

# “一带一路”倡议有利于沿线国家 外部财富增值吗

——基于估值效应的视角

杨 权 汪 青

**摘要：**本文基于2005—2019年130个经济体的样本数据，利用倾向得分匹配和双重差分法（PSM-DID）考察了“一带一路”倡议对沿线国家外部财富中估值效应变动的影响。结果表明：“一带一路”倡议显著改善了沿线国家外部头寸中的估值效应，有助于沿线国家外部财富的升值；机制检验显示“一带一路”倡议通过提升沿线国家权益资产规模和优化结构改善了其外部头寸中的估值效应；异质性分析表明估值效应的改善具有一定的“亲贫”特征，即效应改善对收入处于中高等和中低等、金融发展程度较低、经常账户持续性逆差且在丝绸之路经济带的陆地国家更为显著和稳健。本文的研究为理解“一带一路”倡议功能的发挥提供了新视角，为回应国际层面炮制的“债务陷阱”论提供科学论证，在助力“一带一路”倡议高质量发展的同时，为区域内部成员增强外部调整能力，实现外部财富的保值、增值提供经验依据。

**关键词：**“一带一路”；外部财富；估值效应；资产结构

[中图分类号] F811 [文献标识码] A [文章编号] 1002-4670 (2021) 07-0125-17

## 引 言

全球金融危机后，以经常账户衡量的全球失衡状况有所缓解，但从国际投资头寸视角看待的资本与金融账户存量失衡问题仍在持续恶化（刘威等，2017<sup>[1]</sup>；Alberola et al.，2020<sup>[2]</sup>）。中美两国提供了鲜明的例证，美国存在持续性经常账户赤字但其外部资产却通过金融调整渠道实现了增值，这种通过金融调整渠道实现的外部财富的损益变化被称为估值效应，其衡量的是存量国际头寸中由汇率或资产价格波动所导致的头寸价值变动的部分（Lane and Milesi - Ferretti，2001<sup>[3]</sup>；IMF，2005<sup>[4]</sup>）。然而，该估值效应的影响具有双面性，以中国为代表的新兴经济体的外

[收稿日期] 2021-02-23

[基金项目] 国家社会科学基金“一带一路”建设研究专项“共建‘一带一路’中的债务可持续性问题的研究”（19VDL008）

[作者信息] 杨权：厦门大学经济学院教授；汪青（通讯作者）：厦门大学经济学院博士研究生，电子邮箱 QingWang\_xmu@126.com

部财富存在无谓流失。事实上，这也是外部财富遭受损失的广大新兴经济体和发展中经济体的真实缩影与写照。一般认为，汇率与资产价格波动是影响估值效应的直接因素（Lane and Shambaugh, 2010<sup>[5]</sup>），而越来越多的学术研究则揭示出国际投资头寸中的资产配置结构差异成为影响估值效应的深层次因素（Tille and Wincoop, 2010<sup>[6]</sup>；Sa and Viani, 2013<sup>[7]</sup>；梅冬州和赵晓军, 2015<sup>[8]</sup>；齐天翔等, 2016<sup>[9]</sup>）。

2013年9月和10月，中国国家主席习近平在访问哈萨克斯坦和印度尼西亚期间，先后提出共建“丝绸之路经济带”和“21世纪海上丝绸之路”（简称为“一带一路”）的重大倡议，得到国际社会的高度关注。“一带一路”倡议的推进对区域内外不同类型资本的流动格局进行了重塑，沿线国家在承接外商直接投资（FDI）流入的同时，资本“走出去”的步伐也向前迈进。从沿线国家近几年的投资实践来看，对外总资产上升的幅度显著高于总负债，且外部头寸中权益资产结构比重稳步上升而权益负债结构保持相对稳定的趋势愈发明显<sup>①</sup>。对境外FDI是导致权益资产占比上升的重要原因，这一资产配置结构的相对变动进而对一国外部财富产生了影响。在资产配置结构差异日益成为影响外部财富中估值效应变动的深层次因素的背景下，我们不禁要问，“一带一路”倡议的推进对沿线国家外部财富的估值效应变动产生了何种影响？对这一问题的深入研究有助于从外部财富角度理性认识“一带一路”倡议功能发挥的新视角，为持续推进并迈向高质量发展的“一带一路”倡议创造相应的动力，同时也在实践层面为推进外部调整，实现外部财富的保值、增值提供相关的政策启示。

## 一、文献综述

与本文探讨主题密切相关的一类文献是围绕估值效应，探讨其影响因素及其在一国外部调整中的运用。传统国际经济学认为一国（地区）对外财富是经常账户累积的结果，然而，以Lane和Milesi-Ferretti（2001）为代表的学者较早发现一国（地区）持有的净外部资产中由汇率和资产价格变动引致的外部财富的变动在经常账户中并未体现，导致国际投资头寸的变动与经常账户余额并不一致，他们将这一财富变动损益称之为估值效应。此后，Lane和Milesi-Ferretti（2007）<sup>[10]</sup>构建了各国（地区）外部财富数据库，有力地推动了后续学者对估值效应的相关研究。

在影响估值效应的因素方面，汇率和资产价格的变动被认为是最直接的因素。Lane和Shambaugh（2010）将估值效应的变动划分为由汇率波动引致和由资产价格波动引致的两部分。后续学者在其分解基础上展开了较多的实证分析，但关于汇率和资产价格收益率对估值效应的影响程度存在争议（宋芳秀和冯天骄, 2014<sup>[11]</sup>；齐天翔等, 2016；杨权和鲍楠, 2017<sup>[12]</sup>）。与此同时，部分学者对影响估值效应的深层次因素进行了挖掘。当收益率变动较大的权益性资产在一国（地区）外部头寸中占据较高比例时，基于汇率和资产价格波动引致的一国（地区）对外净资产中估值效应的影响就较大（Tille and Wincoop, 2010；梅冬州和赵晓军, 2015）。基于此，多数学者

<sup>①</sup>对于外商直接投资（FDI）、证券投资中的股权投资以及衍生金融工具，其收益风险较大，资产价格易于波动，被划定为权益资产。

提出外部头寸中资产配置结构差异是影响估值效应的深层次因素(王博和刘澜飏, 2013<sup>[13]</sup>; 刘琨, 2016<sup>[14]</sup>; 刘坤和郭其友, 2020<sup>[15]</sup>)。在估值效应的运用方面, 学者们强调以估值效应为核心的金融调整渠道在外部失衡调整中的重要作用。Gourinchas和Rey(2007)<sup>[16]</sup>开创性地引入金融渠道探讨其对外部调整的影响, 在构建综合外部失衡指标的基础上, 运用美国的数据证实了约27%的动态外部调整是通过估值效应实现的。范小云等(2011)<sup>[17]</sup>认为基于金融渠道的估值效应对一国(地区)外部调整机制的影响愈发重要。肖立晟和陈思翀(2013)<sup>[18]</sup>的研究表明金融调整渠道能够解释约12%的中国外部失衡动态变化。Devereux和Sutherland(2010)<sup>[19]</sup>、Ghironi等(2015)<sup>[20]</sup>基于动态一般随机均衡模型的分析揭示了金融调整对外部失衡的重要缓冲功能。

