

风险偏好、投资动机与中国对外直接投资： 基于面板数据的分析*

王永中 赵奇锋

[摘要]本文基于2004~2013年中国对115个国家的直接投资数据,采用面板固定效应模型,分析国家风险和投资动机对于中国对外直接投资的影响。本文结论为:(1)东道国的政治风险、经济风险、金融风险变量的估计系数均显著为负,表明中国对外直接投资总体上偏好政治、经济和金融风险较高的国家。(2)中国对外直接投资总体上具有明显的市场寻求和资源寻求动机,以及一定程度的战略资产寻求动机,但效率寻求动机不明显。分国家类型看,中国对发达国家的投资具有明显的市场寻求、资源寻求和战略资产寻求动机,对发展中国家的投资除市场寻求动机显著外,资源寻求动机和战略资产寻求动机均不显著。(3)东道国与中国的进口、出口及其外资开放度变量的系数基本上显著为正,东道国的工资、法治变量的系数正负向不稳定、统计不显著。

关键词: 对外直接投资 国家风险 投资动机 面板固定效应模型

JEL 分类号: C33 F21 F50

一、引言

自“走出去”战略实施以来,中国的对外直接投资一直保持着迅猛的增长势头,现已成为全球重要的资本输出国。中国对外直接投资的流量由2002年的27.0亿美元快速上升至2014年的1231.2亿美元,增加了44.6倍,年均增速达34.2%。中国对外投资的存量也相应由2002年末的299.2亿美元攀升至2014年末的8826.4亿美元,增长了28.5倍,年均增速达29.7%。同时,中国对外投资在全球输出资本中的份额显著上升,在资本输出国中的地位明显提高。中国的对外投资流量份额由2002年的0.55%大幅上升至2014年9.09%,近三年来稳居全球第三大对外投资国地位;中国对外投资的存量份额也由2002年的0.41%快速升至2014年3.59%。未来一段时间,随着“一带一路”战略的实施,将会有越来越多的中国企业“走出去”开展对外投资,中国在全球资本输出国的地位和份额预计会继续快速提升。

作为发展中国家和国际投资领域的后来者,中国的对外投资主要分布于发展中国家,特别是自然资源丰富的国家,如苏丹、伊朗和委内瑞拉等。根据中国官方的统计数据,截至2014年末,约84.7%的中国直接投资资本投向发展中国家,仅有15.3%的中国资本配置于发达国家^①。相对于发

* 王永中,中国社会科学院世界经济与政治研究所,研究员,经济学博士;赵奇锋,中国人民大学经济学院,博士研究生。本文获得国家留学基金的资助(编号:201505870011),特此致谢。

^① 数据来自商务部、国家外汇管理局和国家统计局联合发布的《2014年度中国对外直接投资统计公报》。需要指出的是,这一数据很可能低估了中国对发达国家的直接投资规模。目前,中国官方统计数据的一个明显缺陷是,仅显示了中国对外投资资金的最初投放地,没有提供资本的最终目的地信息。鉴于中国对外直接投资资金的60%以上是通过中国香港、维尔京群岛、开曼群岛等离岸金融中心或避税港转投第三国,从而,中国官方数据在投资区域分布方面存在明显的偏差,甚至是失真。尽管如此,但可以肯定的是,中国对外直接投资仍主要流向了发展中国家。

达国家,发展中国的经济基础大都较为薄弱、法律制度不够健全,甚至一些国家还经历了长期的政局动荡。这给中国海外投资带来了巨大的不确定性风险。近年来,中国企业海外投资屡次因东道国的政治、社会和经济风险因素而受挫,引发了国内外的强烈关注。例如,利比亚政局剧变和动荡导致中国承建数百亿美元的基建工程损失殆尽,中国被迫大规模撤回在当地工作的侨民;缅甸国内政治局势的变化导致中缅密松大坝工程和中缅合资的莱比塘铜矿项目被叫停、中缅皎漂-昆明铁路工程计划被取消;斯里兰卡新政府上台导致中国交建承建的科伦坡港口城项目面临着政治风险;墨西哥政府无限期搁置高铁招标计划,并勒令中资坎昆龙城项目停工;美国外资委员会(CFIUS)不透明的国家安全审查导致华为、清华紫光等多家中国企业投资美国受阻(王永中和王碧珺,2015);委内瑞拉的经济、社会和政治危机致使国开行向其发放的650亿美元的石油担保贷款存在着突出的安全隐患。

中国企业海外投资面临的东道国国家风险问题激发了学术界的研究兴趣。已有的研究表明,发达国家的企业倾向于投资国家风险水平低的国家(Guo et al.,2014)。例如,根据MIGA-EIU的问卷调查结果,政治风险是阻碍发展中国家吸引外商直接投资最为重要的因素。尽管在2013年的调查中,全球经济不确定性首度超过政治风险成为最大的阻碍因素,但两者的比例非常接近,选择政治风险的受访企业比例为19%,而选择宏观经济不确定性的企业比例为21%(MIGA,2014)。然而,一些研究结论显示,与发达国家跨国企业的对外投资行为形成鲜明反差的是,中国企业偏好到制度质量较差、国家风险水平较高的国家去投资,如苏丹、津巴布韦、委内瑞拉、安哥拉、伊朗、缅甸等(Kolstad and Wiig,2012;Meyer,2013;Shambaugh,2013)。

当前,“一带一路”战略和国际产能合作的深入推进,以及大宗商品价格的大幅下跌导致依赖资源出口的新兴经济体的经济急剧衰退,导致“走出去”对外投资的国内企业面临较大的风险隐患。毋庸置疑,“一带一路”战略为中国拓展对外经贸合作的领域和空间,提升对外开放的水平与质量,提供了巨大的契机。但“一带一路”沿线国家的政治经济社会发展水平参差不齐,经济基础总体薄弱,政策法律环境不稳定,对在当地投资的中国企业的风险管理能力构成了严峻挑战。已有的研究表明,“一带一路”沿线国家的投资风险明显高于平均水平,中国在沿线国家投资失败的大型项目的数量份额、价值份额的比例均显著超过中国在这些国家的投资占其总对外投资的份额(王永中和李曦晨,2015)。同时,大宗商品出口国经济形势的严重恶化,如委内瑞拉、津巴布韦、苏丹等,对中国在当地所投资资产的安全构成了严重的威胁。因此,对中国企业对外投资的风险进行识别、评估和预警,并提出针对性的对策建议,是当前国际经济学研究领域一个紧迫的课题。

鉴此,本文利用2004~2013年中国对115个国家的对外直接投资数据,运用面板固定效应模型,综合分析国家风险和投资动机对于中国企业对外直接投资的影响。本文的贡献在于:一是全面考察东道国的政治、经济和金融风险对于中国对外直接投资的影响,而以往的研究大多侧重于东道国的制度质量和政治风险;二是根据中国对外直接投资的特点,将中国对外投资划分为市场寻求型、资源寻求型和战略资产寻求型三种基本动机,并结合国家风险指标,综合分析国家风险、投资动机对于中国对外直接投资的影响;三是从风险偏好和投资动机角度,比较分析中国企业在发达国家、发展中国家的投资行为的异同。本文剩余部分安排如下:第二节是文献综述;第三节是模型设定、变量说明与数据来源;第四节为实证过程与结果分析;第五节为稳健性检验;最后是结论与政策建议。

二、文献综述

近年来,随着中国对外直接投资规模的迅速增长和大型投资项目失败案例频发,国家风险与

中国对外直接投资的关系问题成为学术界关注的一个热点。现有的研究主要从国家风险的识别与评估、中国对外直接投资的行为动机与决定因素、国家风险对中国对外直接投资的影响三个维度展开。

