

分类号 _____
UDC _____

密级 _____
编号 10741



硕士学位论文

论文题目 中国对“一带一路”沿线国家直接投资
的金融风险测度与管理策略研究

研究生姓名: 王慧敏

指导教师姓名、职称: 程贵 教授

学科、专业名称: 应用经济学 金融学

研究方向: 金融理论与政策

提交日期: 2022年6月5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：王慧敏 签字日期：2022.6.5

导师签名：程贵 签字日期：2022.6.5

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：王慧敏 签字日期：2022.6.5

导师签名：程贵 签字日期：2022.6.5

Research on Financial Risk Measurement and Management Strategy of China's Direct Investment in Countries along the “Belt and Road”

Candidate : Wang Huimin

Supervisor: Cheng Gui

摘要

随着“一带一路”倡议的不断推进，中国对“一带一路”沿线国家进行直接投资的数量不断上升。但在不断变化的投资环境以及各国之间互相竞争的背景下，中国对“一带一路”沿线国的投资活动存在着较大的风险与挑战。习近平总书记多次强调，金融安全是国家安全的重要组成部分，关系发展和安全。对“一带一路”沿线国直接投资的金融风险将对我国投资者投资决策和投资收益产生重要影响，因而对沿线国家的金融风险进行评估，并提出相应的风险管理建议具有重要意义。

本文首先对已有文献进行梳理，归纳总结对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的诱因、风险的测度方法等内容。在对金融风险的形成与特征进行理论分析的基础上，将境内投资者对沿线国进行直接投资过程中可能面临的金融风险归纳为外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险。本文选取“一带一路”沿线 39 个国家为样本，首先用熵值法对各指标进行赋权得出 2017-2020 年五个子风险对金融风险的贡献从大到小依次是外汇风险、通货膨胀风险、信用风险、政府债务风险、利率风险。其次，测度出金融风险综合得分，发现 2017-2020 年中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险呈上升趋势，并得出样本国家中乌兹别克斯坦的金融风险最大。最后，根据 K 均值聚类方法并结合金融风险得分将样本国家分为高、中、低三类，高风险国家有：土耳其、哈萨克斯坦等国家，主要分布在中亚和西亚北非地区；中风险国家有：巴基斯坦、不丹、黑山等，主要集中在南亚地区；低风险国家有：泰国、越南、老挝等国家，主要分布在东南亚和中东欧地区；并对三类国家五个维度风险的异质性进行分析，分析发现中国投资者在对低风险国家进行直接投资时需重点管理利率风险；对中风险国家直接投资时需重点管理信用风险、政府债务风险和通货膨胀风险；对高风险国家需要审慎开展直接投资，并重点管理外汇风险。

针对前文的金融风险的表现和实证研究结果，提出有效管理对“一带一路”沿线国直接投资过程中金融风险的政策建议。主要包括：完善人民币结算体系，

加强外汇风险管理；加大对银行业监管，强化利率风险管理；做好信用风险评级工作，推进信用风险管理；加强政府间沟通交流，优化政府债务风险管理；研究沿线国金融环境，注重通货膨胀风险管理。

关键词： 对外直接投资 “一带一路” 金融风险 风险测度 风险管理

Abstract

As the Belt and Road Initiative continues to advance, the number of China's direct investment in countries along the Belt and Road continues to rise. However, under the background of constantly changing investment environment and competition among countries, China's investment activities in countries along the "One Belt and One Road" are confronted with great risks and challenges. General Secretary Xi Jinping has stressed many times that financial security is an important part of national security, and the relationship between development and security. The financial risk of direct investment in countries along the "Belt and Road" will have an important impact on investment decisions and returns of Chinese investors. Therefore, it is of great significance to evaluate the financial risk of countries along the "Belt and Road" and put forward corresponding risk management suggestions.

This paper first sorts out the existing literature, and summarizes the incentives and risk measurement methods of direct investment financial risks in countries along the "Belt and Road". On the basis of theoretical analysis of the formation and characteristics of financial risks, the possible financial risks are summarized as foreign exchange risk, interest rate risk, credit risk, government debt risk and inflation risk. In this paper, 39 countries along the "Belt and Road" are selected as samples. Firstly, the entropy method is used to assign weights to each index and it is concluded that the contribution of five sub-risks to financial risks from 2017 to 2020 is successively foreign exchange risk, inflation risk, credit risk, government debt risk and interest rate risk. Secondly, the comprehensive score of financial risk is measured, and it is found that the financial risk of China's direct investment in countries is on the rise from

2017 to 2020, and Uzbekistan has the largest financial risk among the sample countries. Finally, according to the K-means clustering method and financial risk score, sample countries are divided into high, medium and low categories. The high-risk countries are: Turkey, Kazakhstan and other countries, mainly distributed in Central Asia, West Asia and North Africa; The middle risk countries are: Pakistan, Bhutan, Montenegro and so on, mainly concentrated in South Asia; Low-risk countries include: Thailand, Vietnam, Laos and other countries, mainly distributed in Southeast Asia and central and Eastern Europe; The heterogeneity of five dimensions of risk in three countries is analyzed. It is found that Chinese investors should focus on managing interest rate risk when making direct investment in low-risk countries. Direct investment in medium-risk countries should focus on credit risk, government debt risk and inflation risk. Direct investment in high-risk countries needs to be conducted prudently, with a focus on managing foreign exchange risk.

Based on the above theoretical analysis and empirical research results, this paper puts forward corresponding policy suggestions on how to manage financial risks in the process of direct investment in countries along the "Belt and Road". It mainly includes: Improve the RMB settlement system and strengthen foreign exchange risk management; Increase banking supervision and strengthen interest rate risk management; Do a good job in credit risk rating and promote credit risk management; Strengthen intergovernmental communication and exchanges to improve government debt risk management; Study the financial environment of the line countries and focus on inflation risk management.

Keywords: Outward Foreign Direct Investment; The Belt and Road; Financial risk; Measure risk; Manage risk

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义	1
1.1.1 研究背景	1
1.1.2 研究意义	2
1.2 国内外文献综述	2
1.2.1 对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的诱因及特征	2
1.2.2 风险的测度	4
1.2.3 对外直接投资金融风险管理	5
1.2.4 文献评述	7
1.3 研究方法与内容	8
1.3.1 研究方法	8
1.3.2 研究内容	8
1.4 本文的创新与不足	9
1.4.1 创新点	9
1.4.2 不足之处	9
2 概念界定与理论基础	10
2.1 概念界定	10
2.1.1 对外直接投资	10
2.1.2 对外直接投资的金融风险	10
2.1.3 “一带一路”沿线国家	11
2.2 理论基础	12
2.2.1 对外直接投资的理论	12
2.2.2 对外直接投资风险管理理论	14
2.3 中国对外直接投资金融风险的特征	15
2.3.1 相关性与传染性	15
2.3.2 高杠杆性	16
2.3.3 可管理性	16

3 中国对“一带一路”沿线国家直接投资与金融风险的现状分析	17
3.1 中国对“一带一路”沿线国家直接投资的发展现状	17
3.1.1 对沿线国家投资趋势总体上升	17
3.1.2 投资范围广，区位分布差异大	18
3.1.3 对沿线国家投资具有产业异质性	20
3.2 中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的表现	21
3.2.1 外汇风险	21
3.2.2 利率风险	22
3.2.3 信用风险	23
3.2.4 政府债务风险	24
3.2.5 通货膨胀风险	25
4 中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的测度及空间分布	27
4.1 模型的构建	27
4.2 指标体系设计	28
4.2.1 外汇风险	28
4.2.2 利率风险	29
4.2.3 信用风险	29
4.2.4 政府债务风险	29
4.2.5 通货膨胀风险	30
4.3 样本国家选取与数据处理	30
4.3.1 样本国家选取	30
4.3.2 数据处理	31
4.4 研究方法	31
4.4.1 熵值法	32
4.4.2 K-均值聚类分析	33
4.5 “一带一路”沿线国家金融风险实证结果分析	33
4.5.1 金融风险测度	34
4.5.2 金融风险的空间分布	38

5 结论与建议	44
5.1 结论	44
5.2 建议	45
5.2.1 完善人民币结算体系，加强外汇风险管理	45
5.2.2 加大对银行业监管，强化利率风险管理	46
5.2.3 做好信用风险评级工作，推进信用风险管理	47
5.2.4 加强政府间沟通交流，优化政府债务风险管理	48
5.2.5 研究沿线国金融环境，注重通货膨胀风险管理	49
参考文献	50
后 记	55

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

2013 年，中国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，也就是共建“一带一路”倡议。在经济全球化的今天，“一带一路”倡议旨在实现“五通发展”，中国不仅要加大与“一带一路”沿线国家的政策沟通，更要保证双方之间贸易的畅通。随着“一带一路”政策的深入实施，中国与“一带一路”沿线国家的投资和贸易往来活动越来越频繁，有效的提升了中国对外开放的深度与广度。2020 年，中国对“一带一路”沿线国家投资 177.9 亿美元，与上年相比增长 18.3%，占对外投资总额的 16.2%。

2020 年，我国对“一带一路”沿线国家投资占比较高的行业达到了较快增长，例如对租赁和商务服务、批发零售、电力生产和供应等领域的投资，对不同行业的投资增长的速度也有所不同。2020 年，我国对“一带一路”沿线国家批发和零售业的投资总额为 160.7 亿美元，投资增长速度最快，与上年相比增长 27.8%；对装备制造行业的投资增长速度也较快，达到 21.9%；对租赁和商务服务业的投资额较高，达到 417.9 亿美元，同比增长 17.5%；对电力生产和供应、信息技术业的投资也有所增长，但与上述几个行业相比增长较慢，分别增长 10.3%和 9.6%。

但是，在对“一带一路”沿线国家直接投资流量越来越大的同时，也伴随着许多隐患和风险，中国投资者对沿线各国开展直接投资活动也存在着各种各样的问题以及金融风险。“一带一路”沿线国家的经济金融发展水平截然不同，不同国家面临的金融风险综合而又复杂。一些国家金融发展水平不高，负债较重，汇率不稳定，不良贷款多等，这些金融因素的不稳定加剧了中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险。“一带一路”沿线国家属于全球经济发展中重要的一部分，沿线各国金融风险的发生会使中国对外直接投资决策发生

变化，因此，测度金融风险并分析其空间分布特征，对中国管理向“一带一路”沿线国家直接投资风险具有十分重要的现实意义。

1.1.2 研究意义

理论意义：随着中国对“一带一路”沿线国家直接投资数量的不断增长，中国也面临着越来越大的金融风险。本文将中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险列为研究对象，概括了金融风险的内涵，并对沿线国家直接投资金融风险的特点以及表现进行分析。已有研究对金融风险中各指标怎么影响投资者的投资数量研究较多，而本文对“一带一路”沿线国家的金融风险进行测度并分析了其空间分布特征，提出金融风险管理策略，丰富了关于对外直接投资金融风险方面的研究。

现实意义：随着对外开放的不断深入发展，中国大力支持对“一带一路”沿线国家开展直接投资，因此对“一带一路”沿线国家金融风险的研究，能为我国投资者对沿线国直接投资风险提供管理提供参考，在对外直接投资数量上升的同时也保证其投资质量，减少金融风险造成的投资损失。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的诱因及特征

“一带一路”沿线各国在经济发展水平、投资环境等方面都有着较大的不同，银行稳定性、汇率波动情况以及社会文化发展也不尽相同，因此中国在对沿线国直接投资时有着较大的金融风险。学者们提出，沿线国家普遍存在着对投资者较为不利的金融投资环境，使投资活动暴露在金融风险之下。一些学者们提出导致投资过程中金融风险形成的原因以及特征主要有：

首先，有一类观点提出在直接投资过程中各国的信息不对称导致了金融风险的产生。Dow（2000）认为信息不对称会使银行的不良贷款率上升，无法收回的资产增加，加剧挤兑风险，导致金融资源配置比例失调，给银行甚至整个金融体系的发展带来不良影响。Diamond and Dybvig（2010）提出信息不对称问题是无法消除的，出现在各个国家的投资过程中，金融机构获取的信息不完

全也会导致次贷危机的发生。Allen Atal (2012) 通过研究指出银行业的所有贷款活动会影响该国的经济发展水平, 导致银行系统性风险较高。并且认为金融市场中的风险会从一个金融机构传向另一个机构的主要原因也是信息不对称。潘镇和金中坤 (2015) 通过研究发现中国更倾向于对有友好合作关系的国家开展直接投资, 有良好的政治关系就能获取更多有用信息, 降低金融风险出现的可能性, 进一步说明了投资双方的信息不对称会导致金融风险的发生。

还有一些学者提出对“一带一路”沿线国直接投资的金融风险是由于投资环境变化引发的。例如: 翁东玲 (2016) 提出外部环境导致了金融风险的发生。此种观点将金融风险的成因分为以下三类: 首先是“一带一路”沿线各国的政治环境、社会文化、宗教信仰等方面的风险。杨柏等 (2016) 发现投资者面临的风险大小以及对外投资生产经营的顺利进行, 与东道国的文化、宗教风险密切相关。丁剑平和方琛琳 (2017) 将东道国的宗教列为研究对象, 发现宗教风险对“一带一路”沿线国家直接投资具有显著影响。其次为沿线各国的经济金融发展水平以及债务违约风险。王海军和齐兰 (2011) 对国家经济风险进行定义, 并且通过研究发现, 国家经济风险越高, 金融风险越高, 对外直接投资就会越少。Anwar (2017) 将通货膨胀等列为诱发金融风险的因素, 研究较高的金融风险是否使外国直接投资流入减少。研究结果表明, 通货膨胀等金融风险的增大减少了外国直接投资流入, 并提出中国应该继续进行经济改革。李加林、张元钊 (2019) 认为“一带一路”沿线国家中存在一些地区经济发展水平较低, 汇率波动较大, 政府需要偿还的债务较多、主权信用评级较低, 这些国家大多属于高金融风险国家, 中国对其的直接投资可能会遇到较大的金融风险。也有区域虽然金融风险较高, 但投资者因其丰富的资源仍然加大投资。沈军和包小玲 (2013) 指出中国寻求资源的投资者在非洲地区是风险偏好者, 不注重东道国的金融发展水平, 风险越高, 中国的对外直接投资反而越多。最后是“一带一路”沿线国银行开展业务带来的风险, 包括银行不良贷款率风险、汇率风险、贷款利率过高导致投资者融资难以及总储蓄过低带来的风险等。王贞力、林建宇 (2019) 认为汇率变动、利率变动、通货膨胀率变动以及金融业基础设施情况都会引发国际金融风险, 进一步影响中国选取哪个国家开展直接投资。研究发现东盟国家汇率、利率以及通货膨胀率上升, 金融风险上升, 使中国对东盟

直接投资规模下降，而金融业基础设施情况的影响具有不确定性。Min Jian 等（2020）利用 2008 年至 2017 年 20 个国家的数据分析了中国对外直接投资金融风险演变的一般规律。结果表明，M2/GDP、外汇储备、国债总额占 GDP 的比重等金融风险指标在整个金融风险网络中发挥着重要作用，是风险演变的关键节点。巴基斯坦和以色列的内部金融风险更为复杂，而且具有高度可传播性。

