

论个人储蓄投资机制的阻滞及转换途径

钟 伟

(经贸管理系)

摘要 从阻滞机制的存在为前提,分析了个人储蓄投资失衡的原因以及相应的转换途径。

主题词 个人储蓄投资机制;风险性投资;保障性投资

中图分类号 F832.3

1 个人储蓄投资机制阻滞存在的客观性

投资对经济增长的效应是双重的,即一方面投资作为一种需求拉动经济增长的短期需求效应;另一方面投资作为增加供给的手段具有推动经济增长的供给效应,这是一种长期效应。储蓄投资机制的阻滞使投资需求没有真实资源保障成为无效膨胀,投资的固定资产形成率低下使资本存量最大化为存量凝滞所抵消没有能形成投资供给的良性循环。在财政统收统支的格局打破后,由于储蓄投资主体结构性的变动及转换渠道的转变使阻滞客观存在,其中尤以个人储蓄投资的总量失衡最为突出。

1) 从资金总量上分析,存在储蓄投资的阻滞效应。自1979年以来,我国储蓄率一直是稳步上升的。政府、企业及个人三者总储蓄率在27%~37%之间^[1],如果不存在储蓄转化为投资的阻滞,按照1990年的37%的储蓄率,就能满足使GNP增长率维持在9%,固定资产投资增长率稳定在35%的资金需要,投资膨胀应是不明显的。自1983年以来,虽然储蓄率与固定资产投资率的年度差值保持在5%以内^[1],且多数年份为正值,但固定资产投资膨胀却在加剧,最高达GNP的10%左右,最低也在3.3%^[1]。从资金流量的矛盾性可以得到储蓄增长并不能形成投资供给的有效扩张,而经济增长迫使投资需求无效膨胀只能通过强制性地压缩年度基建规模来平衡,或通过国民收入的超分配来吸收。

2) 从储蓄投资主体的结构变动来分析,个人储蓄投资的失衡是阻滞的主要表现。储蓄投资主体由个人、企业及政府构成。就政府而言其储蓄占GNP的比重是趋降的,已从改革前的8%~9%降为目前的4%~5%^[1]。在财力逐渐分散的同时,政府集中投资的倾向并没有削弱,故计划内投资需把企业及居民的相当一部分储蓄也转化为重点建设投资,可能大大超出预算内投资。它在很大程度上受制于多元投资积累主体的投资倾向。政府在三主体中,

收稿日期:1994-12-16

其储蓄比重已由 50% 降至 10%, 而净投资则在主体中仍占 70% 左右。总体行为可表述为过强的投资倾向及过弱的储蓄能力间的矛盾, 加上中央-地方两级主体财力上的失衡, 更使政府在储蓄投资主体中地位弱化。就企业而言, 在经营上存在社会效益目标与盈利目标的冲突, 在利益分配上存在负债积累比例过高(70% 左右)与留利水平过低(4% 左右)的矛盾, 在资金运用上存在融资能力有限和无投资自主权等矛盾。从 1984 年以来, 企业的净储蓄一直为负值, 表明扣除折旧基金外, 企业已无力增加投资, 其储蓄与投资在三主体中的比重由约 20% 和 10% 分别降为负值^[1], 其行为可表述为储蓄和投资的比重疲弱。就个人而言, 虽然储蓄率受通货膨胀的困扰有所波动, 但利率与储蓄相关程度不是太大($R^2 = 0.68$), 储蓄率大体稳定在 30% 以上^[1], 储蓄绝对余额的增长尤其明显, 储蓄比重在三主体中由 20% 上升为 120%^[1], 但其净投资持续徘徊, 在三主体投资比重中保持在 30% 左右, 约占其可支配收入的 12%~15%^[1], 与其储蓄能力不相对称。同时个人的行为可表述为储蓄过剩和投资倾向过弱的矛盾。个人储蓄投资转换机制的阻滞对投资膨胀的拉动日益严重。

2 个人储蓄投资失衡的原因

从上述分析可以看出, 推进储蓄转化为投资主要存在双重矛盾, 即宏观上政府可支配积累与投资的矛盾, 微观上企业及个人自我积累能力与规模投资的矛盾, 这种阻滞的形成, 是间接融资乏力, 个人投资市场过狭及个人投资需求不足共同作用的结果。

