

# 1. 美国投资总水平

本章主要研究美国投资的总水平及其变化情况，通过比较分析，从成本、收益等多方面探讨美国投资水平相对低下的原因，并介绍和评价美国经济学家就提高美国的投资水平所提出的一些对策措施。

## 1.1 战后以来美国的投资总水平及其变化情况

我们先界定一下我们的研究对象，接着从有关统计数据和图表中概略地了解一下美国的投资究竟处于一种什么样的水平，了解一下它的变化情况。

### 1.1.1 投资及其构成

#### (1) 投资的定义

对于投资，有多种定义。一种是日常生活中运用的比较广义的定义，认为投资就是为了取得将来更多的收入，或者购买一种能够在长期内可供人使用的资产而现在就做出的付出或投入。按照这种定义，企业通过筹资购买机器设备或建设厂房属于投资，个人购买股票、债券和房产是投资，个人到银行存款是投资，银行把钱贷给企业是投资，企业拿钱购买固定资产和流动资产也是投资。这样的一种投资定义，对于研究整个国家的投资对经济活动的影

响而言，是不太恰当的，因为它有过多的重复计算的成分；金融活动的组织不一样，同样的实业投资规模所统计的这种投资定义下的总投资额就不一样。同时，计入家庭耐用消费品，对于研究投资对国民经济增长的影响也没有多大的帮助。

狭义的投资，在不同的学科中有不同的内涵，在经济学中，多指为维持简单再生产和进行扩大再生产而进行的固定资产和流动资产的购置和建造活动。因此，投资就是资本的形成，而且侧重于有形资本——建筑、设备和存货方面的企业投资。

本书着重研究美国的投资运行对美国经济的影响，所以，采用这种狭义的投资定义是比较恰当的。

## (2) 投资种类的划分

从购建资产在生产中的价值转移特点不同，可把投资活动划分为固定资产投资和流动资产投资。购建价值经过一次生产过程就全部转移到产品中去的资产，就称之为流动资产投资；反之，购建价值经过多次生产过程才转移完的资产的活动，就称之为固定资产投资。在实际生活中，在划分具体界限时，为了方便起见，往往还借助于时间长短（以 1 年期为界限）和金额大小作为划分标准。固定资产投资，尤其是其中的机器设备投资，对于促进经济增长有着非常重要的积极作用。本书也侧重于研究固定资产投资。

私人企业组织和政府对固定资产和物资储备的投资是总投资，由于一部分投资实际上是替换的补充价值被转移的资产，所以这部分投资是所谓重置投资或说更新投资，追加的固定资产和物资储备的价值，称为净投资。因此，净投资加上固定资产的更新投资就是总投资。

按照投资主体的不同，还可以把投资划分为政府投资和民间投资。在美国，没有完整连续的政府投资统计数据可以利用，公布的资料里往往把政府的所有开支（转移支付除外）都作为消费对待，只有一个私人总投资数字。由于资料收集和处理的难度很大，

而且易引起争议，我尽量利用已有的官方统计数据 and 得到比较多经济学家认同的被经济学家们加工过的别种口径的数据。

### 1.1.2 几种投资率水平及其变化情况

#### (1) 总的固定资本形成占 GDP 的比率比较

从图 1.1，我们可以看出，从总固定资本形成占 GDP 的比率比较来看，几个工业化国家中，美国居于末位。从 1970~1989 年，日本的投资一直接近国内生产总值的 1/3，同期法国的固定资本形成占 GDP 的比率介于 20%~25% 之间，美国和英国在 15%~20% 之间波动，是工业化国家中最低的。所有国家自 20 世纪 70 年代初期的石油危机以来至 1985 年左右，都经历了一个投资率下降的过程。自那以后，都开始进入一个恢复阶段，但是美国则是个例外。当然，美国的投资率在 1991 年降到 15.4% 见底后开始回

