

投资减速

自2010年以来，新兴市场和发展中经济体的投资增长已经减速

M. 艾汉·科泽、弗兰齐斯卡·L. 奥恩佐格、叶蕾

自全球金融危机以来，新兴市场和发展中经济体的投资增长已经大幅减速，年增长率从2010年的10%降至2016年的3.5%。尽管最近出现复苏的迹象，但过去3年的公共投资和私人投资增长率不仅远远低于其危机前的两位数水平，也低于其长期平均值。

而且，投资疲软的范围非常广泛。在2016年，有六成以上的新兴市场和发展中经济体的投资增长率都低于其长期平均值，是过去25年（不包括2009年的全球经济衰退期间）中经历如此不景气的国家数量最多的一年（见图1）。尽管私人 and 公共投资中存在大量的未满足的投资需求，但投资疲软仍然在持续。

投资减速在金砖国家（巴西、俄罗斯、印度、中国、南非）和大宗商品出口国表现最明显。在2010年到2016年期间，金砖国家的投资增长率从大约13%降至4%左右，而金砖国家以外的大宗商品出口新兴市场和发展中经济体的投资增长率则从7%左右降至0.1%。中国占了此期间这些

经济体总投资增长率减速中的1/3，巴西和俄罗斯占了另外的1/3。新兴市场和发展中经济体投资增长的持续减速与发达经济体自全球金融危机以来的部分复苏形成对照。例如，发达经济体的投资增长率在2010年到2015年期间平均为2.1%，到2014年已经恢复到其长期平均水平，并且距离其危机的前水平也不远。

投资增长为什么会减速？

投资减速反映了抵消非常良好金融条件的一系列因素，其中良好金融条件包括创历史新低的借款成本、充足的金融市场流动性以及很多国家非金融私营部门国内私人信贷的快速增长。但是，很多不利因素抵消了截至2016年后期的历史上最低融资成本的作用，其中包括大宗商品出口国令人失望的经济活动、疲弱的增长前景和出口价格相对于进口价格的严重下跌（即贸易条件恶化），以及陷入困境的主要经济体减速并且波动的资本



流动、私人债务的快速累积和多次出现的政策不确定性。

我们估算了这些内部和外部因素在影响投资增长方面的相对重要性。

中期不利因素：与发达经济体相比，产出增长的放缓只占了新兴市场和发展中经济体投资放缓中的很小一部分。

贸易条件冲击对于石油出口国来说更加重要；对于大宗商品进口国来说，外国直接投资（即外国人为所有者的投资）流入的减慢是主要影响因素；对于很多新兴市场和发展中经济体来说，私人债务负担和政治风险造成了主要影响。实际上，对于石油出口国来说，由于2014年开始的石油价格下跌所造成的贸易条件冲击平均占了其投资增长减慢中的一半左右，对于大宗商品进口国来说，外国直接投资流入减慢平均占了其投资增长减慢中的一半以上。

私营部门债务对GDP的比率过度地影响了投资：金融服务可得性提高（金融深化）对投资的益处不断地被过度负债的有害影响所超过。但几个大宗商品出口新兴市场和发展中经济体在危机后债务的减少已经消除了这些投资增长障碍中的一部分。相对而言，在几个非能源大宗商品出口国中，过高的私人债务已经阻碍了投资。另外，不断上升的政治风险可能占了自2011年以来新兴

市场和发展中经济体投资增长减慢的1/10。

不确定性的提高：全球性和国家特有的两种形式的不确定性是拖累投资的主要因素：金融市场的不确定性和宏观经济政策的不确定性。其中，国内政策的不确定性阻碍了国内投资增长；全球金融市场的不确定性和政策不确定性（比如欧盟，特别是对于欧洲的新兴市场和发展中经济体）对投资产生了更广泛的影响。

全球金融市场不确定性可以用波动率指数（VIX Index，追踪美国标准普尔500种股票指数）来衡量，是解释新兴市场和发展中经济体投资路径的关键变量，尤其是在该指数持续上升的情况下。例如，波动率指数上升10%可能会极大地降低这些经济体的投资增长率（在一年内降低0.6个百分点）。

