

# “一带一路”倡议与沿线国家投资风险： 风险规避还是风险化解

刘永辉 宋 鑫 司继春

(上海对外经贸大学统计与信息学院,上海 201620)

**[摘 要]** 针对“一带一路”倡议显著增加了我国对沿线国家的直接投资,而问题投资并没有同步增加这一现象,从投资风险的视角揭示风险因素在我国对“一带一路”沿线国家直接投资中的影响。通过构建 179 个国家和地区的投资风险指数,使用双重差分模型实证研究“一带一路”倡议前后风险因素对我国对外直接投资,特别是问题投资的影响。研究发现,我国企业对“一带一路”沿线国家的投资没有明显的事前风险规避行为,甚至对经济风险和信用风险还表现出一定的风险偏好;“一带一路”倡议显著降低了沿线国家的投资风险,且对东道国的投资风险具有一定化解作用,特别是政治风险。研究结论为深化我国与“一带一路”沿线国家的投资合作、控制投资风险提供了实证依据。

**[关键词]** “一带一路”;对外直接投资;政策效应;投资风险

**[DOI 编码]** 10.13962/j.cnki.37-1486/f.2024.02.010

**[中图分类号]** F742 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 2095-3410(2024)02-0123-13

## 一、引言

2013 年 9 月和 10 月,国家主席习近平在出访中亚和东南亚国家期间,先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21 世纪海上丝绸之路”的重大倡议。倡议的提出得到了国际社会的高度关注,我国与“一带一路”沿线国家的合作也日渐密切。2019 年,在第二届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上,习近平主席指出,共建“一带一路”为世界经济增长开辟了新空间,为国际贸易和投资搭建了新平台。

在“一带一路”倡议实施的大背景下,我国对“一带一路”沿线国家的投资日益增加(吕越等,2019)<sup>[1]</sup>,但随之而来的还有投资风险。“一带一路”沿线国家多为制度环境较差的发展中国家(王培志等,2018)<sup>[2]</sup>,其政治、文化、社会等影响投资的因素差异巨大,使得我国企业在进行投资时,对不同国家、不同种类投资风险的识别存在较大的难度,以至于有不少企业存在盲目投资的现象(袁其刚、郜晨,2019)<sup>[3]</sup>,这种行为本身势必会给我国对外投资带来很大的风险隐患。与此同时,中国对外直接投资风险总体呈现出发生频率高、资金规模大、风险高发行业

**[基金项目]** 国家社会科学基金一般项目“‘一带一路’沿线国家投资风险的统计研究”(19BTJ036)

**[作者简介]** 刘永辉(1964—),男,山东枣庄人,上海对外经贸大学统计与信息学院教授、博士生导师。主要研究方向:对外经贸统计。

相对固定和区域集中度高等特征(郭建宏,2017)<sup>[4]</sup>,在此背景下所发生的投资项目搁浅等问题,将会给我国企业带来较大的经济损失。

作为我国对外投资风险的集中体现,问题投资正成为我国对外直接投资研究重要的问题。根据中国全球投资跟踪(China Global Investment Tracker,CGIT)数据库的定义,问题投资是指因非商业因素干扰投资商业协定导致搁浅的项目(Scissors,2018<sup>[5]</sup>;金刚、沈坤荣,2019<sup>[6]</sup>)。CGIT数据库是目前唯一一个提供中国企业对外投资是否出现问题的数据库,该数据库包括了我国企业2005年以来对外投资中投资额在1亿美元以上的每笔投资的详细资料,每笔投资都包含了投资总额与投资数量,并标记了是否为问题投资、是否为绿地投资以及投资目的国是否属于“一带一路”沿线国家等。这一数据库已经被越来越多的学者用于我国对外投资的研究(金刚、沈坤荣,2019<sup>[6]</sup>;沈坤荣、金刚,2018<sup>[7]</sup>;Du和Zhang,2018<sup>[8]</sup>;杨连星等,2016<sup>[9]</sup>)。其中,金刚和沈坤荣(2019)<sup>[6]</sup>就使用该数据库研究了中国企业对沿线国家交通基础设施类行业的投资行为,指出我国对“一带一路”沿线国家交通投资增加的同时,与之对应的问题投资却并没有相应增加,从而驳斥了我国对“一带一路”沿线国家投资是“债务陷阱”的质疑。

但我国对沿线国家的直接投资与问题投资的不均衡发展不止发生在交通行业,事实上,这一现象在我国对沿线国家的整体投资上具有一定的普遍性。本文使用CGIT数据库更加详细地观察了2005–2019年我国对“一带一路”沿线国家投资情况。如表1所示,从投资数量上来看,“一带一路”倡议提出以前,我国对沿线国家平均每年投资额在1亿美元以上的投资仅仅有1.05项,而“一带一路”倡议提出后,该数字是之前的约2.5倍。与此同时,“一带一路”倡议提出后,问题投资的数量比提出以前多了2倍,政策性的投资倾斜并没有带来同等规模问题投资的增加。这种不成比例的增长背后的成因是什么?风险又在其中扮演了何种角色?这些问题都值得我们深入挖掘,同时对于这两个问题的解答不仅能够解释投资与风险之间的相互关系,还能够为相关企业的投资方向提供思路。

表1 我国对“一带一路”沿线国家对外投资的描述性统计

变量	2012年及之前		2013年及之后	
	均值	标准差	均值	标准差
投资总额(百万美元)	674	1511	1458	2344
投资项目数(个)	1.05	1.62	2.64	3.50
问题投资项目数(个)	0.07	0.30	0.14	0.41

