
生产性债务： 中国海外主权贷款与发展中国家经济增长

熊婉婷 张家诚 孙靓莹*

内容提要 近年来有关中国海外主权贷款会促进还是抑制债务国经济发展的国际争议愈演愈烈。本文基于世界银行国际债务统计数据库,检验来自中国、美国及世界银行的主权贷款在促进发展中国家经济发展方面的表现。结果发现,中国贷款能显著促进债务国经济增长,但美国和世界银行贷款的效果不佳。机制分析表明,中国贷款具有生产性债务特征,能够缓解国内融资约束,形成生产性投资,与贷款相关的还款压力对债务国而言也是可负担的。相比美国和世界银行,中国贷款在促进工业发展方面具有突出优势。本文为破除“债务陷阱说”提供了经验证据,也为中国资本如何促进全球发展提供了理论依据。

关键词 中国海外主权贷款 债务可持续性 “一带一路”

一 引言

近年来,中国对发展中国家的主权贷款规模不断增长。作为新兴债权人,中国海外贷款的经济影响逐渐成为国际社会争论的焦点,有关中国贷款的负面舆论也成为我国推进“一带一路”建设、开展“南南合作”和参与国际债务治理过程中的重大挑战。2023年是“一带一路”倡议提出10周年,在这一背景下,系统研究中国贷款如何影响

* 熊婉婷(通讯作者)、孙靓莹:中国社会科学院世界经济与政治研究所 北京市东城区建国门内大街5号 100732;张家诚:中国人民大学应用经济学院 北京市海淀区中关村大街59号 100872 电子信箱:wanting_xiong@sina.com(熊婉婷);zhangjch@ruc.edu.cn(张家诚);sunjy@cass.org.cn(孙靓莹)。

作者感谢国家社会科学基金青年项目(21ZDA097)和国家社科基金重大项目(21ZDA097)的资助,感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

发展中国家的经济发展,有助于回应国际社会关于中国资本“走出去”的疑虑,为继续践行“一带一路”倡议和全球发展倡议创造更客观的舆论环境。此外,通过对比中国与其他传统债权人在促进债务国经济发展方面的差异,可以更好地识别中国资本的优势和劣势。

关于中国贷款能否有效促进债务国当地经济发展,国际舆论提出了诸多质疑。有学者认为,中国正在重蹈西方投资者20世纪70年代的覆辙,很多投资浪费在无法带来任何经济效益的“白象项目”上(如无人使用的港口等)^①。另有观点指出,相比传统债权人,中国贷款对债务国偿债能力考虑得更少,会损害债务国的经济增长前景和债务可持续性(Onjala, 2018)。还有观点认为,中国贷款存在条款不透明和过于商业化等问题(Gelpern *et al.*, 2021)。更为激进的观点甚至把中国贷款看作一种“债务陷阱”,是迫使债务国在无法偿债时做出让步的外交手段(Parker, 2018)。

与此相对,也有很多研究认为中国贷款能够有效促进当地经济发展,并将中国贷款称为“造血金融”或“龙的礼物”(布罗蒂加姆, 2012;程诚, 2018)。这些研究认为,中国贷款是填补发展中国家融资缺口的重要外部资金来源,不但融资规模庞大而且具有耐心资本特征,在提高就业率、降低贸易成本、促进商业活动等方面都发挥了积极作用(Kaplan, 2016; Lin and Wang, 2017; Munemo, 2021)。

尽管关于中国贷款的争论愈演愈烈,但现有讨论还是以定性论述或案例研究为主,缺乏严谨的经验证据支持。相关文献更多关注外商直接投资(Foreign Direct Investment, FDI)和官方发展援助(Official Development Aid, ODA),很少以主权借贷(Sovereign Lending/Borrowing)为口径开展研究。造成这一现象的部分原因是缺乏权威可信的官方主权借贷数据,基于新闻报道构建的中国贷款数据库准确性存在争议,而且难以用于债权人之间的比较研究。

此外,现有研究也忽略了主权借贷与官方发展援助之间的巨大差异,西方主导的官方发展援助概念并不能完全刻画中国与发展中国家融资合作的真实情况(林毅夫和王燕, 2016)。首先,二者资金性质不同,资金供求双方的合作模式也有重大差异,在援助关系中,援助国的角色更为主动,对资金投向有决定权,并且对援助的使用会有很多附加条款,导致资金的使用效率低下且不一定符合受援国的实际需求(程诚, 2018)。而主权借贷是一种市场化行为,债务人和债权人之间是平等和互惠共赢的关

^① 相关评论文章参见 <https://www.economist.com/middle-east-and-africa/2017/07/20/china-goes-to-africa> 和 <https://www.ft.com/content/5bf4d6d8-9073-11e6-a72e-b428cb934b78>。

系。其次,援助和主权借贷在统计中重叠的部分主要是优惠贷款,这部分贷款在中国总体海外贷款中的占比并不大^①。最后,仅从资金规模来说,也有必要从主权借贷口径来理解中国资本崛起对世界经济影响。如图1所示,在大多数年份,中国为其他发展中国家提供的海外主权贷款金额都高于其官方发展援助和外商直接投资金额。

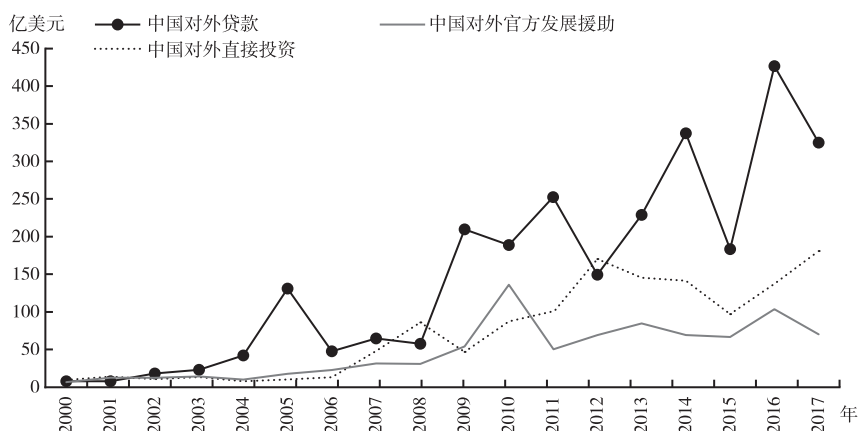


图1 中国对发展中国家不同类型的资本输出规模

说明:中国对外贷款数据来自世界银行国际债务统计数据库,中国对外官方发展援助数据来自威廉玛丽大学的AidData数据库,中国对外直接投资流量数据来自中国商务部。资金接受国只包含中/低收入国家。

在上述背景下,本文利用世界银行国际债务统计数据库(International Debt Statistics,以下简称IDS数据库),收集和整理1995-2019年中国与116个中低收入发展中国家的双边主权借贷数据,以此为基础分析中国贷款能否促进债务国经济增长,通过哪些机制发挥作用,并对中国贷款与美国、世界银行等传统债权人的外部贷款做出比较。IDS数据库是目前关于发展中国家外债信息最全面、最权威的数据来源,其信息主要来自债务国政府向世界银行提交的外债统计报告,工作人员还会把这些信息与来自经合组织等国际机构的官方文件进行比对校验。Bunte(2019)认为,基于合并数据库的债权人对比研究容易因为数据统计方法不同而产生偏误,世行数据库采用相同方法统计不同债权人的信贷数据,更适合用来开展对比研究。即使存在某些

^① 世界银行国际债务统计数据库显示,2019年中低收入发展中国家对中国的主权债务存量中约有33%为优惠债务。HRT数据库也显示,中国贷款中约有25%的贷款具有一定的优惠性质。

统计偏误,只要这种偏误对所有债权人是一致的,就不会影响对比研究的准确性。

参考世界银行的定义,本文把中国海外主权贷款定义为中方债权人对其他国家具有主权信用担保的债务人主体的外部贷款,以下简称中国贷款^①。其他国家具有主权信用担保的债务人主体既包括公共部门,也包括由公共部门担保的私人部门。为了确保结论的稳健性,本文采用包括工具变量和双重差分检验在内的多种计量方法,回归结果均表明中国贷款能够显著促进债务国的经济增长。机制分析发现,中国贷款不仅能够有效缓解债务国的融资约束,而且可以切实形成生产性投资,还款压力对债务国而言也是可负担的。本文还对比了中国、美国和世界银行贷款的表现,发现中国贷款的有效性并不弱于美国和世界银行,而且中国贷款在促进工业发展等方面具有突出优势。

本文主要有三方面贡献。第一,从主权贷款的口径出发,从融资、投资和还款三方面深入剖析了中国贷款影响债务国经济增长的机制;第二,在同一数据库和计量分析框架下,对比了中国、美国和世界银行贷款的经济增长效应;第三,通过事实说明了中国作为新兴债权人在其他国家发展过程中的积极作用,为正确看待“债务陷阱”争议、客观评价中国资本崛起和破除“中国威胁论”提供了经验依据。

