

国家经济风险与 FDI^{*}

——基于中国的经验研究

王海军, 齐 兰

(中央财经大学 经济学院, 北京 100081)

摘 要:文章在国家风险理论的基础上提出了国家经济风险概念,强调了从宏观经济和金融风险综合角度研究 FDI 的重要性。文章利用中国企业对外直接投资(OFDI)统计数据建立计量经济学模型,检验和分析了国家经济风险与 OFDI 之间的长期均衡关系。研究发现:国家经济风险的确对 OFDI 产生了显著负向影响,而控制变量中的经济增长和政府政策变量对 OFDI 的影响是正向的,实际利率、汇率和出口依存度对 OFDI 的影响是负向的。据此,文章提出要通过加强对国家经济风险的评估预警系统建设、建立健全双边和多边投资保护体系等来化解国家经济风险的不利影响。

关键词:国家经济风险;对外直接投资;实证分析

中图分类号:F275.5 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2011)10-0070-11

一、研究背景与理论基础

伴随着中国经济的高速增长,中国企业对外直接投资也进入快速发展时期,其流量从 1990 年的 9 亿美元^①增长到 2010 年的 590 亿美元。截至 2010 年底,中国 8 500 多家境内投资者设立了近 13 万家海外分支机构,累计投资净额高达近 3 000 亿美元,投资分布于世界 177 个国家(地区)。②而据联合国贸易和发展会议《2011 年世界投资报告》统计,2010 年中国对外直接投资流量占当年全球流量的 5.1%,位居发展中国家首位,名列全球第五位。③

然而,在中国企业大举进军海外市场参与国际投资的过程中,受国际经济金融动荡的直接和间接影响,近几年集中爆发了长虹在美遭巨额欺诈事件、首钢收购秘鲁铁矿失利事件、中航油事件、中投收购美国黑石巨亏事件以及中国企业在利比亚危机中遭受巨额损失事件,给中国企业对外直接投资蒙上了一层阴影。据德勤公司公布的 2010 中国海外并购报告显示,超过 50% 的中国企业海外并购未取得成功,无法达到增值的底线。④从这些投资案例中可以看出,中国企业海外投资通常会遇到以下几类特殊风险:一是东道国宏观经济金

收稿日期:2011-08-03

作者简介:王海军(1982—),男,内蒙古呼和浩特人,中央财经大学经济学院博士研究生;

齐 兰(1958—),女,辽宁大连人,中央财经大学经济学院教授,博士生导师。

融风险(通常由东道国汇率、利率和负债问题等引发);二是国家主权风险或信用风险(主要由东道国政府主动违约引发;三是政治风险(由东道国政治危机等引发)。这三类风险与对外直接投资有关,按照西方学者的研究,这些风险可全部纳入“国家风险”概念中,而其中国家层面的宏观经济金融风险是近些年来影响对外直接投资活动最为显著的风险类型。因此,中国企业对外直接投资除了要解决传统的商业风险的冲击外,更为重要的是对国家层面的经济金融风险的防范和管理。

国家风险的概念源于 Usher(1965)、Robock(1971)、Kobrin(1979)等对政治风险的研究。他们研究了新兴国家主权独立运动时期形成的国有化浪潮和政治不稳定性引起的政治风险对 FDI 的影响,这是最早将国家层面相关风险引入商业风险领域投资风险的研究。之后,随着 FDI 理论与实践的不断发展,国家风险的内涵也在不断充实,按照国际主要风险评估机构和部分学者的界定,国家风险大致包括宏观政治风险、经济风险和金融风险三个主要部分。在国家风险概念的基础上,本文首次提出了国家经济风险的概念(Country Economic Risk, CER),即国家经济风险是与国家(政府)层面相联系的、由东道国的宏观经济和金融等经济因素引起的外商投资损失的可能性,也就是说国家经济风险是国家风险概念中剔除政治风险后的经济金融风险。这个概念反映了近几十年尤其是进入 21 世纪以来国际经济金融危机频发对外商直接投资冲击的基本现实。因此,从国家经济风险角度研究中国企业的对外直接投资不仅具有较强的理论意义,更具有重大的实践价值。

