



中共杭州市委党校学报
Journal of the Party School of CPC Hangzhou
ISSN ,CN 33-1243/D

《中共杭州市委党校学报》网络首发论文

题目：把“投资于物”同“投资于人”紧密结合起来：经验事实与实践路径——学习贯彻党的二十届四中全会精神

作者：张鹏

DOI：10.16072/j.cnki.1243d.20251029.001

收稿日期：2025-10-25

网络首发日期：2025-10-29

引用格式：张鹏. 把“投资于物”同“投资于人”紧密结合起来：经验事实与实践路径——学习贯彻党的二十届四中全会精神[J/OL]. 中共杭州市委党校学报. <https://doi.org/10.16072/j.cnki.1243d.20251029.001>



网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

把“投资于物”同“投资于人”紧密结合起来：经验事实与实践路径

——学习贯彻党的二十届四中全会精神

□ 张 鹏

摘 要：随着中国经济向高质量发展阶段转型，“投资于物”的投资模式逐渐式微，资本回报相对较高的优势空间正在收窄，投资于物正面临着急剧上升的成本挑战、产能过剩的价格挑战和结构转型的重构挑战。但经济转型带来的人民美好生活需求满足、高端供给增长和前沿技术提供，其依靠的动力和主体都在于“人”，“投资于人”有利于将中国丰富的人力资本资源优势不断释放，并构筑起未来经济增长新的动力源。本文最后指出未来物质资本投资要围绕加快培育新质生产力使“投资于物”的效率不断提高，“人”的投资要围绕提高人的全面发展目标，把“投资于物”和“投资于人”相结合，以“人”和“物”的互动构建起高质量发展的强驱动力。

关键词：“十五五” “投资于物” “投资于人” 资本回报率 人力资本

中图分类号：F061.2 **文献标识码：**A

2023年，习近平总书记在二十届中央财经委员会第一次会议上强调，要把“投资于物”同“投资于人”紧密结合起来。^①2025年《政府工作报告》在强化宏观政策民生导向中提出推动更多资金资源“投资于人”。^②党的二十届四中全会更是明确提出，要坚持惠民生和促消费、投资于物和投资于人紧密结合。^③这些论述与工作安排既是宏观政策的重大创新，也体现了党和国家“坚持以人民为中心”和“发展为了人民”的民本思想；既是经济发展依托从以“物”为主转向“以人为本，人物结合”的重要体现，也反映了未来社会政策转向以“人”的全面发展为要务；既是推动中国经济高质量发展的重要抓手，也是实现中国式现代化的必然要求。

作为“投资于物”效益的重要表征，资本回报率高低直接决定了单位投资所产生的价值、有效投资所产生的收益。按照新古典增长模型的预测，资本稀缺的发展中国家相较资本丰厚的发达国家将会有较高的资本回报率，这将吸引资本从“富国”流向“穷国”。中国改革开放以来若干事实也验证了新古典增长模型的预测，已有研究指出1978—1993年间中国总资

收稿日期：2025-10-25

作者：张鹏（1984—），中国社会科学院经济研究所副研究员，中国社会科学院大学经济学院副教授、博士，主要研究方向：经济增长与资本市场。邮编：100836

*基金项目：国家社会科学基金后期资助重点项目“人口结构转变对中国宏观经济的综合影响与应对策略研究”（24FJLA005）的阶段性研究成果。

^① 习近平.论坚持全面深化改革：第2卷 [M].北京:中央文献出版社,2025:341.

^② 政府工作报告[N].人民日报,2025-03-13(001).

^③ 中共二十届四中全会在京举行[N].人民日报, 2025-10-24(001).

本回报率平均为 25%，虽然在 1993—1998 年期间有所下降，但从 1998 年以来一直维持在 20%左右。^①北京大学中国经济研究中心从微观企业数据出发也得出类似结论，1978—2006 年中国资本回报率总体经历了 U 型趋势，即以 1998 年前后为分界，经历了先下降而后不断上升的趋势，因此中国 2003 年后高投资和经济高景气具有资本回报率不断上升的支撑。^②孙文凯等分析比较了中美日三国资本回报率变化情况，中国相较于日本和美国较高的资本回报率是中国投资率始终居高不下的主要原因，也使中国成为 FDI 主要流入国。^③张勋、徐建国认为中国总体宏观资本回报率在 2009 年达到高峰后开始下降，但微观工业企业资本回报率还在上升，2012 年达到 27.8%。^④

随着中国大规模工业化进程结束，中国经济逐步从高速增长转向高质量发展阶段，传统上支撑高强度物资资本投资的模式也面临着资本回报率下降的约束，白重恩和张琼研究指出 2008 年金融危机后中国资本回报率不断下降，其主要原因就在于高强度的投资和政府规模的不断扩大。^⑤柏培文、许捷进一步从省级层面分析了中国省份资本回报率变化趋势，研究发现 2008 年国际金融危机后除江西、安徽和四川外其他省份资本回报率都出现明显下降，其中原因主要在于资本错配带来的资源配置不合理和效率下降。^⑥刘仁和等在加入资本调整成本的模型测算的资本回报率比已有方法得到的资本回报率显著下降，考虑调整成本的资本回报率从 2008 年的 9.82% 逐年下降到 2014 年的 3.02%。^⑦从全球来看，中国的资本回报率可能没有明显高于其他经济体。李宏瑾、唐黎阳指出国际金融危机以来中国税前资本回报率虽然总体上高于美德法日等发达国家，但近年来的优势在逐步缩小。^⑧陈英楠等融合宏观数据和两种方法测算的资本回报率趋势与现有研究保持一致，宏观资本回报率在国际金融危机后不断下降，微观资本回报率下降趋势延迟至 2011 年后也缓慢下降。^⑨李宏瑾、唐黎阳使用上市公司微观数据测算得出 2012 年以来我国资本回报率明显下降，近年来减税降费政策在稳定企业资本回报率方面作用显现使得 2021 年有所回升，但 2022 年又重新回到下降轨道。^⑩

显然，中国经济长期以来依靠“投资于物”的高投资、高杠杆的增长模式正在显现出越来越多的局限性。这种以重工业为特征的发展方式适应于经济高速增长时期，使中国在短时间内快速实现工业化，满足了人民群众日益增长大众化、多样化需求。但随着经济发展阶段

^① Bai C E., Hsieh C T., Qian Y., The Return to Capital in China[J]. Brookings Papers on Economic Activity, 2006(02): 61—88.

