

信贷膨胀下民间投资回暖的不确定性分析[※]

何建勇

内容提要：统计数据表明，我国民间投资呈现回暖迹象，但基础并不牢固，因为它主要不是靠市场最终需求改善的结果，而是由政策性溢出效应。文章通过分析发现：民间投资的这种政策性回暖不等于真实的回暖，更不是全面回暖，至少存在五个方面的不确定性：一是民间投资回升的不均匀性，二是外需持续疲软，三是财政刺激的挤出效应，四是资产泡沫的虹吸效应，五是基建投资的负面效应。民间投资真正复苏需要宏观层面产业政策、财政政策和金融政策的共同扶持，而体制层面的制度调整是根本性的。

关键词：财政刺激 信贷膨胀 挤出效应 民间投资

中图分类号：F293.35 文献标识码：A 文章编号：1009-2382(2010)02-0041-05

就目前而言，中国政府果断推出的积极财政政策和适度宽松货币政策，成功地抵抗住了国际金融危机的负面影响。在“4万亿”财政投入和信贷膨胀的共同刺激下，中国经济短期内实现了“保增长”的预期目标，然而这种“以信贷保投资，以投资保增长”的经济回暖路径，其复苏的可持续性亟待民营经济和民间资本的后续跟上。如果我们把国有投资以外的都视为民间投资的话，那么从现有统计数据来看，民间投资呈现回暖迹象，一些民间投资的增速已经恢复到危机前水平。这种回暖表现在两个方面：一是内资非国有企业投资也在原来的基础上继续加快。2009年5月，内资非国有企业投资增速首次突破40%，同比增长40.64%，增幅比上个月高6个百分点，基本上回到了2007年的水平。二是港澳台商投资和外商投资从2009年4月的负增长，转为5月5.38%的正增长。尽管与危机前20%左右的增速相比仍有很大的差距，但已有触底反弹的迹象。

然而，民间投资的回暖迹象基础非常不牢固，内资非国有企业投资增速在2009年5月达到峰值后，在6月和7月就又分别回落了4.9和8.06个百分点；而港澳台商投资和外商投资更是从5.38%的正增长迅速滑落到-0.99%和-2.39%的负增长。其中，最令人瞩目的外商直接投资(FDI)自从2008年10月金融危机在全球范围内爆发以来，已经是连续10个月下降(截止到2009年8月)。FDI的持续萎缩，无疑给

世界和中国经济的市场前景蒙上一层阴影。结合国内外因素，我们认为中国民间投资的复苏还存在着几个方面的不确定性。

一、从区域结构来看，在民营企业活跃的省份，投资回升并不均匀

统计数据显示，受危机冲击最大的东部沿海地区的投资增长已经从2009年年初的底部回升到了危机前的水平。从3月开始，中、西部地区投资增幅高位企稳，东部地区的投资则出现快速反弹。7月，东部地区的投资增幅比年初的2月增加了12个百分点，达到27.16%，而同期中、西部地区都保持30%的投资增幅，均值分别达到36.45%和40.85%。东部地区投资增长加快，在一定程度上显示，民间投资开始启动。东部地区经济外向型程度较高，其占全国出口的比重一直保持在90%左右。受国际市场需求衰退的影响，中国投资增速自去年三季度开始持续大幅下降。2009年以来，由于经济刺激计划的重心在基础设施和中上游产业，同时产业振兴政策又较多地针对于大中型的国有企业，也大部分分布在这两个地区。因此，中、西部地区投资进入了飞速扩张时期，而相对于发展滞后的中、西部，东部地区基础设施建设相对较为饱和，大型国有企业所占比重较低，投资增速一直落后于中、西部地区。

尽管东部地区整体投资形势好转，但仍然存在

※本文系国家社会科学重大项目《扩大国内需求的宏观经济政策研究》(项目编号:08&ZD034)的阶段性成果。

回升不均匀的结构性问题。一方面,山东和广东两省2009年4月的投资增幅比3月提高了5.8和11.8个百分点;另一方面,在民营经济比较发达的浙江和福建省,同期投资增长分别下滑了1.3和4.8个百分点。2009年上半年,浙江省的国有投资增长31.6%,而民间投资只有个位数,仅为6.4%。另外,北京市2009年1-7月的固定资产投资中,国有内资投资增长87.7%,而非国有内资投资和外商投资则分别下降2%和27.6%。这些东部沿海地区的民营企业大都面向国外市场,投资回升的非均匀性,反映的是外部需求的持续疲软,但受地方政府的相关政策刺激,有的省份民间投资短期内率先启动,而更多的是与市场保持在低位徘徊。

