

政治冲击的贸易效应

——以特朗普当选为例的事件分析

谢红军 蒋殿春 张 禹*

摘 要 本文将特朗普当选视为意外的政治冲击,并利用其引起的资本市场反应,首次评估了 2016 年美国大选结果对中国出口贸易的潜在影响:在特朗普胜选后的事件窗口期,出口企业的累积超额收益率比非出口企业显著低 0.4% 至 0.5%,而且以美国为主要市场的出口企业表现得更差。我们利用高频分钟数据和行业层面贸易风险指标,甄别了特朗普冲击的影响方式和途径;反事实分析确证了美国选举动态与中国贸易企业股价的联系。特朗普胜选不仅加剧了全球贸易体系的不确定性,更增加了中国企业在美国市场的出口风险。

关键词 特朗普,中美贸易,政治冲击

DOI: 10.13821/j.cnki.ceq.2019.04.11

一、引 言

根据票选结果,2016 年 11 月 9 日下午¹,唐纳德·特朗普(Donald Trump)意外当选为美国新一届总统。鉴于美国在世界经济体系中举足轻重的地位,及其政治体系赋予总统职位的权力,特朗普当选不但对两番参选的希拉里·克林顿(Hillary Clinton)带来严重打击,造成美国社会空前撕裂,而且他所表露的“美国优先”观念和反全球化倾向(Kazin, 2016),也对世界经济发展格局增添了极大的不确定性。

尤其令人担忧的是,特朗普是否会推行竞选期间所承诺的激进贸易政策?这些政策又会对中国出口企业造成怎样的伤害?考虑到美中之间不断扩大的巨额贸易逆差、中国对美国出口市场的高度依赖性以及近两年中国出口贸易

* 谢红军,对外经济贸易大学国际经济贸易学院;蒋殿春,南开大学跨国公司研究中心;张禹,中国民航大学经济与管理学院。通信作者及地址:张禹,天津市东丽区津北公路 2898 号,中国民航大学经济与管理学院,300300;电话:13502128420;E-mail:zhangyu881231@163.com。本文由教育部人文社科重点基地重大项目“FDI、经济结构调整与增长转型”(19JJD79005)、中央高校基本科研业务费项目中国民航大学专项(3122019013)以及对外经济贸易大学中央高校基本科研业务费专项资金(19QD04)资助。感谢杨百翰大学 Todd Mitton 教授以及两名匿名审稿专家的建议。当然,文责自负。

¹ 全文以北京时间为标准。本文所涉数据提取的截止时间为 2017 年 3 月。

连续负增长的事实²，仔细评估特朗普当选冲击引致的出口效应，对出口企业与政府部门制定应对之策均具有重要的现实意义。

然而，客观评估特朗普当选对中国出口企业的影响并不容易。一方面，特朗普惯常采用“离经叛道”的方式阐述贸易主张，这让市场很难形成对美国未来贸易政策的稳定预期。另一方面，即使意识到可能存在的贸易战威胁，但由于生产调整成本以及合约再签订成本的存在，企业需要一定的时间来适应这一政策冲击。因此，短期内难以观察到中国企业实质性的出口变化，导致常规的事后估计无法奏效。事实上，即使我们能够确定政策和出口的具体变动，如何建立两者之间的因果联系在计量上也存在不小的挑战。

为此，本文另辟蹊径，以资本市场为镜子，通过考察中国出口企业在大选期间的市场反应，映射出投资者对出口企业的预期调整，最终达到评估特朗普当选对出口的影响的目的。这种事件分析思路行之有效的基石是有效市场理论。有效市场理论认为，理性投资者能够做到将所有相关的新消息快速无偏地嵌入资产价格中。如果特朗普的负面贸易主张预期将导致中国出口企业贸易形势恶化，那么在有效市场中，这种不利影响会随着竞选结果的确定而立刻体现在资产价格的相对变化之中。本文就是要利用特朗普胜选当天及此后的一段窗口期内中国出口企业的相对股价变动，推断投资者的预期变化，进而估计特朗普当选所引致的贸易政策变更对我国贸易企业的实际影响。本文的事件分析同时也依赖以下两个事实：其一，大选前希拉里长时间占据极大的民调优势，特朗普胜选近乎是一次“黑天鹅”式的历史偶然；其二，两位候选人在竞选期间采取了截然不同的贸易主张 (Noland *et al.*, 2016)。希拉里前期遥遥领先，但最终胜出的是特朗普，这完全反转了此前市场的预期，形成政治冲击事件。试想，如果特朗普事前处于领先地位或者希拉里当选，那么竞选结果就不会对市场预期造成冲击。而如果选情胶着，在中间选民定理下，则往往暗含着政策上的趋同。从估计角度而言，随着选举的进行，市场会逐步消化候选人共同的政策主张。因此，候选人之间的政策差异越明显，越容易在事后检验出企业股价的显著性变化。³

