

分类号 \_\_\_\_\_  
U D C \_\_\_\_\_

密级 \_\_\_\_\_  
编号 \_\_\_\_\_

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

# 硕士学位论文

论文题目 东道国金融发展对中国  
OFDI 二元边际的影响研究

研究生姓名: 刘琼

指导教师姓名、职称: 杨志龙 教授

学科、专业名称: 应用经济学 国际贸易学

研究方向: 国际贸易理论与政策

提交日期: 2021年05月25日

## 独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 刘琼 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 栾志存 签字日期： 2021.5.25

## 关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

1. 学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
2. 学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入 CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分内容。

学位论文作者签名： 刘琼 签字日期： 2021.5.25

导师签名： 栾志存 签字日期： 2021.5.25

# **The Impact of Host Countries' Financial Development on Chinese' OFDI Binary Margins**

**Candidate : Liu Qiong**

**Supervisor: Yang Zhilong**

## 摘 要

随着经济全球化进程的加快和多边投资贸易协定的签署,各国间的经贸联系日益密切,特别是 2020 年区域全面经济合作伙伴(RCEP)的建成,为世界经济复苏和稳健发展提供新动力。OFDI 是我国参与对外经贸合作的重要方式,在推进全球化的进程中扮演着重要角色。根据商务部统计,2019 年中国 OFDI 流量有所下降,但仍居高位,位列全球第二位。尽管投资规模缩小,但我国对外投资的信心和决心依旧坚定,重质量轻规模,不断提升对外开放水平。为了全面了解我国 OFDI 情况,众多学者从多方面研究一国 OFDI,认为一国政治环境和对外开放水平等因素会对 OFDI 产生影响,较少涉及金融领域,对我国 OFDI 与东道国金融发展状况的关系研究更显不足,而且关于对外投资结构性问题的研究仍然缺乏,因此研究东道国金融发展对我国 OFDI 集约边际和扩展边际的影响有着促进我国对外投资和优化投资结构的现实意义。

本文基于东道国金融发展视角,选取我国企业对 73 个东道国(地区)自 2005-2017 年 OFDI 二元边际的面板数据作为全样本,深入研究东道国各维度的金融发展状况对我国 OFDI 二元边际的作用。实证结果显示:(1)从整个样本看,东道国各维度金融发展指标的提高均能明显带动我国 OFDI 二元边际的增长,且对于扩展边际的影响更为突出。对比四个指标的作用大小发现,金融效率和金融稳定性指标对 OFDI 集约边际促进作用更显著,金融规模和金融稳定性指标对 OFDI 扩展边际的推动作用更强。(2)从分样本看,三类收入国家金融发展程度的提高均能带动我国 OFDI 规模和行业的扩大,但存在差异。中高收入国家金融发展水平的提高对我国 OFDI 集约边际的带动作用大于高、低收入两类国家,高收入国家的金融发展对扩展边际的正向作用高于其他两类国家。而高收入国家金融效率的影响不显著,但随着东道国经济发展水平的提高、金融市场的完善,金融效率将成为驱动海外投资的关键因素。(3)我国 OFDI 受东道国的区位因素影响较强,东道国广阔的市场、丰富的资源、较低的经济风险和较小的制度质量差异对我国投资主体有较强的吸引力。最后,为持续发挥东道国金融发展水平对我国 OFDI 二元边际的促进作用提出启示和政策建议。

**关键词:** 金融发展 OFDI 集约边际 扩展边际

## Abstract

With the acceleration of economic globalization and the signing of multilateral investment trade agreements, the economic and trade ties between countries have become increasingly close, especially with the establishment of the Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP) in 2020, providing new impetus for world economic recovery and sound development. OFDI is an important way for China to participate in foreign economic and trade cooperation and plays an important role in promoting the process of globalization. According to the Ministry of Commerce, China's OFDI traffic declined in 2019, but remains high, ranking second in the world. Despite the reduction in the scale of investment, China's foreign investment confidence and determination remain firm, focus on the quality of light scale, and constantly improve the level of opening up to the outside world. In order to fully understand the situation of OFDI in China, many scholars study a country OFDI from many aspects, think that a country's political environment and the level of opening up to the outside world and other factors will have an impact on OFDI, less involved in the financial field, the relationship between OFDI and the host country's financial development is more inadequate, and the study of structural problems of foreign investment is still lacking, Therefore, it is of practical significance to study the impact of the financial development of the host country on the intensive margin and extensive

margin of OFDI in China to promote China's foreign investment and optimize the investment structure.

Based on the perspective of the financial development of the host country, this paper selects the panel data of 73 host countries (regions) from 2005-2017 of OFDI as the whole sample, and deeply studies the role of the financial development of all dimensions of the host country on the binary margin of OFDI in China. Empirical results show that: (1) From the whole sample, the improvement of financial development indicators in all dimensions of the host country can obviously lead to the growth of OFDI binary margin in China, and the impact on the extensive margin is more prominent. Comparing the action size of the four indicators, it is found that the financial efficiency and financial stability index has a more significant effect on OFDI's intensive margin promotion, and the financial scale and financial stability index has a stronger effect on OFDI's extended margin. (2) From the sub-sample, the improvement of the financial development degree of the three income countries can drive the extensive of OFDI scale and industry in China, but there are differences. The improvement of the financial development level of middle- and high-income countries is greater than that of high and low-income countries, and the positive effect of financial development in high-income countries on the extensive margin is higher than that of other two countries. The impact of financial efficiency in high-income countries is not significant, but with the improvement of

the host country's economic development level and the improvement of financial markets, financial efficiency will become the key factor driving overseas investment. (3) China's OFDI is influenced by the host country's regional factors, the host country's vast market, abundant resources, low economic risks and small differences in system quality have a strong attraction to China's investment subjects. Finally, in order to continue to play the host country's financial development level of China's OFDI binary margin promotion role of enlightenment and policy recommendations.

**Keywords:** Financial development; OFDI; Intensive margin; Extensive margin

# 目 录

<b>1 绪论</b> .....	1
1.1 研究背景和意义 .....	1
1.1.1 研究背景 .....	1
1.1.2 研究意义 .....	2
1.2 文献综述 .....	3
1.2.1 金融发展的相关研究 .....	3
1.2.2 OFDI 二元边际及其影响因素的相关研究 .....	4
1.2.3 金融发展对母国 OFDI 二元边际的影响研究 .....	7
1.2.4 文献述评 .....	9
1.3 研究内容和方法 .....	10
1.3.1 研究内容 .....	10
1.3.2 研究方法 .....	10
1.4 可能的创新与不足 .....	11
1.4.1 可能的创新 .....	11
1.4.2 不足之处 .....	11
<b>2 东道国金融发展影响 OFDI 二元边际的理论及路径分析</b> .....	13
2.1 理论基础 .....	13
2.1.1 国际生产折衷理论 .....	13
2.1.2 投资诱发要素组合理论 .....	14
2.1.3 功能金融理论 .....	14
2.2 影响路径 .....	15
2.2.1 融资约束路径 .....	15
2.2.2 风险降低路径 .....	16
2.2.3 优化资本配置路径 .....	17
2.2.4 生产率路径 .....	17
2.2.5 技术创新路径 .....	18
2.3 小结 .....	19



<b>3 东道国金融发展与中国 OFDI 的现状分析</b> .....	20
3.1 东道国金融发展水平的测度与现状 .....	20
3.1.1 金融发展水平测度 .....	20
3.1.2 不同维度下东道国金融发展现状国际比较 .....	20
3.2 中国 OFDI 现状 .....	25
3.2.1 中国 OFDI 的规模 .....	25
3.2.2 中国 OFDI 的行业分布 .....	26
3.2.3 中国 OFDI 的区位分布 .....	28
3.2.4 中国 OFDI 的投资主体 .....	30
3.3 小结 .....	31
<b>4 东道国金融发展对中国 OFDI 二元边际影响的实证分析</b> .....	33
4.1 变量选取及模型设定 .....	33
4.1.1 变量选取与数据来源 .....	33
4.1.2 模型设定 .....	35
4.1.3 描述性统计 .....	36
4.2 回归结果分析 .....	37
4.2.1 全样本回归分析 .....	38
4.2.2 分组样本回归分析 .....	41
4.3 稳健性检验 .....	44
4.4 小结 .....	45
<b>5 结论与政策启示</b> .....	47
5.1 结论 .....	47
5.2 政策启示 .....	49
<b>参考文献</b> .....	52
<b>后 记</b> .....	58

# 1 绪 论

## 1.1 研究背景和意义

### 1.1.1 研究背景

自 21 世纪以来，中国经济飞速发展，综合国力不断增强，在国际事务的处理中发挥着越来越重要的作用，我国政府愈发重视对外开放，鼓励有能力的企业走出国门走向世界，扩大对外投资规模和范围。随着改革开放的纵深发展，我国企业“走出去”的步伐不断加快，企业 OFDI 实现了跨越式发展。根据商务部统计，从 2005 年到 2016 年，这 12 年间我国 OFDI 流量实现连续增长，即从 122.6 亿美元增至 1961.5 亿美元，增长近 16 倍，占全球 OFDI 流量的比重超过 10%，投资范围较广覆盖 190 个国家（地区），在全球 OFDI 的地位和作用日益凸显。随后，受贸易保护主义和我国政府对企业投资行为合规性和真实性检查的影响，我国 OFDI 步伐逐渐放缓，投资额开始减少，即从 1961.5 亿美元降至 2019 年的 1369.1 亿美元。尽管 OFDI 的形式不容乐观，但我国对外开放的信心仍然坚定。特别是我国日益重视“一带一路”的建设，密切与沿线国家间的经贸往来，加强文化交流与产能合作，加大对周边国家投资，如在国际投资锐减的背景下，中国对沿线国家投资不减反增，2019 年对其投资 186.9 亿美元，较 2013 年投资额（126.3 亿美元）增长近 48%，且在我国 OFDI 总额中的占比从 11.71% 增至 13.7%，保持稳步增长态势。

随着中国企业“走出去”步伐的加快，融资问题被提上了日程，即如何融资和去哪融资成为亟待解决的问题。基于此，政府实施一系列举措缓解企业融资难题，如推动自贸港的投资贸易便利化建设、加快国内金融改革以支持制造业发展和用金融支持粤港澳大湾区建设等，尽管我国国内金融体制改革力度加大和相关投融资政策不断完善，但是当前中国的金融体系仍存在诸多问题，如“重规模、轻结构”的发展模式造成金融资产结构失衡、金融效率低下和资源配置扭曲等问题，制约了我国 OFDI 的发展；金融机构优先满足国有企业资金需求致使民营企业面临融资困境，这就加大了民营企业“走出去”的难度。此时东道国的金融市场可以作为有效补充，满足 OFDI 企业的融资需求，并提供外汇兑换、投融资信

息交流和风险识别等多元化服务，进而吸引我国企业对其投资。

在我国对外投资行为日趋理性和对外投资形式多元化发展的背景下，我国愈发重视 OFDI 的结构性问题，即 OFDI 的规模（集约边际）和广度（扩展边际）。如果金融发展推动的 OFDI 增长主要源于集约边际，那么东道国金融发展水平则是作用于母国已有企业增加对外投资额，这说明母国 OFDI 的主体和国家较为单一，容易受东道国经济政治环境等因素影响而降低投资成功率；如果金融发展推动的 OFDI 增长来源于扩展边际，则表明母国对东道国投资的行业较为丰富，投资风险分散到各个行业项目，此时金融发展驱动的对外投资增长较为安全稳健。所以，弄清东道国金融发展驱动的投资增长是由集约边际或扩展边际引起的问题就显得尤为重要。基于此，本文尝试从影响路径方面探讨东道国金融发展如何作用于中国 OFDI，分析东道国金融发展对我国 OFDI 二元边际的作用大小，精确回答金融发展驱动的对外投资增长是否具有延续性和稳定性，并为我国企业“走出去”规避投资风险和优化投资结构提供政策建议。

### 1.1.2 研究意义

**理论意义：**本文基于已有文献的研读，发现现有文献在研究金融因素与 OFDI 的关系时，多是从母国金融发展状况出发，较少将东道国金融发展水平考虑在内，本文则是从东道国金融发展的角度研究我国 OFDI 问题。值得一提的是，本文不同于 OFDI 总量的研究，从二元边际视角剖析了 OFDI 的结构特征，这是对已有研究的进一步丰富。

**现实意义：**OFDI 表现形式多样，但资本的跨国流动是其本质特征，而与资本关系密切的因素是金融发展水平。尽管我国政府开始重视国内金融发展，但金融发展水平仍然不高，难以满足企业对外投资所需的资金需求，这就需要企业向外部寻求帮助，而东道国的金融市场能提供帮助。因此本文对 OFDI 结构性问题的研究既丰富了 OFDI 影响因素的相关研究，又通过细化金融发展指标从不同角度解释其对我国 OFDI 的影响，深入了解我国 OFDI 的结构性问题，对我国实现产业结构优化升级、深化供给侧改革和密切同东道国经济合作具有重要意义，还能为我国 OFDI 政策的制定提供依据，进而引导我国对外投资的正确流向。

## 1.2 文献综述

金融发展和 OFDI 是经济学领域重要的研究内容，已有大部分学者对此展开研究，并取得了丰硕成果。近年来，国内滞后的金融发展使企业融资面临困境，这成为我国企业 OFDI 的障碍，而东道国金融发展可以成为有效补充，为我国企业 OFDI 提供融资便利。因此，基于东道国金融发展的视角讨论我国 OFDI 的结构问题就显得尤为必要。本节主要梳理了对外直接投资和金融发展的现有研究，重点关注前者和后者交叉领域的研究成果，对相关文献进行梳理进而深入研究这一问题。

### 1.2.1 金融发展的相关研究

#### 1.2.1.1 金融发展的内涵

国外学者 Goldsmith (1969) 最早关注一国的金融发展情况，并提出“金融结构论”，其含义为金融工具的革新和金融部门的扩大，体现了一国金融规模的变化。该理论一经提出就被各国广泛应用，一定程度上带来了经济的繁荣，但好景不长，出现了金融机构过度扩张、效率低下的现象。为了有效解决结构论的弊端，“金融功能论”随着出现。该理论由莫顿等 (1995) 提出，其突出强调金融系统发挥的功能，既看重金融发展的规模大小，又重点关注金融系统配置资源的效率。随后，Levine (1997) 将金融功能进行分类总结，共分成五类功能，即信息搜集、投资促进、风险防范、吸收储蓄和交易支付功能。随着发展中国家经济实力的提升和金融体制改革的深化，学者将金融发展的研究对象转为发展中国家。麦金农 (1973) 和肖恩 (1973) 研究发现大多数发展中国家的金融发展水平较低，且金融抑制现象较明显，由此提出“金融抑制论”。金融抑制本质是政府干预经济，采用各种手段限制金融市场机制作用的发挥，造成金融体系扭曲、资源配置效率低下，从而制约了金融市场的健康发展。此理论突出政府干预的作用，而忽视了金融市场自发调节的作用。与之相对的是“金融深化论”，该理论认为发展中国家的利率降低会刺激投资，要充分发挥市场调节的作用，减少行政干预，实现金融市场化。

根据理论的演进和完善，学者提出了上述四种金融发展理论。其中，功能论

是对结构论的补充和完善，时间上具有先后，后者强调金融发展规模，前者兼顾规模和效率。金融抑制论针对的是发展中国家政府对金融市场的行政干预，金融深化论则突出市场在金融体系中的作用。通过对上述理论的梳理并结合本文的研究重点，将金融发展的内涵定义为：一国银行等金融机构数量的增多、规模的扩张、金融服务水平和效率的提高、金融结构的优化、金融发展程度的深化、金融市场稳定性的增强，是金融规模、金融效率、金融结构、金融深度和金融稳定性的综合。

#### 1.2.1.2 金融发展的测度

针对金融发展的测度问题，多数学者根据研究问题的不同选用相应的指标。Goldsmith (1969) 采用金融相关比率 (FIR) 来度量一国金融发展水平。麦金农 (1973) 和莱文 (1997) 分别采用广义货币发行总量占 GDP 的比重和私人部门信贷占 GDP 的比重来测度一国金融发展水平。Altman (1968) 用金融市场稳定性衡量一国金融发展，常用的指标有商业银行违约的可能性 ZSCORE 指数。上述学者采用较少的指标来评价一国金融发展情况，得出的结论较为片面，为了克服此弊端，部分学者编制金融发展指数并用多个指标如 Z 指数、私人部门信贷/GDP 等全面地度量一国金融发展水平 (Beck, 1999; Allen and Gale, 2001; 张薄洋等, 2005)。Cihák, AsliDemirgüç-Kunt and Feyen (2012) 提出了全面的金融发展指标，包含金融发展深度、金融规模、金融效率、金融稳定性等多个维度，该构建方法得到学者的广泛应用 (蒋冠宏和张馨月, 2016; 刘志东和高洪玮, 2019; 文淑惠等, 2019)。然而，使用多个金融发展指标可能会导致严重的共线性问题，故而部分学者采用因子分析法分类汇总多个金融发展指标，提取公因子进而构建金融发展水平指数 (杜思正等, 2016)。总之，衡量金融发展的指标较多，学者们往往根据研究问题和目的选择最合适的一个或多个指标分析。

