

# 产业政策与外资流入

——来自“陆港通”北向资金的经验证据

刘若鸿 黄玖立\*

**摘要:**产业政策作为政府引导资源配置的重要工具,如何影响市场主体行为和资本流向备受关注。本文基于2017~2023年“陆港通”外资持股的季度面板数据,考察受到国家“五年规划”重点鼓励支持的行业是否能够吸引北向资金流入。研究显示,产业政策显著促进了外资流入规模,表明政府“有形”之手能够引导市场机制发挥作用,吸引北向资金流入中国证券市场。机制检验发现,产业政策主要通过传递积极市场信号、提升投资者情绪和增加股票流动性的影响渠道促进北向资金流入。异质性分析表明,产业政策显著影响东部、市场化程度较高和企业家精神较强地区的外资流入,并且政策效果在国有、资本密集度和融资约束较高、信息不对称程度较低的企业更加显著。本文为构建科学合理的产业政策体系提供参考,并对完善高水平对外开放体制机制、推动“有效市场”和“有为政府”更好地结合具有启示意义。

**关键词:**产业政策 外资流入 北向资金 陆港通

## 一、引言

产业政策是国家基于宏观战略发展目标,主动对生产要素在行业间配置进行引导和干预的一系列政策总和。理论上,关于产业政策有效性问题的探讨仍未达成共识,其中反对的观点认为,产业政策抑制市场这双“无形”之手的运作效能,在

---

\* 刘若鸿,讲师,福建师范大学经济学院,电子邮箱:liurh@fjnu.edu.cn;黄玖立(通讯作者),教授,南开大学跨国公司研究中心、南开大学经济行为与政策模拟实验室,电子邮箱:huangjl@nankai.edu.cn。本文获得研究阐释党的二十届三中全会精神国家社科基金重大专项(24ZDA058)的资助。本文未使用AI。感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。

一定程度上限制了创新的活力和速度,不利于形成价格机制和塑造企业家精神,削弱了市场机制在资源配置中的决定性作用。但具体到实践中,产业政策已经逐渐成为各国政府优化产业布局、加强宏观调控和推动经济发展的有效工具,尤其是后发国家实现经济赶超的关键战略。由此,产业政策的有效性成为理论研究与实践探索的核心焦点。那么,应该如何去理解或者调和产业政策效果在理论和实践中的分化现象?

产业政策为造就中国经济“增长奇迹”发挥了重要作用。在步入新时代高质量发展阶段后,产业政策的有效性边界越发模糊。总体上看,全面深化高水平社会主义市场经济体制对于防范政府过度干预市场正常运行提出了更高要求。学术界普遍认识到,政府的角色应当更加精准定位,既要充分发挥引导和调控作用,又要避免对市场机制的过度干扰,确保市场能够在公平竞争的环境中实现资源最优配置。党的二十届四中全会指出,“十五五”时期经济社会发展必须坚持有效市场和有为政府相结合。在中国特色社会主义市场经济下“有效市场”和“有为政府”的内在关系究竟呈现何种状态?是天然处于二元对立的矛盾困境之中?抑或是政府影响市场、市场反馈政府的协同耦合闭环系统?回答上述问题需要检验政府的“有形”之手能否进一步引导市场的“无形”之手发挥作用,即产业政策能否精准地引导市场和公众的预期,进而配合政策的实施。换句话说,需要厘清产业政策与市场机制能否有效协同配合,以及市场资金流动如何对产业政策作出响应。

本文的研究背景是构建高水平对外开放新格局下的外资流入<sup>①</sup>。党的二十届三中全会作出“完善高水平对外开放体制机制”的重要部署。党的二十大以来,中央政府贯彻实施“更大力度吸引和利用外资”战略,不断提高对外开放水平,深化外商投资管理体制,加快拓展外资参与国内资本市场业务范围。《2025年稳外资行动方案》明确指出,鼓励外资在华开展股权投资。在此背景下,以北向资金等形式流入的外资规模持续扩大、质量显著提升。本文聚焦于探讨产业政策如何影响以北向资金形式流入的外资规模:一方面,北向资金流入直观地反映出产业政策在境外市场投资者间的吸引力与契合度,成为检验产业政策有效性的重要外部参照;另一方面,经由“陆港通”流入的外资规模能够有效地反映境外投资者对产业政策的策略性反应,并且投资决策能够迅速体现

<sup>①</sup> 区别于外商直接投资(Foreign Direct Investment),本文主要研究北向资金流入,即经由“陆港通”流入中国股票市场的北向资金。北向资金(Northbound Funds)是指境外投资者通过“沪港通”和“深港通”互联互通机制,经由香港联合交易所买卖中国内地A股市场股票的跨境资金流,因资金由香港市场流向地处其北部的内地市场,故在实务界和学术界通常称为“北向资金”。与FDI相比,北向资金流入形式更为灵活便利,投资领域也较少地受到《外商投资准入负面清单》等政策的限制。

在资金流动上。现有研究关于产业政策效果的传导机制主要集中在直接效应,忽略了市场机制在产业政策传导过程中的重要作用(陈冬华等,2010;张莉等,2017;Lu等,2019)。与以往研究侧重于产业政策对企业行为的直接影响不同,本文进一步将研究视角拓展至政府与市场互动关系的层次,着重探究外资如何对政府的产业政策作出响应,凸显的是政府这双“有形的手”如何引导市场机制发挥作用。本文在推进中国式现代化背景下研究产业政策与外资流入的互动关系,对于推进高水平对外开放、构建科学合理的产业政策体系、深入理解政府与市场的关系、推动“有效市场”和“有为政府”更好地结合具有重要的现实意义。

本文基于国家“五年规划”中提及的重点鼓励行业信息和“陆港通”外资持股数据,利用产业政策“推行”的准自然实验,实证检验产业政策对北向资金流入的影响效应。研究发现,产业政策显著提高外资流入规模,且这一核心结论通过了一系列稳健性检验。平均来看,相比于未受重点产业政策支持的企业,产业政策提高外资持股市值约34%,而外资持股数量则约为26%。机制检验发现,产业政策主要从传递积极市场信号、提升投资者情绪和增加股票流动性的影响渠道吸引外资流入。异质性分析表明,产业政策对市场机制的影响作用存在基于区位、制度环境和企业特征的异质性。在区位和制度环境上,产业政策显著影响东部、市场化程度较高和企业家精神较强地区的北向资金流入。在企业特征上,产业政策有效性在国有、资本密集度和融资约束较高、信息不对称程度较低的企业更加显著。

本文可能的边际贡献在于:第一,揭示了产业政策在市场经济运行中所发挥的重要引导作用,基于北向资金流入的视角为深入理解政府与市场之间的互动关系提供了扎实的经验证据。与现有文献倾向于将政府与市场角色分离、独立探讨产业政策有效性边界的研究思路不同,本文将两者置于一个统一的框架中进行考察。尽管现有研究发现产业政策显著影响信贷和土地等资源要素配置(祝继高等,2015),但鲜有研究进一步探讨市场机制如何对产业政策的实施作出响应。本文通过引入北向资金流入作为市场机制的代理指标,尝试分析产业政策对外资流入的具体影响路径,这不仅有助于揭示产业政策如何通过影响北向资金流动来引导市场机制有效运作,也为全面评估产业政策的实际效果提供了一个更为综合的分析视角。第二,已有文献普遍发现产业政策显著影响企业行为、要素配置和经济增长(黎文靖和郑曼妮,2016;张莉等,2019;Alder等,2016),但现有研究对产业政策如何影响股票市场的关注不足,且鲜有研究探讨产业政策如何影响“陆港通”北向资金的流入。韩乾和洪永淼(2014)研究了产业政策如何影响股票市场中的投资者行为,Liu等(2020)、陆静和喻浩(2023)分别检验了产业政策对股票价格和股票特质波动率的影响。本文补充了产业政策与证券市场关系的相关研究,进一步收集“陆

港通”外资持股标的企业的相关数据,探究产业政策对“陆港通”北向资金流动的影响机制,为理解产业政策在跨境资本市场中的作用提供新的理论视角和实证证据。第三,北向资金是外资流入中国资本市场的重要渠道,已有文献大多基于企业经营行为和股票市场表现等角度评估资本市场开放的政策效应,涵盖了企业投资和全要素生产率等方面(连立帅等,2019;戴鹏毅等,2021)。尽管已有研究为分析资本市场开放提供了丰富的视角,但对于政策因素如何影响外资流入的探讨却略显不足。与以往研究侧重于剖析资本市场开放的经济后果不同,本文关注到影响外资流入的关键政策因素,并通过实证检验发现产业政策可以促进“陆港通”外资流入,这一结论不仅丰富了关于资本市场开放政策效应的文献,也为进一步推动资本市场开放以及制定精准有效的外资政策提供了有益参考。

