

市场体制下的 投资传导循环及其机理特征

何大安

本文把投资传导循环理解为投资运行在宏观层面上的流及其构成框架，而将传导过程中诸环节的特征解释为投资传导循环的阶段性机理。文章认为，投资传导循环是由投资制度安排决定的；在投资传导循环的不同阶段，具有不同的机理特征；较之成熟的市场经济体制，中国的投资制度安排存在着变异情形。文章针对投资运行的现实描绘了投资传导循环的一般图景。

关键词 投资传导循环 投资制度安排 投资流向 产业结构 宏观调控

作者何大安，1957年生，浙江财经学院经济系副教授。

一、引言

现有的关于投资运行的分析，通常集中在投资体制、投资主体结构、投资决策机制等方面，而淡化了非直接投资过程及其系统关联，或者说淡化了对一般机理意义上的投资传导循环的研究（关于这类研究的代表性文献，可散见近十年来的《经济研究》、《中国社会科学》）。诚然，注重从以上几个方面来研究投资运行，的确能在很大程度上说明投资运行的某些症结性问题，但这种分析视角容易忽视投资运行的整体性，造成过程分析的间断点。例如，如果我们只是注重投资体制和投资决策机制，忽视投资秩序和规则，或淡化对投资流向、产业结构、供需结构之间的机理分析，直接把分析结论同宏观经济目标实现与否的验证联系起来，从而提出政策主张，那么，问题的分析链很可能出现一些非连续性的跳跃，以至于依据这些分析而得出的政策主张有疏漏之嫌。因此，在笔者看来，即便我们注重从投资体制来分析投资运行，比较系统的分析也应该首先以决定投资流向的秩序和规则作为起点，其次分析由投资流向决定的投资结构、产业结构，再其次是考察产品结构与供求结构的吻合程度，检验宏观经济目标的实现状况，最后提出政策性主张。显然，按上述程序展开对投资运行的分析，就是对投资传导循环的分析。

投资流向是一个有别于投资分配、投资结构的概念。就概念本身而论，投资分配一般是以主体规划投资为前提的（计划经济），投资流向是投资活动的进行形态，而投资结构则是投资活动的完成形态。投资传导循环是一个动态过程，以投资流向穿插其间正好反映了这种动态，同时，投资流向决定投资结构，而投资结构决定产业结构，因此，用投资流向作为一个主要环节来描述投资传导循环比较恰当。

从投资传导循环角度来研究投资运行，首先要求确立一个与研究对象相适应的分析背景。就投资传导循环所涉及的范围以及它本身所要求的系统性来说，以投资制度安排作为分析背景是恰当的，这是基于以下几点考虑：(1) 从现实来看，投资制度安排应是投资传导循环的起点，可以说，特定的投资制度安排要求投资主体必须遵循特定的投资秩序和规则；(2) 在市场体制下，由于投资制度安排大体上是市场因素和政策因素的双重组合，因而，不同投资主体的决策、预期、风险承担以及由此所产生的宏观结构、目标等是有差别的，这些差别会在投资传导循环中表现出来、甚至会造成各种摩擦以至降低投资效益，这便要求政府对投资制度安排中的秩序和规则作出相应的修正；(3) 经济体制转轨一般会导致重新设计投资制度，这种状况必然要求投资主体必须适应新的制度安排以避免投资传导在某些环节出现紊乱，因而把制度安排置于传导循环内分析是有现实意义的；(4) 从今后构建投资运行理论体系考虑，以投资制度安排为背景来分析投资问题，可以排除那些被传统经济理论视为外生变量的诸如信息不对称、有限理性、机会主义等假设，从而有利于更加贴近现实地揭示出投资主体在传导循环各阶段的行为方式以及传导循环各阶段的机理特征。

二、从制度安排理解的投资传导循环

新制度经济学摒弃了制度是外生或中性的新古典主义假设，把市场描绘成一种为降低交易费用而进行选择的制度安排，并将制度安排作为一种解释社会经济运行的范式，几乎所有能够单独进行分析的经济活动都涉及到制度安排问题。诺思在对制度安排的类别和作用进行分析时指出，制度安排可分为国家规定的正式安排和社会认可的非正式安排，正式制度安排提供一系列的规则来界定人们的选择空间，它通过约束人们之间的相互关系来减少环境中的不确定性和交易费用，从而保护产权和提高效益。迈克尔·迪屈奇在分析企业组织活动时，指出企业的制度安排是由以生产为中心的內部组织活动和以销售为中心的签订与执行合同的外部活动两大部分所构成，并认为企业的这一制度安排规定了企业短期（经营）动态或长期（战略）动态的规则。斯蒂文·N.S.张五常在描述产权的制度安排时，认为无论是私人产权或是公共产权都是制度安排的结果，不同的产权产生不同的租金耗费形式，而租金耗费的高低是与产权的制度安排息息相关的。威廉姆森在把制度安排引入新古典理论、进而展开对生产和交换的路径依赖分析时，曾强调由于有限理性和机会主义的存在，经济主体为了降低在使用市场时的成本支出，必然会寻觅各种有利于自身的制度安排（尤其是政府制度的安排）。——以上诸位新制度经济学代表人物关于制度安排的理解性论述，虽然是从不同层面对制度安排进行描述的，但我们可以从这些论述中得到一种启迪，那就是，人类任何一种经济活动，只要它包含着主体、规则、行为、空间等要素，便存在着制度安排问题。

市场体制下的投资传导循环从总体上来说，首先应属于政府规定的制度性安排。关于这一点，可以从两方面来理解：(1) 投资传导循环采取何种形式是由经济体制决定的，而社会经济

D. C. North, *Institutions, Institutional Changes and Economics Performance*. Cambridge University Press, 1990.

迈克尔·迪屈奇：《交易成本经济学》，经济科学出版社，1999年，第42—60页。

斯蒂文·N.S.张五常：《关于新制度经济学》，载《契约经济学》，经济科学出版社，1999年，第76—79页。

O. E. Williamson, *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications. A Study in Economics of Internal Organizations*. New York-London, 1975.

