



首都经济贸易大学
CAPITAL UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

共建“一带一路”倡议与沿线国家资本市场联动 研究：国际公共产品视角

沙叶舟，黎凌逸

首都经济贸易大学 金融学院



（一）研究背景

- 高质量的国际公共产品和服务是全球经济治理体系的重要保障。
- 美国提供国际公共产品的意愿和能力降低，国际经济秩序面临着不可测的风险（裴长洪和刘斌，2020）。
- 习近平总书记多次强调——

“中国的发展得益于国际社会，也愿为国际社会提供更多公共产品”
- 党的二十大报告指出，“共建一带一路已成为深受欢迎的国际公共产品和国际合作平台”，并强调“要继续推动一带一路建设高质量发展”。
- 现有研究主要从经济增长、国际法、潜在风险等角度探讨“一带一路”倡议的国际公共产品属性（王亚军，2018；石静霞，2021）。

• 资本市场协同联动

• 1451.9亿美元VS 15.88万亿美元

- 中国2020年对外直接投资（OFDI）
- 数字相对稳定
- 体现为长期权益投资或债投（两者在企业看起来是差不多的）
- 中国2020年的股票市场交易总额
- 高度波动
- 大部分为股票，流动性高
- 如果一带一路沿线国家的资本协同为10%，意味着1.59万亿美元市值的资本在市场上同向而行。这一数字在测度投资者信心、信息传导、估值一致性、风险传染等经济问题上的价值，高于OFDI或其他经济联系

(二) 研究内容与研究结论

研究内容：

- 基于**83个国家2006-2020年间股票指数数据**，采用**交错双重差分法**评估“一带一路”倡议在各国股票市场的政策效应。

研究结论：

- 各国在加入“一带一路”倡议后**股价同步性提升了22.56%**，且具有**显著的经济效益**。
- “一带一路”倡议的这种促进效应具有**普惠特征**和**“后发优势”**。在经济发展水平低、金融发展水平低、人类发展水平低、性别发展水平低的经济体同步性提升更大。
- 沿线国家**深化对华合作是股市联动的重要推手**。“五通”均在不同程度上提高了沿线国家的股票市场同步性。

(三) 边际贡献

- 揭示了各国加入“一带一路”倡议后在金融合作上的巨大变化和潜力。
 - 既有研究主要考察倡议中通过**顶层设计**构建的国际产品和服务带来的正向效应。
 - 本文关注各国投资者自下而上对“一带一路”倡议的认可。
- 揭示了习近平总书记“五通”论述背后丰富的理论价值。
 - 将“五通”的丰富内涵从促进沿线国家投资规模（吕越等，2019）拓展到**提高国际金融公共产品和服务的发展潜力上**。
- 为高质量发展“一带一路”沿线国家金融市场、提供普惠性金融基础设施和金融风险管理工具的供给侧改革提出有针对性的见解。

（一）“一带一路”倡议的国际经济影响

- **国际贸易**：促进了中国对沿线国家的出口、贸易互补（Yu et al, 2019；毛海欧和刘海云，2019）。
 - **对外直接投资**：促进中国企业对沿线国家投资规模增长（金刚和沈坤荣，2019；吕越等，2019；贾妮莎和雷宏振，2019）。
 - **全球价值链**：加速全球价值链重构进程，让更多发展中国家融入国际分工体系（戴翔和宋婕，2021）。
 - **人民币国际化**：显著提升人民币影响力（隋建利等，2020；宋科等，2022）。
- 既有研究大都集中在其**显性表现**。而“一带一路”倡议实施以来，关于各国自发形成的**隐性公共产品**讨论较少，例如股票市场联动。

（二）既有国际公共产品对股价同步性的影响

- 各区域协定均提升参与国家股价同步性：
 - 北美自由贸易协定（Li et al., 2003）；
 - 欧盟（Bartram et al., 2007； Virk and Javed, 2017）；
 - 东盟（Caporale et al., 2019）。

（三）股价同步性提升的理论与现实价值

- 对于投资者：低成本参与国际股票市场的机会（Qin et al., 2022）。
- 对于企业：促进金融资源统一，帮助企业以较低的成本筹措更多资金（Shi, 2022）。
- 对于政策制定者：有利于外汇市场与金融市场发展（隋建利, 2020）。

理论假设

- 中国与沿线国家在金融合作打造了越来越多“一带一路”金融共同体。
- 欧盟、东盟等区域协议签订能够提升参与国家的股价同步性（Virk & Javed, 2017）。“一带一路”对股价同步性也可能存在正向影响。