## 二、制度背景、文献综述与理论分析

### (一)制度背景

随着高水平对外开放的深入推进,中国资本市场开放不断取得突破性进展。其中,“陆港通”(包括“沪港通”和“深港通”)作为资本市场双向开放的关键制度创新,搭建起了内地与香港资本市场互联互通的桥梁。“陆港通”不仅拓宽了内地投资者参与香港资本市场的渠道,更为境外投资者投资中国A股市场提供了便捷路径,很大程度上提升了中国资本市场的国际化程度,激发了境外投资者对中国资本市场的投资热情。

在“陆港通”推出前,中国资本市场的外资准入主要依赖2002年批准实行的合格境外机构投资者(QFII)制度和2006年颁布的人民币合格境外机构投资者(RQFII)制度。但是,QFII和RQFII这两种跨境交易制度通过配额审批制实现资本账户有限开放,投资额度仅分配给经过审核认定的机构投资者,并且对外资投资额度和投资范围也进行了一定限制。

虽然外资自2006年后经由QFII和RQFII显著流入中国资本市场,但是有限开放的资本账户不利于进一步扩大外资流入规模与优化外资结构。首先,额度分配行政化导致资金配置效率较低,截至2012年底QFII总投资额度仅为800亿美元,远低于新兴市场平均开放水平。其次,QFII和RQFII仅能参与银行间债券市场和部分A股标的,投资范围主要集中在大规模企业和某些特定行业,未能全面参与到更多细分行业和新兴产业。最后,QFII和RQFII的投资额度符合交易所规定的持股比例限制,单个境外投资者对单个上市公司持股数量不得超过该上市公司股份总数的10%,所有外资持股数量合计不超过30%。据Wind数据显示,2003~2014年间外资持股占A股流通市值比例始终在1.5%~2%徘徊,表明既有渠道难以满足国际资本配置需求,也难以适应中国经济转型升级对长期资本

的需求。

在此背景下,2014年9月,上海证券交易所与香港联合交易所率先启动了“沪港通”机制,旨在打破A股市场与国际资本市场之间的壁垒,方便外资直接进入中国股票市场。2016年,“深港通”的进一步丰富了这一制度框架,拓展了外资流入的渠道,并增强了资本市场的流动性和透明度。“陆港通”的推出标志着中国资本市场在实现全面开放、提高市场效率和吸引国际资本方面迈出了重要一步,显著提升了外资流入中国资本市场的规模与效率(钟覃琳和陆正飞,2018;连立帅等,2019)。

“陆港通”制度的开放打破了外资进入中国股市的行政审批制度,境外投资者可以通过香港证券市场直接购买上海和深圳证券交易所的股票,极大降低了投资门槛和流动性成本。通过“陆港通”渠道,外资能够便捷地参与中国资本市场的投资,投资额度限制大幅提高,推动了A股市场的国际化进程。更重要的是,境外投资者通过“陆港通”能够更加精确地把握中国资本市场的成长潜力,尤其是在科技、消费和新能源等领域,吸引了大量境外投资者投资中国创新型企业 and 高新技术行业。截至2023年7月,北向资金累计净流入规模达到1.96万亿元,外资持有A股市值占比从开放前的不足2%提升至4.6%,且在产业政策覆盖领域呈现超比例增持特征。

“陆港通”制度与中国产业政策的有机结合,为北向资金流入提供了更加清晰的路径和更为广阔的市场空间。中国政府在推动经济高质量发展的战略中,推出了一系列支持高科技、绿色经济和数字经济等新兴产业发展的产业政策,产业政策与“陆港通”形成了相互促进的关系。针对产业政策支持行业的税收优惠和政府补贴,以及在“陆港通”制度下对相关股票的投资限制放开,使得外资能够在产业政策支持的行业中寻找到具备高成长性的投资机会。

图1报告了“十四五”规划产业政策与行业陆港通持股均值的变动趋势。本文发现,产业政策显著促进了“陆港通”外资流入规模。从平均意义上来看,受“十四五”规划产业政策支持的行业外资持股市值(*IValue*)和外资持股数量(*IShare*)显著高于未受产业政策支持的行业。因此,“陆港通”不仅是资本市场开放的制度创新,也是与中国产业政策密切协同的一项战略性举措,为外资流入提供了更加多元化的路径。通过产业政策与市场机制的有机结合,外资能够更加精准地配置到符合国家战略方向的行业中,这不仅提高了资本流动的效率,也有利于中国提升在全球价值链中的位置。基于此,产业政策对外资流入的精准导向,强化市场机制的资源配置功能,推动产业升级与经济高质量发展。

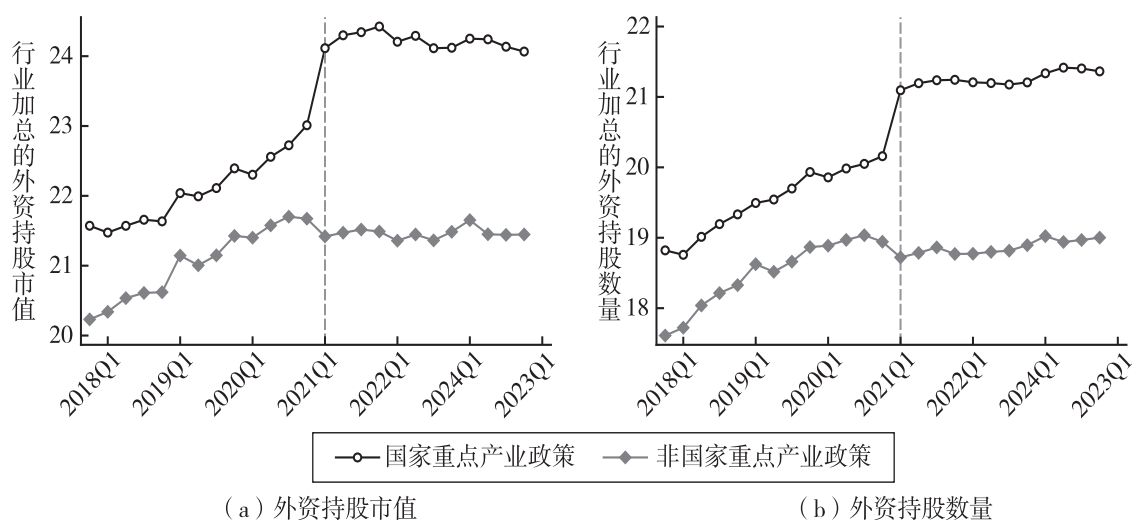


图1 “十四五”规划产业政策与行业陆港通持股均值变动趋势

注:图1(a)和图1(b)分别表示外资持股市值和外资持股数量的结果,垂直虚线代表“十四五”规划的起始时间。圆形实线表示受产业政策支持行业的外资流入规模均值,菱形实线表示未受产业政策支持行业的外资流入规模均值。

## (二)文献综述

产业政策作为国家干预经济活动、促进产业发展的重要工具,长期以来一直是经济学研究的热点议题。关于中国产业政策的研究,已有文献广泛探讨了产业政策对微观企业的影响效应。在企业投资上,黎文靖和李耀淘(2014)研究发现总体上产业政策并未显著促进企业投资。但是,王克敏等(2017)的研究表明,产业政策提高了受支持行业内企业的政府补贴和长期负债,政府支持引发企业过度投资,从而削弱了产业政策的实施效果。在企业融资上,张新民等(2017)利用上市公司数据,发现地方产业政策并未缓解企业融资约束。相反地,陈冬华等(2010)、祝继高等(2015)发现产业政策显著提高了企业IPO和债务融资规模。在企业创新上,余明桂等(2016)利用国家“五年规划”的信息,基于2001~2011年上市公司及其子公司的专利数据,研究发现产业政策显著促进了企业创新。黎文靖和郑曼妮(2016)进一步分解企业创新动机,发现产业政策使得企业追求创新“数量”而非“质量”,因此产业政策仅推动企业策略性创新而非实质性创新。与上述研究持不同的观点,Li和Branstetter(2024)的研究表明,尽管受到产业政策支持的企业获得了更多的研发创新补贴,但是产业政策对企业创新的影响并不显著。在生产率上,林毅夫等(2018)利用规模以上工业企业数据库和国家级经济开发区数据,研究发现区域型产业政策总体上对企业全要素生产率存在积极影响。相反地,Branstetter等(2023)的研究则认为,产业政策对企业全要素生产率不存在显著的正向影响。基于产业政策退出的视角,戴宏伟和郑立晨(2024)的研究结果表明,产业政策退出通过缓解企业过

度投资、提高研发支出效率的机制渠道促进了企业全要素生产率的提升。在宏观层面上,已有文献基于经济增长、行业发展、人力资本和就业等视角广泛讨论了产业政策的经济效应,研究结论大多表明产业政策的实施对宏观经济存在正向影响(Alder等,2016;Chen等,2017;Lu等,2019;王贤彬和陈春秀,2023;Barwick等,2024)。