在政治选举及其经济后果研究的交叉领域，学术界已经积累了比较丰富的文献。Hibbs (1977) 认为经济增长不仅仅是经济系统自身运行的结果，而且依赖长短期的政府政策选择。政策倾向不同的总统候选人潜在地具有改变经济增长轨迹的能力。以美国为案例的研究显示，美国存在以四年一次选举

² 根据美国经济分析局的数据，2015 年美中货物逆差达到 3 700 亿美元，占美国货物总逆差的比例接近 50%。尽管中国对美国出口市场的依赖性逐年降低，但出口美国的货物占比仍然超过 20%。而根据中国国家统计局年度统计，中国以美元计价的出口额在 2015 年与 2016 年分别下降 2.9%、7.7%，出口形势日趋严峻。

³ 另一暗含的条件是资本市场的有效性。经过近十年结构性的制度改革和放松管制，中国资本市场已得到长足发展，其价格信号传递功能几乎已达到可与美国市场相媲美的地步 (Carpenter *et al.*, 2015)。

为间隔的政治周期 (Huang, 1985), 并且这种政治周期会显著影响其经济增长率、通胀率以及失业率等宏观指标 (Alesina and Rodrik, 1994; Snowberg *et al.*, 2007)。同时, 许多采用事件研究法分析美国大选对资本市场影响的文献发现, 在历次美国大选中, 市场参与者往往更加偏爱共和党, 而且美国股市在投票结束后会因不确定性降低而出现短期上涨现象 (Knight, 2006)。Wolfers and Zitzewitz (2016) 研究了 2016 年美国候选总统第一次辩论结果对金融市场的影响, 他们发现希拉里相对优势的表现与美国资产价格上涨、市场波动性下降显著正相关。Wagner *et al.* (2018) 则证实大选结果尘埃落定后的股票价格变化, 反映了市场对未来特朗普任期的经济增长、税收以及贸易政策的预期。这些文献无疑有助于我们理解总统大选对美国经济的深刻影响。遗憾的是, 美国大选对中国经济会产生怎样的影响, 却鲜有关注。特别地, 在我们有限的知识范围内, 尚未见到任何以资本市场反应为纽带将美国大选与中国出口企业联系起来的文献。本文联系既有文献与选举期间特朗普语出惊人的贸易言论, 估计该次冲击对中国出口企业的影响, 可能在以下几个方面做出一定的贡献:

首先, 通过探讨美国政治选举对中国资本市场的键影响, 本文加深了对政治选举的经济理解。既有文献大都集中讨论政治大选对母国的影响, 包括关于英国 (Herron, 2000)、德国 (Döpke and Pierdzioch, 2006) 等案例的研究均是如此。鲜有文献注意到此类较为重大的政治事件对其他国家的具影响。尤其是, 中美之间的经济联系在全球化进程中变得愈发紧密, 美国政治选举所带来的政策变更能够影响其本国经济, 势必也会通过千丝万缕的政治经济网络影响到中国企业。本文对美国大选与中国资本市场反应的研究, 弥补了相关领域的空白。

其次, 利用事件分析法考察贸易企业与非贸易企业对美国大选的异质性反应, 本文拓展了对贸易政策的分析视角。一方面, 现有文献对贸易政策效应的研究, 大都采用低频率的年度数据进行事后推断。这种研究方式的缺点是难以利用计量手段将政策效应与其他干扰因素的影响分离开来 (Tybout, 2003)。另一方面, 人们对贸易政策的认识和分析, 可能忽略了政策变化背后根本性的政治因素, 或者即使意识到这一点, 也很少有文献从经验实证角度给予充分的论证。本文通过分析特朗普的贸易立场对中国出口企业的影响, 建立了政治—政策—效应三者间的有机联系, 并提供了宝贵的因果证据。

最后, 本文估算了特朗普当选对出口企业造成的市值损失, 这有利于企业和决策者判断中美之间未来的贸易形势。特朗普消除贸易逆差的态度, 促使多家政策和商业机构模拟了关税威胁对中国可能造成的经济后果。⁴但这些

⁴ 国内中金公司的保守估计显示, 美国全面征收 45% 的关税, 将导致中国对美出口下降 21%, GDP 减少 0.9%。普华永道等商业机构也有类似的估计结果。

宏观模型的关键参数设定较为主观,并且难以度量市场参与者的预期变化,得到的静态结果客观上也无法直接体现投资者的动态反应。如果资本市场是有效的,那么采用事件分析估算的结果更能体现市场对政策影响的预期。

接下来,第二部分介绍了特朗普的贸易政策以及研究设计,第三部分汇报了基准结果,第四部分进一步提供了基于分钟数据的证据,第五部分揭示了行业贸易限制风险的影响,第六部分利用希拉里的“邮件门”事件进行了反事实分析,最后是结论。

