致经济剧烈波动。1984-85年、1991-1993年和2002-2003年在较高投资增长的带动下，形成了三次较为明显的经济扩张。前两次经济扩张期后，投资增长率锐减，经济迅速收缩。最近一次经济收缩期发生在1998-2001年，主要也是由于投资低迷造成的。

按照国际清算银行(BIS)的定义，金融稳定是指构成金融体系的主要机构和市场的稳定。金融机构的稳定是指不存在潜在的、能够衡量的、超过限度的经济损害的压力，不发生中断或需要外界援助才能够履行合同义务的事件；金融市场的稳定是指不存在引起更广泛危害的价格变动，市场的参与者有信心以能够反映市场基本力量的价格进行交易，在基本因素没有发生变化时，市场不会在短期内剧烈波动。

在我国，在投资拉动型经济增长以及以间接融资为主体的情况下，投资增长率的大起大落对金融稳定构成严重威胁。投资大起大落的背后是货币供给量和信贷资金的急剧扩大和收缩，这往往导致通货膨胀率的急剧变化，影响金融和产品市场的稳定。如果投资是低效率或无效率的，又会导致不良贷款增加，影响金融机构的稳定。在本文中，把这种由于投资大起大落，以及低效率带来的金融风险定义为投资引致型金融风险。

我国正处于工业化中期阶段——重工业化阶段。在这一阶段，重化工业和高科技产业的迅速发展，以及对传统工业的改造都将带动大量投资。这两方面的投资又因全球产业结构的调整和加工制造业向我国转移而加强。无论从发达国家进入工业化中期阶段后的普遍经历，还是从当前我国人均收入处在下中等收入国家水平的现实，以及党的十六大确定的战略目标看，我国投资率保持较高水平的状况将持续到2010年左右。2010年之后，投资高增长的状况才有可能逐步回落。

从现在开始到2010年，既是我国投资率保持较高增长的时期，也是我国资本账户对外开放的重要时期。资本账户的开放对改革滞后的我国金融业来说，意味着新的挑战，将带来新的金融不稳定因素。这一时期，投资引致型金融风险也会出现新的变化。

### 二、投资引致型金融风险的传导途径

在各种经济增长模型中，劳动和资本存量是决定经济增长的两个最基本的生产要素。对于有着丰富劳动力资源和劳动力供给相对充足的发展中国家来说，作为新增资本存量的投资是决定经济增长的最重要因素。投资增长不仅能够创造需求，而且也是使企业竞争能力和国民经济结构得到提升的主要手段。伴随着投资增长，如果技术进步和全要素生产率同步增长，还意味着经济增长效率的提高，从而表明投资在量和质两个方面推动着经济增长。

我国固定资产投资与经济增长率间的相关关系非常明显，特别是1980年代中期我国进入投资拉动型经济增长阶段以来，经济增长率随着固定资产投资增长率的波动而波动，两者的相关系数为0.76。

在短期分析中，凯恩斯的投资决定理论和货币理论从两个方面对投资、经济增长和货币供给间的关系进行了论述。在凯恩斯理论中，投资、经济增长和货币供给间存在两个传导机制。一是内生传导机制，沿着“利率→投资→总产出→货币需求→货币供给”的途径传导；二是外生的传导机制，是指中央银行在执行货币政策时沿着“货币供给→利率→投资→总产出”的途径传导。投资、经济增长与货币供给间的关系是内生与外生传导机制的统一。

在我国，从投资到货币供给的传导机制与标准凯恩斯模型中的传导机制有所不同。凯恩斯模型中“利率→投资→货币供给”的内生传导途径在我国并不顺畅，从“货币供给→利率”和“利率→投资”的链条是断开的。这主要有两个原因：一是我国还没有形成西方经济理论所论述的标准投资函数。决定国有企业投资与非国有企业投资的因素具有明显的差别，国有企业投资除了受市场利率和投资者预期的影响之外，更主要地受一些非市场性因素的影响，尽管这些影响在近年来明显淡化。这些影响包括，中央和地方政府经济发展目标，为了享受政府各种优惠政策而增加投资等等。非国有企业投资者尽管更多地体现投资主体的特征，但由于“所有制歧视”和“信贷偏向”等问题普遍存在，国有商业银行不愿向这些企业提供贷款。二是目前我国存贷款利率仍然由中央银行控制，还没有形成市场化的利率。国有企业投资的利率弹性几乎为零，非国有企业投资尽管对利率较为敏感，但按市场利率仍然难以融到资金。

