

# 投资依赖症是中国金融风险根源

张茉楠

当前全球都开始步入“还债期”，发达国家要还“高福利债”，中国等新兴经济体要还“高投资债”（尽管目前金砖国家还能支撑较高水平增长，但难以持续），这是以往30年经济透支后的“大调整”，随着这个“大调整”时期的到来，全球经济会不断经历大大小小的“震荡”，有的甚至很可能演变为新的危机。

去年年底国际货币基金组织（IMF）发布的首份《中国金融体系稳定性评估报告》中指出，中国金融体系总体稳健，但快速的信贷扩张导致贷款质量恶化以及资本配置不当、房地产调整等将进一步加剧经济的中期脆弱性和系统性金融风险，因此，必须通过金融市场化等方式解决。不过，IMF开出的“药方”也许并不对症。

就本质而言，中国经济面临的最大风险并非金融领域的风险，而是投资依赖的风险。中国金融业的脆弱和风险背后其实是经济对投资的过度依

赖。根据世行测算，改革开放30年中国年均9.8%的增长率，除了有2~4个百分点是全要素生产率贡献外，其余6~8个百分点的增长率几乎都是来自于投资的贡献。1995年~2010年中国的固定资产投资规模增长11.23倍，年平均增长率达到20%，全社会固定资产投资占GDP的平均比重达到41.63%，2009年投资占GDP比重更是达到67.05%的历史最高水平。

中国经济高速增长何以如此依赖投资？这与我国资本利用率低，需要更多的资本注入有很大关系。我们来考察增量资本产出率这一代表资本边际效率的指标。增量资本产出率（ $I-COR=$ 投资增加量/生产总值增加量）表明，当ICOR提高时，增加单位总产出所需要资本增量增大，这意味着投资的效率下降。笔者计算了中国1978年至2008年30年的实际ICOR。结果显示，中国增量资本产出率在改革开放之后边际资本产出率均值为2.56，在80年代中期和90年代初期达到高峰之后，近5年又呈逐年上升趋势，

这表明资本利用率加大，而投资效率成下降态势。

由于投资的宏观收益下降，实现高增长必须依赖更高的投资比率，需要大量资本，因此资本低效率的投资不断加大投资规模会在短时间内积聚过剩的生产能力。当过剩的生产能力在国内找不到有效需求就会转向出口，形成出口导向和资本密集导向的产业结构，形成粗放型特征。因此，高投资是中国经济高投入、高消耗、高增长、低效益的“库兹尼茨增长”的内在根源。

然而，高投资不仅造成投资消费失衡，加剧产能过剩，也不可避免地与高风险相伴，“投资—债务—信贷”正在形成一个相互加强的风险循环。如果产能扩张是建立在信用扩张基础上，生产过剩危机就必然会引起非常大的金融风险。近两年投资迅速增长，资金来源主要来自银行信贷，导致银行贷款规模急剧扩张，潜伏着风险，同时银行体系的货币创造功能衍生的巨额流动性，也成为滋生房地产资产价格膨胀、通货膨胀和债务膨胀的诱因。

旺盛的投资需求引发了强劲的货币需求。2009年至2010年期间，中国经历了急速的信贷扩张，信贷/GDP比重2009年迅速攀升到了24%（虽然去年的增速已经降到了4%），中国总体信贷水平居于全球前列，可见，投资扩张所导致的信贷膨胀溢出型的通货膨胀”是金融危机以来中国通货膨胀的主要推手。

此外，当前地方债务风险的背后也是无法遏制的投资冲动，无论是土地财

政还是地方融资平台其最后的去向都是进行基础设施及相关产业的投资。各地方政府不惜突破规划，过度负债经营。金融危机期间，为刺激经济而采取的积极财政政策，使得地方政府融资平台规模大幅扩张，地方融资平台从2008年的2000个左右，上升至目前的1万个左右，扩张速度惊人。与此同时，债务也迅速飙升，2008年上半年地方债务总量仅为1.7万亿元，3年多时间里在地方政府投资冲动下债务急速膨胀，而其中银行业承担了大部分的融资责任。由于大量的资金被配置到效益较低的项目中去，杠杆率高、现金流不足以及贷款集中度风险变得越发突出。