为揭开这一现象背后的深层原因,本文设计了以下研究思路:首先,为准确考察世界各国的投资风险状况,本文构建了2005–2019年全球179个国家和地区的投资风险指数;其次,使用双重差分模型,从总投资额、投资数量、问题投资等方面,全面量化评估了“一带一路”倡议前后我国对“一带一路”沿线国家投资的变化程度,验证了倡议提出后投资与问题投资非均衡发展这一问题的真实存在性与偏离程度;再次,从总风险及风险分类的视角,分析了我国企业对“一带一路”沿线国家投资的风险偏好;最后,量化评估了“一带一路”倡议对沿线国家的投资风险的影响。

本文的边际贡献如下:首先,本文的实证结果发现“一带一路”倡议提出后我国对沿线国家的投资显著增加,然而问题投资的发生并没有随之等比例增加,补充了文献中关于问题投资

的相关研究结论;其次,通过不同类型风险的分类,本文发现我国对“一带一路”沿线国家的投资偏好经济风险、信用风险较高的国家,而造成问题投资的主要风险是经济风险,这对我国进一步对外投资具有一定指导意义;最后,本文发现我国的对外投资降低了“一带一路”沿线国家的投资风险,为我国进一步深化对外投资和国际合作提供了经验证据。

本文结构如下:第二部分梳理了与本文相关的文献并在此基础上提出了对外直接投资不均衡发展的理论假设,第三部分简单描述了投资风险度量方法及测度结果,第四部分为实证分析和检验,最后一部分是依据本文结论给出的政策建议。

## 二、文献评述与理论假设

中国企业海外投资环境日趋复杂,“一带一路”投资面临着更加显著的投资风险(胡必亮、刘清杰,2023)<sup>[10]</sup>,关于风险在直接投资中所扮演的角色,主要从三个方面展开研究。一是,造成我国海外投资风险的因素很多。蒋冠宏(2015)<sup>[11]</sup>使用企业数据研究了东道国制度、文化及其差异对我国企业对外直接投资风险的影响,并且这种影响在不同收入国家表现出了一定的差异性。二是,投资风险对我国对外直接投资造成了影响。袁其刚和郜晨(2019)<sup>[3]</sup>研究了政治风险的四个维度对中东欧国家投资的异质性影响。杨娇辉等(2016)<sup>[12]</sup>使用面板分位数模型考察了东道国制度风险与我国对外直接投资之间的关系,认为我国 OFDI 并不存在“制度风险偏好”。金刚和沈坤荣(2019)<sup>[6]</sup>则主要从信用风险的角度探讨了对“一带一路”沿线国家的交通投资的影响,揭示了信用风险在其中扮演的角色。赵明亮(2017)<sup>[13]</sup>指出汇率波动、共同语言、政治动荡、反华情绪和主权摩擦等风险均会影响我国在“一带一路”沿线国家的投资,但其并没有构造完整的指标体系,这几类风险似乎不能全面度量我国在对外投资过程中所面临的风险。刘永辉和赵晓晖(2021)<sup>[14]</sup>则从投资便利化的角度研究了其与我国 OFDI 之间的关系,虽然投资便利化可以很大程度上降低投资风险,然而仍没有从风险视角讨论我国对“一带一路”沿线国家的投资效应。三是,我国对外投资也改善了企业自身的投资风险。孙焱林和覃飞(2018)<sup>[15]</sup>使用我国上市公司数据发现,对“一带一路”沿线国家的投资降低了企业的投资风险,然而该风险指的是我国上市公司的风险,而东道国投资风险。

综上,尽管学者们围绕我国对“一带一路”沿线国家直接投资以及投资过程中所伴随的东道国风险问题做了较为深入的研究,但针对倡议前后我国对沿线国家总投资与问题投资的非均衡发展这一问题,并未给出合理的解释。特别是对此过程中投资风险扮演何种角色、我国投资企业针对不同风险类型的态度均未做过较为深入的研究。为解答这一问题,本文提出了两个基本假说。

假说 1:我国对外直接投资对沿线国家的投资风险具有事前风险规避效应。

企业作为以营利为目的的个体,在进行对外投资的事前,会充分评估东道国的投资风险,进而做出投资决策(赵云辉等,2020)<sup>[16]</sup>。即我国企业在对“一带一路”沿线国家进行投资时进行了“事前筛选”,更偏好于对投资风险较低的国家进行投资,从而导致倡议前后我国对沿线国家对外直接投资和问题投资发生的非均衡发展。

假说 2:我国对外直接投资对沿线国家的投资风险具有事后风险化解效应。

当一个发展中国家还处于基础建设初期时,其投资环境并不乐观,这必将伴随着较高的投

资风险,然而,这样的环境下却可能潜藏着更多的投资机会与更高的投资收益。如果资本在可接受的范围内增加对一些风险较高国家的投资,则有可能在一定程度上降低和化解这些国家的相对投资风险,在改善其投资环境的同时,保证自身的投资收益,从而导致倡议前后我国对沿线国家对外直接投资和问题投资发生的非均衡发展。

针对如上两个假说,本文接下来将使用更加严谨的因果推断方法,利用双重差分模型确认以上发现,并将围绕以上两个基本假说,从我国企业对外投资的风险偏好,以及我国“一带一路”倡议对沿线国家投资风险的影响两个层面加以剖析,以解释问题投资涨幅小于总投资涨幅这一现象的成因。

