

# 贸易自由化对资本要素流动的影响

## ——来自上海自贸试验区的经验证据

何树全 吴佳<sup>1</sup>

**【摘要】** 面对国际形势的不确定性,上海自贸试验区扩区是中国加大对外开放力度的重要举措,通过采用前沿“反事实”框架下的合成控制法,利用上海市实际利用外资数据,对自贸试验区内资本要素流动的政策效应进行评估。研究发现,上海自贸试验区政策除了可以显著提高外资利用水平,对外资波动性也起到了显著的平抑作用;进一步地,利用安慰剂检验广东与重庆的外资波动情况,发现两个省份在相同的时间点内并没有出现上海的外资波动情况,表明研究结论具有较强的稳健性。后期,通过聚焦投资与贸易自由化,进行制度创新与突破;对标国际自由贸易港,探索有竞争力的税制安排;制定高端人才引进政策,提高贸易服务水平,以进一步释放自贸试验区的政策红利。

**【关键词】** 自贸试验区 资本流动 自然实验法 政策评估

**【中图分类号】** :F752;F741 **【文献标识码】** :A **【文章编号】** :1009-2382(2020)09-0046-08

### 一、引言

中国新一轮改革开放的实质在于从边境开放过渡为境内体制开放,从要素流动性开放转变为制度创新,以开放倒逼改革,推动区域贸易产业结构的升级,提高对外贸易的发展质量。2019年8月,上海自贸试验区实现第三次扩区,为实施更有竞争力的税收制度和政策,实现新片区与境外的贸易自由便利提供了政策基础。与此同时,全球贸易摩擦加剧且日益频繁,上海自贸试验区的实践为高质量的改革开放积累了重要的先行先试经验,也为中国经济高质量发展奠定了重要基础。至今,上海自贸试验区成立逾六年,对区域内资本要素流动产生了怎样的影响?资本要素流动规模的增加是否加剧了资本市场的波动性?随着自贸试验区的持续扩围,这些问题具有重要的现实意义。本文将利用准自然实验法,围绕上海自贸试验区政策对资本要素流动的影响进行政策效应研究。

近年来,准自然实验法被大量应用于自贸试验区政策效应的定量研究过程中。项后军和何康(2016)采用自然实验研究方法,结果发现自贸试验区对上海资本流动有显著影响,同时对外资投资的影响力度要大于实际利用外资水平。谭娜等(2015)将自然实验法应用于自贸试验区设立对经济增长、本土资本流动的影响研究。王利辉和刘志红(2017)将该方法应用于上海自贸试验区政策对宏观经济影响,研究发现该影响呈现差异性。刘秉镰和王钺(2018)利用合成控制法研究上海自贸试验区对区域创新能力的影响,结果发现自贸试验区政策显著提升了区域创新水平。黎绍凯和李露一(2019)采用合成控制法,研究发现上海自贸试验区对产业结构高度化具有显著正向促进作用,但是对于加工程度高度化的促进效应较弱,在短期内政策红利的外溢性有限,主要作用于本地范围。鉴于此,本文将利用合成控制法,对上海自贸试验区政策对区域资本要素流动的影响进行定量研究,相较现有的相关研究,本文的创新之处可能在于以下三个方面:其一,在研究范围方面,研究上海自贸试验区对区域资本要素流动的影响,增加了该主题下的现有研究内容;其二,在研究内容方面,不仅对资本流动规模的作用方向进行分析,同时也对资本增长率的波动影响进行探究;其三,在研究方法方面,采用合成控制法规避了双重差分法对于控制对象的选择性偏误,同时利用安慰剂方法对结果稳健性进行检验。

<sup>1</sup>**作者简介:** 何树全,上海大学经济学院教授、博士生导师(上海 200044)  
吴佳,上海大学经济学院博士生,上海市房地产科学研究院高级经济师(上海 200083)。

---

## 二、理论基础:比较优势理论与全球价值链分工

### 1. 比较优势理论的要素流动观

国际贸易通常是基于比较优势的存在而展开的,具体可以表现为:当一个国家在某一产品方面的生产成本比其他国家低,在这种情形下就形成了比较优势,该国将会集中精力生产具有比较优势的产品。比较优势理论可以分为传统理论与现代理论两方面的内容,在传统理论中,采用一般均衡的分析框架,将生产要素不可在两个国家之间流动作为研究假设条件,解释不同国家之间的产业贸易与利益分配格局。在现代理论中,基于传统比较优势理论,放宽了生产要素不可流动这一研究假设条件,结合生产要素禀赋,对产业与产业之间以及单个产业内部贸易成因与利益分配进行了理论阐述。后期,小岛清将比较优势理论的应用进一步拓展到资本要素流动方面,提出了一个国家在进行对外直接投资过程中,将会从该国存在比较劣势的产业开始,该理论也得到了日本二战后国际投资行为的印证。

