

拉美国家过度投资与我国 投资过热比较研究*

中国人民大学国民经济管理系 顾 严

2002年下半年、特别是2003年春以来,我国出现了新一轮投资过热,固定资产投资规模迅速扩张,部分原材料价格增幅超过1倍。目前,在宏观调控的作用下,过热趋势已经得到明显抑制,理论界和实际部门正在探讨如何采取进一步措施,既能够保持经济的持续快速增长又能避免投资的反弹。纵观这一轮的投资过热,笔者发现拉美国家曾经出现的过度投资现象具有较强的国际比较价值。吸取这些国家和我国自身的教训,有助于我们在制度设计和政策操作上尽可能避免类似问题的再次出现。

一、投资率和 ICOR 比较

1. 投资率比较。近十几年以来,拉美主要国家的投资率都在20%上下,而我国投资率自改革开放以来一直高于30%,2003年超过了40%,^①这反映出经济增长所依靠的总需求方面的力量不同。

拉美国家刺激宏观经济需求的三个重要方面是投资、消费和政府购买。此外,拉美国家也曾希望能够通过出口来刺激经济,但由于国内过度投资需要大量资金、国内超前消费需要大量外国产品进口,再加上汇率高估带来的不利条件,出口需求始终没能成为拉美经济的主要推动力量。

我国经济增长的主要推动力量来自于投资、净出口和消费。首先,较高的投资率一方面说明投资需求贡献了经济增长的主要部分,另一方面也说明经济增长的成果更多地分配给了再生产,投资和国民经济的这种关系也暗示了投资效率和经济增长效率的紧密联系。其次,汇率制度和劳动力价格的优势促进了我国出口需求的不断增加,出口对GDP增长的贡献也在逐渐增大,这也加大了我国的贸易依存度,使国民经济同世界经济越来越紧密地联系起来。再次,由于改革带来的预期支出提高远大于实际收入的增长,我国

* 本文是《过度投资和重复建设的国际比较研究》课题分报告之一。

① 除特殊说明外,本文所列拉美国家数据均来源于IMF:《International Financial Statistics 2001》(CD-ROM)或根据其有关数据计算,我国数据均来源于国家统计局:《中国统计摘要(2004)》或根据其有关数据计算。

消费需求发展比较缓慢,消费率一直比较低,消费需求对经济增长的贡献有待提高。此外,我国政府也积极发挥着促进经济增长的作用,但主要方式并不是政府购买,而是通过发行国债来进行公共投资,这构成了投资需求的一部分。

虽然我国投资率显著高于拉美国家,总需求结构上也有不同,但无论是我国还是拉美国家,经济增长的主要推动力量都是社会总需求,而我们在总供给调控方面的手段都比较少、且效果欠佳。就业问题、贫富差距问题、以及下面将提到的投资效率低下问题等,在一定程度上都归因于总供给调控政策的不到位。

2. ICOR 比较。本文所用的 ICOR(增量资本产出率,也译边际资本一产出比率)是指资本形成额和支出法 GDP 增量的比值。ICOR 的值越大,说明实现一单位 GDP 增量所需的资本就越多,因此投资的效率就越低下。而 ICOR 的迅速上升则说明出现了过度投资和资本深化。

拉美国家爆发严重金融危机的频率是全世界最高的,许多分析文献都将危机归咎于汇率问题,但其深层次诱因实际上是投资效率的低下,1994 年墨西哥比索危机和 1999 年巴西货币危机都印证了这一点。由于墨西哥经济在整个 20 世纪 80 年代都处于震荡阶段,这使得政府显得无所适从,最终只得采取了过度投资的策略。这种过度投资体现为投资率的快速上升和投资效率更快速度的下降。投资率从 1990 年开始以每年 1 个百分点的速度上升;ICOR 出现了更快速度的上升,从 1990 年的 3.7 上升到 1991 年、1992 年的 4.6 和 5.6,1993 年更是达到了 9.7 的高位。9 个比索的投资还不能带来 1 比索的经济