1.2.2 风险的测度

随着经济全球化的发展，我国持续加大与“一带一路”沿线国家的沟通交流、经济合作、贸易往来以及对各行业的投资活动，并借鉴对方先进的技术，弥补自身的不足，世界各国也开始加大对外投资和跨国经营活动。个人、企业以及政府在开展对外直接投资活动时，需要依靠官方、可靠的渠道和方式掌握东道国的风险来源以及大小，在此背景下，就相继出现了一些风险评级机构。1860 年，标准普尔（Standard & Poor's）在美国纽约创立，该机构运用定性与定量相结合的方法，用政治动荡、金融系统风险、货币贬值风险、通胀或恶性通胀、经济衰退或失业率上升、其他主权干涉风险等指标将风险分为 10 个等级，风险由低到高分别为 AAA、AA、A、BBB、BB 等。美国政治风险服务集团（The Political Risk Services Group, PRS Group）发布的国际国家风险指南（ICRG）模型体系被广泛使用。ICRG 规定国家风险中政治风险（Political Risk, PR）占比 50%，金融风险（Financial Risk, FR）与经济风险（Economic Risk, ER）各占 25%。在这三大维度下又由 22 个二级指标构成。其中，政治风险包括 12 个具体指标，金融风险与经济风险各包括 5 个具体指标。表 1.1 为金融风险维度下的指标。

表 1.1 ICRG 金融风险影响因素分值

维度	具体指标	分值	总分
金融风险 (FR)	外债占 GDP 比重	10	50 分
	外债占出口商品与服务比重	10	
	经常项目占出口商品与服务比重	15	
	国际资本流动比率	5	
	汇率稳定状况	10	

除了上述风险评级机构，一些学者也对风险的测度进行了研究。国外学者 Illing and Liu(2006)以加拿大金融体系为例，用银行市场、外汇市场、债券市场、股票市场四个市场的指标编制了金融压力指数(FSI)，以此来测度金融风险并提出面对金融危机的措施。但这些应对措施是站在发达国家的角度出发的，可能并不适用于发展中国家对金融风险的管理。Acharya et al (2010) 提出了 SES 度量法。该方法是在研究某一金融机构风险发生时对整个金融体系风险的影响大小的背景下提出的，主要度量的是资本短缺情况。胡俊超，王丹丹（2016）采取主成分分析、因子分析、聚类分析的实证方法，将“一带一路”沿线国家风险划分为 4 个维度进行研究，分析发现沿线国家的风险偏高，应加强对风险的管理与防范。方旖旎（2016）对中国海外投资国家风险评级报告的原始数据进行量化处理后，采用算术平均数计算得出风险指数，发现中国投资者在“一带一路”沿线国家大多面临低风险或中等级别的风险。赵睿和贾儒楠（2017）用主成分分析法构建了经济风险评价体系，并选取泰国进行了有效性检验。将泰国经济风险得分与经济历史事件结合进行对比分析，得出构建的风险评估模型符合实际发生情况，可以较好衡量一国经济风险的变化情况。陈菁泉和王永玲（2020）将超效率 DEA 模型与 Malmquist 指数这两个方法融合研究风险。从静态的视角说明“一带一路”沿线国家的风险较高，要不断加强对风险的管理；从动态的视角说明近些年来，东道国的风险正在逐渐减小。唐晓彬和王亚南等（2020）在测度国家投资风险时将时间因素考虑在内，弥补了动态测度方法研究的不足之处，发现自 2013 年以来，“一带一路”沿线国家平均投资风险的大小逐年减小。其中，经济风险与之不同出现逐年上涨的趋势，并且不同国家的经济风险大小也存在明显不同。

1.2.3 对外直接投资金融风险的管理

对于中国在沿线国家直接投资中可能面临的金融风险，政府、企业、以及金融机构要采取适当的措施管理风险并将可能的损失最小化，以确保投资者可以健康、持续、稳定的发展，加强投资者盈利水平。目前，学者们提出的金融风险管理策略主要有以下几个方面：

首先，有学者认为应当构建预警体系，加强对直接投资的监管力度。Shoko (2007) 提出发展中国家正面临着新的竞争挑战，东亚危机后金融风险的降低可能导致外国直接投资与资本市场流动的替代，国家必须建立健全的监管制度和监管机构来吸引外国直接投资。张金杰 (2008) 指出企业对外直接投资的风险包括金融风险产生于三大领域，即国际贸易、国际信贷和国际投资。认为应率先对中国国有企业的海外并购进行监管，以确保中国经济金融市场的安全。Casson 等 (2013) 对国外投资者采取的风险管理方式进行了梳理与总结，认为 20 世纪以来，金融风险一直是投资者对外投资过程中面临的重要问题，应该加强对商业运作的监管，尤其是金融业务交易过程、产品质量以及工作场所的安全性。左晓慧、刘思远 (2021) 提出对于金融风险要加强对金融机构进入和退出的监管，明确规定各监管部门的监管对象以及监管内容，划分其责任界线，完善金融监管的责任体系。

其次，有学者认为应当完善投资机制、建立健全的法律体系。La Porta (1997) 提出在对外直接投资过程中，东道国需要建立健全的国家法律制度、提高法制水平，这样可以使投资者面临较小的风险，同时也可以有效推进中国对外直接投资，保护金融系统的稳定发展。马博雅 (2016) 提出要更进一步通过对“一带一路”沿线国家投资环境进行考察研究，建立合理的金融风险评估机制，并主动促进制定区域投资规则或约定。陈忠阳 (2018) 将巴塞尔协议III作为理论基础，研究了现代金融风险管理的发展与挑战并对管理金融风险提出了策略建议。认为中国要完善金融投资机制，推进落实巴塞尔协议III，建立正常风险传导机制，让金融风险反映出实体经济的风险，使投资者全面认识并管理金融风险。

最后，加强与东道国的合作协商也被认为是管理对外直接投资金融风险的关键举措。贺之瑶 (2017) 认为中国应加强与东道国之间的合作协商。与各国央行积极沟通合作、加大与“一带一路”沿线各国政府之间的沟通交流、针对沿线国投资形成特定的领导小组向投资者提供服务、强化与沿线国企业以及政府间的合作等。Monika (2002) 从金融角度比较了发展中国家对外投资的两种标准形式，即出售债券、票据等进行投资和对外直接投资。研究发现，与债务融资相关的主权风险通常比对外直接投资带来的风险低。因此，应加强对外直

接投资过程中的风险管理，引导投资者积极与东道国本土企业成立合资企业，缓解对外直接投资中的风险问题。Strauman（2016）采取了新的金融风险管理办法，认为管理极端的对外直接投资中的金融风险，需要企业采取持续经营加强合作协商的战略和战术。吴振宇、唐朝（2021）指出“十四五”期间，中国对外投资时可能遇到的金融风险仍然较大，在面对国际投资中的金融风险时，中国要大力宣传发展人民币跨境支付系统（CIPS），推动投资者使用人民币交易，保障中国投资者在国外金融财产的安全，增强在国际中的地位，积极加入制定国际直接投资制度的行列，主动参与对外直接投资时交易双方结算标准的划定。

1.2.4 文献评述

本文对中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的诱因、风险的测度以及金融风险管理三个方面的已有研究进行梳理。发现已有文献丰富了对“一带一路”沿线国家直接投资中可能存在金融风险的研究，从研究内容来看，学者们讨论了诱发金融风险的因素，并研究了金融风险发生时对外直接投资的变化。既对投资中的风险进行测度，也对管理金融风险提供了一些政策建议。

目前来看，现有研究的不足主要有：一是已有研究只是宽泛的指出对“一带一路”沿线国家直接投资中的金融风险，缺乏对沿线国家、地区金融风险空间分布的研究。二是一些国际评级机构，如美国政治风险服务集团（PRS）对东道国的风险评价方法、美国商业环境风险评估公司（BERI）的“经营环境指数因素体系”等风险指标评价体系是站在发达国家的角度来看其他东道国的风险，所以不能将这些方法照搬，用来测度中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险。虽然有学者针对中国建立了对外直接投资的风险测度模型，但在风险衡量维度大多从政治、经济、主权信用等角度进行分析，而未将金融风险单独列为一个维度。三是学者们虽然从不同角度对管理金融风险提出了政策建议，但是管理措施缺乏一定的针对性。所以，本文将研究中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险，使中国更有针对性的预防和化解对沿线国家直接投资过程中的金融风险。

1.3 研究方法与内容

1.3.1 研究方法

(1) 文献研究法

通过阅读和梳理对外直接投资、金融风险、风险测度的相关基础理论与研究文献，基本了解了有关中国对“一带一路”沿线国家直接投资的科研动态、前沿进展以及发展前景，给后文测度中国对沿线国家直接投资中金融风险的大小提供了理论保障。

(2) 理论分析与实证分析方法

首先对向“一带一路”沿线国家的投资特点以及发展状况进行介绍，将直接投资活动中可能存在的金融风险类型进行界定。然后在理论上对“一带一路”沿线国家的外汇风险、利率风险、信用风险等维度选取合理指标，测度中国对沿线国直接投资金融风险的大小，在此过程中运用了统计和计量的定量分析。根据实证分析的结果，有针对性地提出管理我国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的政策建议。

1.3.2 研究内容

本文的研究内容分为以下五个部分：

第一章是绪论，主要阐述了本文的研究背景、意义，将对外直接投资金融风险的诱因、风险测度方法、管理风险策略的相关文献进行归纳，并且论述了研究方法和内容以及创新点与不足。

第二章是中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的理论基础，首先定义了相关概念，然后介绍相关理论以及中国对外直接投资金融风险的特征。理论基础主要从对外直接投资以及对外直接投资风险管理理论两部分进行介绍。

第三章是中国对“一带一路”沿线国家直接投资与金融风险的现状分析，首先介绍了中国对“一带一路”沿线国家直接投资的发展现状，然后列举中国对沿线国家直接投资金融风险的表现，如外汇风险、利率风险、信用风险、政

府债务风险、通货膨胀风险，为后文指标体系的建立以及管理措施的提出奠定理论基础。

第四章是中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的测度，首先根据理论基础构建金融风险评价指标体系，然后基于数据可得性等因素筛选“一带一路”沿线样本国家，选取并处理样本数据；在此基础上进行实证检验，首先用熵值法计算各国金融风险的大小，然后用 K-means 聚类方法将样本国家分为三类，结合金融风险得分得出高、中、低三类国家，对这三类国家不同指标的异质性以及空间分布特征进行分析，同时结合各国以及各区域的发展情况对实证结果进行分析。

第五章是结论与管理策略，对本文实证结果进行归纳总结，并提出管理中国向“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的策略。

1.4 本文的创新与不足

1.4.1 创新点

在研究内容上可能的创新：在参考大量国内外关于对外直接投资风险评估以及管理手段的文献基础上，本文从对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的诱因出发，选取合理指标构建出相对完善的金融风险评估体系，对金融风险的大小进行全面、系统地测度。

在研究方法上可能的创新：由于“一带一路”沿线国家大多是发展中国家，一些国际评级机构对风险的指标评价体系适用发达国家，并不适用于发展中国家。本文采用熵值法和 K-means 聚类分析法相结合的实证方法，测度了金融风险，并详细考察了其空间分布特征，与现有文献只测度投资风险具有一定的差异性。

1.4.2 不足之处

由于数据的可获得性，本文选取“一带一路”沿线的部分国家。风险评估模型指标的选择重点关注金融方面，没有完全覆盖所有风险因素，提出的金融风险管理措施可能不够全面、系统。

2 概念界定与理论基础

2.1 概念界定

2.1.1 对外直接投资

《世界投资报告》将对外直接投资概括为：对外直接投资是一国的投资者与东道国本土企业建立合作伙伴关系，对该企业开展具有经营管理权的投资，并获得持续的收益。在对外直接投资中投资者对东道国企业的控制权尤为重要，《中国对外统计制度》规定在东道国设立企业或中国投资者在东道国企业拥有百分之十及以上控制权的列为中国对外直接投资的统计对象。中国商务部将对外直接投资定义为：中国的投资者在国外及港澳台地区，通过现金、实物、无形资产等方式进行投资，将控制境外企业的经营管理权作为核心的经济活动。发展中国家开展对外直接投资是为了提升本国竞争优势，获取东道国资源（Teece, 1986）。中国向发展中国家直接投资的根本原因是寻求战略性资源，而发达国家拥有先进的技术以及丰富的管理经验，在向发达国家直接投资时可以学习、借鉴其特有的优势（Deng, 2004）。

总的来说，现有研究将对外直接投资的特点描述为：首先是对本国以外的国家进行的投资活动；其次，开展直接投资活动的主要原因是获取资源或学习先进的技术。本文根据已有研究将对外直接投资定义为：中国国际直接投资的流出，即中国企业、政府、金融机构以及个人在“一带一路”沿线国家建立、经营企业进行的直接投资，不包括投资者购买国家及其他企业发行的有价证券或其他金融产品。文中提及的东道国指“一带一路”沿线国家。

2.1.2 对外直接投资的金融风险

1973年，麦金农与肖指出发展中国家的市场发展不充分、资源配置失衡问题较多，为此政府对金融投资活动实施了严格的管理措施，将贷款利率限制在规定的浮动范围内，致使实际利率总是低于市场均衡利率，受限的贷款利率使银行缺乏向投资者贷款的动力，资金供给减少，对该国开展直接投资的投资主

体融资渠道不畅，抑制了经济的增长以及投资的增加，导致对外投资中金融风险的发生，使投资者的收益产生不确定性或波动性。利率风险只是金融风险的一种特殊形式，学者们研究发现：脆弱的银行系统、不当的汇率政策、沉重的外债负担、庞大的财政赤字都属于金融风险的范畴。因此，本文将对外直接投资的金融风险定义为个人、政府、企业、金融机构在进行跨国投资时由于东道国金融机构的脆弱性或金融环境的不稳定，导致对未来投资活动中可能发生事件的未知性，给投资者带来损失的可能性。与投资风险相同，都可能对投资者的收益以及投资决策产生影响；同时与投资风险也有所区别，陈立泰（2008）认为对外投资风险主要包括文化与管理、政治、道德、金融、技术、经营风险六大方面，金融风险属于投资风险的范畴。本文对金融风险进行划分，着重研究中国对“一带一路”沿线国家直接投资过程中，东道国的经济金融环境对金融风险大小的影响。

总而言之，本文结合金融风险的定义以及前文金融风险的诱因将对“一带一路”沿线国家直接投资中的金融风险分为以下五类：第一类是外汇风险，主要是指汇率的波动导致货币升值或贬值，给投资者带来损失的可能性。第二类是利率风险，指市场利率波动的不确定性，造成投资者的成本上升，在生产经营活动中可能遭受的损失。第三类是信用风险，随着东道国债务的增加，外汇储备不足，可能会造成主权信用违约，给投资者带来风险。第四类是政府债务风险，东道国政府债务负担高，而收入过低，无法偿还债务，对企业进行国有化征收带来的风险。第五类是通货膨胀风险，指东道国经济发展不稳定，物价上涨，给投资者带来的损失。

