

“一带一路”专题

国际金融风险因素与中国对东盟 直接投资的区位选择

王贞力¹, 林建宇²

(1. 云南大学 发展研究院, 云南 昆明 650091; 2. 云南民族大学 人文学院, 云南 昆明 650500)

[摘要]从汇率、利率、通货膨胀率、金融业基础设施四个角度,构建模型讨论金融风险与中国对东盟直接投资区位选择的相关关系,得出结论:东盟汇率变动、利率变动和通货膨胀率变动与中国对其直接投资量的变动都呈负相关关系,东盟金融市场中汇率提高、利率升高和通货膨胀率增加均会导致中国对其直接投资量的降低;金融业基础设施与中国对东盟直接投资的关系存在不确定性,静态面板中两者呈正相关关系,动态面板中两者呈负相关关系,说明不管金融业基础设施建设是否完善,中国对其直接投资的热度不减。最后结合中国与东盟宏观经济发展现状,提出推进人民币国际化进程、避免国际结算风险的政策建议。

[关键词]国际金融风险;对外直接投资;一带一路;东盟经济;国际资本;投资区位选择;人民币国际化

[中图分类号]F830 **[文献标志码]**A **[文章编号]**2096-3114(2019)01-0102-10

一、引言

伴随着中国与东盟建立战略伙伴关系 15 周年之际,逐渐引起关注的不仅有中国对东盟直接投资存量的增加和投资领域的扩张,还有影响中国对东盟直接投资区位选择的因素,然而,在目前围绕中国对东盟直接投资区位选择的影响因素分析中,现有诠释方法主要基于国际直接投资理论和拓展的引力模型,认为东盟各国的市场规模、基础设施状况、中国对东盟的出口、工资差异、能源、税收、政治风险、开放程度、科技水平、汇率等方面均对中国直接投资有着显著影响,代表性的研究有乔慧超等和李智慧等^[1-2],研究指标选取较为宽泛,东盟特征因素考虑的范围虽然很广,但是存在研究不深入且不细致的问题,尤其是对东盟的金融风险研究只选取了汇率这一个指标(代表性研究有史本叶等和尤宏兵等^[3-4]),金融风险的其他表现形式一直被直接投资的相关研究所忽略。

国际金融风险因素对直接投资的影响,相关学者主要从东道国的汇率、利率、通货膨胀率三个方面进行解释。(1)汇率因素。汇率波动与直接投资呈负相关关系^[5-7],尽管汇率变动会对 OFDI 产生两种对抗的效应:成本效应^①和财富效应^②,但通过实证检验得出成本效应带来的负相关程度大于财富效应带来的正相关程度,所以总效应是呈现负相关关系。关于汇率波动程度对直接投资的影响的

[收稿日期]2018-08-29

[基金项目]云南大学发展研究院研究生科研创新项目(YJS201701)

[作者简介]王贞力(1992—),女,山东威海人,云南大学发展研究院博士生,主要研究方向为国际贸易、国际金融和国际投资,邮箱:309616077@qq.com;林建宇(1989—),男,海南儋州人,云南民族大学人文学院博士生,主要研究方向为社会学理论和经济社会学。

①成本效应:当东道国汇率下降时,用母国货币可以换取更多的东道国货币,使得母国外资企业在东道国开展直接投资时实际购买力增强,东道国生产资料成本相对降低,也称之为购买力增加正效应。

②财富效应:当东道国汇率下降时,母国外资企业在东道国进行生产经营后所得到的预期收入转换为母国货币的数量降低,也称之为收益率降低负效应。

研究,存在两种观点:一种观点认为汇率波动幅度大,资本市场流动性强,采用跨国直接投资的方式能够规避传统货物贸易的汇率波动,吸引中国 OFDI^[8-9];另一种观点认为汇率波动幅度越大,隐含的金融兑换风险越高,金融违约概率越大,预期收益率的不稳定程度越强,越会阻碍中国 OFDI^[5-6]。(2)利率因素。胡颖尧把利率变化作为融资成本的代表,通过构建母国和东道国利率差或利率比值的方式反映相对成本变化对外商直接投资的影响,发现东道国的利率水平越高,追求短期收益的国际游资就越会大量涌入并进行投资活动^[10];然而,近期研究结果显示,不管是从理论模型推导还是用实证检验分析,实际利率和直接投资呈显著负相关关系,实际利率越低,表示融资成本越低,越能够吸引外商投资^[11-13]。(3)通货膨胀率因素。中国学者的研究文献中一般把通货膨胀率作为一种控制变量,没有明确探讨通货膨胀率与外商直接投资的影响机理,而 Sayek 和 Okafor 专门研究了通货膨胀率与直接投资的互动关系,认为通货膨胀率与直接投资呈负相关关系,高通胀意味着生产者物价指数和消费者物价指数的不稳定,同时意味着东道国政府没有运用宏观经济手段调控经济走势使其良性发展的能力,导致真实投资回报率低于名义投资回报率,增加了外商在东道国开展直接投资的不确定性^[14-15]。

无论是理论分析还是经验验证,已有的研究均为解释国际金融因素影响直接投资起到一定的参考价值,同时也为我们深入分析中国对东盟直接投资国际金融因素提供了较好的依据。但仍存在有待突破之处:第一,学者在分析国际金融风险因素与直接投资的关系时,没有架构起合理的理论框架,仅从金融风险单一维度进行分析,对金融风险的测度不够立体,指标选取不够丰富;第二,较多的研究视角聚焦中国市场和“一带一路”沿线国家,而对东盟国家的金融风险研究很少,缺乏关于中国对东盟直接投资的金融风险因素的深入剖析,也较少从静态面板和动态面板的角度进行考察这种因素,显然不能全面认知国际金融风险如何影响中国对东盟直接投资的区位选择;第三,尽管有学者运用实证方法分析了汇率、利率、通货膨胀率与直接投资的相关关系,但主要聚焦于经验数据的分析,并没有结合东道国的实际经济情况和案例进行解释说明,没有相关的事实验证。