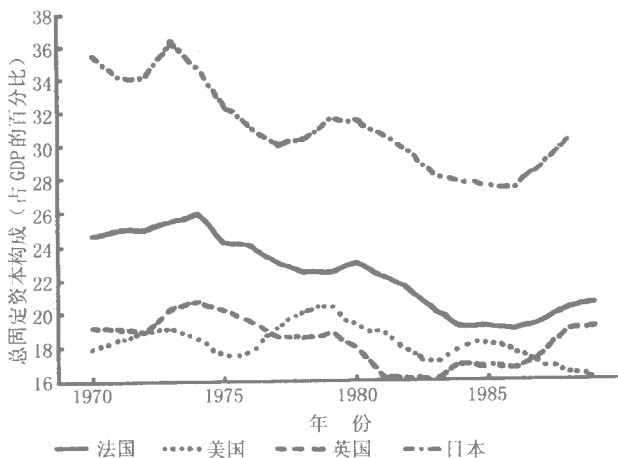


图 1.1 1970~1989 年部分国家的总固定资本形成

资料来源 杰弗里·萨克斯等著：《全球视野的宏观经济学》，上海三联书店 1997 年，第 174 页。

升,目前在 17%左右。但是,还不能肯定这是经济扩张期中的暂时现象呢,还是根本转势(参见图 1.2 近期美国的投资占 GNP 的比率走势图)。

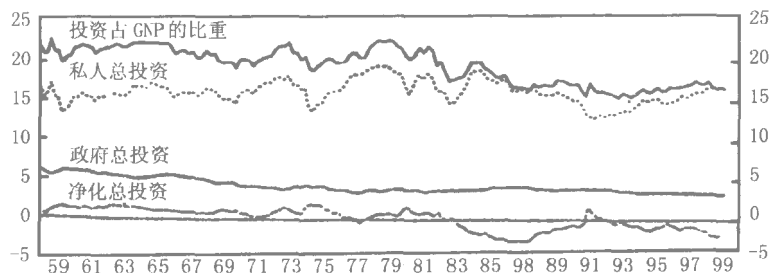


图 1.2 近期美国的投资占 GNP 的比率走势图

资料来源: [美]《现代商业概览》,1999年6月号。

## (2) 美国投资占国内生产总值的比率

从表 1.1 的数据可以看出,美国的投资率和储蓄率自 20 世纪 70 年代以来出现了明显的下降趋势,尽管由于外资的流入,投资的下降不如储蓄下降严重。而自 1992 年起投资率出现回升势头,储蓄率也随后出现回升。现在还不能肯定这种回升是长期趋势还是周期中扩张阶段的短期现象。

如果不考虑折旧和重置投资的美国投资占国民收入的比率(净投资率),20 世纪 70 年代末期至 80 年代末期的下降趋势较之过去更加明显。80 年代以前的 1959~1980 年,美国的国民收入中 8.2% 用于储蓄,7.8% 用于国内投资,0.5% 用于国外投资,就是美国有小的贸易顺差。到 80 年代末期的 1989~1990 年,国民储蓄下降到 3%,尽管借助于贸易逆差和向国外借款 1.9% 美国的投资水平仍有很大下降幅度,只占到国民收入的 4.9%。<sup>①</sup>

