

2014.06

金融统计与分析

中国人民银行调查统计司 编

宏观经济形势

什么是存款准备金管理？

投资软约束与高利率的形成

2014年4月企业商品价格继续下调

融资成本

关于抑制融资成本上升的几点思考

当前社会融资成本偏高原因分析

房地产市场

关于北京市自住型商品住房相关情况的调查报告

2014.06

金融统计与分析

中国人民银行调查统计司 编

责任编辑：贾 真

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目(CIP) 数据

金融统计与分析(Jinrong Tongji yu Fenxi) (2014.06) /中国人民银行调查统计司编.—北京：中国金融出版社，2014.6

ISBN 978-7-5049-7389-4

I. ①金… II. ①中… III. ①金融—统计分析—研究报告—中国—2014
IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 010675 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010) 63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 8.5

字数 156 千

版次 2014 年 6 月第 1 版

印次 2014 年 6 月第 1 次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978-7-5049-7389-4/F.6949

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

宏观经济形势

- 什么是存款准备金管理?
盛松成 张璇 001
- 投资软约束与高利率的形成
盛松成 闫先东 刘西 006
- 2014年4月企业商品价格继续下调
中国人民银行调查统计司稳定调查处 017
- 2014年一季度村镇银行统计报告
中国人民银行调查统计司市场统计处 019

区域经济金融情况

- 山东省监测企业负债融资情况分析
中国人民银行济南分行调查统计处 022
- 企业按期归还贷款中的非正常现象值得关注
中国人民银行武汉分行调查统计处 中国人民银行鄂州市中心支行调查统计科 025
- 陕西省经济弱勢开局
中国人民银行西安分行调查统计处 027
- 2014年一季度河南省社会融资规模特点
中国人民银行郑州中心支行调查统计处 030
- 2014年青海省工业稳步开局
中国人民银行西宁中心支行调查统计处 033
- 对2014年宁夏新增贷款的预测
中国人民银行银川中心支行调查统计处 035
- 金融支持黑龙江省现代服务业发展存在的问题
中国人民银行哈尔滨中心支行调查统计处 038
- 近期生猪价格大幅上涨的原因
中国人民银行南昌中心支行调查统计处 中国人民银行吉安市中心支行调查统计科 041
- 民营银行发展的台州视角
中国人民银行台州市中心支行调查统计科 042
- 小微企业融资出路在哪里?
中国人民银行荆门市中心支行调查统计科 045
- 一季度天津海关进口税收增长近三成
中国人民银行塘沽地区中心支行调查统计科 047

融资成本

- 关于抑制融资成本上升的几点思考
中国人民银行广州分行调查统计处 048
- 当前社会融资成本偏高原因分析
中国人民银行长沙中心支行调查统计处 052
- 影响我国企业融资成本的因素分析
中国人民银行杭州中心支行调查统计处 057
- 福建省企业利率承受能力情况调查分析
中国人民银行福州中心支行调查统计处 063
- 广西企业融资贵和融资难的调查分析
中国人民银行南宁中心支行调查统计处 068

房地产市场

- 关于北京市自住型商品住房相关情况的调查报告
中国人民银行营业管理部调查统计处 071
- 房地产市场风险加大 房价或迎趋势性拐点
中国人民银行福州中心支行调查统计处 中国人民银行厦门市中心支行统计研究处 076

2014 年一季度海南省楼市量价齐跌	中国人民银行海口中心支行调查统计处	079
房地产市场步入调整期	中国人民银行合肥中心支行调查统计处	081
宁波市房地产金融情况调查	中国人民银行宁波市中心支行统计研究处	084
个人住房按揭贷款“量减价升周期长”特征明显	中国人民银行绍兴市中心支行调查统计科	088
融资平台		
地方政府债务运行及风险情况的调查与思考	中国人民银行杭州中心支行调查统计处	089
负债适度 风险可控 结构待优	中国人民银行南昌中心支行调查统计处	092
农村经济	中国人民银行宜春市中心支行调查统计科	092
对吉林省家庭农场融资情况的调查	中国人民银行长春中心支行调查统计处	095
农村承包土地经营权抵押融资的现实条件和主要障碍	中国人民银行成都分行调查统计处	097
对当前张家界农民收入状况的调查与思考	中国人民银行张家界市中心支行调查统计科	100
小额贷款公司		
2014 年一季度小额贷款公司统计报告	中国人民银行调查统计司货币统计处	102
小额贷款公司税负偏重问题应予关注	中国人民银行太原中心支行调查统计处	104
辽宁省小额贷款公司运行现状	中国人民银行沈阳分行调查统计处	106
民间融资		
四川省民间借贷规模扩大 资金定价趋于回调	中国人民银行成都分行调查统计处	108
当前重庆市企业民间融资特点与风险分析	中国人民银行重庆营业管理部调查统计处	111
企业民间融资规模和利率水平双双下降	中国人民银行石家庄中心支行调查统计处	114
企业资金总体偏紧 融资成本有所上升	中国人民银行兰州中心支行调查统计处	117
放眼世界		
国外民间融资调查的发展概况及启示	中国人民银行郑州中心支行调查统计处	120
专题研究		
地方政府总体债务承受能力初探	中国人民银行南京分行调查统计处	125
金融统计数据		
货币当局资产负债表		132
货币供应量统计表		132
社会融资规模统计表		132