另一类相关文献则是从区域经济金融一体化和“一带一路”倡议层面探讨对估值效应的影响。就金融一体化层面, Tille(2008)<sup>[21]</sup>指出金融一体化的发展加深了一国(地区)外部头寸中的金融杠杆效应。Bogdanov和Filippeschi(2017)<sup>[22]</sup>认为金融一体化使得发达经济体持有的大量外部资产和负债受资产价格和汇率的传导有利于获得正向估值效应。陈小凡等(2019)<sup>[23]</sup>发现东亚金融一体化带来的估值效应能够满足风险分担的前提条件。落实到具体的“一带一路”倡议层面, 学者们对“一带一路”倡议推进贸易投资便利化、深化金融合作、缓解企业融资约束和促进经济发展方面做了较多的探讨(金刚和沈坤荣, 2019<sup>[24]</sup>; 杜婕和张墨竹, 2019<sup>[25]</sup>; 徐思等, 2019<sup>[26]</sup>; 吕越等, 2019<sup>[27]</sup>; 张宇, 2020<sup>[28]</sup>)。然而, 相关研究尚未涉及从国际投资头寸角度阐述“一带一路”倡议对沿线国家外部财富估值效应的影响。

从对现有文献的脉络梳理来看, 关于区域一体化对估值效应的影响及作用机制方面的研究, 目前仅限于金融一体化与估值效应之间的初步探讨, 尚未有关于经济一体化, 尤其是具体到贸易投资一体化与估值效应方面的探讨。“一带一路”倡议为该领域的进一步探索提供了一个准自然实验。相比以往的研究<sup>①</sup>, 本文的边际贡

①关于样本的说明: 本文选取130个经济体样本, 在PSM-DID的基准实验中, 将样本按地理位置严格区分为“一带一路”沿线国家与非沿线国家(地区)。其中, 关于“一带一路”沿线国家, 是根据中国“一带一路”网对沿线国家的统计, 在参考多数学者的界定和充分考虑数据可获得性的基础上选取。具体而言, 除中国以外的“一带一路”沿线国家为新加坡、缅甸、柬埔寨、菲律宾、马来西亚、泰国、印度尼西亚、土耳其、约旦、以色列、沙特阿拉伯、巴林、希腊、塞浦路斯、埃及、印度、巴基斯坦、孟加拉国、阿富汗、斯里兰卡、尼泊尔、不丹、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、乌兹别克斯坦、塔吉克斯坦、俄罗斯、乌克兰、白俄罗斯、格鲁吉亚、亚美尼亚、摩尔多瓦、蒙古国、阿尔巴尼亚、保加利亚、捷克、爱沙尼亚、拉脱维亚、塞尔维亚、黑山、匈牙利、立陶宛、克罗地亚、斯洛文尼亚、波黑、波兰、罗马尼亚等。以上样本构成了PSM-DID中的处理组。其余样本为非沿线经济体, 具体包括: 美国、英国、奥地利、比利时、丹麦、法国、德国、意大利、卢森堡、荷兰、挪威、瑞典、瑞士、加拿大、日本、芬兰、爱尔兰、马耳他、葡萄牙、西班牙、澳大利亚、新西兰、南非、阿根廷、玻利维亚、巴西、智利、哥伦比亚、哥斯达黎加、多米尼加共和国、厄瓜多尔、萨尔瓦多、危地马拉、海地、洪都拉斯、墨西哥、尼加拉瓜、巴拿马、巴拉圭、秘鲁、乌拉圭、牙买加、苏里南、中国香港地区、东帝汶、韩国、吉布提、阿尔及利亚、安哥拉、博茨瓦纳、布隆迪、喀麦隆、刚果民主共和国、贝宁、加纳、几内亚比绍、几内亚、肯尼亚、莱索托、利比里亚、马达加斯加、马拉维、马里、毛里求斯、摩洛哥、莫桑比克、尼日尔、尼日利亚、卢旺达、圣多美和普林西比、塞舌尔、塞内加尔、塞拉利昂、纳米比亚、苏丹、坦桑尼亚、多哥、乌干达、赞比亚、斐济、瓦努阿图、科索沃等。此外, 在后文中本文进一步界定了深度融入“一带一路”倡议经济体, 即样本考察期内与中国签订“一带一路”协议或谅解备忘录的经济体。具体包括: 奥地利、马耳他、葡萄牙、土耳其、新西兰、南非、玻利维亚、巴拿马、苏里南、沙特阿拉伯、埃及、阿富汗、孟加拉、缅甸、柬埔寨、斯里兰卡、东帝汶、韩国、马来西亚、尼泊尔、巴基斯坦、新加坡、泰国、马达加斯加、摩洛哥、苏丹、亚美尼亚、白俄罗斯、阿尔巴尼亚、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、保加利亚、摩尔多瓦、俄罗斯、塔吉克斯坦、乌克兰、乌兹别克斯坦、捷克、爱沙尼亚、拉脱维亚、塞尔维亚、黑山、匈牙利、立陶宛、蒙古国、克罗地亚、斯洛文尼亚、波黑、波兰、罗马尼亚等。

献在于：第一，从理论机制上讨论了“一带一路”倡议对沿线国家外部财富中估值效应变动的的影响，明晰这一问题有利于为理性看待“一带一路”倡议功能的发挥打开一个全新的视角，有助于从外部财富角度为“一带一路”倡议的高质量发展和行稳致远提供实践层面的佐证，同时能够对“一带一路”沿线国家增强外部调整，促进经济可持续发展给予相关启示；第二，依托客观严谨的因果识别策略对于准确评估“一带一路”倡议的政策效应较为关键，本文引入倾向得分匹配和双重差分相结合的方法对“一带一路”倡议估值影响的因果效应进行评估，在降低样本选择偏误和减弱内生性的基础上有效识别出“一带一路”倡议对沿线国家外部财富中估值效应变动的的影响；第三，从理论层面对“一带一路”倡议的实施影响沿线国家外部头寸中估值效应可能的作用机制进行了探讨，认为沿线国家政府支出增加产生挤出效应导致利率上升、外部资产中权益资产规模和结构的改善可能是“一带一路”倡议影响估值效应的重要作用渠道，并在实证层面予以验证。

## 二、理论机制及假说

“一带一路”倡议的实施对沿线国家外部财富中的估值效应会产生怎样的影响，其作用机制又如何？对这一系列的问题尽管缺乏先验性了解，但仍可以通过“一带一路”倡议本身的性质以及合作重点去寻找线索。

### （一）“一带一路”倡议的性质

“一带一路”倡议的性质集中体现在区域经济金融合作以及相应的一体化进程推进。在这一过程中，资本跨境自由流动使成员相互持有的资产和负债规模不断扩大，导致外部资产与负债整体呈现递增趋势，由汇率和资产价格波动引起的对外净资产头寸的变化部分相应增大，估值效应的变动更富有弹性。除了影响外部资产与负债的总体规模外，区域一体化进程的推进对外部资产结构的变化也具有重要影响。区域内部吸收外资流入，资本实现更为高效配置的同时，区域内部企业走出去的能力和动力得到进一步加强，受资本逐利的驱使，权益资产类的对外投资日益增加，外部资产结构的潜在优化趋势显著上升，从而有利于获取更高的外部资产收益。此外，区域一体化进程中经济协作与各类条款制度化对于维持经济体之间汇率和资产价格的稳定具有重要意义，区域协作安排加强了对汇率和资产价格异常波动的风险防范，能够有效避免负向估值效应造成的外部财富流失。

