

“南下”还是“西进”

——外部冲击下的企业区位选择

李芳华 王丽媛

摘要：面对全球产业链供应链加速重构，准确理解外部冲击下企业空间布局的调整及其决定因素，对于我国有效推动产业向战略腹地转移，提升产业链供应链韧性和安全水平具有重要意义。构建结合贸易成本和生产成本的企业跨期选址决策理论模型，并以2018年中美贸易摩擦作为准自然实验，使用微观层面的上市公司数据进行实证研究。研究结果验证了单边贸易成本的上升同时推动我国企业的对外转移（“南下”）和向国内腹地转移（“西进”），但贸易成本对前者的影响规模和持续时间显著小于后者。企业的贴现率与预期、对美进口的依赖度以及对美出口的依赖度是决定企业空间布局的主要因素。从长期经营绩效来看，“西进”策略比“南下”策略在抵御外部冲击方面更具优势。

关键词：中美贸易摩擦 贸易壁垒 产业外迁 战略腹地

作者李芳华，中国人民大学应用经济学院讲师；王丽媛，中国人民大学应用经济学院博士研究生。（北京 100872）

引言

制造业在一国经济发展中往往具有重要的战略意义，是我国建设社会主义现代化国家的重要依托。近年来，世界百年未有之大变局加速演进，逆全球化思潮抬头，外部环境的严峻性、复杂性和不确定性不断提升。2018年，美国挑起针对中国的贸易摩擦并推出供应链重塑战略，通过提升中国产品关税，倡导“中国+1”战略，推动制造业产业链向美国的“盟友和伙伴国”（主要是东南亚国家）转移，即“南下”，对我国形成制造业外流的外部压力。而制造业是国家经济命脉所系。我国“十四五”规划明确提出，要保持制造业比重基本稳定。已有研究指出，现阶段制造业大量外流将导致我国经济“过早去工业化”，制约经济的增长和高质量发展。^①为此，党

^① 参见郭克莎、彭继宗：《制造业在中国新发展阶段的战略地位和作用》，《中国社会科学》2021年第5期；魏后凯、王颂吉：《中国“过度去工业化”现象剖析与理论反思》，《中国工业经济》2019年第1期。

的二十届三中全会明确提出“建设国家战略腹地和关键产业备份”，^①即引导产业“西进”，为我国在当前保持制造业比重基本稳定、提升产业链供应链韧性和安全水平指明了方向。企业的空间布局调整是国家层面制造业比重变动及产业转移的微观基础，在统一口径下比较企业“南下”与“西进”的水平及长期趋势，深入分析我国企业在外部冲击下的空间布局调整，具有重要的理论价值和现实意义。

国内现有文献基于雁阵模型^②和产品生命周期理论^③等传统产业转移理论认为，我国制造业比重下降以及产业外迁是要素成本变动导致的，在劳动力等要素成本上升的压力下，中国制造业向亚洲其他国家转移的趋势上升，^④其政策启示着重于通过降低各维度的生产成本（如降低劳动力和土地成本、交易成本，提高税收优惠和基础设施水平等）引导产业在国内转移。^⑤然而，除了生产成本，贸易成本也会对企业选址产生重大影响。现有文献从各个角度验证了单位运输成本对于贸易流向^⑥、

① 2023年12月召开的中央经济工作会议提出“优化重大生产力布局，加强国家战略腹地建设”。2024年7月，党的二十届三中全会通过的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》将“建设国家战略腹地和关键产业备份”作为“健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度”的重要内容之一。

② K. Akamatsu, “A Historical Pattern of Economic Growth in Developing Countries,” *The Developing Economies*, vol. 1, no. 1, 1962, pp. 3-25.

③ R. Vernon, “International Investment and International Trade in the Product Cycle,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 80, no. 2, 1966, pp. 190-207.

④ J. Donaubauer and C. Dreger, “The End of Cheap Labor: Are Foreign Investors Leaving China?” *Asian Economic Papers*, vol. 17, no. 2, 2018, pp. 94-107; 魏龙、王磊：《全球价值链体系下中国制造业转型升级分析》，《数量经济技术经济研究》2017年第6期。

⑤ 参见曹春方、夏常源、钱先航：《地区间信任与集团异地发展——基于企业边界理论的实证检验》，《管理世界》2019年第1期；马光荣、程小萌、杨恩艳：《交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究》，《中国工业经济》2020年第6期；蔡昉：《生产率、新动能与制造业——中国经济如何提高资源重新配置效率》，《中国工业经济》2021年第5期；马光荣、程小萌：《区域性税收优惠政策、企业异地发展与避税》，《世界经济》2022年第12期；杨亚平、周泳宏：《成本上升、产业转移与结构升级——基于全国大中城市的实证研究》，《中国工业经济》2013年第7期。

⑥ A. K. Coşar and B. Demir, “Shipping Inside the Box: Containerization and Trade,” *Journal of International Economics*, vol. 114, 2018, pp. 331-345; W. F. Wong, “The Round Trip Effect: Endogenous Transport Costs and International Trade,” *American Economic Journal: Applied Economics*, vol. 14, no. 4, 2022, pp. 127-166.

贸易种类和数量^①以及企业地理分布^②的影响。另一类贸易成本是贸易壁垒和摩擦等综合贸易成本。现有文献将不同背景下的市场准入降低或增加作为准自然实验,验证了这一类贸易成本变动对经济活动空间分布的影响。^③

从经济学的角度来看,美国对中国采取的惩罚性关税是一种负向的贸易成本冲击,并具有单一且定向的特点。^④为了分析这一特殊的贸易成本冲击对中国企业投资决策及空间布局的影响,本文以 Redding 和 Sturm 的多地区经济活动分布模型为基础,^⑤构建了一个跨期选址决策理论模型。该模型聚焦中美贸易摩擦冲击下企业空间布局再均衡的过程,为理解在外部环境复杂变化背景下中国的产业转移与经济活动空间布局提供了新的理论框架。同时,使用我国上市公司样本,在统一口径下测度了企业“南下”与“西进”的长期时间趋势,并以2018年中美贸易摩擦为准自然实验,利用美国惩罚性关税引发的企业层面贸易成本差异,构造双重差分估计方程,识别贸易成本上升对企业空间布局的影响。

一、研究背景与理论框架

(一) 中国企业“南下”与“西进”的特征分析

受限于新闻媒体和政策报告的案例研究属性以及宏观数据度量面临的客观困难,相关的学术研究和政策讨论缺乏在统一可比口径下,对“南下”与“西进”长期时

① D. L. Hummels and G. Schaur, “Time as a Trade Barrier,” *The American Economic Review*, vol. 103, no. 7, 2013, pp. 2935-2959; R. C. Feenstra and J. Romalis, “International Prices and Endogenous Quality,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 129, no. 2, 2014, pp. 477-527.

② K. Behrens and P. M. Picard, “Transportation, Freight Rates, and Economic Geography,” *Journal of International Economics*, vol. 85, no. 2, 2011, pp. 280-291.

③ S. J. Redding and D. M. Sturm, “The Costs of Remoteness: Evidence from German Division and Reunification,” *The American Economic Review*, vol. 98, no. 5, 2008, pp. 1766-1797; D. A. Tirado, E. Paluzie and J. Pons, “Economic Integration and Industrial Location: The Case of Spain before World War I,” *Journal of Economic Geography*, vol. 2, no. 3, 2002, pp. 343-363; G. H. Hanson, “Localization Economies, Vertical Organization, and Trade,” *The American Economic Review*, vol. 86, no. 5, 1996, pp. 1266-1278.

④ “单一”是指仅针对中国对美国这一单一国家的出口,而对中国面向其他国家出口的贸易成本不产生直接影响;“定向”是指这些惩罚性关税只对中国境内的生产活动有效,企业将生产转移至其他国家则可避免关税的影响。

⑤ S. J. Redding and D. M. Sturm, “The Costs of Remoteness: Evidence from German Division and Reunification,” pp. 1766-1797.