控制不了政府投资冲动，就很难控制银行信贷。目前，包括高速公路、高铁等在内的在建投资项目计划总投资高达50多万亿元，高速增长的投资贷款，各地方融资平台沉淀的巨额债务以及通过银信合作流向“表外”的信贷，都可能潜藏较大的不良资产风险。

因此，要从根本上降低金融脆弱性风险，就必须摆脱对投资的过度依赖，弱化政府投资倾向，特别是对银行输血的投资体制进行改变。转变经济发展方式已经喊了很多年，现在投资驱动下的中国是到了该作出重大调整的时候了。

作者单位：国家信息中心预测部

## 支持小微企业也要讲求质量

王勇

近日，国务院出台《关于进一步支持小型微型企业健康发展的意见》，各相关部门也都正在按照政府有关指示精神制定相应的支持政策。应当说，这对小微企业而言，的确是重大的政策利好。不过在这里，笔者也要提请相关部门注意，即便是政府支持小微企业发展的政策大门已经开启，但各地支持小微企业也不能一哄而上，一定要讲求质量。

如何支持小微企业的的发展，还是应当多多借鉴日本的经验。二战以后，日本神奇般地从战争的废墟中迅速崛起，令世人瞩目。这一重大成就的取得，除了日本具有世界超一流规模水平的国际大企业外，更重要的是，其拥有独特技术且为数众多的小微企业，其共同的特征是：第一，将自身有限的经营资源高度集中于其擅长的专业领域。通过对现有的生产技术进行不断地挖掘、改良和革新，创造出一批他人无法模仿的独特产品（或生产工艺），并借助于日益发达的信息、交通平台实现了走向世界舞台的梦想，成为行业的魁首。第二，具有各自鲜明的经营特色。无论是企业的车间、管理部门还是研发中心，都能让人深切感受到日本小微企业的精细化和精益化，一切都是有条不紊，有章可循。而且，这些企业经营的理念不是把企业定位年产值多少，利润多少，人员规模多大等方面，而是把企业定位在以高超的生产技术和工艺作为立身之本，不求大、不求全、不求多，只求精，只求严格的质量把控，打造小微企业软实力和隐形核心技术。

第三，企业文化成为发展的利器。日本小微企业的核心文化概括起来主要具备忧患意识造就团队精神、劳资双方共存共荣、企业使命与社会责任相统一这三大特征。这些特征，支撑日本小微企业牢固树立起无处不在的团队合作精神，这种精神将企业主与雇用者的利益统一起来，使“劳资”双方共存共荣，再加上企业积极倡导履行社会责任等行为，从而为企业创造了发展的精神动力和和谐的社会环境。第四，“以人为本”的独有人力资源管理模式。日本小微企业人力资源管理模式是一种面向长期利益的模式，是“以人为本”管理模式的鼻祖。企业注重劳资双方的合作关系，通过团队贡献的绩效管理与薪酬管理，增强了员工与企业息息相关的意识，减少了优秀员工的流动率，保证企业发展所需的优秀人才，提高工作效率，为日本的经济腾飞做出了突出的贡献。

其次，地方政府应积极帮助企业提高内在素质。一是建立小微企业诊断制度，为小微企业健康发展提供服务。通过设立小微企业综合指导机构，负责对小微企业进行创业期、发展期、成熟期、环境变化应对等企业不同发展状态下的诊断，进一步强化对小微企业发展的研究、指导、协调和服务，帮助其驾驭市场，杜绝和减少发展的盲目性和无序化。二是引导和帮助小微企业全面提高企业素质。三是探索建立和完善小微企业信用评价体系和管理、查询系统，建立相应的褒贬抑扬机制，形成讲诚信、重信用的市场环境。

