联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

新兴市场风险系列研究之二：
基于国际直接投资视角
分析新冠疫情对发展中经济体的影响



2020 年 9 月 7 日

联合资信评估有限公司

电话： 010-85679696　　地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号　　邮箱: lianhe@lhratings.com

传真： 010-85679228　　PICC 大厦 17 层　　网 址：www.lhratings.com

基于国际直接投资视角
分析新冠疫情对发展中经济体的影响

联合资信评估有限公司 主权部

2020 年初，新冠疫情暴发成为搅动全球经济的最大黑天鹅，多国政府采取包括宵禁、出行限制、关闭边境以及“居家令”等严格的公共卫生防御举措，不仅导致各行各业停工停产，全球经济陷入“供需两弱”的局面；还造成原材料、商品等生产要素无法自由流动和有序配置，导致全球供应链断裂和国际贸易保护主义进一步抬头。在此背景下，预计 2020 年全球国际直接投资（FDI）规模将大幅萎缩。本文基于 FDI 视角，首先探讨近年来全球 FDI 的流动情况，然后分析新冠疫情暴发对 FDI 全球价值链的冲击，最后讨论 FDI 全球价值链的削弱对发展中经济体在国际贸易、经济结构以及外债负担方面的影响。

一、 近年来全球 FDI 的流动情况

1. 1990 年以来全球 FDI 发展经历了三个阶段，目前正处于第三阶段的下行期

FDI 是资本国际化的主要形式之一，投资人通过权益资本（Equity capital）、利润再投资（Reinvestment of earnings）以及公司内部贷款（Intracompany debt）等方式经营和投资海外公司，主要形式包括绿地投资（Green field，即创建新公司）以及企业并购（M&A）。FDI 是推动跨国公司在全球范围内优化资源配置的重要途径：一方面，目前全球约 80%的贸易进出口是通过跨国公司的全球价值链来实现；另一方面，FDI 推动不同发展阶段的国家进行雁阵模式产业转移，将技术和管理优势输出到具有资源禀赋或人口红利的国家。因此，FDI 对东道国的国际收支平衡以及经济结构发展均产生深远影响。

自二战结束以来，国际局势趋稳有助于全球 FDI 的发展。1979-1981 年，全球 FDI 大量涌入石油输出国进行石油投资开发，年均增长率接近 30%；1987-1990 年，全球 FDI 大规模流入欧美发达国家，年均增长率达到 17%。经过前期积淀，20 世纪 90 年代以来，FDI 的发展迎来了黄金发展期，主要经历如下三个阶段（见图 1）：

一是 1990-2000 年发展中经济体快速崛起，带动全球 FDI 迅猛增长。本阶段以亚洲新兴经济体经济腾飞为背景，全球 FDI 流量[1]增长近 4.6 倍，占全球 GDP 的比重也大幅上升逾 2.8 个百分点。之后，随着东南亚金融危机暴发以及多个跨国公司缩减跨国并购规模，

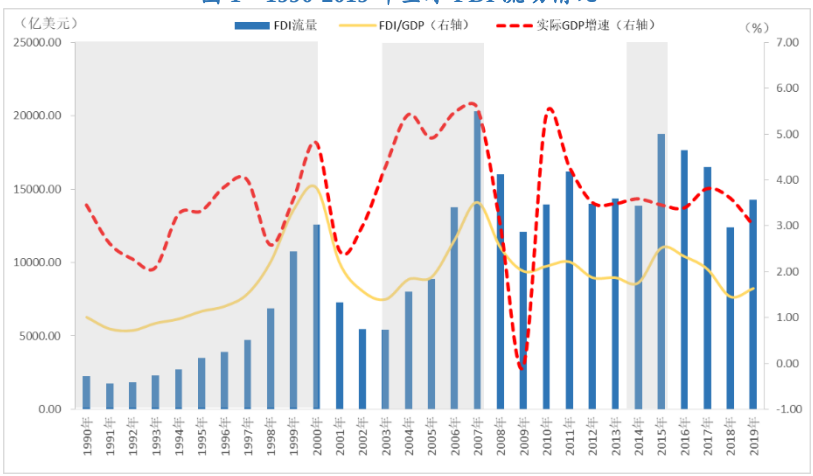
[1] 全球 FDI 流量为全球 FDI 流出规模与流入规模的平均值，以下同。

2000 年后全球 FDI 流动规模大幅回落。

二是 2003-2007 年全球经济一体化增强，发达经济体加速海外布局步伐。在美联储采取宽松货币政策以及投资者信心增强的背景下，本阶段全球 FDI 流量增长约 2.8 倍，占全球 GDP 的比重上升约 2.1 个百分点。之后，受美国次债危机暴发影响，2008 年后全球 FDI 流动规模大幅收缩。

三是 2014-2015 年全球并购潮兴起，带动全球 FDI 短暂性复苏。受益于发达经济体并购潮的兴起，本阶段全球 FDI 流量小幅增长 35.3%，占全球 GDP 的比重小幅上升 0.8 个百分点，由于本阶段没有全球经济的强劲复苏做支撑，从上升幅度到持续时间均弱于前两次表现。目前全球正处于第三阶段的下行期，自 2017 年后，由于全球从政治层面开启去全球化思潮，美墨边境墙、英国退欧、全球贸易摩擦升级等事件使全球贸易和 FDI 的发展进入收缩期。2019 年全球跨国并购金额下降至 5,000 亿美元以下，较 2016 年的阶段高点大幅下降约 45%，导致全球 FDI 规模较阶段高点大幅降低约 24%至 1.4 万亿美元。

图 1　1990-2019 年全球 FDI 流动情况



数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

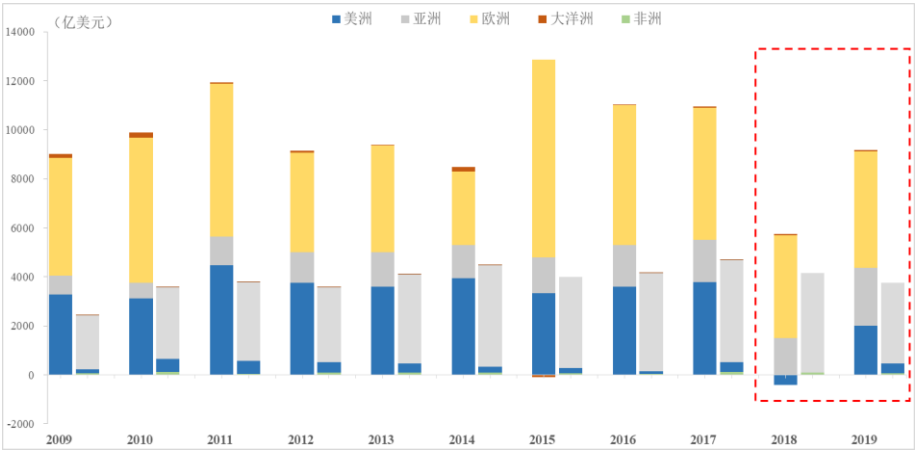
2. 欧美发达经济体一直是全球 FDI 流出的主力，亚洲发展中经济体近年来超越欧美成为全球最大的 FDI 流入地区

从 FDI 流出区域看（见图 2），由于欧美国家较早完成资本积累并借助比较优势理论，在全球范围内进行资源整合，因此欧美发达经济体一直是 FDI 流出的主力。近 10 年，发达经济体 FDI 流出规模占全球的平均比重超过 68%，其中欧洲和美洲发达经济体份额较大，分别约为 37%和 28%；发展中经济体占全球的份额稳定在 28%左右，其中亚洲新兴经济体的份额最高（约 25%），其余地区的 FDI 流出规模极少。

2018 年，受美国税改政策以及欧洲经济体加强外资项目审查等因素的影响，美洲发达经济体的 FDI 流出规模下降至-407.8 亿美元，为 1970 年有数据统计以来的最低值；相反，