基于比较优势理论,通过放宽生产要素流动性的假设前提条件,一国的要素流动性、要素结构与要素收益之间将会形成相互的影响作用机制,进而对国家产业结构和贸易竞争力造成影响。要素流动性的强弱,将会受到要素禀赋的决定性影响,存在比较优势的要素禀赋将会提高要素流动性,改变国家现有的要素结构,要素结构的改变又将会通过市场配置资源的作用反映到当前的要素价格,进一步作用于要素收益的增加。同时,要素流动性的强弱也会对要素的运动方向造成影响,存在要素禀赋比较优势的区域将会形成对其他国家同类要素的吸引力,产生虹吸效应,形成要素聚集,提高要素收益率。

### 2. 全球价值链分工视角下的要素流动观

20世纪70年代中后期,全球分工和贸易形式发生了深刻的变化,突出表现为产品的价值链环节被不断分解,国家和地区的比较优势与要素禀赋已不再适用于全球分工深化背景下参与国际贸易的出发点,要素密集度的配置深刻影响了具有不同要素禀赋的国家和地区,并且在价值链上的特定环节体现了国与国之间的分工与专业化优势。同时,贸易形式也不再局限于商品贸易,而是进一步延伸到了生产要素的跨国流动。基于上述两个特征,国际分工发展的方向也演变为全球价值链分工。全球价值链分工模式下,国家将会聚焦于产品生产的特定环节,中间产品经过多次跨境流动形成最终产品,在国家贸易值的统计过程中,也容易对产品价值进行多次重复统计,造成贸易生产值“虚高”的假象。

将全球价值链分工嵌入要素流动视角下进行分析时,一个国家的贸易增速与竞争力将与要素流动形成相互影响作用。如果一个国家参与全球价值链分工的区位较低,随着全球价值链分工的深化,该国参与全球价值链分工的区位位置也将逐渐固定于低端。同时由于技术要素、资本要素这类高级要素在低端价值链区域的稀缺,将会造成劳动要素在该区域的激烈竞争,进一步降低劳动要素收益,对国家的贸易竞争力造成负面影响。因此,要素收益作为一国参与国际分工的前提条件,在全球价值链分工的视角下,要素流动性将与一国参与全球价值链的区位高度具有密切联系,一国参与全球价值链区位较低,将会对高级要素流动产生负面影响,在世界各国充分竞争状态下,低级要素收益率也将会被进一步抑制,最终对生产要素结构造成扭曲。

## 三、文献综述与研究假设

当前世界经济的资本要素流动已经脱离了国际贸易。一方面,由于跨国公司成为了国际资本投资的主体,跨国公司跨国界的组织形式能够利用信息优势,敏锐捕捉到全球市场机会,依托人才优势、技术优势以及资本优势,进行投资决策;另一方面,信息技术的发展也为资本流动提供了技术保障,市场信息技术的透明程度日益增加,缓解了母国与东道国市场信息不对称及时效性的问题,缩短了项目投资决策的过程,加快了国际市场上资金的流动性。资本要素流动性增加,将会在“学习效应”作用下,提高区域内的劳动生产率,促进区域产业结构升级,实现区域经济的高质量发展。因此,资本要素作为生产要素的重要组成部分,其对区域经济的发展具有举足轻重的作用。

## 1. 贸易制度安排对资本流动的影响

自 20 世纪 90 年代初, Calvo et al. (1993)、Fernandez (1996) 形成了国际资本流动的“推拉理论”分析框架, 后期学者在此框架下展开了诸多国际资本流动的研究。其中, 国内外学者从理论层面、战略意义与政策效应等多个维度, 对国际资本流动的影响因素进行了深入研究。基于资本要素流动的“推拉理论”分析框架, 当前中国作为新兴经济体, 经济增长速度维持在中高速, 业已成为世界第二大经济体, 中国成为了资本追求稳定收益的重要目的地。同时, 近年来随着中国市场经济体制建设的不断完善, 稳健的财政货币政策成为了国际资本避险的重要市场。当前, 全球经济处于复苏阶段, 西方主要发达国家通过贸易保护措施, 以实现短期内提振国内经济、增加就业岗位的目标, 造成全球资本的流动性受到抑制。在逆全球化势力抬头的当下, 中国通过自贸试验区的政策制度安排, 积极探索开放的新形式, 有利于全球资本流动性的增加。