运行选择何种体制则是政府制度安排的结果。(2) 政府选择市场体制配置资源, 目的是期望市场机制能够引导经济总量实现动态均衡。但由于存在着市场失灵现象, 政府便不得不对引致经济总量出现动态非均衡的投资传导循环进行微观调节和宏观调控。对投资运行的微观调节和宏观调控(当然政府干预不仅仅局限于投资领域), 实则是一种典型的政府制度安排。这种制度安排不仅体现在对投资运行的各种宏观经济政策的变化方面, 而且还反映在对投资主体之行为方式的诱导方面。因此, 从宏观调控意义上来看, 我们同样可以把市场体制下的投资传导循环理解成一种政府规定的制度性安排。不过, 从贴近现实的市场运作角度来考察投资传导循环, 我们倾向于将投资传导循环划分为市场型投资制度安排与非市场型投资制度安排两大类。这是因为, 在市场体制下, 现实投资大体上可归纳为市场机制引导型和政府宏观调控型两大类; 在西方市场经济国家, 这种投资制度安排二元化是同经济制度安排二元化大体相吻合的。但有必要说明的是, 当今的中国正处于向市场经济体制过渡的转轨时期, 体制转轨通常要求制度安排的转换要有一段磨合期。而新旧体制的衔接很容易致使投资制度安排出现不同于市场体制情形下的变异。

从投资制度安排来理解市场体制下的投资传导循环, 还可以从两者之间的作用机理来考察。如果我们以 S 表示投资制度安排, 以 I 表示投资传导循环, 则投资制度安排与投资传导循环之间存在着以下的函数关系:

$$I = F(S)$$

如果我们以 $X_1, X_2, X_3, \dots, X_n$ 表示一组决定或影响投资制度安排的市场型变量, 以 $Y_1, Y_2, Y_3, \dots, Y_n$ 表示一组决定或影响投资制度安排的非市场型变量, 那么, 投资制度安排的决定函数就可以表述为:

$$S = f(X_1, X_2, \dots, X_n; Y_1, Y_2, \dots, Y_n)$$

于是, 函数 $I = F(S)$ 便可表示为一复合函数:

$$I = F\{f(X_1, X_2, \dots, X_n; Y_1, Y_2, \dots, Y_n)\}$$

上式, 可称之为市场体制下的投资传导循环的决定函数。这一函数式表明, 投资传导循环决定于投资制度安排, 具体地说, 它决定于投资制度的市场型、非市场型的双重安排。我们拟选取上述函数式中的主要变量作为分析对象, 并且, 在投资传导循环的显示图中, 以市场投资决定机制代表所有决定或影响制度安排的市场型变量, 以政府政策导向和宏观调控手段表示所有非市场型变量。

三、投资传导循环结构及其阶段性机理特征分析

市场体制下的投资传导循环作为一条传递链, 它是由若干阶段构成的, 每一阶段具有各自的机理和特征。详细分析每一阶段的机理和特征, 几乎覆盖了投资运行的所有领域。本文仅把市场体制下投资传导循环的结构描述出来, 在宏观层面上将其划分为若干阶段, 对各个阶段的机理及其特征给予概括性的说明。

显然, 在只考察固定资产增量投资而不考虑重置投资的情形下, 市场体制下的投资传导循环结构的一般图景如下:

在图 1 中, 我们把投资制度安排作为投资传导循环的起点和终点。如此认识的理由是, 一方面, 是因为投资制度安排规定着投资秩序、投资决策规则、投资主体格局, 并且包含着产业政策指向和宏观调控实施手段对投资运行调控的内容; 另一方面, 从宏观层面上来考察, 当一轮

投资周期结束时，投资效益如何通常是以宏观经济目标的实现程度作为检验标准的，政府会根据这一检验所获取的信息来调整产业政策指向和宏观调控手段，并将调整后的政策和手段重新注入到投资制度安排中去。

投资制度安排所设定的投资决策规则，主要包括投资的决策原则、决策程序、收益分配和风险承担等内容。投资的决策原则和程序合在一起通常又被称为投资秩序。在市场体制下，投资秩序的运作过程是投资主体遵循市场规则参与投资决策的过程，投资者投资什么、投资多少以及怎样投资，完全是投资者个人的私事；与此相适应，投资的收益分享和风险承担也归投资者个人；政府在投资秩序运作过程中所扮演的角色只是用宏观调控政策及其手段来诱导、协调和规范投资活动的边界。至于投资的实际形成过程，则取决于利润对投资者的诱惑或投资者对利润的预期，但

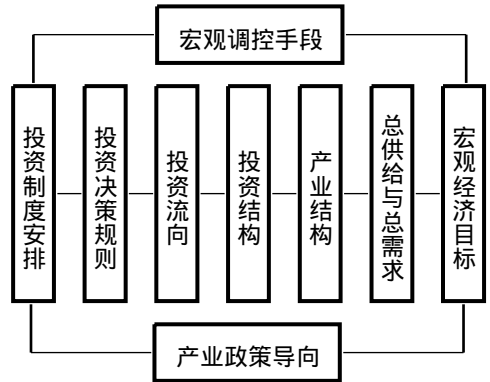


图 1. 宏观层面上的投资传导循环示意图

这些诱惑或预期容易导致投资流向的自发性。这是市场体制下投资运行的重要特点。我们把投资制度安排决定投资决策规则、进而决定投资流向的过程理解成投资传导循环的第一阶段。