本文剩余部分的安排如下:第二部分为文献评述与研究假说,第三部分介绍数据与典型事实,第四部分汇报计量方法与结果,第五部分为机制分析,第六部分为结论与政策建议。

二 文献评述与研究假说

(一)文献评述

随着中国经济的崛起,中国不仅成为全球最大的出口国,也成为很多国家的重要融资来源国。关于中国出口效应的研究已经非常丰富,但关于中国资本输出影响的研究仍在起步阶段(Horn *et al.*, 2021)。大部分文献侧重于分析官方发展援助或外商直接投资的影响(张原,2018;徐丽鹤等,2020;Dreher *et al.*, 2021;许志成和张宇,

^① 中国海外主权贷款是一个从债权人角度阐述的概念。如果从债务人角度看,它也被称为其他发展中国家向中国的主权借款(sovereign borrowing from China)。主权贷款描述的是债权人向债务人在一段时间内出借资金的行为,是一个流量概念。与此紧密相连的存量概念被称为主权债务存量,描述的是在一个时间节点上过去所有贷款和还款行为累积形成的债权-债务关系。两个概念中的主权均指债务人具有主权信用。此外,由于国内外对于官方机构的定义存在差异,在此不区分中方贷款是来自官方还是私人机构。

2021;冯凯等,2022),鲜有文献从主权贷款角度考察中国资本对其他国家经济发展的贡献。

对发展中国家而言,外商直接投资、官方发展援助和主权借贷都是重要的外部资金来源,但不同外部融资方式适合不同发展阶段(杨长江和王宁远,2022)。由于不发达国家投资环境较差,国内市场容量较小,往往难以吸引到足够的外商直接投资,有限的资金也通常会服务于私人资本而非国家利益(讷克斯,1966)。赠款等外部援助没有还本付息压力,更有可能被直接或间接地用于消费,而非促进资本形成(Temple and Van de Sijpe,2017)。一方面,与外商直接投资和外部援助相比,主权借贷可能更适合不发达国家的融资需求。以主权信用为担保的举债方式往往能够降低融资成本,资金使用也可以按照政府统一规划,实现平衡发展目标。另一方面,对主权借贷工具的不恰当使用也可能导致债务过度积压,挤出国内消费与投资(Krugman,1988),甚至引发债务危机。

在中国实践企业和资本“走出去”战略的过程中,主权贷款这种独特的投融资形式一直扮演着独特且不可忽视的角色。根据经合组织的分析^①,仅在基础设施建设领域,发展中国家的资金缺口就高达1~1.5万亿美元。之所以存在如此巨大的资金缺口,主要原因是基建项目普遍面临建设周期长、资金需求大、投资风险高和回报周期长等挑战,其融资需求无法通过援助或外商直接投资满足。为了应对这些挑战,中国依托过去多年的外汇储备积累和自身发展过程中的经验优势,形成了以政策性银行和国有银行为债权主体、以债务国政府或具有政府信用担保的私人部门为贷款对象、主要针对基础设施建设领域的海外投融资模式。这种投融资方式体现了中国自身发展的成功经验,体现了中国在水电、交通等基础设施领域的优势,能够为建设周期长、资金需求大、投资回报率低的项目提供融资,更符合发展中国家的融资需求。

虽然国内相关研究较少,但中国海外主权贷款的增长已经引发了国外学者的密切关注。由于中国政府并未公布其对世界各国的债权统计数据,很多国外学者开始基于新闻报道来构建中国贷款数据库,例如波士顿大学全球发展政策研究中心的中国全球能源贷款数据库、约翰斯霍普金斯大学的中国对非洲贷款数据库和Horn *et al.* (2021)的中国海外贷款数据库(简称HRT数据库)等。另一部分学者致力于剖析中国贷款的特征及其与其他债权人的差异。例如,Morris *et al.* (2020)比较了中国与其

^① 数据资料参见 <https://developmentfinance.un.org/closing-the-infrastructure-gap>。

他债权人的贷款条件,发现中国贷款的优惠程度介于世界银行和商业债权人之间。Bon and Cheng(2021)讨论了中国在主权债务重组和减免方面与其他债权人的共性与差异,认为中国虽然没有加入巴黎俱乐部,但与后者的减债行动有很强的协同性。还有一部分学者讨论了中国贷款对债务国债务风险的影响(Bandiera and Tsiropoulos, 2019; Hurley *et al.*, 2019)。

已有研究主要存在三个方面的不足。一是数据统计的准确性和权威性不足,现有研究大部分采用基于新闻报道搜集的二手数据,可能存在重复计算、信息不实和跨国可比性差等问题;二是各个数据库对不同债权人贷款的统计方法和统计口径不一致,导致不同债权人对比研究容易因为统计偏误而得到错误结论;三是在讨论中国贷款影响时忽略了其对债务国经济发展的促进作用,简单地把贷款额的增加等同于债务风险的增加。为了更客观地看待有关中国海外主权贷款的争议,必须采用更权威的数据和更系统的方法检验中国贷款对债务国经济发展的影响。

债务与经济增长关系的研究一直是宏观经济领域的经典话题。很多研究都指出,债务是一把“双刃剑”,既可以促进增长也可以抑制增长。其中一类代表性观点是 Reinhart and Rogoff (2010)提出的“债务阈值论”,即一旦债务负担超过一个临界点(如公共债务与GDP之比超过90%),债务积累就会从促进转为抑制经济增长,甚至引发危机。在这一观点的启发下,大量文献致力于寻找临界点的具体阈值及其影响因素(刘洪钟等,2014;程宇丹和龚六堂,2015)。然而,这些研究大多只考虑了债务国自身特征对债务-经济增长关系的影响,没有考虑不同债权人贷款在资金性质和有效性方面的差异。换言之,来自中国的主权贷款对当地经济发展的影响可能不同于传统债权人,有必要进行单独的检验。

(二)研究假说

对发展中国家政府而言,主权借贷是一种重要的外部融资方式,可以用来缓解国内融资约束。获得资金后,政府会把这些资金用于国内投资,并按照信贷合同履行还款义务。根据债务的生命周期,可以把外部贷款影响债务国经济增长的机制分为融资、投资和还款三个渠道。

1. 融资渠道。融资约束是制约一国发展的重要因素,而外部资本是缓解这一约束的重要手段(Domar, 1946; Rostow, 1959)。对债务国而言,来自某个债权人的外部贷款虽然可以直接填补国内融资缺口,但也可能间接挤出或挤入其他外部资本。以中国贷款为例,在接受中国贷款后,考虑到债务国不可持续风险或竞争加剧会导致边际回报率下降,其他债权人可能会减少对债务国的贷款。在这种情况下,中国贷款并没

有缓解债务国面临的融资约束,因为它替代或挤出了其他融资。反之,中国贷款也可能对其他资金产生挤入效应。例如,为了和中国“一带一路”倡议竞争,美国和欧洲推出了“重返更好世界”和“全球联通欧洲”等战略,计划增加对发展中国家的融资支持。

2. 投资渠道。外部主权借贷是为公共投资提供融资的重要方式。理论研究表明,基于外部主权借贷的公共投资有可能促进经济增长,也可能抑制经济增长(Zanna *et al.*, 2019)。一方面,相比于通过增加税收或国内借贷的方式,外部借贷可以降低财政调整难度,有助于减少公共投资对私人部门投资或消费的挤出效应(Buffie *et al.*, 2012)。另一方面,外部主权借贷可能无法转化为有助于债务国生产力提高和产业结构调整的公共投资。Warner(2014)指出,外部融资的使用效率受限于政府的投资效率和资本吸收能力,加之供给瓶颈和公共投资项目执行中的协调问题,很多发展中国家的公共投资收益远低于其融资成本。

3. 还款渠道。对债务国而言,前期借贷必然产生后续还款压力。不可负担的还款压力会对债务国经济增长造成多重负面影响。首先,过高的还款压力可能导致债务过剩问题,挤出债务国政府在其他方面的支出并造成国内投资决策扭曲,最终拖累经济增长(Krugman, 1988)。其次,一旦还款压力比债务国偿债能力增加得更快,债务国无法偿还债务的风险就会上升。在无法正常还款的情况下,无论最终解决方案是债务违约、重组还是减免,都会对该国的经济发展造成沉重打击(Reinhart and Trebesch, 2016)。即使不发生经济危机,过高的债务负担也会放大短期冲击的不利影响,导致糟糕的长期经济均衡(Badia *et al.*, 2020)。

反之,在还款压力可负担的情况下,主权借贷既可以帮助债务人实现发展目标,也可以为债权人带来经济收益。在微观层面,可负担的还款压力意味着基于主权借贷的投资可以产生足以覆盖利息和本金偿还义务的资金收益。在宏观层面,可负担的还款压力意味着外部借贷带来的债务积累效应小于其带来的经济增长促进效应。在这种情况下,债务国的债务负担指标(如债务与GDP之比)不但不会增加,反而会有所下降。