基于利率平价理论, 在两国利率存在差异的情况下, 国际资本将从低利率的国家流向高利率区域以便寻求利差收益, 同时新兴国家较快的经济增长速度为国际资本的高收益率提供了一种有效途径 (Calvo et al., 1993; Chuhan et al., 1998)。随着私人资本在全球资本流动过程中的影响作用日益增强, Brana & Lahet (2011) 认为, 国际投资者之间的情绪传染也成为了亚洲国家资本流入的重要途径。此外, 经济增长预期、资产泡沫风险、国内的利率水平及国内通货膨胀因素都成为了资本要素流动的重要影响因素。Jie (2015) 研究了资本管制与资本流动性的关系, 利用 1995-2011 年新兴经济体的面板数据, 结果发现对外商直接投资进行管制将会显著降低外资在本国市场上的波动。其中, 资本管制与资本流动性的关系研究, 可延伸至一国的经济制度安排, 在贸易政策对资本流动性的影响方面, 则要追溯到 Mundell-Fleming 模型。在该模型中, 一个国家将不可能同时满足固定汇率、独立的货币政策与资本要素的自由流动三个条件, 因此政策制定者必须要舍弃一个条件来满足另外两个条件, 或是在三个条件中寻找平衡点。Canale et al. (2017) 通过实证分析验证了贸易政策在不同欧盟成员国之间存在差异性, 为了维持区域内资本自由流动性, 欧盟区域的政策制定者选择了稳定的金融政策, 并且将财政政策的弹性维持在了最低限度上。现阶段, 随着人口红利式微, 制度红利成为了中国经济持续增长的重要动能, 其中自贸试验区制度作为典型的制度红利, 将进一步促进区域资本流动, 提高区域利用外资的质量。鉴于此, 本文提出如下研究假设。

假设 1: 上海自贸试验区政策减少了外资管制, 促进了资本要素的流动。

## 2. 自贸试验区对资本要素流动性的影响

自贸试验区, 作为中国建设贸易强国的制度创新实践, 在一定程度上, 可以视作中国提高贸易质量而采用的某种极其重要的政策实验, 前期, 中国学者关于自贸试验区的研究主要围绕理论层面展开定性分析。夏善晨 (2013) 指出, 自 20 世纪 60 年代以来, 新兴国家和地区以及发展中国家将自贸试验区作为发展国际贸易、转口贸易、引进外资、扩大就业、实施经济政策、促进区域经济发展的重要政策。左连村等 (2014) 从自贸试验区的开放措施与 CEPA 开放措施的协调性角度着手, 采用制度比较的方式, 对上海自贸试验区在投资者准入限制措施、利率市场化、人民币资本项目可兑换、民营资本和外资金融机构、服务业开放内容和开放管理模式等方面的开放优越性进行了分析, 并且进一步提出了优化路径。叶静 (2015) 基于政策扩散的角度, 研究发现由于地方政府享有较高的自主权, 地方政府的政策学习是中国进行自贸试验区实践的最终原因。随着自贸试验区的持续扩展, 李潇等 (2019) 通过政策效应评估法与合成控制法对上海自贸试验区的税收政策进行效应评估, 结果发现上海自贸试验区存在正向税收收入效应, 区域内的税收创新举措有效扩大了税收收入规模。

大量外资流入对经济增长带来积极影响的同时, 亦对东道国的经济运行产生冲击, 近年来国内外学者已经开始从不同角度研究资本流动加剧对实体经济的影响。随着新兴经济体占全球经济比重越来越大, 新兴经济体成为了境外资本流入的主要目的地, Hutchison & Glick (1999) 通过对 1975-1990 年 90 个国家的大样本数据进行分析, 研究表明随着新兴市场国家资本市场开放性的提高, 加之多样化的金融产品, 这些国家同时爆发银行危机和货币危机的可能性将会增加。Korinek & Sandri (2016) 认为国际资本流动将会对新兴国家经济体的金融市场造成显著的波动。随着中国对于外资流入管控规制的逐步放开, 大量的外资流入对中国经济增长与实体经济造成的影响于 2004 年得到了集中体现。2004 年, 国际资本大规模流入中国, 中国外汇储备新增了 2000

多亿美元,在短时间内国际资本大规模流入导致了国内货币发行量“被动”地加快发行;投资增长速度被贷款规模“绑架”;国际资本进入资产部门的范围增大、程度加深,间接推动了中国中心区域房地产价格的上升(张晓晶等,2005)。相对地,资本大规模流入某一区域市场的同时,也伴随着资本骤然从另一区域市场的撤退(Forbes & Warnock,2011)。田素华和徐明东(2008)研究发现,开放经济体国家在实施货币政策过程中,国际资本流入的波动性也会增加,其将对本国货币政策的效用产生抵消作用;由于资本流动发生突发性逆转,将会对本国的金融体系造成冲击。