间趋势的精确测度。考虑到上市公司的空间布局能在一定程度上反映中宏观层面的产业外迁和国内空间转移,且上市公司有披露完整投资情况的法律义务,“新设子公司”变量可以准确地度量企业投资布局的区位变动。具体而言,本文基于上市公司及其国内子公司和海外子公司数据集,统计了每家上市公司每年是否在美国友岸国和国内中西部地区新设子公司,分别代表其“南下”和“西进”策略。其中,美国友岸国包括印度、越南、马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾、文莱七国,^①中国中西部地区包括“西部大开发”和“中部地区崛起”战略的省份。^②通过匹配上市公司名单与中国海关总署2014—2016年进出口数据,进一步按照企业的出口情况将上市公司分为三组,分别为非出口导向型企业(出口为0)、主要出口美国的企业(对美出口额占该企业出口总额的比重超过平均值)、主要出口对象为非美国的其他国家的出口企业(对美出口比重低于平均值)。如图1所示,按照上述统一口径,首次度量和比较了我国不同类型企业“南下”(左图)与“西进”(右图)的时间趋势,并发现以下三大特征。

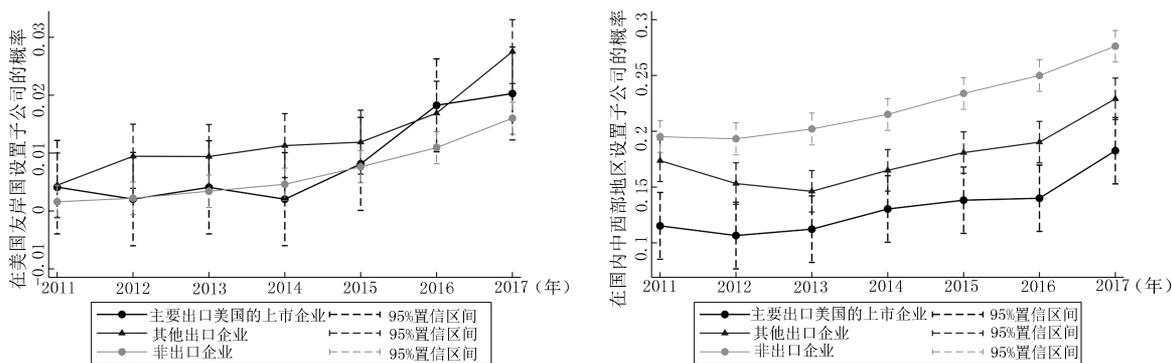


图1 中美贸易摩擦发生前上市公司“南下”与“西进”的时间趋势

特征一：我国企业“西进”平均水平远高于“南下”。2011—2017年,平均每年有21.5%的上市企业在中西部地区新增投资,而仅有不到2%的上市企业“南下”,绝对规模仅为“西进”的1/10。在本文设定的统一口径下,上述数据事实表明,基于新闻报道的案例形成的“南下”认知存在一定偏误。

特征二：我国企业“南下”与“西进”的时间趋势逐年上升。中美贸易摩擦发生前,上市企业同时呈现向东南亚外迁和国内空间再配置的趋势,企业“南下”的比例从2011年的不到1%攀升至2017年的近3%，“西进”的比例从2011年的年均

① 本文根据美国2017年12月发布的《国家安全战略报告》以及美国国内媒体的相关报道将印度、越南等七国纳入“美国友岸国”范围,并在后文中对该定义进行了稳健性检验。

② 中西部地区的范围根据《国务院关于实施西部大开发若干政策措施的通知》(国发〔2000〕33号)和《中共中央国务院关于促进中部地区崛起的若干意见》(中发〔2006〕10号)确定。

18%提高至 2017 年的平均 25%。

特征三：企业出口情况与投资转移的方向密切相关，但整体趋势基本平行。出口企业“南下”的比例高于非出口企业，而非出口企业“西进”的比例高于出口企业，但整体上两组企业“南下”“西进”的时间趋势均平行。此外，企业具体的出口对象与“南下”或“西进”投资之间不存在明显关系，主要对美出口的企业与主要对其他国家出口的企业在两个方向的投资概率绝对水平与时间趋势没有显著区别。

(二) 理论框架

本部分在传统跨国选址模型的基础上，构建了一个既包含海外市场又包括国内不同地区的跨期选址决策理论模型，将企业的投资选址决策看作在生产成本、运输成本、关税等多种成本以及未来不确定性因素下的跨期决策，以阐释中美贸易摩擦和其他各因素对企业投资空间布局的影响。^①

1. 基础模型构建

假设世界经济由中国（C）和美国及其盟友国（U）两部分组成，分别包含 N 个和 M 个地区。人口在各国内部地区之间自由流动，且每个个体无弹性地提供一单位的劳动力。中国各地区的工资水平 $\{w_o\}_{o \in N}$ 和人口分布 $\{L_o\}_{o \in N}$ 由模型内生决定，美国及其盟友国内部各地区的工资水平以及人口规模由外生给定。

假定经济中有 $L+1$ 个行业，其中，美国及其盟友国只有一个行业，生产同质性产品（ $l=0$ ），其价格为单位 1；其余 L 个行业位于中国，均为垄断竞争性行业，每个行业均衡状态下有 n^l 个企业，每个企业生产唯一的异质性产品。企业的生产函数为规模报酬递增形式，包含固定成本 F ，劳动力是唯一的生产要素。经济中的消费者都是同质的，其偏好在行业层面为柯布一道格拉斯形式，消费者对行业 l 产品的边际消费倾向为 β_l ；在行业内部企业层面为 CES 形式，消费者对同一行业不同企业的差异性产品之间的替代弹性为 σ_l 。

考虑一个代表性行业 l 中的代表性企业在中国的 N 个地区之间选择最优生产地 δ ，并以冰山运输成本 τ_{od} 向中国和美国及其盟友国的各个地区 $d \in [1, N+M]$ 销售产品。在上述设定下，经推导，企业在地区 o 生产的利润可以表示为：

$$\pi_o = \underbrace{\frac{w_o^{1-\sigma}}{\sigma}}_{\text{生产成本}} \overbrace{\sum_{d=1}^{N+M} \frac{\tau_{od}^{1-\sigma} (\beta_l w^d L^d)}{\sum_N M_r (w_r \tau_{or})^{1-\sigma}}}_{\text{市场潜力}} - F$$

假设整个经济体是一维线性的（见图 2），只有唯一一个处于中国边缘的地区 N

^① 这一将国际贸易与国内贸易统一的贸易模型，最早参见 H. P. Gray, *A Generalized Theory of International Trade*, London: Palgrave Macmillan, 1976. 受篇幅所限，理论模型推导的详细过程相关材料可向作者索取。

拥有港口，产品从国内其他地区运输到外国市场必须经过港口，即 $\tau_{oU} = \tau_{oN} + \tau_U^*$ ，其中 τ_U^* 代表从港口运输到美国及其盟友国的运输成本。与国内其他生产地 o 相比，港口所在地区 N 的对外出口运输成本优势最明显。

为了建立企业选址与企业对美出口的直观联系，用 E_D 表示该企业的产品在国内的消费总额（也即企业的国内市场规模 $E_D = \sum_{d=1}^N E_d$ ），用 θ_d 代表企业产品在国内地区 d 的消费额的比重（即 $E_d = \theta_d E_D$ ），用 θ_U 代表企业产品在美国及其盟友国的消费总额与国内消费总额的比值（ $E_U = \theta_U E_D$ ），再经过线性—对数变换，企业利润可以改写为：

$$\hat{\pi}_o \equiv \frac{\ln \sigma + \ln(\pi_o + F)}{\sigma - 1} = -\ln(w_o) + E_D \cdot \ln \Gamma(\Theta)$$

其中， $\Gamma(\Theta) \equiv \theta_U \tau_{oU}^{1-\sigma} + \sum_{d=1}^N \theta_d \tau_{od}^{1-\sigma}$ 。根据上述表达式，企业选择地区 o 生产的利润与该地区的边际成本（在本模型中即为地区 o 的工资水平 w_o ）负相关，与由企业的运输成本及消费地份额决定的市场潜力正相关。

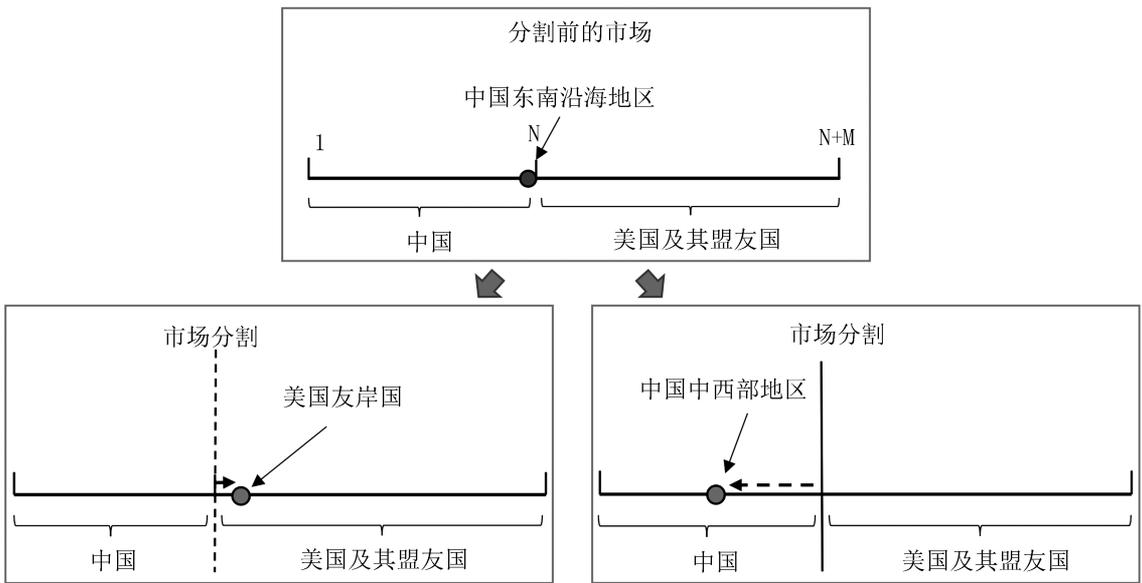


图 2 市场完全分割下企业的应对策略

在均衡状态下，对美出口企业倾向于聚集在中美统一市场的“中心”位置，从而最小化运输成本（如图 2 上半部分所示）。根据均衡状态企业利润为 0，可以求解出各地区的均衡工资水平以及均衡人口规模，临近美国市场的港口所在地区的生产成本最高，人口最密集，这一均衡结果也与现有文献的研究相符。^①

① J. Fan, “Internal Geography, Labor Mobility, and the Distributional Impacts of Trade,” *The American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 11, no. 3, 2019, pp. 252-288.