在利率链条中断的情况下，投资增长仍然会引致货币供给的增长，货币供给的紧缩也会导致投资增长的大幅度下降。经检验，1985-2003年我国固定资产投资增长率的名义值与狭义货币M1增长率间的相关系数为0.64。但事后看，货币供给的增加既可能是货币当局政策调控的结果，也可能是投资增长导致产出和货币需求增加，从而使货币供给被动增加的结果。

通过对名义投资增长率、狭义货币M1增长率与物价指数(CPI)三个变量两两变量间的Granger因果关系检验，验证了我国从投资到货币供给的传导途径。从检验结果可以看出：

(1)在滞后期分别为1年、2年和3年内,名义投资增长率是M1增长率的Granger原因,其中滞后期为2年时Granger因果关系最明显,显著性水平为1.736%。当滞后期延长至2-3年时,M1增长率是名义投资增长率的Granger原因。这说明,我国货币供给与投资互为因果关系。投资增加(或减少)会导致货币需求和货币供给的增长(或下降),货币供给量紧缩(或扩张)也会带来投资的紧缩(或扩张),只不过从投资传导到货币供给需要1-2年的滞后期,而从货币供给传导到投资需要2-3年的滞后期。

(2)在1-2年滞后期内,M1增长率是CPI的Granger原因,在3个滞后期内,CPI都不是M1增长率的Granger原因。这说明,货币供给的增加或减少是CPI上涨或下跌的Granger原因。从货币供给到CPI的传导非常迅速,时滞越短,两者的因果关系越明显(本文中滞后期为1年时,显著性水平为0.058%)。

(3)在1-3年滞后期内,名义投资增长率是CPI变动的Granger原因,相反的关系不成立。其中,滞后期为1年,因果关系最明显,显著性水平为0.04%。这说明,投资增长(或下降)会导致CPI上涨(或下跌)。

### 三、对投资引致型金融风险的检验

在以上由投资引致的货币需求和货币供给的变化中,如果物价出现超出限度的上涨或下跌,即出现较高的通胀或通缩,将对金融市场的稳定产生影响。如果投资引致的信贷需求由于投资低效率,或者由于经济环境的变化而不能得到偿还时,将形成不良贷款。当金融机构的不良贷款比率达到一定限度时,将对金融机构的稳定产生影响。因此,投资在推动产出增长的同时,通过引致货币供求关系的变化,也会形成金融风险。

在资本账户不开放的条件下,投资引致型金融风险主要表现在两个方面,即整体物价水平超限度的剧烈波动,以及银行贷款迅速扩大和收缩导致的不良贷款比率的增加。下面对1985-2003年间我国投资引致型金融风险进行检验。

#### 1、对投资增长率大起大落导致整体物价水平剧烈波动的检验

通过以上对我国“投资→货币供给”传导途径的分析,进一步检验了投资增长率的大起大落对物价变动的影响。同时,还可以从另一个角度证实投资增长率变动对物价水平变动的影响。投资增长首先导致生产资料价格的上涨,经过一年左右的滞后期再传递到CPI上,造成CPI的上涨。1990年代以来,我国上年生产资料价格指数与当年CPI间的相关系数高达0.87。1987年和1993年实际投资分别比上年增长24.1%和27.9%,经过一年的滞后期,1988年和1994年CPI分别比上年增长18.8%和24.1%,物价水平明显超出了金融和经济稳定所能承受的限度。当1989年和1999年实际投资比上年分别增长-11.3%和5.5%时,1990年和1999年的CPI分别比上年增长3.1%和-1.4%。正是由于1997-1999年以来投资的连续低增长,导致我国在1998-2002年发生了轻度的通货紧缩,从而影响了金融和经济的稳定。

