

融资均衡论

陈享光 著

中国金融出版社

融资均衡论

陈享光 著

中国社会科学出版社

责任编辑:张聪林

责任校对:吕莉

责任印制:裴刚

图书在版编目(CIP)数据

融资均衡论/陈享光著. —北京, 中国金融出版社, 1997. 12

ISBN 7-5049-1949-7

I. 融…

II. 陈…

III. 融资-平衡论

IV. F830.45

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 06847 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

邮码 100055

经销 新华书店

印刷 固安县印刷厂

开本 850 毫米×1168 毫米 1/32

印张 12

字数 312 千字

版次 1997 年 12 月第 1 版

印次 1998 年 4 月第 1 次印刷

印数 4000 册

定价 25.00 元

序

《融资均衡论》这本书,是陈享光博士近年来的一项重要研究成果。中国金融出版社决定出版这部著作,是值得人们高兴的。

融资是人们经济活动的重要内容之一,它在社会经济发展中具有重要的作用。融资发端于投资,源于储蓄。融资过程,是融资主体借助于融资工具动员储蓄并将其导入投资领域的过程,这对储蓄者来说,是其储蓄形成和转移的过程,对投资者来说,是其吸收、利用他人储蓄的过程。由于这一过程联结着储蓄和投资,影响着储蓄、投资流量的大小,因而对社会资金积累的规模和速度产生着深刻的影响。融资过程,又是以资金供求关系表现出来的资金配置过程。融资沟通了资金供求双方的联系,使各种闲置资金动员集中起来分配到不同的产业部门。因此,融资又制约着资金配置效率的高低。由此可见,融资对经济发展具有至关重要的意义。

众所周知,在现代经济运行中,储蓄决策和投资决策相分离,储蓄者并不一定是投资者,投资者也不一定拥有自己的储蓄资金,储蓄者想要进行的储蓄,并不一定和投资者想要进行的投资相等。在这种情况下,只有形成合理的融资机制,有效地沟通储蓄和投资的联系,才能促进储蓄、投资流量的增加和资金配置效率的提高,实现储蓄—投资均衡,推动国民经济的发展。否则,就会阻碍资金配置效率的提高,导致储蓄—投资失衡,阻碍国民经济的发展。各国经济发展的实践都证明了这一点。

从我国的实际情况看,积累率不可谓不高,然而国民经济的发展一直面临着资金短缺的困扰。经济体制改革之前,国家通过直接控制国民收入的分配,用工农业产品价格“剪刀差”的途径,把积

累率维持在较高水平上,企业所需资金由国家无偿供给。这种单一的行政集资和分配的方式,虽然短期内能够通过降低居民收入和消费的办法增加积累,但长期过度地压低居民收入和消费,必然降低广大劳动者的生产积极性,限制居民储蓄的增长,最终影响经济的发展和社会资金的积累。更严重的是,资金供给制不仅会导致企业投资需求扩张,而且不可避免地导致资金使用的低效率、高浪费。有关统计资料表明,我国资金使用效率在一个很长时期内呈下降趋势。资金使用的低效率、高浪费使国民经济得不到应有的发展,这又反过来影响资金积累的规模和速度,形成非良性循环。经济体制改革后,国民经济的融资流程发生了重大变化,政府能够直接控制的国民收入份额大幅度下降,企业和家庭可支配收入的比例大幅度上升,家庭储蓄成为社会资金供给的主要来源,政府和企业的投资缺口日益依赖于家庭储蓄来弥补。与此相适应,我国的融资市场迅速发展,并开始积极地影响社会资金积累和经济发展进程。然而,由于一些方面的改革没有到位和融资体制改革滞后,合理的融资机构和融资机制远没有形成,特别是间接融资的扭曲严重阻碍着融资市场功能的发挥,不仅影响储蓄、投资的增长与协调,而且影响着资金配置效率的提高,致使我国经济发展难以摆脱低效率状态。如何适应我国社会主义市场经济发展的需要,构建合理的融资机制和融资结构,有效地促进储蓄、投资流量的增加和资金配置效率的提高,推动国民经济高效、均衡、有序发展,依然是摆在我们面前的一个重要课题。陈享光同志正是在这样的背景下,对融资均衡问题进行了深入系统的研究,写成了《融资均衡论》一书。