### 1.2.2 OFDI 二元边际及其影响因素的相关研究

#### 1.2.2.1 二元边际的界定

二元边际主要用来研究贸易的结构性问题，它包括贸易的集约边际和扩展边际两个方面，现有研究多集中在贸易出口的二元边际分析，并从多个角度定义出口的二元边际。在国家层面上，集约边际指原有贸易往来国家间贸易额的增长(科

勒和费尔伯迈尔等, 2006; 赫尔普曼和梅里兹等, 2008), 扩展边际为新建立贸易关系的国家数量。在产品层面上, 集约边际指已有产品增加出口数量, 扩展边际为丰富出口产品的种类 (Amiti and Freund, 2007; Chaney, 2008)。此外, 部分学者将二元边际同地理多元化结合起来重新定义其内涵, 即集约边际表现为曾经出口过的商品再次出口到以前市场; 扩展边际为全新的未进入市场的商品出口到国外新的市场、或再次出口到原有国家市场和已出口的旧商品出口到海外未涉猎的市场之和 (Amurgo-Pacheco and Pierola, 2008; 钱学锋和熊平, 2010; 项松林, 2015)。在企业层面上, 集约边际为已有贸易企业继续扩大出口规模, 扩展边际为新贸易企业开始进行出口。虽然上述定义涉及不同的贸易对象, 但对集约边际的界定统一性较高, 即贸易国家、企业和商品不断增加对外出口规模, 而扩展边际表现为全新的贸易商品、新进入的企业数量和新建立的贸易伙伴关系, 因此结论之间具有一定的可比性。

#### 1.2.2.2 OFDI 二元边际的界定

自新新贸易理论提出以来, 学者开始关注贸易的二元边际问题, 并取得了丰硕成果。基于已有研究, 学者将研究视角转向 OFDI 二元边际, 并借鉴贸易二元边际的界定, 从国家、产业和企业三个层面定义 OFDI 二元边际。Razin 等(2004)最早研究 OFDI 二元边际问题, 他从国家层面进行定义, 即 OFDI 的扩展边际指国家间新建立的投资关系, 集约边际指现有国家间 OFDI 的总量。而 Araujo et al. (2015) 认为扩展边际是新增投资国家量的变化, 集约边际是原有国家投资规模的变化。部分学者从产业层面定义 OFDI 的二元边际, 即扩展边际指投资国是否对东道国的各行业展开投资或投资各行业的次数, 集约边际指母国投资行业的平均投资额 (Debordes and Wei, 2017)。Eicher et al 等(2012)、杨连星等(2016)从国家-行业对的角度定义 OFDI 二元边际, 即企业投资关系对的数量和平均投资额。除此之外, 还有学者从企业层面定义 OFDI 的二元边际。Yeaple (2009) 认为开展 OFDI 跨国子公司的数量是扩展边际, 而子公司的平均销售额是集约边际。除了上述定义外, 还有三种定义企业层面扩展边际的方法: 母国企业是否开展对外投资、新建立的跨国子公司的数量和员工数量的变化 (Burchardi et al., 2016; Chung, 2014; Muendler and Becker, 2010)。而集约边际的定义也较丰富, 包括企业 OFDI 总量、外国子公司的规模和原有跨国子公司雇佣人数的变化

(Chung, 2014; Toshiyuki, 2015; Muendler and Becker, 2010)。Keuschnigg (2008)、廖庆梅和刘海云 (2018) 和协天紫光等 (2020) 将企业和行业结合重新定义 OFDI 二元边际, 即对某国家投资的企业-行业关系对数量和平均投资额。

### 1.2.2.3 OFDI 二元边际的影响因素

目前理论界关于 OFDI 二元边际影响因素的研究存在两种观点, 一是母国拥有的各种优势条件会拉动本国企业对内投资, 二是东道国各种有利因素会吸引外来企业投资。

母国拉动优势以梅里兹和赫尔普曼提出生产率理论为代表, 他们认为生产率的高低与企业是否进行对外投资有密切关系, 往往企业的生产率越高越倾向到海外投资 (田巍和余淼杰, 2012)。除此之外, 国内外学者认为企业对外投资需要大量资金支持, 而自有资金难以满足新增的投资需求, 因此需要外部资金支持, 这就需要考虑母国的金融发展水平和融资约束情况。从金融发展来看, 母国发达的金融市场和较高的发展水平能为企业 OFDI 行为提供充足的资金和市场信息, 进而激励企业扩大 OFDI 规模 (王伟等, 2013; 黄志勇等, 2015; 杜思正等, 2016)。沈红波等 (2010) 和杨连星等 (2020) 深入研究融资约束与对外投资的关系, 认为融资约束是决定企业对外投资的主要因素。还有学者研究了母国市场规模、政策保障和开放水平等因素对 OFDI 结构的影响, 发现母国经济发展水平越高和吸引外资能力越强能促进 OFDI 规模的扩大 (黄志勇和万祥龙, 2015; 协天紫光等, 2020), 母国贸易开放程度越高、政策越完善, OFDI 增长越快 (陈琳和朱一帆, 2017; 王伟等, 2013; 阎大颖, 2009)。

东道国拉动因素涉及东道国的经济环境、政治法规和社会文化等多方面因素。首先, 经济因素有国内生产总值、汇率风险和资源禀赋等。大量文献表明, 东道国 GDP 越大, 说明其市场前景广阔, 更能吸引我国对其投资 (Buckley et al., 2011; 郭娟娟和杨俊, 2019)。而汇率风险与 OFDI 呈现反向变动关系 (于津平, 2007)。东道国的资源禀赋会影响我国 OFDI, 但并非唯一决定因素 (陈岩等, 2012)。其次, 政治法律因素包括政策扶持、政治风险、制度质量和法律制度等因素。阎大颖等 (2009) 和 Wang et al. (2012) 认为政府政策扶持和海外关系资源会影响我国企业 OFDI 行为。韦军亮等 (2009) 和尤宏兵等 (2017) 认为东道国较大的政治风险是制约我国对外投资的因素, 我国更偏好到风险小的国家进行投资。

学者关于制度质量的影响持有不同的观点。大多数学者认为东道国制度质量的改善可以激励我国对其投资（刘敏等，2016；王金波，2019），另一些学者认为制度质量较差的东道国能吸引母国对其投资（Kolstad and Wiig, 2012；潘镇和金中坤，2015）。谢孟军和郭艳茹（2013）研究了东道国法律制度与我国 OFDI 区位选择的关系，结果表明投资区位的选择与东道国法治完善度具有正相关关系，即我国倾向到法治环境较好的国家开展 OFDI。再次，社会文化因素包含国家间文化制度和语言差异等因素。两国文化制度差异越小越有利于中国对其投资，反之则会抑制我国对其投资（许和连和李丽华，2011；李阳等，2013）。而母国与东道国具有相同语言会减少投资中的误解，提高投资成功率（乔晶和胡兵，2014）。最后，除了上述影响母国 OFDI 的因素外还有其他因素，如基础设施（裴长洪和郑文，2011）、双边投资协定（宗芳宇等，2012；李平等，2014）、双边政治关系（戴利研和李震，2018；刘晓光和杨连星，2016）、地理距离、国别差异（王胜等，2013）和东道国金融发展等因素（王忠诚，2018；郭娟娟和杨俊，2019；余官胜，2015）。

### 1.2.3 金融发展对母国 OFDI 二元边际的影响研究

#### 1.2.3.1 母国金融发展对其 OFDI 二元边际的影响研究

资金是企业进行 OFDI 必不可少的关键因素，发达的国内金融市场能为企业提供充足的资金支持，促进 OFDI 规模的扩大。而大多数发展中国家存在金融抑制的现象，国内金融抑制程度的降低即金融发展程度提高会拉动企业国内投资，进而阻碍企业 OFDI。可见，母国金融发展通过正反两个效应作用于 OFDI。从正向作用来看，母国金融发展程度越高能降低企业国内融资束缚，从而解决了我国企业对外投资面临的资金不足问题，为企业 OFDI 保驾护航。相比于实力雄厚的国有企业，民营企业较难获得投资资本，但随着国内金融体制机制的完善和对小微企业的重视，其资金不足问题得到解决（沈红波等，2010）。杨连星等（2020）对企业 OFDI 的结构特征进行研究，发现企业承受的融资约束越大会限制企业 OFDI 结构的优化，且该制约作用正相关于融资约束强度，对于扩展边际的负向影响低于集约边际。王伟等（2013）、杜思正等（2016）和陈琳等（2017）发现金融发展水平越高能显著带动一国 OFDI 发展，并通过增强市场活力和扩大本国



金融市场容量进一步提升我国 OFDI 的水平。蒋冠宏和张馨月（2016）研究了金融发展与 OFDI 的关系，发现金融发展对 OFDI 存量和流量均具有显著促进作用，但对发达国家和发展中国家的作用大小不同。对从负向效应看，黄益平（2013）认为发展中国家普遍存在金融抑制现象，国内市场利率高，投资者会增大储蓄规模而减少投资，这就出现了资本过剩现象，且在国内金融发展水平不高的情况下会推动企业对外投资。王勋（2013）认为发展中国家的金融抑制作用越强会限制企业对内投资，使得拥有净储蓄的企业转向技术先进和生产要素廉价的国外投资。反之，较低的国内金融抑制程度会吸引企业对内投资，减少对外投资的规模和次数。

### 1.2.3.2 东道国金融发展对母国 OFDI 二元边际的影响研究

长期以来，金融发展被视为经济向好发展的重要标志。但是我国落后的金融发展水平不能及时为企业提供发展所需的资金支持，这就制约了我国对外投资的进程。而东道国金融市场可以作为有效补充，拓宽我国企业融资渠道，并且利用金融机构提供的一手投融资信息规避了经营风险，因此诸多学者大量研究东道国金融发展与母国 OFDI 的关系。相关文献涉及以下内容：东道国金融发展如何作用于母国 OFDI、前者对后者的影响大小或方向如何。

东道国金融市场的完善和发展水平的提高可以带动母国 OFDI 发展。企业 OFDI 过程中对资金的需求量较大，而其自有资金难以满足企业对外扩张的需要，此时东道国完善的金融发展体制为其融资提供便利，企业更倾向于对东道国投资（Buch et al., 2014）。相反，比起融资成本高昂的东道国，企业会选择在母国投资，不开展海外投资（Desai, 2004）。余官胜（2015）研究了东道国金融发展的结构问题，发现相比于结构层面，金融发展的规模更能带动我国 OFDI 的发展。王瑞芳（2018）和张海荣（2019）认为“一带一路”国家金融深化、规模、效率和稳定性的提高均能促进我国 OFDI 的发展。宋成轮（2020）认为东道国较大的金融发展规模和优化的金融结构均能刺激我国 OFDI，而金融效率的影响不显著。Desbordes and Wei（2017）研究不同类型的 OFDI 与金融发展的关系，发现东道国金融发展对各类型 OFDI 均具有正向影响，但影响程度有所不同。Bilir et al.（2017）研究了跨国公司的投资行为，发现金融体制完善且发展程度高的国家更能吸引跨国企业对其投资，东道国的金融发展会影响企业的投资行为，如是否投

资、投资频率和规模，且对不同生产率企业影响不同（王忠诚等，2018）。郭娟娟和杨俊（2019）认为我国企业 OFDI 受东道国的金融发展水平的影响，且金融发展程度越高更能丰富投资的行业。可见，东道国较高的金融发展水平会显著推动母国 OFDI 二元边际的提高。

竞争效应渠道和融资效应渠道是东道国金融发展影响母国 OFDI 的两条路径（Bilir et al., 2017）。其中，融资效应指越高的金融发展水平可以提高资金利用率，降低投融资成本和风险；竞争效应指一国金融市场越开放会吸引更多的跨国企业对其投资，从而挤占市场，与原有企业形成竞争关系（张军和金煜，2005）。大量研究表明，融资效应占据主导地位，即东道国金融发展为企业外部融资提供便利，减少信息不对称带来的投资障碍，进而带动跨国企业对其投资（Desbordes and Wei, 2017）。Desai（2004）研究了美国跨国企业的投资行为，发现金融发展落后使得跨国企业面临高昂的融资成本，这就迫使企业减少投资规模或退出投资市场。而该国重视金融改革并不断优化金融发展环境会为企业提供良好的投资平台，有利于企业增加投资额并丰富投资行业。Kandilov et al.（2017）从金融发展角度分析了跨国企业的跨境并购交易，发现金融管制较松的地区会吸引更多大规模的跨境并购交易，替代了其在母国的投资。郭娟娟和杨俊（2019）认为企业面临的融资束缚会随着一国金融发展的完善而减小，促使企业 OFDI 规模的扩大，并丰富了投资行业。然而，也有学者认为东道国较高的金融发展水平会减少跨国企业 OFDI（Antras et al., 2009）。

#### 1.2.4 文献述评

通过梳理上述文献发现，国内外学者对金融发展和 OFDI 已经进行了较为全面的研究。对金融发展的内涵、指标测度、二元边际的内涵和 OFDI 二元边际的界定均建立了比较系统的研究体系；并深入研究 OFDI 的影响因素和金融发展如何作用于 OFDI。但是已有研究仍存在以下不足：首先，现有研究多集中在母国金融发展对 OFDI 的作用，而较少涉及东道国的金融发展；其次，现有文献多基于 OFDI 总额进行研究，忽略了 OFDI 的结构特征（二元边际）。最后，在指标选择上，较多使用一个指标评价一国金融发展情况，存在片面性，应从多个维度衡量金融发展这一指标。

## 1.3 研究内容和方法

### 1.3.1 研究内容

本文共分为五个部分进行研究：

第一部分，绪论，总共分为四节。第 1 节介绍了对外直接投资和金融发展的背景和本文的研究意义。第 2 节是文献综述，即通过梳理已有研究成果，回顾国内外相关文献，掌握现有关于金融发展、OFDI 二元边际研究的最新进展，为本文关键指标的选取、理论来源等提供借鉴。第 3 节阐述了本文的研究内容和方法。第 4 节是本文可能的创新点和不足之处。

第二部分，理论和路径分析。首先，从金融发展和对外直接投资的代表理论出发介绍本文的理论基础；其次，讨论了前者对后者的影响路径，即降低融资约束和投资风险、提高资本配置效率、改进生产率和提高技术创新的路径。最后，小结部分概括总结该章内容。

第三部分，东道国金融发展与中国 OFDI 的现状分析。首先，借鉴蒋冠宏等（2016）和张友棠等（2020）选取的金融发展指标，并结合本文的研究目的，选择相应的金融发展变量，以求全面阐述东道国的金融发展现状。其次，从规模、行业分布、区位分布和投资主体四个方面分析中国对外直接投资的实际情况。

第四部分，实证分析。首先，本文选取金融发展的四个指标和其他控制变量，采用 2005-2017 年的数据进行回归，研究四个金融发展指标和六个控制变量对我国 OFDI 集约边际和扩展边际的影响；其次，将三类国家的金融发展对我国 OFDI 二元边际的作用大小进行对比，得出可靠且丰富的结论。再次，采用两种方法检验结果的稳健性；最后将结论加以总结。

第五部分，结论和政策启示。基于前文的理论、现状分析和实证证明，从金融发展的角度为中国 OFDI 稳健发展提出具有针对性的政策建议。

### 1.3.2 研究方法

本文参考已有文献相关研究思路的基础上，结合各东道国发展差异进行论证，以求多角度研究东道国金融发展对中国 OFDI 二元边际的影响。本文主要采用以

下研究方法:

(1) 文献研究法。本文通过梳理金融发展与 OFDI 二元边际的已有文献,初步认识了两者的关系,进而形成了本文的研究思路和内容,以便进行后文的理论、现状和实证分析。

(2) 定性和定量分析法。本文通过理论部分的文字说明理清了金融发展对 OFDI 二元边际的作用机制,为实证部分的研究提供理论支撑。然后,构建计量模型定量分析二者关系并得出结果。对东道国金融发展和中国 OFDI 现状的分析也属于定性分析。

(3) 比较分析法。本文将三类国家的金融发展情况进行对比和对我国 OFDI 吸收程度的差异进行比较,从多个角度全面分析我国 OFDI 二元边际受东道国金融发展的影响程度,希望更为全面、准确地解释二者间的关系。

## 1.4 可能的创新与不足

### 1.4.1 可能的创新

(1) 在研究视角上,本文不同于过去对母国金融发展的研究,将视角转向东道国金融发展,即研究我国 OFDI 结构和东道国金融发展之间的关系,以期得出准确的结论进而丰富我国对外直接投资已有研究;

(2) 在指标选择上,本文有别于以往单一金融指标的选取,借鉴蒋冠宏等(2016)和张友棠等(2020)选取的金融发展指标,从金融发展的四个维度(深度、规模、效率和稳定性)全面分析东道国的金融发展情况,避免采用单一金融发展指标带来的片面性问题,使结果更加全面可靠。

(3) 在研究对象上,本文借鉴 Keuschnigg(2008)测算 OFDI 二元边际的方法,从企业-行业关系对的角度研究我国 OFDI 结构性问题,进而得出投资二元边际和金融发展间的关系以及作用大小,从而为我国高效合理地开展对外投资提供理论指导。

