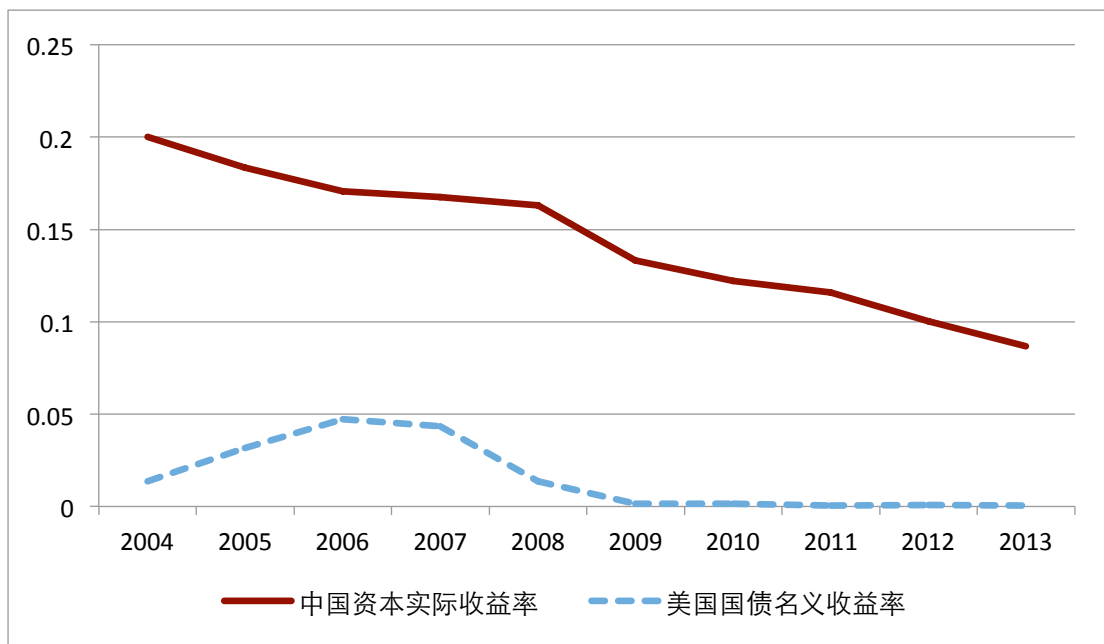


## 质疑中国过度投资论

对中国经济的各种批评中总有一个响亮的声音：中国过度投资了！的确，2013 年中国以支出法计算价值 58.7 万亿元人民币的 GDP 中资本形成高达 28 万亿元，投资率（投资占 GDP 比例）高达 47.8%。相比之下，2012 年美国的投资率只有 18%，与中国同属发展中大国的印度也只有 27.4% 的投资率。全世界象中国投资率如此高的经济大国绝无仅有。与此同时，中国资本实际收益率也出现了大幅下降。根据白重恩等人的估算，2004 年之前中国的资本实际收益率大致稳定在 20% 左右。用他们的方法和最近 10 年的数据（包括 GDP、固定资产投资以及 GDP 和固定资产投资价格指数），可以推算出资本实际收益率从 2004 年的 20% 一路下降到 2013 年的 8.7%（参见图 1）。乍一看，回响海内外的“中国过度投资论”道出了中国经济的致命弱点：经济增长靠投资推动，而投资效率低下，经济结构严重失衡。