陈享光同志的《融资均衡论》是一部很有特色的著作。该书的一个最突出的特点,就是把融资机制运行过程和储蓄、投资均衡过程联系起来考察。流行的融资均衡理论,主要集中在融资过程的两个端点上,撇开过程本身而单纯分析储蓄、投资及其数量关系,

似乎储蓄、投资及其均衡水平同融资机制无关。而本书的作者则把融资看作为融资主体利用融资机制动员储蓄并将之转化为投资的过程,在这一过程中,融资机制不仅影响储蓄、投资流量,而且影响储蓄、投资的分配。因此,决定均衡的力量不仅来自储蓄、投资两个端点,而且来自融资过程本身。有鉴于此,作者把融资机制的运行过程和储蓄—投资过程作为一个统一的过程来考察,把融资过程既当作资金筹集、资金供给过程,同时也当作资金配置过程来研究。正因为如此,作者能够对融资均衡过程和均衡条件进行深入的剖析,对资金需求及变动规律、资金供给及运动规律、融资机制及运行规律、储蓄投资及其均衡关系作出富有新意的解释,从而对融资均衡问题作出开拓性的研究。

立足现实,把理论与对策研究相结合是该书的又一特点。融资均衡问题,既是经济学研究的一个重要理论问题,也是我国经济发展中的一个重要的实践问题,对这一问题进行研究无疑具有重要的理论意义和现实意义。为推动理论问题和实践问题的解决,作者把对融资均衡问题的研究置于我国社会主义经济现实的基础上,不仅在理论层次上探讨了社会主义融资过程中各变量之间的内在联系及其变动规律,揭示了社会主义融资均衡的条件和均衡的决定因素,而且在此基础上,结合我国经济体制结构的变革,对我国社会主义融资实践,特别是改革开放以来的融资实践进行了分析和研究,提出有针对性的解决办法。如储蓄和投资之间的沟通渠道问题,融资结构的调整问题,间接融资机制的重构问题,利用外资的合理规模问题,赤字融资的合理界限问题,利率改革和利率政策的选择问题,金融体制创新问题等,作者都结合现实的融资实践进行了研究,并提出了可操作性的意见。这对于指导经济实践活动无疑具有积极作用。

本书结构严谨,逻辑性强。从其整个结构体系安排来看,作者是依次从需求、供给、均衡过程和机制等四个层次来研究融资均衡

问题的。在作者看来,融资发端于投资主体的投资需求,因此,对融资均衡的研究首先从研究投资需求入手,在第一篇研究了资金需求规模和资金需求结构,分析了资金需求变动的规律和投资均衡;第二篇研究了资金供给及其结构,分析了资金供给变动的规律和储蓄均衡;第三篇对融资机制及其运行过程进行了考察,联系储蓄—投资过程研究了融资机制的储蓄—投资效应和资源配置效应;第四篇作者把供求和融资机制联系起来,从总体上分析了融资均衡的过程和条件。由此可见,《融资均衡论》的结构体系是合理的、严谨的。同时,从作者对其所提出的论点的论证过程来看,其逻辑也是严密的。无论是理论分析,还是实证分析,都能坚持逻辑上的一致性,令人可信。

值得一提的是,陈享光同志的这本书出版之前,曾邀请国内著名经济学家钱荣堃教授、谷书堂教授、何建章研究员、陶湘教授、周升业教授、肖灼基教授、闻潜教授、项启源教授等二十多位专家学者进行过评审。专家们一致认为,这是一部高水准的学术著作,对作者的研究成果给予了很高的评价。这次出版,作者根据专家们的意见又作了修改,相信质量会有所提高。