将第一阶段逼近现实，则可以看到另一番景象：

较之于图 1 所描绘的投资传导循环的第一阶段，图 2 更加清晰地反映了投资制度安排和投资决策规则先后作用于投资流向的机理。关于这一阶段的机理，我们需要引入政府和个人两大主体加以说明。市场体制下对投资制度安排起主导作用的是市场投资决定机制，宏观经济政策及其调控手段则

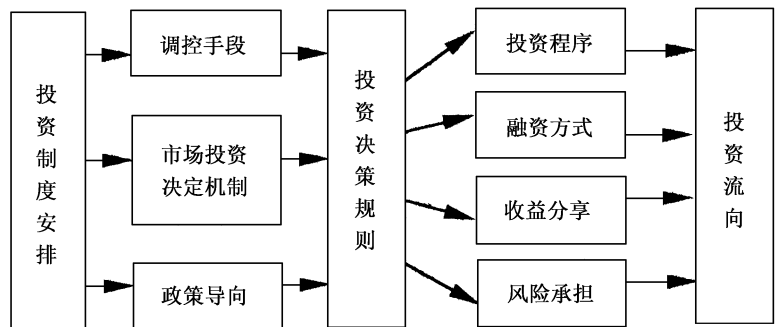


图 2. 细化的投资传导循环第一阶段及其机理

是由政府规定的。这一机理，可以说是市场体制下的一种常态。从传导过程来看，虽然投资制度安排决定投资决策规则，但投资决策规则的运行则是靠投资者的运作来实现的。我们在图 2 中标出投资程序、融资方式、收益分享、风险承担，就是为了说明这一机理。另外，在市场体制下，投资流向的形成是全体投资者根据各自预期所进行的投资选择的集合，从投资的选择到实际的资金投入，要包括订立契约、交易费用、道德风险等问题，而投资程序、融资方式、收益分享、风险承担都是与这些问题相关联的。

在第一阶段最为重要的机理特征，是市场投资决定机制在投资制度安排和投资决策规则的运行中起着关键性作用。从投资传导的过程来看，市场投资决定机制通过投资决策规则，一方面规定着投资者的投资程序和融资方式，另一方面规定着投资者的收益分享和风险承担的形式；

国内曾有学者以“立宪制规则”等范畴对市场体制下的投资秩序作过较为深入的理论分析，并在一定程度上对我国现阶段的投资秩序进行了研究。有代表性的文献，可参阅唐寿宁《两种投资秩序及其碰撞》，《经济研究》1998 年第 12 期；《投资活动中的秩序》，《中国社会科学辑刊》1998 年秋季号；何大安《投资秩序：规则安排与机理构成》，《学术月刊》2002 年第 1 期。

而投资制度安排中所包含的经济政策及其调控手段只是起着补充或辅助性作用。这种情况是与计划体制和双轨体制下的情形完全不同的。在计划体制下，政府对投资传导循环的调节是全方位的；在双轨体制下，政府对投资传导循环的调节仍占有很大的比例；而在市场体制下，政府对投资传导循环的调节则只占很小的空间，它在性质上是属于一种纯粹间接诱导型的调节。具体地说，在市场体制下，政府一般只是通过财政和货币政策诱导投资者的行为，通过补充投资制度安排的内容来调节投资流向。也就是说，一般是通过变动税种、税率、利率或进行公开市场活动调节银根来影响市场供求和价格，并通过价格和利润机制来引导投资者的投资选择。至于投资者的硬性投资选择，政府是不能强行干预的。正是在这个意义上，我们把政府经济政策及其调控手段在这一阶段的间接型诱导，理解为该阶段投资传导的另一机理特征。

从市场体制下投资传导的实际运作过程来看，投资者从投资项目选择、决定到最后形成的过程，是一个充满着纷争、讨价还价、风险和各种偶发性事件交汇的过程。一般来说，投资者按照投资决策规则所规定的投资程序进行融资、分享收益、测定和承担风险等活动时，都离不开签订具有法律效率的契约，从契约的签订、实施到生效，投资者不仅要花费各种交易费用，而且要承担一定的租金耗费，同时还要冒因签约疏忽或法律漏洞而产生的道德风险。这是市场体制下市场投资决定机制运作过程中的必然现象。新制度经济学把这些现象视为投资者成本支出的一个组成部分。相比之下，计划体制下的投资者（政府为主体）不存在这项成本支出，而在双轨体制下，也只有属于真正意义上的市场投资者才存在这项成本支出。需要说明的是，这种成本支出不同于厂商实际产供销过程中的成本支出，它是由市场投资决定机制引导投资行为所引起的。也正是在这个意义上，我们把这种成本支出理解为该阶段投资传导的另一机理特征。

