

中美贸易摩擦对异质性企业的影响

——基于中国A股上市公司的事件研究

袁劲¹, 赵灿¹, 陈贤孟²

(1. 广州大学经济与统计学院, 广东 广州 510006; 2. 厦门大学经济学院, 福建 厦门 361005)

摘要: 随着中国对外贸易的蓬勃发展, 双边贸易摩擦事件也日益增多, 这种外部贸易摩擦究竟会对中国微观主体产生怎样的影响? 基于中美贸易摩擦的背景, 以中国A股上市公司为研究样本, 采用事件研究法实证检验外部贸易摩擦的微观主体效应。研究结果表明, 中美贸易摩擦对生产率、规模、要素密集度、所有权属性不同的企业的影响均存在显著差异, 具体而言, 中美贸易摩擦对高生产率企业、大规模企业、低劳动密集度企业与民营企业的影响相对更大。进一步研究发现, 采用不同企业异质性衡量指标的检验结果最终均可归结于企业全要素生产率, 即全要素生产率是企业在中美贸易摩擦中所受影响程度大小的决定因素, 而且生产率越高的企业所受影响程度越大。该研究结果有助于理解中美贸易摩擦的微观主体效应, 从而为中国更好地解决外部贸易摩擦与促进国内经济转型提供借鉴和参考。

关键词: 贸易摩擦; 异质性企业; 事件研究法; 全要素生产率

中图分类号: F752.0 **文献标志码:** A **文章编号:** 1000-2154(2022)09-0090-15

DOI: 10.14134/j.cnki.cn33-1336/f.2022.09.007

Impact of Sino-US Trade Friction on Heterogeneous Firms: An Event Study Based on China's A-share Listed Firms

YUAN Jin¹, ZHAO Can¹, CHEN Xianmeng²

(1. School of Economics and Statistics, Guangzhou University, Guangzhou 510006, China;

2. School of Economics, Xiamen University, Xiamen 361005, China)

Abstract: With the vigorous development of China's foreign trade, bilateral trade frictions are increasing. What impact will such external trade frictions have on China's micro subjects? Based on the background of Sino-US trade frictions, this paper investigates the micro-subject effects of bilateral trade friction by applying Event Study method and using the data of China's A-share listed firms. The results show that the impact of Sino-US trade friction on heterogeneous firms is significantly different. Specifically, Sino-US trade friction has a relatively greater impact on high-productivity firms, large-scale firms, low-labor-intensive firms and private firms. Further study finds that the above results using different indicators for firms' heterogeneities finally can be attributed to the level of total factor productivity of firms, that is, total factor productivity is the determinant of the impact on firms. The results of this paper are helpful for understanding the micro-subject effects of Sino-US trade friction, and provide reference for China to better solve external trade friction and promote domestic economic transformation.

Key words: trade friction; heterogeneous firms; event study; total factor productivity

收稿日期: 2022-07-26

基金项目: 国家社会科学基金青年项目“竞争中性视域下减税降负对中国多产品企业出口竞争的影响”(20CJL010)

作者简介: 袁劲,男,讲师,经济学博士,主要从事国际贸易与税收和多产品企业研究;赵灿(通讯作者),女,讲师,经济学博士,主要从事国际贸易与产业政策研究;陈贤孟,男,博士研究生,主要从事国际贸易研究。

一、引言

自2008年国际金融危机以来,各国经济始终处于深度调整之中,尚未实现理想复苏,与此同时,贸易保护主义有所抬头,全球范围内的“逆全球化”(Deglobalization)暗潮涌动,英国脱欧、美国大选、难民危机、地缘冲突等事件无不凸显着这一思潮。2017年8月14日,特朗普签署行政备忘录授权美国贸易代表对中国贸易行为进行审查;同月18日,美国正式对中国发起“301调查”,自此,中美新一轮贸易摩擦拉开序幕并愈演愈烈。2018年3月22日,特朗普签署备忘录宣布对从中国进口的约600亿美元商品加征关税;作为回应,商务部于3月23日发布了针对美国进口钢铁和铝产品232措施的中止减让产品清单,拟对自美进口部分产品加征关税;4月4日,美国公布了对华加征关税清单,对价值约500亿美元的中国商品加征25%关税,涉及航空航天、信息和通信技术、医药等行业,同日下午,中国决定对原产于美国、价值约500亿美元的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%的关税;同年6月15日,美国和中国先后公布对价值约500亿美元商品征收25%的加税清单,“中美贸易战”正式开打。

中美贸易摩擦不仅仅是简单的贸易战争,更是一场中国高新技术产业追赶和崛起过程中面临的产业竞争。美国已经从过去的自由贸易主导者转变为当前的贸易保护推动者,其挑起中美贸易摩擦的意图明显:随着中国经济的快速发展,中国制造业在全球价值链地位不断攀升,并呈明显的追赶趋势,从而对美国的利益产生威胁,尤其是在2015年中国提出《中国制造2025》以后。为了维持自己在高端制造业的绝对优势地位,美国企图通过挑起贸易摩擦的方式掣肘中国高端制造业发展,因此,加征关税商品主要涉及航空航天、信息和通信技术、医药等高端制造业,而非中国更具比较优势的中低端劳动密集型产品。此外,巨额的货物贸易逆差成为美国频繁对中国发难、挑起双方贸易摩擦的理由。金融危机之后,美国提出“再工业化”战略,试图消除这种贸易的不平衡,由于要素禀赋结构变化的不可逆性,美国难以恢复其在传统制造业的比较优势,所以该战略收效甚微^[1]。因此美国企图通过贸易保护措施将中国产品排挤在外,以北美市场为基础重振该国制造业。从更深层次来看,中国快速崛起并在相关行业实现赶超后,威胁到了美国的经济霸权地位^[2],所以为了建立一个维护美国经济利益的新国际贸易秩序,美国试图采用霸权方式重夺全球战略话语权和国际贸易秩序主导权。

中国和美国作为世界上最大的两个经济体,其经贸关系必然对全球经贸格局产生重要影响。当前,中国国内正处于经济转型升级的关键阶段,国际环境仍然会对中国经济未来发展产生深远影响。而作为重要的外部环境约束,中美贸易摩擦究竟会对中国微观主体产生怎样的影响?这种影响是否因企业的异质性而存在显著差异?究竟哪类企业会在中美贸易摩擦中遭受更大的影响?鉴于此,本文拟以中国A股上市公司为样本,利用事件研究法考察中美贸易摩擦对中国微观主体的影响,进而对实体经济转型升级的影响。

本文选取2018年4月4日美方公布对价值约500亿美元中国商品加征25%关税为研究事件,以全要素生产率、规模、要素密集度和所有权属性为企业异质性衡量指标,利用事件研究法考察中美贸易摩擦的微观主体效应,当中美贸易摩擦更有益于(或更不利于)某一类企业时,该类企业在股票市场上的相对收益率更高(或更低)。研究结果表明,中美贸易摩擦对异质性企业的影响存在显著差异,具体地,相比于低生产率企业、小规模企业、高劳动密集度企业与国有企业,中美贸易摩擦对高生产率企业、大规模企业、低劳动密集度企业与民营企业的影响更大。进一步研究发现,上述采用不同企业异质性衡量指标的检验结果最终均可归结于企业全要素生产率的高低,即全要素生产率是异质性企业在中美贸易摩擦过程中所受影响程度大小的决定因素,而且生产率越高的企业所受影响程度越大。这是由于美国挑起中美贸易战的真实目的是阻碍中国高端制造业发展的步伐,其加税主要对象为高端制品而非中国具有比较优势的中低端产品,这表明中美贸易摩擦对国内经济转型升级具有显著的抑制效应。本文研究结果有助于理解中美贸易摩擦的微观主体效应,从而为中国更好地解决外部贸易摩擦与促进国内经济转型提供借鉴和参考。

