



中国社会科学院经济研究所

中国宏观经济运行与政策模拟实验室

中国社会科学院经济研究所决策科学研究中心

经济研究所《宏观经济与政策跟踪》课题组

2014/08/13

经济走势跟踪 No.2014-023

新常态下的中国经济增长潜力

导读：中国经济已经进入以中高速、优结构、新动力、多挑战为主要特征的新常态，其中，经济增长潜力，或者说潜在经济增长率是我们必须首先弄清楚的问题。经济学家们也对此进行了探讨。

整理、编写：王砚峰；责任编辑：王砚峰

声明：本文版权属中国社会科学院经济研究所所有，未经允许请勿转载，或以任何方式刊登、发表。

新常态下的中国经济增长潜力

[导读：中国经济已经进入以中高速、优结构、新动力、多挑战为主要特征的新常态，其中，经济增长潜力，或者说潜在经济增长率是我们必须首先弄清楚的问题。经济学家们也对此进行了探讨。]

新常态与增长潜力

在 2014 年 8 月期的《中国金融》杂志上，马骏的文章《新常态与宏观调控模式》指出，对新常态问题的研究，要搞清楚三件事。一是搞清楚经济增长潜力，科学判断经济增长潜力是避免过度刺激的基础。二是搞清楚我们要保的到底是 GDP 增长，还是就业增长，还是合理的失业率。三是在有了正确调控目标之后，如果确实需要一定程度的刺激，那么应如何避免刺激带来太大的后遗症，包括杠杆率上升过快、经济结构重型化、国进民退、产能过剩等。

关于增长潜力问题，马骏认为，现在的潜力到底是多少？8%，还是 7%，还是 6%？这些数字之间一个百分点的差别，对宏观政策来说，就是很大的不同。如果是 8%，而目前实际运行在 7.5%，就是低于潜力，一般来说，宏观政策的微调方向就应该要略微松动；如果增长潜力是 7%或者是 6%，那么 7.5%的增长就说明经济过热，则一般来说宏观政策就没有必要松动，而应该反向操作。

从经济学角度看，对短期经济增长潜力的判断至少有如下几个方法。首先，判断在目前经济运行情况下，经济是处于偏通缩还是偏通胀的状态。如果经济呈现出通缩的征兆，则表明投入品的利用率处于低位，经济增长潜力没有被发挥出来，如果在需求方加一点刺激，而短期增长速度可以得到提升，通胀不至于太高。相反，如果通胀压力较大且继续上升，则表明实际增长速度超过潜力。当然，在实际运用这个判断方法时会遇到许多技术问题，如用哪个通胀指标，同比还是环比，是否要考虑资产价格，是考虑当期还是未来的通胀等。这就需要进行仔细研究，尤其是要做定量的研究。其次，考察企业的产能利用率。如果利用率明显低于正常水平，则表明经济增长低于潜力，否则是高于潜力。可惜的是，我们目前没有公开的、有较大覆盖面的企业产能利用率数据。当然，对什么是“正常”利用率也会有争议。最后，判断目前就业情况。如果失业率高于“均衡失业率”并继续上行，说明劳动力供给过剩且趋于严重，经济增长就很可能低于潜力，反之则很可能高于潜力。

要判断经济增长潜力，应该研究并争取量化一系列长期结构性变化因素的影响。一是劳动年龄人口的下降。模型预计，至 2030 年，我国劳动年龄人口会在 2013 年的基础上下降 10%左右。二是治理环境的成本。这里我们限于讨论治理空气污染的成本。从我们的研究来看，空气污染的大部分来自于燃煤和汽车燃油，而治理空气基本上就是采用清洁能源（或将能源清洁化）的过程。而污染性能源向清洁能源的转变（比如从煤炭转向天然气）意味着能源成本的上升。目前，清洁能源比常规煤炭成本高约 30%。三是消费者偏好从商品（制造业产品）转向服务。理论和实证研究都表明，当收入达到一定水平之后，消费者对商品消费的需求弹性就会下降，对服务消费的需求弹性则会上升。这种需求结构的变化会引导产业结构从制造业向服务业转型。但是，制造业通常比服务业有更高的生产率增速，因此向服务业转型一般伴随着经济增长的减速。四是经济领域的一系列改革将提高民企和混合制企业占经济的比重。

