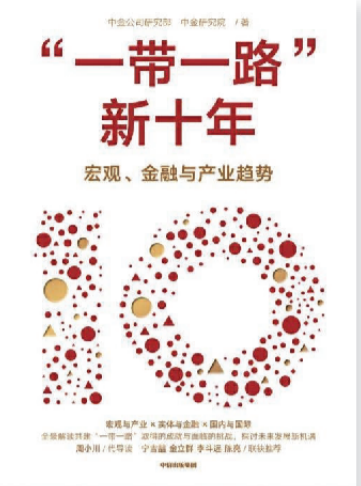


《“一带一路”新十年》，中金公司研究部著，中信出版社2023年12月出版。

# 津报力荐 “一带一路”中的比较优势与融资问题

周小川

**推荐理由:**2023年是共建“一带一路”倡议提出十周年。这十年中,“一带一路”倡议拉动近万亿美元投资规模,形成3000多个合作项目,为相关国家创造超过42万个工作岗位,让将近4000万人摆脱贫困。“一带一路”倡议在促进中国与共建国家的互联互通和合作发展方面取得了显著成绩,成为深受欢迎的全球公共产品和国际合作平台。



本书从宏观与产业、实体与金融、国内与国际多个层面分析“一带一路”倡议取得的成就与面临的挑战,探讨未来发展的机遇和相关公共政策问题。本书兼具学术专业性和大众可读性,对于国内外公共政策部门、实体企业、金融机构等认识和把握“一带一路”新十年的宏观、金融与产业趋势有较强的参考价值。

2023年是习近平主席提出共建“一带一路”倡议的十周年。中金撰写的《“一带一路”新十年》覆盖面全,包含了宏观、金融和产业三个篇章,关注了不少需要进一步深入研究分析的议题。2023年6月初,我在复旦大学围绕“一带一路”若干经济分析”做了一个讲座,与此题目有一定的关联性。这里我讲其中三个方面的议题,跟大家分享一下。

## 一、关于“一带一路”合作中基建比例高的问题

中金的这本书分析了“一带一路”合作中为什么基建比例高,提出了“比较优势”观点。我想这个问题还可以进一步展开讨论。从概念上看,比较优势有三个关系可以讨论:一是自然禀赋与比较优势,二是国际分工与比较优势,三是效率优势与产能过剩。早期的比较优势理论认为,由于有自然禀赋,才形成了比较优势。后来慢慢发现,不见得必须拥有自然禀赋,由于国际分工需要,也会形成比较优势。从分工的角度看,一个国家会逐渐培养某一方面的特长,进而形成比较优势;而形成比较优势后,也会加速国际分工的发展。如果一国希望在国际分工方面有比较多的参与,就必须在效率方面有优势,包括在技术、管理、市场开拓、运输等方面,特别是在生产和成本方面有效率优势。效率优势会使一国在相关产能方面超过本土需求,因此它就必须走向国际。如果仅从国内市场需求量来看,就会出现产能过剩的现象。所以从这个角度来说,产能过剩并不是坏的词,实际上它是和比较优势、国际分工密切联系的。一国出现产能过剩,其实可以在全球化、在国际分工中进一步发挥好自身优势。“一带一路”在这方面有非常明确的特点。

在亚洲金融危机之前,中国的基础设施比较薄弱。那时,中国作为一个大国,有大量的基础设施需求,意味着会迎来基础设施大发展阶段。特别是为了应对20世纪90年代末期的亚洲金融危机以及本轮国际金融危机,中国政府以大力推进基础设施建设和投资项目为切入点,加大了财政支出和总需求管理的力度。这样也就加速培育了基础设施建设的产能。当这个产能增加到一定程度时,国内需求就逐渐饱和,产生了产能输出的潜力以及压力。经历了这两个危机阶段,中国在基础设施建设、城镇化、制造业和工业园区等若干方面呈现出非常明显的能力和比较优势。这些优势领域在超过国内需求以后就会大力寻求海外项目,参与的主体既包括国有企业、股份制企业,也包括民营企业。