表 1.1 各国的储蓄与投资率（占国内生产总值的百分比）比较

国家	1976~ 1980 年	1981~ 1985 年	1986~ 1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年
美国									
储蓄	19.7	17.1	16.0	15.8	14.5	14.5	15.5	16.0	16.6
投资	20.3	19.5	18.3	15.8	16.0	16.5	17.5	17.2	17.7
净流出	-0.6	-2.4	-2.3	0	-1.5	-2.0	-2.0	-1.2	-1.1
日本									
储蓄	32.1	30.9	33.12	34.2	33.8	32.8	31.4	30.7	31.3
投资	31.7	29.1	30.34	32.2	30.8	29.7	28.7	28.5	29.8
净流出	0.4	1.8	2.78	2.0	3.0	3.1	2.7	2.2	1.5
欧洲联盟									
储蓄	22.2	19.8	20.86	20.1	19.1	18.4	19.3	20.2	19.8
投资	22.7	20.0	20.62	21.2	20.1	18.2	18.9	19.4	18.7
净流出	-0.5	-0.2	0.24	-1.1	-1.0	0.2	0.4	0.9	1.1
亚洲									
储蓄	26.2	25.8	29.78	30.0	30.0	31.5	33.4	32.9	34.0
投资	27.0	27.6	30.3	30.3	30.8	34.3	34.1	34.7	35.6
净流出	-0.8	-1.8	-0.52	-0.3	-0.8	-2.7	-0.7	-1.8	-1.6

资料来源：1976~1990 年数字是根据国际货币基金组织出版的《世界经济展望》（1993 年 10 月）（中国金融出版社 1994 年版）整理，1991 年以后的数字是根据国际货币基金组织出版的《世界经济展望》（1997 年 10 月）（中国金融出版社 1998 年版）整理。

### 1.1.3 对于投资统计口径的分歧

有些人认为，通常的统计口径低估了美国的投资水平。

按照通常的统计口径，20世纪90年代，美国的投资占GDP的17%，比西欧国家的20%少，比日本的30%更少。但美国的经济形势却好过日本和西欧国家。按照投资促进经济增长和经济增长拉动投资的一般认识，美国的较少的投资要带来比投资率还高的日本和西欧国家更快的经济增长率是很不容易的，必须有投资效果的大幅提高作为基础。然而从一些研究者所做的研究来看，除了个别情况，并无令人信服的证据证明这一点。那么，是否存在投资被低估的情况呢？美国的一些经济学家就提供了这方面的证据<sup>②</sup>。他们认为，美国国民账户统计中所报告的投资只包括了用于物质资本即厂房、设备、基础设施和住宅上的开支。实际上，经济学家都同意，任何开支只要能够带来未来的产出，都属于投资。按照这个定义，许多开支都符合这个标准，而在原来的统计中都没有包括。

教育。它在长期内产生收益因此应该算作投资，但是现在只有用于校舍建设和设备购置上的开支才计入投资额。这是一笔很大的遗漏额：在1990~1994年期间，美国用于教育方面的开支（用于建筑物等的开支除外）占GDP的6.6%，12个其他富国的平均数字是5.6%，而有着最高投资水平的日本相应的数字是3.8%。

研究和开发也产生未来的产出。然而，在美国国民账户统计中，政府研究开发被计入政府消费之中；企业研究开发简单地作为生产成本计算，事实上都排除在投资和GDP的统计数字之外。美国在研究开发方面的投资一直高于其他国家，在1990~1994年期间，该项投资占GDP的比率为2.7%，其他富国的平均数是2.1%。

耐用消费品是另一个例外。按惯例，只有企业购买耐用品才算作投资；居民的所有开支（买房子除外）都算作消费。如果企业买台个人电脑或小汽车供职工用，这算作投资，但是如果居民自己买这些东西使用，就算作消费，这显然是没有道理的。

如果把耐用消费品算作资本，这又会使美国比其他国家增加更多的投资：在 1990~1994 年期间，美国把 GDP 的 6% 用于耐用消费品的购买，相比之下其他富国是 5.4%。

军事开支通常算作政府消费而非投资。这是一个更加具有争议的领域，如政府用于军事方面的研究开发，其成果大多数也有经济方面的应用。这类例子举不胜举。如果这些开支将在长期内带来某些形式的“产出”，那么，它也应该计算为投资。在 1990~1994 年期间，美国花了占 GDP 的 1.3% 在军事用途的硬件方面，其他富国的平均数是 0.5%。

