

中国对“一带一路”建设金融支持的特征、挑战与对策

宋爽 王永中

(中国社会科学院世界经济与政治研究所)

宋爽中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融室助理研究员

王永中中国社会科学院世界经济与政治研究所世界能源室主任研究员

摘要：“一带一路”倡议提出以来，中国通过银行贷款、投资基金和债券市场等途径为沿线国家提供了规模可观的金融支持，但面临着独自承担大量融资压力和风险、私营资本参与度不高、资本市场未能发挥有效作用、区域和行业分布不平衡等挑战。为稳定有序推进“一带一路”建设，中国应尽快主导建立“一带一路”金融合作框架体系，并以加强境内外资本合作、拓展公私合营机制、强化资本市场联通和建设金融服务体系为重点任务。

关键词：“一带一路”建设 金融合作 开发性金融 丝路基金 公私合营

引言

2013 年秋，习近平总书记提出“一带一路”倡议，成为新时期推动我国与世界共同发展、合作共赢的重要战略。此后发布的《推动共建丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路的愿景与行动》，将政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通确定为“一带一路”建设的合作重点。在这一纲领性文件的指导下，一批重大项目在沿线国家迅速铺开。根据商务部数据，仅 2017 年前三个季度，我国企业就在“一带一路”沿线 57 个国家开展非金融类直接投资 96 亿美元；在沿线 61 个国家新签对外承包工程项目合同 3485 份，新签合同额 967.2 亿美元。显然，这些投资和工程项目在实施过程中会产生巨额的融资需求，体现出资金融通在推进“一带一路”建设中的重要地位。

在此背景下，构建中国与“一带一路”沿线国家的金融合作体系成为近年备受关注的议题。从监管部门、金融机构到专家学者，均纷纷提出应发挥金融在“一带一路”建设中的支撑作用（周小川，2017¹；胡晓炼，2017²；徐奇渊等，2017³）。根据各大金融机构年报数据，自“一带一路”倡议提出以来，我国对沿线国家建设项目的融资支持已超过 3000 亿美元，但在操作过程中也暴露出资金渠道单一、东道国资本参与度低、融资成本和风险较高等问题。因此，习总书记在 2017 年 5 月召开的“一带一路”国际合作高峰论坛上指出，“在金融合作方面，要拓展融资渠道，创新融资方式，降低融资成本，打通融资这一项目推进的关键环节”。为了更好地推进“一带一路”资金融通，本文在系统梳理我国对沿线国家金融支持现状与特征的基础上，客观分析了当前在融资压力和风险、私营资本参与度、资本市场融资、区域分布和行业结构等方面我国所面临的挑战，并针对构建体系化金融合作总体框架、境外资本合作、公私合作机制、资本市场合作、金融服务体系等议题提出政策建议。

一、中国对“一带一路”建设金融支持的现状与特征

目前，中国对“一带一路”沿线项目的融资支持主要通过银行贷款、投资基金等传统金融渠道展开，债券市场虽在建设当中，但作用有限。本文拟从银行贷款、投资基金和债券市场的视角，分析梳理中国对“一带一路”建设金融支持的现状和特征。沿用国内学术界的通

¹周小川：“共商共建‘一带一路’投融资合作体系”，《中国金融》，2017 年第 9 期，第 6-8 页。

²胡晓炼：“构建‘一带一路’金融保障体系”，《中国金融》，2017 年第 16 期，第 9-11 页。

³徐奇渊、杨盼盼、肖立晟：“‘一带一路’投融资机制建设：中国如何更有效地参与”，《国际经济评论》，2017 年第 5 期，第 134-148 页。

行做法，我们将中蒙俄、中国-中南半岛、新欧亚大陆桥、中国-中亚-西亚、中巴和孟中印缅经济走廊沿线的 60 多个国家作为研究对象，并划分为东亚、东盟、西亚、南亚、中亚、独联体和中东欧 7 个区域（王永中、李曦晨，2015¹；程军，2015²）。

（一）银行贷款提供主要支持

1、政策性银行和国有商业银行主导

政策性银行和国有商业银行是中国在“一带一路”沿线大型项目的主要融资方。据各银行 2016 年年报，以中国银行、工商银行、建设银行和农业银行为代表的国有商业银行和以国家开发银行（国开行）和中国进出口银行为代表的政策性银行当年在“一带一路”沿线国家共计投放贷款近 1000 亿美元。其中，中国银行、工商银行在沿线国家的授信金额分别达 307 亿美元、235 亿美元。同时，上述银行还各自建立了“一带一路”项目储备库。截至 2016 年底，国开行已在沿线国家储备外汇项目 500 余个，中国银行的重点跟进项目约 420 个，工商银行和建设银行也分别储备了超过 200 个重大投资项目。

比较而言，政策性银行在“一带一路”项目融资中起到更为重要的引领示范作用。作为中国式开发性金融的践行者，政策性银行连接政府与市场、整合各方资源，以市场化的运作方式在广大发展中国家提供中长期信用支持（周小川，2017³）。截至 2016 年底，国开行已在“一带一路”沿线国家累计发放贷款 1600 多亿美元，余额超过 1100 亿美元（胡怀邦，2017⁴）；进出口银行在沿线国家项目的累计签约金额也超过 1000 亿美元，发放贷款约 800 亿美元（胡晓炼，2017⁵）。作为“一带一路”国际合作高峰论坛的重要成果，国开行将设立“一带一路”基础设施专项贷款、产能合作专项贷款和金融合作专项贷款，资金规模共计 2500 亿元；进出口银行也确定了 1000 亿元的“一带一路”专项贷款额度和 300 亿元的基础设施专项贷款额度。