由于民企和混合制企业较国有企业有着更高的全要素生产率，提高前者占比将提高经济增长潜力。

如果搞清楚 GDP 的增长潜力，就可以确定宏观调控的基调到底是要松一些还是紧一些。数据表明，GDP 增长、就业增长、就业率的变化之间的关系不是简单的线性关系，在某些情况下，就业与就业率之间甚至不是正相关的。第一，经济增长提高一个百分点能够带来的就业增长幅度在下降。第二，同样的资金，投在基建、地产和重化工业所产生的 GDP 能够创造的就业远远小于用来支持中小企业和服务业所能创造的就业。第三，如果劳动力供给开始下降（如劳动年龄人口或/和劳动力参与率下降），则保持一定的失业率所需要创造的新的就业就会越来越少。在劳动力供给趋势出现结构性变化的特殊阶段，经济增长的趋势与就业率的趋势可以是背道而驰的。

从中长期来看，调控目标应该从保 GDP 增长逐步过渡到保证稳定的劳动力市场（即均衡失业率）。

潜在增长率将下一个台阶

财政部财政科学研究所所长贾康最近在一个发言时认为，“新常态”其内涵的基本判断是我们面临经济运行状态的一个阶段性改变——原来的状态需要转变到一种新的相对稳定的常态上。“它对应的是一——我们学术界相关方方方面面已经共同讨论了一段时间的一——中国潜在增长率看来很明显要下一个台阶。”

财政部综合司经济预测处处长马拴友最近也表示，到 2020 年中国经济潜在增长率在 6.5%—6.8%。马拴友在参加社科院中国经济增长报告发布会上透露，财政部经济预测处曾就中国潜在经济增长率做过详细报告，并报给国务院。该报告认为，到 2020 年中国经济潜在增长率在 6.5%—6.8%。原因有三：经济学角度是人力、资金、生态环境等成本的上升；从经济增长理论看，是要素供给的下降，如人口红利减少，资金成本上升的同时效率下降；技术进步的后发优势在削弱，技术贡献率短期难有明显提高。

对当前经济，马拴友表示需要关注以下几方面风险：一是房地产市场不确定性；二是就业真实情况，虽然“统计数据看是平稳的，但企业用工需求明显不足，隐性失业明显”不容忽视；三是僵尸企业占用大量信贷等资源，而且国家依然在为其输血，资金利率高，企业和地方政府杠杆率高，地方政府债务风险。

IMF：2015 年中国经济增长目标定在 7%更恰当

国际货币基金组织（IMF）7 月 31 日发表针对中国的年度经济审查报告，关于 2015 年的增长目标，IMF 表明了“6.5%到 7%的目标范围更有利于过渡到更安全、更可持续的增长路径”的观点。据称，IMF 内部还有希望中国进一步下调增长目标的意见。

IMF 指出，中国经济的快速增长严重依赖于投资与信贷扩张，影子银行和地方政府债务膨胀等经济的脆弱性在不断增加。指出“只有在经济增长可能放缓到显著低于当局目标的情况下，才应实施大规模刺激”，敦促中国即使承受一定程度的经济增长放缓，也要推动以抑制低效率投资为首的经济结构改革。

张军：未来 10 年增长率 7-8%区间可期待

复旦大学教授张军认为，与实际的增长速度多受短期需求因素的影响不同，一个经济的未来潜在增长率是由供给方面的因素决定的。因此，今天预判比如未来 10 年中国经济还能增长多快的问题，需要考虑供给方面的那些重要因素可能发生变化的方向与程度。就潜在增长率而言，没有经济学家可以明确回答未在 10-20 年中国的潜在增长率是 8%还是 6%的问题。但是，如果可以对影响潜在增长率的一些更重要因素的变化趋势有所把握，也许可以对未来