图 1：中国资本实际收益率与美国国债名义收益率



中国真地“过度投资”了吗？我们两个左想右想，总是不通。姑且让我们从经济学的视角写下这些困惑，对这一似乎显而易见的结论提出一些质疑。

在正式质疑之前，首先指出一点：中国现有 GDP 统计方法很可能高估了中国的投资率。例如统计局在计算消费的时候，居民自有住房所提供的消费并没有参照国际惯例以市场租金计算，而仅仅采用虚拟租金（包括折旧和物业费用），这显然低估了居民自有住房所提供的居住消费价值。有人估算，仅此一项就可能低估中国消费率 5 至 10 个百分点。同时，大量分散的服务业消费也没有充分统计入 GDP，导致 GDP 总量和消费都被低估。其次，在计算投资的时候，统计局主要参照固定资产投资这一指标做一些调整，但固定资产投资统计主要依据资金流而非产品用途。举例而言，如果某企业上报统计一个 10 亿元的投资项目，则这 10 亿元均计入固定资产投资。但事实上，这 10 亿元中可能有部分用于差旅，部分用于请客吃饭，部分用于中介环节等等。这些支出从用途来看，都是消费，但是从资金用途来看，都算成了投资。两类统计数据可以说明这一问题的严重程度。根据我们掌握的 1998 年至 2007 年工业企业的微观数据，工业部门的投资率（投资占工业增加值比例）保持在 30% 左右，远

低于国家统计局公布的 40%以上的工业投资率。此外，国家统计局公布的固定资产交付使用率长期（而非短期）保持在 60%左右的水平。剩下 40%的缺口意味着投资转化为资本存在巨大的统计意义上的“成本”。当然，即便考虑了统计问题，一个不争的事实是：中国投资率高于世界上大多数国家。因此，“中国过度投资论”并非只是一个单纯的统计问题。

过度投资，用经济学的话来说就是高于最优水平的投资。问题来了，持此论者如何能够提出一个最优投资水平的区间吗？中国最优的投资率应该是在 30%到 40%之间而非 40%到 50%之间吗？中国最优的投资增速应该是 5%到 10%而不是 10%到 15%吗？遗憾的是，过度投资论者从来就没有回答过这样的问题。更遗憾的是，经济学恐怕也只能给出一个范围大到没有实际意义的区间。根据我们（人类）目前的知识，在一个储蓄可以自动转化为投资的经济中，社会最优的消费增速等于资本收益率的  $x$  次方，这个  $x$  代表消费的跨期替代弹性。<sup>1</sup>消费增速越高，当前消费水平越低，当前的储蓄率和投资率也就越高。因此，知道了最优消费增速，也就知道了最优的储蓄和投资水平。资本收益率相对容易测算（参见前文）。问题在于消费跨期替代弹性的大小。美国的经验研究结果显示，这个系数的区间很大，既可以低至 0.2，也可以高达 2。如果资本收益率是 10%，这意味着最优的消费增速可以相差 10 倍（从 2%到 21%）。由此可见，现有的经济学知识并不足以准确指出最优的储蓄和投资水平。中国过度投资论者所持的中国当前投资率太高的观点，恐怕基于一些非经济学的思考。

如果储蓄需要一些金融媒介（比如银行）才能转化为投资，情况会复杂一些，但这更符合中国的实际情况，也会让“中国过度投资论”更站不住脚。中国的投资率高，但中国的储蓄率更高，导致长期贸易顺差和巨额外汇储备。中国畸高的储蓄率一直以来都是个有趣的问题，从居民、企业乃至政府，都喜欢存钱，限于篇幅，我们这里不做讨论。在储蓄率居高不下的情况下，如果降低国内投资率，那么多余的钱就只有走出国门。在目前的汇率政策下，多余的钱由国家持有，以外汇储备的形式投资国际市场，主要的投资方向是美国国债。金融危机前，美国国债的名义利率还算不错（参见图 1），但之后就一路下行，几乎跌至 0 点。如果扣除通胀因素，美国国债的实际收益率一定是个负数。相比之下，即使只考虑 2013 年最低的 8.7%的资本实际收益率，这笔账也一目了然：降低国内投资率等同于把钱从一家有 8.7%利息的银行搬到另一家利息为负的银行。如果取消汇率管制，让大家自己去国外投资，情况又会如何？多年的数据说明，美国资本的实际收益率大致在 4%到 6%之间，国际的平均水平则大致在 5%到 10%之间。因此，直至今日，国内投资回报不低于国际水平这一判断依然不会有错。如果说中国过度投资，请问我们该向哪里投资？