4. 不同债权人的影响差异。大量研究表明,来自中国与来自传统债权人的贷款在债务用途、融资条件、合作模式等方面都存在差异。从债务用途看,相比世界银行和美国等传统债权人,中国贷款更倾向于投资基础设施类项目,尤其是水电、交通等具有正外部性的产业(Brautigam, 2019)。从资金特征看,相比传统债权人,中国贷款具有资金规模大、贷款周期长和资金流稳定等优势(熊婉婷和赵海, 2022)。从贷款条件来看,中国与其他债务国的合作秉承不干涉内政原则,附加条件少于传统债权人,

尤其是在私有化和金融自由化方面的政策限制更少(Hernandez, 2017)。从合作模式看,中国与其他发展中国家的关系属于“南南合作”,资金供求双方的地位差距和利益冲突较小(庞珣, 2013)。在更为平等的合作模式下,债务国具有更强的主人翁意识,因此能够带来更高的生产效率(林毅夫和王燕, 2016)。

综上所述,本文认为外部主权贷款能否促进债务国经济增长取决于融资、投资和还款三方面的综合表现(图2)。具体而言,如果外部贷款能够缓解债务国面临的融资约束,形成生产性投资,并且还款压力是可负担的,那么外部贷款就可以促进债务国的经济增长。反之,如果外部贷款挤出了其他资本,未用于生产性投资,并对债务国造成了难以承受的还款压力,那么就会抑制债务国的经济增长。考虑到中国与传统债权人的巨大差异,其贷款在各个阶段的表现和对经济增长的影响可能截然不同。因此本文提出以下研究假说。

假说1:中国贷款能够促进债务国经济增长,并且其效果与美国等传统债权人存在差异。

假说2:中国贷款能够通过缓解融资约束、促进生产性投资的方式促进债务国经济增长。

假说3:中国贷款造成的还款压力对债务国而言是可负担的。

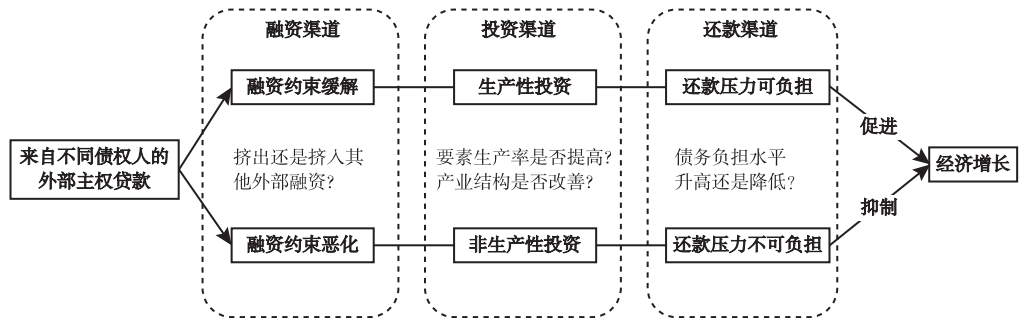


图2 外部主权贷款影响债务国经济增长的作用机制

三 数据与典型事实

(一)主要变量的描述性统计

本文主要分析中国贷款如何影响债务国的经济增长。在国家方面关注的是中低收入水平的发展中国家,时间方面考察的是1995年以来的可得数据样本。之所以选

择1995年为时间起点,是因为中国对外主权贷款的主力——国家开发银行和中国进出口银行均成立于1994年,标志着中国官方发展融资由“政治挂帅”进入“互利共赢”的新阶段(周弘,2013)。被解释变量为债务国的经济增长,以实际人均GDP增速衡量,数据来自联合国国民账户统计;核心解释变量为中国对其他发展中国家的主权贷款,数据来自IDS数据库;主要控制变量包括通货膨胀率、M2/GDP、贸易开放度和财政余额/GDP,数据来自世界银行全球发展指标数据库(WDI数据库)。其他变量如无特殊说明,均来自IDS数据库。表1为主要变量的描述性统计。

表1 主要变量描述性统计

变量	样本数	均值	标准差	最小值	最大值
中国贷款承诺额(亿美元)	2862	1.1	5.9	0.0	150.4
世行IDA贷款承诺额(亿美元)	2862	0.9	2.6	0.0	39.1
世行IBRD贷款承诺额(亿美元)	2862	1.3	4.4	0.0	58.1
美国贷款承诺额(亿美元)	2862	0.7	4.9	0.0	112.4
中国钢铁产量(亿吨)	2862	4.8	3.1	1.0	10.0
人均GDP增速(%)	2862	2.6	5.4	-37.7	91.5
人口(万人)	2854	3516.0	11 565.0	6.9	136 642.0
通货膨胀率(%)	2862	15.3	105.0	-27.1	4801.0
M2/GDP(%)	2812	43.5	33.2	-55.4	380.9
贸易开放度(%)	2699	81.7	76.4	1.2	1223.0
财政余额/GDP(%)	2862	-2.0	12.9	-59.7	376.7

(二)中国贷款与传统债权人的资金特征差异

根据IDS数据库可以比较中国与传统债权人的资金特征差异。在此考虑三类传统债权人:美国、世界银行下属的国际开发协会(International Development Association, IDA)和国际复兴开发银行(International Bank for Reconstruction and Development, IBRD)^①。从债务存量规模看,中国已成为不可忽视的新兴债权人。截至2019年,样本中的发展中国家对中国债务存量为1570亿美元,规模与世行IDA和世行IBRD相当(分别为1580和1640亿美元),且已超过美国(542亿美元)等传统发达经济体债权人。从贷款流量规模看,中国自2004年之后也开始逐步接近甚至超越美国和世界银

^① 世界银行是发展中国家最主要的多边官方债权人之一,IDA和IBRD是其下属机构。IDA是最贫穷国家获得优惠贷款和赠款的最大多边资金来源,IBRD主要为中等收入国家政府和信誉良好的低收入国家提供“硬贷款”服务。一般而言,IDA贷款比IBRD贷款更为优惠。

行等传统债权人。1995–2019年4类债权人对中低收入发展中国家的贷款承诺总额变化趋势见图3。

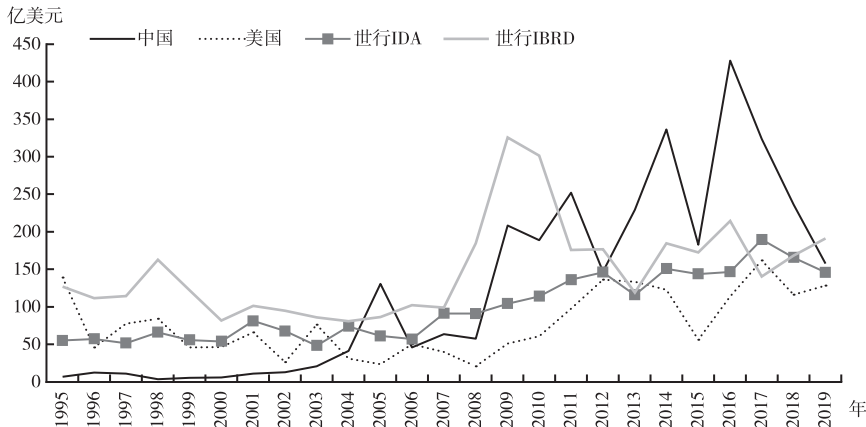


图3 四类债权人对中低收入发展中国家的年度贷款承诺总额

说明:所有数据均来自IDS数据库,计算方式为按照债权人分类对IDS数据库中所有债务国获得的贷款承诺额进行加总。

从总债务中的长期债务占比看^①,中国贷款具有耐心资本特征。债务国对中国的负债总额中,长期债务占比约为96%,为所有债权人中最高,世界银行IDA、IBRD和美国分别为93%、78%和73%。从融资成本看,中国贷款的资金优惠程度仅次于世行IDA,高于美国和世行IBRD。债务国对中国的负债总额中有57%为优惠债务,平均利息成本为3%^②。其他债权人中,美国的优惠债务占比为22%,平均利息成本为5%;世行IBRD的平均利息成本为6%(优惠债务占比信息未知);世行IDA的优惠债务占比为98%,平均利息成本为1%。

从资金使用上看,中国贷款主要投向通信、能源、交通和存储等基础设施建设领域^③,美国和世界银行贷款则更多投向教育医疗、政府和社会支出、商业金融等其他领域(Moses *et al.*, 2023)。对非洲领导人的调查也显示,虽然中国在基础设施建设领域