近年来,国际资本流动也呈现出了“逆全球化”态势,相较于过去资本流动的快速增长,金融危机造成了短时期内资本规模的快速回落,且仍未回升到金融危机发生前的水平。从资本流入的管制程度看,上海自贸试验区的制度安排放松了相关管制,简化了外资流入的核准流程;但是,从资本流入的管制质量角度,采用“负面清单”,将会减小外资流入的波动性,缓解对国内实体经济产生的冲击。同时,在积极引入外资的过程中,上海自贸试验区也对区域资本“出海”具有显著促进作用,降低了对外资利用的依赖性,由“被动投资”转为“主动投资”,自贸试验区政策对资本流动的波动性将会产生抑制作用。鉴于此,本文提出如下研究假设。

假设 2:上海自贸试验区的“负面清单”制度将会平抑资本流动的波动性。

## 四、研究设计

### 1. 评估方法

2013 年 9 月 27 日,上海自贸试验区正式挂牌成立,可以被看作是在全国范围内进行的一项准自然实验,为我们提供了该制度设计安排的政策效果评价条件。通常情况下,国内外学者在评价政策效果过程中通常采用基于自然实验思想的 DID 模型,但是考虑到该模型具有较强的假设条件,即需要对照组和实验组在没有经过处理的情况下,结果变量的趋势是一样的。在上海自贸试验区的制度安排过程中,上海地理环境优美、经济发展基础好、前期承担了多项中央经济实验项目并取得较好的政策效应,国家将上海作为自贸区政策试验的首个对象,体现了上海在全国经济发展中的重要地位。因此,即使国家在后期选择了广东、福建、宁波、陕西、湖北、湖南、四川、重庆、湖南、湖北等地作为自由贸易试验区,但是上海与上述省份的经济发展趋势都具有显著的异质性特征,因此单独使用 DID 模型并不适宜。

鉴于此,本文将采用准自然实验法对自贸试验区设立前后资本流动变化进行定量分析,在对照组的设置中进一步借鉴 Abadie & Gardeazabal(2003)提出的合成控制法来形成“合成上海”,以提高对上海自贸试验区政策效应评价的准确性。

### 2. 寻找对照组:基于合成控制法的模型设定

在现实经济活动中,直接寻找与处理组相似度较高的对照组是有难度的,正如上文所提及的那样,每个区域在经济发展过程中存在异质性。合成控制法在近年来得到了广泛的应用,相较其它方法,其存在以下优点,一方面,相较于传统的双重差分模型,作为非参数方法,放宽了双重差分模型的假设条件;另一方面,在构造对照组的过程中,通过数据驱动来确定权重大小,避免了主观判断,形成的虚拟对照组吻合程度更高。具体而言,本文将采用中国进行自贸试验区实验的省份(除了上海市)利用加权合成的方法来合成“虚拟上海”,模拟“虚拟上海”在自贸试验区设立以前的运行方式,同时考虑到时间间隔的有效性,本文将选择 2015 年 12 月以前设立的自贸试验区所在省市。

### 3. 变量说明与数据来源

考虑到中国在制定自贸试验区政策的过程中,其本身也是基于各省市现状及特征,经过综合评估及衡量,选定了现有省市作为自贸试验区;同时,考虑到合成控制法需要适量的政策干预前数据和政策干预后数据。因此,本文将时间段定为 2011 年 1 月到

2017年12月,将上海作为处理组,同时将江苏、天津、浙江、福建、广东、辽宁、河南、湖北、重庆、四川及陕西11个省份作为控制组省市。本文涉及到的被解释变量、解释变量与控制变量的选择与解释说明如下文所示。

(1)被解释变量。

目前,对于国家宏观层面的资本流动性研究较多,且测度方法也较为成熟。但是,考虑到本文研究集中于省级层面,同时从数据可得性角度出发,本文采用了实际利用外资的环比增长率作为资本流动。数据来源于各省市商务厅及商务委员会,考虑到数据的可得性,本文最终将控制组省份缩小为江苏、浙江、福建、广东、湖北、湖南、重庆及陕西8个省市。

(2)解释变量。

基于准自然实验法的思想,为了研究自贸试验区设立对资本流动的影响,且考虑到自贸试验区设立对上海及其他区域的不同影响,本文设置了政策变量、时间变量与两者的交叉项。其中,上海自贸试验区在设立之前,即2013年9月27日之前(本文将2013年10月作为上海自贸试验区设立的时间点),政策变量取值为0;反之,上海自贸试验区在设立以后,政策变量取值为1;此外,本文将2011年1月作为第1期,往后递推。交叉项为时间与政策变量相乘,其系数为本文关注的重点内容,表明在控制其它变量之后,自贸试验区政策对上海资本流动的净影响。