### 1.4.2 不足之处

OFDI 的影响因素众多,受限于数据的获得性仅选取几个常用的指标,分析

可能不够全面。本文仅考察了中国整体 OFDI 二元边际的情况，未具体到各地区或各省份的 OFDI 二元边际，存在一定局限性。

## 2 东道国金融发展影响 OFDI 二元边际的理论与路径分析

为了弄清本文研究对象间的内在关系，本章从理论和路径两方面展开分析。第一部分为理论基础，即基于邓宁的生产折衷理论、发展中国家的投资要素理论和金融发展的功能理论阐述本文的理论依据，为后文进一步论证二者的关系奠定理论基础。第二部分为影响路径，主要从五个方面出发分析东道国金融发展对中国 OFDI 二元边际的影响路径，为下文开展实证研究提供方向。

### 2.1 理论基础

#### 2.1.1 国际生产折衷理论

一国企业 OFDI 的动因和决策问题分别由垄断优势理论和内部化理论加以解释，而关于对外投资的方向问题尚没有理论予以说明。基于此，英国学者邓宁充分吸收借鉴前人的理论精华，并结合区位优势提出新的 OFDI 理论，即国际生产折衷理论。该理论包含三个核心内容，充分解释了不同企业 OFDI 的方向差异。一是所有权优势，指企业通过长期发展形成的科学技术、市场规模、管理方式等方面优势，且具备上述条件的企业会考虑对外技术转让。二是内部化优势，即为规避市场风险，企业凭借各种手段将拥有的资产等优势在企业内部推广并保留的能力。若企业具备此优势和所有权优势则会扩大出口，开拓国外市场，提升企业影响力。三是区位优势，即企业 OFDI 的外部环境优势，涉及东道国开放的市场、优越的法律制度、低廉的要素成本、健全的投融资政策和金融体制等。如果企业均具有上述三种优势，则会选择走出国门，到世界市场上开展投资活动。可见区位优势影响了企业对外投资的流向。

邓宁的投资理论说明了一国对外投资规模的扩大会受东道国金融发展的驱动，东道国金融发展环境越优越能为外来企业融资提供便利并分散投资风险，完善的金融市场会为企业提供更多的融资路径并筛选出更可靠的投资项目，增加企业获利机会，从而吸引新企业对其投资，形成东道国的区位优势。

## 2.1.2 投资诱发要素组合理论

上世纪末,发展中国家经济逐渐复苏,OFDI 进程不断加快,其增速超过发达国家,在国际投资总额中的占比逐步上升,原有投资理论不足以解释此现象,投资诱发要素组合理论便由此产生,试图从诱发要素角度解释发展中国家的投资行为。该理论认为一国对外投资行为受投资和非投资要素的影响。投资要素指资本、技术、劳动力和资源等各种生产要素。由于 OFDI 本质上是生产要素的国际间流动,因此投资要素又被称为直接诱发要素。然而一国仅仅拥有投资要素并不一定进行对外投资,这时就要将非投资要素考虑在内。非投资要素多指间接投资要素,涉及投资母国、东道国和全球诱发要素。其一,投资母国的金融体制、政治经济环境、制度质量、贸易开放度构成了母国投资要素等;其二,东道国间接诱发要素包括投资软环境和硬环境,如金融体制完善、法律法规健全、基础设施完备、市场前景光明、通讯条件良好等更能吸引投资;其三,全球诱发要素,如投资贸易便利化的实施、多边投资协议的签署和国际外汇市场利率波动引发的投资等。

与以往投资理论不同的是,该理论从寻求诱发投资要素的角度对一国投资行为做出解释,既考虑到投资国自身具备的生产要素优势,又将东道国的区位优势包含在内,还将全球诱发投资要素涵盖其中,研究范围和领域更为全面,解释力度更强。该理论指出一国缺少必要的生产要素仍能进行对外投资,究其原因间接诱发要素的作用,如母国鼓励投融资的各项政策和东道国良好的金融发展环境均能促进 OFDI。近年来我国 OFDI 规模的扩大和多元化发展离不开这些间接诱发要素,特别是东道国完善的金融体制为我国企业开展海外投资提供资金支持,同时良好的融资环境和开放的国内市场可以降低企业 OFDI 的成本和风险,从而吸引更多跨国企业对其投资。

## 2.1.3 功能金融理论

上述理论把金融发展视为一国 OFDI 的区位优势 and 间接诱发要素,均是从动因上解释东道国金融发展状况对母国 OFDI 的作用,但如何作用则需要功能金融理论加以解释。该理论由国外学者麦金农和莱文提出,它是对传统金融结构论的改进和完善。传统金融理论只考虑维持原有金融系统的稳定,而忽视金融机构和

金融市场随时代的变化,由于相关金融法律和法规滞后于这一变化,就使得金融运行秩序变得混乱。除此之外,传统金融理论为了壮大金融发展规模而牺牲金融效率,并用一成不变的规章去解决金融问题,最后出现金融机构过度扩张、效率低下的现象。针对上述缺陷,功能金融理论有两个观点:一方面,相比银行等金融机构的更迭性,金融系统的功能变化不大。尽管时代和社会发展对各国金融机构提出更高要求,建议其尽可能与时俱进、创新机构形式,但其所发挥的功能都是不变的。另一方面,比起金融机构的各种组织形式,金融部门发挥的作用和对市场主体的服务更为重要。因此,金融机构的形式服务于金融系统的功能,并随着功能的完善而不断创新机构的组织形式。

为了充分配置社会资源和保证经济系统的高效运转,理清金融体系的各项功能就显得尤为重要。一是发挥资源配置的功能,如通过直接或间接融资将社会闲置资金筹集起来合理配置,提高资本利用率。二是发挥清算和支付功能,即金融市场为经营主体提供多种结算清偿方式,既方便了企业又提高社会效率。三是发挥分散风险的功能。金融市场是风险和收益并存的地方,较高风险让企业难以有效投资,此时就需要金融系统充分利用已有的市场信息帮助企业甄别风险,从而实现规避风险下的理性投资。因此,东道国较发达的金融市场能为上述三个功能的充分发挥提供保障。

## 2.2 影响路径

本文的影响路径分为直接和间接影响路径,其中直接路径是通过减轻融资束缚、规避投融资风险和提高资本配置效率的方式对中国 OFDI 的规模和行业产生影响。间接路径是通过作用于上述三条路径进而实现企业生产率和科技研发能力的提高。基于此,本节从五条路径展开分析。

### 2.2.1 融资约束路径

资本是企业 OFDI 必不可少的因素,而与资本密切相关的是金融市场的融资约束情况。通常来说,融资束缚越严重的企业承担的融资成本压力越大,这会压制企业对外投资的积极性,对投资规模的进一步扩大产生负面影响。而一国政府重视本国金融市场的建设,通过多种方式改善融资环境,畅通企业融资渠道,这



就极大程度上降低了外来企业的融资束缚。具体来说，一国金融发展通过优化金融结构、提高金融服务效率和拓宽金融市场深度等渠道减轻企业融资压力。首先，金融结构的优化是市场向好发展的表现，即银行数量的增多、融资借贷工具的丰富和服务方式的创新会强化金融机构的地位，吸引企业到此筹资，可贷资金增多，解决了企业融资问题。其次，金融效率的提升是金融发展的另一表现，往往较高的金融效率表明银行等各种金融机构的服务水平较高，储蓄转化投资能力和资本配置能力较强，能促使资本快速流动并提高投资的回报率。最后，东道国金融市场的深化拓宽了企业融资渠道，企业可以根据自身特点选择适合的融资路径，如中小型企业可以借助银行等金融平台进行间接融资，大型企业实力雄厚且信誉良好，可以通过发行证券等形式直接募资。因此，东道国完善的金融体制不仅可以解决我国企业在国内融资难的问题，还能拓宽对外融资渠道，丰富投资形式，进而促进我国企业 OFDI 规模的扩大和新企业的进入。

### 2.2.2 风险降低路径

有无风险或风险大小是企业“走出去”过程中必须考虑的因素。一方面，市场信息的完备性会影响企业对外投资决策。在开放市场条件下，企业可以充分获得投资信息，并依据投资风险选择合适的投资项目，此时风险和收益相匹配；然而在不完全市场下，企业受制于有限的信息，无法准确识别投资项目，故存在较大的不确定性，这就制约了企业的投资。而在国际市场中，企业对东道国市场情况不了解，各方面信息较难获取，这就增大了投资的不确定性，此时企业 OFDI 可能性极低。另一方面，企业的风险承受能力决定对外投资行为。如果企业的风险承受能力远高于风险且收益较可观，则企业会选择 OFDI；相反，当企业规模小且较难应对国际市场上诸多的投资风险时，企业会权衡收益和风险，最终做出缩小投资规模或退出投资市场的决定。

一国金融市场越发达表明银行、保险公司等机构能向投资者提供更多的投融资信息，方便企业或个人按需获取，并基于大量的市场信息高效准确地识别和评估投资项目的风险，从而筛选最优的投资项目。例如企业可以借助东道国金融机构的力量，帮助其调查投资项目的情况，并提供投资建议。而且当企业完成对外投资后，东道国金融机构应继续监督资金的使用情况和项目的运转状况，确保投

资项目正常运作，从而提高投资回报率。另外，东道国拥有完善的金融体制和发达的金融机构能为投资主体提供更丰富的投资项目，并通过信誉良好的融资机构寻找更多更安全的投资方，将项目的投资风险分散，进而降低单个企业的经营风险。因此，东道国较高的金融发展水平通过上述方式降低我国企业投融资风险，增强企业投资信心，进而实现我国企业对外投资行业的不断丰富。

### 2.2.3 优化资本配置路径

企业 OFDI 本质上是一种资本配置形式，即跨越国界到开放的世界市场上重新配置资本。就中国企业而言，在国内产能过剩且生产要素成本上升的背景下，OFDI 可以为中国过剩的产能提供销路并充分利用东道国的生产要素，实现资本的重新配置，很大程度上提高了企业的投资回报率，对中国企业开展 OFDI 具有重要意义。

金融发展既强调总体规模又看重效率，也就是说，一国在发展本国金融市场时，既应扩大金融系统规模，吸纳更多存款，实现金融财富数量的激增，又要重视资金的利用效率，将资本投向收益颇丰且风险小的行业领域。对投资主体而言，要充分高效配置资金不仅需要了解投资目的地的国情，更要全面调研把握投资行业的动态，如资金投入和收益情况等，从而实现收益的最大化和投资结构的优化。那么一国资本配置效率的提高是如何通过金融发展来实现的？第一，东道国金融机构通过寻找优质投资项目、宣传投资风险和监督并规范外来企业的投融资行为等方式帮助企业实现自身资本优化配置。第二，东道国金融发展可以帮助企业甄别市场信息克服“逆向选择”和“道德风险”问题，规避可能存在的投资风险，促使资金向收益大的领域流动，进而提高整个市场的资本配置效率。因此，企业在对外投资过程中能够借助东道国金融市场实现资本的高效配置。

### 2.2.4 生产率路径

通常情况下，生产率高的企业能以更低的成本生产出品质上乘的产品，在市场上的竞争力更强。中国对外投资企业的生产率越高越能在东道国市场上形成竞争优势，利润增多会激励企业进一步扩大投资规模和范围，占领国际市场，最终企业由于生产率的改进而加大 OFDI 力度。

金融发展通过生产率提高作用于一国 OFDI 的主要表现：第一，企业要想保持永久竞争力不仅需要优化产品质量，更需要摒弃落后的管理思想、重视人才的培养并加大科研创新力度，而这一过程离不开资金的支持。然而企业自有资金大多仅能维持日常工作的开展无法满足上述活动的资金需求，因此需要寻求外部资金支持。企业可以通过向银行等金融机构贷款或在金融市场上发行证券等方式筹集资金，进而开展研发活动或对员工开展培训等。第二，东道国金融机构能够帮助企业筛选出市场前景好且收益高的投资项目，优化资金流向，提高企业投资回报率，进而实现企业生产率的提高。第三，企业的科技研发受资金、技术和人才等多方面因素的影响，具有较大的不确定性，而且研发的技术可能实用性不强，企业会因此蒙受损失。这时东道国金融市场可以发挥作用助力企业投资，如降低企业融资门槛或放开外来企业发行证券的管制，从而获得更多投资资金，为项目购买保险，规避企业的研发风险，激励科研人员大胆研发，企业生产率得到改进。因此，企业生产率的改进离不开资本的高效配置、风险的有效规避和技术的持续创新，这些都与东道国金融发展密不可分。

### 2.2.5 技术创新路径

科技是第一生产力，就企业而言，只有重视科技创新、加大科研投入才能保持源源不断的活力，保证强劲的竞争力。企业的技术创新可以为海外子公司提供独有的技术或专利从而降低生产成本形成竞争优势。而且 OFDI 过程也是技术扩散的过程，即跨国企业通过对外投资将新技术传播到更多国家，形成规模效益。然而，在技术创新过程中企业会面临诸多不确定性因素，也需要投入巨额的科研经费，这从无形中增加了企业的风险，而东道国金融发展恰恰解决了这一难题。

我国对外投资企业的技术创新和科技研发需要大量资金，而东道国健全的金融体制恰好能为其提供资金支持。投资主体可以借助东道国金融市场和银行提供的多种融资方式去筹集资金，将高风险投资项目分散给多个投资者，从而降低系列不确定性风险，为企业技术创新提供条件。而 OFDI 具有逆向技术溢出效应，即海外子公司的技术革新既能为其自身带来好处，还会促使国内企业加快学习，提高技术吸收能力，增强了企业的竞争力，激励更多企业扩大 OFDI 规模（见图 2.1）。

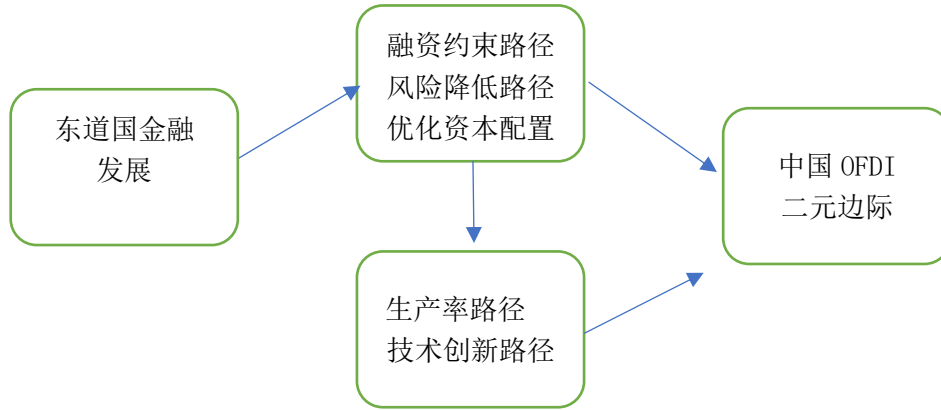


图 2.1 东道国金融发展对中国 OFDI 二元边际的影响路径

### 2.3 小结

本章主要分析了本文研究对象的相关理论和影响路径。第一部分，结合邓宁和发展中国家的对外投资理论阐明了金融发展是 OFDI 的区位优势 and 间接投资要素，并通过功能金融理论分析了金融发展的作用，奠定了研究的理论基础。第二部分，从直接和间接路径说明了影响机制。直接路径体现在：东道国金融发展缓解了企业面临的融资约束，降低融资成本、分散了投资风险，使得企业更高效配置资本，提高资金的利用率和回报率，进而促进我国企业的投资行业和投资规模的扩大，实现我国投资主体对外投资二元边际的提升。间接路径表现为：东道国金融发展为企业提高生产率和加大技术创新提供资金支持，生产成本得以降低，生产和销售竞争力显著增强，从而丰富投资主体 OFDI 的行业（扩展边际）。

### 3 东道国金融发展与中国 OFDI 的现状分析

#### 3.1 东道国金融发展水平的测度与现状

##### 3.1.1 金融发展水平测度

关于金融发展的测度问题，学术界对指标的选取尚未达成共识，大多数文献根据研究问题和目的选择适合的指标，通常包括两种指标选取方法。一是采用单一指标衡量一国金融发展水平，如 Altman (1968) 用 ZSCORE 指数表示金融市场的稳定性，郭娟娟 (2019) 用银行体系总信用/GDP 来反应一国金融发展情况等。二是采用多个指标全方位考量金融发展状况，如从金融规模、深度、效率和稳定性等角度反映一国金融发展情况 (Cihak 等, 2012; 蒋冠宏等, 2016; 刘志东等, 2019)。基于本文研究目的，尽可能全面分析东道国的金融发展状况，并从不同角度探讨金融发展对我国 OFDI 集约边际和扩展边际的作用大小，因此本文选择第二种测度方法。考虑到发展中国家是中国对外投资的主要国家，这些国家的银行系统在其经济体系中占有重要的地位，而金融市场还有待完善，并结合数据的可获得性，本文选择银行系统的各项指标作为金融发展的代理变量，从金融的深度、规模、效率和稳定性四个维度全面分析一国的金融发展情况。

用私人部门信贷规模与 GDP 的比值反映东道国金融深度，该指标综合性强，既包括银行或货币当局对私人部门提供的贷款，也包括保险等金融公司对私人部门提供的金融资源。该指标体现了东道国金融体系的补充作用，为跨国企业融资提供新渠道，缓解了企业自身较大的融资压力。用中央银行资产与 GDP 的比值来反映金融规模，该指标越大说明银行在经济体系中发挥关键作用。金融效率用银行净息差来反应银行效率，净息差越小说明银行的服务水平越高，审批效率高。用商业银行违约的可能性 Z 指数来反映一国金融市场的稳定性，Z 值越大说明银行违约的可能性越小，金融稳定性更高。