鉴于此,本文拓展已有的研究,在拓展的引力模型中纳入东盟官方汇率、实际利率、通货膨胀率、金融业基础设施建设四个指标,结合东盟 2006—2016 年的实际数据,并采用静态面板和动态面板的分析方法,实证分析了国际金融风险因素对中国在东盟直接投资区位选择的影响效果,以及用国际金融理论、直接投资理论和东盟国家实际案例对实证结果进行阐释,使实证结果得到经济现象的充分验证,结论也更加丰富和饱满,从而为全面分析国际金融风险因素在直接投资区位选择中的作用提供了参考依据。与现有文献相比,本文的边际贡献在于:(1)综合了四大主要金融测度指标,构建起国际金融风险因素对中国直接投资影响机制的理论框架,为刻画中国直接投资的金融因素提供了一种新的逻辑思路;(2)在东盟市场环境下分析中国直接投资区位选择方案,把经验数据的实证分析、国际金融的理论分析与东盟金融风险实例相结合,更为全面地考察东盟金融发展与吸引外资的动态变化。

二、理论分析

假设世界上只有中国和东盟两个经济体,东盟内可流通的货币可用单一币种替代。初始期,中国的投资者将人民币兑换成在东盟内可以流通使用的货币,在东盟投入资金来雇佣工人、建设厂房、购买机器设备等;销售期,中国投资者将生产的商品只售卖在东盟市场;结算期,在东盟市场卖出的产品变成东盟市场上可流通的货币形式。考虑到中国“一带一路”战略的长远规划,中国投资者在东盟市场上投资的行业都是生产周期长且需要持续投入的制造业、采矿业、基础设施建设等领域,因此假定第一个生产周期得到的收入继续投入到下一期对东盟的直接投资领域中,以此往复循环。 P 为东盟该商品的基期价格水平, w 为东盟工人的基期工资水平, λ 为东盟通货膨胀率, e 为间接标价法表示的东道国汇率, i 为东盟的实际利率。

生产函数采用柯布-道格拉斯生产函数的形式:

$$F(K, L) = AK^\alpha L^\beta \quad (1)$$

其中, A 表示综合技术水平, 本文着重考虑金融因素, 因此这里仅刻画东盟的金融机构基础设施建设情况, K 为资本投入量, α 为资本投入比率, L 为劳动投入量, β 为劳动投入比率, 且 $\alpha + \beta = 1$ 。

根据费雪效应得到名义利率 $r = i + \lambda$, 收益回报存在跨期效应, 为考虑利率和通货膨胀率因素, 因此收益函数采用现值形式:

$$Y(K, L) = \frac{(1 + \lambda)PF(K, L)}{1 + i + \lambda} = \frac{(1 + \lambda)PAK^\alpha L^\beta}{1 + i + \lambda} \quad (2)$$

因为考虑初期投入资金兑换时汇率因素, 所以成本函数采用如下形式:

$$C(K, L) = e[(1 + \lambda)wL + (i + \lambda)K] \quad (3)$$

联立(2)式和(3)式, 可知利润函数:

$$\pi(K, L) = Y(K, L) - C(K, L) = \frac{(1 + \lambda)PAK^\alpha L^\beta}{1 + i + \lambda} - e[(1 + \lambda)wL + (i + \lambda)K] \quad (4)$$

假定东盟劳动力供给充足且在短期内为恒定的常量, 中国企业在东道国开展直接投资量用生产函数里的资本投入量 K 来代表, 中国企业获得 OFDI 利润最大化的条件为, $\frac{\partial \pi}{\partial K} = 0$, 即

$$\frac{(1 + \lambda)PAL^\beta}{1 + i + \lambda} \alpha K^{\alpha-1} - e[(1 + \lambda)wL + (i + \lambda)] = 0。最优的投资量为:$$

$$K^* = \sqrt[\alpha-1]{\frac{e[(1 + \lambda)wL + (i + \lambda)](1 + i + \lambda)}{\alpha(1 + \lambda)PAL^\beta}} \quad (5)$$

为了讨论中国对东盟直接投资与东盟汇率水平、实际利率水平、通货膨胀率、金融业基础设施的相互关系, 考虑到对数函数为增函数, 用对数形式求导来替代直接求导并不影响符号方向, 并且能够起到简化分析的作用, 方便直观地得出影响因素的正负效应, 因此本文先对最优投资量 k 两端取对数后再进行求导运算, 令 $\beta \ln L + \ln \alpha$ 为常量 C , 上述公式可简化为:

$$\ln K = \frac{1}{\alpha - 1} \{ \ln e + \ln[(1 + \lambda)wL + (i + \lambda)] + \ln(1 + i + \lambda) - \ln(1 + \lambda) - \ln P - \ln A + C \} \quad (6)$$

东盟汇率与中国对其直接投资的关系为:

$$\frac{\partial(\ln K)}{\partial(\ln e)} = \frac{1}{\alpha - 1} < 0, \text{ 其中 } \alpha < 1, \text{ 则 } \alpha - 1 < 0 \quad (7)$$