2.1.3 “一带一路”沿线国家

“一带一路”贯穿亚欧非大陆，一头是活跃的东亚经济圈，一头是发达的欧洲经济圈，中间是中亚、西亚等广大腹地国家，有较强的经济发展潜力。从倡议提出到现在，“一带一路”合作范围不断扩大，合作领域更为广阔，由于“中国一带一路网”没有公示沿线国家名单，本文将“一带一路”沿线国确定为：“中国一带一路网”公示的与我国签订“一带一路”合作备忘录，且在商务部备案的国家，目前为止，共有 64 个国家，如表 2.1 所示。

表 2.1 “一带一路”沿线国家

东北亚	蒙古, 俄罗斯
东南亚	文莱, 柬埔寨, 印度尼西亚, 老挝, 马来西亚, 缅甸, 菲律宾, 新加坡, 泰国, 东帝汶, 越南
中东欧	阿尔巴尼亚, 白俄罗斯, 波黑, 保加利亚, 克罗地亚, 捷克, 爱沙尼亚, 匈牙利, 拉脱维亚, 立陶宛, 摩尔多瓦, 黑山, 北马其顿, 波兰, 罗马尼亚, 塞尔维亚, 斯洛伐克, 斯洛文尼亚, 乌克兰
南亚	孟加拉国, 不丹, 印度, 马尔代夫, 尼泊尔, 巴基斯坦, 斯里兰卡
西亚北非	阿富汗, 亚美尼亚, 阿塞拜疆, 巴林, 埃及, 格鲁吉亚, 伊朗, 伊拉克, 以色列, 约旦, 科威特, 黎巴嫩, 阿曼, 巴勒斯坦, 卡塔尔, 沙特阿拉伯, 叙利亚, 土耳其, 阿联酋, 也门
中亚	哈萨克斯坦, 吉尔吉斯斯坦, 塔吉克斯坦, 土库曼斯坦, 乌兹别克斯坦

2.2 理论基础

2.2.1 对外直接投资的理论

(1) 垄断优势理论

学者海默在他的博士论文中第一次给出了垄断优势理论的概念。该理论阐明了国际直接投资的来源, 认为对外直接投资是由于该国的市场发展不完全, 特别是因为没有过硬的技术和知识储备; 各国投资者处在不完全竞争市场中, 需要依靠投资者自身的垄断优势, 例如市场规模优势、生产性能优势、技术优势、经营模式优势、资金和货币优势, 形成助推该企业对外直接投资的坚实力量。在对外投资过程中, 投资者们更偏向于借助自身独特的垄断优势向东道国开展直接投资。

垄断优势理论主要解答了境外投资者在东道国设立的企业能与东道国本土企业进行有效竞争的原因。学者海默提出, 一国政府、企业、个人开展对外直接投资的原由主要是因为该投资者拥有自身的垄断优势, 使它能够比东道国同类型企业更有效的经营, 进一步在东道国获取更多的投资收益。

(2) 内部化理论

内部化理论是国外学者研究一国开展对外直接投资原因的一个重要节点。

在内部化理论之前，学者们研究投资者对其他国家开展投资的原因以及决定因素时，主要涉及的对象是发达国家尤其是美国。而内部化理论是对前有理论的扩充，将研究对象扩展为发达国家，不再局限于美国，具有一般性，阐明了许多国家开展对外直接投资的原因，是为了防止交易过程中的不确定性而产生的高额交易成本。该理论研究了发达国家投资者对外投资时，各企业之间交换产品的形式、投资者如何合理有效的在国际间进行分工以及投资者开展生产活动时的组织模式，研究发现，投资者在国际分工时的组织模式就是成立跨国企业。

（3）区位优势理论

区位优势理论解释了投资者选择一个国家建立生产经营实体并开展直接投资活动的原因。当东道国的经济金融发展平稳、投资环境优良、社会资源丰富、交通运输方便时，投资者通过对自身投资项目的评估，如果在该国投资建厂可以享受税收优惠政策、获得便宜的原材料和劳动力等，使投资成本降低，获得更高的利润，投资者必然会选择该国开展直接投资。投资者在进行直接投资时，第一步要做出的抉择就是在哪里开展经营活动，也就是选择国内还是国外开展直接投资，或者是选择国外哪个国家进行直接投资。如果在国外投资开展生产经营活动比在国内投资所需成本更低、利润更高，投资者必然会选择国外，这就产生了对外直接投资。总之，一国区位优势对投资者的吸引力决定了对外直接投资的去向。

（4）小规模技术理论

随着时代的不断发展，有学者提出了适用于发展中国家对外直接投资的理论：小规模技术理论。该理论解释了发展中国家对外直接投资不断上升的原因，主要包括三个方面：首先发展中国家的投资企业较小，所花费的人力物力都较少，生产成本低，并且规模小有益于企业灵活应对各种突发状况，根据实际情况改变经营模式；其次，小规模企业具有本国特有的民族特色，能够吸引在东道国居住的本国人，有益于投资项目的发展；最后，小规模企业的定价较低，在宣传费用上花费较少，成本较低，因此具有价格优势，较低的价格使其可以在市场中大规模的开展销售活动。总之，小规模技术理论说明了发展中国家在技术水平落后的情况下，对外投资数量增加的原因。

2.2.2 对外直接投资风险管理理论

关于对外直接投资的风险管理研究主要经历了两个阶段：首先出现了传统风险管理阶段，管理手段较为单一；随着对风险的认识，逐渐出现了全面风险管理阶段。投资者需全面识别与管理对外直接投资中的金融风险。

（1）传统风险管理阶段

在 20 世纪 50 年代早期和中期，美国大型企业出现了大额亏损，投资者的风险管理意识被唤醒，高层管理者开始辨别风险、管理风险，促进了风险管理理论的发展。传统风险管理具有单一性，主要识别公司生产经营活动中出现的单一风险，并对单一风险进行单个控制管理，忽略了企业在生产经营中，应当对面临的风险进行全面、系统的识别、分析、管理。传统风险管理的办法主要包括：企业购买保险规避风险、构建金融模型分析并管理风险。保险是这一发展阶段中最重要的风险管理方法，投资者为了避免突发事件的发生带来的损失，向保险公司支付一定的保费购买保险，未来约定事项发生产生巨额损失时，获得保险公司的理赔，减小面临的风险。金融模型是采取数学以及统计学的方法分析并降低风险，包括资产组合理论、资本资产定价模型、套利定价理论等。

目前中国投资者对“一带一路”沿线国家直接投资的风险管理仍然处于传统风险管理阶段，投资者主要通过购买海外投资保险以及金融工具实现风险管理。沿线国家的经济金融环境、社会环境大多处于不稳定的状态，有较多不确定的影响因素。因此，中国投资者对沿线国家直接投资的金融风险进行管理时，应该采取合理的管理措施，比如通过购买保险管理东道国可能发生的金融风险、政治风险、战乱风险等，合理选取金融市场工具对冲或降低金融风险发生时带来的损失。

（2）全面风险管理阶段

传统风险管理对于管理风险采取的技术和管理方法比较单一，管理风险的效率相对较低，也没有对保险市场与资本市场进行合理的融合。随着巴林银行倒闭、金融危机等事件的出现，投资者们发现单一风险的发生并不是造成损失的主要原因，企业出现亏损甚至倒闭是因为信用风险、操作风险、市场风险等多种风险共同引发的。所以，全面风险管理阶段的出现弥补了前期传统风险管

理理论的不足之处，使企业能够对可能出现的风险进行全面管理。

全面风险管理，是指将可能出现的所有风险也就是企业面临的总体风险进行统一整合管理，因此，全面风险管理也叫整合性风险管理。企业应该从自身的生产经营目标出发，使风险管理的意识贯穿在所有投资活动中，塑造良好的工作环境，将风险管理的思想灌输给管理层乃至所有员工，建立并不断完善风险管理制度，指引投资者采取合理的措施实现风险管理的最高目标。全面风险管理的领域还包含了损失以及盈利的不确定性，将风险从传统的以一个角度出发研究并管理风险，拓宽到从多个角度出发全面的、多元的管理风险。各国、各行业的投资者都开始重视风险的管理，如：企业引入战略业绩评价系统和平衡记分卡；2003年成立亚洲风险与危机管理协会，美国 COSO 委员会提出并出台全局性的风险管理框架。总之，在“一带一路”倡议全面实施背景下，投资者对沿线国家直接投资规模也越来越大，对于投资中的金融风险也要加大重视，保障投资者收入，促进投资者稳定发展。

2.3 中国对外直接投资金融风险的特征

中国对外直接投资的过程中，个人、企业以及政府都面临着许多的不确定性，比如汇率的大幅波动、东道国经济金融环境的变化，都可能成为投资者产生损失甚至破产倒闭的直接原因，本文将中国对外直接投资金融风险的特征概括为以下三点。

2.3.1 相关性与传染性

相关性是指中国投资者在东道国设立或经营管理的企业，受到商品-货币特殊性的影响，其生产经营活动与东道国的经济发展和社会环境是密切相关的，东道国的经济衰退或社会活动都有可能诱发金融风险。比如土耳其的通货膨胀率连续三年都在 13% 以上，高通胀率使投资者对土耳其的直接投资面临着巨大的金融风险。再比如俄罗斯与乌克兰之间爆发的军事冲突，导致了对其直接投资的金融风险。

传染性是指在对外直接投资过程中的交易对方如果出现风险，可能会将风险传染给投资者，对企业的生产经营产生影响。BIS 将金融风险形容为“多米

诺骨牌”，投资者设立的企业有着中介机构的作用，与该企业有资金往来的任何一方出现风险，都有可能对其他方面产生影响，甚至导致金融危机。例如，如果东道国发生金融危机，可能会对中国投资者产生影响，对投资者在中国的母公司产生影响，使中国也处于风险之中，甚至对整个行业、区域造成影响，进一步可能导致中国也爆发金融危机。

2.3.2 高杠杆性

高杠杆性是指金融企业负债率偏高，财务杠杆大，导致交易对方承担额外成本费用的可能性增大，企业随时可能产生金融风险。比如东道国银行的不良负债率就衡量着该国银行业的稳定性，不良负债率过高，银行就有较多的贷款难以收回，一旦银行的资金链断裂，以及存款方得知此消息，就可能出现挤兑风险，银行就可能面临倒闭的困境。对投资者而言，投资者向银行进行借款，将款项用于生产经营中，如果投资者的经营模式出现问题导致盈利性变差、资金难以回收，投资者难以偿还贷款，那么也会面临破产清算的可能。

2.3.3 可管理性

虽然金融风险具有传染性、高杠杆性，但是如果采取合理正确的措施来应对，中国对外直接投资的金融风险也是可以得到控制的。东道国金融市场的发展，经济金融环境的变化都是存在一定的规律的，可以采取合理的方法对东道国未来的发展情况进行预测，为投资者管理、控制和防范金融风险提供依据。中国政府也可以在投资者对外直接投资过程中制定相关政策，完善境外投资过程中人民币结算体系，管理对东道国直接投资的金融风险，为我国投资者保驾护航。

3 中国对“一带一路”沿线国家直接投资与金融风险的现状分析

3.1 中国对“一带一路”沿线国家直接投资的发展现状

近年来，中国对“一带一路”沿线国家的直接投资流量越来越多，2020年，在全球投资形势严峻的背景下，我国政府迅速制定并实施了相关措施，使经济发展水平恢复正常，维持对沿线国家投资活动的稳定健康发展。近年来，对“一带一路”沿线国家直接投资的发展现状具体表现在：投资规模上升、区位分布差异大、投资产业显著不同。

3.1.1 对沿线国家投资趋势总体上升

自“一带一路”倡议提出以来，中国对“一带一路”沿线国家的直接投资规模总体上呈现递增的趋势，从2013年实现直接投资126.3亿美元，到2020年实现直接投资225.4亿美元，增长78.5%。如图3.1所示。

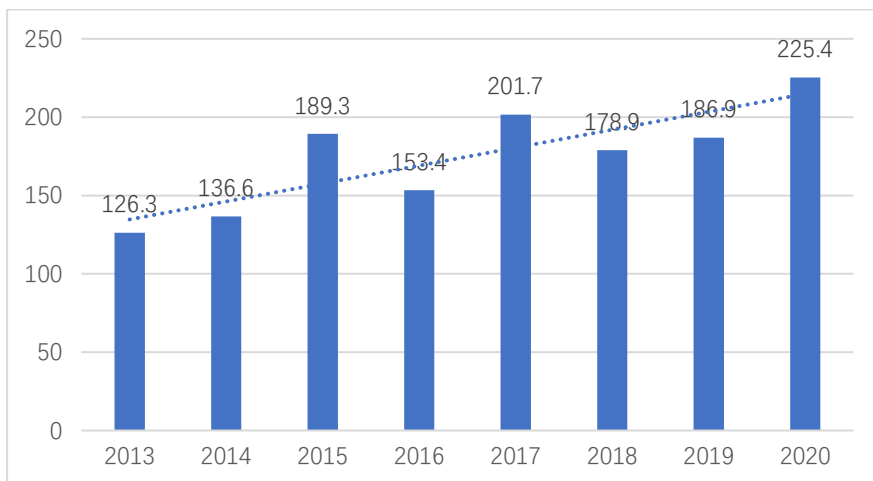


图 3.1 中国对沿线国家直接投资流量（单位：亿美元）

数据来源：《中国对外直接投资统计公报》

随着中国加快对外开放的脚步，近几年虽然中国对“一带一路”沿线国家直接投资的规模总体呈现递增趋势，但占我国对外直接投资总量比重的变化却并不明显。2016年，中国划定了包括“一带一路”沿线国家在内的非理性直接

投资的界线，将禁止领域写入法规，严厉打击和监管了直接投资中的非理性行为，中国对沿线国家直接投资的规模占比大幅下降，如图 3.2 所示。2017 年，在打压了非理性直接投资后，中国对“一带一路”沿线国家的直接投资开始回升，达到同期直接投资总额的 12.7%。2018 至 2020 年，投资比重呈现上升的趋势，每年的变化幅度基本都为 1%，虽然增加幅度小，但有稳步上升的趋势，2020 年中国对“一带一路”沿线国家直接投资占同期流量的 14.7%。