(一) 国家风险的识别与评估

国家风险指一个主权国家的政府或借款人不能或不愿意向一个或数个外国的贷款人或投资者偿还债务的可能性(Krayenbuehl, 1985)。国家风险评估的一个基本功能是预测外国借款人拒付债务(repudiation)、违约(fault)和延期支付(delay)的可能性(Burton and Inoue, 1985)。在 Meldrum (2000)看来,当商业交易跨越国境时,将产生国内商业交易所没有的额外风险,这种额外风险被称之为国家风险,通常由某个特定国家在经济结构、政策、社会政治制度、地理方位和货币等领域的诸多差异引起。从而,国家风险分析试图识别这些导致跨境投资预期利润率下降的潜在风险。Bouchet et al.(2003)认为,国家风险主要有两个来源渠道:一是主权政府对于商业运作的不利干预,如干扰或阻止商业交易、改变合同条款、部分或全部征用外国所有商业资产;二是环境不稳定及对企业经营条件的影响。另外,一些研究对国家风险的类型作了划分,如经济风险、转移风险、汇率风险、地域风险、主权风险和政治风险等,并分析了不同类型风险的特征(Moody's, 1997; Claessens and Embrechts, 2003; Wahl and Broll, 2010; Fitch Ratings, 2010; Sarandi, 2010)。

目前,对国家信用风险的一个主要衡量方式是投资者共同使用的,由信用评级机构发布的风险评级。对国家信用风险进行评级可以追溯到第一次世界大战之前的美国。经过近一个世纪的发展,市场上形成了标准普尔(Standard & Poor)、穆迪(Moody's)和惠誉(Fitch)三家美国信用评级机构垄断的局面,占据全球90%以上的市场份额。除了这三家主要机构外,从事国家风险评估的机构还包括欧洲货币机构、机构投资者、经济学人集团、国际国家风险指南、政治风险服务中心、环球透视、贝塔斯曼基金会等。其中,国家风险指南将国家风险分为政治风险、经济风险和金融风险三大组成部分,涵盖22个分类指标,较为科学、综合地衡量了东道国的国家风险。

随着中国海外资产规模的迅速增长,国内机构逐渐意识到对中国海外投资进行风险识别与评估的重要性,开展了国家风险和主权信用风险的评估工作。中国出口信用保险公司和主要国有商业银行均对其海外信贷资产进行国家风险评估,并作为发放境外贷款的依据之一。大公国际资信评估公司在全球金融危机之后,开展了主权信用评级,意在争取打入国际信用评级市场。中国社科院世界经济与政治研究所连续发布了《中国海外投资国家风险评级报告(CROIC-IWEP)》,其指标体系包括经济基础、偿债能力、社会弹性、政治风险和对华关系共5大指标41个子指标,涵盖范围为中国海外投资的主要东道国以及“一带一路”沿线的主要国家(张明和王永中等, 2015)。这些机构的主权风险或国家风险评级,均综合考察了经济、政治和社会等方面的因素,运用定量和定性分析相结合的方法,各自形成了系统化的国家风险综合评价体系。

(二) 中国对外直接投资的行为动机与决定因素

近年来,学者们一直高度关注中国对外直接投资飞速增长背后的行为动机和决定因素。Cai (1999)将中国对外直接投资的动机归结为:扩大出口市场、寻求稳定的资源供给、获取国外先进的技术和管理经验、建立国际资本市场融资的渠道。Deng(2004)将中国对外直接投资的动机进一步归纳为资源寻求型、技术寻求型、市场寻求型、多元寻求型、战略资产寻求型。不过,这些研究仅是描述性的定性分析,缺乏有力的经验数据支持。

Buckley et al.(2007)率先采用实证模型检验了中国对外直接投资的动机和决定因素。他们认为,中国对外直接投资有较明显的市场寻求动机,但自然资源寻求动机和战略资产寻求动机不显著,中国与东道国之间的双边贸易、东道国国内通货膨胀率对中国对外投资有正向促进作用,而双

边汇率、地理距离、东道国市场开放度的影响不显著。值得注意的是,他们还发现,中国对外直接投资偏好政治风险较高的国家和地区。基于 2003~2006 年的数据,Kolstad and Wiig(2012)的经验研究显示,中国对外投资偏好市场容量大以及自然资源丰富但政府治理水平较低的国家;东道国的制度质量和自然资源对中国的对外直接投资产生互动效应;东道国的制度质量越低,中国的投资越受该国的自然资源吸引。

在研究中国对外投资的决定因素方面,学者们较为偏好的分析工具是投资引力模型。基于截面数据和投资引力模型,程惠芳和阮翔(2004)的经验研究显示,东道国的经济规模总和、东道国人均国民收入、双边贸易量对中国对外投资具有正向影响。Chang(2014)的研究发现,中国对外投资具有技术和资源寻求的动机,而且,东道国经济规模对中国对外投资产生正向影响,但双边距离的影响不显著。蒋冠宏和蒋殿春(2012)采用面板数据与投资引力模型,认为中国对外直接投资具有明显的市场寻求、资源寻求和战略资产寻求动机。值得指出的是,他们认为,中国对外直接投资偏好制度环境较好的国家,这与 Buckley et al.(2007)、Kolstad and Wiig(2009)的结论明显不同。项本武(2009)根据跨国动态面板模型发现,中国对外直接投资缺乏连续性,以出口度量的双边贸易、双边汇率对中国对外投资有显著的正向影响,东道国市场规模的影响显著为负,东道国工资水平的影响不显著。

(三)国家风险对于对外直接投资的影响

近年来,学者们大多选择从政治风险、经济风险、金融风险 and 制度质量等角度,研究国家风险对于跨境直接投资的影响。其中,最受学者关注的是东道国政治风险对于跨境直接投资的影响。

关于国家风险对于 FDI 的影响,学者们的观点不尽一致。基于跨国面板数据,Hyakawa et al.(2013)的经验研究发现,政治风险与 FDI 流入呈负相关关系;政治风险的低初始值,以及政治风险的下降,均会带来更多的 FDI 流入;对于发展中国家而言,内部冲突、腐败、军队干政等政治风险的构成因素均与发展中国家的 FDI 流入呈负相关关系。Wahl and Broll(2010)的研究却表明,国家风险不是决定 FDI 的一个重要因素,绝大多数世界 500 强跨国公司均能利用衍生品市场来套期保值。

关于中国对外直接投资的国家风险偏好度,学者们归纳出了风险偏好、风险回避和风险中性三种类型。Ramasamy et al.(2012)利用 2006~2008 年的数据,采用泊松计数回归模型研究了中国对外直接投资的区位选择,发现中国国有企业偏好政治风险较高的国家。Buckley et al.(2007)、Hurst(2011)、Kolstad and Wiig(2012)也得到了类似的研究结论。Duanmu(2012)发现中国对外直接投资具有风险规避特性,倾向于政治风险较低国家和地区,但国有企业对政治风险的敏感度要小于非国有企业。Li and Liang(2012)发现,国际关系对中国企业海外投资产生重要影响,中国资本倾向于流向政治关系较友好的国家。基于 2003~2011 年的世界银行、美国传统基金会(Heritage Foundation)和瑞士 KOF 经济研究所的数据,Guo et al.(2014)运用主成分方法构建了中国政治风险指数,考察了中国海外资产的政治风险的分布状况。他们认为,在接受中国投资的东道国中,高政治风险的国家的比例低于世界平均水平,而且,中国海外投资所面临的 political 风险有所改善,并持续低于世界平均水平。然而,Quer et al.(2012)以中国大型企业为样本,发现东道国的高政治风险对于中国大型跨国公司的投资并没有产生明显的负面影响。