什么是存款准备金管理？

盛松成 张璇

拙文《余额宝与存款准备金管理》^①提出，余额宝等货币市场基金投资的银行存款应受存款准备金管理，以缩小监管套利的空间，让金融市场的竞争环境更加公平合理，让货币政策的传导更加顺畅有效。本文分析法定存款准备金制度的产生、发展及其现状，阐述存款准备金制度在现代市场经济中的重要作用，并进一步论证上述拙文提出的观点。

一、法定存款准备金制度是市场经济条件下防范流动性风险和宏观间接调控的重要手段之一

法定存款准备金制度产生于美国。美联储成立以前，1863年通过并于1864年修正的《国民银行法》第一次规定了在美国全国范围内实行法定存款准备金制度。1913年通过《联邦储备法》，成立了联邦储备银行，要求所有成员银行以库存现金和直接存入联储银行的存款的形式缴纳存款准备金。1980年《货币控制法案》更把法定存款准备金缴纳范围

扩大到非会员银行及储蓄机构的存款。至此，美国所有的存款类机构都必须遵守联储关于存款准备金的规定。美国的法定存款准备金制度历史悠久，影响广泛，在各国中具有代表性。法定存款准备金制度是市场经济的产物，在现代经济社会中主要有两个作用。

一是维持存款性金融机构的流动性，应对大规模集中提款。20世纪20年代以前，美国实行法定存款准备金制度的指导思想 and 基本目的，是为了应对银行大规模挤提带来的流动性风险，维护银行体系的稳定，防止金融危机。历史上各国建立存款准备金制度的最初目的也都是如此。以提取准备金的形式维持流动性与银行的业务特点有关。

银行的主要功能是充当资金提供者和需求者之间的媒介，实现信用转换、期限转换和流动性转换。银行的主要负债业务是存款。存款期限较短，一般不

^① 盛松成、张璇：《余额宝与存款准备金管理》，载《金融时报》，2014-03-19（B2）。

超过五年。客户可以随时提取活期存款，在承担一定利息损失的条件下也可以随时提取定期存款。银行的主要资产业务是贷款。贷款平均期限较长，有的贷款期限长达二三十年。一般来说，银行不能随时收回贷款。也就是说，银行是以期限较短、流动性较强的负债支撑期限较长、流动性较弱的资产，即“存短贷长”。如果短时间内发生大规模集中提取存款，而贷款又不能及时收回，银行就面临流动性风险。因此，银行吸收的存款不能全部贷放出去，必须留存一部分资金应对紧急情况下的流动性需求。

存款准备金制度对银行来说，是解决资产与负债之间的期限错配、进行流动性管理的重要手段；对中央银行来说，是防范金融体系流动性风险、维护金融稳定的重要工具。当然，银行体系发展到今天，资金来源和运用都已经多样化，除收回贷款外，还能通过同业拆借、向中央银行借款等多种渠道及时获得流动性，因此正常情况下银行只需保持较低比率的准备金就足以保证提款需要。

二是控制银行的信贷扩张，调控货币供应量。20世纪20年代以后，美联储的存款准备金政策从保持流动性的预防性政策转变为影响整个社会信贷状况的积极政策。美联储的银行准备金委员会在1931年的报告中指出，“会员银行法定准备金最重要的作用是控制信贷……法定准备金的作用就在于让银行在扩张其信贷前必须提供额外的准备金，以此抑制信贷的过度扩张”。^①这一指导思想的提出标志着人们自觉运用法定准备金

制度来影响信贷，进而影响经济。至此，美国的法定准备金制度步入一个新的阶段。20世纪50年代以后，美国存款准备金政策的指导思想又有了进一步发展。人们越来越深刻地认识到货币供给与经济的密切关系，因而把货币供应量作为重要的经济政策指标，而改变法定准备金率是影响货币供应量的有力工具。