以上这四项投资在美国都比在其他国家要多些。因此，把它们加到通常尺度的投资额上去，将会缩小美国与其他富国之间在投资方面的差距。另外，相对其它物品和劳务而言，投资品在美国比在其他国家一般都要便宜些；因此，给定数额的美元开支，在美国用于投资比在别的国家能够购买更多的厂房和电脑。如果把投资数字根据国家之间的价格差别做一下调整，美国的总投资，包括上述四项在 1990~1994 年期间，将占到 GDP 的 35% 左右，高于 12 个富裕国家 33% 的平均数。如果对于近年的投资数字做类似的调整，美国甚至会领先，因为即使根据官方的报道，其投资支出在最近的扩张中也急剧上升了。

正如国际比较统计的危险所显示的，通常的统计在牵涉到如人力资本这类无形资产投资方面的误导越来越大。拿计算机软件来说，美国商务部和其他国家的统计局一样，把企业在软件方面的开支如同电费开支一样对待；把它视为生产成本，因此，不包括在投资内。但是软件不像电力一次性消耗全部进入生产过程，

它可以用很长时间。软件也与计算机硬件密不可分，不把它算作资本开支是没有道理的。这又对于美国有利，因为在美国软件开支比信息技术不先进的国家高得多。

有些人认为把净投资作为反映投资水平的指标有缺陷。

除了对于美国的投资率的计算方法产生分歧外，还有些经济学家尽管接受传统的统计口径，但是认为比起净投资率来，总投资更能反映实际投资水平。

一个很有意思的现象是，按照常规的统计数字，美国的净投资率这些年来存在着下降的趋势，而总投资率，不但没有下降，反而经过了一段时间的上升之后基本上稳定下来，目前在 17% 左右。在 20 世纪 90 年代是略有上升。为什么会出现这种情况？因为自 20 世纪 80 年代初期以来，投资的技术结构发生了很大的变化。耐久性设备投资占投资的比率由 80 年代初期的不及 50%，上升到 90 年代的 80% 左右，其中，计算机及其外围设备投资占很大部分，1991 年达到企业固定资产投资的 17.8%。这种投资的结构变化产生了拉低净投资率的效果，因为设备折旧快于建筑物折旧，尤其是电脑的折旧每年高达 25%。因此，尽管净投资率降低了，实际上投资的资源并未减少。如果考虑到设备投资比起建筑物投资对于生产率增长的贡献更大<sup>③</sup>，则这种结构变化的意义就更大了。看来，我们看待投资对于经济增长的影响，今后恐怕更多地是应该看总投资率，而不是净投资率。有人专门对计算机的价格走势进行研究，说明由于计算机的价格每年下降 25% 左右，今天的计算机投资额即使比起 10 年前不增加，但是如果按照 10 年前的计算机价格计算，也等于增加投资好几倍，就是这个道理。所以，从研究投资对于经济增长的角度看，用总投资率更能够反映实际，更有说服力。

## 1.2 与日本比较看美国投资率偏低的原因

从前面的图表资料我们发现，按照通常的大多数经济学家认可的统计口径计算的美国的投资率是偏低的，那么是什么原因造成美国的投资率偏低的呢？我们这里就探寻一下原因究竟在哪里。

### 1.2.1 从投资的资金供给看：国民储蓄低且呈下降趋势

#### (1) 储蓄及其构成

国民储蓄是国民收入中不用于私人或公共消费的那一部分，它也是用于国内投资和国外投资的部分。在美国的统计核算中，居民用于住宅和金融商品购买的支出算作投资，除此之外，其它开支均算作消费；政府的所有开支在统计中也通常作消费开支处理，只有当政府财政有盈余时才有所谓政府储蓄，政府财政赤字算作负储蓄（实际上，政府也投资于生产性资产，原则上讲这一部分购买是不能够算作消费的。1990年，美国政府总投资于非军事有形资产额占GNP的2.5%，折旧扣减后，净投资额是国民生产净值的1%）。<sup>④</sup>另外，人们也把国民生产总值或国内生产总值中不用于消费的部分算作储蓄。显然，由于折旧的加入，由此计算的后两种储蓄率（储蓄/GNP和储蓄/GDP）<sup>⑤</sup>均高于前一种储蓄率（储蓄/国民收入）。正如前面讲总投资率和净投资率哪个作为判断美国投资水平的真实指标更恰当道理一样，认为用储蓄占GNP或GDP的比率作为衡量美国储蓄水平更恰当的道理也是如此。