(3)控制变量。

基于“推拉理论”,考虑到资本流动受到金融市场波动、经济宏观环境等因素影响,借鉴项后军和何康(2016),本文将人民币实际有效汇率、上证综合振幅指数、地区生产总值、固定资产投资作为控制变量。其中,上述变量分别来源于国际清算银行、上证指数、各省市统计局。同时,为了消除潜在异方差问题,本文对地区生产总值和固定资产投资进行了对数化取值。

4. 描述性统计

表1为包括上海在内的9个省市主要变量的描述性统计结果,其中,利用外资增长率最大值达到了40.69,最小值达到了-21.60,由此可见月度实际利用外资数据的变化较大。人民币有效汇率的最大值达到了131.65,最小值为98.92;上证指数振幅的最大值为1114.50,最小值为100.45。

表1 主要变量的描述性统计特征

变量	均值	标准差	最小值	最大值
实际利用外资增长率	0.48	3.32	-21.60	40.69
人民币实际有效汇率	113.48	8.82	98.92	131.65
上证综合振幅指数	348.57	213.00	100.45	1114.50
地区生产总值(取对数)	7.72	0.63	6.53	9.41
固定资产投资(取对数)	7.90	1.22	5.13	10.63

5. 平稳性检验

单位根检验是为了确保实证结果的有效性,避免出现伪回归。通常的面板数据的单位根检验分为相同根情况下的单位根检验和不同根情况下的单位根检验。本文采用 LLC 检验和 IPS 检验,由表 2 可知,上述检验均表明本文的变量序列平稳,可进行面板回归分析。

表 2 单位根检验

变量名	IPS 检验	LLC 检验	结论
实际利用外资增长率	-12.1644***	-7.5967***	平稳
地区生产总值(取对数)	-7.3106***	-7.2557***	平稳
固定资产投资(取对数)	-4.9647***	-11.4987***	平稳

## 五、实证结果分析

首先,本文对研究样本期内的上海实际利用外资增长率情况进行分析。如图 1 所示,该时期,上海实际利用外资增长率围绕  $y$  轴 0 值呈现上下波动,在自贸试验区设立以前实际利用外资增长率波动水平较小;在成立自贸试验区以后,实际利用外资增长率波动水平相较更为剧烈。其中,影响外资实际利用水平的因素较多,国际资本市场的波动、投资者情绪的“同群效应”、政策换挡期资本的敏感性增加,这些都会对外资利用水平产生影响,但是自贸试验区政策是否造成了外资利用水平的波动,这个问题将通过合成控制的“虚拟上海”进行实证分析。

### 1. 基本回归结果

利用自然实验法对自贸试验区成立后影响资本流动的情况,进行基础回归分析,结果如表 3 所示,其中列(1)为不加入任何控制变量的基准检验,列(2)、列(3)为加入控制变量的情况。本文重点研究的是自贸试验区政策对上海实际利用外资增长率变化的影响,因此重点关注的是交乘项系数,结果显示列(1)-列(3)该系数均为正,且通过了显著性水平检验,表明了自贸试验区政策对上海实际利用外资增长率具有显著的促进作用,符合假设 1。同时,在加入控制变量人民币实际有效汇率及上证综合振幅指数以后,交乘项系数增加,表明了考虑上述控制变量对上海资本流动的影响后,自贸试验区政策对上海实际利用外资增长率的影响更为突出。具体来看,在上海没有实施自贸试验区政策前,实际利用外资增长率 $= -0.0419 \times \text{时间效应} + 0.247$ ;当上海实施了自贸试验区政策后,实际利用外资增长率 $= -0.0016 \times \text{时间效应} + 0.104$ 。对比上述两个方程,在自贸试验区政策设立以后,方程斜率和方程截距都发生了显著的变化。

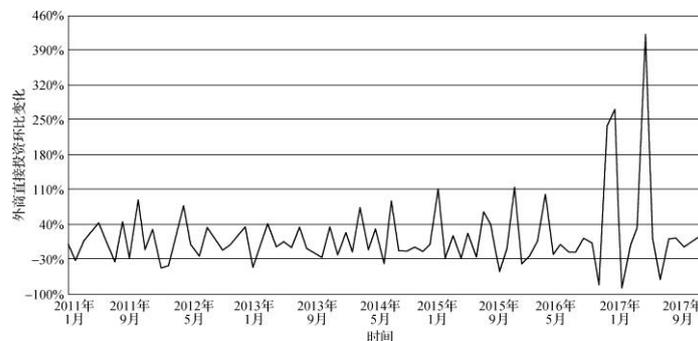


图 1 2011 年 1 月-2017 年 12 月上海实际利用外资增长率情况

## 2. 合成控制分析

基本回归结果表明了上海自贸试验区政策对实际利用外资的增长率具有显著促进作用,但是并不能排除在该时期内其它政策对区域实际利用外资的增长率是否也起到了影响作用,鉴于此,在基本回归结果的基础上,进一步采用合成控制法对自贸试验区政策的实际影响进行分析。根据合成控制法,本文将计算广东、江苏、浙江、湖北、湖南、福建、重庆及陕西 8 个省市的权重,表 4 显示了上述省份对应的合成控制组权重。