二、政策背景与研究设计

(一) 特朗普的贸易政策与影响

美国制造业工人岗位流失、工资停滞,经济每况愈下,这使得贸易议题在2016年美国总统选举中的重要性更加突出。尽管美国就业损失主要归咎于技术变迁而非进出口贸易(Hicks and Devaraj, 2015),但是选民日益保守的政治态度,激化了贸易失衡的政治影响(Destler, 2005)。持续存在的贸易逆差趋势已成为美国就业问题的“替罪羊”(Noland *et al.*, 2016)。

作为保守派的代表,特朗普所属的共和党适应了上述政治潮流。在2016年的竞选纲领中,共和党将贸易协定调整确定为贸易政策核心,倡导通过协议再谈判创造出口和新岗位,以消除巨额贸易逆差对美国就业岗位的损害。与挑战现行贸易规则不同,希拉里所属的民主党则以“强化现行贸易政策执行”为中心。具体到中美贸易问题上,共和党认为人民币币值低估、中国政府排他性的采购以及对企业的行政补贴是中美贸易失衡的根源。虽然民主党在其竞选纲领中同样表述了对人民币币值低估等问题的不满,但措辞上的针对性则要弱得多。两党的竞选纲领反映了美国民众对中国贸易问题的态度。皮尤研究中心(Pew Research Center, 2015)2015年春季的全球观点调查显示,2/3的被调查者对中国持有的巨额美国国债极为担心,另有60%的人担忧工作岗位会流失到中国,52%的民众认为中美贸易逆差极为严重。调查还发现,美国民众对中国的负面评价从2012年以来一直呈上升趋势,其中尤以共和党的支持者为甚。正是在此背景下,共和党对待中美之间的贸易问题日趋保守。

从纲领看,两党都批评中美贸易逆差,部分表现出争取中间选民的姿态,而大选过程中,各自推荐的总统候选人所释放的政治观点则截然不同。希拉里更像一位忠实的自由贸易主义者,她倾向于在维护既有自由贸易秩序的前提下,加大对贸易规则的审查与执行(Noland *et al.*, 2016)。相反地,特朗普则痛恨并抵制多边贸易。他认同反自由贸易者的看法,认为庞大的贸易逆差以及糟糕的贸易协定是造成美国就业和工资问题的主要原因。除了以退出

多边贸易协定、重新进行贸易谈判相威胁之外，特朗普还特别主张提高关税来解决美国的贸易逆差问题。追溯过往，早在 2011 年，他便提出了“一揽子”税收计划，希望对所有进口商品征收 15% 的关税，抑制进口竞争对工作岗位的冲击 (Trump, 2011)。在此番竞选过程中，特朗普在多个场合强调要对墨西哥进口的商品征收 35% 的关税，以抵消墨西哥不正当竞争的负面影响。对于中美之间的贸易，他激进地声称将对中国进口商品施加 45% 的关税，而且拟将中国认定为汇率操纵国 (Johnson, 2016)。尽管在本文的时间窗口内这些政策尚未付诸实施，但特朗普这种背离自由贸易传统、走向“杰克逊主义”⁵的政治倾向 (Mead, 2017)，不仅激起了西方社会对逆全球化走向的深刻担忧 (Kazin, 2016)，而且也已在对资本市场产生了实际的经济影响。其中，墨西哥比索在汇率市场上持续重挫就是有力的例证。

对于中国出口企业而言，特朗普当选的影响同时体现在两个方面。一是其整体贸易政策引致系统性风险增加所带来的负面冲击。特朗普的贸易政策本质上反映了根植于美国政治传统中的“杰克逊主义”的回归。在美国民众日益两极化的背景下 (Destler, 2005)，这种思潮的回归可能改变第二次世界大战后在美国政坛所形成的自由贸易共识，并推动世界从自由秩序向新孤立主义转变。贸易保护主义兴起会加剧全球贸易形势的不确定性，打击中国相对低迷的出口态势。二是针对中国贸易企业的限制性政策所带来的直接影响。削减贸易逆差是特朗普最重要的执政目标之一，而中国作为美国贸易逆差最大的来源国，自然首当其冲备受关注。特朗普的言论显示，采取临时的保护性关税和施压汇率升值可能是其平衡中美贸易逆差的主要手段。从威胁可信度角度看，美国宪法以及国会对总统的特别授权都让特朗普有权力在短期内对中国实施单边的惩罚性关税 (Hufbauer, 2016)。征收保护性关税或其他贸易制裁措施会抬高中国出口美国的产品价格，降低出口数量，从而直接损害出口企业的预期利润。

对于人民币汇率问题，特朗普威胁将中国列为“汇率操纵国”。技术上，“汇率操纵国”的认定需要美国财政部的评估，达到一定标准后方能确定。中国目前一段时间都不满足美国财政部新近给出的认定标准，所以短期内特朗普还无法通过政策手段施压人民币升值。不过，中美贸易不平衡仍然会压缩人民币的贬值空间，形成被动升值压力。人民币汇率升值无疑会提高出口产品的美元购买价格。短期内，需求刚性可能提升出口企业的利润，但长期来看，人民币过度升值会系统性地改变贸易条件，削弱中国出口产品的竞争优势。