^② 北京大学中国经济研究中心“中国经济观察”研究组. 我国资本回报率估测(1978—2006)——新一轮投资增长和经济景气微观基础 [J]. 经济学(季刊), 2007 (03): 723—758.

^③ 孙文凯,肖耿,杨秀科.资本回报率对投资率的影响:中美日对比研究[J].世界经济,2010(06):3—24.

^④ 张勋,徐建国. 中国资本回报率的再测算 [J]. 世界经济, 2014 (08): 3—23.

^⑤ 白重恩,张琼. 中国的资本回报率及其影响因素分析 [J]. 世界经济, 2014 (10): 3—30.

^⑥ 柏培文,许捷. 中国省际资本回报率与投资过度 [J]. 经济研究, 2017 (10): 37—52.

^⑦ 刘仁和,陈英楠,吉晓萌,等.中国的资本回报率:基于 q 理论的估算[J].经济研究,2018(06):67—81.

^⑧ 李宏瑾,唐黎阳.全球金融危机以来的资本回报率:中国与主要发达国家比较[J].经济评论,2021(04):114—130.

^⑨ 陈英楠,张智威,刘仁和,等.中国宏观资本回报率的融合研究[J].经济研究,2023(04):41—57.

^⑩ 李宏瑾,唐黎阳.中国资本回报率变化趋势及主要行业比较研究[J].南方金融,2024(07):3—15.

变化和人民日益增长的美好生活需要，传统的高投资、高杠杆增长模式不但无法满足人民群众的差异化、个性化需求还会导致投资边际效益递减、资本配置效率低下、产能过剩等问题，无法支撑中国经济内涵式增长和全要素生产率不断提高。那么，从经验看，中国“投资于物”究竟遭遇哪些困境？同时，“投资于人”具有什么价值？本文使用宏微观数据对此进行详细研究，分析投资模式从以“物”为主转向“以人为本，人物结合”新范式的必然性和必要性，并提出把“投资于物”同“投资于人”紧密结合起来的政策建议。概而言之，这一转型的本质虽然从表面上是资源配置的重点从“钢筋水泥”转向“人”的全面发展，但其实质是中国经济突破当前增长瓶颈、构建未来竞争力的必然选择。

一、“投资于物”所面临的困境

改革开放以来相当长时期中国经济主要依靠投资拉动。投资拉动的合理性主要体现在改革初期物质资本稀缺所带来的投资优势、需求缺口弥合所带来的市场优势和技术前沿追赶所带来的后发优势，这三大优势不仅支撑了高强度、高增长的固定资产投资，也保障了投资的回报率，即资本回报率不断提高。但随着大规模工业化和城市化进程的基本完成，资本相对充裕、需求相对饱和和接近技术前沿使得高强度、高增长的投资模式逐渐式微，资本回报相对较高优势空间正在收窄，投资于物正面临着急剧上升的成本挑战、产能过剩的价格挑战和结构转型的重构挑战。

（一）投资于物的回报优势正在收窄

参考已有研究的测算框架^①，定义一国的资本回报率为 $ROC = \Pi/K$ ，其中 Π 和 K 分别为现价下资本回报和资本存量。关于资本回报，与柏培文、许捷一致^②，中国资本回报使用收入法核算 GDP 中的营业盈余和生产税净额来衡量，世界其他国家的营业盈余和生产税净额按照已有研究的做法取自联合国国民账户统计数据库(United Nations National Accounts Statistics)。关于资本存量，现有文献都一般采用永续盘存法进行测算，但考虑到折旧率、固定资本形成等数据来源不统一和主观假设较多等问题，使得计算各国资本存量存在较大误差，本文资本存量数据来源于国际货币基金组织 IMF 发布的投资和资本存量数据库(IMF Investment and Capital Stock Dataset, 1960—2019)，这有效解决了资本存量测算由于数据来源、主观假设和统计口径变化带来的不一致问题。表 1 为 2000—2019 年世界主要发展中国家和发达国家资本回报率变化趋势。从表 1 可以发现如下典型化事实：

表 1 世界主要国家资本回报率

年份	发展中国家	发达国家	平均资本回报率
			率

^① Chou N T., Izyumov A., Vahaly J., Rates of return on capital across the world: are they converging?[J]. Cambridge Journal of Economics, 2015(04): 1149—1166.

^② 柏培文,许捷. 中国省际资本回报率与投资过度 [J]. 经济研究, 2017 (10): 37—52.

	巴西	印度	中国	韩国	法国	德国	日本	英国	美国	发展中国家	发达国家
2000	17.6%	26.7%	12.6%	22.4%	14.8%	15.6%	10.5%	18.9%	18.0%	19.8%	15.5%
2001	16.9%	27.0%	12.4%	22.0%	14.7%	15.8%	10.5%	18.4%	17.7%	19.6%	15.4%
2002	16.5%	26.4%	12.4%	22.6%	14.5%	16.0%	10.8%	18.8%	17.7%	19.5%	15.6%
2003	16.6%	26.5%	12.9%	21.4%	14.4%	16.2%	11.1%	19.6%	17.9%	19.3%	15.8%
2004	17.4%	27.0%	16.5%	20.8%	14.5%	16.6%	11.4%	19.4%	18.1%	21.7%	16.0%
2005	17.5%	27.6%	20.0%	19.8%	14.4%	17.0%	11.4%	19.9%	18.3%	21.2%	16.2%
2006	18.1%	28.6%	21.0%	19.4%	14.5%	17.7%	11.2%	19.7%	18.5%	21.8%	16.3%
2007	19.0%	28.8%	22.6%	19.6%	14.7%	18.2%	11.2%	19.4%	17.5%	22.5%	16.2%
2008	19.3%	27.1%	22.0%	18.1%	14.2%	18.0%	10.6%	19.0%	16.6%	21.5%	15.7%
2009	18.1%	27.2%	21.4%	17.6%	13.0%	16.4%	9.9%	17.3%	16.3%	21.1%	14.6%
2010	19.8%	28.7%	22.2%	18.7%	13.3%	15.0%	10.7%	18.2%	17.7%	22.3%	15.0%
2011	20.2%	26.8%	24.1%	18.2%	13.3%	15.3%	10.5%	18.7%	18.1%	22.3%	15.2%
2012	19.2%	26.2%	22.1%	17.6%	13.0%	14.8%	10.7%	19.1%	18.9%	21.3%	15.3%
2013	19.1%	26.2%	20.4%	17.6%	13.0%	14.7%	11.0%	19.3%	18.9%	20.8%	15.4%
2014	18.5%	25.8%	18.8%	17.5%	13.1%	15.1%	10.9%	20.1%	19.2%	20.1%	15.7%
2015	16.8%	27.0%	16.8%	17.6%	13.7%	15.2%	11.3%	20.0%	19.0%	19.6%	15.8%
2016	16.5%	27.8%	16.3%	17.7%	13.7%	15.5%	11.3%	20.2%	18.7%	19.6%	15.9%
2017	17.1%	28.0%	16.9%	17.8%	13.7%	15.6%	11.4%	20.2%	18.8%	19.9%	15.9%
2018	17.3%	27.6%			13.8%	15.2%	11.1%	20.0%	19.1%	22.5%	15.9%
2019	17.4%	26.7%			14.2%	14.8%	10.8%	19.7%	18.9%	22.1%	15.7%
平均	18.0%	27.2%	18.3%	19.2%	13.9%	15.9%	10.9%	19.3%	18.2%	20.7%	15.6%