2、集中于距离相近和资源丰富的区域

中国对“一带一路”沿线贷款支持的区域集中度很高。我们从 Dealogic 数据库整理了我国主要银行在沿线国家开展项目贷款和银团贷款的数据，并梳理了这些贷款的区域分布情况（见表 1）。可以看到，无论是项目贷款还是银团贷款，都主要集中在以下两类区域：

¹王永中、李曦晨：“中国对一带一路沿线国家投资风险评估”，《开放导报》，2015 年第 4 期，第 30-34 页。

²程军，构建：“‘一带一路’经贸往来金融大动脉”，《中国金融》，2015 年第 5 期，第 34-36 页。

³周小川：“共商共建‘一带一路’投融资合作体系”，第 7 页。

⁴胡怀邦：“开发性金融与‘一带一路’建设”，《中国金融》，2017 年第 9 期，第 25-27 页。

⁵胡晓炼：“政策性金融服务‘一带一路’的优势”，《中国金融》，2017 年第 9 期，第 28-30 页。

其一，距离与我国临近的地区，既包括地理距离，也涵盖文化和经济距离。东盟与我国地理上相邻，且文化相似度高、经贸往来紧密，获得的贷款支持的次数最多，在我国向沿线国家提供项目贷款和银团贷款的数量份额分别达 70%和近 50%。从金额来看，东盟在项目贷款总投资额和银团贷款总额中的份额也分别超过 40%和 35%。其次是南亚、西亚和中亚，这些地区与中国的距离和联系较东盟还存在明显差距，所得贷款数量也远落后于东盟。但是，这三个区域与东盟在贷款金额上的差距并没有那么明显，说明我国银行在这些地区参与的项目普遍规模较大。此外，位于“一带一路”远端的独联体和中东欧获得的贷款支持较少，除俄罗斯以外，我国银行在这两个区域的信贷活动非常有限。

其二，资源和能源丰富的区域（国家）。“一带一路”沿线不乏资源和能源储量丰富的地区（国家），由于对资源和能源开发利用的巨大资金需求，这些国家成为我国银行对外贷款的重点对象。在东盟，我国银行提供项目贷款和银团贷款数量的 40%以上属于资源和能源类项目，其中，油气和矿业资源丰富的印尼、大力发展清洁能源的泰国以及能源企业众多的新加坡都获得了我国银行的大量贷款支持。在其他区域，我国银行参与的贷款项目集中在少数几个资源和能源大国，如西亚的卡塔尔、中亚的哈萨克斯坦和独联体的俄罗斯等。

表 1 中国主要银行在“一带一路”沿线国家提供贷款的区域分布

区域	项目贷款		银团贷款	
	数量(个)	总额(亿美元)	数量(个)	总额(亿美元)
东盟	132	781.54	83	457.29
南亚	22	181.08	26	144.23
西亚	16	277.80	19	301.04
中亚	10	398.51	8	220.99
独联体	4	211.89	15	154.88
中东欧	4	42.60	17	40.34
东亚	1	0.89	2	3.39
合计	189	1894.32	170	1322.14

数据来源: Dealogic 数据库。

注：（1）项目贷款包括四大国有商业银行和两大政策性银行 1994-2016 年间提供的大型项目（1000 万美元及以上）贷款。（2）银团贷款包括中国工商银行、国家开发银行和中国进出口银行 1995-2016 年参与提供的银团贷款（仅含非金融行业的银团贷款）。

3、集中于资源能源和基础设施行业

从行业构成来看，资源能源和基础设施是我国银行在“一带一路”沿线提供贷款支持的

主要领域。贷款项目大量分布于资源能源行业，已成为我国银行在境外开展贷款活动的重要特征（Wu & Wei, 2014¹）。如表 2 所示，以油气、电力、矿业和清洁能源为代表的资源能源行业的贷款占我国在沿线国家发放的项目贷款总额的 49%，项目总投资金额的份额更是达到 53%。类似地，能源资源类项目在银团贷款中也占有高份额，数量和金额的份额分别达 41%和 46%。其次，基础设施也是我国银行对沿线项目贷款支持的主要领域，如铁路、公路、机场和油气管道建设等。基础设施类贷款占我国银行向沿线国家提供银团贷款数量的 29%，涉及的银团贷款金额份额也达 19%，占项目贷款的数量、金额的份额分别为 17%、21%。此外，制造业和房地产行业也获得了一定的贷款支持。在制造业中，一半以上的项目属于石化和金属冶炼项目。房地产项目则主要集中在 2014 年以前，目前已不是我国银行在沿线国家开展贷款活动的重要领域。

表 2 中国主要银行在“一带一路”沿线提供贷款的行业结构

区域	项目贷款		银团贷款	
	数量(个)	总额(亿美元)	数量(个)	总额(亿美元)
油气	15	554.75	38	414.40
基础设施	33	404.50	50	248.48
电力	44	364.04	18	128.17
制造业	32	227.00	31	256.94
房地产	26	247.92	12	17.90
矿业	8	39.12	13	62.17
清洁能源	25	49.32	-	-
其它	6	7.16	8	194.07
合计	189	1894.32	170	1322.14