亚洲发展中经济体加速区域内合作和投资，FDI 流出规模逆势攀升至 4,067.4 亿美元，流出规模占全球流出总量的比重高达 41.2%，较上年大幅增长 15.2 个百分点。2019 年，随着美国税改红利削弱以及投资者风险偏好逐步回升，美洲发达经济体 FDI 流出规模回升至 2014.6 亿美元，占全球 FDI 流出规模的比重较上年大幅回升约 20 个百分点，成为仅次于欧洲发达经济体、亚洲发展中经济体以及亚洲发达经济体的 FDI 主要输出地区。

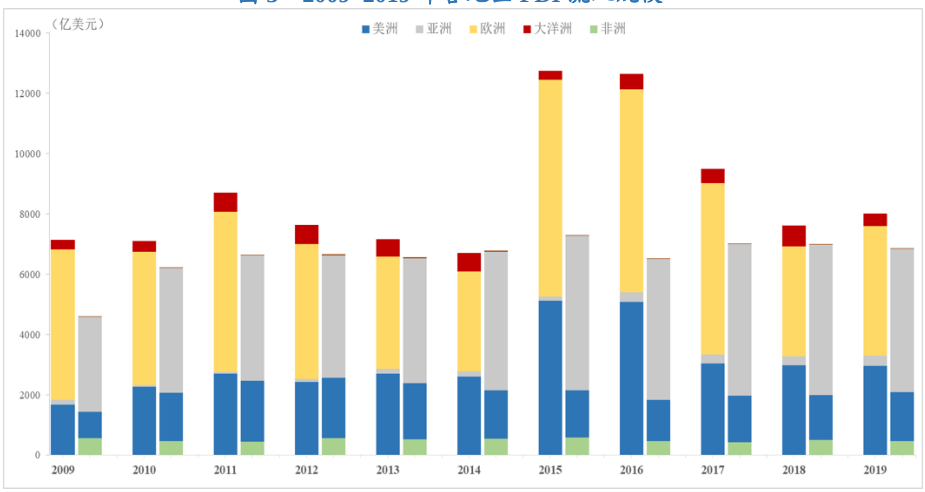
图 2　2009~2019 年各地区 FDI 流出规模



注：每年第一个柱状体表示发达经济体 FDI 流出总量，第二个柱状体表示发展中经济体 FDI 流出总量；
数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

从 FDI 流入区域看（见图 3），欧洲发达经济体和亚洲发展中经济体是全球 FDI 流入的主要目的地，近 10 年二者 FDI 流入规模占全球的比重分别高达约 36.5%和 25.3%，合计占比超过 60%。具体来看，欧洲发达经济体凭借自身完善的法律制度、先进的技术优势以及良好的社会保障，成为 FDI 的主要流入地区。2019 年，欧洲发达经济体 FDI 流入规模占全球的份额高达 27.9%。另一方面，亚洲发展中经济体凭借自资源禀赋和人口红利，实施“进口替代”工业发展战略并借助美日欧产业转移的机会，引进外部资源和要素以促进自身产业升级和技术更新。2019 年，亚洲发展中经济体成为全球最大的 FDI 流入地区，占全球的份额高达 30.8%。

图 3　2009~2019 年各地区 FDI 流入规模



注：每年第一个柱状体表示发达经济体 FDI 流入总量，第二个柱状体表示发展中经济体 FDI 流入总量；

数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

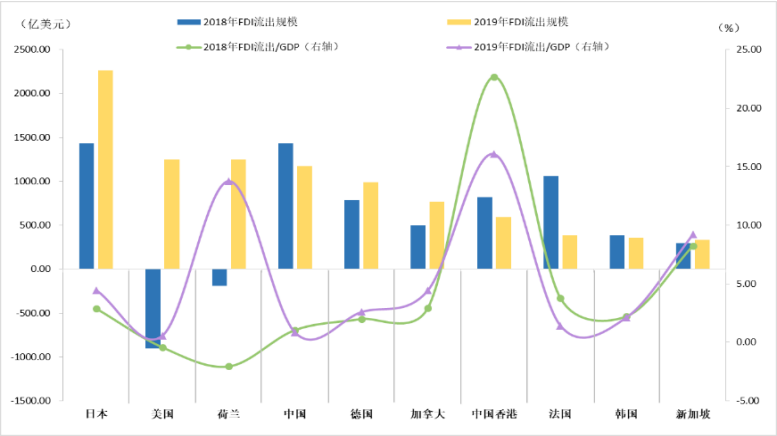
3. 日本 FDI 流出规模连续两年稳居世界第一，香港 FDI 流出和流入规模排名均有所下降

从 FDI 流出国家或地区看（见图 4），2019 年全球 FDI 流出规模最多的国家或地区有日本、美国、荷兰、中国、德国、加拿大、香港以及法国。日本方面，近两年日本的通信、金融、零售等行业企业积极进军海外市场，FDI 呈现迅速增长之势。2019 年，日本武田制药成功收购爱尔兰制药巨头希尔制药集团，使日本 FDI 流出规模进一步上升至 2,200 亿美元以上，占全球份额的 17.3%，连续两年稳居世界第一。美国方面，由于美国政府在 2017 年底取消跨国公司的分红税，促使海外分支机构的留存收益大规模回流本国，2018 年美国 FDI 流出规模下降至-907.4 亿美元；随着税改红利逐步削弱以及跨国公司对外投资明显回升，2019 年美国 FDI 流出规模转负为正，并上升至 1,249.1 亿美元，排名回升至世界第二。

中国方面[2]，中国 FDI 流出领域不断升级，其中租赁和商务服务、金融、制造、批发零售等四大行业投资占比超 70%。2018 年中国 FDI 流出规模达到 1,430.2 亿美元，位居世界第二位。但是，2019 年欧美试图通过经贸摩擦、竞争中性、国家安全审查等新手段重塑全球贸易投资规则，导致中国 FDI 流出规模下降至 1,171.3 亿美元，较上年大幅减少约 18%，排名下滑 2 名至全球第四。香港方面，社会暴力事件升级对香港的金融稳定造成一定影响，使香港的资金流动和对外投资受到一定阻碍，2019 年香港 FDI 流出规模下降至 593.2 亿美元，较上年大幅减少近 28%，全球排名下滑 3 名至全球第七。

[2] 为中国内地数据，不含港澳台地区，以下同。

图 4　2018 年和 2019 年全球 FDI 流出规模排名

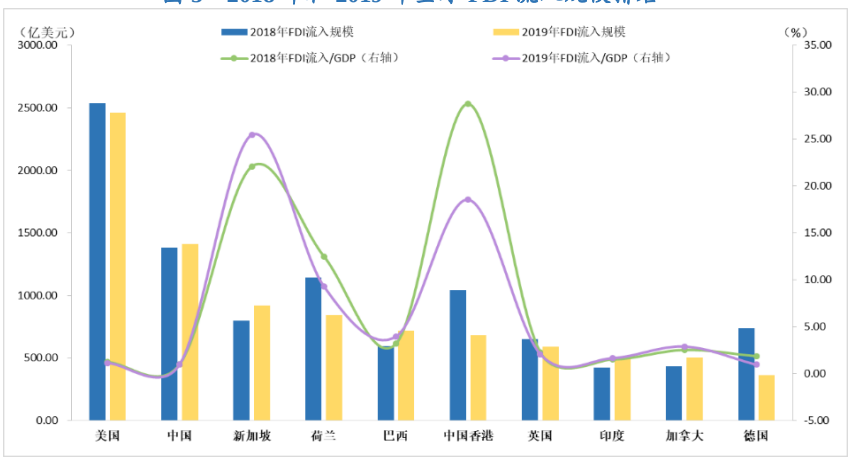


数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

从 FDI 流入国家或地区看（见图 5），2019 年全球 FDI 流入规模最多的国家或地区有美国、中国、新加坡、荷兰、巴西、香港、英国以及印度。美国方面，在政府大规模减税以及鼓励制造业回流的政策利好下，吸引了大量制造业、服务业和金融业领域资金流入美国。2019 年，美国 FDI 流入规模达到 2,462.1 亿美元，占全球的比重高达约 16%，连续两年位居世界第一。中国方面，受益于中国经济保持平稳增长、政府不断开放金融市场以及营商环境得到明显优化，2019 年中国 FDI 流入规模上升至 1,412.3 亿美元，占全球的比重高达约 9%，连续两年位居世界第二。

