

中南财经政法大学金融与投资文库

转轨经济中 的投资率研究

韩旺红 著



中国财政经济出版社

中南财经政法大学金融与投资文库

转轨经济中的投资率研究

英 主 韩旺红 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

转轨经济中的投资率研究/韩旺红著. —北京: 中国财政经济出版社, 2009. 7

(中南财经政法大学金融与投资文库/张中华主编)

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1650 - 8

I. 转… II. 韩… III. 投资 - 研究 - 中国 IV. F832. 48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 095656 号

责任编辑: 洪 钢

责任校对: 王 英

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 汤广才

中国财政经济出版社 出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京中兴印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

880 × 1230 毫米 32 开 10.375 印张 243 000 字

2009 年 7 月第 1 版 2009 年 7 月北京第 1 次印刷

定价: 22.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1650 - 8/F · 1424

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744

编委会名单

顾问：周 骏

主任：张中华

副主任：朱新蓉 宋清华

委员：

陈柏东	陈 红	韩旺红	黄孝武	李格非
李 明	李念斋	刘冬姣	刘惠好	聂名华
宁素莹	唐文进	吴 桦	谢进城	熊福生
张 东	张金林			

总 序

总
序

1

蔡元培先生曾在几十年前指出：“所谓大学者，非仅为多数学生按时授课，造成一毕业之资格而已也，实以是为共同研究学术之机关”。学术是大学的灵魂，学术研究和知识创新是大学生存与发展的动力源泉，是大学传授知识、培养人才、服务社会、守望社会理性和引领社会发展的基础。一所大学，如果缺乏浓郁的学术氛围，没有知识创新，既不可能有一流的教学，也不可能有一流的社会服务。要成为一流的大学，必须有一流的学者、一流的学术研究和一流的学术成果。

金融是为适应社会分工、商品生产和商品交换的需要而产生的。伴随着经济的发展，金融工具不断创新，金融市场范围不断拓展，金融交易规模不断扩大，对实体经济的影响也不断增大。证券市场的发展，保险业的兴起，金融衍生产品的迅速增加和金融市场国际化程度

的不断提升,使金融已不再局限于货币与银行的传统业务范围,金融的意义不仅在于融通资金,更重要的功能是在不同的时空之间配置资金资源,并通过资金资源的配置促进社会经济资源的优化。金融不仅对微观经济效率具有至关重要的影响,同时对宏观经济的稳定有着关键性的意义,因而被称为“现代经济的核心”,金融学也被人们誉为经济学“皇冠上的明珠”。

投资与金融有着密不可分的联系。在货币经济条件下,投资主要表现为货币资金的投入,不仅证券与金融衍生产品投资要以金融市场为载体,以金融工具为对象,产业投资也需要以货币为媒介,一般需要通过金融中介和金融市场筹措资金。从事投资活动,要提高投资的效率和防范投资的风险,不能不了解金融。另一方面,厂商从银行或从金融市场融入资金,目的通常是为了进行产业投资;厂商发行股票或债券的过程,同时又是居民或机构的投资过程。产业投资既创造需求,又创造供给,且具有不确定性和不可逆性,因而对货币的供求、社会总需求和总供给的平衡以及社会经济发展的动态起着举足轻重的作用,被萨缪尔森称为“经济中发号施令的因素”。研究金融,不能不关注投资。

金融和投资学科是中南财经政法大学的传统优势学科。中南财经政法大学的前身为中原大学。中原大学成立初期便创设了金融专业。1953年,国内高等学校院系调整,中南地区的经济与法律学的教师纷纷调入中南财经学院,群贤毕至,为金融学的发展奠定了坚实的师资基础。投资学的前身为基本建设财务与信用,创设的时间稍晚于金融学专业,但是国内较早创设该专业的院校之一。近60年来,几代学人始终坚持以学术为本,孜孜追求,锲而不舍,金融、投资学科在国内同类学科中取得了应有的地位。目前,中南财经政法大学新华金融保险学院下设金融、保险和投资三系。学院坚持以学术立院,以学术兴院,为了顺应我