⁵ 由 Mead (1999) 提出，概括了美国政治光谱中由其第 7 任总统杰克逊所遗留的一种睡毗必报的民粹主义政治思潮。

归纳而言,特朗普当选对中国出口企业的影响,既可能来自系统性风险的增加,也可能源于对中国限制性贸易政策的预期。准确识别何种渠道占主导地位较为困难,本文的办法是结合市场信息逐步传递的特征,分析出口状态不同的企业群体异质性的股价反应,并结合风险敏感程度以及行业差异揭示可能的影响机制。目前,针对特朗普当选及其贸易政策对中国经济的影响,国内学术界已经有一些分析文献(达巍,2017;张宇燕和牛贺,2017),但大多是对该事件的形势研判,很少有文献就特朗普当选引起的出口损失提供有力的经验分析。本研究可能有助于改善这种状况。

(二) 方法、数据与样本

本文采用事件研究法研究特朗普当选冲击对中国出口企业的影响。我们遵循 Campbell *et al.* (1997) 的做法,测算企业在事件窗口的超额收益率 (Abnormal Return, AR) 和超额累积收益率 (Cumulative Abnormal Return, CAR)。根据选票结果,将2016年11月9日定为事件冲击的首日,事件窗口限定在事件当天及此后的5个交易日。为了剔除市场整体波动的影响,我们采用市场模型法计算企业 i 的超额收益率。企业 i 在事件窗口第 t 日的 AR_{it} 可表示为:

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt}), 0 \leq t \leq 5, \quad (1)$$

其中, R_{it} 表示企业 i 在第 t 日的实际收益率, R_{mt} 表示市场指数收益率。对于在上海交易所、深圳主板及中小板、创业板上市的企业,我们分别选用上证综合指数、深证成分指数以及创业板综合指数的日收益率代替。根据文献一般做法,我们采用事件日前的 $t = -150$ 至 $t = -30$ 共计120天的时间段作为估计窗口,利用最小二乘法估计 α_i 、 β_i 。选用事件发生前30天的交易数据是为了尽可能排除当选事件对系数估计的影响,而根据 Corrado and Zivney (1992) 的研究,选择长度超过100天的估计窗口已能够保证 α_i 、 β_i 估计的准确性。基于 AR_{it} 的测算结果,企业 i 在事件窗口的累积超额收益率可表示为:

$$CAR_{in} = \sum_{i=1}^n AR_{it}, n = 1, 2, 3, 4, 5. \quad (2)$$

特别地,为了精确反映事件当天的效应,我们将首日的收益率 R_{i0} 调整为以2016年11月9日上午11点至下午3点的价格变化计算。因为直至11点之前,两位主要总统候选人的当选概率一直保持比较稳定且悬殊的状态。当关键的摇摆州之一密歇根州在11点逐步公布其投票结果时,希拉里此前遥遥领先的胜率出现了“跳跃式”下降(见图1)。事后看,这一关键节点正是特朗普确立领先地位的起点。

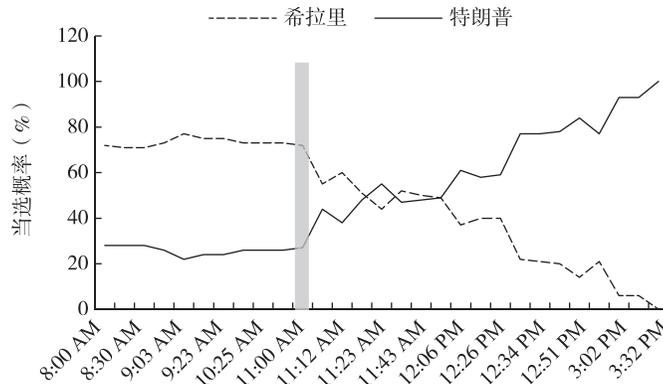


图 1 美国两位主要总统候选人在竞选日的当选概率变化

注：根据 Five Thirty Eight 提供的数据绘制。阴影区块表示当选概率发生逆转变化的起点。

在事件分析中，本文以 2016 年上市交易的 3 031 家 A 股企业作为分析对象。企业的基本信息与财务数据来自 Wind 数据库，股价数据来自 Rice Quant 网站。剔除停牌时间超过 3 个月的样本，实际得到 2 403 家企业，涵盖 75 个行业。为了利用出口状态差异甄别贸易效应，本文构建了两组分析样本。第一组样本以出口企业为处理组，非出口企业为对照组。由于出口并非上市企业年报强制披露项目，而且企业也很少主动报告其出口详情，这对企业出口状态识别工作带来了额外的挑战。为了明确上市企业出口详情，确定企业是否出口、出口规模、出口行业以及出口目的地分布等信息，本文利用企业名称将上市公司数据库与 2015 年中国海关数据库进行了匹配。结合企业报告的海外收入信息，我们从 2 403 家上市企业样本中，成功识别出 746 家出口企业，然后将另外的 1 657 家企业视为对照组。海关数据库不仅提供了企业出口规模等信息，而且标注企业出口目的地，这为我们识别出口美国的企业带来了便利。第二组样本以主要出口美国的企业作为处理组，出口其他地区的企业为对照组。其中，处理组以出口美国收入占总出口收入的比例超过 50% 作为确定标准⁶，在 746 家出口企业中，符合条件的企业有 70 家，而出口美国的收入为零的对照组企业有 259 家。