银行信贷是货币创造的渠道。“吸收存款—发放贷款—贷款转化为存款”，商业银行正是通过这一过程创造货币。如果缴存准备金，银行吸收的存款就不能全部贷放出去，最终创造的货币将是有限的。改变法定准备金率能够调控银行的可贷资金规模，从而控制货币创造。准备金率越低，创造的货币越多，反之创造的货币越少。如果存款不缴存准备金，银行吸收的存款理论上能全部贷放出去，货币创造过程就能无限循环，银行创造的货币就能无穷大。

从维持流动性到调控货币供应量，法定存款准备金的作用已从单纯的金融系统内部扩展到了整个经济。控制货币供应量至今仍是美国实行法定准备金制度的指导思想与基本目的，也是现代各国存款准备金制度的主要功能。调整存款准备金率是许多国家货币政策的重要工具，我国就曾多次调整法定存款准备金率来调控货币供应量。

由上可见，法定存款准备金制度产生于市场经济最为成熟发达的美国，与

^① 美联储银行准备金委员会：《会员银行准备金——联邦储备系统的银行准备金委员会的报告》，载联储《1932年年度报告》，264-265页。

计划经济条件下直接的信贷计划控制有着本质区别。法定存款准备金制度是防范存款性金融机构流动性风险的必要措施，同时，与再贴现率、公开市场操作一样，也是中央银行货币政策间接调控的主要手段之一。

二、现阶段法定存款准备金制度仍是我国货币政策的主要工具之一

虽然目前各国执行法定存款准备金政策的指导思想仍是通过改变准备金率来调控货币，进而影响宏观经济，但在发达国家，法定准备金率已经较低，而且调整法定准备金率的手段也较少运用。例如，美国在1980年以后的十年时间里，基本上没有调整法定准备金率，20世纪90年代后联储又采取措施逐步降低法定准备金率。目前美国的平均法定存款准备金率已经较低。欧洲中央银行法定存款准备金率仅为2%，也没有频繁调整准备金率。其原因一是法定存款准备金率是较为猛烈的货币政策工具，有“巨斧”之称，它的调整会迅速影响金融市场资金状况，尤其是影响银行资金运用及其利润。相对来说，公开市场操作等工具作用更缓和，对经济的冲击也较小。二是发达国家金融市场较为发达，这一方面为中央银行提供了广阔的公开市场操作空间；另一方面也使金融机构能通过金融市场来解决流动性问题，准备金在应对流动性风险中的作用已不像以前那么大。三是在多数发达国家，货币供应量已不再作为货币政策中间目标，

中央银行主要通过公开市场操作进行资金价格（利率）调控，如美联储一般情况下主要通过调控联邦基金利率来实施其货币政策。

我国目前法定存款准备金率与发达国家相比处于较高水平，我国中央银行也多次通过调整准备金率来调控货币。主要原因是我国经济金融环境与美国等发达国家很不相同：一是我国金融市场还不发达，仍存在着金融工具供给的结构性缺陷，市场运行机制也不完善，由此降低了中央银行通过公开市场操作进行货币政策调控的有效性，同时也限制了金融机构通过金融市场解决流动性问题的能力，于是中央银行通过存款准备金制度集中一部分资金仍是防范金融机构流动性风险的重要手段。二是我国利率市场化还未完成，货币政策的利率传导机制也不完善，广义货币M2目前仍是我国货币政策的中间目标，因此在货币政策调控中配合使用数量工具和价格工具，符合我国国情，也符合市场经济原则。

可见，现阶段法定存款准备金制度仍是我国主要的货币政策工具之一，是中央银行调节货币供应量和社会流动性的重要手段。不过，我国中央银行对金融机构的法定存款准备金按1.62%的利率支付利息，在一定程度上弥补了缴存机构的利息损失，而西方国家一般不对存款准备金支付利息。

三、法定存款准备金缴存的基础是存款，缴存的主体是吸收存款的金融机构

各国法定存款准备金计提的基础都是各种类型的存款。例如，《联邦储备法》颁布之初，美联储就要求成员银行对活期存款和定期存款按不同的比率计提准备金。20世纪80年代以后，美联储又按照交易性存款和非交易性存款（非个人定期存款、储蓄存款、欧洲美元存款）分别制定不同的准备金要求。欧洲中央银行则对活期存款、协议期限2年以内的存款、协议期限2年以内的债务凭证以及货币市场票据征收法定准备金。

可见，法定存款准备金制度的要害是存款，准确地说，是具有存款性质的金融机构负债类产品，而吸收存款的金融机构是缴存准备金的主体。金融机构的存款类负债参与货币创造过程，是货币的组成部分。由于活期存款和定期存款流动性不同，所属的货币层次也不同，因此大部分国家对活期存款和定期存款制定不同的法定准备金率。活期存款的准备金率一般高于定期存款和其他存款，因为活期存款使银行面临较大的流动性风险。我国目前也是要求金融机构以其吸收的各项存款为基础缴存准备金，只是未像发达国家那样对活期存款、定期存款等各类存款执行不同的准备金率。

