



No. C1999002

1999-1

投融资体制扭曲所导致的后果分析及政策建议

北京大学中国经济研究中心宏观组*

内容提要

党的十五大指出：非公有经济是我国社会主义市场经济的重要组成部分；要探讨公有制实现的多种形势；要改革投融资体制。

按所有制划分，中国的经济类型可分为国有、集体和非公有；股份制是各种所有制的有机组成的重要形式。如果按效率由高到低的次序排队，大体上是：非公有、集体、国有。但从得到资金的容易程度上讲（由易到难），则次序刚好与前面相反，这就是我国投融资体制扭曲的主要表现。

这种扭曲的投融资体制在不强调防范金融风险的计划体制下，必然导致重复建设、生产过剩；在强调提高银行资产质量的今天必然导致投资下降，甚至有可能导致通货紧缩。本文对我国目前投融资体制的扭曲和所造成的后果进行了分析并提出政策建议。

一、当前的投资形势与政策取向

1996年宏观经济“软着陆”之后，中国宏观经济的一个总体趋势是疲软的国内需求同持续的通货紧缩迹象呈互相加强的态势，经济增长率持续走低。其中投资增长率尤其是民间投资增长率下降幅度巨大，成为总需求疲软的主要因素。中央政府自1996年开始有意识地放松1993年夏季以来一直从紧的货币控制¹，但没有阻止住经济下滑的势头。1997年亚洲金融危机爆发后，国内和国际经济周期双重叠加，政府最终调整了宏观经济政策取向，

* 执笔：杨目、赵先信

¹ 针对国有企业的企业亏损状况，1996年以来中国人民银行逐渐加大了资金支持力度：（1）1996年5月和8月两次降息，同时降低了流动资金贷款利率的浮动幅度。（2）央行推出10条具体措施，推行主办行制度，从提供流动资金、实行优惠利率、拓宽融资渠道、加强信息服务等方面促进国有大企业的发展。（3）央行与经贸委联合下文向重点企业实行流动资金倾斜。

（4）1997年10月人民银行宣布重新界定流动资金贷款期限，新增1—3年中期流动资金贷款（过去发放的流动资金贷款期限最长为1年）。（5）1997年10月23日人民银行再度降低存贷款利率。

采取了积极的财政和货币政策²。目前的政策走向表明，政府对金融风险的关注已经让位于对总需求不足的担心，刺激投资需求是此次启动政策的核心着力点。与以往历次经济启动相比，新一轮的投资扩张更加强调政府投资，投资领域集中在基础设施、基础产业及部分高科技产业上，融资方式以财政发债为主，配套资金由银行信贷提供，反映了政府对以往历次投资扩张和经济过热的警惕。

尽管如此，仍然存在着对新一轮投资膨胀的担心³，认为盲目的基础设施投资扩张可能导致金融系统形成更多新的不良资产（王雪冰，1998；刘世锦等，1998）⁴。另一种观点则认为，如果民间投资没有起色，单靠国家投资根本无法支撑国民经济的长期稳定增长（吴敬琏，1998）。我们认为，全面考察投融资体制是分析目前的投资需求形势及评价现行财政、货币政策效应的关键，投融资体制的深层次结构性扭曲真正值得关注。投融资体制扭曲不但直接导致了生产过剩、金融风险 and 有效投资不足，而且会扭曲正常的货币政策传导机制，使得货币政策的扩张效应大打折扣。在扭曲的投融资体制下，单靠财政投入和货币投放虽可取得一时的所谓“速度”，却会导致更多的效率损失，进一步加剧金融风险，并且无助于民间投资的显著增长。因此，深化投融资体制改革和国有企业改革，理顺投资转化渠道，是促进有效投资、建立健全间接的宏观调控体制并确保国民经济持久健康成的关键。全文共分六部分。第二部分论述我国投融资的基本格局和投融资体制的主要特征，第三部分讨论我国投融资体制扭曲的主要表现，第四部分分析投融资体制扭曲产生的危害，第五部分从投融资体制扭曲解释了1996年以后出现的通货紧缩和投资下降现象。第六部分提出政策建议。

二、我国投融资的基本格局和主要特征

1、“单一主体、单一渠道”的投融资格局逐渐为多元化的投融资格局所取代

改革开放以前政府是投资主体，财政拨款成了企业投资资金来源的唯一渠道。改革开放以后，这种“单一主体，单一渠道”的投融资格局发生了很大变化，逐渐为多元化的投

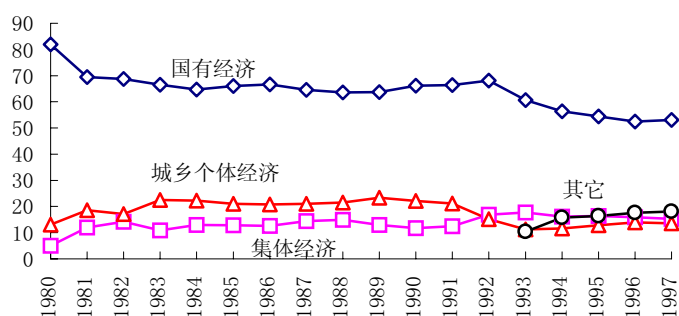
² 财政方面：5月18日财政部宣布发行450亿专项国债，6月10日发行450亿凭证式国债；8月人大四次会议审议财政部地中央预算调整方案，决定增发1000亿特别国债用于基础设施建设专项基金，同时中央财政预算赤字由年初的460亿扩大到960亿。货币政策方面：1月份中央银行加强了对国有独资商业银行地再贷款，同时取消了贷款限额管理；3月份改革了存款准备金制度；3月、7月和12月连续三次降息；5月份恢复了央行债券回购业务，发布《关于改进金融服务，支持国民经济发展地指导意见》；为配合财政政策，央行对国家银行全年地贷款指导性计划进行了调整，从9000亿增加到10000亿，其中固定资产投资贷款由2700亿增加到3700亿。