相较于政治风险,目前学者较少关注东道国经济、金融风险与中国对外直接投资的关系。王海军和齐兰(2011)发现,东道国经济风险对中国对外直接投资具有显著的负向影响。Duanmu(2012)的研究则显示,东道国经济风险对中国对外直接投资的影响不显著。另外,一些学者具体分析了中国对外投资所面临的东道国的国家风险。例如,越南的政府违约、政府效率和官员腐败风险(许梅和陈炼,2011),菲律宾工程承包市场的政治风险和法律风险(付玉成,2013)等。

三、模型设定、变量说明与数据来源

(一)模型设定

本文采用对数化的面板固定效应模型,参考 Buckley et al.(2007)的研究设计思路,将模型设定如下:

$$lofd_{it}=\alpha+\beta_1lhgdp_{it}+\beta_2lomr_{it}+\beta_3ltrad_{it}+\gamma X_{it}+\delta Z_{it}+\mu_i+\varepsilon_{it}$$

其中, $lofd_{it}$ 表示中国对东道国对外直接投资存量,为被解释变量; $lhgdp$ 、 $lomr$ 和 $ltrad$ 为基准控制变量,分别代表东道国市场规模、东道国自然资源和战略资产禀赋; X_{it} 为基本控制变量,包括中国对东道国商品出口($lexp$)、中国从东道国商品进口($limp$)、东道国对外国投资开放度($lopen$)、东道国劳动力工资水平($lwage$)和东道国制度质量($llaw$); Z_{it} 为核心控制变量,分别包括东道国政治风险($lpolr$)、东道国经济风险($lecor$)、东道国金融风险($lfinr$)以及 $lhgdp$ 、 $lomr$ 、 $ltrad$ 与 $lpolr$ 、 $lecor$ 、 $lfinr$ 的交互项; μ_i 表示东道国的个体效应, ε_{it} 为随机误差项,服从独立同分布, $i=1, \dots, 115, t=2004, \dots, 2013$ 。

(二)变量说明与数据来源

中国对东道国对外直接投资存量($lofdi$)。考虑到中国对外直接投资尚处于发展的初期,对外直接投资年度流量数据较小,且数据连续性较差,我们选取中国对外直接投资存量数据。中国对外直接投资存量数据来源于商务部、国家统计局和国家外汇管理局联合发布的《中国对外直接投资统计公报》。值得注意的是,我们的样本不包括中国对避税港的投资数据^①。

东道国市场规模($lhgdp$)。本文使用东道国GDP作为东道国市场规模的代理变量。GDP不仅反映了一国的经济规模,而且体现其人口规模,能较好地衡量其市场购买力容量,可作为中国市场寻求型对外直接投资的一个较有效的代理变量。东道国GDP数据来源于世界银行WDI数据库。

东道国自然资源禀赋($lomr$)。我们采用东道国的油气和矿物出口占商品总出口的比重来衡量东道国资源禀赋状况,比重越高,表明该国自然资源越丰裕。该指标可作为中国资源寻求型对外直接投资的代理指标。东道国的油气和矿物出口额、商品出口总额数据均来自WTO贸易统计数据库。

东道国战略资产($ltrad$)。本文使用东道国在世界知识产权组织商标注册数量指标来衡量其战略资产丰裕程度。通过收购海外知名品牌进而提高自身品牌溢价是中国企业对外投资和并购的一个重要目的,可作为中国战略资产寻求型对外直接投资的代理指标。东道国商标注册数量来自世界知识产权组织(WIPO)数据库。

中国向东道国的出口总额($lexp$)。中国向东道国的出口总额反映了两国间的贸易联系程度。对外直接投资和对外贸易之间存在紧密的联系,是中国企业规避东道国贸易壁垒、扩大市场份额的一个重要途径。中国向东道国的出口总额数据来自《中国统计年鉴》。

中国从东道国的进口总额($limp$)。与出口类似,中国从东道国的进口也反映了两国贸易联系的紧密程度。中国企业倾向于通过对外直接投资稳定原材料供应,降低不确定性风险。中国从东道国的进口数据来源于《中国统计年鉴》。

东道国对外国直接投资的开放程度($lopen$)。本文用东道国的FDI存量与GDP的比值作为对外资开放度的指标。理论上,一国对外国投资越开放,吸引的FDI规模越大。东道国的FDI存量数据来源于联合国贸易与发展会议(UNCTAD)数据库。

^① 中国对中国香港、开曼群岛、英属维尔京群岛等避税港的对外直接投资没有真实反映中国对其投资水平。我们将其从样本中剔除。

东道国劳动力平均工资水平(lwage)。东道国劳动力成本优势是中国企业进行对外直接投资的一个重要因素。东道国劳动力成本越低廉,投资吸引力越大,中国对其直接投资越多。本文使用人均国民收入(GNI)作为东道国劳动力成本的间接指代变量。东道国人均 GNI 数据来源于联合国调查统计司。

东道国制度质量(llaw)。参考 Kolstad and Wiig(2012),我们使用世界银行 WGI(Worldwide Governance Indicators)数据库中的法治水平(Rule of Law)作为衡量东道国制度质量的代理变量。

东道国的国家风险指标,包括政治风险(lpplr)、经济风险(lecor)、金融风险(lfinr)三个指标。这三个指标分别来源于国别风险指南(ICRG)的政治风险、经济风险和金融风险指标。政治风险指标涉及政治和经济领域,包括政府稳定度、社会经济状况、投资状况、内部冲突、外部冲突、腐败、军队的政治影响力、区域紧张度、法律和秩序、种族关系紧张度、民主可问责度、官僚质量等。经济风险指标主要衡量各经济体的优势与弱点,包括人均 GDP、实际 GDP 增长率、年度通货膨胀率、财政余额占 GDP 的比例、经常账户余额占 GDP 的比例。金融风险指标衡量一国的债务偿还能力,重点评估政府债务、商业债务和贸易债务的融资和偿还能力,包括外债占 GDP 的比例、外债的本金和利息的偿还额占出口额的比例、经常账户余额占出口额的比例、净国外流动性资产与月度进口额的比率、汇率稳定度(The PRS Group,2015)。

四、实证过程与结果分析

(一)数据处理与估计方法

首先,需要对原始数据中的缺漏值和离群值进行处理,以消除遗漏值和极端值对模型估计的影响。对于样本离群值,有截尾和缩尾处理两种方法,由于缩尾处理不会造成样本容量的损失,我们采用该方法。经过处理,我们得到 115 个国家(OECD 国家 26 个,发展中国家 89 个)2004~2013 年的一个非平衡面板数据。非平衡面板数据并不影响计算离差形式的组内估计量,因此,固定效应模型的估计可以照样进行。对于随机效应模型,非平衡面板数据也没有产生实质性影响,可用可行广义最小二乘法(FGLS)估计。表 1 报告了模型主要变量的描述性统计量,包括观察值数量、平均值、标准差、最小值、中位数和最大值。由表 1 可知,模型变量的标准差均比较小,在允许的范围之内,说明我们的样本数据不存在严重的极端值。

