

经济政策不确定性、国有投资与民间投资增长背离

□ 李鹏飞

中国社会科学院 工业经济研究所 北京 100836

一、经济政策不确定性对国有投资与民间投资增长背离的影响

从总体上看,当经济政策不确定性水平上升时,投资项目的未来现金流的不确定性会提高,这实际上降低了投资的预期收益率,从而会对固定资产投资增长产生抑制作用。分行业看,受行业技术经济特征的影响,“重资产”行业的投资受经济政策不确定性的影响更大。

中国进入重化工业发展阶段后,地方政府出于GDP竞赛的考虑,以各种优惠政策吸引了大量资本尤其是民间资本进入重化工产业。在这些“重资产”行业,投资的不可逆程度较高,因此,中国经济政策的不确定性水平上升,很可能会通过实物期权效应对固定资产投资特别是民间投资产生显著的负面影响。同时,在行业层面,与“轻资产”行业相比,非金属矿物制品业等“重资产”行业的投资增长受经济政策不确定性的影响更大。

因此,在理论上,中国经济政策不确定性水平上升,会对固定资产投资增长形成显著的抑制效应,并且,投资不可逆程度越高的行业,其投资增长受经济政策不确定性的负面影响就越大。

值得注意的是,经济政策不确定性影响国有投资、民间投资的全面FGLS检验结果显示:经济政策不确定性对国有固定资产投资的“促进效应”在10%的统计水平上显著。也就是说,经济政策不确定性对国有固定资产投资非但没有形成抑制,反而产生了促进。这背后可能是因为国有投资存在一定的“被动性”,即在民间投资增速持续降低时,为使全社会固定资产投资不至于过快下降,国有企业需要逆势增长。经济政策不确定性对国有投资的“促进效应”,实际上是在民间投资对经济政策不确定性做出恰当反应之后,国有投资出现“被增长”的一个表现。当然,国有投资之所以能够“被增长”,也与其软预算约束问题密切相关。同时这意味着国有

投资“被增长”后会对民间投资产生一定“挤出效应”,这很可能强化民间投资增速下滑的趋势。

可以认为,在控制了联立内生性以及部分遗漏变量的影响后,经济政策不确定性对国有投资和民间投资的抑制效应是显著的,并且存在明显的实物期权效应。当然,中国固定资产投资问题也有更复杂的一面。这表现为近些年国有投资增速加快与民间投资增速放缓,只是同一个硬币的两面而已。因为,这两个表面上看似相反的现象,背后都受到经济政策不确定性这个关键因素的影响。具体传导机制是:第一,经济政策不确定性上升,会对民间投资和国有投资的增长产生抑制效应;第二,为使全社会固定资产投资不至于过快失速,国有投资就会“被动增长”,并且民间投资增速下降越快,国有投资被动增长的速度就越高,于是,当民间投资增速迅速下滑时,国有投资的“被动增长”效应就会超过经济政策不确定性的抑制效应,国有投资因而出现逆势增长;第三,在其他条件不变的情况下,国有投资的挤出效应又使得民间投资增速进一步放缓。由此,国有投资和民间投资增长趋势出现持续背离。

二、纳入金融摩擦因素后的检验结果

近些年来,多项研究表明,现实经济运行中普遍存在的金融摩擦会明显放大不确定性对投资的抑制效应。具体的影响机制主要是两个:一是金融加速器效应。当政策不确定性变大时,投资主体的违约概率提高,并且尾部风险会上升,这两个因素都会导致风险溢价提高,从而使借贷成本及贴现率上升。金融加速器机制的一个重要特征是,企业净值变化对投资的影响在经济衰退阶段的影响比繁荣时期大。在经济衰退期,政府会因为改变政策的成本更低而密集出台各类政策,从而使得政策不确定性变得更大。于是,在金融加速器的作用下,政策不确定性水平上升对投资的抑制效应变得更增强了。二是债务—通缩效应。当政策不确定性水平上升时,由于

贴现率的提高,企业的资产价格会降低,这会使得以这些资产为抵押的贷款变得“过度”了。此时,企业不得将其现金流优先用于偿还债务,而非进行投资。在此过程中,价格水平尤其是工业生产者价格指数(PPI)会持续下降。价格水平不断降低,又会进一步削弱企业投资的动力。在行业层面,不可逆的投资一旦发生,企业就需要承担事后可能会发生的财务困境成本,并且,财务困境成本是投资不可逆程度的增函数,因此,与“轻资产”行业相比,“重资产”行业投资与不确定性的负相关关系会受到金融摩擦的更大影响。