数据来源: Dealogic 数据库。

注：在银团贷款的行业分类中无“清洁能源”项。

（二）投资基金体系逐渐形成

1、丝路基金引领“一带一路”股权投资基金

2014 年 12 月成立的丝路基金是我国政府为推动“一带一路”倡议而单边设立的开发性投资基金，由此将股权投资方式引入了“一带一路”融资支持体系。丝路基金具有三个明显

¹ Wu, F., Wei, K. D. (2014), From Financial Assets to Financial Statecraft: the case of China and emerging economies of Africa and Latin America, *Journal of Contemporary China*, 23:89, 781-803, DOI: 10.1080/10670564.2014.882533

特征：一是中央资金支持的专项投资基金。丝路基金由中央政府以外汇储备出资，在首期 100 亿美元资本金中占比 65%， “一带一路” 国际合作高峰论坛后又获得 1000 亿元人民币增资，由此奠定了其在 “一带一路” 投资基金体系中的权威和引领地位。二是主要投向符合东道国（地区）发展战略的重大项目。截至 2017 年 3 月，丝路基金已签约项目 15 个，承诺投资金额累计约 60 亿美元，涵盖基础设施、资源开发和产能合作等领域，其中一半以上是具有东道国官方背景的大型能源和资源项目。三是业务合作方式开放多样。除股权投资以外，丝路基金还可与国际开发机构、境内外金融机构等发起成立共同投资基金或组织银团贷款，以及进行资产受托管理、对外委托投资等。例如，2016 年 12 月丝路基金出资 20 亿美元设立了中哈产能合作基金，2017 年 11 月丝路基金决定与通用电气旗下 GE 能源金融服务联合设立能源基础设施投资平台。不过，目前丝路基金参与的项目仍然以股权投资为主。

2、多层次的投资基金体系初步形成

在丝路基金的引领下，我国中央政府参与的国际合作投资基金、各级政府设立的专项投资基金和企业出资的产业基金，也在积极向 “一带一路” 项目提供资金支持。这意味着，中国主导的多层次投资基金体系初步形成（见表 3）。

首先，我国中央政府前期参与的双边和多边国际合作基金为 “一带一路” 沿线项目提供了融资支持。这类基金通常由政策性银行代表中央政府参与，基金规模介于 10 亿美元至 100 亿美元之间，主要投资于基金参与国当地的项目以推动国家或区域发展。许多基金已经在沿线国家开展了重要的投资项目，例如，中国-东盟投资合作基金已在东盟地区完成了涉及港口、通讯、矿产、建材等领域的 10 个一期投资项目，中-欧亚经济合作基金、中国-中东欧投资合作基金和中国-东盟海上合作基金等也在沿线国家进行了投资。未来，这些基金将凭借前期积累的投资经验，继续成为 “一带一路” 建设中的重要力量。

其次，各级地方政府也在积极设立服务于 “一带一路” 倡议的专项投资基金。全国 31 个省市都已表明要积极参与倡议，其中 2/3 的省市在 2015 年将 “一带一路” 作为优先发展领域写入年度工作计划（EIU, 2015¹）。目前，江苏、广西、广东、河南和陕西等省已经与商业银行和地方骨干企业联合设立了地方版的 “丝路基金”，预计其他省份也会陆续行动起来。这些地方基金的规模一般可达 100 亿元以上，不仅支持省内企业在沿线国家开展投资与合作，也投资于省内的基础设施和新兴产业以促进与沿线国家的联通和合作。虽然这些基金

¹ Economist Intelligence Unit (EIU), 2015, Prospects and challenges on China's "One Belt, One Road": a risk assessment report, <http://www.eiu.com/Handlers/WhitepaperHandler.ashx?fi=One-Belt-One-Road-report-EngVersion.pdf&mode=wp&campaignid=OneBeltOneRoad>

刚设立不久，但其中部分已经启动投资项目，如广东丝路基金已储备了 30 多个项目，并确立广东（石龙）铁路国际物流基地和中俄贸易产业园为首期标的项目。

此外，一些大型国有企业和民营企业也相继设立了“一带一路”概念的投资基金。根据清科数据和公开资料初步统计，国内已有 10 多只此类基金成立并运营。其中，多数为同一行业的企业为在相关领域拓展投资机会而共同设立的产业基金，如陕西黄金集团、兴业银行等企业发起设立的丝绸之路黄金基金；也有以集团为单位，由下属多家企业联合组建的投资基金，如中信银行联合中信集团下属多家公司宣布将投融资 7000 多亿元助力“一带一路”战略，并设立了首期规模 200 亿元的“一带一路”基金。比较而言，国有企业设立的基金普遍规模较大，可达到百亿元人民币以上，而民营企业发起的基金规模通常为几十亿元。