储蓄按主体不同可分私人储蓄和政府储蓄，进一步地可细分为居民储蓄、企业储蓄和政府储蓄。后面的分析中我们会用到相

关的数据。

### (2) 储蓄率的比较

从表 1.2 几个工业化国家的总储蓄数据来看，美国的储蓄水平是明显偏低的。

表 1.2 几个工业化国家的总储蓄和总投资（占 GDP 的比率）

国 家	时 期	储 蓄		
		总储蓄	私人部门	公共部门
美 国	1970~1979 年	20.1	18.2	1.9
	1980~1984 年	18.9	19.2	-0.3
	1985~1989 年	16.4	16.6	-0.2
	1990~1996 年	15.63		
日 本	1970~1979 年	35.2	29.6	5.6
	1980~1984 年	30.8	26.7	4.1
	1985~1989 年	32.7	26.0	6.7
	1990~1995 年	32.17		
德 国	1970~1979 年	24.3	20.5	3.9
	1980~1984 年	21.1	19.5	1.6
	1985~1989 年	24.0	21.9	2.1
	1991~1995 年	22.96		

资料来源：国际货币基金组织出版的《世界经济展望》（1993 年 10 月），中国金融出版社 1994 年，第 57 页。世界银行《世界发展指标》，1998 年。

### (3) 美国储蓄下降的趋势

从表 1.2 我们已经看出美国的储蓄率呈下降趋势，但是，这种下降还是轻微的，还不及储蓄占国民收入之比率的下降那么剧烈，这从表 1.1 就可明显地看出来。

#### (4) 储蓄率偏低的原因分析

社会保障制度。通常的想法是，社会保障的作用就像养老金：人们工作时把钱付给社会保障系统，当他们退休时再连本带息取回。实际上，社会保障不是这种银行账户式的养老金。它建立在这样的前提之上：如果工作人数超过退休人数足够大，那么对当前的工人征收相对低的所得税就可以直接为现在的退休人员提供数量可观的收入。这被称做边走边付体系，它有别于那种账户里的钱随着时间不断积累、并在退休后再付给他们的标准养老金。

因此，社会保障计划是一种税收计划，不是储蓄计划（对于储蓄账户式的社会保障计划来说，通过社会保障进行的“公共”储蓄将排挤私人储蓄，但是总的储蓄则不受影响）。

对于这种边走边付的社会保障制度来讲，个人在没有后顾之忧后，将减少储蓄。而社会保障不过是将一部分现职人员的收入通过税收集中起来再分配给退休人员作消费用，并无什么公共储蓄的增加。因此，总储蓄是随着社会保障的增加而减少的。

美国著名经济学家马丁·费尔德斯坦说，1970年以来美国社会保障福利的增加对美国储蓄率的下降起了重要作用，他估计，由于社会保障，储蓄比以前下降了  $1/3$ 。<sup>⑥</sup>

考虑到美国的社会保障负担还比较重，这对美国的储蓄影响就更大。下面我们看看这方面美国和日本的数字比较，可以看出美国的储蓄率低下确实是与其税收和社会保障支出较重有关系。

有资料表明，在 1964~1981 年间，日本家庭平均可支配收入占总收入的 88%，收入的 12% 用于缴税和支付社会保障费。而在美国，税收和社会保障费占总收入的比例要大许多。在同一时期，美国家庭的可支配收入只占其总收入的 80%，用于缴纳税收和社会保障费的部分占到了 20%。在可支配收入方面存在这样大的差距的情况下，储蓄行为方面的差距有多大呢？在美