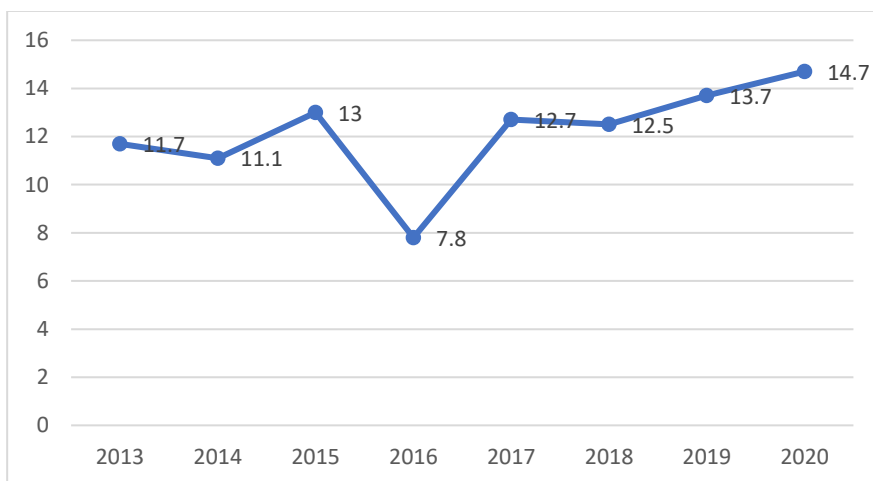


图 3.2 中国对“一带一路”沿线国家直接投资规模占比

数据来源：《中国对外直接投资统计公报》

2013 至 2020 年，中国对“一带一路”沿线国家的直接投资流量高达 1398.5 亿美元。2020 年末，中国对沿线国家直接投资的存量为 2007.9 亿美元，占存量总额的 7.8%。2020 年，我国投资者对“一带一路”沿线 58 个国家非金融类直接投资 177.9 亿美元，同比增长 18.3%。可以看出，随着“一带一路”的不断推进，中国与沿线国家的投资合作逐渐增强，并建立了良好的投资合作关系。

3.1.2 投资范围广，区位分布差异大

目前“一带一路”沿线国家共有 64 个，沿线国分布比较分散，所涉及领域较广，所以我国境内投资者对沿线国直接投资的地域广度也在不断拓宽，截至 2020 年底，中国投资者在对沿线国家直接投资过程中，在东道国建设的企业数量达到 1.1 万多家。2020 年，对新加坡、印度尼西亚、泰国的直接投资流量处

于对“一带一路”沿线国投资的前三名，如图 3.3 所示。直接投资流量处于前十名的国家遍布于东北亚、东南亚、南亚、西亚北非地区，投资范围广泛，投资流量达到沿线国直接投资总量的 83%，其中东南亚国家较多，对东南亚直接投资的规模较大。

中国对不同“一带一路”沿线国家直接投资的流量存在较大的差异，对各国投资流量的分布不平衡。造成这种差异发生的原因主要是“一带一路”沿线各国之间有着不同的资源优势，经济发展水平参差不齐，政局稳定程度也有所不同，投资者开展直接投资活动时面临着不同大小的风险。从图 3.3 来看，2020 年对“一带一路”沿线国家直接投资的排名，新加坡、印度尼西亚、泰国和越南位居前四名，投资总和达到沿线国家全部直接投资存量的 52.7%，新加坡作为中国对沿线国家直接投资的第一位，直接投资流量达到了 59.2 亿美元，占总存量的 26.28%，而对印度尼西亚的直接投资虽排名第二，却与新加坡差异较大，仅是新加坡投资流量的三分之一。对新加坡的直接投资之所以位居中国对沿线各国直接投资的第一位，是因为其拥有比较透明的投资环境、较为稳定的经济金融发展水平、便利的商务营运服务。对印度尼西亚、泰国、越南的直接投资流量也较高的原因主要是这些国家的资源较为丰富，投资成本较低，投资环境较好。

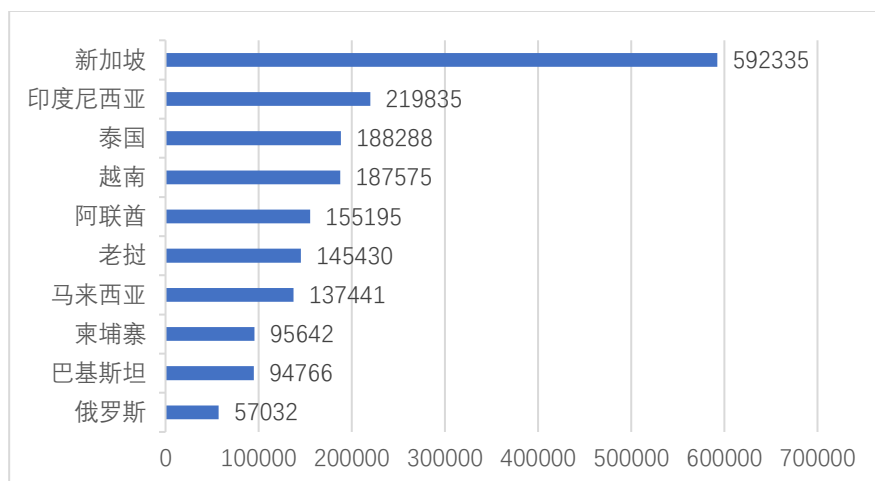


图 3.3 2020 年中国对“一带一路”沿线国直接投资流量前十位国家（单位：万美元）

数据来源：《中国对外直接投资统计公报》

3.1.3 对沿线国家投资具有产业异质性

“一带一路”沿线各国在行业优势、经济、区域和政治环境上存在不同，导致中国对各沿线国家投资具有产业异质性。本节以十个东南亚国家即东盟十国为代表来说明中国对“一带一路”沿线国家投资产业的差异。

从表 3.1 可以看出，2020 年中国对东盟国家直接投资的流量，对制造业的直接投资占全部投资流量的 39.5%，以 63.38 亿美元高居第一，主要流向越南、印度尼西亚、新加坡、泰国和马来西亚；租赁和商务服务业排名第二，但却未及对制造业直接投资流量的三分之一，仅为 17.04 亿美元，占有所有行业的 10.6%，主要流向新加坡；第三是建筑业，发展十分迅速，2020 年同比增长高达 253.1%，说明我国近年来更倾向于对建筑业的投资，与租赁和商务服务业的投资量不相上下，直接投资流量达 16.74 亿美元，占 10.4%，主要面向泰国、老挝和柬埔寨开展投资；批发和零售业下降明显，同比下降 29.6%，直接投资流量占有所有行业的 10%，主要流向新加坡；对金融业和农/林/牧/渔业的直接投资呈下降趋势，分别下降 4% 和 2.4%，对金融业的直接投资主要流向新加坡和印度尼西亚，而对农/林/牧/渔业的直接投资主要流向老挝、印度尼西亚等。

从流向的主要国家看，以新加坡、越南和老挝为例。新加坡的经济发展水平较高，所以中国对新加坡的直接投资主要投向信息传输、软件和信息技术服务业、金融业等对技术要求较高的行业。越南和老挝的经济发展水平不高，但资源充足且人工成本较低，因此对越南的直接投资主要集中在制造业等；对老挝的直接投资主要流向建筑业、交通运输/仓储和邮政业、农/林/牧/渔业等。

表 3.1 2020 中国对东盟直接投资的主要行业

行业	流量	比重%	单位：万美元	
			存量	比重%
制造业	633796	39.5	3242288	25.4
租赁和商务服务业	170370	10.6	2001073	15.7
批发和零售业	159837	10	1883482	14.8
电力/热力/燃气及水的生产和供应业	143559	8.9	1193993	9.4
建筑业	167357	10.4	1055955	8.3
采矿业	-12380	-0.8	885272	6.9

续表 3.1 2020 中国对东盟直接投资的主要行业

行业	流量	比重%	存量	比重%
金融业	76395	4.8	711940	5.6
交通运输/仓储和邮政业	83374	5.2	610235	4.8
农/林/牧/渔业	54996	3.4	536972	4.2
信息传输、软件和信息技术服务业	65622	4.1	167471	1.3
房地产业	10881	0.7	161361	1.3
科学研究和技术服务业	4413	0.3	126992	1.0
居民服务/修理和其他服务业	25169	1.6	68490	0.5
教育	2023	0.1	27252	0.2
卫生和社会工作	606	0.0	23418	0.2
其他行业	20307	1.2	65091	0.4
合计	1606327	100.0	12761285	100.0

资料来源：《2020 年度中国对外直接投资统计公报》

3.2 中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的表现

金融风险是投资者对“一带一路”沿线国家直接投资活动中必然存在的，本节将中国对沿线国家直接投资的金融风险表现分为：外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险，并选取 2020 年的数据对沿线国的五个子风险进行比较分析，用极差法将数据标准化并放大 100 倍，因为标准化后存在零值，扩大 100 倍没有意义，因此将标准化后的零值赋值为 0.01，得到各子风险得分，对“一带一路”沿线各国子风险大小进行排序，风险值越高表示风险水平越高。其中，有关衡量风险的具体指标见 4.2——指标体系的设计。

3.2.1 外汇风险

对“一带一路”沿线国家直接投资过程中的外汇风险是指投资者在某一时期的对外投资活动中，因为某些因素导致东道国汇率发生波动，进一步引起投资者以东道国货币计量的资产以及负债价值发生变动，给投资者带来损失的可能性。以人民币计价的中国企业资产在东道国市场交易时，如果东道国的汇率下降，意味着东道国的货币升值，投资者以相同的资产赚取的货币就越少，利润就会下降。对于中国对外投资机构的负债，当东道国汇率下降，投资者需要

偿还的借款就相对增多。当东道国汇率上升，货币贬值时，中国投资者在东道国赚取的收益可以兑换的人民币数量就降低。例如，2020 年全球原油价格的下跌，俄罗斯与主要产油国的谈判破裂，导致本国货币卢布兑美元汇率贬值 9.5%，致使大量对俄罗斯开展直接投资活动的中国政府、投资机构及个人遭受了巨大的外汇风险，在货币兑换环节承受了巨额的损失。

从表 3.2 对“一带一路”沿线国家直接投资外汇风险的排名可得，从个体角度来看，中国对沿线国家直接投资的外汇风险最高的国家为土耳其、白俄罗斯、乌兹别克斯坦、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦，主要集中在西亚北非、中亚等地区；外汇风险最低的国家为东帝汶、约旦、黎巴嫩、伊朗、阿塞拜疆，主要集中在东南亚和西亚北非地区。可见，西亚北非地区的外汇风险水平跨度较大。

表 3.2 2020 年外汇风险排名

排名	风险最高国家（前 10）		风险最低国家（前 10）	
	国家	得分	国家	得分
1	土耳其	100	东帝汶	1
2	白俄罗斯	69	约旦	1
3	乌兹别克斯坦	57	黎巴嫩	1
4	俄罗斯	47	伊朗	1
5	吉尔吉斯斯坦	45	阿塞拜疆	1
6	格鲁吉亚	43	马尔代夫	2
7	缅甸	38	孟加拉国	2
8	塔吉克斯坦	35	越南	3
9	哈萨克斯坦	33	泰国	3
10	巴基斯坦	33	阿尔巴尼亚	5

3.2.2 利率风险

对“一带一路”沿线国家直接投资的利率风险是指东道国的金融市场动荡，导致的市场利率波动的不确定性，使对外直接投资者的成本上升，进而对投资者造成的损失或使投资者的实际收益低于预期。大部分“一带一路”沿线国家的经济实力有限，利率水平容易受到其他因素的影响，比如国家的经济政策、资金的供求情况等。一些国家经常出现资本外逃的现象，会引发投资者也就是

债权人对当前局势的判断，认为银行业不再稳定，想提取自己在银行的存款，就会引发挤兑风险，进而使银行爆发流动性危机。在“一带一路”倡议不断推进的背景下，沿线国家之间以及沿线国家与中国会加大彼此间的投资合作、贸易往来等，利率风险的传染性将会在更大范围内对境外投资者造成影响。

从表 3.3 对“一带一路”沿线各国直接投资的利率风险排名可以看出，中国对沿线国家直接投资的利率风险最高的国家为东帝汶、阿塞拜疆、塔吉克斯坦、老挝、阿富汗，主要集中在东南亚、西亚北非等地区；利率风险最低的国家为塞尔维亚、白俄罗斯、保加利亚、土耳其、巴基斯坦，主要集中在中东欧和南亚等地区。

表 3.3 2020 年利率风险排名

排名	风险最高国家（前 10）		风险最低国家（前 10）	
	国家	得分	国家	得分
1	东帝汶	100	塞尔维亚	1
2	阿塞拜疆	76	白俄罗斯	2
3	塔吉克斯坦	60	保加利亚	5
4	老挝	53	土耳其	5
5	阿富汗	41	巴基斯坦	6
6	蒙古	39	摩尔多瓦	11
7	柬埔寨	38	波黑	12
8	马尔代夫	34	北马其顿	15
9	吉尔吉斯斯坦	33	孟加拉国	15
10	哈萨克斯坦	33	乌克兰	15

3.2.3 信用风险

对“一带一路”沿线国家直接投资的信用风险，又称违约风险，是指直接投资活动中，对方因为主观或者客观上的原由，没有办法或不情愿兑现承诺、实现合同中的条款时产生的违约，导致东道国无法按时收回债务，从而给投资者带来损失的可能性。东道国经济运行的周期性会影响信用风险，比如当东道国的经济金融发展速度较快，经济上行时，信用风险降低，因为债务人收益水平较高，资金充足，一般不会出现违约现象。当东道国的经济衰退时，信用风

险增加，因为债务人的获利水平降低，资金短缺，债务人可能出现无法及时偿还债务的情况。

从表 3.4 对信用风险的测度可得，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的信用风险最高的国家为不丹、巴基斯坦、黎巴嫩、斯里兰卡、埃及，主要集中在南亚和西亚北非地区；信用风险最低的国家为伊朗、泰国、东帝汶、越南、柬埔寨，主要集中在东南亚地区。

表 3.4 2020 年信用风险排名

排名	风险最高国家（前 10）		风险最低国家（前 10）	
	国家	得分	国家	得分
1	不丹	100	伊朗	1
2	巴基斯坦	94	泰国	3
3	黎巴嫩	80	东帝汶	4
4	斯里兰卡	76	越南	7
5	埃及	72	柬埔寨	11
6	黑山	54	保加利亚	11
7	老挝	48	印度	12
8	印度尼西亚	47	摩尔多瓦	13
9	尼泊尔	46	俄罗斯	14
10	约旦	42	哈萨克斯坦	17

3.2.4 政府债务风险

对“一带一路”沿线国家直接投资的政府债务风险，是指东道国政府的债务负担高，而收入过低，导致东道国政府无法偿还债务，对国家信誉造成影响，进一步阻碍本国的金融市场发展，致使投资者遭受损失的可能性。政府的偿债能力与政府的收入与支出密切相关，东道国政府净资产越高，财力越雄厚，偿债能力就较强，投资者面临的风险就会越小。在“一带一路”沿线国家中，许多国家经济实力有限，外汇储备不足，偿债能力较差，履约能力也较弱，投资者对“一带一路”沿线国家直接投资面临的政府债务风险较大。

从表 3.5 对政府债务风险的排名可得，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的政府债务风险最高的国家为黎巴嫩、马尔代夫、不丹、黑山、斯里兰卡，

主要集中在中东欧、南亚等地区；政府债务风险最低的国家为阿富汗、东帝汶、俄罗斯、阿塞拜疆、保加利亚，主要集中在西亚北非和东南亚等地区。

表 3.5 2020 年政府债务风险排名

排名	风险最高国家（前 10）		风险最低国家（前 10）	
	国家	得分	国家	得分
1	黎巴嫩	100	阿富汗	1
2	马尔代夫	92	东帝汶	3
3	不丹	77	俄罗斯	8
4	黑山	69	阿塞拜疆	9
5	斯里兰卡	63	保加利亚	11
6	埃及	56	哈萨克斯坦	13
7	印度	56	柬埔寨	16
8	约旦	55	摩尔多瓦	19
9	巴基斯坦	54	印度尼西亚	20
10	蒙古	47	土耳其	20