### （二）“一带一路”倡议的合作重点：设施联通、贸易畅通和金融融通层面

1. 设施联通下政府支出增加产生挤出效应致使利率上升：导致短期负向估值和长期正向估值效应

从设施联通角度看，基础设施互联互通是“一带一路”倡议的优先领域。基建支出不可避免地会增加生产性政府支出，一国政府财政支出的增加产生挤出效应进而导致利率上升，使得本币出现即期升值和远期贬值。纵观“一带一路”沿线国家，其外部资产中投资于发达经济体固定收益资产且以美元和欧元等外币计价的

资产都占据较高份额，与此同时，对外负债中FDI和股权负债占据较高比例且多以本币计价。从汇率变动来看，本币即期升值情况下外部资产贬值而负债保持相对稳定，从而导致了负向估值效应的产生。在长期中，由于本币贬值外部资产相应地实现升值，在负债保持相对稳定的情况下，一国外部净资产会获取正向的估值效应。从资产价格收益变动来看，利率的上升使得本国居民认为持有的债券收益率降低，通过财富效应的影响感觉自身财富贬值或者减少，从而导致对国外资产需求的减少，并最终导致一国对外净资产的下降，进而影响估值效应的变动。

## 2. 贸易畅通和金融通下权益资产规模和结构的改善：导致正向估值效应

从贸易畅通角度看，贸易投资合作是“一带一路”倡议的重点内容。随着沿线国家贸易投资便利化进程的推进，沿线国家在吸收外资流入的同时大量资本积极走出去以寻求高额收益，对外投资潜力的增加，一方面，得益于投资和贸易壁垒的消除，各国良好的营商环境得以构建；另一方面，贸易和投资作为影响经济基本面的因素，已然成为经济增长的重要引擎和驱动力，其对经济增长的促进效应被大量研究所证实。在“一带一路”倡议重点推进贸易投资合作的过程中，沿线国家基于此获得的经济发展效应为国内资本的快速积累提供了有力的保障，进一步为资本走出去提供了动力。从沿线国家的实践来看，对外股权投资部分保持相对稳定的同时对外直接投资部分显著增长，改变了国际投资头寸中权益资产规模和权益资产结构占比情况。相比以往主要投资于发达经济体债券等固定收益资产，权益资产的提升能够获取更高的期望收益，从而能有效防止估值效应恶化的趋势。

从金融通的角度看，金融通是“一带一路”倡议的重要支撑。金融合作深化、货币稳定、投融资以及信用体系建设的稳步推进对区域成员的金融发展具有重要的促进作用，经验证据和文献研究已普遍揭示金融发展对一国（地区）企业对外直接投资的显著推动效应，以对外直接投资为代表的权益性资产份额的提升有利于获取较高的正向回报，促使一国（地区）外部财富潜在增值。此外，推动亚洲债券市场的开放和发展作为金融通层面的重要任务和目标，能够吸收区域外部债券投资的流入，在一定程度上改变了以股权负债为主的负债结构，继而缓解外部财富的无谓流失。进一步，金融通对金融监管合作提出更高的要求，区域制度安排的完善以及区域性金融风险预警系统的构建为区域内外金融安全网的加固提供了有利的保障，减少汇率或资产价格异常波动等情况发生，有效避免一国外部财富估值效应的异常损失。

综合上述的理论分析，本文提出以下两个假说。

H1：“一带一路”倡议会显著影响沿线国家外部财富估值效应的变动，且这一影响整体呈现正向改善的变化趋势。

H2：“一带一路”倡议的估值效应影响可能存在两种作用渠道，一是表现为通过增加沿线国家财政支出产生挤出效应致使利率上升，二是改善沿线国家权益资产的规模和结构。

### 三、研究设计

#### (一) 模型设定

本文将“一带一路”倡议的提出视为一次准自然实验，利用双重差分法（Difference in Difference, DID）评估其对沿线国家外部财富中估值效应变化的影响效应。为有效降低样本选择偏差，本文在 DID 方法运用之前引入由 Rosenbaum 和 Rubin (1983)<sup>[29]</sup>、Heckman 等 (1997)<sup>[30]</sup> 发展而来的倾向得分匹配法（Propensity Score Matching, PSM），将 PSM 降低选择偏差和 DID 在一定程度上解决内生性问题并得出政策处理效应的优势相结合。具体步骤如下：首先，利用 PSM 找到与处理组最为接近的对照组；其次，利用匹配后的处理组和对照组进行 DID 回归，模型构建如下：

$$val_{it}^{PSM} = \beta OBOR_{it} + \gamma CV_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中，下标  $i$  和  $t$  分别代表经济体和年份。被解释变量  $val_{it}$  是被 GDP 标准化后的估值效应。 $OBOR_{it}$  为重点关注的核心解释变量，且  $OBOR_{it} = Treatment_i \times Post_t$ ，当样本经济体为“一带一路”沿线国家时， $Treatment_i = 1$ ，否则取值为 0；当样本经济体处于 2014 年及之后的年份时， $Post_t = 1$ ，否则取值为 0； $\beta$  即为本文所关心的“一带一路”倡议实施带来的估值效应影响。 $CV_{it}$  表示一系列的控制变量，主要包括一国经济发展水平 ( $pergdp$ )、贸易开放度 ( $tradeopen$ )、通货膨胀率 ( $inflation$ )、金融发展程度 ( $financialdeve$ )、汇率变动 ( $exchangerate$ )、对外资产总投资收益率 ( $R$ )、权益负债比重 ( $qyliability$ )、负债资产比 ( $liabilityassetratio$ ) 等。具体而言，一国（地区）经济发展会影响资本引进来和走出去的动力，通过影响外部头寸的规模和结构作用于一国（地区）外部财富的估值效应（Cuadra and Menna, 2019)<sup>[31]</sup>；贸易开放则往往伴随着资本开放，贸易合作的同时推动了资金在不同经济体或区域之间的流动，通过影响资本流动规模使得存量估值效应发生变动（Ding et al., 2019)<sup>[32]</sup>；通货膨胀则会通过影响经常账户余额间接对估值效应产生影响，尤其在债务收入以名义利率计价情况下，通货膨胀效应可能会扭曲经常账户余额，使得估值效应产生偏差（Herkenhoff and Sauré, 2021)<sup>[33]</sup>；一国（地区）金融发展水平可能会影响资产收益率渠道，如金融发展水平高的经济体善于培育成熟的跨国企业，并倾向于通过对外直接投资获取超额收益（Curcuru et al., 2013)<sup>[34]</sup>；汇率和投资收益率则是影响估值效应的直接因素，其本身变动能够引发估值效应相应的变动（肖立晟和陈思翀, 2013）；权益负债比重和负债资产比则反映了一国（地区）资产、负债结构分布情况，通过不同程度的对外报酬与利息支付对估值效应的变动产生影响（刘琨和郭其友, 2020）。此外， $\alpha_i$  为国家固定效应， $\delta_t$  为年份固定效应， $\varepsilon_{it}$  为误差项。