假设1：“一带一路”倡议能够提升沿线国家股价同步性，发挥国际公共产品功能。

经济全球化的“中心-外围”理论（Roal Prebisch, 1949）断言了一体化带来的排他性：落后的外围国家将长期排斥在资本同步之外。“一带一路”倡议作为一种公共产品，具有**非竞争性和非排他性**特点。

- 就参与国家而言，“一带一路”倡议的重要特点在于**开放性、包容性与多元性**。
- 就受益国家而言，“一带一路”建设成果遵循“**共商共建共享**”原则、并非由特定国家独享。
 - 相对于中高收入国家，“一带一路”倡议更有助于推动中低收入国家产业升级（戴翔和宋婕，2021）。

假设2：“一带一路”倡议对中低收入国家股价同步性影响更显著。

(一) 数据说明与计量模型设定

数据说明

- 共收集了83个国家的股指数据，其中58个国家已加入“一带一路”倡议，样本期为2006年1月至2020年12月。并将各股指换算成人民币计价计算股价同步性。样本内所有连续变量在1%和99%的水平上进行了缩尾处理。

计量模型设定

各国与中国签订“一带一路”倡议相关协议的时间各不相同，采用交错双重差分方法进行估计：

$$SYN_{i,t} = \alpha + \beta_1 JoinBRI_{i,t} + \gamma X_{i,t} + \mu_i + \lambda_t + \varepsilon_{i,t}$$

- $SYN_{i,t}$ 为国家*i*在月份*t*的股价同步性；
- $JoinBRI_{i,t}$ 为“一带一路”倡议的虚拟变量（加入当月及以后=1）；
- $X_{i,t}$ 为国家层面的控制变量， μ_i 和 λ_t 分别表示年度固定效应和国家固定效应， α 和 $\varepsilon_{i,t}$ 为模型截距项和残差。

(二) 变量定义

股价同步性

- 参照（Morck et al, 2000）等，对国家 i 股票指数的月度收益率数据以12个月为窗口滚动回归：

$$r_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 * r_{m,t} + \varepsilon_{i,t}$$

$$SYN_{i,t} = \log \left(\frac{R_i^2}{1 - R_i^2} \right)$$

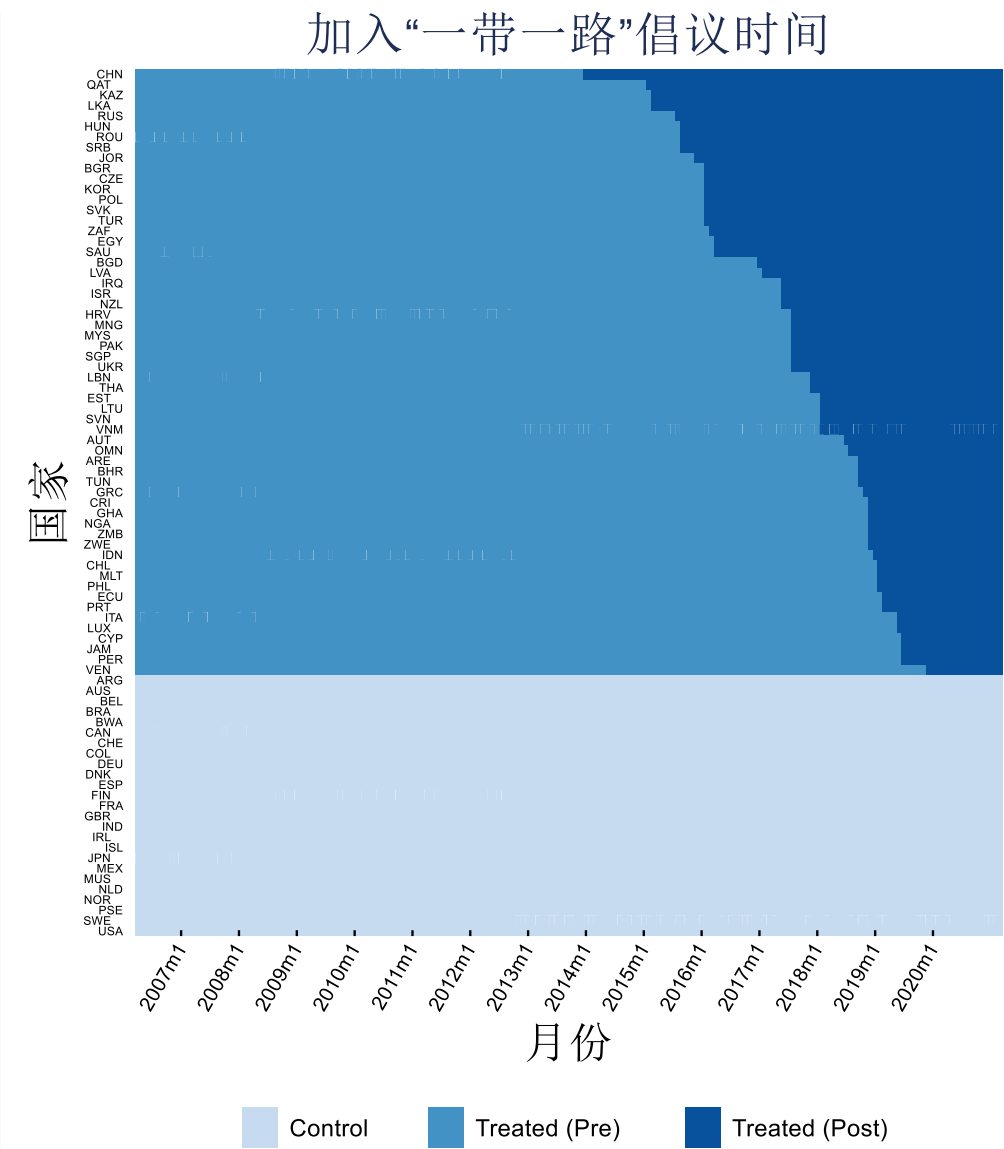
- $r_{i,t}$ 是国家 i 在月份 t 的股指收益率；
- $r_{m,t}$ 是时间 t 的“一带一路”市场收益率，以各个国家上一年的GDP为权重进行加权计算；
- R^2 为模型（1）的拟合优度，对 R^2 进行对数化处理，得到国家 i 在时间 t 的股价同步性 $SYN_{i,t}$ ；
- 月度数据选取标准：该月最后一个交易日数据。