3.2.5 通货膨胀风险

对“一带一路”沿线国家直接投资的通货膨胀风险是指东道国金融活动导致通货膨胀率波动，进而引起物价水平波动，对跨国企业、政府等可能造成的利润损失。“一带一路”沿线国家有许多属于发展中国家，且经济金融环境不稳定，金融体系不健全，金融对外开放程度不高，通货膨胀率波动较大，所以跨国企业和政府等对这些国家直接投资所面临的投资环境较为低迷。例如，国外一些国家为了应对新冠疫情导致的经济不景气问题，大量发行本国货币，导致本国货币通货膨胀率不断上升，货币贬值，物价上涨，造成对外直接投资机构或个人的损失。

从表 3.6 对通货膨胀风险的排名可得，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的通货膨胀风险最高的 5 个国家为黎巴嫩、伊朗、土耳其、乌兹别克斯坦和白俄罗斯，主要集中在中亚和西亚北非等地区；通货膨胀风险最低的国家为阿塞拜疆、柬埔寨、东帝汶、泰国、阿尔巴尼亚，主要集中在东南亚、中东欧

等地区。

表 3.6 2020 年通货膨胀风险排名

排名	风险最高国家（前 10）		风险最低国家（前 10）	
	国家	得分	国家	得分
1	黎巴嫩	100	阿塞拜疆	1
2	伊朗	44	柬埔寨	5
3	土耳其	24	东帝汶	7
4	乌兹别克斯坦	21	泰国	7
5	白俄罗斯	19	阿尔巴尼亚	7
6	乌克兰	19	印度尼西亚	8
7	巴基斯坦	18	约旦	8
8	不丹	16	黑山	8
9	格鲁吉亚	16	波黑	9
10	缅甸	15	北马其顿	9

从地域角度来看，对不同地域中各国的风险值求平均值，可以得出，六大区域的各子风险之间存在较大的差异。相对于其他地区而言，中亚地区和西亚北非地区的外汇风险最大；南亚的信用风险和政府债务风险最大；东南亚和中东欧的外汇风险和通胀风险是最小的；各区域的通货膨胀风险相差不大，平均风险值基本都在 20 左右幅动。由此可以看出投资者在对“一带一路”沿线国家不同区域进行直接投资时，需要重点关注的各子风险侧重方向也应不同。

4 中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的测度及空间分布

本部分选取外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险、通货膨胀率风险这五个维度作为测度中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险指标体系，通过熵值法得出金融风险综合评价指标得分。结合金融风险得分，采用聚类分析将“一带一路”沿线样本国家分为高、中、低三类，并对各类国家中子风险的异质性以及空间分布特征进行分析。

4.1 模型的构建

中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险（Financial Risk, FR）的测度模型包括外汇风险（Exchange Risk, ER），利率风险（Interest Risk, IR），信用风险（Credit Risk, CR），政府债务风险（Government Debt Risk, GR）和通货膨胀风险（Inflation Rate Risk, IRR）五个子风险，系统地反映了中国对沿线国家直接投资过程中面临的金融风险。在测度内容上，结合理论与实践以及数据可得性等因素，将这五个子风险纳入金融风险的测度模型中。本文设定，金融风险综合得分越高，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险就越大。

因此，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险可以表示为：

$$FR = f(ER, IR, CR, GR, IRR) \quad (4-1)$$

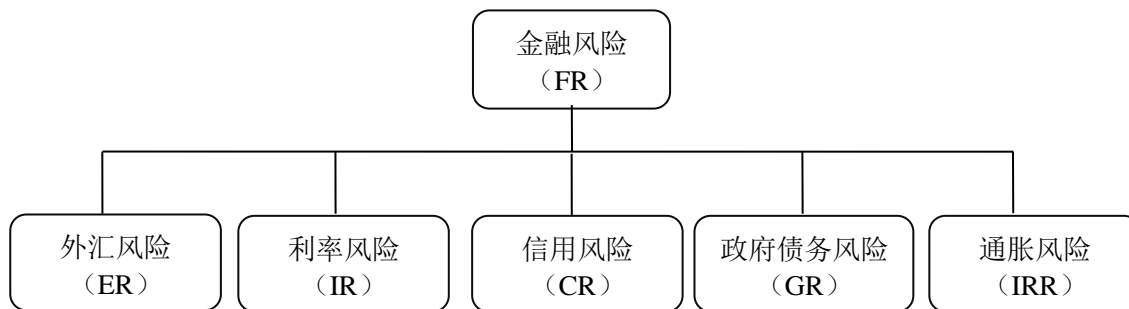


图 4.1 中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险构成

4.2 指标体系设计

根据前文中国对外直接投资金融风险的理论基础，并且借鉴学者们现有的研究，本文最终构建了由 5 个指标组成的中国对“一带一路”沿线国家直接投资金融风险的测度指标体系。构成金融风险的五个子风险为外汇风险（ER），利率风险（IR），信用风险（CR），政府债务风险（GR）和通货膨胀率风险（IRR）。具体指标设计及数据来源如表 4.1 所示。

表 4.1 变量与数据来源

子风险	指标名称	指标方向	数据来源
外汇风险	汇率波动	正向	IFS 数据库
利率风险	实际利率	正向	WDI 数据库
信用风险	外债占出口商品与服务的比重	正向	IDS 数据库
政府债务风险	债务负担率	正向	WEO 数据库
通货膨胀风险	通货膨胀率	正向	WDI 数据库

4.2.1 外汇风险

本文用东道国的汇率波动来衡量外汇风险（ER），汇率波动率等于各国年平均汇率的变动率。当东道国的汇率波动率大，说明金融市场动荡，汇率波动幅度大，短期内会对投资者的汇兑损益造成重大影响，加剧投资者对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险。外汇风险是金融风险的一大组成部分，汇率的不确定性会对投资者在东道国的投资收益造成影响，汇率风险是个人、企业、政府等进行对外直接投资时不可忽视的重要风险，影响着投资者的投资回报，更进一步影响着投资者对外直接投资的投资决策与投资规模。例如当东道国汇率上升时，代表本国货币贬值，当投资者用外币兑换人民币时，换取的人民币相较于汇率稳定时就会减少，此时，投资者就需要承担汇兑损失。该指标属于正向指标，汇率波动越大时，金融风险越大。具体数据由国际货币基金组织国际金融统计（IMF IFS）数据库官方汇率计算而来。

4.2.2 利率风险

本文用去除通货膨胀率影响的实际贷款利率度量利率风险。投资者在对“一带一路”沿线国家直接投资的过程中，可能会面临向东道国银行的贷款行为和存款行为，因此，东道国银行的利率水平以及稳定程度也会成为投资者选择贷款的重要依据。同时，东道国银行的贷款利率也反映着投资者的收益情况。实际贷款利率低意味着交易成本低，降低了企业、政府等投资资金的成本，对经济增长至关重要。所以，实际利率过高，投资者投资成本增大，对东道国直接投资的预期收益降低，金融风险增大，该指标属于正向指标。数据来源于世界银行世界发展指标（WDI）数据库。

4.2.3 信用风险

本文选取外债现值占出口商品与服务的比重来衡量中国对“一带一路”沿线国家直接投资的信用风险。外债占比衡量了各沿线国家对当前环境下可以担负的外债情况，表示了一国外债与该国内收入水平的关系。外债现值是短期外债的总和，加上在现有贷款期内到期的公共、公共担保和私人无担保长期外债的偿还债务总额的贴现金额。出口商品、服务和收入为三年的平均值。“一带一路”沿线国家可能出现主权债务违约的情况，沿线国的外债占出口商品与服务的比重越高，国家债务总额所占比例越大，外债负担增大，中国对该国直接投资的金融风险就越大，该指标属于正向指标。指标数据来源于世界银行国际债务统计（IDS）数据库。

4.2.4 政府债务风险

政府在一国中担负着制定政策并推动政策发展的角色，通过宏观经济政策稳定经济金融，政府在对国家进行管理时，也需要重点把控自身的债务水平。因此，政府债务风险也是“一带一路”沿线国金融风险的重要组成部分。本文选取政府的债务负担率衡量政府债务风险。债务负担率是被世界各国认可并且接受的政府债务警戒线。国内生产总值反映了一个国家或地区的偿债能力，政府偿还债务需以 GDP 为基础，所以债务负担率等于政府债务总额占 GDP 的百

分比。该项指标反映了政府债务存量对国民经济活动规模的影响程度。债务负担率上涨，代表政府的债务水平升高，不利于国民经济活动的正常运行，中国对该国直接投资的金融风险就越大；而债务负担率较低，则说明该国偿还债务的能力较强，中国对外直接投资的金融风险就越小，该指标属于正向指标。具体数据来源于国际货币基金组织世界经济展望（IMF WEO）数据库。

4.2.5 通货膨胀风险

投资者所在“一带一路”沿线国家金融发展的状况，比如沿线国的通货膨胀率、物价水平等，都影响着沿线国金融市场的发展，以及中国对该国直接投资的规模。当东道国金融发展低迷、通胀水平过高时，中国投资者对东道国直接投资的决策就要慎之又慎，以防金融风险过大导致投资者遭受巨大的损失。反之，东道国如果金融发展迅速，不但可以保证目前金融市场的稳定，还能促进未来金融市场的发展，调动国外投资者的积极性，提高金融市场的有效交易。本文选取各国按 GDP 平减指数衡量的年通货膨胀率测度通货膨胀的风险，通货膨胀率反映了货币贬值的程度。通货膨胀率过高，货币贬值，导致物价上涨，给一国经济的发展带来不良影响，导致经济发展与产业发展不匹配，使该国的金融环境发展失衡，给投资者带来较大的经济负担。因此，通货膨胀率越高，外商投资的金融风险越大，属于正向指标。具体数据来源于世界银行世界发展指标（WDI）数据库。

4.3 样本国家选取与数据处理

4.3.1 样本国家选取

“一带一路”沿线有 64 个国家，由于数据的可获得性，本文对缺失数据较多的国家进行删除，从“一带一路”沿线国家中选取 39 个国家作为样本国家，如表 4.2 所示。39 个样本国家分布在“一带一路”沿线国家的六大区域，且包括除新加坡、阿联酋外中国对“一带一路”沿线国直接投资流量前十位的国家，因此本文所选 39 个样本国家具有一定的代表性。

表 4.2 “一带一路”样本国家

东北亚	蒙古, 俄罗斯
东南亚	柬埔寨, 印度尼西亚, 老挝, 缅甸, 菲律宾, 泰国, 东帝汶, 越南
中东欧	阿尔巴尼亚, 白俄罗斯, 波黑, 保加利亚, 摩尔多瓦, 黑山, 北马其顿, 塞尔维亚, 乌克兰
南亚	孟加拉国, 不丹, 印度, 马尔代夫, 尼泊尔, 巴基斯坦, 斯里兰卡
西亚北非	阿富汗, 亚美尼亚, 阿塞拜疆, 埃及, 格鲁吉亚, 伊朗, 约旦, 黎巴嫩, 土耳其
中亚	哈萨克斯坦, 吉尔吉斯斯坦, 塔吉克斯坦, 乌兹别克斯坦

4.3.2 数据处理

本文选取 2017-2020 年“一带一路”沿线国家的数据进行分析。对于数据缺失较多的国家进行剔除，对于其余数据搜集过程中各指标的缺漏值采用中位数、平均值法进行填补。由于数据存在量纲上的差异，因此，本文对所有数据进行零均值规范化（z-score 标准化）处理，具体公式如下：

$$Z_{ij} = \frac{X_{ij} - \bar{X}_i}{S_i}$$

其中， \bar{X}_i 为*i*指标原始数据的均值， S_i 为*i*指标原始数据的标准差， X_{ij} 为*j*国*i*指标的原始数据， Z_{ij} 为标准化后的数据。

对金融风险的测度模型要求所有的指标方向一致。而本文各个指标对金融风险的影响方向相同，均为指标越大，金融风险越大，金融风险综合得分越高。所以，本文设定所有指标为正向指标，无需进行方向调整。

4.4 研究方法

本文首先用熵值法确定 2017-2020 年外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险的平均权重，得出中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险得分。其次，对各子风险用 K-均值聚类的方法进行分类，并结合金融风险得分将 39 个样本国家分为高、中、低风险国家。本节对实证分析中使用的熵值法和 K-均值聚类法进行介绍。

4.4.1 熵值法

赋权法包括主观赋权法和客观赋权法，为了避免主观因素的影响，使各指标权重更具有客观性，本文借鉴邹一南和赵俊豪（2017）的方法，采用客观赋权法中的熵值法来对各项指标进行赋权，并参考胡志强（2016）对金融风险进行测度。熵值法是根据各项指标观测值所提供的信息大小来确定指标权重。因此，本文利用信息熵这个工具，计算出金融风险中各子风险的权重，为金融风险综合得分评价体系提供依据。

假设选取 n 个“一带一路”沿线国家作为样本国家，有 m 个评价指标，构造原始数据矩阵 $A = (a_{ij})_{n \times m}$ ，其中 a_{ij} 表示第 i 个国家的第 j 个指标的数值($i = 1, 2, \dots, n; j = 1, 2, \dots, m$)。基本步骤如下：

第一步：对数据进行规范化处理，消除后续计算中负值的影响。

$$x_{ij}^* = \frac{x_{ij} - \min x_j}{\max x_j - \min x_j}$$

第二步：求各评价对象在各指标下的比值，即计算第 j 个指标下，第 i 个国家的特征比重或贡献度。

$$p_{ij} = \frac{x_{ij}^*}{\sum_{i=1}^n x_{ij}^*}$$

第三步：求各指标的熵值。

$$e_j = -\frac{1}{\ln n} \sum_{i=1}^n p_{ij} \ln p_{ij}$$

其中， $e_j \geq 0$ 。

第四步：通过熵值计算各指标的权重。

$$d_j = 1 - e_j, \quad j = 1, 2, \dots, m$$

$$w_j = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^m d_j}, \quad j = 1, 2, \dots, m$$

第五步：计算“一带一路”各沿线国家的金融风险综合得分。

$$s_i = \sum_{j=1}^m w_j \times p_{ij}$$

本文设定金融风险的综合得分越高，金融风险越高。

4.4.2 K-均值聚类分析

K-均值聚类分析法是根据相似的数据特点，对一定的样本数据分类，同一类的数据特征具有近似性。假定给定数据样本 X ，包含了 n 个样本国家 $X = (X_1, X_2, X_3, \dots, X_n)$ ，将每个国家面临的风险划分为 m 个维度。K 均值聚类的核心目标是将给定的样本数据按照样本国家之间的相似性划分成 K 个簇，并给出每个数据对应的簇中心点。算法的具体步骤描述如下：