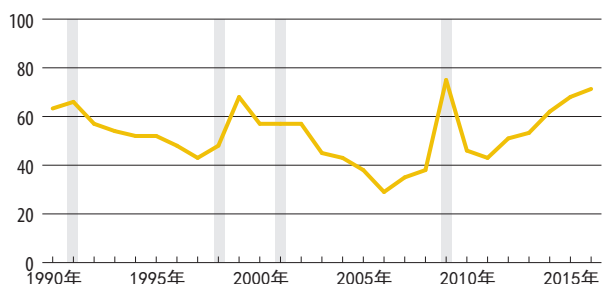
对增长的任何阻碍都会危及全球的减贫目标。

欧盟的数次政策不确定性（特别是在2010—2012年欧元区危机期间）对与其有密切关系的经济伙伴产生了溢出效应。例如，政策不确定性在2011年的6月到9月期间（欧元区危机的最高峰）显著提高。这种不确定性的快速提高可能降低了

图1

低于平均水平

新兴市场和发展中经济体过去三年的投资增长处于低水平。
(投资增长率低于长期平均值的新兴市场和发展中经济体所占比例, 百分比)



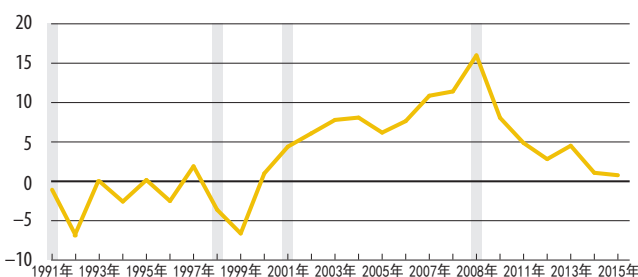
资料来源: 哈弗分析; IMF; 牛津经济研究院; 世界银行, 《世界发展指标》数据库。
注: 长期平均值是指具体国家在1990年到2008年期间的水平。2016年数据为估计值。阴影部分表示全球衰退和不景气期间。

图2

不断下降

在2009年到2015年期间, 新兴市场和发展中经济体人均投资增长率的下降幅度大大高于发达经济体。

(新兴市场和发展中经济体与发达经济体之间的人均投资增长率差异, 百分点)



资料来源: 世界银行。
注: 新兴市场和发展中经济体与发达经济体之间实际投资增长率差异的加权平均值。阴影部分表示全球衰退和不景气期间。

投资, 特别是欧洲和中亚新兴市场和发展中经济体的投资。除了这些跨境不确定性溢出效应以外, 国内政策不确定性也加重了主要新兴市场和发展中经济体的投资疲软。

主要经济体的负面溢出效应: 在过去7年中, 美国和欧元区的增长疲软, 多次低于预期, 令人失望。鉴于这些经济体巨大规模及其与世界其他国家在贸易和金融方面的一体化程度, 其增长减

速会对新兴市场和发展中经济体的增长前景造成显著的不利影响。

美国和欧元区疲弱的产出增长对新兴市场和发展中经济体投资增长造成如下影响: 在一年内, 美国产出增长率每下降1个百分点将会使新兴市场和发展中经济体次年的平均产出增长率降低0.8个百分点, 欧元区产出增长率每下降1个百分点则将会造成这些经济体次年的平均产出增长率降低1.3个百分点, 而新兴市场和发展中经济体投资增长率对此的反应是其产出增长率反应的两倍左右(达到2.1个百分点)。

另外, 中国的政策驱动型增长减速和从投资转向消费的再平衡措施也影响了新兴市场和发展中经济体的产出增长。由于中国目前是很多新兴市场和发展中经济体的最大贸易伙伴, 因此中国的产出和投资增长减速也对这些国家产生了影响。

例如, 在一年内, 中国的产出增长率每下降1个百分点会伴随着其他大宗商品进口新兴市场和发展中经济体产出增长率下降0.5个百分点, 以及大宗商品出口新兴市场和发展中经济体产出增长率下降1个百分点。而且, 由于中国的很多投资都是资源密集型的, 因此中国降低投资的再平衡措施对大宗商品出口新兴市场和发展中经济体的影响更大。

对未来增长的影响

金融危机后投资增长率从金融危机前的历史高点下降, 这会对长期增长产生持续的影响。由于降低了资本积累的速度, 长期疲弱的投资增长可能会妨碍新兴市场和发展中经济体未来数年的潜在产出增长。在2009年, 新兴市场和发展中经济体与发展经济体之间的人均投资增长率差异为15个百分点左右, 而到2015年, 该差异几乎为0, 是21世纪初以来最低的(见图2)。而且, 因为增长是最有力的减贫方式, 所以对增长的任何阻碍都会危及全球的减贫目标。