(二) 变量定义

| 变量 | 定义 | 数据来源 |
|----------------|----------------------------|---------------------------------|
| 被解释变量: | | |
| <i>SYN</i> | 人民币计价的各国主要股票指数收益率与市场指数的同步性 | 根据S&P Capital IQ Pro数据库原始数据计算得到 |
| 解释变量: | | |
| <i>JoinBRI</i> | 各国加入“一带一路”倡议后取1，否则为0 | 中国一带一路网 |
| 控制变量: | | |
| <i>GDPPC</i> | 各国人均生产总值的对数 | 世界银行WDI数据库 |
| <i>Kaopen</i> | 伊藤资本开放指数 | Chinn-Ito（2006） |
| <i>Xmgdp</i> | 各国进出口总额与国内生产总值的比值 | 世界银行WDI数据库 |
| <i>FDI</i> | 外国直接投资净流入与国内生产总值的比值 | 世界银行WDI数据库 |
| <i>Mvgdp</i> | 各国股票市场资本总额与国内生产总值的比值 | 世界银行WDI数据库 |
| <i>WGI</i> | 全球治理指数 | 世界银行WGI数据库 |

(三) 描述性统计

| 变量 | 样本数 | 均值 | 标准差 | 最小值 | 最大值 |
|----------------|-------|--------|-------|--------|--------|
| <i>SYN</i> | 10098 | -1.634 | 2.254 | -9.456 | 2.174 |
| <i>JoinBRI</i> | 10098 | 0.177 | 0.381 | 0.000 | 1.000 |
| <i>GDPPC</i> | 10098 | 9.534 | 1.135 | 6.811 | 11.380 |
| <i>Kaopen</i> | 10098 | 0.708 | 0.333 | 0.000 | 1.000 |
| <i>Xmgdp</i> | 10098 | 0.905 | 0.606 | 0.228 | 3.582 |
| <i>FDI</i> | 10098 | 0.070 | 0.184 | -0.063 | 1.460 |
| <i>Mvgdp</i> | 10098 | 0.635 | 0.537 | 0.046 | 2.699 |
| <i>WGI</i> | 10098 | 0.447 | 0.808 | -1.128 | 1.808 |