值得注意的是，香港和新加坡作为国际金融中心和小型开放经济体，经济增长严重依赖 FDI 的流入。近十年，香港和新加坡的 FDI 流入规模相当于 GDP 的平均比重分别高达约 33%和 20%，位居全球第一和第二，显示出香港和新加坡极易受到国际经贸波动的影响，外部风险敞口很大。2019 年，香港 FDI 流入规模下降至 683.9 亿美元，较上年减少约 34%，主要受政治事件削弱社会稳定性及营商环境优势影响；香港 FDI 流入占全球的比重减少 2 个百分点至 4%左右，世界排名下降 2 名至全球第六。由于新加坡和香港较为临近且具有一定替代性，此前流入香港的部分 FDI 开始转入新加坡，2019 年新加坡 FDI 流入规模上升至 920.8 亿美元，较上年增长约 16%；占全球 FDI 流入总量的比重增加 0.7 个百分点至 6%左右，世界排名上升 2 名至全球第三。

图 5　2018 年和 2019 年全球 FDI 流入规模排名

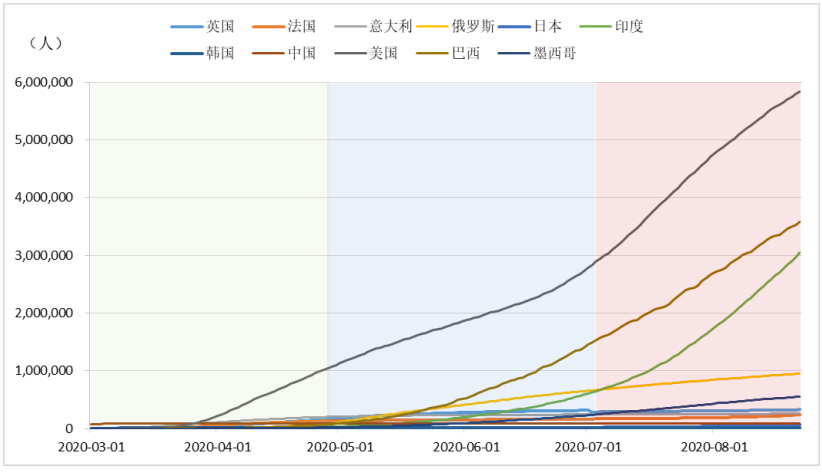


数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

二、　新冠疫情对 FDI 全球价值链的冲击

2020 年初，新冠疫情暴发成为搅动全球经济的最大黑天鹅，由于疫情传染性极强，已经蔓延至全球约 200 个国家或地区，截至 9 月 1 日，全球累计确诊人数超过 2,555 万例，其中美国确诊病例已经突破 621 万，为全球确诊人数最多的国家，巴西、印度、俄罗斯紧随其后（见图 6）。全球新冠疫情发展经历了东亚地区第一阶段（中国、韩国、日本等）的疫情暴发，以及欧美地区第二阶段（美国、西班牙、意大利等）的疫情暴发。目前，新冠疫情正处于以新兴经济体和低收入国家为代表的第三阶段，欧美疫情出现触顶迹象但新兴市场仍在快速蔓延，目前多国疫情二次暴发，全球疫情拐点仍不明朗。

图 6　2020 年各国新冠疫情发展趋势

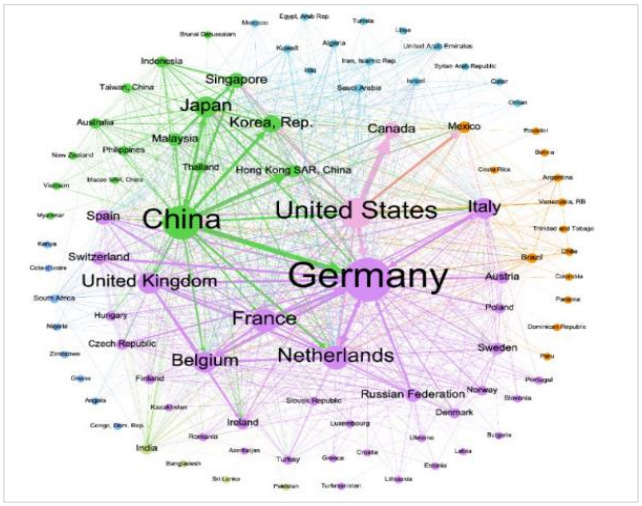


数据来源：Wind，联合资信整理

FDI 是经济全球化的产物，主要通过跨国公司在全球层面进行空间布局，而新冠疫情

全球蔓延则对 FDI 流动产生巨大影响，主要体现在对 FDI 全球价值链[3]（Global Chain, GVC）的冲击上。在全球经济一体化时代，FDI 全球价值链使产品生产更加扁平化，发达经济体输出技术或管理，然后发展中经济体承接生产，最后再将成品销往全球市场，FDI 全球价值将全球经济体联动在一个闭环之中，其中德国、美国以及中国等国家的全球价值链参与程度很高（见图 7）。但是，新冠疫情暴发后各国政府均采取限制国际人员和物品流动的隔离举措，阻碍了原材料、中间投入和最终产品等各个环节的供应，直接影响跨国公司在全球范围内的经营活动，从企业倒闭潮、员工失业的微观层面逐步传导至经济衰退以及政治关系紧张的宏观层面。因此，以下从政治、经济以及贸易等角度分析新冠疫情对 FDI 全球价值链的冲击。

图 7　2019 年 FDI 全球价值链参与程度



数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

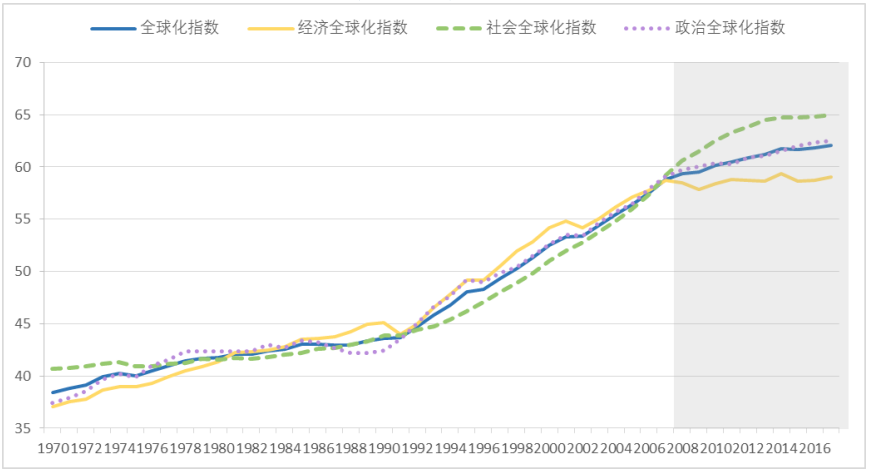
1. 新冠疫情下民粹主义兴起，导致政治风险大幅攀升，削弱了 FDI 全球价值链的稳定性

近年来民粹主义在全球范围内尤其是西方世界有所复兴，政治极端化趋势不断加强。从英国退欧、极右翼民粹主义政党在德国和法国崛起、意大利右翼势力五星运动政党上台、特朗普政府推崇“美国优先”等事件来看，以种族主义、排外主义为特征的右翼民粹主义思潮开始逐步重归大众视野。从 KOF 全球化指数[4]来看，2017 年全球化指数为 62.1，较上年小幅上涨 0.4%，远低于 2000 年以来的平均增速（1.1%）；其中政治全球化指数涨幅较

3 全球价值链包括产品从设计、生产、组装、营销、售后服务等整个生命周期中所创造价值的全部活动。
4 KOF 全球化指数由瑞士联邦苏黎世理工学院经济研究所研发，包含经济全球化、社会全球化和政治全球化 3 个一级指标加权平均得到，分值越高代表全球化水平越高。