二、民间投资的回升与外需的持续探底不符

自2008年11月以来,包括港澳台商和外商在内的外资企业的进出口出现了连续的负增长,同期外资投资也持续下滑,贸易与投资之间的关系基本是一致的。相比之下,内资非国有企业也面临着同样的出口跌幅,外资与内资非国有企业2009年4月的出口增幅较2008年分别低46和44.1个百分点,但内资非国有的投资却在短期内快速反弹,同比增长从2008年11月的18.18%上升到2009年5月的40.14%。

金融危机持续演化的背景下,外资投资放慢可能有以下三个特殊的原因:一则是通过压缩在中国大陆的投资,将利润回流,去满足本土的流动性需求;二是过高估计金融危机对中国经济的不利影响,出现对市场萎缩风险的担心而自动收缩了投资;三是在华的外资企业比较依赖于外资金金融机构的贷款融资,而这些金融机构在本轮危机中遭受重创,母公司的去杠杆化和修复资产负债表过程使得它们的信贷供给减少,抑制了外商投资的积极性。不同于中资银行的信贷膨胀,外资银行在2008年第4季度、2009年的第1季度和第2季度的新增贷款分别为-222亿元、-264亿元和-63亿元。外资金金融机构在华贷款出现历史罕见的连续3个月的负增长,这与外资在华投资的持续低迷是高度相关的。

但即使考虑到外资投资放慢的特殊原因,也很难完全解释其与内资非国有企业投资行为之差异。内资非国有部门出现出口下降而投资上升有两种可能:一是对未来经济走势的预期较为正面,非国有部门投资增长带有一定的提前量;二是国内消费需求

上升弥补了由于外需下降对国内产品需求的减少。这两种可能均有很大的不确定性。

从国际环境看,世界经济复苏漫长曲折,外需不足仍然是制约我国经济发展及民间投资动力不足的关键原因。2009年4月份以来,世界各主要经济体的一些先行指标出现了不同程度反弹,美、欧、日制造业采购经理人指数已保持4-5个月的连续回升,并接近临界点50的复苏水平;美国、日本以及我国香港地区等主要股票市场从3月份开始出现回升,股市价格指数上涨幅度达到40%-70%;主要国家和经济体消费者信心指数也有所恢复。但各主要国家和经济体复苏主要靠政府投入和政策刺激,美国、日本、德国等国政府都投入了巨量资金“救市”,政策的持续效果还有待观察;由于经济基本面未有根本性改观,就业形势仍在恶化,产能利用率低下,6、7两个月美国、欧元区失业率仍维持9.4%-9.5%水平;日本在5.4%左右(8月美国的失业率达到9.7%,创26年来新高,并且年内还有可能突破10%),产能利用率在65%-72%,为历史低点。总体来看,随着各国政府应对危机措施到位,其效果逐步显现,从二季度开始全球金融市场趋稳,发达国家经济萎缩幅度也有所放缓,一些经济指标也显示世界经济正在触底,但短期内出现强劲复苏的可能性不大。国际货币基金组织最新预计2009年全球经济增长-1.4%。事实上,在美国贸易逆差大幅度缩小的情况下,除非中国能够找到美国之外的其他国家愿意承受更多的贸易赤字,今年中国外贸顺差很可能出现负增长。

那么,国内需求是否可以作为出口不足的替补呢?短期内,答案也是否定的。在国家鼓励消费政策的作用下,国内消费持续较快增长在一定程度上支撑了消费类产品生产企稳回升,但由于外需缺口较大,短期内难以依靠内需弥补。2009年前7个月,我国外贸出口同比下降22.6%,如果全年出口下降20%,其形成的需求缺口总量相当于2万亿元人民币。我国轻工、机械、电子等行业许多产品出口占其生产比重超过50%,很难靠国内市场的拓展去消化外需不足形成的需求缺口。虽然我国的社会消费品零售额从3月开始反弹,但其增速只有15%左右,远小于固定资产投资30%的增幅,且仍低于危机前的增速。按照国家统计局副局长许宪春的估计,2009年一季度,居民消费实际增长率不到9%,政府消费增长只有8%左右,均明显低于社会消费品零售总额实