表 3 自贸试验区对上海资本流动的影响结果

实际利用外资增长率	(1)	(2)	(3)
时间效应	-0.0419*	-0.0459**	-0.0505**
	(0.0213)	(0.0218)	(0.0211)
政策虚拟变量	-0.143	-0.213	-0.308*
	(0.175)	(0.171)	(0.171)
政策效应	0.0403*	0.0424**	0.0443**
	(0.0215)	(0.0205)	(0.0198)
人民币实际有效汇率		0.573	0.655
		(1.239)	(1.196)
上证综合振幅指数			-0.166**
			(0.0804)
常数项	0.247*	-2.380	-1.666
	(0.144)	(5.679)	(5.489)
观测值	672	672	672
R <sup>2</sup>	0.088	0.098	0.180

表 4 合成上海的权重控制

省市	福建	江苏	浙江	湖北	湖南	广东	重庆	陕西
权重	0.066	0.06	0.085	0.092	0.09	0.201	0.276	0.128

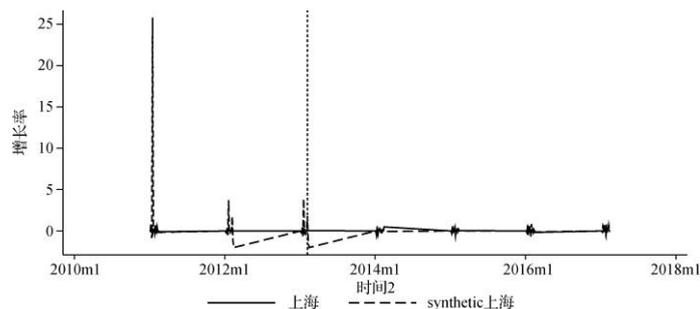


图 2 自贸试验区政策对上海实际外资利用率波动的抑制作用

表 5 为上海与“合成上海”的地区生产总值和固定资产投资情况,数据显示上海地区生产总值的对数值为 7.48,“合成上海”则为 7.46;上海固定资产投资的对数值为 7.67,“合成上海”则为 7.65。

表 5 上海与“合成上海”的地区生产总值、固定资产投资

	上海	合成上海
地区生产总值(取对值)	7.48	7.46
固定资产投资(取对值)	7.67	7.65

进一步地,本文将测算上海与“合成上海”的外资增长率的差额,以期验证自贸试验区对上海实际利用外资增长率波动具有抑制作用。结果如图 2 所示,在自贸试验区政策的影响下,波动变化明显减少,符合假设 2。对此可以理解为:自贸试验区的建设促进了中国对外贸易的产品结构优化,随着区域范围内资本要素流动性的增加,通过实施浮动汇率以及资本自由化政策显著降低了资本管控程度,进而形成了更为顺畅的区域资本流通渠道。由于行政管控手段对市场自由化的扭曲程度降低,该区域的外资利用率的波动性也被进一步平抑。

### 3. 安慰剂检验

为了进一步说明上海自贸试验区政策对实际利用外资增长率确实存在显著性影响,本文借鉴 Abadie & Gardeazabal (2003) 的安慰剂检验方法(placebo test),类似于虚拟实验法。基本思想为:选择一个在样本期内没有进行自贸试验区政策的省份进行同样分析,经过控制合成后,如果发现该省份的实际利用外资增长率与“合成省份”之间的拟合程度较好,并没有发生上海类似的外资增长率变化趋势,说明合成控制法的结果具有稳健性。

由于上文涉及到的合成控制组组成省份城市较多,本文将依据权重的数值大小,选择重庆与广东两个省市进行合成控制。结果如图 3、4 所示,广东省与重庆市在 2013 年 10 月以后并没有出现同上海相类似的波动情况。因此,通过安慰剂检验可以说明,利用合成控制法研究上海自贸试验区政策对实际利用资本变化率的影响结果具有稳健性。