与本文较为相近的文献探讨产业政策对证券市场的影响效应。一般而言,证券市场投资者被认为是市场机制的重要组成部分,大量投资者通过价格信号机制对产业政策作出响应<sup>①</sup>。关于股票市场,韩乾和洪永淼(2014)检验了国家产业政策对股票市场投资者行为的影响,发现产业政策能够短期内提高股票的超额收益率,但在中长期对收益率则不存在显著影响。类似地,Liu等(2022)以“中国制造2025”产业政策作为外部冲击,检验产业政策对股票价格的影响,发现短期内产业政策提高了企业的累计超额收益率,但在长期内受产业政策支持的企业的累计超额收益率大幅下降。上述研究探讨了股票价格的影响,部分文献聚焦于产业政策对股票波动率的影响。在股票系统性风险上,邓可斌和龚振(2023)运用贝叶斯算法检验产业政策对上市公司系统性风险的影响,研究发现产业政策的影响效应具有基于产权性质的异质性,其提升了国有企业的系统性风险,但同时也降低了民营企业的系统性风险。在股票异质性风险上,陆静和喻浩(2023)考察了产业政策对股票特质波动率的影响效应和作用机制,发现产业政策通过加剧市场竞争程度、增加经营环境不确定性和降低会计信息披露质量三条路径提高股票异质性风险。关于债券市场,刘若鸿和黄玖立(2023)利用债券发行市场的数据和地方政府“五年规划”的信息,实证检验产业政策对企业融资成本的影响,发现产业政策缓解了企业融资约束,显著降低了企业的债券发行利差。

现有文献大多将产业政策与市场机制分割开,认为政府与市场存在对立关系,鲜有研究探讨两者之间潜在的协同作用和互补性。已有研究探讨了产业政策可能带来的“政府失灵”问题,发现市场主体在响应产业政策过程中可能诱发跨行业经营和“为补贴而创新”等策略性行为(黎文靖和郑曼妮,2016;杨国超等,2017;杨兴全等,2018),不利于充分发挥产业政策效应。区别于学理上往往把政府和市场对立起来,黄少卿和郭洪宇(2017)亦认为,产业政策的目标应当定位于“扩展和增强市场机制”,政府与市场之间并非传统意义上的替代关系,而是存在互补关系。进一步地,林毅夫(2017)基于新结构经济学的视角,指出根据产业发展类型制定产业政策,能够有效地发挥“有效市场”和“有为政府”对经济发展的

---

<sup>①</sup> 市场机制并非抽象的概念,而是由无数市场参与者(如机构投资者、散户)的决策和行为共同构成。证券市场投资者“用脚投票”的投资决策和买卖行为是市场机制的运行方式。

共同作用。叶光亮等(2022)区分产业政策的不同类型,发现功能性产业政策有利于提升市场竞争效率,能够维护和促进有效市场的形成,并且在一定程度上能起到弥补市场失灵的作用,体现了有为政府的积极作用。基于北向资金流入的视角,本文发现产业政策能够引导市场机制发挥作用,且“有效市场”和“有为政府”的协同互补有利于进一步增强产业政策的“乘数”效应,充分发挥产业政策的实施效果。

本文涉及的另一支文献探讨中国资本市场开放的经济后果。这支文献大多基于“陆港通”(Stock Connect)的准自然实验,围绕着公司治理、股票市场表现两个方面,探讨资本市场开放对微观企业的影响效应。一方面,在公司治理的讨论上,已有研究的普遍结论是资本市场开放促进外资流入有助于优化公司治理水平和提高公司绩效(Yoon, 2021; 连立帅等, 2019; 戴鹏毅等, 2021);另一方面,在股票市场表现上,已有研究主要讨论资本市场开放对AH股溢价、市场效率和股价风险的影响。在AH股溢价上,谭小芬等(2017)检验资本市场开放对AH股溢价的影响效应,发现“沪港通”的开通显著降低了AH股溢价。在市场效率上,钟覃琳和陆正飞(2018)考察了“沪港通”对资本市场效率的影响,发现资本市场开放有助于提高股价信息含量。在股价风险上,钟凯等(2018)关注异质性风险,发现资本市场开放通过提高信息披露质量的途径,显著降低“沪港通”标的公司的股价异质性波动。进一步地,李沁洋和许年行(2019)利用“沪港通”实施作为准自然实验,研究发现资本市场开放显著降低了沪股通标的公司的股价崩盘风险。

综上,关于产业政策和资本市场开放的相关研究已经较为丰富,但对产业政策与市场机制关系的探讨、影响外资流入的政策因素仍有进一步研究的空间。第一,现有研究关于产业政策的传导机制主要集中在直接效应,探讨产业政策对政府补贴、信贷资金和土地资源要素配置的影响效应,这些特征均反映为政府直接配置资源的力量。但是鲜有文献更为深入地揭示政府这双“有形的手”是否能够影响市场的资金流向,以及外资如何对产业政策作出响应。第二,已有文献侧重于探讨以“陆港通”为代表的资本市场开放政策所带来的经济后果,但鲜有研究关注到影响北向资金流入的政策因素,资本市场开放后如何更大规模地吸引和利用外资成为另一个亟须解决的问题。

### (三)理论分析

在推进高水平对外开放与深化资本市场开放的背景下,外资流入对中国经济高质量发展具有重要战略意义。作为政府引导资源配置的核心工具,产业政策通过多维传导机制影响境外投资者的决策逻辑与行为模式。在中国资本市场开放的过程中,北向资金流入会受到产业政策的直接和间接影响。总的来说,产业政策主要通过信号传递、投资者情绪和股票流动性直接或者间接地影响北向资金

流入。

信号传递机制是产业政策影响北向资金流入的重要途径。在股票市场中,标的企业与投资者的信息不对称是影响外资流入的重要因素(Goldstein 和 Razin, 2006)。在信息不对称下,境内投资者相比于境外投资者具有信息优势。这种信息差异不仅源自地理距离、文化差异和语言障碍,也体现在境外投资者面临更高的成本来获取标的企业的内部信息。因此,境外投资者在作出投资决策时,必须依赖其他能够缓解信息不对称的外部信号,产业政策等外部信息由此成为重要的参考依据。实践中,产业政策往往被视为是政府对优势行业和优质企业的初次甄别和筛选,本质上是政府作为第三方主体通过政府补贴等政策支持手段介入企业与投资者的互动关系,能够强化境外投资者的投资预期和投资信心,将受到产业政策支持的企业与其竞争对手在股票市场中区分开(刘若鸿和黄玖立, 2023)。在制定产业政策时,国家明确支持某些行业或企业的发展方向,通过产业政策文本的行业指向性与执行机构的权威性,向境外投资者传递产业发展的优先序信息,为政策的推行和制定注入一定的方向性和确定性。因此,产业政策虽为长期导向工具,却可以通过“政策信号—市场预期—资金流动”的传导链条,在短期内触发北向资金的迅速流入。对于信息处理能力较强的境外投资者,产业政策“推行”可作为明确的事件驱动信号,引导其快速调整头寸(韩乾和洪永淼, 2014)。产业政策释放的正面信号往往在发布后极短时间内被市场解读并融入资产价格,形成事件窗口期的超额收益,从而激发北向资金在短期内的集中流入(Liu 等, 2022)。因此,产业政策信号可以作为一种积极的指向信号或者激活信号,不仅能够降低市场的不确定性,还能够作为外部信息向境外投资者传递政府支持的信号,为境外投资者提供明晰的投资导向,引导境外投资者对产业政策作出积极响应,进而推动外资持股市值和持股数量的上升,吸引外资流入中国资本市场。

产业政策作为政府引导资源配置的核心工具,也通过塑造投资者情绪形成对外资流入的间接传导机制。对于北向资金流入而言,投资者情绪尤为重要,因为境外投资者往往根据对政策变动的预期来调整投资决策。产业政策一般会带来市场预期的变化,当政府推出具有战略导向的产业政策时,政策文本中隐含的行业扶持强度、财政补贴力度以及长期发展承诺,会通过“信号效应”改变投资者对特定行业的风险—收益评估框架,进而驱动境外投资者资金配置决策的调整。根据信号传递理论,国家“五年规划”出台的产业政策可以直接向投资者传递积极信号,改变境外投资者对企业未来盈利水平的预期,影响境外投资者投资决策,进而对股票市场产生影响。具体地,当政府推出支持特定行业的产业政策时,文件的发布、政策文本的解读、财政补贴与税收优惠的初步安排,以及媒体和分析师的集中报道,能够在极短时间内被市场主体捕捉和放大,境外投资者会整