① 根据世界银行定义,短期债务为还款期限小于1年的债务,其余为长期债务。

② 根据世界银行定义,优惠债务为贷款优惠度不低于35%的债务。由于IDS数据库并未提供贷款层面的信息(如利率、期限等),在此采用利息支付额与债务存量之比来估计债务国对各个债权人的平均利息成本。

③ 根据AidData数据库提供的项目层面的中国贷款信息,基础设施建设是中国贷款的主要投向,占项目总数的59%,项目总金额的46%。

是其首选发展合作伙伴,但在治理、教育、医疗等领域则更倾向于选择美国作为首选合作伙伴(Horigoshi *et al.*, 2022)。

图4反映了中美贷款承诺与债务国人均GDP增速之间的相关关系。不难发现,中国贷款与债务国经济增长之间有较强的正相关关系,而美国贷款则呈现出负相关关系,这为假说一提供了初步证据,下文将展开更为严谨的计量分析。

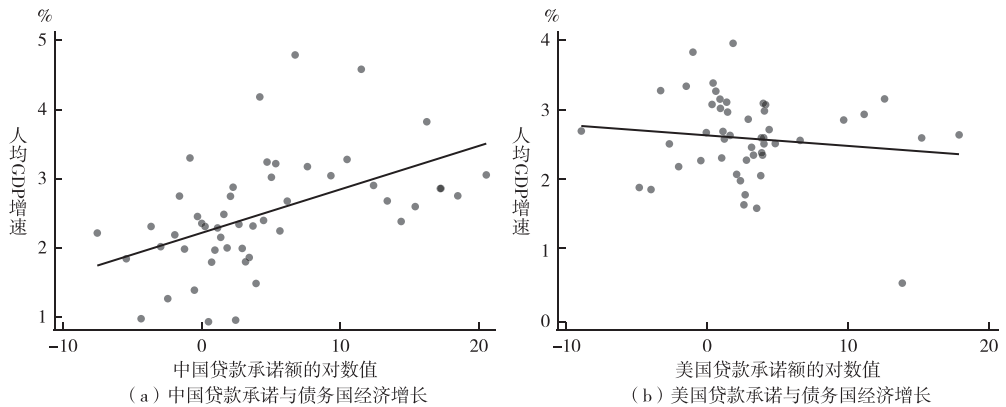


图4 中美两国的贷款承诺额与债务国经济增长

说明:按照核心解释变量的取值(如中国贷款承诺额)把样本划分为50组,计算每个组内样本的均值,然后计算这些样本的平均值并绘制散点。贷款变量相对经济增长变量滞后1期。

四 计量模型与结果

(一) 基准回归

本文采用如下计量模型检验中国贷款对债务国当地经济增长的影响:

$$g_{i,t} = a_0 + \beta CHN_{i,t-1} + \Gamma X_{i,t-1} + \gamma_i + \sigma_t + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中,被解释变量 $g_{i,t}$ 为第 i 个债务国在第 t 年的人均 GDP 增速,核心解释变量 $CHN_{i,t-1}$ 代表滞后 1 期的中国贷款。为应对贷款金额的测量误差问题,采用两种方式度量外部贷款:一是哑变量形式,即债务国在当年是否获得来自中国的贷款承诺;二是金额对数值形式,即债务国在当年获得来自中国贷款承诺金额的对数值^①。 $X_{i,t-1}$ 是一系列随国家和年份变化的控制变量, γ_i 和 σ_t 分别表示国家和年份固定效应, $\varepsilon_{i,t}$ 是

① 为避免 0 值干扰,加 1 后取对数。

残差项, a_0 是常数项。主要控制变量为来自美国、世界银行 IDA 和世界银行 IBRD 的贷款,下文分别以 *USA*、*IDA* 和 *IBRD* 表示来自相应债权人的贷款,这些贷款变量同样有哑变量和金额对数值两种形式。参考 Dreher *et al.* (2021) 的研究,部分计量模型还包括经济增长文献中常见的其他控制变量,即人口规模(取对数)、通胀率、贸易开放度、财政余额/GDP 和 M2/GDP。

表 2 是基于普通最小二乘法的固定效应模型估计结果(以下简称 FE 模型)。其中,Panel A 中贷款变量采用哑变量形式,Panel B 中采用金额对数值形式,被解释变量

表 2 外部贷款对债务国人均 GDP 增速的影响 (FE 模型)

Panel A: 贷款变量采用哑变量形式						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CHN</i>	0.810*** (0.212)			0.835*** (0.211)	0.648*** (0.210)	0.668*** (0.205)
<i>IBRD</i>		-0.998*** (0.306)		-0.989*** (0.305)		-0.990*** (0.308)
<i>IDA</i>		-0.014 (0.491)		-0.029 (0.490)		0.146 (0.530)
<i>USA</i>			-0.261 (0.401)	-0.282 (0.392)		-0.234 (0.364)
R ²	0.05	0.05	0.04	0.05	0.06	0.07
Panel B: 贷款变量采用金额对数值形式						
	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)
<i>CHN</i>	0.050*** (0.012)			0.051*** (0.012)	0.040*** (0.012)	0.041*** (0.012)
<i>IBRD</i>		-0.055*** (0.017)		-0.055*** (0.016)		-0.053*** (0.016)
<i>IDA</i>		0.004 (0.028)		0.002 (0.028)		0.012 (0.030)
<i>USA</i>			-0.015 (0.022)	-0.016 (0.021)		-0.013 (0.020)
其他控制变量	未控制	未控制	未控制	未控制	控制	控制
观测值数	2862	2862	2862	2862	2649	2649
国家数	116	116	116	116	107	107
R ²	0.05	0.05	0.04	0.05	0.07	0.07

说明:括号中为聚类到国家层面的稳健标准误,*、**和***分别表示在 10%、5% 和 1% 水平下显著。所有回归均包含常数项、国家和年份固定效应。相对被解释变量,解释变量和控制变量均滞后 1 期。其他控制变量为人口规模(取对数)、通胀率、贸易开放程度、财政余额/GDP、M2/GDP。如无特别说明,后表均采用上述设定。

均为债务国的实际人均GDP增速。第(1)–(3)列分别以来自中国、世行和美国的贷款作为被解释变量,第(4)列同时包括来自中国、世行和美国的贷款,第(5)(6)列展示了包含其他控制变量的结果。表2的结果初步证明,中国贷款能够有效促进债务国的经济增长。中国贷款的回归系数在1%的置信水平上显著,考虑不同贷款度量方式、控制不同变量组合的情况下结论保持稳健。Panel A的结果表明,在获得中国贷款的情况下,债务国的经济增速比没有中国贷款的情况平均高0.6–0.8个百分点。Panel B的结果表明,如果债务国当年所获得的中国贷款承诺额的规模(样本均值为121亿美元)翻一倍,那么该国下一年的经济增速平均提高约0.03个百分点^①。与中国贷款不同,世行IDA、美国贷款与债务国经济增长之间的相关性并不显著,世行IBRD贷款与债务国的经济增长之间甚至显著负相关。这一结果验证了前文提出的研究假说1,即来自不同债权人的贷款会对债务国经济发展产生不同效果。

关于不同债权人贷款系数估计结果的差异,可能存在多种解释。一方面,关于传统债权人贷款难以促进债务国增长、甚至会带来抑制效果的经验证据并不少见(Harrigan and Mosley, 2007; Dreher *et al.*, 2021)。另一方面,基于固定效应模型的分析只是一个初步结果,估计结果可能因为内生性问题而存在偏误。下文将对可能存在的内生性问题展开更为全面的讨论。

(二)工具变量分析

上述回归结果只能初步说明债务国经济增长与中国贷款之间存在正相关关系,而反向因果、遗漏变量、测量误差等内生性问题可能会导致估计偏误。应对上述内生性的有效途径是工具变量法,即找到一个能够影响中国贷款但不直接影响债务国经济增长的外生变量。参考Nunn and Qian(2014)和Dreher *et al.*(2021)的研究,构建一个交乘形式的工具变量:

$$IV_{i,t} = Steel_{t-1} \times P_{CHN,i} \quad (2)$$

其中, $Steel_t$ 为取对数且去趋势的中国钢铁产量,仅随时间变化。Bluhm *et al.*(2018)和Dreher *et al.*(2021)指出,国内产能输出能力的增长是驱动中国对外投资的重要动机。由于中国在海外投资的大部分基础设施都需要使用钢铁材料,因此钢铁产量的变化可以反映中国产能输出能力的变化,并对中国贷款产生影响。 $P_{CHN,i}$ 为债务国*i*获得中国贷款的概率,取值等于该国获得中国贷款的年数与样本总年数之比,

^① 第(7)–(12)列中,中国贷款承诺金额对数值的回归系数约为0.04–0.05。这意味着当中国贷款承诺金额翻倍时,债务国对应的经济增速变化为 $0.04\% \times \ln(2) = 0.028\%$ 或 $0.05\% \times \ln(2) = 0.035\%$ 。