本文其余部分安排如下:第二部分为文献综述;第三部分为理论分析;第四部分为研究设计,包括模型构建、事件选取、数据来源和统计描述;第五部分为实证分析,包括基准回归结果、基准回归结果讨论以及

稳健性检验;第六部分为结论与政策建议。

二、文献综述

与本文最密切相关的文献主要有以下三支:一支是异质性企业贸易理论与实证的文献,二支是关于中美贸易摩擦的文献,三支是关于事件研究法的文献。

在异质性企业贸易理论研究领域中最具代表性和影响力的研究当属 Melitz (2003),该理论引入生产率异质性的假设,认为只有那些生产率较高的企业才可能克服沉没成本进入出口市场,而那些生产率较低的企业则只能在国内生产销售,生产率最低的企业甚至将退出市场^[3]。随即,大量文献在 Melitz (2003)^[3]模型的基础上通过放松或改变假设条件进行相关扩展。Helpman 等 (2004) 考虑了企业国际化方式的异质性^[4]; Melitz 和 Ottaviano (2008) 则将市场规模纳入模型并将企业加成率内生进行相关研究^[5];与 Melitz (2003)^[3]假设所有国家是对称的不同, Chaney (2008) 在其基础上构建了一个多边非对称的贸易模型并推导出引力模型,考察国际贸易对集约边际和扩展边际的影响^[6]; Bernard 等 (2011)^[7] 构建了一个多产品企业的一般均衡模型,特定产品的生产率由企业“能力”和企业在该产品的“专业经验”共同表示。这些研究为异质性企业贸易理论的完善和发展作出重要贡献。

在这一领域的实证研究也已经取得大量成果,学者们纷纷利用微观企业数据对理论推断进行检验。基于发达国家、新兴经济体以及欠发达国家等微观企业数据的实证研究大多支持了出口企业生产率高于非出口企业的结论^[8];基于中国微观企业数据的研究发现中国出口企业存在“生产率悖论”,原因在于中国存在大量加工贸易企业^[9-10]。另一方面,学者在异质性企业贸易理论框架下检验贸易自由化的影响效应,如 Bas (2012) 利用1992—1996年阿根廷企业层面数据^[11], Chevassus-Lozza 等 (2013) 基于2001—2004年法国企业层面数据^[12], 毛其淋和盛斌 (2013, 2014) 基于1998—2007年中国关税数据和工业企业数据^[13-14], 田巍和余森杰 (2013) 利用2000—2006年的规模以上中国制造业企业数据和海关数据,研究贸易自由化对企业出口选择和出口强度等影响^[15]; Schor (2004) 基于1986—1998年巴西制造业数据^[16], Amiti 和 Konings (2007) 利用1991—2001年印度尼西亚制造业普查数据^[17], Fernandes (2007) 基于1977—1991年哥伦比亚制造业企业数据^[18], Halpern 等 (2015) 基于1993—2002年匈牙利制造业企业数据^[19], 余森杰 (2010) 利用1998—2002年的中国制造业企业数据^[20], 简泽等 (2014) 基于1998—2007年中国工业企业数据,研究贸易自由化对企业生产率的影响^[21]。

在与中美贸易摩擦相关的研究中,现有文献主要研究了中美贸易摩擦对两国带来的经济影响和福利变化,甚至关注到中美贸易摩擦对其他国家产生的冲击。比如,倪红福等 (2018) 基于全球价值链视角与情景模拟方法分析了中美加征关税的价格效应和福利效应,研究发现中美加征关税会提高中美两国的价格水平,但是相较于中国而言,美国的价格水平提高幅度更大,进而福利损失程度更大^[22]。樊海潮和张丽娜 (2018) 基于中间品贸易角度研究了中美贸易摩擦的福利效应,发现中美贸易摩擦会使两国福利水平发生恶化,但是中国的福利水平恶化程度甚于美国^[23]。进一步地,樊海超等 (2020) 将关税收入纳入多国多部门模型,量化分析了中美贸易摩擦对中美两国及世界其他国家福利水平的影响,发现中美贸易摩擦恶化两国福利水平的同时,对世界其他国家影响较小^[24]。贸易不平衡是导致中美贸易摩擦的直接原因,部分文献针对贸易不平衡问题进行了研究,除此之外,也有部分文献研究了导致中美贸易局势发生变化的其他原因。比如,李鑫茹等 (2018) 从国民收入视角核算了中美贸易差额,研究得出传统的贸易差额核算方法都高估了中美贸易失衡^[25]。许宪春和余航 (2018) 从4个角度讨论了中美贸易不平衡问题,得出由于计价方式、转口贸易、贸易加成、旅行项目中包含货物等因素的存在,美国高估了其对中国的货物贸易逆差,而且中国对美国的服务贸易逆差缓解了贸易不平衡^[26]。余振等 (2018) 从全球价值链视角分析了中美贸易摩擦,研究得出中国相关行业在全球价值链地位提升会加大中美贸易摩擦的频率,而全球价值链参与度的提升会缩短贸易摩擦的持续时间^[27]。学者们还关注到中美贸易摩擦对增加值率、能源环境等多方面的影响。比如,史本叶和王晓娟 (2021) 基于全球价值链的视角并结合贸易增加值结构,探究了中美贸易摩擦的实际效

应,发现美国加征关税显著降低了中国对美出口中的第三国增加值率,但并没有显著改变国内增加值率^[28]。Liu等(2020)利用CGE模型内生化行业层面的价格和数量,研究发现中美贸易摩擦政策的实施降低了美国对华贸易逆差,并显著减少了能源消费,但对气温变化未产生显著影响^[29]。综观现有文献不难发现,目前对于中美贸易摩擦的研究是多方面的,但大多数有关中美贸易摩擦的研究仍是在国家宏观层面或产业中观层面进行讨论,缺少来自微观企业数据的证据,比上述文献更进一步,本文以中国A股上市公司为研究样本,实证检验中美贸易摩擦对微观主体的影响,将中美贸易摩擦的研究从宏观或中观层面拓展至企业微观层面。

与本文相关的另一支文献则是利用事件研究法研究某一特定事件或政策对企业经济效应的影响。与传统的事后评估相比,事件研究法的“事件窗口”较短,具有避免众多因素交叉影响的优势,进而被应用于经济学不同领域检验特定事件或政策的影响。比如,在公司金融领域,张新(2003)利用事件研究法检验并购重组对目标公司和收购公司的影响^[30];何诚颖和李翔(2007)、张伟强等(2008)、陈宋生和王立彦(2008)采用事件研究法分析股权分置改革的市场反应^[31-33];在税收领域,曾亚敏和张俊生(2005)、刘柏等(2020)分别基于股利所得税削减和增值税降税背景,利用事件研究法检验降税引起的市场反应^[34-35];在劳动经济学领域,杨青等(2018)则通过股票价格的反应评估了“限薪令”的政策效果^[36]。在国际贸易领域,事件研究法也受到学者们的关注。比如,巫强等(2014)采用事件研究法考察了美国对华反倾销调查事件对中国制造业上市公司的影响^[37];Thompson(1993)、Breinlich(2014)利用事件研究法检验美加自由贸易协定对加拿大制造业的影响^[38-39];刘德学和赵灿(2019)基于中国加入WTO多边贸易体制的背景检验了非对称开放对异质性企业的影响^[40];刘德学和赵灿(2019)进一步基于“一带一路”倡议背景,采用事件研究法检验新时期对外开放战略对异质性企业的差异影响^[41]。由此可见,事件研究法被广泛应用于经济学不同领域,但鲜有文献利用事件研究法检验中美贸易摩擦对微观主体的影响。