1) 间接融资的乏力。从资金流向观察, 个人储蓄除少部分以现金形式进行交易、借贷或贮藏外, 绝大部分以银行储蓄形式存在。因此银行未能将个人储蓄充分转化为投资是形成阻滞的原因之一。间接融资的乏力表现在三个方面: 投资膨胀的幅度与银行存贷差额大体不相关。投资增长率与当年经济增长率密切相关, 而投资供需缺口大致又与广义货币 M_2 呈正相关, 即便银行在有些年份出现少有的存差时, 投资膨胀仍然居高不下, 大体占 M_2 的 16%~23%^[1], 投资倾向极强的政府与储蓄倾向极强的个人其资金流动互不融通; 通过基本上以短期储蓄为主, 5 年以上的长期存款占总储蓄比重的 20% 左右, 而社会基础设施和基础产业的投资周期大致为 6 年, 亟需以长期性储蓄为支撑的资金来源。这种失衡由通货膨胀加以放大, 即短存长贷逼使投资供给, 超分配加剧通胀而使储蓄越加短期化。由于年限结构失衡而导致的投资供给不足有不均衡性。通过存贷利率结构分析可得到, 5 年、8 年的个人存款利率稍低于 1 年期, 这抑制了储蓄长期化, 而又稍高于固定资产贷款利率, 抑制了银行将个人储蓄转化为建设投资的动力。上述三方面使银行作为对个人吸储主渠道的同时, 不能必然地成为间接投资的主渠道。

2) 个人投资市场的狭窄。证券市场应是个人直接投资的主要场所, 尽管储蓄面临过剩, 但债券、股票等证券投资增长缓慢, 仅占个人储蓄总额的 10% 弱^[1]。如果将证券市场上投资工具细分为债券、股票及共同基金的话, 则可以进一步分析个人储蓄不能转化为直接投资的原因。其一, 就债券而言, 其中公债虽无投资风险, 但发行市场与流通市场发育畸形, 导致公债相对于银行储蓄处于劣势的原因。利率倒不是决定因素, 而是公债的贴现、转让、挂失、兑付等配套服务水平极低, 缺乏交易市场强力支撑下, 80% 的公债不参与流通, 流动性过差而使投资者利益在通胀中受损; 其中企业债券虽利率水平较高, 但到期兑付率过低, 企业往往不愿或无力兑付, 作为代理或担保机构的银行只好垫资兑付, 使企业债券举步维艰, 因

此债券难以吸引个人投资者;其二,就股票而言,投资收益主要源于非市场经济因素所决定的短期炒作,而与上市公司实绩无关,目前约吸收个人储蓄 500 亿元,约为储蓄总量的 4%,投机风过甚及扩盘乏力阻止了中长期个人投资者的进入;其三,就共同基金而言,其主要特征是吸取个人投资、专家经营、风险分散、共同受益,是介于债券及股票间的个人投资方式,但大众尚缺乏对基金投资的认识。上述原因使证券市场对个人储蓄转化为直接投资的引力不足。而其它市场如房地产交易市场、期货市场,又远远超出了个人平均储蓄水平,存在严重的进入壁垒。狭窄的个人投资市场,限制了个人储蓄大规模转化为社会建设资金的可能。

3) 个人投资需求的不足是使个人投资动力极度弱化的关键,个人保障性投资及住房投资应是容纳个人储蓄转化为建设投资的重要渠道。但国家及企业统包社会保障投资却使这一渠道难以开拓。我国个人住房投资需求是不足的,其中农村每年约有 300 亿元储蓄转化为住房投资,而就职工而言,自 1979 年以来、政府及企业的年建房投资及维修费用约占固定资产投资 10%,个人住房投资几乎与其储蓄增长水平不相关,高补贴低房租的住房制度使个人可支配收入中仅 2%~5% 用于住房保障需要^[1];我国个人社会保障性投资需求是不足的。社会保障体系包括了社会保险、社会补助、社会福利、保健医疗制度等,目前社会保障开支占企业工资总额的 20%~50%^[1],不仅加速了储蓄投资主体失衡格局的形成,也使个人保障性投资极度萎缩,住房公积金及个人保障性投资均为长期建设资金的良好来源,而传统的政府、企业、个人的关系无法将个人储蓄通过该方式转换为投资。

3 改善个人储蓄投资机制的途径

解决个人储蓄投资失衡的途径,从短期看仍以提高银行间接融资效率为主,在将过剩储蓄存量转化为长期投资的同时,可避免目前宏观调控能力弱,市场发育缓慢可能引致的投资失控。从长期看开拓个人风险性及保障性投资渠道的重要性将逐步上升。