#### (二) 数据测度与说明

本文被解释变量为估值效应，参照 Tille (2008)、Devereux 和 Sutherland (2010) 的研究，净外部资产头寸的变动可以分解为经常账户和估值效应之和，对于国家  $i$  在时刻  $t$  满足以下等式：

$$NFA_{it} - NFA_{it-1} = CA_{it} + VAL_{it} \quad (2)$$

其中,  $NFA_{it}$  为一国(地区)净外部资产头寸, 即对外总资产与总负债之差,  $CA_{it}$  表示经常账户余额,  $VAL_{it}$  表示估值效应。考虑不同个体之间变量的可比性, 利用 GDP 对式(2)进行标准化:

$$\frac{NFA_{it} - NFA_{it-1}}{GDP_{it}} = \frac{CA_{it}}{GDP_{it}} + \frac{VAL_{it}}{GDP_{it}} \quad (3)$$

$$val_{it} = \Delta nfa_{it} - ca_{it} \quad (4)$$

其中,  $\Delta nfa$  是被 GDP 标准化后的净外部资产头寸变动差额,  $ca$  是被 GDP 标准化后的经常账户余额。由式(4)可测算本文的被解释变量  $val$ 。对于控制变量, 一国(地区)经济发展水平( $pergdp$ )用各国(地区)人均 GDP 来表示; 贸易开放度( $tradeopen$ )以货物和服务的进出口总额占 GDP 比重来衡量; 通货膨胀率( $inflation$ )用 CPI 的同比增长率表示; 金融发展程度( $financialdeve$ )用私营部门信贷总额占 GDP 比重来表示; 汇率变动( $exchangerate$ )采用直接标价法下美元对每个国家(地区)的双边名义汇率的波动率表示, 按照连续复利公式  $\Delta p_{it} = \ln p_{it} - \ln p_{it-1}$  计算; 对外资产总投资收益率( $R$ )从一国(地区)对外净资产跨期预算约束  $NFA_{t+1} = R_{t+1}(NFA_t + NX_t)$  推导而来, 其中  $NX_t$  表示净出口, 即货物和服务总出口  $X_t$  与总进口  $M_t$  之间的差值; 权益负债比重( $qyliability$ )用权益负债占总负债的份额来表示; 负债资产比( $liabilityassetratio$ )以总负债占总资产的比重来衡量。

本文收集了包括新兴经济体和发达经济体在内的共 130 个经济体 2005—2019 年的面板数据。各经济体外部总资产、总负债、权益负债的数据来自 Lane 和 Milesi-Ferretti (2001) 的外部财富数据库(The External Wealth of Nations, EWN), 目前更新至 2014 年, 对于 2015 年及其之后的数据利用各经济体的国际投资头寸表(International Investment Position, IIP), 按照 Lane 和 Milesi-Ferretti (2001) 的方法以相同口径进行取数。各经济体经常账户、GDP、人口、货物和服务总出口与总进口、CPI 指数、私营部门信贷总额、汇率等数据来自世界银行 WDI 数据库与联合国贸易和发展会议数据库(UNCTAD)。

## 四、实证分析

### (一) 基于 PSM-DID 方法的检验

首先运用 PSM 对样本进行匹配, 尽可能选取与“一带一路”倡议和估值效应相关的协变量, 包括经济发展水平、贸易开放程度、金融发展水平、通货膨胀率、汇率波动、对外资产总投资收益率和权益资本流入等。在实施近邻有放回匹配后, 验证了 PSM 满足平衡性假设和共同支撑假设两个识别条件<sup>①</sup>。表 1 显示了平衡性假设检验的结果, 表明经过倾向得分匹配后的处理组和对照组之间的差异显著降低, 无法拒绝处理组和控制组之间差异为零的假设, 整体而言, 样本符合平衡性条件。

<sup>①</sup>限于篇幅, 此处未报告核密度图, 可登陆对外经济贸易大学学术刊物编辑部网站“刊文补充数据查询”栏目查阅、下载。

表1 倾向得分匹配前后处理组与对照组的差异

变量	样本	均值		P 值
		处理组	对照组	
经济发展水平	匹配前	9 257.90	16 723.00	0.033
	匹配后	9 257.90	7 700.40	0.482
权益负债比重	匹配前	45.37	50.26	0.114
	匹配后	45.37	47.28	0.592
贸易开放度	匹配前	97.22	91.52	0.637
	匹配后	97.22	93.99	0.814
对外资产总投资收益率	匹配前	0.87	0.79	0.422
	匹配后	0.87	0.84	0.741
金融发展程度	匹配前	57.89	60.89	0.739
	匹配后	57.89	54.55	0.727
通货膨胀率	匹配前	4.48	4.46	0.984
	匹配后	4.48	4.22	0.716
汇率变动	匹配前	0.02	-0.05	0.494
	匹配后	0.02	0.05	0.208

通过 PSM 匹配后得到相应的处理组和控制组, 进一步根据方程 (1) 使用 DID 研究“一带一路”倡议对沿线国家外部财富中估值效应的影响, 同时控制经济体和年份的固定效应, 回归结果见表 2。其中, 列 (1) 是未加入控制变量的回归结

表2 “一带一路”倡议对沿线国家估值效应的影响

变量	(1)	(2)	(3)
<i>OBOR</i>	0.0381 ** (2.4402)	0.0457 *** (3.0160)	
<i>OBOR(new)</i>			0.0404 ** (2.0137)
<i>pergdp</i>		-0.0004 (-0.6786)	-0.0006 ** (-2.0297)
<i>tradeopen</i>		-0.0174 (-0.5075)	-0.0247 (-0.6986)
<i>inflation</i>		0.0918 (0.6436)	0.1665 (1.2965)
<i>financialdeve</i>		-0.1157 (-0.9917)	-0.0706 ** (-2.5480)
<i>R</i>		0.0001 (0.2859)	-0.0011 (-0.6162)
<i>exchangerate</i>		0.0808 *** (2.6627)	0.0743 *** (2.7825)
<i>qyliability</i>		-0.2214 ** (-2.1333)	-0.1715 *** (-3.0312)
<i>liabilityassetratio</i>		-0.0090 *** (-3.1485)	-0.0074 *** (-3.9268)
国家固定效应	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制
观测值	1425	1425	1890