## 六、结论与政策建议

### 1. 结论

本文通过将上海自贸试验区的设立作为“准自然实验”，在检验上海自贸试验区政策对实际利用外资增长率具有显著促进作用的基础上，进一步利用合成控制法，将“虚拟上海”与上海的实际利用外资增长率进行比较，结果发现上海自贸试验区政策除了可以显著提高外资利用水平，同时也有利于抑制外资波动。当前，上海自贸试验区新片区是加大对外开放力度、积极探索金融自由贸易的重要举措，考虑到上海自贸试验区扩区并不是简单的空间扩大，也并非自贸试验区政策的复刻、平移，而是更高层次的改革开放，因此，结合本文研究结论，进一步地提出以下政策建议。

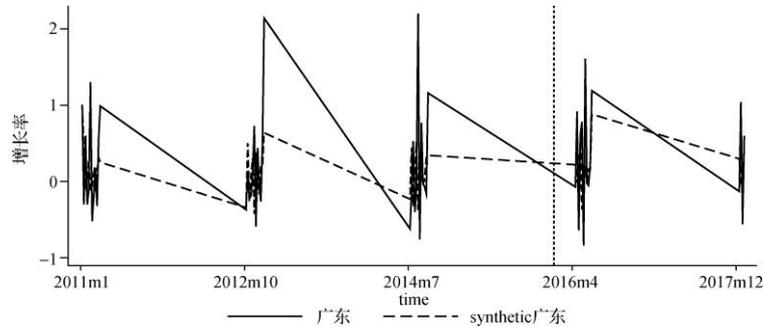


图3 广东与“合成广东”利用外资增长率

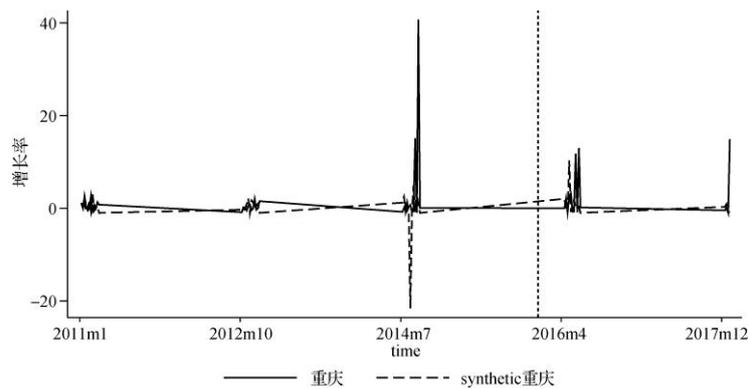


图4 重庆与“合成重庆”利用外资增长率

## 2. 政策建议

第一，聚焦投资与贸易自由化，进行制度创新与突破。

优化资本要素流动的外部环境，进一步放宽市场准入限制。对于金融发展初始水平较低的发展中国家而言，完善金融市场的外部环境对于提高其在资本密集产业的比较优势具有重要意义。因此，中国应当进一步提高金融系统的竞争程度，形成多元化的金融机构体系，提高金融服务水平(盛雯雯, 2014)。在新时代背景下，中国应当有秩序地放宽市场准入标准，通过加快实施负面清单、完善准入前国民待遇，实现外资企业的权益保障，鼓励外资进入高端产业领域，在带来资本要素流入的同时，伴随着技术要素的流入，降低区域金融抑制水平。

第二，对标国际自由贸易港，探索有竞争力的税制安排。

自由贸易港作为区域贸易制度安排的形式之一，相较于其他多边贸易政策，其开放水平更高、灵活性更强。自由贸易港作为

---

开放程度最高的区域,尤其是在当下多边贸易进程受阻境况下,进行高质量的贸易制度安排,具有重要的实践探索意义。税率制度的安排是提高区域贸易竞争力的核心内容。对此,在上海自贸试验区扩区的工作中,应当对标国际自由贸易港的税收制度,在符合中国税制改革方向、不导致税基侵蚀的前提下,进一步提出有利于境外股权投资和离岸业务发展的税收政策。

第三,制定高端人才引进政策,提高区域贸易服务水平。

当前,自贸试验区的人才政策主要围绕外籍高层次人才留沪展开,具体内容涉及外籍高层次人才办理永久居住证、办理人才签证、《外国专家证》、留学生毕业直接“留沪就业”试点等内容,人才住房政策仍处于起步阶段。然而,人才住房政策是人才引进政策的重要组成部分,对此,上海在自贸试验区扩区的工作中,应当结合区域所需人才特征及实际需求,明晰自贸试验区管委会与用人单位职责,积极发挥市场在人才基本住房保障方面的作用,为区域贸易服务水平的提高奠定人力、智力资本。

#### 参考文献:

[1]. Abadie, A., and J. Gardeazabal. The Economic Costs of Conflict: A Case Study of the Basque Country. *American Economic Review*, 2003, 93(1): 113-132.