³ 在中央政府提出保八目标和以投资拉动经济增长的决策之后，各地区、各部门纷纷修订计划，扩大固定资产投资规模，希望以此启动地区经济。上海1998年GDP的增长计划是10%，广东也是10%，江苏11%，山东9%，浙江10%，福建11%，北京9%，广西10%，辽宁8%。河南、湖北、安徽、江西、内蒙、吉林、黑龙江等中部省份大都计划增长9%—10%，其中安徽、湖北为12%。西部省份经济规模小，但制定的增长计划均在8—10%之间（张晶彩，1998）。

⁴ 长期以来国家投资存在的“规模失控、结构失调、决策失误”问题并没有因投资权下放而得到解决。根据国家计委投资司和投资研究所对山东省八五期间国有大中型项目投资效益状况的调查显示，能够完全还本付息的项目比例仅为5%，各大银行已经严重的呆坏帐仍在扩大之中（郭励弘，1998）。

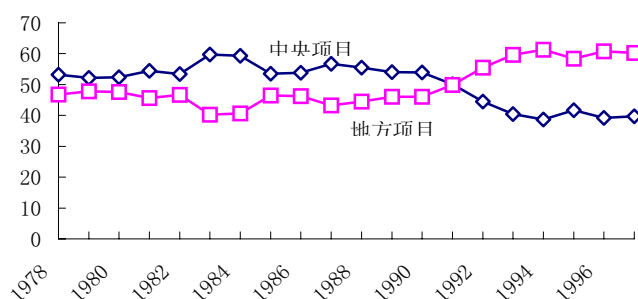
融资格局所取代。首先是投资主体的多元化，投资领域由传统的国有经济一统天下变为多种经济成分并存、大中小型企业共同发展的竞争性的新格局。从所有制结构看，尽管国有经济固定资产投资支出仍占全社会固定资产投资支出的半数以上（见图1），但其份额却呈逐年下降趋势，集体经济、个体经济及其他类型经济投资份额上升很快，1997年四者的比例达到了53:15:13:19。在国有经济的政府投资部分，1992年以后随着投资决策权和审批权的下放，地方政府已经代替中央政府成为新时期政府投资的主体（见图2），1997年中央项目只相当于地方项目的48.6%。投资主体的多元化意味着原有的投资需求模式发生了变化，各主体对投资资金的竞争性需求提高了总体投资效率，非国有投资主体开始对利率、汇率等价格信号作出反应，并成为投资领域市场化的微观基础。

图1 历年投资比例构成（%）



资料来源：《中国固定资产投资统计年鉴1950—1995》，《中国统计摘要1998》

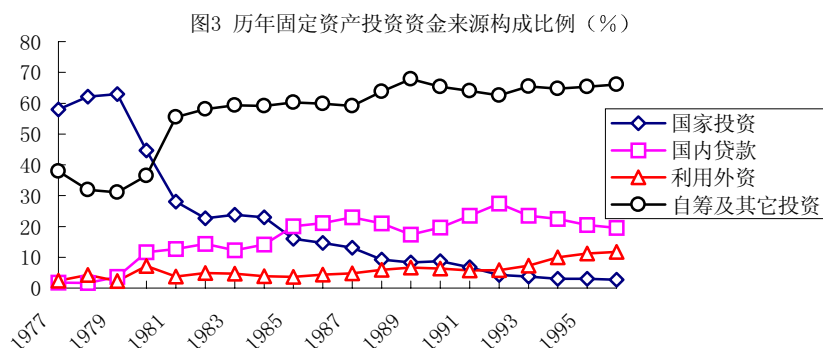
图2 基建投资中央项目和地方项目的构成比例（%）



资料来源：《中国固定资产投资统计年鉴1950—1995》，《中国统计摘要1998》

其次是融资渠道多元化。鉴于财政拨款在国有企业“投资饥渴”及“预算软约束”方面存在的弊端，1978年改革一开始即对旧有的融资体制进行了调整。1979年国家试行基建投资由预算拨款改为银行贷款，简称“拨改贷”，1985年预算内基建投资全部实行拨改贷，从此财政预算内资金所占比重急剧下降（1995年这一比例为3.1%，即使加上预算外资金，其比例也不超过6.8%），银行信贷开始成为企业投资资金的重要来源。另外，随着对外开放的扩大和企业股份制改革的加快，外资流入逐年增加，资本市场初步建立，外资及资本市场也开始成为企业投资资金供给的主要来源。1996年全社会固定资产投资中财政预算内资金、银行信贷资金、外资、自筹及其他形式的融资（包括股权融资、财政预算外资金、自有资金及从非正规金融市场得到的融资等）四者的比例分别为2.6:19.5:11.7:64.2（见图3）。单就外部融资而言，银行信贷资金占绝对比重，资本市场的规模明显偏小。1997

年全国银行贷款余额8万亿元（贷款余额不同于累计贷款，前者不包括已经收回的贷款），累计利用外资合3万亿元人民币，股票融资累计只有4千亿元。由于国有商业银行占据了全部银行存贷款的60—70%，间接融资实际上又是以国有商业银行为主的，因此可以说国有银行系统是现阶段企业外部融资的最主要来源。



资料来源：《中国固定资产投资统计年鉴1950—1995》。

2、投融资体制以国有经济导向为主

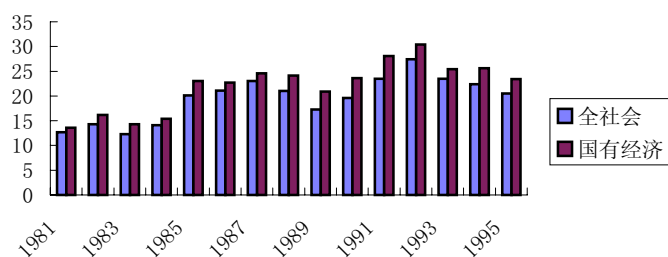
尽管投融资格局已经多元化，这种多元化仍然是以国有经济为主导的，投融资体制继续通过计划手段维持国有经济在投融资领域的主体地位。突出的表现一是在投资上国有经济所占比例过高，投资领域宽泛。如前所述，虽然改革以来国有经济的投资份额逐年下降，其比重仍超过半数，1997年国有经济占全社会固定资产投资的比例为53%，是投资的主体。从投资分布的领域看，一方面国有经济并没有完全从竞争性投资领域撤出，同时继续在钢铁、能源、交通、电信等基础产业和基础设施等领域维持其行政性垄断或主导地位。据统计，全国现有国有企业30.5万户，几乎遍布所有行业，行业资产份额最高99%，最低为11%，平均行业比重为61%。由于布局分散，效率低下，尽管有政府长期的资金和政策支持，国有经济的投资效益仍然很差。相比之下，许多高效率的非国有企业却因为国有经济的行政性垄断及投资政策在产业准入方面的限制而被排斥在许多投资领域之外，其发展空间往往被限定在狭窄的乡镇或“三产”范围内。