国，储蓄占总收入的比例是 6%，在日本是 16%。<sup>⑦</sup>

消费者信贷的便利。近几十年来，美国人借钱变得越来越容易，普通的美国中产阶级借钱比普通的欧洲人和日本人要容易得多。在美国，人们可以得到抵押贷款以购买住宅，其比例可以高达住宅价格的 80%~90%（一些政府担保的抵押贷款甚至允许人们借款的数额达到住宅价格的 95%）。相比之下，在日本和欧洲的一些国家，抵押贷款很少超过住宅价格的 50%。因此，这些国家的购房者在购房前必须做更多的个人储蓄。<sup>⑧</sup>

另外，美国的个人还可以以自己的住宅作抵押借款进行其它消费，借款额可以高达住宅价值的 80%。在 1970~1981 年间，日本家庭把 4% 的总收入用于购买耐用消费品（折旧前的价值），这个百分比在年度间变化不大。而美国这一比例高达 9.7%，比日本高出将近 6 个百分点。扩大这种差距的一个因素是消费信贷制度。从某种程度上讲，可以说，提供消费信贷，消费就上升，储蓄就下降。美国发达的消费信贷制度使人严重依赖借钱消费。尽管依赖借款水平变化很大，但在最近十年里，消费额中用借款支付的比率约在 25% 左右。到 1981 年底，未偿还的美国消费信贷总额是日本水平的 5 倍左右，美国家庭平均借款是日本家庭的 3 倍。<sup>⑨</sup>这一差距的背后原因是，美国金融机构比较愿意贷款给消费者，而美国的消费者对于借款相对比较情愿。到 90 年代，美国更是成为消费者借贷的天堂，居民的房子可以用作第二抵押获得贷款，实际上人人都可以获得信用卡，到 1996 年末，美国整个家庭的负债上升到占可支配收入的 89%，全国破产协会估计 1997 年将有 130 万~140 万人宣布破产。<sup>⑩</sup>

统计方法。消费和储蓄的划分方法，使得购买耐用消费品和教育等是算作消费还是储蓄有很大的差异。从上面的数字我们看出美国人对于购买耐用消费品比日本人在收入中占的比率高出 1 倍多。美国人在教育等方面也非常舍得花钱。有经济学家计算

了这种更广义的所谓真实的储蓄率（包括所有资本性开支在内的储蓄占 GDP 之比）得出令人吃惊的结果。他说：在 1929~1993 年期间，尽管通常衡量的储蓄率从占 GDP 或 GNP 的 16.7% 下降到 12.5%，但是这种真实的总储蓄率却从占产值的 43.3% 上升到 52.6%。在通常测量的储蓄率急剧下降的 1973~1993 年间，真实的储蓄率基本上没有变化。<sup>⑩</sup>

政府开支全算消费也是不恰当的统计方法。通常的美国官方统计中，把政府的开支全算作消费，只把财政预算盈余作为政府储蓄。事实上，政府支出中有相当一部分投资性开支，如基础设施开支，研究开发开支等算作投资在大多数国家的统计中都是正常的。很显然这部分支出既然应该算作投资，自然也应该算作储蓄成分。这部分额度大小对于储蓄率的影响，参考前面关于投资统计的争论就可得出，此处不再重述。

经济增长相对慢些也是原因之一。根据对多个国家进行广泛的收入—储蓄关系研究表明，尽管收入与储蓄增长有密切的关系，但是收入增长经常是先于储蓄率的增长而不是在此之后。这就是说，是增长促进储蓄而不是相反的驱动关系。新近的数理经济研究也支持这种观点，即收入的迅速增长使储蓄率骤升，因为就家庭而言，其获取财富比增加消费的速度要快。据此认为，60 年代开始东亚较高的储蓄率应该部分地归因于较高的经济增长率从而收入增长率，而不是相反。如果这样来看，是否可认为，美国的低储蓄率与美国的低经济增长率有关呢？<sup>⑪</sup>