##### 3.1.2 不同维度下东道国金融发展现状国际比较

中国 OFDI 国家（地区）之间经济发展水平存在较大差异，有高收入的发达

国家也有低收入的发展中国家，这些国家的金融发展也有各自的特点。本文将中国 OFDI 主要国家或地区(73 个)按照世界银行对国家收入水平的界定进行分组，并结合数据的可获得性和样本的全面性，把东道国划分成三类，即低收入、中高收入和高收入国家（见表 3.1）。然后对三类东道国各金融发展变量求平均值，对其结果进行比较分析，结论如下：

表 3.1 东道国按收入水平分类情况表

高收入国家(28 国)	阿根廷、澳大利亚、比利时、英国、加拿大、法国、德国、希腊、匈牙利、以色列、意大利、日本、科威特、卢森堡、荷兰、新西兰、阿曼苏丹国、波兰、葡萄牙、卡塔尔、沙特阿拉伯、新加坡、西班牙、瑞典、瑞士、阿联酋、美国、中国香港
中高收入国家（19 国）	阿尔及利亚、白俄罗斯、波黑、博茨瓦纳、巴西、哥伦比亚、厄瓜多尔、伊拉克、牙买加、约旦、哈萨克斯坦、马来西亚、墨西哥、秘鲁、俄罗斯、塞尔维亚、南非、泰国、土耳其、
低收入国家(26 国)	安哥拉、孟加拉国、玻利维亚、柬埔寨、喀麦隆、刚果（金）、埃及、埃塞俄比亚、格鲁吉亚、加纳、印度、印度尼西亚、肯尼亚、摩洛哥、莫桑比克、尼泊尔、尼日利亚、巴基斯坦、菲律宾、塞内加尔、斯里兰卡、坦桑尼亚、乌克兰、乌干达、越南、赞比亚

资料来源：作者依据选取的样本整理编制

### （1）东道国金融深度对比分析

私人部门信贷规模与 GDP 的比值可以反映东道国金融深度，该比值越大表明私人部门可以通过多个渠道获得信贷资金，该国金融深化程度越高。根据图 3.1，从整体发展情况看，三种类型国家的金融发展深度都保持扩张趋势，说明私人部门的资金需求逐渐得到满足。从国家差异看，高收入国家的金融深化程度始终处于高位，远高于中高收入、低收入国家，差距在 2005 年-2010 年间逐渐扩大；随后由于高收入国家受金融危机的重创，国家收紧放贷额度，私人部门获得贷款减少，金融深化程度下降。而中高收入国家重视国内金融发展，与金融体系相关的

各项政策制度不断完善，金融深度的挖掘效率有所提升，因此后者与前者之间的差距不断缩小。2011-2017 年，低收入国家的金融发展程度逐渐加深，在国际金融市场上发挥重要的作用，然而这类国家的私人信贷规模占 GDP 比重仍不足 50%，这可能是由于低收入国家的金融发展水平落后，金融体制尚不健全，且私人部门抗风险能力低，金融机构担心其无力偿还贷款而不愿提供更多资金。

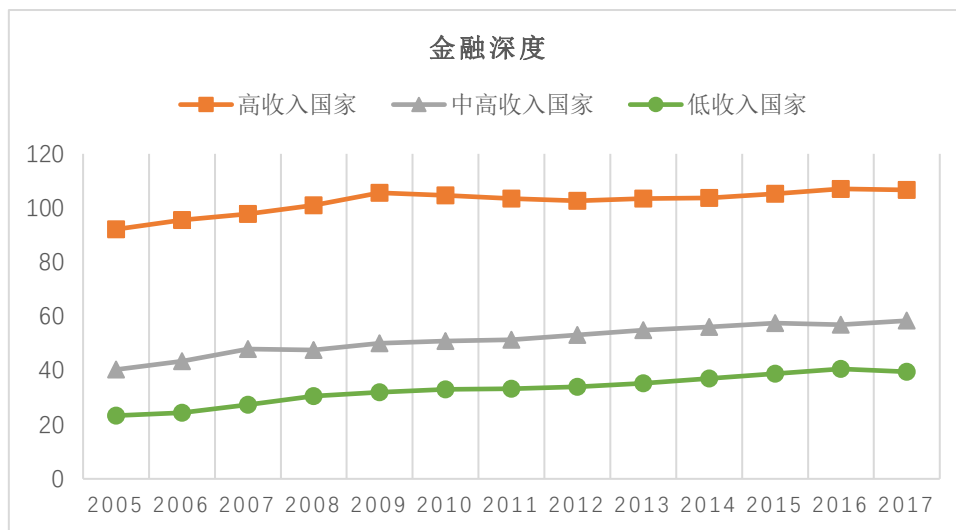


图 3.1 三类国家的金融深度情况

## (2) 东道国金融规模对比分析

中央银行资产同 GDP 的比值可以反映一国金融发展规模，该指标越大意味着东道国银行系统规模较大，其发挥的融资作用越突出。一般来说，高收入的国家金融体系更为完善，银行等金融机构或金融市场可以为市场主体提供更充足的金融工具，从而满足其较大的资金需求。根据图 3.2，从整体趋势看，近十年来，三类国家的银行资产不断增多，金融规模均显著扩大，但中、低收入国家的银行系统规模仍较小，与高收入国家差距较为悬殊。这反映了用银行系统规模表示的金融规模与一国经济发展情况和国民收入水平成正比，即经济越发达的国家如英美等国家，其居民收入水平越高，金融规模相对较大。分国家看，2009 年之前高收入国家金融规模的扩张速度较快，受全球金融危机的影响，高收入国家金融规模增速有所放缓。而另两类国家受金融危机影响较小，金融规模增速保持稳中有进的态势，且逐渐缩小与高收入国家间的差距，这表明中低收入国家具有巨大的金融发展潜力，尤其是以银行为主导的金融系统要不断革新适应复杂多变的市场

环境。

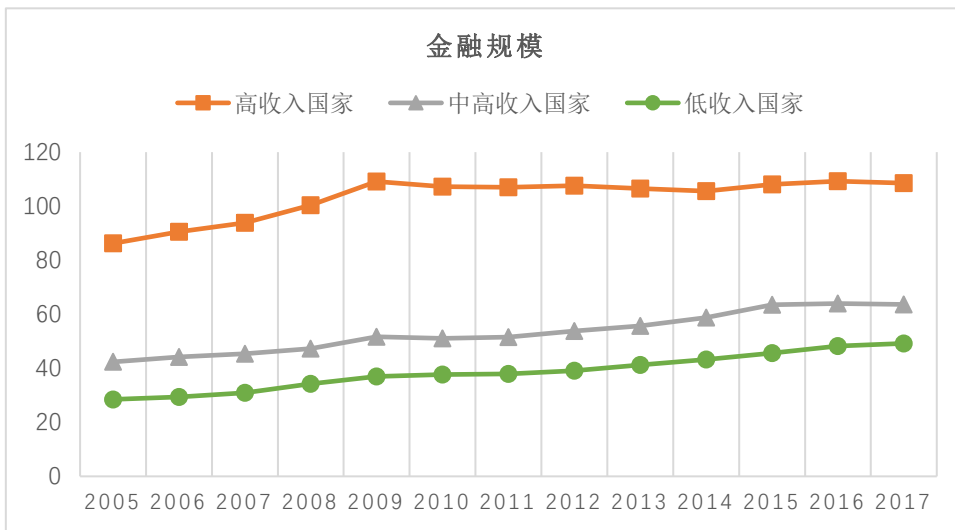


图 3.2 三类国家的金融规模情况

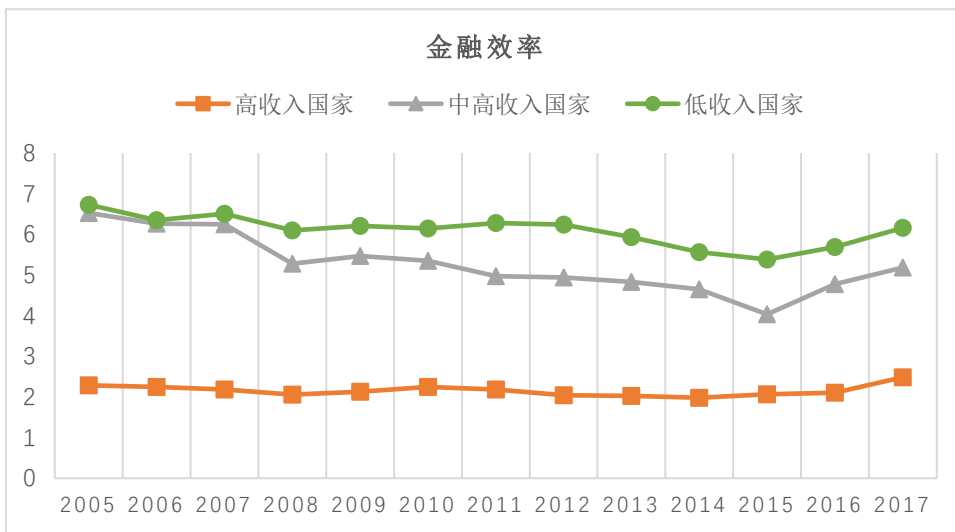


图 3.3 三类国家的金融效率情况

### (3) 东道国金融效率对比分析

东道国金融效率用银行净息差来表示，净息差越小说明银行提供中介服务的成本越低，银行效率越高。从图 3.3 可知，三类国家的金融效率存在明显差异，收入较低的国家金融效率越低，反之金融效率越高。分国家看，2005-2015 年，中高和低收入国家的银行净息差呈波动下降趋势，说明这两类国家的金融效率缓慢提高。而 2015 年之后金融效率有所下降，可能是受贸易保护主义和逆全球化



思潮的影响，这两类国家的金融规模减小、金融深化程度放缓，整个金融市场处于收紧状态。十三年间，高收入国家的金融效率未出现太大变化，净息差稳定在 2.1。从整体趋势看，这三类国家的金融效率处于波动上升的趋势，且差距不断缩小。这说明东道国日益重视本国金融发展，不断优化银行等金融机构的服务，提高金融效率，降低各种融资成本，进而为我国 OFDI 企业提供融资便利。

#### (4) 东道国金融稳定性对比分析

东道国金融稳定性用 Z 指数来表示，Z 值越大说明银行抗风险的能力越强，金融体系的稳定性则越高。根据图 3.4，各类型国家的金融稳定性间的差距较小，整体呈现波动上升的态势。受 2008 年金融危机的重创，高收入和中高收入国家的商业银行违约次数增多，表明以银行为代表的金融机构稳定性降低，其中高收入国家下降最明显，可见金融危机对高收入国家的金融市场冲击最大，这与事实相符。而与其他两类国家相比，高收入国家的金融稳定性最高，这表明收入水平越高的国家越重视金融市场建设，金融体系更加完善，抵御经济金融风险的能力越强，金融稳定性较高。近年来，东道国金融稳定性不断提高，意味着各国积极推进国内金融市场改革且取得显著成效，这为我国 OFDI 企业提供更稳定的融资环境，更能吸引我国加大对其投资力度。

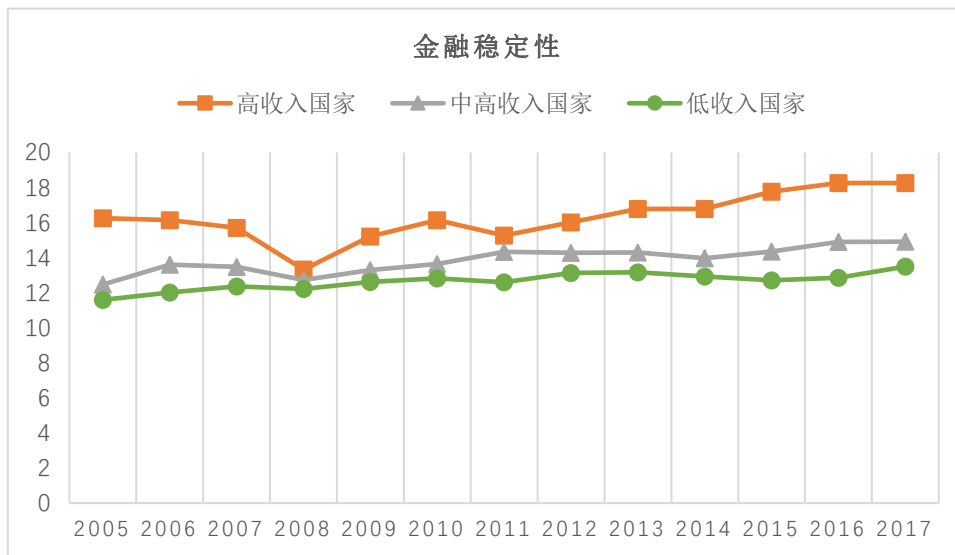


图 3.4 三类国家的金融稳定性情况

综上所述，通过对比三类国家金融发展的不同维度，可以看出东道国四个维

度的金融发展指标都显著提高，金融深度指标间的差距最大，金融稳定性指标间的差距较小，金融规模指标的增速最快。随着中低收入国家对金融发展重视程度的提升，采取一系列举措完善金融市场体制，这两类国家的金融发展水平不断提高，与高收入国家的差距逐渐缩小。纵向对比看，金融发展的国别差异比较明显。高收入国家整体金融发展水平较高，而中低收入国家与之相反，金融规模小、金融效率有待提高、金融稳定性较差、金融深化程度较低，与高收入国家间的差距较明显，但具有很大的发展空间和增长潜力。

## 3.2 中国 OFDI 现状

### 3.2.1 中国 OFDI 的规模

近年来，国际形势错综复杂，单边主义和贸易保护主义势力频繁抬头，又面临来自疫情的冲击，世界经济深受影响。在这样的大背景下，中国大力发展国内经济，继续对内深化改革，对外扩大开放，在对外投资方面，继续深化区域间经济合作，推动投资贸易便利化建设，密切同我国周边邻近国家间合作。从我国 OFDI 发展情况看，自 2005 年以来，我国 OFDI 规模实现 11 年的快速增长，即从 122.6 亿美元增至 2016 年的 1961.5 亿美元，增长近 16 倍，占全球外商投资流出量的比重不断提高，突破十分之一。从位列全球第 17 位晋升至第 2 位。这一阶段我国 OFDI 规模增势迅猛，投资范围持续扩大，然而不规范和不理性的投资行径引发的问题随之而来。2016 年底政府出台一系列政策规范企业对外投资行为，并大力审查投资主体海外投资项目的真实性和流程的规范性，投资行为趋于理性，OFDI 增速放缓，结构更为优化。2017 年中国 OFDI 流量同比下降 19.3%，第一次表现为负增长，但在世界排名第三位。在全球投资和贸易减少的形势下，2019 年我国企业 OFDI 流量（1369.1 亿美元）较上年同比下降 13.51%，降幅不大，且位列全球第二，占全球外商投资份额的 10.4%。

从 OFDI 存量上看，2005 年-2019 年，中国 OFDI 存量由 572 亿美元增长至 21988.8 亿美元，增长了 38 倍多，占全球 OFDI 存量的份额从 0.59% 提升至 6.4%，排名攀升至第 3 位，位列美国（7.7 万亿美元）和荷兰（2.6 万亿美元）之后。尽管中国已成为世界第二大经济体，与美国的差距不断缩小，且 OFDI 存量逐年

增多，但由于我国 OFDI 起步晚、水平低，存量规模仍远远落后美国等发达国家（见图 3.5）。

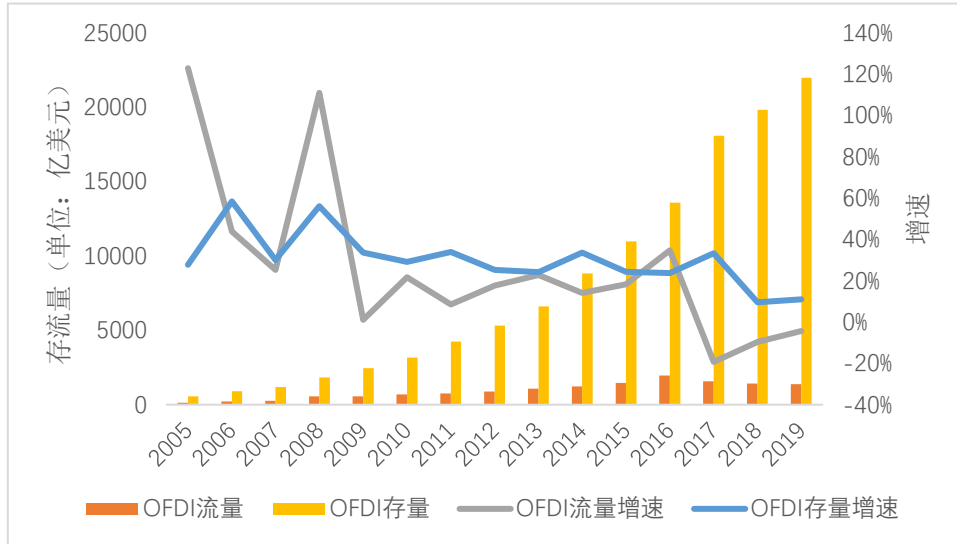


图 3.5 2005-2019 年中国 OFDI 总额情况

### 3.2.2 中国 OFDI 的行业分布

在改革开放初期，企业对国际环境尚不了解，出口贸易是这一时期“走出去”的主要方式，投资领域也较为单一，局限于出口加工。经过数十年的发展，我国 OFDI 的行业分布更为广泛，覆盖了商务服务、金融行业、制造业和高新技术产业等多个领域。