其次是通过计划手段对国有经济进行融资倾斜，国有经济是金融机构主要和优先的服务对象。与投资体制相对应，政府仍然保持着对金融市场的计划管理，对国有经济进行融资倾斜。政府对金融市场实施计划管理的方式主要是对银行系统实行贷款规模控制和对资本市场实行严格的计划管制。在1997年1月中国人民银行宣布对商业银行实行资产负债比例管理和资产风险管理之前，中央银行一直通过指令性的信贷额度计划对银行系统的信贷行为进行控制。同银行系统相比，资本市场的计划色彩可能更浓厚一些，从总体的发行额度的确定到具体的上市公司的选定都是在计划框架内通过行政分配的方式进行的。政府对金融市场进行计划控制除了被认为是有利于确保货币政策的贯彻实施和货币控制外，更重要的一点在于计划控制有利于保证政府对资源配置的控制能力，以确保对国有企业的补贴和融资支持。事实上政府从未放弃过对国有企业的补贴和融资支持。在改革初期以至80年代，补贴采取了财政支出及供应平价生产资料等方式，财政和银行则将国有企业作为主要

的融资对象予以支持⁵。80年代以后，随着财政预算内投资资金的急剧下降及生产资料价格的逐步放开，政府实际控制的资源只有土地和金融两大块。由于土地的使用相对固定，政府实际上不可能通过土地的再分配对国有企业进行有针对性的补贴，这时候通过计划手段实行金融控制对政府来说就显得非常重要⁶。

以国有经济为导向的计划和干预必然会导致资金更多地流向国有企业，将非国有经济排斥在正规的金融市场之外。对国有企业的融资倾斜不但体现在管理当局对国有商业银行制定的一系列信贷政策上（见注1），也体现在国有商业银行在信贷发放过程中的“唯成分论”倾向上。由于国有银行和国有企业同属于国家，同样一笔贷款失误发生在国有企业和发生在非国有企业（特别是私营企业）往往会招致不同的责任后果，前者可能只是工作失误，后者的性质则严重得多，对责任人的处罚也严厉得多。这必然会促使信贷人员偏离商业原则，更加偏向国有企业，而对非国有企业敬而远之。近年来国有银行的借贷偏向问题引起了理论界的广泛关注。围绕国有商业银行的信贷政策是否有借贷偏向（lending bias），即是否更加偏向国有企业这一问题，曾经有过一系列经验研究（Wei, 1997; Zhu, 1997; Chow & Fung, 1998），结果都给出了肯定的回答。统计发现，尽管国有工业企业增加值只占全部独立核算工业企业增加值的50%，但在金融机构贷款余额中国有企业所占比例却高达70—80%（刘立峰，1998）。另外通过分析固定资产投资资金来源也可以发现，1981—1995年，国有企业固定资产投资中的信贷资金占全社会固定资产投资中信贷资金的比重一直在60—80%之间，同时国有经济固定资产投资中国内信贷所占比重远高于全社会固定资产投资中国内信贷所占的比重（见图4），显示出国有经济更加依赖于银行信贷。直接融资的融资倾斜更严重，资本市场基本上没有对民营企业开放。以乡镇企业、股份制企业的股票和国债为主要交易品种的山东淄博证券交易所尽管曾一度极为活跃，也由于运行中的若干问题而关闭，能够在债券市场和股票市场进行融资的几乎都是清一色的国有企业。

图4 全社会和国有经济信贷资金中国内信贷所占比重(%)



⁵ 国有企业作为净赤字部门，其赤字的弥补除了借助于财政补贴，银行系统外所占比例最大。根据世界银行（1996）的估计，1987—1995年间，我国国有企业历年储蓄—投资赤字占GDP的比例一直在7.0%-10.5%之间，整个公共部门赤字（政府预算赤字加国有企业赤字）总额占GDP的比例为8.7%-13.1%，其中的60%—80%是通过银行部门融资的；每年对国有企业的补贴最高时（1987年）占到了GDP的10.2%。

⁶ 金融资源之所以重要不仅因为其是政府目前能够直接控制的最后资源，也因为金融资产的规模越来越大。研究表明，随着经济货币化程度的加深及金融市场的不断发展，1995年我国M2与当年GNP之比为106.06%，银行资产与当年GNP之比为93.12%，与80年代美国、韩国等的水平接近（易纲，1996）。

三、投融资体制扭曲的主要表现

同改革前相比，我国投融资体制改革已经取得阶段性成果，最重要的在于形成了多元化、竞争性的投融资体系，各投资主体对投资资金的竞争性需求提高了资金的使用效益，多元化的金融组织体系拓宽了企业的融资渠道，也强化了资金需求的预算约束，加强了金融市场在资源配置方面的作用。不过同时也应看到，现行投融资体制仍然处于改革过程中，还没有实现完全的市场化，存在着一定程度的扭曲。现行投融资体制的扭曲主要体现在以下三个方面：