潜在增长率的变动范围有所预判。

那些对中国经济未来增长前景比较悲观的经济学家会把 40 年前的日本经济作为一个参照（亚洲四小龙也在不同程度上曾经历增长明显减速的情形）。很多人深信，依照投资率、工业增加值率以及就业比重等指标，中国经济现在很像上世纪 70 年代初的日本，而日本正是在 1971 年终结了高速增长（8-9%）阶段，进入低速（4%以下）增长至今。

本来，预判潜在增长率的基准理论应该是“收敛假说”。依照这一假说，随着一个经济体的人均资本存量或人均收入水平不断接近高收入国家，原有的追赶速度必然在某个时间段上开始下降。所以，一个后起经济体在经历了较高的增长阶段之后，未来的增长率会趋于减速。这是增长率收敛的规律。这个规律意味着，影响潜在增长率变化的首要因素是人均收入的相对差距。按照购买力平价估计，日本 1973 年经济失速时的人均 GDP 大约是美国的 65%；即使是四小龙，在增长减速发生时，人均 GDP 平均也达到了日本的一半或更多。这与收敛假说的预测倒也基本符合。最近，加州伯克利大学的三位经济学家（Barry Eichengreen, Donghyun Park 和 Kwanho Shin）公开了一个包含 40 个经济体的经验研究，他们发现，样本经济体 GDP 减速发生的最大概率出现在人均收入是美国的大约 60%（用 2005 年的国际价格校准）的时候，而且之后 GDP 增长率平均下降不超过 2 个百分点。

按照收敛假说的预测，潜在增长率的下降应该是平稳的而不是急剧的。而日本和四小龙的情形却不是这样。比如，日本经济的增长速度在 1971 年开始急速下滑，降幅高达 50% 以上。同样，虽好于日本，四小龙在上世纪 90 年代出现的经济增速回落也较为剧烈。回头想想，给定四小龙与美国的人均收入的差距，他们在本世纪以来本来还是可以有更快的增长的。

可以猜测，这样的情形发生似有别的原因。表面上看，无论是日本还是四小龙，经济减速的发生都赶上了外部危机的出现。这种巧合让我们不得不怀疑外部的冲击对潜在增长率变化的直接影响。在 1985 年出版的《战后日本经济史》的中文版里，作者小林义雄特别增加一章“补记”讨论了 1971 年的尼克松冲击（日元汇率升值）和 1973 年的石油危机对日本经济“从高速增长转入低速增长”的影响。

如果小林义雄观察到的这个外部冲击对日本经济突然失速的影响是正确的，或许这个影响应该可以由日本经济的全要素生产率在这个时期的变化得到进一步证实。事实上，一些经济学家对日本经济的增长核算工作曾经发现，日本的 GDP 增长率急速下降时，它的全要素生产率（以下简称 TFP）的确是出现了负增长的。这似乎显得有些匪夷所思，因为在日本维持 GDP 高速增长的时期，TFP 保持了较高的增长率并且为 GDP 增长几乎贡献了 40%。不过，很容易理解，TFP 的异常变化跟小林义雄所说的外部负面冲击应该有直接的关系。

一般来说，如果没有外部负面冲击，TFP 的超常增长也会逐渐回落，这可能是因为制度变革的正面冲击效果渐弱、资源错配得以矫正或者复制他人技术的空间变小的结果。但是如果如果没有外部危机造成的负面冲击，TFP 应不会出现异常的急速下降。日本也好，四小龙也好，它们各自未来的潜在增长率本来还可以更高些，向美国人均收入的收敛速度是还可以更快些的，而外部负面的冲击干扰了 TFP 的增长机制。从微观层面上说，突然的汇率冲击和油价上涨会使现存的企业难以调整技术和生产方式来适应新的成本条件，这是 TFP 迅速恶化的原因。

