



# 人民币国际化是否促进了中国对外直接投资？ ——基于“一带一路”沿线53国的实证检验

李匡义 孙溢

**摘要：**党的二十大报告提出要“推动共建‘一带一路’高质量发展”。本文以“一带一路”为背景，选取沿线53个国家2009—2021年的年度数据，实证分析人民币国际化对中国OFDI的影响。基准回归结果表明：人民币国际化显著促进了中国对“一带一路”沿线国家的直接投资，分组回归的结果显示该赋能作用在发展中国家和“一带”沿线国家中更为显著。进一步分析证明：汇率稳定性和资本账户开放度在人民币国际化赋能中国OFDI的过程中发挥的调节作用显著。鉴于此，本文建议继续稳慎推进人民币国际化进程，并依托“一带一路”倡议，不断优化对沿线国家直接投资的布局，同时动态协调汇率市场化、资本账户开放与人民币国际化，实现中国OFDI的可持续发展。

**关键词：**人民币国际化 对外直接投资 一带一路 汇率稳定性 资本账户开放度

## 引言

“一带一路”倡议提出迄今已满十周年，这十年间，我国与沿线国家的互联互通项目枝繁叶茂，对沿线国家的直接投资也取得了丰厚的成果。存量数据显示，2021年末，中国对“一带一路”沿线国家的直接投资存量为2 138.4亿美元，占全球存量份额的7.7%。流量数据显示，2021年末，在我国境内投资者的积极推动下，超过1.1万家的境外企业在“一带一路”沿线成功落地，使同年对外直接投资（OFDI）流量突破241.5亿美元，占同期流量的近1/7。上述数据都说明“一带一路”沿线国

家愈发成为我国OFDI的重要合作伙伴<sup>①</sup>。

与此同时，人民币国际化水平也在日益增高。根据SWIFT的报告，2021年12月人民币在全球的结算比重提升至2.7%，成为全球第四大支付货币。此外，人民币的外汇储备规模稳步提升，相较2016年人民币刚加入SDR货币篮子时1.08%的全球占比，2022年Q1该比值提高了1.8%，在主要储备货币中排名第五<sup>②</sup>。随着人民币国际化水平的提升，我国已与22个“一带一路”沿线国家签署了双边本币互换协议，这意味着境内投资公司可以更多地采用人民币进行结算，这不仅能避免一部分的汇

李匡义（通讯作者）、孙溢，南京审计大学金融学院。资助项目：江苏省研究生科研创新计划项目“‘一带一路’倡议下人民币国际化的发展研究”（编号：KYCX22\_\_2097）。

① 商务部等发布的《2021年度中国对外直接投资统计公报》。

② 人民银行发布的《2022年人民币国际化报告》。



率风险，也能促进我国OFDI的稳健发展。

以“一带一路”为背景，研究人民币国际化对我国OFDI的影响机理具有重要的现实意义，这不仅可以为我国OFDI提供与时俱进的经验证据，也能推动相关理论发展。

## 文献综述

关于我国OFDI对人民币国际化的影响，已有研究表明OFDI通过在国际金融市场中的资本贸易来往促进了人民币的使用和流通，从而助力人民币国际化进程<sup>①</sup>。关于人民币国际化对我国OFDI的影响，付韶军（2018）、付韶军和邢玉临（2020）分别通过SVAR模型和“一带一路”沿线的跨国面板模型进行实证检验，均得到人民币国际化是中国OFDI重要推动力的结论。曲晓曦（2021）通过实证分析发现人民币国际化加深了我国与沿线各国的贸易发展，从而为我国对外投资营造了良好的贸易环境。古广东和李慧（2021）从人民币的国际货币职能这一视角出发，建立TVP-VAR模型，实证结果显示人民币的国际支付结算职能和国际储藏职能对人民币OFDI的增加起到显著的正向解释作用。

近些年有部分学者开始研究我国OFDI的出口贸易效应，但这些文献大多局限于传统引力模型中的变量，且较少涉及人民币国际化（滕堂伟等；韩小蕊；程显宏

等，2020）。金丹和张誉夫（2022）的研究弥补了这一缺陷，他们从国际货币职能的传导路径切入，将人民币国际化水平作为门槛变量，实证发现人民币国际化水平越高，我国对东盟的OFDI对其出口贸易的影响越显著。