第一步：初始化 K 个聚类中心 $\{D_1, D_2, D_3, \dots, D_k\}$ ， $1 < k \leq n$

第二步：计算每一个国家到每一个聚类中心的欧氏距离，如下式所示：

$$dis(X_i, D_j) = \sqrt{\sum_{t=1}^m (X_{it} - D_{jt})^2}$$

其中， X_i 表示第 i 个国家 $1 \leq i \leq n$ ； D_j 表示第 j 个聚类中心 $1 \leq j \leq k$ ； X_{it} 表示第 i 个国家的第 t 个子风险， $1 \leq t \leq m$ ； D_{jt} 表示第 j 个聚类中心的第 t 个子风险。

第三步：将各样本国家划分至距离最近的聚类中心的类别中，得到 k 个类簇 $\{S_1, S_2, S_3, \dots, S_k\}$ ，类中心指各类别中的所有国家在各个风险维度的均值，计算公式如下：

$$D_l = \frac{\sum_{X_i \in S_l} X_i}{|S_l|}$$

其中， D_l 表示第 l 个聚类的中心， $1 \leq l \leq k$ ， $|S_l|$ 表示第 l 个类簇中国家的个数， X_i 表示第 l 个类簇中第 i 个国家， $1 \leq i \leq |S_l|$ 。

这样，就将样本国家分为 l 个不同的类别。

4.5 “一带一路”沿线国家金融风险实证结果分析

中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险存在空间分布上的差异，不同国家的外汇风险、经济状况等都不相同，导致投资者在不同国家进行投资所面临的金融风险也不相同。所以，本节对“一带一路”沿线国家金融风险的大小及空间分布情况进行分析。

4.5.1 金融风险测度

本文根据中国对“一带一路”沿线直接投资的外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险五个子风险，选取 2017-2020 年的数据，用熵值法对金融风险进行测度。以上述五个子风险为基础，对数据进行无量纲处理，处理后的数据有零值的存在，为了使熵值法运算过程中的数据处理存在意义，需要对零值进行处理，因此，将标准化后的数据进行整体平移，即 $Y'_{ij} = Y_{ij} + \alpha$ 。为了不破坏原始数据中存在的规律， α 的取值应该尽可能的小，即 α 应最接近 Y_{ij} 的最小值，本文取 $\alpha = 0.0001$ 。根据上文对熵值法的介绍，按步骤计算出 2017-2020 年各指标权重，并求出各风险贡献率的平均值，如表 4.3 所示。

表 4.3 2017-2020 年各指标权重值

指标权重 ($w_j = \frac{d_j}{\sum_{j=1}^m d_j}$)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	平均值
外汇风险	0.477	0.438	0.260	0.355	0.383
利率风险	0.074	0.084	0.113	0.145	0.104
信用风险	0.118	0.145	0.183	0.182	0.157
政府债务风险	0.111	0.142	0.161	0.134	0.137
通货膨胀风险	0.220	0.191	0.284	0.183	0.220

根据熵值法计算出 2017-2020 年外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险五个子风险的平均权重分别为：38.3%，10.4%，15.7%，13.7%，22%。一定程度上反映了五个子风险对金融风险的相对贡献。从计算出的比重可以看出，对金融风险的贡献从大到小依次为外汇风险、通货膨胀风险、信用风险、政府债务风险、利率风险，其中外汇风险的贡献率高达利率风险贡献率的三倍多。

由此可以看出，东道国的外汇风险是影响中国对“一带一路”沿线国家直接投资的关键因素。对向“一带一路”沿线国家直接投资的中国投资者来说，东道国汇率的波动大小对投资者面临的金融风险影响最大，沿线国的汇率大幅上涨和大幅下跌都会加大风险，这也是符合实际情况的，一国货币汇率的稳定

情况，衡量了该国的经济实力以及在国际竞争中的地位。沿线国的汇率如果上升过多，本国货币贬值，投资者的成本会上涨，金融风险会增大；沿线国的汇率如果下跌太多，本国货币过度升值，金融市场上一定会出现大批炒作该国汇率的现象，可能会增加出现金融危机的风险，增大投资者直接投资的金融风险。结合前文，2020年白俄罗斯和乌兹别克斯坦的外汇风险较高，排名处于前三，中国对其的直接投资流量呈现负增长，分别为：-815万美元、-8177万美元。东道国的通货膨胀水平对投资者的投资决策有着较大的影响，东道国的通货膨胀率反映着该国的金融发展水平。东道国通货膨胀率过高，本国货币贬值，物价水平上升，投资者成本上升，金融风险增大；通胀率下降，货币升值，货币购买能力上升，物价水平下跌，投资者成本下降，金融风险降低。伊朗和土耳其的通胀风险较高，中国对其直接投资流量不到4亿美元，远远不及对新加坡的直接投资规模。东道国的政府债务风险以及信用风险对中国对“一带一路”沿线国家直接投资的影响相对而言较低，这也是符合中国投资者对沿线国家直接投资动机的。例如，非洲国家金融发展水平相对落后、债务水平较高、信用风险较大，但却拥有丰富的资源，许多中国投资者仍然倾向于对这些国家开展直接投资。可见，一国的债务负担率以及政府的收入、支出的规模，虽然在一定程度上决定了该国金融市场的稳定状况，但是对资源倾向型投资者向沿线国家直接投资决策的影响相对而言是较小的。东道国的利率风险是对金融风险贡献率最低的，投资者不需过度关注东道国实际利率的情况，比如2020年老挝的利率风险排名第四，而中国对老挝的直接投资流量仍然位居前十，达到14.543亿美元。

用熵值法计算出各国2017-2020年的金融风险综合得分，发现中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险呈上升趋势，如图4.2所示，2020年金融风险得分比2017年增大了一倍多，可见，在国际投资环境日益复杂的背景下，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险上升趋势较为明显。

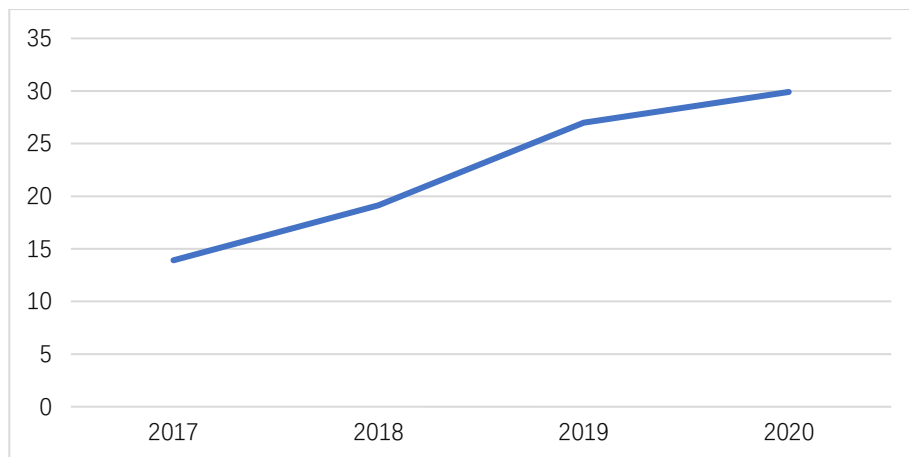


图 4.2 2017-2020 年“一带一路”沿线国家金融风险变化趋势

对各国 2017-2020 年的综合得分求取平均值，根据前文的方法利用极差法对数据进行处理，由此可得到“一带一路”沿线国家 2017-2020 年的平均金融风险得分，风险值越高表示风险水平越高。对各国的风险值进行排序，如表 4.4 所示。

表 4.4 2017-2020 年平均金融风险

排名	风险最高国家（前 10）		风险最低国家（前 10）	
	国家	得分	国家	得分
1	乌兹别克斯坦	100	保加利亚	1
2	土耳其	87	越南	2
3	埃及	81	波黑	3
4	巴基斯坦	66	北马其顿	4
5	黎巴嫩	58	柬埔寨	4
6	吉尔吉斯斯坦	55	塞尔维亚	6
7	格鲁吉亚	46	泰国	6
8	不丹	45	摩尔多瓦	8
9	白俄罗斯	36	东帝汶	9
10	哈萨克斯坦	36	孟加拉国	11

从国家层面来看，中国对所选样本国家直接投资金融风险最高的十个国家分别为：乌兹别克斯坦、土耳其、埃及、巴基斯坦、黎巴嫩、吉尔吉斯斯坦、格鲁吉亚、不丹、白俄罗斯、哈萨克斯坦。中国对乌兹别克斯坦直接投资的金融风险最大，乌兹别克斯坦虽然是农业大国，但交通基础设施不完善，航空运

输受到限制，运输成本高，风险较大；其次，缺乏有关直接投资方面健全的法律体系，政府对外资企业的干涉，较高的资源税，都使投资者收益减少，面临较大的金融风险。中国对土耳其直接投资金融风险较大的原因可能有以下三点。首先，2020年土耳其里拉汇率由5.95跌至7.37，里拉大幅下跌，引起投资者的恐慌情绪，投资者对土耳其直接投资的金融风险上升，投资者可能会减少对土耳其的直接投资。第二，通货膨胀水平不断上涨，使土耳其的货币政策面临进退两难的处境，并且在新冠疫情的影响下，土耳其的供给端会受到影响，不断上涨的物价水平使土耳其处在巨大的风险之下。第三，土耳其外债总额较高，外汇储备不足，需要偿还的债务增多可能导致债务违约风险，过大的信用风险使投资者面临着巨大的金融风险。截至2020年底，中国企业对黎巴嫩直接投资存量约222万美元，但是2020年中国没有对黎巴嫩开展新的直接投资活动。黎巴嫩自2018年起，GDP增长率就呈现负增长趋势，而后又受到新冠疫情的影响，到2020年，GDP达到近十年来最低值，经济不断衰退以及政府的腐败无能，使金融风险不断加剧，外国投资者们都不愿意对黎巴嫩开展投资活动。投资者们表示，黎巴嫩要想获得国外的投资帮助，政府就应当采取长期的措施解决该国严重的腐败现象，保障投资者的合法权益。

中国对所选样本国家直接投资金融风险最低的十个国家为：保加利亚、越南、波黑、北马其顿、摩尔多瓦、孟加拉国、泰国、塞尔维亚、阿塞拜疆、阿尔巴尼亚。保加利亚与中国拥有深厚的传统友谊，为中国对保加利亚的直接投资提供了一定的保护。两国之间互补的产业优势，也推动了中国与保加利亚的合作，在这种背景下，中国对保加利亚直接投资的金融风险最小。中国对越南直接投资的金融风险较小，2020年对越南直接投资的流量达到187575万美元，有着较好的投资前景。越南拥有丰富的自然资源，煤炭以及金属类的储量远远超过中国；并且越南的基础设施较为完善，有利于货物的运输，降低投资者的成本。中国对泰国直接投资的金融风险也较小。首先泰国所处的地理位置优越，投资环境较好且对投资者的优惠权益，使越来越多的中国投资者走向泰国。并且泰国政府积极推进“东部经济走廊”的开展，努力与中国“一带一路”对接，促进了中国对泰国的直接投资，使中国的投资者拥有更好的投资环境。

4.5.2 金融风险的空间分布

本节用 K-means 聚类分析法，以“一带一路”沿线各国的五个子风险作为原始数据，对“一带一路”样本国家进行聚类分析，并结合各国的金融风险综合得分，将样本国家分为高、中、低风险国家，分类结果如下。

第一类（中风险国家）：不丹、斯里兰卡、巴基斯坦、黑山、黎巴嫩、马尔代夫、埃及。

第二类（高风险国家）：土耳其、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、缅甸、乌兹别克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯。

第三类（低风险国家）：泰国、保加利亚、越南、摩尔多瓦、孟加拉国、波黑、塞尔维亚、北马其顿、阿塞拜疆、阿尔巴尼亚、阿富汗、东帝汶、菲律宾、柬埔寨、老挝、蒙古、尼泊尔、塔吉克斯坦、乌克兰、亚美尼亚、伊朗、印度、印度尼西亚、约旦。

由表 4.5 方差分析表可知，利率风险的显著性水平较低，而其他风险的显著性水平较高。由此可见，中国对“一带一路”沿线国家的汇率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险对分类结果影响较大。

表 4.5 方差分析表

变量	聚类		误差		F	显著性
	均方	自由度	均方	自由度		
外汇风险	5860.055	2	171.754	36	34.119	0
利率风险	387.737	2	385.883	36	1.005	0.376
信用风险	6315.077	2	276.778	36	22.816	0
政府债务风险	6224.558	2	219.13	36	28.406	0
通货膨胀风险	565.688	2	222.922	36	2.538	0.093

对各国的聚类结果进行可视化处理如图 4.3 所示。第二类国家主要分布在中亚和西亚北非地区，为高风险国家，有 8 个国家；第三类国家主要集中在东南亚和中东欧地区，且各国金融风险得分普遍较低，为低风险国家，有 24 个国家；第一类国家主要分布在南亚地区，且各国金融风险得分介于两者之间，为中风险国家，有 7 个国家。对三类国家各风险大小进行描述性统计如表 4.6 所

示，并结合前文分析对各类国家的子风险得分进行排名如表 4.7 所示，分析不同类别国家的各子风险对金融风险影响的异质性。



图 4.3 “一带一路”沿线国家金融风险可视化

表 4.6 各类国家子风险描述性统计

类别	风险	N	最小值	最大值	均值
1	外汇风险	7	1	33	14
	利率风险	7	6	34	20
	信用风险	7	21	100	71
	政府债务风险	7	54	100	73
	通货膨胀风险	7	8	100	26
2	外汇风险	8	33	100	54
	利率风险	8	2	33	21
	信用风险	8	14	41	22
	政府债务风险	8	8	45	24
	通货膨胀风险	8	9	24	16
3	外汇风险	24	1	35	10
	利率风险	24	1	100	30
	信用风险	24	1	48	25
	政府债务风险	24	1	56	28
	通货膨胀风险	24	1	44	12

表 4.7 各国子风险得分排名

类别	国家	外汇风险	利率风险	信用风险	政府债务风险	通货膨胀风险
第一类	埃及	11	25	5	6	12
	巴基斯坦	10	35	2	9	7
	不丹	14	17	1	3	8
	黑山	24	21	6	4	32
	黎巴嫩	37	24	3	1	1
	马尔代夫	34	8	25	2	16
	斯里兰卡	21	19	4	5	22
第二类	白俄罗斯	2	38	27	21	5
	俄罗斯	4	22	31	37	29
	格鲁吉亚	6	29	19	16	9
	哈萨克斯坦	9	10	30	34	21
	吉尔吉斯斯坦	5	9	12	12	11
	缅甸	7	15	26	26	10
	土耳其	1	36	23	30	3
乌兹别克斯坦	3	14	28	29	4	
第三类	阿尔巴尼亚	30	18	13	11	35
	阿富汗	29	5	11	39	14
	阿塞拜疆	35	2	22	36	39
	保加利亚	25	37	34	35	23
	北马其顿	27	32	24	18	30
	波黑	26	33	20	28	31
	东帝汶	36	1	37	38	37
	菲律宾	13	26	29	22	27
	柬埔寨	19	7	35	33	38
	老挝	18	4	7	13	17
	蒙古	12	6	15	10	18
	孟加拉国	33	31	18	27	13
	摩尔多瓦	28	34	32	32	15
	尼泊尔	16	23	9	25	20
	塞尔维亚	22	39	21	17	26
	塔吉克斯坦	8	3	14	20	24
	泰国	31	27	38	19	36
乌克兰	17	30	17	15	6	
亚美尼亚	23	13	16	14	25	