跟短期的外部需求冲击不同，成本冲击的影响当然是更持久的。与凯恩斯主义者应对需求冲击的主张不一样，熊彼特主义者也许会把成本冲击或 TFP 的恶化视为经济发展过程中的结构变化和产业升级的催化剂，它甚至有助于阻止低水平的长期均衡的出现。只是要做到这一点并不容易。在短期，成本冲击意味着一部分经济活动的“毁坏”，企业的关闭或者外迁，但是新的和更有效率的企业也有孕育和扩张的机会。这是熊彼特所说的“创造性毁坏”（creative destruction）的含义。具体到一个国家的情形，由于多种原因，包括利益集团的压力和政治上的原因，创造性毁坏或者更容易的进入与退出往往不那么容易发生。这一点可以

帮助我们理解为什么外部成本冲击往往成为那些成功的新兴工业化经济高速增长阶段终结的转折点。

张军认为，外部冲击也是理解中国 2007 年以来 GDP 减速的关键。2005 年之后人民币对美元小幅而持续的升值是中国经济面临的成本冲击的主要推手。这一冲击之后又被由 2008 年全球金融危机导致的外部需求冲击而加深。2007 年之后，中国经济以减速趋势被动地回应了外部的这些冲击，而且可以猜测过去 5 年 TFP 应该有更显著的减速。

毋庸置疑，中国的经济又处在十字路口了，政府面临严峻的考验，因为成本冲击和当前的经济减速为我们致力于推动结构性改革提供了机会和动力，而如果错失良机，由 TFP 主导的潜在增长率将难以根本回升。新一轮结构性改革的目的就是为实现经济结构的转型和升级创造条件，这是因为总体生产率的提升是抵御外部成本冲击的最根本的解决方案。而结构性改革的核心是创造公平竞争的市场环境和规则，真正减少政府对经济的干预和过多的行政管理，打破行政的垄断和对低效率企业的保护，使得企业的进入和退出更容易发生。在此基础上，经济结构的转型和升级才有望转入轨道。

考虑到中国的人均收入还只有美国的 10-20%（取决于估算方法），而且中国内部各地区之间的收入差距还有待收敛，中国经济的增长潜力无疑还有待释放。那么，中国未来 10 年能否延续过去 20 年的增长趋势呢？

这当然要考虑到要素投入本身的增长趋势，但更重要的是要预判 TFP 的增长前景。以要素投入的增长来说，未来 10-20 年，资本的增长是会缓慢减速的，这也符合收敛假说。另一方面，随着人口中劳动年龄人口的持续减少，劳动力的增长出现持续下降趋势是不争的事实。这符合中国的人口统计学的特征。劳动力未来 10-20 年的增长会接近于 0 和为负。因此，中国经济未来的潜在增长率主要取决于 TFP 的增长趋势。

很多年以前，哈佛大学的帕金斯教授和匹兹堡大学的罗斯基教授用增长核算的方法曾经匡算出一个简单的结论。在进行增长核算时，他们假定了不同的情形。如果未来 20 年（他们指的是 2005-2025 年）中国要保持 9% 的 GDP 增长率，并且如果投资率保持在 25-35% 之间，那么，TFP 的年平均增长率就要求维持在 4.8-4.3% 之间。而如果仅保持 6% 的 GDP 的增长率，并且投资率也保持在 25-35% 之间，那么只要实现 TFP 平均每年 2.7-2.2% 的增长就可以达到。