国家风险的主要因素,即经济风险和金融风险同时也是国家经济风险的基本要素。经济风险主要是指由东道国宏观经济基本指标的变化导致的外商投资者或债权人的资产面临损失的可能性。衡量经济风险的指标主要有经济增长率、就业、通胀、物价以及经济可持续性等。金融风险主要是指一国金融体系和金融市场的稳定性、外债质量、国际收支状况以及外汇变动等几个方面变化所引发的外资损失的可能性。

在理论研究方面,FDI 的内部化优势理论、国际生产折中理论、投资诱发要素组合理论等已经部分涉及了外商投资的不确定性问题,即外商在海外市场投资过程中会受东道国环境各种不确定因素的影响,其中就包括东道国的政治、经济、金融等基本因素。但是这些理论并没有独立和完整地分析国家风险与 FDI 的理论关系,更不用说国家经济风险与 FDI 的理论联系,不过,这些研究都运用了交易费用理论的核心思想,这可为国家经济风险与 FDI 的关系提供一定的理论分析基础。科斯的《论企业的性质》一文中提出了交易成本概念。他认为,交易成本是获得准确市场信息所需要的费用以及谈判和维持经常性契约的各种费用。而资产的专用性、交易的不确定性和交易的频率则决定了交易双方在交易过程中的核心利益。显然,交易成本也直接影响着企业

国际化途径的选择。FDI 相对于其他类型的投资而言往往具有投资周期长、资产专用性强、沉没成本高和交易不确定性大等特点,也就是说相对于国内投资而言,FDI 所面对的东道国特殊经济金融环境所造成的特殊交易成本更高,这就是国家经济风险。

虽然国内外尚没有关于国家经济风险与 FDI 独立的理论体系出现,但是交易成本理论及部分 FDI 理论为我们分析二者的关系提供了一定的理论依据。基于此,本文尝试从国家经济风险这个新概念出发,以中国企业的经验数据为研究对象,通过实证分析进一步探讨二者的关系,以期提出更有针对性的政策建议。

二、文献回顾、研究假设与变量选取

(一)文献回顾

国家风险与 FDI 的经验研究主要探讨国家风险的构成要素(如经济风险、金融风险和政治风险等,或以上要素的综合)与对外直接投资的关系,此外还侧重于国别层次的研究。这些研究为国家经济风险与对外直接投资的实证研究创造了条件。

1. 基于经济风险角度的研究。鉴于发展中国家宏观经济波动相对频繁的事实,Yothin 和 Jinjarak(2007)通过跨国行业的分析,研究了 FDI 与东道国宏观经济风险之间的联系。他在模型检验中进一步把宏观经济风险分为供应风险、需求风险和主权风险。使用 1989—1999 年面板数据发现在美国跨国公司对外直接投资活动中,具有较高垂直直接投资份额的行业的资产规模受供应风险和主权风险较大,而需求风险则缺乏统计上的显著性,这类行业包括采矿业、工业机械设备制造业、交通工具制造业和电子产业。Ghosh 和 Li(2009)研究了一个国家受国内生产总值增长、通货膨胀和失业等宏观经济变量冲击的投资风险。通过建立宏观经济变量脉冲反应模型,他们分析了阿尔及利亚、叙利亚、马耳他、以色列、沙特阿拉伯和巴林等十几个中东北非国家,最后得出一个国家的经济政策要比石油储备更能发挥稳定经济和吸引外资的作用的结论。