体性地调高其主观预期,增强对支持行业发展前景的信心,从而对标的企业未来经济绩效、现金流状况和信用风险作出系统性的乐观评价,最终引起境外投资者对标的企业的投资者情绪整体性上涨。这种投资者情绪调整并非仅局限于长期预期,更在产业政策“推行”后的短期内形成情绪高潮,推动交易型资金迅速流入,导致股票价格在短期甚至长期内偏离其基本价值(花贵如等,2021)。投资者情绪在产业政策“推行”后通常出现显著上扬,并直接助推较短时间窗口期内北向资金流入规模的扩大,反映出产业政策对市场预期的即时调节能力。因此,中央政府通过制定和执行产业政策,能够正向影响投资者情绪,推动资本跨境流动和北向资金流入。

产业政策还能够改善企业面临的市场认知环境,影响企业股票在资本市场上的表现,从而间接地促进外资流入。对于境外投资者而言,流动性是其决定是否持有标的企业股票的重要因素。产业政策通过改善股票流动性,为外资提供更加便利的投资环境。一方面,产业政策能够减少市场摩擦,降低交易成本。市场摩擦往往使得投资者的交易成本增加,进而抑制了市场活跃度和流动性。产业政策作为境外投资者重要的投资决策外部信息,有助于减少信息不对称问题,使得境外投资者能够迅速地获得相关信息,从而缓解信息不对称带来的交易成本。此外,产业政策也通过政府补贴等政策工具直接缓解企业的财务约束,增强现金流稳定性,降低投资者面临的流动性风险补偿需求,从而降低股票流动性风险溢价。另一方面,产业政策能够改善市场微观结构,提升市场深度和广度。在投资者数量上,产业政策所带来的行业发展预期能够激励更多的市场主体参与进来,这不仅扩大市场的交易量,也提高了市场价格的发现效率。随着市场参与者的增加,交易成本降低,股票流动性增强,进而推动了资本的高效流动。在投资者结构上,产业政策往往能够吸引更多国内外资本流入,并且引导机构投资者定向增持政策支持行业股票,这不仅提高了市场的资金供应量,也促进了市场参与者之间的互动。产业政策引致的流动性提升在政策信号释放密集期尤为明显,为资金提供了快速进出渠道,进一步强化产业政策对北向资金的吸引力。市场微观结构的变化在政策出台后较快显现,表现为买卖价差收窄、交易量显著放大,这些变化降低了境外投资者的执行成本,使其能够更快地建立或调整头寸,从而显著促进北向资金流入。因此,产业政策显著提高了股票流动性,促进了资本市场的活跃度和交易频次,使得境外投资者能够在不同的市场环境下灵活地调整投资策略,从而进一步促进北向资金流入。基于此,本文提出如下假说:

假说1:产业政策通过信号传递、投资者情绪和股票流动性的机制渠道促进了北向资金流入。

### 三、研究设计

#### (一)研究设计

##### 1. 基准回归

外资流入具有显著的地区和个体差异,遗漏变量可能导致本文的识别策略存在混淆偏误。因此,需要尽可能控制影响外资通过“陆港通”渠道流入的因素来排除潜在的混淆偏误,从而剥离出产业政策对北向资金流入的因果效应。除了控制可观测的特征外,本文在基准回归中纳入了三组固定效应来缓解不可观测因素对估计结果可能产生的偏差。为检验产业政策对北向资金流入的影响,本文构建如下模型:

$$\ln Foreign_{ikpt} = \beta_0 + \beta_1 IndPolicy_{kt} + \sum \gamma X_{ikpt} + r_i + r_{pt} + \lambda_1 year_t + \lambda_2 quarter_t + \varepsilon_{ikpt} \quad (1)$$

其中, $i$ 表示“陆港通”标的企业, $k$ 表示行业, $p$ 表示省份, $t$ 表示时间。被解释变量 $\ln Foreign$ 表示属于省份 $p$ 、行业 $k$ 的企业 $i$ 在第 $t$ 季度的外资流入规模。核心解释变量 $IndPolicy$ 为国家产业政策的虚拟变量,表示国家在第 $t$ 年是否重点鼓励支持发展行业 $k$ ,可被分解为政策变量( $Treat$ )与时间变量( $Post$ )的乘积,处理组和对照组的选择详见后文。 $X_{ikpt}$ 为一系列企业财务特征控制变量。 $r_i$ 表示企业固定效应; $r_{pt}$ 表示省份随时间变动的固定效应,用于控制宏观层面的经济特征; $\lambda_1 year_t$ 和 $\lambda_2 quarter_t$ 代表两种时间固定效应, $year_t$ 和 $quarter_t$ 表示一系列年份和季度虚拟变量,以控制年份和季节因素的影响。 $\varepsilon_{ikpt}$ 为随机扰动项。 $\beta_1$ 是估计系数,如果 $\beta_1$ 显著为正,则表明产业政策促进北向资金流入。

##### 2. 事件研究法

本文所指的事件研究是DID模型中用于检验平行趋势假设和动态效应的一种计量方法。本文构建如下的事件研究方程,检验“十三五”到“十四五”时期产业政策“推行”前的平行趋势与冲击后的动态效应:

$$\ln Foreign_{ikpt} = \beta_0 + \sum_{\tau=-8, \tau \neq -1}^7 \alpha_\tau Dummy_{k,t-\tau} + \sum \gamma X_{ikpt} + r_i + r_{pt} + \lambda_1 year_t + \lambda_2 quarter_t + \varepsilon_{ikpt} \quad (2)$$

其中, $Dummy$ 为一系列虚拟变量,如果该季度距离产业政策“推行”的期数为 $\tau$ ,那么该变量取1,否则取0,我们将政策冲击期数小于-8的统一为第-8期,超过7期的统一为第7期,用于刻画产业政策实施前后两年内的政策效应,基期为政策冲击的前一年。因此, $\alpha_0$ 为产业政策“推行”当期的效应, $\alpha_{-8} \sim \alpha_{-2}$ 代表产业政策“推行”前的效应, $\alpha_1 \sim \alpha_7$ 则捕捉产业政策“推行”后的动态效应。如果满足平行趋势假设,则 $\alpha_{-8} \sim \alpha_{-2}$ 应不显著。

#### (二)变量说明

外资流入( $\ln Foreign$ )。本文以“陆港通”外资持股标的企业的市值( $lValue$ )和数

量(*lShare*)的对数衡量资本市场的北向资金流入,并以此作为市场主体响应产业政策的代理指标。考虑到合格境外机构投资者(QFII)持股标的企业亦是外资流入中国资本市场的重要渠道,本文也替换了QFII持股标的企业的市值和数量来衡量外资流入作为稳健性检验。

产业政策(*IndPolicy*)。本文的核心解释变量衍生于国家重点产业政策。借鉴陈冬华等(2010)的研究思路,本文按照国家公布的“十三五”和“十四五”规划文件,整理其中提及的重点鼓励发展的行业。该数据来源于CNRDS的产业政策数据库(IPRD)。具体而言,重点产业政策是国家在规划文件中冠以“重点发展”“重点扶持”“大力发展”或“优先发展”等明确强调政策支持力度词语引导的行业。产业政策变量定义为虚拟变量,如果为国家在“五年规划”时期重点支持发展的行业则取1,否则取0。需要注意的是,某一行业的产业政策在两个“五年规划”区间并非完全连续,存在产业政策“推行”(从无到有)和“退出”(从有到无)两种情形,如果直接以“十四五”期间该行业是否受到产业政策支持而不考虑其在“十三五”期间的处理状态容易混淆产业政策的“推行”和“退出”效应,从而导致估计结果的偏误(刘若鸿和黄玖立,2023)。鉴于此,在处理组和对照组的选择上,本文借鉴刘若鸿和黄玖立(2023)的做法,将在两个“五年规划”期间从未受到国家重点产业政策支持的行业作为对照组(*Treat=0*),并将在“十三五”规划期间未受支持但在“十四五”规划期间受到重点产业政策支持的行业作为处理组(*Treat=1*)。在时间变量(*Post*)的定义上,若样本时间在国家发布“十四五”规划的重点产业政策实施及以后,取值为1,否则取值为0。

控制变量。为缓解遗漏变量偏误,借鉴已有文献的普遍做法,本文控制了一系列企业特征、公司治理和财务变量。企业特征变量包括企业年龄的对数(*lAge*)、是否为国有企业(*soe*)、是否为外资企业(*foe*);公司治理变量包括两职合一(*dual*)、董事会独立性(*indep*)、股权集中度(*share*)和股权制衡度(*top2\_10*);财务变量包括企业规模(*lsize*)、资产负债率(*lev*)、总资产报酬率(*roa*)、流动比率(*ldratio*)、固定资产比重(*capital*)、总资产周转率(*assetrt*)、应收账款周转率(*art*)、经营现金流(*current*)、营业利润率(*profit*)、销售净利率(*npm*)、应付职工薪酬(*lwage*)、税收优惠(*taxcuts*)、资本密集度(*capinten*)、托宾Q(*tobinq*)、净利润增长率(*gprofit*)、总资产增长率(*gasset*)。