近年来,尽管中国金融部门市场化改革取得了一定进展,但整体而言,由于金融市场体系发展水平还不够高,间接融资仍然在社会融资体系中占据绝对主导地位。并且,存在金融中介传导机制不畅、多元化的长期投资产品不足和刚性兑付未破三大痼疾。这意味着,金融摩擦在中国是一个不可忽视的重要因素,它很可能会通过金融加速器效应和债务—通缩效应放大经济政策不确定性对投资的负面影响。事实上,在非市场因素导致中国信贷市场扭曲的情况下,国有企业通常能够以较低的非市场利率获得银行贷款,而民营企业则需要根据市场化利率获得贷款。中国信贷体系中的利率双轨制,会使民间投资成本在经济下行阶段以更快的速度提高。易峘、梁红(2016)比较民营企业贷款利率和公共部门贷款利率后发现,2013年以来,中国民间投资贷款利率的“惩罚性溢价”始终高于2%,并且在2016年第二季度急剧上升至6%。中国民间投资借贷成本快速提高,会通过金融加速器效应,放大经济政策不确定性对民间投资的负面影响。此外,2013年3月至2016年8月,中国工业生产者价格指数(PPI)连续53个月负增长。于是,至少在工业领域,债务—通缩效应很可能会放大经济政策不确定性对民间投资的抑制效应。考虑到工业投资占中国民间投资总额的比重超过40%,因此,债务—通缩效应应该也会比较显著地强化经济政策不确定性与民间投资总量之间的负相关性。总之,考虑金融摩擦后,经济政策不确定性对民间固定资产投资增速的负面影响变得更大,投资不可逆程度越高,金融摩擦的放大效应就越明显。即在更贴近现实的环境中,经济政策不确定性因素强化了国有投资与民间投资增长背离趋势。

金融摩擦本身会对民间固定资产投资增速形成负面效应。但金融摩擦在其不同取值区间对民间投资增速的作用方向并不一致。这背后的逻辑是:当金融摩擦程度较低时,民间投资主体面临较为平等的融资环境,其投融资成本与其他类型的投资主体相比不会明显偏高,这时他们在做投资决策时很可

能就不会考虑金融摩擦这个因素了;但是当金融摩擦程度较高时,民间投资主体面临更加不平等的融资环境,他们的投融资成本显著高于其他类型投资主体,这自然就会成为影响其投资决策的重要变量。这在一定程度上说明,构建更加有效的金融体系,对于扭转民间固定资产投资增速持续回落态势,进而缓解国有投资和民间投资增长背离趋势的重要性。

三、结论与政策建议

本文在考察国有投资和民间投资增长趋势背离的形成机制的基础上,利用15个工业行业2012年3月至2016年12月的面板数据进行实证分析,得到了以下结论:第一,国有投资增速提升与民间投资增速放缓,这两个表面看起来相互背离的趋势背后,是经济政策不确定性对民间投资增长形成显著抑制效应。投资不可逆程度越高的行业,经济政策不确定性对民间投资增长的负面影响越大。第二,在中国金融体系资源配置方式尚未完全市场化的背景下,信贷体系中利率双轨制等摩擦性因素,显著放大了经济政策不确定性对民间投资增长的抑制效应,进而对国有投资和民间投资增长背离产生更强驱动作用。在经济政策不确定性上升期间,若金融摩擦程度同步提高,则民间投资增速降幅更大,国有投资“被增长”幅度更大,两者背离趋势更加明显。第三,金融摩擦对经济政策不确定性的投资抑制效应的放大作用存在门限效应。当金融摩擦程度较低时,它不会显著地放大经济政策不确定性的民间投资抑制效应;当金融摩擦程度较高时,它会显著地加剧经济政策不确定性对民间投资的负面影响,从而进一步强化国有投资与民间投资增长背离趋势。这在一定程度上表明,深化金融体系市场化改革减少金融摩擦,在提高金融资源配置效率之外,还会部分“对冲”经济政策不确定性对民间投资的负面影响,进而使国有投资与民间投资增长背离趋势放缓,从而形成更大的“改革红利”。这些经验证据,对于扭转中国国有投资与民间投资增长持续背离态势,促进资源流向更有效率的部门,具有重要的政策含义。

本文就促进国有投资和民间投资平衡、稳定增长,提出以下针对性政策建议:一是强化统筹协调,尽可能增强不同类别经济政策之间的协调性,以减轻经济政策不确定性对民间投资的负面影响。二是高度重视金融摩擦的放大效应,以深入推进利率市场化改革为抓手,构建有利于民间投资增速企稳回升的金融环境。三是加强分类指导,根据投资不可逆程度和民间投资增速下降幅度的高低对不同行业进行分类,做到定向施策、精准发力。

■ 《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》

2018年第5期,约20000字