是不随时间变化、但存在个体差异的变量。对债务国而言,中国钢铁产量变化相当于一个外部的宏观政策冲击,而接受中国贷款概率则反映了各国对这一外生冲击的风险敞口差异。把二者进行交乘,可以得到一个随时间和年份变化的工具变量。

表3展示了基于上述工具变量的第二阶段回归结果(以下简称IV模型)。第(1)–(6)列分别对应不同贷款变量类型和控制不同变量组合的结果,其中中国贷款的回归系数均显著为正。总体而言,IV模型得出的回归系数比FE模型更大,导致该差异的原因可能有两个:一是FE模型因为内生性问题使得估计系数偏低。二是IV模型估计的是局部平均处理效应而非样本整体的平均处理效应,二者估计的差异反映了样本中的异质性。

表3 外部贷款对债务国人均GDP增速的影响(IV模型,第二阶段回归)

	贷款(哑变量)			贷款(金额对数)		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>CHN</i>	8.226*** (2.830)	8.299*** (2.708)	8.243*** (2.824)	0.350*** (0.116)	0.354*** (0.112)	0.350*** (0.116)
<i>IBRD</i>		-1.030** (0.429)	-1.059** (0.433)		-0.060*** (0.021)	-0.059*** (0.021)
<i>IDA</i>		-0.188 (0.532)	-0.016 (0.561)		-0.009 (0.030)	0.001 (0.031)
<i>USA</i>		-1.112** (0.536)	-1.012** (0.493)		-0.048* (0.025)	-0.042* (0.023)
其他控制变量	未控制	未控制	控制	未控制	未控制	控制
观测值数	2860	2860	2648	2860	2860	2648
国家数	116	116	107	116	116	107

说明:Cragg-Donald F统计量大于Stock Yogo 10%显著水平下的临界值16.38,Kleibergen-Paap F值显著大于10,说明不存在弱工具变量问题。

一个合理有效的工具变量需要满足相关性假设。在第一阶段回归中,中国贷款的回归系数显著为正,说明工具变量与解释变量具有较强的相关性。工具变量还需满足排他性假设。这意味着在控制其他变量后,中国钢铁产量变化只能通过中国贷款这一渠道对债务国经济增长产生影响。然而,除了主权贷款以外,中国钢铁产量变化还可能通过贸易、外商直接投资、大宗商品价格和对某些国家的铁矿石需求等渠道影响债务国的经济增长。为了排除上述可能性,本文在表3的基础上进一步控制与其他渠道有关的变量,发现在增加上述控制变量后,中国贷款对债务国经济增长的影响依然显著为正。此外,如果以宏观外部冲击和该冲击在个体层面分配份额的交乘

项作为工具变量,回归模型可能因为非线性时间趋势和选择偏误而产生估计偏误,参照 Christian and Barret(2018)的建议,本文对可能存在的问题进行了进一步检验,有关工具变量有效性的分析结果见本刊网站的在线附录。

(三)基于反事实估计的双重差分检验

除了工具变量法以外,还可以采用双重差分法来缓解可能存在的内生性问题。对债务国而言,是否获得中国贷款承诺可看作一项外部政策冲击。这种政策设定不仅处理时点不同,而且有政策退出。如果使用传统双重差分法,可能因为处理时点或处理效应的异质性导致“负权重”问题,进而引发估计误差。为了应对这一挑战,本文采用 Liu *et al.* (2022)提出的基于反事实估计量的双重差分法(以下简称反事实 DD 模型),检验中国贷款与债务国经济增长之间的因果关系。该方法的核心思想是利用控制组样本信息,为每个处理组样本生成相应的反事实估计,形成一组反事实样本。处理组与反事实组在接受政策处理后的差异即为政策处理效应,二者在接受处理前的差异即为有待检验的平行趋势。该方法从根源上避免了“负权重”问题,尽可能地利用了数据信息,并且可以通过改变模型设定来排除不随时间变化或不可观测的混杂因素对结果的干扰。

表4展示了基于反事实 DD 模型的回归结果。第(1)–(3)列分别对应不同控制变量组合,为排除既随时间变化又随个体变化的混淆因素带来的估计偏误,第(4)列引入矩阵补全估计量。所有回归结果均显示,是否获得中国贷款的平均处理效应显著为正。平均而言,获得中国贷款承诺使债务国的人均 GDP 增长率提升约 1.09~1.12 个百分点。

表4 外部贷款对债务国人均 GDP 增速的影响(反事实 DD 模型)

	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>CHN</i>	1.091*** [0.630, 1.578]	1.124*** [0.658, 1.587]	1.124*** [0.648, 1.632]	1.000*** [0.569, 1.487]
处理组观测值数	764	764	764	764
总观测值数	2862	2862	2649	2649
安慰剂检验得到的 平均处理效应	-0.150 [-1.998, 1.268]	-0.052 [-1.381, 1.416]	-0.052 [-1.698, 1.218]	-0.052 [-1.715, 1.329]
反事实估计量的类型	固定效应模型	固定效应模型	固定效应模型	矩阵补全模型
其他债权人贷款	未控制	控制	控制	控制
其他控制变量	未控制	未控制	控制	控制

说明:中括号内为基于自举法得到的 95% 置信区间。其他债权人贷款指美国、世行 IDA 和世行 IBRD 贷款。贷款变量均采用哑变量形式。

除了平均处理效应以外,表4还展示了针对各个模型的安慰剂检验结果。检验思路如下:假设政策处理比真实发生时期提前 s 期^①,可生成一个反事实的虚拟样本,在此基础上可用反事实估计量对虚拟样本的平均处理效应进行估计,然后采用均值差异法检验“虚拟样本的平均处理效应是否等于0”。安慰剂检验结果表明,虚拟样本的平均处理效应远小于真实样本,且对应的95%置信区间均包含0值,不能拒绝其均值等于0的原假设。换言之,随机提前获得中国贷款承诺的时间会显著降低中国贷款对经济增长的促进作用,这也从反事实角度验证了中国贷款对债务国经济确实有拉动作用。

此外,为了检验共同趋势假设是否成立,图5展示了中国贷款动态处理效应的估计结果,图中曲线反映了处理组样本的经济增速与其反事实估计值之差的均值变化趋势^②。可以发现,在获得中国贷款承诺前的年份,处理组样本与其反事实估计值之差的均值在0值附近上下波动,Wald检验的结果也无法拒绝这些均值等于0的原假设,说明反事实组与处理组在事前具有相似的变化趋势。在接受政策处理后的年份,处理组样本的经济增速与其反事实估计值之差的各期均值都显著高于0,并且表现出上升趋势。说明中国贷款对债务国经济增长的促进作用是相对长期的,不仅仅在短期内有效^③。

作为对比,还可以采用相同方法对美国、世行IDA和世行IBRD的贷款有效性进行检验,其结论与基准回归一致,具体结果见本刊网站中的在线附录。

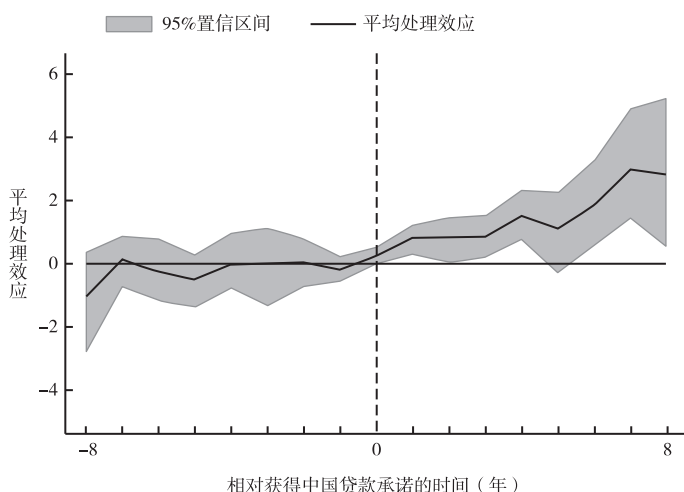


图5 中国贷款与债务国经济增长:动态处理效应

① 按照 Liu *et al.* (2022)的建议,此处 $s=3$ 。

② 模型设定同表4第(2)列。

③ 采用 ARDL 模型的结论与此类似,具体结果参见在线附录。

(四)其他稳健性检验

除上述检验以外,本文还进行了其他稳健性检验。一是进行基于随机置换法的安慰剂检验,通过随机打乱宏观政策冲击在个体层面的分配,可以得到不存在因果关联的虚拟数据样本,如果基于该样本得到的回归系数分布显著偏离0,那么就意味着数据本身存在某种内生性问题,反之,则可以为基于固定效应和工具变量模型得到的结论提供一定的支持;二是为避免异常值干扰,我们保留平衡面板样本,剔除了异常值,并对变量进行缩尾处理;三是替换变量,在被解释变量方面,把人均GDP增速替换为整体GDP增速,在解释变量方面,把贷款承诺额替换为贷款支付额;四是替换数据库,除了世界银行IDS数据库以外,还可以采用其他学者自建的数据库作为中国贷款的数据来源,如Horn *et al.* (2021)构建的中国海外贷款数据库(HRT数据库)和威廉玛丽大学AidData中心的中国发展融资数据库(AidData数据库)。