推论 1: 东道国汇率与中国对其直接投资呈反比, 东道国汇率升值, 中国对其直接投资的存量会降低, 反之亦然。

2018 年受中美贸易战的影响, 中国汇率持续走低, 东盟各国汇率相对上升。综合考虑了相对成本效应与相对财富假说理论发现, 东盟各国的货币升值带来中国投资企业的生产成本的提高程度大于预期收益的增加程度^[16], 预期利润率降低, 因此以绿地投资为主的中国企业对东盟的投资动机逐渐减弱, 由此引发直接投资存量的减少、合作项目减少以及投资增速放缓。自由浮动的汇率制度能够吸引直接投资, 但是由于跨国公司直接投资活动带来的汇率剧烈波动对其他潜在投资行为有抑制作用^[17]。如果汇率变动正好抵消了物价变动, 根据购买力平价理论, 货币的实际购买力在国际市场就一直保持不变, 汇率变动对经济就没有产生实际的影响。现实情况是, 购买力平价理论在短期且不完全竞争的国际市场上并不能成立, 汇率变动会对跨国公司的直接投资行为产生显著影响。

东盟利率与中国对其直接投资的关系:

$$\frac{\partial(\ln K)}{\partial[\ln(c + i)]} \approx \frac{2}{\alpha - 1} < 0, c \text{ 为常量且 } c > 0 \quad (8)$$

推论 2:东道国利率与中国对其直接投资呈反比,东道国利率提高,中国对其直接投资的热情会降低,反之亦然。

东盟内每个国家的利率存在差异,发展中国家的利率普遍较高并趋于稳态,发达国家的利率较低且变化幅度较大,例如老挝的利率在 2016 年是 4.5%,2017 年和 2018 年一直保持在 4.25% 的利率水平,而缅甸的利率水平在 2016 年至 2018 年均保持在 10%,新加坡的利率在 2016 年低至 -0.75%,随后缓慢地波动型上升,2018 年 11 月的利率水平是 1.11%,这些说明东盟各国执行的国内货币政策具有很强的本土特征。HAA 等通过自回归研究了东盟五国^① 1986—2012 年的利率变化与 FDI 流入之间的关系,研究发现低利率能够吸引 FDI 流入^[18]。根据利率平价理论,东盟各国中利率较高的国家会受到国际游资的青睐,短期资本流入会带来该国汇率上升,根据上文中汇率对直接投资的影响效果可知,汇率提升会抑制中国投资者的热情;更进一步地,利率高的东盟国家意味着融资成本高,而对于境外办厂的投资商来说,融资的便利程度和成本效应是最重要的考虑因素,因此利率高不利于直接投资的开展。

东盟通货膨胀率与中国对其直接投资的关系:

$$\frac{\partial(\ln K)}{\partial[\ln(c^* + \lambda)]} \approx \frac{1}{\alpha - 1} < 0, c^* \text{ 为常量且 } c^* > 0 \quad (9)$$

推论 3:东道国通货膨胀率与中国对其直接投资呈反比,东道国通货膨胀率提高,中国投资者会采取谨慎观望的投资态度,反之亦然。

纵观东盟各国 2018 年的通货膨胀率变化走势,柬埔寨保持在 2%~2.96%,缅甸从 4.45% 快速增长到 8.6%,而新加坡一直保持低于 0.7% 的通胀水平,我们可以发现通胀率与地区经济发展水平息息相关,也与国家对宏观经济的调控能力有直接关联^[15]。国家对经济发展的自我控制能力越强,经济发展水平也就越高,通货膨胀率也越会在合理的范围内浮动,例如新加坡。反之,国家管理失调会导致通货膨胀率持续走高,例如缅甸。NA 等运用面板模型分析东盟五国^② 2000 年至 2015 年通货膨胀率与出口的关系,研究发现通货膨胀率提高会抑制本国出口竞争力^[19]。根据费雪效应理论,通胀增加会带来名义利率大幅提高,进一步结合利率对直接投资的影响效果可知,它会间接牵连利润率下降。与此同时,根据厂商理论,严重的通货膨胀不仅直接带来生产要素的价格飞涨,而且直接导致东道国货币购买能力的急速下降,进而直接影响预期利润下调。

东道国金融业基础设施与中国对其直接投资的关系:

$$\frac{\partial(\ln K)}{\partial(\ln A)} = -\frac{1}{\alpha - 1} > 0, \text{ 其中 } \alpha < 1 \quad (10)$$

推论 4:中国投资者偏好于金融市场完善、金融监管体系健全的国家。

具体分析,金融业基础设施的逐渐完善不仅包括银行柜台、ATM 机等实体交易单位的建设与扩张,还包括互联网金融的国际对接、贸易结算系统的搭建乃至金融创新产品的应用,以此带来跨国贸易的资源配置效率提高,例如交