与这种生产和输出能力相对应的一个重要议题就是储蓄率。这也是值得研究的一个问题。中国的储蓄率一直保持在高位。初步估算,2022年中国的储蓄额和GDP之比维持在45%左右。储蓄率高有利有弊,但从对外投资的角度来说,它是一种优势,意味着对海外项目有很强的融资能力。这是与工程建设、设备制造的比较优势相并列的同等重要的优势。观察全世界,有的国家产能输出能力很强,但国内储蓄率低,在投融资能力方面就有所欠缺;有的国家有投融资能力,但不见得很强的建设能力。而中国正好这两个方面的能力都具备。在共建“一带一路”国家中,中国的融资比例高,金融上的主力是国家开发银行和中国进出口银行两大机构,它们主要是通过在国内发债融资(当然也有其他个别融资方式),来支持“一带一路”项目。这与国内储蓄率高是有非常大的关系的。

此外,从“一带一路”项目的类型分布来看,政府援助性项目占比很小,典型的政府贷款项目占比也不高,绝大多数项目都是市场驱动。公司行为、具有商业属性的项目融资,是与前面所说的比较优势、产能过剩以及高储蓄率相关联的,是在此基础上推动形成的一种主动行为。这当中包含的政府色彩往往比较少,而公司行为又往往分为公司主动行为和被动行为。像国内很多有基建方面特长的公司,大多是主动到海外寻找、开发项目,并把它们承担下来的。当然也有少数是甲方公开招标或主动要求的。由于我们在共建“一带一路”国家中主动寻求项目,有很多人收入不高的国家随即就会提出融资需求,为解决这一融资需求,基建公司往往主动在国内寻找金融机构,特别是寻求国家开发银行和中国进出口银行进行融资,当然也有少数去找工农中建或其他金融机构进行融资。整体来看,大多数项目是以“市场驱动-公司行为-商业属性”为主的做法。

我之所以写了这本书,是因为时间不仅是科学家的课题,也关系到我们所有人,每个人都有亲身体会。我想人人都曾在某个时刻思考过时间的本质:它到底是什么、为何一去不复返。

人类从几千年前就开始探索,古代圣贤留给我们这样的教诲:时间毁灭一切,每过去一个时刻,生命就离终结更近一步,这注定的命运无人能逃过。

人在年轻时不会太在意能活多久,似乎一切都会永远存在,于是也就急不可待地想走进未来,因为时间仿佛没有流逝。然后,随着年龄的增长,当脸上出现第一条皱纹时,生命时间从指间溜走的感觉就会渐渐浸入我们灵魂深处,慢慢变成一种微弱的焦虑。

我们人类所在的物质世界中,一切都以一种周期性的节奏重复着,似乎永无止境,不会改变。日夜交替,月盈月缺,四季变换,划分着我们的一生;地球、太阳、月亮,也是点亮夜空的无数星辰,亘古不变。时间在它们身上循环往复,成就它们的不朽,但这不适用于我们,我们的时间

由于中国和共建“一带一路”国家的外交往来也非常多,在高级访问和其他有关场合下,往往会把“一带一路”项目、融资协议及有关合同的签署仪式搞成一个签字仪式,突出双方合作的意愿。但要说清楚,在仪式上以公司名义参与签署的协议或合同,更多是表示双方友谊合作、相互支持,并不表明该项目就是政府项目,也不表明是政府决策的。

如果把把这些项目再仔细划分一下,可以看出一些所谓主权融资的项目,其实是债务方进行了主权担保,并不是债权方的政府行为。项目的分布也并不是非黑即白的二进关系(要么是商业性,要么是政府性),而是在0和1之间有一种分布,有的是商业性质更多一些,有的则具有一定的政府性质。国际上对此的理解差异很大,误导性也很大。一些人片面地认为,中国参与的项目,特别是国有金融机构进行融资的项目,都是政府行为。而我们从具体项目的了解和对分布的度量来看,其实并非如此。我们也一直对外明确说,工农中建都是股份制的商业银行,它们的贷款是商业性贷款;国家开发银行是开发性银行机构,不是政府信贷机构,不能归为政府行为,也不是代表政府的主权债权,不应参加双边主权债务重组。只有中国进出口银行是中方定义的政策性银行,其对外文字描述上写的是“政府出口信贷机构”,也就被当作主权信贷机构了。但实际上即使是中国进出口银行,相当一部分涉及主权问题的债权也是商业性项目贷款,并非典型的政府出口信贷。