表 1 模型变量描述性统计量

变量	变量说明	观察值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
lofdi	中国对东道国 ODI 存量	1060	9.09	2.08	4.09	9.27	12.94
lhgdp	东道国经济规模	1052	15.74	2.07	11.94	15.84	19.65
lomr	东道国资源禀赋	946	2.97	1.14	0.47	2.97	4.58
ltrad	东道国商标注册量	981	7.16	3.29	1.10	7.33	12.18
lexp	中国对东道国出口	1060	12.11	1.94	8.11	12.19	15.74
limp	中国从东道国进口	1059	11.27	2.77	4.53	11.64	15.95
lopen	东道国对外资开放度	1035	3.39	0.85	1.43	3.41	5.21
lwage	东道国工资水平	1056	8.46	1.59	5.71	8.45	10.98
llaw	东道国法治状况	1060	3.57	0.90	1.05	3.84	4.59
lpplr	东道国政治风险	840	4.19	0.19	3.69	4.20	4.49

续表

变量	变量说明	观察值	平均值	标准差	最小值	中位数	最大值
lecor	东道国经济风险	840	3.58	0.16	3.09	3.60	3.87
lfmr	东道国金融风险	840	3.65	0.14	3.16	3.66	3.88
lpols	东道国政治稳定性	1060	3.48	0.89	1.05	3.73	4.54
leiu_pol	EIU 政治风险	741	3.72	0.61	1.39	3.91	4.56
lecofree	经济自由度	1004	4.08	0.18	3.27	4.09	4.49
leiu_eco	EIU 经济结构风险	741	3.79	0.37	2.30	3.87	4.53
leiu_cur	EIU 货币风险	751	3.71	0.31	2.64	3.76	4.44
leiu_bank	EIU 银行部门风险	741	3.82	0.34	2.48	3.89	4.44
leiu_sdeb	EIU 主权债务风险	741	3.72	0.39	2.40	3.81	4.51

在进行回归分析之前,我们需要了解模型主要变量之间的相关性情况,以观察模型是否存在系统多重共线性问题。表2列示了模型变量的相关系数矩阵。由该表可知,变量llaw与lpolr的相关系数为0.81,但由于这两个变量不是同时出现在估计模型中,从而不存在共线性问题。此外,lhgdp与ltrad、lexp、limp的相关系数超过0.8。因此,模型是否存在系统多重共线性问题,还需要进一步检验。

表2 模型主要变量相关系数矩阵

	lofdi	lhgdp	lomr	ltrad	lexp	limp	lopen	lwage	llaw	lpolr	lecor	lfmr
lofdi	1.00											
lhgdp	0.39	1.00										
lomr	0.11	-0.14	1.00									
ltrad	0.22	0.82	-0.31	1.00								
lexp	0.55	0.88	-0.18	0.74	1.00							
limp	0.52	0.82	0.05	0.59	0.79	1.00						
lopen	-0.03	-0.13	0.03	0.01	-0.07	-0.06	1.00					
lwage	0.11	0.68	-0.08	0.66	0.51	0.54	0.25	1.00				
llaw	-0.03	0.45	-0.38	0.54	0.34	0.24	0.24	0.64	1.00			
lpolr	-0.08	0.45	-0.23	0.55	0.35	0.34	0.38	0.78	0.81	1.00		
lecor	-0.04	0.36	0.12	0.25	0.24	0.41	0.02	0.59	0.40	0.50	1.00	
lfmr	0.14	0.28	0.21	0.07	0.25	0.34	-0.12	0.31	0.18	0.17	0.49	1.00

为准确判断模型是否存在系统性多重共线性问题,我们需考察模型变量的方差膨胀因子(Variance Inflation Factor, VIF)。由表3知,模型变量的最大方差膨胀因子为9.59,平均方差膨胀因子为3.98。根据经验法则,如果变量的最大方差膨胀因子小于等于10,表明模型不存在系统性多重共线性问题。

表 3 模型变量方差膨胀因子

变量	变量说明	VIF	1/VIF
lhgdp	东道国经济规模	9.59	0.104
lexp	中国对东道国出口	6.75	0.148
lpolr	东道国政治风险	4.90	0.204
ltrad	东道国注册商标数量	4.47	0.224
lwage	东道国工资水平	3.97	0.252
limp	中国从东道国进口	3.84	0.260
llaw	东道国法治水平	3.61	0.277
lecor	东道国经济风险	2.01	0.496
lomr	东道国资源禀赋	1.63	0.612
lopen	东道国对外资开放度	1.63	0.614
lfinr	东道国金融风险	1.42	0.703
均值		3.98	

现在,我们考虑面板数据模型的估计方法。一般而言,面板数据模型估计有混合 OLS、面板固定效应模型和面板随机效应模型三种方法。在估计方法的选取上,我们采取以下三个步骤:首先,比较固定效应模型和混合 OLS 的适用性,Wald 检验和 LR(似然比)检验均显著拒绝原假设,说明固定效应模型优于混合 OLS;其次,比较随机效应模型和混合 OLS 的适用性,B-P 检验和 LR 检验均显著拒绝原假设,说明随机效应模型优于混合 OLS;最后,比较固定效应模型和随机效应模型的适用性,Hausman(豪斯曼)检验结果表明应采用固定效应模型^④。因此,我们采用面板固定效应模型对模型进行估计,估计方法为可行广义最小二乘法(FGLS)。

(二)全样本估计

现在,我们估计 115 个国家的全样本面板数据模型。估计结果列示于表 4。在表 4 中,模型(1)为基准模型。一般而言,中国对外直接投资主要由市场寻求、资源寻求、战略资产寻求等动机所驱动,从而,我们的基准模型仅包含 lhgdp(东道国市场规模)、lomr(油气和矿产出口占比)和 ltrad(商标注册数量)三个自变量。由表 4 知,变量 lhgdp 在模型(1)~(9)中的系数均显著为正,表明中国企业倾向于在市场规模较大的国家投资,从而,中国对外直接投资具有比较明显的市场寻求动机。变量 lomr 在各模型中的系数同样显著为正,说明中国对外直接投资具有较强的资源寻求动机。这与我们的直觉感受一致。近年来,为确保海外资源供应的稳定,中国企业尤其是大型国有企业频繁在境外进行资源型投资。变量 ltrad 在模型(1)~(9)中的估计系数也均为正,但在部分模型中不显著,说明中国对外直接投资存在战略资产寻求动机,但不如市场寻求动机和资源寻求动机明显。

模型(7)~(9)分别考察了东道国的政治风险变量 lpolr、经济风险变量 lecor 和金融风险变量 lfinr 对中国海外直接投资的影响。在本文中,lpolr、lecor、lfinr 的得分越高表示相应的风险越低。如表 4 所示,lpolr、lecor、lfinr 的估计系数均显著为负,意味着中国对外直接投资更加倾向于政治、经济和金融风险比较高的国家和地区。这与 Buckley et al.(2007)的研究结论一致。