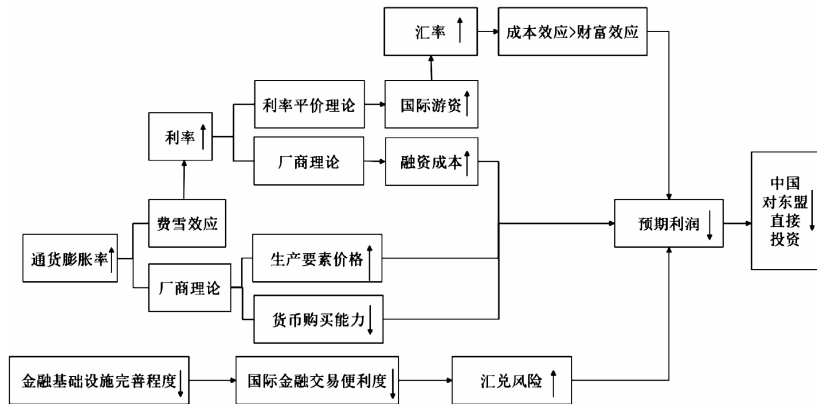


图 1 本文的理论推导框架

①此项研究东盟五国指印度尼西亚、马来西亚、新加坡、菲律宾和泰国。

②此项研究的东盟五国指印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国和越南。

易手续简化、操作便利、信息共享和风险降低等,因此完善的金融业基础设施建设,能够减少信息劣势带来的交易风险,提高运转效率,进而能够吸引外商投资。

本文的理论推导框架如图 1 所示。

四、研究设计

(一) 实证模型

本文构建了东盟金融因素影响中国对其直接投资的计量模型,其中,东盟汇率、利率、通货膨胀率、金融基础设施建设为核心解释变量,为了更好地解决模型内生性问题,控制双边贸易量、贸易条件指数、贸易便利性、劳动力成本等外生变化,采用静态和动态面板模型分析方法,运用差分矩估计和系统矩估计的估计方法,把静态和动态面板模型分别设定如下:

$$OFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 Exchange_{it} + \beta_2 Interest_{it} + \beta_3 Inflation_{it} + \beta_4 Infrastructure_{it} + \beta_5 C_{it} + \varepsilon_{it} \quad (11)$$

$$OFDI_{it} = \beta_0 + \beta_1 \ln OFDI_{it-1} + \beta_2 Exchange_{it} + \beta_3 Interest_{it} + \beta_4 Inflation_{it} + \beta_5 Infrastructure_{it} + \beta_6 C_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (12)$$

其中, $OFDI_{it}$ 表示中国第 t 年对东盟内 i 国的直接投资额, $OFDI_{it-1}$ 代表上一期中国对 i 国的直接投资额, $Exchange_{it}$ 代表东盟内 i 国的实际汇率, $Interest_{it}$ 代表东盟内 i 国的实际利率, $Inflation_{it}$ 代表东盟内 i 国的通货膨胀率, $Infrastructure_{it}$ 代表东盟内 i 国的金融业基础设施建设情况, C_{it} 代表东盟内 i 国经济发展的控制变量(包括双边贸易额、贸易条件、贸易便利性和劳动力成本), μ_i 为随机效应(在横截面是独立同分布的), ε_{it} 为随机误差项, μ_i 与 ε_{it} 独立。

(二) 数据来源及处理

本文数据为面板数据,横截面选取为东盟十国,包括印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、文莱、越南、老挝、缅甸和柬埔寨,时间序列选取为 2006 年至 2016 年,中国对外直接投资额($OFDI$)数据来源于 2006 年至 2016 年《中国对外直接投资统计公报》,采用中国对东盟各国直接投资存量数据;东盟官方汇率、实际利率、通货膨胀率数据来源于中国“一带一路”战略支撑平台数据库;东盟金融业基础设施情况用东盟某一国家中商业银行分支机构数量(每 10 万成年人)来表示,数据来源于中国“一带一路”战略支撑平台数据库和国际货币基金组织数据库;东盟各国贸易条件情

表 1 模型各变量的含义及数据来源

变量	含义	预期符号	数据来源
被解释变量	$OFDI$	中国对其直接投资存量	中国商务部 中国国家统计局
金融变量	$Exchange$	汇率	-
	$Interest$	利率	-
	$Inflation$	通货膨胀率	-
	$Infrastructure$	金融业基础设施建设	+
控制变量	TOT	贸易条件指数	+
	$trade$	双边贸易量	+
	$logis$	贸易便利程度	+
	$rgdp$	劳动力成本	-

注:预期符号“+”表示正相关,“-”表示负相关。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本数	平均值	标准差	最小值	最大值
$OFDI$	99	2807.520	5416.613	1.900	3.3e+04
$Exchange$	99	4698.011	6494.042	1.250	2.2e+04
$Interest$	82	4.922	7.131	-12.220	35.420
$Inflation$	99	4.186	6.413	-22.090	22.670
$Infrastructure$	94	9.864	5.946	2.330	23.690
TOT	99	0.963	0.178	0.555	1.476
$trade$	99	3.7e+04	3.2e+04	218.360	1.1e+05
$logis$	41	3.083	0.527	2.070	4.190
$rgdp$	99	1.2e+04	1.6e+04	669.036	5.3e+04

况(TOT)用贸易条件指数来表示,计算公式为贸易条件指数 = 出口价格指数/进口价格指数,其中出口价格指数和进口价格指数来源于世界银行数据库;贸易便利性($logis$)用物流绩效指数表示,物流绩效指数得分范围为 1 分至 5 分,得分为 1 说明物流便利性很差,得分趋近于 5 说明物流便利性很高,物流绩效指数的综合分数来源于世界银行数据库;劳动力成本($rgdp$)用 2010 年不变美元价格计算的

人均国内生产总值 (GDP) 表示,数据来源于世界银行数据库;双边贸易量 (trade) 表示中国与东盟各国进出口贸易总额,数据来源中国国家统计局数据库。

(三) 描述性分析

通过描述性统计发现,中国对外直接投资存量数据和双边贸易量数据的平均值远高于其他变量,为了防止出现异方差问题,提高数据的稳定性,因此对变量 OFDI、trade 进行对数化处理。