国金融与投资迅速发展的形势，努力推进金融、保险和投资的学术研究和知识创新，由学院资助出版的“金融与投资文库”，就是学院采取的具体措施之一。

本文库注重理论联系实际的原则，鼓励作者积极借鉴国内外先进的理论和方法，以国际视野把握社会经济发展的趋势，但必须立足于中国实际，以分析和解决中国社会经济发展中的现实问题为基本导向。中国是一个发展中的大国，工业化、市场化和国际化进程交织中的中国金融和投资的发展波澜壮阔，异彩纷呈，矛盾也十分复杂、尖锐。伟大的实践需要理论的指导，同时也将催生和造就日趋丰富多彩的理论。

学术研究的主体是学者。学术的进步既依靠学者个人独立观察和思考，同时也需要平等、自由、相互激励的学术氛围和志趣相投、结构合理、分工协作、精诚团结的学术团队。中南财经政法大学新华金融保险学院历史的辉煌是由周骏等老一代学者创造的，今日的成就离不开朱新蓉等中年教授的努力，未来的希望则在一批青年学者。他们人数众多，意气风发，知识结构合理，才思敏捷，本文库将主要推出他们的学术作品。他们的作品或许还存在这样或那样的不足，但任何学者的成长都需要经历一个磨砺的过程，许多学者在推出他们的名作之前还名不见经传。我们以期待的眼光注视着我们的青年学者。

学术的进步有赖于学术的广泛交流与切磋。我们将学术文库面世，期待得到国内金融与投资学界及实际工作部门专家更多的批评和指教。让我们共同来精心耕种文库这块蕴育希望的学术园地。

张中华

2007年3月

目 录

(28)	第一章 导论	(1)
(23)	第一节 问题的提出	(1)
	第二节 研究的理论与现实意义	(9)
(103)	第三节 本书的基本结构 and 研究	
(104)	方法	(11)
(108)	第四节 本书的创新点 and 有待深	
(117)	化的问题	(15)
(134)	第二章 投资理论综述	(18)
(140)	第一节 概念界定	(18)
(160)	第二节 投资需求理论	(22)
(173)	第三节 投资供给理论: 消费与	
(181)	储蓄	(38)
(184)	第四节 投资与消费关系理论	(50)
(184)	第五节 评论及本书的研究视角	(68)

第三章	投资消费比例关系的经验观察及解释	(73)
第一节	投资消费比例关系界定	(73)
第二节	中国投资率与消费率的运行轨迹	(77)
第三节	不同国家的投资、消费比例关系	(86)
第四节	中外投资率与消费率比较	(93)
第四章	经济转轨对投资、消费比例关系的影响	(103)
第一节	中国投资需求决定的现实	(104)
第二节	经济增长与投资	(108)
第三节	制度变迁	(117)
第四节	产业结构变动	(134)
第五节	城市化进程	(146)
第六节	地区差异	(168)
第七节	经济增长方式	(175)
第八节	小结	(181)
第五章	投资乘数、收入差距和消费增长	(184)
第一节	投资乘数理论简述	(184)
第二节	投资乘数与收入差距	(191)
第三节	中国的投资乘数测算	(201)
第四节	投资乘数与消费增长	(205)
第五节	小结	(216)
第六章	投资效率与投资率	(217)
第一节	研究文献简述	(217)
第二节	储蓄—投资转化效率	(228)
第三节	投资增量效率：投资效益系数	(241)

第四节	投资存量效率：资本产出系数	(244)
第五节	投资效率与投资率的关系	(248)
第七章	适度投资率与消费率	(257)
第一节	相关研究简述	(257)
第二节	投资率衡量的理论模型	(261)
第三节	适度投资率判定与测算	(266)
第八章	研究结论、政策建议与研究展望	(282)
第一节	主要研究结论	(282)
第二节	政策建议	(284)
第三节	进一步研究的展望	(297)
参考文献		(300)
附录	作者近年发表的相关研究成果	(317)