三、投资风险的度量

如何度量投资风险是一个重要的核心问题。本文借鉴唐晓彬等(2020)<sup>[17]</sup>测度投资风险的方法,通过构造投资风险的指标体系,将投资风险设定为政治风险、经济风险、信用风险和社会风险四个主要的类别,使用 VHSD-EM 模型对上述指标赋予权重,即对纵横向拉开档次法(VHSD)和熵权法(EM)分别确定的权重取算术平均值作为最终权重,该赋权方法同时考虑了面板数据时间上的波动性和各指标本身所包含的信息量,从而能够更加客观地对世界范围内各国的投资风险进行测度。为构建上述指标体系,本文综合使用了世界发展指标(World Development Indicators,WDI)数据库、全球治理指标(Worldwide Governance Indicators,WGI)数据库以及国际国家风险指导(International Country Risk Guide,ICRG)数据库等。

表 2 “一带一路”沿线国家投资风险指标体系				
一级指标	二级指标	指标含义	指标属性	数据来源
政治风险	政府话语权和问责	衡量公民参与政府选择的程度	正向	WGI 数据库
	政治稳定性与非暴乱	衡量政府不被违宪或暴力手段动摇的能力	正向	WGI 数据库
	政府效率	衡量政府政策形成和执行的能力	正向	WGI 数据库
	管制质量	衡量政府制定与实施政策法规的能力	正向	WGI 数据库
	法治	观察执法人员对社会制度的信心和服从程度	正向	WGI 数据库
	腐败控制	衡量政府控制腐败的能力	正向	WGI 数据库
经济风险	GDP	衡量投资市场规模	正向	WDI 数据库
	人均 GDP 增速	衡量人均生产水平	正向	WDI 数据库
	GDP 增长率	衡量经济增长水平	正向	WDI 数据库
	汇率水平	衡量换汇情况	正向	WDI 数据库
	对外贸易依存度	衡量外贸开放程度	正向	WDI 数据库
	外商投资占 GDP 的比重	衡量外资开放程度	正向	WDI 数据库
	经济波动性	衡量经济的波动状况	逆向	WDI 数据库
	通货膨胀率	衡量通货膨胀对经济的影响	逆向	WDI 数据库
	失业率	衡量失业状况对经济的影响	逆向	WDI 数据库
信用风险	外债存量	衡量外债规模	逆向	WDI 数据库
	短期外债指数	衡量短期外债水平	逆向	WDI 数据库
	银行利差	衡量银行的盈利风险	逆向	WDI 数据库
	经常账户余额指数	衡量国家间实际资产的流动情况	正向	WDI 数据库
	储蓄率	衡量一国的储蓄能力	正向	WDI 数据库
社会风险	教育水平	衡量国民的受教育水平	正向	WDI 数据库
	内部冲突	代表国内的社会冲突	逆向	ICRG 数据库
	外部冲突	代表因外部因素引发的社会冲突	逆向	ICRG 数据库

为了更加准确测度各国的投资风险,同时考虑数据可获取性及指标统一性等原因,本文在唐晓彬等(2020)<sup>[17]</sup>构建的指标体系的基础上做了部分调整,具体而言,政治风险指标全部更



换为 WGI 数据库的 6 大指标,即把原来 ICRG 数据库的法治水平和军事干预政治两个指标替换成了 WGI 数据库的政府话语权和问责与管制质量。表 2 给出了本文所使用的投资风险指标体系,其中“正向”指标越高,投资风险越小。

依据表 2 的指标体系,接下来使用 VHSD-EM 模型赋权方法构造投资风险指数。与唐晓彬等(2020)<sup>[17]</sup>不同的是,为使用双重差分模型对“一带一路”倡议的政策效应进行评价,本文不仅构建了 2005-2019 年间“一带一路”沿线国家的投资风险指数,还构建了全世界 179 个国家的投资风险指数。表 3 列出了 63 个“一带一路”沿线国家在“一带一路”倡议提出前后投资风险在全世界的排名对比情况(排名越低代表风险越小)。从表 3 可以看到,“一带一路”倡议提出后,沿线国家的投资风险均存在不同程度的改善。在“一带一路”倡议提出之前,沿线国家风险值在世界排名前 90(前一半国家,不包含 90)的有 28 个,倡议提出之后沿线国家风险值在世界排名前 90 的则有 32 个,比倡议提出之前多了 4 个国家,这在一定程度上表明,“一带一路”倡议提出后沿线国家的投资风险有所降低。

表 3 “一带一路”沿线国家投资风险排名									
国家	2012 年及以前		2013 年及以后		国家	2012 年及以前		2013 年及以后	
	世界排名	沿线排名	世界排名	沿线排名		世界排名	沿线排名	世界排名	沿线排名
新加坡	2	1	2	1	黑山	98	34	94	33
越南	15	3	5	2	斯里兰卡	98	36	94	34
阿拉伯联合酋长国	9	2	8	3	印度	98	35	94	35
斯洛文尼亚	21	4	20	4	菲律宾	107	39	99	36
斯洛伐克	35	7	31	5	印度尼西亚	134	48	101	37
爱沙尼亚	44	11	33	6	土库曼斯坦	95	31	102	38
卡塔尔	28	5	34	7	亚美尼亚	105	37	102	39
以色列	41	9	35	8	摩尔多瓦	111	41	106	40
立陶宛	47	13	37	9	阿尔巴尼亚	125	45	109	41
捷克	47	14	40	10	白俄罗斯	142	54	111	42
土耳其	35	8	41	11	蒙古	90	29	112	43
塞浦路斯	41	10	41	12	约旦	114	42	112	44
拉脱维亚	59	19	45	13	北马其顿	134	49	114	45
波兰	53	15	47	14	马尔代夫	121	43	121	46
匈牙利	47	12	52	15	哈萨克斯坦	140	52	123	47
泰国	58	18	55	16	阿塞拜疆	128	46	126	48
文莱	69	22	57	17	黎巴嫩	109	40	126	49
马来西亚	65	20	58	18	波黑	137	51	130	50
克罗地亚	79	26	66	19	尼泊尔	146	55	135	51
希腊	55	16	67	20	孟加拉国	136	50	138	52
乌兹别克斯坦	76	25	67	21	缅甸	173	62	138	53
科威特	57	17	69	22	伊朗	154	57	145	54
巴林	75	24	69	23	柬埔寨	142	53	145	55
阿曼	70	23	70	24	埃及	129	47	147	56
罗马尼亚	82	27	72	25	吉尔吉斯斯坦	158	58	151	57
乌克兰	65	21	73	26	巴基斯坦	147	56	155	58
保加利亚	82	28	74	27	老挝	167	61	159	59
也门	33	6	74	28	叙利亚	122	44	166	60
格鲁吉亚	107	38	76	29	伊拉克	158	59	168	61
沙特阿拉伯	91	30	82	30	塔吉克斯坦	164	60	174	62
塞尔维亚	95	32	83	31	阿富汗	175	63	177	63
俄罗斯联邦	96	33	89	32					