通过第一组样本设计，我们试图估计特朗普的贸易政策倾向对中国出口企业的总影响。它不仅包括来自系统性风险的净影响，而且包括与中国特定相关的贸易政策的直接影响。而第二组样本设计则直接考察了特朗普当选对出口美国的企业的影响。尽管事件分析法能够较大限度地排除混杂因素，但本文的两组样本设计提供了类似于双重倍差的研究环境，因而能够更为彻底地控制那些研究人员无法观察到的因素。尤其是第二组样本设计，在某种程度上，它还能够缓解可能存在的出口状态识别偏误。

⁶ 本文也采用了 25%、75% 作为判断标准，得到的估计结果类似。囿于篇幅，未予汇报。

三、特朗普当选冲击的贸易效应

(一) 初步统计比较

为了能够提供关于特朗普当选冲击的直观印象,表1第(1)与(2)列描述了出口企业与非出口企业在事件窗口期的平均超额收益率(AAR)和平均累积超额收益率(ACAR),第(3)列比较了两者的差异,并给出了统计显著性。整体上,非出口企业组的超额收益率在事件窗口期基本围绕在零值周围,出口企业则在事件发生后呈下降趋势,至事件后第三天达到阶段性的最低值,且在此后两天均低于非出口企业。显著性上,事件当天出口与非出口企业之间的超额收益率不存在显著差异,但事后第一天,出口企业在10%的显著性水平上高于非出口企业0.15%。仅从这两天的表现来看,特朗普当选并未对出口企业产生负面冲击,反而表现得好于预期。不过事件后第二天,出口企业的表现开始弱于非出口企业,第三天的表现进一步疲软,该天出口企业的超额收益率比非出口企业低0.36%,且在1%的显著性水平上显著。从累积超额收益率的相对变化来看,在 $[0, 1]$ 的窗口期出口企业显著比非出口企业高0.17%,但在 $[0, 3]$ 、 $[0, 4]$ 、 $[0, 5]$ 的窗口期,要显著低于非出口企业0.3%—0.5%。

同时,表1第(4)与(5)列描述了主要出口美国与出口其他地区的企业的股价变化情况,第(6)列进行了比较。与以上发现不同的是,处理组在事件当天就表现得相对更差,其超额收益率在5%的显著性水平上低于对照组企业0.37%。处理组企业在事后第一天的收益率出现了收益反转迹象,但在此后股价的表现再次弱于对照组企业。累积超额收益率的比较也显示,处理组企业表现得比对照组差,且在 $[0, 2]$ 窗口期具有10%的统计显著性。

这些初步证据表明,特朗普当选冲击对中国出口企业的股价的确产生了显著的负面影响。表面上,主要依赖美国市场的出口企业反应迅速与整体出口企业反应迟滞的结果令人困惑,但这种矛盾之处可能恰好反映了信息供给(特朗普冲击)的多维性与信息需求(投资者处理信息的能力)的异质性对资本市场的作用。后文将对此详加分析。值得指出的是,这些二元比较并未控制企业其他特征和选择偏差对估计结果的影响。

表1 特朗普当选的股价反应:T检验

平均收益	出口	非出口	差值 T 检验	出口美国	出口其他地区	差值 T 检验
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AAR0	0.0000	-0.0003	0.0002	-0.0031	0.0006	-0.0037**
AAR1	0.0011	-0.0004	0.0015*	0.0030	0.0012	0.0018

(续表)

平均收益	出口	非出口	差值 T 检验	出口美国	出口其他地区	差值 T 检验
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AAR2	-0.0021	-0.0006	-0.0016*	-0.0044	-0.0009	-0.0036
AAR3	-0.0041	-0.0005	-0.0036***	-0.0008	-0.0008	0.0001
AAR4	0.0004	0.0012	-0.0007	0.0020	0.0009	0.0011
AAR5	-0.0011	-0.0004	-0.0008	-0.0003	-0.0020	0.0017
ACAR [0, 1]	0.0011	-0.0007	0.0017**	0.0000	0.0018	-0.0018
ACAR [0, 2]	-0.0011	-0.0012	0.0002	-0.0045	0.0009	-0.0054*
ACAR [0, 3]	-0.0052	-0.0017	-0.0035*	-0.0052	0.0001	-0.0053
ACAR [0, 4]	-0.0047	-0.0006	-0.0042**	-0.0032	0.0010	-0.0042
ACAR [0, 5]	-0.0059	-0.0009	-0.005**	-0.0036	-0.0011	-0.0025