根据图 1，本文把从投资流向到产业结构的形成划定为投资传导循环的第二阶段。依据有二：（1）一国在某一时期的自发性投资流向一旦形成，该时期的投资结构便随之形成，而投资结构的确定则意味着生产能力结构（产业结构）进入了一个新的重塑阶段，产品的供给结构也就出现了新的组合。从投资流向到投资结构、产业结构的形成过程，是投资运行研究的一个耀眼阶段，经济研究中的大量模型设计、实证分析、规范分析经常是围绕这一阶段进行的。（2）在现实中，投资流向作为资金实际流动的初始状态，就政府意愿的投资方向或资金流入的区域而言（姑且不论政府的意愿是否合理），可分为政策支持区域和政策抑制区域；就投资流向形成的投资结构所进入的实际产业部门来说，投资的完成形态则分别定位于第一、第二和第三产业部门。因此，投资传导循环第二阶段的示意图如下：

第二阶段最主要的机理特征，集中表现在该阶段前后相继的两道程序各自所需要的时间长短方面，即表现在从投资流向到投资结构和继之到产业结构这两道程序各自所经历的时间不同方面。一般来讲，前一程序要比后一程序经历

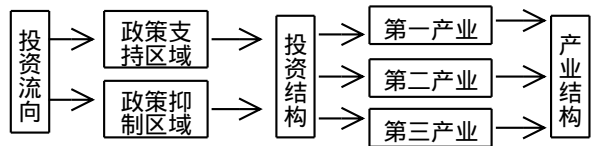


图 3. 细化的投资传导循环第二阶段及其机理

的时间短得多。因为，在市场投资的实际运作中，一旦某时期投资决策、进而投资流向形成，该时期的投资结构便会随之形成；但从投资结构到产业结构却要经历较长的时间，它会受到诸如金融政策、投资品结构、工程建设周期长短、技术变革等因素的制约。因之，一国在某一时期内投资传导循环周期的长短，就其在第二阶段所经历的时间而论，主要取决于从投资结构形成到产业结构定型所需的时间。

这便派生出另一机理特征：产业结构合理与否，具有验证前期经济政策及其调控手段之合

理性的功能。事实上，在第一阶段，政府曾根据前期投资传导循环所暴露出来的问题，将调整后的政策及其手段重新注入到投资制度安排中去，但这些政策和手段效应如何，会从第二阶段的产业结构形成到产业结构定型得到证实。首先，从政府的政策导向及意愿考察，投资流入政策支持区域和抑制区域的比例，可以从很大程度上证实政策及其手段的调控力度；其次，政府的政策导向及其意愿会通过投资结构布局于第一、第二及第三产业的格局反映出来；再次，在固定资产投资量为一定的情况下，一国在某一时期经济增长速度的快慢，就其在第二阶段的传导程序而论，主要取决于由投资结构到产业结构形成的期限长短。这里的机理特征在于，市场体制下的政府虽然不能完全依靠政策及其调控手段改变由投资流向所决定的投资结构，但它可以在组织和调整投资品供应、加速资金投放等方面缩短投资传导在第二阶段所需的时间。

第三阶段是社会总供给与总需求状况影响宏观经济目标，政府据此修正经济政策和调控手段，并将其注入到曾规定上一轮投资传导循环的投资制度安排中去的过程。第三阶段不同于前两个阶段，它是一个不涉及投资但对下一轮投资传导循环产生影响的阶段。因为，当总供给与总需求大体平衡时，政府会维持原有的投资制度安排（充其量只是微调）；而当总供给与总需求严重失衡时，政府便会通过改变经济政策和调控手段对投资制度安排进行修正。从宏观层面上考察，投资制度安排不发生变化，意味着下一轮投资传导循环中的投资决策规则不发生变化；相反，当投资制度安排发生变化时，投资决策规则就会发生变化。于是，投资流向、投资结构、产业结构均会发生变化。投资传导循环第三阶段示意图如下：

第三阶段的主要机理特征，可以概括为宏观经济目标的实现和检验。它是由重塑的产业结构到社会总供给与总需求结构的定型、继之到宏观经济目标的实现程度这两道程序构成的。这一阶段实际上是图 1 中的投资传导循环的终极阶段。如果我们把第一、第二、第三阶段

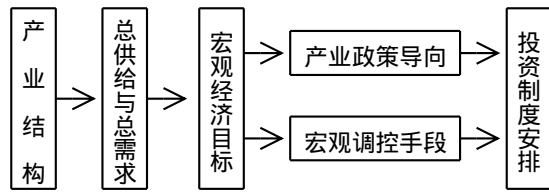


图 4. 细化的投资传导循环第三阶段及其机理

综合起来考察，则是从投资传导循环的角度分析投入—产出问题：在这里，投入，表现为投资者根据投资决策规则选择投资流向和投资结构的形成过程；产出，则反映为产业结构如何通过产出量及其比例影响或决定总供给与总需求、进而决定宏观经济目标的实现程度。但如果我们联系实际，周而复始地分析投资传导循环，并把图形中的第三阶段同第一阶段衔接起来，则不难发现，当一轮投资传导循环结束后，政府一般会根据宏观经济目标的实现程度，对是否调整产业政策导向和宏观调控手段作出反应。

投资传导第三阶段最明显的机理特征，是此阶段对整个国民经济运行具有渗透性和指示性。从渗透性来看，由投资流向决定的产业结构会渗透于整个国民经济，这不仅表现在既定的产出量和产出比例对本期国民收入、物价、就业等宏观经济总量的影响，而且还会在物质形式上反映出对后续期中投资流向的约束。从指示性来看，它集中反映了该阶段投资传导循环及其机理的显示功能，即当投资流向不合理从而投资结构畸形时，不合理的产出量和产出比例便决定了