五、实证结果

通过 Hausman 检验结果可知,静态面板中都是固定效应,通过 Sargan 检验结果可知,动态面板中工具变量选择合理,不存在过度识别问题。表 4 中很明显地看出上一期直接投资存量的系数显著为正,由此可知,上一期的投资经验和投资成果带来积累效应能够明显促进下一期的投资者来东盟国家进行投资活动,因此设定动态面板模型不仅能够消除内生性问题,并且能够考虑时间动态的波动效应。

(一) 东盟汇率变化与中国直接投资的量化关系

表 3 的静态面板和表 4 的动态面板结果显示,官方汇率通过显著性检验,且回归系数为正,这里的官方汇率采用的是直接标价法^①,而理论模型中汇率采用的是间接标价法^②,虽然表面上符号不同,实际意义是相同的,都表示实际汇率与中国对东盟直接投资呈负相关关系。基于厂商理论分析,随着东盟各国汇率增加,货币升值带来两种效应:一是成本效应,东盟国家货币升值导致外商所持货币的兑换能力减弱,在东盟国家开展投资的实际购买力降低,打击了外商想要扩大投资的积极性;二是财富效应,东盟国家货币升值意味着外商企业的本期利润所得能够换得更多的母国货币,预期转化为母国的财富值会增加。由实证结果可知,中国对东盟国家投资受汇率波动影响,并且成本效应大于财富效应,导致汇率升值只会带来投资减少。

表 3 静态面板数据模型的计量结果

OFDI	(1)	(2)	(3)
TOT	-3.414 ** (-2.24)	-1.556 * (1.64)	-4.648 *** (-4.42)
logis	2.028 * (1.86)	2.897 ** (2.33)	
rgdp	0.000443 *** (5.41)	0.000405 *** (4.23)	0.000264 *** (4.54)
Interest	-0.239 ** (-2.68)	-0.189 * (-1.82)	-0.221 *** (-3.73)
Inflation	-0.198 ** (-2.63)	-0.251 *** (-2.90)	-0.243 *** (-4.23)
Exchange	0.000358 *** (3.02)		
Infrastructure			0.0870 * (1.81)
_cons	-1.163	-3.481	7.960
Hausman	8.28	10.75	21.99
模型形式	固定效应	固定效应	固定效应
N	33	33	77
R ²	0.816	0.727	0.513

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平;括号中的数值为t统计量。

结合东盟各国的实际情况来看,2016—2017年泰国的泰铢、老挝的基普和印尼的印尼盾持续升值带来外汇储备的波动和对出口产品价格优势的影响,中国对这三个国家的直接投资也有小幅度的缩减,出口企业纷纷采用汇款至国外的方式开展投资来对冲汇兑风险。相对比而言,2018年越南盾和菲律宾比索受美元走强和本国经济结构调整的影响,开始呈现贬值趋势,中国对越南的直接投资增幅较快,对菲律宾的投资存量仍旧较低,因为菲律宾比索快速贬值的背后意味着地区经济发展不平衡和国家对本国经济调控能力弱,因此面对亚健康的经济发展形势,外商投资者选择了观望态度。浮动汇率制度方便了外商资金流动的同时也增加了资金兑换的汇率波动风险,东盟各国都实行有管理的浮动汇率制度,资金可自由流入和流出,此种情况下从事进出口贸易的外国企业其合法收入可全部转出,外汇管制措施大幅度放宽,为外商投资者营造了良好的环境。但在存储外币额度和外汇汇出条件上各国管理略有不同,例如在泰国,外汇需要在进入泰国7天内出售或兑换成泰铢,外资公司汇出利润要交10%的汇款税;其他东盟国家,外资公司汇出利润无限制也没有特殊税费,但是超过额度需要申报和审批,例如,越南出入境

①直接标价法:以一定单位的外国货币为标准,折合若干单位的本国货币。汇率增加,表示本国货币贬值。
②间接标价法:以一定单位的本国货币为标准,折合若干单位的外国货币。汇率增加,表示本国货币升值。

5000 美元及其等值外币须申报,老挝携带现金超过 10000 美元需要申报。中国企业倾向于选择外汇管理宽松、行政审批步骤简单快捷的国家,因此中国对泰国的直接投资态度一致较为低迷,对菲律宾严苛的外资法律政策和外商经营的各种限制性条款也避之不及,因此中国对菲律宾的投资存量也较少。

(二) 东盟利率变化与中国直接投资的量化关系

表 3 的静态面板和表 4 的动态面板结果显示,当期实际利率和滞后一期实际利率都通过显著性检验,且回归系数为负,说明随着东盟各国实际利率增加,中国投资者对于是否在该国投资持犹豫态度,导致中国对其直接投资有所降低,与预期符号一致。基于利率平价理论和厂商理论分析,当东盟国家利率上升时,国际游资会大量涌入以追求短期投资收益,从而对东盟国家的货币需求量增加,导致东盟国家的汇率上升,货币升值带来成本效应大于财富效应,因此中国逐渐减少对其直接投资;与此同时,东盟利率上升会带来投资商在经营过程中的资金成本增加,容易造成短期内现金流不充裕的问题,因此外商会采取缩小投资规模的谨慎投资策略。