四、实证结果及分析  
(一) “一带一路”倡议的投资效应基准回归结果

为准确推断“一带一路”倡议在对外直接投资上的因果效应,本文参照 Lu 和 Yu (2015)<sup>[18]</sup>以及吕越等(2019)<sup>[1]</sup>的方法,使用双重差分模型设定对“一带一路”倡议的投资效应进行评估,模型设定如下:

$$y_{ct} = \alpha BRI_c \times post_t + \beta x_{ct} + \eta_c + \eta_t + \varepsilon_{ct} \tag{1}$$

其中, $y_{ct}$ 表示我国 t 年份对东道国 c 的对外投资结果变量,包括投资总额、投资次数、问题投资次数等; $BRI_c$ 为处理组虚拟变量,表示国家 c 是否为“一带一路”沿线国家; $post_t$ 为政策实施前后虚拟变量,由于“一带一路”倡议于 2013 年 9 月提出,因而 2013 年及之后取值为 1; $\eta_c$ 为国家固定效应, $\eta_t$ 为时间固定效应。由于风险变量中包含了 23 个不同层面的国家变量,这些变量无法再对回归过程进行控制,但为了达到平行趋势,仍然需要对其他层面进行控制。本文控制了人口规模,以控制人口数量对中国对外直接投资存在的正向拉动作用(左思明、朱明侠,2019)<sup>[19]</sup>;同时目的国的物价水平变化也可能会影响名义的资产收益率,从而影响中国对外直接投资决策,所以还额外控制了目的国的消费者物价指数。以上两个控制变量均来自 WDI 数据库,同时基于 CGIT 数据库所收录的国家信息,本文在回归分析中共包含了 2005–2019 年 150 个国家的数据,累计 2250 条观测值。

	投资总额(对数)		投资数量(对数)		问题投资数量(对数)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
BRI×post	0.0662 ** (0.0331)	0.0684 ** (0.0335)	0.1266 * (0.0686)	0.1292 * (0.0701)	0.0298 (0.0229)	0.0321 (0.0228)
国家控制变量	No	Yes	No	Yes	No	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家数	150	150	150	150	150	150
样本量(N)	2250	2250	2250	2250	2250	2250
R-squared	0.0778	0.0868	0.1857	0.1979	0.0171	0.0273

注:括号内为回归所得系数标准误,所有回归系数标准误均在国家层面进行了聚类;\*\*\*、\*\*、\* 分别表示 1%、5%、10%的水平上显著。下同。

表 4 展示了我国对“一带一路”沿线国家对外直接投资的实际效应。可以看到,无论从投资总额还是投资数量上来看,“一带一路”倡议提出后,我国对“一带一路”沿线国家的对外直接投资都有显著的增加,该结果与吕越等(2019)<sup>[1]</sup>使用企业绿地投资数据所进行的政策效应检验结果以及金刚和沈坤荣(2019)<sup>[6]</sup>对交通行业投资的实证结果保持了一致。与此同时,表 4 列(5)和列(6)的结果显示,没有证据表明“一带一路”倡议提出之后我国对“一带一路”沿线国家的问题投资发展趋势有所变化,这一结果再次佐证了本文所要解决的核心问题:即“一带一路”倡议提出后我国对沿线国家的投资和问题投资的发生出现了非均衡发展趋势。

考虑到投资风险在投资过程中的重要影响,出现这种现象的原因就可能来自假说 1 和假说 2:一是事前风险规避,即我国在进行对外投资之前,已经对投资风险进行了全面的评估,并减少了对高风险国家的投资;另一种解释是事后风险化解,即我国对“一带一路”沿线国家的投资可能进一步降低了这些国家的投资风险,从而抑制了问题投资。在接下来的实证分析中,本文将进一步推断,验证两种解释的合理性。

(二)稳健性检验

使用双重差分模型进行政策效应的识别,需满足基本前提假设,即在“一带一路”倡议提出之前,我国对沿线国家和非沿线国家的对外投资具有一致的变化趋势。若不符合平行趋势假设,则代表政策效应的交叉项系数,将包含由处理组和控制组本身差异所造成的伪效应,那就无法准确反映政策效应。通过如下设定对平行趋势进行检验:

$$y_{ct} = \beta_t \sum_{t=2006}^{2019} BRI_c \times year_t + \beta x_{ct} + \eta_t + \varepsilon_{ct} \quad (2)$$