截止 2019 年末，我国 OFDI 行业种类齐全，涉及第二、三产业，其中五个行业的 OFDI 存量规模超过两千亿美元，包括商务服务产业（占存量 33.4%）、批发和零售产业（13.5%）、金融行业（11.6%）、信息技术服务产业（9.2%）和制造业（9.1%）。以上五个行业存量总计 1.69 万亿美元，占投资行业总存量过半，行业分布较为密集，以第三产业为主。（见表 3.2）

表 3.2 2019 年末中国 OFDI 主要行业的存量情况

单位：亿美元

行业分类	存量	行业分类	存量
租赁和商务服务业	7340.8	交通运输/仓储和邮政业	765.3

续表 3.2

行业分类	存量	行业分类	存量
批发和零售业	2955.4	房地产业	776.1
金融业	2545.3	科学研究和技术服务业	460.1
信息传输/软件和信息技术服务业	2022.1	建筑业	422.3
制造业	2001.4	电热力、燃气及水的生产和供应业	330.6
采矿业	1754	农/林/牧/渔业	196.7

资料来源：根据《中国对外投资统计公报》整理而得

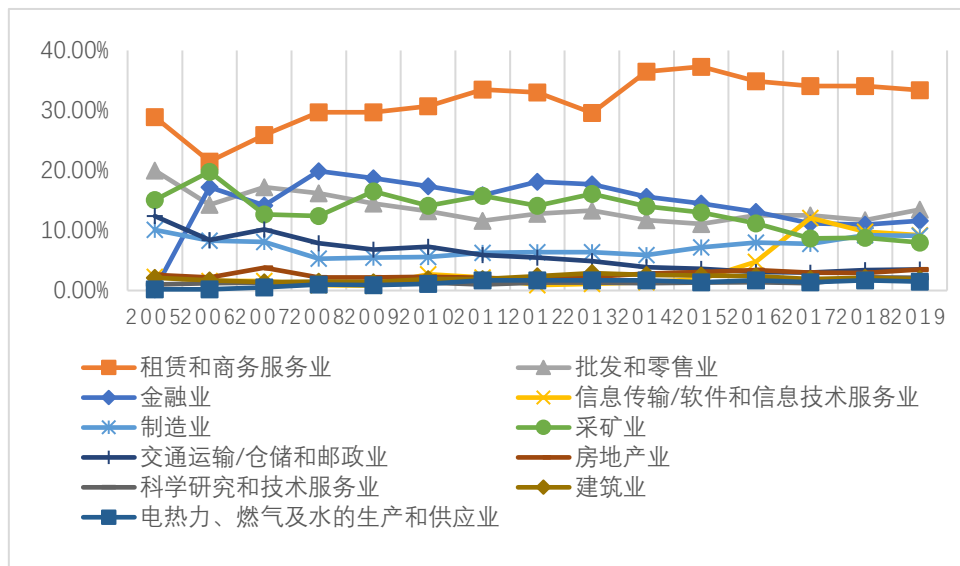


图 3.6 2005-2019 年中国 OFDI 主要行业存量占比变化

从我国 OFDI 主要行业存量占比变动趋势来看（图 3.6），2005 年-2019 年，商务服务业的增长最为明显，占比从 21.5% 增至 33.4%；随着我国重视技术创新，加大科技研发力度，信息技术服务业和制造业在 OFDI 的占比有所上升；建筑业、房地产业、电热力等生产供应业的占比变动不大，保持 1.5%-3% 的占比；而批发零售业、交通运输业、金融业和采矿业的占比呈波动下降趋势，这可能和我国企业转变 OFDI 形式有关。根据我国 OFDI 主要行业存量占比的变化可以看出，我国 OFDI 的动机正发生转变，即从寻求自然资源转为寻求国际市场和探寻高新技术

等战略资产。除此之外，制造业对外投资占比不足 10%，从侧面反映出我国 OFDI 的产业结构有待优化升级，特别是重视高技术领域和第三产业的对外投资。

### 3.2.3 中国 OFDI 的区位分布

由于不同企业的投资动机存在差异，这就影响投资区位的选择，所以有必要分析我国 OFDI 的区位分布特征。截止 2019 年末，我国 OFDI 基本覆盖全球 190 个国家（地区），其中在亚洲投资存量为 1.46 万亿美元；在拉丁美洲投资存量为 0.44 万亿美元，中国对这两个洲的投资存量占比超过 85%，而对欧洲（0.11 万亿美元）、北美洲（0.10 万亿美元）、非洲（0.04 万亿美元）和大洋洲（0.04 万亿美元）的投资存量占比不足 15%，其总占比仅为 13.8%（见图 3.7）。可见，我国 OFDI 地区分布极其不均衡，大部分集中在亚洲、南美等发展中国家，其原因是为了获得发展中国家丰富的自然资源并占领海外市场或转移我国过剩产能。而对欧美等发达国家投资不足，主要是通过 OFDI 获取逆向技术和管理知识溢出，从而占领本国市场，带动对外投资企业技术革新和产品创新，形成独有的竞争优势。可见，我国 OFDI 更倾向到资源丰富、市场开阔或技术先进的国家开展投资。

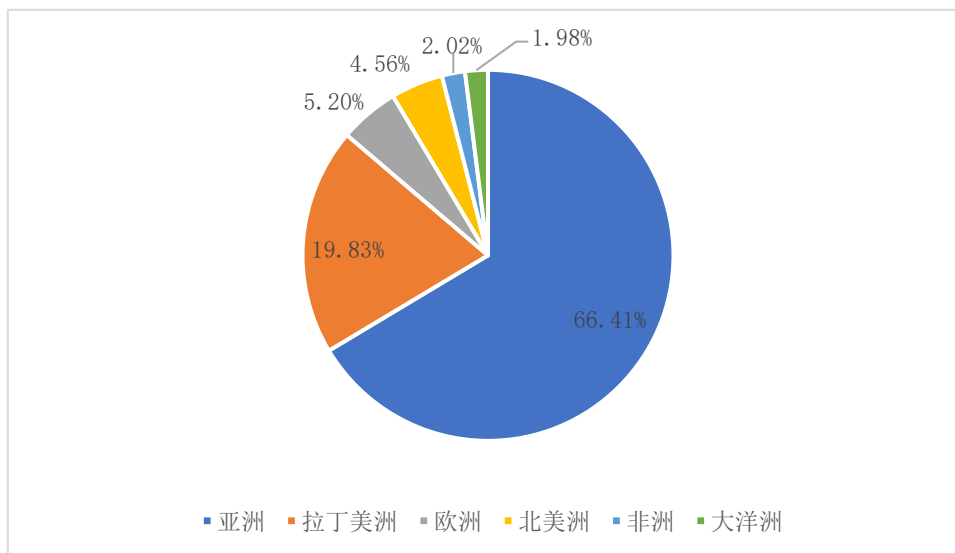


图 3.7 2019 年末中国 OFDI 存量地区分布情况

从不同经济体来看，2019 年末我国对外投资 1.92 万亿美元到发展中经济体，在总投资规模的占比近九成，其中对中国香港投资过半（66.4%）；我国投资

2494.6 亿美元到美欧等发达国家，在 OFDI 存量总额的占比超 11%。而转型经济体仍处在经济过渡阶段，市场中的不稳定因素较多，中国对这类国家的投资政策相对保守，投资存量仅占总额的 1%左右（见表 3.3）。可见，相比于发达和转型经济体而言，中国更偏好到周边国家且贸易往来频繁的发展中经济体如新加坡、马来西亚等东盟国家进行投资。

表 3.3 2019 年末中国在各经济体主要国家的 OFDI 存量 单位：亿美元

经济体	国家或地区	存量
发展中经济体	中国香港	12753.6
	东盟	1098.9
发达经济体	欧盟	939.1
	美国	778
	澳大利亚	380.7
转型经济体	俄罗斯联邦	128
	哈萨克斯坦	72.5
	乌兹别克斯坦	32.5

资料来源：根据《中国对外投资统计公报》整理而得

此外，我国 OFDI 的国家或地区分布较为密集。根据表 3.4，2019 年末，我国投资 1.82 万亿美元到美国等存量前五的国家或地区，占投资存量总量 83%。其中以香港为代表的投资排名前三的地区为避税天堂，说明我国 OFDI 具有“避税、回流、洗钱”的性质。而且，2019 年我国投资范围近乎覆盖全球，但投资存量前五的国家（地区）占大半的投资额，说明我国 OFDI 过度集中在某些国家，这反映出我国投资战略较为单一，投资水平低下。因此，我国企业通过转变对外投资模式、丰富对外投资的区位选择来优化投资结构就显得尤为重要。

表 3.4 2019 年末中国 OFDI 存量排名前五的国家（地区） 单位：亿美元

序号	国家（地区）	存量	比重（%）
1	中国香港	12753.6	58

续表 3.4

序号	国家（地区）	存量	比重（%）
2	开曼群岛	2761.5	12.6
3	英属维尔京群岛	1418.8	6.5
4	美国	778	3.5
5	新加坡	526.4	2.4
	合计	18238.3	83

数据来源：根据《中国对外投资统计公报》整理而得

### 3.2.4 中国 OFDI 的投资主体

通过对比中国不同所有制企业 OFDI 存量占比（见图 3.8）可知，自 2006 年以来国有企业的占比波动下降（由 81% 降至 50.1%），非国有企业发挥自身优势加快 OFDI 步伐，其占比波动上升，2017 年首次超过国有企业的比重，成为我国 OFDI 的主力军。可见，非国有企业在“走出去”过程中的重要性逐渐显现，可能的原因有：一方面是部分国有企业转制变成股份制公司或有限责任公司，另一方面是国家重视民营企业的发展，出台各项优惠政策鼓励民营企业对外投资。

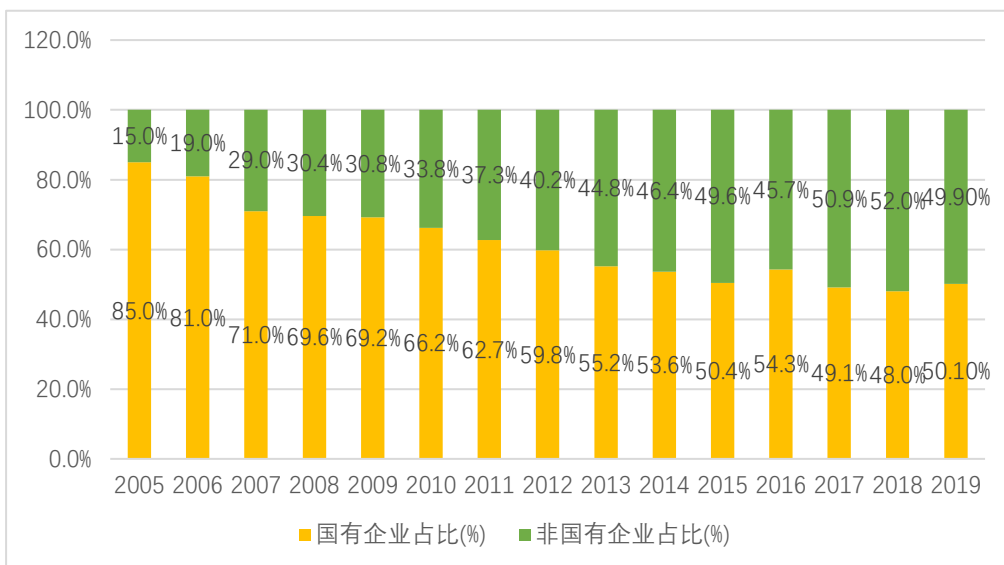


图 3.8 2005-2019 年中国不同所有制企业 OFDI 存量占比情况

我国 OFDI 主体呈现国企领头、民企主导的多元化局面。截止 2019 年末，我

国登记注册的境内投资企业有 27493 家，有限责任公司以 10554 家的数量（占比 38.4%）位列第一，是我国对外投资规模最大且最具活力的群体；其次是私营企业 7532 家（占比 27.4%），其凭借灵活的体制和较高的经营效率优势成为我国对外投资第二大主力军；再次是占比 12.1% 的股份有限公司；而国有企业的数量为 1373 家（占比 5%），仅为有限责任公司的七分之一（见表 3.5）。虽然我国现存国企数量不如私营企业多，但其 OFDI 规模却很大，其投资存量占我国对外投资总量的五成左右，而数量众多的民营企业投资规模却很小，可能由于国有企业以国家信用背书，银行等金融机构会优先满足国有企业资金需求，众多民营企业资信不足面临融资难的问题，这就成为民营企业扩张对外投资规模的掣肘。

表 3.5 2019 年境内投资者登记类型分类

登记类型	家数	占比 (%)
有限责任公司	10554	38.4
私营企业	7532	27.4
股份有限公司	3316	12.1
外商投资企业	1465	5.3
国有企业	1373	5.0
港澳台商投资企业	1044	3.8
个体经营	659	2.4
股份合作企业	365	1.3
集体企业	100	0.4
其他	1085	3.9
合计	27493	100

资料来源：根据《中国对外投资统计公报》整理而得

### 3.3 小结

本章共分为三个部分，重点介绍了东道国金融发展现状和我国 OFDI 情况。第一部分，从金融深度、规模、效率和稳定性四个角度分析了东道国的金融发展程度。纵向对比看，东道国的金融发展水平存在明显的国别差异。高收入国家的



各项金融发展指标都明显高于中高收入和低收入国家。横向对比看，三种收入类型的国家各维度金融发展水平均有所提升，且低收入国家的金融发展势头较好，与中、高收入国家间的金融发展差距不断缩小，具有较大的发展潜力。第二部分，介绍了中国 OFDI 现状，包括 OFDI 规模变化、行业和区位分布情况以及投资主体特征。结论如下：我国 OFDI 规模呈现先扩张后缩小的趋势；OFDI 的行业分布具有多元化和集中化特征，覆盖了商务服务、金融行业、制造业等多个领域，且多集中在第三产业；OFDI 的地区分布极其不均衡，主要集中在亚洲、南美等发展中国家，对发达国家投资不足。我国投资主体呈现多元化的趋势，国有企业与民营企业相辅相成，而非国有企业中有限责任公司和私营企业更具市场活力。

## 4 东道国金融发展对中国 OFDI 二元边际影响的实证分析

本章在前文研究的基础上,采用 2005-2017 年我国对 73 个东道国(地区) OFDI 二元边际的面板数据进行实证分析,深入研究东道国不同维度的金融发展情况对我国 OFDI 集约边际和扩展边际的影响,进而分析出金融发展驱动的我国对外投资增长是由原有企业扩大投资规模还是新投资主体投资新行业引起的,并判断我国企业对外投资行为是否具有延续性。然后,将东道国按收入水平分成三类国家,进一步分析金融发展对我国 OFDI 二元边际影响的国别差异。

### 4.1 变量选取及模型设定

#### 4.1.1 变量选取与数据来源

##### (1) 被解释变量

本文的被解释变量为中国 OFDI 二元边际,即 OFDI 扩展边际和集约边际。本文借鉴 Keuschnigg (2008) 和杨连星等 (2016) 测算投资二元边际的方法。基于投资东道国视角,将 OFDI 集约边际定义为一年中我国对某一东道国投资的企业-行业关系对的平均投资额,而将扩展边际定义为一年中我国对某一东道国投资的企业-行业关系对的数量。具体计算公式如下:

$$OFDI_{jt} = \sum_{i=1, h=1} Ofdivalue_{ijht} = Intensive_{jt} * Extensive_{jt} \quad (4.1)$$

上式中,  $OFDI_{jt}$  表示东道国  $j$  在  $t$  年获得的投资总额,  $Ofdivalue_{ijht}$  表示  $i$  企业在  $t$  年对  $j$  国的  $h$  行业的直接投资额,  $Intensive_{jt}$  (集约边际) 为  $j$  国在  $t$  年获得的企业-行业关系对的平均投资额,  $Extensive_{jt}$  (扩展边际) 为  $j$  国在  $t$  年所获投资的企业-行业关系对数量。下标  $i, h, t, j$  表示 OFDI 的企业、行业、年份、国家。OFDI 数据主要来源于美国企业研究所和美国传统基金会设立的中国“全球投资跟踪”数据库,时间跨度为 2005-2017 年。

##### (2) 解释变量

东道国金融发展水平是本文的核心解释变量,尝试借鉴蒋冠宏等 (2016) 和张友棠等 (2020),从金融发展深度 (BDEP)、金融规模 (FILB)、金融效率 (BEFF)

和金融稳定性 (BSTA) 四个维度各选取一个指标来体现各东道国的金融发展状况。四个指标的数据均来自 WDI 数据库和 GFDD 数据库, 时间跨度为 2005-2017 年。

### (3) 控制变量

本文选取的控制变量都是常见的影响投资二元边际的变量, 包括: 市场规模、贸易开放度、制度差异、资源禀赋、双边投资协定和经济风险等 (见表 4.1)。

市场规模 (LNGDP): 用 2005 年美元 GDP 指数对各东道国实际 GDP 进行平减。该指标越大表明东道国拥有较大国内市场, 更能吸引我国对其投资。

贸易开放度 (OPEN): 用各东道国进出口总额占本国 GDP 的比重表示。该值越大, 说明东道国市场环境越自由, 投资企业进入机会越大, 投资规模相应扩大。

制度差异 (System\_diff): 先计算各东道国六个世界治理专项指数的算术平均值, 然后再同中国制度质量指数作差。通常两国制度差异越小越有利于 OFDI 开展。