总结相关研究文献可以发现，目前学界探讨人民币国际化对OFDI影响的研究成果相对较少，既有研究也多是分析二者间的直接影响效应，对于传导机制等间接影响效应分析较少。本文在分析该议题时，首先以“一带一路”为背景前提，并进一步借鉴曹远征等（2018）和王晓芳和鲁科技（2021）的思路，即将“三元悖论”指数中的汇率稳定性和资本账户开放度作为调节变量，探讨二者在人民币国际化对中国OFDI的影响效应中发挥怎样的调节作用。

## 理论分析

### 传导路径分析

关于传导路径的选择，目前学界主要是从降低企业融资成本和减少汇率波动风险这两个视角进行分析（倪亚芬和李子联，2016；付韶军和邢玉临，2020）。稳定的资金来源和充足的外币兑换渠道是我国对外投资顺利完成的重要保障。然而目前在“一带一路”沿线国家中，投资项目的结算仍然以美元为主，也就是说我国投

<sup>①</sup> 具体而言，涂永红和张铜钢（2017）认为我国OFDI通过输出资本、扩大贸易辐射和促进金融机构国际化等方式为人民币的海外使用赋予新动能；朱孟楠和曹春玉（2019）采用面板Logit模型，实证研究发现“一带一路”倡议提出后，人民币储备需求更加依赖我国OFDI；王孝松等（2021）使用SWIFT的交易数据，实证结果发现我国OFDI扩大了人民币在国际上的使用范围和认可度。



资企业在进行跨境投资时, 需要将人民币兑换为美元或者是东道国本国认可度高的货币。相比在国内进行的投资, 我国OFDI面临着更为严重的汇率风险和境外融资风险。同时外汇市场的波动也导致了汇兑时汇率的不稳定, 为了减少投资活动亏损的可能, 我国对外投资企业需要进一步增加财务成本来进行风险管控。

随着人民币国际化的审慎推进, 人民币在“一带一路”沿线国家中的货币地位随之提升, 我国对外投资企业也拥有更多的货币话语权, 因此在进行贸易结算时, 也可以更多地选择用人民币来进行投资。这极大地降低了跨境投资的汇率风险, 也降低了公司的交易成本和管理成本。同时, 随着人民币使用深度和广度的提升, 人民币大量回流国内金融市场, 从而推动国内金融机构与国际接轨, 为我国的OFDI提供更加便利高效的服务。

### “三元悖论”视角下的进一步分析

发达国家主权货币国际化的历史道路, 似乎都验证了三元悖论视角下的角点解才是主流货币国际化的最优路径, 即在独立的货币政策、资本的自由流动和稳定的汇率制度三者之间, 只能实现两两平衡。早些年, 我国选择了独立的货币政策与稳定的汇率制度, 从而对资本流动加以管制。资本账户无法完全开放, 人民币无法实现可自由兑换, 导致对外投资无法将人民币作为主要的结算货币, 在一定程度上不利于我国OFDI活动的开展。

不过近年来随着“三元悖论”视角下

的人民币国际化研究逐渐增加, 学界也证明了人民币国际化完全可以走出一条有中国特色的道路, 即沿着三元悖论非角点解的演化路径推进, 并最终回移至传统的角点解。具体而言, 我国可以在保持本国货币政策部分独立性的前提下, 同步协调推进汇率市场化与资本账户开放(王晓芳和鲁科技, 2021)。宏观审慎监管的到位让我国汇率制度弹性空间的增加得到了保证, 进而可以逐步有效地开放我国的资本账户, 实现人民币的自由兑换。人民币国际化水平的审慎推进, 也增加了“一带一路”沿线国家对人民币的使用意愿, 在贸易来往中我国对外投资企业可以更多地使用人民币结算, 持续高效地推动我国OFDI的发展。

## 模型构建与数据处理

### 变量选取

**被解释变量。**由于统计得到的中国OFDI的流量数据总体不太稳定, 某些年份还出现数据为零值或者负值的情况, 为了避免数据问题导致的模型回归的不准确性, 也为了更好地反映该指标的长期变化趋势, 本文选择中国OFDI的存量为被解释变量, 原始数据来源于中国商务部等公示的《中国对外直接投资统计公报》。