(一) 基准回归结果

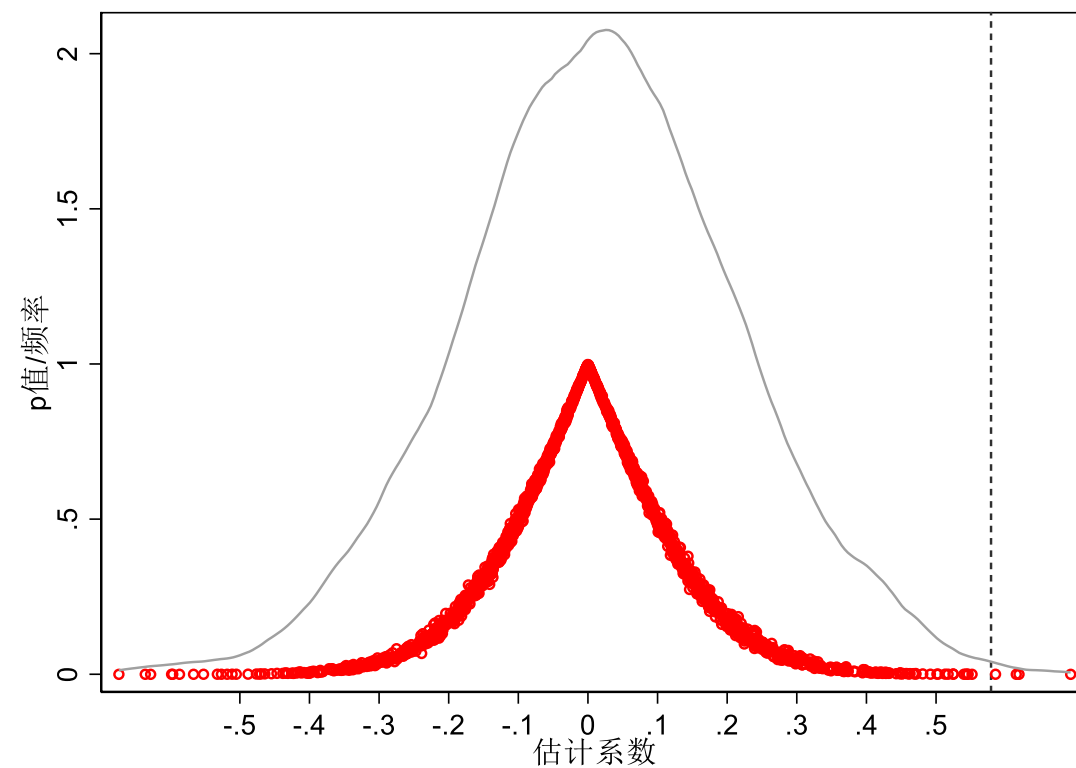
- “一带一路”倡议显著提升了股价同步性。
- 经济含义：JoinBRI 每提高一个标准差，沿线国家同步性 SYN 上升**22.56%**，或者**10.01%**个 SYN 单位标准差（ $0.592 \times 0.381 / 2.254$ ）。

| 变量 | (1) | (2) |
|---------------------|-----------------------|----------------------|
| | SYN | SYN |
| JoinBRI | 0.640*** (8.02) | 0.592*** (7.30) |
| GDPPC | | -0.220 (-1.46) |
| Kaopen | | -0.280 (-1.39) |
| Xmgdp | | -0.017 (-0.10) |
| FDI | | -0.574*** (-3.12) |
| Mvgdp | | -0.937*** (-9.44) |
| WGI | | 0.223 (0.97) |
| Constant | -1.747*** (-74.90) | 1.106 (0.76) |
| Country FE | Yes | Yes |
| Month FE | Yes | Yes |
| N | 10098 | 10098 |
| adj. R ² | 0.357 | 0.364 |

(二) 交错双重差分有效性检验

1. 安慰剂检验

- 构建出安慰剂检验的虚拟变量 $JoinBRI^{false}$ ，随机重复抽样2000次。
- $JoinBRI^{false}$ 的系数集中分布在 0 附近，真实的估计系数为0.592，在安慰剂检验的估计中属于异常值。