考虑到 TFP 在过去 30 年的平均增长率为 4%，因此未来 10-20 年继续保持这一纪录的可能性也许并不大，但实现 TFP 年均 2-3% 的增长应该较为乐观。这一方面是因为中国仍面临在劳动生产率方面与发达国家间未收敛的可观空间，技术进步的前景容得乐观；另外一方面，考虑到中国在人均资本存量方面存在的地区差距和劳动力在第一产业过高的就业比重（约 35%），未来 10 年资本和劳动力的再分配将有持续改善配置效率的巨大可能。以此而论，在当前经济因为外部冲击而出现减速的关键时刻，启动新一轮结构性改革并顺势推进人口的城市化，将是未来 10 年 TFP 得以维持年均 3% 的增长趋势的重要机会。而如果那样的话，未来 10 年 GDP 的潜在增长率落在大约 7-8% 范围内就可以期待了。

汪涛：未来 10 年增长率将降到 5-6%

瑞银中国首席经济学家汪涛日前为英国《金融时报》撰稿指出，就分析经济的长期潜在增长率（即生产能力）而言，应该考察生产的要素，而不是最终需求（即通常说的“三驾马车”）。生产的投入要素包括劳动力、资本、土地和资源，以及全要素生产率（TFP，指把各生产要素组织起来生产出最终产品的效率）。过去三十年中，资本积累（通过投资）对中国 GDP 增长的拉动超过一半，而改革开放和技术更新也带动了全要素生产率的提高，拉动整体 GDP 增长 3 个百分点。

使用同样的分析框架，不难看出未来中国经济潜在增长速度将逐渐放缓。从劳动力来说，中国适龄劳动人口已经开始下降；从资本积累来看，过去数十年的投资高增速已经难以维持，

即使投资占 GDP 的比重保持在目前的高位上，其速度也会比之前明显减速；从资源环境来看，能源、土地价格高涨，大气、水源、土壤污染严重，一些资源出现枯竭，都已经开始制约未来经济的增速；从生产率上来看，过去三十年间，从农村改革开始，到由计划经济过度为市场经济，开放贸易和投资，再到改革国有企业和银行，以及城市住房体制改革等释放了巨大的改革红利，引进外资和先进技术、开放市场等也帮助提高了中国的全要素生产力。未来的改革将会更艰难，继续进行有效率的投资将变得更加困难，生产率提高的速度也因此会减缓。

当然，这并不意味着中国经济长期增长空间已尽。事实上，中国经济增长还有广阔的空间。首先，虽然劳动年龄人口已经开始下降，但是中国还未进入充分就业阶段，还有大量的剩余劳动力和隐性失业人口。百分之二十以上的就业都在农业，而绝大多数经合组织国家的比例为 3-5%，这表明即便考虑到人口老龄化的因素，中国的劳动力转移仍有巨大的空间。其次，每年毕业的六七百万大学生还存在就业难的现象。其次，中国资本深化的空间仍旧巨大。尽管过去投资高速增长，但目前人均资本存量仍然非常低，不到发达国家的零头，而且国内的储蓄仍然比较高，能够为资本深化提供资金。当前新一轮的改革已经开始，相对于发达国家来说，引进先进技术设备、提高生产率还有相当的空间。在资源环境的制约下，经济增长可以更偏重与发展服务业。

基于对人口结构、劳动力转移、储蓄及全要素生产率增长的全方位分析，笔者预计未来十年中国经济长期增长率将逐渐放缓，从目前的 7-8% 左右降至 5-6%，平均年增长率在 6-7% 之间。具体而言，预计实际固定资产投资从目前 7-8% 左右的速度降到 5% 左右，随着更多的劳动力从农业转入工业和服务业，城镇化进一步发展，非农业就业将在整个未来十年期间保持正增长。随着要素价格、户籍、财税、国企和金融改革的推进，全要素生产率得以继续增长，不过速度较之前放慢。

值得指出的是，有些国际经验对中国这样一个庞大的经济体来说参照性不强。当年日本、亚洲四小龙达到中国目前的人均 GDP 之后，仍然能保持一、二十年的高速发展。然而，中国的人口相当于日本的十倍，比起四小龙更不可同日而语——这意味着中国面临的资源、能源、土地和生态环境的制约要大得多，在经济学模型中往往可以忽略不计的资源和土地要素在中国不可能被忽视。同等重要的是，东亚经济体崛起的年代是全球经济高速发展的年代，它们的体量相对于全球经济的体量较小，面对广阔而且高速发展的世界市场，可以在出口的拉动下高速成长。对比之下，中国在过去二十年也成功的利用了国际市场的发展，但是目前已经成为了世界上最大的出口国，比起当年东亚经济，扩展出口的空间更小，面临贸易保护主义的压力更大，更何况全球经济面临深层次的结构问题，长期增长潜力也已经下降。