注：*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。

(二) 回归分析

为了解决企业其他特征对估计结果的干扰，我们引入回归方程进行分析。在方程中加入企业层面的控制变量，建立回归模型：

$$Y_i = k + \lambda T_i + CV_i' \varphi + \varepsilon_i, \quad (3)$$

其中， Y_i 表示企业 i 的 AR 或 CAR； $T_i = \{EX, EX_US\}$ 表示企业是否出口/是否出口美国的核心处理变量，其系数 λ 是本文的关注重点。如果特朗普当选对处理组企业的负面冲击相比对照组企业更为剧烈，那么可预期其符号将显著为负⁷。为了避免其他企业特征的干扰，我们利用 2015 年的财务数据，在方程中加入了一系列控制变量，以向量 CV_i 表示， φ 是对应的估计系数。模型中的 k 、 ε_i 分别为截距项与随机误差项。根据 Acemoglu *et al.* (2016) 等学者的研究以及结合中国特殊的营商环境，本文选取了六组可能影响 λ 估计的控制变量，包括：①企业规模 (size)，以市值对数表示。控制规模是因为企业大小与出口和收益能力都密切相关 (Bernard and Jensen, 2004; Banz, 1981)。②净资产收益率 (roe)，以净利润除以净资产得到。该指标反映了企业的盈利能力，考虑到企业出口与利润创造能力之间的联系，我们也在方程中加以控制。③负债率 (lev)，以总负债除以总资产得到。控制负债率是考虑到融资结构不同的企业，应对财务和市场风险的能力存在差异。④经营年限 (age)，以 2015 减去企业成立年份得到。经营时间不同的企业所处的经营周期不同，因此面对内外部风险的敏感性也不同。⑤国有企业虚拟变量 (soe)。控制该变量是考虑了中国上市公司中普遍存在的国有控股情况。在中国特殊

⁷ 囿于篇幅，论证过程从略，留存备索。

的经商环境中,国有企业与政府间的天然联系可以降低企业的经营风险。因为在政府反制特朗普的贸易政策,刺激企业出口时,国有企业可能得到优先照顾。⑥大股东比例(ratio),以第一大股东的持股比例表示。较高的大股东持股比例能够有效降低企业股价的崩盘风险(王化成等,2015)。上述控制变量的描述性统计结果如表2所示。其中,为了避免极端值影响,净资产收益率和负债率进行了前后1%的缩尾处理。

表2 描述性统计

变量	观测值数量	均值	中位数	标准差	最小值	最大值
size	2 403	23.100	22.927	0.826	21.734	28.059
roe	2 397	0.072	0.074	0.113	-0.428	0.385
lev	2 403	0.435	0.419	0.214	0.059	0.931
age	2 403	17.662	17.000	5.209	5.000	65.000
soe	2 403	0.357	0.000	0.479	0.000	1.000
ratio	2 403	0.340	0.321	0.148	0.042	0.891

表3汇报了控制企业特征的基准回归结果。在不影响基本结论的前提下,本文分组汇报了如表3所示的五种情形。第(1)—(5)列比较了出口与非出口企业的表现,其中第(1)—(3)列采用了窗口期的超额收益率作为被解释变量。结果显示,在控制了企业规模等特征后,事件日当天的 λ 系数为正但不显著异于零;但事件后第三天变为-0.36%,且在1%的统计水平上显著;至事件后第五天,系数依然为负,但不再具有统计显著性。这些估计系数再现窗口期内出口企业的股价表现显著弱于非出口企业,但具有一定时滞性的特征。为了验证这一负面影响不受收益反转的影响,第(4)—(5)列进一步汇报了对累积收益率的分析结果。结果表明,在 $[0, 3]$ 、 $[0, 5]$ 两个窗口期,出口企业的累积收益率比非出口企业分别低0.37%、0.51%,且均具有统计意义。不仅如此,上述估计系数也有重要的经济意义。在我们的样本中,出口企业2015年的市值总量为 9.92×10^{12} 元,以事件日第三天的超额收益变化计算,出口企业的相对市值损失高达357亿元($0.36\% \times 9.92 \times 10^{12}$);以 $[0, 5]$ 窗口的累积收益变化计算,出口企业的相对市值损失超过500亿元($0.51\% \times 9.92 \times 10^{12}$)。这些高额的相对市值损失,凸显了投资者对出口企业未来增长的负面预期。

表3第(6)—(10)列比较了出口美国与出口其他地区的企业。从企业反应来看,出口美国企业的市场表现在事件日当天就显著弱于出口其他地区的企业。有趣的是,0.35%的相对损失与前文出口企业相对非出口企业在事件日第三天的损失极为接近。具体到损失规模,如果以出口美国的企业市值 3.71×10^{12} 元计算,事件日当天处理组企业的市值相对下降了近130亿元。同