从理论上来说，当经济体制不发生变化时投资制度安排一般是不发生变化的，市场体制下的投资制度安排也是如此。但由于投资制度安排不仅包含着经济体制所赋予的规定性，而且还包括产业政策、投资政策、宏观调控实施手段等内容；当这些内容发生变化时，投资制度安排一般会在原有的经济体制背景下发生内容的而不是性质的变化。因此，这里所说的投资制度安排的变化，是指在市场体制边界内的投资制度安排的变化，而不是指经济体制变化时的投资制度安排的变化。

该时期的宏观经济目标难以实现，社会总供给与总需求将趋于失衡。这种状况从另一侧面折射出蕴藏在该阶段的另一种机理，即该阶段前部分的传导机理具有纯粹的客观性，政府面对业已形成的产业结构和社会总供求状况，既无法运用政策措施改变这种完成形态的总量格局，也难以延缓或缩短这些总量的传递进程，而只能等待下一轮投资传导循环来临时，采取新的政策导向和调控手段来改变这种状况。

四、中国投资制度安排现状及其症结的理论分析

与成熟的市场体制相比较，中国现阶段的投资传导循环有着特定的“游戏规则”。这一特定“游戏规则”主要表现在投资传导循环过程中的主观方面。

观察世界各国的投资制度安排，纯粹由市场投资决定机制构成的投资制度安排是不存在的。不过，在市场化程度很高的西方国家，起主导作用的是市场投资决定机制，而政府经济政策及其调控手段的作用是有限的。但在中国，尽管市场投资决定机制正在逐步占据主导地位，但政府仍然起着重要的作用。这两大部分所占比例的大小，不仅表明投资制度安排的市场化程度，而且可以用它来解释造成投资运行摩擦的某些症结。

中国现阶段投资制度安排的构成，是市场安排型、非市场安排型、行政市场混合安排型的组合。例如，目前私人投资的制度安排就属于市场型，公共产品的投资就属于典型的非市场安排型，而处于改制过程中的相当数量的国有企业的投资，则属于行政市场混合型。中国投资制度安排与成熟市场体制相比的变异之处，就是因为这种行政市场混合型安排制度的存在。如果以变量关系来描述中国投资传导循环的决定函数，其函数式如下：

$$I = F\{f(X_1, X_2, \dots, X_n; Y_1, Y_2, \dots, Y_n; Z_1, Z_2, \dots, Z_n)\}$$

(式中 Z_1, Z_2, \dots, Z_n 就是一组决定或影响投资传导循环的行政市场混合型变量)

众所周知，市场型投资制度安排赋予投资者自主的投资决策权利，投资决策、收益分享和风险承担的主体是投资者本身，投资风险是一种落实到投资者头上的主体性风险。在市场型制度安排中，市场投资决定机制贯穿于投资运行的始终，而政府的经济政策及其调控手段则只是起着规范和诱导的作用。在非市场型投资制度安排中，投资决策、收益分享、风险承担的主体是政府，投资风险是一种没有具体个人承担的整体性风险。因此，就变量的确定来说， X_1, X_2, \dots, X_n 和 Y_1, Y_2, \dots, Y_n 是相对容易确定的。但是，由于行政市场混合型投资制度安排一般出现在行政性体制向市场经济体制的过渡阶段，在这一阶段，投资的形成既不像过去那样实行政治型（非市场型）的投资制度安排，也不是实行纯粹的市场投资制度安排。准确地说，行政市场混合型下的投资制度安排只能在市场决策规则的局部范围内实施。就其风险形式来说，它存在着整体性风险和主体性风险并存的情况。我们大体上可以价格、利润、成本、风险预测、投资预期、收益分享等来代表市场型制度安排变量（ X_1, X_2, \dots, X_n ），以政府的各种经济政策和宏观调控实施手段来表示非市场型制度安排变量（ Y_1, Y_2, \dots, Y_n ）。然则，由于我国现阶段影响投资运行的行政和市场的变量在形式上业已泾渭分明，因而，解释行政市场混合型变量（ Z_1, Z_2, \dots, Z_n ）却是一件相当困难的事。倘若非得作出解释，我们也只能列举那些由市场和

从哲学的角度理解，投资传导循环的整个过程是一个主客观共同作用的过程。我们可以把投资传导循环的第一阶段与第三阶段的后半部分理解为主观过程，将第二阶段与第三阶段的前半部分理解为客观过程。

行政因素相混合所产生的行为作为变量，如现实中的政府利润青睐、投资主体身份游离、投资决策原则变异，等等。以下，我们将以这三个行为变量来解释中国目前投资传导循环过程中的一些症结。

一般来说，投资制度安排对投资传导循环的影响，主要发生在传导循环的第一阶段。概括而论，中国现阶段的投资主体结构大体上可划分为政府（中央和地方）、机构和个人三部分。其中机构和个人投资者的投资行为理应属于市场型制度安排，政府投资者的投资行为则应该属于非市场型制度安排，但现实并非完全如此。在现实中，地方政府的投资行为有着明显的政府利润青睐倾向。这是因为，在转轨过程中，无论是地方政府的直接投资还是其作为国有企业股权代表的间接投资，始终要受到市场信号的引诱，会受到利润驱动机制的影响，总是倾向于把资金投入那些在短期内利润丰厚、见效快的产业和部门。这种情况意味着地方政府的投资行为方式不仅受经济政策和宏观调控手段的规定，而且在很大程度上受市场投资决定机制的左右。而目前中国的投资制度安排暂时还不具有针对这种政府利润青睐的应对措施。于是，由这种变异所导致的那部分投资流向，通常会造投资结构和产业结构处于非理想状态，从而严重影响宏观经济目标的实现。宏观经济目标的实现程度低便意味着经济增长缓慢，无奈之下，中央政府就只能加大宏观调控的力度，在力所能及的范围内重塑原有的投资制度安排，并期望在下一轮投资传导循环中纠正这种现象。但是，政府利润青睐是经济体制转轨的产物，在尚未完成转轨的情况下，仅仅靠经济政策和宏观调控手段是无法杜绝这种现象的。上述变异的情形，在图 1 中是不存在的，它发生的位置是图 2 所示的投资传导循环的第一阶段。