由于国内外理解差异比较大,因此对债务性质认定、债务重组安排等产生了很大的分歧。特别是,如果债务需要重组,就涉及究竟由谁承担重组成本的问题:是由政府承担,还是由具体公司和金融机构自身来承担?国外一些人一看到中国的项目方公司是国有企业,融资机构是国有金融机构,就认为债务应该纳入双边主权债务重组。事实上,债务是否重组、由谁承担重组成本,不见得取决于项目方公司和金融机构戴的是国有还是民营的“帽子”,而是要看债务实际形成的动机、实质以及资金来源。总之,从比较优势、基建能力、产能角度来看,“一带一路”倡议从基建到产业的大量项目及其融资主要是基于经济方面的原因,也就是市场驱动、公司行为、商业化融资。

## 二、关于中国“债务陷阱”的问题

这本书中也谈到了债务问题。国际上关于中国“债务陷阱”的说法传得沸沸扬扬,对这种说法我们必须正面应对。对于“债务陷阱”,一种说法是,共建“一带一路”的发展中国家在借债发展过程中出于各种原因出现了债务偿付问题,陷入了债务泥潭。另外一种说法则是从更负面的角度进行猜想,认为是中国主动在路上挖了陷阱,让有些国家掉进去,以便对它们进行控制。这种说法与阴谋论、地缘政治紧张相联系,非常缺乏根据。从自身来讲,历史上很长时间中国都不是对外的主要债权人,缺乏当债权人的经验,因此对这些言论,我们自己缺乏深入研究和论证,也没有形成高度共识的对策体系,所以加强这方面的研究非常有必要。

此事不可小视,不能想当然地认为这仅是个别西方国家对我们的攻击,认为广大共建“一带一路”的发展中国家不会听它们的,也不能止步于仅评判其政治动机,或大力谴责就完事了,还需要具体应对其各项负面影响。事实上,有不少共建国家受“债务陷阱”说法的影响,在与中国打交道的过程中态度已变得消极。

这当中涉及很多问题,中金的这本书谈及了一部分。我试图把核心问题归纳为:债务是否需要分层?如果需要分层,究竟谁跟谁

应该站在哪一层?如何设定层间关系及层内规则?债权一般分为三层。第一层是多边债权人,主要是世界银行和一些区域、次区域开发机构,如美洲开发银行、欧洲复兴开发银行、非洲开发银行、亚洲开发银行、亚洲基础设施投资银行,还有体量小一点的西非开发银行、东南非贸易与发展银行、加勒比开发银行等。第二层是双边官方债权人,主要是政府贷款。第三层是商业性债权人,由私人机构和机构分散持有。当前,第一层不同意参与重组和债权减让。第三层模式近年来发生了很大转变,商业银行项目贷款占的比例开始减少,而且减少得比较明显,更多的是发行债券。发债的透明度有所提高,涉及的债权人更为广泛,且多为私人机构。因此,从难度上来讲,商业性债权人自然会在债务重组安排上更为靠后。这就把减让的压力、注意力过多地针对第二层。

从G20(二十国集团)2020年通过“缓债倡议”,以及2021年提出“G20债务处置共同框架”以来,有很多争议实际上都是围绕层次划分问题展开的,比如层次划分得对不对、划分后谁应该与谁站在哪个层次上等。因为划分层次不同,承担救助的义务不一样,偿付顺序也不一样。在第一层上,对于世界银行等多边开发机构是否应该参加债务重组和债务削减等,有很多争议。在第二层上,经过多次努力,国际上已经大致接受中国的国家开发银行属于开发性金融,不是政府主权性的债权,不应纳入双边政府层次上的债务重组安排。对于私人债权层次,能否以同等减让程度参与债务重组和债务削减,各方有不同主张,也涉及可行性。总之,这些问题的提出显然涉及及债权层次,会有不同的观点和不同的利益。