增长,第二年危机就爆发了。

我国的 ICOR 在改革开放后曾出现震荡下降的趋势,反映出投资的相对有效。从 1995 年开始,ICOR 开始快速上升,由 1994 年的 1.58 迅速达到 1999 年的 8.37。而近年来则处在 4~5 的水平。贸易政策和要素比例的不同使我们不能简单地通过 ICOR 的数值比较不同国家投资效率的高低,但不稳定的 ICOR 都能说明投资效率的大幅波动,迅速上升的 ICOR 都意味着投资效率的显著下降。前面已经谈到,较高的投资率使我国经济增长的效率同投资的效率紧密相连,因此投资效率的低下会导致整个经济运行的效率低下。从某种程度上讲,我国目前的经济增长、尤其是本轮投资过热阶段的经济快速增长实际上是主要依靠大规模资本投入带来的 GDP 增长率数据上升而非真正意义上的经济发展,造成了巨大的资源消耗和资源的低效配置,经济增长方式从粗放型向集约型转变的步伐缓慢。长此以往,许多深层次的矛盾和问题会逐渐积累并扩大,有可能危及我国国民经济的全面、协调、可持续发展。

拉美国家投资低效的教训和我国粗放型增长方式难以转变的现实都说明,通过大量资本投入来刺激经济增长的这种措施无异于揠苗助长,必须及时转变对经济增长的认识,切实转变发展观,并通过良好的制度和有效的机制来引导投资流向高效的部门和项目,稳定乃至降低 ICOR,提高投资的效率,从而提高经济运行和经济增长的效率。

二、投资来源和投资领域比较

1. 投资来源比较。实践表明,拉美国家的过度投资主要依靠的是外国资本流入的支持,而我

国固定资产投资的资金主要来源于国内银行信贷的扩张,尤其是本轮的投资过热。

1973年石油危机以后,石油输出国的大量过剩资金回流到国际资本市场,而当时西方发达国家陷入衰退、资金需求下降,因此许多国际银行开始看好拉美国家,计划对其采取资金扩张策略。拉美国家利用这一特殊条件,纷纷采取“负债增长”战略。这种战略大量且迅速地吸收了外部储蓄,拉美地区外债余额由1975年的784亿美元猛增至1982年的3083亿美元,支撑了投资需求,使其在20世纪70年代后半期保持了经济增长。但在拉美国家完全开放资本账户的情况下,外资的流入是很不稳定的。1982年墨西哥债务危机爆发,拉美地区外资流入的势头急转直下,而且出现了逆转——由1975~1981年的平均每年净流入456亿美元变为1982~1990年的平均每年净流出154亿美元。严重依赖外资的拉美投资迅速萎缩,经济遭到了毁灭性打击,因此“失去了十年”。尽管20世纪90年代以来外资再次大规模流入拉美地区,但其不稳定性也在增加。据联合国拉美经委会测算,资本流入的变差系数从1975~1981年的17.8%上升至1991~1998年的37.1%,这种不稳定性加剧了拉美经济的波动,导致了1994年的墨西哥比索危机、1999年的巴西货币危机以及后来的阿根廷债务危机。^①

由于受到资本账户管制的约束,我国外债规模相对较小,截至本轮投资过热最严重的2004年一季度末,我国货币当局对外国负债仅为517.67亿元,同时外汇储备已超过3.2万亿

元,而且国外净资产呈逐年上升的趋势,因此外债并不是支持我国投资的主要力量。而自1985年以来,国内贷款占全社会固定资产投资完成额的比重就一直稳定在20%左右,因此国内信贷扩张是我国资本形成的主渠道,而且还是投资过热的重要支撑力量。比如在出现经济过热、低水平重复建设较严重的1992年,这一比重曾高达27.4%。尽管在这一年的6月份最高层已经采取有力措施抑制通胀,但全年广义货币增幅仍高达37.3%,支撑固定资产投资实现了61.8%的超常增长。而在本轮投资过热中,国内贷款再次充当了主要推动力量,其占全社会固定资产投资完成额的比重在2003年达到了25.3%(这是1993年以来最高的水平),使得固定资产投资在上半年“非典”的不利影响下仍然实现了全年26.7%的增长率。2004年,宏观调控力度进一步加大,但一季度末金融机构贷款较上年同期增长仍超过了20%,一季度新增贷款达到全年预期目标的1/3,支撑固定资产投资实现了43%的增长。^②

拉美国家和我国投资来源的共性是资金供应者比较单一,这使得投资和主要供应者之间的联系过于紧密。外债是拉美国家投资的主要资金来源,它的不稳定性造成了这些国家经济的大起大落;我国投资的资金供应主要来源于银行,一方面形成了资金需求方对银行的“倒逼”,另一方面银行行为也对经济构成直接影响(如宏观调控以来银行采取的“一刀切”)。因此单一的投资资金供应渠道不利于投资和经济的稳定。