**解释变量。**近年来学者大多从货币的基本职能出发, 即货币的计价单位、交易职能和储备职能, 选取相应的一级指标和二级指标综合测度人民币国际化程度。这种方法虽然较为全面地考察了有关指标对人民币国际化的影响, 但在每个指标的权重选择上,

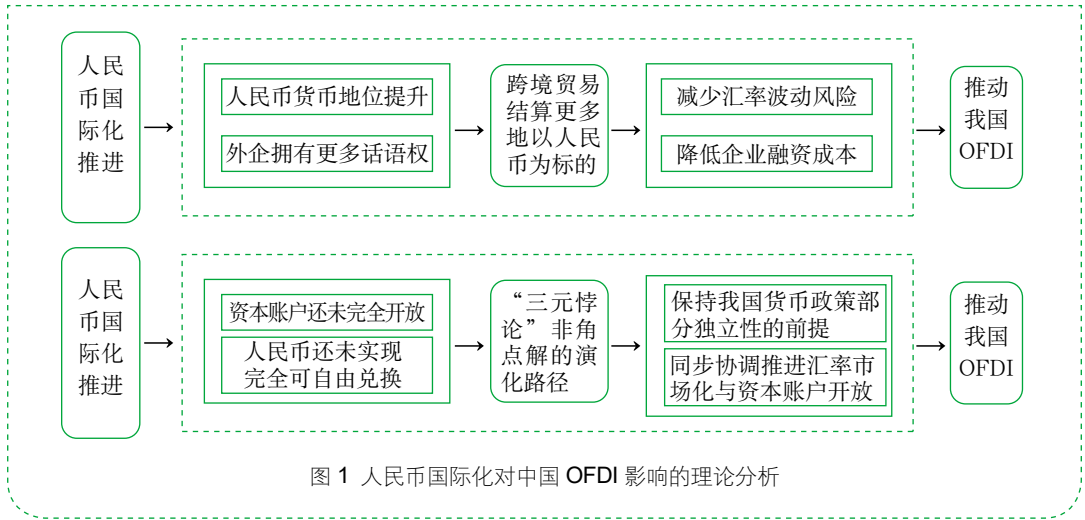


图 1 人民币国际化对中国 OFDI 影响的理论分析

目前没有较为统一的科学标准。因此，本文将人民币国际化的计量指标选择为人民币的境外存量。鉴于香港的人民币存款业务规模总量最大以及开展时间跨度最大，本文解释变量的数据来自香港金融管理局，并采用加权平均法将人民币存量的月度数据进行年度加权，并进行了对数化处理。

**调节变量。**本文采用 Aizenman et al. (2010) 构建的“三元悖论”指数，来测度东道国的汇率稳定性和资本账户开放度。传统的汇率稳定度计算了东道国和基准国之间每月汇率的年标准差，计算公式为  $ERS=0.01/0.01+stdev(\Delta \log(exch\_rate))$ ，仅使用这个公式很容易造成指数的向下偏差。为了避免这种向下的偏差，Aizenman et al. (2010) 对汇率变动设置了一个阈值。当汇率的月变化率保持在  $\pm 0.33\%$  的区间内，即可认为汇率是固定的。ERS 的值越高，东道国的汇率制度越稳定。资本账户开放度则采用 Aizenman et al. (2010)

构建的 KAOPEN 指数，该指数对东道国的多种汇率、经常项目交易限制、资本项目交易限制、出口收益返还要求等主要变量进行了标准化处理。KAOPEN 的值越高，表明东道国的跨境资本流动越自由，资本管制相对较少。

**控制变量。**本文在控制变量的选择上，参考了付韶军和邢玉临 (2020) 的做法，选取五个关键控制变量。考虑到中国的大量进口是为出口服务的，本文选择对东道国的出口额来反映两国的经贸合作程度。东道国的国内生产总值反映了其经济发展程度，东道国的总人口反映了其劳动力规模。中国与东道国的经济距离反映了双边的运输成本，两国之间的经济距离 = 两国首都之间的地理距离  $\times$  WTI 原油年度均价。为了考察“一带一路”倡议对中国 OFDI 的影响，本文以 2013 年为界，2013 年之前的年份赋值为 0，2013 年及之后的年份赋值为 1。具体内容如表 1 所示。