2. 基于政治风险角度的研究。Henisz(2000)指出东道国政治风险的增加增加了被没收的可能性,但是没收风险的程度取决于跨国公司的战略行为,跨国公司与东道国政府交往中可采取与当地企业联手的方式降低政治风险。Egger 和 Winner(2005)利用 77 个国家 1995—1999 年的数据分析发现,腐败与 FDI 存在联系。他认为在存在过度管制和行政控制的情况下,“腐败”可能扮演着鼓励外商直接投资流入的“助手”角色。跨国公司可以通过战略行为的调整降低在东道国的政治风险,但是选择什么样的策略才能更有效地规避政治风险,这需要将东道国的利益和行为纳入分析框架中。为此,Maliar 等(2008)通过理论模型演绎了东道国政府的没收行为、国内福利最大化以及外商 FDI 选择之间的动态博弈均衡。这个模型将政治风险这个外生变量纳入

微观分析框架中,从而为分析政治风险与 FDI 决策提供了有益的探索。

3. 基于金融风险和政治风险综合角度的研究。Dutta 和 Roy(2008)认为金融发展无疑是 FDI 流入一个经济体的经济决定因素。然而,金融发展的贡献取决于外资接受国的政治局势。较稳定的政治有助于金融机构有效获得外国直接投资的收益。他们对政治风险在外国直接投资与金融发展之间联系的作用进行了实证分析。他们使用 97 个国家面板数据研究发现,FDI 和金融发展之间的关系是严格非线性的。当金融发展超过了一定的阈值水平时,其对 FDI 的影响将变为负向的。不过,他们发现政治风险因素可以通过改变金融发展的阈值水平改善二者的关系。因此,政治稳定和金融发展的平衡协调发展对于吸引和利用外资是绝对必要的。

除上述文献外,还有国外学者侧重于从国别角度分析国家风险与 FDI,主要集中在以下几个方面:一是对中东、非洲以及拉美等发展中国家(地区)的研究(Kitty, 2004; Kevin, 2005; Thomas, 2008);二是对转型经济体如前苏联和东欧国家的研究(Hauser, 2006; Aizenman, 2002);三是对发达国家的研究(Wade, 1998; Reid, 2005)。这种国别分析的对象主要是在地理位置、经济发展程度和文化传统等方面相似或相近的国家(地区)。

总体上,经济风险、金融风险和政治风险对 FDI 是有影响的,这是国外学者研究的共识,但由于研究角度和方法的差异,他们在国家风险影响 FDI 的程度、方向和具体途径上并没有形成一致意见。更重要的是,这些研究并没有将国家经济风险从国家风险中独立出来,也没有从发展中国家作为外资输出国角度研究 FDI 受国家经济风险影响的特点。本文的创新之处在于:一是在国家风险概念基础上提出国家经济风险概念,从而将经济风险与金融风险提炼出来,考虑其对 FDI 的影响;二是以中国这个最大发展中国家为研究对象,分析其作为 FDI 输出国受东道国国家经济风险影响的特点。

(二)研究假设

综合以上研究成果并结合中国企业对外直接投资实践,本文就国家经济风险与中国企业对外直接投资之间的关系提出两个基本假设。

首先,已有研究表明包括经济风险、金融风险和政治风险在内的国家风险对 FDI 的负面影响是显著的,不管影响的程度和方式如何。但是这些研究均将发展中国家作为风险来源地,没有考虑发展中国家尤其是中国作为 FDI 的输出国已经在国际直接投资格局中占据重要地位。与此同时,现有的研究也没有对当今世界经济金融危机对 FDI 的影响给予足够重视。为此,我们提出以下假设:

假设 1:国家经济风险对中国企业对外直接投资有负面影响。

其次,从 FDI 的理论与实践发展脉络看,母国经济实力的增强、对外经济交流的扩大必然会促使资本的跨境流动而出现 FDI,因此影响 FDI 的不仅包

括东道国的宏观经济因素,必定还包括母国经济增长和对外经济活动强度和规模等。此外,鉴于中国对外直接投资中大量的国企背景,政府政策主导和扶持型的对外投资活动是典型特征,因此我们还需要验证中国政府参与的作用。Dunning(2008)指出,制度力量对于企业的战略选择而言可能阻碍也可能提升企业的资源和能力;Wang等(2010)则通过实证分析方法将政府参与的作用(即国有化程度)这种最重要的制度力量纳入到模型中,验证了政府支持对企业对外直接投资的重要作用。为此,我们提出以下假设:

假设2:经济增长、经济开放程度以及政府政策支持均有利于中国企业对外直接投资的增长。

(三)变量选择与数据来源

按照计量经济学模型建立的一般规则,变量选取主要包括三个部分:被解释变量、解释变量和控制变量。

被解释变量是中国企业对外直接投资(OFDI)。为避免时间序列数据的自相关性,我们采用对外直接投资存量的年增长率,该增长率主要以商务部《中国对外直接投资统计公报》和联合国贸易和发展会议《世界投资报告》所公布的数据为基础计算得到。

解释变量是国家经济风险指数(CERI),该指数来源于国际著名的国际风险评估机构——美国政治风险服务集团(The PRS Group)公布的月度基础数据。^⑤CERI指数的构建方法是:第一步,以各年度中国企业对外投资东道国为范围,将ICRG公布的各国国家风险指数中的经济风险指数(ERI)和金融风险指数(FRI)按年加总,得到年度平均指数;第二步,以中国企业对各东道国投资额占当年投资总额的比重为权重对以上平均指数加权求和,最终得到CERI指数。该指数全面、动态、真实地反映了OFDI的国家经济风险整体状况。

控制变量严格意义上讲也是解释变量,对被解释变量有重要影响。根据已有文献研究结论和本文假设,本文控制变量主要有五个:

经济增长率(GDP增长率)。经济增长率是衡量一国经济增长的重要指标,经济增长率高表明这个国家经济活力较强,市场发展前景广阔,也能反映出该国对外投资的潜力和实力。因此,从一般意义上讲,经济增长率越高的时期往往也是对外直接投资越活跃的时期。我们采用国家统计局公布的国内生产总值指数来代表经济增长(1994—2010)。

出口依存度(RDE),即出口产品价值与国内生产总值的比例。该指标既反映了一国经济的开放程度,也反映了该国企业在世界市场中寻求新的市场和潜在收益的能力。一般来说,出口依存度越高的国家,企业的国际竞争力也越强,其对外投资的扩张能力也越强。该数据主要来自于国家统计局统计公报(1994—2010)。

汇率(ER)。Aliber(1970)提出了资本化率理论,认为持强币国的资本化

率高于持弱币国,因此,跨国公司的对外直接投资是从持强币国流向持弱币国。前者在购买后者的实物资产时,后者的资产价值低从而购买成本较低。因此一国本币升值、外币相对贬值会促进一国的对外直接投资。该数据由中国人民银行统计数据库数据(1994—2010)计算得到。

国内实际利率(RI)。凯恩斯指出,一国利率和投资具有反向变动关系,利率提高会增加企业的投资成本,在预期收益率不变的前提下将导致国内投资下降。对一国对外直接投资而言,如果投资的资金来源为国内借款,国内利率提高同样会导致对外直接投资的减少,即国内利率和对外直接投资负相关。模型中我们采用实际利率(即名义利率减通货膨胀率),具体数据来源于国家统计局官方网站数据库。

政府政策变量(GP)。考虑到政府宏观政策的定性性质,本文引入相应虚拟变量。以政府宏观政策是否积极促进国内对外直接投资为标准,相对限制阶段取值为 0,积极鼓励时期为 1。在 1994—2010 年,我国对外直接投资的政策发展过程大致可分为两个阶段:第一阶段(1994—2001 年):伴随着我国对经济发展中的经济过热等问题进行结构性调整,对外直接投资也进入调整阶段,国家对新的对外直接投资实行严格的审批政策,我们将这一阶段政府政策变量取值为 0。第二阶段(2002 年至今):伴随着“走出去”战略的实施,国家鼓励和支持有比较优势的各种所有制企业对外投资,带动商品和劳务出口,形成一批有实力的跨国企业和品牌,此后,国家先后出台文件进一步降低审批标准,简化审批程序,中国对外直接投资呈现出明显的增长态势,我们将这一阶段政府政策变量取值为 1。