1、以国有经济导向为主的投融资格局同现实的经济增长格局和投资绩效不匹配

改革开放以来我国经济增长的宏观格局在所有制构成和企业规模构成方面发生了非常显著的变化。国有经济的产出份额越来越小，非国有经济逐渐成为经济增长的主体；中小企业发展迅速，在支撑经济增长和有效吸纳就业方面发挥着基础性作用。从所有制类属看，尽管在投资领域一直占主体地位，并且有来自政府的各类形式的资金投入和补贴以及金融机构的融资倾斜，1979年以后国有经济的产出份额和就业比例仍然呈显著下降趋势，利润下降、增长缓慢及高额亏损始终是国有经济面临的突出问题（见图5）。国有工业企业产值占全部工业企业总产值的比例从1979年的78.5%降至1997年的26.5%；在全部城镇就业人口中所占的比重从1978年的78%降至1996年的57%。在城镇新增就业人口中所占的比重下降得更快，从1978年的72%下降到1996年的34.4%。1995—1997年国有工业企业职工人数净减少了360万；其利润占比1994年为50.5%，1996年则降到了29.3%，1998年1-5月国有工业企业的利润实际上为负数。从亏损情况看，亏损额、亏损面及亏损率一直处于上升状态⁷。这必然会导致国有经济的增长速度减慢，对整个经济增长的拉动力越来越弱。1996年国有工业企业增加值仅比上年增长6%，在全部工业增加值增长的12%中，国有经济的贡献率仅为3.3%⁸。国有经济投资的低效益更多地反映了制度失效。

同国有经济的上述困境相反，尽管在投资中所占的份额不足一半，并且面临着正规金融市场的融资歧视，非国有经济（主要指集体经济、个体经济及私营经济等）仍然通过“自筹资金、自我积累、自我发展、自我约束”的方式取得了良好的投资效益，并逐渐成为国民经济的主体。1996年非国有经济在全部工业企业总产值中所占比重为71.5%，占城镇新增就业人口的比重为65.6%，占商业零售额的比重达到了72.8%（见表1）。这表明非国有经济已经成为最具活力的主要增长点，也是国有经济存量重组的主要支撑点。

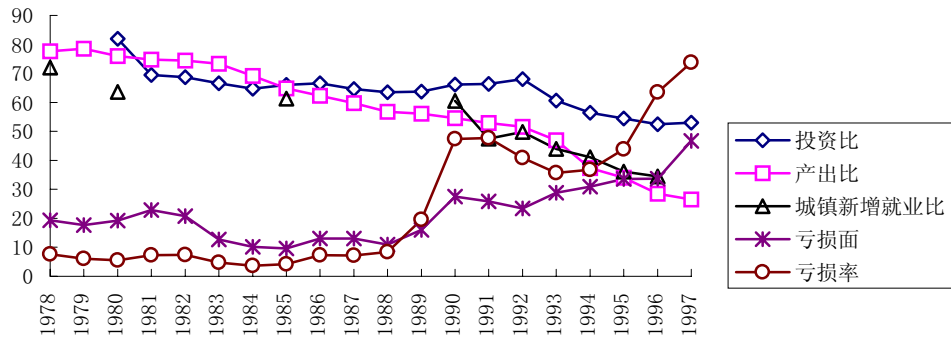
从企业规模看，改革的增量效应和重组效应正在形成一个庞大的中小企业群体。目前我国中小企业户数已占全部企业户数的99%以上，工业产值占60%，实现利税占40%，就业人数占70%，新增就业机会占80%以上（尚福林，1998）。统计还发现，全国农村社会增加值的2/3，全国出口创汇的38%及财政收入的1/4均来自城乡中小企业。改革开放以来中小企业的增长速度是大中型企业的4倍以上。企业规模结构的变化是改革与发展的必然

⁷ 亏损面=亏损企业个数/全部企业个数. 亏损率=亏损企业的亏损总额/盈利企业的盈利总额.

⁸ 《中国经济统计年鉴1997》第673页。

结果，也符合国际经验⁹。目前的形势表明，广大中小企业的发展壮大不仅有利于解决目前的下岗职工再就业问题，从长期看对促进增长和增进就业也有着不可估量的重要意义。

图5 国有经济主要指标变动趋势



资料来源：《中国统计年鉴》1992、1997，《中国统计摘要1998》。

表1 中国非国有经济主要指标概况

| | 1978 | 1985 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|--------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 占全部工业总产值的比重 | 22.4 | 35.2 | 45.5 | 47.1 | 51.9 | 56.9 | 66.9 | 69.1 | 71.5 |
| 占全部工业增加值的比重 | | 50.5 | 62.5 | 56.3 | 67.5 | 68.7 | 89.6 | 91.7 | 91.2 |
| 占全社会就业人口的比重 | 80.9 | 81.9 | 83.8 | 83.5 | 83.4 | 83.5 | 83.3 | 83.4 | 83.6 |
| 占城镇新增就业人口的比重 | 28.0 | 31.7 | 39.5 | 52.6 | 50.2 | 56.1 | 58.9 | 63.9 | 65.6 |
| 占国家财政收入的比重 | 14.1 | 34.4 | 28.7 | 28.7 | 28.7 | 28.4 | 28.6 | 28.9 | |
| 占固定资产投资总额的比重 | | 36.3 | 33.9 | 33.6 | 32.0 | 39.4 | 43.6 | 45.6 | 47.8 |
| 占流动资金占用额的比重 | | 24.0 | 29.4 | 30.3 | 34.5 | 38.3 | | | |
| 占商业零售额的比重 | 48.6 | 59.6 | 60.4 | 59.8 | 58.7 | 62.5 | 68.1 | 70.2 | 72.8 |

资料来源：《中国统计年鉴》1993、1994、1997。

显然，以国有经济和大企业为导向的融资格局同新的经济增长格局和投资绩效是倒置的，这种倒置必然带来效率上的损失。中国的增量改革之所以能取得今天的成就就在于背靠着这样一个坚实的逻辑：市场机制下的效率改进是在边际上进行的（易纲，1988）。正是由于国有经济之外出现了更有效率的新经济成分，增量改革才会有如此巨大的效应。投融资格局同经济增长格局不匹配不但抑制了经济增长的活力，阻碍了国有经济的结构重组和整体经济的结构升级，也影响了金融资产质量的提高¹⁰。