### 数据来源

人民币国际化从2009年跨境贸易人民币结算拉开帷幕, 中国对外直接投资统计公报始于2003年, 鉴于数据可得性与准确性, 本文选择2009—2021年的“一带一路”沿线53个国家作为样本<sup>①</sup>。数据主要来源于《中国对外直接投资统计公报》、国家统计局和世界银行WDI数据库, 部分缺失数据采用插值法补全。数据处理和实证检验过程均在Stata15软件上完成。

### 模型构建

为考察人民币国际化对中国OFDI的影响, 首先构建基准模型:

$$\ln\text{OFDI}_{it} = \alpha + \beta_1 \ln\text{RMB}_t + \gamma_1 Z_{it} + \varphi_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在基准模型的基础上进一步建立如下调节效应模型, 探究汇率稳定性和资本账

户开放度在人民币国际化对中国OFDI的影响效应中起怎样的调节作用。

$$\ln\text{OFDI}_{it} = \alpha + \beta_1 \ln\text{RMB}_t + \beta_2 \ln\text{RMB}_t \times I_{it} + \beta_3 I_{it} + \gamma_1 Z_{it} + \varphi_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,  $\text{OFDI}_{it}$ 表示我国在第 $t$ 年对东道国 $i$ 的OFDI存量;  $\text{RMB}_t$ 为解释变量, 表示第 $t$ 年的人民币国际化水平;  $I_{it}$ 为调节变量, 表示东道国的汇率稳定性和资本账户开放度;  $Z_{it}$ 表示控制变量, 包括我国对东道国的出口额、东道国经济发展规模、东道国总人口、中国与东道国的经济距离以及“一带一路”倡议的虚拟变量;  $\varphi_i$ 代表个体固定效应;  $\varepsilon_{it}$ 为残差项。

### 描述性统计

附表1<sup>②</sup>显示了主要变量的描述性统计特征。观测期内, 被解释变量、解释变量

表 1 变量选取与数据来源

变量分类	变量名称	变量符号	变量说明
被解释变量	中国OFDI存量	lnOFDI	原始数据来源于中国商务部等公布的《中国对外直接投资统计公报》, 本文对其取自然对数
解释变量	人民币国际化水平	lnRMB	原始数据来源于香港金融管理局, 本文对其取自然对数
调节变量	汇率稳定度	ERS	Aizenman et al. (2010) 构建的“三元悖论”指数
	资本账户开放度	OPEN	
控制变量	中国向东道国的出口额	lnEX	原始数据来源于国家统计局, 本文对其取自然对数
	东道国经济发展规模	lnGDP	原始数据来源于世界银行WDI数据库, 本文对其取自然对数
	东道国总人口	lnPOP	
	中国与东道国的经济距离	lnDIST	地理距离数据来源于CEPII中的Geo Dist数据库, 原油均价WTI数据来源于Wind数据库
	“一带一路”倡议	BRI	政策类虚拟变量

① 53个样本国家: 阿尔巴尼亚、阿联酋、阿塞拜疆、爱沙尼亚、巴林、白俄罗斯、保加利亚、波黑、波兰、俄罗斯联邦、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、捷克、卡塔尔、科威特、克罗地亚、拉脱维亚、黎巴嫩、立陶宛、罗马尼亚、蒙古国、摩尔多瓦、斯洛伐克、斯洛文尼亚、塔吉克斯坦、土耳其、土库曼斯坦、乌克兰、乌兹别克斯坦、匈牙利、亚美尼亚、伊朗、以色列、约旦、阿曼、埃及、巴基斯坦、菲律宾、柬埔寨、老挝、马来西亚、孟加拉国、缅甸、尼泊尔、沙特阿拉伯、斯里兰卡、泰国、新加坡、也门、印度、印度尼西亚和越南。

② 附表1~5为增强出版。



和控制变量在取完自然对数后，整体数据排除了异常值的干扰，标准差相对较小。进一步对数据进行方差膨胀因子（VIF）检验，主要变量的VIF值均小于10，通过了多重共线性检验。综上，本文的样本数据平稳，符合实证要求。