表 3 我国“一带一路”投资基金体系的初步构成

类型	代表性基金	资金规模	(计划)投资项目
国家单边开发性投资基金	丝路基金	400 亿美元	巴基斯坦 Karot 水电项目、阿联酋 Hassyam 清洁燃煤电站、中哈产能合作专项基金等
双边/多边国际合作基金	中国-东盟投资合作基金、中-欧亚经济合作基金、中国-中东欧投资合作基金、中非发展基金、中俄投资基金等	10-100 亿美元	印尼大型镍铁冶炼项目、中俄边境同江铁路大桥、波兰 Grenoble 风电新能源项目等
地方“一带一路”投资基金	江苏一带一路投资基金、广西丝路产业基金、广东丝路基金、西咸新区丝路产业发展基金等	百亿元人民币级	省内企业在沿线国家的投资项目、国内沿线（园区）的建设项目等
企业设立的（产业）投资基金	丝绸之路黄金基金、中信银行“一带一路”基金、绿色丝绸之路股权投资基金、西凤通江丝路产业投资基金等	十亿至百亿元人民币级	各产业领域的优质项目，重点领域包括：基础设施、矿产、新能源、绿色生态、高新技术等

资料来源：作者整理。

（三）债券融资规模十分有限

为了拓展融资渠道，我国也开始积极推动服务于“一带一路”融资的债券市场发展，但是规模仍十分有限。一方面，少数沿线国家和企业开始进入我国发行人民币债券（熊猫债）。继 2016 年 8 月波兰政府在银行间市场发行 30 亿元债券后，马来西亚银行和匈牙利政府也分别在 2017 年 7 月发行了 10 亿元熊猫债。目前，仅有一家沿线国家的企业在我国完成了债券融资，即俄罗斯铝业联合公司于 2017 年的 3 月、9 月在上海证券交易所先后发行了 10 亿元、

5 亿元的熊猫债。另一方面，中国的金融机构和企业也开始利用境外债券市场为“一带一路”项目寻求融资。根据 Dealogic 债券数据库，中国银行、国开行、建设银行等金融机构已经在境外市场发行丝路债券，少数企业也为开展“一带一路”沿线项目在国际债券市场融资（见表 4）。不过，目前这类融资总额较低，尚不足 200 亿美元。

表 4 中国金融机构和企业在国际市场发行“一带一路”概念债券的情况

发行人	发行时间	融资规模	上市地点
中国银行	2015.6	共计 40 亿美元，含人民币、美元、欧元和新加坡元	香港、台北、新加坡、伦敦、迪拜 NASDAQ
	2017.4	共计 30 亿美元，含美元、欧元和人民币	香港
	2017.5	6 亿美元	
国家开发银行	2015.9	10 亿美元和 5 亿欧元	伦敦
	2017.11	共计 30 亿美元，含美元和欧元	香港
中国建设银行	2015.11	10 亿人民币	香港、吉隆坡
	2016.9	10 亿人民币	新加坡
中国进出口银行	2016.11	20 亿欧元	新加坡
广州富力地产有限公司	2016.12	2.65 亿美元	新加坡
	2017.1	4.6 亿美元	

数据来源：Dealogic 数据库

二、中国金融支持“一带一路”建设面临的挑战

（一）中国承担大量的融资压力和风险

“一带一路”倡议虽然旨在推动沿线国家共同发展，但在实施过程中却是我国承担了主要的融资压力和风险。如前所述，“一带一路”倡议实施四年来，我国在沿线国家提供的金融支持已超过 3000 亿美元，涵盖了基础设施、资源能源领域的许多大型项目。其中相当部分由中国金融机构主要出资甚至唯一出资，导致我国承担了“一带一路”建设的大部分资金压力和风险（丁一凡，2015¹）。例如，近年来我国金融机构在沿线国家开展的最大贷款项目之一，俄罗斯 Yamal 液化气公司的生产线项目，就是由进出口银行和国开行联合提供了高达 120 亿美元的贷款，占该项目贷款融资总额的 74%。再如，丝路基金虽然一直对国际

¹丁一凡：“让金融创新为‘一带一路’战略铺平道路”，《国际经济评论》，2015 年第 4 期，第 35-38 页。

合作持开放态度，但到目前为止也仅在两个项目中加入了银团贷款的融资方式，而在哈萨克斯坦设立的中哈产能合作专项基金则由其独自出资。

从更深层次来看，沿线国家政府财力不足和危机后国际金融机构业务收缩，是造成中国独自承担巨大融资压力的重要原因。一方面，“一带一路”沿线多为发展中国家，政府财政实力比较薄弱。根据世界银行数据，沿线约一半国家的外债与 GDP 之比已经超过 60% 的警戒线，如吉尔吉斯斯坦、乌克兰、格鲁吉亚和蒙古等国甚至已经超过 100%。通常而言，东道国政府应当作为基础设施项目的主要投资者，因为这类项目建成后将对国家经济产生巨大的外部性效益（陈静，2017¹）。然而，中国却成为沿线贫困国家项目的主要出资人，同时无法享受项目的外部性收益，因此承受了大量额外的风险。另一方面，发达国家金融机构都在危机后收缩业务，对海外大型项目贷款越发慎重。国际金融机构本来就对投资周期长、收益率低的基础设施项目兴趣不高，而金融危机后监管约束的强化使其在缺乏公开透明商业环境和国际通行市场规则的发展中国家放贷更加谨慎（Gallagher et al, 2016²）。因此，我国金融机构难以找到志同道合愿帮助发展中国家进步的国际金融机构，来共同融资、分担风险。