续表 4.7 各国子风险得分排名

类别	国家	外汇风险	利率风险	信用风险	政府债务风险	通货膨胀风险
第三类	伊朗	38	12	39	24	2
	印度	15	28	33	7	19
	印度尼西亚	20	11	8	31	34
	约旦	39	16	10	8	33
	越南	32	20	36	23	28

由表 4.6 可知，第一类中风险国家的政府债务风险、信用风险以及通货膨胀风险的平均得分都是三类国家中最高的，应重点管理这几类风险，而第一类国家外汇风险平均得分普遍较低，综合上文可知外汇风险对金融风险的贡献率高达 38.3%，所以对此类国家直接投资的金融风险大小低于第二类，列为中风险国家。由表 4.7 可知黎巴嫩的政府债务风险和通货膨胀风险都处于样本国家中的第一位，近年来，黎巴嫩国内经济金融环境低迷，财政赤字和公共债务问题进一步加剧，业务风险也不断爆发，投资者应审慎开展对黎巴嫩的直接投资，减少投资损失。斯里兰卡的信用风险排名第四，该国近年来外汇储备不断下跌，需要偿还债务额度较高，2022 至 2027 年共需偿还 300 亿美元，政府收入来源不足导致财政赤字继续扩大，有效融资渠道缺乏，导致斯里兰卡主权债务违约风险持续上升，中国投资者在对斯里兰卡进行直接投资时尤其应该注意其信用风险以及政府债务风险。

第二类高风险国家面临的外汇风险是三类国家中最高的，平均得分为 54，外汇风险是金融风险的重要组成部分，投资者在对高风险国家直接投资时应当审慎开展贸易活动，并且需要重点关注并管理外汇风险。由表 4.7 可知，土耳其、白俄罗斯、乌兹别克斯坦等外汇风险较高的国家都属于高风险地区。土耳其里拉的暴跌，使投资者在土耳其的投资项目受损严重，投资者如果不能及时收回贷款，里拉暴跌，汇率折算后，取得的收入还不够弥补外汇风险给投资者带来的亏损。白俄罗斯 2020 年中旬发生了大规模的抗议活动，造成本国货币急剧贬值，卢布汇率下降的现象，中国投资者需要做好外汇风险的管理。俄罗斯金融发展基础较好，并且与中国有较好的外交合作关系，今后的贸易往来也会更加密切，由表 4.7 可知，俄罗斯虽然外汇风险较高，但其他四个维度的风险排名都比较靠后，中国投资者对俄罗斯直接投资的金融风险虽然较大，但在国

际形势变幻莫测的今天，俄罗斯作为中国的战略盟友，中国投资者应该在合理估计、管理风险的前提下，适当加强对俄罗斯的直接投资，加固我国与俄罗斯的合作关系。高风险国家主要分布在中亚和西亚北非地区。中亚位于亚欧大陆的中心，我国在不断向西投资发展的过程中要经过中亚，但是中亚交通基础设施较为落后，无法为当地经济的发展提供充分的保障，造成经济发展缓慢，结构单一，整体的投资环境较差。西亚北非地区是中国出口商品的主要流向区域，也是中国一些战略性资源的进口市场。但西亚北非经济发展不均衡，一体化建设不成熟；各国环境较为相似，没有健全的金融体系，对于发生的风险无法较好地抵御；基础设施不完善，工业化、信息化水平较低；导致中国对西亚北非直接投资的金融风险较大。

第三类低风险国家的外汇风险和通货膨胀风险都是三类国家中最低的，而利率风险却排名第一，由前面分析可知利率风险对分类结果影响不大，固第三类国家为低风险国家是合理的。此类国家政府债务风险在三类国家中排名第二，平均得分 28 分，投资者需要采取重点管理措施。比如印度外汇储备少，政府债务负担较重，外债不断增长，需要控制自身的债务数量，资金不足，在全球风险发生时抵御风险的能力就较弱。当经济萧条时，本国货币贬值，政府需要偿还的债务以美元计价，这就难以避免地被美元收获财富逆差，投资者对印度进行直接投资时也就面临较大的风险。对于印度政府而言，去美元化刻不容缓；对于中国来说，应该推动中国与印度在双边贸易中采用人民币结算。再比如 2021 年初塔吉克斯坦的外债达 32 亿美元，外债总额较多，限制了该国基础设施的发展，也造成了经济发展不景气，使中国在对塔吉克斯坦直接投资时面临着较大的金融风险。因此，优化中国对塔吉克斯坦的投资，需要重视对该国债务风险的测度与评估，政府应该完善对外直接投资的有关政策，推动投资者对外的有效投资。第三类低风险国家主要分布在东南亚和中东欧地区。东南亚是“海上丝绸之路”的重要枢纽，未来，中国与东南亚国家的贸易合作存在着极大的机遇。东南亚与中国正在不断推进“一带一路”相关合作，新加坡对外资准入政策较为宽松，中国投资者在新加坡的税收得到优惠并且可以申请资金支持，吸引了不少中国投资者。再比如中国与东帝汶有着较好的外交关系，在我国的大力支持下，东帝汶的经济有明显提升，且东帝汶有着较好的发展前景，

在这种外交关系的基础上，中国对东帝汶直接投资的金融风险较小。近几年，中国与中东欧国家的贸易合作迅速发展，贸易合作日益紧密。首先，中欧班列的迅速发展，使中国和中东欧国家之间的交通运输更加便利；其次，随着中东欧国家电子商务的迅猛发展，也促进了中国对中东欧国家的直接投资；最后，因为中东欧地区相对廉价的劳动力成本及宽松的税收环境，近年来对该地区的投资增长较为显著。基于以上三点，中国对“一带一路”中东欧地区直接投资的金融风险较低。

5 结论与建议

5.1 结论

本文以金融风险的表现为基础，对中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险进行识别与测度。把东道国国家层面可能会引起金融风险的因素纳入测度模型中，包括外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险和通货膨胀风险五个维度，运用熵值法对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险进行测度。此外，本文还用 K-均值聚类分析法对测度结果进行聚类分析，将样本国家分为高、中、低三类，对不同类别国家面临金融风险的异质性以及空间分布特征进行分析。本文的主要结论有：

第一，外汇风险、利率风险、信用风险、政府债务风险以及通货膨胀风险对金融风险的贡献率不同，五个子风险对金融风险的贡献从大到小依次是外汇风险、通货膨胀风险、信用风险、政府债务风险、利率风险，其中外汇风险对金融风险总体评价指标的贡献相对较大为 38.3%。

第二，2017-2020 年中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险呈上升趋势。金融风险的综合得分显示，中国对“一带一路”沿线国家直接投资中，金融风险最高的五个国家分别为：乌兹别克斯坦、土耳其、埃及、巴基斯坦、黎巴嫩，这些国家的五大维度普遍得分较高或是其中若干维度得分极高，导致这些国家的金融风险综合得分较高。金融风险最低的五个国家为：保加利亚、越南、波黑、北马其顿、摩尔多瓦，是对中国投资者而言，较为适宜的投资地。

第三，将样本国家分为高、中、低三类，高风险国家为：土耳其、白俄罗斯、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、俄罗斯、吉尔吉斯斯坦、缅甸、乌兹别克斯坦，主要分布在中亚和西亚北非地区。中风险国家为：埃及、巴基斯坦、不丹、黑山、黎巴嫩、马尔代夫、斯里兰卡，主要集中在南亚地区。低风险国家主要分布在东南亚和中东欧地区，有：泰国、保加利亚、越南、摩尔多瓦等国。分析发现，中国投资者在对低风险国家进行直接投资时需重点管理利率风险；对中风险国家直接投资时需重点管理信用风险、政府债务风险和通货膨胀风险；对高风险国家需要审慎开展直接投资，并重点管理外汇风险。

由此可见，“一带一路”倡议下，我国投资者对外直接投资既是机遇也是挑战，对“一带一路”沿线国家进行直接投资面临着许许多多的风险，中国投资者必须看准国际金融环境、善于识别风险，做好全方位的风险管控，在确保金融安全的基础上发挥长期的国际竞争优势。

5.2 建议

中国投资者应积极响应“一带一路”倡议的呼吁，落实推动“一带一路”建设，加大对“一带一路”沿线国家的直接投资，建立友好的贸易合作关系。投资者在扩大对沿线国家直接投资规模的同时，也要管理投资风险，尽可能减小金融风险，避免投资者遭受不必要的损失。故本文主要针对中国对“一带一路”沿线国家直接投资的金融风险提出相关建议。

5.2.1 完善人民币结算体系，加强外汇风险管理

在“一带一路”倡议不断推进的背景下，中国对“一带一路”沿线国家直接投资的规模也越来越大，但在对外贸易中，投资者的资产、负债大多是以美元标价的，处于较大的汇率风险之中，对高风险国家开展直接投资活动时，应重点管理外汇风险。因此，本文提出以下建议，使投资者避免汇率波动的风险，减少可能面临的损失。

第一，推进与“一带一路”国家货币互换协议的签订。随着中国不断加快对外开放的步伐，中国对“一带一路”国家直接投资的规模也会越来越大，所以中国应大力开展与“一带一路”沿线国家货币互换的合作，避免外汇风险带来的损失。2011年，中国人民银行与乌兹别克斯坦银行签订了双边本币互换协议，促进了两国的贸易合作。中国在与他国签订互换协议的同时，也应推进在协议有效期到期时与该国内进行续签，双方进行商议，将协议规定日期向后延长或续签；对还没有与中国签订货币互换协议的沿线国家，我国要主动洽谈协商，根据对该国直接投资的规模以及近年增长率预期未来直接投资规模，商议适宜的货币互换规模，对于投资规模大、经济发展前景好、基础设施完备的国家可以扩大互换规模，推进人民币互换协议的签订。目前，中国已与白俄罗斯、俄罗斯、新加坡、泰国、巴基斯坦等国签署了不同规模的双边本币互换协议，并

且在协议到期后进行了续签，维护货币稳定，在很大程度上促进了投资者使用人民币对直接投资项目的收付。

第二，完善人民币结算体系。在“一带一路”倡议不断推进、人民币国际化趋势加大的背景下，应大力支持政府、企业以及个人在直接投资过程中选择人民币进行交易，减小中国投资者在“一带一路”沿线国家直接投资活动中的外汇风险。2011年初我国发布了《境外直接投资人民币结算试点管理办法》，推动投资者在对外直接投资过程中使用人民币进行交易，但该管理办法在实践中未能很好落实。所以，中国人民银行首先应该加强宣传，向投资者普及该办法中的有关内容，让投资者了解在对“一带一路”沿线国家的直接投资活动中，使用人民币跨境结算能够有效降低外汇风险。其次，要根据具体实施情况积极完善办法中的内容，在确保安全的前提下简化投资者操作流程，吸引更多投资者采取人民币结算。最后，还要加强人民币结算过程中的监管，规范投资者行为，防止违法操作；并健全相关法律法规，防止不法分子获取非法收入。

5.2.2 加大对银行业监管，强化利率风险管理

虽然中国对“一带一路”沿线国家直接投资的规模不断增加，但目前在东道国建立的金融分支机构的数量与双方贸易合作规模相比，仍有很大的发展空间，对“一带一路”沿线国家银行业仍需加强监管，中国投资者在对低风险国家开展直接投资时应强化对利率风险的管理。

第一，加大金融分支机构建设，拓宽融资渠道。中国政府应鼓励国内金融机构，比如中、农、工、建等资产雄厚的国有行在沿线各国设立分支机构，加大业务服务范围，为跨国投资者提供金融服务，改进“一带一路”沿线国家银行业对境外投资者制定较高贷款利率的不足。中国加入丝路基金、亚洲投资银行等机构都将为投资者提供更加多样化的融资支持，推进人民币国际化也有利于投资者拓宽融资渠道，减少直接投资过程中金融风险发生的可能性和造成的损失，并促进沿线国金融体系的稳定性。

第二，加强与国际监管机构的合作交流，加大对“一带一路”沿线国银行业的监管。随着“一带一路”沿线国家银行业务的多元化，国际监管机构对各大银行机构提出实行全面风险管理，对整个银行系统的所有业务以及可能面临

的所有风险进行全面管理。监督各国设定合理的贷款利率以及存款利率，防止因为银行贷款利率过高，投资者债务负担越来越重，没有能力偿还贷款，最终导致投资者无法继续经营。其次要督促各国落实巴塞尔协议的监管要求，加强对“一带一路”沿线各国银行系统存款准备金率的监管，防止银行出现无法应对的挤兑风险，致使银行倒闭，投资者无法及时提取存款维持对外直接投资活动的正常运行。

5.2.3 做好信用风险评级工作，推进信用风险管理

中国投资者在对“一带一路”沿线国家进行直接投资时无法有效防止信用风险的发生，尤其是对中风险国家直接投资时信用风险会对投资者造成较大的影响，政府要发挥保护我国投资者的作用，完善相关法律法规保障投资者的合法权益，并规范投资者经营行为，推进信用风险管理。

第一，完善中国对“一带一路”沿线国家直接投资保护制度。首先，对“一带一路”沿线国家直接投资的信用风险设立预警机制，做好对沿线国家信用风险等级的评级工作并及时更新沿线国家债务违约情况相关的信息，定期向投资者公布，引导投资者参考合理的信用分析与评级，增强信用风险管理能力，当风险发生时能够采取合理的措施减少风险带来的损失。其次，通过建立和完善对“一带一路”沿线国家直接投资保险制度，加强对信用风险的承保业务，提供多种形式的保险机构，在投资者遭受违约的情况下，对中国投资者直接投资项目进行风险分担，使投资者免遭大额损失。

第二，规范投资者经营行为。我国对“一带一路”沿线国家直接投资主体不断多元化，经常发生因投资者的不规范经营而导致对方不偿还债务。尤其是一些带有中国文化的小规模企业，在开展投资活动时，不遵守东道国的规定，按自己意愿经营企业。一些投资者不尊重东道国的本土文化以及风俗习惯，引起东道国本土居民的不悦，开始排斥中国投资者，影响了中国的对外形象，双边友好关系遭到破坏，导致投资中信用风险的发生。对于中国投资者对“一带一路”沿线国家直接投资存在的信用风险，首先，应该对有上述行为的投资者给予警告，要求其注意自己的言行，在投资过程中有礼貌的与对方交流，制定有关各国的宣传手册并向投资者发放，让投资者了解东道国的本土文化以及风