### 基准回归分析

通过 Hausman 检验，本文选择固定效应模型进行基准回归分析。从附表2可知全样本的回归结果，“一带一路”背景下人民币国际化在1%的显著水平上对我国OFDI起到赋能作用。控制变量中，中国对东道国的出口额显著促进了中国OFDI，说明两国的经贸合作有利于跨国投资的开展。东道国的经济发展规模对中国OFDI起到明显的正向作用，说明东道国的经济发展前景越好，越能吸引我国投资。东道国的总人口显著推动了中国OFDI，这可能是因为东道国的人口规模越大，劳动力费用越低，越有利于吸引我国劳动密集型产业的投资。“一带一路”倡议的提出对中国OFDI起到明显的促进作用，说明国家政策的引导进一步推动了中国在“一带一路”沿线国家的直接投资。

进一步本文按照地理位置差异和国家发展水平差异对全样本进行分组回归。为了区分地理位置差异给中国OFDI带来的不同影响，本文将全样本划分为“一带”沿线国家样本和“一路”沿线国家样本。虽然在

“一带”和“一路”沿线国家样本中，人民币国际化均在1%的显著性水平上促进了中国OFDI，但附表2显示人民币国际化水平对“一带”沿线国家的OFDI赋能更多。这可能是因为相较于“一带”沿线的内陆国家，“一路”沿线的海洋国家经济发展水平相对较高，对人民币的认可度还不够高，我国与其开展投资活动时可能需要使用SDR货币篮子中的其他外国货币进行贸易。控制变量中，中国与东道国的经济距离显著阻碍了对“一带”沿线国家的OFDI，但对“一路”沿线国家的OFDI影响不显著，说明相较于对传统制造业的引资需求，“一路”沿线的海洋国家更倾向引进第三产业和高新技术产业的投资，因此运输成本的制约相对较小。

为了区分不同国家投资水平和FDI流动情况给中国OFDI带来的差异性，本文按照联合国贸易和发展会议《世界投资报告（2021）》的划分标准，将全样本划分为发展中国家样本和发达及转型国家样本<sup>①</sup>。附表2的回归结果显示，“一带一路”背景下人民币国际化对发展中国家OFDI的促进作用相对更显著。一方面，发展中国家的经济发展水平相对较低，中国制造的产品具有较强的竞争力；另一方面，我国作为最大的发展中国家，与发展中的沿线东道国在经济上更加互补，中国对其进行直接投资不仅拓宽了海外市场，也让东道国承接了良好的经验和 技术。

① 联合国贸发会议曾使用的“发展中/发达/转型经济体”的分类方式，一直沿用至2020年，因此在分组回归时剔除本文2021年的样本数据，其他变量保持不变。



### 调节效应分析

综合上述基准回归结果可知，人民币国际化显著促进了中国对“一带一路”沿线国家的直接投资，并且赋能作用在发展中国家和“一带”沿线国家中更为显著。结合上文的理论分析，本文进一步引入汇率稳定度和资本账户开放度与人民币国际化的交互项，分析二者在人民币国际化赋能中国OFDI的过程中发挥怎样的调节效应。从附表3可知，引入交互项后，无论是全样本还是分样本，人民币国际化依然显著推动中国OFDI。

全部国家样本中，汇率稳定度与人民币国际化的交互项系数为 $-0.3357$ ，且在1%的统计水平上显著，“一带”沿线国家样本和发展中国家样本中交互项系数分别为 $-0.2688$ 和 $-0.3353$ ，且在5%的统计水平上显著，说明汇率稳定度的调节效应存在。汇率稳定度减弱了人民币国际化和中国OFDI之间的正联动性，这可能是因为随着人民币国际化的推进，人民币汇率制度逐渐朝市场化的改革方向迈进，在有管理的浮动汇率制度下，我国汇率的弹性空间开始增加，而“一带一路”沿线国家的汇率安排以固定汇率或稳定汇率机制为主，这些国家在经济发展阶段多存在“浮动恐惧”现象（周姝彤，2022）。我国的OFDI使资本流入国面临汇率升值的风险，此时东道国如果选择更加浮动的汇率制度，该国的经济发展环境将面临更多的不确定性，因此对汇率稳定度有一定依赖的沿线国家，会更为审慎地引进我国的直接投资。