（二）国内私营资本参与程度不高

中国对“一带一路”沿线项目的金融支持仍以官方资本为主，私营资本的参与程度较低。从前面分析中可以看到，国有大型银行以及中央和地方政府发起设立的投资基金一直是“一带一路”项目的主要资金来源。这不仅容易在沿线国家引发经济安全忧虑（非商业动机）和道德风险，也不利于金融机构之间的公平竞争。首先，资金接受国的政府和民众很可能质疑中国官方背景的金融支持具有政治动机，甚至危害其国家经济安全，从而对“一带一路”倡议产生抵触情绪（张明，2015³），并出台一些带有防范意图的政策和法规。其次，部分国家可能会将我国官方提供的金融支持视为援助资金，为一些高风险项目争取融资（Su, 2016⁴），或在获得融资后对项目疏于管理，从而将我国资金置于较大风险中。最后，如果国有金融机构在为沿线项目提供金融支持的过程中总是处于优势地位，也不利于它们持续性地改进治理结构和运营效率（王敏等，2015⁵）。

¹陈静：“‘一带一路’下的东南亚经济合作”，《中国金融》，2017年第9期，第80-81页。

² Gallagher, K. P., Kamal, R., Wang, Y. (2016), Fueling Growth and Financing Risk: The benefits and risks of China's development finance in the global energy sector, GEGI Working Paper 002•05/2016.

³张明：“直面‘一带一路’的六大风险”，《国际经济评论》，2015年第4期，第38-41页。

⁴ Su, S. (2016), Risky Business: Financing 'One Belt, One Road', Foreign Brief, August 23, <http://www.foreignbrief.com/risky-business-china-standard-obor-financing-model-unpacked/>

⁵王敏、柴青山、王勇等：“‘一带一路’战略实施与国际金融支持战略构想”，《国际贸易》，2015年第4期，第35-44页。

同时，国内私营金融机构在参与沿线项目的资金活动时也面临着诸多瓶颈。一方面，私营金融机构的业务规模和资金实力都远逊于国有机构。从年报数据对比来看，作为民营背景商业银行中的佼佼者，民生银行 2016 年的营业收入和资产规模分别为 1552 亿元和 5.9 万亿元，远落后于工商银行的 6759 亿元和 24 万亿元。因此，私营金融机构通常很难像其国有对手一样独立为海外大型项目提供融资。另一方面，国有金融机构在业务过程中也缺少向私营机构开放的机制。从 Dealogic 数据库的银团贷款信息来看，国开行、进出口银行等活跃在“一带一路”融资前线的国有金融机构，在开展银团贷款时主要的合作对象也是中国银行、工商银行等国有大行，很少见到私营金融机构的参与。此外，私营金融机构还面临着信息不对称的问题。虽然国有银行和丝路基金都建立了自己的项目储备库，但是这些信息并不向私营机构开放。

而且，当前官方资金主导的“一带一路”融资支持更偏向国有企业，针对民营企业、中小企业的融资机制尚未形成（李向阳，2017¹）。以丝路基金为例，其最初的两笔投资就是入股三峡集团和中化集团的控股子公司，以支持它们在巴基斯坦开展 Karot 水电项目和在意大利收购 Pirelli 轮胎公司。虽然少数民营企业已经参与“一带一路”的投资基金体系，但是这些民营基金无论在数量还是规模上都与官方背景的基金存在很大差距。而政府性投资基金对民营企业的开放程度不高、使用情况不透明（梁志兵，2017²），难以有效撬动民营资本参与“一带一路”建设。类似地，在国有政策性银行和大型商业银行主导的“一带一路”贷款体系中，民营企业由于规模和业绩的限制以及信息不对称等市场缺陷，也很难获得有力的资金支持以参与“一带一路”沿线的投资项目和公私合营项目。

（三）资本市场未能发挥有效作用

中国主要通过银行贷款和股权投资基金向“一带一路”沿线项目提供金融支持，企业依托资本市场开展直接融资的比例很低，不利于融资风险的疏散。这一方面与国内资本市场开放程度不高密切相关。目前，我国仅允许境外机构和企业在国内资本市场上发行熊猫债。虽然这一市场最早在 2005 年开始试点，但是直到 2015 年才加快了开放步伐。根据万得数据，截至 2017 年 11 月，已有约 48 家境外机构和企业在我国发行了 2000 多亿元熊猫债。不过，发行主体多为外国政府、国际金融机构和国内企业的海外子公司，像俄罗斯铝业联合公司这样的沿线国家企业主体还很罕见。这主要是因为国内资本市场制度和金融基础设施还存在局

¹李向阳：“‘一带一路’面临的突出问题和出路”，《国际贸易》，2017 年第 4 期，第 4-9 页。

²梁志兵：“企业参与‘一带一路’金融支持”，《中国金融》，2017 年第 9 期，第 62-63 页。

限性，例如：企业跨境发行面临着信用评级体系、会计审计标准的国际一致性问题（黄斌，2016¹），而资本账户管制和汇率的不确定性也限制了境外企业前来发债。

另一方面，通过国际资本市场为“一带一路”项目融资也面临着诸多挑战。首先，多数沿线国家落后的资本市场难以满足境外企业的融资需求。除新加坡、印度、以色列、俄罗斯和少数中东欧国家拥有规模较大、开放较深的资本市场以外，多数沿线国家还处于商业银行主导的金融体系，国内资本市场孱弱且封闭，缺乏针对境外主体证券发行的法律法规。其次，我国企业在国际资本市场上面临着较高的融资成本和风险。企业的信用评级通常以国家主权信用评级为上限，我国主权信用评级长期低于英国、德国等传统发达国家，而2017年穆迪和标普又先后将我国评级下调，进一步增加了中资企业海外融资的难度和成本。而且，我国企业在国际融资时通常需要以美元、欧元等第三方货币计价，因而还面临着较高的汇率风险。最后，我国努力推行的丝路债券也面临重重困难。由于丝路债券可能涉及多个项目或国家，因此如何建立一个各方认同的发行体系是当前迫切需要解决的问题（王小旒，2016²）；而为了实现丝路债券在沿线各国的自由流动和交易，又需要沿线国家都具有足够深度及流动性的债券二级市场。