### (三)数据来源

本文的“陆港通”数据来源于希施玛数据库(CSMAR)的“沪港通与深港通”数据库。本文剔除了金融行业、ST和\*ST上市公司数据,选取陆港通2017年第四季度~2023年第四季度的季度面板数据作为研究样本,样本数据共涵盖56个大类行业、1438家标的企业的24370条外资持股信息。产业政策的数据收集自中央政府和31个省、自治区和直辖市政府的“五年规划”文件,企业的公司治理和相关财务变量、行业

特征变量来源于CSMAR和WIND数据库。为消除极端值的影响,本文对所有连续变量进行上下1%缩尾。相关变量的描述性统计和样本构成详见附录一和附录二<sup>①</sup>。由附表1可知,外资持股市值和外资持股数量的对数平均约为16.86和14.46,处理组样本占比接近24%。

## 四、实证结果分析

### (一)基准结果分析<sup>②</sup>

本文考察产业政策对北向资金流入的影响,以检验市场机制如何对产业政策的实施作出响应,基准回归的结果如表1所示。列(1)至列(3)为外资持股市值的回归结果,列(4)至列(6)为外资持股数量的回归结果。在所有估计结果中,政策变量(*IndPolicy*)的回归系数均显著为正,表明产业政策显著促进了北向资金流入,验证了本文“政府产业政策能够引导市场机制发挥作用”的核心结论,即在产业政策实施期间,境外投资者这一市场主体作出积极响应,加大了对产业政策支持行业的投资力度。

在外资持股市值方面,列(1)和列(2)为未加入控制变量的估计结果,但列(1)未控制省份—时间固定效应;列(3)为纳入控制变量的估计结果,且控制了三个固定效应。其中列(1)、列(2)和列(3)中产业政策的估计系数分别为0.427、0.460和0.342,且均在1%的显著性水平上显著。类似地,在外资持股数量方面,列(4)和列(5)分别为未加入控制变量的估计结果,但列(4)未控制省份—时间固定效应;列(6)为纳入控制变量的估计结果,且控制了三个固定效应。其中列(4)和列(5)中产业政策的估计系数分别为0.322和0.371,分别在5%和1%的显著性水平上显著。列(6)中产业政策的估计系数为0.257,且在5%的显著性水平上显著。本文发现,无论是在外资持股市值还是持股数量上,产业政策均显著促进北向资金流入。为了准确理解产业政策估计系数的经济含义,以纳入控制变量和三个固定效应的列(3)和列(6)作为基准结果。列(3)中政策变量*IndPolicy*的边际效应为0.342,表明在产业政策实施期间标的企业的外资持股市值平均提高约34.2%。列(6)中政策变量*IndPolicy*的边际效应为0.257,表明在产业政策实施期间标的企业的外资持股数量平均提高约25.7%。

总体而言,表1的估计结果表明,产业政策对外资流入中国资本市场具有显著

<sup>①</sup> 为了准确理解样本观测值的层级结构,本文分别报告了标的企业外资流入和受国家重点产业政策支持的情况(附表1)、样本处理组与对照组标的企业外资流入的均值差异(附表2)、样本行业和年份分布构成(附表3)、外资流入的核密度分布(附图2)。本文附录详见《数量经济技术经济研究》杂志网站,下同。

<sup>②</sup> 本文对基准回归结果做了一系列PSM-DID(附录五)、控制事前行业特征的时间趋势(附录六)、Heckman两阶段(附录七)、处理内生性问题(附录八)、安慰剂检验(附录九)等,限于篇幅详见附录。此外,关于地方产业政策效应(附录四)亦详见附录。

的推动作用,境外投资者依据产业政策的导向积极调整投资策略,响应政府产业政策将资金配置到产业政策支持的行业。本文的研究结论表明,在中国特色社会主义市场经济下产业政策与市场机制能够有效协同配合。通过产业政策的精准调控,外资能够更加合理地流入符合国家发展战略的产业领域,引导市场资源向关键领域和薄弱环节集聚,弥补了市场机制在某些方面的不足。

表1 基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	<i>IValue</i>	<i>IValue</i>	<i>IValue</i>	<i>IShare</i>	<i>IShare</i>	<i>IShare</i>
<i>IndPolicy</i>	0.427** (0.147)	0.460** (0.137)	0.342** (0.118)	0.322** (0.133)	0.371** (0.123)	0.257** (0.113)
控制变量	否	否	是	否	否	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份固定效应	是	是	是	是	是	是
季度固定效应	是	是	是	是	是	是
省份×时间固定效应	否	是	是	否	是	是
样本量	24370	24370	24370	24370	24370	24370
调整 R <sup>2</sup> 值	0.772	0.781	0.799	0.759	0.768	0.779

注: \*、\*\*、\*\*\* 分别表示在 10%、5%、1% 的水平上显著,括号内为聚类到省份—行业层面的稳健标准误。

## (二) 平行趋势检验与动态效应

表1估计结果的有效性依赖于平行趋势假定,即在产业政策“推行”前的不同季度,处理组与对照组企业的外资持股市值和外资持股数量拥有相同的时间趋势。本文进一步运用事件研究法检验产业政策“推行”的平行趋势和动态效应,式(2)的估计结果如图2所示。可以发现,图2(a)~图2(b)中产业政策“推行”前虚拟变量 *Dummy* 的估计系数均不显著,有效缓解了关于处理组和对照组存在事前趋势差异的担忧,表明双重差分估计的平行趋势是较为稳健的。本文进一步考察产业政策“推行”后的动态效应:产业政策“推行”后对北向资金流入规模的影响存在一定的滞后效应,政策效应一般在半年到一年后开始显现,并且产业政策效果的持续周期大概为三个季度到一年。此外,在产业政策“推行”的两年以后,政策效应逐渐减弱直至对外资流入规模的影响不显著。

## (三) 稳健性检验

本文从如下几个方面进行了稳健性检验:(1)替换被解释变量外资流入的衡

量方式。在基准回归中,本文采用外资通过“陆港通”渠道持股标的企业的市值和数量衡量北向资金流入。但是,合格境外投资者(QFII)制度亦是外资流入中国资本市场的重要组成部分。因此,在稳健性检验中,我们采用另外两种方式衡量外资流入规模:一是QFII持股市值和数量的对数,二是外资通过QFII+“陆港通”渠道持股标的企业市值和数量总和的对数。(2)剔除受一般产业政策支持的控制组样本。在基准回归中,本文的控制组选择的是未受重点产业政策支持的样本,但是控制组中的标的企业可能受到一般产业政策的支持,导致可能低估产业政策效应。因此,本文进一步剔除受一般产业政策支持的控制组样本,得到更加“干净”的控制组重新进行回归。(3)改变标准误的聚类方式。本文的基准结果估计系数报告聚类到省份—行业层面的稳健标准误,而核心解释变量的变异发生行业层面,因此标的企业外资流入规模也可能存在行业间和企业内的相关性。本文进一步报告了标准误聚类到行业和企业层面的回归结果。(4)控制行业固定效应。在基准回归中本文控制了更为微观的企业固定效应,即控制了所有不随时间变化且影响外资流入的企业特定特征。虽然这样能够缓解企业层面的异质性,但是可能忽略行业层面的共性因素。如果产业政策主要在行业层面产生影响,那么控制企业固定效应可能会低估这种影响,因为这将行业内的共同变化视为企业个体效应。因此,本文将式(1)中的企业固定效应替换为行业固定效应重新进行回归。(5)控制变量滞后一期。控制变量与外资流入可能存在着“反向因果”关系,容易引起内生性问题。为了排除这一不利影响,本文将所有控制变量滞后一期重新进行回归。(6)排除突发公共卫生事件的影响。虽然本文在基准回归中控制了时间效应,但是2020年、2021年突发公共卫生事件暴发给行业和企业带来了前所未有的冲击。为了尽量排除突发公共卫生事件对基准回归结果产生的干扰,本文借鉴已有文献的做法,剔除了2020年一年的样本、剔除2020~2021年共两年的样本重新进行回归。(7)更换样本频率。企业披露财务报表的频率为季度、半年度和年度,因此能够获得的企业财务变量最高频率为季度。在基准回归中本文采用标的企业的季度面板数据作为研究样本。不同时间频率的数据能从多个维度展现产业政策对北向资金流入的作用:一方面,更低频率的数据(例如年度)能够从宏观层面捕捉产业政策在较长时间段内的累积效应,能够更加清晰呈现外资流入在较长周期内的变化趋势;另一方面,更高频率的数据(例如月度)能够更加细致地反映外资持股标的企业股票的特征,可以更好地捕捉到产业政策对外资投资行为的影响。通过更换样本频率进行稳健性检验,能够有效地验证研究结果是否因数据频率选择而产生偏差。因此,本文分别采用年度面板和月度面板数据作为研究样本重新进行回归,更换样本频率后本文主要结果依然保持不变。稳健性检验见附表12~附表18,回归结果均支持本文的核心结论。