如果一个债务国确实出现比较大的问题,债务削减实际上是不可避免的,可以采取若干种削减债务的方式:不可撤销“剃头”(haircut),可以对期限进行延长,可以设置更长的宽限期,也可以降低未来的利率。但所有这些方式都可以折算成对债权净现值的减让,同一层次上的债权人的减让幅度大致相同。与此同时,就会导致谁跟谁应该站在一层、应该与哪一层上的减让相比较的问题。

当然,债务重组并不是唯一的出路。对于是否需要债务重组,必须先研究债务的可持续性,也就是分析债务国的债务到底“严重到什么程度、违约的可能性有多大等。对有些国家来讲,债务的可持续性涉及矿产及资源的国际市场价格变动,还有的涉及其他一些非经济因素。同时,债务性质是债务重组过程中一个经常需要讨论的问题。因此,对债务债权还要进行可比性分析。此外,需要建立债务重组的原则和机制。债权人要有知情权,对债务人偿还能力的评估,债权人必须有自己的权利;另外,中国还主张一些好项目应该从债务重组中剔除,并作为利回来处理;再有,涉及外债和内债的关系,内外债的处理尺度应该是什么样的关系,也需要妥善处理。总之,做好债务重组就要分析好不同重组方案所涉及重组的成本,这些都都需要用很好的经济和金融方面的功底来做分析。

具体涉及中国的某些问题,大家可能还没有付诸足够的注意力。比如,国家开发银行债权应该放在什么样的位置?再如,我们在处理具体的债务重组安排时,究竟应该在多大程度上依靠多边机制,或者在多大程度上依靠双边机制?在什么情况下如何选择多边机制和双边机制?二者之间究竟是什么样的关系?此外,债务如果出了问题,就会产生债务重组的成本,于是就有了成本承担机制问题,谁应该负担重组成本?只有把这些问题进行充分研究讨论并达成共识,我们才能更加主动、更有效率、更有说服力地应对“债

务陷阱”问题。把“债务陷阱”问题应对好了,对于“一带一路”倡议下一步的发展会有显著的作用。

## 三、关于“一带一路”投融资的未来

关于“一带一路”投融资的未来有很多题目,这本书在金融篇中提到了关于资本市场的作用、关于人民币国际化的作用等。我这里补充几点看法。

第一,如何应对债务国过高的债务杠杆率?结合前面谈及的关于比较优势和产能优势、“债务陷阱”问题的分析可以看出,当前“一带一路”投融资出现的突出问题,基本上表现为债务的杠杆率过高的问题。这个问题与我们在国内遇到的财务重组问题类似。应对高杠杆就应该提高股权的比例,增加股权投资有助于降低高杠杆,同时股权的利益绑定也有助于提高项目的效率和避免各种不必要的行政干预。

如果债务过高,对一部分债务实行债转股也是一种合理的选择。一个项目初始采取较高比例股权投资的做法和债务出问题后采取事后的债转股,最终的效果实际上是接近的。与此股权投资接近的一个概念是BOT(建设-经营-转让),在最终转让之前出让了控制权。有些对共建“一带一路”国家的股权安排往往是一种阶段性股权,不是永久的,最终是要转让的。一些公路、铁路项目往往采取的就是BOT形式。这个做法在西方试图抹黑中国的情况下,都被渲染成中国试图谋取控制权,并通过控制权实现自己的利益。但如果去了解内情和运行机制,其实更多还是为了项目能顺利完成建设和运营,同时投资方能获得合理回报,这是属于市场驱动的公司商业化行为。