注: 括号内报告的为 t 值; \*\*、\*\*\* 分别代表 5%、1% 的显著性水平。



果,列(2)是加入控制变量的回归结果,*OBOR*的系数均显著为正,表明“一带一路”倡议显著改善了沿线国家的估值效应,使得被GDP标准化后的估值效应平均增加了0.038~0.046个单位,意味着“一带一路”倡议的实施有效促进了沿线国家外部财富的升值,假说1得到验证。从控制变量来看,一国(地区)经济发展水平、贸易开放程度、通货膨胀率和金融发展状况等反映经济基本面的因素对估值效应的影响并不显著。此外,对外净资产的总投资收益率对估值效应的影响为正但不显著,可能源于总投资收益率未能明确区分不同类型资本的具体收益率导致。汇率波动有助于改善一国(地区)的估值效应,可能原因在于汇率波动为估值效应的变动创造了更大的空间,增大了净外部资产获取正向收益的概率。权益负债比重和总体负债资产比的提高则会对一国(地区)估值效应产生负向作用,原因在于一国(地区)权益负债与总体负债规模的上升增加了对外高报酬和利息支付进而导致了外部财富的流失。这与现有研究所揭示的国际投资头寸中各资产配置结构成为影响外部财富中估值效应变动的深层次因素的结论保持了一致(Tille and Wincoop, 2010; 梅冬州和赵晓军, 2015)。

## (二) DID估计的有效性分析

### 1. 平行趋势检验

借鉴Li等(2016)<sup>[35]</sup>、吕越等(2019)的研究,引入事件分析法(event study)对处理组和对照组的变化趋势进行考察,具体模型设定如下:

$$val_{it} = \beta_k \sum_{k \geq -5}^{5+} Treatment_i \cdot year_{2014+k} + \gamma CV_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

本文检验了“一带一路”倡议提出之前5年至样本最后一年的趋势变化, $year_t$ 为年度虚拟变量,当年观测值为1,其他年份观测值为0。式(5)中其他变量与基准方程(1)保持一致。图1汇报了平行趋势的检验结果,可以看出,2014年之前 $Treatment \times year$ 交乘项前的系数均不显著,表明在“一带一路”倡议实施前,沿线国家和非沿线国家(地区)的变化趋势具有一致性,不存在显著差异。而2014年及之后,处理组经济体外部财富中估值效应得到显著改善。因此,样本通过了DID估计所需的平行趋势检验。

### 2. 安慰剂检验

首先,考虑时间安慰剂检验,随机选取2014年之前的某个时期,将其设定为“一带一路”倡议推行的政策时间,进一步将样本时期划定在2005—2013年以考察是否仍然存在估值效应改善的作用效果(Topalova, 2010<sup>[36]</sup>; 范子英和田彬彬, 2013<sup>[37]</sup>)。为增进估计结果的稳健性,分别将政策冲击时点设定为2007、2008、2009、2010、2011、2012年,表3汇报了改变政策时点的反事实检验结果,可以发现核心解释变量*OBOR*的系数并不显著,因此可以有效排除其他潜在的不可观测因素对“一带一路”沿线国家估值效应改善的影响。

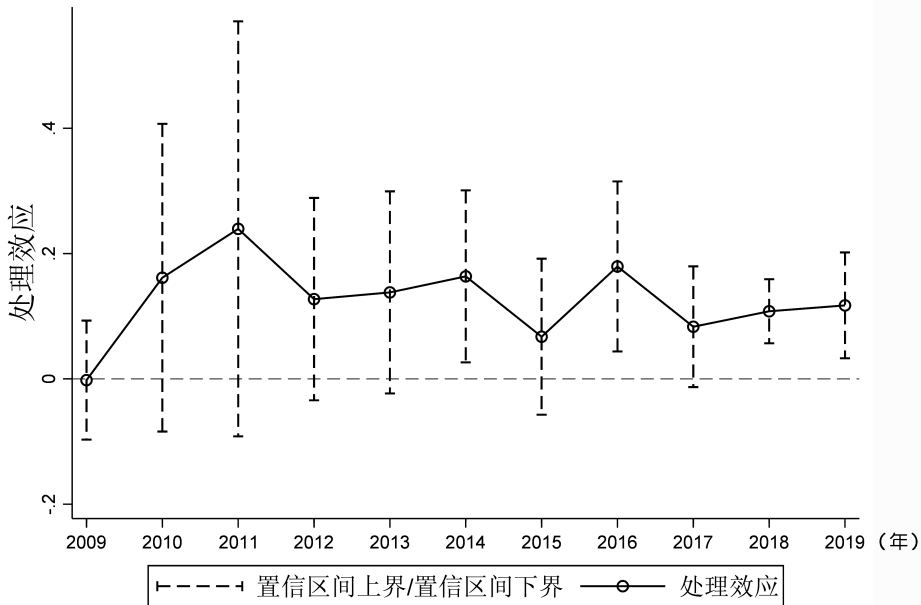


图1 平行趋势检验结果

表3 “一带一路”倡议对沿线国家估值效应的影响

变量	政策冲击为2007年	政策冲击为2008年	政策冲击为2009年	政策冲击为2010年	政策冲击为2011年	政策冲击为2012年
<i>OBOR</i>	0.0792 (0.9909)	0.1751 (1.3187)	0.1530 (1.5004)	0.1833 (1.2526)	0.1527 (1.3352)	0.0846 (1.5526)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
国家固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	855	855	855	855	855	855

注：括号内报告的为t值。

其次，考虑随机抽取实验组的安慰剂检验，参考Cai等（2016）<sup>[38]</sup>、Lu等（2017）<sup>[39]</sup>的研究，从样本中随机抽取“一带一路”沿线国家对基准结果进行安慰剂检验。随机抽取同等数目的“一带一路”沿线国家作为处理组，将剩余国家（地区）作为对照组，政策冲击的时间仍设定为2014年，继续遵循方程（1）的设定考察*OBOR*的系数。由于虚拟的处理组是随机生成的，因此理论上核心解释变量*OBOR*不会对被解释变量产生显著影响，即不存在显著的遗漏变量偏差的情况下，*OBOR*的回归系数不会显著偏离零点。为避免小概率事件对估计结果产生偏误，对上述过程进行500次的重复实验。图2汇报了500次随机试验下核心解释变量的估计系数核密度以及对应p值的分布图，可以发现，回归系数的均值接近零值（系数均值为-0.0007），绝大部分的p值大于0.1，且图2中垂直的实线所代表的实际估计系数在500次的反事实检验的估计系数中明显属于异常值。

因此，整体来看，估计结果并没有因为遗漏变量或其他不可观测因素导致严重偏误。

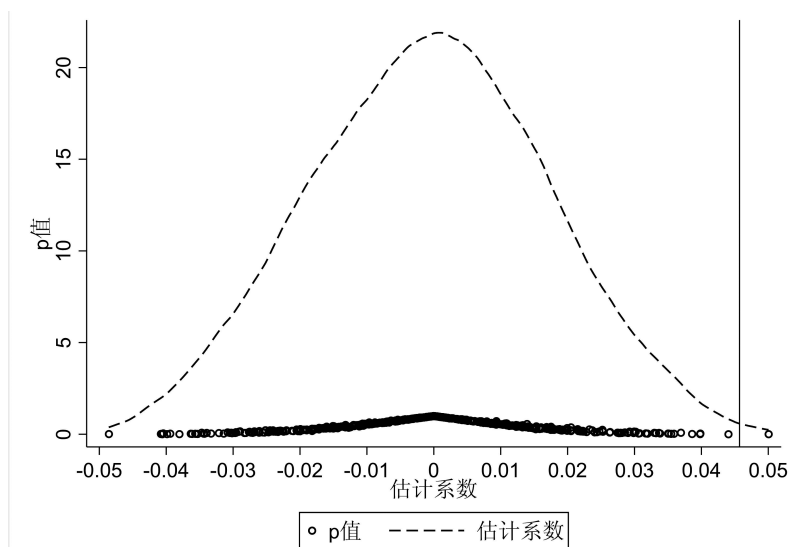


图2 随机抽取处理组的安慰剂检验

### （三）影响机制分析

本文尝试引入中介效应模型对前文的机制渠道进行验证，参考 Baron 和 Kenny (1986)<sup>[40]</sup>、郭晔等 (2020)<sup>[41]</sup>的研究，回归模型设定如下：

$$val_{it} = \beta OBOR_{it} + \gamma_1 CV_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$med_{it} = \xi OBOR_{it} + \gamma_2 CV_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

$$val_{it} = \beta' OBOR_{it} + \varphi med_{it} + \gamma_3 CV_{it} + \alpha_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (8)$$