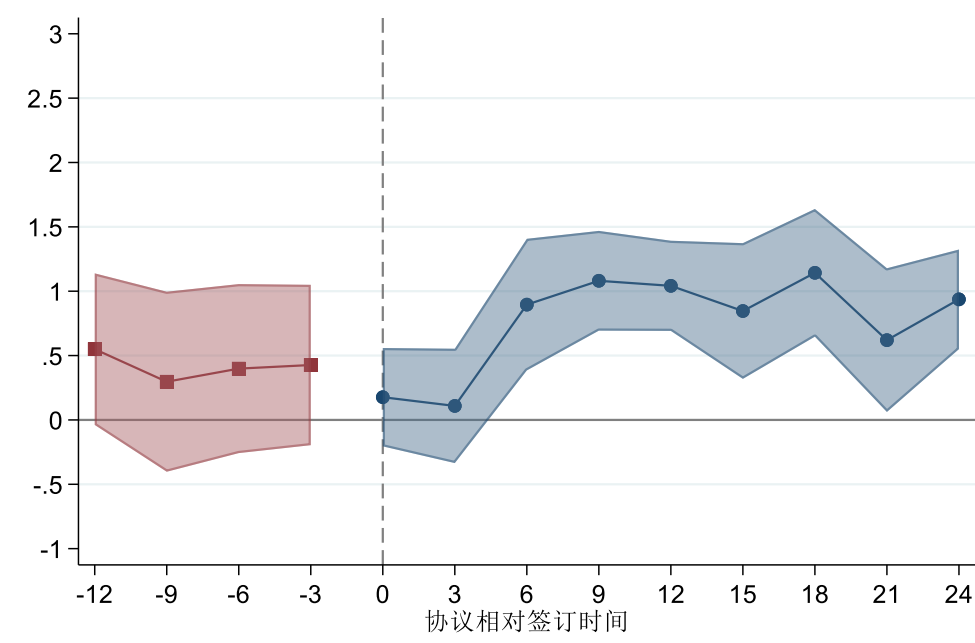


(二) 交错双重差分有效性检验

2. Goodman-Bacon分解

3. 两阶段双重差分法

4. 平行趋势检验



| 面板 A：Goodman-Bacon 权重分解表 | | |
|--------------------------|-------|--------|
| | 估计值 | 权重 |
| 新处理 vs. 已处理 | 0.161 | 7.24% |
| 新处理 vs. 尚未处理 | 0.646 | 27.31% |
| 处理 vs. 从未处理 | 0.969 | 65.45% |

| 面板 B：两阶段双重差分 | | |
|--------------|----------|----------|
| 变量 | (1) | (2) |
| | SYN | SYN |
| JoinBRI | 0.842*** | 0.882*** |
| | (3.00) | (2.85) |
| Controls | No | Yes |
| Country FE | Yes | Yes |
| Month FE | Yes | Yes |

（三）股市联动的经济效益

- 建立“一带一路”指数和美元指数的投资组合，分析“一带一路”股票资产对冲美元汇率风险的效率与经济效益（Sha & Song, 2021）。
- 倡议提出3年后，投资组合的对冲效率提高了**12.12%**；投资组合收益由**-1.516%**增长至**12.982%**。随着投资者的风险厌恶程度提高，投资组合的效益逐渐增长。

| 面板 A：投资组合对冲效率与收益 | | | |
|------------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|
| | 最优对冲比率 (β) | 对冲效率($HE*100$) | 组合收益 ($R_{h,t}$, %) |
| 倡议提出前 | 0.045 | 1.559 | -1.516 |
| 倡议提出后 1 年 | 0.033 | 1.637 | 4.479 |
| 倡议提出后 3 年 | 0.032 | 1.748 | 12.982 |
| 面板 B：对冲策略的经济显著性 | | | |
| | $\gamma = 3$ （低风险厌恶） | $\gamma = 6$ （中风险厌恶） | $\gamma = 12$ （高风险厌恶） |
| 无交易成本 ($TC = 0$) | 2.307 | 4.476 | 8.814 |
| 有交易成本 ($TC = 0.5\%$) | 2.247 | 4.416 | 8.754 |

(一) 地缘政治、不确定性风险与市场同步性

- 地缘政治风险较高预示着更低的投资与就业水平、更高的灾难发生概率和全球经济体更高的下行风险。
- 数据来源：
 - GPR全球指数（Caldara & Iacoviello, 2022）
 - WUI指数（Ahir H et al., 2022），覆盖了143个国家
- 全球地缘政治风险或不确定性风险的增加，削弱了“一带一路”倡议对沿线国家股价同步性的积极影响。

| 变量 | 地缘政治风险指数 | | 世界不确定性指数 | |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | SYN | SYN | SYN | SYN |
| JoinBRI | 0.814*** (2.93) | 0.758*** (2.70) | 0.669*** (8.06) | 0.621*** (7.33) |
| JoinBRI*GPR | -1.263*** (-3.31) | -1.195*** (-2.90) | | |
| GPR | 5.945*** (2.98) | 5.690** (2.52) | | |
| JoinBRI*WUI | | | -2.811*** (-3.64) | -2.015** (-2.50) |
| WUI | | | -1.193*** (-2.77) | -1.663*** (-3.84) |
| Controls | No | Yes | No | Yes |
| Country FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Month FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 10098 | 10098 | 9410 | 9410 |
| adj. R ² | 0.219 | 0.227 | 0.375 | 0.383 |