1) 强化银行对个人储蓄投资的转换能力,由于我国个人储蓄倾向较强,直接融资方式尚不能成为转换的主渠道,因此强化银行储蓄投资转化能力是疏通个人投资阻滞的现实手段。具体内容有:加速推进资产负债风险管理的进程,使投资有效供给能以银行贷款或其它形式随增储而扩张,而不是与银行存贷工作割裂;调整银行的存贷利率结构,建立以年限而不是储蓄主体特性为中心的存款得率结构,以行业划分而不是所有制形式为中心的贷款利率结构,改变长期存款和贷款利率倒挂的局面,使个人定期储蓄转化为投资的利益驱动机制得以强化,注意增发 5 年以上金融债券的工作,因利率水平较高可吸引个人投资,而缓解短蓄长贷的矛盾,同时由于这部分债券总额可视为次级长期债务而计入银行的附属资本,融资成本的上升为减轻银行增资的压力而部分抵消;加强银行间中长期贷款市场的建设,由于地区经济发展水平及银行经营特性不同,储蓄与投资存在地区及银行间的不均衡,如 1993 年工商银行固定资产贷款占贷款总量的 14%,而中长期定期储蓄却占存款总量的 43%^[1],不提高资金调度水平,银行用个人储蓄转化为投资的空间效率将下降;推出其它可促进个人储蓄投资机制顺畅的其它措施,如为个人提供交易储蓄两用的金融工具,将个人邮政储蓄转储国家开发银行等等。

2) 开拓个人风险性投资渠道。证券中公债要成为个人自愿的主要投资对象目前条件尚不成熟,但公债发行额可以随储蓄的增长而增长;股票市场同样难以容纳巨大储蓄增量的

场所,因为能够上市的企业毕竟只占企业总数的极小部分(至多约5%)。目前个人风险性投资较为理想的途径有两条:一是结合股份制改造通过发行职工内部股吸取个人储蓄,改善企业和个人的经济关系,使作为储蓄重心的个人能成为重要的投资主体,但如果重股轻制,将股份制改造仅仅当作向个人集资的手段而不进行经管机制上的转换,则会导致该渠道的雍塞。二是推行共同基金投资,自1991年以来各地50多个投资基金吸收资金约40多亿,这种形式与个人资金来源极为分散,单独从事投资能力弱的现状较适合,如果能对投资信托等金融中介加强管理,设立适合区域经济发展特色的地方投资基金,则该渠道可较好地解决个人储蓄资金分散与集中使用引起阻滞的矛盾。

3) 建立个人保障性投资机制,不仅仅是改善个人储蓄投资的有效途径,也是投资这一微观化活动和理顺政府、企业、个人关系的内在要求,建立个人保障性投资机制中对吸收个人储蓄使之转化为投资的途径是:建立多层次社会养老制度,约占个人收入的5%可采取强制储蓄方式加上国家和企业拨付部分形成普遍退休金。仍有余力的企业可进一步建立企业补充退休金,则通过该制度把原过剩储蓄中约250~300亿元将转化为对国家公债或基本建设的投资;个人医疗保险制度,即通过个人、企业共同投保建立个人医疗保险卡形式的社会医疗保险基金,该基金也是一种良性投资基金;加速住房公积金制度的普及,可避开个人对房地产进行直接投资的进入壁垒,通过该途径可将300~500亿储蓄转化为公债或公共房屋建设的投资。以增加个人保障性投资作为个人储蓄投资转换途径的有效性取决于强制储蓄形成的基金的运用水平,大约可将现储蓄总额的8%~10%转化为投资。

综上所述,个人储蓄投资机制的阻滞客观存在,个人储蓄过剩与社会投资来源不足加大了投资无效膨胀程度,从理顺储蓄投资主体关系及流程出发,个人储蓄投资机制转换的途径从活化存量看以增强银行间接融资能力为主,从优化增量看以开拓个人风险及保障性投资渠道为主。

参 考 文 献

- 1 国家统计局,中国统计年鉴,统计出版社,1994

Stagnance of the Mechanism of Individual Saving-Investment and its Excitation Methods

Zhong Wei

(Dept. of Economy & Trade Management)

Abstract The reasons of individual saving-investment unbalancing and the related excitation methods are discussed, based on the existence of the stagnance mechanism.

Subject-words Individual saving-investment mechanism; Risk investment; Welfare investment