图1为以2005年为基准年,分别以年投资总额与投资次数为因变量进行回归,所得交叉项的回归系数及其90%的置信区间,其中2013年为第0期。图1结果显示,在“一带一路”倡议提出之前,无论是年投资总额还是投资次数,政策效应系数均在0上下浮动,并不显著。这表明在倡议提出之前,我国对沿线国家及非沿线国家的对外投资变化趋势是一致的,不存在国家之间的差异;当倡议提出之后,政策效应系数均为正,且系数值随时间呈上升趋势,年投资总额在滞后3期后系数显著,年投资次数在滞后两期后系数显著,这是由于2015年中央“一带一路”顶层设计落地之后,“一带一路”倡议的对外投资促进效应才开始显现(孟醒,2021)<sup>[20]</sup>。这一结果表明,在“一带一路”倡议提出之后,我国对沿线国家的对外投资力度相比对非沿线国家的对外投资力度显著上升。因此,样本通过平行趋势检验,适合用双重差分法进行政策效应的识别。

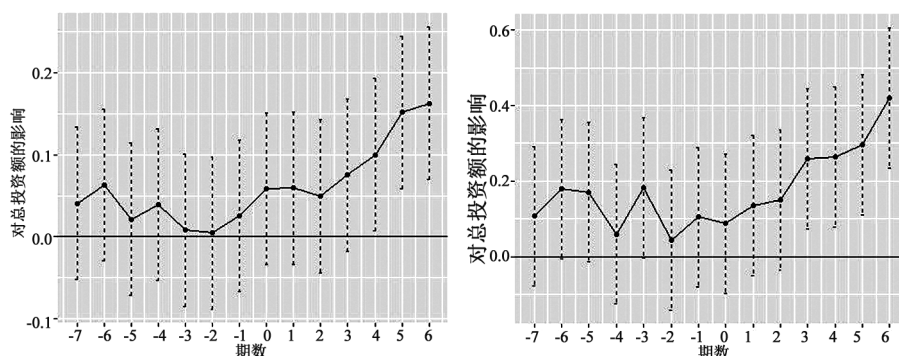


图1 平行趋势检验

### (三)“一带一路”沿线国家投资的风险偏好分析

以上结果显示了我国虽然增加了对“一带一路”沿线国家的投资,然而问题投资并没有相应的增加。一个可能的原因是,我国企业在对“一带一路”沿线国家投资之前,已经充分考察了这些国家的投资风险,并规避了投资风险比较高的国家。为了验证这一猜想是否成立,使用上述构造的风险指数,结合双重差分模型对我国的对外投资进行更加详细的异质性分析。具体使用如下设定,来分析投资风险在我国对外直接投资中的作用。

$$y_{ct} = \alpha BRI_c \times post_t \times risk_{2012_c} + \beta x_{ct} + \eta_c + \eta_t + \varepsilon_{ct} \quad (3)$$

$$y_{ct} = \alpha BRI_c \times post_t \times risk_{ct} + \beta x_{ct} + \eta_c + \eta_t + \varepsilon_{ct} \quad (4)$$

其中, $risk_{ct}$ 为各国家对应年份的风险程度, $risk$ 值越大说明风险越高。如前所述,每个国家的风险同时受到“一带一路”倡议的影响,为了避免该影响,本文同时使用“一带一路”倡议提出的前一年,即2012年的风险程度 $risk_{2012_c}$ 作为交叉项,其他变量含义同上。

表5展示了使用总风险指数的回归结果。如果以事前的投资风险视角,投资总额与投资

数量的交乘项系数均为正显著,这一数据表明企业可能存在一定的风险偏好,即受“一带一路”倡议影响,我国投资更多的并非那些 2012 年时投资风险小的国家,反而对于 2012 年时投资风险高的国家有更多的投资;然而如果以当年的风险来看,则得到了相反的结果:交乘项系数均为负显著,我国似乎更愿意投资风险比较低的国家,可能存在一定的风险规避行为。

为了厘清数据表现出的两种完全不同的企业行为方式,本文做了进一步推理。首先需要指出,东道国的投资风险本身并不是外生的,而是受到我国投资影响,从而以当年的投资风险作为解释变量的回归结果并不能准确反映投资与风险之间的因果关系,而以 2012 年时的投资风险进行分析则不存在这方面的问题。因此,此处系数的反转没有充分的证据证明前文的假说 1 是正确的,但却可以在一定程度上支持假说 2,即系数的负显著并不是企业真正意义上的风险规避行为,而有可能是在“一带一路”倡议提出后,我国对沿线国家投资的大幅上升,对这些国家的投资环境具有一定的改善作用。

表 5  
投资风险与政策效应

	投资总额(对数)		投资数量(对数)		问题投资数量(对数)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
BRI×post×risk_2012	0.0929 ** (0.0451)		0.1471 * (0.0807)		0.0369 (0.0287)	
BRI×post×risk		-0.0453 ** (0.0185)		-0.1170 *** (0.0296)		0.0124 (0.0116)
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家数	150	150	150	150	150	150
样本量(N)	2250	2250	2250	2250	2250	2250
R-squared	0.0877	0.0871	0.1973	0.2016	0.0271	0.0264

表 6  
政治风险与政策效应

	投资总额(对数)		投资数量(对数)		问题投资数量(对数)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(7)	(8)
BRI×post×risk1_2012	0.0379 (0.0468)		0.0587 (0.0832)		0.0119 (0.0299)	
BRI×post×risk1		-0.1058 *** (0.0383)		-0.2296 ** (0.0883)		-0.0266 (0.0309)
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家数	150	150	150	150	150	150
样本量(N)	2250	2250	2250	2250	2250	2250
R-squared	0.0835	0.0901	0.1947	0.2029	0.0260	0.0266