小，较上年仅上涨 0.3%，低于全球经济化指数增速（0.5%），说明全球政治逆全球化现象更为明显（见图 8）。

图 8　1970 年~2017 年全球化指数表现



数据来源：KOF Globalisation Institution，联合资信整理

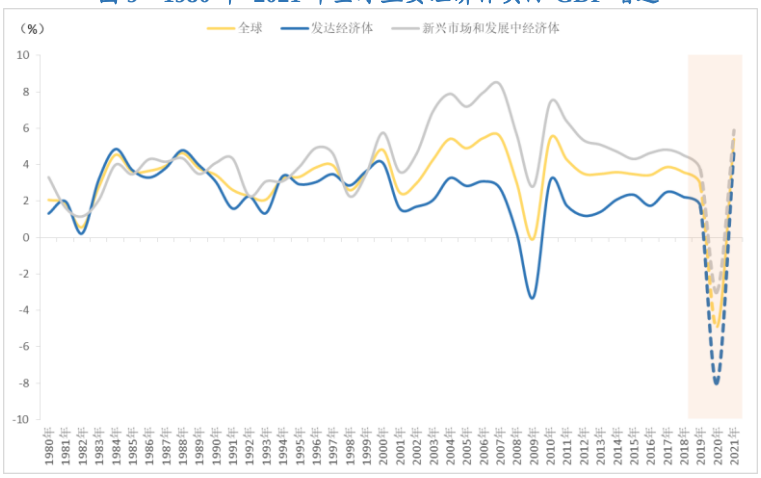
尤其是在新冠疫情暴发以后，各国政府在应对公共卫生危机以及刺激经济复苏的施政能力上表现良莠不齐，为巩固各国内部统治和重塑经济增长点，点燃了部分国家自我保护以及风险转嫁的排他主义情绪。比如，美国通过退出伊核协议、巴黎气候协定、世界卫生组织等方式强势主导并重塑国际规则，导致全球政治协作机制有所削弱；此外，在美国即将大选之际打出“中美脱钩”的口号，美国遣返中国驻休斯顿领事馆人员、对华为以及 Tik Tok 等中国企业进行制裁或封杀、要求在华美企将供应链从中国转出等，导致中美政治关系跌入冰点。大国之间的政治风险大幅攀升，降低了跨国公司海外投资的风险偏好，削弱了 FDI 全球价值链的稳定性。

2. 新冠疫情使欧美经济陷入衰退，削弱 FDI 主要流出国的投资能力

在感染人数上升以及公共医疗资源紧缺的背景下，全球疫情防控工作依旧举步维艰，全球经济面临自二战以来最大的衰退压力。IMF 预计今年全球经济增速将下降至-4.9%，为上世纪 30 年代大萧条以来最严重的经济衰退。其中，发达经济体今年增长率将跌至-8.0%，美国及欧元区分别下降至-8.0%及-10.2%；新兴市场和发展中经济体预期增长率为-3.0%，其中，中国（1.0%）将是全球唯一保持经济增长的主要国家（见图 9）。一方面，新冠疫情在美国大暴发导致各州颁布“居家令”，使美国居民消费和服务业均受到严重影响，加速了美国企业的破产潮和居民失业，美国二季度 GDP 环比折年率下降至-31.7%；另一方面，欧元区多国受疫情影响严重，因采取严格的公共卫生防御措施，欧元区经济供需两端活动量锐减，经济下行压力增大。2020 年二季度，欧盟和欧元区经济增速分别同比下降 14.4%和

15%，为 1995 年以来最大降幅。由于欧美发达经济体为全球 FDI 流出的主力，二者经济陷入衰退直接削弱全球 FDI 流出的投资能力，造成 FDI 全球价值链的上游供给不足，相应对中、下小游的中间投入和最终产出环节产生冲击，而最终风险会由医疗设备健全的发达经济体转移至卫生系统薄弱且高度依赖国际贸易和投资的小型开放经济。

图 9　1980 年~2021 年全球主要经济体实际 GDP 增速



数据来源：IMF，联合资信整理

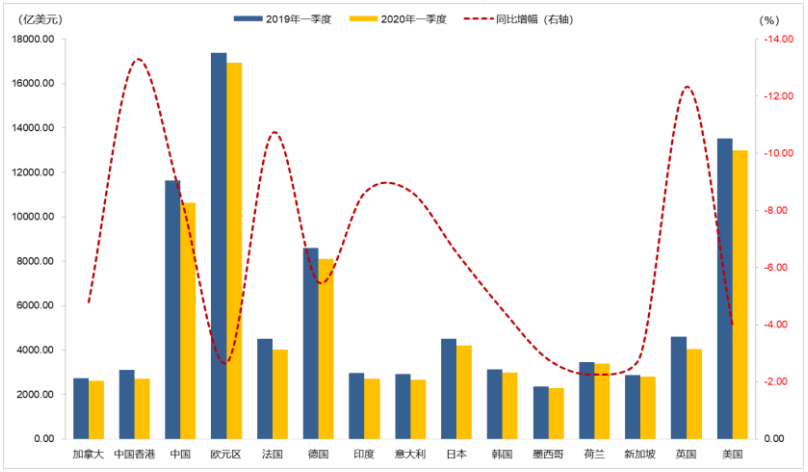
整体看，新冠疫情拖累欧美经济发展，相应欧美跨国公司的活动量也会锐减。根据经合组织（OECD）数据显示，2020 年一季度全球 FDI 规模下降至 1.9 万亿美元，同比大幅下滑逾 50%，全球 FDI 陷入低谷。欧美跨国公司的对外输出能力削弱，直接影响东道国中下游的企业经营和人员就业，比如苹果公司准备将 iPhone 的部分生产线由中国转至印度、波音公司全球裁撤 1.6 万名员工、可口可乐公司决定在全球范围内展开裁员并减少相关业务部门的数量等。

3. 新冠疫情下贸易保护继续加码，对 FDI 全球价值链造成一定阻碍

特朗普政府上台后，试图在全球范围内重建贸易秩序，包括与加拿大、墨西哥重新谈判北美自由贸易协定；欲对中国、日本、欧盟的钢铝、汽车、农产品等行业加征关税等。贸易保护升级严重拖累了全球制造业的发展，比如欧洲经济高度依赖工业加工和贸易出口，全球贸易摩擦严重削弱了欧洲的新增订单数量，导致欧洲经济持续走弱。新冠疫情后，美国继续加码全球贸易保护步伐，8 月 6 日美国宣布将对加拿大进口的部分铝产品恢复加征 10%的关税，随后加拿大做出反制举措，将对从美国进口的含铝产品征收价值 36 亿加元关税；8 月 12 日美国宣布对价值 75 亿美元的欧盟输美商品加征关税，其中美方对进口欧盟大型民用飞机的加征关税由之前的 10%上调至 15%。2020 年一季度，欧元区、美国以及中国的贸易总量分别下降至 1.7 万亿美元、1.3 万亿美元以及 1.1 万亿美元，分别同比下滑 2.7%、4.0%以及 8.5%，贸易总量均出现明显萎缩（见图 10）。目前，全球约 80%的贸易进

