

## 敏感的引擎

投资，毋庸置疑，是经济增长的引擎。投资的数量和质量共同决定了一国经济的长期表现。

投资的数量可以用“投资率”，即投资支出占 GDP 比例，来衡量。加入 WTO 后，中国的投资率基本维持在 40% 以上，这是中国经济实现高速增长的基础。作为对比，美国的投资率长期维持在 15% 到 20% 之间。

投资的质量也叫投资效率，理论上可以用投资回报率衡量。在微观层面，投资者常用 ROIC (Return on invested capital, 投入资本回报率) 衡量投资效率和资产质量。如果一家公司的 ROIC 高于其资金机会成本，那么该公司的投资是创造价值的，反之则是毁灭价值的。但在宏观层面，缺乏一个衡量总体投资质量的量化指标。

尽管如此，投资的质量对经济长期表现的影响肉眼可见。改革开放前中国的投资率并不低，尤其在“大跃进”期间，投资率曾达到 40% 以上。但直到改革开放前夜，中国仍然挣扎在国际贫困线。然后改革开放改变了一切。

为什么改革开放能提升投资质量？因为引入了市场和允许私人投资创业。在计划经济中，计经委官员是主要的投资决策者，花公家的钱，最后由政府来裁判输赢。而在市场化改革过程中，企业家渐渐成为主要的投资决策者，企业家花自己的钱投资，最后由市场来判断输赢。很显然，企业家更可能找到甚至创造新的市场需求，更可能控制成本，从而生成高回报的资产。

同时，企业会在市场压力下放弃失败的投资，否则市场会让企业破产清算，把占用的资源让给其他企业。但在计划经济下，投资一旦决定，就必须成功，越是失败的投资，越需要长期输血。一个是优胜劣汰，一个是错上加错，长期积累起来的差距是惊人的。所以我们看到改革开放前后翻天覆地的变化，也看到隔壁南北朝经济表现的强烈反差。

高质量的投资也能支持较高的投资率。资产回报高，企业利润高，于是有更多的资源用于投资，不用强制压低消费。事实上，在市场经济中，消费越旺盛，投资越活跃。而在改革开放前，因为资产回报低，为维持较高的投资率，不得不用扭曲的价格体系抑制居民收入和消费，所谓“勒紧裤腰带搞建设”。

## 是未来，也是当下

投资对宏观经济的意义，不只是未来的回报。因为一家企业的投资支出是另一家的收入，后者又支持着工资和利润，所以加总起来，总投资是支持当前工资和利润的重要支柱。这是个典型的“宏观”观察，微观视角中的个体一般不会考虑他的投资对供应商以及供应商的员工和股东有什么影响。

如果忽略生产税和净出口，我们有如下等式：

**工资 + 利润 = 消费 + 投资，**

左边为收入，右边为支出，其中工资就是宏观数据中的“劳动者报酬”，利润包括“生产者盈余”和“折旧”，消费包括居民和政府消费，投资包括“固定资本形成”和“存货变动”。在宏观层面，如果相当一批企业投资支出下降，而居民和政府消费支出不能自动上升，从而抵消投资的下降，那么当前的工资和利润就无法维持。往往利润率先大跌，然后工资随着失业上升而下降。

随着利润和工资下跌，消费支出也会受压，投资预期进一步恶化。因为这种恶性循环，投资支出的下降对经济的负向影响会超过其本身下降的幅度(乘数效应)。

而如果投资支出上升，对经济的正向影响也会超过其本身上升的幅度。这一点，那些非常在乎短期政绩的地方官非常清楚。即使是没有长期回报的面子工程，短期也会带来繁荣和漂亮的 GDP 增长数字。当然，这种增长是不可持续的。

## 敏感的引擎

既担负未来，也造就当下，投资就这么重要。但他偏偏又有敏感多变的性格：一会儿亢奋，投资者无所畏惧，甚至害怕落下而错过机会，所谓的 FOMO (Fear of missing out)；一会儿忧郁，谨小慎微，疑神疑鬼。引擎的神经如此纤细敏感，经济也就难免大起大伏。

如果只是经济内生的周期波动，问题还容易应对。货币和财政政策可以在经济过热时抑制需求，在经济衰退时刺激需求，包括消费和投资需求，从而降低经济波动的幅度。只要波动幅度有限，宏观经济这辆大车就会继续前行。社会可以安全地对经济保持无知，同时享受他的服务。

不好应对的，是影响长期趋势的所谓结构变化。可以是政局的变化，政策导向的变化，人口趋势的变化，国际关系的变化，等等。

宏观的投资需求，说到底其实是极少数企业家和创业者的贡献。他们是领头羊，绝大多数是跟随者。他们是老板，绝大多数是员工。他们爱搞事情，绝大多数喜欢安稳。他们被凯恩斯所说的“动物精神”驱动，而绝大多数被冷静的算盘困困。我们的宏观经济，虽然体量庞大貌似无惧风雨，但其实总是处于一个脆弱的平衡：一边是开拓的极少数，另一边是保守的绝大多数。即使是开拓的极少数，内心的冲动和理性也在左右互博。是极少数的洪荒之力，克服内心和外界阻力，在推动经济发展。

当某种不利的结构变化发生时，这个脆弱的平衡会瞬间倾覆。投资引擎不会停止，但不再有往日的轰鸣。经济最终会找到新的平衡，但往日的繁花不再。

这时财政和货币政策还有用吗？肯定有用，它们能帮助经济更平稳地找到新的平衡。但它们只是管理周期的政策，无力改变趋势，无力把经济送回原来的轨道。

2024. 3. 14