四、对货币市场基金实施准备金管理应以其存入银行的存款为对象

目前，余额宝等对应的货币市场基金存入银行的存款不缴纳存款准备金，而这部分存款的合约性质以及对货币创造的影响与一般企业和个人的存款并无不同，因此我们提出“余额宝等货币市场基金投资的银行存款应受存款准备金管理。”^①正因为法定存款准备金缴存的基础是存款，缴存的主体是吸收存款的金融机构，所以上述建议并不是指对货币市场基金本身征收准备金，而是指对基金存入银行的存款征收准备金，缴纳的主体是吸收基金存款的银行。有人认为涉及余额宝等对应的货币市场基金的存款准备金管理措施是直接要求货币市场基金缴存准备金，这是一种错误的理解，也是对存款准备金制度基础知识和基本要求的误解。

事实上，对货币市场基金存入银行的存款实施准备金管理并非开同业存款缴存准备金的先例。目前，我国保险公司存入银行的协议存款就包含在银行“各项存款”统计口径中，需要缴存准备金。

进一步来看，除保险公司和货币市场基金外，我国还有证券公司、信托投资公司、金融租赁公司、银行表外理财等多种非存款类金融机构（可将表外理

^① 盛松成、张璇：《余额宝与存款准备金管理》，载《金融时报》，2014-03-19（B2）。

财视为类金融机构), 这些机构存放在银行的同业存款与货币市场基金存款性质相同, 目前也没有受法定存款准备金管理。因此我们还指出, “其他非存款类金融机构在银行的同业存款与货币市场基金的存款本质上相同, 按统一监管的原则, 也应参照货币市场基金实施存款准备金管理。”^①

过去, 我国非存款类金融机构存放于银行的同业存款规模较小, 对金融运行和货币政策实施的影响不大。近年来, 随着金融创新的发展和金融机构之间关联性的增强, 非存款类金融机构同业存款的规模不断扩大, 不仅在一定程度上改变了金融运行模式, 而且对货币政策传导及其有效性的影响越来越大。2013年末, 包含资金信托、表外理财在内的特殊目的载体在银行的存款余额超过2009年末的3倍。仍以余额宝为例, 5000多亿元的余额宝资金就有95%以上存放于银行, 其影响不容忽视。为此, 人民银行已于2011年将非存款类金融机构存放于存款类金融机构的存款都纳入广义货币M2, 因此, 我们认为对这部分资金实施存款准备金管理必要且可行。

完全有必要指出的是, 如果银行吸收的货币市场基金协议存款受存款准备金管理, 银行这部分资金成本将明显增加, 并将直接导致余额宝收益的下降。就像拙文《余额宝与存款准备金管理》所测算的, 假定余额宝—增利宝基金投资银行协议存款的款项缴存20%的准备金, 按照6%的该基金协议存款利率和我国统一的1.62%的法定存款准备金利率计

算, 余额宝一年收益率将下降约1个百分点。所以拙文指出, 基金存入银行的款项不受存款准备金管理是余额宝获取高收益的一个重要原因。

顺便说一句, 任何一个行业, 都有其自身的特点和特殊的运行规律, 不能只看到一些局部的、表面的和暂时的现象。金融运行看似不复杂, 实际不简单。作为金融理论和实际工作者, 有责任向社会宣传普及金融知识。这也是我们写本文和拙作《余额宝与存款准备金管理》的初衷之一。

作者单位: 中国人民银行调查统计司

(本文仅反映作者观点, 不代表所服务机构意见。)

^① 盛松成、张璇: 《余额宝与存款准备金管理》, 载《金融时报》, 2014-03-19 (B2)。

投资软约束与高利率的形成

盛松成 闫先东 刘 西

2012年,我国M2/GDP为188%,比全球平均水平高59.9个百分点。2013年,我国M2/GDP上升至195%。2013年,我国固定资产投资的实际利率^①为6.25%,分别比2012年、2011年和2010年提高0.57个、5.99个和3.84个百分点。

关于我国高利率与高货币余额并存的现象,大部分研究主要从经济金融的微观层面(如银行表外业务及影子银行发展、互联网金融、利率市场化改革的影响等)去分析,但是这些因素都不是决定利率上升的最根本原因。利率是资金的价格,最终由资金供求关系决定,所以需要从整体资金供求状况入手,分析利率上升的宏观层面的深层次原因。我们认为,实物资本供给有限而投资需求相对无限、货币供给有限而货币需求相对无限,这两对供需矛盾导致了我国目前高利率与高货币余额并存的局面。