#### 2、对投资增长率大起大落和低效率导致不良贷款增加的检验

由于我国资本市场不发达,企业融资活动主要依靠银行贷款,信贷资金成为固定资产投资的一个主要来源。1980年代中期以来,国内贷款占固定资产投资来源的比例平均在20%以上,仅次于企业自筹资金。反映在投资资金来源中国内贷款增长率与固定资产投资增长率间的关系上,两者有着非常高的相关性,贷款增长一直是拉动固定资产投资增长的重要因素。回归分析表明,当年固定资产投资增长率与上年国内贷款增长率的相关系数为0.82。在1985年、1987年、1992年和2002年的固定资产投资资金来源中,国内贷款分别增长97.4%、32.4%、68.4%和22.4%,导致接下来的1986年、1988年、1993年和2003年固定资产投资分别增长22.7%、25.4%、61.8%和26.7%,形成了阶段性投资高峰或次高峰。相反,国内贷款增长率较低的年份,如1989年、1997年和1999年,固定资产投资的增长率也较低。上述三个年份的固定资产投资增长率分别为-7.2%、8.8%和5.1%,成为阶段性投资的谷底。

之所以存在上述关系,是因为投资高涨要有一个融资准备期,企业的信贷需求也要在较为宽松的信贷环境下才能得到满足。因此,从某种意义上说,投资高涨是信贷繁荣推动下的投资超高速增长;而投资之所以陷入低潮,多是金融机构信贷紧缩的结果。

这一过程可以进一步描述为:为了满足企业的投资需求,金融机构放松信贷,导致投资增长和物价上涨。物价上涨首先会增加企业利润,增加投资者的预期收益,产生凯恩斯所说的“血气冲动(animal sprite)”,从而进一步刺激投资增长。这在我国国有企业存在预算软约束,地方政府出于追求投资高增长的目的而对企业投资和金融机构贷款过多干预的情况下,加速投资冲动,往往造成信贷失控和投资增长速度迅速升高,投资质量下降。同时,在投资推动型经济增长中,对投资的数量扩张和各地的低水平重复建设问题很难用市场经济的办法加以控制,结果也会带来物价上涨和项目投产后竞争的加剧。物价上涨会带来企业生产成本和投资成本的增加,预期投资收益下降,从而导致投资减少。但从我国的实际情况看,还没有等到企业减少投资,央行就开始对高涨的物价和失控的信贷进行调节,大幅度收缩信贷的结果,往往导致投资增速的急剧下降。

投资的大起大落,以及投资资金来源中国内贷款的扩张和收缩已经成为金融机构不良贷款的一个重要来源。1985年以来,几乎每次投资高涨都会伴随着信贷资金的失控。1996年以前,为了应对投资高涨和信贷失控,政府实施财政与信贷“双紧缩”的政策,结果形成了许多“半截子”工程,许多贷款成为不良贷款。在我国不良贷款形成的三个主要阶段中,有两个阶段不良贷款的形成与投资 and 信贷的收缩有关。这两个阶段分别在1980年代末和1990年代初的经济过热时期。这两个阶段形成的不良贷款分别占目前不良贷款总量的1/3左右。

### 四、资本账户开放条件下的投资引致型金融风险

1997年席卷东亚的金融危机,很大程度上就是一些国家的金融产业和金融市场在走向全球化的过程中,未能对金融风险进行充分应对的结果。在从现在开始到2010年的这段时期,投资增长率的大起大落仍将成为影响我国金融稳定的一个主要因素。这一时期也恰逢我国资本账户从封闭走向开放的过渡时期,对国内金融市场和金融机构将带来新的考验,投资引致型金融风险也将出现新的变化。无疑,这段时期将成为我国金融风险最敏感的时期之一。

#### 1、资本账户开放条件下投资与金融风险间的关系

按照我国金融改革的次序和中央银行的计划,资本市场将逐步开放。资本市场的开放意味着我国金融市场上的利率水平将与国际金融市场上的利率水平基本保持一致。在固定汇率制度下,央行把维护汇率稳定放在第一位。一旦我国金融市场上的利率偏离国际金融市场上的利率水平,为避免短期套利资金的流出或流入,将通过抛售外币回购本币或抛售本币收购外币的方式,紧缩或扩大货币供给,从而保证国内利率达到国际市场上的利率水平,以维持资本账户的平衡。