⁹ 无论是发达国家还是发展中国家，中小企业都具有非常重要的地位。数量众多的中小企业不但创造了相当份额的国民财富，而且提供了超过半数的就业机会。统计表明，1982年美国中小企业就业人数比例为55.8%，创造了45%的GNP；法国50人以下的企业比例为96%；意大利中小企业的比例为99%，创造了35%的工业总产值；日本中小企业的比例为99.4%，提供了870%的非农就业机会。在广大发展中国家，由于资本装备水平低及普遍存在的大量剩余劳动力，以劳动密集型为主要特征的中小企业的发展则显得尤其重要。

¹⁰ 以三资企业为例。1995年同1985年相比，三资企业户数由282个增加到59311个，年均增长速度超过100%；从业人数由7.8

2、国有经济仍然存在“投资饥渴”和“预算软约束”

国有经济投资主要包括国有企业投资和政府投资。1990年以前的中国市场基本上一直是卖方市场，供给增长就等于经济增长（杨目、赵先信、钟凯峰，1998），投资需求是拉动GDP成长的最有力因素，国有企业有着强烈的投资冲动。不仅如此，由于官办经济有着根深蒂固的开支最大化偏好，扩大投资往往成为企业谋取个人和集体利益的最直接的方式。因为投资效益并不完全来自市场回报，投资决策就不一定非得以市场需求为基础。就政府投资而言，由于投资体制在明晰产权及明确政府经济职能方面未取得实质性进展，地方政府只享受投资收益而不承担投资决策的任何风险和责任，对兴办投资项目有强烈冲动，热衷于铺摊子、上项目，搞外延扩张；同时又由于条块分割和地区壁垒形成低水平重复建设，致使项目效益低下，资源浪费巨大。从资金的供给方面看，预算软约束是国有企业过度投资得以实现的必要条件。在传统的计划经济中，由于存在着所谓的“父爱主义”机制，国有企业的预算约束不可能得到硬化。改革以后财政预算内资金越来越少，企业投资资金主要经由银行提供。由于企业和银行同属于国家，企业的预算约束也不可能从根本上得到硬化。加之改革以后的金融系统逐渐成为相对独立的利益主体，金融机构在追求自身利益的同时，并不具备足够的风险防范意识和自我约束机制，因而不能构成对企业投资需求的有效约束。这样，企业的投资冲动就很容易演变成实际的投资膨胀，直接造成经济波动。所以我们总是能够看到这样一个现象：在典型的市场经济中，苦于需求约束，宏观政策总是致力于刺激企业的有效投资需求；而在公有制经济中，中央政府总是苦于同投资膨胀作斗争。

3、国有银行系统还没有真正商业化，风险和收益不能兼顾

高效率（明晰的）的产权安排有助于金融机构将风险和收益内部化，促使其产生足够的风险防范意识和利润最大化动力，从而达到风险和收益的均衡点。虽然改革以后的银行系统及其他金融机构已成为相对独立的利益主体，但由于商业化改革滞后，国有银行系统缺乏有效的产权约束和产权激励机制，很难将风险和收益内部化。其行为容易在两个方向上走极端：要么置风险于不顾，片面追求资产规模和资产收益；要么过于惧怕风险，利润动机和创新动力不足。最终倾向于哪一端，很大程度上取决于管理当局对风险的态度。这里面的道理很容易理解。打个比方：假如东家交给你一笔钱，让你负责贷出去，并讲明赚了归你，亏了归他。这时你很可能将钱拿去放高利贷。可是有一天东家突然改变了策略，告诉你，如果再亏掉1分钱，不但要解雇你，而且还要让你吃官司。这时你多半会把钱藏到褥子底下。大体来说，1996年以前银行的行为以前者为主要特征¹¹。这一时期国务院

万人增加到898.3万人，年均增长80%；工业总产值由27.1亿元增加到12021.2亿元，年均增速200%。1995年末，三资企业单位数占全部企业数的0.8%，但从业人数占13.6%，工业总产值占全国的13.1%。从小内行业的市场占有率看，超过30%的有133个行业，其中57个小类行业的市场占有率超过了50%。三资企业之所以发展如此迅速其更多地依靠外资起了非常重要的作用。相比之下，城镇集体企业进来之所以遇到很大困难与其所面临的不利融资环境也有很大关系。

¹¹ 绕规模放款是这一时期银行行为的突出特征。据初步统计，从1984年到1995年的12年间，平均每年贷款突破规模44.4%（王振营，1998）。分析固定资产投资资金来源也可以发现，1986—1995年间，固定资产投资中绕规模发放的银行信贷资金大约等于计划的信贷规模（卓韦，1998）。

没有对国有商业银行的资产质量制定硬性规定，人民银行对商业银行资产质量的监管也不是很严；1996年以后随着金融风险的加大及管理当局对资产质量的重视，国有银行的行为又渐渐倾向于后者。

四、投融资体制扭曲的直接后果：生产过剩与金融风险

投融资体制扭曲必然会导致资源的错误配置，降低金融市场在资源配置方面的作用，损害其配置效率。投融资体制扭曲一方面限制了非国有经济的投资能力和规模扩张，阻碍了投资领域的市场化进程，不利于国有经济的结构重组及整个社会资本运营效率的提高。同时还因为国有经济的低效益直接导致了生产过剩和资源浪费，加剧金融风险，给财政、金融及宏观经济的稳定带来很大威胁。