投资需求的相对无限主要来自地方政府融资平台和国有企业,因此地方政府融资平台与国企投资软约束是高利率的根源。非市场化的投资主体广泛存在

于日益市场化的资金市场,投资的利率敏感性较低推高了整体利率水平。同时,由于我国金融深化程度低、直接融资不发达、投资渠道狭窄,货币需求的利率弹性较低,利率上升并不能有效降低货币需求,致使货币余额较高。

当务之急是收缩政府投资,限制地方政府融资平台、国有企业等利率不敏感企业的投资需求。同时,要发展多层次资本市场,扩大居民金融投资渠道,提高货币效率,改变高利率、高货币存量并存的局面。

一、投资软约束与高利率形成的宏观理论分析

利率决定理论是货币金融学说史上最丰富的理论之一。凯恩斯前的古典利率理论认为实物资本的供求决定利率,即利率决定于储蓄与投资的均衡关系。凯恩斯的货币利率理论则认为利率决定

^① 固定资产投资实际利率=5年期贷款基准利率-固定资产投资价格指数。

于货币需求与货币供给的均衡关系。希克斯用 IS-LM 分析的方法将古典利率理论与货币利率理论有机结合起来,认为利率决定于实物资本的供给与需求以及货币供给与货币需求。IS-LM 分析方法也同样适用于我国。

(一) 从实物资本供需看, 投资需求过高是利率上升的根源

目前,我国实物资本需求(主要是投资需求)很高,而实物资本供给(国民储蓄)有限。我国投资需求有两类,一类对利率不敏感,另一类对利率敏感。利率不敏感的投资需求旺盛,比如地方政府融资平台、国有企业、部分房地产企业以及一些投资过程中资金链出现问题的企业。这类投资需求的约束因素往往不是利率,而是实物资本供给。多数利率敏感的企业是发展健康的民营企业。这些企业是市场化的主体,它们根据成本—收益决定投资与否,融资与否。

利率敏感企业投资的利率弹性高,当利率上升到一定程度,高于其投资收益率时,利率敏感企业的投资需求甚至可以为零。而利率不敏感企业投资的利率弹性低,利率上升对其投资需求影响很小。目前,我国实体经济盈利能力下降,利率敏感企业投资需求回落、占比下降,利率不敏感企业投资需求较高、占比上升。我国的投资很大一部分是利率不敏感的地方政府投资、房地产投资、国有企业投资,特别是地方政府投资软约束,受利率影响较小。在某种程度上,这些投资需求几乎无穷大。整体看,这些投资的利率敏感度较低,投资需求并

不随利率上升而下降;相反,旺盛的投融资需求促使利率不断上升。

(二) 从货币供需看, 货币需求的低利率弹性推高货币余额

我国高利率与类似的流动性陷阱并存,利率变动难以改变货币需求。通常所说的流动性陷阱是指,当利率降至某一很低水平时,人们都预期利率会迅速上升,而此时持有货币的机会成本很低,于是货币需求变得无穷大,从而使“M2可能会无限制地增加”,使“流动性偏好几乎是绝对的”^①。根据 IS-LM 模型,扩张性货币政策通过降低利率和刺激投资支出来发生作用,紧缩性货币政策通过提升利率和减少投资支出来发生作用。但是,如果利率降至零以下时,人们与其以负的名义利率持有其他金融资产,还不如持有货币。此时,货币需求变得无穷大,货币政策无论如何扩张都难以满足货币需求的增加,也难以促使利率下降。

目前,我国以间接融资为主,企业和居民投资渠道狭窄,企业和居民不得不主要以货币(广义货币,包括现金和银行存款)储存金融财富。我国货币需求对利率的弹性较低,出现了类似的流动性陷阱,只是这种流动性陷阱更大程度上是由于金融市场不发达而形成的。人们不能根据利率水平高低来选择资产组合,只能被动投资银行存款。金融市场利率提高,货币储蓄需求不会明显减少;金融市场利率降低,货币储蓄需求也不会明显增加。由于货币需求高、货

^① 盛松成、施兵超、陈建安:《现代货币经济学》,中国金融出版社,2012。

币供给有限,利率会上升,而由于货币需求的利率弹性低,利率上升也很难明显降低货币需求、缓解货币供需矛盾。需要指出的是,一般意义上的流动性陷阱是指利率很低情况下的货币需求很高,而我国目前利率较高,货币需求也很高。

二、人口结构变化、储蓄率下降减少实物资本供给

我国国民储蓄率已经开始下降,2008~2012年,我国国民储蓄率从53%降至50.1%。伴随着人口结构的变化,未来我国国民储蓄率还将进一步下降。我国住户部门储蓄率在2010年达到高点(42.1%),2011年住户部门储蓄率降至40.9%。政府部门储蓄率在2008年达到最高值(31%),但2009年快速降至27%后又速回升至2011年的30%。