2. 中美贸易摩擦对企业均衡分布的影响

2018 年, 美国特朗普政府挑起针对中国的贸易摩擦, 对中国产品实行惩罚性关税。该措施导致中国对美出口的平均税率由 2018 年之前的不到 3% 增至 17.1%, 被加征关税的商品出口额占中国对美出口总额的比重达 80%, 且这一措施在拜登政府时期仍然延续。因此, 在模型中, 设定中美贸易摩擦爆发后, 美国对中国产品加征关税 τ , 商品的对美销售价格提高至 $(1 + \tau) p_o \tau_{od}$,^① 企业的美国市场份额会因销售价格提高而减少, $\ln \Gamma(\Theta) E_D$ 下降, 继续在之前的最优选址 \tilde{o} 生产会使利润为负。

为分析企业如何应对上述市场损失, 考虑一种极端的情况, 即 $\tau = +\infty$ 。在这种情况下, 由于中美贸易摩擦对中国企业造成的“单一且定向”的冲击, 原来相互联通的中美市场被做出了一种有条件的分割 (如图 2 所示): 如果企业选择在中国内部生产 ($o \in [1, N]$), 则其产品只能在国内这一独立市场消费 ($d \in [1, N]$); 如果企业转移到美国及其盟友国生产 ($o \in [N+1, N+M]$), 则可以规避市场分割, 其产品仍然可以在中美所有市场被消费 ($d \in [1, N+M]$)。

企业的决策可以看作不确定性下的期望利润总和最大化问题。具体而言, 企业在对市场分割持续时间的预期 $E(t^1)$ 下进行两步嵌套决策,^② 第一步从中美两个市场中选择一个, 第二步在所选择的市场中重新确定最优生产地 o^m , 花费一次性固定投资 f^m 和市场特定的固定成本 t^m 建设新厂。其中, 企业选择美国市场的固定成本为 t^U , 包含跨国设厂造成的内部管理费用以及对当地法律规则的学习成本, 且新厂距离母公司越远, 该成本越高, 即 $t^U = t(o^U, \tilde{o})$; ^③ 选择中国市场的固定成本为 t^C , 代表企业为扩大国内市场以替代损失的海外市场份额 θ_u 所需的固定成本 (如广告宣传等消费^④), 且需要替代的海外份额 θ_u 越高, 该成本越高, $t^C = t(\theta_u)$ 。企业在贴现因子 β^t 下的预期利润可以表示为:

$$\max_{m \in \{C, U\}, o^m} \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t E(\pi_o^m) - f^m - t^m$$

① 已有研究表明, 美国加征的关税基本由消费者承担。P. D. Fajgelbaum et al., “The Return to Protectionism,” *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 135, no. 1, 2020, pp. 1-55.

② 具体而言, 企业预期中美贸易摩擦的高关税措施持续到 t^1 , 即从 0 至 t^1 期, 企业面临的关税为 $\tau = +\infty$; 而从 $t^1 + 1$ 开始, 企业的关税降为 0。

③ P. Charnoz, C. Lelarge and C. Trevien, “Communication Costs and the Internal Organisation of Multi-Plant Businesses: Evidence from the Impact of the French High-Speed Rail,” *The Economic Journal*, vol. 128, no. 610, 2018, pp. 949-994.

④ M. J. Melitz, “The Impact of Trade on Intra-Industry Reallocations and Aggregate Industry Productivity,” *Econometrica*, vol. 71, no. 6, 2003, pp. 1695-1725.

采用逆向推理思路，如果企业在第一步选择国内市场，则其最优选址 (\tilde{o}^c) 是中国独立市场的“中心”，即国内中西部地区；如果企业在第一步选择维持美国市场，企业仍然可以向中美两个市场出售产品，但其生产选址被限制在美国及其盟友国内，即 $o \in [N+1, N+M]$ ，企业会在可选范围内选择最接近贸易摩擦发生前企业最优选址的地区，以便尽可能地靠近中美整体市场的“中心”，即美国的东南亚友岸国。

基于第二步的最优生产地选择，倒推企业第一步的市场选择，企业在两个独立市场中的选择由市场特定的固定投资 t^m 、贴现率以及企业对贸易摩擦持续时间的预期共同决定，存在以下三个均衡解。

均衡解 1：“区位不变”，如果企业预期市场分割的持续时间很短，即 $t^1 \rightarrow 0$ ，使企业无法从新设厂的一次性固定投资中获利，则企业会选择维持之前区位；如果企业预期市场分割的持续时间足够长，则企业会从分割后的两个独立市场中选择一个市场新增投资。

均衡解 2：“南下”，企业选择维持美国市场，并在靠近中国市场的美国友岸国进行生产。如图 2 左下所示。

均衡解 3：“西进”，企业选择中国市场，放弃美国市场，并新增投资移动到中国市场的“中心”（即中国中西部地区）进行生产。如图 2 右下所示。

在现实中，中美贸易摩擦的关税取值小于正无穷但大于零，是一种市场的不完全分割，且中短期内仅有在贸易摩擦发生前以美国为主要出口对象的企业受到了直接冲击，但上述分析仍然成立。根据理论模型中均衡解的表达式，形成以下可检验的假说。

假说 1：中美贸易摩擦推动对美出口依赖程度较高的企业选择均衡解 2 和 3，向美国东南亚友岸国（即“南下”）和中国中西部地区（即“西进”）迁移。

根据企业贴现率和对贸易摩擦持续时间的预期对企业均衡选择的比较静态分析，形成以下假说。

假说 2：企业的贴现率越高，预期贸易摩擦持续的时间越短，选择均衡解 1 的概率越大，即保持“区位不变”。

进一步考虑企业在两个市场新增投资的固定成本 (t^U 和 t^C) 的相对大小对企业均衡选择的影响，形成以下假说。

假说 3：在贸易摩擦前对美国出口依赖度越高的企业，由于向国内市场转向的成本更高，在美国友岸国增加投资以保留美国市场的动机更强。

将模型中的企业生产要素扩展为劳动力和其他投入品，则企业的边际生产成本由各地区的工资水平与投入品价格 (pm^o) 共同决定。美国在加征关税之外还对中国施加技术出口管制，限制中国企业从美国和其他国家采购关键技术及投入品，在模型中可以看作企业在中国生产所面临的来自美国的投入品预期价格趋于无穷大 ($pm_t^{o \in N} \rightarrow +\infty$)。因此有以下假说。

假说 4：贸易摩擦会使对美进口依赖度较高的企业形成投入品进口受阻的悲观

预期,因此在“南下”和“西进”中更有可能选择“南下”。

二、样本数据及描述性统计

上市公司的“南下”投资数据,由中国研究数据服务平台(CNRDS)的上市公司海外经营数据库(COOD)整理而得。本文根据海外子公司的注册地和所在的国家区域名称,筛选出成立时间在2013—2022年且地址位于美国友岸国的子公司,统计上市公司*i*第*t*年在美国友岸国新设子公司的数量 $\text{Num}_{it}^{\text{FS}}$ 。为缓解 $\text{Num}_{it}^{\text{FS}}$ 的右偏分布对回归结果的影响,同时区分上市公司在美国友岸国投资的广延边际和集约边际,将以企业是否在美国友岸国新设子公司这一虚拟变量 $I[\text{Num}_{it}^{\text{FS}} > 0]$ 作为主要的被解释变量。上市公司的“西进”投资数据由中国研究数据服务平台(CNRDS)的上市公司参控股公司数据库(CPCD)整理而得。本文筛选出成立时间在2013—2022年,且地址位于国内中西部地区的子公司,统计上市公司*i*第*t*年在国内中西部地区新设子公司的数量 $\text{Num}_{it}^{\text{inland}}$,并同样以虚拟变量 $I[\text{Num}_{it}^{\text{inland}} > 0]$ 作为回归的被解释变量。