作为导师,我为自己学生的著作作序感到高兴,我现在把这本书推荐给广大的经济学同行,希望作者广泛听取广大读者的意见,以便将来再版时作进一步修改,以提高质量。

宋涛

1997年3月6日

前 言

现代经济条件下,由于储蓄决策和投资决策的分离,融资成为一个至关重要的经济过程。这一过程不仅直接影响储蓄、投资流量,进而影响资金积累的规模和速度,而且影响资源配置的效率,从而制约经济发展的进程。如何协调融资过程中的经济关系,平衡各经济变量,实现储蓄—投资均衡,自然成为经济学研究的一个重要课题。

对于融资均衡问题的研究最早可以追溯到西方的古典经济学。古典经济学,强调了储蓄在自我融资(Self-financed)和资本积累的作用,认为储蓄是投资的先决条件,储蓄决定投资,并且认为储蓄和投资都是利率的函数,储蓄和投资会由于利率的调节自动趋于均衡。古典经济学的这种理论为后来的凯恩斯学派所否定。在凯恩斯学派看来,储蓄和投资是两个完全不同的行为,投资并不受储蓄的支配,投资能产生自己的储蓄,是投资决定储蓄,而不是储蓄决定投资,投资和储蓄主要是通过国民收入的调整、而不是利率的调整而达到均衡的。这两种理论尽管对储蓄—投资均衡的解释完全不同,但都假定储蓄会自动转移到相同收益率的投资中去,因而作为储蓄和投资的沟通渠道的融资机制及其对储蓄、投资和资源配置的影响被排除在理论研究的范围之外。随后的经济学流派虽然对于融资均衡问题进行了研究,但仍然主要集中在融资过程的两个端点—储蓄和投资上。

流行的融资均衡理论显然不适用于发展中国家。对于发展中国家来说,限制其经济增长和发展的因素不仅在于储蓄和投资两个端点上,而且在于二者沟通的困难。由于经济上落后和市场分

割,国内储蓄的动员和转移往往受到诸多限制,如政府的过多干预,常常导致融资机制的断裂或扭曲,使得储蓄难以导入高效率的投资领域。从我国的实践来看,这种情况一直存在,储蓄率和投资率虽然一直维持在很高的水平上,但却长期摆脱不了资金短缺的困扰;投资需求虽然旺盛,但其背后却是为数众多的效益低下的投资项目。这些矛盾现象,必然导致储蓄和投资对最优状态的偏离和资源配置效率的恶化,从而严重拖累中国经济的发展。由此可见,经济发展的关键在于如何有效地动员储蓄并将之导入收益的投资领域,而不仅仅是提高储蓄率或投资率的问题。实践证明,高储蓄率或高投资率并不一定带来经济的高效率和高增长,其道理并不难理解。

众所周知,经济发展可能来自储蓄—投资流量的增加,也可能来自资源配置效率的提高。实际经济发展过程中,储蓄—投资流量的增加和资源配置效率的提高可能并行不悖,相辅相成,即储蓄—投资流量增加的同时伴随着资源配置效率的提高,资源配置效率的提高又会促进储蓄—投资流量的增加;也可能两方面不相一致,储蓄—投资流量的增加不是伴随资源配置效率的提高,而是伴随资源配置效率的降低。分析其原因不难发现,这同融资模式和机制密切相关。我们知道,融资是融资主体利用融资工具动员储蓄并将之转移到投资领域的过程,这一过程既是资金筹集、资金供给过程,同时也是资金配置过程,因此,既会产生储蓄效应、投资效应,同时也会产生资源配置效应。这些效应会由于融资结构和融资机制的不同而有很大的差别。融资结构和融资机制如能适应储蓄、投资双方的需要,合理引导储蓄行为和投资行为,上述效应就会得到强化,从而促进储蓄、投资流量的增加和资源配置效率的提高,否则就会抑制储蓄、投资流量的增加和资源配置效率的提高,阻碍经济发展的进程。毋庸置疑,储蓄和投资都是在一定的融资结构和融资机制下形成的,且流量的大小和资源配置效率的高低