发展中国家样本中，资本账户开放度与人民币国际化的交互项系数为 $-0.0803$ ，并且在1%的统计水平上显著，说明资本账户开放度的调节效应存在。资本账户开放度减弱了人民币国际化和中国OFDI之间的正联动性，这可能是因为“一带一路”沿线国家的金融业开放程度整体有限，资本账户开放的利好效应也因其规模较小，难以发挥有效作用。中国银行保险报的研究也表明，在“一带一路”沿线的65个国家和地区中，占七成的国家对跨境资本流动进行限制，近半数的国家也存在不同程度的外汇管制。资本账户开放度的调节作用仅在发展中国家样本中显著，这可能是因为沿线发展中国家目前对美元的依赖程度较高，对人民币的接纳程度还不够。双向开放程度不足，会削弱人民币国际化带来的积极影响，从而不利于我国的OFDI。

### 稳健性检验

**内生性处理。**部分学者的研究表明，人民币国际化与中国OFDI存在双向因果关系（倪亚芬和李子联，2016；古广东和李慧，2021）。为了避免因双向因果关系而导致的内生性问题，本文将人民币国际化的一阶滞后项以及控制变量中对东道国的出口额的一阶滞后项作为工具变量。附表4的回归结果显示，人民币国际化的系数依然显著为正，其他控制变量的系数也与之之前总体一致，因此前文基准回归的结果还是较为稳健的。

**稳健性检验。**上文通过对“一带一路”背景下人民币国际化如何影响我国



OFDI进行了深入讨论，并得出了一些重要的结论。为了验证这些结论的准确性，采用三种方法进行稳健性检验，分别对基准模型①增加控制变量、替换核心解释变量以及剔除特殊国家样本。回归结果见附表5。控制变量层面，近年来有关东道国制度质量与OFDI的研究层出不穷，因此将制度质量（GOV）纳入控制变量，进一步检验基准回归结果的稳健性。制度质量的数据来源于世界银行WGI数据库，本文在数据处理时，对其中的6个子指标（民众话语权、政治稳定度、政府效率、监管质量、法治程度和腐败管控）取加权平均得到本文GOV的数据。稳健性结果显示，将GOV纳入计量模型后，回归结果依然显著。核心解释变量层面，用中国人民大学国际货币研究所（IMI）编制的人民币国际化指数来衡量人民币国际化水平，该指数从2010年开始官方公布，因此剔除本文2009年的样本数据，其他变量保持不变，回归结果显示人民币国际化仍然在1%的显著水平上正向影响我国OFDI。国家样本层面，借鉴张海伟等（2022）的做法，剔除地缘政治风险较大、经济发展环境较复杂的四个国家样本——以色列、伊朗、也门、越南。稳健性结果表明，剔除特殊国家样本后的回归结果与剔除前的基准回归结果总体一致，基准模型通过了稳健性检验。

## 结论与建议

本文使用“一带一路”沿线53个国家2009—2021年的跨国面板数据，选取相

关研究变量，对样本国家进行回归分析，得出以下结论：一是人民币国际化显著促进了中国对“一带一路”沿线国家的直接投资，分组回归的结果显示该赋能作用在发展中国家和“一带”沿线国家中更为显著。二是汇率稳定性和资本账户开放度在人民币国际化赋能中国OFDI的过程中发挥的调节作用显著，是我国在推进人民币国际化进程中不可忽略的重要因素。

基于此，本文提出三点建议：一是继续稳慎推进人民币国际化进程。积极保持与“一带一路”周边国家的经贸往来，推动人民币跨境贸易结算与人民币对外投资，提高全球范围内的人民币认可度与接纳度，推动人民币离岸市场的业务发展，为人民币国际化注入新动力。二是依托“一带一路”倡议，不断优化对沿线国家直接投资的布局。“一带一路”沿线各国经济发展水平发展差异较大，在布局时应该因地、因时制宜，结合我国自身的技术经验和产业优势，实施差异化和多元化的OFDI策略，促进高质量共建“一带一路”。三是动态协调汇率市场化、资本账户开放与人民币国际化，实现中国OFDI的可持续发展。“一带一路”沿线国家的汇率稳定性和资本账户开放进程与我国差异较大，因此我国在推进人民币国际化进程时不可操之过急，要及时规避汇率制度差异带来的汇兑风险以及资本账户开放进程差异带来的流动性风险，实现我国对外投资的可持续发展。■