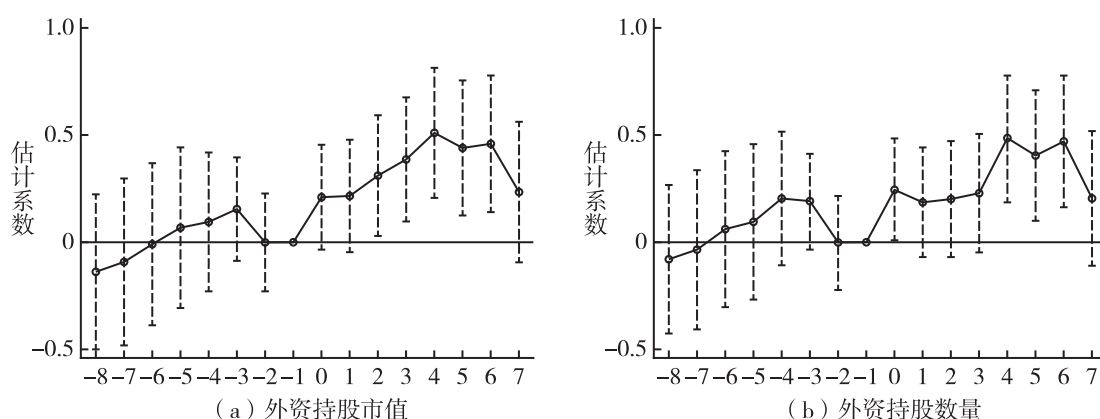


图2 产业政策的平行趋势检验与动态效应

注:横轴为政策冲击的期数,纵轴为式(2)中 *Dummy* 的估计系数,垂直的虚线代表95%的置信区间。

## 五、机制检验与异质性分析

### (一) 机制检验

在证实了产业政策显著促进北向资金流入的基础上,本文进一步基于信号传递、投资者情绪和股票流动性的视角探究产业政策对北向资金流入的影响机制,机制检验的回归结果见表2。

第一,信号传递机制。产业政策对于境内和境外投资者而言是一种明确的市场信号,但无法直接度量产业政策在资本市场的信息传递作用。借鉴刘若鸿和黄玖立(2023)的做法,本文尝试从银行长期贷款的视角间接衡量产业政策的信号传递作用。逻辑在于,中长期授信是商业银行向企业提供中长期贷款的基础,并且中长期贷款通常是项目贷款,需要严格审批,而产业政策往往被作为银行授信和贷款政策的指引。如果产业政策能够发挥信息效应,那么应当观测到在产业政策“推行”后,企业从金融市场获得的长期贷款总量显著增加。列(1)的估计结果显示,产业政策的估计系数显著为正,并且在10%的显著性水平上显著,表明产业政策显著促进了商业银行等金融机构对标的企业的长期贷款。本文的研究结论表明,产业政策通过信号传递机制,有效增强了金融机构对受产业政策支持企业的信心,显著改善了市场对受产业政策支持企业的预期状态,同时也向境外投资者传递积极的投资信号,进一步促进外资流入中国资本市场。

第二,投资者情绪机制。在资本市场中,投资者的情绪波动显著影响股票价格和投资决策。除基本面分析和技术分析外,投资者情绪被视为驱动市场动态的一个重要因素。本文进一步探讨产业政策是否能够影响投资者情绪,进而作用于标

的企业的外资流入。列(2)为投资者情绪机制的估计结果。结果显示, 产业政策的估计系数为0.024, 且在5%的显著性水平上显著, 表明产业政策对标的企业的投资者情绪具有正向影响。本文的研究结论与花贵如等(2021)一致, 即国家产业政策的出台使市场投资者对受产业政策支持行业内的企业发展作出乐观预期和判断, 系统性推高了受产业政策支持的标的企业投资者情绪。这意味着, 产业政策对投资者情绪产生了积极影响, 提升了境外投资者对标的企业的投资信心, 进而促进了外资流入受产业政策支持的行业。

表2 机制检验的估计结果

变量	(1) <i>Loan</i>	(2) <i>Sentiment</i>	(3) <i>Amihud</i>
<i>IndPolicy</i>	0.164* (0.093)	0.024** (0.011)	-0.268** (0.113)
控制变量	是	是	是
企业固定效应	是	是	是
年份固定效应	是	是	是
季度固定效应	是	是	是
省份×时间固定效应	是	是	是
样本量	20887	24370	24318
调整 R <sup>2</sup> 值	0.873	0.942	0.649

注:(1)长期贷款(*Loan*)。本文采用标的企业获得长期贷款的对数衡量。(2)投资者情绪(*Sentiment*)。本文借鉴花贵如等(2021)的做法, 采用分解托宾*Q*的方法衡量投资者情绪。具体地, 将代表公司市场估值水平的托宾*Q*值分离为内在价值和市场噪音定价两部分, 后者包含投资者情绪引致的股票错误定价。该方法由托宾*Q*对企业规模*Size*、资产负债率*Lev*和总资产报酬率*ROA*进行回归, 同时控制个体和时间效应, 以拟合值*Q<sub>f</sub>*来表示内在价值, 以残差值*Q-Q<sub>f</sub>*为作为投资者情绪*Sentiment*的代理变量。(3)股票非流动性(*Amihud*)。本文借鉴Amihud提出的非流动性指标衡量股票市场流动性, 该指标为反向指标, 指标越大表明企业债券流动性越低。计算公式为  $Amihud_t = 10^{10} (1/D_t) \sum_{d=1}^{D_t} (|r_{td}| / Vol_{td})$ , 其中*t*代表季度交易周期, *D*代表交易周期内有效交易天数, *r*代表股票的日收益率, *Vol*代表股票当日的交易量, 单位为百万元。其余同表1。

第三, 股票流动性机制。除了经营绩效外, 影响境外投资者投资行为的另一个重要因素是标的企业股票在二级市场的表现。本文进一步探究产业政策是否有助于提高标的企业股票市场表现。列(3)为股票流动性机制的估计结果, 本文发现, 产业政策的估计系数在5%的显著性水平上显著为负, 表明产业政策提高标的企业

的股票流动性。这意味着,产业政策的支持提升了市场参与者对企业股票的关注度和交易意愿,较高的股票流动性降低了投资者的交易成本、提高了市场效率,从而吸引了更多境外投资者的关注和投资。本文的研究结论证实了产业政策能够影响“陆港通”标的企业的股票市场表现。平均来看,产业政策的“推行”使得实验组标的企业的股票非流动性降低了约0.268,约为样本股票非流动性平均值的8.95%(0.268/2.994)。

综上,上述研究结论验证了本文提出的假说1:产业政策作为一种积极的市场信号,通过信号传递、投资者情绪和股票流动性机制,在短期内提升了投资者对企业的乐观预期,提高了企业在二级市场的吸引力,增强了市场主体对企业的投资信心,提升了资本市场表现和股票流动性,进一步促进了北向资金流入。

## (二)异质性分析<sup>①</sup>

### 1. 区位和制度环境

附表19为基于区位和制度环境的产业政策异质性估计结果。其中,列(1)和列(2)为外资持股市值的回归结果,列(3)和列(4)为外资持股数量的回归结果。Panel A为基于地区的异质性估计结果。本文将样本分为东部和中西部地区企业进行分组回归。本文发现,产业政策在东部省份显著促进了外资持股市值和外资持股数量。但在中西部省份,产业政策对北向资金流入的影响则不显著。

已有研究表明制度环境影响产业政策的实施效果,本文进一步探讨市场化程度和企业家精神对产业政策效果的影响。Panel B为基于市场化程度异质性的回归结果,本文将样本分为市场化程度较高和较低地区进行分组回归。本文发现,产业政策在市场化程度较高的地区显著促进了外资持股市值和外资持股数量。但在市场化程度较低的地区,产业政策对外资流入的影响则不显著。Panel C为基于企业家精神异质性的回归结果,本文将样本分为企业家精神较强和较弱地区进行分组回归。本文发现,产业政策在企业家精神较强的地区显著促进了外资持股市值和持股数量。但在企业家精神较弱的地区,产业政策对外资流入的影响则不显著。本文的研究结论表明,企业家精神是完善和培育市场机制的重要载体和催化剂,在发挥政府产业政策引导市场机制促进外资流入中起到了关键作用。

综上,良好的制度环境较好地规范了政府干预的边界,有助于激发市场活力、提升政府与市场的耦合程度,为外资流入创造了更加稳定和透明的投资环境,确保产业政策的有效实施。

<sup>①</sup> 为了避免政策对时变分组变量的内生影响,本文采用产业政策“推行”前的分组变量(事前)作为分组依据。限于篇幅,异质性分析的估计结果详见附录十一。

## 2. 企业特征

附表20为基于企业性质的产业政策异质性估计结果。其中,列(1)和列(2)为外资持股市值的回归结果,列(3)和列(4)为外资持股数量的回归结果。Panel A为基于产权性质的异质性估计结果。本文发现,产业政策显著促进了国有企业的外资持股市值和外资持股数量,且均在1%的显著性水平上显著为正。但在非国有企业,产业政策对北向资金流入的影响则不显著。