注：联合国国民账户统计数据库(United Nations National Accounts Statistics)中中国和韩国2018年和2019年收入法核算GDP情况下劳动报酬相关数据缺失。

第一，平均而言，发展中国家资本回报率高于发达国家资本回报率，反映了发展阶段差异所带来的投资机会、投资空间及由此而来的投资回报差异。2000—2019年发展中国家资本回报率平均为20.7%，而同期发达国家资本回报率平均为15.6%。发展中国家资本回报率之所以普遍高于发达国家，核心原因在于其资本相对稀缺导致新增资本的边际产出MPK较高，同时能利用技术后发优势低成本引进先进技术，结合人口结构优势带来的劳动力廉价优势不断提升利润空间。另外，样本中发展中国家很多都处于工业化和城市化赶超时期，特别是世界上两个最大的发展中国家中国和印度，巨大的市场潜力和增长机会使得投资机遇非常充分，进一步带来更多的国际资本流入，内外资本的竞逐和各种投资机会的释放也提高了资本回报率。

第二，发达国家中欧洲大陆、日本和美英之间资本回报率变化趋势存在显著不同，反映了技术前沿国家由于监管、风险偏好等制度和差异所导致的原始性创新成果多寡。虽然都为发达国家，但美英（尤其是美国）在市场环境、监管、包容性等方面与欧洲大陆和日本存在较大差别，美英由于其更灵活的市场机制、充沛的风险资本、强吸引力的人才生态及包

容的创业文化使得美国与英国提供全球超 50% 的风险投资，规模为欧洲 5 倍，延揽吸纳全球顶尖人才，社会对创新创业失败较高的容忍度与优质高校科研成果的互相转化形成了创新闭环。反观欧洲大陆较为严苛的监管法规导致风险资本投入不足，而日本则由于相对保守的文化传统所致的创新创业氛围缺失，使得全社会创新活力不足、无法形成创业创新的生态闭环，导致欧洲大陆和日本的资本回报率也始终低于英国和美国。

第三，从中国情况看，2000—2019 年中国资本回报率总体经历倒 U 型变化，背后反映的是中国产业结构蜕变、市场环境蝶变和技术革新迭变共同导致资本回报率发生显著变化。一方面 21 世纪前十年中国资本回报率趋势上总体不断提高，主要原因在于中国加入 WTO 后全球化带来的外部市场机遇和快速工业化、城市化带来的内部市场机遇共同导致中国经济高速增长，资本回报率总体呈现一路走高态势；另一方面自 2008 年金融危机后中国资本回报率不断下降，2017 年中国资本回报率已经与主要发达国家相差不大，其中原因一是由于金融危机后高强度投资带来的资本积累加速，虽然一定程度上抵消了危机带来的投资规模下降和投资回报收窄的冲击，但也使得产能过剩、负债率高等问题不断凸显，使得 2012 年很多产业普遍面临杠杆高、库存高、产能剩和成本高以及由此而来的资本回报率下降问题。二是由于中国经济从过去依靠高投资和扩杠杆的工业化规模扩张高速增长模式转向依靠创新驱动的高质量发展“新常态”，人口结构转变导致劳动力要素价格不断攀升，传统产业竞争加剧不断挤压产品价格溢价空间，使得社会整体资本回报率经历了逐步下降趋势。

（二）投资于物所面临的三大挑战

宏观层面测算能够了解资本回报率变化趋势，但无法获悉驱动资本回报率变化因素。计算资本回报率的另一种方法后者则是从企业微观主体出发，使用企业财务数据推算具体的股本回报率 (Return to Equity) 或者资产回报率 (Return to Assets)。^①^②本文以上市公司股本回报率作为资本回报率的表征变量，通过财务指标分解可以详细考察影响中国上市公司资本回报率变化的主要因素。概括而言，投资于物正面临着急剧上升的成本挑战、产能过剩的价格挑战和结构转型的重构挑战，三大挑战共同施力挤压了投资于物的回报空间。

参考张鹏等做法^③，资本回报率杜邦分解公式为： $ROE = [(EBIT/营业收入) \cdot (营业收入/总资产) - (利息支出/总资产)] \cdot (总资产/所有者权益) \cdot (1 - 税率)$ 。其中，EBIT/营业收入为营运利润率，EBIT 即息税前利润使用净利润、财务费用与所得税之和衡量。营业收入/总资产为资产周转率。利息支出/总资产为融资成本，实际测算中使用财务费用/有息负债来计算融资成本，在逻辑和解释上更加明了清晰。总资产/所有者权益为权益乘数，反

^① Chari A., Rhee J S., The Return to Capital in Capital—Scarce Countries. No. w27675. National Bureau of Economic Research, 2020.

^② 北京大学中国经济研究中心“中国经济观察”研究组. 我国资本回报率估测(1978—2006)——新一轮投资增长和经济景气微观基础 [J]. 经济学(季刊), 2007 (03): 723—758.

^③ 张鹏,张平,黄胤英.中国上市公司蓝皮书(2017)[M].北京: 社会科学文献出版社,2017:11.