一是分结构看,我国居民储蓄率将有所下降。人口结构变动是居民储蓄率下降的重要原因。2012年我国15~59岁人口为9.37亿人,比2011年少300万人。2011年是我国该年龄段人口数量最多的年份。未来五年劳动力增速将不断下降,劳动力短缺可能会进一步加剧。劳动人口是储蓄的提供者,劳动人口减少,不利于储蓄的增加。

二是我国收入分配结构的变化推动了国民储蓄率的下降。企业部门储蓄率为100%,分配到企业部门的国民收入越少、居民部门的国民收入越多,国民储蓄率越低。近年来,我国劳动力市场持续改善,劳动者素质不断提高,劳动收

入增速快于企业盈余增速。2010年第三季度以来,我国劳动力市场求人倍率均大于1,整体体现为供小于求。劳动人口素质不断提高,人均受教育年限从1990年的5.7年提高到2010年的9.5年,新增劳动力平均受教育年限接近12.4年。随着我国利率市场化改革、金融市场的完善,居民借贷资金成本将有所回落,投资收益率将有所上升,财产收入净额将会保持一定增长速度,不会继续成为拉低居民可支配收入增长速度的因素。另外,伴随人口老龄化,更多老年人领取养老金,居民获得的转移支付也将较快增长。这些都会导致储蓄率下降。

三是我国政府储蓄率将下降。2000~2011年,政府可支配收入占国民收入的比重从14.5%上升至19.2%,2012年、2013年,政府财政收入分别同比增长12.9%和10.1%,均高于同期名义GDP增长速度,但增速差明显收窄。未来政府转移支付将继续增加,政府可支配收入增速将放缓。2000~2011年,政府储蓄率从-9.4%上升至30%。随着政府职能的转变,经济建设职能逐渐缩减,公共服务职能日益强化,政府的储蓄率将呈现下降趋势。

三、我国非市场化投资需求旺盛

(一) 我国投资率处于世界前列

我国资本形成对GDP的贡献率多数时间在50%以上。国际货币基金组织世界经济展望数据显示,无论从同一时点比,还是与其他国家相同经济阶段比,

我国投资率均远高于其他国家。2013年，我国的投资率接近50%，比同期新兴经济体平均水平高20个百分点以上，比“金砖四国”中的印度和巴西分别高13.9个和29.7个百分点。而发达国家的投资

率普遍在25%以内。在20世纪80年代，“亚洲四小龙”经济增长较快，投资率也仅为35%左右。

投资占比高，则在建工程量多，对资金的需求也大，由此拉高了融资成本。

表1 部分国家投资率

(单位: %)

		发达经济体							
年份	国家(地区)	1980	1985	1990	1995	2000	2005	2010	2013
	美国	23.3	24.1	21.5	21.2	23.6	23.2	18.4	19.4
	意大利	27.6	23.8	22.6	20.6	20.8	20.9	20.1	17.4
	加拿大	23.9	21.7	21.7	19.5	20.8	22.8	23.3	24.3
	德国	28.2	23.5	25.6	22.3	22.3	17.3	17.3	17.6
	英国	17.6	18.2	20.1	17.2	17.9	17.1	15.0	14.0
	日本	32.1	28.2	32.5	28.1	25.1	22.5	19.8	20.7
	法国	23.4	18.4	21.6	17.9	19.9	20.0	19.3	19.6
	澳大利亚	27.0	27.1	26.3	25.2	24.7	28.0	27.0	28.5
		亚洲四小龙							
	新加坡	45.0	40.9	35.1	33.3	33.2	20.0	21.4	26.4
	中国香港	35.0	21.6	27.2	34.2	27.6	21.1	23.9	26.3
	韩国	32.9	30.9	38.1	36.9	30.6	29.7	29.5	26.8
	中国台湾	33.3	19.4	24.4	26.7	25.7	22.7	22.4	19.9
		新兴经济体							
	中国	35.0	38.3	36.1	41.9	35.1	42.1	48.2	48.9
	印度	18.8	24.6	26.6	27.1	24.8	34.7	36.8	35.0
	印度尼西亚	32.2	37.7	45.0	31.9	22.2	25.1	32.3	34.6
	泰国	26.4	28.2	41.1	42.1	22.8	31.4	25.9	30.0
	马来西亚	32.4	27.5	32.8	43.6	26.9	22.4	23.3	27.1
	智利		18.8	26.5	27.7	22.0	22.0	22.4	25.7
	墨西哥	26.6	21.9	20.4	26.1	24.8	23.9	23.6	24.2
	巴西	21.2	17.4	18.4	18.0	18.3	16.2	20.2	19.2
		欠发达国家							
	叙利亚	27.9	24.1	16.5	27.2	16.5	18.4	26.7	
	蒙古	54.5	63.8	15.7	27.4	25.7	36.5	40.8	56.5
	阿尔及利亚	32.6	27.7	24.1	30.2	25.0	31.3	41.7	43.3
	坦桑尼亚	35.1	26.2	24.5	18.5	16.8	25.1	32.0	36.7
	尼泊尔	6.6	21.0	16.9	23.5	22.6	26.7	37.0	31.8