直接与之相关。因此,储蓄和投资同融资结构、融资机制总是密不可分地联系在一起,共同影响经济发展的进程。

从动员储蓄用于投资的过程看,融资通常被分为两种类型,即内源融资和外源融资。所谓内源融资就是投资者积累并利用自己储蓄的过程;所谓外源融资就是投资者动员、利用他人储蓄的过程。内源融资一般通过自我融资和税收体系来实现,外源融资则主要通过债务—资产体系来实现。不可否认,无论通过何种形式都可能产生一定的储蓄和投资效应或资源配置效应,问题是何种融资组合才能使得储蓄、投资及其分配达到最优状态,存在不存在达到这一状态的最优融资组合?如果存在的话,在这种组合下,储蓄和投资的均衡是如何实现的?均衡的条件是什么?社会主义市场经济条件下,如何实现这种均衡?这些问题构成了本书研究的核心。

本书把融资均衡问题的研究置于对融资过程研究的基础上,而不是撇开过程本身单纯考察储蓄、投资及其均衡关系。我认为,储蓄、投资只是融资过程的两个端点,在储蓄决策和投资决策分离的情况下,不仅从微观角度看二者不相等,而且从宏观角度看,储蓄者想要进行的储蓄总量和投资者想要进行的投资总量也不一定相等,只是通过融资过程储蓄和投资才由计划意义上的不等达到实现意义上的相等。有鉴于此,本书把储蓄—投资的均衡过程和融资机制及其运行过程联系起来考察,分析了融资均衡的决定因素、均衡过程和均衡条件,探讨了融资过程中各变量之间的内在联系及其变动规律,说明了社会主义市场经济条件下实现融资均衡的途径。

根据融资过程的内在联系,本书从资金供求、融资机制和储蓄—投资均衡几方面分析了融资均衡问题。由于融资发端于投资,源于储蓄,因此,研究融资均衡问题应从研究资金需求入手。本书的第一篇联系投资主体的投资决定考察了资金需求及其变动的规

律性,剖析了企业资金需求和政府资金需求、内资需求和外资需求及其相互关系,探讨了基于预期收益而产生的投资机会有序化所决定的融资组合,从需求方面说明了融资均衡的决定。第二篇联系储蓄主体的储蓄决定考察资金供给及其变动的规律性,分析了国民储蓄的总量与结构,阐明了国民储蓄与外资供给的关系,从供给方面说明了融资均衡的决定。第三篇对融资机制及其运行规律进行了研究,考察了融资机制的构成要素和作用机理,分析了融资机制运行过程中产生的储蓄效应、投资效应和资源配置效应,说明了储蓄—投资均衡是如何在融资机制的作用下实现的。第四篇把资金供求和融资机制联系起来考察融资均衡关系,研究融资均衡的实现机制、实现过程和实现条件,在此基础上探讨了我国的利率改革、融资结构与机制改革等问题。

融资均衡问题是一个很大的研究课题,本书对此问题的研究是很肤浅的。由于作者水平有限,书中缺点错误在所难免,敬请读者批评指正。

作者

1997年3月21日于北京

导 论

融资是经济发展中的一个重要问题。对融资问题进行研究,探索融资规律性,对于认识和解决我国经济发展中的问题,推动我国经济稳定协调发展,是大有裨益的。

第一节 融资与经济发展

资金或资本是制约一国经济发展的一个基本因素。在我国,人们普遍认为,经济发展中最短缺的首属资金。经济发展受到资金不足的约束,这是现实。然而,资金不足意味着什么?经济发展如何才能摆脱资金不足的约束?如果不对融资过程进行研究,对这些问题就很难作出令人信服的回答。我们知道,资金不同于物资和货币,资金与物资、货币既有联系,又有区别。只有在一定的条件下,物资和货币才成为资金。资金是一个具有丰富内涵的经济范畴。认识这一点,对于我们认识融资与经济发展的关系是很重要的。