其中， $med_{it}$  为中介变量，即“一带一路”倡议影响沿线国家外部财富估值效应的传导渠道，包括利率（ $rate$ ）、权益资产规模（ $qyscale$ ）、权益资产结构（ $qyratio$ ）。利率（ $rate$ ）采用各国（地区）实际利率来衡量；权益资产规模（ $qyscale$ ）采用权益资产总额来衡量，并进行了对数处理；权益资产结构（ $qyratio$ ）采用权益资产总额占对外总资产比重来表示。根据中介效应检验程序，首先，检验系数  $\beta$ ，若  $\beta$  不显著，中止中介效应分析。其次，检验系数  $\xi$  和  $\varphi$ ，若两个系数都显著，则进一步检验  $\beta'$ ， $\beta'$  显著表明中介效应显著， $\beta'$  不显著则为完全中介效应；若  $\xi$  和  $\varphi$  至少一个不显著，需通过 Sobel 检验进一步验证，该检验显著，则中介效应显著，反之则不显著。

表1报告了“一带一路”倡议对沿线国家外部财富估值效应的显著促进作用，即估计系数  $\beta$  显著为正，满足进行中介效应检验的条件。因此，本文将直接进行中介效应中式 (7)、式 (8) 的检验。首先，选择利率作为中介变量，从表4列 (1) 和列 (2) 的回归结果看，系数  $\xi$  和  $\varphi$  满足至少有一个不显著的条件，需要进行 Sobel

检验。从 Sobel 检验的 P 值来看,其结果远高于 0.1,中介效应不显著。因此,“一带一路”倡议并未通过政府支出增加产生挤出效应导致利率上升的传导渠道进而去改善一国(地区)外部财富的估值效应。其次,分别选择权益资产规模和权益资产结构作为中介变量,表 4 列(3)和列(4)显示,系数  $\xi$  和  $\varphi$  满足至少有一个不显著的条件,需要进行 Sobel 检验。由 Sobel 结果可知,存在以权益资产规模为中介变量的中介效应;表 3 列(5)和列(6)显示,系数  $\xi$  和  $\varphi$  均显著为正, $\beta'$  也同样保持显著,表明存在以权益资产结构为中介变量的中介效应。综合而言,“一带一路”倡议通过改善权益资产规模和权益资产结构的方式影响了沿线国家外部头寸中估值效应的变动。由此,假说 2 中作用机制分析的第二条渠道得到验证。

表 4 “一带一路”倡议影响沿线国家估值效应的机制分析

变量	利率渠道		权益资产规模和权益资产结构渠道			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
被解释变量	<i>rate</i>	<i>val</i>	<i>qyscale</i>	<i>val</i>	<i>qyratio</i>	<i>val</i>
<i>rate</i>		0.3551 (0.9752)				
<i>qyscale</i>				0.0057 (0.8407)		
<i>qyratio</i>						0.1338** (2.1319)
<i>OBOR</i>	0.0057 (0.7271)	0.0595*** (3.0568)	0.4835** (2.1789)	0.0426*** (2.9489)	0.0279** (2.0246)	0.0416*** (2.8245)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
国家固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1 224	1 224	1 350	1 350	1 350	1 350
Sobel 检验的 P 值	0.5632		0.0001			

注:括号内报告的为 t 值;\*\*、\*\*\* 分别代表 5%、1% 的显著性水平。

#### (四) 异质性分析

##### 1. 对不同收入经济体的区分

参照世界银行的划分标准,将“一带一路”沿线各国按照收入水平划分为高收入国家、中高收入国家、中低收入国家和低收入国家,进一步使用 DID 考察“一带一路”倡议对不同组别国家的估值效应的影响。从表 5 的回归结果来看,“一带一路”倡议对沿线国家估值效应的影响主要体现在中高收入国家和中低收入国家,对低收入国家估值效应的影响不显著,这一结果在考虑两种不同对照组的情况下稳健成立。从低收入国家可能存在的情况来看,其资本主动走出去的能力较弱,且制度监管的落后可能导致“一带一路”倡议对外部财富中估值效应的改善作用难以发挥。

表5 对不同收入国家的区分考察

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高收入国家		中高收入国家		中低收入国家		低收入国家	
<i>OBOR</i>	0.0418* (1.7241)	-0.2042 (-1.0142)	0.0564*** (2.7550)	0.0405** (2.4135)	0.0452*** (2.5956)	0.0552* (1.7601)	0.0058 (0.1372)	0.0011 (0.0230)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
国家固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	915	390	960	420	915	405	750	210

注：括号内报告的为t值；\*、\*\*和\*\*\*分别代表10%、5%和1%的显著性水平；其中，每一列对照组的选取，考虑了包括处理组之外的所有对照组与相对应的特定组别的对照组；以列（1）为例，对照组分别为其余所有对照组与仅包括高收入国家对照组两种情形，其余情况以此类推；后表同。

## 2. 对不同金融发展程度经济体的区分

将样本按照金融发展程度（采用私营部门信贷总额占GDP比重表示）进行分类，样本期间内指标均值位于总体样本金融发展中位数以上即为高金融发展程度的经济体，反之为低金融发展程度经济体，继而对样本进行分组回归。表6列（1）和列（2）报告了回归结果，可以发现，“一带一路”倡议对沿线金融发展程度低的经济体的估值效应改善作用更为稳健，并且这一效应是显著的。这一背后的可能解释在于，东道国（地区）低水平金融发展的影响导致权益性负债流入受限，对外高额报酬支付有所降低。此外，金融发展程度较低的经济体在“一带一路”倡议金融深化合作背景下存在较大的发展空间，外部财富增进的潜力不容忽视。

表6 对不同金融发展程度、经常账户的区分考察

变量	按金融发展程度划分				按经常账户划分			
	(1)		(2)		(3)		(4)	
	金融发展程度高	金融发展程度低	金融发展程度高	金融发展程度低	经常账户顺差	经常账户逆差	经常账户顺差	经常账户逆差
<i>OBOR</i>	0.0481*** (2.9018)	-0.0198 (-0.5286)	0.0391* (1.9418)	0.0476*** (2.7398)	0.0509 (1.2290)	-0.0289 (-0.8922)	0.0426** (2.2408)	0.0609*** (3.0659)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
国家固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
观测值	1200	750	930	675	915	390	1215	1035