(二) “欢迎搭便车”——联动的普惠性

1. 经济发展水平与金融发展水平

- 经济发展水平：人均GDP
- 金融发展水平：股票市值占GDP比例
- 股市联动主要体现在人均收入水平低、股市发展水平低的国家。

| 变量 | 经济发展水平 | | 金融发展水平 | |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | SYN | SYN | SYN | SYN |
| JoinBRI | 0.596*** (7.40) | 0.537*** (6.54) | 0.565*** (7.04) | 0.581*** (7.19) |
| JoinBRI*GDPPC | -0.241*** (-4.04) | -0.229*** (-3.82) | | |
| GDPPC | -0.239* (-1.77) | -0.271* (-1.81) | | |
| JoinBRI*Mvgdp | | | -0.209*** (-2.61) | -0.213*** (-2.61) |
| Mvgdp | | | -0.852*** (-8.34) | -0.849*** (-8.19) |
| Controls | No | Yes | No | Yes |
| Country FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Month FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 10098 | 10098 | 10098 | 10098 |
| adj. R ² | 0.359 | 0.365 | 0.363 | 0.364 |

(二) “欢迎搭便车”——联动的普惠性

2. 人类发展指数与性别发展指数

- 人类发展指数： HDI 指数，涵盖了健康 (I_{Health})、教育 ($I_{Education}$)、收入 (I_{Income}) 三个维度。
- 性别发展指数： GDI 指数，女性人类发展指数 (HDI_f) 和男性人类发展指数 (HDI_m 之比)。
- 数据来源：UNDP。
- “一带一路”倡议对股价同步性的影响主要体现在人类发展水平低、性别发展水平低的国家。与传统全球一体化“中心-外围理论”预言后发国家很难融入一体化进程差异鲜明。

| 变量 | 人类发展指数 | | 性别发展指数 | |
|---------------------------|----------------------|----------------------|---------------------|---------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> |
| <i>JoinBRI</i> | 0.606*** (7.53) | 0.550*** (6.74) | 0.591*** (7.28) | 0.554*** (6.72) |
| <i>JoinBRI*HDI</i> | -3.622*** (-5.62) | -3.709*** (-5.72) | | |
| <i>HDI</i> | 3.545* (1.83) | 6.830*** (3.33) | | |
| <i>JoinBRI*GDI</i> | | | -3.615** (-2.31) | -2.756* (-1.76) |
| <i>GDI</i> | | | 14.367*** (5.52) | 17.510*** (6.46) |
| <i>Controls</i> | No | Yes | No | Yes |
| <i>Country FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Month FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 10098 | 10098 | 10098 | 10098 |
| <i>adj. R²</i> | 0.360 | 0.367 | 0.361 | 0.368 |

(三) 机制分析

1. “一带一路”倡议合作深度

- 伙伴关系相比于谅解备忘录在法律、实际效力上都要更高一层（石静霞，2021），构建“一带一路”倡议合作深度指标 $BRI_deep1_{i,t}$:

$$BRI_deep1_{i,t} = \begin{cases} 2 & \text{发布伙伴关系联合声明} \\ 1 & \text{签署谅解备忘录} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$$

- 宋科等（2022）认为，区域贸易协定、双边投资协定等正式条约意味着合作文件法律效力的提升，构建合作深度指标 $BRI_deep2_{i,t}$:

$$BRI_deep2_{i,t} = \begin{cases} BRI_{i,t} + BIT_{i,t} + FTA_{i,t} & \text{若} i \text{国在} t \text{月已签署“一带一路”协议、区域贸易协定、双边投资协定} \\ 0 & \text{其他} \end{cases}$$

(三) 机制分析

1. “一带一路”倡议合作深度

- 与中国合作深度越深，“一带一路”倡议对股价同步性影响越明显。
- 从公共产品角度来说，各国合作协议签订等级越高，意味着更高质量的国际公共产品供给。

| | (1) | (2) | (3) | (4) |
|---------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | SYN | SYN | SYN | SYN |
| JoinBRI_deep1 | 0.565*** (9.45) | 0.550*** (9.10) | | |
| JoinBRI_deep2 | | | 0.125*** (3.61) | 0.119*** (3.38) |
| Controls | No | Yes | No | Yes |
| Country FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Month FE | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 10098 | 10098 | 10098 | 10098 |
| adj. R ² | 0.359 | 0.366 | 0.354 | 0.361 |

(三) 机制分析

2. 国际公共产品视角下的“五通”