研究融资问题,首先必须明确资金的内涵。在马克思著述的《资本论》中,没有资金的概念,但马克思关于资本的理论对于我们研究资金的内涵具有重要的指导意义。马克思的“资本”概念,不

同于西方经济学的“资本”概念^①，它包含着丰富的内涵。根据马克思的论述，“资本”包含以下几个方面的规定性：(1)资本是垫支或预付在再生产过程中的价值。这种预付不同于商品交易过程中的转让，预付的目的是为了价值增值。(2)资本是一种运动着的价值，资本在运动中实现价值增值。(3)资本的运动是受客观经济规律支配的，无论在生产领域，还是在流通领域，资本的运动都遵循一定的经济规律。(4)资本是一种特殊的经济关系，它的存在是以劳动力成为商品为前提的。据此，我们认为，资本是垫支或预付在再生产过程中，以剥削雇佣劳动力为基础，按一定规律运动并在运动中实现价值增值的价值。

在社会主义条件下，由于消灭了雇佣劳动制度，资本这一经济范畴失去其存在的基础。但在社会主义经济中，由于还存在商品货币关系，因此，存在着一种运动形式上和资本相同但性质不同的价值形式即资金。社会主义商品生产也要以价值预付或垫支作为起点，预付或垫支在再生产过程中的价值也要实现价值增值，也必须按照一定的规律运动，它的运动也要反映社会主义市场经济关系的要求。我们把这种垫支或预付在社会主义生产和再生产过程中的价值称为资金。资金作为预付价值，意味着通过流通最后要回流到预付者手里，它不仅要保持原来的价值，而且要带来更多的价值。垫支性和增值性是资金的两个基本特性。资金不能脱离一

^① 西方经济学中，资本通常指以机器设备等形式存在的资本品，如英国经济学家戴维·W·皮尔斯主编的《现代经济词典》写到：“资本，通常用来指一般的资本货物的一个词。资本是一种生产要素，因为它代表那些作为生产要素又投入生产过程的已生产出来的产品。这样，资本能够同土地与劳动力明显地区别开来，而土地和劳动力通常不被人们认为是经济体系产生出来的。”（中译本，上海译文出版社1988年版第70页。）又如，美国D·格林沃尔德主编的《现代经济词典》把资本定义为“用于生产其他商品，包括厂房和机器在内的所有商品的名称。它是生产的三要素之一，其他两要素是土地和劳动力。”（商务印书馆1981年版第62～63页。）

定的价值物而存在,但不能理解为静止物,我们把资金理解为运动的价值,理解为按一定规律运动的价值物,正如马克思把资本理解为一种运动着的价值那样。任何事物的运动都是在一定时空里进行的,资金也不例外。资金运动的时间问题实际上就是资金运动的连续性问题,资金运动的空间问题实际上就是资金的配置问题。实现资金的合理配置,保持资金运动的连续性,是由资金增值性所规定的。没有资金的合理配置和运动的连续性,资金就难以在运动中增值,甚至预付的价值都难以得到补偿。因此,从货币资金的预付,到整个资金运动过程,资金都遵循合理配置、连续运动的原则。

根据我们对资金概念的分析,不难看出,资金和物资、货币是既相互联系、又相互区别的。就资金与物资的关系看,虽然资金在运动过程中采取物资的形态,但并非凡是物资的货币表现都是资金。只有那些用于生产过程生产净产值的物资的价值,才是资金。就资金与货币的关系来看,货币是一般等价物,具有价值尺度和流通手段的职能。资金在运动过程中也采取货币资金的形态,但货币资金虽然在流通中执行货币职能,但它不同于一般的货币,因为它执行着资金的职能。只有预付的货币给预付者带来更多的价值时,货币才转化为资金。