（四）区域分布和行业结构不平衡

中国对“一带一路”项目的金融支持存在比较严重的布局不平衡问题，区域风险和行业风险过于集中。如前所述，我国金融机构支持的项目多位于距离临近、资源丰富的区域（国家），其中相当部分面临着较高的国别风险。根据世界银行的营商环境排名，在获得中国资金支持最多的东盟地区，印尼、越南、柬埔寨、老挝和缅甸均排在100名之后。有些国家还曾因政局动荡、政党轮替导致项目受阻，如一波三折的中泰“大米换铁路”项目和历经曲折的菲律宾北吕宋铁路项目。同时，中国提供大量能源贷款的国家也普遍具有较差的风险评级，如巴基斯坦、土库曼斯坦、柬埔寨等。虽然中国在这些国家提供贷款时常常要求他们以石油、天然气、有色金属等资源的出口收入作为担保，以适当规避贷款风险（Brautigam& Gallagher, 2014³）。但是，随着近年来国际市场大宗商品市场走低，这种做法实际上使中资银行面临

¹黄斌：“‘熊猫债’蓄势待发背后：仍受会计、资金使用等规则束缚”，21世纪经济报道，2016年6月6日，<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-06-16/doc-iftfmrp2108992.shtml>

²王小旒：“香港举办‘一带一路’峰会聚焦投融资及丝路债券”，新华社，2016年9月9日，<http://silkroad.news.cn/news/5606.shtml>

³ Brautigam, Deborah and Kevin P. Gallagher (2014), Bartering Globalization: China's Commodity-backed Finance in Africa and Latin America, *Global Policy*, Volume 5, Number 3, 346-357.

着双重风险：一是担保品价值的下跌；二是借款国出口减少和财政收入下降所导致的货币贬值与美元偿付能力的下降。

与此同时，中国资金支持的沿线项目大多分布在能源和基础设施领域，也导致行业风险太过集中。特别是金融危机后，中国在这些行业提供的海外贷款规模已超过世界银行和一些主要的区域性多边开发机构，从而面临着较高的经济、政治乃至社会风险（Gallagher et al,2016¹）。虽然能源和基础设施项目符合“一带一路”倡议的重点方向，并且有助于保障我国的长期能源安全，但是也存在资金投入大、回收周期长、政治敏感性等问题，蕴含着较高的经济和政治风险。另外，许多大型工程和资源利用项目还易引发有关气候变化和环境保护的争议，潜在的社会风险不容忽视。在一些沿线国家，已经出现过由燃煤电厂建设引起的示威游行和警民冲突（Vidal, 2016²）。这无疑将对银行的资产收益和声誉产生不利影响。

三、完善中国对“一带一路”金融支持体系的政策建议

（一）构建体系化的金融合作总体框架

“一带一路”倡议实施四年来，我国金融机构已经在沿线国家提供了大量金融支持，不过目前尚未形成体系化的金融架构，导致一些风险和挑战逐渐显现。为了促进资金融通，支持“一带一路”倡议持续推进，我国应立足已有的成功经验和良好基础，构建体系化的“一带一路”金融合作框架（见图1）。首先，维持现有官方主导融资的主渠道地位，进一步提升沿线国家政府的融资参与度，并积极吸引国际金融机构和私营资本的参与。其次，大力发展资本市场，促进中国与沿线国家资本市场的对接和联通，鼓励国际投资者参与“一带一路”项目的直接融资。最后，搭建金融服务体系，整合“一带一路”沿线项目资源并建立开放的数据库，为各类项目参与方提供专业的金融咨询服务。

¹ Gallagher, K. P., Kamal, R., Wang, Y. (2016), Fueling Growth and Financing Risk: The benefits and risks of China's development finance in the global energy sector, GEGI Working Paper 002•05/2016.

² Vidal, J. (2016), "Bangladesh Coal Plant Protests Continue After Demonstrators Killed", The Guardian, April 6. <http://www.theguardian.com/environment/2016/apr/06/bangladesh-coal-plantprotests-continue-after-demonstrators-killed>