映企业资产负债率变化。^①税率为所得税费用/利润总额，代表企业实际税负。从该分解公式可以详细了解上市公司资本回报率变化情况及营运利润率、资产周转率、利息费用比、权益乘数和实际税率等五大驱动因素对资本回报率的贡献。本文使用 2001—2024 年上市公司财务数据来对上述公式进行分解。按照文献的通常做法，本文将金融和房地产行业以及 ST 类股票删除，将样本限制为可持续经营的实体类上市公司。从表 2 分解结果看：总体来看，上市公司资本回报率经历先上升后下降的倒 U 型趋势。ROE 自 2001 年加入 WTO 后不断提高，在 2007 年达到峰值 15.6%之后，虽然 2008 年金融危机后资本回报率有所回调，但总体还是呈下降趋势，2024 年降到了 7.3%。因此，微观上企业资本回报率趋势变化与宏观上资本回报率变化保持基本一致，都经历了先上升而后下降的倒 U 型趋势。仔细分析表 2 影响资本回报率的其他因素，还可以发现如下三大规律：

表 2 上市公司资本回报率及其影响因素

年份	资本回报率 (ROE)	经营利润率	资产周转率	融资成本	权益乘数	实际税负	平均薪酬	毛利率
2001	0.079	0.116	0.584	0.0280	1.863	0.269	7785	0.2955
2002	0.078	0.110	0.621	0.0338	1.926	0.287	10545	0.2994
2003	0.104	0.117	0.702	0.0305	1.977	0.262	11690	0.2942
2004	0.132	0.123	0.780	0.0309	2.076	0.262	12180	0.2895
2005	0.132	0.110	0.850	0.0303	2.166	0.273	13020	0.2648
2006	0.140	0.105	0.902	0.0401	2.200	0.245	17504	0.2531
2007	0.156	0.116	0.894	0.0410	2.164	0.229	15630	0.2530
2008	0.102	0.076	0.882	0.0443	2.271	0.189	13259	0.2316
2009	0.108	0.087	0.761	0.0323	2.341	0.199	13764	0.2511
2010	0.130	0.091	0.853	0.0308	2.323	0.191	15060	0.2331
2011	0.120	0.082	0.884	0.0318	2.375	0.203	14013	0.2202
2012	0.095	0.072	0.843	0.0377	2.411	0.215	13733	0.2129
2013	0.097	0.074	0.823	0.0355	2.442	0.209	14714	0.2071
2014	0.089	0.075	0.769	0.0403	2.424	0.209	15473	0.2100
2015	0.080	0.062	0.657	0.0404	2.356	0.202	16303	0.2176
2016	0.084	0.069	0.629	0.0337	2.424	0.194	18470	0.2179
2017	0.097	0.074	0.683	0.0369	2.369	0.182	20317	0.1994
2018	0.088	0.085	0.701	0.0360	2.248	0.216	22239	0.1999
2019	0.081	0.081	0.694	0.0347	2.254	0.215	24727	0.1944
2020	0.078	0.081	0.648	0.0327	2.230	0.201	27245	0.1885
2021	0.096	0.087	0.712	0.0277	2.233	0.193	29244	0.1832
2022	0.091	0.083	0.710	0.0213	2.232	0.190	31677	0.1782
2023	0.082	0.080	0.674	0.0202	2.239	0.188	32353	0.1782
2024	0.073	0.075	0.638	0.0203	2.263	0.204	33131	0.1774

数据来源：Wind 金融资讯终端。

第一，急剧上升的成本挑战抑制了企业资本回报率。除创新外，企业生产主要依赖物质资本和劳动力两大要素投入，我们分别使用上市公司利息支出与带息负债之比来衡量融资成本、使用人均薪酬来衡量劳动力成本。改革开放以来，中国依靠较低的融资成本为大规模开

^① 权益乘数为总资产与所有者权益之比，它与资产负债率的关系为：权益乘数=1/(1-资产负债率)，显然资产负债率与权益乘数变化方向相同，换言之，两者都能用来表示上市公司负债情况变化。

展工业化提供了廉价的资金、依靠转移剩余劳动力较低的薪酬为工业化提供了廉价劳动力，带来的结果一方面便是投资强度不断提高、杠杆率不断提高，另一方面也从投入端压低成本，带来了资本回报率的不断提升。但随着大规模工业化的完成，中国经济依靠高投资、拉杠杆的重工业化模式逐渐失去光环，从表 2 可以看出，国际金融危机结束后 2010—2013 年虽然权益乘数不断提高、杠杆率不断攀升，但并没有拉动资本回报率回到国际金融危机前水平反而是持续走低。近年来随着人口老龄化加速和刘易斯拐点的到来，中国劳动力成本持续提高，2015—2024 年十年间劳动力成本提高一倍多。同时，虽然国家不断推出降费减税多项政策利好，融资成本不断下降、实际税负也稳中有降，但企业主体投资信心仍然没有显著提高，反映在表 2 中就是权益乘数变化，2015 年后保持稳中有降中隐藏的潜在问题就是企业主体在融资成本走低的同时缺发投资意愿、投资信心不足。

第二，产能过剩的价格挑战压制了企业资本回报率。企业提高资本回报率的方式除了降低投入成本外还可以通过提高收入的方式扩大企业利润。表 2 中上市公司经营利润率运行轨迹与资本回报率高度一致，说明上市公司在面对成本上升时无法通过收入提高来扩大企业利润。从企业运营角度看，上市公司一方面可以通过提高产品和服务价格来获得收入的不断提高，但从表 2 可以看出毛利率^①持续下降，2024 年中国上市公司毛利率仅仅为 17.7%，毛利率不断下降反映出单位产品成本溢价率、加成率不断下降，这意味单位产品价格无法提高；另一方面上市公司还可以通过提供运营效率来提高产品和服务周转率，通过高周转和低成本模式仍然可以提高营业收入，但从表 2 资产周转率看也处于下降通道。概而言之，产能过剩导致的资产周转率下降加上“内卷式”竞争带来的价格战，不断压低上市公司经营利润率，导致资本回报率裹足不前。

^① 毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入=（单位价格×产品数量-单位成本×产品数量）/单位价格×产品数量=（单位价格-单位成本）/单位价格。