俗习惯，规范运营企业。其次，让投资者熟悉东道国的法律法规，在各国做一个知法懂法守法的投资者，更能获得东道国居民的喜爱。与此同时，中国政府也应该成立专门的部门加强对中国投资者的监管，在口头警告的同时也应建立明确的法律法规，让监管部门有法可依，合理合法的对投资者的投资活动进行检查管理，发现不规范行为立即责令整改。最后，投资者应该加强与东道国金融机构之间的规范合作，借力东道国本土企业的优势，为直接投资活动的开展提供建议以及有效信息，降低投资者的投资成本，建立彼此之间深厚的信任基础，良好的合作伙伴关系也可以降低投资者面临的信用风险。

5.2.4 加强政府间沟通交流，优化政府债务风险管理

中国对中风险国家直接投资时，需重点关注政府债务风险的管理。中国政府应加强与“一带一路”沿线国家政府之间的沟通交流，建立良好的合作伙伴关系，发展符合东道国信仰的金融业务，了解东道国政府债务水平，共同推动绿色金融的发展。

第一，区分东道国的金融需求，发展有针对性的金融业务。中国投资者应加大与东道国政府以及金融業者合作，提高东道国政府收入，降低金融风险的发生。“一带一路”沿线国家中，有大量信仰伊斯兰教的居民，比如印度尼西亚有约 87%的人口信奉伊斯兰教。符合伊斯兰教规的金融体系，最大的特点就是不收取利息，与现代商业银行具有一定的差异性。中国投资者在以伊斯兰金融为主的“一带一路”沿线国家进行直接投资，不适用于传统的商业模式。因此，中国投资者需要因地制宜，开展针对性的金融业务，才能提升国际金融服务能力，实现金融供给与有效需求的动态均衡。

第二，推动绿色金融的发展，使中国对“一带一路”直接投资绿色化。目前，绿色金融已成为一大热点话题，也是一个全球性议题，环境问题应该受到投资者的重视。中国投资者应了解“一带一路”沿线国家政府债务水平，加大对低政府债务风险国家的投资，且中国政府应引导投资者将资金流向节约资源技术开发和生态环境保护企业，引导投资者生产时注重绿色环保，指引形成绿色消费理念，推动对“一带一路”沿线国家直接投资的可持续发展。

5.2.5 研究沿线国金融环境，注重通货膨胀风险管理

对“一带一路”沿线国进行直接投资过程中可能出现的通货膨胀风险，往往需要投资者对东道国尤其是中风险国家的经济发展环境以及货币政策充分了解，制定合理投资战略规避风险，防止通货膨胀率过高给投资者带来不必要的损失。

“一带一路”沿线国家众多，各国所处地理位置较为分散，不同国家的经济发展水平、自然条件、资源禀赋、基础设施建设水平以及招商引资政策差异较大，通胀率以及物价水平的变化、货币政策的调整，会影响投资者的经营成本，投资者在对沿线国家直接投资时要做好对通货膨胀风险的管理。熟悉沿线国投资环境并分析发展趋势，加强与沿线国政府之间的协商沟通，合理预期东道国的通货膨胀率。首先，投资者通过预期方向调整自身的投融资规划。当预期通胀率上升时，东道国可能会采取紧缩的货币政策，投资者的融资难度上升，所以投资者可以采取提前向银行借款的方式来降低通胀风险。其次，投资者要根据对通货膨胀的预期及时调整企业的经营策略，企业的资源是有限的，当通胀率上升时，投资成本会上升，投资者可以适当开展高风险高回报的项目，获取更高收益来抵消成本的上升，降低投资者对沿线国家直接投资的金融风险。

参考文献

- [1] Acharya et al. Country Economic Risks [J]. *Journal of Finance and Economics*, 2010.
- [2] Allen Atal. Does Systemic Risk in the Financial Sector Predict Future Economic Downturns?[J]. *The Review of Financial Studies*, 2012,25(10).
- [3] Anwar Kamal Khan, Zong Yongjian. Financial Risk and Foreign Direct Investment: Evidence from China[J]. *New York Science Journal*, 2017,10(2).
- [4] Deng P. Outward investment by Chinese MNCs: Motivations and implications[J]. *Business Horizons*,2004, 47(3):8-16.
- [5] Douglas W. Diamond, Philip H. Dybvig. Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity[J]. *Douglas W. Diamond; Philip H. Dybvig*, 2010,91(3).
- [6] Dow J. What is Systemic Risk? Moral Hazard, Initial Shocks, and Propagation [J]. *Monetary & Economic Studies*, 2000, 18(2): 1-24.
- [7] Ferrari,F, Rolfini, R.. Investing in a Dangerous World: A New Political Risk Index. SACE Group Working Paper, 2008,(5).
- [8] Harri Ramcharran. Foreign direct investment and country risk: Further empirical evidence[J]. *Global Economic Review*, 1999,28(3).
- [9] Imad A. Moosa, Buly A. Cardak. The determinants of foreign direct investment: An extreme bounds analysis[J]. *Journal of Multinational Financial Management*, 2005,16(2).
- [10] Jennifer M Oetzel, Richard A Bettis, Marc Zenner. Country risk measures: how risky are they? [J]. *Journal of World Business*, 2001,36(2).
- [11] Kazunobu Hayakawa, Fukunari Kimura, Hyun-Hoon Lee. How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?[J]. *The Developing Economies*, 2013,51(1).
- [12] Mark Casson, Teresa da Silva Lopes. Foreign direct investment in high-risk environments: an historical perspective[J]. *Business History*, 2013,(55):375-404.
- [13] Mark Illing, Ying Liu. Measuring financial stress in a developed country: An application to Canada[J]. *Journal of Financial Stability*, 2006,(2):243–265.
- [14] Min Jian, Zhu Jiaojiao. The Risk Monitoring of the Financial Ecological Environment in Chinese Outward Foreign Direct Investment Based on a

- Complex Network[J]. *Sustainability*,2020.
- [15] Monika Schnitzer. Debt v. Foreign Direct Investment: The Impact of Sovereign Risk on the Structure of International Capital Flows[J]. *Economica*, 2002,69(273).
- [16] P.L. Hammer, A. Kogan, M.A. Lejeune. Reverse-engineering country risk ratings: a combinatorial non-recursive model[J]. *Annals of Operations Research*, 2011,188(1).
- [17] Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, Robert w. Vishny. Law and Finance[J]. Rafael La Porta; Florencio Lopez-de-Silanes; Andrei Shleifer; Robert,1997.
- [18] Shoko Negishi. External Finance and Investment Climate in East Asia and Other Emerging Markets: What Really Matters? [J]. *Asian Economic Papers*,2007,6(1).
- [19] Strauman, Sorge. International Managerial Finance[J]. *International Review of Economics and Finance*, 2016.
- [20] Teece D J. Transactions cost economics and the multinational enterprise An Assessment[J]. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1986, 7(1):21-45.
- [21] The Determinants of Chinese Outward Foreign Direct Investment[J]. *Journal of International Business Studies*,2007,38(4).
- [22] Yasuo Sanjo. Country risk, country size, and tax competition for foreign direct investment[J]. *International Review of Economics and Finance*,2011,21(1).
- [23] 陈立泰. 我国企业海外直接投资的风险管理策略研究 [J]. *中国流通经济*, 2008(07):48-51.
- [24] 陈菁泉, 王永玲. “丝绸之路经济带”沿线国家风险评级与对策研究 [J]. *经济理论与经济管理*, 2020(07):73-87.
- [25] 陈炜煜, 顾煜. 我国对“一带一路”沿线国家直接投资风险分析 [J]. *中国流通经济*, 2020, 34(10):48-57.
- [26] 陈忠阳. 巴塞尔协议III改革、风险管理挑战和中国应对策略 [J]. *国际金融研究*, 2018(08):66-77.
- [27] 丁剑平, 方琛琳. “一带一路”中的宗教风险研究 [J]. *财经研究*, 2017, 43(09):134-145.
- [28] 范鹏辉, 张威, 崔卫杰. 新时期我国对外投资高质量发展的内涵和路径 [J]. *国际贸易*, 2020(08):4-10.
- [29] 方旖旎. “一带一路”战略下中国企业对海外直接投资国的风险评估 [J]. *现*

- 代经济探讨, 2016(01):79-83.
- [30]贺之瑶. “一带一路”建设中的金融风险及防范机制[J]. 山西财税, 2017(03):53-55.
- [31]胡俊超, 王丹丹. “一带一路”沿线国家国别风险研究[J]. 经济问题, 2016(05):1-6+43.
- [32]胡志强. 基于金融结构变迁视角的区域金融风险测度——以安徽省为例[J]. 金融理论与实践, 2016(12):80-85.
- [33]黄一玲. “‘一带一路’投资风险与法律对策”国际论坛综述[J]. 国外社会科学, 2020(01):155-159.
- [34]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.
- [35]黎绍凯, 张广来, 张杨勋. 东道国投资风险、国家距离与我国 OFDI 布局选择——基于“一带一路”沿线国家的经验证据[J]. 商业研究, 2018(12):39-48.
- [36]李锋. “一带一路”沿线国家的投资风险与应对策略[J]. 中国流通经济, 2016, 30(02):115-121.
- [37]李加林, 张元钊. 新形势下中国企业对外投资风险与管控措施[J]. 亚太经济, 2019(04):88-94.
- [38]李炜, 韦素琼. “一带一路”沿线国家直接投资风险的时空格局及驱动机制[J]. 资源开发与市场, 2019, 35(08):1054-1059.
- [39]李原, 汪红驹. “一带一路”沿线国家投资风险研究[J]. 河北经贸大学学报, 2018, 39(04):45-55.
- [40]刘晓光, 杨连星. 双边政治关系、东道国制度环境与对外直接投资[J]. 金融研究, 2016(12):17-31.
- [41]马博雅. “一带一路”建设中金融风险防范[J]. 党政干部学刊, 2016(06):50-53.
- [42]聂名华. 中国企业对外直接投资的政治风险及规避策略[J]. 国际贸易, 2011(07):45-48+61.
- [43]潘镇, 金中坤. 双边政治关系、东道国制度风险与中国对外直接投资[J]. 财贸经济, 2015(06):85-97.

- [44]乔琴,樊杰,孙勇,刘宝印,刘汉初.我国“一带一路”沿线地区风险投资时空分布及影响因素研究[J].科技进步与对策,2021,38(18):37-45.
- [45]任燕,邱玉雪.“一带一路”沿线国家投资风险测度及其对中国 OFDI 的影响[J].统计与决策,2021,37(01):124-127.
- [46]沈军,包小玲.中国对非洲直接投资的影响因素——基于金融发展与国家风险因素的实证研究[J].国际金融研究,2013(09):64-74.
- [47]宋维佳,梁金跃.“一带一路”沿线国国家风险评价——基于面板数据及突变级数法的分析[J].财经问题研究,2018(10):97-104.
- [48]太平,李姣.中国对外直接投资:经验总结、问题审视与推进路径[J].国际贸易,2019(12):50-57.
- [49]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,2020,37(08):140-158.
- [50]王广谦.中国对外投资与引进外资的新变化及政策建议[J].金融论坛,2017,22(07):3-5.
- [51]王海军,高明.国家经济风险与中国企业对外直接投资:基于结构效应的实证分析[J].经济体制改革,2012(02):113-117.
- [52]王海军,齐兰.国家经济风险与 FDI——基于中国的经验研究[J].财经研究,2011,37(10):70-80.
- [53]王海军.政治风险与中国企业对外直接投资——基于东道国与母国两个维度的实证分析[J].财贸研究,2012,23(01):110-116.
- [54]王曼怡,郭珺妍.“一带一路”沿线直接投资格局优化及对策研究[J].国际贸易,2020(05):43-51.
- [55]王贞力,林建宇.国际金融风险因素与中国对东盟直接投资的区位选择[J].南京审计大学学报,2019,16(01):102-111.
- [56]韦军亮,陈漓高.政治风险对中国对外直接投资的影响——基于动态面板模型的实证研究[J].经济评论,2009(04):106-113.
- [57]翁东玲.“一带一路”建设的金融支持与合作风险探讨[J].东北亚论坛,2016,25(06):46-57+125.
- [58]吴振宇,唐朝.“十四五”时期金融风险防控面临的挑战与应对策略[J].改

- 革, 2021(06):49-58
- [59]徐莹亮, 路昊阳. 关于国别风险与主权风险的若干思考[J]. 新金融, 2012(03): 14-17.
- [60]徐梓原. “一带一路”跨国投资中的国别风险管理研究[J]. 现代管理科学, 2019(04):37-39.
- [61]杨柏, 陈伟, 林川, 宋璐. “一带一路”战略下中国企业跨国经营的文化冲突策略分析[J]. 管理世界, 2016(09).
- [62]张栋, 许燕, 张舒媛. “一带一路”沿线主要国家投资风险识别与对策研究[J]. 东北亚论坛, 2019, 28(03):68-89+128.
- [63]张金杰. 国家风险的形成、评估及中国对策[J]. 世界经济与政治, 2008(03): 58-65.
- [64]张泉泉. 系统性金融风险的诱因和防范:金融与财政联动视角[J]. 改革, 2014(10):74-83.
- [65]赵春明, 马龙, 熊珍琴. 中国对非洲国家直接投资的影响效应研究[J]. 亚太经济, 2021(02):81-91.
- [66]赵睿, 贾儒楠. 浅议“一带一路”战略中的国别风险管控——基于国别经济风险评估模型的研究[J]. 上海金融, 2017(03):91-95.
- [67]周伟, 陈昭, 吴先明. 中国在“一带一路”OFDI的国家风险研究:基于39个沿线东道国的量化评价[J]. 世界经济研究, 2017(08):15-25+135.
- [68]祝继高, 王谊, 汤谷良. “一带一路”倡议下的对外投资:研究述评与展望[J]. 外国经济与管理, 2021, 43(03):119-134.
- [69]邹一南, 赵俊豪. 中国经济发展方式转变指标体系的构建与测度[J]. 统计与决策, 2017(23):36-39.
- [70]左晓慧, 刘思远. 金融监管对防范系统性金融风险影响研究[J]. 经济问题, 2021(07):55-61+119.

后 记

行文至此，意味着硕士研究生的生活接近尾声，段家滩路 496 号这座古老又年轻的学校，占据我心中最美好的地方，回顾三年的时光，老师的谆谆教诲、同学之间的互帮互助、轻松愉悦的师门氛围，舍友之间的深夜畅谈，种种场景历历在目，这将是人生中一段刻骨铭心的回忆，纵使百般不舍，也要再见了。

在这三年里，首先特别感谢我的导师，从论文的选题、初稿到定稿，一份份写满批注的 word，一句句充满耐心的指导，传授给我严谨的科研态度；感谢夜晚为我改论文的老师，他的敬业精神是我今后工作上的榜样。在论文完结之际，再次感谢老师在科研、学习和生活上给我的支持、鼓励和信任，为我在迷茫的科研生活中指明方向。同时，也要感谢各位同学们，在科研的路上互相鼓励、互相帮助，让枯燥的科研生活充满着欢声笑语。最后，更要感谢全力支持我的父母，在生活上给予的支持以及鼓励。

感谢诸位论文评阅专家对本论文的指正和点评，感谢在兰州财经大学遇到的人，感谢所有相遇。