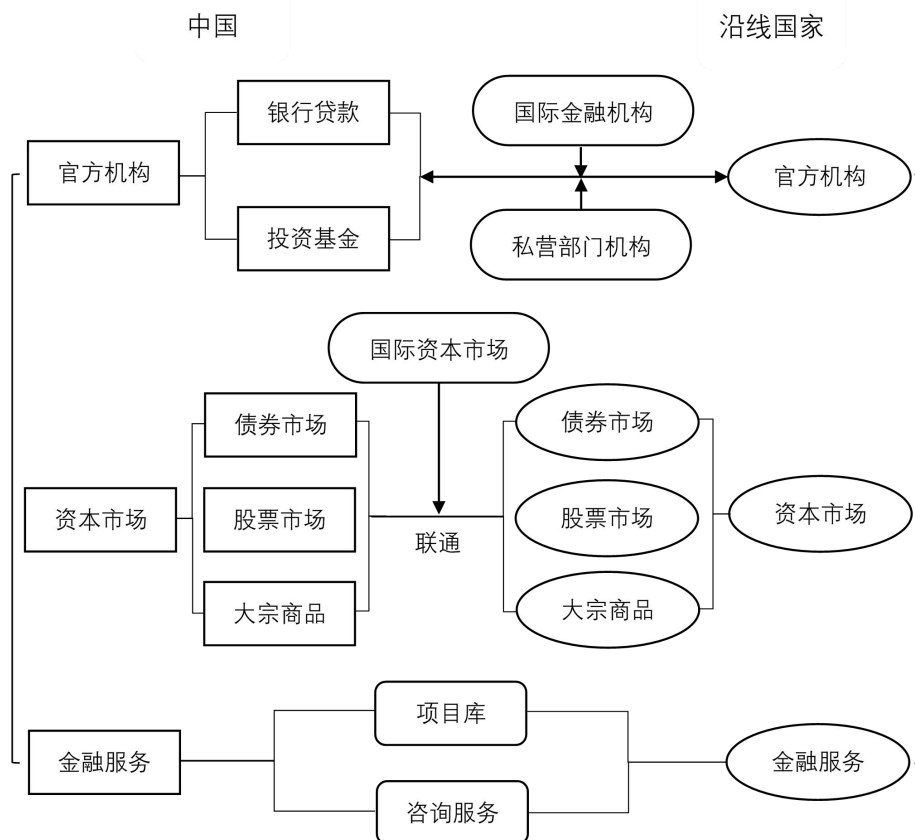


图 1 构建“一带一路”金融合作框架的初步构想

（二）加强境外资本合作

为缓解我国承担主要融资风险的局面，应在现有官方主导的融资渠道中引入更多境外资本。一方面，应加强与沿线国家政府和金融机构的合作。一要积极利用多边和双边金融合作机制，促进沿线国家政府参与项目融资。我国参与的国际合作投资基金应继续发挥重要作用，通过中国-东盟投资合作基金、上合组织银行联合体、中俄投资基金等机制，将其他参与国的资金引入沿线项目；同时还应与所有沿线国家签署“一带一路”融资保险协议，确定重点合作领域和重大合作项目的融资担保机制，以缓解我国负担过重的融资风险。二要继续以开发性金融为先导，鼓励我国政策性银行和丝路基金与沿线国家的开发性金融机构拓展合作。双方可积极探索境内外联动业务合作模式，以银团贷款、融资代理、共建投资平台等方式为沿线项目提供融资。三要逐步推进双边商业金融机构的合作。允许我国和沿线国家的金融机构建立股权联系，取得战略合作关系。鼓励沿线国家的金融机构进入我国开展业务，特别是为中资企业的境外项目提供融资服务。

另一方面，应加强与国际金融机构的合作。首先，推动与国际开发性金融机构的合作。我国要充分调动亚洲基础设施投资银行（亚投行）、金砖国家开发银行等国际开发性金融机

构的作用，拓展“一带一路”沿线项目的资金来源。目前，亚投行已经有 70 个成员国，我国应利用亚投行发起人的身份积极推动国内金融机构与其他成员国金融机构及相关多边开发性金融机构的合作。借“一带一路”国际合作高峰论坛之机，中国财政部与亚洲开发银行、欧洲复兴开发银行、欧洲投资银行等 6 家多边开发机构签署了合作谅解备忘录，就是良好的开始。其次，进一步拓展与国际大型商业金融机构的合作。我国多家商业银行已经与汇丰银行、花旗银行等国际大型金融机构建立了业务联系和互信关系，寻求“一带一路”沿线客户与服务网络的共享互补。未来，双方应进一步拓展融资合作，通过开展银团贷款、联合融资、建立担保机制等措施分散风险（Humphrey, 2015¹），提高国际商业金融机构参与“一带一路”项目融资的意愿。

（三）拓展公私合作机制

为避免沿线国家对我国官方资本输出的担忧和滥用，加强公私合营的项目融资模式（PPP 模式）就显得非常必要。我国政府应尽力保障参与境外 PPP 项目的民营企业的海外权益，鼓励这些企业通过合同协议来规避或分担金融风险，如要求东道国金融主管部门明确项目收益可汇出，支持企业与当地利益相关者约定共同分担因利率、汇率或通胀变化产生的额外支出等（郭菲菲、黄承锋，2016²）。鉴于跨境 PPP 项目的较高风险，政府还应给予相关企业税收和金融方面的政策支持，如尽快落实服务出口税收的优惠政策，积极签订并贯彻与沿线国家有关的多边、双边税收协定以避免重复征税，完善对工程建设企业在对外担保、境内外融资、跨境资金流动等方面的配套服务政策等。在大型国有金融机构主导的融资体系中，应为民营企业参与跨境 PPP 项目设立专项贷款或基金额度，以撬动更多民营资本参与“一带一路”建设。

与此同时，也要加强私营金融机构在“一带一路”金融支持体系中的作用。私营金融机构囿于资金实力的限制，要结合自身特点从细分领域切入，实现与国有金融机构的差异化竞争。譬如，借“一带一路”倡议推动贸易融资需求增长的机遇，私营商业银行可提供出口信贷、服务贸易项下的融资、成套设备信保融资、跨境供应链金融等服务，在“一带一路”金融体系中率先布局。凭借在中小企业金融业务领域的相对优势，私营金融机构可在推动民营资本参与“一带一路”建设中发挥重要作用。另外，私营金融机构还应积极寻求与国有金融

¹ Humphrey, C. (2015), Challenges and Opportunities for Multilateral Development Banks in 21st Century Infrastructure Finance, The Infrastructure Finance in the Developing World Working Paper Series, GGGI and G-24.