结合东盟各国的实际情况来看,虽然东盟各国对于外国投资者在东道国投资和融资不设法律障碍,原则上与本地企业享受同等待遇,但是具体贷款条件取决于外商企业的运营资质、发展潜力、还款能力及贷款项目资金需求、风险评估等综合判定,还有部分融资额度的限制,例如越南要求外商企业融资不得超过金融注册本金的 25%。东盟各国政府制定基准利率主要依据国内经济增长形势、通货膨胀情况和预期国际金融市场风向等综合情况。从 2018 年 2 月东盟各国利率、存款利率、贷款利率的指标检测情况来看,新加坡的利率最为宽松,基准利率 0.78%,基础贷款利率 5.53%,因此中国对新加坡直接投资量最多;而缅甸的利率高达 10%、马来西亚的利率 6.65%、文莱的利率 5.5%,导致中国对它们直接投资量分别排在第五、第八和第十,东道国金融市场的高利率设定会带来外商公司的融资成本困难,短期资金流动速度差、金融机构不良贷款率增加、信贷风险上升,因此中国企业更倾向于选择货币政策宽松、货币流动性强、融资成本低、借贷风险弱等金融环境。

(三) 东盟通货膨胀率变化与中国直接投资的量化关系

表 3 的静态面板和表 4 的动态面板结果显示,当期通货膨胀率和滞后一期通货膨胀率都通过显著性检验,且回归系数为负,说明高通胀的金融形势,会阻碍中国投资者的进入,与理论模型中预期符号一致。根据厂商理论,中国投资者在选择对东盟国家进行直接投资时总是要追求利润最大化。因为从生产过程到获得投资收益存在跨期,通货膨胀率上升不仅影响生产期的生产要素成本,使得初期投入的生产成本增加,并且影响结算期的预期收入,如果中国企业得到的预期收入打算回流中国,通货膨胀率带来的远期汇率下降会造成汇兑损失,如果中国企业得到的预期收入继续留在东盟国家进行下一步投资,通货膨胀率带来的远期购买能力下降会降低投资热情,进而导致中国对其直接投资存量会降低。

结合东盟地区的实际经济情况来看,2018 年新加坡的通货膨胀率为 0.5%,食品通胀率^①为 1.5%,老挝的通货膨胀率为 0.15%,食品通胀率为 -1.74%^②。中国对通胀率较低的新加坡和老挝进行直接投资的比重很大,尤其是对老挝直接投资的增速很快。相比较而言,由于全球石油价格上涨、美联储加息、国内需求过剩等一系列因素,菲律宾和马来西亚的通货膨胀率逐年升高,2018 年分别达到 4.3% 和 1.3%,燃料价格上涨推动运输成本的提高,进而导致食品价格进一步走高,因此两国的食品通货膨胀率分别高达 5.9% 和 3%,从实际数据可知,中国对菲律宾和马来西亚的直接投资量有走弱趋势。高通胀率意味着东盟国家的货币政策不能很好地调控国内物价走势,经济结构失调,消费者信心指数预期走低,中国投资方的需求市场不稳定性增加,因此中国更倾向于选择通胀率低、货币政策稳健、物价稳定、消费力与经济势头持平增长的东盟市场。

^①食品通胀率指货币增发导致的食品价格的增长幅度,对低收入人群的实际购买能力影响较大。

^②本段中通货膨胀率数据和食品通胀率数据均来源于全球经济指标网站 <https://zh.tradingeconomics.com/indicators>。

(四) 东盟金融业基础设施情况与中国直接投资的量化关系

虽然在表 3 的静态面板分

表 4 动态面板数据模型的计量估计结果

析中金融业基础设施显著为正,为了过滤掉模型内生性问题,在表 4 中,本文通过建立 OFDI 滞后一期作为工具变量的动态面板模型,运用差分 GMM 和系统 GMM 估计方法,得出金融业基础设施显著为负。虽然结果与理论模型预期略有差异,但也说明一方面金融业基础设施完善能够吸引中国对其直接投资,因为便捷高效的金融兑换和结算速度能够增加货币流通速度,进而提高经济效益,另一方面金融

	差分 GMM1	差分 GMM2	系统 GMM1	系统 GMM2	系统 GMM3	系统 GMM4
<i>L. lnofdi</i>	1.472 [*] (1.73)	1.390 ^{***} (3.01)	1.006 ^{***} (8.76)	0.979 ^{***} (9.43)	-0.080 (-0.16)	19.401 (1.44)
<i>Intrade</i>	-0.236 (0.62)	-0.236 (-0.51)	0.423 [*] (1.71)	0.535 [*] (1.65)	1.213 [*] (1.92)	4.534 (1.27)
<i>L. Intrade</i>	0.486 (1.08)	0.196 (0.55)				
<i>TOT</i>			3.010 [*] (1.88)	4.005 ^{**} (2.14)	-15.523 [*] (-1.64)	
<i>rgdp</i>			-0.000055 [*] (-1.76)	-0.000105 [*] (-1.65)	0.000439 [*] (1.78)	-0.00429 [*] (-1.81)
<i>Inflation</i>	0.0160 (1.03)	0.259 [*] (1.77)	-0.015 ^{**} (-2.11)	-0.016 ^{***} (-2.87)	-0.155 [*] (-1.74)	3.137 [*] (1.89)
<i>L. Inflation</i>	-0.0210 ^{**} (-2.10)	-0.0233 ^{***} (-4.34)				
<i>Infrastructure</i>	-0.127 (0.88)	-0.143 (0.70)	-0.201 [*] (-1.83)			-59.915 [*] (-1.78)
<i>Interest</i>		-0.239 [*] (1.76)			-2.189 [*] (-1.84)	19.391 (1.41)
<i>L. Interest</i>					0.471 [*] (1.72)	-8.739 [*] (-1.67)
<i>Exchange</i>	-0.000145 (-1.08)	-0.000383 [*] (-1.74)				
<i>_cons</i>	4.279	4.857	7.677	-7.207 [*]	7.132	-7.081
AR(1)	0.0450	0.2322	0.0326	0.5587	0.3947	0.7101
AR(2)	0.9020	0.8602	0.8539	0.5254	0.8847	0.7575
Sargan 检验 P 值	0.779	0.824	0.549	1.000	0.976	1.000