其中的关键解释变量是企业层面中美贸易摩擦的冲击水平。笔者使用中国海关总署2014—2016年企业—产品层面的进出口数据,^①统计了企业在贸易摩擦爆发前2—4年(也即2014—2016年)对美出口金额($\text{Export}_{i,14-16}^{\text{US}}$)及其出口总额($\text{Export}_{i,14-16}^{\text{ALL}}$),计算企业对美出口依赖度 $\text{US-Export}_{i,14-16}$,以此衡量企业在中美贸易摩擦中的暴露程度,具体计算公式如下:

$$\text{US-Export}_{i,14-16} = \frac{\text{Export}_{i,14-16}^{\text{US}}}{\text{Export}_{i,14-16}^{\text{ALL}}}$$

对于上述期间没有出口记录的上市公司,设定该变量取值为0。

根据企业暴露程度的高低,以存在对美出口的企业样本平均值(20%)为阈值,将超过阈值的上市公司设定为处理组,其他上市公司设定为控制组:

$$\text{Treatment}_i = I[\text{US-Export}_{i,14-16} \geq 20\%]$$

此外,利用中国研究数据服务平台(CNRDS)的管理层讨论与分析数据库(CMDA)提供的2013—2022年上市公司年报中的管理层讨论与分析内容,运用文本分析方法,构建了一系列反映企业及其管理层行为特征的变量。具体包括:(1)企业管理层对美国市场的关注度(US_{it});(2)企业管理层对国内市场的关注度(Domestic_{it});(3)企业的贴现率(Myopia_{it});(4)企业对中美贸易摩擦持续时间的预期(Expectation_{it})。上述变量的构建均遵循以下步骤:首先构建反映相关指标的

^① 选择2014—2016年的企业贸易数据,是为避免企业在中美贸易摩擦正式爆发前受特朗普政府竞选中所发表的中美关系言论或其他行为的影响而改变预期,从而提前调整出口或投资行为的可能。

词集，其次利用 Python 中文分词模块对年报文本进行自动分词，最后基于词典法，计算出词集中相关词汇的词频占上市公司当年年报文本总词频的比例。其中，贴现率的度量是参考行为金融理论和企业管理学的研究，计算“短视视域”相关词汇的词频占比。^① 该变量取值越大，意味着上市公司管理层越注重短期收益，也即理论模型中企业贴现率越高（贴现因子 β 越小）。类似地，企业对贸易摩擦持续时间的预期变量是通过计算“暂时”“阶段性”等词汇的占比获得，对应理论模型中的 $E(t^1)$ ，该变量取值越大，表明企业预期的贸易摩擦持续时间越短。

为比较采取不同策略的上市公司的经营绩效，使用国泰安经济金融研究数据库 (CSMAR) 提供的上市公司经营数据，估计企业的全要素生产率 (TFP_{it})，^② 代表企业长期的经营绩效。^③ 此外，根据该数据集提供的信息，还构建了回归方程中的一组控制变量。

笔者使用企业在中美贸易摩擦前的投资布局，识别“南下”与“西进”策略对贸易摩擦前后企业经营绩效变化的影响。这里用 2017 年末企业是否已在美国友岸国设立子公司 ($South^{17} = I [Num_{2017}^{FS} > 0]$)，度量贸易摩擦发生前企业在海外的产业布局，同理，用 2017 年末企业是否已在国内中西部地区设立子公司 ($West^{17} = I [Num_{2017}^{inland} > 0]$)，度量贸易摩擦发生前企业在国内市场的布局。

三、中美贸易摩擦对企业投资空间布局的影响

(一) 回归方程设定

为验证假说 1，我们分别以上市公司每年是否在美国友岸国新设子公司 ($I [Num_{it}^{FS} > 0]$) 以及是否在国内中西部地区新设子公司 ($I [Num_{it}^{inland} > 0]$) 作为主要被解释变量，根据前文定义，基于贸易摩擦发生前企业对美出口依赖度划分处理组和控制组，使用双向固定效应 (two-way fixed effect, TWFE) 的双重差分模型 (DID)，识别中美贸易摩擦对上市公司投资行为的影响。具体回归方程如下：

$$I [Num_{it}^D > 0] = \beta^D Treatment_i \times Post_{it} + \lambda_i + \lambda_t + X_{it} \gamma + \epsilon_{it} \quad (1)$$

当 $D=FS$ 时，代表企业在美国友岸国的投资情况；当 $D=inland$ 时，代表企业在国内中西部地区的投资情况。由于被解释变量是虚拟变量，采用 Probit 固定效应

① 参见胡楠、薛付婧、王昊楠：《管理者短视主义影响企业长期投资吗？——基于文本分析和机器学习》，《管理世界》2021 年第 5 期。

② 参见鲁晓东、连玉君：《中国工业企业全要素生产率估计：1999—2007》，《经济学（季刊）》2012 年第 2 期。

③ 参见盛丹、刘灿雷：《外部监管能够改善国企经营绩效与改制成效吗？》，《经济研究》2016 年第 10 期。

模型进行估计。Treatment_{*i*} 为代表处理组企业的虚拟变量。Post_{*it*} 变量代表中美贸易摩擦爆发后的时期，也即 2018 年及以后年份取值为 1，其他年份取值为 0。Treatment_{*i*} 和 Post_{*it*} 的交互项是核心解释变量，其系数 β 代表在控制了生产成本、自然禀赋、政治制度等常规因素之后，中美贸易摩擦对直接受影响的企业投资的平均广延边际 (extensive margin) 处理效应。

回归方程中加入了企业固定效应 λ_{*i*}，以捕捉不随时间变化的企业异质性，如企业产品特征、企业管理者对美国的个人态度、贸易摩擦发生前企业投资空间布局等因素对企业投资行为的影响。同时加入了时间固定效应 λ_{*t*}，以捕捉生产成本等其他随时间变化的、影响所有企业的共同因素，以及所有企业共同经历的随时间变化的冲击，如汇率波动和整体宏观政策变化。回归方程中还加入了其他控制变量，包括行业固定效应以及行业固定效应与年份的交互项，分别用于捕捉行业层面不随时间变化的、随时间线性变化的不可观测因素的影响，如行业的投入品价格变化、技术进步等。此外，还涉及一些企业层面的控制变量 (X_{*it*})，包括企业营业收入的对数值，用于控制企业规模的影响，以及企业的劳动资本比，用于控制企业的生产特征及劳动强度对投资行为的影响。

为了对 DID 的关键假设“平行趋势假设”进行检验，并估计中美贸易摩擦影响的时间趋势，可进行动态事件研究分析。具体的回归方程如下：

$$Y_{it} = \sum_{j=-4}^{j=4} \beta_j \text{Treatment}_i \times I[\text{Year}=2018+j] + \lambda_i + \lambda_t + X_{it} \gamma + \epsilon_{it} \quad (2)$$

其中，I[Year=2018+j] 代表 2018 年中美贸易摩擦发生后 (或前) 的第 j 年，样本期为 2013—2022 年。被解释变量 Y_{*it*} 与方程 (1) 一致。

(二) 基本回归结果

首先，使用动态事件研究分析对“平行趋势假设”进行检验。图 3 分别展示了以我国上市公司“南下”和“西进”为被解释变量的方程 (2) 的系数估计值及 95% 置信区间。

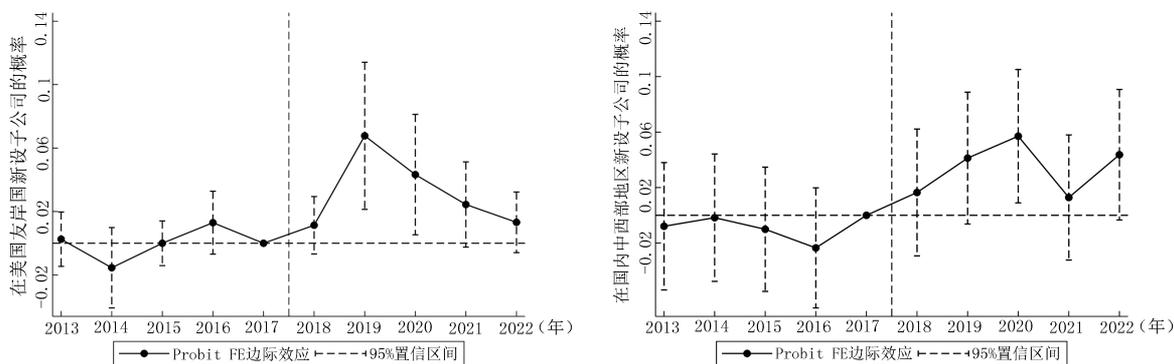


图 3 上市公司“南下”与“西进”的动态事件研究分析结果

可以看出, 2018 年中美贸易摩擦发生之前, 两组回归交互项的系数估计值均接近 0 且不显著, 说明对美出口依赖度较高的上市公司与其他公司“南下”“西进”的趋势基本一致, 符合 DID 的“平行趋势假设”, 也表明上述方式定义的控制组是一个比较好的反事实样本。中美贸易摩擦发生后, 两组动态事件研究分析的交互项系数均开始上升。其中, “南下”(图 3 左) 在 2019 年开始显著, 并达到峰值 6.4 个百分点, 之后不断下降, 2021 年后不再显著。而“西进”(图 3 右) 的趋势不断上升, 在 2020 年显著并达到峰值 5.7 个百分点后保持基本稳定(除 2021 年略有下降外)。上述事件分析提供了中美贸易摩擦推动企业“南下”和“西进”的直观证据。