我们预计 CERI 的系数符号为正,控制变量中经济增长率、出口依存度和政府政策变量的系数符号为正,汇率和实际利率的系数符号为负。

三、计量模型构建与分析

(一)模型设定

本文借鉴 Kevin(2005)和 Wang 等(2010)的研究思路,建立国家经济风险与 OFDI 的动态实证分析模型。此外,为了考察国家经济风险通过经济增长、出口依存度、汇率变动、利率变动和政府政策对 OFDI 所产生的间接影响,模型中加入了国家经济风险指数与出口依存度和汇率变动的交互项,以验证国家经济风险的变化是否可以通过影响汇率和利率的变化间接影响对外直接投资。因此,为分析国家经济风险对中国企业对外直接投资的直接和间接影响,本文采用时间序列数据建立如下回归方程(为消除异方差,所有变量除虚拟变量外均取对数形式),并利用最小二乘法进行估计:

$$\begin{aligned} \log \text{OFDI}_t = & \beta_0 + \beta_1 \log \text{CERI}_t + \beta_2 \log \text{GDP}_t + \beta_3 \log \text{RDE}_t + \beta_4 \text{ER}_t + \beta_5 \text{RI}_t \\ & + \beta_6 \text{GP}_t + \beta_7 (\log \text{CERI}_t \times \log \text{GDP}_t) + \beta_8 (\log \text{CERI}_t \times \log \text{ER}_t) \end{aligned}$$

$$+\beta_9(\log \text{CERI}_t \times \log \text{RI}_t) + \epsilon_t \quad (1)$$

其中, β_1 表示国家经济风险对 OFDI 的影响程度, β_2 、 β_3 、 β_4 、 β_5 和 β_6 分别表示控制变量对对外直接投资的直接影响, β_7 、 β_8 和 β_9 分别表示国家经济风险通过影响经济增长、汇率和利率变动对中国企业对外直接投资产生的间接影响, ϵ 表示残差项。根据之前的经验判断, β_4 、 β_5 、 β_8 和 β_9 的符号预计均为负, 其余变量参数符号预计为正。

(二) 变量统计性质与多重共线性检验

由于解释变量的多重共线性往往会导致部分变量无法通过显著性检验, 我们利用相关系数矩阵对解释变量之间的相关性进行检验。检验结果见表 1。

表 1 变量描述性统计与相关系数矩阵

	变量	均值	标准差	1	2	3	4	5	6
1	CERI	0.006	0.031	1.000	-0.184	0.060	0.474	-0.037	0.571
2	RI	0.065	0.182		1.000	0.363	-0.401	-0.179	-0.185
3	RDE	0.266	0.065			1.000	-0.270	-0.159	-0.271
4	GDP	1.146	0.201				1.000	0.157	0.080
5	GP	0.411	0.507					1.000	-0.208
6	ER	7.981	0.596						1.000

从表 1 可以看出, 所有解释变量之间的相关程度较低, 多重共线性的可能性较小, 可以进行下一步分析。

(三) ADF 平稳性检验

由于我们所选数据均为时间序列数据, 如直接应用最小二乘法建立回归模型很可能导致伪回归发生。根据计量建模的原则, 我们需要对变量(除虚拟变量外)进行 ADF 平稳性检验, 以确认变量是否属于同阶平稳序列。经检验(见表 2), 所有变量均为一阶单整序列, 可以进行协整检验。