出口通过跨国公司的全球价值链来实现，贸易进出口规模的萎缩对全球 FDI 全球价值链形成严重阻碍。

图 10　2020 年一季度全球主要经济体贸易进出口总额



数据来源：IMF，联合资信整理

4.　新冠疫情促使部分国家产业转移，阻断或缩短全球供应链链条

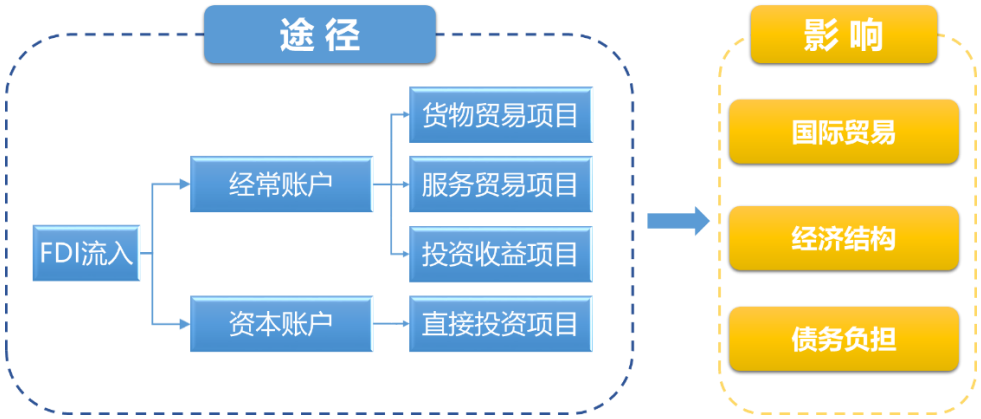
供应链是全球价值链的重要组成部分，新冠疫情全球蔓延加剧了全球供应链的断裂。在过去的经济全球化背景下，跨国公司通过配置全球资源，将成本流向更低的地区而利润流向更高的地区，享受价值链顶端的高额收益，很多本国市场狭小的发达经济体（如日本）多依赖产业转移，也因此导致国内制造业存在一定空心化问题。在新冠疫情蔓延以及逆全球化的背景下，暴露出产业链全球布局的不足。比如，新冠疫情暴发初期，口罩等战略物资稀缺，但由于生产厂家多在东亚或东南亚地区，在人员和物品流动受阻的情况下，容易出现重要物资供应链断裂的问题，直接对本国的商品供求市场产生冲击。因此，新冠疫情加速了各国核心产业回归或转移的计划。

日本方面，政府 4 月公布了 108 万亿日元的经济刺激方案，其中约 20 亿美元用于帮助公司将生产转回日本，加紧了供应链企业回归本土的趋势。美国方面，美国发布《保护战略矿产品安全和可靠供应的联邦战略》以及《美国联邦信息通讯技术中来自中国供应链的脆弱性分析》等报告，意在降低对海外供应链的依赖程度；美国财政部发布《外国投资风险审查现代化法案（FIRRMA）》实施细则，以扩大对外国投资的审查范围并修改审查程序。欧洲方面，欧盟颁布《外资审查条例》，该条例明确了欧盟成员国可以合法阻止外资对涉及关键基础设施、技术、原材料和敏感信息的收购交易，对外直接投资面临更严密的审查。

三、 FDI 全球价值链的削弱对发展中经济体的影响

FDI 主要通过资本账户下的直接投资项目和经常账户下的货物贸易、服务贸易以及投资收益项目四个途径进入东道国。本文选取 25 个[5]发展中经济体作为样本，涵盖亚洲、欧洲、美洲以及非洲，主要从经常账户途径来分析 FDI 全球价值链的削弱对发展中经济体在国际贸易、经济结构以及债务负担方面所产生的影响。

图 11 国际直接投资流入东道国的主要途径和影响



数据来源：联合资信整理

（一） FDI 对发展中经济体国际贸易的影响

1. 发展中经济体处于 FDI 全球价值链的中、下游地位，需要经历由“出口导向”向“进口替代”贸易阶段的转型

由于发展中经济体在 FDI 全球价值链中处于中、下游地位，从高度依赖 FDI 到高度吸引 FDI 的转变往往需要经历由“出口导向”向“进口替代”贸易阶段的转型。

在出口导向阶段，发展中经济体多处于工业化起步初期，需要依赖自身的资源禀赋和政策支持来吸引 FDI 以弥补国内资金短缺；此外，还需要凭借人口和资源红利来生产和出口低附加值产品，同时进口大量工业制成品和先进技术来支持经济发展。越南正处于出口导向阶段，由于中国的人力成本相对较高，越南可以承接部分中国的产业转移，凭借自身更加低廉的人口红利优势，把握全球制造业产业转移的机会，大力完善基础设施建设并积极发展加工制造业，成功吸引了电子产品、纺织品服装、制鞋等行业的外商建厂投资，使

[5] 样本选取方法：在联合资信已评级的发展中国家样本中，筛选出 FDI 流入/GDP 指标大于（等于）2%的国家作为分析样本。选取的 25 个样本国包括：尼日利亚、南非、埃及、巴西、墨西哥、智利、阿根廷、波兰、土耳其、俄罗斯、白俄罗斯、匈牙利、乌克兰、中国、印度、泰国、巴基斯坦、孟加拉国、印尼、马来西亚、越南、阿曼、柬埔寨、蒙古、格鲁吉亚。

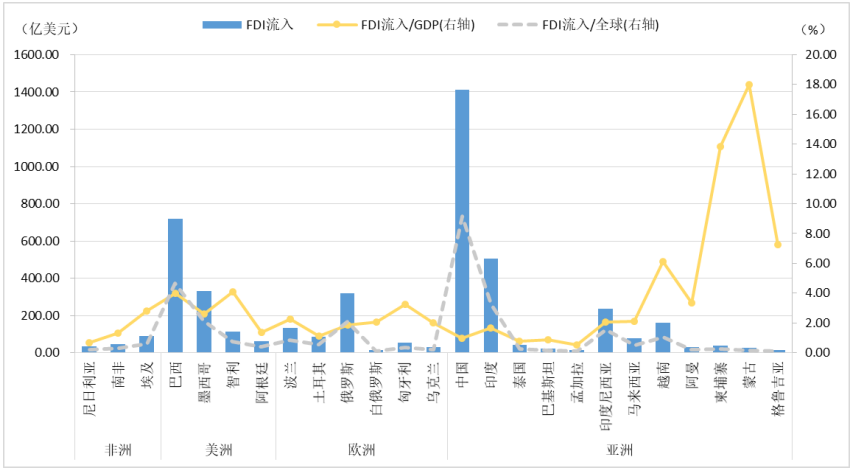
“越南制造”在全球迅速发展。2019 年越南 FDI 流入规模达到 161.2 亿美元，FDI 流入相当于 GDP 的比重高达 6.1%，远高于样本平均水平（3.4%），说明高度依赖 FDI 的流入。

在进口替代阶段，随着经济发展得到一定积累以及国内市场逐步扩大，东道国经济发展模式逐渐由出口导向型向进口替代型转变，同时伴随着国内投资环境的改善以及出口和资本输出的快速增长，与国际直接投资的关系也由依赖 FDI 流入上升为吸引 FDI 流入。巴西正处于进口替代阶段，巴西吸引 FDI 的能力很强，主要是因为巴西政府凭借自身资源优势，通过修宪逐步放松了国家对石油、天然气和矿产开采等领域的垄断，并对电信、电力业实行私营化，对外资的准入门槛大幅降低。2019 年 FDI 流入规模达到 719.9 亿美元，FDI 流入相当于 GDP 的比重为 4.0%，高于样本平均水平（3.4%）。

2. FDI 与国际贸易长期具有互补效应，发展中经济体高度依赖对外贸易且存在小幅贸易赤字问题

FDI 对国际贸易短期内存在替代效应，而长期看存在互补效应。从长期看，FDI 每增加 1%，出口贸易和进口贸易将分别增加 0.7%和 0.6%，因此 FDI 流动对东道国的贸易表现产生明显影响[6]。从 FDI 流入情况看（见图 12），2019 年样本国家合计吸引 FDI 流入 4,599.6 亿美元，占全球份额的 29.9%；中国（1412.3 亿美元）、巴西（719.9 亿美元）、印度（505.5 亿美元）、墨西哥（329.2 亿美元）以及俄罗斯（317.4 亿美元）位居前五；蒙古、柬埔寨、格鲁吉亚以及越南对 FDI 的依赖程度较高，FDI 流入相当于 GDP 的比重分别高达 18.0%、13.8%、7.3%以及 6.1%，多为小型开放经济体。