上述稳健性检验结果均没有改变中国贷款能促进债务国经济增长的结论,详细结果可见在线附录。

五 机制分析

上文研究发现,中国贷款能够显著促进债务国经济增长。本小节继续考察中国贷款对债务国经济增长的影响机制。根据债务生命周期的三个阶段,中国贷款可能从融资、投资和还款三个渠道影响债务国的经济增长。此外,本小节也考察了美国和世界银行等传统债权人贷款在各个环节的表现。

(一)融资渠道

作为一种外部融资来源,中国贷款可以直接填补债务国的融资缺口,但也可能间接挤出其他外部融资。为了对此进行检验,表5以滞后1期的中国、美国、世行IDA和世行IBRD贷款为核心解释变量,以债务国可能获得的其他外部资金为被解释变量,构建固定效应模型进行回归分析。在此考虑4种类型的其他外部资金:一是来自除中国、美国和世界银行以外的其他官方债权人的外部主权贷款;二是外部赠款;三是主权债券融资;四是外部权益融资,包括外商直接投资和组合权益投资。从资金供给方的性质来说,来自其他官方债权人的主权贷款和外部赠款都属于来自政府部门的外部资金,债券融资和权益融资都属于来自私人部门的外部资金。

表5第(1)–(4)列回归结果显示,中国贷款对债务国获得其他官方主权贷款、债券融资和权益融资均有显著的正向促进作用,对外部赠款的影响不显著。其他债权

人中,美国、世行IDA和世行IBRD贷款对其他官方主权贷款也表现出了显著的正向促进作用,美国和世行IBRD贷款对债券融资和权益融资的影响均不显著,世行IDA贷款有助于债务国获得更多外部权益融资。在外部赠款方面,美国和世行IDA贷款均有显著的正向影响,世行IBRD贷款有显著的负向影响。

表5 融资渠道:外部贷款对其他外部融资的影响

被解释变量	(1) 其他官方主权贷款	(2) 赠款	(3) 债券融资	(4) 权益融资
<i>CHN</i>	0.046*** (0.016)	0.000 (0.002)	0.070*** (0.023)	0.060** (0.028)
<i>IBRD</i>	0.067*** (0.023)	-0.004* (0.003)	0.053 (0.037)	-0.011 (0.042)
<i>IDA</i>	0.060*** (0.023)	0.006* (0.004)	-0.012 (0.022)	0.072* (0.041)
<i>USA</i>	0.072*** (0.027)	0.005* (0.003)	0.008 (0.038)	-0.001 (0.030)
观测值数	2454	2603	2633	1952
国家数	116	116	116	116
R ²	0.055	0.361	0.079	0.022

说明:贷款变量采用金额对数值形式,解释变量相对被解释变量滞后1期,表6和表7同此设定。被解释变量也采用金额对数值形式。第(1)列的其他官方主权贷款为除中国、美国和世行以外的外部官方债权人对债务国的主权贷款,第(3)列的债券融资为债务国在国际金融市场上发行的主权债券,第(4)列的权益投资包括以外商直接投资和证券投资形式进入债务国私人部门的外部资金。

上述结果表明,中国贷款并不会对其他外部融资产生挤出效应,反而有挤入效应,尤其是在撬动债券融资和权益融资等私人部门资金方面更有优势。这一优势与中国贷款特征密切相关。首先,中国海外贷款有很大一部分来自政策性开发性金融机构,这些机构的资金具有一定的公共品属性,对撬动私人部门金融机构的配套资金有政策引领作用,可以形成“股贷债保援”联动的金融服务体系,在为发展中国家提供多元化融资方面具有独特优势。其次,“一带一路”倡议的提出为多边投融资合作提供了更多平台与机遇。中国不仅为世界银行、亚洲开发银行、非洲开发银行等传统多边金融机构补充了大量资金,而且牵头创立了全球首个以基础设施投资为目标的多边金融机构——亚洲基础设施投资银行,还推动成立了中拉产能合作投资基金、中非产能合作基金等多个产业投资基金。最后,作为耐心资本,中国贷款在缓解市场失灵

方面有优势,可以帮助陷入危机的债务国重返国际金融市场,信用评级机构也会把债务国从中国融资的能力作为其信用评级的重要参照^①。

(二)投资渠道

在获得外部主权贷款后,债务国既有可能将这些资金投向生产性领域(如铁路和发电站等基础设施建设),也有可能将其投向非生产性领域(如支付政府雇员工资、偿还旧债等)。即使两笔外部贷款的规模 and 成本完全相同,只要资金投向不同,也可能产生截然不同的经济后果。因此,有必要从是否促进生产性投资的角度来考察中国贷款对债务国经济增长的影响。

从狭义口径看,生产性投资是直接用于物质生产或满足物质生产需要的建设投资。从广义口径看,生产性投资也泛指有助于提高要素生产率的投资(如有助于人力资本提升的教育投资等)。考虑到学界关于狭义口径下哪些支出属于生产性投资仍然存在争议(赵志耘和吕冰洋,2005),而且跨国研究中统计口径存在差异,本文将从广义口径角度来判断中国贷款是否能够形成生产性投资,即如果中国贷款有助于债务国生产力的提升,就说明中国贷款可以形成生产性投资。

根据科布-道格拉斯生产函数,可把债务国的经济增长动能拆解为全要素生产率增速、人均资本存量增速和人力资本增速3个分项,然后以这3个分项作为被解释变量来检验外部贷款的影响。表6第(1)-(3)列分别以滞后1期的中国、世界银行和美国贷款为解释变量,采用固定效应模型进行回归分析。结果显示,中国贷款能够显著提高人均资本存量增速,也有助于全要素生产率的提升,对人力资本的影响不显著。其他债权人中,世行IDA贷款的表现与中国贷款类似;美国贷款对人均资本存量和人力资本的提升均有促进作用,对全要素生产率的影响不显著;世行IBRD贷款对全要素生产率和人均资本存量的影响不显著,对人力资本的提升有负面影响。

此外,还可以分行业考察中国贷款对人均产出增速的影响。表6第(4)-(6)列分别以农业、服务业和工业人均增加值增速作为被解释变量。结果显示,中国贷款与所有行业的人均增加值增速之间均呈现正相关。相对农业和服务业而言,中国贷款对工业的促进效果更为显著。其他债权人中,世行IDA贷款对债务国各行业发展的影响均为正向但不显著;美国和世行IBRD贷款对债务国各行业发展的影响均为负向,其中与工业增加值之间的负相关关系尤为显著。

综上所述,相比于美国和世行IBRD贷款,中国贷款在提升债务国的全要素生产

^① 中国帮助厄瓜多尔重返国际金融市场的案例可参见林毅夫和王燕(2016)的相关研究。

率和促进工业发展方面具有突出优势。首先,不同债权人的表现差异或与其资金投向及与债务国的合作模式有关。中国贷款更多投向交通、能源等基础设施建设领域,世界银行和美国贷款则更多投向教育、医疗、政府治理、金融等领域。相比农业和服务业,基础设施水平的提高对工业发展的帮助更大,因此中国贷款对债务国工业发展的促进效果更强。作为验证,在此以对工业发展有重要作用的电力基础设施为例,进一步比较4类债权人贷款的影响。表6第(7)列以债务国人均用电量增速为被解释变量。无论是从系数估计值还是显著性来看,中国贷款在提高债务国人均用电量增速方面的表现都优于其他债权人。其次,在不同发展阶段,各类生产要素和各个产业对经济增长的贡献不同。对处于经济赶超阶段的中低收入国家而言,从农业到工业的经济结构转型和与之相伴的劳动生产率提升通常是经济增长最主要的驱动力(张斌,2021)。因此,虽然美国贷款在提高人力资本方面的效果强于中国贷款,但由于人力资本提升对中低收入国家经济增长的贡献有限,因此对债务国经济增长的整体促进效果不如中国贷款。最后,不同债权人对债务国全要素生产率影响的差异还可能与二者技术距离的差异有关。与美国这样的发达国家相比,中国与其他发展中国家的技术距离更相近,更容易实现对其他发展中国家的技术转移,因此中国贷款对全要素生产率的提升作用更强(徐丽鹤等,2020)。