此外,对于问题投资,投资风险这一变量似乎并不起显著作用,即没有证据显示“一带一路”沿线国家中事前投资风险高的国家更容易出现问题投资,这一现象似乎也依然更偏向于假说 2,即由于我国投资对东道国风险的化解效应,使得我国企业即便对初始投资风险较高的国家进行大量投资,也并未引起问题投资的同比例增加。

为了进一步看清事实真相,接下来分别从政治风险、经济风险、信用风险和社会风险四个方面做进一步的考察。



表 6 给出了政治风险作为交乘项的回归结果。结果显示,无论是投资额还是问题投资,都不受政治风险的影响,这与杨娇辉等(2016)<sup>[12]</sup>的结论是吻合的。与此同时,本文注意到如果使用当年的风险作为交乘项,会得到显著为负的系数结果。如前所述,这部分结果并不能完全证实假说 1 的正确性。

表 7 经济风险与政策效应

	投资总额(对数)		投资数量(对数)		问题投资数量(对数)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(7)	(8)
BRI×post×risk2_2012	0.0892 * (0.0500)		0.1252 (0.0933)		0.0740 * * (0.0334)	
BRI×post×risk2		0.0160 (0.0406)		-0.0019 (0.0829)		0.0534 * * * (0.0102)
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家数	150	150	150	150	150	150
样本量(N)	2250	2250	2250	2250	2250	2250
R-squared	0.0867	0.0828	0.1962	0.1942	0.0302	0.0307

表 8 信用风险与政策效应

	投资总额(对数)		投资数量(对数)		问题投资数量(对数)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
BRI×post×risk3_2012	0.0820 * * (0.0413)		0.1820 * * (0.0818)		0.0116 (0.0257)	
BRI×post×risk3		-0.0067 (0.0213)		-0.0321 (0.0379)		0.0001 (0.0128)
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家数	150	150	150	150	150	150
样本量(N)	2250	2250	2250	2250	2250	2250
R-squared	0.0869	0.0826	0.1994	0.1947	0.0260	0.0258

表 7 给出了经济风险的回归结果。回归结果显示,经济风险对于我国向“一带一路”沿线国家投资的影响较弱,从投资总额上来看有一定的正向影响,这意味着我国企业在“一带一路”沿线进行投资时,在经济风险上存在着一定程度的风险偏好。实际上,经济风险的度量主要是东道国的经济发展水平和经济稳定状况,虽然对经济发展水平较低的国家进行投资存在着风险,然而这些国家普遍就业率不高、基础设施不健全,因而向这些国家的投资,特别是基础设施建设等方面的投资收益仍然是可观的。然而,回归结果同样显示,经济风险较高的国家却极有可能带来问题投资。实际上,根据后续的结果,我国对“一带一路”沿线国家的投资并没有显著降低这些国家的经济风险,无论是经济发展水平还是经济稳定状况都有巨大的进步空间,这也就导致了经济风险成为我国对“一带一路”沿线国家进行投资所需要关注的最主要风险,同样也是我国在后续跨国投资政策实施中需要解决的主要问题之一。

信用风险度量了这个国家的债务状况。表 8 汇报了信用风险的回归结果。可以发现,我国的对外投资在信用风险上同样表现出了一定程度的风险偏好,即对于“一带一路”倡议提出前信用风险较高的沿线国家,我国具有相对更高的投资。实际上,一个国家之所以大量借外

债,很大一部分原因是为了刺激本国经济发展。从这个层面看,国家的信用风险意味着较高的政府投资,与我国的对外直接投资通常是互补关系,这可能是导致我国资本偏好信用风险较高国家的原因。而与此同时,信用风险较高的国家问题投资并没有相应增加,也意味着一国的信用风险并不构成我国对外直接投资的主要风险来源。

	社会风险与政策效应							
	投资总额(对数)		投资数量(对数)		问题投资总额(对数)		问题投资数量(对数)	
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
BRI×post×risk4_2012	0.0180 (0.0459)		0.0052 (0.1030)		0.0438* (0.0252)		0.0107 (0.0221)	
BRI×post×risk4		0.0005 (0.0228)		0.0352 (0.0487)		-0.0045 (0.0084)		0.0007 (0.0128)
国家控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年度固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
国家数	150	150	150	150	150	150	150	150
样本量(N)	2250	2250	2250	2250	2250	2250	2250	2250
R-squared	0.0827	0.0825	0.1942	0.1950	0.0096	0.0087	0.0259	0.0258

最后是社会风险,该风险主要包含了东道国的教育水平和内外部冲突情况。表 9 的结果显示,我国在进行对外投资时,对于东道国的社会风险并不敏感,同时东道国的社会风险也不会造成更多的问题投资,这部分风险在我国对“一带一路”沿线国家投资中的作用较小。

综合以上结果,我国企业的对外直接投资并没有在政治风险、社会风险上表现出偏好或者厌恶,然而在经济风险、信用风险上表现出了一定程度的风险偏好,即更偏好于投资经济风险、信用风险较高的国家。与此同时,在所有的风险来源中,经济风险是我国企业对“一带一路”沿线国家投资所面临的最主要风险,这意味着如果我国更多投资经济风险高的国家,应该会产生更多的问题投资。但结合基准回归结果,我国企业在投资过程中对经济和信用风险表现出偏好且并未对政治和社会风险表现出规避的同时,问题投资并没有成比例增加。这一并不符合直觉的经济现象似乎也指向了假说 2 的合理性。