即使如此，也无需过虑中国经济长期潜在增速的下行。潜在增速的下行是中国经济、人口结构发展到一定阶段后必然的结果。一方面劳动力增速下降会拉低潜在增速，另一方面新增劳动力的减少也意味着中国政府“保八”稳增长保就业的压力大大减轻。在经济增速回落、经济转型的时期，企业也得以从过去扩张规模转向提高效率和回报率，资源环境的压力可能得以缓解。纵然中国经济的长期增速会回落，但是仍将是世界经济中增长最快的大经济体，对全球经济增长的贡献仍将远超美国和欧洲。这也意味着，中国国内市场的扩张仍将为世界各类产品和服务提供广阔的发展空间。

闫坤、刘陈杰：2016-20 间增速保持在 7% 附近

最近，闫坤和刘陈杰发表了他们对今后一段时间经济增长的测算结果，认为我国 GDP 潜在增长率呈下降趋势，建设新型城镇化过程中工业化、信息化、城镇化、农业现代化等各项需求，将使得 2016—2020 年期间的我国 GDP 增速保持在 7% 附近。

闫坤和刘陈杰指出，一般而言，经济体的潜在增速受到供给方面的因素影响。从增长核算方程来看，供给因素包括：劳动力、资本存量和全要素生产率。

在劳动参与率和自然失业率不变的前提下，劳动人口数量减少将直接降低中国未来的潜在增长率。作者根据 15—59 岁劳动人口的下降趋势，对投资增长率和全要素生产率做出合理假设之后，估计我国 GDP 未来的潜在增长率。关于增长方程资本存量、劳动力和全要素生产率的主要判断如下：

第一，投资平均增长率将趋于降低。因为经济再平衡的需要，资本回报率也趋于下降。

第二，15—59 岁劳动年龄人口持续减少。根据人口方程的测算，2016—2020 年劳动年龄人口平均增长率为-0.28%。

第三，全要素生产率（TFP）缓慢下降。2016—2020 年平均每年 TFP 增长率约为 2.9%，而 2011—2015 年中国平均每年的 TFP 增长率约为 3.2%。

根据上述对中国增长方程各部分的要素变化判断，作者估算，在“十二五”时期（2011—2015），中国平均潜在 GDP 的增长率约为 7.6%；“十三五”时期（2016—2020），中国平均潜在 GDP 的增长率进一步下降到 6.7%，其中，2020 年我国 GDP 潜在增速将降至 6.2%左右。

从全面建成小康社会目标对 GDP 的要求看，因为 2011—2013 年的 GDP 实际增速分别为 9.3%、7.8%和 7.7%，我们假设 2014—2015 年的 GDP 增速分别为 7.5%和 7.2%。那么，为了实现在 2020 年实际 GDP 翻一番的目标，2016—2020 年期间的 GDP 平均增速为 6.5%即可。GDP 增速的新常态从目前的 7.5%左右降至 2020 年的 6.0%左右即可。

从全面建成小康社会目标对城乡居民人均收入的要求看，因为 2011—2013 年的城乡居民人均收入实际增速分别为 9.9%、10.2%和 8.1%，我们假设 2014—2015 年城乡居民人均收入实际增速分别为 7.5%和 7.2%。为了实现在 2020 年城乡居民人均实际收入翻一番的目标，2016—2020 年期间的城乡居民人均实际收入平均增速为 6.0%即可。