表 2 ADF 检验结果

变量	检验形式	ADF 值	1%临界值	5%临界值
OFDI	C, 0, 1	-1.254	-4.011	-3.100
Δ OFDI	0, 0, 1	-2.821	-2.776***	-1.970
CERI	C, 0, 1	-2.975	-3.963	-3.082
Δ CERI	C, 0, 1	-3.757	-4.011	-3.100**
RI	C, 0, 1	-2.578	-3.963	-3.082
Δ RI	C, 0, 1	-3.862	-4.011	-3.100**
RDE	C, 0, 1	-1.482	-3.963	-3.082
Δ RDE	0, 0, 1	-2.523	-2.757	-1.968**
GDP	C, 0, 1	0.562	-3.963	-3.082
Δ GDP	C, 0, 1	-4.263	-4.011***	-3.100
GP	C, 0, 1	-0.732	-3.963	-3.082
Δ GP	0, 0, 1	-2.449	-2.757	-1.968**
ER	C, 0, 1	-0.059	-4.011	-3.100
Δ ER	C, 0, 1	-2.521	-3.100	-2.493**

注: 检验形式中 C 表示带有常数项, 0 和 1 分别表示不含趋势项和滞后一阶; *, ** 和 *** 分别表示 10%、5% 和 1% 的显著性水平。

(四)协整检验

协整检验是对时间序列数据之间是否存在长期均衡关系的一种统计验证。由于所有变量均为一阶单整序列,故可进行协整检验,具体而言就是对方程(1)的拟合残差 resid 进行平稳性检验。检验结果见表 3。

表 3 resid 的平稳性检验

ADF 统计值	概率值	显著性水平	T 统计值
-4.069	0.000	1%	-5.246**
		5%	-3.551
		10%	-2.931

从表 3 中可见,在 5%的显著性水平下,残差项 resid 本身就是平稳序列,则 OFDI 与 CERI、RI、RDE、GDP、GP 以及 ER 之间存在长期稳定的均衡关系。

(五)模型估计结果及说明

表 4 中所有回归结果均为最小二乘法估计所得,从模型的判定系数来看,模型估计效果较好,其整体估计的拟合优度也都较高。根据以上估计方程,本文对计量模型回归结果给予进一步说明。^⑤

表 4 模型估计结果

解释变量	模型(1)	模型(2)	模型(3)	模型(4)	模型(5)
logCERI(-2)	0.544*** (6.731)	1.632*** (4.666)	7.183*** (3.406)	1.600*** (3.612)	5.672*** (6.265)
logGDP(-1)	38.479*** (3.787)	-23.515 (-1.150)	35.660*** (3.408)	16.581* (2.161)	-55.196*** (-3.238)
logRI(-1)	-0.423*** (-5.474)	-0.399*** (-10.064)	-0.4325** (-5.2059)	1.0578 (-1.7446)	-1.3055* (-3.3547)
logRDE(-1)	-3.221*** (-2.971)	-3.289*** (-6.016)	-3.212** (-2.731)	-3.442* (-2.546)	-3.215*** (-9.211)
GP(-1)	1.641** (2.518)	1.868*** (6.266)	1.662** (2.672)	1.982** (2.800)	1.862*** (9.850)
logER(-1)	9.280** (-2.591)	-4.6300 (1.947)	-4.177*** (-5.376)	-1.455 (-1.248)	-1.789*** (-3.317)
logCERI(-2) ×logGDP(-1)		12.596*** (-3.133)			20.493*** (-5.127)
logCERI(-2) ×logER(-1)			-3.144** (-3.191)		-1.900*** (-3.869)
logCERI(-2) ×logRI(-1)				-0.345** (2.639)	-0.210* (-2.325)
C	-28.037*** (-3.538)	-13.578* (-2.154)	无常数项	无常数项	无常数项
R ²	0.991	0.998	0.989	0.986	0.999
Adjusted R ²	0.973	0.985	0.968	0.958	0.997

模型(1)显示,在没有加入交互项的情况下,解释变量和 5 个控制变量均显著通过了 t 检验,而且模型的拟合程度较好(R²达到 0.99)。具体来看,国家经济风险的确对中国企业对外直接投资产生了显著影响,这种影响在定量上表现为国家经济风险指数每增长 1 个百分点,OFDI 存量将增长约 0.54 个百