本研究的贡献主要体现在以下三个方面。第一,区别于现有文献主要从宏观层面或中观层面考察中美贸易摩擦的影响,本文以中国A股上市公司为研究样本,从微观企业层面检验中美贸易摩擦对微观主体的影响,进而更好地识别企业层面的异质性,将中美贸易摩擦的研究从国家宏观层面或中观层面拓展至企业微观层面。第二,区别于传统的事后评估,事件研究法的窗口期较短,可以有效避免其他因素的干扰,从而准确地评估中美贸易摩擦对微观主体的影响,本文既丰富了中美贸易摩擦的相关研究,也是对事件研究法评估政策效果相关文献的有益补充。第三,在贸易保护主义有所抬头、双边贸易摩擦事件日益增多的背景下,本文识别出外部贸易摩擦对中国微观主体的差异影响,为中国更好地解决外部贸易摩擦与促进国内经济转型提供参考。

三、理论分析

本文将关税变动率引入Melitz(2003)^[3]的异质性企业贸易理论,分析中美贸易摩擦对中国企业出口利润的影响,通过企业利润的变化揭示股票价格的波动。

(一) 消费者需求

假设代表性消费者的效用函数为常系数替代弹性(Constant Elasticity of Substitution, CES)效用函数,则可将效用函数表示为:

$$U = \left[\int_{\omega \in \Omega} q(\omega)^\rho d\omega \right]^{\frac{1}{\rho}} \quad (1)$$

式(1)中, U 代表消费者的效用水平, ω 代表连续产品种类, Ω 代表商品篮子的集合,商品篮子 Ω 中所有类型的产品 ω 之间的替代弹性为常数 σ ,并且任意两类商品的替代弹性 $\sigma = 1/(1-\rho) > 1$,那么,式(1)中 $0 < \rho < 1$ 。 $q(\omega)$ 为代表性消费者对产品 ω 的消费量。

此时,消费者的价格指数可定义为:

$$P = \left[\int_{\omega \in \Omega} p(\omega)^{1-\sigma} d\omega \right]^{\frac{1}{1-\sigma}} \quad (2)$$

式(2)中, $p(\omega)$ 为连续产品 ω 的价格, P 表示商品篮子的价格指数。

通过对消费者效用最大化问题求解,可以根据代表性消费者的直接效用函数得到其需求函数:

$$q(\omega) = Q \left[\frac{p(\omega)}{P} \right]^{-\sigma} \quad (3)$$

式(3)中, Q 表示消费者对所有连续产品的总需求量,且有 $Q \equiv U$ 。

通过消费者的需求函数,可以进一步得到消费者对每类商品的支出函数:

$$r(\omega) = R \left[\frac{p(\omega)}{P} \right]^{1-\sigma} \quad (4)$$

式(4)中, $R = P \times Q$,即消费者对所有产品的总支出。

(二) 企业生产和出口

假设每家企业只生产一种类型为 ω 的产品,且劳动是唯一的生产要素,将企业进入市场需要支付 $f > 0$ 单位的劳动作为固定成本。固定成本被确定后,企业能否继续存活主要取决于其生产率水平 φ ,生产率 φ 会直接进入企业的生产函数[如式(5)所示]:生产率越高的企业单位劳动投入的产出越高,其他条件不变的情况下,企业的单位产出的成本越少,企业越容易存活。假设企业的生产率水平是“与生俱来”的,只有企业支付固定成本进入市场后,方可观测自己的生产率水平,进而决定是否继续留在市场中从事生产和出口活动。由此,可以得到企业生产每一种类产品时,劳动的投入和产量间的关系:

$$l = f + \frac{q}{\varphi} \quad (5)$$

式(5)中, l 表示企业对连续产品 ω 的劳动总投入, f 表示企业进入时的固定成本, q 为该产品的产量, φ 为企业的生产率水平。

由于企业面对的消费者的效用函数是CES型效用函数,所以企业按照利润最大原则对产品进行定价时,产品的价格加成率也是一常数,该值为 $1/\rho$ 。如果将工资率水平标准化为1,那么,企业对产品的最优定价可表示为:

$$p(\varphi) = \frac{1}{\rho\varphi} \quad (6)$$

最后,如果企业决定出口,且每出口一单位产品需要支付的“冰山成本”为 τ ,那么企业在出口市场上对产品的最优定价为:

$$p(\varphi) = \frac{\tau}{\rho\varphi} \quad (7)$$

(三) 中美贸易摩擦对企业利润的影响

美国对华发动贸易战旨在遏制中国高技术产业发展,进而遏制中国的快速崛起^[42]。根据实际征税清单也可看出,美国主要对航空航天、生物医药、医疗器械、信息技术、新材料等战略性高科技产业的产品征收较高关税^[43-44]。因此,本文假设美国设定的关税税率为 t ,且随着企业生产率水平的上升,关税税率递增,即:

$$\frac{\partial t(\varphi)}{\partial \varphi} > 0 \quad (8)$$

式(8)表示关税税率 t 对生产率 φ 的一阶偏导大于0,即美国对中国征收的关税主要涉及生产率相对较高的行业,随着生产率的提高,关税税率也相应提高。显然,这一假设与事实相符。

中美贸易摩擦发生后,美国对中国企业出口产品加征关税会使产品出口成本增加,企业的最优定价因此发生变化,假设美国对每单位出口产品征收关税税率为 t 的从价税,此时,企业出口的最优定价为:

$$p(\varphi) = \frac{\tau[1+t(\varphi)]}{\rho\varphi} \quad (9)$$

将式(9)代入式(4),可以求得中美贸易摩擦发生以后,中国生产率为 φ 的企业将产品出口至美国的收入:

$$r(\varphi) = R \left\{ \frac{P\rho\varphi}{\tau[1+t(\varphi)]} \right\} \quad (10)$$

企业获得的利润为企业的收入 r 减去企业进入市场时的固定成本 f ,即

$$\pi(\varphi) = R \left\{ \frac{P\rho\varphi}{\tau[1+t(\varphi)]} \right\} - f \quad (11)$$

(四) 资本市场的股价波动

如果投资者能够迅速地对市场信息做出理性反应,那么,投资者会对产品市场的利润形成有效预期,即投资者认为的企业期望利润可表示为:

$$E[\pi(\varphi)] = R \left\{ \frac{P\rho\varphi}{\tau[1+t(\varphi)]} \right\} - f \quad (12)$$

事件研究法是基于股票价格波动来衡量特定经济事件对公司影响的一种定量研究方法,相较于传统的事后检验,事件研究法的主要优点是窗口期较短,可以较好地避免其他影响因素的混杂效应(Confounding Effect),从而保证较为单纯地识别特定经济事件的影响^[40]。本文基于事件研究法检验中美贸易摩擦的微观主体效应,其具体的思路是:在有效市场假设下,市场投资者能够迅速地对市场信息做出理性反应,因此,投资者会根据中美贸易摩擦的相关信息调整其投资行为,从而驱动市场交易,进而影响股票价格,产生异常收益率,因此,通过检验事件窗口期的累积异常收益率便可以清晰地识别中美贸易摩擦对微观主体的影响。

具体而言,根据贴现模型可知,股票的价格等于未来每股股利的贴现值之和,那么,企业在时间 t 的股票价格可表示为:

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{D_n}{(1+e)^n} \quad (13)$$

其中, D_n 为企业第 n 期的股利, e 为贴现率。假设企业将所有利润作为股利,则式(13)可进一步表示为:

$$P_t = \sum_{n=1}^{\infty} \frac{E[\pi_n(\varphi)]}{(1+e)^n} \quad (14)$$

其中, $E[\pi_n(\varphi)]$ 表示生产率为 φ 的企业第 n 期的期望利润。可以看出,股票价格反映了企业未来利润的信息,则股票价格波动反映了企业未来利润变化的信息,因此,特定期限股票收益率的差异可以反映未来利润受某一特定事件影响的差异。

由式(12)可知,中美贸易摩擦发生后,由于关税税率 t 上升了,导致企业的预期利润下降,如果投资者能够迅速地对市场信息做出理性反应,那么,预期的收入下降便会立即传导至股票市场,引起式(14)中股票价格 P_t 的下降,从而产生异于正常收益率的异常收益率。由此,本文提出第一个理论假说:

假说1:中美贸易摩擦发生后,微观企业主体的股票价格下降,产生异常收益率,从而对企业资本市场的表现造成不利影响。

进一步对式(12)分析可知,不同类型的企业受到中美贸易摩擦的冲击不完全相同:生产率较高的企业,式(12)中分数部分的分子较大,该效果导致高生产率的企业利润更高,也就是说,生产率高的企业本身能够获得更高自身收入,因而不容易退出市场,抗风险能力也更强,本文将这种效应称为企业的“自我强化效应”;生产率较高的企业,在中美贸易摩擦中受到的关税加征力度更强,即式(8)成立,此时,式(12)中分数部分的分子较大,该效果导致高生产率的企业收入更低,因而更容易受到关税加征的影响,本文将这种效应称为“关税加征效应”。不难发现,“自我强化效应”和“关税加征效应”对高生产率的企业的作用效果是相反的,但随着企业生产率的提高,这两类效应会同时加强,当“自我强化效应”小于“关税加征效应”时,高生产率企业的期望利润 $E[\pi_n(\varphi)]$ 减少较快,投资者的预期将会对高生产率企业股票价格 P_t 产生更为不利的影响,反之亦然。因此,本文提出第二个竞争性理论假说:

假说 2a: 当“自我强化效应”小于“关税加征效应”时,高生产率的企业受中美贸易摩擦的影响更大。
假说 2b: 当“自我强化效应”大于“关税加征效应”时,高生产率的企业受中美贸易摩擦的影响更小。

四、研究设计

(一) 模型构建

参考 Campbell 等(1997)^[45]的做法,本文选取应用最广泛的市场模型作为事件研究法的基本模型,其具体估计形式如下:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \varepsilon_{it} \quad (15)$$

其中, R_{it} 和 R_{mt} 分别表示股票 i 和市场指数 m 在交易日 t 的实际收益率, α_i 表示股票 i 收益率的个体影响因素, β_i 为敏感系数,表示股票 i 收益率与市场收益率的共同变化程度,因此,由特定事件冲击所引致的超额收益率被包含在随机误差项 ε_{it} 。区别于一般事件研究方法,本文通过进一步对误差项 ε_{it} 建模来定量分析中美贸易摩擦对异质性企业的差异影响^[20],即当中美贸易摩擦导致某类企业相对受损,则该类企业在股票市场上的超额收益率^①相对较低(甚至为负),因此,本文采用如下拓展的计量模型:

$$R_{it} + \alpha_i + \beta_i R_{mt} + \sum_{e=1}^2 Event_e (I_j + \delta_e Het_i) + \mu_{it} \quad (16)$$

其中, $Event_e$ 为事件窗口虚拟变量,在窗口的第一天 $Event_1$ 取值为1,而在窗口的第二天 $Event_2$ 取值为1; I_j 为行业虚拟变量,控制中美贸易摩擦对不同行业的差异影响; Het_i 表示将样本公司按照异质性指标进行分组的虚拟变量,例如根据同一行业内生产率的分布将样本公司分为高生产率企业和低生产率企业,则系数 δ_e 表示异质性企业在事件窗口的日平均超额收益率差异, $\sum \delta_e$ 为异质性企业之间累积平均超额收益率的差异,即中美贸易摩擦对异质性企业的差异影响程度。考虑到事件研究法通常存在截面相关(Contemporaneous Correlation)问题从而影响估计系数的显著性水平^[46],本文将标准误聚类至日层面。该模型的一个关键优点是处理异方差和截面相关问题更为直接,可以在标准 OLS 回归框架下通过对标准误进行适当聚类调整来实现。

(二) 事件选取

本文综合中美贸易摩擦的实际进展,选取2018年4月4日美方公布对价值约500亿美元中国商品加征25%关税作为本文的研究事件。选取依据是此次事件为美方首次公布对华加征关税的具体产品清单,该时点为首次向市场披露“中美贸易战正式开打”的信息,是真正意义上的开始,而此后一系列中美贸易摩擦事件可能会受预期效应的干扰。参考 Breinlich(2014)^[39]的做法,事件窗口选取为事件发生日与事件后1日以有效控制滞后效应,由于4月5日至8日为清明假期和周末,股市在此期间处于休市状态,所以在基准模型中本文将窗口期选定为4月4日和9日。在后续稳健性检验部分,本文通过调宽事件窗口将事件前1日纳入考虑以检验预期效应的干扰。参照事件研究文献的一般做法,本文选取事件发生前的200个交易日为估计窗口^[47]。

(三) 数据来源

本文核心数据为上海证券交易所(简称“上交所”)和深圳证券交易所(简称“深交所”)上市A股公司的股票价格数据,来源于网易(Net Ease);表征企业层面异质性特征的数据来源于同花顺数据库(iFinD),企业并购重组数据来源于国泰安数据服务中心(CSMAR)。本文按照如下标准处理和筛选样本:(1)剔除金融类公司(82家);(2)剔除样本期间交易状态处于异常(ST或者*ST状态)的公司(160家);(3)剔除在事件窗口期发布并购重组公告的公司(97家);(4)剔除上市时间晚于窗口期前一年的公司(349家),最终

^①本文第四部分实证分析中,CAAR表示当计量模型式(16)中的超额收益率采用美方公布加税清单发生日(4月4日)和事件窗口第2日(4月9日)的平均超额收益率累计值时,该模型的回归结果,即 $Event_1 \times Het_i$ 和 $Event_2 \times Het_i$ 的累计效应估计结果。

获得2829家A股上市公司样本。

市场收益率采用上证A股指数(000002)收益率与深证A股指数(399107)收益率的加权值表示,权重分别为上交所A股公司与深交所A股公司在研究样本中所占比例。^①在后续研究中,本文进一步基于沪深300指数(000300)收益率进行稳健性检验,以保证研究结果的可靠性。公司所处行业的分类标准为证监会行业分类标准(2012年修订)。

(四) 统计描述

本文主要选取了如下几个反映企业异质性特征的衡量指标,分析中美贸易摩擦对异质性企业的影响:其一,企业全要素生产率(TFP),本文采用Levinsohn-Petrin方法(LP法)^[48]对企业全要素生产率进行估计,该方法可以较好地解决OLS回归所面临的内生性问题,而且相较于OP法^[49],LP法可以最大限度地利用样本。^②其二,企业规模,参照以往文献的通常做法,本文选择企业销售额来表示。其三,要素密集度,本文选择单位资产雇员数来表示,采用“员工总数/固定资产”计算而得。其四,所有权性质,本文根据所有权属性将样本公司分为国有企业与民营企业,其中,国有企业包括央企国资控股企业、省属国资控股企业、地市国资控股企业、其他国有企业,另外,本文并没有将外资企业纳入考虑范畴。表1对企业特征变量的观测数量、均值、中位数、最小值、最大值和标准差进行了统计描述。

表1 企业特征的描述统计

| 变量 | 观测数量 | 均值 | 中位数 | 最小值 | 最大值 | 标准差 |
|--------|---------|----------|----------|--------|------------|----------|
| 企业规模 | 8122536 | 134.9420 | 28.1293 | 0.1105 | 23601.9300 | 762.4426 |
| 全要素生产率 | 7783197 | 13.6499 | 13.61087 | 7.3889 | 16.5654 | 0.8933 |
| 要素密集度 | 8113977 | 0.9298 | 0.3169 | 0.0004 | 157.9203 | 4.4426 |
| 所有权性质 | 7930151 | 1.4885 | 1 | 1 | 2 | 0.4999 |