当然,也有些项目在实行BOT或者债权股权重新安排的情况下,本来是能搞好的项目,但是不断产生亏损。究其原因,有时候是由于该国对项目定价过低,刻意迎合部分选民的利益,项目回报就有困难了。再如,在项目建设过程中,有时候地方政府“吃拿卡要”比较厉害,导致建设成本大幅抬高,远远超出原有设想,使未来财务上还不本付息压力变得很大,进而把一个本来可以盈亏的项目生生变成了亏损项目。可以通过债转股关系的合理安排减少这一类不当利益,也可以对已发生的财务负担作出纠正性安排。这有助于减少道德风险,进行融资安排或债务重组的一种选择,但前提是我们必须要把前述所谓的“债务陷阱”中的是非关系处理好。

第二,应该适度减少主权债。既然有些共建“一带一路”国家已面临内债和外债偏高的情况,中国就应该借鉴世界上融资趋势的新变化,对这些国家未来发展所需要的项目减少运用主权债,同时适当减少采用银行类机构贷款的方式,而更多运用债券市场和认购债券的方式,并更多参与区域和次区域开发银行来共同投融资。

第三,要推动多边机制的改革和建设。因为融资问题和债务重组问题比较复杂,存在很多争议,有很多问题并未真正建立起有效的机制,这中间还有很多多边机制改革的问题,也有很多多边机构建设的问题,包括现有多边机构决策背后的经济理念、历史背景,以及最终形成的分析框架和重组框架等。中国明确支持多边主义,但在债务问题上,现行多边机制的规则实际上还在不断争论、不断变化之中,尚未真正建设好。因此,在这方面还有很多工作要做。中金的这本书在这些方面也有一定程度的涉及。

我就讲这三个方面,希望能引起大家的关注和讨论,同时推进这些方面的研究,以便我们把“一带一路”工作做得更好。  
作者为博鳌亚洲论坛副理事长、中方首席代表

## 津报书架

《认识电竞》  
【加】威廉·科利斯著  
海峡书局出版社  
2023年11月



几乎在一夜之间,电子竞技迅速发展成为人类历史上规模最大的娱乐项目和体育现象。本书将为对此感兴趣的读者解答:电子竞技到底是什么?怎么这么快就这么火了?《英雄联盟》《绝地求生》是如何成为爆款的?视频游戏到底会走向何方?要想在这一行里找到自己的定位、取得成功,需要掌握哪些知识?无论你是忠实玩家、好奇家长,还是试图了解这一新兴行业的投资人,都不可错过这本权威指南。除了介绍产业生态、历史,作者还精心编选收录了知名业界人士的访谈,通过其中交织着信任、背叛与各种“极限操作”的故事,去探寻规律、解释过去、展望未来。

《真真:带着女儿的 心愿去旅行》  
纪慈恩著  
长江文艺出版社  
2023年10月



在女儿真真去世后,母亲纪慈恩为了完成她的遗愿,前往各地旅行。她的足迹从撒哈拉到摩洛哥,又来到不丹……这些是患有先天性心脏病的女儿一直向往却无法到达的远方。她来到了遗愿清单上一个又一个地方,在行走中理解了女儿对她的爱、对世界的爱,终于明白女儿最后的遗愿是让她好好生活。这是一本游记,也是一个女孩的一生,和一位母亲的重生。

《雪春秋》  
郑在欢著  
上海文艺出版社  
2023年9月



青年作家郑在欢首部长篇小说,书写大雪、春蓝、秋荣三个女性三十年的成长之路,关于她们如何受困于童年、家庭的伤痛,挣扎着逃离家乡与既定的命运,在异乡艰难求生的故事。踩缝纫机、洗头、按脚、做美甲,在餐馆做服务员,在柜台卖化妆品……看见她们具体、生动的面庞,还原她们工作、生活的现场,让城市中的打工者成为故事的主角,书写“第二代”打工人的精神隐痛。她们叛逆、逃离和抗争,无非是想成为一个人,一个真正的自己。