图 12　2019 年发展中经济体的 FDI 流入情况

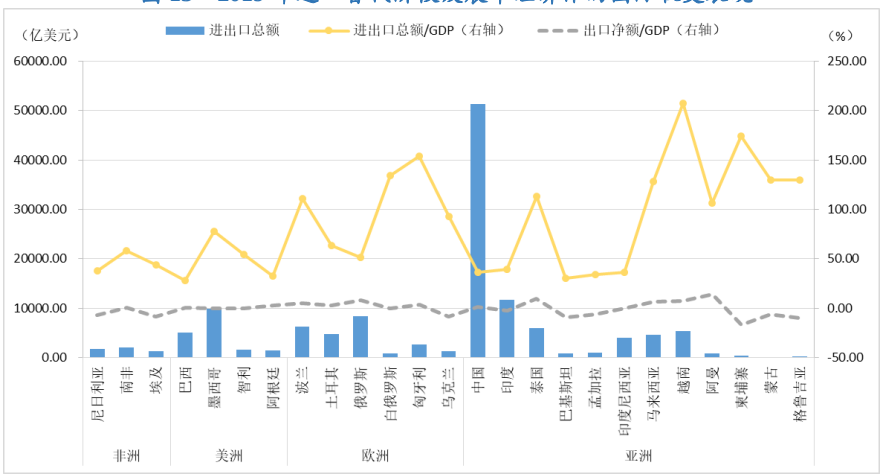


数据来源：IMF、UN-CTAD，联合资信整理

[6] 引用自《经管研究》2013 年第 1 期，《对外直接投资对进出口贸易的影响》，赵俊

从贸易表现看，2019 年样本国家贸易总量达到 13.4 万亿美元，相当于全球 GDP 的 15.5%；样本国家进出口总额相当于 GDP 的平均比重高达 84.2%，说明样本国家对外贸易依赖性较高，其中越南（207.4%）、柬埔寨（174.3%）、格鲁吉亚（129.7%）、蒙古（129.6%）、马来西亚（128.1%）等国的对外依存度超过 100%，外部风险敞口较大；样本国家净出口相当于 GDP 的平均比重为-0.52%，说明样本国贸易略有赤字，其中柬埔寨（-16.6%）、格鲁吉亚（-9.8%）、巴基斯坦（-9.1%）、乌克兰（-8.4%）以及埃及（-8.4%）等国贸易赤字严重（见图 13）。

图 13　2019 年进口替代阶段发展中经济体的国际收支表现



数据来源：IMF、UN-CTAD，联合资信整理

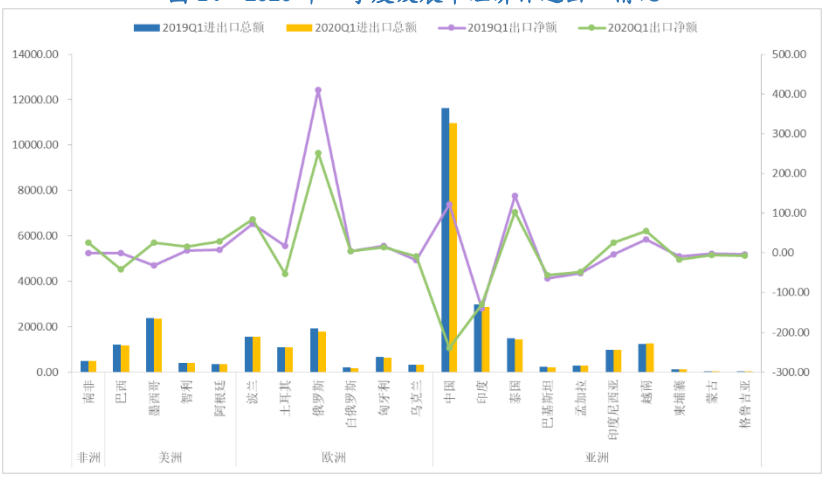
3. 新冠疫情阻碍 FDI 全球价值链，导致发展中经济体贸易规模大幅萎缩且贸易逆差明显走扩

2020 年一季度，受到新冠疫情、贸易保护主义以及欧美发达经济体经济下行的多重影响，全球 FDI 规模下降超过 50%，全球 FDI 陷入低谷。对发展中经济体而言（见图 14），社交隔离以及边检升级对 FDI 全球价值链造成一定阻碍，导致进出口贸易受到严重削弱。2020 年一季度，发展中经济体的平均进出口总量下降至 1,355.6 亿美元，同比下降 3.8%，整体贸易规模有所萎缩；平均净出口下降至 136.6 亿美元，同比大幅下跌近 95%，说明发展中经济体的贸易盈余大幅缩减。

从具体样本来看，2020 年一季度，进出口贸易总量收缩最为严重的国家有蒙古、俄罗斯以及中国，进出口总额同比降幅分别高达 21.5%、7.8%以及 5.8%。蒙古方面，由于自身为内陆国家且地理区位优势不足，经济发展严重依赖外资，一旦主要投资国国内经济形势或投资方向发生变化，蒙古将不可避免的面临外资撤离的风险，使得蒙古经济结构的抗风险能力较弱。此外，蒙古的最大贸易伙伴为中国，一季度中国受疫情影响严重，相应蒙古

的贸易规模大幅萎缩。一季度蒙古净出口下降至-5.8 亿美元，贸易赤字规模进一步扩大。俄罗斯方面，由于俄罗斯经济依赖石油等天然气的出口，但受到国际原油价格暴跌、金融市场波动、疫情防控措施升级等多重因素影响，俄罗斯国际投资和对外贸易大幅削弱，俄罗斯一季度净出口下降至 252.3 亿美元，同比大幅下降 38.4%，贸易盈余大幅削弱。中国方面，由于中国疫情暴发较早，政府在一季度已经采取隔离举措，受到全国停工停产以及国际贸易阻断的双重影响，中国一季度的净出口由正转负，并大幅下降至-239.5 亿美元，创历史新低。

图 14　2020 年一季度发展中经济体进出口情况



数据来源：IMF，联合资信整理

（二） FDI 对发展中经济体经济结构的影响

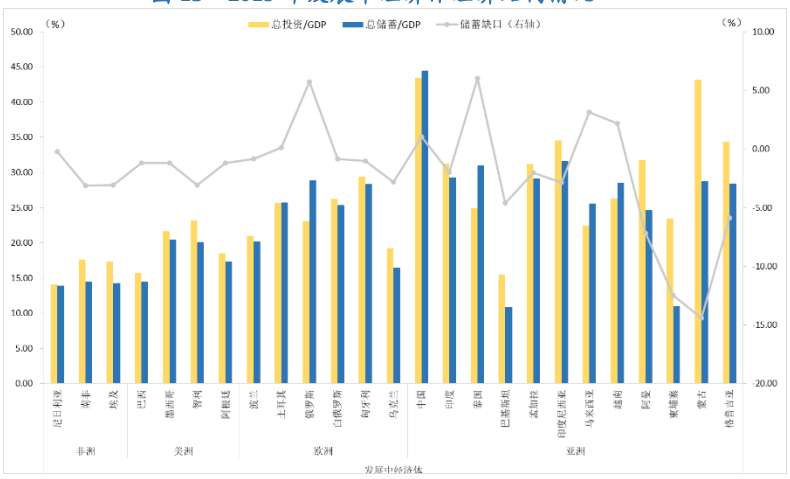
1. 发展中经济体面临储蓄和投资双缺口，需要依赖外资补充经济的发展，经济结构稳定性较差

由于发达经济体多处于 FDI 全球产业链的上游，受新冠疫情的冲击主要体现在 FDI 流出规模的削减以及部分产业链条的转移上；由于自身经济体量庞大且经济结构多元，整体抵御外部风险冲击的能力较强。而发展中经济体多处于 FDI 全球产业链的中下游，自主权较小且产品附加值较低；由于自身多存在结构性问题，如过度依赖单一产业、储蓄和投资的双缺口以及本币稳定性较差等问题，整体抵御外部风险冲击的能力较弱，新冠疫情带来的最终风险会由发达经济体转移至高度依赖国际贸易和投资的发展中经济体。

从经济结构看，发展中经济体在经济发展过程中存在储蓄和投资的双缺口问题。一方面，由于经济发展通常伴随着投资规模的扩大，但受到本国经济落后以及人均收入水平较低等因素影响，经常会出现国内储蓄无法满足投资扩张的需求，进而构成了储蓄对经济发展的约束。另一方面，由于东道国经济实力有限，投资所必需的技术、熟练劳动力、优秀