资源禀赋 (Resource): 用东道国各种自然资源出口量比上总商品出口量来表示, 反映了东道国拥有的资源情况。通常出于资源寻求的动机, 一国会倾向到资源较丰裕的国家开展对外投资。

双边投资协定 (BIT): 如果两国在  $t$  年签订投资协议, 则  $t$  年及往后各年取值为 1, 否则为 0。BIT 签署为两国投资提供便利, 有利于我国 OFDI 规模扩大。

经济风险 (CPI): 用各东道国 GDP 平减指数求出的通货膨胀率表示。东道国通货膨胀率越高, 说明该国宏观经济形势不好, 企业到该国投资会面临高昂的成本, 降低了投资收益, 制约新企业的进入。

由于某些年份我国企业并未对东道国投资, OFDI 二元边际的数值为 0, 此种情况下, 对零值加 1 后取对数进行转换。值得一提的是, 数据时间跨度为 2005-2017 年有以下两点原因: 一是“全球投资跟踪”数据库从 2005 年才开始统计; 二是金融发展数据库最新数据到 2017 年。本文剔除投资目的地为避税地 (如开曼群岛等) 的国家或地区, 最终选取中国 OFDI 规模较大的 73 个国家 (地区) 为样本国。

表 4.1 变量选取与数据来源

变量性质	变量名称	变量符号	变量选取	数据来源
被解释变量	OFDI 集约边际	IM	企业-行业对平均投资额	全球投资跟踪数据库
	OFDI 扩展边际	EM	企业-行业对数量	全球投资跟踪数据库
解释变量	金融深度	BDEP	私人部门信贷/GDP	GFDD 数据库
	金融规模	FILB	中央银行资产/GDP	GFDD 数据库
	金融效率	BEFF	银行净息差	GFDD 数据库
	金融稳定性	BSTA	商业银行违约的可能性 ZSCORE 指数	GFDD 数据库
控制变量	市场规模	LNGDP	各东道国的 GDP 取对数	WDI 数据库
	贸易开放度	OPEN	东道国进出口总额/GDP	WDI 数据库
	制度差异	System_diff	东道国与中国制度质量之差	WGI 数据库
	资源禀赋	Resource	东道国燃料、矿石与金属出口占总商品出口比重	WDI 数据库
	双边投资协定	BIT	T 年双边协定生效为 1，否则为 0	BIT 数据库
	经济风险	CPI	用东道国 GDP 平减指数求出的通货膨胀率	WDI 数据库

资料来源：作者依据选取的变量整理编制

### 4.1.2 模型设定

为研究东道国金融发展对中国 OFDI 二元边际的影响，本文借鉴刘晓光等（2016）和郭娟娟等（2019）的研究，设定以下计量模型：

$$EM_{jt} = \alpha_0 + \alpha_1 FD_{jt} + \sum \lambda X_{it} + \mu_t + \eta_k + \varepsilon_{jt} \quad (4.2)$$

$$IM_{jt} = \beta_0 + \beta_1 FD_{jt} + \sum \lambda X_{it} + \mu_t + \eta_k + \varepsilon_{jt} \quad (4.3)$$

式中，下标 j 为东道国 t 为年份； $EM_{jt}$  表示中国 OFDI 的扩展边际， $IM_{jt}$  表示中国 OFDI 的集约边际； $\alpha_0$  和  $\beta_0$  表示截距项， $\alpha_1$  和  $\beta_1$  表示各金融发展变量对 OFDI 的扩展边际和集约边际的作用大小；FD 为本文的解释变量-金融发展，包括东道国金融深度、规模、效率和稳定性四个方面； $X_{it}$  为一组控制变量，包括东道国的市场规模、贸易开放度、资源禀赋、与我国制度差异、双边投资协定和经济风险等； $\mu_t$ 、 $\eta_k$  为时间和国家固定效应， $\varepsilon_{jt}$  为随机误差项。

### 4.1.3 描述性统计

根据数据可得性，本文选取 73 个东道国（地区）自 2005-2017 年的相关数据作为实证研究的全样本。为了后续研究的顺利开展，对缺失的数据使用线性插值法进行补充。为控制异方差对除百分比以外的数据进行取对数处理。为对本文变量有初步了解，对所有变量进行统计性描述（见表 4.2）。

表 4.2 变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	最大值
IM	949	4.20	3.10	0.11	11.65
EM	949	2.72	5.34	0.13	61
BDEP	949	64.43	49.37	1.2	233.21
FILB	949	4.54	6.97	0.01	73.42
BEFF	949	4.37	2.84	0.31	24.87
BSTA	949	14.37	8.93	0.02	61.16
Lngdp	949	11.86	1.83	8.75	17.11
Open	949	70.04	54.18	17.01	419.96
System_diff	949	0.61	0.89	-1.33	2.39
Resource	949	7.65	13.04	0	84.89
Bit	949	0.73	0.44	0	1
Cpi	949	6.24	9.09	-26.1	83.85

资料来源：作者依据 Stata12.0 结果编制

根据表 4.2 可知，我国 OFDI 扩展边际的最大值为 61，最小值为 0.13，说明我国企业 OFDI 的行业差异较大。相比扩展边际，对外投资集约边际的国别差异相对较小。金融规模的最大值为 73.42，与 0.01 的最小值相差较大，说明各国金融发展规模存在较大的差异；金融稳定性的最小值为 0.02，表明样本里存在金融风险较大的国家。金融效率和金融深度的国别差异也比较大。总之，东道国金融发展差距较大，这些异质性是否会影响我国 OFDI 二元边际且影响程度如何，

后文的实证结果将进行检验。

由于本文选取了十个影响 OFDI 的变量，在回归时可能会面临共线性问题，为了保证结果的稳健性和合理性，对解释变量的相关关系进行分析。一般来说，方差膨胀因子（VIF）低于 10 就排除了变量间共线性对回归结果的影响。根据表 4.3 相关系数矩阵可知，变量的相关系数最大值为 0.7317，且 VIF 都远远比 10 小，这就排除了多重共线性造成实证结果不准确的可能性。

表 4.3 变量相关系数矩阵

	bdep	filb	beff	bstata	VIF
bdep	1.00				3
filb	0.1517	1.00			1.18
beff	-0.6392	-0.0275	1.00		2.28
bstata	0.2030	0.0290	-0.2618	1.00	1.19
lngdp	0.6432	0.2792	-0.5534	0.0615	2.11
open	0.2742	0.0588	-0.2249	0.0796	1.12
resource	-0.0886	-0.0155	0.2523	-0.0807	1.15
bit	0.0911	-0.0066	-0.1795	-0.1886	1.12
infla	-0.3539	0.0534	0.3965	-0.1984	1.25
System_diff	0.7317	-0.0149	-0.6041	0.1829	2.50

资料来源：作者依据 Stata12.0 结果编制

## 4.2 回归结果分析

为了全面精确地考察我国 OFDI 集约边际和扩展边际受东道国不同维度金融发展情况的影响程度，本文分别将金融深度、金融规模、金融效率和金融稳定性四个变量带入方程进行实证分析。主要包括两部分。一是对 73 个国家（地区）全样本进行分析；二是按照收入水平将东道国分成三组进行分样本分析。

### 4.2.1 全样本回归分析

根据豪斯曼检验结果,本文拒绝原假设,即选择固定效应模型对全样本进行回归分析。实证结果见表 4.4 和表 4.5。

#### (1) 东道国金融发展对我国 OFDI 集约边际的影响

表 4.4 呈现了我国 OFDI 集约边际受东道国金融发展的影响情况。从四个金融发展变量看,金融深度系数大于 0,说明东道国金融市场纵深发展能拉动我国 OFDI 规模的增加。这可能是由于东道国为私人部门提供的贷款增多缓解了其融资压力,更能吸引我国企业加大投资规模。金融规模的扩大对我国 OFDI 集约边际的发展具有激励作用,表明东道国金融机构的扩大、融资渠道的畅通和可贷资金的增多能为企业海外投资提供物质保障,跨国企业可以通过多种途径获得资金,进而增加海外投资规模。东道国金融效率的系数为负,说明东道国银行搜集分析市场信息的能力较强且信贷审批的程序精简、效率较高,更能促使我国 OFDI 规模的扩大。金融稳定性系数为 0.0795 且较显著,这表明东道国金融稳定性对我国 OFDI 规模具有正向影响,中国更倾向到金融风险小尤其是银行违约可能性小的东道国进行投资。而且,对比金融发展四个指标的作用大小可知,东道国金融发展的效率和稳定性对我国 OFDI 集约边际作用更显著,其他两个指标影响相对较小。综上,东道国较高的金融发展水平能为我国海外投资提供便利并带动 OFDI 规模的扩大。

从控制变量看,市场规模系数显著大于 0,说明东道国市场容量越大,我国更乐意到此类国家进行投资,这也体现我国 OFDI 集约边际的市场寻求动机。贸易开放度系数为正,说明市场越开放的国家投资准入门槛越低,更能增大我国对其投资规模。资源禀赋在 5%的水平下显著,说明我国企业更倾向到自然资源丰富的国家投资,如到能源丰富的中东建厂投资。双边投资协定系数未通过检验,也许是由于跨国企业在发生投资争端时更倾向使用国际法解决矛盾,而较少使用投资协定里的规章法律,未能显著带动我国企业投资规模的扩大。经济风险体现一国宏观经济的稳定性,该指标系数显著为负,说明我国更倾向到经济风险小的国家进行投资。制度差异的系数小于 0,说明国家间政治文化背景相似,对彼此的制度环境和交易规则更易理解和接受,投资受限相对较小,更有利于投资规模的扩大。

表 4.4 东道国金融发展对我国 OFDI 集约边际的总体影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Bdep	0.0159** (1.96)				0.0156* (1.93)
Filb		0.0588** (2.29)			0.0541** (2.11)
Beff			-0.0836** (-1.89)		-0.0721* (-1.45)
Bsta				0.0795** (2.16)	0.0753** (2.05)
Lngdp	4.5681*** (7.4)	5.1128*** (9.01)	4.9039*** (8.46)	4.9237*** (8.64)	4.4000*** (7.02)
Open	0.0134* (1.69)	0.0146* (1.86)	0.0146* (1.85)	0.0155** (1.96)	0.0136* (1.72)
Resource	0.0234** (2.19)	0.0230** (2.11)	0.0271** (2.46)	0.0264** (2.40)	0.0166** (1.69)
Bit	0.8283 (1.74)	0.7147 (1.51)	0.7424 (1.56)	0.7263 (1.53)	0.7403 (1.56)
infla	-0.0267** (-2.36)	-0.0318*** (-2.82)	-0.0269** (-2.34)	-0.0289** (-2.55)	-0.0247** (-2.13)
System_ diff	-1.5022** (-2.04)	-1.2478*** (-6.19)	-1.6357** (-2.21)	-1.4000* (-1.90)	-1.6097*** (-6.70)
常数项	-51.5956*** (-7.07)	-57.5142*** (-8.32)	-54.1501*** (-7.60)	-56.1344*** (-8.14)	-50.8507*** (-6.82)
国家	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
年份	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Hausman Test	Prob>chi2=0. 0000	Prob>chi2=0. 0000	Prob>chi2=0. 0000	Prob>chi2=0. 0000	Prob>chi2=0. 0000
N	949	949	949	949	949

注：\*、\*\*、\*\*\*分别表示在 10%、5%和 1%水平上显著相关，下同。

#### (2) 东道国金融发展对我国 OFDI 扩展边际的影响

表 4.5 是我国 OFDI 扩展边际受东道国金融发展的影响情况。从四个金融发展变量看，东道国金融发展的四个维度对我国 OFDI 扩展边际的影响与集约边际类似。这四个指标的系数均显著大于 0，说明东道国银行规模的扩大、金融效率的提高、金融市场发展程度的加深和稳定性的增强能降低企业融资约束和风险、提高资本利用效率进而激发企业创新和生产率改进，对丰富我国企业海外投资行业具有重要作用。而且相比于集约边际，一国金融发展水平越高越有利于我国



OFDI 行业多元化发展, 金融规模和稳定性的促进作用更强, 表明东道国金融发展状况是我国新企业开展海外投资的重要考虑因素, 特别是近年来我国民营企业加大对外投资力度, 资金安全意识和风险意识增强, 更为看重东道国的金融系统规模和稳定性情况。

从控制变量看, 市场规模、资源禀赋、经济风险和制度质量差异对我国 OFDI 扩展边际的作用与集约边际相同, 说明东道国广阔的市场、丰富的资源禀赋、稳定的经济局势和良好的制度质量是我国新企业进行投资决策的重要考虑因素。而市场的开放度和投资协定对我国 OFDI 扩展边际影响不显著, 可能有以下几点原因: 一是各国签订的大量投资协定加大了世界投资法律规章的差异, 阻碍了新企业的到东道国投资新行业; 二是贸易开放度越高的东道国市场竞争更激烈, 存在较大的投资不确定性, 阻碍我国新企业进入。

表 4.5 东道国金融发展对我国 OFDI 扩展边际的总体影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Bdep	0.0364*** (3.52)				0.0374*** (3.70)
Filb		0.2088*** (6.45)			0.1994*** (6.22)
Beff			-0.0635** (-2.46)		-0.0726** (-2.89)
Bsta				0.1694*** (3.59)	0.1523*** (3.31)
lngdp	6.0663*** (7.66)	7.4017*** (10.33)	7.2007*** (9.63)	6.9036*** (9.45)	6.1139*** (7.79)
open	-0.0002 (-0.02)	0.0023 (0.23)	0.0032 (0.31)	0.0044 (0.44)	0.0002 (0.02)
resource	0.0825*** (2.71)	0.0843*** (2.81)	0.0908*** (2.96)	0.1071*** (3.48)	0.0914*** (3.05)
bit	0.3431 (0.56)	0.0261 (0.04)	0.1888 (0.31)	0.1142 (0.19)	0.1429 (0.24)
infla	-0.0235** (-2.31)	-0.0224** (-2.16)	-0.0243** (-2.57)	-0.0215** (-2.04)	-0.0206** (-1.98)
System_diff	-2.9381*** (-3.12)	-1.6451* (-1.73)	-3.0053*** (-3.15)	-2.7271*** (-2.89)	-2.6304*** (-5.87)
常数项	-70.6643*** (-7.55)	-85.8159*** (-9.83)	-81.9691*** (-8.92)	-81.1142*** (-9.18)	-75.5614*** (9.3310)
国家	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

续表 4.5

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
年份	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Hausman Test	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000	Prob>chi2=0.0000
N	949	949	949	949	949

#### 4.2.2 分组样本回归分析

由于中国 OFDI 国家之间经济发展水平存在较大差异，有必要按收入水平分组研究东道国金融发展对我国 OFDI 集约边际和扩展边际的影响。本文将全样本分为三类（见表 3.1），并用基准模型回归分析。通过检验，集约边际用随机效应模型，扩展边际用固定效应模型更合适。结果如表 4.6 和表 4.7 所示。

##### (1) 分样本金融发展对我国 OFDI 集约边际的影响

结合表 4.6 从四个金融变量上看，首先关注三个分样本里回归结果相似的变量。第一，三类东道国的金融深度系数大于 0，且中高收入国家的金融深度对我国 OFDI 集约边际作用更大。第二，三类国家的金融规模系数均大于 0，说明东道国金融系统规模的扩大为我国企业海外投资提供更多融资渠道和工具，降低融资成本，进而促进我国 OFDI 规模的扩大。第三，不同收入国家的金融稳定性系数符号为正，且中高收入国家的正向作用更大，表明我国企业对东道国追加投资时更在意规避金融市场的风险。可见，我国企业更倾向到金融发展程度深、金融规模较大且金融稳定性高的东道国投资，且对高收入国家追加投资时更关注金融市场规模和稳定性，对中高和低收入国家扩大投资规模时更看重金融市场效率和风险大小。其次，关注回归结果有差异的变量。中高收入和低收入国家的金融效率均能促进我国 OFDI 规模的扩大，即银行净利差越小越能促进银行业务和服务创新，节省贷款审批和业务办理的时间，资本配置效率得以提升，便利的融资环境促使更多企业扩大投资规模。而且中高收入国家的金融效率影响程度大于其他国家，说明中国对这类国家投资时更在乎银行服务效率。但高收入国家该指标不显著，也许是其金融市场作用更大，净息差无太大变化。

从控制变量上看，首先聚焦三个分样本里回归结果相似的变量。三类国家的资源禀赋和市场规模系数均大于 0，且高收入国家的市场规模正向作用更显著，

中高收入国家资源禀赋正向作用更突出,这说明经济实力雄厚且自然资源丰裕的东道国是我国投资的理想地。三类国家的经济风险和制度质量差异与我国 OFDI 集约边际负相关,表明我国企业会选择到经济风险小且制度质量与我国相近的东道国开展投资。可见,我国企业更愿意到市场规模大、资源丰裕、经济风险小和制度差异小的东道国投资。其次关注回归结果有差异的变量。高、中高收入国家双边投资协定显著为正,而低收入国家双边投资协定系数不显著,可能是因为我国与前两类国家双边投资协定签订较早,争端处理机制较完善,更能对我国 OFDI 规模起促进作用。而贸易开放度能显著促进高收入国家投资额的增加,对中高收入国家会产生抑制作用,也许由于我国与这些国家贸易往来频繁,市场竞争较激烈,制约我国企业对其投资,可见贸易对 OFDI 具有替代作用。