再次，就银行而言，建立互利合作的银企关系。商业银行尤其是邮政储蓄银行、城市商业银行、城市信用社等小金融机构应以服务小微企业为市场定位，全力支持小微企业的发

展。信贷工作人员要不断提高业务水平，在注重“安全性、流动性、效益性”经营原则的基础上，构建符合小微企业特点的合理、灵活而高效的服务体系。更重要的是，商业银行对小微企业的支持不能仅简单停留在纯粹的资金关系上，还可以凭借其在信息、人才和管理等方面的优势，为小微企业提供市场信息、财务管理咨询等中间业务，帮助其解决问题，提升质量，打造品牌，增强市场竞争能力。

总之，“打铁还需自身硬”，只要小微企业秉承“质量第一”理念，通过自身努力，再加上政府以及相关部门政策的大力支持，不久的将来，中国的小微企业一定能够成长为中国经济的坚强后盾。

作者系中国人民银行郑州培训学院教授）

## ■舆情时评 First Response

### 无处安放的十大最赚钱公司

马健勋

它们是2011年度“十大最赚钱上市公司”，包括7家银行，“两桶油”和中国神华。据中国上市公司舆情中心统计，2011年，这10家公司累计净利润为9908亿元，是A股上市公司净利润总量的一半多，业绩同比增长18.89%。如果按365天来算，这10大公司加起来“秒赚”3.14万元；如果加上海外上市的中国移动、剔除排名第10的中信银行，这个数字就增加到3.44万元。

但是，如果以长期的眼光来看与对它们的评价，你不得不承认，它们无一例外地很“悲催”。十几年前，它们几乎资不抵债、技术性破产，舆论因此说它们严重糟蹋了老百姓的血汗钱；现如今，它们一扫颓势，“秒赚”3.44万元，微博上还是骂声一片，照样说它们“喝老百姓的血”。无论赔钱也罢，赚钱也罢，能让民众口径如此统一，这些巨头们也是奇葩呆呆了。

大家不满意是有道理的。第一，这些巨头所从事的行业，与百姓的生活息息相关。身处现代社会，你总得要领薪水、买东西，你需要与他人联络，你的一切活动都需要能源来维持，但问题是这些活动的成本开支越来越高，你感受到的服务水平则只能纵向体会，千万不能国际对比；第二，尽管你与之相关的业务可以从它们当中的一家换到另外一家，但不管怎么换，你总感觉自己是一张“肉票”，被不同的绑匪轮流勒索。大家天天说房地产忽悠刚需，暴利连连；实际上直到这10大巨头现身，你才知道与买房相比，这些“刚需”无须忽悠；与王石、许

家印相比，谁才是真正的“大佬”。况且，这些号称国企的公司似乎只会“取之于民”，那说好的“用之于民”哪去了？如果此时不能说脏话，那确实无法可说。

不过，这些企业，特别是这些企业中的员工，却总是对舆论的批评感到无辜。“我们没有逼着你在这里开户啊？”、“我们没有逼着你加油啊？”、“雪灾的时候，没有我们抢修线路，你的电话能打通吗？”确实如此，只考察企业的运营和管理层面，这十大赚钱公司与其他的大企业没什么本质的不同，很难说它们做的事情，不符合市场规律，但为什么会被这样一顿臭骂？

又翻出一句老话来——好的制度可以让坏人做好事，但坏的制度却能让好人作恶。这十大最赚钱的公司，所处的就是一个以经济安全为名的行政垄断的“坏制度”当中。它们依靠法律法规的庇护和行政机构的照顾获得了行业中的垄断地位，就会自然而然地依靠这种人为的供给不足，在市场中让自己的利益最大化。

改革开放30年来，匈牙利经济学家科尔奈所指出的“短缺经济”、“预算软约束”（国有企业亏损由政府或者国有银行买单）和“资产负债饥渴症”（国企管理者热衷扩大规模，从而最大化个人利益）这三大问题不仅没有彻底解决，在一些行业还有愈演愈烈之势。更何况在十大最赚钱公司的账本背后，还有多少在运营中流失的效率呢？看看“A股十大财家子上市公司”，你就知道，排在前三位的可是中国远洋、中海集运和鞍钢股份这三位“共和国长子”啊！

作者系中国上市公司舆情中心观察员



相关部门出台政策治理“医闹”