至此,所有的回归结果似乎均不支持假说 1 的正确性,但假说 2 的正确性还需要进一步验证,需要更加有力的证据来证明,“一带一路”倡议提出以后,我国投资的确对沿线国家的投资风险具有风险化解效应。

(四)“一带一路”倡议对沿线国家投资风险的影响分析

前文的结果表明,我国在对“一带一路”沿线国家进行投资时,并没有表现出事前风险规避,而是更倾向于投资经济和信用风险更高的地区,这就很难解释为何“一带一路”倡议提出后,对沿线国家的投资增速增加了,但是问题投资增速却并没有相应增加。为此,转向检验事后风险化解的合理性,即我国对“一带一路”沿线国家的投资是否降低了这些国家的相对投资风险。

按照式(1)的设定,将被解释变量设为投资风险,同样使用双重差分模型检验了“一带一路”倡议对沿线国家的投资风险的影响。此外,考虑到投资风险指数是一个 0 到 1 区间的数字,只在比较大小上有意义,具体数值没有经济解释,从而被解释变量即投资风险指数可能会存在函数形式设定的问题。为了解决该问题,使用 Athey 和 Imbens(2006)<sup>[21]</sup>提出的“双重变

化”(changes-in-changes, CIC)模型进行了测算。CIC 模型的另一个优点在于其可以计算出在受到政策影响前每个被解释变量的分位数上的个体的政策效应,我们同时汇报了该结果。

表 10 投资风险的“一带一路”效应

		risk1	risk2	risk3	risk4
		政治风险	经济风险	信用风险	社会风险
DID		-0.1078 *** (0.0187)	0.0493 (0.0546)	0.0762 (0.0517)	-0.3049 *** (0.0480)
CIC	mean	-4.0982 *** (1.0483)	1.0379 (1.3982)	-1.4967 (1.4562)	-0.7389 (0.6801)
	q10	-4.2721 *** (1.0467)	0.6673 (1.4261)	-1.7249 (1.5065)	-1.0303 (0.6541)
	q20	-4.2219 *** (1.0471)	0.7683 (1.4420)	-1.6629 (1.4984)	-0.8915 (0.7213)
	q30	-4.1791 *** (1.0475)	0.8218 (1.4398)	-1.6208 (1.4907)	-0.8007 (0.7422)
	q40	-4.1496 *** (1.0483)	0.8641 (1.4405)	-1.5894 (1.4911)	-0.7292 (0.7572)
	q50	-4.1190 *** (1.0489)	0.8978 (1.4402)	-1.5571 (1.4943)	-0.6647 (0.8013)
	q60	-4.0938 *** (1.0495)	0.9387 (1.4388)	-1.5416 (1.4944)	-0.6047 (0.8283)
	q70	-4.0544 *** (1.0499)	0.9974 (1.4448)	-1.5153 (1.4921)	-0.6024 (0.9093)
	q80	-4.0161 ** (1.0503)	1.0953 (1.4444)	-1.4630 (1.5000)	-0.5313 (0.9469)
	q90	-3.9300 *** (1.0501)	1.3118 (1.4560)	-1.4020 (1.4939)	-0.5245 (1.0170)

表 10 汇报了双重差分和 CIC 模型的回归结果。回归结果显示,“一带一路”倡议非常显著地降低了沿线国家的相对政治风险,不仅在平均政治风险的层面,在每个分位数上相对政治风险都有所降低,这一结果完全解释了在表 6 中以当年风险作为交乘项时系数显著为负的原因,并验证了假说 2 的合理性。

此外,无论从平均还是从分位数的意义上,经济风险和信用风险的结果都不显著,这意味着“一带一路”倡议提出后,沿线国家的经济和信用风险并没有相对降低。这也进一步佐证了金刚和沈坤荣(2019)<sup>[6]</sup>的结论,即我国的对外直接投资并没有导致“债务陷阱”。更值得注意的是,根据前述结果,我国对“一带一路”沿线国家的问题投资中,经济风险是非常重要的因素,因而如何降低沿线国家的经济风险是保障我国投资收益所面临的主要问题。

综合以上,我国对于“一带一路”沿线国家的投资并没有系统性偏好低风险地区,甚至可能会更多地投资风险相对较大的地区,这意味着从风险规避的角度无助于解释我国对“一带一路”沿线国家投资增速增加但问题投资并没有成比例增加这一问题。这一问题很大程度上可以归结为我国对外投资的事后化解效应,即“一带一路”倡议对沿线国家的投资事后降低了目的国的相对政治投资风险,这反过来保证了我国对外投资的安全。

五、研究结论与政策建议

本文围绕“一带一路”倡议提出后对外投资与问题投资发生的非均衡发展问题,使用双重差分模型深入探讨了不同风险来源在我国的对外投资总额和问题投资中所扮演的作用。我们

认为“一带一路”倡议不仅提高了对“一带一路”沿线国家的投资水平,且我国的投资更加偏向于经济风险、信用风险比较高的国家,而这些投资反过来降低了沿线国家的相对政治风险,这在一定程度上化解了东道国的投资风险,解决了欠发达国家的马太效应,与此同时也保障了我国投资的安全,从而既实现了“一带一路”沿线国家的发展和稳定,又实现了我国投资收益的双赢局面。