控制变量中,出口变量 lexp 的估计系数为 0.9,在 1%的检验水平上显著,意味着中国对东道

^④ 由于篇幅有限,具体检验结果没有列示。

表4 全样本回归估计结果 I

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)
lhgdp	2.83*** (15.12)	1.36*** (3.10)	2.19*** (8.81)	2.72*** (15.95)	2.47*** (4.49)	2.83*** (15.17)	2.53*** (12.40)	2.63*** (13.42)	2.86*** (14.79)
lomr	0.59*** (2.78)	0.52*** (2.66)	0.41** (2.12)	0.57** (2.48)	0.59*** (2.75)	0.58*** (2.77)	0.62*** (2.98)	0.70*** (3.15)	0.66*** (2.92)
ltrad	0.09* (1.87)	0.07* (1.70)	0.08* (1.75)	0.10** (2.18)	0.10* (1.83)	0.09* (1.90)	0.07 (1.37)	0.07 (1.54)	0.07 (1.44)
lexp		0.90*** (3.75)							
limp			0.42*** (3.55)						
lopen				0.73*** (2.97)					
lwage					0.46 (0.68)				
llaw						-0.14 (-0.54)			
lpolr							-5.12*** (-3.68)		
lecor								-1.97*** (-3.89)	
lfinr									-1.34* (-1.96)
常数项	-38.86*** (-12.90)	-25.95*** (-6.17)	-32.66*** (-10.68)	-39.62*** (-14.14)	-37.14*** (-9.60)	-38.35*** (-12.47)	-13.03* (-1.74)	-29.47*** (-8.26)	-35.18*** (-9.73)
样本量	899	899	898	890	895	899	748	748	748
调整后 R ²	0.546	0.587	0.573	0.572	0.546	0.546	0.565	0.562	0.547
W	91.42	110.33	78.99	87.37	68.04	68.90	66.50	60.12	63.94

注:括号内为Z值,***、**、*分别表示在1%、5%、10%检验水平上显著。W为Wald检验,如果Wald检验值明显大于10,说明模型系数整体上显著。下同。

国出口增加1个百分点会拉动中国对其投资增长约0.9个百分点,说明出口能够显著促进中国对外直接投资^①。进口变量limp的系数为0.42,且统计上显著,表明中国从东道国的进口有助于中国对其投资。对外资开放度变量lopen的系数为正且显著,显示东道国对FDI的开放度提高对于中国的对外直接投资具有较明显的吸引作用。工资变量lwage的估计系数为正但不显著,这可能归

^① 一些学者也得到了出口促进中国对外直接投资的经验证据,如张新乐等(2007)、项本武(2009)、李猛和于津平(2011)、罗伟和葛顺奇(2013)等。

因于现阶段中国劳动密集型产业的对外投资规模相对较少,而资源和技术寻求型投资对东道国劳动力成本相对不敏感,从而,效率寻求尚未构成中国企业对外投资的一个主要动机。法治变量 $llaw$ 的估计系数为不显著的-0.14,说明中国对外直接投资对东道国的制度质量没有明显的偏好,可能略微偏好制度质量较差的国家。

为进一步分析国家风险与投资动机对于中国境外直接投资的交互影响,我们在模型中引入变量 $lhgdp$ 、 $lomr$ 、 $ltrad$ 与变量 $lpolr$ 、 $lecor$ 、 $lfinr$ 的交互项,并对全样本进行面板固定效应模型估计。表5 报告了模型的估计结果。由表 5 可知,变量 $lhgdp$ 和变量 $lomr$ 的估计系数均显著为正,与全样

表 5 全样本回归估计结果 II

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)
$lhgdp$	3.83*** (11.41)	3.09*** (14.17)	3.16*** (11.77)	2.68*** (12.85)	2.66*** (13.60)	2.88*** (15.67)	2.64*** (13.48)	2.69*** (13.67)	2.82*** (14.54)
$lomr$	0.62*** (2.98)	0.69*** (3.14)	0.66*** (2.91)	2.92** (2.11)	2.17*** (4.05)	2.39*** (2.96)	0.61*** (2.86)	0.65*** (2.98)	0.64*** (2.87)
$ltrad$	0.07 (1.39)	0.07 (1.53)	0.07 (1.46)	0.07 (1.51)	0.08 (1.65)	0.06 (1.35)	2.07*** (3.29)	0.92*** (3.98)	0.51 (1.36)
$lhgdp_lpolr$	-0.31*** (-3.75)								
$lhgdp_lecor$		-0.13*** (-4.25)							
$lhgdp_lfinr$			-0.08* (-1.84)						
$lomr_lpolr$				-0.54 (-1.64)					
$lomr_lecor$					-0.42*** (-3.45)				
$lomr_lfinr$						-0.47** (-2.38)			
$ltrad_lpolr$							-0.49** (-3.17)		
$ltrad_lecor$								-0.24*** (-3.91)	
$ltrad_lfinr$									-0.12 (-1.19)
常数项	-34.33*** (-10.57)	-36.49*** (-11.67)	-39.94*** (-12.62)	-37.13*** (-10.95)	-36.96*** (-11.75)	-40.39*** (-13.27)	-35.83*** (-11.13)	-37.16*** (-11.78)	-39.37*** (-12.43)
样本量	748	748	748	748	748	748	748	748	748
调整后 R ²	0.566	0.565	0.546	0.545	0.552	0.548	0.560	0.562	0.544
Wald 检验	66.99	60.28	64.17	65.50	59.77	69.20	61.59	59.64	63.18

本估计 I 的结果相一致,这再次验证了中国对外直接投资具有比较明显的市场寻求和资源寻求动机。变量 $ltrad$ 的估计系数为正,但在一些模型中不显著,说明中国企业对外直接投资具有战略资产寻求动机,但弱于市场寻求和资源寻求动机。

现在,我们考察中国的市场寻求型、资源寻求型和战略资源型对外直接投资,对于政治、经济和金融等三种类型国家风险的反应。由于各国家风险指标的值越高表示风险越低,从而,若国家风险指标变量与中国投资动机变量的交互项系数为正,表明对外投资动机和低投资风险对中国对外直接投资产生互补的正向促进作用;若交互项系数为负,在投资动机对中国境外投资能产生确定性正向影响的条件下,则表明中国对外投资具有较强的风险偏好。如表 5 所示,国家风险变量与对外投资动机变量的全部交互项的估计系数均为负,除 $lomr_lpolr$ 与 $ltrad_lfinr$ 的系数不显著外,其余交互项的系数均显著。这意味着,较高的国家风险不仅与中国对外直接投资有着正向关系,而且借助于不同的对外投资动机对中国境外投资产生正向影响。这表明,中国对外直接投资具有较强的风险偏好,倾向于投资政治、经济和金融风险较高的国家。这说明,中国企业对外直接投资暗含较大的潜在风险,中国亟需增强海外投资风险监测、预警和管理能力。

(三)发达国家样本估计

鉴于发达国家和发展中国家在经济发展水平、资源禀赋、投资环境和国家风险方面差异巨大,本文将分别分析发达国家、发展中国家的国家风险对于中国直接投资的影响。我们采用通常做法,将 OECD 国家视为发达国家,非 OECD 国家视为发展中国家。在我们的全样本 115 个国家中,OECD 国家 26 个,非 OECD 国家 89 个。

表 6 报告了发达国家样本的回归估计结果。由表 6 可知,市场空间变量 $lhgd$ 、资源禀赋变量 $lomr$ 的估计系数均为正值,且统计上显著,系数值较大,说明中国对发达国家的直接投资具有较强的市场寻求和资源寻求动机。与全样本估计结果有所不同的是,技术禀赋变量 $ltrad$ 的估计系数显著为正,表明中国对发达国家的投资有明显的战略资产寻求动机。原因不难理解:首先,发达国家国民购买力较强,市场容量较大,中国企业在当地直接投资有利于扩大市场。其次,一些发达国家本身为自然资源丰富的国家,如加拿大、澳大利亚、美国等,同时,发达国家的跨国公司在全世界拥有巨额资源权益资产。因此,从目标资产的地理位置角度看,中国对发达国家的资源投资有两种情形:一是目标资产位于发达国家国境范围内;二是目标资产位于发展中国家,但属于发达国家跨国公司的权益资产。最后,得益于雄厚的科研投入和完善的知识产权保护体系,发达国家相对于发展中国家拥有较多国际品牌、高科技专利、先进技术和管理经验等战略资产,而这恰恰是中国企业在转型发展阶段所急需的。从而,收购发达国家的知名品牌和先进技术,是中国企业提升技术水平和国际竞争能力的一条有效途径。从而,中国企业对于发达国家的投资具有强烈的战略资产寻求动机。