从需求层面看，作者从新型城镇化的角度，对新型工业化、信息化、城镇化、农业现代化做综合考虑，对“十三五”期间新型城镇化建设过程中的 GDP 增速目标做定量测算。

通过运用面板数据的单位根检验和面板数据协整检验，作者发现，我国城镇化进程与经济发展水平之间存在长期稳定的均衡关系。建立面板数据固定效应变系数模型，从弹性角度分析，我国城镇化率每提高一个百分点，可以维持 7.1%的 GDP 增长。

因此，建设新型城镇化过程中工业化、信息化、城镇化、农业现代化等各项需求，将使得 2016—2020 年期间的我国 GDP 增速保持在 7%左右。考虑到随着时间推移，新型城镇化对经济增速带动作用的减弱，预计我国 GDP 增速的新常态将可能从目前的 7.5%左右逐步降至 2020 年的 6.5%左右。

闫坤和刘陈杰还分析了制约经济增长的风险，他们认为，我国目前正在经历经济增速换挡期、经济结构调整期、前期刺激政策消化期的三期叠加阶段。经济增长面临各项约束条件，如去杠杆化、产能过剩、房地产泡沫、地方政府债务、金融市场风险等。作者认为，制约经济增长的风险主要集中在三大领域：房地产、地方融资平台和部分产能过剩的周期性行业。

房地产和土地是金融系统重要的抵押品标的，并且很多地产公司通过信托产品或基金子公司的专项集合理财方式募集资金，其资产价格的剧烈波动将引发巨大的金融风险。同时，“土地财政”的模式使得地方实际可用财力的相当一部分受到土地价格的影响。因此，房地产领域是金融财政风险聚集的重点领域。

地方融资平台的预算软约束和政府隐性担保，使其对融资成本不敏感，发债规模迅速膨胀，特别是县乡等基层政府的债务问题更加值得关注。随着经济增速逐渐回落，而财政支出存在刚性，地方财政收支矛盾将日益增强，一些地方融资平台可能面临资金链断裂，局部爆发债务风险的可能性在增加。

部分产能过剩的周期性行业多为国有企业，承担着解决就业的政策压力，由于经济结构的调整，目前经营较为困难。一方面，国家财政与国有企业有着千丝万缕的联系，如果企业

经营面临较大问题，财政可能需要进行救助，增加财政风险。另一方面，这些产能过剩行业的企业，大量通过信托、理财等影子银行系统融资，造成较大的金融风险。

总体而言，追赶型经济体从高速增长期过渡到中高速增长期，都将面临高企的融资成本与逐渐下降的资本回报率之间的矛盾。作者测算的 2013 年底中国名义资本回报率为 9%，目前的综合融资成本在 7% 左右，二者已经日益接近。按照利率市场化的国际经验，预期我国无风险收益率在未来几年可能还将上升 1—2 个百分点，而名义资本回报率与经济潜在产出在未来几年却可能呈现逐渐下降的趋势。因此，如果没有显著的技术进步发生，作者将在 3—4 年后看到中国资本成本超越资本回报率，实际经济运行困难加剧，特别是部分低资本回报率和产能过剩行业所带来的财政金融风险，将显著上升。

参考日韩等经济结构转型成功的经济体，其经济增速从高速增长阶段过渡到中高速增长阶段，GDP 增速都下降了 50% 左右。其中，高污染、高耗能、低效率的部门逐渐萎缩，新兴消费、高科技、节能环保的行业取得长足的发展，并成为经济的主导产业。考虑我国目前房地产、地方融资平台和部分产能过剩行业的压力约束，并为新兴产业提供更为广阔的发展空间，作者认为，这一阶段的经济增速可能为过去高速增长期的 50%—60% 较为合适，即为 5%—6% 较为妥当。

(完)

地 址：北京阜外月坛北小街 2 号
中国社会科学院经济研究所
邮 编：100836
电 话：(010) 68034160

E-mail: tsg-jjs@cass.org.cn
kingwyf@cass.org.cn
传 真：(010) 68032473