表6 投资渠道:外部贷款对债务国生产力和各行业发展的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	全要素 生产率	人均 资本	人力 资本	农业 增加值	服务业 增加值	工业 增加值	人均 用电量
<i>CHN</i>	0.002*** (0.001)	0.023** (0.011)	0.001 (0.003)	0.019 (0.048)	0.060 (0.052)	0.210*** (0.061)	0.063** (0.031)
<i>IBRD</i>	0.001 (0.001)	-0.001 (0.013)	-0.007** (0.003)	-0.056 (0.051)	-0.070 (0.045)	-0.151*** (0.043)	-0.037 (0.035)
<i>IDA</i>	0.002** (0.001)	0.035** (0.016)	0.001 (0.004)	0.077 (0.066)	0.033 (0.058)	0.031 (0.070)	-0.009 (0.041)
<i>USA</i>	-0.000 (0.001)	0.026* (0.015)	0.013*** (0.004)	-0.129* (0.067)	-0.122 (0.074)	-0.117* (0.066)	-0.019 (0.028)
观测值数	1498	2542	2074	2600	2522	2572	1379
国家数	63	107	87	115	113	114	78
R ²	0.26	0.13	0.03	0.15	0.11	0.19	0.02

说明:第(1)–(3)列被解释变量数据来自 Penn World Table 数据库,第(4)–(7)列被解释变量数据来自 WDI 数据库。考虑到贷款对基础设施建设发展的影响有滞后性,第(7)列解释变量滞后2期,第(1)–(6)列均为滞后1期。

(三) 还款渠道

如果还款压力比债务国偿债能力增加得更快,债务国无法偿还债务的风险就会加剧。换言之,如果外部贷款会显著提高债务国的债务负担,就说明这些贷款带来的债务积累效应大于其带来的还款能力增长效应。参考国际货币基金组织和世界银行的债务可持续性分析框架(熊婉婷等,2019),本文采用还本付息额与出口创汇之比、债务存量与国民总收入(Gross National Income, GNI)之比来衡量债务负担水平,前者主要用于度量流动性风险,后者主要用于度量违约风险。两个指标的分母均为还款能力指标,分子均为偿债压力指标。表7以上述两个债务负担指标作为被解释变量,以各个债权人贷款作为解释变量。考虑到外部贷款对债务国债务风险的影响可能存在时滞,此处对二者在更长期限下的相关关系进行了检验。结果发现,无论观测期限为1年、3年还是5年,中国贷款对两个债务负担指标的回归系数均为负值。这表明中国贷款并不会显著加重债务国的债务负担,甚至可能会在一定程度上缓解其债务负担,贷款带来的还款能力提升效应大于债务积累效应。其他债权人中,世行IDA贷款和美国贷款的回归系数也为负值但不显著,说明对这两类债权人的贷款对债务国而言也是可负担的。然而,世行IBRD贷款的回归系数在很多情况下都显著为正,这表明债务国的债务负担水平会因为世行IBRD贷款而不断加重,世行IBRD贷款带来的债务积累效应大于还款能力,存在债务不可持续的风险。

为何中国贷款没有加剧债务国债务负担?从偿债压力角度看,债务国对中国的还款压力并不高于其他债权人。平均而言^①,对中国的还本付息额仅占债务国国民总收入的0.04%,这一比率与世行IDA(0.03%)相近,低于美国(0.09%)和世行IBRD(0.14%)。从还款能力角度看,在4类债权人中,中国贷款对债务国经济增长的促进作用最强,更有助于债务国还款能力的提升。从净资产角度来讲,投向基建项目的中国贷款虽然会增加总体负债,但也可以形成大量固定资产,因此中国贷款并未减少债务国的净资产(Gallagher and Wang, 2020)。林毅夫和王燕(2016)认为,以世界银行为代表的传统债权人认可的债务可持续性模式侧重考察“一个国家有没有外汇”,而不重视这个国家所拥有的自然资源和潜在比较优势,这种使用短期现金流衡量公共财政力量的模式容易加大债务国面临的流动性挑战。本文的发现也与其他研究的结论形成呼应。例如,邱煜等(2021)也提供了“一带一路”倡议能够降低沿线国家债务风险的经验证据。

^① 计算方法是以前1995-2019年所有债务国对各个债权人的还本付息总额除以其国民总收入总额。

表7 还款渠道:外部贷款对债务国债务负担水平的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
被解释变量	还本付息 额与出口 创汇之比	外债存量 与GNI 之比	还本付息 额与出口 创汇之比	外债存量 与GNI 之比	还本付息 额与出口 创汇之比	外债存量 与GNI 之比
观测期限	1年	1年	3年	3年	5年	5年
<i>CHN</i>	-0.002 (0.032)	-0.237 (0.153)	-0.043 (0.068)	-0.440 (0.338)	-0.020 (0.091)	-0.690* (0.383)
<i>IBRD</i>	0.127** (0.056)	0.294* (0.166)	0.203* (0.111)	0.499 (0.331)	0.241* (0.139)	0.569 (0.435)
<i>IDA</i>	-0.054 (0.052)	-0.170 (0.336)	-0.068 (0.106)	-0.820 (0.708)	-0.087 (0.113)	-0.790 (0.788)
<i>USA</i>	-0.008 (0.062)	-0.179 (0.214)	-0.059 (0.120)	-0.528 (0.403)	-0.018 (0.138)	-0.547 (0.464)
观测值数	2588	2805	842	902	535	566
国家数	114	116	114	116	114	116
R ²	0.08	0.14	0.11	0.16	0.12	0.17

说明:观测期限指每个观测样本所对应的时间周期,3年和5年的样本为对1年期限的样本取均值而得。

六 总结与政策建议

本文利用世界银行国际债务统计数据,检验了中国贷款对中低收入发展中国家经济增长的影响。基准回归和一系列稳健性检验结果均表明,中国贷款能够显著促进债务国经济增长。在机制分析中,本文把外部贷款影响债务国经济增长的机制分为融资、投资和还款三个渠道,并系统检验了中国贷款的表现。在融资方面,中国贷款不仅能够直接填补融资缺口,而且可以间接撬动其他外部资本;在投资方面,中国贷款能够有效形成生产性投资,助力债务国的资本形成、全要素生产率提高和工业发展;在还款方面,中国贷款并未加重债务国的债务负担。这些证据说明中国贷款具有“生产性债务”的特征,能够通过提供外部资金来缓解债务国面临的融资约束,帮助其提高生产力和优化产业结构,以不断增强的偿债能力来确保债务的可负担性,最终实现“融资-投资-还款”的良性循环。

本文还对比检验了美国和世界银行贷款在促进债务国经济增长方面的表现。结果发现,来自这些传统债权人的贷款不仅无法有效促进债务国的经济增长,在某些情

况下还会产生显著的抑制作用。从具体机制看,美国和世行贷款在不同环节表现出了不利于债务国经济增长的负面影响。与之相比,中国贷款在融资、投资和还款全过程中都表现出了积极作用,尤其在促进工业发展方面有突出优势,为债务国的经济增长和结构转型提供了有效助力。

本研究有三方面的政策启示。第一,应当正确看待中国在发展中国家债务可持续性问题中的角色。部分西方学者鼓吹的“债务陷阱说”并没有基于客观数据和科学验证的学术基础,不应一味否定中国资本在中低收入国家经济发展过程中发挥的积极作用。事实上,不发展才是发展中国家所面临的重大陷阱(李若谷,2007)。

第二,应当全面看待债务融资对经济发展的影响,来自不同债权人的债务融资可能产生不同影响。基于外债融资的公共投资是一种高风险、高收益的发展战略。外部贷款能否促进经济增长取决于融资规模、投资效率、还款安排等诸多因素,任何一个环节的失误都可能导致政策实践偏离预期发展目标。

第三,应当继续坚持“互惠共赢”的南南合作,共同落实全球发展倡议。这既是中国自身发展战略中的关键一环,也是其他发展中国家的重大机遇。中国贷款的目的不是制造“债务陷阱”,而是旨在与世界各国合作共赢,为全球发展贡献中国智慧。未来应当继续优化投融资方式,总结成功经验,加强债务管理,进一步增强债务融资在有关国家发展中的积极作用。

参考文献:

- [美]D. 布罗蒂加姆(2012):《龙的礼物:中国在非洲的真实故事》,沈晓雷、高明秀译,社会科学文献出版社。
- 程诚(2018):《“一带一路”中非发展合作新模式——“造血金融”如何改变非洲》,中国人民大学出版社。
- 程宇丹、龚六堂(2015):《外债的经济增长效应与影响渠道——发达国家和发展中国家比较》,《数量经济技术经济研究》第10期。
- 冯凯、李荣林、陈默(2022):《中国对非援助与非洲国家经济增长的动态关系研究》,《经济学(季刊)》第1期。
- 李若谷(2007):《正确认识发展中国家的债务可持续问题》,《世界经济与政治》第4期。
- 林毅夫、王燕(2016):《超越发展援助:在一个多极世界中重构发展合作新理念》,北京大学出版社。
- 刘洪钟、杨攻研、尹雷(2014):《政府债务、经济增长与非线性效应》,《统计研究》第4期。
- [美]R. 纳克斯(1966):《不发达国家的资本形成问题》,谨斋译,商务印书馆。
- 庞珣(2013):《新兴援助国的“兴”与“新”——垂直范式与水平范式的实证比较研究》,《世界经济与政治》第5期。
- 邱煜、潘攀、张玲(2021):《“中国方案”果真布局了债务陷阱吗?来自“一带一路”倡议的经验证据》,《世界经济研究》第7期。
- 赵志耘、吕冰洋(2005):《政府生产性支出对产出—资本比的影响》,《经济研究》第11期。