数据来源：国际货币基金组织世界经济展望数据库。

在2008年金融危机前,以2004~2008年数据计算,固定资产投资增速与3年期国债收益率的相关系数达到0.37,即投资增速上升,利率也相应提高。危机后,由于货币政策逆向操作,这种关系有所减弱。2013年,固定资产投资48.04万亿元,资金直接来自国内贷款的比重达12.2%。假定对应全年7%左右的增速,2014~2016年固定资产投资增速年均18%左右,则三年的投资总额将达到200万亿元,超过1997~2012年16年的总和。仅此一项需要的新增贷款将达到24.5万亿元,每年新增贷款达8.2万亿元。考虑到部分企业自筹资金也间接来自贷款,贷款需求将更高。

(二) 利率不敏感行业投资需求高, 占用金融资源较多

一是我国利率不敏感行业投资需求较高。2004年以来,我国基础设施投资占比均在20%以上,房地产开发投资占比均在18%左右。2013年,我国基础设施投资占比为21.4%,比2012年高0.5个百分点。2013年,我国房地产开发投资占比为19.7%,与2012年持平,比2009年提高1个百分点。

二是从固定资产投资资金来源看,房地产、基建等行业国内贷款占比较高。2004~2012年,城市市政公用设施建设固定资产投资资金来源中,国内贷款占比均在25%以上。其中,2012年,国内贷款占比为28.6%,比全国(固定资产投资国内贷款/固定资产投资资金来源合计)高15.8个百分点。2006年以来,房地产业城镇固定资产投资国内贷款占比(房地

业城镇固定资产投资国内贷款/房地产业城镇固定资产投资资金来源,简称房地产业投资贷款占比)均高于全国平均水平。其中,2012年,房地产业投资贷款占比为13.9%,比全国高1.1个百分点。

三是我国国有企业融资较多,负债率较高。2013年末,国有工业企业资产负债率为65.1%,比规模以上工业企业平均资产负债率高7.3个百分点。2013年,国有工业企业资产负债率比2012年提高0.63个百分点,而规模以上工业企业资产负债率比2012年下降0.03个百分点。2013年末,我国国有企业贷款余额占全部企业贷款余额的比例为46.5%,占用了大量贷款资源。

四是考虑到社会融资规模中人民币贷款只占50%左右,实际上基础设施行业和房地产行业占用的金融资源更多。据审计署数据,截至2013年6月末,各级地方政府对7170个融资平台公司负有偿还责任的债务40756亿元,负有担保责任的债务8833亿元,可能承担一定救助责任的债务20116亿元,与2010年末相比,分别年均增长11.0%、3.3%和31.3%。2013年末,资金信托余额10.3万亿元。其中投向房地产的为1.04万亿元,占比为10.0%。信政合作金额为9607亿元,占比为8.81%,比2011年、2012年分别提高3.5个和2.1个百分点。

(三) 资金投向与经济贡献不匹配

一是总体看,贷款对经济增长的贡献下降。2008年金融危机前后,我国经济结构发生了较大改变,信贷资源更多流向效率较低的行业和部门,导致贷款

对经济的拉动力下降。2003~2007年，我国贷款的经济增长弹性为0.73，即人民币贷款增速提高1个百分点，经济增速提高0.73个百分点。2008~2013年，我国贷款的经济增长弹性为0.47，即人民币贷款增速提高1个百分点，经济增速提高0.47个百分点。

二是以基建、房地产为主的第三产业，市场垄断程度较高，效率较低下，单位产出的资金密度远高于自由竞争的私营部门。2013年，第三产业新增贷款占企业新增贷款（第一、第二、第三产业贷款合计）比例为66.1%，比上年高14.6个百分点，比第三产业增加值占GDP比例高20个百分点。2009~2013年，基础设施行业和房地产开发新增贷款占各项贷款新增额之比分别为14.2%和22.4%，分别比同期基础设施行业和房地产业增加值与GDP之比高6.6个和16.7个百分点。

三是国有企业单位贷款产生的利润总额下降。2010~2013年，国有工业企业利润总额占工业企业利润总额比例均低于国有企业贷款占全部企业贷款比例，两者差距从5.7个百分点扩大到8.2个百分点。2013年，国有工业企业利润总额占工业企业利润总额比例为38.3%，而国有企业贷款占全部企业贷款比例达46.5%。