第一章

导 论

第一节 问题的提出

一、投资率之谜

由于信息不完全、不对称，以及人们的有限理性，经济生活和经济研究中存在着许多的“谜”。在中国，有一个至今困扰着经济发展、令人费解的——投资率之谜。中国的投资率状况如何，投资率究竟高不高？为什么高？高得正常还是不正常？是否应该解决以及如何解决这一问题？对此的注解天天都有，但至今尚无公认的“谜底”。2006年中国的投资率在40%以上，而号称“世界经济火车头”的美国只有18%，中国的投资率之高足以让人瞠目结舌。与此同时，消费率持续走低，1978年中国的消费率是62%，2006年已经降到了49.9%。2007年初，一位中国副总理访问美

国，与美国政府高层商谈的一个重要议题，就是中美共同努力，采取有效措施，促进中国人提高消费，降低储蓄；而美国人则应节制消费，增加储蓄^①。2007年7月，作为中美战略经济对话的一部分，美国住房和城市发展部（HUD）部长杰克逊北京之行的目的，就是建议中国购买美国的按揭证券，以借中国人的钱实现美国人的“房产梦”^②。面对中国巨额外汇储备用于购买美国国债的情况，美国经济学家大声疾呼：中国这个世界上最大的发展中国家每年把大量的金钱借给了美国这个世界上最富有的国家使用^③！美国财政部长保尔森2007年8月造访北京时，甚至将美中贸易失衡的原因与中国人的消费率低相联系。他明确表示，如果中国消费者继续将大约一半的收入用于储蓄，而美国储蓄率几乎为零，那么贸易失衡就会持续下去^④。在“十一五”开头的2006年和2007年，伴随中国人高储蓄、高投资和消费不足而出现的所谓“流动性过剩”^⑤，以及与此相联的股市和楼市的资产“泡沫”，更成为严重困扰经济学家和管理层的难题。胡锦涛同志在党的十七大报告中讲到经济发展模式转变时提出，要把经济增长由主要依靠投资、出口拉动转向依靠消费、投资、出口协调拉动，更是将投资和消费的关系提到了重要位置，这是中国共产

① 《吴仪访问美国》，《经济日报》，2007年1月22日，第1版。

② 王冲：《美国住房部长欲借中国的钱圆美国人“房产梦”》，2007年7月17日，《中国青年报》，第4版。美国拥有自己房产的人达到了70%。

③ 截至2008年6月末，国家外汇储备余额达到18088亿美元。如按美元资产占比60%计算，外汇储备资产中美元资产达10853亿美元。国家外汇管理局网站，http://www.safe.gov.cn/model_safe/index.html。

④ 保尔森：《中国必须改革金融服务体系》，国际金融报，2007年8月3日第1版。

⑤ 在宏观经济层面，流动性可以理解为货币信贷总量。“流动性过剩”主要是指银行体系的流动性过剩。其直接原因是基础货币发行量过大。

党中央文件中第一次明确地提出这一重要命题，意味着投资、消费对中国经济健康、自主、持续发展的极端重要性。增加国内消费占 GDP 比重，从而把居民储蓄更多地转化为消费，而不是更多地转化为投资，将是今后建设中国特色社会主义、加快推进改善民生的一项十分重要的和全新的工作。

二、简要的回顾

一个国家一定时期社会再生产的最终成果或最终产品由三部分组成：投资、消费和净出口。在社会最终产品总量一定的条件下，投资占的比重大了，消费占的比重就小，反之亦然^①。最终产品的合理分配，事关社会再生产的顺利进行和社会的福利公平与效率，而对最终产品进行合理分配首先涉及的就是投资与消费的比例关系。因此，投资和消费的比例关系是实践中需要解决的和经济理论需要进一步研究的重大课题。

改革开放以前^②，中国经济学界主要研究的是积累和消费的比例关系^③。改革开放初期，经济学界关注的重点是经济中投资总量的问题^④。1990 年以后，由于国民经济核算体制的改革和经济规模的日益扩大，作为相对数的投资率成为衡量投资增长和投资与消费关系的主要指标。