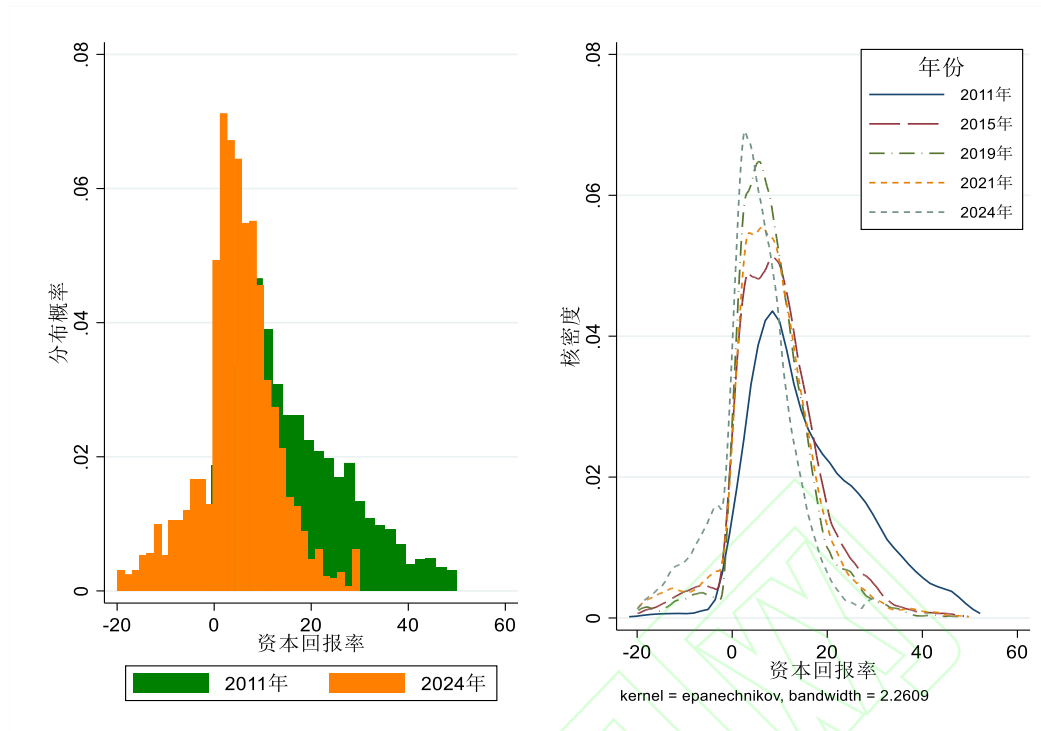


图 1 不同年份资本回报率分布对比

第三，结构转型的重构挑战制约了企业资本回报率。从上文可以看出，随着中国经济向高质量发展转型，依靠低成本拉动回报率提高的空间在不断收窄，资本回报率提升最根本还是要靠科技进步带来的结构转型实现企业核心竞争力不断提高。中国上市公司结构转型一直处于进行时，但很多行业特别是传统行业结构转型步伐较慢压低了整体资本回报率，结构转型的重构挑战内在上既是企业与传统增长模式的切割也是浸入新增长路径的涅槃重生，既需要大量的资金投入也需要经营、管理等软环境的改善，但受限于传统增长路径依赖，结构转型过程中仍时有荆棘，转型之路并不平坦。这从历年来资本回报率变化就可以窥见一二。为了直观 2011 年与 2024 年上市公司资本回报率分布变化，我们将两年数据的 1%分位点以上极端值进行了删除，得到了 2011 年与 2024 年资本回报率分布对比（左图 1）。通过比较 2024 年 ROE 与 2011 年 ROE 的分布图，我们可以总结出以下典型化事实：首先，从分布图形状看，2011 年分布更类似于左截断正态分布，而 2024 年更接近右截断正态分布。出现这种现象的主要原因在于 2024 年资本回报率均值较低，在 -20%—0 的分布区间 2024 年概率相比 2011 年较高，而在大于 20%分布区间概率相比 2011 较低；其次，从局部分布情况看，一个值得注意的现象是 2024 年资本回报率在 29.91%以上发生截断，而 2011 年资本回报率大于 29.91%的概率却为正，说明 2024 年上市资本回报率分布多集中于 0—10%区间，资本回报率的分布整体左移形象地说明了中国资本回报率不断降低的事实。为了更加清晰观察 2011 年至 2024 年上市公司资本回报率分布变化情况，在左图 1 基础上通过核密度估计方法加入了 4 个代表性年份的核密度函数。从右图 1 中我们可以发现，随着年份的递增资本回报率低分布值不断向左移动，而随着年份不断递减资本回报率高分布值不断向右推移，因此从 2011

年向 2024 年不断演进过程中，虽然中低净值资本回报率上市公司并无明显变化，但是高资本回报上市公司不断左移更加说明传统产业向高质量转型仍需加快，新质生产力培育刻不容缓。

二、“投资于人”所具有的价值

随着中国经济向高质量发展转型，一般生活需求的充裕、美好生活需求的不足，传统供给的过剩、高端供给的短板，引进吸收消化技术创新模式的乏力、技术前沿先发优势的缺失，共同导致了盲目扩大物质投资只会带来产能过剩和“内卷式竞争”加剧，中国经济仅仅依靠“投资于物”的时代渐行渐远。但无论是人民美好生活需求满足、高端供给增长还是前沿技术提供，其依靠的动力和主体都在于“人”。虽然中国进入老龄化社会，但丰富的人力资本资源，正是中国优势的集中体现和未来转型增长的主要动力源。“投资于人”就是将中国丰富人力资本优势充分释放和人的价值充分发挥，不断提高“人”对经济增长的贡献和让“人”充分分享经济增长的果实。

（一）中国人口结构转变所蕴藏的特殊优势

根据联合国《世界人口展望（2019）》的数据，中国的人口增速在 20 世纪 90 年代以前处于较高水平，尤其在 1965—1970 年间达到峰值，年均增长率为 2.51%。直至 1990 年之前，中国仍保持超过 1% 的人口增长率，但此后开始持续放缓，到 2015—2020 年间已降至 0.4%。这种增速的持续降低导致人口总量扩张动力减弱，增长势头明显趋缓。2022 年，中国人口首次出现负增长，2023 年人口下降幅度进一步增大，表明人口总量已进入收缩通道。在这一背景下，中国正由人口红利阶段转向人口负债阶段。人作为兼具生产与消费双重身份的主体，人口规模的缩减将对经济社会的生产能力和消费需求带来不利影响。与人口红利时期相比，当前人口结构正发生根本性转变：原先劳动力资源丰富、抚养负担较轻的“资产型”年龄结构，逐渐被劳动力数量减少、老年抚养比持续上升的“负债型”结构所替代（图 2）。与此同时，劳动力内部结构也呈现老化趋势。中国人口年龄中位数已从 1980 年的 21.9 岁提高至 2020 年的 38.4 岁，这一水平已接近多数发达国家，并显著高于其他发展中国家。