分点,也就是说国家经济风险的改善有助于 OFDI 增长,这个结果与假设 1 是吻合的。实际上,中国企业对外直接投资的国际环境与西方企业海外直接投资兴起时的国际环境相比,国家经济风险总体上有一定程度改善,这也是 OFDI 得以迅速扩张的重要外因。此外,5 个控制变量同样对 OFDI 有着实质影响:从定量上看,中国经济增长率每增长 1 个百分点,将使得 OFDI 存量增长率增加 38.479 个百分点,经济增长速度的加快是中国企业对外直接投资的物质基础。实际利率对 OFDI 的影响是负向的,这个与我们的预期的符号是一致的,中国国内实际利率每上升 1 个百分点,OFDI 增长率将下降 0.423 个百分点,利率作为中国企业对外直接投资的重要成本指标显著影响着后者的规模和流向,较低的国内实际利率可以降低国内企业筹资进行海外直接投资的经济成本。出口依存度对 OFDI 的影响是负向的,这与我们的假设是相背的,但是这并不意味着出口增长对 OFDI 没有促进作用。实际上,出口的增长一直是中国贸易顺差和外汇储备增长的主要来源,进而也是中国企业对外直接投资的重要资金渠道,但是从经济发展的一般轨迹来看,出口和对外直接投资作为企业跨国经营的两种基本战略存在着彼此替代的关系(Robert,1957),即在一国开始实施对外经济战略初期,出口可能居于主要地位,但是随着要素禀赋的变化,对外直接投资的规模将显著增长,这时往往表现为出口依存度的稳定或降低,中国近几年的情况就是如此,目前出口依存度已经由 2007 年的最高值 37.53%下降到了 2010 年的 26.26%;而且由于中国经济总量的快速增长,以 GDP 为计算基数的出口依存度进一步降低了。政府作用变量的系数符号是正,这与我们的假设吻合,中国企业海外投资的大规模兴起的确与中国政府的政策有着密切联系,由于国有企业是海外投资的主力军,国有企业所代表的政策意图非常明显,国有大型企业是实施“走出去”战略的急先锋。最后,汇率对 OFDI 的作用也是负向的,即人民币兑美元的升值有助于对外直接投资的增长,这与我们的预期是相符的。汇率在海外投资中主要影响海外资产的结算法,人民币升值将导致以美元为计价和结算的海外资产变得相对“便宜”,从而有助于降低汇兑成本和风险。

模型(2)一模型(5)是将 CER1 与 GDP、ER 和 RI 的交叉项逐个引入模型中的计量结果。总体上看,以交叉项作为新解释变量在上述四个模型中都是显著的,而且交叉项回归系数的符号也与模型(1)中相应解释变量回归系数的符号一致,这表明国家经济风险除了直接影响 OFDI 外,还通过影响中国经济增长、汇率以及利率等变量间接影响 OFDI。实际上,随着中国对外开放和国际经济交往的逐步扩展和深化,中国已经成为全球化的重要参与者;与此同时,中国经济受国际经济动荡的影响也在加深,这种影响突出表现在国际经济金融风险(危机)对中国国内宏观经济及其主要经济指标的影响,这在历次金融危机中就可见一斑。

四、结论与建议

国家经济风险通过直接和间接两个途径影响中国企业对外直接投资,而且这种影响在长期内是显著的。控制变量中经济增长和政府政策变量对中国企业对外直接投资有明显的正向影响,而汇率、实际利率及出口依存度的变动则对中国企业对外直接投资有负面影响。因此,如何有效识别国家经济风险并加以控制和规避,对于中国企业“走出去”战略的成效及海外资产的价值增值具有战略意义。据此,我们建议:一是必须从国家层面高度重视国家经济风险对中国企业对外直接投资的影响,尽快建立中国自己的国家经济风险评估预警系统和机构,重点对经济和金融风险因素进行识别和评估;二是在政府主导下建立以经济和金融风险为投保要素的海外投资保险制度,并尽快签署覆盖面广的双边和多边投资担保协议,为中国企业海外投资构建政府层次的风险保障体系;三是中国企业自身要提高风险防范意识,建立完善的风险自我管理体系,通过本土化战略、多元投资战略以及撤退战略等防范和化解国家经济风险。