[2]. Brana, S., and D. Lahet. The Dependence of CEECs on Foreign Bank Claims: Direct and Indirect Risks of Capital With Drawal. *SSRN Electronic Journal*, 2011.

[3]. Calvo, G. A., L. Leiderman, and C. M. Reinhart. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin America: The Role of External Factors. *Staff Papers*, 1993, 40(1): 108-151.

[4]. Canale, R. R., P. D. Grauwe, and P. Foresti. Is There A Trade-Off Between Free Capital Mobility, Financial Stability and Fiscal Policy Flexibility in the EMU. *Review of World Economics*, 2017, 3: 1-25.

[5]. Chuhan, P., S. Claessens, and N. Mamingi. Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: the Role of Global and Country Factors. *Journal of Development Economics*, 2004, 55(2): 439-463.

[6]. Fernandez, A. E. The New Wave of Private Capital Inflows: Push or Pull. *Policy Research Working Paper*, 1996, 48(2): 389-418.

[7]. Fleming, J. M. Domestic Financial Policies Under Fixed and under Floating Exchange Rates. *Staff Papers*, 1962, 9(3): 369-380.

[8]. Forbes, K. J., and F. E. Warnock. Capital Flow Waves: Surges, Stops, Flight and Retrenchment. *Journal of International Economics*, 2011, 88(2): 235-251.

[9]. Hutchison, M. M., and R. Glick. Banking and Currency Crises: How Common are Twins. *Pacific Basin Working Paper*, 1999, 8(9): 830.

[10]. Jie, L., and R. S. Rajan. Do Capital Controls Make Gross Equity Flows to Emerging Markets Less Volatile. *Journal of International Money & Finance*, 2015, 59: 220-244.

- 
- [11]. Korinek, A., and D. Sandri. Capital Controls or Macroprudential Regulation. *Journal of International Economics*, 2016, 99(218):27-42.
- [12]. Mundell, R. A. Capital Mobility and Stabilization Policy Under Fixed and Flexible Exchange Rates. *Canadian Journal of Economics & Political Science*, 1963, 29(4):475-485.
- [13]. 黎绍凯、李露出一:《自贸区对产业结构升级的政策效应研究——基于上海自由贸易试验区的准自然实验》,《经济经纬》2019年第5期。
- [14]. 李潇、陈刚、贾雁岭:《上海自由贸易试验区税收政策分析与效应评估》,《地域研究与开发》2019年第38期。
- [15]. 刘秉镰、王钺:《自贸区对区域创新能力的影晌效应研究——来自上海自由贸易试验区准实验的证据》,《经济与管理研究》2018年第9期。
- [16]. 裴长洪:《全球治理视野的新一轮开放尺度:自上海自贸试验区观察》,《改革》2013年第12期。
- [17]. 盛雯雯:《金融发展与国际贸易比较优势》,《世界经济》2014年第7期。
- [18]. 谭娜、周先波、林建浩:《上海自贸区的经济增长效应研究——基于面板数据下的反事实分析方法》,《国际贸易问题》2015年第10期。
- [19]. 田素华、徐明东:《国际资本流动对东道国货币政策的抵消效应——基于四种国际资本流动形式的讨论》,《数量经济技术经济研究》2008年第12期。
- [20]. 王利辉、刘志红:《上海自贸区对地区经济的影响效应研究——基于“反事实”思维视角》,《国际贸易问题》2017年第2期。
- [21]. 夏善晨:《自贸区发展战略和法律规制的借鉴——关于中国自贸试验区发展的思考》,《国际经济合作》2013年第9期。
- [22]. 项后军、何康:《自贸试验区的影响与资本流动——以上海为例的自然实验研究》,《国际贸易问题》2016年第8期。
- [23]. 肖林、周国平:《中国(上海)自由贸易试验区建设三年成效、经验与建议》,《科学发展》2016年第10期。
- [24]. 小岛清著,周宝廉译:《对外贸易论》,南开大学出版社1987年版。
- [25]. 叶静:《分散性权威与政策跨国扩散——自贸试验区在中国的设立》,《理论参考》2015年第2期。
- [26]. 张晓晶、张平、刘树成:《国际资本流动、经济扭曲与宏观稳定——当前经济增长态势分析》,《经济研究》2005年第4期。
- [27]. 张幼文、薛安伟:《要素流动对世界经济增长的影响机理》,《世界经济研究》2013年第2期。
- [28]. 左连村、陈德宁、黄耀婷:《中国内地自贸试验区的开放措施与CEPA开放措施的协调性研究》,《华南师范大学学报(社

---

会科学版)》2014年第5期。