学术编辑：韦燕春





## 参考文献:

- [1] 曹远征,陈世波,林晖.三元悖论非角点解与人民币国际化路径选择——理论与实证[J].国际金融研究,2018(03):3-13.
- [2] 程显宏,李豫新,邹宗森.非对称贸易成本、OFDI与出口贸易——基于“一带一路”沿线国家的实证检验[J].当代财经,2020(09):114-126.
- [3] 付韶军,邢玉临.人民币国际化对中国OFDI的影响研究——基于“一带一路”沿线37国实证检验[J].兰州学刊,2020(05):81-98.
- [4] 付韶军.“一带一路”背景下人民币国际化对中国OFDI的影响研究——基于SVAR模型的实证检验[J].工业技术经济,2018,37(12):147-155.
- [5] 古广东,李慧.基于TVP-VAR的人民币国际化与人民币OFDI互动效应研究[J].亚太经济,2021(04):33-42.
- [6] 韩小蕊.中国对“一带一路”沿线国家直接投资与出口贸易互动关系研究[J].工业技术经济,2020,39(08):95-100.
- [7] 金丹,张誉夫.人民币国际化与中国对东盟直接投资的出口贸易效应[J].金融发展研究,2022(12):25-34.
- [8] 倪亚芬,李子联.人民币国际化与对外直接投资的互动分析[J].金融与经济,2016(02):45-49+75.
- [9] 曲晓溪.人民币国际化赋能我国跨境贸易提质增效研究——以“一带一路”沿线国家为例[J].商业经济研究,2020, No.805(18):165-168.
- [10] 滕堂伟,史佳宁,胡森林.中国对“一带一路”沿线国家直接投资的出口贸易效应[J].兰州大学学报(社会科学版),2020,48(06):53-60.
- [11] 涂永红,张铜钢.对外直接投资是人民币国际化的新动能[J].现代管理科学,2017(07):3-5.
- [12] 王晓芳,鲁科技.三元悖论非角点解与人民币国际化推进政策研究[J].世界经济研究,2021(10):25-38+134-135.
- [13] 王孝松,刘韬,胡永泰.人民币国际使用的影响因素——基于全球视角的理论及经验研究[J].经济研究,2021,56(04):126-142.
- [14] 张海伟,郑林雨,陈胜发.东道国制度质量与中国对外直接投资——基于“一带一路”视角[J].华东经济管理,2022,36(01):53-63.
- [15] 周姝彤.汇率制度选择的国际经验——基于三元悖论分析[J].工业技术经济,2022,41(03):98-105.
- [16] 朱孟楠,曹春玉.人民币储备需求的驱动因素——基于“一带一路”倡议的实证检验[J].国际金融研究,2019(06):37-47.
- [17] Aizenman Joshua, Menzie D Chinn, Hiro Ito. The Emerging Global Financial Architecture: Tracing and Evaluating the New Patterns of the Trilemma's Configurations[J]. Journal of International Money and Finance, 2010, Vol. 29, No. 4: 615-641.

## Does RMB Internationalization Promote Chinese OFDI?

## —An Empirical Test Based on the Experience of Countries Participating in the Belt and Road Initiative

LI Kuangyi SUN Yi

(School of Finance, Nanjing Audit University)

**Abstract** At its 20<sup>th</sup> National Congress, the Communist Party proposed the promotion of high-quality development under the Belt and Road Initiative. This paper examines the impact of renminbi internationalization on China's outward foreign direct investment (OFDI), using annual data from 53 countries participating in the Belt and Road Initiative between 2009 and 2021. A baseline regression study shows that RMB internationalization has significantly boosted Chinese direct investment in the Belt and Road countries while a subgroup regression shows that the effect is even more significant in developing countries and countries along the "Belt". Further analysis demonstrates that exchange rate stability and capital account openness play a significant moderating role when RMB internationalization promotes China's OFDI. This paper suggests that China should continue to carry out RMB internationalization in a steady and cautious manner and optimize the distribution of direct investment in the countries along the routes included in the Belt and Road Initiative. At the same time, it is necessary to dynamically coordinate the marketization of the exchange rate, the continued opening of the capital account and RMB internationalization, so as to realize sustainable development of China's OFDI.

**Keywords** RMB Internationalization, OFDI, the Belt and Road Initiative, Exchange Rate Stability, Capital Account Openness

**JEL Classification** C33 F21 O57