²郭菲菲、黄承锋：“PPP 模式存在的问题及对策——基于‘一带一路’沿线国家的分析”，《重庆交通大学学报（社会科学版）》，2016 年第 5 期，第 12-17 页。

机构的资本合作，而国有金融机构也应采取更开放的合作态度。在这方面，国外很多政策性银行和多边开发机构提供了值得借鉴的经验，具体包括：与私营金融机构共建私募股权基金，开展项目的投资活动；将一定额度的贷款授予私营商业银行，由后者连同自有资金一起向外提供贷款；为私营金融机构提供担保，以鼓励其为项目提供融资支持等（宋爽、刘东民，2016¹）。

（四）强化资本市场合作

为拓展“一带一路”融资渠道，分散融资风险，中国应加强对国内外资本市场的利用。一方面，要继续扩大国内资本市场的开放，鼓励沿线国家的企业前来发行熊猫债。一是针对当前市场上存在的问题，尽快出台相关的指引和范例，推动一整套市场机制的形成。二是适当增加市场的灵活性，对于面向专业投资者发债的境外发行人，可允许其按照国际市场的通行规则进行财务报表的编制和审计，而非必须遵循中国会计准则（陈已昕，2017²）。三是完善熊猫债的信用评级体系，根据发行人的国别、行业和货币等建立全球可比的评级体系。同时，也有必要在国内资本市场引入更加多元的境外机构投资者。国外的养老基金、主权财富基金、保险公司等成熟的机构投资者应当被鼓励进入我国市场投资“一带一路”概念的证券，而相关外汇衍生产品也应被及时开发以满足国际投资者的风险管理需要。

另一方面，应积极建立与沿线国家资本市场的联通机制。我国应倡议沿线各国金融管理当局协商制定与国际市场接轨的会计、税收和法律架构，建立区域性的评级体系和担保机制，联通支付清算系统。由于沿线国家的金融发展水平参差不齐，区域资本市场的建立不可急于求成，当前可重点关注四个方面：一是继续推进亚洲债券市场，确保 EMEAP 机制下的亚洲债券基金和 10+3 金融合作机制下的亚洲债券市场倡议尽快落实。二是大力发展丝路债券市场，特别是加强人民币丝路债券的发行，积极利用我国与沿线国家签署的双边货币互换协议和已建立的境外人民币清算行拓展这一市场。三是搭建联通沿线国家的大宗商品交易平台，建设大宗商品区域定价中心，探索以人民币计价的大宗商品交易和相关期货产品，以满足我国企业和沿线企业开展商品交易、套期保值和风险管理的需求。四是推进资产证券化的发展，以帮助金融机构疏散融资风险、回流资金，并促进私营资本参与沿线项目的融资。

（五）建设金融服务体系

金融服务体系的搭建有助于缓解各类项目参与主体的信息不对称，提升整个金融支持体

¹宋爽、刘东民：“欧洲投资银行的中小企业非贷款业务及其对亚投行的启示”，《银行家》，2016年第10期，第108-111页。

²陈已昕：“发展‘熊猫债’市场的法律问题”，《当代金融家》，2017年3月22日，http://www.modernbankers.com/jrj/html/2017/financiercon_0322/475.html

系的运行效率，并减轻资金在区域和行业分布不平衡的问题。首先，应建立开放共享的项目融资信息平台。这需要有关部门牵头，整合国有大型金融机构的现有项目资源，并持续地从沿线各国的相关部门和金融机构收集项目信息。融合运用大数据和互联网技术，实现国有金融机构与民营金融机构、政策性金融机构与商业性金融机构、国内金融机构与国外金融机构的信息共享。同时，在平台上建立配套的项目风险评估和报告机制，详细揭示项目面临的国别风险和行业风险，供投资者选择适合自身情况的项目。项目平台可采取会员制，中小型项目的融资需求公开发布以鼓励私营资本的参与，大型项目信息则仅对会员机构开放以保持项目的私密性，而会费将用于平台的日常维护。

其次，有必要设立专业的金融咨询服务平台。政府应鼓励具有“一带一路”项目融资经验的金融机构开展咨询服务，对外与沿线国家的金融机构和企业对接，对内与沿线项目的参与企业对接，提供投融资顾问、风险管理等专业服务。同时推动中资金融机构通过并购、合资、自营、代理等方式在沿线国家合理布局，尤其是在中东欧、独联体等项目推进缓慢的区域开拓业务，为有意在当地从事“一带一路”建设的中资企业提供服务支持。当然，我国也欢迎沿线国家的金融机构来华拓展业务与合作，将有关其母国金融监管、投融资流程、项目运营等方面的信息和服务提供给在当地参与“一带一路”项目的中资企业。最后，我国与沿线国家的金融监管部门还应尽快达成监管合作的谅解备忘，以保障双方金融机构跨境服务的顺利开展。