投资主体身份游离，是针对地方政府和机构投资者在现实投资中的身份存在着某种不确定性而言的。在经济转轨时期，从社会的投资形成来看，地方政府仍然在相当程度上起着主导投资形成的作用，地方政府的投资行为一方面受行政型（非市场型）制度安排的规定，另一方面又受到市场型制度安排的影响；而以民营、私营和外商为代表的机构投资者的投资行为，虽然可以在理论上归属于市场型制度安排，但由于他们在投资机会和资金数量方面客观上存在着许多制约，因而，为了摆脱投资机会和资金数量的限制，为自身利益计，便努力地寻找一些途径，使自己从纯粹的民营或私营投资者转变为政府与民营或私营相混合的投资者。同时，由于地方政府存在政府利润青睐的冲动，也愿意在投资机会和资金等方面给机构投资者提供方便，于是，地方政府和机构投资者的投资行为的关联，便存在着可能性和基础。在现实中，那些贴着政府部门标签而大部分产权属于民营或私营的企业，就属于这种混合型企业；投资主体身份的这种游离状况，使得人们对参与这种游离的地方政府和机构投资者的身份扑朔迷离，中央政府对他们投资行为的调控也难以奏效。值得关注的有两点：一是这种混合出现后，机构投资者既能化解他们原先作为单纯的机构投资者在投资机会和资金数量方面的制约，又不失作为原始身份的市场型投资者的灵活性；二是这种混合不仅是两类资金的融合，更重要的，是在一定程度上表现出两种投资制度安排的组合。投资主体身份游离之情形，在图 1 所描述的投资传导循环中是难以勾画的，但它发生在投资传导循环第一阶段，这一点则是可以肯定的。

图形难以表示是一回事，客观存在却是另一回事。政府利润青睐与投资主体身份游离这两种变异，对投资传导循环的影响及其效应大体上是相同的。它们对投资传导循环的整体性影响，是可以图 1 予以概括性说明的，它们对投资流向形成的较为具体的影响是可以图 2 说明

这里关于政府作为投资主体的界定，不仅仅指政府是公共产品的投资者，而且包括把作为投资主体的国有企业也划归到政府的麾下。这里所说的机构投资者，则是指私营、民营和外商独资企业。

的，而它们对于投资传导循环中的非直接投资过程的具体效应，则是可以通过图 3 和图 4 来解释的。限于篇幅，我们在此不作展开。事实上，现有的关于投资运行研究的大量分析文献，出于研究视角、对象和目的不同，这些文献就是或以图 2、或以图 3、或以图 4 来作为分析背景的。

中国目前投资制度安排中的第三个症结，是企业的投资决策原则变异。这里所说的投资决策原则，指企业投资决策的依据、程序及其运作机制。企业投资决策原则对投资传导循环的作用过程，发生在投资传导循环的第一阶段。众所周知，经济体制转轨要求企业行为符合市场体制运行的规则。企业投资决策原则必须按市场型的投资制度安排来运作。它包括两层含义：（1）企业投资决策必须依市场供求变动作出，客观上受市场投资决定机制的安排。（2）企业投资决策原则的依据，一般是以拥有企业产权或股权的主要投资者的意志作出，其程序和运作机制体现在企业（公司）内部法人治理结构的运转上；具体地说，企业的投资决策是实行投票同意制决策原则而不是贯彻行政执行制原则。然而，从中国的现状考察，由于现阶段大部分股份制企业（公司）是从国有或集体企业改制而来，股权相对集中现象十分普遍，企业（公司）董事会和监事会的大部分席位通常控制在国有或法人代表的手中，股东大会的表决倾向一般也是以他们的意志为转移，企业（公司）的投资决策过程呈现出上下一致的情形，凡是经董事会议定的投资决策方案一般很少不会通过，股东大会在很大程度上形同虚设，这种状况在大众熟悉的上市公司中十分突出。中国股份制企业（公司）投资决策的运作过程表明，改制后的股份制企业（公司）的投资决策原则，虽然在形式上是实行投票同意制，但实际贯彻的则是一种与行政执行制相近的投资决策原则。因此，我们有理由认为，中国现阶段的企业投资决策原则，不完全属于市场型的投资制度安排，而是在一定程度上从属于非市场型投资制度安排。值得指出的是，企业投资决策原则这种偏离市场型投资制度安排的变异，与政府利润青睐、投资主体身份游离等交织在一起，对投资传导循环的影响是不可忽视的。

作为研究思路的一种拓宽或延伸，在此，我们对图 1 至图 4 中某些未详尽描述、但与本文分析相关的部分内容，作一个概括性的说明。在前面的分析中，我们曾将投资传导循环的第一阶段和第三阶段的后半部分，理解为投资传导循环的主观过程，把第二阶段和第三阶段的前半部分界定为客观过程，再三强调投资制度安排的变异发生在主观过程中的第一阶段。现在联系政府利润青睐、投资主体身份游离、投资决策原则变异这三大行为变量，并依据图示从总体上对中国的投资传导循环作出几点概括性的结论。