注:作者利用Stata计算而得

五、实证分析

(一) 基准回归结果

基于计量模型式(16)检验2018年4月4日美方首次公布对华加征关税产品清单事件对异质性企业影响的基准回归结果报告于表2,其中,本文核心解释变量 $Event_1 \times Het_i$ 和 $Event_2 \times Het_i$ 的估计系数分别表示异质性企业在美方公布加税清单发生日(4月4日)和事件窗口第2日(4月9日)的平均超额收益率的差异。列(1)的企业异质性衡量指标为全要素生产率,分组临界值为第50%分位数,即生产率高于第50%分位数的企业为高生产率企业, Het_i 取值为1,反之,则为低生产率企业, Het_i 取值为0。列(1)的回归结果显示,核心解释变量的系数符号一致为负且在1%水平上显著,说明中美贸易摩擦对不同生产率企业的影响存在显著的异质性,而且高生产率企业比低生产率企业受中美贸易摩擦影响的程度更大,此结果反映出相比于低生产率企业,中美贸易摩擦对高生产率企业更不利。列(2)的异质性衡量指标为企业规模,同样地,分组临界值为第50%分位数,缺省组为小规模企业,如结果所示,核心交互项估计系数显著为负,说明相比于小规模企业,大规模企业受中美贸易摩擦的影响程度更大,换言之,中美贸易摩擦对大规模企业更不利。列(3)检验了美方公布加税清单对不同要素密集度企业的差异影响,缺省组为低劳动密集度企业,结果显示, $Event_1 \times$

^①在2183家研究样本中,分别在上海证券交易所与深圳证券交易所上市的A股企业为819家和1364家,则市场收益率=上证A股指数收益率 \times (819/2183)+深证A股指数收益率 \times (1364/2183)。

^②参照于新亮等(2017)和刘啟仁等(2019)的做法,本文采用的企业总产值根据“营业收入+库存-上期库存”计算而得,企业增加值根据“固定资产折旧+税费支出+职工薪酬+营业利润”计算而得,企业中间投入则按照“总产值-增加值”计算而得,企业固定资产存量、固定资产投入则分别按照“固定资产期初值+固定资产增加额”、“固定资产折旧额+固定资产增加额”计算而得^[50-51]。

Het_i 估计系数显著为负,即高劳动密集度企业的股票在事件发生日获得相对较低的超额收益率,而 $Event_2 \times Het_i$ 估计系数显著为正,即高劳动密集度企业在事件窗口第二天获得相对较高的超额收益率,总体上,相对于高劳动密集度企业,低劳动密集度企业在中美贸易摩擦过程中受影响的幅度应该更大,因为 $Event_2 \times Het_i$ 估计系数的绝对值比 $Event_1 \times Het_i$ 估计系数的绝对值大。列(4)进一步检验了中美贸易摩擦对不同所有权属性企业的差异影响,缺省组为民营企业,从中可以看出,核心解释变量显著为正,说明国有企业在中美贸易摩擦中所受影响程度更小,而民营企业受到的影响程度更大。

表2 基准回归结果(平均超额收益率)

| | (1) 全要素生产率 | (2) 企业规模 | (3) 劳动要素密集度 | (4) 所有权性质 |
|------------------------|------------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|
| $Event_1 \times Het_i$ | -0.0027*** (-6.40) | -0.0013*** (-3.00) | -0.0008*** (-4.08) | 0.0027*** (9.28) |
| $Event_2 \times Het_i$ | -0.0034*** (-12.85) | -0.0027*** (-9.67) | 0.0019*** (12.14) | 0.0016*** (6.87) |
| <i>Cutoff</i> | 50% | 50% | 50% | - |
| <i>Event window</i> | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 |
| <i>Event-W length</i> | 2 days | 2 days | 2 days | 2 days |
| <i>N</i> | 558003 | 571335 | 571335 | 571335 |
| <i>Cluster</i> | Day | Day | Day | Day |

注: *、**和***分别表示10%、5%和1%的显著水平,括号内为交易日层面聚类的 t 值;*Cutoff*表示分组临界值,*Event window*表示事件窗口,*Event-W length*表示事件窗口的时间长度,*N*表示观测值数量,*Cluster*表示采用聚类标准误,*Day*表示标准误聚类至日层面。下同

进一步地,本文估计了美国对华加征关税产品清单事件对异质性企业累计平均超额收益率的影响,即该事件对美方公布加税清单发生日(4月4日)和事件窗口第2日(4月9日)的平均超额收益率累计值的影响,估计结果如表3所示。表3各列中异质性企业全要素生产率、企业规模、劳动要素密集度和所有权性质的分组方式与表2一致。其中,*CAAR*估计系数表示事件窗口期的平均超额收益率累计值的差异。列(1)的回归结果显示,核心解释变量 *CAAR*估计系数显著为负,说明中美贸易摩擦对高生产率企业冲击更大,高生产率企业比低生产率企业遭受了更大的损失。列(2)的结果显示,核心解释变量 *CAAR*估计系数显著为负,说明大规模企业受中美贸易摩擦的影响程度更大。列(3)则说明总体上,高劳动密集度企业的股票获得了相对较高的超额收益率,相对于高劳动密集度企业,低劳动密集度企业在中美贸易摩擦过程中受影响的幅度更大,这与表2中分别对事件窗口发生日和事件窗口第2日估计系数 $Event_1 \times Het_i$ 和 $Event_2 \times Het_i$ 的加总效果保持一致。列(4)检验了中美贸易摩擦对不同所有权属性企业的差异影响,缺省组为民营企业,核心解释变量估计系数显著为正,说明国有企业在中美贸易摩擦中所受冲击更小,而民营企业受到的冲击更大。比较表2和表3的结果发现,表2的结果细化了加税清单发生日(4月4日)和事件窗口第2日(4月9日)股超额收益率变动情况,两日变动情况的累计效果则恰好与表3的估计结果保持高度一致。

表3 基准回归结果(累计平均超额收益率)

| | (1) 全要素生产率 | (2) 企业规模 | (3) 劳动要素密集度 | (4) 所有权性质 |
|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|
| <i>CAAR</i> | -0.0062*** (-9.29) | -0.0040*** (-5.94) | 0.0011*** (3.47) | 0.0043*** (8.69) |
| <i>Cutoff</i> | 50% | 50% | 50% | - |
| <i>Event window</i> | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 |
| <i>Event-W length</i> | 2 days | 2 days | 2 days | 2 days |
| <i>N</i> | 558003 | 571335 | 571335 | 571335 |
| <i>Cluster</i> | Day | Day | Day | Day |

表2和表3的结果支持了理论分析中的假说1和竞争性假说中的假说2a,表2和表3的结果说明,在各类划分标准下,均有部分企业在资本市场受到了中美贸易摩擦的冲击,并产生了异于正常收益率的异常收益率,因此,中美贸易摩擦对企业资本市场的表现造成了不利影响,即假说1成立。中美贸易摩擦对高生产率企业的影响相对更大,原因是,虽然高生产率企业能够获得更高自身收入,更不容易退出市场,抗风险能力也更强,但中美贸易摩擦中,关税加征对象主要也是高生产率企业生产的产品,所以,当“自我强化效应”小于“关税加征效应”时,高生产率的企业受中美贸易摩擦的影响更大,实证结果支持了竞争性假说中的假说2a。

(二) 基准回归结果讨论

综合以上实证结果可以发现,本文基准回归结果提供了中美贸易摩擦对异质性企业的影响存在显著差异的微观层面证据,具体地,相比于低生产率企业、小规模企业、高劳动密集度企业与国有企业,中美贸易摩擦对高生产率企业、大规模企业、低劳动密集度企业与民营企业的影响相对更大。那么由此引发出来的一个重要问题是,基于不同企业异质性衡量指标的检验结果背后是否具有共同的决定性因素,即究竟是何种因素在决定着异质性企业差异影响的“方向”?为了回答上述问题,我们不妨回到异质性企业贸易理论的基本分析框架,在该框架下,企业核心异质性表现为生产率的差异,鉴于此,本文进一步检验了不同异质性衡量指标的全要素生产率,结果报告于表4。从该表中可以看出,大规模企业的平均全要素生产率要显著高于小规模企业,换言之,相比于小规模企业,大规模企业更偏向于高生产率企业,中美贸易摩擦对不同规模企业的差异影响亦可以等同于对不同生产率企业的影响,故与以规模和生产率二者衡量企业异质性检验结果的差异影响方向保持一致。类似地,低劳动密集度企业的平均全要素生产率要比高劳动密集度企业的高,这十分符合我们的直觉,所以中美贸易摩擦对不同要素密集度企业的差异影响最终同样可归结于全要素生产率的高低。综上所述,我们可以发现中美贸易摩擦对异质性企业差异影响的决定因素是全要素生产率,而且生产率越高受其影响程度越大。如前所述,中美货物贸易逆差只是美方挑起贸易摩擦的一个借口,此次加税主要对象也并非中国具有比较优势的中低端产品而是高端制造品,其真实目的是阻碍中国高端制造业发展的步伐,所以相比于低生产率企业,高生产率企业在该过程中受到的影响更大,即中美贸易摩擦具有抑制国内经济转型升级的效应。