际增长率。因此,在刺激政策更加针对刺激国内消费之前,内需对民间投资的拉动作用有限。另外,我国多数出口企业特别是加工贸易企业只是全球生产体系中的一个环节或“车间”,由于缺乏产业链的支撑和内销网络的对接,也难以实现外销转内销。

三、产业振兴计划和信贷膨胀对民间投资帮助有限,甚至有可能挤出民间投资

全国工商联在2009年8月出版的《中国民营经济发展报告(2008—2009)》的蓝皮书中指出,国际金融危机给中国民营经济带来的副作用已经开始显现,随着行业垄断的逐步强化,4万亿投资正在对民营经济产生挤出效应。问卷调查显示,85%的企业认为当前税负偏重。这种隐性税费负担的加重,直接源于财政支出与收入政策的相互抵触,政策效应被削弱。各级政府在不断扩大财政支出的同时,不断加大税收征管力度。税收增加降低了边际消费倾向,降低了投资的乘数效应,影响了国民收入的更快增长;与此同时,隐性税费也更加加重了企业和个人在危机之下的经济负担,打击了民间投资的积极性。应当说,这种挤出效应并不出乎人们预料,只不过,这种效应表现的严重性,可能超出了人们的预期。该报告提供的数据称,截至2008年年底,个体私营企业在几乎无法获得长期贷款的情况下,其在短期贷款余额中的比重仅为3.37%,而这一微弱的比重在2009年的1、2月份还出现了下降态势。同时,国家统计局发表文章称,中小企业用电量同比下降48.9%,降幅远远高于同期全国工业企业。

最近一年内,民营中小企业遭受两轮打击。首先,受经济衰退影响最大的是这类企业,它们构成了外向型经济的主体,外部需求的急剧减少已使不少

企业减产、停产甚至倒闭^①。接下来,为应对衰退,4万亿大规模扩张性投资政策出台,这些投资主要带动了地方政府和国企的投资,进而带动了银行向垄断性国企和大型企业的大规模信贷投放,一般中小民营企业很难参与其中。于是,前一类企业的规模呈现扩大之势,这与民企的收缩之势形成强烈对比。从外贸企业类型来看,出口企业结构中也呈现出国有化倾向。在过去多年中,市场化进程持续带来的结果是“国退民进”,国有企业出口份额从1995年的超过70%下降到2008年的不足30%。但危机爆发以来,国有企业出口份额下降的趋势骤然减缓,进口份额甚至有所上升,其中最主要的原因是,危机爆发和持续对外向型中小企业的冲击最快也最为强烈。另外,中国政府迄今为止应对危机的货币和财政政策,更多向大中型国有企业倾斜,客观上支持了出口行业的“国进民退”。

在其他行业,这场新一轮的“国进民退”浪潮的最典型案例是山西煤炭业的全面重组。据规划,到2010年底,山西省共有2012座煤矿要被兼并重组,其中,由五大集团兼并重组的煤矿共1161座,地方兼并重组为693座。到2010年底,参与兼并重组的2000座矿井仅保留479座。而那些被强制清出的民营资本,在实业投资预期收益率不高的情况下,有可能涌入资产市场,进一步地推升虚拟市场的繁荣^②。

四、资产泡沫吸附流动性,抑或削减民间投资

由于实业资本与虚拟资本收益的巨大反差,导致投资者越来越倾向于追求短期化、投机化的投资活动,民间资本呈现频繁流向股票和房地产市场逐利的基本趋势,实体经济领域反而越发缺乏吸引力。从股票市场来看,它的涨跌走势与宏观政策取向紧

^① 2009年10月23日,在北京举行的“民生峰会:变革、挑战与民营经济发展论坛”上,中国工信部中小企业司副司长郑昕指出,2008年下半年以来,国际金融危机对中国经济造成了严重影响,中小企业的生产经营面临着前所未有的困难。2008年底,工信部中小企业司抽查调查的停产、半停产的企业一度达到15%。他同时指出,随着经济的企稳回升,企业陆续恢复了生产经营。2009年1至8月,规模以上的中小企业完成工业增加值同比增长11.1%,高于全国规模以上工业企业平均增幅3个百分点;利润增幅高于全国平均水平12.2个百分点。郑昕强调,当前中国经济回升向好的趋势还不稳定、不巩固、不平衡,中小企业发展形势仍然严峻。他说,突出问题表现为三个方面:一是资金短缺,融资难、贷款难问题没有根本缓解;二是相关政策落实不够,各种负担重,政策法律环境有待于进一步改善;三是很多中小企业经营管理、创新能力、市场创新能力和抗风险能力存在较大差距和问题(资料来源:《财经网》)。