表 4.6 三类东道国金融发展对我国 OFDI 集约边际的影响

	高收入国家	中高收入国家	低收入国家
Bdep	0.0125** (2.07)	0.0528** (2.22)	0.0114** (2.01)
Filb	0.0709** (2.26)	0.0563** (1.64)	0.0348** (1.32)
beff	0.1915 (1.00)	-0.2118** (-2.41)	-0.034* (-1.45)
bsta	0.0818*** (2.66)	0.1714** (3.54)	0.0432** (2.21)
lngdp	0.6527*** (3.74)	0.3431** (2.41)	0.2531** (2.15)
open	0.0114*** (4.31)	-0.0218* (-1.79)	0.0081 (0.76)
resource	0.0979*** (2.79)	0.1264** (3.35)	0.1035* (1.14)
bit	0.9713* (1.90)	1.2329* (1.73)	0.2435 (0.43)
infla	-0.0305* (-1.29)	-0.0246* (-1.14)	-0.0257* (-1.69)
System_diff	-1.3563*** (-3.04)	-1.4203** (-1.97)	-1.4121** (-1.99)
常数项	-7.4746*** (-2.98)	-8.2584*** (-3.86)	-5.5080* (-1.70)
国家	yes	yes	Yes
年份	yes	yes	Yes
N	364	247	338

## (2) 分样本金融发展对我国 OFDI 扩展边际的影响

结合表 4.7 从金融发展的四个变量上看。第一，东道国金融深度和规模系数大于 0，且正向作用最明显的是高收入国家，表明高收入国家金融机构完善，企业可获得的融资渠道丰富、融资成本和投资风险相应降低，更能吸引我国投资主体投资新行业。第二，三类国家的金融发展越稳定越能促进我国 OFDI 扩展边际的提升，说明我国企业对外投资新行业具有较强的风险规避和稳定性偏好。以上两点表明我国更倾向到金融发展程度深、规模大和稳定性强的东道国进行投资，这与集约边际的结果相同。其次，关注三类国家回归结果不一致的变量。高、中高收入国家的金融效率未对我国 OFDI 扩展边际产生显著影响，而低收入国家金融效率影响较大。这可能是由于前两类国家银行发展时间长，净利差较稳定，且较发达的金融市场已成为企业融资的主要渠道，而低收入国家政局不稳、经济水平落后，金融市场发展尚不成熟，银行是企业获得融资的主要渠道。对比四个指标影响大小发现，高、中高收入国家的金融规模和稳定性对我国 OFDI 扩展边际促进作用更大，而低收入国家的金融效率作用更突出。

从控制变量上看，东道国丰富的自然资源、广阔的市场、完善的经济环境和制度环境对我国 OFDI 扩展边际的提升带动性更强，投资协定的作用不显著，贸易开放度对扩展边际的作用同集约边际相似。

表 4.7 三类东道国金融发展对我国 OFDI 扩展边际的影响

	高收入国家	中高收入国家	低收入国家
bdep	0.0544*** (4.41)	0.0492*** (3.22)	0.0222** (2.14)
filb	0.1222*** (2.64)	0.1208*** (3.11)	0.0591* (1.67)
beff	0.5142 (1.43)	-0.0367 (-0.58)	-0.1420* (-1.68)
bsta	0.2242*** (4.32)	0.1149** (2.20)	0.0614* (1.71)
lngdp	1.6965*** (4.53)	2.3203** (2.03)	1.3403*** (5.47)
open	0.0286*** (4.92)	-0.0534*** (-3.89)	0.0169 (1.23)
resource	0.4701*** (6.17)	0.0520** (1.97)	0.0134* (0.88)

续表 4.7

	高收入国家	中高收入国家	低收入国家
bit	-0.3030 (-0.31)	0.1437 (0.40)	0.3108 (0.66)
infla	-0.0701* (-1.66)	-0.0295* (-1.74)	-0.0244** (-2.01)
System_diff	-3.6058*** (-4.00)	-1.3571** (-1.98)	-1.1126* (-1.78)
常数项	-28.2821*** (-5.49)	-27.8297** (-2.09)	-11.9682*** (-4.09)
国家	yes	yes	yes
年份	yes	yes	yes
N	364	247	338

### 4.3 稳健性检验

为了确保实证结果的可靠性和严谨性,本文借鉴郭娟娟(2019)和协天紫光等(2020)的方法,从两方面进行稳健性检验。第一,剔除金融行业样本。由于金融行业的特殊性,本文在选择行业时将金融行业排除在外,选择零售业等实体经济行业作为研究对象。结果见表 4.8(1)。第二,剔除投资失败样本。一般投资失败样本是自然资源丰富、制度质量差且投资风险高、金融发展落后的国家,从而导致样本非随机选择。而投资成功样本分布在多个国家不同行业,随机性较强。因此在投资成功样本下分析东道国金融发展对我国 OFDI 二元边际的影响更具有现实意义,结果见表 4.8(2)。

根据表 4.8(1)稳健性检验可知,剔除金融行业样本后,金融深度、金融规模和金融稳定性系数均大于 0,金融效率系数小于 0,且四个金融发展指标对我国 OFDI 行业多元化发展的作用更大,说明东道国金融发展驱动的投资增长主要来源于新企业的进入(扩展边际),投资更具持续性和稳健性。从控制变量上看,东道国市场规模、资源禀赋、经济风险和制度质量差异四个变量的系数符号和显著性与前文一致,表明我国更愿意到市场容量大、自然资源充足、经济风险小且制度接近的东道国追加投资和扩大投资行业。一国贸易开放程度和是否与他国签订投资协定均不能对我国 OFDI 扩展边际产生显著影响,但双边投资协定对集约边际的作用从不显著变得显著。

根据表 4.8 (2) 剔除投资失败样本可知, 一国金融发展程度越高越能带动我国 OFDI 规模的扩大和行业的多元化发展。相比于其他金融发展指标, 金融稳定性指标对我国 OFDI 二元边际的促进作用最大, 体现我国 OFDI 风险规避的特征。控制变量的回归结果未发生太大变化, 故不再描述。

4.8 稳健性检验结果

变量	(1) 剔除金融行业样本		(2) 剔除投资失败样本	
	集约边际	扩展边际	集约边际	扩展边际
Bdep	0.0104* (1.56)	0.0376*** (3.77)	0.0167** (2.08)	0.0398*** (4.21)
Filb	0.0523** (2.05)	0.2019*** (6.39)	0.0681*** (2.68)	0.1937*** (6.46)
beff	-0.0634* (-1.13)	-0.0583* (-0.69)	-0.0617* (-1.04)	-0.0553* (-0.47)
bst	0.0909** (2.49)	0.1643*** (3.62)	0.0908** (2.50)	0.1526*** (3.55)
lngdp	4.3824*** (7.02)	6.0152*** (7.78)	4.5610*** (7.35)	5.7999*** (7.92)
open	0.0133* (1.69)	0.0021 (0.21)	0.0061** (2.12)	-0.0009 (-0.09)
resource	0.0205* (1.74)	0.0909*** (3.07)	0.0254** (2.20)	0.0877*** (3.13)
bit	1.0614** (2.25)	0.1163 (0.20)	0.1238 (0.21)	0.1575 (0.28)
infla	-0.0257** (-1.27)	-0.0235** (-1.12)	-0.0294** (-2.54)	-0.0348** (-1.89)
System_diff	-1.4509*** (-1.78)	-2.6276*** (-2.37)	-1.6763*** (-1.83)	-2.5760*** (-2.16)
常数项	-50.9597*** (-6.87)	-74.8131*** (-8.13)	-53.2282*** (-7.21)	-72.2209*** (-8.29)
国家	Yes	Yes	Yes	Yes
年份	Yes	Yes	Yes	Yes
N	890	890	827	827

#### 4.4 小结

本章通过实证分析证明了东道国金融发展与我国 OFDI 二元边际的关系。总共分为四个部分。第一部分为变量选取及模型设定。根据研究目的构建集约边际和扩展边际两个基准模型, 选定四个金融发展变量和六个影响 OFDI 二元边际的

控制变量，并对变量进行统计性描述。第二部分为回归结果分析。首先进行全样本分析，实证结果表明东道国金融发展规模、金融效率、金融深度和金融稳定性四个指标对我国 OFDI 的结构优化具有正向推动作用，且更能带动我国对外投资行业的多元化发展。对比金融发展的四个维度发现，东道国银行效率和金融市场稳定性对我国 OFDI 集约边际的促进作用更大，而金融规模和金融稳定性指标对扩展边际的正向作用更明显；其次，分析不同类型国家的金融发展如何差异化影响我国 OFDI 二元边际，将全样本分为高收入、中高收入、低收入国家三类，依次进行回归分析。结果表明在集约边际中，中高收入和低收入国家回归结果与全样本一致，而高收入国家的金融效率系数不显著。在扩展边际里，三类国家的金融发展规模、金融深度和金融稳定性的提高显著促进我国 OFDI 扩展边际的提升，仅有低收入国家的金融效率系数显著。另外，对比三类国家金融发展的四个维度发现，高收入国家的金融规模和稳定性指标对我国 OFDI 二元边际的促进作用更大，中高收入国家的金融效率作用更明显，而低收入国家金融稳定性的影响更突出。控制变量的实证结果大体一致。第三部分通过剔除金融行业和投资失败样本进行稳健性检验，结果与前文基本一致，证明本文的实证结果较可靠。第四部分为本章小结。

## 5 结论与政策启示

### 5.1 结论

本文从东道国视角切入，深入研究金融发展对我国 OFDI 二元边际的影响。首先，基于已有研究成果的梳理，厘清东道国金融发展对我国 OFDI 二元边际的影响理论和路径。其次，分析东道国金融发展和我国 OFDI 现状。最后，选取 73 个东道国（地区）的相关数据为研究样本，实证分析东道国不同维度的金融发展情况如何作用于我国 OFDI 二元边际。为进一步分析金融发展的国别差异对我国对外投资结构性问题的影响，将东道国分为高收入、中高收入、低收入国家三类分别进行回归分析，继而利用稳健性检验证实了实证结果的可靠性。通过研究得出如下结论：

（1）通过降低融资束缚、投融资风险和提升资本配置效率三种路径，东道国金融发展能直接作用于我国 OFDI 二元边际。金融发展间接通过技术创新和生产率改进的途径影响我国 OFDI 二元边际。一国金融发展水平越高意味着其金融发展规模大、金融深化程度高、金融效率较高和金融系统稳定性强，这有利于拓展企业融资渠道，缓解融资压力，降低融资成本，并依据东道国金融机构提供的融资信息，投资获利大市场前景好的项目，高效配置资本，这些都能促进我国 OFDI 规模扩大和投资行业多元化。而且东道国完善的金融体制能为跨国企业提供更多的融资方式和贷款支持，从而推动企业技术革新和产品升级，实现跨国企业生产率的大幅提高，而企业较高的生产率表明在市场上具有较强的竞争优势和获利能力，这就成为企业 OFDI 的不竭动力。

（2）本文选取金融发展的四个维度（规模、深度、效率和稳定性）来描述东道国金融发展状况。纵向对比可以看出，金融发展的国别差异比较明显。高收入国家的金融发展水平明显高于中高和低收入国家。横向对比看，三类收入水平国家的金融发展程度均有所提升，金融深度指标间的差距最大，金融稳定性指标间的差距较小，金融规模指标的增速最快。低收入国家越发重视本国经济发展，并借鉴发达国家金融市场改革经验，大力推动本国金融体制转型升级，金融发展势头较好，与中、高收入国家的发展差距不断缩小。通过分析我国 OFDI 现状发现，一是我国 OFDI 流量减少，增速有所放缓，投资行为更加规范化、理性化，



其存量逐年增多，但规模落后于美国等发达国家；二是我国 OFDI 行业分布广，主要集中在东道国的第三产业，如商务服务和金融业等；三是投资地区分布不均衡，多集中在亚洲、南美等发展中国家；四是投资主体呈现国企带头、民企主导的多元化局面。

(3) 从全样本看，东道国越高的金融发展水平越能带动我国 OFDI 结构（二元边际）的优化，且对投资行业的丰富作用更大，表明我国企业到东道国扩展投资行业时更关注金融发展状况，东道国金融发展驱动的投资增长主要来源于新企业的进入，投资更具持续性和稳健性。对比四个指标的作用大小发现，金融效率和金融稳定性对 OFDI 集约边际促进作用更显著，金融规模和稳定性指标对 OFDI 扩展边际的推动作用更强，说明我国企业的投资行为具有资本寻求、风险规避、稳定性偏好。从分样本看，东道国的金融发展程度存在国别差异，但对我国 OFDI 二元边际仍具有正向作用。具体来说，中高收入国家金融发展水平的提高对我国 OFDI 规模的扩大（集约边际）作用大于其他两类国家，高收入国家的金融发展程度提高对行业多元化（扩展边际）的发展作用最大，说明信贷体系健全、融资渠道丰富、可贷资金多且稳定性好的中、高收入东道国是我国扩大投资规模和投资行业的理想地。分析金融发展指标发现，在集约边际里，中高和低收入国家金融体制的完善能带动我国对其投资规模的扩大。高收入国家银行效率的影响不显著，表明在高收入国家投资时，中国企业不会较多考虑银行效率的影响。在扩展边际里，三类国家金融发展水平越高即金融市场规模的扩大、程度的加深和稳定性的增强能拉动我国 OFDI 扩展边际提升，仅低收入国家金融效率系数显著，表明我国对此类国家投资时更在意银行服务效率。从控制变量上看，我国海外投资具有明显的资源和市场寻求型动机，即东道国较大的市场规模、丰富的自然资源、稳定的经济局势和相似的制度环境对我国 OFDI 二元边际产生促进作用，推动我国加大海外投资力度，而对外投资的稳健发展还能反作用于国家间的经贸往来和经济增长，最终实现互利共赢。

综上所述，我国企业更乐意到金融发展程度高、市场开放度高、自然资源丰裕、经济环境稳定、制度环境好的国家开展对外投资，且我国对外投资的增长主要来源于扩展边际的提升，东道国金融发展推动的投资增长具有延续性和稳定性。

## 5.2 政策启示

结合本文研究结论,为了充分发挥东道国金融发展带动对外投资结构优化的作用,实现我国 OFDI 二元边际的稳健发展,提出几点政策启示:

第一,东道国金融稳定性的增强是首要前提。

东道国金融稳定性的增强对我国 OFDI 二元边际的提升具有促进作用。当今世界形势复杂多变,新冠疫情席卷全球,各国经济深受影响,在此背景下我国开展贸易和投资时更关注一国金融市场的稳定性,低收入国家金融发展尚未成熟且潜藏巨大投资风险,我国则更倾向到金融稳定性强的中、高收入国家投资。因此,就我国而言,不断加大同“一带一路”沿线国家或周边邻国金融机构间的沟通力度,创建金融机构合作机制,建立金融信息分享和风险识别平台,为我国企业对外投资提供简化的金融服务程序,进而改善企业海外投资质量并促进对外投资多元化发展;对于东道国而言,在深化金融体制改革的过程中,始终把金融风险防控摆在首要位置,确保金融市场安全高质量发展,为吸引我国 OFDI 奠定基础。

第二,东道国金融规模的扩大是基本保障。

东道国金融规模的扩大能带动我国 OFDI 结构的进一步优化,即东道国健全的金融体制和丰富的融资渠道会促进我国企业投资规模的扩大和投资行业的多元化发展。在我国对外投资的东道国中发展中国家居多,其金融市场不完善、银行成为主要的金融活动主体,因此,我国企业在进行海外投资时应将中央银行资产占 GDP 的比重作为衡量东道国金融发展规模的依据,积极选择金融发展规模大、银行资产充足、融资渠道多元且资本充裕的东道国进行投资,以确保投资项目的顺利开展和经营结果的安全稳健。此外,我国投资主体除了在本地市场融资外,东道国金融机构也能作为融资渠道的另一选择,通过双边金融市场互补支持企业技术创新、提高生产率并扩大投资规模和丰富投资行业,推动我国 OFDI 多元化发展。

第三,东道国金融效率的提高是关键因素。

东道国较高的金融效率能推动我国 OFDI 行业的增多和规模的扩张。较高的金融市场效率会提高资金利用率,优化资本配置方式,实现本国经济高质量发展,而较强的经济实力又会对金融效率产生影响,为金融工具、产品和服务创新提供充足的物质保障。因此,东道国金融市场发展的深化、融资渠道的拓宽、金融服

务效率的提升和资金利用率的提高对于保证多层次金融市场的稳健发展,优化我国投资结构具有极为重要的意义。基于此,我国企业应关注东道国银行净息差大小,将金融效率的提高和服务能力的增强作为我国扩大投资的重要依据。同时,东道国要不断优化金融服务,简化各种流程手续,提升融资效率,为投资主体的进入创造良好的投资环境。