① 数据来源于斯托林斯、佩雷斯:《经济增长、就业与公正——拉美国家改革开放的影响及其经验教训》。

② 数据来源于人民银行:《2004年第一季度中国货币政策执行报告》和国家统计局网站 www.stats.gov.cn。

2. 投资领域比较。工业化道路的选择使得拉美和中国都比较重视非农产业,拉美国家的过度投资集中在制造业,我国本轮的投资过热集中在房地产和原材料生产等领域。

为了在较低的发展水平上迅速推进工业化进程、提高经济增长率,拉美国家在第二次世界大战后采取了进口替代的工业发展模式。他们纷纷制定了鼓励制造业和基础设施投资的发展计划,一方面对制造业实行高度的贸易保护,另一方面将资源大量地投向制造业。经济增长率因为得到投资增长的支持而在一定时期内保持了较高水平,但这种增长模式无疑是畸形的。首先,资金在优先发展的制造业中过多、过分地集中导致了很低的利用效率,消耗了大量的资源,不利于经济的可持续发展。其次,投资所需的大量资金无法通过正常的国内积累来提供,只能通过外资流入和信贷扩张,这一方面增加了外债风险,另一方面也导致了较高的通胀率。再次,对制造业的过度投资严重影响了农业部门的发展,导致其产出能力不能适应工业部门和国民经济对农产品的需求,极端地表现为这一地区虽然拥有十分丰富的自然资源却无法为自己提供足够的粮食。

从投资的领域来看,我国也存在“重工轻农”的问题,农业发展缓慢,农村经济很不活跃,农民收入增长速度也较慢。在本轮过热中,房地产和原材料生产领域的过度投资最为严重。从资本的逐利性来讲,无论是由政府主导的还是由企业自主进行的投资都会流向增长较快、利润率较高的

部门。我国土地资源非常稀缺,城镇土地市场是由国家垄断的,土地作为一项特殊商品其供给少而需求巨大,造成和土地紧密相关的房地产行业有着较高的利润和较好的市场前景。我国又处在经济快速增长的“起飞”阶段,对原材料的需求量随着GDP的增长而不断增加,所以原材料生产行业的利润率也较高。2003年,全国许多地区都兴起了新一轮的“开发区热”,房地产投资增幅接近30%,迅速成为国民经济的“支柱产业”,并带动其上游的钢铁、电解铝、水泥等原材料行业投资出现了90%~120%的超常增长,价格上涨超过居民消费价格涨幅30多倍。^①

拉美国家过度投资和我国的投资过热虽然在非农产业中的侧重点不同,但都反映了对GDP的崇拜,一切为了增长,忽视了效率问题和公平问题、结构问题和协调问题、全面问题和可持续问题。这主要还是发展观的问题,没有认清经济增长的根本目的。

三、推动投资的内外因比较

本国政府是推动国内投资扩张的主导力量,而像美国这样的超级大国也直接或间接地影响了拉美和我国国内投资、起到了推波助澜或者说是雪上加霜的作用。

1. 内因比较。无论在主要拉美国家还是在中国,政府都是推动投资的最主要力量,但拉美国家的各级政府作用方向比较一致,而在我国本轮过热中却出现了中央和地方的不协调。

拉美国家的进口替代战略是政府选择的,对制造业的贸易保护是由政府制定并实施的,过度

^① 数据来源于许光建:《全面落实科学发展观、继续加强和改善宏观调控——解读十届全国人民代表大会第二次会议的国民经济和社会发展规划报告》。

投资也是政府直接参与或者通过政策调控引导的,所以说政府是这些国家过度投资的主导。从中央和地方政府的关系来看,这些国家面积大都较小,所辖行政区(省或州)数量较少、人口也比较少而且集中在几个主要城市;这些特点使得拉美国家中央政府的管理半径较小,政策贯彻起来比较容易,地方政府能够受到有效的监督和制约,因此地方政府违背中央政府意志的现象也就较少发生。由于中央政府只重经济增长和工业化、轻视效率提高和协调发展,因此地方政府对中央政策的支持甚至是超前贯彻加剧了宏观经济中的矛盾。例如一些国家的中央政府为了鼓励地方政府进行投资竟然向其大规模地放债,结果由于地方政府到期不能偿还中央政府债务而导致经济危机爆发。

把拉美国家的上述特点放在我国加以考虑,是利于抑制本轮投资过热的。因为如果中央政府的调控意图能够在2003年下半年就能得到有效传达和贯彻,地方政府就不会再次出现“在下马中上马”、“在批评中前进”的行为,结构性矛盾也就能够及时得到解决,不会产生硬着陆的危险。而我国的实际情况却是中央政府的管理半径很长,30多个省级行政区和5个计划单列市的客观现实使中央政府的协调成本较高,政策贯彻效果有待提高。当地方政府参与甚至是主导盲目投资时,中央政府在收集信息、分析研究、下达政令、督促执行、监督验收等各个环节都处于不利地位;而且当中央和地方出现分歧时,中央政府既要纠正地方政府、又要靠他们执行调控政策,这就产生了矛盾。我国改革开放以来的低水平重复建设问题和出现了多次的投资过热,症结就在