美国的税收制度也起到了鼓励消费抑制储蓄的作用。美国联邦政府对每个纳税人一定数量的红利收入免税，但不存款利息收入免税。美国消费者购买住房和其它大件耐用消费品可以采取分期付款办法，他们因此而付的利息可以从他们应交纳所得税的全部收入中无限制地扣除，免交所得税。这是典型的鼓励消费抑制储蓄的做法。日本、德国、奥地利等国家并不采取这样的做

法，他们对储蓄利息收入一般免税，对于借款消费的利息没有扣免所得税的规定，像在奥地利，购买消费品要交百分之十几的增值税（消费税）。<sup>⑬</sup>

#### （5）美国储蓄率呈下降趋势的原因分析

财政赤字扩大，联邦政府的负储蓄扩大。80年代以来，美国里根政府采取减税措施企图刺激供给，通货膨胀造成的高利率增加政府累计债务支付负担，及控制赤字膨胀的政治上两难处境等造成了这一时期以来财政赤字的大幅度增加，这是美国的财政赤字扩大的主要原因（1991年以来开始的经济扩张已经逐步消除了财政赤字，并在1998年开始出现盈余，投资率也出现轻微的上升，这从另一方面支持这一论点）。当然，在此期间，构成私人储蓄的居民和企业储蓄也下降了，但是政府财政赤字扩大成为国民储蓄率下降的主要原因（见表1.3）。

表 1.3 政府赤字与国民储蓄率（国民收入中储蓄占的比率）

项 目	私人储蓄	政府储蓄 (盈余为正赤字为负)	国民储蓄
1959~1980年	9.6	-1.4	8.2
1981~1988年	8.7	-4.5	4.2
1989~1990年	6.6	-3.6	3.0

资料来源：舒尔茨：《宏观经济决策向导》，第47页。

消费信贷的发展使得个人较少储蓄。这一点，我们从前面的材料中也可以看出来。美国有全世界最发达的消费信用业，这事实上鼓励了消费，是个人储蓄率下降的一个重要原因。

股市的繁荣和房地产的涨价造成的财富效应刺激了消费。80年代以来（除1987年），美国的股票市场很成功，房地产尤其是住宅价格也大幅上涨，这样在财富效应的作用下，居民增大

了消费在收入中的比例，造成了储蓄的下降。<sup>⑭</sup>

公司储蓄下降源于公司筹资结构的变化。企业储蓄下降是因为企业留利的长期下降，其占 NNP 的比率，从 60 年代的 3.7%，降到 70 年代的 2.7%，再降到 1989~1990 年的不到 1%。近来的下降可能归因于金融公司的巨额亏损。不过，公司利润下降的一个重要趋势源于公司的资金结构转向更多依赖于负债筹资。这样一来，公司资金收益中更高比率被付给债券持有人了。这不是由于资本收益率的下降，非金融部门的有形资本的收益率在 70 年代有轻微的下降，但是，在 80 年代则保持不变。<sup>⑮</sup>

#### (6) 低储蓄对投资的影响

低储蓄使得利率较高，这会抬高投资成本，抑制国内投资。在其他情况不变的情况下，低储蓄会带来高利率，从而只有很高投资收益率的项目才能选为投资对象，这势必抑制投资需求，造成低投资。这方面的证据可以从下面的利率水平和投资报酬率水平的资料（见表 1.5 和表 1.7）得到证实。美国在 80 年代中期出现的高利率与投资的较快增长的同时出现，是因为在利率上升同时政府通过减税更大程度上抵消了这部分影响，当然高利率吸引外资流入也是一个因素，不能因此否认高利率对投资的抑制作用。<sup>⑯</sup>

较高的利率会吸引国外投资的流入。当然，较高的利率水平会吸引国外投资的流入，从而能够在一定程度上弥补国内储蓄不足。美国自 80 年代以来出现的巨额资本流入就在很大程度上减缓了美国投资率的下降幅度。我们可以看一下表 1.4。