与全样本回归估计结果类似,发达东道国的政治风险、经济风险指标均与中国对外直接投资显著负相关,所不同的是金融风险变量的估计系数变为正值,但其在统计上不显著。这表明,在发达国家中,中国投资者仍然偏好政治经济风险较高的国家。中国对外投资的这一风险偏好行为,可能与企业的国际竞争能力不强密切相关,它们被迫选择相对落后的发达国家作为投资的重要目的地。同时,中国企业投资发达国家的一个重要动机是利用发达国家金融市场融资(Cai, 1999),在某种程度上显现出对低金融风险的偏好,但这种风险偏好是不稳定的。

同全样本估计结果类似,在控制变量中,中国从东道国的进口 $limp$ 、东道国对外资开放度 $lopen$ 对中国对外直接投资有显著促进作用。不同的是,中国向东道国出口 $lexp$ 对中国对外直接投资的推动效应变得不显著。这说明,中国对发达国家的投资,不是以投资带动出口或转移产能为目的。这意味着,中国与发达国家的产业发展差距依然明显,中国在国际分工中仍然以承接发达国家转

移产业为主。另外,发达东道国劳动力成本对中国对外直接投资有负向影响,但不显著。变量llaw的估计系数为正,但统计上不显著。这说明对于发达东道国的工资成本、制度质量变量对中国投资的影响方向符合直觉预期,但不稳定。

表 6 发达国家样本回归估计结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)
lhgdp	2.54*** (3.34)	1.17 (0.75)	-0.37 (-0.58)	2.33*** (3.61)	3.56* (2.03)	2.53*** (3.21)	2.65*** (4.39)	2.95*** (4.28)	2.65*** (3.85)
lomr	1.66*** (3.55)	1.42** (2.66)	1.11*** (3.46)	1.71*** (3.81)	1.72*** (3.89)	1.67*** (3.45)	1.12*** (2.89)	1.69*** (5.28)	1.81*** (5.66)
ltrad	2.13*** (5.94)	1.95*** (4.00)	1.32*** (4.10)	1.76*** (5.70)	2.11*** (5.89)	2.14*** (5.84)	1.77*** (5.25)	1.43*** (3.85)	1.86*** (4.97)
lexp		0.76 (0.91)							
limp			1.70*** (7.35)						
lopen				1.97*** (5.77)					
lwage					-1.26 (-0.66)				
llaw						0.35 (0.15)			
lpolr							-8.20*** (-3.69)		
lecor								-3.03*** (-3.67)	
lfir									0.85 (0.63)
常数项	-63.35*** (-5.16)	-46.51** (-2.19)	-23.41** (-2.40)	-62.59*** (-5.94)	-68.63*** (-4.48)	-64.64*** (-4.42)	-24.27** (-2.06)	-52.16*** (-5.60)	-65.67*** (-5.67)
样本量	260	260	260	260	260	260	234	234	234
调整后 R ²	0.622	0.629	0.731	0.666	0.623	0.621	0.667	0.658	0.631
Wald 检验	50.61	37.77	47.96	61.96	38.71	38.13	33.82	32.29	33.32

(四)发展中国家样本估计

表 7 汇报了发展中国家样本的回归估计结果。如该表所示,变量 lhgdp、lomr 和 ltrad 估计系数虽总体上为预期的正值,但系数的显著性不理想,仅 lhgdp 的系数统计显著,lomr 和 ltrad 的系数不显著。这说明,中国对发展中国家的投资具有较强的市场寻求动机,但资源寻求动机和战略资产寻求动机不明显。

表7 发展中国家样本回归估计结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)	模型(8)	模型(9)
lhgdp	2.65*** (15.44)	1.69*** (3.85)	2.36*** (11.27)	2.57*** (15.59)	2.38*** (4.90)	2.65*** (15.51)	2.47*** (12.76)	2.51*** (13.98)	2.60*** (14.32)
lomr	0.06 (0.47)	0.08 (0.56)	-0.02 (-0.13)	0.04 (0.31)	0.05 (0.42)	0.05 (0.44)	0.09 (0.64)	0.10 (0.71)	0.08 (0.54)
ltrad	0.07 (1.50)	0.05 (1.40)	0.07 (1.50)	0.08* (1.72)	0.07 (1.37)	0.07 (1.52)	0.05 (1.10)	0.05 (1.18)	0.05 (1.14)
lexp		0.60** (2.46)							
limp			0.19** (2.33)						
lopen				0.51** (2.26)					
lwage					0.36 (0.59)				
llaw						-0.13 (-0.57)			
lpolr							-2.30* (-1.98)		
lecor								-0.81* (-1.72)	
lfinr									-0.32 (-0.49)
常数项	-32.11*** (-12.34)	-24.55*** (-6.30)	-29.46*** (-10.88)	-32.71*** (-13.97)	-30.92*** (-9.50)	-31.64*** (-12.01)	-20.41*** (-3.16)	-27.89*** (-8.70)	-30.78*** (-9.61)
观察值	639	639	638	630	635	639	514	514	514
调整 R ²	0.648	0.672	0.654	0.665	0.648	0.648	0.643	0.641	0.638
W	91.50	102.13	76.47	98.25	68.43	69.22	63.83	59.84	59.35

中国对发展中国家的投资具有较强的市场寻求动机和较弱的战略资产寻求动机,这比较容易理解。发展中国家是中国产品的非常重要的市场,中国对其投资显然有拓展市场空间、推动产品出口的动机。同时,发展中国家的科学技术普遍较为落后,知名品牌较少,可供中国投资的战略资产相比较少,这是中国对其战略资产寻求型投资动机不明显的重要原因。

令人费解的是,中国对发展中国家的资源寻求型投资动机竟然也不明显。在过去的几年中,中国企业对外资源能源并购引发了广泛的关注。原因可能在于:一是并非所有的发展中东道国都是自然资源丰裕的国家,中国企业可能基于市场或效率寻求动机投资资源不丰裕的发展中国家;二是发展中国家的大量资源资产是掌控在发达国家跨国公司的手中,一个很可能出现的情形是,中国并购的目标资源资产虽位于发展中国家境内,但属于发达国家的资产,从而,统计数据显示中国

对发展中国家的资源投资规模较低。

表 7 显示，国家风险各变量的估计系数均为负数，政治风险变量 $lpolr$ 和经济风险变量 $lecor$ 的系数统计显著，金融风险变量 $lfmr$ 的系数不显著。这说明，中国对发展中国家的投资较偏好政治、经济风险较高的国家，但金融风险的偏好不明显。这与发达国家样本的估计结果类似。

中国企业之所以偏好政治、经济风险较高的发展中国家，可能是中国企业一个无奈的选择。一方面，中国企业在国际投资领域属于后来者，技术水平较低，国际竞争力不强，且成熟市场早已被西方跨国企业瓜分殆尽，中国企业只能另辟蹊径，选择到政治较为动荡、西方跨国公司不愿触及的市场投资。另一方面，中国企业可能更为适应这些发展程度较低且投资风险较高的国家，例如，技术水平差距较小、体制环境较接近、双边政治关系较友好等。