* 感谢中央财经大学经济学院张铁刚教授、蒋选教授、王业斌博士及北京师范大学姜磊博士等所提的宝贵意见,但文责自负。

注释:

- ①数据来源:UNCTAD, World investment report 2010, Annex Table 2, p4.
- ②数据来源:商务部,《2009 年度中国对外直接投资统计公报》,第 4 页。
- ③数据来源:UNCTAD, World investment report 2011, p190—192.
- ④数据来源:德勤官网,《崛起的曙光:中国海外并购新篇章》,2010 年 10 月。
- ⑤美国政治风险服务集团(The PRS Group)早在 1980 年就推出了国家风险指南模型(ICRG),该模型将国家风险指标分为政治风险(50%)、经济风险(25%)和金融风险(25%)三大类,各类指数每月定期向全球发布。详见 <http://www.prsgroup.com/ICRG.aspx>。
- ⑥考虑到 CERI、利率、汇率等宏观政策变量存在时滞,其对 OFDI 的影响存在滞后性,经过反复演算,我们将 CERI 指数取滞后两期,其余变量均取滞后一期。

主要参考文献:

- [1] Usher D. Political risk, economic development and cultural change[M]. The University of Chicago Press, 1965:453—462.
- [2] Robock S. Political risk: Identification and assessment[J]. Columbia Journal of World Business, 1971, 6(4):6—20.
- [3] Kobrin S J. Political risk: A review and reconsideration[J]. Journal of International Business Studies, 1979, 10: 67—80.
- [4] Yothin, Jinjarak. Foreign direct investment and macroeconomic risk[J]. Journal of Comparative Economics, 2007, 35:509—519.

- [5] Ghosh B N, Li E A L. Macroeconomic vulnerability and investment risks in the Middle East and North Africa Region[J]. *International Economics*, 2009, 62(1): 1—39.
- [6] Henisz W. The institutional environment for multinational investment[J]. *Journal of Law, Economics and Organization*, 2002, 16: 334—364.
- [7] Egger P, Winner H. Evidence on corruption as an incentive for foreign direct investment [J]. *European Journal of Political Economy*, 2005, 21: 932—952.
- [8] Lilia M, Serguei M, Fidel P. Sovereign risk, FDI spillovers, and growth[J]. *Review of International Economics*, 2008, 16(3): 463—477.
- [9] Nabamita D, Sanjukta R. Foreign direct investment, financial development and political risks[J]. *The Journal of Developing Areas*, 2011, 44(2): 303—307.
- [10] Wang C, Hong J, Mario K. Antecedents of outward FDI in emerging economies: The role of government involvement[R]. 上海: 上海对外贸易学院, 2010.
- [11] Kevin L. Risk, FDI and economic growth: A dynamic panel data analysis of the determinants of FDI and its growth impact in Africa[D]. Washington, D C: American University, 2005.

Country Economic Risks and FDI: Evidence from China

WANG Hai-Jun, QI Lan

(School of Economics, Central University of Economics and Finance, Beijing 100081, China)

Abstract: Based on country risk theory, this paper puts forward the concept of country economic risks and emphasizes the importance of analyzing FDI from the integrated angle of macroeconomic and financial risks. This paper applies an econometric model to analyze the long-term equilibrium relationship between country economic risks and OFDI through the statistic OFDI data of Chinese firms. It finds that country economic risks really have significantly negative effects on OFDI, and control variables such as economic growth and government policy have some positive impacts on OFDI while real interest rates, exchange rates and export dependence have some negative impacts on OFDI. Therefore, it proposes that the resolution of the adverse effects of country economic risks should depend on strengthening the construction of assessment and early warning system of country economic risks, and establishing sound bilateral and multilateral investment protection systems.

Key words: country economic risk; FDI; empirical analysis

(责任编辑 周一叶)