在图 2 所示的投资传导循环的第一阶段，由于存在着政府利润青睐、投资主体身份游离、投资决策原则变异，中国的投资制度安排呈现出一种典型的市场型和非市场型的混合。这种混合首先表现为市场投资决定机制和政府经济政策、宏观调控手段对投资运行制度安排的界限模糊，使得政府很难在宏观层面上把握投资流向。其次，这些变异会造成投资决策规则偏离市场型的投资制度安排，使得投资程序、融资方式、收益分享、风险承担等变数加大，从而引致投资者在支付各项交易费用的同时不得不担负因契约疏漏或合同纠纷而产生的各种道德风险。再次，如图 3 所示，倘若投资制度安排碰撞引发投资流向无序，则大量投资便很有可能进入政策的抑制区域（姑且不论这一区域合理与否），于是，投资结构和产业结构的框架就不在政府的运筹帷幄之中了。最后，结论正如图 4 所显示的那样，投资制度安排变异的终极结果会在社会总供给与总

所谓投票同意制决策原则，是指以产权或股权为基础，企业最高决策层提出决策议案向下转交投资参与者、以类似于投票表决方式通过的一种投资决策原则，它是股份制企业（公司）内部法人治理结构在投资决策上的一般程序和机制。行政执行制决策原则，则是由企业最高决策层议定并直接实施的投资决策原则。

需求结构中反映出来,在本轮投资传导循环期内,宏观经济目标定型于完成形态,政府会根据宏观经济目标的实现状况改变产业政策导向和宏观调控手段,从而在政府力所能及的范围内修正投资制度安排。

投资传导循环的第二阶段和第三阶段的前半部分,即图1所展示的从投资流向到社会总供给和总需求之态势的形成部分,是由第一阶段塑造的投入—产出的客观过程,也就是说,政府和投资者面对投资流向所铸成的投资结构、产业结构以及总供给与总需求结构,在本轮投资传导循环期内是无所作为的。但在第三阶段的后半部分,即图1所展示的从宏观经济目标到政府调整政策导向、调控手段并以此修正投资制度安排的过程部分,则是一个与第一阶段紧密相连的主观过程。因为,政府可以通过对投资制度安排注入新的政策内容来改变后续期中的投资运行。这里的讨论,涉及政府在投资制度安排中的作用问题,或者说涉及政策导向、调控手段相对于市场投资决定机制在投资制度安排中的能量比例问题。一般来说,在市场主导型的投资制度安排中,政府的作用是有限的,或者说市场投资决定机制在投资制度安排中的能量比例很大,但在我国情况却不是这样,这是问题的一个方面。问题的另一方面,也可以说是我国投资制度安排中的另一个症结,则是政府依据什么来设计政策导向和调控手段。在市场主导型的投资制度安排中,政府通常是注重依据社会总供给与总需求是否平衡,并兼顾宏观经济目标的实现程度来设计政策导向和调控手段的;而在我国,政府更多考虑的是宏观经济目标的实现程度,至于社会总供给和总需求的平衡状况还谈不上注重考虑。其实,宏观经济目标的实现程度是由总供给和总需求状况决定的,总供给和总需求的平衡状况会客观或直接反映出社会的投资效率,而宏观经济目标及其制定标准实际上包含着政府的意愿或偏好。如果我们注重以包含着意愿或偏好的宏观经济目标的实现程度作为设计政策导向和调控手段的依据,淡化社会总供给和总需求作为依据的客观性,那么,如此设计出来的投资制度安排就不是真正意义上的市场主导型的投资制度安排。

五、关于理论和政策的几点启示

以上分析为我们构建市场体制下投资运行的理论提供了一些基本框架:(1)市场体制下的投资传导循环及其机理特征,较之计划体制和双轨体制下的投资运行,在形式和内容两方面都有着明显的不同,这些不同必然在传导机制、投资决策规则、调控方式等方面得到反映,这是我们研究和构建市场体制下投资运行理论的背景和出发点;(2)对现实的投资运行展开实证和规范分析,可考虑以投资传导循环作为整体框架,把直接投资过程与非直接投资过程置于同一系统进行研究,并以投资制度安排作为主线贯穿于分析的始终;(3)鉴于投资制度安排是投资传导循环的起点和终点,因而我们构建市场体制下的投资运行理论,必须关注投资制度安排的变化,要花大力气对投资制度安排进行规范性研究;(4)投资决策规则的实际运作,不仅包括投资决策的程序、原则、收益分享、风险承担等内容,而且还包括传统经济理论在“信息对称”假设下所抽象掉的、但却引起新制度经济学高度关注的诸如契约、交易费用、租金耗费、道德风险等因素,因此,要构建比较贴近现实的投资运行理论,必须重视新制度经济学的研究方法;(5)投资传导循环的每一阶段都蕴涵着一定的机理,放大并透视这些机理,则是构建市场体制下投资运行理论所必须的。

依据市场体制下的投资传导循环及其机理特征,并联系中国现阶段投资传导循环中所反映出来的问题,政策性思路可以从以下几方面展开:

1. 投资传导循环是以投资运行为主体并包括一系列经济因素及其过程的互动传递链，政府深化投资体制改革，设计投资运行模式或制定投资政策，要以投资传导循环的整体运行为背景；在设计投资运行模式或制定投资政策时，要充分顾及到产业政策、财政政策、金融政策等的配套。根据从投资运行角度对投入—产出进行的系统分析，政府对投资运行的诱导或调控，不仅需要从宏观层面来进行总量政策把握，而且需要注意政策之间的整体性和系统性。