① 这里假定为封闭经济，不涉及对外贸易经济关系。

② 本书指 1978 年以前。

③ “积累”是 1980 年代以前中国使用前苏联的物质产品平衡表体系（MPS）进行国民收入核算时的概念，范围仅包括 5 大物质生产部门。1990 年，中国开始采用世界大多数国家采用的国民账户体系（SNA），积累的概念被投资所取代。积累是劳动价值论的概念，指社会产品价值组成 $C + V + M$ 中可用于扩大再生产的部分即 M ，而投资是社会最终产品价值的组成部分，它包括了固定资产折旧的价值。

④ 中国经济学界过去长期研究投资总量而较少研究投资率可能与经济规模和投资规模较小、投资项目和规模的计划管理、行政管理等有关。

国内外对中国投资率的研究归纳起来大致有三种观点：

第一种观点认为中国的投资率不高，或较高但是正常。持这种观点的早期文献有刘慧勇（1988）等，近期文献有樊纲（2006）、宋国青（2007）等。他们认为，中国的投资率不高，甚至“太低”。并对“投资率高企”这一命题本身提出质疑^①。宋国青2007年在北京大学经济研究中心举行的“中国经济观察”论坛上的演讲题目是《中国投资率太低》。他认为：“你们都是一米五，我长到一米八，难道我就错了？反正，没有一位经济学家告诉我50%的投资率到底有什么不对的。”但同时认为“这个结论也吓了我一跳，不过我必须表达我的观点。”樊纲（2006）在发表对中国经济走势的看法时认为：“在发展的现阶段，较高但不是过热的储蓄和投资是好事，而且是可持续的！”并提出，“较高但不是过热的储蓄和投资”约占GDP的35%至40%^②。

第二种观点与第一种观点相反，认为中国的投资率过高，消费率偏低。余永定（2007）认为，中国宏观经济面临的最大问题就是投资增长太快，超过50%的投资率，无论对于哪个经济体而言都是不可持续的。姚景源（2007）认为，由于导致固定资产投资膨胀的深层次原因并未得到解决^③，投资过热很有可能卷土重来。樊纲（2007）认为：中国经济面临四大宏观比例

① 宋国青认为：即便是知名经济学家，说中国投资率太低也需要有足够胆量。邢飞：《宋国青抛出另类观点：中国投资率太低而非过热》。http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-07/31/content_4899422.htm.

② 樊纲：《储蓄和投资较高有利于经济》，《经济参考报》，2006年1月20日，第4版。

③ 这些问题包括：对政府的政绩考核制度、国内生产总值统计、形象工程、重复建设等问题没有根本解决。

失调，包括消费—储蓄结构严重失衡，储蓄率高达 50% 是过热了^①。史蒂芬·罗奇（2006）的观点颇有代表性。他认为，2005 年中国的储蓄额约占 GDP 的一半，而美国仅为 13%；个人储蓄的落差更为明显，中国的个人储蓄约占家庭收入的 30%，而美国则低至负值。但是，在中美两国迥异的储蓄态势之间存在着—道隐蔽的联系：由于储蓄过多、消费不足，中国继续着以出口为导向的经济增长，为了支持这种增长，人民币维持在一个相对较低的汇率水平，对美国出口便宜的消费品；同时，中国还要把其大部分的储蓄转化为以美元计价的金融资产，这些资金的供应也使得美国经济可以支撑对中国消费品的购买。在全球化大潮下，投资与消费的失衡实际上正在造成中国国民财富的流失，从全球经济平衡的角度看，中国的天量储蓄者实际上在补贴着挥霍无度的美国消费者。罗奇并认为，对两国而言，这并非是可持续的选择。中国相对疲弱的消费，意味着经济增长动力主要依靠出口和固定投资。出口方面的任何增长将成为引发贸易摩擦和保护势力扩张的源头，而投资的持续膨胀将导致产能过剩和本地通货紧缩^②。林毅夫（2007）也认为中国的投资增长过快、消费相对不足，并解释了这种现象的根源，认为是发展中国家的投资经常在一段时间内集中于少数几个产业所致^③。