- 2015年《愿景与行动》：政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通与民心相通。
 - (1) 政策沟通：“一带一路”建设的重要保障
 - 政策沟通能够很好地缓解国家间政治冲突、有效协调政府间关系（张中元，2021）。
 - 代理变量：
 - 中国共产党代表团访问各样本国家次数（Visit）
 - 各国资本账户政策协同（CowithChina）
 - 股权账户政策协同（CowithChina_eq）（彭红枫等，2022）
 - 政策沟通是“一带一路”公共产品影响各国股价同步性的有效渠道。

| 变量 | 代表团访问次数 | | 资本账户政策协同 | | 股权账户政策协同 | |
|----------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (1) | (2) | (4) |
| | SYN | SYN | SYN | SYN | SYN | SYN |
| JoinBRI | 0.264*** (2.96) | 0.197** (2.18) | 0.525*** (5.94) | 0.520*** (5.86) | 0.540*** (6.11) | 0.540*** (6.07) |
| JoinBRI*Visit | 0.635*** (4.54) | 0.627*** (4.46) | | | | |
| Visit | 0.032 (0.54) | 0.086 (1.45) | | | | |
| JoinBRI* CowithChina | | | 1.715** (2.48) | 1.835*** (2.76) | | |
| CowithChina | | | -0.629 (-1.46) | -0.602 (-1.41) | | |
| JoinBRI* CowithChina_eq | | | | | 2.386*** (5.05) | 2.501*** (5.45) |
| CowithChina_eq | | | | | 0.397 (1.55) | 0.228 (1.01) |
| Controls | No | Yes | No | Yes | No | Yes |
| Country FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| Month FE | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| N | 6781 | 6781 | 9162 | 9162 | 9162 | 9162 |
| adj. R ² | 0.376 | 0.387 | 0.369 | 0.379 | 0.369 | 0.379 |

(三) 机制分析

2. 国际公共产品视角下的“五通”

(2) 设施联通：“一带一路”建设的优先领域

- 代理变量：
 - 铁路总公里数对数 (*Train*)
 - 宽带总数对数 (*Broadband*)
 - 中国企业在各国绿地投资数量 (*Invest*)
- 数据来源：WDI、CGIT数据库。
- “一带一路”公共产品在基础设施建设上的投入能对股价同步性产生正向影响。

| 变量 | 铁路里程 | | 宽带数量 | | 中国企业绿地投资 | |
|---------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> |
| <i>JoinBRI</i> | 0.606*** (5.46) | 0.581*** (5.10) | 0.595*** (7.39) | 0.526*** (6.42) | 0.620*** (7.73) | 0.569*** (6.98) |
| <i>JoinBRI*Train</i> | 0.213*** (3.16) | 0.278*** (4.10) | | | | |
| <i>Train</i> | 0.142 (0.56) | -0.162 (-0.60) | | | | |
| <i>JoinBRI*Broadband</i> | | | 0.151*** (3.92) | 0.229*** (5.80) | | |
| <i>Broadband</i> | | | 0.086 (1.60) | 0.126** (2.23) | | |
| <i>JoinBRI*Invest</i> | | | | | 0.106** (2.16) | 0.109** (2.19) |
| <i>Invest</i> | | | | | -0.108*** (-4.72) | -0.095*** (-4.08) |
| <i>Controls</i> | No | Yes | No | Yes | No | Yes |
| <i>Country FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Month FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 5565 | 5565 | 9972 | 9972 | 10098 | 10098 |
| <i>adj. R²</i> | 0.401 | 0.409 | 0.359 | 0.367 | 0.359 | 0.365 |

(三) 机制分析

2. 国际公共产品视角下的“五通”

(3) 贸易畅通：“一带一路”建设的着力点

- 代理变量：
 - 各国进出口总额 (*Trade*)
 - 中国与各国双边贸易总额 (*Trade_China*)