四、融资渠道以银行为主，货币储蓄需求较高

（一）我国间接融资比重高，主要依赖银行提供国内信用

间接融资比重高、银行融资占比大

的经济体，其货币总量一般也会相对较多，货币总量/GDP（或国内信用/GDP）会比较高，由此形成的旺盛的信贷需求会推高整个社会的融资成本；相反，若直接融资发达，其货币总量相对就会少一些，货币总量/GDP（或国内信用/GDP）较低，社会的融资成本也较低。

从国际上看，亚洲经济体普遍依赖银行体系提供国内信用，同时银行体系购买外汇也投放了大量货币。银行融资占比高导致这些经济体货币总量/GDP也较高，如2012年日本和韩国的货币总量/GDP分别达到238.7%和144.3%，这显然与它们的融资结构有很大关系。统计表明，负债率与利率正相关。国内信用与GDP之比（世界银行统计数据）提高10个百分点，则1年期国债收益率提高0.34个百分点。2012年我国国内信用与GDP之比为152.7%，高于俄罗斯、印度和巴西，略低于发生债务危机的意大利。

（二）股票市场不发达，多层次资本市场知易行难

我国的股票市场从无到有，三十多年来已经有了很大发展。20世纪80年代末期以来，从场外市场零散交易到交易所集中竞价买卖，从主板到中小板，从三板到“新三板”，从“新三板”到创业板，我国资本市场不仅规模迅速扩张，质量也有了较大提升。目前，我国多层次、多元化的资本市场已具雏形。

但我国的资本市场仍然很不成熟。一是股票市场规模较小。截至2013年末，我国股票市价总值为239077亿元，占我国当年GDP的42.0%，仅与美国

NASDAQ 市场市值占美国 GDP 的比例相当。二是虽然多层次资本市场的体系基本形成,但主板市场以外的其他市场远未成长起来。以美国为例,美国 OTCCB 市场交易股票数量远高于 NASDAQ,而 NASDAQ 又高于纽约证券交易所,三大市场形成一种明显的“金字塔”结构体系。我国则相反,呈现“倒金字塔”的形态,这种资本市场结构倒置的现象与我国的经济体制密不可分。主板市场运行时间最长,上市的企业以国有企业为主,具备资金和规模上的优势,是多层次资本市场体系的核心。而中小板和创业板市场尤其是创业板市场处于创建初期,尚未成长为资本市场的中坚力量;场外交易市场由于分散于各地,监管不一,虽呈现局部繁荣,但整体交易规模仍然较小,市场关注度较低。

资本市场的不发达使得我国企业从股票市场的融资占全部外部融资的比例非常低。2012 年,我国非金融企业部门通过股票市场的筹资余额占全部外部融资(贷款、股票、债券融资)的比例仅

为 6.1%,远远低于其他国家 50%左右的水平。

(三) 债券市场不成熟,企业使用债券融资较少

近年来,我国债券市场快速扩大,在我国金融体系中的地位大幅提升。2013 年末,我国债券市场余额达到了 30 万亿元,相当于同期人民币贷款余额的 42%,比 2003 年末提高了 19.6 个百分点,规模跃居世界第三位(据国际清算银行统计)。我国债券市场总体仍处于快速发展阶段。2012 年,我国债券市场余额与 GDP 的比为 51.4%,远低于发达国家 100%~200%的水平,2013 年该比例上升为 52.7%,仍是较低水平。

阻碍债券市场快速发展的原因主要有:一是企业债、公司债等依然遵循核准制、审批制等行政干涉色彩较浓的发行模式,不利于债券市场规模的扩大。二是目前我国债券市场的投资者结构单一,机构投资者中,商业银行占据了主体地位,持有的债券占据了债券存量的半壁江山,保险和基金公司次之,证券

表 2 非金融企业部门股票融资占外部融资的比例

(单位:%)

年份 国家	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
中国	6.4	6.3	7.2	7.2	6.5	6.7	6.7	6.1	5.8
美国	59.4	60.2	58.9	46.2	52.5	55.7	54.8	55.9	—
英国	62.3	62.4	62.8	53.1	57.5	61.4	59.3	62.0	—
德国	50.0	53.4	55.9	42.9	46.4	51.3	46.9	51.5	—
法国	63.6	67.0	66.9	54.9	58.5	59.0	55.0	57.0	—
日本	61.9	63.1	53.4	42.6	47.8	47.9	47.8	53.7	—
韩国	57.8	56.5	58.8	46.7	52.5	55.6	53.5	54.2	—

数据来源:OECD、中国人民银行。