表 1 的 Panel A 和 Panel B 分别报告了以“南下”和“西进”为被解释变量的方程(1)的估计结果, 表中的系数是 Probit 模型估计的平均边际效应。^① 在 Panel A 中, 第(1)列回归方程的控制组是处理组以外的其他所有上市公司。回归结果显示, 中美贸易摩擦导致上市公司在美国友岸国新设子公司的概率增加了 2.8 个百分点, 且在 1% 的水平上显著。根据 DID 的设定, 这一处理效应可以理解为剥离生产成本等因素的影响后得到的贸易成本冲击对企业迁移的处理效应。第(2)列进一步将回归限定在从事出口业务的上市公司范围, 以其他从事出口业务的上市公司作为控制组。第(3)列在第(2)列的回归方程基础上加入了更多控制变量, 包括上市公司所在行业的固定效应、行业层面的时间趋势以及上市公司营业收入的对数值、劳动资本比。第(4)列排除了上市公司上市之前的观测值。第(5)列进一步剔除了国有属性的上市公司样本, 以区分国有企业和私有企业对中美贸易摩擦的不同反应。第(6)列进一步排除了 ST 股票和非 A 股上市公司这一类企业资本较差的企业。如估计结果所示, 估计结果是稳健的。

在 Panel B 中, 以企业“西进”为被解释变量的各列回归方程及样本设定均与 Panel A 相同。估计结果显示, 中美贸易摩擦同时推动了对美出口企业“西进”, 处理效应的绝对规模为 5.2 个百分点。以上两个实证结果验证了假说 1, 即企业在应对中美贸易摩擦冲击时存在多个均衡解, 但比较发现, 贸易成本因素对“西进”的影响规模显著大于“南下”, 且前者的持续时间更长。

为了验证基准回归中估计结果的稳健性, 进行了如下稳健性检验。第一, 为进一步降低行业异质性的影响, 且考虑到不同行业实际受美国加征关税措施影响的时间存在差异, 将 2014—2016 年海关数据库提供的各企业的出口商品与四批美国加征

^① 加入个体固定效应的 Probit 模型会自动剔除样本期内被解释变量没有变动的个体。这是由于 TWFE 模型是通过同一个体在不同时间内的变动来估计系数的。表中标注的是实际参与回归估计的有效样本数以及其中控制组与处理组的上市企业数量。

表 1 基准回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 被解释变量为上市公司每年是否在美国友岸国新设子公司 ($I [\text{Num}_{it}^{\text{FS}} > 0]$)						
Treatment _i × Post _{it}	0.028*** (0.013)	0.029** (0.013)	0.033*** (0.011)	0.034*** (0.011)	0.034*** (0.011)	0.038*** (0.012)
# Treated	85	85	85	85	85	84
# Control	477	246	246	246	243	242
观测数	5612	3310	2865	2842	2556	2539
R-squared	0.117	0.114	0.107	0.106	0.106	0.106

Panel B: 被解释变量为上市公司是否在国内中西部地区新设子公司 ($I [\text{Num}_{it}^{\text{inland}} > 0]$)

Treatment _i × Post _{it}	0.052*** (0.012)	0.035*** (0.012)	0.045*** (0.015)	0.046*** (0.015)	0.046*** (0.015)	0.040*** (0.016)
# Treated	288	288	288	273	273	266
# Control	3219	1020	1020	985	985	957
观测数	36155	13790	10648	10528	10520	9486
R-squared	0.200	0.191	0.189	0.189	0.190	0.183
控制组	所有企业	出口企业	出口企业	出口企业	出口企业	出口企业
企业固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	N	N	Y	Y	Y	Y
行业固定效应 × 年份	N	N	Y	Y	Y	Y
控制变量	N	N	Y	Y	Y	Y
时期	全部	全部	全部	上市后	上市后	上市后
企业性质	全部	全部	全部	全部	私有企业	私有企业
股票性质	全部	全部	全部	全部	全部	A 股, 非 ST

注: *、**和***分别表示在 10%、5%和 1%的水平上显著, 括号内为稳健标准误, 以下各表同。表中报告的是根据 Probit 模型估计结果计算的平均边际效应。

关税清单的产品进行匹配, 得到生产并出口加征关税清单中产品的企业, 并将回归样本限定在该类企业内; 然后, 根据企业出口到美国的清单商品金额占企业清单商品出口总额的比重, 定义处理组与对照组。具体而言, 对每一个企业 i , 定义加征关税清单商品的对美出口占比时序变量:

$$US- TT_{i,t} = \frac{\text{Export}_{i,t}^{\text{TT-US}}}{\text{Export}_{i,t}^{\text{TT-ALL}}}$$

其中 $\text{Export}_{i,t}^{\text{TT-US}}$ 表示企业 i 在第 t 年被加征关税的清单商品的对美出口金额,

$\text{Export}_{i,t}^{\text{TT}-\text{ALL}}$ 表示企业 i 在第 t 年被加征关税的清单商品的出口总额。同样以均值为阈值, 设定该比重大于平均值的上市公司为处理组, 其他上市公司为控制组:

$$\text{Treatment}_{it} = I [\text{US} - \text{TT}_{i,t} \geq \overline{\text{US} - \text{TT}_t}]$$

考虑到美国在 2018 年和 2019 年分批加征关税, 使用 Callaway 等的方法进行多时点 DID 估计,^① 估计结果与基本结果一致, 从而排除了可能的行业选择性问题对回归结果的影响。此外, 这一检验通过区分企业受到贸易摩擦冲击的具体时间, 进一步建立了企业空间转移与中美贸易摩擦之间的因果关系。

第二, 在对行业选择性进行稳健性检验的基础上, 为了控制出口对象国的不同企业的生产效率差异,^② 进一步将控制组企业限定为主要对除美国以外的其他发达国家 (即对除美国外人均 GDP 全球排名前 20 的国家) 出口的企业。与基准回归相比, 处理效应的估计结果没有发生显著变动。第三, 作为对被解释变量度量方式的稳健性检验, 参照马光荣等的做法,^③ 以上市公司在美国友岸国的“累积”子公司数目 ($\text{Total}_{it}^{\text{FS}}$) 作为被解释变量进行双重差分回归。^④ 研究发现, 对企业“南下”的处理效应为 0.06, 对企业“西进”的处理效应为 0.12, 且回归结果在不同的方程设定下均稳健。第四, 将美国友岸国的定义修改为参与了《跨太平洋伙伴关系协定》(TPP) 的东盟国家, 以检验美国友岸国定义的稳健性。^⑤ 估计得到的处理效应为 2.2 个百分点, 与基本回归结果一致。第五, 为检验基本回归结果在上市公司样本外的有效性, 笔者在工业企业数据库的基础上, 利用“企查查”平台构建了规模以上工业企业及其国内子公司数据库, 使用工业企业样本对“西进”进行了与基本回归相同的分析, 发现非上市公司的对美出口企业同样在中美贸易摩擦后存在显著的“西进”效应。此外, 还进行了安慰剂检验, 从样本中随机抽取划分处理组和控制组进行 DID 估计。结果表明, 安慰剂检验的系数估计结果集中分布于 0 附近, 且实际处理效应位于安慰剂分布的最高 1%, 说明基本回归结果中观察到的

① B. Callaway, A. Goodman-Bacon and P. H. C. Sant’Anna, “Difference-in-Differences with a Continuous Treatment,” NBER Working Paper, no. 32117, 2024.

② R. Hausmann, J. Hwang and D. Rodrik, “What You Export Matters,” *Journal of Economic Growth*, vol. 12, no. 1, 2007, pp. 1-25.