根据蒙代尔-弗莱明模型,在资本账户开放条件下,投资的减小在投资乘数作用下会导致产出的减小。产出减小对应的货币需求和货

币供给量也将减小。由于此时的利率水平低于国际市场的利率水平，国内资金会大量流出。为防止出现这种情况，货币当局将进一步紧缩货币供给(抛售外币回购本币)，直到货币供给量减小到国内市场利率与国际市场利率相等的程度，从而避免因国内资金流出而导致的资本账户失衡。这时的货币供给更大程度地减小，宏观经济进一步收缩。

相反，投资的增加在投资乘数作用下会导致产出增加。产出增加对应的货币需求和货币供给也将增加。由于此时的利率水平高于国际市场利率水平，国际市场上的资金会大量流入。为防止出现这种情况，货币当局将进一步扩大货币供给(抛售本币收购外币)，直到货币供给量进一步增加到国内市场利率与国际市场利率相等的程度，从而避免因国际资本流入而导致的资本账户失衡。这时的货币供给进一步增加，宏观经济进一步扩张。

可见，在资本账户开放条件下，投资的变动更容易引起产出的更大幅度变动，从而加大了宏观经济的波动。虽然我国目前资本账户还没有全面开放，但亚洲金融危机以后，人民币贬值和升值预期导致我国实际结汇水平的波动明显影响我国外汇占款渠道投放的基础货币数量，加大了我国宏观经济波动的压力。

同时，在资本账户开放条件下，投资引致型金融风险无论在程度上还是影响面上，都要超过资本账户封闭时的情况。在资本账户开放条件下，投资引致型金融风险主要表现在三个方面：一是由于货币供给与物价间存在同比例的变动关系，由投资变动导致的产出和最终货币供给的大幅度波动将导致物价水平更大幅度的波动，从而出现高通胀或高通缩的风险明显增加了。二是投资变动也将导致货币需求相应地大幅度波动，从而可能会导致银行信贷资金的大幅度扩张或收缩，加剧不良贷款问题并危及金融机构的稳定。三是为了维护固定汇率制度，防止资金的大规模流出或流入，央行必须保有数量庞大的外汇储备，否则有可能酿成金融危机。

## 2、我国资本账户开放条件下的投资引致型金融风险已开始显现

2002年11月，我国开始实行引入合格的境外机构投资者(QFII)制度，从而拉开了境内资本市场对外开放序幕。截至2003年底，中国证监会共批准10家境外机构投资国内证券市场，总额度为17亿美元。在国内机构对外投资方面，也已经开始起步。

然而，无论是对外资机构开放境内市场，还是对境内机构投资国际资本市场的管制放松方面，都仅仅开了一个很小的口子，还不是完全意义上的资本账户开放。例如，QFII在境内开立的人民币特殊账户资金收付的用途要受到境内托管行的限制，QFII的资本流入、流出也要受到一定程度的限制。

事实上，随着我国对外贸易规模和引进外资规模的不断扩大，国内外资金的流出流入存在多种渠道，防不胜防。受其影响，近年来，人民币利率与国际市场利率水平间的变动趋势越来越趋于一致，利差越来越小。近两年来由于国际市场上普遍存在着对人民币升值的预期，国外资金通过各种渠道流入国内的数量明显增加，外汇储备迅速提高。2003年末我国外汇储备增加1168亿美元，比全年贸易顺差和实际使用外资的总和还高377亿美元。

为了保持人民币汇率的稳定，近年来中央银行对外汇市场进行了大力干预，大量买入外汇。2003年全年外汇占款增加1.15万亿元，同比多增6850亿元。多增加的外汇储备占全年基础货币增加额的91.3%，按货币乘数换算相当于M2新增余额的80%。外汇占款已经成为1990年代中期以来基础货币投放的主要渠道。外汇占款的大量增加，通过货币乘数，扩大了货币供给，与投资增长所导致的货币需求增加的效应相叠加，成为推动2003年物价回升的两个重要原因。同时，在人民币利率受美元利率比价效应的影响越来越大的情况下，为避免国际资本流入的继续增加，央行尽量避免通过上调利率的办法调整货币政策。为收缩货币供给量，2003年中央银行先后上调存款准备金率，调低超额存款准备金利率。