有意思的是,国有企业的平均全要素生产率要高于民营企业,根据上述逻辑,国有企业在中美贸易摩擦中受到的影响应该更大,但是表3结果显示,与国有企业相比,民营企业受到的影响相对更大,该结论与前文所述相悖。这其实并不难理解,由于国有企业是以一种特殊身份存在于市场上,在承担政策责任的同时也享有政策红利,相比于民营企业,国有企业的抗风险能力更强,对中美贸易摩擦的敏感性更低。

表4 异质性指标的全要素生产率

| | (1) $D_{ix} = 1$ | | (2) $D_{ix} = 0$ | | (1)-(2) |
|-------|------------------|---------|------------------|---------|------------|
| | 观测数 | 均值 | 观测数 | 均值 | 均值差 |
| 企业规模 | 3589377 | 14.1093 | 3473579 | 13.2293 | 0.8800*** |
| 要素密集度 | 3516214 | 13.6075 | 3546742 | 13.7450 | -0.1375*** |
| 所有权性质 | 3759212 | 13.8349 | 3303744 | 13.4964 | 0.3385*** |

注:该表中对于企业销售额指标,当企业为大规模企业时, D_{ix} 取1,其余取0;对于要素密集度指标,当企业为高劳动密集度企业时, D_{ix} 取1,其余取0;当企业为国有企业时, D_{ix} 取1,其余取0;连续变量的分组临界值为第50%分位数

表4的结论也一定程度上支持了异质性企业贸易理论的部分观点。异质性企业贸易理论是 Melitz (2003)^[3] 在新贸易理论框架下的进一步拓展,之后, Bernard 等(2011)^[7] 以及 Melitz 和 Ottaviano(2008)^[5] 又分别采用常系数替代弹性效用函数和拟线性效用函数将异质性企业贸易理论推广至企业内部多产品层面,为后续一系列研究奠定了重要的理论基础。异质性企业贸易理论中一个核心的因素是企业生产率, Melitz(2003)的研究结论表明,企业“先天”获得的外生的生产率最终决定了企业的生产和出口行为^[3],所以,生产率是企业生产规模重要的决定因素之一。本文的研究结论表明:采用不同企业异质性衡量指标的

检验结果最终均可归结于企业全要素生产率,即全要素生产率是企业在中美贸易摩擦中所受影响程度大小的决定因素,生产率越高的企业,规模越大,受中美贸易摩擦的影响程度也越大。由此可见,企业生产率的高低决定了企业规模,中美贸易摩擦对大规模企业影响较大,其原因最终也可归结于大规模企业的生产率更高,生产率才是根本原因。因此,本文的研究结论一定程度上支持了异质性企业贸易理论的部分观点,这也是本文采用异质性企业贸易理论作为理论分析的一个重要原因。

(三) 稳健性检验

如前所述,基准回归检验中的分组临界值为第50%分位数,然而分组不当或不精确可能会影响估计结果。为此,本文构建第40%分位数和第60%分位数分组临界值进行稳健性分析。基于不同分组临界值的回归结果报告于表5,限于篇幅,本文只报告了总效应的检验结果。表5列(1)—列(3)是分别以全要素生产率、企业规模以及要素密集度为异质性衡量指标的检验结果,结果显示,美国对华加征关税产品清单事件主要对全要素生产率高的企业、规模较大的企业以及低劳动要素密集度企业产生了较大幅度的冲击。比较表5列(1)—列(3)估计系数与表3列(1)—列(3)估计系数的方向和大小发现,估计结果并没有发生实质性变化,说明基准结果具有较好的稳健性。

表5 基于不同分组临界值检验结果

| | (1) 全要素生产率 | (2) 企业规模 | (3) 劳动要素密集度 |
|----------------|------------------------|------------------------|--------------------|
| CAAR | -0.0051 *** (-6.83) | -0.0047 *** (-6.10) | 0.0007 * (1.74) |
| Cutoff | 40%/60% | 40%/60% | 40%/60% |
| Event window | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 |
| Event-W length | 2 days | 2 days | 2 days |
| N | 446703 | 457212 | 457210 |
| Cluster | Day | Day | Day |

注:为了节省篇幅,本文稳健性检验中只报告了总效应的检验结果,即平均累计超额收益率的差异,下同

在前文研究中,本文选取了事件发生日和事件后1日为事件窗口而未考虑事件前1日,不过这是考虑到此次加税清单为美方首次公布,预期效应或提前泄露的可能性不大。为了控制可能存在的提前泄露效应,我们进一步将事件前1日纳入事件窗口进行重新估计,如表6列(1)—列(4)结果所示。表6列(1)—列(4)以全要素生产率、企业规模、要素密集度以及企业性质为异质性衡量指标的检验结果与表3的基准结果保持一致,并且,估计系数的方向和大小没有发生实质性变化,同样说明中美贸易摩擦显著冲击了全要素生产率高的企业、规模较大的企业、低劳动要素密集度企业以及民营企业,表6调整窗宽的检验结果也支持了本文的基本结论。

表6 调整窗宽检验结果

| | (1) 全要素生产率 | (2) 企业规模 | (3) 劳动要素密集度 | (4) 所有权性质 |
|----------------|------------------------|------------------------|----------------------|---------------------|
| CAAR | -0.0083 *** (-6.70) | -0.0066 *** (-5.32) | 0.0020 *** (3.57) | 0.0021 ** (2.51) |
| Cutoff | 50% | 50% | 50% | 50% |
| Event window | 4.3, 4.4, 4.9 | 4.3, 4.4, 4.9 | 4.3, 4.4, 4.9 | 4.3, 4.4, 4.9 |
| Event-W length | 3 days | 3 days | 3 days | 3 days |
| N | 558003 | 571335 | 571335 | 571335 |
| Cluster | Day | Day | Day | Day |

截至目前,本文均采用上证A股指数(000002)和深证A股指数(399107)的收益率加权值作为市场收

益率,作为一种稳健性分析,本文直接采用沪深300指数收益率作为市场收益率进行重新检验,表7列(1)—列(4)报告了检验结果,表7中列(1)—列(2)结果显著为负,说明中美贸易摩擦对高生产率企业和大规模企业具有更大幅度的冲击,列(3)—列(4)估计结果显著为正,说明中美贸易摩擦对高劳动要素密集度企业和国有企业冲击较小,与表3的结果进行比较发现,核心解释变量 CAAR 估计系数没有发生根本性变化,前文基准结论依然成立。

表7 调整窗宽和市场指数检验结果

| | (1) 全要素生产率 | (2) 企业规模 | (3) 劳动要素密集度 | (4) 所有权性质 |
|----------------|------------------------|------------------------|---------------------|----------------------|
| CAAR | -0.0055 *** (-9.27) | -0.0033 *** (-5.35) | 0.0009 ** (2.40) | 0.0045 *** (9.63) |
| Cutoff | 50% | 50% | 50% | 50% |
| Event window | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 |
| Event-W length | 2 days | 2 days | 2 days | 2 days |
| N | 558003 | 571335 | 571335 | 571335 |
| Cluster | Day | Day | Day | Day |