Panel B为基于资本密集度的异质性估计结果。列(1)和列(2)的估计结果表明,产业政策对资本密集度较高企业的外资持股市值和外资持股数量的影响显著为正,且分别在1%和5%的显著性水平上显著;列(3)和列(4)的估计结果表明,产业政策对资本密集度较低企业的外资流入影响不显著。造成这种产业政策异质性效应的原因可能在于,资本密集度的差异导致企业在吸收和利用外资能力上存在不同。资本密集度较高的企业具备更完善的研发基础设施,产业政策往往通过专项补贴、税收优惠等定向措施,降低资本密集型项目的风险溢价、增强外资机构对投资回报的稳定预期,使得标的企业能够更加有效地吸引和利用外资,从而促进了产业政策的积极影响。本文的研究结论侧面表明,产业政策的执行应当充分考虑企业的资本结构和技术特性。

Panel C为基于融资约束异质性的回归结果。本文发现,产业政策显著促进了融资约束较高的企业外资持股市值和外资持股数量,且分别在1%和5%的显著性水平上显著为正。但在融资约束较低的企业,产业政策对北向资金流入的影响则不显著。造成这种产业政策异质性效应的原因可能在于:对于融资约束较高的企业,其在资本市场上往往面临更高的信贷风险,产业政策支持能显著缓解其流动性约束,通过提供政策背书和降低投资风险,改善资产负债表质量,直接提升了外资持股的安全边际,从而促进了这类企业的外资流入;但是,对于融资约束较低的企业,由于它们本身就具备较强的内源融资能力,产业政策带来的边际资源增益有限,难以显著改变境外投资者的风险偏好。本文的研究结论表明,产业政策对标的企业的外资流入发挥着“雪中送炭”而非“锦上添花”的政策效应,产业政策设计需精准识别企业异质性,强化政策信号的认证功能,注重对融资约束较高企业的定向扶持,警惕产业政策资源在外部融资环境较好企业间的“低效沉淀”。

Panel D为基于信息不对称异质性的回归结果。列(1)和列(2)的估计结果表明,产业政策对信息不对称程度较高企业的外资流入影响不显著;列(3)和列(4)的估计结果表明,产业政策对信息不对称程度较低企业的外资持股市值和外资持股数量的影响显著为正,且分别在1%和5%的显著性水平上显著。造成这种产业政策效应异质性的原因可能在于:信息不对称程度的差异导致政策信号传递效率与外资风险感知存在分化。具体而言,对于信息不对称程度较低的企业,其财务透明

度高、信息披露机制完善,产业政策利好能够被境外投资者迅速地甄别,政策支持通过降低信息摩擦成本和强化投资回报的可预测性显著提升外资持股意愿;但是对于信息不对称程度较高的企业,由于存在较为严重的信息噪音,政策信号难以有效传递。

## 六、结论与启示

完善中国特色社会主义市场经济需要“有效市场”和“有为政府”共同发挥作用。越来越多的理论和实证研究表明政府与市场之间可能存在着协调互补关系。那么,在中国特色社会主义市场经济下“有为政府”和“有效市场”的内在关系究竟呈现何种状态?本文的研究对象是产业政策与北向资金流入,一方面利用国家产业政策作为“有为政府”的重要工具,另一方面利用境外投资者投资持股决策作为“有效市场”的机制响应,基于政府与市场协调互补的视角尝试回答这一关键问题。

基于国家“五年规划”中提及的重点鼓励行业信息和“陆港通”外资持股数据,利用产业政策“推行”的准自然实验,本文实证检验产业政策对北向资金流入的影响效应。研究发现,产业政策显著提高北向资金流入规模,表明政府“有形”之手能够引导市场机制发挥作用,吸引北向资金流入中国证券市场。机制检验发现,产业政策主要从传递积极市场信号、提升投资者情绪和增加股票流动性的影响渠道吸引北向资金流入。异质性分析表明,产业政策显著影响东部、市场化程度较高和企业家精神较强地区的北向资金流入,且产业政策有效性在国有、资本密集度和融资约束较高,以及信息不对称程度较低的企业更加显著。本文的研究对于完善新时代社会主义市场经济体制和推进高水平对外开放具有重要的政策启示。

第一,强化对外开放政策与产业政策高效协同,进一步扩大高水平对外开放。产业政策通过传递积极信号和提升资本市场表现等方式促进了外资流入。这意味着中国产业政策的总体方向和战略框架是正确的。为了满足更大力度吸引和利用外资的需要,中央政府有必要构建吸引外资流入的长效激励机制,鼓励境外战略投资者和长期资本积极参与国内优势产业的发展,留住国际耐心资本。具体地,应当构建差异化激励机制,维持产业政策的连续性,推动国家和地方产业政策协同,降低宏观经济政策的不确定风险,鼓励境外投资者长期关注和投资中国资本市场。中央政府通过税率设计、定向资金支持以及风险补偿等多元化政策工具,降低外资的进入门槛,提升境外投资者对优质企业的投资意愿,培育和壮大国际耐心资本,从而引导外资的长期价值投资。

第二,健全产业政策实施过程的约束机制,明晰政府干预经济发展的界限。本文发现,良好的制度环境是确保产业政策有效性、推动“有效市场”与“有为政

府”共同发挥作用的前提条件。在产业政策制定与执行环节,中央政府可以尝试引入第三方评估机制,建立定期考核和反馈制度,对产业政策效果、执行效率及风险管理进行量化评估。同时,定期公开产业政策评估结果,对产业政策执行过程中发现的企业寻租等典型案例予以公开通报批评,并将评估结果作为政策调整与政府问责的重要依据,以防止政策过度干预或资源滥用,确保政府在资本市场中的干预始终处于必要和适度的范围内。此外,必须明确政府在经济调控中的底线,发挥市场在资源配置中的决定性作用。政府应在发挥宏观调控和战略引导作用的同时,严格划分与市场运行之间的界限,避免短期干预导致长期市场失衡。

第三,推动产业政策由“选择性”向“功能性”转变,积极营造公平竞争的市场环境。应重新审视和设计产业政策的支持机制,放弃“扶大限小”的政策模式,注重产业政策功能性作用的发挥。政策制定时应摒弃以行政干预为主的单一模式,转而采取分类指导和精准施策,兼顾不同所有制和资本结构企业的发展资金需求。具体而言,可通过设立专项扶持基金、税收激励和风险补偿机制,鼓励民营及中低资本密集型企业加大技术创新和管理改革力度,从而不断提升自身竞争优势,为外资流入提供更多具备成长潜力的投资标的。此外,激发企业家精神是推动产业政策朝着竞争政策转变的重要动力。应营造鼓励创新、宽容失败的市场氛围,为企业提供更多自主发展空间。

第四,健全“陆港通”标的企业信息披露制度,完善产业政策在资本市场的信号传递机制。本文的研究结论强调了信息不对称在产业政策效应中的关键作用,包括境外投资者与企业内部信息和产业政策外部信息不对称两种类型。前者主要是境外投资者难以有效获取企业内部经营数据与战略规划,后者则涉及对产业政策等外部信息整合与解读不充分。一方面,积极提升上市公司信息披露质量,建立专门面向境外投资者的定制化报告制度,确保财务状况、风险提示、技术创新及产业规划等关键信息公开透明,从而缩小境内外投资者之间的信息差距;另一方面,构建由政府、市场及社会多方参与的外资监管与合作平台,将中央及地方产业政策、执行进展与效果评估数据统一整合,利用官方网站和金融监管渠道向市场传递权威信号,降低外资决策的不确定性。

### 参考文献

[1]陈冬华,李真,新夫.产业政策与公司融资——来自中国的经验证据[C].2010年中国会计与财务研究国际研讨会,2010:231~310.

[2]戴宏伟,郑立晨.当断则断:重点产业政策退出、过度投资缓解与企业绩效高质量发展[J].数量经济技术经济研究,2024,(3):68~88.