在控制变量中，中国向发展中国家的出口 $lexp$ 、中国从发展中国家的进口 $limp$ 以及发展中国家对外资开放度 $lopen$ 对中国对外直接投资具有显著的促进效应。这与全样本回归估计结果类似。发展中国家的工资变量 $lwage$ 、制度质量变量 $llaw$ 的估计系数不显著，其对中国对外投资的影响难以判断。

五、稳健性检验

本文基于国别风险指南的政治、经济和金融风险指标，分析东道国国家风险对于中国境外直接投资的影响。鉴于 ICRG 的指标体系不可避免地具有主观性，为消除变量的衡量偏误，我们使用国家风险的一些其他替代指标来对模型进行稳健性检验。

国家风险的替代指标包括：一是选取世界银行全球治理指标 (Worldwide Governance Indicators) 数据库中政治稳定性 (Political Stability and Absence of Violence/ Terrorism) 指标、英国经济学人集团 (EIU) 数据库中的政治风险 (Political Risk) 指标作为东道国政治风险的代理变量，在模型中分别用 $lpols$ 、 $leiu_pol$ 表示。二是选择《华尔街日报》和美国传统基金会联合发布经济自由度指标、EIU 的经济结构风险指标作为东道国经济风险的代理变量，在模型中分别用 $lecofree$ 、 $leiu_eco$ 表示。三是选取 EIU 的货币风险、银行部门风险、主权债务风险作为东道国金融风险的代理变量，在模型中分别用 $leiu_cur$ 、 $leiu_bank$ 、 $leiu_sdeb$ 表示^①。

表 8 报告了稳健性检验的估计结果。由表 8 可知，市场规模变量 $lhgd$ 和资源变量 $lomr$ 的估计系数均显著为正， $ltrad$ 的系数为正，但在多数模型中不显著。这表明，中国对外投资有较强的市场和资源寻求动机，还具有一定的战略资产寻求动机。这与全样本估计结果基本类似。

政治稳定变量 $lpols$ 的估计系数为负、政治风险变量 $leiu_pol$ 的估计系数为正，二者虽不显著，但其方向均支持我们的研究结论，即东道国政治风险对中国对外直接投资具有正向影响。经济自由度变量 $lecofree$ 的系数为负但不显著，经济风险变量 $leiu_eco$ 的系数显著为正，支持了我们得出中国对外直接投资偏好经济风险高的国家的结论。金融风险变量 $leiu_cur$ 、 $leiu_bank$ 、 $leiu_sdeb$ 的系数均显著为正，说明中国对外直接投资明显偏好金融风险较高的东道国。总体上看，稳健性检验进一步支持了我们的研究结论。

六、结 论

本文基于 2004~2013 年中国对 115 个国家的对外直接投资数据，采用面板固定效应模型，分

^① 所有替代变量指标均为百分等级。政治稳定性指标 $lpols$ 的得分越高，表示政治越稳定；经济自由度指数 $lecofree$ 的得分越高，表明政府对经济的干预越少，经济越自由；其余各项风险指标的得分越高，均表示风险越高。

表8 模型稳健性检验估计结果

	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)	模型(6)	模型(7)
lhgdp	2.83*** (15.18)	2.85*** (13.24)	2.85*** (14.69)	2.91*** (15.07)	2.80*** (13.98)	2.89*** (13.48)	2.92*** (13.89)
lomr	0.59*** (2.78)	0.65** (2.63)	0.60*** (2.75)	0.56*** (2.85)	0.66*** (3.00)	0.65*** (2.83)	0.67*** (3.04)
ltrad	0.09* (1.88)	0.06 (1.18)	0.07 (1.33)	0.05 (1.04)	0.04 (0.80)	0.05 (0.91)	0.03 (0.56)
lpols	-0.14 (-0.81)						
leiu_pol		0.44 (0.77)					
lecofree			-0.36 (-0.28)				
leiu_eco				2.11*** (5.42)			
leiu_cur					1.72*** (3.48)		
leiu_bank						1.54*** (3.17)	
leiu_sdeb							1.90*** (4.89)
常数项	-38.37*** (-12.15)	-41.94*** (-8.88)	-37.68*** (-6.25)	-48.90*** (-13.60)	-45.50*** (-11.48)	-46.75*** (-10.36)	-48.22*** (-11.74)
观察值	899	675	869	675	681	675	675
调整 R ²	0.546	0.607	0.546	0.650	0.626	0.623	0.647
W	71.86	55.94	66.79	73.56	59.19	56.63	58.45

析东道国的政治、经济和金融风险,以及市场寻求、资源寻求和战略资源寻求等投资动机对于中国对外直接投资的影响。我们得出了如下结论。

总体上看,中国对外直接投资具有明显的市场寻求和资源寻求动机,以及一定程度的战略资产寻求动机。分国家类型看,中国对发达国家的投资具有明显的市场寻求、资源寻求和战略资产寻求动机,对发展中国家的投资除市场寻求动机显著外,资源寻求动机和战略资产寻求动机变得不显著。中国对发展中国家的资源寻求投资动机之所以不明显,可能的原因在于:一是并非所有的发展中东道国都是自然资源丰裕的国家;二是发展中国家的大量资源资产被发达国家跨国公司占有,中国投资的目标资源资产虽位于发展中国家境内,但属于发达国家的资产。

在全样本估计模型中,东道国的政治风险、经济风险、金融风险变量的估计系数均显著为负,

从而,中国对外直接投资总体上偏好政治、经济和金融风险较高的国家。同时,国家风险变量与投资动机变量的交互项的估计结果显示,较高的国家风险不仅与中国对外直接投资有着正向关系,而且借助于不同的对外投资动机对中国境外投资产生正向影响。分国家类型看,中国均偏好投资于政治、经济风险较高的发达国家和发展中国家,对东道国的金融风险的偏好不明显。稳健性检验结果进一步支持了我们得出的中国对外直接投资偏好投资风险高的国家的结论。中国对外投资之所以偏好政治、经济风险高的国家,原因可能在于:一是中国企业是国际投资领域的后来者,成熟市场已被瓜分殆尽,只能去投资风险高的非成熟市场寻找投资机会;二是中国企业的技术水平较为适合发展程度较低且投资风险较高的市场,在发达的成熟市场难以获取竞争优势;三是中国与投资风险较高的国家保持着较好的政经关系,体制环境较为接近。

在控制变量中,中国向东道国的出口变量 $lexp$ 、中国从东道国的进口变量 $limp$ 、对外资开放度变量 $lopen$ 的系数基本上显著为正,表明东道国与中国的贸易联系密集度及其对外开放度的提升,均有利于吸引中国的对外直接投资。工资变量 $lwage$ 的估计系数的正负方向不稳定,且统计上不显著,意味着中国目前的海外直接投资对东道国劳动力成本相对不敏感(如资源和技术寻求型投资),效率寻求尚未构成中国企业对外投资的一个主要动机。法治变量 $llaw$ 的估计系数正负向不稳定、统计不显著,显示中国对外直接投资对东道国的制度质量没有明显的偏好。

上述结论传递出正负两方面信息。一方面,中国企业境外投资面临的国别风险偏高,对东道国的政策法律环境不敏感,甚至在国内强烈的能源资源需求的驱动下,大量投资于高风险的国家,遭受了一些投资损失,并隐藏着巨大的风险隐患,如委内瑞拉、利比亚、苏丹和津巴布韦等。另一方面,所谓“富贵险中求”,投资风险越高的国家往往投资回报越高,而且,中国企业长期在投资风险较高的国家经营,有可能逐渐培育出应对不同投资风险的经验与能力。