总体而言，低储蓄与低投资相伴随。尽管根据我们上面的分析，外资的流入可能会软化低储蓄对投资的约束，但是并不能取消这种约束。这从国际数据横向比较和美国数据的纵向比较中都会得到支持，高储蓄率的国家如东亚国家往往有高投资率，低储蓄的美国英国等国家往往有低的投资率，美国的储蓄率走低，

其投资率也走低。

表 1.4 1951~1988 年美国的国民净产值中  
净储蓄与投资（不含折旧金）所占的份额

	1951~ 1960 年	1961~ 1970 年	1971~ 1980 年	1981~ 1985 年	1986 年	1987 年	1988 年
总国民储蓄	8.0	8.4	7.7	3.6	2.1	2.0	3.3
私人储蓄	8.7	9.4	9.7	8.2	7.4	6.1	6.7
政府储蓄	-0.7	-1.0	-2.0	-4.6	-5.3	-4.1	-3.6
国内可投资资金 (总国民储蓄)	8.0	8.4	7.7	3.6	2.1	2.0	3.3
净对外投资	0.3	0.7	0.3	-1.3	-3.8	-4.0	-3.3
最终国内投资	7.7	7.7	7.5	5.0	5.6	5.8	6.1

注释：分量相加不等于总量是由于统计误差。

资料来源：[美] B·P·博斯沃思著《美国储蓄率的崩溃没有简单的解释》，载美国（挑战）杂志 1989 年 7~8 月号。

## 1.2.2 从影响投资决策的成本收益因素分析

### (1) 利率水平

利率作为使用资金的成本，对于投资是有影响的，一般说来，利率提高对投资会有一定的抑制作用。从国际比较的角度看来，美国的利率确实是比较高的（见表 1.5）。但是，这样高的利率作为低储蓄的结果比较好理解，但是从作为储蓄的激励因素来看，美国的高利率没有带来高储蓄，说明储蓄的利率弹性不大。同时，可能说明美国人的眼界很高，对报酬的期望值很高，这一点我们在后面会更详细地讨论。

表 1.5 各国储蓄的平均实际利率和稳定性

国 家	期 间	储蓄的平均 实际利率 (%)	实际利率 标准偏差 (%)
日 本	1953~1991 年	-1.12	3.89
高速增长的亚洲经济实体	*	1.59	3.47
美 国	1965~1991 年	2.22	2.38

\* 是各国不完全同期数字的平均数。

资料来源：世界银行政策调研报告《东亚奇迹》，中国财经出版社，1995年，第42页。

### (2) 分配股息水平

从筹资的角度来说，股息和红利的分配支付也构成资金的成本，分配率高影响到投资成本高。同时，由于企业投资有相当部分来源于利润再投资，分配率高势必影响到企业的投资率。从国际比较的角度来看，红利分配在净收入中占的比率以美国为最高，是可以说明这一点的（见图 1.2）。

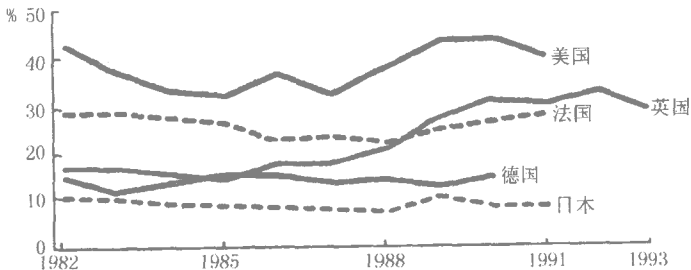


图 1.3 股息红利分配在净收入中所占的比率的国际比较

资料来源 [英] 艾伦·格里菲斯等主编：《应用经济学》，中国经济出版社，1998年，第358页。

### (3) 股价 / 股息比率

一般来说，股价越高，支付股息越少，对于企业的筹资越有