2. 政府制定经济政策和实施调控手段，要依据投资传导循环的阶段性及其机理特征，做到有的放矢。具体地说，在第一阶段，政府选择政策和调控手段作为投资制度安排的政策性内容时，要考虑到市场投资决定机制在第一阶段起主导作用、而政策和调控手段只起辅助性作用的机理，尽可能避免政策和调控实施手段对市场投资决定机制的干扰；在第二阶段，要重视投资传导在此阶段的客观性，不要对政策效应寄予过高的期望值，同时，要根据该阶段从投资流向到投资结构、进而到产业结构两道程序所需时间不等的机理特征，采取适度的金融政策、物资供应政策等以加速产业结构的定型；在第三阶段，政府要以总供给和总需求状况为依据来修正投资制度安排，而不能单纯以宏观经济目标的实现程度作为政策制定的出发点。

3. 对于投资制度安排所暴露出来的问题，首先要规范和限制地方政府的投资行为，在深化投资体制改革的同时努力探索出杜绝政企不分的政策措施；其次，要花大力气调整投资主体结构，针对现阶段投资主体身份游离的情况，采取一些果断的应对措施，而对于地方政府的产业性投资活动也可以采取一些必要的抑制性政策，以扩大真正的市场投资主体的覆盖面；再次，要大力而迅速地执行国有股减持方案，理顺企业（公司）内部法人治理结构，以消除企业的投资决策原则变异。

参考文献：

- 罗杰·格斯奈里：《阿罗—德布鲁范式与现代契约理论：涉及信息和时间特定问题的讨论》，载《契约经济学》，经济科学出版社，1999年。
- K. W. 克拉克森、R. L. 米勒：《产业组织：理论、证据和公共政策》，上海三联书店，1989年。
- 约瑟夫·斯蒂格利兹：《政府经济学》，春秋出版社，1988年。
- 郭克莎：《中国：改革中的经济增长与结构变动》，上海三联书店、上海人民出版社，1996年。
- 杨沐：《产业政策研究》，上海三联书店，1989年。
- 刘世锦：《经济体制效率分析导论》，上海三联书店、上海人民出版社，1994年。
- 钟朋荣、吴同虎：《宏观经济论》，经济科学出版社，1990年。
- 江小涓：《经济转轨时期的经济政策》，上海三联书店、上海人民出版社，1996年。
- 伊文书：《市场不发育条件下的宏观调控》，长春出版社，1989年。
- 厉以宁：《非均衡的中国经济》，经济日报出版社，1991年。
- 张汉亚：《建立以现代企业为基础的“法人投资制”》，《经济研究》1994年第8期。
- 王红领：《委托人“政府化”与“非政府化”对企业治理结构的影响》，《经济研究》2000年第7期。
- Abel, A., *Investment and the Value of Capital*. New York: Garland, 1979.
- Breton, A., *The Economic Theory of Representative Government*. Chicago: Aldine Publishing Co., 1974.
- Kirkpatrick, C., etc., *Industrial Structure and Policy in Less Developed Countries*. London, George, Allen and Unwin, 1984.
- Romer, David, *Advanced Macroeconomics*. New York: McGraw-Hill, 1996.

[本文责任编辑：李 文]

tivities; internal morality of management to the moral requirements of the structure and its connotations of the management itself. The ethical rules of management provide a theoretical explanation for the possibility of combining management with ethics, and in addition an objective basis for the supporting role of ethics in management activities.

(4) A New Global Gap Between the Rich and the Poor : The Increasingly Widening “ Digital Gap ”

Hu An gang Zhou Shaojie · 34 ·

The new information communication technology represented by the Internet has been growing explosively since the beginning of the 1990s. Simultaneously there has appeared a new global gap between the rich and the poor, that is, the widening “ digital gap. ” Leaders of all countries are concerned and the problem has become a focus of study in academic circles. Adopting the “ main factor ” method this paper analyses the influence of various factors over the popularization of Internet, showing that economic development level, national capability of knowledge development, openness to the outside world and introduction of communication technology are the prime determinants of the level of Internet popularization. Faced with the widening gap, countries of the developing world must be run in a new way so as to effectively make use of information technology and complete a great leap in development. They must hasten their steps in transforming into information and knowledge societies, narrowing the gap between them and the “ rich countries of information. ” Here we have an important option for the developing countries against the world background of globalization and the revolution in information technology.

(5) Consumption and Investment in Economic Growth in China

Wu Zhongqun · 49 ·

An account is given of the historical locus of economic growth, consumption and investment in China using relevant statistical data and starting from the realities in economic development. Reasonable rates of consumption, investment and their respective growth rates are developed based on combined qualitative and quantitative analyses, and a comparison is made on consumption and investment rates in international terms. In the opinion of the author, given China’s actual conditions state policies in both consumption growth rate and investment growth rate have limited room for manoeuvre: the intensity of macro-policies should not go beyond this space. Besides, the paper also touches on the reasons of deficient demand in China.

(6) Investment Conduction Cycle under a Market System and the Features of Its Mechanism

He Da an · 63 ·

In this article “ investment conduction cycle ” means the flow of investment operation on the macroscopic level and its configuration framework while the features of various links in the conduction process are termed as phased mechanism. In the view of the author, the investment conduction cycle is determined by the investment institution; the different phases of investment conduction cycle demonstrate different features of mechanism. Compared with more matured market economies, the investment institution in China is subject to changes in norms. The paper portrays a picture of investment conduction cycle based on the realities of investment operation.