数据来源：WDI、UN Comtrade数据库。

(4) 民心相通：“一带一路”建设的关键基础

- 代理变量：中国在各国外援助金额 (*Aid*)
- 数据来源：美国威廉玛丽学院Aid Data数据库。

贸易畅通、民心相通均是促进“一带一路”股价同步性上升的有效机制。

| | 贸易畅通 | | | | 民心相通 | |
|----------------------------|--------------------|--------------------|----------------------|----------------------|--------------------|--------------------|
| | 进出口总额 | | 与中国双边贸易总额 | | 中国对外援助 | |
| 变量 | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) |
| | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> |
| <i>JoinBRI</i> | 0.628*** (7.80) | 0.589*** (7.22) | 0.589*** (7.34) | 0.561*** (6.88) | 0.628*** (7.79) | 0.580*** (7.08) |
| <i>JoinBRI*Trade</i> | 0.092* (1.94) | 0.168*** (3.43) | | | | |
| <i>Trade</i> | -0.230* (-1.65) | -0.319 (-1.49) | | | | |
| <i>JoinBRI*Trade_China</i> | | | 1.373 (1.31) | 2.341** (2.13) | | |
| <i>Trade_China</i> | | | -6.381*** (-7.37) | -4.697*** (-5.32) | | |
| <i>JoinBRI*Aid</i> | | | | | 0.072 (1.49) | 0.097** (2.00) |
| <i>Aid</i> | | | | | -0.037 (-0.78) | -0.061 (-1.28) |
| <i>Controls</i> | No | Yes | No | Yes | No | Yes |
| <i>Country FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Month FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 9882 | 9882 | 10098 | 10098 | 10098 | 10098 |
| <i>adj. R²</i> | 0.371 | 0.379 | 0.360 | 0.365 | 0.358 | 0.364 |

(三) 机制分析

2. 国际公共产品视角下的“五通”

(5) 资金融通：“一带一路”建设的重要支撑

- 代理变量：
 - 各国本土商业银行分支机构数量对数 (*Bankbranch*)
 - 中资银行在各国分行数量 (*Bankbranch_China*)，包括中行、建行、交银、农行、工行共五家国有大行。
- 数据来源：WDI数据库、手工收集。
- “一带一路”公共产品在资金融通上的投入能对股价同步性产生正向影响。

| 变量 | 商业银行分支机构 | | 中国商业银行分支机构 | |
|--------------------------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| | (1) | (2) | (3) | (4) |
| | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> | <i>SYN</i> |
| <i>JoinBRI</i> | 0.640*** (7.75) | 0.589*** (6.99) | 0.341*** (3.59) | 0.350*** (3.67) |
| <i>JoinBRI*</i> <i>Bankbranch</i> | 0.297*** (3.34) | 0.286*** (3.12) | | |
| <i>Bankbranch</i> | 0.072 (0.52) | 0.538*** (3.52) | | |
| <i>JoinBRI*Bankbranch_China</i> | | | 0.077** (2.02) | 0.105*** (2.71) |
| <i>Bankbranch_China</i> | | | 0.106*** (3.60) | 0.100*** (3.34) |
| <i>Controls</i> | No | Yes | No | Yes |
| <i>Country FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>Month FE</i> | Yes | Yes | Yes | Yes |
| <i>N</i> | 9758 | 9758 | 6955 | 6955 |
| <i>adj. R²</i> | 0.372 | 0.380 | 0.451 | 0.459 |

（一）结论

- 本文使用**全球 83 个国家 2006-2020 年间**的面板数据，采用交错双重差分法对“一带一路”倡议在推动合作国家股票市场高质量发展的政策效应、潜在机制与发展差异上进行了分析。
- **实证结果表明：**
 - （1）“一带一路”倡议的实施显著提升了沿线国家与“一带一路”股票市场同步性，平均而言，**同步性增长达到22.56%**，该结果在进行多重稳健性检验后仍然成立；
 - （2）“一带一路”倡议对股票市场联动的促进是**公平普惠**的。主要表现在**经济发展水平低、金融发展水平低、人类发展水平低、性别发展水平低**的国家从加入共建“一带一路”倡议带来的资本市场一体化中受益更高；
 - （3）“一带一路”**合作深化**是股市联动重要推手，其中以政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通和民心相通（“五通”）为主要内容。

(二) 政策建议

未来高质量落实“一带一路”倡议可从以下多方面考虑：

- (1) 股价同步性变化的背后是国际资本对域内经济体的一次“**再定价**”，深入发掘资本要素市场一体化的潜在协同影响，将资本市场一体化作为“一带一路”金融合作的新发力点；
- (2) 要从沿线国家的差异化中认识到“**一带一路**”**倡议金融合作的普惠属性**。沿线国家存在金融基础设施建设不足、存在难以接触国际金融市场的情况，要针对性的让“一带一路”倡议成为这些国家获得国际资本的新机遇；
- (3) 推进“一带一路”建设与“**国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进**”**战略的对接**。国际资本市场的双循环既要包括加大中国的对外投资力度，也要构建能吸引沿线国家资本在中国市场寻找投资机遇。



首都经济贸易大学
CAPITAL UNIVERSITY OF ECONOMICS AND BUSINESS

谢谢！ 敬请各位老师批评指正！