第四,东道国金融发展程度的深化是根本动力。

东道国金融发展程度加深能带动我国 OFDI 多元化发展。一国金融发展程度的加深表现为:一是拓宽了企业融资渠道并降低融资成本,使得企业 OFDI 更为便利。二是提高了金融体系的资本配置能力,使资本流向风险小且获益大的项目,促进我国投资结构的优化。三是降低了企业融资风险,即东道国金融机构可以帮助企业克服信息不对称的问题,及时了解市场行情,筛选风险小、潜在收益大的投资项目,有利于规避市场风险并提高了投资效率。因此,我国企业在开展对外投资时,应重点关注东道国的金融发展是否深化、融资渠道是否畅通和投资政策是否优惠等等,最大限度发挥金融深化对我国 OFDI 二元边际的带动作用。而东道国应重视金融市场改革,加强金融深化力度,支持金融政策服务于实体经济,推动双边金融合作机制的建成。总之,我国企业在选择投资目的地时要考虑东道国的金融发展情况,优选金融发展完善的国家投资,并且在追加投资规模时要重点关注东道国金融效率和稳定性因素,在扩大投资行业时应重视东道国金融规模和稳定性的促进作用。

第五,引导我国 OFDI 走多元化发展道路,促进 OFDI 扩展边际的提高。

近年来,我国 OFDI 地区分布过于集中,多投资于亚洲、拉美等发展中国家,其中,对香港和开曼群岛等避税天堂的投资流量占比超过 70%。过度集中和虚假对外投资是我国 OFDI 过程中的显著特征,这也成为阻碍我国 OFDI 稳健发展的痼疾。为了更好的解决这一问题,就需要我国转变对外投资方式,推动 OFDI 扩展边际的发展。从实际看,我国 OFDI 增长的动力来源于扩展边际的提升,而实证结果也表明相对于投资规模(集约边际),东道国金融发展更能带动我国 OFDI 行业多元化发展(扩展边际)。因此,我国企业要与时俱进并加快转变投资理念,变规模主导为质量为重,不断开拓新的投资领域,挖掘新的投资项目,优化跨国并购和绿地投资的形式,实现海外投资对象和行业多元化发展。我国政府要重视

金融体制改革,通过各项政策来提高金融发展水平,改善融资环境并优化资本配置,引导企业理性高效投资,并实时跟踪海外投资项目的进展,做到定期审查,为企业顺利“走出去”保驾护航,实现 OFDI 扩展边际的提升。同时,要发挥东道国金融市场的补充作用,鼓励企业到海外融资,通过利用国外金融市场的规模和效率、政策补贴、合规管理等措施促进我国 OFDI 扩展边际的稳健发展。

第六,抓住东道国特点,因地制宜,差异化引导我国 OFDI。

由于各收入水平的东道国金融发展程度不同,政策实施要针对各东道国的特点有所侧重,进行差异化投资。差异化投资既可以分散我国对外投资风险,重构我国海外投资全球布局,又能加强世界各国间的联系,实现更深层次的经贸合作。具体来说,对于高收入和中高收入国家而言,其金融发展水平相对较高,金融稳定性和金融规模的作用较大,但 OFDI 增长较缓慢,我国应充分利用其完善的金融市场拓宽我国投资主体的融资渠道,结合其广阔的市场优势实现 OFDI 规模的扩大,并在资本流动的同时实现先进管理经验和前沿技术的回流,促进我国企业投资结构的升级。而低收入国家政局不稳定且经济落后,我国企业对其投资应更注重金融稳定性因素,如借助金融机构获取融资信息,规避投资风险。此外,我国在对别国差异化投资时,尤其要看重东道国相应的制度法规,特别是金融法规,良好而健全的金融法规势必对我国对外投资起到保护和促进的作用。而对金融法规不完善的国家投资时企业会面临较大金融风险。因此,企业在开展海外投资时,要进行充分调研,确保全面了解东道国市场环境,针对各国特点差异化引导我国 OFDI。

## 参考文献

- [1] Allen,F.,Gales,D.Comparing Financial Systems[M].Cambridge,Mass.2001.
- [2] Amiti M,Freund C L.China's Growing Role in World Trade:The Anatomy of China's Export Growth[M].The National Bureau of Economic Research,2007.
- [3] Amurgopacheco A,Pierola M D.Patterns of Export Diversification in Developing Countries:Intensive and Extensive Margins[R].Policy Research Working Paper,2008.
- [4] Araujo J.,Lastauskas P.,Papageorgiou C.Evolution of Bilateral Capital Flows to Developing Countries at Intensive and Extensive Margins[R].Cambridge Working Paper,2015.
- [5] Beck T,Levine R,Loayza N.Finance and the sources of growth[J].Journal of Financial Economics,1999,58(1-2),pp.261-300.
- [6] Bilir L K,Chor D,Manova K.Host Country Financial Development and MNC Activity[J].Revised Version,2017(3):126-181.
- [7] Buch C M,Kesternich R,Lipponer A,et al.Financial Constraints and Foreign Direct Investment:Firm-Level Evidence[J],GESY Discussion Paper,2014(272):182-199.
- [8] Buckley P J,Clegg L J,Cross A R, et al.The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment[M].Edward Elgar,2011,38(4):499-518.
- [9] Burchardi K.,Chaney T.,Hassan T.A.Migrants, Ancestors, and Investment[R].NBER Working Paper,2016.
- [10] Christian Keuschnigg.Exports,foreign direct investment and the costs of corporate taxation[J].International Tax and Public Finance, 2008,Vol.15 (4), pp.460-477.
- [11] Chung S.Environmental Regulation and Foreign Direct Investment Evidence from South Korea[J].Journal of development Economics,2014,108,222-236.
- [12] Cihák M.,Demiguckunt A.,Feyen E.,et al.Benchmarking Financial Systems Around the World[R].Policy Research Working Paper,No.6175,2012.
- [13] Desai M A,Foley C F,Hines J R.Capital Controls,Liberalizations and Foreign Direct Investment[J].Social Science Electronic Publishing,2004(19):1433-1464.
- [14] DESBORDES R,WEI S J.The Effects of Financial Development on Foreign Direct

- Investment[J].Journal of Development Economics,2017(127):153-168.
- [15]Eicher T.S.,L.Helfman,A.Lenkoski.Robust FDI Determinants:Bayesian Model Averaging in the Presence of Selection Bias[J].Journal of Macroeconomics,2012,(34)637-651.
- [16]Felbermayr,Gabriel J.,Wilhelm Kohler.Exploring the intensive and extensive margins of world trade[J].Review of world economics,2006,142:642-674.
- [17]Goldsmith R.Financial Structure and Economic Development[M].New Haven:Yale University Press,1969.
- [18]Helpman E,Melitz M,Rubinstein Y.Estimating Trade Flows: Trading Partners and Trading Volumes[J].Quarterly Journal of Economics,2008,123(2):441-487.
- [19]Kandilov I T,Leblebicoglu A,Petkova N.Cross-Border Mergers and Acquisitions:The Importance of Local Credit and Source Country Finance[J].Journal of International Money&Finance,2017(70):288-318.
- [20]Kolstad I,Wiig A.What determines Chinese outward FDI[J].Journal of World Business, 2012, 47(1):26-34.
- [21]Levine R.Financial development and economic growth:views and agenda[J].Journal of economic literature,1997:688-726.
- [22]Merton RC,Bodie Z.A conceptual framework for analyzing the financial environment[M].1995.
- [23]Muendler M.A.,Becker,S.O.Margins of Multinational Labor Substitution[J].American Economic Review,2010,100(5),1999-2030.
- [24]Razin A.,Rubinstein Y.,Sadka E.Fixed costs and FDI:The Conflicting Effects of Productivity Shocks[R].NBER Working Paper,2004.
- [25]Ronald I. McKinnon.Money and capital in economic development[M].Brookings Institution Press,1973.
- [26]Shaw E.S.Financial Deepening in Economic Development[M].New York:Oxford University Press,1973.
- [27]Toshiyuki M.Impact of Extensive and Intensive Margins of FDI on Corporate Domestic Performance:Evidence from Japanese Automobile Parts

- Suppliers[J].RIETI Discussion paper,2015.
- [28] Wang C,Hong J,Kafouros M,et al.What Drives Outward FDI of Chinese Firms? Testing the Explanatory Power of Three Theoretical Frameworks[J].International Business Review,2012,21(3):425-438.Journal of World Business,2012,47(1):26-34.
- [29] Yeaple S.R.Firm Heterogeneity and Structure of U.S. Multinational Activity[J].Journal of International Economics,2009,78(2),206-215.
- [30] 陈琳,朱一帆.金融发展对中国 OFDI 影响的实证研究[J].华东师范大学学报(哲学社会科学版),2017,49(05):117-124+176.
- [31] 陈岩,杨桓,张斌.中国对外投资动因、制度调节与地区差异[J].管理科学,2012,25(03):112-120.
- [32] 戴利研,李震.双边政治关系、制度质量与中国 OFDI[J].经济理论与经济管理,2018(11):94-109.
- [33] 杜思正,冼国明,冷艳丽.中国金融发展、资本效率与对外投资水平[J].数量经济技术经济研究,2016,33(10):17-36.
- [34] 郭娟娟,杨俊.东道国金融发展水平对中国企业 OFDI 二元边际的影响[J].国际贸易问题,2019(02):145-160.
- [35] 黄益平.对外直接投资的“中国故事”[J].国际经济评论,2013(01):20-33+4.
- [36] 黄志勇,万祥龙,许承明.金融发展对我国 OFDI 的影响—基于省级面板数据的实证分析[J].世界经济与政治论坛,2015(01):122-135.
- [37] 蒋冠宏,张馨月.金融发展与 OFDI—来自跨国的证据[J].国际贸易问题,2016(01):166-176.
- [38] 李平,孟寒,黎艳.双边投资协定对中国 OFDI 的实证分析—基于制度距离的视角[J].世界经济研究,2014(12):53-58+85-86.
- [39] 李阳,臧新,薛漫天.经济资源、文化制度与 OFDI 的区位选择—基于江苏省面板数据的实证研究[J].国际贸易问题,2013(04):148-157.
- [40] 廖庆梅,刘海云.基于二元梯度和边际的中国制造业 OFDI 母国就业效应[J].国际贸易问题,2018(06):133-149.
- [41] 刘敏,刘金山,李雨培.母国投资动机、东道国制度与企业 OFDI 区位选择[J].经济问题探索,2016(08):100-112.

- [42] 刘晓光, 杨连星. 双边政治关系、东道国制度环境与 OFDI [J]. 金融研究, 2016(12):17-31.
- [43] 刘志东, 高洪玮. 东道国金融发展、空间溢出效应与我国 OFDI——基于“一带一路”沿线国家金融生态的研究 [J]. 国际金融研究, 2019(08):45-55.
- [44] 潘镇, 金中坤. 双边政治关系、东道国制度风险与中国 OFDI [J]. 财贸经济, 2015(06):85-97.
- [45] 裴长洪, 郑文. 国家特定优势: 国际投资理论的补充解释 [J]. 经济研究, 2011, 46(11):21-35.
- [46] 钱学锋, 熊平. 中国出口增长的二元边际及其因素决定 [J]. 经济研究, 2010, 45(01):65-79.
- [47] 乔晶, 胡兵. 中国 OFDI: 过度抑或不足 [J]. 数量经济技术经济研究, 2014, 31(07):38-51.
- [48] 宋成轮. “一带一路”东道国金融发展对中国 OFDI 的影响研究 [D]. 兰州大学, 2020.
- [49] 沈红波, 寇宏, 张川. 金融发展、融资约束与企业投资的实证研究 [J]. 中国工业经济, 2010(06):55-64.
- [50] 田巍, 余淼杰. 企业生产率和企业“走出去” OFDI: 基于企业层面数据的实证研究 [J]. 经济学(季刊), 2012, 11(02):383-408.
- [51] 王金波. 双边政治关系、东道国制度质量与中国 OFDI 的区位选择——基于 2005~2017 年中国企业 OFDI 的定量研究 [J]. 当代亚太, 2019(03):4-28+157.
- [52] 王瑞芳. “一带一路”国家金融发展对中国对外直接投资的影响研究 [D]. 天津财经大学, 2018.
- [53] 王胜, 田涛. 中国 OFDI 区位选择的影响因素研究——基于国别差异的视角 [J]. 世界经济研究, 2013(12):60-66+86.
- [54] 王伟, 孙大超, 杨娇辉. 金融发展是否能够促进海外直接投资——基于面板分位数的经验分析 [J]. 国际贸易问题, 2013(09):120-131.
- [55] 王勋. 金融抑制与发展中国家 OFDI [J]. 国际经济评论, 2013(01):51-60+5.
- [56] 王忠诚. 东道国金融发展对企业海外投资的影响研究 [D]. 中南财经政法大学, 2018.



- [57] 韦军亮, 陈漓高. 政治风险对中国 OFDI 的影响--基于动态面板模型的实证研究[J]. 经济评论, 2009(04):106-113.
- [58] 文淑惠, 胡琼, 程先楠. “一带一路”国家金融发展、制度环境与中国 OFDI[J]. 华东经济管理, 2019, 33(05):57-67.
- [59] 项松林. “一带一路”影响中国和沿线国家出口增长的二元边际--基于双重差分模型的分析[J]. 财经问题研究, 2020(04):110-120.
- [60] 协天紫光, 樊秀峰, 黄光灿. 东道国投资便利化建设对中国企业 OFDI 二元边际的影响[J]. 世界经济研究, 2020(04):120-134+137.
- [61] 谢孟军, 郭艳茹. 法律制度质量对中国 OFDI 区位选择影响研究--基于投资动机视角的面板数据实证检验[J]. 国际经贸探索, 2013, 29(06):107-118.
- [62] 许和连, 李丽华. 文化差异对中国 OFDI 区位选择的影响分析[J]. 统计与决策, 2011(17):154-156.
- [63] 阎大颖, 洪俊杰, 任兵. 中国企业 OFDI 的决定因素:基于制度视角的经验分析[J]. 南开管理评论, 2009, 12(06):135-142+149.
- [64] 阎大颖. 中国企业 OFDI 的区位选择及其决定因素[J]. 国际贸易问题, 2013(07):128-135.
- [65] 杨连星, 刘晓光, 张杰. 双边政治关系如何影响 OFDI--基于二元边际和投资成败视角[J]. 中国工业经济, 2016(11):56-72.
- [66] 杨连星, 张方, 张皞. 融资约束与企业 OFDI 二元边际[J]. 世界经济研究, 2020(02):83-96+136-137.
- [67] 杨志明. 金融发展对“一带一路”沿线国家和地区 OFDI 影响的实证研究[J/OL]. 金融发展研究:1-6[2020-05-25].
- [68] 尤宏兵, 黄鸯涵, 温珺. 不同投资动机下政治风险对中国在东盟直接投资的影响[J]. 商业研究, 2017(12):90-98.
- [69] 于津平. 汇率变化如何影响外商直接投资[J]. 世界经济, 2007(04):54-65.
- [70] 余官胜. 东道国金融发展和我国企业 OFDI--基于动机异质性视角的实证研究[J]. 国际贸易问题, 2015(03):138-145.
- [71] 张薄洋, 牛凯龙. 金融发展指标的演进逻辑及对中国的启示[J]. 南开经济研究, 2005(01):79-85.

- [72] 张海荣. 东道国金融发展对我国 OFDI 影响研究[D]. 南京师范大学, 2019.
- [73] 张军, 金煜. 中国的金融深化和生产率关系的再检测:1987—2001[J]. 经济研究, 2005(11):34-45.
- [74] 张友棠, 杨柳. “一带一路” 国家金融发展与中国 OFDI 效率—基于随机前沿模型的实证分析[J]. 数量经济技术经济研究, 2020, 37(02):109-124.
- [75] 宗芳宇, 路江涌, 武常岐. 双边投资协定、制度环境和企业 OFDI 区位选择[J]. 经济研究, 2012, 47(05):71-82+146.

## 后 记

值此研究生生涯结束之际，回首过去美好的校园时光，不禁让我思虑万千。从刚踏入校园时的懵懂到现在为人处世的稳重，从不知如何撰写论文到思路清晰，从害怕独自离家到独当一面，这些变化都离不开身边良师和亲友们的指导和帮助，在这里向他们表达诚挚的谢意。

首先我要对杨老师说声谢谢。杨老师以身作则、态度严谨、为人谦逊。三年里他不仅教会我如何钻研学术，在生活和职业规划上也提供关怀和帮助。本论文的顺利完成离不开杨老师在选题、框架构建、数据搜集和撰写文稿等方面的严格把控，也让我感受到老师治学严谨的学术态度，这对我影响深远，受益终生。

其次，感谢国贸学院的全体老师们，感谢他们的默默付出和谆谆教诲，激励我不断提升自身学习能力和学术水平，正是老师们的鞭策使我不断进步，在这里由衷地向各位任教老师表示感谢。

再次，感谢陪伴我三年的舍友和同系同学们，感谢你们在我碰到学术和生活难题时为我指点迷津、出谋划策，正是你们的帮助使我的校园时光无比充实、美好。这份友情贵如金，我将永远珍藏。

最后，感恩养育我的父母，正是他们起早贪黑的工作和辛勤付出换来了我舒适的生活环境，为我安心学习提供保障。感谢他们的支持和鼓励，让我战胜挫折和挑战，他们的陪伴是我持续奋斗的力量，未来我将脚踏实地、勤勉认真，用实际行动回报他们的爱。

总之，由衷的感谢曾帮助我的老师、同学、朋友和家人们，前途漫漫，因为你们的关心和帮助，我将勇往无前。