样地，我们也比较了两组企业的超额收益率差异。第（9）—（10）列发现，处理组相对于对照组分别低 0.47% 与 0.24%。尽管不具有统计显著性，但系数符号依然为负。事实上，样本期内五个窗口的系数符号均连续为负。假设处理组与对照组之间的相对超额收益为零，那么出现连续为负的概率只有 3.12% ($1/2^5$)。若非出现了针对出口美国企业的负面信息，其超额收益连续低于对照组企业将是一个小概率事件。⁸

表 3 特朗普当选的股价反应：基于全样本的 AR 回归

样本	出口企业与非出口企业					出口美国企业与出口其他地区企业				
	AR0	AR3	AR5	CAR [0, 3]	CAR [0, 5]	AR0	AR3	AR5	CAR [0, 3]	CAR [0, 5]
Y_i	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
T_i	0.0002 (0.32)	-0.0036*** (-3.96)	-0.0007 (-0.84)	-0.0037** (-2.06)	-0.0051** (-2.58)	-0.0035*** (-2.89)	-0.0004 (-0.14)	0.0008 (0.26)	-0.0047 (-0.90)	-0.0024 (-0.39)
size	0.0002 (0.63)	0.0006 (1.20)	-0.0001 (-0.30)	-0.0003 (-0.31)	-0.0029** (-2.46)	0.0007 (0.67)	-0.0007 (-0.45)	-0.0031* (-1.96)	0.0032 (0.73)	-0.0051 (-1.07)
roe	-0.0037* (-1.73)	-0.0031 (-0.71)	0.0014 (0.38)	-0.0115 (-1.22)	-0.0018 (-0.18)	-0.0076 (-1.20)	0.0012 (0.15)	0.0054 (0.55)	-0.0240 (-1.06)	-0.0034 (-0.15)
lev	0.0006 (0.53)	0.0002 (0.08)	-0.0006 (-0.30)	0.0046 (1.14)	0.0037 (0.81)	0.0012 (0.45)	-0.0016 (-0.29)	0.0018 (0.26)	-0.0029 (-0.25)	-0.0020 (-0.14)
age	-0.0000 (-0.96)	-0.0002*** (-3.05)	0.0000 (0.30)	-0.0005*** (-2.66)	-0.0002 (-1.25)	-0.0000 (-0.04)	-0.0003 (-1.51)	-0.0001 (-0.38)	-0.0002 (-0.21)	-0.0002 (-0.30)
soe	-0.0007 (-1.30)	0.0017* (1.69)	-0.0000 (-0.03)	0.0022 (1.13)	0.0040* (1.81)	-0.0004 (-0.28)	-0.0004 (-0.16)	-0.0030 (-1.08)	-0.0000 (-0.00)	0.0024 (0.41)
ratio	-0.0002 (-0.15)	-0.0016 (-0.48)	-0.0001 (-0.02)	0.0081 (1.23)	0.0071 (0.96)	-0.0013 (-0.28)	-0.0025 (-0.30)	0.0080 (0.76)	0.0111 (0.68)	0.0138 (0.68)
cons.	-0.0034 (-0.52)	-0.0106 (-0.92)	0.0026 (0.25)	0.0097 (0.40)	0.0656** (2.47)	-0.0145 (-0.62)	0.0224 (0.63)	0.0680* (1.89)	-0.0721 (-0.70)	0.1149 (1.03)
R^2	0.00	0.01	0.00	0.01	0.01	0.02	0.01	0.02	0.01	0.01
N	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397	329	329	329	329	329

注：括号中是基于稳健标准误得到的 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。

最后，简要讨论各控制变量的情况。从显著性来看，负债率和第一大股东占比在所有方程中均不显著，系数符号也不稳定。前者在 Acemoglu *et al.*

⁸ 根据审稿人的建议，我们也试图将企业分为出口美国、出口其他国家以及不出口三类，然后以不出口企业作为基准组展开回归分析，以便将上述两组分析置于同一模型中进行估计。得到的结论没有变化。囿于篇幅，未予汇报，留存备索。

(2016)的文章也是如此。可能的解释是,本文的被解释变量是超额收益率,所以负债率和股权占比效应已经被前文估计的 β_i 系数吸收了。其他变量中,规模、收益率以及经营年限变量的影响在部分方程中显著为负,而国有企业性质则有正的显著影响。理论上,并没有特别的理论预测这四组变量与短期超额收益率有稳健的关系。在方程中进行控制是确保我们所观察到的超额收益率不会被企业基本特征所解释。值得指出的是,当假设四组变量的系数都为零时, F 检验拒绝了这一原假设,这说明依然存在需要部分控制的理由。后文加入控制变量的二次、甚至三次方,也是出于这一考虑。