虽然我国人口转型不可阻挡，但从更广义视角认识人口转型对长期增长的作用机制和影响渠道就会发现“人口质量红利”潜力巨大。“十三五”末期，我国劳动年龄人口平均受教育年限为 10.8 年，2024 年劳动年龄人口平均受教育年限达到 11.21 年，但与发达经济体平均受教育年限为 13 年左右还有差距，未来仍有较大提升空间。因此，应超越将人口红利简单等同于劳动力数量优势的传统观念，将人口结构转变与人力资本积累、资本深化进程、劳动生产率提升以及创新活动等表征人口质量的核心要素紧密结合。通过系统激发第二次人口红利，将政策引导与个体在生育、储蓄、教育及就业等方面的多样化选择相协调，有望将人口转型过程中潜在的“负债”转化为新的“资产”。具体表现在：一是人口素质不断提升。

国家长期扩大教育投入，着力补齐基础与职业教育等短板，强化人力资源根基，推动整体人力资本水平稳步上升。二是知识与人才红利不断释放。借助科技革命在各领域的深度融合，激活劳动力资源中蕴藏的知识效应、技能优势与工程师潜力，促使人才和智力资本贡献持续增长。三是健康红利不断增强。随着人均预期寿命延长，积极推进进城农民的社会融入与市民化转变，促进其身心健康发展与城市社会和谐，实现“身融入、心归属”的转型目标。四是开发老龄人口的潜能。通过提高老年人劳动参与水平，探索弹性退休机制，支持老年人参与社会公益、社区服务及养老服务业，实现老年人力资源的充分与合理运用。

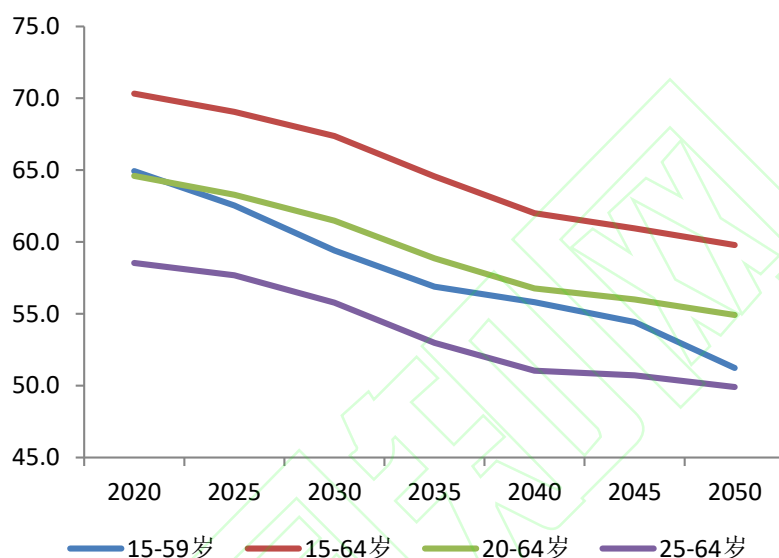


图2 中国未来劳动力人口演化趋势预测

资料来源：联合国人口展望（World Population Prospects, 2019）

（二）人力资本驱动增长的贡献越来越高

从上文可以看出，虽然“十四五”时期人口开始负增长，但人口质量却在持续改善。因此，随着人口结构转变，中国人口规模红利对经济增长的拉动作用正在式微，而人口质量红利对经济增长的驱动力不断增强。为定量考察人口规模变化和人口质量变动在不同时期对经济增长贡献的交错变化，本文采用已有研究^①嵌入人力资本的经济增长核算模型来分析和推算各要素对经济增长的贡献，以期反映在中国经济不同周期、不同阶段所依赖要素的差异性。该生产函数形式为：

$$Y(t) = A(t)K(t)^\alpha(L(t)h(t))^{1-\alpha}$$

其中，t 为时间，Y 为实际经济增长，K 为物质资本存量，L 为劳动力投入，h 为人力资本，α 为资本要素份额，相应地 1-α 为劳动要素份额。我们将上式两边取对数并求导可得：

^① Mankiw N., Romer G D., Weil D N., A contribution to the empirics of economic growth[J]. The quarterly journal of economics, 1992(02): 407—437.

$$\frac{Y(\dot{t})}{Y(t)} = \alpha \frac{K(\dot{t})}{K(t)} + (1 - \alpha) \frac{L(\dot{t})}{L(t)} + (1 - \alpha) \frac{h(\dot{t})}{h(t)} + \frac{A(\dot{t})}{A(t)}$$

因此，t 年的全要素生产率增长便为：

$$\frac{A(\dot{t})}{A(t)} = \frac{Y(\dot{t})}{Y(t)} - \alpha \frac{K(\dot{t})}{K(t)} - (1 - \alpha) \frac{L(\dot{t})}{L(t)} - (1 - \alpha) \frac{h(\dot{t})}{h(t)}$$

从上式可以看出，全要素生产率变化即为经济增长率扣除各种要素贡献后的“余值”。因此，我们必须获得中国历年实际经济增长率、物质资本存量、劳动力规模和劳动力质量（人力资本）等相关数据。至于资本（劳动力）要素份额 α （ $1 - \alpha$ ）变化，采取现有文献^①做法直接将资本或劳动力份额设定为常数 0.5，这一做法不仅与很多文献做法一致，也与中国历年要素份额变化经验相符。