企业家以及投资过程中其他投入物的匮乏，进而构成了投资对经济发展的约束。2019 年，样本国家的总储蓄率与总投资率的平均差额为-2.1%，说明样本国家迫切地需要引进外资来发展本国经济和完善经济结构（见图 15）。

图 15　2019 年发展中经济体经济结构情况



数据来源：IMF，联合资信整理

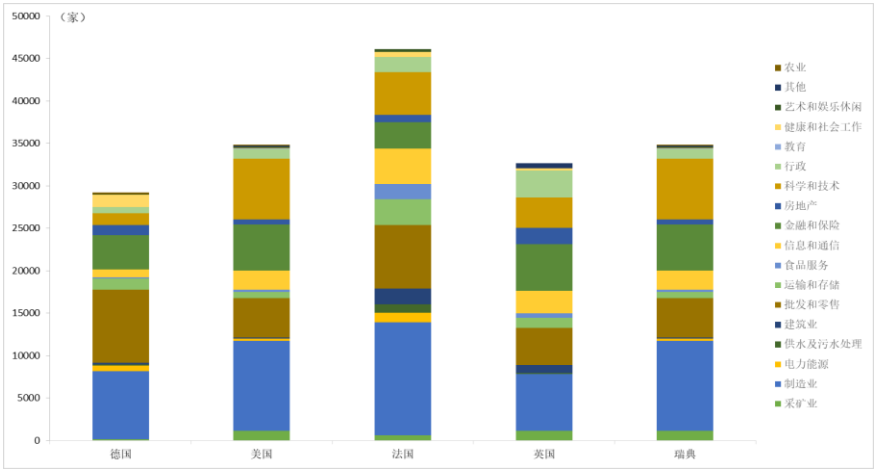
从具体样本来看，泰国是曾经的“亚洲五小虎”之一，在经历粗放式发展的高速增长阶段后，转型为进口替代发展模式，借助外资力量将资源禀赋由比较优势转化为竞争优势，在巩固现有工业生产能力的基础上建立新型产业，并最终形成高科技产业链闭环并带动经济发展。政府提出“东部经济走廊”计划，通过大力发展高铁、铁路复线、机场、港口等基础设施及实行一系列投资优惠政策吸引投资，发展高附加值的新产业，通过创新和技术运用促进泰国经济转型升级。受新冠疫情的影响，全球经济放缓增加国际贸易和国际投资壁垒，泰国 2020 年一季度 GDP 增速下降至-12.2%，再加上疫情对泰国的房地产业以及旅游业产生严重冲击，使其经济结构稳定性大幅下降。

2. 欧美跨国公司缩减 FDI 流出规模，对发展中经济体的制造、服务以及金融行业发展产生较大冲击

欧美发达经济体 FDI 流出主要分布在制造业、服务业以及金融业，欧美发达经济体的跨国公司力量对发展中经济体产生深远影响。一方面，欧美跨国公司为东道国创造就业和贡献税收。截至 2016 年，美国、英国、法国、德国以及瑞典等国在全球范围内（除本土）的跨国公司数量分别高达 3.5 万家、3.3 万家、4.6 万家、2.9 万家以及 1.8 万家，营业收入分别高达 5.8 万亿美元、0.6 万亿美元、1.5 万亿美元、2.2 万亿美元以及 3.2 万亿美元，相当于 GDP 的比重分别高达 30.9%、23.4%、59.3%、64.7%以及 626.9%（见图 16）。跨国公司的巨额营业收入有利于东道国增加税收收入以及解决当地就业问题，比如，2016 年仅美

国跨国公司在全球就雇用超过 4,230 万人，占美国私营行业总就业人数的 22%。另一方面，欧美跨国公司对全球各行各业发展起到带动作用。欧美跨国公司输出先进技术、管理优势以及资金，有助于扶植东道国相关行业的发展，并相应带动中、下游企业经营。截至 2016 年，美国、英国、法国、德国以及瑞典等国跨国公司主要分布在建筑业、批发与零售以及金融行业，平均占比高达 27.5%、17.6%和 10.9%，合计占比超过 55%。

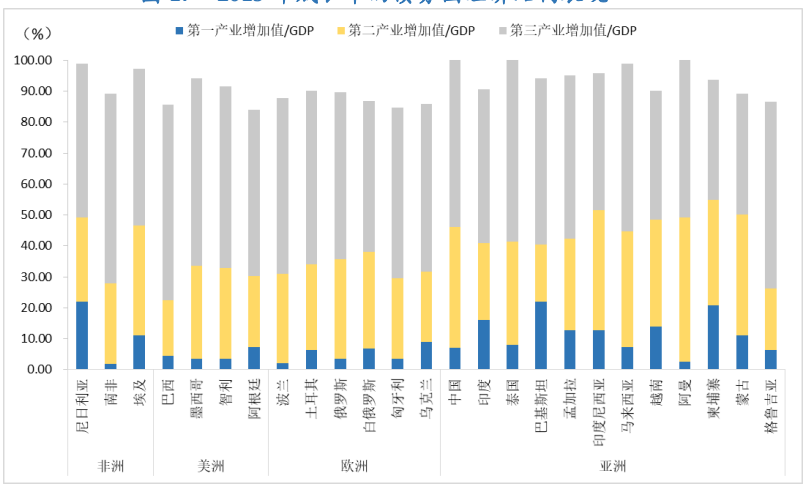
图 16　2016 年 FDI 欧美主要 FDI 输出国跨国公司数量（分行业）



数据来源：UN-CTAD，联合资信整理

在 FDI 全球价值链中，发展中经济体主要承接欧美发达经济体 FDI 流出的制造业，因此工业往往在国民经济中占据重要地位。从产业结构看，2019 年发展中经济体农业增加值、工业增加值以及服务业增加值占 GDP 的平均比重分别为 9.0%、30.2%以及 52.9%，而全球三大产业增加值占 GDP 的比重分别为 4.0%、27.8%以及 61.2%，说明发展中经济体主要依赖农业和工业发展，服务业表现相对落后，产业结构有待升级和完善。其中，柬埔寨（38.9%）、蒙古（39.0%）以及越南（41.6%）为第三产业占最低的国家（见图 17）。

图 17　2019 年成长中的债务国经济结构表现



数据来源：世界银行，联合资信整理

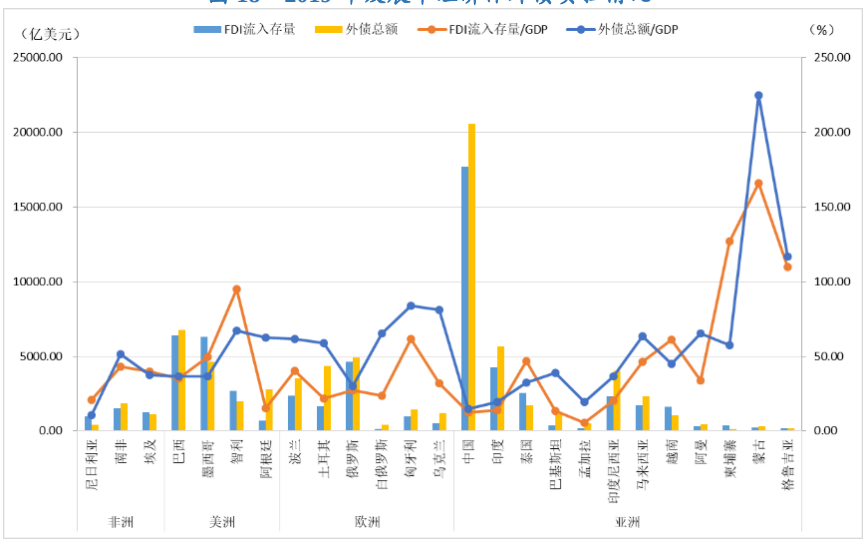
从具体样本来看，由于柬埔寨在国际产业链分工中处于低端位置，主要出口利润较低的源和劳动密集型产品，贸易对经济的拉动作用有限，经济发展更重视投资的拉动作用。柬埔寨的总储蓄水平较低（11.03%）但总投资水平较高（23.50%），二者的储蓄缺口主要通过吸引外资来补足，柬埔寨主要通过承接东亚国家产业转移的契机，政府通过改善投资环境和提升政府效率以吸引大量外商投资，以促进本国农业、加工制造业以及房地产业的发展。但受新冠疫情影响，欧美发达经济体 FDI 流出规模大幅削弱，相应拖累柬埔寨的制造业发展。