注:***、**和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平;括号中的数值为 z 统计量;工具变量是解释变量的 1 阶滞后项;L. 表示 1 阶滞后项。

业基础设施不健全的国家也同样吸引着中国的投资者,出于国际基础设施协议项目建设的需要,中国需要对金融基础设施并不健全的东盟国家开展相应的帮扶援助,进而增加了直接投资。

结合东盟国家的实际情况来看,信用卡使用频率和程度在新加坡、印度尼西亚、越南、泰国、马来西亚比较高,并且中国银行、中国工商银行、中国建设银行、中国交通银行等中资银行在以上几个国家普遍设立了分行,金融机构对人民币清算流程简洁方便,金融体系较为完善,因此中国在新加坡、印度尼西亚、越南和泰国的直接投资量也排在前列。尽管老挝和缅甸的信用体系尚未健全,银行资金实力不充裕,经营方式较单一,信用卡使用范围较窄,仅可在几个大型商场或中国人开设的店铺中使用,但并不影响中国对其直接投资的热忱,因为中国在东盟开展直接投资的领域多集中在水电设施、采矿业、通讯装备、农业技术设备等基础设施领域,例如 2017 年的中老磨憨-磨丁经济合作区,中铁国际承建的中老铁路、中缅铁路及中缅油气管道、密松水电站等各类水电站项目,尽管有些东盟国家的金融基础设施并不完善,但依托于大型项目的建设需求,中国对其直接投资不减反增,这与当地的金融基础设施是否完善并无太大关联。

六、结论与启示

本文基于购买力平价理论、利率平价理论和厂商理论改进投资引力模型,将汇率、利率、通货膨胀率和金融业基础设施嵌入国际金融风险因素对直接投资的影响模型中,采用静态面板和动态面板分析方法,探讨国际金融环境变动与中国对东盟直接投资的动态关联,并得出一般性的结论。

第一,东盟区域的汇率变动与中国对其直接投资呈负相关关系,东盟国家货币升值带来的成本效应强于财富效应,投资企业会相应减少资金投入,来防止经营成本上升;东盟国家汇率波动会带来潜在汇率兑换风险、跨国贸易结算周期长,且货币预期升值会阻碍投资者的热情,但实施浮动汇率制度的东盟国家受到中国企业的偏爱。

第二,东盟区域实际利率变动与中国对其直接呈负相关关系,融资成本的管理对中国企业开展投资活动的影响很大,借贷利率越高越不利于中资企业的跨国投资发展;与此同时,东盟各国中央银行及各类商业银行推行的货币政策能否准确反应本国经济情况,能否具备监控金融市场的非常规突变的能力,也是中资企业考虑是否进入该国投资的重要指标。

第三,东盟区域通货膨胀率波动与中国对其直接投资呈负相关关系,通货膨胀率通过时间效应削减货币的实际购买力,潜移默化地对生产周期较长的企业项目带来账面利润与实际购买能力的差额,无形中加剧了大型项目预期回报率是实现难度,因此东盟各国保持物价在一定范围内稳定,轻微通胀以刺激经济,控制食品通胀增长幅度,保障民生收入提高比率符合预期,从而形成良性循环且稳定的国内环境,这样外商投资的规模和幅度也会顺水推舟地增长。

第四,东盟金融基础设施建设情况不影响中国对其直接投资程度,金融基础设施建设完善能够吸引中国投资,但金融基础设施建设不健全也没有使中国投资下降,说明中国投资的主要目的不是金融基础设施建设情况,而是控制变量中其他因素,例如资源、市场、政策等。

中国和东盟应该积极推进人民币国际化进程,扩大双边金融合作。东盟地区金融市场稳定发展,人民币跨境贸易结算良性发展能够在很大意义上增加中国投资者前往东盟展开投资合作项目的热情。目前,除了越南盾是不可自由兑换货币,老挝的基普(KIP)是有条件兑换货币(人民币仅在老挝北部中老边境地区兑换及使用)以外,东盟其他国家货币皆为可自由兑换货币^①(有些需要美元作为搭桥来转换为人民币)。人民币国际化进程在逐渐加深,不仅在边贸口岸时人民币直接结算的比率增加,而且在菲律宾,中国银行正在推动人民币与比索直接结算业务。通过签订货币互换机制(Swap Mechanism)协议^②,人民币在双边贸易中发挥的计价、结算和储备等功能越来越强,能够有效地规避汇率风险给外商企业带来不必要的损失,增强贸易资金的短期流通速度。目前已与中国签订货币互换协议的东盟国家情况为:泰国 700 亿人民币互换规模、印度尼西亚 1000 亿人民币互换可展期、马来西亚 1800 亿元的互换额度和新加坡 3000 亿人民币互换指标。还未与中国签订货币互换协议或协议到期未续签的东盟国家有越南、老挝、菲律宾和文莱。因此,随着双边金融合作的不断密切,贸易结算方式逐渐趋于便利化,扩大投融资过程中两国货币的使用频率和兑换速度,能够逐渐提高中国投资者在东盟开展直接投资业务的规模和比重。