在货币需求与产出增长方面，金融机构新增贷款增长率与GDP增长率的比率已经由2000年的0.75上升到2001年的1.73，2002年和2003年进一步上涨到2.11和2.32，显示出随着投资和产出的增长，信贷需求呈加速增长之势。在目前的社会信用状况、政府行为和银行运行机制下，信贷需求的膨胀意味着新增贷款的相当部分有可能形成新的呆坏账，从而对金融机构的稳定产生严重影响。

### [对策] 风险控制需要新思路

今年年初以来，为了控制由于固定资产投资的超高速增长可能引致的金融和经济风险，国家采取了一系列政策措施加强宏观调控。这些调控措施虽然取得了一定成效，但市场的预期与以往有很大不同。究其原因，主要是因为我国的宏观调控环境正在发生深刻变化。一方面，已经由过去的计划经济体制转变为市场经济体制；另一方面，正在由过去的封闭经济转变为现在的半开放经济，并向开放经济过渡。

在这种情况下，以货币政策为代表的宏观调控政策难以得到商业银行和其他调控对象的全力配合，一些调控对象甚至还采取了“反调控”的措施，还有一些调控对象(如外资企业、外资银行)游离于货币政策的调控范围之外。例如，商业银行出于追求利润、缩小存贷差的需要，通过加大“以存定贷”的力度或采取将贷款期限由长拆短等手段来创造流动性，导致货币乘数增加。今年一季度的货币乘数由去年底的4.23提高到4.49，这样即使一季度央行基础货币的投放由去年底的5.23万亿元减少449亿元，但M2仍然从去年底的22.1万亿元上升到23.2万亿元。货币内生性增加，不仅在我国，即便在发达国家也是导致货币政策失效的最主要原因。因此，在重视货币政策的同时，更应重视改善货币政策发生作用的机制和作用环境。

我们认为，控制投资引致型金融风险，应立足于控制投资率和投资增长速度。通过对改革开放以来，特别是1990年代以来投资率的比较，考虑未来一个时期工业化、国际化水平提高的影响，我们认为投资率在30%-40%的区间内、投资增长速度在12%-20%的区间内比较适宜。

根据对投资引致型金融风险的分析，要调控投资率和投资增长速度，在发挥货币政策中心作用的同时，还应从其他四个方面入手。

第一，改进投资与货币供给间的传导机制，发挥利率的调节杠杆作用。要加快利率市场化改革的步伐，增加投资和资金需求对利率变动的敏感性。尽快实现贷款利率的市场化，建立健全商业银行的风险评价体系，并且将其与贷款利率的浮动结合起来，使商业银行根据企业的信用等级和投资回报来确定贷款利率。

第二，大力发展资本市场，提高直接融资比例，分流储蓄资金对商业银行的压力。要按照资本市场和商业银行各自的功能来发挥其作用。把资本市场定位在解决企业，特别是大企业长期发展的资金需求上，把金融机构定位在解决企业，特别是中小企业短期资金需求上。这样，既可以降低企业负债结构，又可以缓解金融机构的压力和系统性风险。要为更多大企业在国内上市和发行债券创造条件，同时鼓励符合条件的大企业在国外上市。

第三，加快投融资体制改革，形成企业自主决策、银行独立审贷、政府宏观调控、健全中介服务体系的基本框架。在推进投融资体制

改革方面，要通过投融资体制改革，理清企业、银行、政府和中介组织间的相互关系，划清各自的职能，增加企业和银行对投资的决策权，强化监督反馈协调机制，避免政府主导投资、干涉信贷的行为。

第四，采取灵活的汇率调节手段，完善汇率形成机制，扩大汇率浮动范围，消除其对金融风险放大效应的作用基础。

此外，还要注意发挥财政政策等其他政策的作用。要发挥税收政策和转移支付等经济“内在稳定器”的作用，缓解经济波动。这其中的关键是建立健全与之相适应的经济体制和税收体制。例如，健全社会保障体制，增加转移支付的力度，实行包括负税率在内的个人所得税，扩大累进税制的比率等。

文章出处：《上海证券报》

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

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