- [3]戴鹏毅,杨胜刚,袁礼.资本市场开放与企业全要素生产率[J].世界经济,2021,(8):154~178.
- [4]邓可斌,龚振.产业扶持政策与股票系统性风险[J].经济学(季刊),2023,(1):283~300.
- [5]韩乾,洪永森.国家产业政策、资产价格与投资者行为[J].经济研究,2014,(12):143~158.
- [6]花贵如,周树理,刘志远,靳光辉.产业政策、投资者情绪与企业资源配置效率[J].财经研究,2021,(1):77~93.
- [7]黄少卿,郭洪宇.产业政策的目标:增强市场竞争秩序——基于政府与市场关系视角[J].学习与探索,2017,(4):105~111+176+2.
- [8]黎文靖,李耀淘.产业政策激励了公司投资吗[J].中国工业经济,2014,(5):122~134.
- [9]黎文靖,郑曼妮.实质性创新还是策略性创新?——宏观产业政策对微观企业创新的影响[J].经济研究,2016,(4):60~73.
- [10]李沁洋,许年行.资本市场对外开放与股价崩盘风险——来自沪港通的证据[J].管理科学学报,2019,(8):108~126.
- [11]连立帅,朱松,陈关亭.资本市场开放、非财务信息定价与企业投资——基于沪深港通交易制度的经验证据[J].管理世界,2019,(8):136~154.
- [12]林毅夫.产业政策与我国经济的发展:新结构经济学的视角[J].复旦学报(社会科学版),2017,(2):148~153.
- [13]林毅夫,向为,余淼杰.区域型产业政策与企业生产率[J].经济学(季刊),2018,(2):781~800.
- [14]刘若鸿,黄玖立.地方产业政策与债券融资成本[J].中国工业经济,2023,(6):118~136.
- [15]陆静,喻浩.产业政策对股票特质波动率的影响及机制研究[J].中国管理科学,2023,(1):21~36.
- [16]谭小芬,刘汉翔,曹倩倩.资本账户开放是否降低了AH股的溢价?——基于沪港开通前后AH股面板数据的实证研究[J].中国软科学,2017,(11):39~53.
- [17]王克敏,刘静,李晓溪.产业政策、政府支持与公司投资效率研究[J].管理世界,2017,(3):113~124+145+188.
- [18]王贤彬,陈春秀.重点产业政策与制造业就业[J].经济研究,2023,(10):34~54.
- [19]杨国超,刘静,廉鹏,等.减税激励、研发操纵与研发绩效[J].经济研究,2017,(8):110~124.
- [20]杨兴全,尹兴强,孟庆玺.谁更趋多元化经营:产业政策扶持企业抑或非扶持企业?[J].经济研究,2018,(9):133~150.
- [21]叶光亮,程龙,张晖.竞争政策强化及产业政策转型影响市场效率的机理研究——兼论有效市场与有为政府[J].中国工业经济,2022,(1):74~92.
- [22]余明桂,范蕊,钟慧洁.中国产业政策与企业技术创新[J].中国工业经济,2016,(12):

5~22.

[23]张莉,朱光顺,李世刚,李夏洋.市场环境、重点产业政策与企业生产率差异[J].管理世界,2019,(3):114~126.

[24]张莉,朱光顺,李夏洋,王贤彬.重点产业政策与地方政府的资源配置[J].中国工业经济,2017,(8):63~80.

[25]张新民,张婷婷,陈德球.产业政策、融资约束与企业投资效率[J].会计研究,2017,(4):12~18+95.

[26]钟凯,孙昌玲,王永妍,等.资本市场对外开放与股价异质性波动——来自“沪港通”的经验证据[J].金融研究,2018,(7):174~192.

[27]钟覃琳,陆正飞.资本市场开放能提高股价信息含量吗?——基于“沪港通”效应的实证检验[J].管理世界,2018,(1):169~179.

[28]祝继高,韩非池,陆正飞.产业政策、银行关联与企业债务融资——基于A股上市公司的实证研究[J].金融研究,2015,(3):176~191.

[29]Alder S., Shao L., Zilibotti F., 2016, *Economic Reforms and Industrial Policy in a Panel of Chinese Cities* [J], *Journal of Economic Growth*, 21(4), 305~349.

[30]Barwick P. J., Kalouptsidi M., Zahur N. B., 2024, *Industrial Policy: Lessons from Shipbuilding* [J], *Journal of Economic Perspectives*, 38(4), 55~80.

[31]Branstetter L. G., Li G., Ren M., 2023, *Picking Winners? Government Subsidies and Firm Productivity in China* [J], *Journal of Comparative Economics*, 51(4), 1186~1199.

[32]Chen Z., Poncet S., Xiong R., 2017, *Inter-industry Relatedness and Industrial-policy Efficiency: Evidence from China's Export Processing Zones* [J], *Journal of Comparative Economics*, 45(4), 809~826.

[33]Goldstein I., Razin A., 2006, *An Information-based Trade Off Between Foreign Direct Investment and Foreign Portfolio Investment* [J], *Journal of International Economics*, 70(1), 271~295.

[34]Li G., Branstetter L. G., 2024, *Does 'Made in China 2025' Work for China? Evidence from Chinese Listed Firms* [J], *Research Policy*, 53(6), 105009.

[35]Liu X., Megginson W. L., Xia J., 2022, *Industrial Policy and Asset Prices: Evidence from the Made in China 2025 Policy* [J], *Journal of Banking & Finance*, 142, 106554.

[36]Lu Y., Wang J., Zhu L., 2019, *Place-based Policies, Creation, and Agglomeration Economies: Evidence from China's Economic Zone Program* [J], *American Economic Journal: Economic Policy*, 11(3), 325~360.

[37]Yoon A. S., 2021, *The Role of Private Disclosures in Markets with Weak Institutions: Evidence from Market Liberalization in China* [J], *The Accounting Review*, 96(4), 433~455.

## **Industrial Policies and Foreign Capital Inflows: Evidence from Northbound Funds under the Stock Connect Market**

LIU Ruohong<sup>1</sup> HUANG Jiuli<sup>2,3</sup>

(1.School of Economics, Fujian Normal University;

2.Center for Transnationals' Studies, Nankai University;

3.The Laboratory for Economic Behaviors and Policy Simulation, Nankai University)

**Summary:** Perfecting the socialist market economy with Chinese characteristics requires the joint effects of “active government” and “effective market.” The traditional economic theory holds that the government and the market are mutually substitutable and have clear boundaries. However, recent theoretical and empirical studies have demonstrated that there may be a complementary relationship between the government and the market. From the perspective of northbound funds inflows, this study re-examines this relationship, highlighting how industrial policies shape the behavioral responses of international investors.

On the one hand, this study uses the key industrial policies of the central government as an important tool of “active government.” On the other hand, this study regards the investment decisions of foreign investors as a mechanism response of “effective market.” We explore the impact of industrial policies on northbound funds inflows using quarterly panel data on the Stock Connect market from 2017 to 2023. Industrial policies information is collected from the central Five-Year Plans, and northbound funds inflows are measured by foreign shareholdings through the Stock Connect. We construct a difference-in-differences model to examine the causal effect of industrial policies shocks on northbound funds inflows. Furthermore, we explore the mechanisms of policy shocks through signaling transmission, investor sentiment, and stock liquidity channels. In addition, this study examines the heterogeneity of industrial policies across regions, market environments, and firm characteristics.

The main results are summarized as follows. On average, central industrial policies increase the market value and quantity of northbound foreign holdings by approximately 34% and 26%, respectively. Mechanism tests reveal that key industrial policies mainly attract northbound funds inflows through the channels of transmitting positive market signals, enhancing investor sentiment, and increasing stock liquidity. Heterogeneity analysis indicates that industrial policies significantly affect northbound funds inflows in the eastern provinces, as well as in high marketization and entrepreneurship regions. We

also suggest that the effects of industrial policies are more pronounced among state-owned, more capital-intensive, high financing constraint, and low information asymmetry firms.

This paper contributes to the current literature in three ways. Firstly, our study reveals the important guiding role of industrial policies in the socialist market economy with Chinese characteristics. Although existing studies find that industrial policies significantly affect the resource allocation, there is limited research further exploring how market mechanisms respond to industrial policies. Based on the perspective of northbound funds inflows, we provide solid evidence for the interactive relationship between the government and the market. Secondly, this paper furthers the understanding of the impact of industrial policies on the capital market. Existing studies mainly find that industrial policies have a significant impact on corporate behavior, factor allocation, and economic growth. Nevertheless, there is a lack of attention in the current literature regarding how industrial policies influence the stock market. We provide new evidence on the potential mechanisms of industrial policies on the northbound funds flows through the Stock Connect, which sheds new light on the role of industrial policies in cross-border capital markets. Thirdly, we add to the literature on the policy effects of stock market liberalization, and provide valuable insights for further advancing high-level opening-up. The Stock Connect serves as a critical channel for foreign capital inflows into China's capital markets. Existing literature has largely evaluated the policy effects of stock market liberalization from the perspectives of corporate operating behavior and stock market performance. However, it remains unclear how policy factors influence northbound funds inflows. Unlike previous studies that primarily focus on the economic consequences of stock market liberalization, we add to the extant literature by showing that industrial policies are important policy factors influencing northbound funds inflows.

This paper provides insights into building a high-level socialist market economic system, improving the high-level opening-up mechanism, as well as the scientific design of industrial policy system and further understanding of the relationship between government and market.

**Keywords:** Industrial Policies; Foreign Capital Inflows; Northbound Funds; Stock Connect

**JEL Classification:** L52; F21; G18

(责任编辑:张容嘉;数据编辑:无名)