医患关系很紧张，纠纷经常动刀枪。悬壶济世佳话少，认钱行医利字忙。制度层面要完善，道德田园莫抛荒。诚信社会共建设，医患和谐是理想。

赵顺清/漫画 孙勇/诗

### 银行利润持续增长难度大

最新年报显示，金融业上市公司录得净利润9567亿元，同比增长22.72%，而剔除49家金融服务行业公司后的2354家上市公司2011年净利润同比仅增长5.96%。22.72%与5.96%的增速差异，显示出金融行业与实体经济之间倒置的关系。

从盈利的绝对值来看，我们也可得出相同的结论。沪深两市净利润最高的10家公司中，银行占了7家，工行、建行、中石油名列前三。特别是工行，2011年净利润突破2000亿元，在最赚钱公司的排名上，已远远甩开中石油，连续三年蝉联第一。这也印证了那番戏言：银行利润太高了，我们都不好意思公布。

2011年中国银行业的利润暴涨其实并不难理解。一则利率非市场化，存贷款利差保护使得银行业仅凭资产负债表的扩张，就可轻松地日进斗金；二来宏观经济调控，银根紧缩，增强了银行业的议价能力，在成本（即存

款利率）不变的条件下，收益（即贷款利率）大幅提高，想不赚钱都难；信贷规模的扩张则是银行业利润暴涨的第三重原因，2011年虽一直处于宏观调控之中，直到四季度后才开始适时适度预调微调”，但从总量上看，人民币贷款余额同比增长15.8%，新增人民币信贷7.47万亿元，也足以让中国的银行家们赚得盆满钵满。

但在我看来，2011年的辉煌业绩并不能成为未来银行业高增长的保证，相反中国银行业的业绩似乎有见顶的迹象，如此高的增长并不可持续，市场还须及早未雨绸缪。持类似观点的不止我们，认为银行业整体盈利增长已脱离实体经济的支撑，未来盈利能力的下滑和资产质量的恶化难以避免的人并不少。

在我看来，以下几个方面的因素会对银行业绩继续增长构成威胁：

首先当冲的是信贷需求的萎缩。信贷需求不足对依赖信贷扩张的银行

顶下滑的风险。

潜在的利率市场化与金融脱媒，也将使得未来银行业绩难有进一步增长的空间。但这种影响更多在未来，而非现在，因为从决策层的角度观察，利率市场化的时机还未完全成熟，需要反复谨慎论证。

由此观之，2011年银行暴利特别是金融与实体经济关系的倒置饱受诟病，但展望未来，已到时候为银行业绩的见顶未雨绸缪了。站在决策层的角度，这也是触发“保增长”政策的信号之一。一方面要看到金融在当今时候，具有经济发展发动机的作用和价值，是重要的“保增长”的抓手，会得到政策青睐和惠顾；另一方面，银行业自己也要有紧迫感，要部署增收，调整计划和安排，向市场释放正确的信息，不能盲目乐观。但从长期来看，中国银行业的确具有非常好的投资价值，有非常好的前景。尤其是考虑到走出去的需要，未来前景还非常可观。

本文由安邦咨询供稿

业而言，无疑是一重警讯。一季度数据显示，新增人民币信贷2.46万亿元，较此前规划的2.5万亿略低，但从结构上看，中长期贷款的疲软，这表明受房地产调控持续、外需不振及经济减速共同影响，实体经济信贷需求的下降已成不争的事实，3月贷款规模的冲高主要因季末效应及短期贷款的激增，并不可持续。最新的数据印证了信贷需求下降的趋势，据报道4月份前25天，四大行新增信贷仅1017亿，市场预计4月新增信贷总计7000亿，环比回落30%。

更重要的是风险的高度集中。中国众多金融产品的风险都集中于银行，地方债、铁道债、民间借贷所牵涉到的贷款以及因经济减速带来的企业破产，都将对银行的抗压能力形成挑战。再加上对冲工具的缺乏，银行敞口暴露，这些都是中国银行业所特有的问题，需要高度重视，做好过紧日子的打算，要有“保增长”的紧迫感。因此，我们认为要

考虑中国银行业的业绩今年可能出现见

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至ppll18@126.com。