（三） FDI 对发展中经济体债务负担的影响

1. 发展中经济体的 FDI 流入存量规模与外债总额存在一致性

对发展中经济体而言，需要 FDI 来弥补其投资和储蓄的缺口，而 FDI 实质上是一种融资方式，一国所吸引的 FDI 流入存量规模可以被视为其债务，样本国家的 FDI 存量规模与外债总额存在一致性。从 FDI 存量来看，2019 年，样本国家 FDI 流入存量规模达到 6.2 万亿美元；平均存量规模也高达 2,472.3 亿美元，相当于 GDP 的平均比重为 46.4%，高于世界平均水平（41.8%）约 4.6 个百分点；其中蒙古、柬埔寨以及格鲁吉亚对 FDI 流入存量相当于 GDP 的比重最高，分别高达约 166%、127%以及 110%。从外债表现来看，截至 2019 年末，样本国家的平均外债规模达到 2,938.5 亿美元，外债总额相当于 GDP 的平均比重为 56.7%，其中蒙古（225%）以及格鲁吉亚（117%）的外债负担较重，均超过 100%（见图 18）。通过以上数据不难看出，样本国家的 FDI 流入存量规模与其外债总额存在一致性。

图 18 2019 年发展中经济体外债负担情况



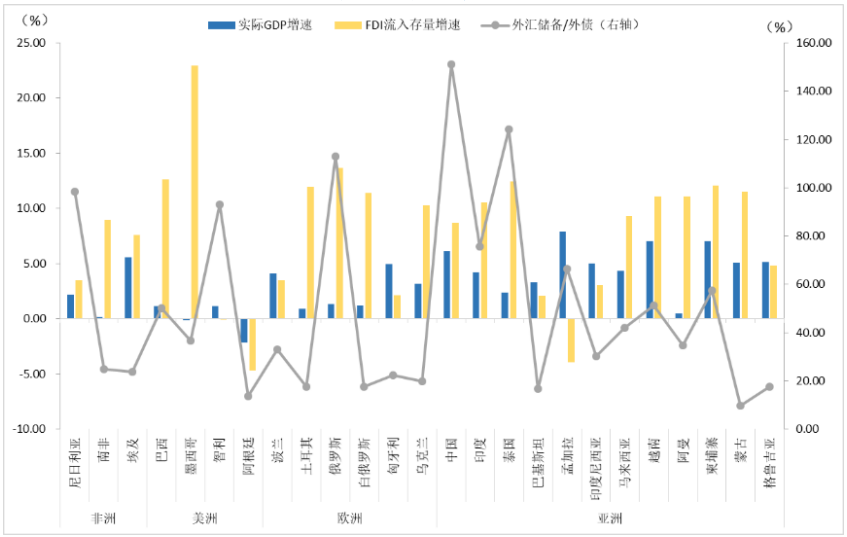
数据来源：IMF、UN-CTAD、世界银行，联合资信整理

从具体样本来看，随着柬埔寨城市化进程不断推进，建筑行业成为拉动经济增长的主要引擎，吸引大量海外热钱涌入本国地产和基建领域，相应带动政府、企业以及家庭的债务杠杆上升。2019 年柬埔寨的 FDI 流入存量相当于 GDP 的比重为 127.31%，约为本阶段平均水平的 3 倍，说明柬埔寨经济体量较小且经济发展严重依赖国际直接投资，存在较大的国际热钱投机风险。

2. 新冠疫情下发展中经济体存在严重外汇缺口，外债偿付实力有所下降

发展中经济体的外债偿付能力存在两个主要困难。一是外汇储备缺口，发展中经济体需要通过国际贸易和国际投资获取美元外汇，但是美元存在“特里芬两难”，即美元作为国际储备和国际清偿的核心货币，为满足各国对美元储备的需要，美国只能通过对外负债的形式提供美元，但美国长期的国际收支逆差将造成国际清偿力过剩，再加上疫情之后美元指数走弱，存在美元贬值以及发展中经济体外汇储备缩水的问题。另一方面，受到新冠疫情以及贸易保护主义的影响，发展中经济体贸易逆差走扩且 FDI 流入削减，造成外汇储备获取能力有所下降。2019 年，样本国家外汇储备相当于外债总额的平均比重为 50%左右，外债偿付实力一般；其中，阿根廷、土耳其、白俄罗斯、乌克兰、巴基斯坦、蒙古以及格鲁吉亚的外债偿付实力不足 20%，面对较高的外债违约风险。二是发展中经济体经济增速趋缓，无力消化 FDI 流入存量增速。2019 年样本国家的平均实际 GDP 增速为 3.3%，而 FDI 流入存量增速高达 7.9%，经济增长无法满足 FDI 的债务增长速度。比如，2019 年柬埔寨外债总额相当于 GDP 的比重上涨了 3.19 个百分点，FDI 流入存量增速（12.05%）远高于实际 GDP 增速（6.97%），说明柬埔寨的债务偿付压力有所增大（见图 19）。

图 19　2019 年发展中经济体外债负担情况



数据来源：IMF、UN-CTAD、世界银行，联合资信整理

通过以上分析，本文建立 FDI 流动风险打分表模型，以评估样本国家在新冠疫情冲击以及欧美缩减 FDI 流出规模背景下的风险程度和脆弱性。打分表模型从国际贸易风险、经济结构风险以及外债负担风险三个维度共计 9 个指标进行打分（见图 20），分数越低表示风险越小和脆弱性越小；反之，分数越高表示风险越大和脆弱性越大。从最终结果看，内陆国家和小型经济体抵御 FDI 变动的能力较差，比如，蒙古、格鲁吉亚、柬埔寨以及乌克兰的风险很高且脆弱性很大；经济体量庞大且国内产业多元化发展的国家受 FDI 变动影响较小，比如，中国和俄罗斯的风险较低且脆弱性较小。

图 20　FDI 流动对样本国家经济脆弱性影响程度

序号	国家	国际贸易风险得分	经济结构风险得分	外债负担风险得分	总风险得分	脆弱性
1	蒙古	1.41	2.00	1.50	4.91	很大
2	格鲁吉亚	1.50	1.64	1.50	4.64	很大
3	柬埔寨	1.50	2.00	0.95	4.45	很大
4	乌克兰	1.14	1.64	1.28	4.06	很大
5	匈牙利	1.08	1.52	1.32	3.92	较大
6	白俄罗斯	1.02	1.64	1.16	3.82	较大
7	阿曼	0.99	1.76	0.95	3.70	较大
8	智利	0.93	1.48	0.96	3.37	较大
9	越南	1.14	1.36	0.87	3.37	较大
10	埃及	0.96	1.48	0.81	3.25	较大
11	阿根廷	0.60	1.48	1.08	3.16	较大
12	巴基斯坦	0.72	1.60	0.84	3.16	较大
13	马来西亚	0.84	1.24	1.02	3.10	较大
14	波兰	0.84	1.20	1.02	3.06	较大
15	南非	0.63	1.36	1.01	3.00	较大
16	印尼	0.84	1.28	0.71	2.83	一般
17	土耳其	0.54	1.20	1.04	2.78	一般
18	巴西	1.05	1.04	0.60	2.69	一般
19	墨西哥	0.84	1.04	0.78	2.66	一般
20	孟加拉国	0.63	1.48	0.41	2.52	一般
21	尼日利亚	0.63	1.48	0.38	2.49	一般
22	印度	0.78	1.28	0.41	2.47	一般
23	泰国	0.54	0.96	0.57	2.07	一般
24	俄罗斯	0.45	0.80	0.50	1.75	较小
25	中国	0.45	0.76	0.30	1.51	较小

注：得分按照风险水平划分为 1~5：1（很低）、2（较低）、3（一般）、4（较高）、5（很高），分数越低表示风险越小

数据来源：联合资信整理