还值得注意的是，房地产业的固定资产投资占总投资的四分之一左右。住宅投资占房地产投资的大头，而住宅并非生产性资本，其本质是消费品，只是由于生产和消费的周期长而被统计为资本。因此，对比中国和其它国家的投资率需要考虑住宅投资比重的不同。此外，由于这些投资不能直接增加产出，根据传统方法还会低估中国的资本实际收益率。

前文从宏观投资决策的角度分析了投资是否过度。下面再让我们从微观投资决策的角度谈谈“过度投资”问题。由于政府主导投资，中国历史上确实出现过效率低下的投资和增长。迄今为止中国经济有记录的 GDP 增速的最大值出现在 1958 年，高达 21.3%；当年名义的投资增速高达 54%，投资率一年之中上升了 8 个百分点。我们可以比较确定地说，1958 年的 GDP 和投资的高速增长是低效率的。导致当时高投资的原因是“大跃进”思想下的大炼钢铁，新增

---

<sup>1</sup> 我们假设主观贴现率为 1。

钢铁的废品率很高，这意味着资本边际产出接近 0，资本实际收益率（扣除资本折旧）为负，这样的投资当然没有效率。时过境迁，中国早已告别计划经济。但不可否认的是，中国政府依然是重要的投资者，特别是基础设施建设的主要投资者。有一种说法是“政府投资不计成本”，这恐怕是过度投资论者的一个重要依据。过去十年间，基础设施投资大致占总投资的四分之一强，其效率究竟如何，的确值得深入研究。<sup>2</sup>

但是，由于基础设施投资存在周期长、外部性强等特点，估算基础设施的投资收益率是个世界级难题。举两个例子。常有人说高速公路建设亏损严重，也有人嘲笑中国在无人区（in the middle of nowhere）搭桥修路，这都是典型的过度投资。这样的判断实在有失公允。首先，高速公路收费标准是国家制定的，近二十年来没有大的变化。用国家二十年前定的收费标准来衡量一个项目的投资效率，就好比假设二十年前的政府可以精确地计算出二十年后投资高速公路的边际产出。其次，基础设施建设存在显然的外部性和前瞻性，导致总体回报高于个体回报、长期回报高于短期回报。比如在高速公路网络形成之前，可能很多地方根本看不到车。而一旦网络成型，各地车辆纷纷上路，投资效率就会显现。而且，效率还可能体现在一些意想不到的地方。中国的高速公路网很可能是打破过去各地市场分割这一顽疾的决定性力量。因此，即使是市场定价，也未必能反映基础设施投资的真实效率。正因如此，西方国家也需要政府主导才能完成大规模基础设施建设。政府投资确实存在腐败等诸多问题。如果私人部门也有意愿投资基础设施，那政府主导的投资效率很可能低于私人投资。但出于上述原因，私人部门往往缺乏投资基础设施的意愿，由后者来主导这类投资并不可行，拿私人投资效率对比政府投资效率也就无从说起。

其实，即使不做任何经济学分析，单纯观察中国过去十几年的基础设施投资，也很难得出政府主导的投资效率一定低下的结论。比如经常被大家诟病的高铁建设，现在就连纽约时报都承认中国高铁和高效和安全。相比之下，奥巴马总统的美国高铁梦尚在“水中月、镜中花”的阶段。几年前，人们还在感叹中国经济增长了二十多年却没有世界级的企业。现在土生土长的阿里巴巴即将成为全球市值最高的公司。在代表人类创新能力的互联网领域，全球排名前十的公司中国占据四席，全球最大的六家互联网公司中国和美国各占一半。这些私人部门的长足进展，若没有政府主导的通讯基础设施建设是不可能实现的。

中国投资当然还可能存在其它种种问题，比如所谓的“重复建设”、“产能过剩”等等。或许有一天我们会足够的证据证明中国投资的确效率低下。但是，相比贸然写下一个似是而非的结论，我们还是宁愿多想想。

---

<sup>2</sup> 我们把向电力、燃气及水的生产和供应业、交通运输、仓储和邮政业以及水利、环境和公共设施管理业等三个部门的投资定义为基础设施投资。