生产性债务:中国海外主权贷款与发展中国家经济增长

- 熊婉婷、常殊昱、肖立晟(2019):《IMF 债务可持续性框架:主要内容、问题及启示》,《国际经济评论》第4期。
- 熊婉婷、赵海(2022):《疫情冲击下的国际债务处置问题研究》,《开发性金融研究》第2期。
- 徐丽鹤、吴万吉、孙楚仁(2020):《谁的援助更有利于非洲工业发展:中国还是美国》,《世界经济》第11期。
- 许志成、张宇(2021):《点亮非洲:中国援助对非洲经济发展的贡献》,《经济学(季刊)》第5期。
- 杨长江、王宁远(2022):《国家外部资本结构的动态演化特征:基于经济发展阶段的分析》,《经济研究》第2期。
- 张原(2018):《中国对“一带一路”援助及投资的减贫效应——“授人以鱼”还是“授人以渔”》,《财贸经济》第12期。
- 张斌(2021):《从制造到服务:结构转型期的宏观经济学》,中信出版集团。
- 周弘(2013):《中国援外60年》,社会科学文献出版社。
- Badia, M. M.; Medas, P.; Gupta, P. and Xiang, Y. “Debt Is Not Free.” *Journal of International Money and Finance*, 2022, 127, No.102654.
- Bandiera, L. and Tsipopoulos, V. “A Framework to Assess Debt Sustainability and Fiscal Risks under the Belt and Road Initiative.” World Bank Policy Research Working Paper, 2019, No. 8891.
- Bluhm, R.; Dreher, A.; Fuchs, A.; Parks, B.; Strange, A. and Tierney, M. J. “Connective Financing: Chinese Infrastructure Projects and the Diffusion of Economic Activity in Developing Countries.” AidData Working Paper, 2018, No. 64.
- Bon, G. and Cheng, G. “Understanding China’s Role in Recent Debt Relief Operations: A Case Study Analysis.” *International Economics*, 2021, 166, pp. 23–41.
- Brautigam, D. “Chinese Loans and African Structural Transformation,” in A. Oqubay and J. Lin, eds., *China-Africa and an Economic Transformation*. Oxford University Press, 2019, pp. 129–146.
- Buffie, E.; Berg, A.; Pattillo, C.; Portillo, R. and Zanna, L. F. “Public Investment, Growth and Debt Sustainability: Putting Together the Pieces.” IMF Working Papers, 2012, 12 (144).
- Bunte, J. *Raise the Debt: How Developing Countries Choose Their Creditors*. Oxford University Press, 2019, pp.186–188.
- Christian, P. and Barrett, C. B. “Revisiting the Effect of Food Aid on Conflict: A Methodological Caution.” World Bank Policy Research Working Paper, 2017, No. 8171.
- Domar, E. D. “Capital Expansion, Rate of Growth, and Employment.” *Econometrica*, 1946, pp. 137–147.
- Dreher, A.; Fuchs, A.; Parks, B.; Strange, A. and Tierney, M. J. “Aid, China, and Growth: Evidence from a New Global Development Finance Dataset.” *American Economic Journal: Economic Policy*, 2021, 13(2), pp. 135–174.
- Gallagher, K. and Wang, Y. “Sovereign Debt Through the Lens of Asset Management: Implications for SADC Countries.” GEGI Working Paper, 2020, 11, No.042.
- Gelpern, A.; Horn, S.; Morris, S.; Parks, B. and Trebesch, C. “How China Lends: A Rare Look into 100 Debt Contracts with Foreign Governments.” CEPR Discussion Paper, 2021, No. 16331.
- Harrigan, J. and Mosley, P. “Evaluating the Impact of World Bank Structural Adjustment Lending: 1980–87.” *The Journal of Development Studies*, 1991, 27(3), pp. 63–94.

- Hernandez, D. "Are New Donors Challenging World Bank Conditionality?" *World Development*, 2017, 96, pp. 529–549.
- Horn, S.; Reinhart, C. M. and Trebesch, C. "China's Overseas Lending." *Journal of International Economics*, 2021, 133(103539), pp. 1–32.
- Horigoshi, A.; Custer, S.; Burgess, B. et al. *Delivering the Belt and Road: Decoding the Supply of and Demand for Chinese Overseas Development Projects*. Williamsburg, VA: AidData at William & Mary, 2022.
- Hurley, J.; Morris, S. and Portelance, G. "Examining the Debt Implications of the Belt and Road Initiative from a Policy Perspective." *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 2019, 3(1), pp. 139–175.
- Kaplan, S. B. *Globalizing Patient Capital: The Political Economy of Chinese Finance in the Americas*, Cambridge University Press, 2021.
- Krugman, P. "Financing vs. Forgiving a Debt Overhang." *Journal of Development Economics*, 1988, 29(3), pp. 253–268.
- Lin, J. Y. and Wang, Y. "The New Structural Economics: Patient Capital as a Comparative Advantage." *Journal of Infrastructure, Policy and Development*, 2017, 1, pp. 4–23.
- Liu, L.; Wang, Y. and Xu, Y. "A Practical Guide to Counterfactual Estimators for Causal Inference with Time-Series Cross-Sectional Data." *American Journal of Political Science*, 2022, No.0, pp.1–17.
- Morris, S.; Parks, B.; Gardner, A. and Parks, B. "Chinese and World Bank Lending Terms: A Systematic Comparison across 157 Countries and 15 Years." CGD Policy Paper, 2020, No.170.
- Moses, O.; Springer, C. and Gallagher, P. "Demystifying Chinese Overseas Lending and Development Finance." GCI Policy Brief, 2022, No. 018.
- Munemo, J. "Do Chinese Infrastructure Loans Promote Entrepreneurship in African Countries?" SAIS-CARI Working Paper, 2021, No.46.
- Nunn, N. and Qian, N. "US Food Aid and Civil Conflict." *The American Economic Review*, 2014, 104(6), pp. 1630–1666.
- Onjala, J. "China's Development Loans and the Threat of Debt Crisis in Kenya." *Development Policy Review*, 2018, 36, pp. 710–728.
- Parker, S. *Debtbook Diplomacy: China's Strategic Leveraging of Its Newfound Economic Influence and the Consequences for US Foreign Policy*. Harvard University Press, 2018.
- Reinhart, C. M. and Rogoff, K. S. "Growth in a Time of Debt." *The American Economic Review*, 2010, 100(2), pp. 573–578.
- Reinhart, C. M. and Trebesch, C. "Sovereign Debt Relief and its Aftermath." *Journal of the European Economic Association*, 2016, 14(1), pp. 215–251.
- Rostow, W. W. "The Stages of Economic Growth." *The Economic History Review*, 1959, 12(1), pp. 1–16.
- Temple, J. and Van de Sijpe, N. "Foreign Aid and Domestic Absorption." *Journal of International Economics*, 2017, 108, pp. 431–443.
- Warner, A. "Public Investment as an Engine of Growth." IMF Working Papers, 2014, No.148.

Zanna, L. F.; Buffie, E. F.; Portillo, R.; Berg, A. and Pattillo, C. "Borrowing for Growth: Big Pushes and Debt Sustainability in Low-Income Countries." *The World Bank Economic Review*, 2019, 33(3), 661–689.

Productive Debt: China's Overseas Lending to Sovereign Debtors and Economic Growth in Developing Countries

Xiong Wanting; Zhang Jiacheng; Sun Liangying

Abstract: While China's overseas lending to sovereign debtors in other developing countries embarks heated debates, corresponding empirical evidence on its effectiveness are scarce. To fill this gap, this paper uses the International Debt Statistics database to study the effect of China's lending on the economic growth of debtor countries. We find that, on average, China has a statistically significant positive effect on economic growth in debtor countries. In comparison, lending granted by traditional official lenders including the U. S. and the World Bank Group cannot achieve similar growth effect. Mechanism analyses show that China's lending can relieve financial constraints faced by debtor countries and foster investments that leads to higher productivity, more capital formation, and faster industrial growth. Meanwhile, there is no evidence that China's lending has caused unaffordable repayment burden. These results show that China's lending is not a threat but a catalyzer for the global development.

Key words: China's overseas lending, debt sustainability, Belt and Road Initiative

JEL codes: F35, F43, O19, O47, P33

(截稿:2023年7月 责任编辑:曹永福)