本文涉及的主要数据主要由劳动力规模、人力资本和物资资本存量三类。其中，1978—2023 年的历史劳动力规模可以直接从国家统计局获得。物质资本存量采用“永续盘存法”来估算，即 $K(t) = (1 - \delta(t)) K(t-1) + I(t)$ ，其中， $K(t)$ 为第 t 年的实际固定资本存量， $I(t)$ 为第 t 年的实际固定资本形成， $\delta(t)$ 为第 t 年的资本折旧率，取为 9.6%，基期资本存量取自张军等^②，测算中 1979 年至 2019 年固定资产价格指数直接来源于国家统计局网站，2020—2023 年固定资产价格指数使用 GDP 平减指数来代替，固定资本形成总额数据来源于历年《中国统计年鉴》和国家统计局网站，据此可以完整估计 1979—2023 年中国资本存量变化。人力资本使用历年劳动力受教育年限来表征，我们使用维根斯坦人口与人力资本研究中心（Wittgenstein Centre for Demography and Human Capital）提供的中国不同年龄人口受教育年限数据加权而得，考虑到中国劳动力群体年龄结构特征，本文提取了 20—64 岁人口平均受教育年限数据来衡量劳动力人力资本变化。在此基础上，我们计算了 1979—2023 年各要素对经济增长的贡献率，详见表 3 和表 4。

表 3 中国 1979—2023 年经济表现

年份	资本	劳动力	人力资本	全要素生产率	实际经济增长率
1979 年—2001 年	9.83%	2.75%	1.99%	2.35%	9.63%
2002 年—2008 年	13.32%	1.40%	1.15%	3.09%	11.03%
2009 年—2019 年	11.92%	0.20%	1.08%	1.23%	7.83%
2020 年—2023 年	6.75%	-0.21%	0.97%	0.95%	4.70%
1979 年—2023 年	10.61%	1.65%	1.55%	2.07%	8.97%

表 3 列示了 1979—2023 年中国经济增长历史变现和所依赖的要素变化。第一，1979—2023 年中国年均经济增长率为 8.97%，其中资本存量年均增长 10.61%、劳动力年均增长 1.65%、人力资本年均增长 1.55%，全要素生产率年均增长 2.07%；第二，过往历史看，中国经济增长最快的年份集中于加入 WTO 后至 2008 年国际金融危机前，2002—2008 年中国年均经济增长为 11.03%，资本要素更是增长 13.32%，全要素生产率也在这一时期达到最高年

^① Zhu X., Understanding China's growth: Past, present, and future[J]. Journal of Economic Perspectives, 2012(04): 103—124.

^② 张军,吴桂英,张吉鹏.中国省际物质资本存量估算:1952—2000[J].经济研究,2004(10):35—44.

均增长 3.09%；第三，从要素依赖变化看，受人口结构转变的影响，劳动力规模呈逐渐递减状态，在 2020 年后劳动力规模更是出现萎缩；资本要素增长高峰期主要还是集中于中国加入 WTO 后开启的大规模工业化和城市化进程，工业化和城市化的快速推进与物资资本的快速增长相辅相成，而随着工业化的逐步完成和城市化进入 S 型增长曲线的上段，对物资资本的依赖逐步降低，物资资本增长幅度相应下降；第四，全要素生产率变化经历了倒 U 型特征变化，即全要素生产率在改革开放后逐步上升，并在 2002—2008 年工业化快速推进时期达到高峰，而后全要素生产率逐步下降。这一方面反映了中国改革开放后随着工业化推进带来的效率逐步提高，也暗示了在逐步完成工业化后受产能过剩和投资依赖增长路径的影响，资本投资效率逐步下降，拖累了全要素生产率增长。

表 4 进一步列示不同时期各要素对经济增长的贡献。历史表现看，中国经济增长的各项要素贡献排名分别为资本、全要素生产率、劳动力和人力资本，反映了改革开放以投资拉动经济增长的模式，也与世界主要国家历史上工业化、城市化推进时期资本产出比提高、重投资模式相符；分要素看，资本投入虽长期占据经济增长最重要贡献之列，但对经济增长的贡献呈逐步递减态势。劳动力对经济增长的贡献也呈逐步下降态势，并随着人口负增长对经济增长形成拖累，但是劳动力规模萎缩的同时人力资本—劳动力质量对经济增长的贡献逐步提高。

表 4 中国 1979—2023 年各要素贡献

年份	资本	劳动力	人力资本	全要素生产率
1979—2001 年	54.15%	20.81%	11.91%	13.13%
2002—2008 年	61.41%	6.56%	5.32%	26.70%
2009—2019 年	75.57%	1.00%	7.05%	16.38%
2020—2023 年	93.43%	-3.11%	13.56%	-3.89%
1979—2023 年	64.01%	11.62%	9.84%	14.52%

总体而言，改革开放四十多年中国经济增长的实践体现了量的增长与质的提高的有机统一，全要素生产率并没有如克鲁格曼等西方经济学家预测的那样不断下降，使经济增长在达到中等收入阶段无法通过质量提高来获得进一步的成长空间。从未来看，“十五五”时期及到 2035 年，劳动力规模受人口老龄化影响将会进一步萎缩并对经济增长形成拖累，但劳动力人力资本积累提高能够有效对冲劳动力规模变化对经济增长的负面影响。资本和劳动力等传统要素与人力资本和全要素生产率等创新要素对经济增长的贡献将会发生逆转，即资本和劳动力对经济增长的贡献逐步下降而人力资本和全要素生产率对经济增长的贡献逐步上升，传统要素和创新要素对经济增长的贡献预计在未来实现反转，创新要素对经济增长的贡献将会达到 50%。

三、把“投资于物”同“投资于人”紧密结合起来

习近平总书记在二十届中央财经委员会第一次会议上指出，“要顺应人民群众对美好生

活的期待，坚持人民主体地位，把人口高质量发展同人民高品质生活紧密结合起来，把‘投资于物’同‘投资于人’紧密结合起来，尽力而为、量力而行，建立健全覆盖全人群、全生命周期的人口服务体系”。^①总书记的论述一方面说明随着我国人口从数量增长转向数量减少、人口数量优势让位于人口质量优势，必须通过“投资于人”将十四亿人口的优势充分释放出来，通过“投资于人”不断夯实人口高质量发展和经济高质量发展的原动力；另一方面也说明要将“投资于物”与“投资于人”紧密结合起来，将“投资于物”充分立足于“人”的需求、诉求和愿望，将“物”的投资始终置于市场需求和人民美好生活需要的轨道，实现物质资本回报率上升和满足人的需求相统一，不断培育增长新动能。