除了使资本积累减速以外, 疲弱的投资还与全要素生产率(经济增长中不能用劳动力和资本投入解释的部分, 反映了技术和效率的变化)增长减速相关, 因为一般来说投资对于采用能够提高生产率的新技术非常关键。生产率减速最明显的是大宗商品出口新兴市场和发展中经济体, 以及投资增长率最低的经济体。而且, 较低的全要

素生产率增长也反映了较低的劳动生产率（每工作小时产出）增长，而劳动生产率是长期实际（扣除通货膨胀）工资增长和家庭收入增长的关键驱动因素。

如何加快投资增长？

很多新兴市场和发展中经济体都有大量未满足的投资需求（Kose 等人，2017），因为其中很多国家的基础设施条件差，难以满足快速城镇化和劳动者不断提高的需求。另外，从受自然资源（在大宗商品出口国）或没有开展对外贸易的部门（在一些大宗商品进口国）所驱动的增长要向更可持续性增长的顺利转型也需要投资的帮助。

很多新兴市场和发展中经济体都有大量未满足的投资需求。

政策制定者可以通过增加公共投资来直接促进投资，也可以通过鼓励私人投资（包括外国直接投资）和采取措施，改善总体投资前景和营商环境来间接地促进投资。通过增加基础设施和劳动者方面的公共投资来直接促进投资可以帮助增加短期需求，提高长期潜在产出，改善私人投资和贸易环境。另外，公共投资还能帮助缩小收入差距，这也是联合国可持续发展目标之一，而且在合适的条件下，公共投资还具备刺激私人投资的潜力（见图3）。

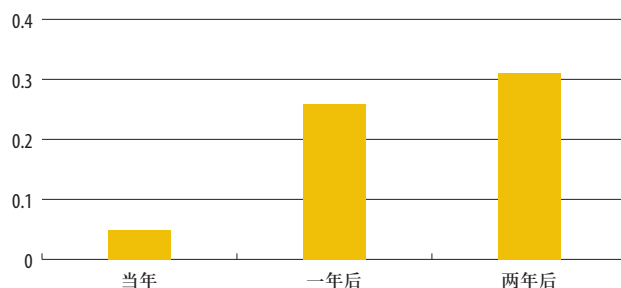
在间接促进投资方面，宏观经济政策可以通过确保宏观经济稳定性、改善短期和长期增长前景来鼓励生产性投资。而且，更有效地采用被设计用来应对增长减速和下降的财政政策和货币政策，也可以通过提高产出增长来间接地促进私人投资，在大宗商品出口新兴市场和发展中经济体尤其如此。但是，如果政府缺乏增加支出或削减税收的资源，或者产出增长因为需要适应大宗商品出口收入长期下跌形势而表现疲弱，这些政策的有效性可能会被削弱。

而且，要想促进投资的可持续性增长，上述政策还必须以结构改革为支撑，从而鼓励国内私人投资和外国直接投资。结构改革可以包括很多

图3
刺激性投资

公共投资可以刺激私人投资。

（公共投资每增加1个百分点所提高的私人投资，与基准值的差异，百分点）



资料来源：IMF；各国的数据；Kose, Ayhan, and others. 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses." Policy Research Working Paper 7990, World Bank, Washington, D.C.

注：公共投资增加所引发的私人投资积累效应是以8个新兴市场和发展中经济体1998年第一季度至2016年第二季度期间的样本为基础。图中的条柱表示中位值。

领域，例如，减少企业准入的限制和降低创业成本，就可以让现有企业获得较高利润，让国内投资从外国直接投资中获得更大的效益；减少贸易壁垒的改革既能鼓励外国直接投资，也能鼓励总体投资；企业治理改革和金融部门改革还可以改善资本在企业 and 部门之间的分配；健全的产权制度也可以鼓励企业和房地产投资。另外，这些政策还应该以提高透明度（即采用更好的财务报告制度）的措施作为补充。FD

M.艾汉·科泽（M. AYHAN KOSE）是世界银行发展经济学研究部预测局的主任，弗兰齐斯卡·L.奥恩佐格（Franziska L. Ohnsorge）是该局的首席经济学家，叶蕾（LEI SANDY YE）是该局的经济学家。

参考文献：

Kose, Ayhan, and others. 2017. "Weakness in Investment Growth: Causes, Implications, and Policy Responses." Policy Research Working Paper 7990, World Bank, Washington, DC.