

钱颖一：中国的投资太多吗？

发布日期：2007-04-30

---

钱颖一/文《财经》杂志 /总 184 期 [2007-04-30]

中国的资本回报率并不低于其他国家，近年来它反而在上升

“中国的投资太多吗”？答案似乎是肯定的。中国的固定资本投资率（固定资本形成占 GDP 的比重）近年来已经超过了 40%，这是一个世界记录。美国的固定资本投资率只有 15%，印度不到 30%，即使是日本和韩国也从未达到过 40%。不少中外评论家由此推断中国投资太多。

中国的投资是否太多从理论上无法确定答案。一方面，中国仍然是一个低收入国家，人均 GDP 仍低于世界平均水平，资本与劳动力之比也远低于发达国家。所以，中国的投资的潜在回报应该很高，大量投资并不太多。但另一方面，中国的投资回报受到其他因素制约，比如教育水平不高，技术较落后，制度不健全，它们限制潜在资本回报的实现，大量投资就会太多。

因此，要回答中国的投资是否太多，需要认真收集数据并对数据进行科学的定量分析。这不是根据若干常用数字或个别案例就可以简单得出结论的。判断投资效率的一个度量是资本回报率。资本回报率过低表示投资太多了，投资造成浪费；反之，资本回报率过高表示投资太少了，投资机会没有被充分利用。两者都没有效率。

最近我与清华大学的白重恩教授和伯克利加州大学的谢长泰教授在美国《布鲁金斯经济论文》期刊 2006 年秋季号上发表了题为“中国的资本回报率”的论文（中译文见《比较》杂志第 28 辑）。我们通过定量分析来回答两个关键问题：第一，中国的资本回报率是否低于其他国家？第二，中国的资本回报率近年来是否在下降？我们的研究发现中国的资本回报率并不低于其他国家，近年来它反而在上升。因此，我们没有找到中国在整体上投资过多的证据。

过去的研究只是抽取部分企业，比如上市公司或规模以上工业企业，所得结果不免有偏差。而我们搜集了至今为止所能公开得到的最好的国民经济核算数据，仔细计算出了在 1978-2005 年间涵盖所有行业、地区和企业的资本回报率。

资本回报率的计算是用 GDP 中的资本收入除以全部资本存量，加上资本相对于产出的价格增长率，再减去资本折旧率。我们用两种口径来计算。第一种口径使用固定资本形成（即不包括库存的增加），所用的资本收入是 GDP 减去劳动收入（因此它包括了所有税收以及土地收益）。第二种口径在此基础做出三项调整：首先把存货计入资本，构成全部资本形成；其次在投资和产出中都剔除城镇住宅部分，从而更准确地度量了生产领域；最后在资本收入中减去所有生产税。这一口径更接近企业投资决策时的考虑。

首先我们看中国的资本回报率的水平。依照两种口径计算的资本回报率分别在 18%-27% 之间和 8%-12% 之间（见图）。第二种口径与经济学家估计一些发达国家的资本回报率时所用的口径很接近。从美国、英国、法国、日本、意大利和德国 2000-2003 年期间数据中得出的资本回报率在 7%-13% 之间，而我们计算的中国资本回报率正在此区间内。所以中国的资本回报率并不低于这些国家。

其次我们看中国的资本回报率随时间的变化趋势。依照第一种口径，资本回报率在 20 世纪 80 年代初到 90 年代中比较稳定后下降，到 2000 年后又较稳定；而依照第二种口径的资本回报率则随时间有上升趋势（见图）。两种口径的主要差别在于库存。由于库存在减少，第二种口径的资本回报率随时间上升。但出乎预料的是近几年来它的上升更为显著，尽管近年来投资率上升，资本 - 产出比也上升。我们发现主要原因是资本回报率还与 GDP 中资本收入比例成正比，而后者恰恰在近年来也在上升，从而抵消了资本 - 产出比的上升，使资本回报率不降反升。我们猜测资本收入比例上升的一个原因是劳动力供给的变化：年轻人增加、教育水平提高和灵活的劳动力市场都会增加资本的收益。

只有数据和对数据的仔细分析才能解答中国投资是否太多。

作者为清华大学经济管理学院院长、美国伯克利加州大学经济系教授

版权所有：清华大学经济管理学院 技术协助：清华大学教育技术研究所