这里。

中央与地方关系没有理清,使得拉美国家的过度投资更加严重,也使我国出现了调控传导机制不畅通的情况。这既是一个集权与分权的制度性问题,也是一个通过调整现有官员考核指标排序而改变政绩观的操作性问题,需要同时从两个方面着手解决。

2. 外因比较。作为惟一超级大国的美国,对任何同世界紧密联系的国家都有着重要的影响,无论是通过针对美国国内经济的政策,还是通过针对其他国家的直接干预政策。

前面提到的拉美“负债增长”战略就和美国有很大关系。以墨西哥为例,1982年危机发生后,德拉马德里政府在美国的压力下接受了国际货币基金组织的要求,采取了严格的紧缩政策,造成经济形势极其困难、国内资金非常短缺,只能通过调整外资政策来吸引国外的资金、靠外债来发展经济。而由美国主导的“华盛顿共识”则迫使主要拉美国家在20世纪80年代中期宏观经济很不稳定的情况下加速了利率市场化进程,金融管制的放松和资金的紧张使得拉美国家市场利率高企,从而加速了外资的流入。里根政府的强势美元政策保持了美元的稳定和美国国内利率的高水平,拉美国家只能靠更高的利率来吸引资本流入,这大大增加了偿债压力,最终导致了债务危机的发生。

我国本轮投资过热也受到美国的影响。近年来美联储一直在降息,2003年夏天更是将隔夜拆借利率降低到1%的46年来最低水平,直到2004年6月份才宣布加息25个基点。美国的低利率政策造成了中美利率的倒挂,加剧了我国外

汇市场上美元供过于求的局面,这首先导致人民银行的人民币公开市场操作只能起到对冲外汇市场基础货币投放的作用,而无力对国内经济进行微调。其次,中美利率倒挂使人民银行几乎不能采取加息的方式来给投资降温,因为加息就意味着人民币将面临更严重的升值压力。此外,美国财长斯诺的访华也在客观上使市场产生了人民币升值的预期,进一步加剧了央行的窘境。在这种情况下,我国政府可选择的市場手段十分有限,面对不断上升的投资增长,只能采取断然措施。

拉美国家和我国的教训一方面说明,经济主权对发展中国家来说是很重要的,我们在积极融入世界经济大舞台的同时,要保持一定的警惕;这些教训在另一方面也说明,对国内经济的调控也要考虑到国际因素,尤其是像美国这样的关键因素。

四、几点启示

1. 要转变发展观、重视宏观调控的供给方面。拉美和我国的经验教训都说明,在经济的发展中不能只看重 GDP 增长率,更要注重经济增长方式的转变、资源利用和配置效率的提高以及人民生活水平的改善。这就要将宏观调控的着眼点由总需求适度转向总供给,落实全面、协调、可持续发展的以人为本的发展观,调整政绩考核指标排序,将促进就业和社会保障放在更重要的位置。

2. 要拓展资金供应渠道、合理利用国外储蓄。为了保证投资的稳定和适度,资金供应渠道应实现多元化。首先应尽快医治股票市场的顽疾,使上市公司能够有一个健康的融资环境、经济能够有一个实时的晴雨表;其次应加快发展债券市场,尤其是企业债市场,拓宽投资主体的融资渠道;最后应在继续有效利用外商直接投资的同时,审慎借入外债和吸引流动性较强的国际资本。

3. 要理清中央和地方关系、保证汇率主权。中央政府与地方政府要在制度设计和政策操作上保持协调,信号要明确,对待非市场非正常问题要坚决及时地调控,这样政策传导会更加顺畅。在对外经济领域,一方面我们应履行入世承诺、积极融入国际市场,另一方面应渐进改革“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”,减少外部波动给内部均衡带来的负面影响。

4. 要关注美国经济、应对美联储利率变化。我国经济和美国经济的周期不一致,因此美国的经济政策、尤其是联储的利率政策对我国的宏观调控会起到对冲的作用,这就要求我们在分析国内经济形势和制定针对国内的经济政策时必须把美国的情况纳入考虑,进行有针对性的动态的反周期预测和微调,缓解中美利率倒挂、经济周期不一致等带来的宏观调控压力。