注：括号内报告的为t值；\*、\*\*和\*\*\*分别代表10%、5%和1%的显著性水平。

## 3. 对经常账户顺差国与逆差国的区分

利用经常账户余额指标对个体进行划分，将样本期间内经常账户余额持续大于零且整个样本期间内经常账户余额均值大于零的经济体视为经常账户顺差国，再对样本进行分组回归。表6列（3）和列（4）报告了相应的回归结果，显示“一带一路”倡议对经常账户逆差国外部财富中估值效应的改善更为显著，有利于增进经常账户逆差国外部调整的可持续性。这一现象背后可能的原因在于，经常账户持续性顺差的经济体多数拥有较强的制造业，而金融开放和深化程度则相对欠缺，对

外进行权益性资产投资的动力不足，此外，经常账户持续性逆差经济体内需较为旺盛，居民高消费低储蓄的特征较为明显，同时伴随着强烈的高风险偏好，在对外的资产配置中更容易追求收益大、风险高的资产。

#### 4. 对海上与陆上丝绸之路经济体的区分

参考陈万灵和何传添（2014）<sup>[42]</sup>、吕越等（2019）的研究，将“一带一路”沿线各国（地区）进行地理划分，区分为位于海上丝绸之路的沿海国家和陆上丝绸之路的内陆国家（地区），再进行分组回归。表7列（1）和列（2）报告了回归结果，可以发现，“一带一路”倡议的实施对陆上丝绸之路国家（地区）的估值效应改善作用更加显著。相比沿海国家（地区），内陆国家（地区）交通更为闭塞。以基础设施为主的互联互通作为“一带一路”初级阶段的核心内容，内陆国家（地区）基于基础设施互联互通建设的经济发展潜力得到挖掘，对外投资能力进一步提升。

表7 对于海上和陆上丝绸之路经济体的区分考察

变量	(1)		(2)	
	海上丝绸之路	陆上丝绸之路	海上丝绸之路	陆上丝绸之路
<i>OBOR</i>	0.0528 (1.3012)	0.0550 (1.2298)	0.0418** (2.0943)	0.0361** (2.1824)
控制变量	控制	控制	控制	控制
国家固定效应	控制	控制	控制	控制
年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	930	810	1200	615

注：括号内报告的为t值；\*\*代表5%的显著性水平。

#### (五) 对深度融入“一带一路”倡议经济体的考察

本文进一步考察实际与中国签订“一带一路”协议或谅解备忘录的经济体，将其视为深度参与“一带一路”建设的经济体，并以各经济体实际签订政策文件的时间作为政策冲击的时点，重新实施PSM并在此基础上构建多时点的DID模型，此时的核心解释变量记为*OBOR(new)*，交互项系数即为深度参与“一带一路”倡议带来的外部财富估值效应的影响。表2列（3）报告了相关的结果，*OBOR(new)*系数显著为正，表明与中国签订“一带一路”协议或谅解备忘录显著改善了相关经济体的估值效应，意味着深度参与“一带一路”倡议实质性促进了其外部财富的升值。与此同时，这一系数大小与前文实验基本保持一致，可能原因在于，除个别经济体外，绝大多数与中国签订“一带一路”协议或谅解备忘录的经济体亦属于“一带一路”沿线国家。考虑到其余经济体签订文件的时间较晚限制了样本的考察，本文认为在未来深度参与“一带一路”倡议这一举措对相关经济体外部财富估值效应的改善效应会得到更为充分的发挥。

## 五、结论与启示

本文利用2005—2019年共130个经济体的面板数据，借助PSM-DID对“一带一路”倡议对沿线国家外部财富中估值效应的影响进行评估，研究结果表明：第

一,“一带一路”倡议的实施显著改善了沿线国家外部头寸中的估值效应,有效促进了沿线国家外部财富的升值,这一结论的有效性在一系列稳健性检验中得到验证;第二,“一带一路”倡议的实施通过提升沿线国家权益资产规模和权益资产结构的渠道改善了其外部头寸中的估值效应,减少了外部财富的无谓流失;第三,“一带一路”倡议对收入处于中高和中低、金融发展程度较低、经常账户处于持续性逆差、位于丝绸之路经济带的陆地经济体的估值效应改善作用更为稳健和显著。

基于以上结论,本文得到如下政策启示:首先,应继续积极推进“一带一路”倡议,推动其向高质量发展路径的转变,并注重从外部财富视角挖掘“一带一路”倡议的功能发挥效应,从而加深对“一带一路”倡议理念的宣传和推广,发扬区域合作和互利共赢的精神,进一步为全球自由贸易体系和开放型世界经济的构建做出贡献。其次,当前国际社会对“一带一路”倡议仍然存在加重沿线国家财政负担或“债务陷阱”论等诸多质疑和误解,而本文关于作用机制的研究揭示“一带一路”倡议并未通过增加政府支出产生挤出致使利率上升这一渠道发挥作用,更为重要的是,“一带一路”倡议对沿线国家估值效应的改善促进了外部财富的升值,外部头寸的正向利得能够有效缓解外部债务困境并增强债务可持续性。从这一层面看,本文冀望转变国际层面对“一带一路”倡议“债务陷阱”论的错误认知并纠正舆论导向偏差。最后,对于沿线国家而言,更加积极主动地依靠“一带一路”倡议要素有序自由流动、资源高效配置和市场深度融合的协作机制,紧抓贸易投资便利化带来的经济发展机遇,在确保本国对外资产安全性和流动性充足的情况下,鼓励国内企业积极“走出去”并实施多样化投资战略,优化外部权益资产结构以提升对外资产的收益率,通过改善估值效应实现外部财富的保值和增值。

#### [参考文献]

- [1] 刘威,黄晓琪,郭小波.金融异质性、金融调整渠道与中国外部失衡短期波动——基于G20国家数据的门限效应分析[J].金融研究,2017(7):29-44.
- [2] ALBEROLA E, ESTRADA A, VIANI F. Global Imbalances from a Stock Perspective: The Asymmetry between Creditors and Debtors [J]. Journal of International Money and Finance, 2020 (107): 1-20.
- [3] LANE P R, MILESI-FERRETTI G M. The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries [J]. Journal of International Economics, 2001, 55 (2): 263-294.
- [4] IMF. World Economic Outlook—Globalization and External Imbalances [M]. Washington, D. C: IMF Multimedia Service Division, 2005.
- [5] LANE P R, SHAMBAUGH J C. Financial Exchange Rates and International Currency Exposures [J]. American Economic Review, 2010, 100 (1): 518-540.
- [6] TILLE C, WINCOOP V. International Capital Flows [J]. Journal of International Economics, 2010, 80 (2): 157-175.
- [7] SA F, VIANI F. Shifts in Portfolio Preferences of International Investors: An Application to Sovereign Wealth Funds [J]. Review of International Economics, 2013, 21 (5): 868-885.
- [8] 梅冬州,赵晓军.资产互持与经济周期跨国传递[J].经济研究,2015(4):62-76.
- [9] 齐天翔,陈瑞,林博.亚洲国家估值效应波动分析[J].国际贸易问题,2016(6):50-57.
- [10] LANE P R, MILESI-FERRETTI G M. The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004 [J]. Journal of International Economics, 2007, 73 (2):