③ 参见马光荣、程小萌、杨恩艳:《交通基础设施如何促进资本流动——基于高铁开通和上市公司异地投资的研究》,《中国工业经济》2020 年第 6 期。

④ 累积子公司数量也同样呈现极端右偏分布且是企业累积资本存量的代理变量, 存在路径依赖的问题, 而“是否新设子公司”这一虚拟变量不仅可以解决数据的极端分布问题, 且以新设子公司作为企业投资的代理变量更加满足平稳性条件。

⑤ TPP 是由美国主导、共 12 个国家参与谈判的一项多边自由贸易协定, 成员国包括美国、智利、新西兰、新加坡、文莱、秘鲁、越南、澳大利亚、马来西亚、日本、墨西哥和加拿大。

中美贸易摩擦对企业“南下”和“西进”的处理效应并非由其他不可观测因素导致。^①

(三) 排除竞争性解释

通过分析上市企业在“南下”和“西进”以外其他方向的海外投资，可以排除中美贸易摩擦之外的竞争性解释，并更加全面地考察贸易摩擦发生后企业对外投资的空间分布特征。具体而言，识别的关键假设之一，是中美贸易摩擦发生前后对美出口企业与其他企业之间不存在除贸易摩擦之外的异质性冲击。一般而言，国内政策不会对出口不同国家的企业设置异质性条款，因此，该因素对本文因果识别干扰的可能性较小。然而，在研究样本时间段内，中国于2013年提出的共建“一带一路”倡议可能会对出口不同国家的企业产生异质性影响。为排除“一带一路”相关政策对因果识别的干扰（即处理组企业相比于控制组企业更加积极地响应这一政策），在“一带一路”共建国家中排除了美国友岸国，重新检验了中美贸易摩擦对上市公司向这些国家投资的影响。图4左展示了2013—2022年处理组和控制组上市公司在“一带一路”共建国家（不包括美国友岸国）新设子公司的概率差异。与上市公司对美国友岸国投资不同的是，2018年前后，处理组与控制组在“一带一路”共建国家（不包括美国友岸国）的投资不存在显著差异，甚至在2022年，处理组的企业在“一带一路”共建国家（不包括美国友岸国）设置子公司的概率低于控制组的其他上市公司，处理效应为-1.2个百分点。^②这一结果排除了基本回归中观察到的处理效应是由共建“一带一路”倡议引起的。

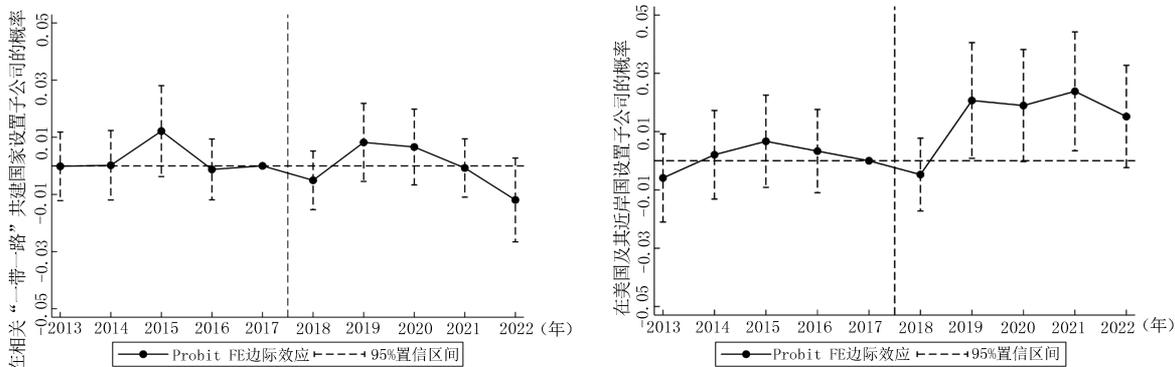


图4 在不同类型国家投资的动态事件研究分析结果

此外，还以企业在美国及其近岸国的新设子公司情况为被解释变量进行稳健性检验，进一步建立处理组企业投资空间布局的改变与中美贸易摩擦的关联。美国在提出“友岸外包”政策的同时，也提出了制造业回流计划以及“近岸外包”战略。因此，以上市企业是否在美国及其近岸国新设子公司作为被解释变量进行动态事件研究分析，结果展示于图4右。如图所示，与企业在美国友岸国的投资表现相似，

^{①②} 受篇幅所限，所有稳健性检验的具体回归结果可向作者索取。

中美贸易摩擦推动了处理组企业对美国及其近岸国的投资，且符合“平行趋势假设”。接下来使用方程（1）正式估计中美贸易摩擦对企业在该方向投资的影响。DID估计的处理效应为1.3个百分点，加入控制变量后进一步降低至0.8个百分点且不再显著，远小于基本回归中美贸易摩擦对企业“南下”投资的处理效应。^①结合基本回归结果，两组回归结果均为正且显著，验证了选择美国市场是企业遭受外部冲击后的均衡解之一，即贸易摩擦促进了企业选择美国市场。进一步地，中美贸易摩擦对企业在美国友岸国投资的处理效应规模更大、显著性更稳健，可以得出企业受到贸易成本冲击后在美国本土及其友岸国的投资选址中，更偏好东南亚友岸国的结论。

总结上述回归结果可知，中美贸易摩擦对上市企业在美国及其近岸国和友岸国投资的处理效应皆为正，且对美国友岸国投资的处理效应规模也最大；而对“一带一路”共建国家（不包括美国友岸国）投资的处理效应为负。这一结果不仅排除了处理组企业受“一带一路”相关政策影响整体增加对外投资这一竞争性假说，进一步建立了对美出口企业在美国友岸国增加投资的行为与中美贸易摩擦的因果联系，且更为完整地检验了理论模型中的均衡解2，即受影响企业会增加对美国市场的投资，且会选择更接近中国母公司的东南亚地区。

（四）机制分析

为进一步建立中美贸易摩擦与企业投资空间布局转移的直接关联，根据理论模型中的嵌套决策逻辑，即企业第一步选择不同市场后在第二步选择新的均衡生产地，本节构建企业管理层的市场关注变量，并验证其与企业空间选择的直接关系。将企业可能的均衡解与投资方向选择纳入一个分类变量 $Direction_{it}$ ，变量的具体定义如下：

$$Direction_{it} = \begin{cases} 1, & \text{企业“南下”，即 } Num_{it}^{FS} > 0 \\ 2, & \text{企业“西进”，即 } Num_{it}^{inland} > 0 \\ 0, & \text{企业无“南下”或“西进”} \end{cases}$$

同时，分别计算了上市公司年报管理层讨论与分析内容中“美国市场”和“国内市场”相关词汇词频占企业 i 第 t 年年报文本内容总词频的比例，代表管理层对于“美国市场”（ US_{it} ）和“国内市场”（ $Domestic_{it}$ ）两个市场的关注度，并以这两个变量为主要解释变量。根据理论分析，如果企业选择保留美国市场，则通过海外投资规避美国的定向关税是最优策略，反之，如果通过寻求其他市场以代替美国这一单一市场份额损失，则会选择“西进”。由于被解释变量为无序分类响应变量，使用多元 Logit 模型，估计管理层的市场关注对企业投资方向选择的影响。具体回归方程设定如下：

^① 受篇幅所限，所有稳健性检验的具体回归结果可向作者索取。

$$\Pr(\text{Direction}_{it}=j) = \Lambda Z_{it} + \lambda_i + \lambda_t + \Omega X_{it} + \epsilon_{it} \quad (3)$$

Z_{it} 包含了企业管理层对“美国市场” (US_{it}) 和“国内市场” ($Domestic_{it}$) 的关注度。对于“南下” ($\text{Direction}_{it}=1$) 选择而言, 系数 Λ 可以解读为, Z_{it} 每上升一个单位, 企业 i 在年度 t 在美国友岸国新设子公司的概率与基准组 (即不增加任何子公司) 的概率之间的比值对数 (即 $\ln \frac{P(\text{Direction}_{it}=1)}{P(\text{Direction}_{it}=0)}$) 增加 Λ 个单位, 对于“西进”选项的解读类似。

为了直观地展现多元 Logit 模型的估计结果, 图 5 分别绘制了企业管理层对“美国市场”和“国内市场”的不同关注程度下企业三个投资方向的相对概率。如图 5 左所示, 企业对国内市场关注程度越高, 选择在中西部地区投资的概率就越大, 与此同时选择“南下”的概率就越低。类似地, 在图 5 右中, 随着对美国市场的关注度提高, 企业会显著地提高“南下”的相对概率, 而降低“西进”的相对概率。^① 这一结果验证了企业的市场选择与投资选址之间的直接联系。具体而言, 企业在遭受美国市场损失后, 面临美国市场与国内市场的重新选择问题, 而在两个市场间的选择进一步引发了其投资空间布局的变化。该结果为本文理论模型的合理性提供了有力证据, 支持了外部冲击对企业投资方向和空间分布影响存在多个均衡解的理论分析结果。

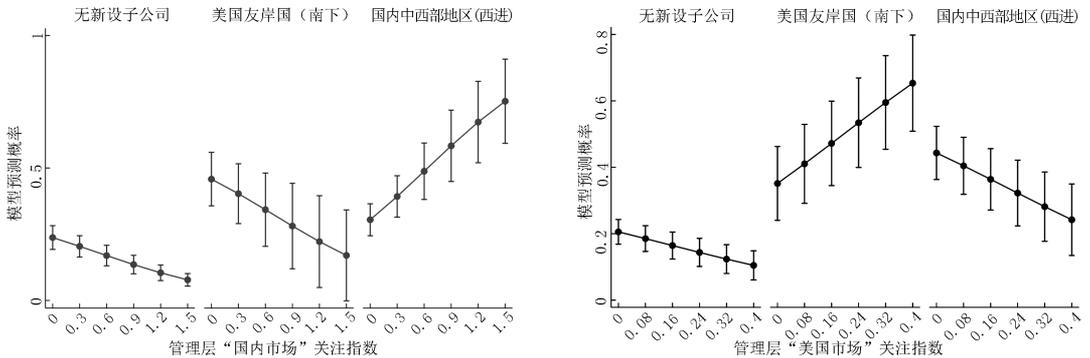


图 5 企业管理层对不同市场的关注程度对其投资方向选择的预测概率

四、企业“南下”与“西进”选择的影响因素

按照理论模型的推测, 进一步从企业的贴现率和对贸易摩擦持续时间的预期、对美国的出口依赖度和进口依赖度等角度, 研究企业受到贸易成本冲击后在“南下”与“西进”之间决策的微观影响因素, 验证假说 2 至假说 4。