1、固定资产投资膨胀和信贷膨胀造成经济波动和资源浪费，经济增长不可持续

1993年经历的经济过热就明显是由投资需求膨胀和金融秩序混乱这两个源头互相推动引起的。这次经济过热的主要特征被概括为“四高四热”，即高投资、高货币投放、高物价、高进口，房地产热、开发区热、股票热、集资热。从固定资产投资来看，1993年上半年全社会固定资产投资3542亿元，比上年同期增长61%，增幅比上年同期高31.8个百分点。其中国有单位投资2190亿元，比上年同期增长70.7%，新开工项目、在建工程投资总规模均超过上年同期一倍多。与此同时，金融秩序极度混乱，全国普遍出现了乱集资、乱拆借现象（据估计金额达2000亿元），大量资金绕过监管，流向沿海地区和经济发达地区，用以炒作房地产和股票，经济泡沫越来越大，这反过来又挤占正常的生产资金，迫使银行追加贷款，扩大货币供应。从现金投放看，一般是上半年（春节以后）净回笼，下半年投放。1979—1992年14年中只有88年上半年净投放12亿元。1993年由于高投资拉动，现金投放一反常态，上半年净投放528亿元，6月末与上年同期相比，M0上升了54.1%，M1上升了34.2%，M2上升了26.5%。货币扩张给通货膨胀带来巨大压力，6月份35个大中城市居民消费价格总水平比上年同期增长21.6%，生产资料的价格上涨更快。由于国内资源不足，各方面进口资源急剧上升，汇价大幅度下挫，人民币汇率由年初的1美元兑换7.4元人民币跌至6月中旬的1美元兑换11.1元人民币。种种迹象表明国民经济已经严重过热，但资金的体外循环和金融秩序混乱几乎使得人民银行无能为力，最后还是行政控制起了关键作用，1993年下发的6号文件瞄准投资膨胀和金融秩序混乱两个要害提出了16条具体措施。16条的颁布成为1993年经济、金融的转折点。这次投资膨胀和信贷膨胀不但直接导致了一些领域的过度投资和生产能力过剩，也助长了经济泡沫，给金融系统增加了更多的不良资产。

改革开放以来所经历的四次经济过热都是由固定资产投资（包括地方政府部门的投资）膨胀和信贷膨胀引起的。经济波动不仅造成了资源的极大浪费，而且使经济增长不可持续，其危害无需赘述。

2、国有经济在经济核算意义上已经成为一种亏损经济，对亏损经济进行融资倾斜必然会恶化金融资产质量，加剧金融风险

虽然国有经济产生了巨大的社会效益并且对国民经济作出了历史性贡献，但效率低下却是一个长期存在的问题。国有企业的根本问题在于缺乏效率。效率是个相对的概念。无可否认，与过去相比，国有企业的运行效率有了很大提高，假如同样是生产杯子，杯子的

花色品种、质量、成本肯定都大大改进了，但由于竞争者生产的杯子在花色品种、质量、成本方面又更胜一筹，国有企业的杯子仍然卖不掉。正所谓“计划赶不上变化”，市场已经将国有企业拖入了一场没有终点的马拉松赛跑，除非其相对效率能够赶得上竞争的均衡水平，否则其产品就会一直卖不出去，就会一直亏损。我们知道，在一个信用经济里，金融债权的实质是与其名义值相对称的实物索取权。如果一个负债经营者发生了亏损，就说明他没有实现与其所借得的这份金融债权相对应的实物，从而意味着加总的金融债权的贬值，尽管名义的金融债权值未发生变化。很显然，效率的含义在这里非常明确，就是指你的偿债能力。因此，泡沫经济的实质是名义的金融债权（实物索取权）的自我膨胀，而实体经济未发生变化；亏损经济的实质是金融债权（实物索取权）名义值未变，而实物经济的规模在消蚀、萎缩，两者之差即为国民财富的净损失。很显然，为了停止或防止这种损失，唯一合理的办法就是将亏损者淘汰出局，以终止其进一步的亏损。在健全的市场经济环境中，借助于硬的债务约束，金融市场存在着一种自动的纠错机制，金融机构出于风险—收益的考虑就会终止对亏损部门的净资金流入，改变资源的误配置状态。由于我们前面提到的原因，我国目前的投融资体制并不存在类似的自动纠错机制，资源仍然继续流向亏损部门。如果这种资源误配置状况不能从根本上得到扭转，亏损经济最终将会导致巨额社会金融债权的悬空，从而酿成严重的金融危机或货币危机，前者会造成金融体系和信用关系的崩溃，后者则意味着政府不得不发动一场通货膨胀来抹平所有的债权和债务。

不仅如此，如果金融机构继续将资源导向低效率的国有部门，还将使本来已经虚弱的财政更加难以为继。在现有的投融资体制下，银行系统的不良资产实际上是国有部门巨额亏损的帐面反映，国有企业、银行和财政是一根管子连着的三个瓶子，一处漏水会将所有的水都漏掉（宋国青，1998）。1993年以后，政府已经意识到这三个瓶子之间的关系，认识到改革投融资体制和国有企业对稳定财政、银行及宏观经济的决定性意义。但这种认识是渐进的，因而改革也是渐进的。改革首先以1993年夏季“软着陆”的形式对投融资体制进行调整，在大规模削减固定资产投资的同时全力整顿金融秩序；但政府并没有放弃对国有大中型企业的融资倾斜政策，继续对亏损的国有企业进行补贴。只是到了1995年以后政府才最终认识到国有企业改革和投融资体制改革滞后可能造成的严重后果，并最终促成了1996年以来国有企业改革和金融体制改革攻坚方案的出台。正是这些改革措施连同外部环境导致微观主体的行为发生了变化，从而促成了通货紧缩和投资需求不足的出现。

五、从投融资体制扭曲看目前的通货紧缩与有效投资不足

投融资体制产生的效率损失首先反映在商品市场和金融市场上。部分由于92—93年间的过度投资，1995年之后商品市场开始出现结构性过剩，由卖方市场转为买方市场，许多领域生产能力闲置，企业投资预期看淡¹²。与此同时，金融风险也开始显现，银行系统存贷款比率过高，整体资产质量下降，系统性风险加大。由于企业的资产负债比率过高，流动比率偏低，银行面临的信用风险也越来越大。为了强化财政，稳定金融系统和宏观经济，

¹² 据第三次全国工业普查对94种主要产品的统计,1995年底生产能力闲置1/3到1/5的产品有26种,占7.7%。生产能力闲置一半左右的产品有17种,占18.1%。生产能力利用率不足一半,处于半停产或停产的有18种,占19.1%。

投融资体制改革和国有企业改革的步伐开始加快。投资体制方面实行了投资项目法人责任制、建设项目资本金制度，建立了严格的投资决策责任制。金融体制改革出台的措施较多，诸如通过审贷分离等具体措施强化银行信贷风险责任制；成立政策性银行；放松银行准入，以加强同业竞争；清理非银行金融机构；中央银行改变对金融机构的计划管理，改用资产负债比例管理和资产风险管理；依审慎监管原则强化对金融机构的监管等¹³。国有企业改革采用“抓大放小”战略。政府在承诺继续抓好1000家重点国有企业及10000家国有大中型企业的同时，将对近800000家中小型国有企业进行重组。1997年全国111个优化资本结构试点城市中国有企业破产终结675家，被兼并企业1022家¹⁴。