最后,受中美贸易摩擦影响最直接的企业主要为出口型企业,但同花顺数据库和国泰安数据库均未收集有关上市公司是否出口以及出口额的直接信息,所以,无法从现有数据中筛选出出口型企业。不过, Wind 数据库收集了上市公司海外业务收入信息,因此,本文以 Wind 数据库中上市企业的海外业务收入信息作为企业是否出口的代理特征变量,考察中美贸易摩擦对出口型企业的影响是否与本文基准回归的结果一致。具体而言,本文将事件前一年海外业务收入大于零的样本筛选出来,并将其作为出口型企业,研究中美贸易摩擦对全要素生产率、企业规模、劳动要素密集度和所有权性质不同的出口异质性企业的影响有何不同。

表8报告了美方对华加征关税产品清单事件对异质性出口企业影响的回归结果,结果显示,中美贸易摩擦对高生产率企业、大规模企业、低劳动密集度企业和民营企业冲击更大,这与本文基准回归表3的结果一致。并且,除了对劳动要素密集度估计结果的系数不显著且系数绝对值小于基准结果,对全要素生产率、企业规模、所有权性质估计结果的系数均显著且系数绝对值大于基准结果,说明中美贸易摩擦对出口型企业的影响更直接,所以,出口型企业中高生产率企业、大规模企业和民营企业受到的影响更大,结果稳健且与预期一致。虽然对劳动要素密集度估计结果不显著,但符号与基准结果一致,如果采用表2中的估计方式,分别估计异质性企业在美方公布加税清单发生日(4月4日)和事件窗口第2日(4月9日)的平均超额收益率的差异,不难发现,核心解释变量 $Event_1 \times Het_i$ 和 $Event_2 \times Het_i$ 的估计系数符号与表2一致,也就是说,高劳动密集度企业的股票在事件发生日获得相对较低的超额收益率,而在事件窗口第二天获得相对较高的超额收益率,系数的绝对值也比表2中大,说明贸易摩擦对出口型企业影响更大,但系数绝对值在事件发

表8 出口型企业检验结果

| | (1) 全要素生产率 | (2) 企业规模 | (3) 劳动要素密集度 | (4) 所有权性质 |
|----------------|-------------------------|------------------------|------------------|----------------------|
| CAAR | -0.0111 *** (-14.26) | -0.0073 *** (-8.92) | 0.0001 (0.05) | 0.0027 *** (4.21) |
| Cutoff | 50% | 50% | 50% | — |
| Event window | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 | 4.4, 4.9 |
| Event-W length | 2 days | 2 days | 2 days | 2 days |
| N | 343489 | 350357 | 350357 | 350357 |
| Cluster | Day | Day | Day | Day |

生当日和事件发生第二日的差异比表2中的系数绝对值差异小,这导致了表8中列(3)结果不显著。^①所以,采用出口型企业的回归结果支撑了本文的基本结论。

六、结论与政策建议

本文以中国A股上市公司为研究样本,采用事件研究法考察中美贸易摩擦的微观主体效应。研究发现:中美贸易摩擦对异质性企业的影响存在显著差异,具体而言,相比于低生产率企业、小规模企业、高劳动密集度企业与国有企业,中美贸易摩擦对高生产率企业、大规模企业、低劳动密集度企业与民营企业的影响更大。

通过进一步检验不同异质性衡量指标的全要素生产率发现,大规模企业与低劳动密集度企业更偏向于高生产率企业,则采用不同企业异质性衡量指标的检验结果最终均可归结于企业全要素生产率的高低,即全要素生产率是异质性企业在中美贸易摩擦过程中所受影响程度大小的决定因素,而且生产率越高的企业所受影响程度越大。另外,由于国有企业身份特殊,其在中美贸易摩擦中所受影响程度比民营企业要小。总之,本文研究结果表明中美贸易摩擦对国内经济转型升级具有显著的抑制效应。

本文研究结果具有很重要的政策内涵:首先,本文揭示了中美贸易摩擦给中国微观企业带来的诸多负面冲击。虽然经济全球化已是大势所趋,但是“逆全球化”的挑战却无时不在,为了有效防范或缓解该类挑战所带来的不利冲击,中国应进一步扩大对外开放水平,适时主动地推进区域经济合作并营造健康稳定的经贸关系,通过更深层次地融入世界经济来促进国内经济的转型升级。其次,本文认为全要素生产率是异质性企业在中美贸易摩擦过程中所受影响程度大小的决定因素,并且中美贸易摩擦对高生产率企业的影响更大,因而不利于中国高端制造业的发展以及全球价值链的地位攀升。在当前高端制造业还不具有明显竞争优势时,中国应该从需求和供给两端采取应对措施,并适时扶持高端制造业。一方面,企业应该根据实际需求打造国际品牌,依赖市场的力量打破违背市场规律、阻碍良性竞争的霸权势力,有意识地塑造具有国际竞争力的品牌优势;另一方面,政府应该有重点地培养战略性新兴产业,进而提升自身在全球价值链中的地位。最后,本文还发现中美贸易摩擦对民营企业影响更大,目前,民营企业在经济主体中仍然处于弱势地位,融资困难、管理混乱、人才吸纳和培养能力不足等问题都制约了民营企业的发展,因此,中美贸易摩擦一定会给民营企业带来严峻的考验。面对困境,民营企业应该发挥机制灵活、市场应变能力强等自身优势,将有限的资源及时转换投入竞争力较强的核心产品中,提升产品的核心竞争力,有实力的民营企业还应该加快技术创新、提升研发能力,实现产品升级,培育具有技术优势的自主创新型产品,打破美国在部分高新技术行业的垄断优势;此外,政府还应该提供公平的营商环境,认真审查国有企业的补贴,并适当增加对民营企业的创新激励,采取相应的财政政策或货币政策,比如减税降费、降低民营企业贷款审批难度等措施,与此同时,适当扩大科技、教育、医疗、文化以及金融服务等行业的开放程度,引入国际优质资源助力民营企业的发展,并且加大对民营企业的管理培训和人才培养,保障民营企业实现发展的同时,降低因其管理混乱或人才匮乏带来的经营风险,从而积极引导民营企业在“内循环”中发挥其重要作用。

总而言之,中美贸易摩擦是一个长期性问题,随着今后中国高端制造业的发展以及全球价值链的地位攀升,中美双方正面冲突难以避免,中国在坚持WTO多边贸易治理模式的同时,应进一步扩大对外开放,重点培养高端制造业,进而提升其在全球价值链中的地位,重视民营企业的发展,提高民营企业的管理和人才吸纳能力,从而积极面对“逆全球化”的挑战,在逆境中寻找机遇。

^①限于篇幅,本文只汇报了总效应的估计结果,但分别估计事件发生日和事件发生第二日的结果备索。对劳动要素密集度的回归结果显示,核心解释变量 $Event_1 \times Het_i$ 和 $Event_2 \times Het_i$ 的估计系数分别为 -0.0020 和 0.0021 ,且结果在1%的显著性水平下显著。采用出口型企业进行回归时,回归系数绝对值均大于基准结果,但两日系数绝对值的差异小于基准结果,这是导致表8中列(3)总效应的估计结果不显著的原因。

参考文献:

- [1]张捷.全球分工格局与产业结构的新变化——兼论中国沿海地区的产业转型升级[M].北京:经济科学出版社,2014:21-26.
- [2]佟家栋,刘程.“逆全球化”的政治经济学分析[J].经济学动态,2018(7):19-26.
- [3]MELITZ M J. The impact of trade on intra-industry reallocations and aggregate industry productivity[J]. *Econometrica*, 2003, 71(6):1695-1725.
- [4]HELPMAN E, MELITZ M J, YEAPLE S R. Export versus FDI with heterogeneous firms[J]. *American Economic Review*, 2004, 94(1):300-316.
- [5]MELITZ M J, OTTAVIANO G I P. Market size, trade, and productivity[J]. *Review of Economic Studies*, 2008, 75(1):295-316.
- [6]CHANEY T. Distorted gravity: the intensive and extensive margins of international trade[J]. *American Economic Review*, 2008, 98(4):1707-1721.
- [7]BERNARD A B, REDDING S J, SCHOTT P K. Multiproduct firms and trade liberalization[J]. *Quarterly Journal of Economics*, 2011, 126(3):1271-1318.
- [8]李春顶. 中国企业“出口—生产率悖论”研究综述[J]. *世界经济*, 2015(5):148-175.
- [9]李春顶. 中国出口企业是否存在“生产率悖论”:基于中国制造业企业数据的检验[J]. *世界经济*, 2010(7):64-81.
- [10]戴觅,余森杰, MADHURA MAITRA. 中国出口企业生产率之谜:加工贸易的作用[J]. *经济学(季刊)*, 2014(2):675-698.
- [11]BAS M. Input-trade liberalization and firm export decisions: evidence from Argentina[J]. *Journal of Development Economics*, 2012, 97(2):481-493.
- [12]CHEVASSUS-LOZZA E, GAIGNE C, LE MENER L. Does input trade liberalization boost downstream firms' exports? Theory and firm-level evidence[J]. *Journal of International Economics*, 2013, 90(2):391-402.
- [13]毛其淋,盛斌. 贸易自由化、企业异质性与出口动态——来自中国微观企业数据的证据[J]. *管理世界*, 2013(3):48-68.
- [14]毛其淋,盛斌. 贸易自由化与中国制造业企业出口行为:“入世”是否促进了出口参与? [J]. *经济学(季刊)*, 2014(2):647-674.
- [15]田巍,余森杰. 企业出口强度与进口中间品贸易自由化:来自中国企业的实证研究[J]. *管理世界*, 2013(1):28-44.
- [16]SCHOR A. Heterogeneous productivity response to tariff reduction: evidence from Brazilian manufacturing firms[J]. *Journal of Development Economics*, 2004, 75(2):373-396.
- [17]AMITI M, KONINGS J. Trade liberalization, intermediate inputs, and productivity: evidence from Indonesia[J]. *American Economic Review*, 2007, 97(5):1611-1638.
- [18]FERNANDES A M. Trade policy, Trade volumes and plant-level productivity in Colombian manufacturing industries[J]. *Journal of International Economics*, 2007, 71(1):52-71.
- [19]HALPERN L, KOREN M, SZEIDL A. Imported inputs and productivity[J]. *American Economic Review*, 2015, 105(12):3660-3703.
- [20]余森杰. 中国的贸易自由化与制造业企业生产率[J]. *经济研究*, 2010(12):97-110.
- [21]简泽,张涛,伏玉林. 进口自由化、竞争与本土企业的全要素生产率——基于中国加入WTO的一个自然实验[J]. *经济研究*, 2014(8):120-132.
- [22]倪红福,龚六堂,陈湘杰. 全球价值链中的关税成本效应分析——兼论中美贸易摩擦的价格效应和福利效应[J]. *数量经济技术经济研究*, 2018(8):74-90.
- [23]樊海潮,张丽娜. 中间品贸易与中美贸易摩擦的福利效应:基于理论与量化分析的研究[J]. *中国工业经济*, 2018(9):41-59.
- [24]樊海超,张军,张丽娜. 开放还是封闭——基于“中美贸易摩擦”的量化分析[J]. *经济学(季刊)*, 2020(4):1145-1166.
- [25]李鑫茹,陈锡康,段玉婉,等. 国民收入视角下的中美贸易平衡分析[J]. *世界经济*, 2018(6):3-27.
- [26]许宪春,余航. 理解中美贸易不平衡:统计视角[J]. *经济学动态*, 2018(7):27-36.
- [27]余振,周冰惠,谢旭斌,等. 参与全球价值链重构与中美贸易摩擦[J]. *中国工业经济*, 2018(7):24-42.
- [28]史本叶,王晓娟. 中美贸易摩擦的传导机制和扩散效应:基于全球价值链关联效应的研究[J]. *世界经济研究*, 2021(3):14-29, 134.

- [29] LIU L, CREUTZIG F, YAO Y, et al. Environmental and economic impacts of trade barriers: the example of China-US trade friction[J]. *Resource and Energy Economics*, 2020, 59:101144.
- [30] 张新. 并购重组是否创造价值? ——中国证券市场的理论与实证研究[J]. *经济研究*, 2003(6):20-29, 93.
- [31] 何诚颖, 李翔. 股权分置改革、扩容预期及其市场反应的实证研究[J]. *金融研究*, 2007(4):157-170.
- [32] 张伟强, 王珺, 廖理. 股权分置改革中的“实惠效应”与“未来效应”[J]. *中国工业经济*, 2008(11):98-107.
- [33] 陈宋生, 王立彦. 股权分置改革的市场反应与影响因素——基于中国上市公司的经验证据[J]. *经济科学*, 2008(1):78-91.
- [34] 曾亚敏, 张俊生. 股利所得税削减对权益资产价格的影响——以财税[2005]102为背景的事件研究[J]. *经济科学*, 2005(6):84-94.
- [35] 刘柏, 王舒瑶, 张艾莲. 降税政策先发布后实施的市场反应差异研究——基于事件研究法和双重差分的时间错配检验[J]. *会计研究*, 2020(11):33-46.
- [36] 杨青, 王亚男, 唐跃军. “限薪令”的政策效果:基于竞争与垄断性央企市场反应的评估[J]. *金融研究*, 2018(1):156-173.
- [37] 巫强, 姚志敏, 马野青. 美国反倾销立案调查对我国制造业上市公司影响的度量研究[J]. *国际贸易问题*, 2014(8):102-112.
- [38] THOMPSON A J. The anticipated sectoral adjustment to the Canada-United States free trade agreement: an event study analysis[J]. *Canadian Journal of Economics*, 1993, 26(2):253-271.
- [39] BREINLICH H. Heterogeneous firm-level response to trade liberalization: a test using stock price reactions[J]. *Journal of International Economics*, 2014, 93(2):270-285.
- [40] 刘德学, 赵灿. 非对称开放对异质性企业的影响——基于中国加入 WTO 的事件研究[J]. *国际贸易问题*, 2019(11):29-44.
- [41] 刘德学, 赵灿. 新时期对外开放战略对异质性企业的影响——基于“一带一路”的事件研究[J]. *产经评论*, 2019(5):136-148.
- [42] 李跟强, 潘文卿. 中美贸易摩擦、全球价值链分工与福利效应[J]. *统计研究*, 2022(1):75-90.
- [43] 佟家栋. 中美战略性贸易战及其对策研究[J]. *南开学报(哲学社会科学版)*, 2018(3):1-3.
- [44] 郭克莎, 李珺. 中美贸易摩擦的动因、趋势和影响分析[J]. *天津社会科学*, 2021(5):149-160.
- [45] CAMPBELL J Y, LO A W, MACKINLAY A C. *The econometrics of financial markets* [M]. Princeton: Princeton University Press, 1997:160-195.
- [46] SALINGER M. Standard errors in event studies[J]. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, 27(1):39-53.
- [47] 王永钦, 刘思远, 杜巨澜. 信任品市场的竞争效应与传染效应:理论和基于中国食品行业的事件研究[J]. *经济研究*, 2014(2):141-154.
- [48] LEVINSOHN J, PETRIN A. Estimating production functions using inputs to control for unobservables[J]. *The Review of Economic Studies*, 2003, 70(2):317-341.
- [49] OLLEY G S, PAKES A. The dynamics of productivity in the telecommunications equipment industry[J]. *Econometrica*, 1996, 64(6):1263-1297.
- [50] 于新亮, 程远, 胡秋阳. 企业年金的“生产率效应”[J]. *中国工业经济*, 2017(1):155-173.
- [51] 刘啟仁, 赵灿, 黄建忠. 税收优惠、供给侧改革与企业投资[J]. *管理世界*, 2019(1):78-96.



(责任编辑 郭宝才 王 权)