- 223-250.
- [11] 宋芳秀, 冯天骄. 中国估值效应的规模及结构分析: 2000—2012 [J]. 学习与探索, 2014 (7): 114-120.
- [12] 杨权, 鲍楠. 金砖国家估值效应的规模及结构分析: 1970—2015 [J]. 世界经济研究, 2017 (10): 93-111.
- [13] 王博, 刘澜飏. 金融渠道对中国外部失衡调整的影响研究 [J]. 经济学动态, 2013 (11): 82-87.
- [14] 刘琨. 估值效应的规模及结构的测算理论与方法研究——基于中、美、日及欧元区的比较分析 [J]. 世界经济研究, 2016 (1): 57-65.
- [15] 刘琨, 郭其友. 估值效应与外部权益资产结构: 基于 NOEM 分析框架的研究 [J]. 世界经济研究, 2020 (1): 54-67.
- [16] GOURINCHAS P O, REY H. International Financial Adjustment [J]. *Journal of Political Economy*, 2007, 115 (4): 665-703.
- [17] 范小云, 肖立晟, 方斯琦. 从贸易调整渠道到金融调整渠道——国际金融外部调整理论的新发展 [J]. 金融研究, 2011 (2): 194-206.
- [18] 肖立晟, 陈思翀. 中国国际投资头寸表失衡与金融调整渠道 [J]. 经济研究, 2013 (7): 20-34.
- [19] DEVEREUX M B, SUTHERLAND A. Valuation Effects and the Dynamics of Net External Assets [J]. *Journal of International Economics*, 2010, 80 (1): 129-143.
- [20] GHIRONI F, LEE J, REBUCCI A. The Valuation Channel of External Adjustment [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2015 (57): 86-114.
- [21] TILLE C. Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations [J]. *Journal of International Economics*, 2008, 75 (2): 41-55.
- [22] BOGDANOV B, FILIPPESCHI G. Financial Integration and Valuation Effects: Globalization or Americanization [R]. *European Economy - Discussion Paper 2017*, 45.
- [23] 陈小凡, 邹宏元, 陈丽. 金融一体化进程中的东亚风险分担研究——纳入估值效应渠道的实证 [J]. 亚太经济, 2019 (2): 33-42.
- [24] 金刚, 沈坤荣. 中国企业对“一带一路”沿线国家的交通投资效应: 发展效应还是债务陷阱 [J]. 中国工业经济, 2019 (9): 79-97.
- [25] 杜婕, 张墨竹. “一带一路”倡议对绿色金融发展的促进作用研究 [J]. 吉林大学社会科学学报, 2019 (3): 49-61.
- [26] 徐思, 何晓怡, 钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束 [J]. 中国工业经济, 2019 (7): 155-173.
- [27] 吕越, 陆毅, 吴嵩博, 等. “一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于 2005—2016 年中国企业绿地投资的双重差分检验 [J]. 经济研究, 2019 (9): 187-202.
- [28] 张宇. “一带一路”倡议是否降低了中国出口的隐性壁垒 [J]. 世界经济研究, 2020 (11): 3-14.
- [29] ROSENBAUM P R, RUBIN D B. The Central Role of the Propensity Score in Observational Studies for Causal Effects [J]. *Biometrika*, 1983, 70 (1): 41-55.
- [30] HECKMAN J J, ICHIMURA H, TODD P E. Matching as an Econometric Evaluation Estimator: Evidence from Evaluating a Job Training Program [J]. *Review of Economic Studies*, 1997, 64 (4): 605-654.
- [31] CUADRA G, MENNA L. Capital Flows and the Business Cycle [J]. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2019, (106): 103717.
- [32] DING H Y, JIN Y Y, LIU Z Y, et al. The Relationship between International Trade and Capital Flow: A Network Perspective [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2019 (91): 1-11.
- [33] HERKENHOFF P, SAURE P. How Expected Inflation Distorts the Current Account and the Valuation Effect [J]. *European Economic Review*, 2021, (135): 103721.
- [34] CURCURI S E, THOMAS C P, WARNOCK F E. On Returns Differentials [J]. *Journal of International Money and Finance*, 2013, 36 (9): 1-25.
- [35] LI P, LU Y, WANG J. Does Flattening Government Improve Economic Performance? Evidence from China [J]. *Journal of Development Economics*, 2016, 123 (2): 18-37.



- [36] TOPALOVA P. Factor Immobility and Regional Impacts of Trade Liberalization: Evidence on Poverty from India [J]. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2010, 2 (4): 1-41.
- [37] 范子英, 田彬彬. 税收竞争、税收执法与企业避税 [J]. *经济研究*, 2013 (9): 99-111.
- [38] CAI X, LU Y, WU M, et al. Does Environmental Regulation Drive away Inbound Foreign Direct Investment? Evidence from a Quasi-Natural Experiment in China [J]. *Journal of Development Economics*, 2016 (123): 73-85.
- [39] LU Y, TAO Z, ZHU L. Identifying FDI Spillovers [J]. *Journal of International Economics*, 2017 (107): 75-90.
- [40] BARON R M, KENNY D A. The Moderator-mediator Variable Distinction in Social Psychological Research: Conceptual, Strategic and Statistical Considerations [J]. *Journal of Personality and Social Psychology*, 1986, 51 (6): 1173-1182.
- [41] 郭晔, 黄振, 姚若琪. 战略投资者选择与银行效率——来自城商行的经验证据 [J]. *经济研究*, 2020 (1): 181-197.
- [42] 陈万灵, 何传添. 海上丝绸之路的各方博弈及其经贸定位 [J]. *改革*, 2014 (3): 74-83. 8

(责任编辑 王 瀛)

## Does “the Belt and Road” Initiative Help to Increase External Wealth of the Countries along the Route —Based on the Perspective of Valuation Effect

YANG Quan WANG Qing

**Abstract:** Using the sample data of 130 countries (regions) in 2005–2019, this paper examined the impact of “the Belt and Road” initiative on the external wealth of the countries along the route by introducing PSM-DID method. The results show that “the Belt and Road” initiative has improved the valuation effect in the external positions of the countries along the route significantly, which contributes to the appreciation of the external wealth. Mechanism test shows that “the Belt and Road” initiative improves the valuation effect in the external positions through increasing the equity asset amount of the countries along the route and optimizing the structure. Heterogeneity analysis reveals that the improvement of valuation effects has a certain degree “pro-poverty” characteristics. The improvement in the valuation effect is more significant and robust in the countries with middle-high and middle-low income, lower degree financial development, persistent current account deficit and inland location. The research provides a new perspective for understanding the function of “the Belt and Road” initiative and shows scientific evidence for responding to the “debt trap” theory concocted at the international level. It also provides empirical support for the high-quality development of “the Belt and Road” initiative construction and the strengthening of external adjustments among region members to achieve the preservation and appreciation of external wealth.

**Keywords:** “The Belt and Road” Initiative; External Wealth; Valuation Effect; Asset Structure