(一) 管理者的行为特征

为验证假说 2, 以企业是否选择均衡解 1, 也即“无新增投资” ($I[\text{Direction}_{it}=0]$)

^① 受篇幅所限, 具体回归结果可向作者索取。

为被解释变量，以企业的贴现率 ($Myopia_{it}$) 和对贸易摩擦持续时间的预期 ($Expectation_{it}$) 为主要解释变量进行 Probit 模型回归。估计结果表明，企业贴现率和预期的系数均显著为正，说明企业的贴现率越高、预期中美贸易摩擦持续的时间越短，企业保持贸易摩擦发生前的生产地选择而不向其他地区新增投资的概率就越大。^①

为了进一步研究均衡策略 1 概率的上升对其他两个均衡策略选择概率的影响，以企业的贴现率和对贸易摩擦持续时间的预期作为主要解释变量，按照回归方程 (3) 进行多元 Logit 模型估计，并根据估计结果，绘制了企业贴现率和对未来预期不同取值下企业三个投资方向的相对概率。如图 6 左所示，企业的贴现率越高（管理层越短视），受贸易成本冲击后选择在中西部地区投资的概率就越低。类似地，在图 6 右中，企业预期贸易摩擦持续时间越短，受贸易成本冲击后“南下”的相对概率微弱上升，而“西进”的相对概率则下降。这说明企业的高贴现率与对贸易摩擦持续时间较短的预期主要对向国内中西部地区的投资形成抑制。上述结果很好地解释了中美贸易摩擦对企业“南下”影响逐渐减弱的趋势（图 3），即随着中美贸易摩擦的持续，企业对贸易摩擦持续时间预期的不确定性降低，企业会更加偏向“西进”。换言之，“南下”是企业在中美贸易摩擦初期及中美关系仍具有极大不确定时的短期最优选择，而“西进”则是在美国态度更加明朗后，企业基于对中美关系的预期做出的中长期最优选择。

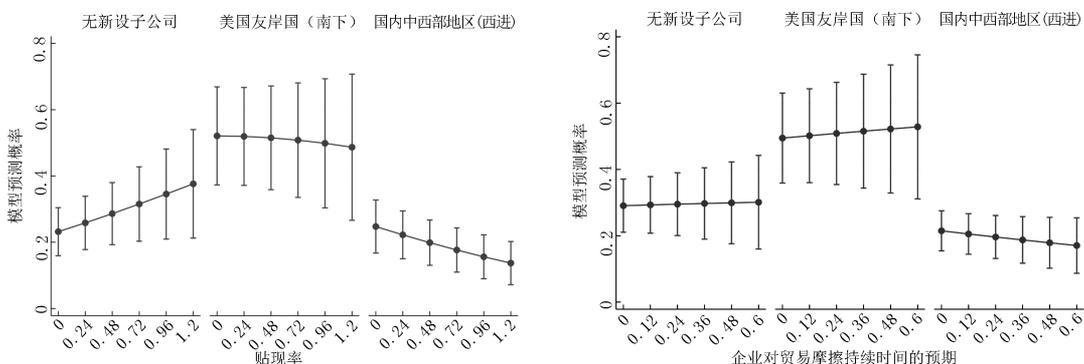


图 6 企业的贴现率和预期对其投资方向选择的预测概率

(二) 企业对美出口依赖度

为验证假说 3，将拥有对美出口业务的上市公司（即对美出口依赖度大于 0 的企业）按照暴露程度高低分为五组，^② 以没有对美出口业务的企业 ($US-Export_i^{14-16} = 0$) 作为控制组，分别进行方程 (1) 所示的 DID 回归。

① 受篇幅所限，具体回归结果可向作者索取。

② 分别为 0 至 25% 分位数 (=1.57%)，25% 至 50% 分位数 (=9.25%)，50% 至 75% 分位数 (=31.04%)，75% 至 90% 分位数 (=61.68%)，90% 至 100% 分位数。

各组的回归系数及其置信区间展示在图 7 中。其中，横轴代表企业的对美出口依赖度，横轴刻度代表依赖度的绝对值，P 打头数值代表上述分组的百分位阈值。^①由图可知，企业对美国的出口依赖度会对企业受贸易成本冲击后的投资方向选择产生显著影响。对美出口依赖度越高，企业选择向美国友岸国等国投资的概率越大，以便规避美国对中国施加的高关税，继续维持美国市场。而对于对美出口依赖度较低的企业，拓展国内中西部地区市场的相对固定投资成本更低，从而有更大激励转向国内市场。

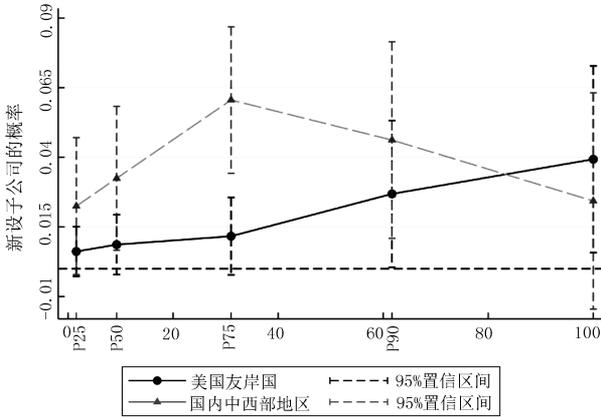


图 7 企业对美出口依赖度与贸易摩擦处理效应的关系

(三) 企业对美进口依赖度

为验证假说 4，按照企业是否从美国进口，划分为对美进口依赖企业 ($US-Import_i^{14-16} > 0$) 与非对美进口依赖企业 ($US-Import_i^{14-16} = 0$)，分别对这两组企业按照方程 (1) 进行 DID 回归。^②回归结果表明，中美贸易摩擦对企业“南下”投资的处理效应仅在对美进口依赖的企业中显著（处理效应为 4.1 个百分点）。与此同时，中美贸易摩擦对企业“西进”投资的影响仅在非对美进口依赖的企业中显著（处理效应为 9.1 个百分点）。以上回归结果直接验证了对美国的进口依赖对企业投资选址的显著影响。中美贸易摩擦使对美进口依赖度较高的企业更有可能形成进口投入品受阻的悲观预期。为了能够继续从美国进口，规避美国的出口管制措施以及中美两国之间的加征关税，企业更有可能选择向美国友岸国转移。而对于对美进口依赖度较低的企业，由于企业的生产经营不受来自美国进口的限制，因此有更大激励转向国内市场。

^{①②} 受篇幅所限，具体结果可向作者索取。

五、“南下”与“西进”对企业经营的影响

本部分将进一步比较“南下”和“西进”两种投资方向对企业抵御中美贸易摩擦负面冲击的影响。^① 由于2018年后的投资布局可视为企业应对外部冲击的反应，本文使用中美贸易摩擦之前企业的产业布局，分别识别“南下”与“西进”两种投资方向对贸易摩擦前后企业经营绩效变化的影响。

（一）回归方程设定

用企业在2017年末是否已在美国友岸国设立子公司（ $South^{17} = I [Num_{2017}^{FS} > 0]$ ），度量贸易摩擦前企业在海外的产业布局，同理，用企业在2017年末是否已在国内中西部地区设立子公司（ $West^{17} = I [Num_{2017}^{inland} > 0]$ ），度量中美贸易摩擦发生前企业在国内市场的布局。首先使用DID方法研究两种投资布局对企业应对外部冲击的异质性影响。回归方程如下：

$$TFP_{it} = \beta^D D_i^{17} \times Post_{it} + \lambda_i + \lambda_t + X_{it} \gamma + \epsilon_{it} \quad (4)$$

该方程的核心变量是 $D_i^{17} \times Post_{it}$ 。当 $D = South$ 时，代表企业在2017年末在美国友岸国的布局情况（ $South^{17}$ ）；当 $D = West$ 时，代表企业在2017年末在中西部地区的布局情况（ $West_i^{17}$ ）。系数 β^S （ β^W ）可以解读为，在外部冲击发生前已经在美国友岸国/国内中西部地区布局子公司的企业与未布局的企业相比，在中美贸易摩擦前后遭受的经营绩效损失之间的差距，也即在美国友岸国/国内中西部地区的投资布局能够给企业减少的由中美贸易摩擦引致的绩效损失，我们称之为“提前在美国友岸国/国内中西部地区投资布局的优势”。若 β^S （ β^W ）大于零，代表中美贸易摩擦发生前已经在美国友岸国/国内中西部地区设置子公司的企业在贸易摩擦中遭受的TFP损失更小，说明提前布局的策略对企业来说是有益的。比较 β^S 和 β^W 的相对大小，即可比较企业在贸易摩擦发生前的两种布局（“南下”和“西进”）所获得的相对优势规模。