上述改革措施必然会导致外部环境发生相应变化，并进一步影响到企业和金融机构的投融资决策。“抓大放小”加大了国有企业重组的压力。企业重组必然伴随着债务重组，实践中普遍发生了企业借改制之机逃废银行债务的现象。另一方面，由于社会信用观念淡薄，不但无偿债能力的企业不还贷，即使有还贷能力的企业也能不还就不还。从地方政府的角度讲，企业是地方的，银行是中央的，企业不还贷，地方没什么损失。这就使得地方政府对制止企业逃债行为抱消极态度。“起诉不受理，受理不执行”，银行信贷资产安全受到很大威胁，信用风险急剧上升。从银行方面看，由于普遍强化了内控制度建设，金融机构特别是银行系统的风险防范意识和自我约束机制较以前大大增强。针对越来越高的风险压力，银行系统开始收缩信贷规模。受其影响，1993—1996的4年间，广义货币供应量增速总共下降了8个百分点；狭义货币供应量增速总共下降了9个百分点。1997年银行信贷首次没能完成信贷指标，各季度信贷增长率均低于往年。广义货币供应量增速较上年下降了8个百分点，狭义货币供应量增速下降了2.4个百分点，两层次货币供应量回落的势头一直持续到1998年年初。反映货币流通速度的指标M1/M2也一直呈显著下降趋势。值得注意的是，同1996年以前的紧缩相比，1996年以后的货币政策实际上是逐渐放松的，货币政策的扩张之所以缺乏足够的响应，除了信用风险过高以外，跟前面分析的国有银行系统过于规避风险及缺少足够的利润动机和创新动力有关。所以我们看到，尽管中央银行连续下调了利率并且扩大了信贷规模，信贷收缩仍在继续。从投资主体看，由于生产能力过剩及市场预期看淡，虽然资金供给有保证，国有大中型企业缺少投资意愿；大量被放掉的中小型国有企业正处于重组过程中，信用风险很高，这促使银行一方面加快贷款回收，同时紧缩其信贷发放。非国有经济中效益好的大型企业由于受行政性垄断及产业准入方面的限制，

¹³ 1993年以来，国有银行的经营责任和贷款损失责任在不断加强。1995年夏，银行召开经营管理会议，提出了银行不良贷款比重过高、亏损严重的问题。朱熔基副总理提出了银行要在3年内扭转亏损的要求。1995年6月，全国人大常委会制定了《关于惩治破坏金融秩序犯罪的决定》。其中规定：因贷款失误造成损失，要追究有关人员的刑事责任。与此同时，中国人民银行也开始加大金融监管力度，整顿金融机构，规范业务行为。1996年完成了对非银行金融机构的重新登记工作，全年撤销合并的各类金融机构及其分支机构达5589家。实行分业经营原则，要求国有商业银行与其所属的信托投资公司脱钩，撤并了150家信托投资公司。禁止商业银行挪用流动资金搞固定资产贷款，禁止银行资金进入股市。商业银行逐步建立了法人集中管理体制，实行法人授权、授信制度。按“清算登记、核实审批、规范核算、严肃纪律”的要求，对国有商业银行的绕规模资金运用和帐外帐行为进行了清查、并帐和登记。

¹⁴ 《中华人民共和国国家统计局关于1997年国民经济和社会发展的统计公报》，《中国统计》1998年第3期。

缺少投资方向；大量中小型非国有企业虽然可能有潜在的投资机会，也因为事实上的融资歧视及资信条件差等方面的现实原因很难从正规的金融市场得到融资。这样，改革措施连同外部环境的双重压力一方面控制了无效投资，同时也由于投融资体制的扭曲抑制了有效的投资需求，总的实际投资支出的下降当然在所难免。

实际投资支出下降导致了总需求的下降，迫使总体价格水平走低，加剧了商品市场的过剩程度，同时加大了通货紧缩的压力。这时的通货紧缩开始具内生性，并且呈放大效应。通货紧缩一方面加重了企业的债务负担和资金成本，同时又通过所谓的资产净值效应减少了外部资金的供给，增加了企业进行外部融资的难度，从而导致实际投资的下降¹⁵。企业对资产需求的下降又进一步加深了通货紧缩的程度，从而引发新一轮的投资下降。过程的实质即通货紧缩与投资下降互相加强，产生放大效应。这也就是通常所说的企业越困难，银行越不愿意借；银行越不愿意借，企业就越困难。需要特别指出的是，通货紧缩对不同的企业在损害程度上是有区别的。大企业，资信条件好的企业较小企业、资信条件差的企业更容易得到外部融资，面临的借贷约束要小得多。因而通货紧缩往往会致资产从后者向前者转移，从而改变既有的资源配置格局。就中国的情况而言，通货紧缩对非国有企业、小企业的影响似乎更大些。经验表明，每次大的紧缩之后受冲击最大的往往是非国有企业和小企业。

六、政策建议

以上分析表明，目前的投资需求不足源于改革过程中的投融资体制扭曲。同整体经济的市场化程度相比，作为市场经济核心的投融资体制仍然保持着计划体制下的一些主要特征。支配了绝大部分信贷资金的正规金融体系继续将国有企业作为主要和优先的服务对象，而对高效率的非国有企业则给予二等公民待遇。这一方面影响了国有经济的结构重组和整体经济结构的升级，同时还直接导致了效益低下、生产过剩和金融风险。如果不从根本上改变投融资体制的扭曲状况，单靠财政和货币投入，只会导致资金更多地流向低效的国有部门，造成更多的资源浪费，并进一步加剧风险。因此刺激有效投资需求的最关键办法只能是继续改革投融资体制和国有企业，拓宽非国有经济的投资领域和融资渠道，解除对有效投资各类金融抑制和非金融抑制。具体是：