第三种观点则认为，投资率的高低无法判别，或因研究者的角度、所处部门不同、判别标准各异而有不同的结论。贺铿

① 樊纲所指的四大宏观比例失调是：消费—储蓄结构严重失衡；外贸顺差过大；外汇储备过多；流动性过多。

② 罗奇：《中美储蓄落差暗含危险》，http://news.xinhuanet.com/fortune/2006-03/16/content_4308。

③ 林毅夫：《当前宏观经济条件下的改革和调控思路》，《人民日报》，2007 年 8 月 22 日。<http://theory.people.com.cn/GB/49154/49155/6148409.html>。

(2006) 等人认为,在经济发展过程中,尤其是发展中国家在工业化进程中,投资率和消费率不存在一成不变的“最佳比率”。投资规模决定于经济剩余能力,与资源条件、国际收支和财政收支余缺有关^①。李扬(2007)认为,探讨这一问题的概念并不统一。若就投资领域自身来看,投资率和投资增长率过高,人们所列举的问题确实存在,而且比较严重。然而,问题的关键在于,论及宏观经济平衡时我们必须认识到:投资只是社会总需求的一个部分,它是否适当,首先要看总供求是否平衡这个大道理,相比而言,投资是小道理,而大道理是管小道理的。换言之,关于投资率的高低问题,如果不在宏观总平衡的框架中去分析,可能失之片面。他并力图建立一个宏观调控应当遵循的“科学、统一、稳定的分析框架”^②。罗云毅(2004)则强调,如果将中国的投资率与储蓄率比较,得不出投资率偏高的结论^③。

三、本书研究的目的

应该指出,上述理论观点的差异和在涉及应用性时的不同观点,有时是因立场因素造成的,也可能是分析者在解释投资、消费现象时使用了理论和实证推断的不同部分,或在实证与规范分析上有不同的侧重,或在分析方法选择上存在差别。

第一种观点是现实主义的思路。现实依据是建立在近 60 年来中国经济发展的历史轨迹,即高投资、高消耗的粗放型的经济

① 贺铿、李鲁阳等:《投资、消费与经济增长》,中国统计出版社 2006 年版,第 14 页。

② 李扬:《当前中国宏观经济调控的几个问题》,财政科学研究所网站。http://www. crifs. org. cn, 2007-10-16。

③ 罗云毅:《投资率本质上是由消费率决定的》,《中国投资》,2004 年第 6 期,第 28 页。

发展模式之上的。的确，高投资、低消费的经济增长模式曾经创造了“中国经济增长奇迹”，短期看，通过投资创造总需求拉动经济增长仍然可能是最有效的手段，但这种路径依赖正逐步被我国社会、经济、环境变化的实践证明是难以持续的。

第二种观点是理论联系实际的思路。不能为 GDP 而 GDP，也不能为投资而投资。投资建设的最终目的是提高人民的消费水平和生活质量。在反思多年来宏观经济和投资增长周期性波动的基础上，认为从经济平稳可持续发展的理论出发，国民经济中反复出现的各种现象表明，投资率过高、投资增长过快既是中国经济增长的主要特征，又是中国经济增长的主要弊病，并沿着这个思路，提出一系列宏观调控的思想与对策。

第三种观点是理想主义的思路。认为在宏观经济平衡理论和投资、消费、储蓄等经济变量的数量平衡基础上，既然要求宏观经济平衡并且某一经济变量已定，那么，基于变量的内在联系和理论框架的约束，另一经济变量就是内生的，我们因此得不出或不能直接判定投资率的高低。这种理论观点，将导致与第一、第二两种观点不同的政策主张。

上述不同观点对人们研究投资与消费的关系问题是有益的。但现实主义思路先验地假定已有的投资、消费比例关系可以持续，第二种思路放弃了这个假设，但却没有将中国经济的转轨特征应用到分析判断当中，这些显然与我国现实有偏差。第三种观点符合理论上“投资 = 储蓄”这一宏观经济平衡框架，却忘记了总量均衡固然重要，但结构因素有时却是决定性的。更重要的是，上述思路主要讨论投资率与消费率总量上的高低，即数量上的相互关系，较少考察投资率与消费率的决定因素，或者只考虑某一个或某几个因素的影响。由于忽视了对投资率与消费率决定因素的整体分析，因此，上述观点只揭示了事物的“一个片