基于以上结论,本文认为对“一带一路”沿线国家的投资已经收到了良好的效果,对于沿线国家的进一步投资仍然值得鼓励,在后续的投资中可以使用直接投资的手段帮助东道国化解政治风险。此外,在后续的投资过程中,需要特别注意东道国的经济风险,对于具有较高经济风险的国家需要进一步加强事前的风险管控。当然,我国的投资对于东道国经济风险的化解是一个长期的过程,建议在对“一带一路”沿线国家进行合作和投资时,充分考虑东道国的经济发展水平,稳健地通过投资解决东道国的经济发展问题 and 经济稳定问题,这同时也保障了我国的投资安全。我国的投资并没有对东道国的信用风险有明显的影响,这也意味着我国的投资并没有导致“债务陷阱”,对于信用风险较高的地区,继续推进基础设施等方面的投资仍然对于化解东道国的政治经济风险、促进东道国经济发展具有重要的意义。

#### 参考文献:

- [1] 吕越,陆毅,吴嵩博,等.“一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于2005—2016年中国企业绿地投资的双重差分检验[J].经济研究,2019,(09):187-202.
- [2] 王培志,潘辛毅,张舒悦.制度因素、双边投资协定与中国对外直接投资区位选择——基于“一带一路”沿线国家面板数据[J].经济与管理评论,2018,(01):5-17.
- [3] 袁其刚,郝晨.中东欧国家投资的政治风险研究[J].经济与管理评论,2019,(05):149-161.
- [4] 郭建宏.中国的对外直接投资风险及对策建议[J].国际商务研究,2017,(01):75-84.
- [5] Scissors D. Private data, not private firms: The real issues in Chinese investment[R]. American Enterprise Institute Working Paper, 2018.
- [6] 金刚,沈坤荣.中国企业对“一带一路”沿线国家的交通投资效应:发展效应还是债务陷阱[J].中国工业经济,2019,(09):79-97.
- [7] 沈坤荣,金刚.制度差异、“一带一路”倡议与中国大型对外投资——基于投资边际、模式与成败的三重视角[J].经济理论与经济管理,2018,(08):20-33.
- [8] Du J, Zhang Y. Does one belt one road initiative promote Chinese overseas direct investment? [J]. China Economic Review, 2018, 47: 189-205.
- [9] 杨连星,刘晓光,张杰.双边政治关系如何影响对外直接投资——基于二元边际和投资成败视角[J].中国工业经济,2016,(11):56-72.
- [10] 胡必亮,刘清杰.“一带一路”投资国别风险测算、评估与防范[J].学习与探索,2023,(01):87-109+204.
- [11] 蒋冠宏.制度差异、文化距离与中国企业对外直接投资风险[J].世界经济研究,2015,(08):37-47+127-128.
- [12] 杨娇辉,王伟,谭娜.破解中国对外直接投资区位分布的“制度风险偏好”之谜[J].世界经济,2016,(11):3-27.



- [13] 赵明亮. 国际投资风险因素是否影响中国在“一带一路”国家的 OFDI——基于扩展投资引力模型的实证检验[J]. 国际经贸探索, 2017, (02): 29-43.
- [14] 刘永辉, 赵晓晖. 中东欧投资便利化及其对中国对外直接投资的影响[J]. 数量经济技术经济研究, 2021, (01): 83-97.
- [15] 孙焱林, 覃飞. “一带一路”倡议降低了企业对外直接投资风险吗[J]. 国际贸易问题, 2018, (08): 66-79.
- [16] 赵云辉, 陶克涛, 李亚慧, 等. 中国企业对外直接投资区位选择——基于 QCA 方法的联动效应研究[J]. 中国工业经济, 2020, (11): 118-136.
- [17] 唐晓彬, 王亚男, 张岩. “一带一路”沿线国家投资风险测度研究[J]. 数量经济技术经济研究, 2020, (08): 140-158.
- [18] Lu Y, Yu L. Trade liberalization and markup dispersion: Evidence from China's WTO accession[J]. American Economic Journal: Applied Economics, 2015, 7(4): 221-253.
- [19] 左思明, 朱明侠. “一带一路”沿线国家投资便利化测评与中国对外直接投资[J]. 财经理论与实践, 2019, (02): 54-60.
- [20] 孟醒. 企业对外投资如何响应“一带一路”倡议: 闻风而动还是谋定而后动? [J]. 世界经济研究, 2021, (05): 69-82+135.
- [21] Athey S, Imbens G W. Identification and inference in nonlinear difference-in-differences models[J]. Econometrica, 2006, 74(2): 431-497.

(责任编辑: 王 瑞)

## "The Belt and Road" Initiative and China's Foreign Investment Risks in Countries Along the Belt and Road: Risk Avoidance or Risk Mitigation

LIU Yonghui, SONG Xin, SI Jichun

(School of Statistics and Information, Shanghai University of International Business and Economics, Shanghai 201620, China)

**Abstract:** In view of the fact that "the Belt and Road" initiative has significantly increased China's direct investment in countries along the Belt and Road while the problematic investment has not increased simultaneously, this paper reveals the impact of risk factors in China's direct investment in countries along "the Belt and Road" from the perspective of investment risk. By constructing investment risk indices for 179 countries and regions and using the "Difference-in-Difference" model, the impact of risk factors on China's outward foreign direct investment, especially on problematic investment before and after "the Belt and Road" initiative is empirically studied. The results show that Chinese enterprises have no obvious ex ante risk-averse behavior for investing in countries along the Belt and Road, and even show some risk appetite for economic and credit risks. "The Belt and Road" Initiative significantly reduces the investment risks of the countries along the route, and has a certain effect on the host countries' investment risks, especially political risks. The findings of the article provide an empirical basis for deepening investment cooperation and controlling investment risks between China and countries along "the Belt and Road".

**Key words:** "the Belt and Road"; foreign direct investment; policy effects; investment risks