在现代经济生活中,资金是通过企业和政府的投资形成的。无论是企业、还是政府,在投资之前,都必须通过一定的渠道从国内或国外筹措投资资金。企业筹措投资资金的渠道主要有:(1)从企业留利中提取生产发展基金和其他类型的专项基金,用于企业的自我积累;(2)原有固定资产报废更新之前闲置的折旧基金;(3)银行信贷资金;(4)发行证券(包括股票和债券)。政府则通过税收、发行国债筹措投资资金。但无论是企业还是政府筹措投资资金,实质上都是把国民收入中未消费的部分聚集起来用于扩大再生产,企业和政府筹措投资资金的过程就是资金供给者把所支配

的那部分价值提供给投资者(企业和政府),满足其投资需要的过程,也就是资金供给者把所支配的部分价值预付或垫支在再生产过程中以实现价值增值的过程。这一过程是借助于一定的融资机构和融资工具来实现的,因此,可以把这一过程称为融资过程。以企业为主体的融资过程,可称为微观融资过程,以政府为主体的融资过程,可称为宏观融资过程。撇开融资主体,单就融资过程来考察,融资涉及三个基本方面或要素,即:第一,储蓄^①。储蓄代表着能够用于投资的物质资源,它决定了资金积累的潜力。政府和企业融资的数量取决于储蓄水平。第二,融资机制。即投资主体借以获得投资资金的机制。通过融资机制,投资者能够利用储蓄资源。第三,投资。把融集资金用于扩大生产规模,增加资金存量。这三方面相互联系、相互制约,构成了一个有机整体。融资对经济发展之所以具有重要意义,原因就在于融资过程涉及的三个方面都制约着资金的积累和资金的配置,从而制约着经济发展。

首先我们看储蓄。储蓄从资金来源方面制约经济发展。我们知道储蓄代表着可用于投资的资源,增加储蓄,才能扩大投资,进而为经济发展提供物质基础。从实践看,储蓄率与经济增长率之间具有很高的相关关系,储蓄率较高的国家,一般是经济增长较快的国家,储蓄率低的国家同时也是经济增长较慢的国家(见表1.1、表1.2)。

其次从融资机制看。“机制”一词,是一个被广泛使用的概念,但不同的人有不同理解。它的内涵应从机制一词的本意去把握。机制一词,源自希腊文 *mechane*,意指机器的构造和动作。后来,生物学和医学通过类比使用生理机制、病理机制等概念,用来表

^① 储蓄有两种含义,一种是狭义的储蓄即居民的储蓄存款;一种是广义的储蓄,即国民收入中未用于当前消费的部分,在文中除特殊说明外,我们使用广义储蓄的概念,这是为了便于进行总量分析。

表 1.1

国别	日本		原联邦德国		美国		意大利		法国		英国	
时期	1950 ~ 1970	1970 ~ 1980	1950 ~ 1970	1970 ~ 1980	1950 ~ 1970	1970 ~ 1980	1950 ~ 1970	1970 ~ 1980	1950 ~ 1970	1970 ~ 1980	1950 ~ 1970	1970 ~ 1980
储蓄率	34%	31.1%	27%	25.8%	17%	18.2%	24%	24.7%	20%	21.7%	18%	19.1%
经济增长率	9.5%	8.2%	7.7%	5.1%	2.8%	3.6%	6.0%	4.8%	4.2%	4.6%	3.3%	3.6%

表 1.2

国别	缅甸	巴基斯坦	埃塞俄比亚	尼日尔	塞拉利昂	上沃尔特	平均值
平均储蓄率	9.3%	9.2%	7.8%	7.3%	7.2%	6.5%	8.06%
人均 GNP 实际增长率	2.0%	1.5%	0.3%	-1.2%	-1.2%	-1.2%	0.11%

资料来源：褚时健等主编：《微观经济运行需求主体》，中国金融出版社 1992 年版第 298 页。