第一，物质资本投资要围绕加快培育新质生产力，使“投资于物”的效率不断提高。党的二十届四中全会提出，加快高水平科技自立自强，引领发展新质生产力^②。当前，全球正迎来新一轮科技突破的广泛渗透与高度活跃期，其影响力、融合力和推动力均达到空前水平。新质生产力以创新为核心驱动力，展现出高技术含量、高效益和高质量的特点，其演进节奏与全球科技革命同频共振，能够迅速吸纳并转化国际最新科技成果，不断拓展生产力的外延并深刻重塑其内在效能。首先，引领发展新质生产力有助于识别和顺应科技变革趋势，确保其始终与尖端技术紧密结合，引领先进生产力的发展方向。推动科技突破与产业升级深度融合，既优化传统行业，也孵化新兴领域，并前瞻性地部署前沿产业，从而构建出以创新为标识和核心动力的生产力新格局。其次，新质生产力是推动创新能力提升的关键力量，有助于我国建设创新型国家并实现经济增长向创新驱动转型。在新质生产力的推动下，生产体系得以重构：以掌握数字和智能技术的新型劳动力为基础，借助人工智能、智能机器设备等先进生产工具，以及数据等新型生产要素，推动生产向高度自动化与智能化方向迈进，生产体系逐步具备自我学习与动态适应能力，可根据需求和实际经济情况不断优化运行方式，持续推动生产力形态与质量实现跃升和变革。再次，引领发展新质生产力有助于培育创新型的行业与企业主体，推动其实现规模化和市场化发展。引领发展新质生产力和战略性新兴产业和未来产业的布局紧密相连。通过促进科技成果从实验室向商业化、规模化应用转化，助力加快构建现代化产业体系，最终推动产业结构实现转型迭代与全面升级。

第二，“人”的投资要围绕提高人的全面发展目标，充分发挥人才红利、质量红利优势。改革开放以来，中国人口和劳动力从总量过剩逐渐走向供需平衡甚至局部紧缺，传统人口红利的窗口正在收窄。然而，在规模与结构变化之外，人口转型还伴随着人口质量的持续提升，这与经济高质量发展方向高度契合。多年来，我国通过教育普及、技能培训和科技投入等方式，积累了雄厚的人力资本，为创新驱动和经济转型升级奠定了坚实基础。只有将人力资本（human capital）转化为智力资本（Intellectual capital）才能更好地利用好充沛的人力资源，才能切切实实将人口质量替代人口数量，不仅能解决短期内失业率特别是青年失业率居高不下

^① 习近平.论坚持全面深化改革：第2卷 [M].北京:中央文献出版社,2025:341.

^② 中共二十届四中全会在京举行[N].人民日报,2025-10-24(001).

下问题，还能长期内形成增长动力和促进经济高质量转型。智力资本按照现有文献^{①②}主要指与人力资本形成互补机制的平台或能力。人力资本是蕴藏于个体之中的重要“资源”，其充分释放有赖于良好的平台。为应对人口总量下降带来的挑战并提升人力资源配置效率，中国需着力将庞大的人力资本储备转化为智力优势。就未来而言，首先，积极推动“三新”经济发展，加快产业结构优化与升级。通过产业转型和市场空间拓展，有效吸纳包括高校毕业生在内的规模持续增长的青年就业人群，形成人力资本提升与高质量就业之间的良性循环。其次，打破劳动力在区域、行业和身份属性方面的流动壁垒，充分激发青年群体的流动活力。国际经验表明，劳动力流动是实现个人收入增长和价值提升的重要途径。应着力降低青年求职者的流动成本与制度摩擦，使其职业选择与能力积累更趋协同。再次，深化产学研融合机制，推动教育体系、科研系统与产业需求紧密对接。促进教育响应产业变革、科研前瞻布局、产业引领创新，从而有效减少结构性失业，增强青年就业适应性与稳定性。最后，加快推进数字经济与传统行业数字化转型。一方面借助数字化手段优化要素配置，延续传统规模经济效益；另一方面发挥数字技术的内生增长动力与网络外部性，拓展范围经济，推动产业生命周期不断更迭，实现从依赖“人口红利”向释放“数字红利”的战略转变。

第三，把“投资于物”和“投资于人”相结合，以“人”和“物”的互动构建起高质量发展的强驱动力。一是要以新型基础设施与人才升级相融合推动形成发展新动能。随着中国经济向高质量发展转型，投资于物要跳出和超越传统的“物”的思维，即将“物”与固定资产、房地产及基础设施等相绑定，而是要将资金重点投入于人工智能、数字技术等代表新一轮科技革命领域，建立“硬件建设”与“人才赋能”的联动机制。在新型基础设施项目审批建设中要实施人力资本技能提升计划，确保项目建成一批、人才培养一批，实现“物”的建成运用与“人”的技能提升相统一。要建立大型基础设施专项人才基金，将收益转化为人才培养，定向支持新能源、人工智能等新科技领域人力资本积累。二是要形成新质生产力培育发展与人力资本储备互促共生的政策体系。要以加快建设现代化产业体系为核心，突破传统产业政策边界限制，打通产业间藩篱形成人才和技术、劳动力和资本相互转化、流动增值的良好生态，形成物质资本投入与人才资本积累深度嵌合的“双轮驱动”模式。要合理用好政府转移支付和补贴等手段，以政府公共投入的“四两拨千斤”激励微观市场主体，企业申请技改升级补贴、税收优惠等政策支持时，可以将员工技能提升投入、高技能岗位新增比例作为申请补贴的硬约束，强制实现企业技术升级与人力资本升级相挂钩。此外，我国各地区都建立了不同数量不同等级高新区和产业集群，未来要打破高新区和产业集群的空间限制，从产业生态化、人才多元化、技术共享化等多个维度，建立起技术迭代和人才升级的良性生态机制。要推动高新区和产业集群内预留产教融合用地，使园区、企业与科研院所、高等院校

^① Quinn J B., Anderson P., Finkelstein S., Leveraging intellect[J]. Academy of Management Perspectives, 1996, (03): 7—27.

^② Ulrich D., Intellectual capital= competence x commitment[J]. MIT Sloan Management Review, 1998.

共建共享实训研发空间，形成“教学—研发—生产”一体化布局。同时，通过对产业生态的持续跟踪，提前感知不同行业重点人才供需状况，建立不同行业重点人才动态监测平台，引导高校动态调整专业设置，设立涵盖园区、企业的战略性人才储备基金，支持企业联合院校开展前瞻性人才培养项目。

（责任编辑：李贝贝）