考虑到企业对美出口依赖度会对上述回归中企业的提前布局情况（ D_i^{17} ）产生影响，进一步使用三重差分（DDD）方法，识别企业在中美贸易摩擦前的投资布局策略对由中美贸易摩擦引致的经营绩效损失的差异性影响。具体而言，三重差分分别为：贸易摩擦发生前后（ $Post_{it}$ ）、对美出口依赖度是否较高（即是否为中美贸易摩

^① 受篇幅所限，本文未将中美贸易摩擦对企业绩效的整体影响作为研究重点，但作为补充，笔者以TFP为被解释变量，使用DID回归方程，比较了处理组企业与控制组企业在中美贸易摩擦前后企业经营情况的差异。回归结果表明，中美贸易摩擦对处理组企业的TFP并不存在显著影响，具体回归结果可向作者索取。

擦的处理组, $Treatment_i$)、贸易摩擦发生前是否有布局 ($South_i^{17}$ 或 $West_i^{17}$), 具体的回归方程如下:

$$TFP_{it} = \beta^D D_i^{17} \times Treatment_i \times Post_{it} + \alpha_1 D_i^{17} \times Treatment_i + \alpha_2 D_i^{17} \times Post_{it} + \alpha_3 Treatment_i \times Post_{it} + \lambda_i + \lambda_t + X_{it} \gamma + \epsilon_{it} \quad (5)$$

其中, $Treatment_i$ 的定义与前文保持一致。如前所述, 比较 β^S 和 β^W 的相对大小, 即可比较企业在中美贸易摩擦发生前的两种布局所获得的相对优势规模。

(二) 回归结果

回归结果见表 2, 其中第 (1) — (3) 列是 DID 的回归结果, 第 (4) — (6) 列是 DDD 的回归结果。与前文的回归方程设定一样, 第 (1) 列的控制组企业是除了处理组上市公司以外的所有上市公司, 第 (2) 列将回归限定在从事出口业务的上市公司, 第 (3) 列进一步控制了行业固定效应、行业层面的时间趋势以及上市公司营业收入的对数值、劳动资本比这几类控制变量, 以验证估计结果的稳健性, 第

表 2 企业投资布局策略对其 TFP 的回归结果

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 已经在美国友岸国布局的企业优势						
$South_i^{17} \times Post_{it}$	0.069*** (0.016)	0.032** (0.016)	0.022 (0.016)			
$South_i^{17} \times Treatment_i \times Post_{it}$				0.002 (0.055)	0.047 (0.043)	0.052 (0.043)
观测数	35341	14246	14086	35341	14246	14086
R-squared	0.819	0.872	0.881	0.819	0.871	0.881
Panel B: 已经在国内中西部地区布局的企业优势						
$West_i^{17} \times Post_{it}$	0.090*** (0.010)	0.050*** (0.013)	0.057*** (0.013)			
$West_i^{17} \times Treatment_i \times Post_{it}$				0.069* (0.040)	0.131*** (0.032)	0.147*** (0.033)
观测数	35341	14246	14086	35341	14246	14086
R-squared	0.819	0.872	0.881	0.819	0.872	0.881
控制组	所有企业	出口企业	出口企业	所有企业	出口企业	出口企业
企业固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
年份固定效应	Y	Y	Y	Y	Y	Y
行业固定效应	N	N	Y	N	N	Y
行业固定效应 × 年份	N	N	Y	N	N	Y
控制变量	N	N	Y	N	N	Y

(4) — (6) 列的回归样本和控制变量与 (1) — (3) 列一样。在表 2 中, Panel A 是提前在美国友岸国投资布局的优势的估计, Panel B 是提前在国内中西部地区投资布局的优势的估计。在 Panel A 中, DID 和 DDD 交互项的系数在 0.002 至 0.069 区间波动, 且显著性不稳定; 而在 Panel B 中, 交互项的系数估计值在 0.05 至 0.147 之间波动, 且均显著为正。对比 Panel A 和 Panel B 交互项系数估计的规模及其显著性可知, 与在美国友岸国投资布局相比, 在 2018 年之前已经在国内中西部地区投资布局的企业在中美贸易摩擦中经历了更少的绩效损失。因此, 从帮助企业缓解由中美贸易摩擦引致的企业 TFP 损失的角度来看, 平均而言, “西进”策略比“南下”策略更优, 结合中美贸易摩擦对处理组企业 TFP 平均影响不显著,^① 可知“西进”策略具有防冲击的效果。

上述回归结果表明, “西进”策略能有效减少企业在中美贸易摩擦中遭受的经营损失。考虑到要素成本、基础设施等条件对企业经营绩效的影响, 这一回归结果从侧面说明, 国内中西部地区的低成本要素禀赋以及大量基础设施存量资本提供了良好的基础条件, 使企业可以通过调整生产布局以缓解外部冲击对自身经营的影响, 这与目前研究中对国内中西部地区相比东南亚地区的综合生产成本优势的结论相一致。^②

结 语

本文使用我国上市企业数据, 在统一口径下测度了企业“南下”与“西进”的长期时间趋势, 并构建了企业跨期选址决策理论框架, 以 2018 年中美贸易摩擦为准自然实验, 运用双重差分方法验证了企业应对外部冲击的空间布局存在多个均衡解, 并发现贸易成本因素对我国企业“西进”的推动作用显著大于“南下”, 且处理效应随时间不断增强。在理论拓展层面, 可以为理解企业的对外投资及国内空间再布局提供新的思考框架和生产成本之外的新维度。在政策现实层面, 企业显著“西进”的趋势表明, 经过长期以来“西部大开发”“中部地区崛起”等区域发展战略的推进, 我国中西部地区已具备良好的基础设施、富有竞争力的生产成本以及日益强化的区位优势, 为未来国家战略腹地建设提供了有利的基础条件。相关研究结果也为“建设国家战略腹地和关键产业备份”的科学性与可行性提供了理论支撑, 说明我国在复杂严峻的外部环境下提出“加强战略腹地建设”是一种顺应市场需求的政策导向。此外, 企业对美出口依赖度、对美进口依赖度以及管理者的行为特征和预期是

^① 受篇幅所限, 具体结果可向作者索取。

^② 参见《制造业保持基本稳定: 逻辑与政策》, 中国宏观经济论坛专题报告(第 68 期), 2023 年 6 月。

影响企业投资方向选择的重要决定因素。基于上述研究结果，为我国后续加强战略腹地建设、进一步推动企业“西进”提出如下政策建议。

第一，注重国内政策引导与外部国际因素的协同效应，充分发挥贸易成本塑造企业空间布局的市场力量，完善产业在国内梯度有序转移的协作机制。一方面，有针对性地帮助在国际贸易摩擦中受损的企业向战略腹地转移，着力降低企业异地投资的门槛，加快建设全国统一大市场，推动构建东中西部产业梯度转移格局。另一方面，深化与“一带一路”共建国家的贸易合作，提升出口目的国的多样性与多元化，提高战略腹地地区的市场准入水平，从而更加有效地引导产业链“西进”。

第二，重视企业的预期管理。“加强战略腹地建设”的提出能够降低企业面临的政策不确定性，在后续制定和实施相关政策时，应进一步注重对企业的预期管理，明确政策导向，统筹安排支持政策，降低企业面临的不确定性，帮助企业形成对战略腹地投资的稳定预期和共识，从而推动企业在国内的梯度有序转移，优化经济空间布局。

第三，加快关键核心技术攻关，加速国产中间品替代。在当前我国部分领域核心材料与设备对美国进口依赖程度较高的现实条件下，投入品进口面临的贸易壁垒风险对中国产业链供应链的竞争力和安全性造成了极大挑战。因此，应提前进行谋划，大力推动科技创新，加快关键领域和薄弱环节补短板，寻求中间品进口替代方案，增强制造业核心领域自主可控能力，有效降低外部风险冲击，从而进一步提升产业链供应链韧性和安全水平。

需要说明的是，研究样本主要是中国本土企业，暂未将跨国公司的“南下”与“西进”纳入研究范围，并且仅对外部冲击下企业中短期选择的局部均衡进行了讨论，而对外部冲击的长期一般均衡、对上下游关联企业的溢出效应以及对区域层面宏观指标（包括工资水平、经济发展水平等）的影响，将是进一步推进的研究方向。同时，如何将研究拓展到非上市公司样本也将作为未来的重要方向。

〔责任编辑：张天悦〕