《豆子芝麻茶》  
杨本芬著  
广东人民出版社  
2023年11月



本书是杨本芬“看见女性”系列的第四本书,是一本珍贵的平民史歌。本书分为两部分:“过去的婚姻”和“伤心的极限”。在讲述过母亲《秋园》、乡亲《浮木》、婚姻《我本芬芳》之后,作者又将目光聚焦到秦老太、湘君、冬莲这三位女性的婚姻上,细致入微地讲述了女性在亲密关系当中的困惑与痛楚、选择与担当、勇气与坚持,即便命运不公,也不放弃自我救赎。此外,作者回忆了与妈妈和哥哥一起经历的往事,以及两位至亲离世之际的锥心之痛,那些如芝麻豆子般的小事虽如露珠般微小、脆弱、转瞬即逝,却在那时那刻丈量着一个人伤心的极限。

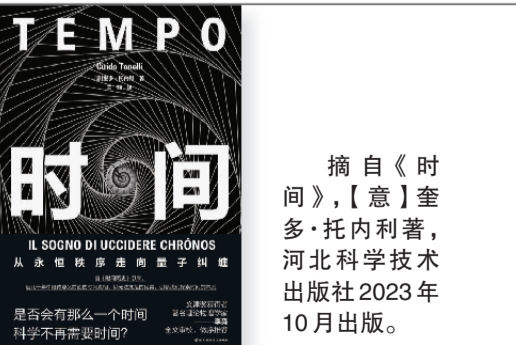
《一只山雀总会懂 另一只山雀》  
申赋渔著  
北京十月文艺出版社  
2023年10月



旅居法国十年后,申赋渔回到故乡南京,住进当时已经残破不堪的郊外居所。他修整院落,看鸟、种花,本想过上“结庐在人境,而无车马喧”的日子,心里却被猫、鱼、树、鸟填得满满当当。他结识乡邻,遇见处境截然不同,却同样生机勃勃的人们;找不到工作而欠缴房租的大学生,人到中年仍“没个家”的石匠,辞掉铁饭碗回乡干体力活的知识分子,因恐惧黑暗而不敢熄灯的空巢老人……时代如刀锋般掠过,在所有人身留下印记。本书收录了申赋渔在此期间写作的三十二篇随笔及一篇引子,聚焦主流视野之外的乡村邻里,重新看见大时代下一个“一个人”的独特故事。

## 是为序 时间的故事

不是一个圆,而更像一条线段,有始有终。从这种深类的焦虑中,从这种原始的宿命感中,诞生了人类发展史上最美丽的事物。埃及金字塔和秦始皇陵的设计和建造都是为了能永恒留存。君王要名垂千古,于是古人造出了雄伟的建筑,可与最恢宏的大自然相媲美。为后世千百年留下印记的愿望也催生了伟大的哲学体系,产生了柏拉图和孔子的思想,以及杰出的艺术品和科学本身。我们深深地知道人



生有限,随时可能终结,所以自古就思索着时间。过去的伟大思想家几乎都探讨过时间,艺术家、画家、诗人、音乐家也一样,但所有对时间的构想在想象力与创造性上都无法与现代科学的发现相比。大约一个世纪以前,当科学家开始研究亚核级微观尺度和宇宙级宏观尺度上的时间时,他们被惊得目瞪口呆。于是我写了这本书,来和读者分享科学在最近几十年中获得的美妙知识,它不仅讲述科

学理论和发现,还囊括了古老神话、艺术、诗歌、文学、历史,以及人类的恐惧。

这本书让我们风驰电掣地回到过去,回到一个没有时间的世界,微小的泡泡在无声的漩涡中上下舞动,没有行星、恒星,也没有其他任何一点物质,只有“空”。我们会发现,时间就诞生于此时,138亿年前,在这个微小的泡泡之中,很小的一点儿时空和很少的一点儿物质-能量混在一起,然后一切膨胀到超乎想象。我们会发现,时间与空间密不可分,被物质-能量扭曲,时间是一种物质,一种基本的成分,在我们宇宙的形成中有决定性作用。我们还会发现,时空包含能量,这种能量能振动、摇摆,产生传播几十亿光年的波。

本书是三部曲中的第二部,此三部曲旨在用通俗易懂的语言讲述现代科学对世界的认知。第一部《创世》讲述宇宙的起源,之后第二部考察了另一个困扰人类千百年的重大问题。我愿和读者分享这些奇妙的主题和概念,其美丽和创意甚至超越天马行空的想象。