本文结论蕴含的政策意义如下。在当前“一带一路”战略和国际产能合作的逐步推进、全球经济特别是新兴经济体的增长停滞风险显著上升、中国面临的国际地缘政治环境日趋复杂的时代背景下,中国企业对外直接投资面临着诸多风险与挑战,如政局动荡、经济波动、制度障碍、政策变动、文化冲突、国家安全审查、地缘政治阻力等。为应对这些风险和挑战,“走出去”的中国企业应提高海外风险的识别、预警和处置能力,做好项目投资前的尽职调查和投资风险研究,以及项目运营期间投资风险的动态监测和应急预案,以尽可能地将风险降至合理的水平。国内的行业中介机构、研究机构和政府部门,要顺应中国企业加快“走出去”的潮流,加大海外投资风险研究的投入力度,健全海外投资风险评估体系和预警机制,减少企业对外投资的盲目性和不确定性。同时,中国政府宜适当加快双多边投资协定和自由贸易协定的商签步伐,充分调动全方位经济外交的力量,为中国企业对外投资保驾护航。

参考文献

- 陈强(2010):《高级计量经济学及 Stata 应用》,高等教育出版社。
- 程惠芳、阮翔(2004):《用引力模型分析中国对外直接投资的区位选择》,《世界经济》,第 11 期。
- 付玉成(2013):《菲律宾工程承包市场的政治风险》,《国际经济合作》,第 5 期。
- 蒋冠宏、蒋殿春(2012):《中国对外投资的区位选择:基于投资引力模型的面板数据检验》,《世界经济》,第 9 期。
- 李猛、于津平(2011):《东道国区位优势与中国对外直接投资的相关性研究——基于动态面板数据广义矩估计分析》,《世界经济研究》,第 6 期。
- 林治洪、陈岩、秦学志(2012):《中国对外投资决定因素——基于整合资源观与制度视角的实证分析》,《管理世界》,第 8 期。
- 罗伟、葛顺奇(2013):《中国对外直接投资区位分布及其决定因素——基于水平型投资的研究》,《经济学(季刊)》,第 12 期。
- 王海军、齐兰(2011):《国家经济风险与 FDI——基于中国的经验研究》,《财经研究》,第 10 期。
- 王永中、李曦晨(2015):《中国对“一带一路”沿线国家投资的特征与风险》,载于《中国对外投资季度报告 2015 年第 3 季度》

(韩冰、王永中主编), 中国社会科学出版社。

- 王永中、王碧珺(2015):《中国海外投资高政治风险的成因与对策》,《全球化》,第6期。
- 武娜、刘晶(2013):《知识产权保护影响了中国对外直接投资吗?》,《世界经济研究》,第10期。
- 项本武(2009):《东道国特征与中国对外直接投资的实证研究》,《数量经济技术经济研究》,第7期。
- 许梅、陈炼(2011):《中国企业投资越南的主要国家风险与防范》,《东南亚研究》,第3期。
- 张明、王永中等(2015):《中国海外投资国家风险评级报告 2015》,中国社会科学出版社。
- 张新乐、王文明、王聪(2007):《我国对外直接投资决定因素的实证研究》,《国际贸易问题》,第5期。
- Bouchet, M., E. Clark and B. Gros Lambert (2003): *Country Risk Assessment: A Guide to Global Investment Strategy*, New York: John Wiley & Sons.
- Buckley, P., L. Clegg, A. Cross, X. Liu, H. Voss and P. Zheng (2007): “The Determinants of Chinese outward Foreign Direct Investment”, *Journal of International Business Studies*, 4, 499–518.
- Burton, F. and H. Inoue (1985): “An Appraisal of the Early Warning Indicators of Sovereign Loan Default in Country Risk Evaluation System”, *Management International Review*, 3, 45–56.
- Cai, K. (1999): “Outward Foreign Direct Investment: A Novel Dimension of China’s Integration into the Regional and Global Economy”, *China Quarterly*, 160, 856–880.
- Chang, S. (2014): “The Determinants and Motivations of China’s Outward Foreign Direct Investment: A Spatial Gravity Model Approach”, *Global Economic Review*, 3, 244–268.
- Claessens, S. and G. Embrechts (2003): “Basel II, Sovereign Ratings and Transfer Risk External versus Internal Ratings”, Working Paper, Bank for International Settlements.
- Deng, P. (2004): “Outward Investment by Chinese MNCs: Motivations and Implications”, *Business Horizons*, 3, 8–16.
- Duanmu, J. (2012): “Firm Heterogeneity And Location Choice of Chinese Multinational Enterprises(MNEs)”, *Journal of World Business*, 1, 64–72.
- Fitch Ratings (2010): “Definitions of Ratings and other Forms of Opinion”, *Fitch Ratings*, 1–61.
- Guo, J., G. Wang and C. Tung (2014): “Do China’s Outward Direct Investors Prefer Countries with High Political Risk? An International and Empirical Comparison”, *China & World Economy*, 6, 22–43.
- Hurst, L. (2011): “Comparative Analysis of the Determinants of China’s State-owned Outward Direct Investment in OECD and Non-OECD Countries”, *China & World Economy*, 4, 74–91.
- Hyakawa, K., F. Kimura and H. Lee (2013): “How Does Country Risk Matter for Foreign Direct Investment?”, *Developing Economies*, 1, 60–78.
- Kolstad, I. and A. Wiig (2012): “What Determines Chinese outward FDI?”, *Journal of World Business*, 1, 26–34.
- Krayenbuehl, T. (1985): *Country Risk: Assessment and Monitoring*, Cambridge: Woodhead-faulkner.
- Li, Q. and G. Liang (2012): “Political Relations and Chinese Outbound Direct Investment: Evidence From Firm and Dyadic Level Tests”, Working Paper, Research Center for Chinese Politics and Business, No.19.
- Meldrum, D. (2000): “Country Risk and Foreign Direct Investment”, *Business Economics*, 1, 33–40.
- Meyer, N. (2013): “China’s Dangerous Game: Resource Investment and the Future of Africa”, *Foreign Policy Association Blogs*, 12.
- Moody’s (1997): *Rating Methodologies—Sovereign and Supranational*, Moody’s Corporation, <http://www.moody.com>.
- Multilateral Investment Guarantee Agency (MIGA) (2014): “World Investment and Political Risk (WIPR) 2013”, World Bank Group, Washington.
- PRS (2015): “International Country Risk Guide(ICRG)”, The Political Risk Services Group, <http://www.prsgroup.com/>.
- Quer, D., E. Claver and L. Rienda (2012): “Political Risk, Cultural Distance, and Outward Foreign Direct Investment: Empirical Evidence from Large Chinese Firms”, *Asia Pacific Journal of Management*, 4, 1089–1104.
- Ramasamy, B., M. Yeung, S. Laforet (2012): “China’s Outward Foreign Direct Investment: Location Choice and Firm Ownership”, *Journal of World Business*, 1, 17–25.
- Sarandi, A. (2010): “What is Sovereign Risk and How to Measure It?”, Working Paper, Fixed Interest and Credit Research Department, Colonial First State Global Asset Management.
- Shambaugh, D. (2013): *China Goes Global: The Partial Power*, Oxford: Oxford University Press.
- Wahl, J. and U. Broll (2010): “Mitigation of Foreign Direct Investment Risk and Hedging”, *Frontiers in Finance and Economics*, 1, 21–33.

(责任编辑:马辰)