1、缩小政府投资领域，拓宽非国有经济的投资领域和投资渠道

投资体制改革要解决的无非是弗里德曼的老范式“花谁的钱，为谁花”的问题。目前的政府投资基本上属于“为自己花别人的钱”或“为别人花别人的钱”。要提高花钱的效率最好是“为自己花自己的钱”，这就意味着投资体制必须在明晰产权和明确政府经济职能方面有突破性进展。首先要弱化政府的投资权限，使企业真正成为责权利统一的投资主

¹⁵ 关于通货紧缩抑制投资决策的传导机制，宏观经济学给出了三种著名的解释：A、资本成本效应（Capital cost effect, Irving Fisher, 1933），通货紧缩引致实际利率升高，加大了企业的债务负担和外部融资成本，从而减少了企业的投资需求。B、资产净值效应（Balance sheet effect, Ben Bernake, 1985）。通货紧缩导致企业的资产净值缩水，使其潜在的可抵押物价值下降。这样，借款违约的风险增加，外部融资者面临的代理成本上升，就会紧缩信贷规模，引致实际投资的下降。C、银行传导效应（Banking Channeling Effect, Ben Bernake 1985）。

体。其次是要进一步缩小政府在经营性领域里的投资比重，扩大非国有经济的投资领域。当前关于政府投资领域的提法是竞争性项目以企业投资为主，基础设施项目和公益性项目以政府投资为主。这种划分并不准确，因为许多基础性项目完全可以引入竞争机制，允许非国有经济参股进入。通过采用BOT（Build-Transfer-Operation）等多种项目融资方式成立项目公司，非国有经济可以发挥更大作用，也有助于提高基础设施的投资效益。

2、打破行业垄断，收缩国有经济规模，积极促进竞争。

国有经济的核心问题在于效率低下，在我国所谓有“效益”的国有企业大多集中在资源垄断性行业。垄断“利润”实际上是来自消费者和相关企业的净转移支付，是以损害消费者福利和总体经济效率为代价取得的。相比之下尽管非国有经济成长迅速，其发展空间往往被限制在狭窄的乡镇或“三产”范围，许多产业和领域尚不允许其进入。因此必须加快收缩国有经济规模，打破行业垄断，积极促进竞争。只有这样才能终止国有经济的继续亏损，才能强化财政，降低金融风险，稳定宏观经济，从而有利于国有经济的存量重组和国民经济地持久增长。

3、解除对非国有经济的融资歧视，为非国有经济创造平等的融资环境

要让金融市场在资源配置上发挥核心作用就必须尽快改变我国投融资体制的扭曲状况，改善非国有经济，特别是有效益的部门和企业的融资条件，创造一个公平的以效益为导向的融资环境。首先要从根本上改变国有银行信贷发放过程中的“唯成份论”倾向，同时进一步发展和完善银行体系，提高金融服务水平和服务质量。其次是尽快解除对资本市场的计划控制和行政干预，在直接融资上给予非国有经济平等的进入条件，由市场而非政府来决定企业上市资格。三是从法律上保护非国有经济的投资权益，提高其利用外资的能力。四是引导并规范非正规金融市场的发展，逐步消除金融市场的分割状况。

4、进一步推进金融改革和金融深化，为广大中小企业提供一个适应其需求的多样化的融资服务体系

中小企业负债率高，资信条件差，只依靠银行贷款风险较大。当前在强调提高银行信贷服务地同时，应考虑开放第二板块资本市场，在条件具备的地区设立低标准的股权交易市场，为符合条件的中小企业开辟直接融资渠道。第二板块资本市场的运作应该完全采取市场取向，避免不适当的行政干预。除此以外，从政策方面完善对中小企业地金融服务也很重要，如对中小企业贷款实行利率浮动；建立中小企业贷款担保基金等。目前上海市已经建立了类似的贷款担保基金，上海的经验有待于进一步完善和推广。

5、加快国有银行商业化进程，理顺国有银行系统的经营机制

产权约束和产权激励机制是国有银行系统得以将风险和收益内部化的必要条件。只有建立了高效率的产权安排才能避免国有银行系统陷入两头走的极端倾向，才能真正扭转“唯成份论”倾向，间接的货币政策传导机制才具备微观基础。因此必须积极推进国有银行的股份制改革和股份制改造，建立审慎的监管体制，促使国有银行以效益为导向，走贷款立行之路，努力提高资产运作效率。

6、加快政府机构改革，清理各种税费，减轻企业负担

机构、人员和开支膨胀是地方政府向企业伸手的直接原因，税费不分、管理混乱又为各种乱摊派、乱收费提供了借口和便利。必须加快推进政府机构改革，减员增效，增收节

支，取消各类不合理收费，只有这样才能切实减轻企业负担，保护企业利益，提高企业投资的积极性。

参考文献

1. Irving Fisher, 1933, “The Debt-Deflation Theory of Great Depressions”, *Econometrica*, Oct.1933(5)pp.200-05
2. Ben Bernake and Mark Gertler, 1989, “Agency Cost , Net Worth, and Business Fluctuations”, *AER* ,March 1989.
3. Shangjin Wei and Tao Wang, 1997, “ The Siamese Twins: Do State-owned Banks Favor State-owned Enterprises in China?”, *China Economic Review*, Vol 8,Number 1, Spring 1997.
4. 杨目、赵先信、钟凯峰, 1998, 《中国的经济增长: 速度、效率和可持续性》, 《改革》1998年第4期。
5. 易纲, 1996, 《中国的金融资产结构分析及政策含义》, 《经济研究》1996年第12期。
6. 易纲, 1988, 《市场效率与产权界定》, 《中国: 改革与发展》1988年第12期。
7. 宋国青, 1998, 《债务—通货紧缩》, *CCER working paper* 1998.
8. 刘世锦等, 《当前加强基础设施应当重视的几个问题》, 《经济研究参考》1998年第44期。
7. 世界银行(1996), 《中国经济: 治理通胀, 深化改革》, 中国财经出版社1996年版。
8. 吴敬琏、汪丁丁(1998), 《关于改革前途的对话》, 《财经》1998年11月号。