^② 《第一财经日报》2009年8月18日的《最后的煤老板》一文指出,“山西几千个中小煤矿被整合之后,将形成一股巨大的资金力量,业界担心热钱会涌向房地产等领域炒作”。《21世纪经济报道》2009年9月24日也以《山西煤老板资金涌入楼市》为题,进行了相关报道。

密相关。本轮反弹行情一方面是对过去过度下跌的修复,另一方面也是得益于积极财政政策和适度宽松货币政策的转向。上证指数从2008年10月28日最低的1664.93点,到2009年8月4日的阶段性新高3478.01点,反弹飙升了109%。在信贷膨胀和流动性极度宽松的背景下,2009年2月以来A股各月的日均交易额始终保持在1800亿元以上,7月甚至达到了创纪录的3500亿元,远远超过了2008年累计的日均交易额,比之于2007年牛市行情也不逊色。另据国务院发展研究中心宏观经济部副部长魏加宁2009年6月27日在“北京国际金融论坛2009年夏季报告会”上表示,经他的测算,上半年,有20%左右的信贷资金流入股市,30%左右的信贷资金流入了票据市场。这意味着有一半左右的银行资金是在金融系统内部自我循环。他认为,这样的结果就是推动金融泡沫的形成。

反观楼市,2009年以来,房地产市场在小幅调整后,开始回暖。房屋价格指数的波动显示,自2000年以来,全国平均房屋价格季度正增长一直保持到2008年年底。即使2009年一、二季度房屋价格指数同比出现负增长,幅度也不是很大,分别仅下降1.1%和0.5%。从月度数据来看,2009年6月,全国70个大中城市房屋销售价格同比上涨0.2%,结束了从2008年12月以来连续6个月的同比负增长;涨幅已经从5月下降0.6%的基础上回升了0.8个百分点,更比2009年3月跌幅最大时的1.3%多了1.5个百分点。

对于广大中小民营企业来说,由于实体经济部门缺乏良好的投资机会,投机成为其可选操作之一。一方面,政策当局在2009年初持续强调中小企业贷款问题,导致本来与经济周期关联度最为密切的中小企业无法进行融资层面的自发调整。可以设想:一家中小企业同时面临低成本融资的便利性和生产性投资渠道缺乏时的现实选择——不如在资产市场上投机以保持盈利。于是,房地产价格走高与股票成交量放大便不足为奇。另一方面,低利率显著推动了居民的资产持有偏好从银行存款向资产市场的转移。在经历了多个月份的存款多增以后,居民户存款在

2009年5月仅增加1886亿元,同比少增478亿元;8月份的居民存款更是减少800亿元,远超过上月192亿元的减少幅度。这都显示出“存款搬家”的趋势已定,民众的资金正加速流入股市和楼市^①。

如果企业与居民同时进行运用信贷和存款资源的高风险资产操作,则资产泡沫化将可以预期。在实体经济复苏存在不确定性的情况下,资产价格率先泡沫化,一旦商业银行贷款层面出现因信用风险而导致的可贷资金下降,市场利率(非中央银行确定的存贷款基准利率)必然上升,而这将对资产泡沫构成致命挤压。资产价格的下跌通过两个渠道对民间投资造成负面影响:第一是托宾Q效应,随着上市公司股票价值的暴涨又暴跌,其进行新增固定资产投资的意愿和能力均显著削弱;第二是金融加速器机制,由于自身资产价值的缩水,企业以资产作为抵押品能够申请到的贷款将进一步下降。直接融资和间接融资的枯竭将对民间投资形成致命性打击。

五、基建投资的短期效应与长期隐忧

全球经济危机导致外需急剧萎缩,中国出口从多年增幅陡降为持续负增长,拉动中国30年经济增长的关键引擎失去动力,企业生存和劳动力就业面临危机。为此,中国政府推出4万亿的经济刺激计划,其中,基础设施建设投资,尤其是中西部的铁路、公路和机场的交通运输建设更是重中之重。问题是,这种政府短期推动经济走出困境的政策措施,导致大量的资源沉淀,对经济的长远发展是否有利?有研究表明^②,1979-2007年,全国基础产业和基础设施方面的投资累计近30万亿元,年均增长19.9%,比同期名义GDP年均增幅高4.2个百分点。其中,2003-2007年间完成投资18万亿元,年均增幅达到25%,比同期GDP增幅高9.2个百分点。交通运输建设是基础建设的重要组成部分,而公路建设一直是交通运输建设的重中之重。进入新千年,公路建设投资占交通运输基建投资总额的84%。在过去的25年中,中国公路建设的进度与经济基本面基本吻合,影响各地公路存量变动的最主要的是需求惯性,其次是以人均GDP度量的经济发展水平;但从2000年开