本文对国际金融风险因素之间的相互影响分析还不够深入,尤其是金融因素间交叉互动对直接投资的影响没有考虑,同时,国际金融风险因素远不止这四个指标,还有更加丰富的指标能够反映金融市场的变化,这些需要后续研究来完善此理论框架,并做相关深入的实证分析。

参考文献:

- [1] 乔慧超,沙文兵. 中国对东盟直接投资决定因素的实证研究——基于东盟十国的 Panel Data 检验[J]. 广西财经学院学报,2012(3):1-6.
- [2] 李智慧. 中国对东盟直接投资的影响因素与机制[C]. 中国地理学会经济地理专业委员会学术年会论文摘要集,2017:1.
- [3] 史本叶,张超磊. 中国对东盟直接投资:区位选择、影响因素及投资效应[J]. 武汉大学学报(哲学社会科学版),2015(3):66-72.
- [4] 尤宏兵,刘小梅. 中国对东盟 ODI 的外汇风险及应对[J]. 国际经济合作,2016(5):63-67.
- [5] 何蓉,连增,李超,刘洋. 汇率因素在中国对东盟直接投资中的作用——理论与实证研究[J]. 经济经纬,2017(4):74-80.
- [6] 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].

^①货币自由兑换也叫货币的可兑换,指的是在外汇市场上,能自由地用本国货币购买(兑换)某种外国货币,或用某种外国货币购买(兑换)本国货币。包括经常账户可自由兑换和资本账户可自由兑换。

^②货币互换协议就是两个国家的中央银行签订一个协议,约定在某个时间内,以某种汇率可以换取多少数量的货币。货币互换协议一般包括四个种类:时间、汇率、数量、货币种类。其目的是向两个基本面和运行情况良好的经济体的金融体系提供短期流动性支持,推动双边贸易发展,并在两币种汇率发行的激烈波动时,两国央行可及时地进行干预,使对贸易的负面影响缩减。

国际经贸探索,2017(2):29-43.

- [7] Muraleetharan P. Impact of inflation rate, exchange rate and interest rate on foreign direct investment in Sri Lanka[J]. International Educational Scientific Research Journal, 2017, 25(6):83-90.
- [8] 杨娇辉, 吴婉雯, 王伟, 等. 中国 OFDI 区位分布的东道国汇率因素判断[J]. 金融经济研究, 2017(5):40-51.
- [9] 戴金平, 张夏. 汇率水平、汇率波动与中国企业对外直接投资[J]. 亚太经济, 2017(4):135-142.
- [10] 胡颖尧. 我国内外利率差与外商直接投资[J]. 国际金融研究, 1996(5):30-33.
- [11] 李程. 利率、汇率与外商直接投资:一个理论模型[J]. 现代经济(现代物业下半月刊), 2009(7):36-39.
- [12] 王勋. 短期国际资本流动与中国金融抑制政策[J]. 国际经济评论, 2013(4):72-85+5-6.
- [13] 孙文莉, 余靖雯, 伍晓光. 货币波动性对我国 OFDI 的诱发机制研究[J]. 经济学(季刊), 2016(4):1581-1602.
- [14] Sayek S. Foreign direct investment and inflation[J]. Southern Economic Journal, 2009, 76(2):419-443.
- [15] Okafor G. Locational determinants of US outward FDI into sub-saharan Africa[J]. Journal of Developing Areas, 2015, 49(1):187-205.
- [16] Robert L, Curry J. Emerging Asia: Essays on crises, capital flows, FDI and exchange rates[J]. Asean Economic Bulletin, 2011, 28(3):414.
- [17] Sung H, Lapan H E. Strategic foreign direct investment and exchange-rate uncertainty[J]. International Economic Review, 2000, 41(2):411-423.
- [18] Haa S, Aumeboonsuke V. Role of interest rate in attracting the FDI: Study on ASEAN 5 economy[J]. International Journal of Technical Research and Applications, 2014, 34(2):49-70.
- [19] Na P, Istiqomah N. Impact of FDI, COP, and inflation to export in five ASEAN countries[J]. Jurnal Ekonomi Pembangunan: Kajian Masalah Ekonomi dan Pembangunan, 2018, 19(1):94-101.

[责任编辑:杨志辉]

International Financial Risk Factors and Location Choice of China's Direct Investment in ASEAN

WANG Zhenli¹, LIN Jianyu²

(1. Development Institute, Yunnan University, Kunming 650091, China;

2. School of Humanities, Yunnan Minzu University, Kunming 650500, China)

Abstract: From the four aspects of international financial risk into four angles: exchange rate, interest rate, inflation rate and financial infrastructure, this paper constructs a model to discuss the relationship between financial risk and the location selection of China's direct investment in ASEAN. The following conclusions are obtained. The changes of ASEAN exchange rate, interest rate, and inflation rate are negatively correlated with the changes of China's direct investment in ASEAN. The increase of exchange rate, interest rate and inflation rate in ASEAN financial market will lead to the decrease of China's direct investment. However, the relationship between financial infrastructure and China's direct investment in ASEAN is uncertain. There is a positive correlation between them in the static panel model and a negative correlation between them in the dynamic panel model, which shows that no matter whether the financial infrastructure is perfect or not, China's direct investment in ASEAN will be not diminished. Based on the current situation of China-ASEAN macroeconomic development, some proposals are put forward to promote the internationalization of RMB and avoid the risk of international settlement.

Key Words: international financial risk; foreign direct investment; the Belt and Road; ASEAN economies; international capital; investment location selection; internationalization of RMB