① 上一次出现“存款搬家”的情况,还要追溯到股市暴涨的2007年。当年,居民户存款从4月份首次出现负增长,并持续两月;在5.30暴跌后的6月份,居民户存款出现正增长;而在当年7月份到10月份,居民户存款则连续4个月出现下降,同期,上证综指完成了由3900点向6124点的关键性跳跃。

② 沈明高:《基础设施投资空间还有多大:以公路为例》,《财经·宏观周报》2009年7月20日。

始,中国东部地区公路设施的供给与需求基本的关联程度在逐渐减弱,尤其是2005年之后。在中西部地区,这一情况更为严重。公路设施的供给完全与当地的经济和社会发展水平脱节。

从日本的经验来看,没有前瞻性和合理性的公共基建刺激计划可能会带来更多的问题^①。日本从1991年起的10年内,共投资6.3万亿美元用于基建相关的公共项目,并于1995年达到顶峰。东京大学经济学教授井掘利弘在上世纪90年代就日本公共建设做的调查显示,这些公共建设几乎没有创造任何经济增长,相反,私人投资被挤出,经济效率降低,经济复苏在一定程度被阻碍。工作机会过度集中于基建行业,加上太多资源花在不必要的公路和桥梁上,造成大量重复建设(戏称“花瓶工程”),从而导致日本经济刺激计划失败。

因此,对于中国广大的中西部地区来说,地方政府热衷于大规模的基建投资,以期在短时间内拉升GDP增长,从而有利于缩小与东部之间的区域差距。然而,脱离经济基本面的公共建设,一方面给主导投资的国有部门造成“增长幻觉”而忽视根本性的制度机制建设,另一方面也使得本已缺失的民营企业投资环境更加恶化,这两者都对经济的长远发展不利。

六、结 语

总之,可持续的民间投资回暖将改善目前中国经济冷热不匀的状态,提高经济复苏的质量。但是,没有市场最终需求的改善,民间投资回暖将是脆弱的。特别是,在当前“国进民退”的背景下,行业准入的顽固存在,更进一步削减了危机之下民营企业在实体经济本来就不多的投资机会,而信贷膨胀和资产市场泡沫化趋势,诱使民间资本投机性增强而投

资性势弱。因此,民间投资真正复苏需要宏观层面产业政策、财政政策和金融政策的共同扶持,而体制层面的制度调整将是根本性的。

开放民间投资,去除行政管制、政策壁垒、行业准入壁垒,让民间资本更广泛地参与到经济振兴计划中,这是一个非常迫切的问题。在社会有效需求不足和生产能力普遍过剩的情况下,既要引导企业加大研发和技改投资力度,加大财政政策促进企业设备更新力度,努力培育新一轮带动经济增长的先进生产能力,又应注重引导民间资本进入新能源、生物制药、文化创意、信息通讯、环保产业以及现代服务业等新兴产业,形成社会新的投资热点。对一些民间投资不太愿意进入的领域,通过政府补贴、财政贴息等手段,鼓励其进入。

另外,运用金融杠杆促进扩大民间投资规模。目前撬动民间资本最快捷的办法就是大胆通过金融制度创新推出系列政策释放民间资金,如鼓励民间资本参与地方商业银行组建和增资扩股改革,积极推进民间融资合法化,设立更多小额贷款公司、担保公司和再担保公司,发展民间投资基金和股权投资基金等,推动民间投资的快速跟进。作为释放民间投资的重要举措,央行透露正在制定的《放贷人条例》,将首次明确非吸收存款类放贷人主体的法律地位。尽管通过金融制度创新推出系列政策释放民间资金会面临一些风险,但权衡利弊,取长补短,在非常时期决策中是必须有所突破的。通过放松金融管制,引入民营机制,引导民间非正规金融发展中小民营金融机构,让民间资本参与金融业务,用草根金融支持草根经济。

作者简介:何建勇,厦门大学金融系博士(厦门 361005)。

[责任编辑:张 震]

^① 详见中国金融网2009年2月22日文章:《美国经济刺激以日本为鉴》。