总之,以上结果表明,即使控制了企业其他特征的影响,本文也发现了特朗普当选对出口企业产生负面冲击的明显证据。特别地,该负面冲击在事件发生后第二天开始显现,并集中体现在第三天,反映出贸易政策效应在企业层面的传递具有时滞性的特点。与此同时,对以美国市场为主要出口目的地的企业,特朗普当选所带来的负面影响在事件日当天就立即反映在股价的变化上。

(三) 稳健性分析

本节将着重从以下几方面验证回归结果的稳健性:首先,前文的回归方程仅仅控制了企业特征的一次项,忽略了非线性影响的存在。为了排除控制变量的非线性影响,本文在方程中加入了企业特征的二次项进行分析(我们也考虑在方程中同时加入二次项和三次项,回归结果没有差异)。其次,由于特朗普当选事件距离上市企业第三季度财务报表发布的时间较近,因此可能存在与企业业绩信息相关的干扰事项的影响。特别是在出口形势放缓的背景下,证券分析师可能偏向于调低出口企业的增长预期。为此,我们在方程中引入11月8日的一致预测净利润的月度变化率衡量企业业绩的预期变化,以避免整体出口形势疲弱与业绩变化对估计结果的影响;同时,为了解决样本极端值对估计结果可能造成的影响,本文剔除了超额收益率或者累积超额收益率超过对应样本95%分位数或者低于5%分位数的观测值,然后利用缩减后的样本重新估计。除了剔除极端值之外,我们还采用了中位数回归进行研究。之前的分析都是采用均值回归,在估计过程中并未考虑极端值对估计结果的影响,采用中位数回归则能够一定程度上缓解该问题。再次,考虑到企业出口决策与其自身诸多特征紧密相关,本文选择采用倾向得分匹配方法缓解样本中可能存在的自选择偏误。具体地,我们以企业规模、净资产收益率、负债率、企业年龄、企业性质以及大股东比例作为协变量,估计了企业的出口概率,然后分别采用一对一匹配的方式挑选出口概率最为接近的可比样本再进行分析。最后,由于市场模型法在针对我国证券市场的研究中可能存在更容易拒绝原假设的倾向(陈汉文和陈向民,2002),本文利用市场调整收益方法,直接使用市场指数收益率代表股票的期望收益率,重新计算了企业AR

或 CAR，以检验模型选择对结果的影响。

考虑了上述情形的稳健性结果总结在表 4 中。出于方便比较以及节省篇幅的目的，我们略去了模型的其他细节，仅仅汇报了不同情形下的 λ 系数及其统计显著性。与基准回归结果比较后可知，表 4 中的核心解释变量系数的方向和显著性基本没有发现明显变化，说明前文的回归结果是稳健可靠的。

表 4 稳健性检验

Y_i	AR0	AR3	AR5	CAR [0, 3]	CAR [0, 5]
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
出口与非出口企业					
加控制变量平方项	0.0001	-0.0036***	-0.0008	-0.0035**	-0.0049**
排除其他干扰	0.0002	-0.0036***	-0.0007	-0.0037**	-0.0051**
剔除极端值	0.0003	-0.0030***	-0.0005	-0.0036***	-0.0051***
中位数回归	0.0006	-0.0017**	-0.0008	-0.0035**	-0.0056***
倾向得分匹配	0.0002	-0.0049***	-0.0003	-0.0040*	-0.0047*
市场指数收益率	0.0004	-0.0035***	-0.0004	-0.0031*	-0.0040**
出口美国与出口其他地区企业					
加控制变量平方项	-0.0034***	-0.0010	0.0011	-0.0058	-0.0027
排除其他干扰	-0.0037***	-0.0001	0.0007	-0.0052	-0.0028
剔除极端值	-0.0029***	0.0014	0.0008	-0.0013	0.0004
中位数回归	-0.0027**	0.0022	0.0015	0.0002	0.0057
倾向得分匹配	-0.0035**	0.0002	0.0014	0.0004	0.0043
市场指数收益率	-0.0039***	-0.0010	0.0003	-0.0068	-0.0054

注：*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。出于对比与节省篇幅的目的，表中仅汇报了 λ 系数及其显著性，省略了回归模型的其他细节。

(四) 出口规模与出口依赖性

本文此前的讨论中，核心解释变量均是表征状态的二元变量。这种方式有助于我们进行直观的比较研究，然而其缺点在于无法度量出口规模与出口依赖程度差异对企业股价的影响。如果出口是市场所关心的风险因素，那么对于出口规模较大或者出口密集度较高的企业，受到贸易限制政策的负面冲击将更为严重。为了考虑出口规模和出口依赖程度的影响，我们重新定义了核心解释变量。具体地，为了度量总体出口规模和出口美国规模的影响，本文引入了出口规模对数 ($\ln \text{exp}$)、出口美国规模对数 ($\ln \text{exp}_{us}$) 两个绝对变量，同时为了考虑出口依赖程度的影响，引入以营业收入去规模化的总体出口密集度 (exp_density)、出口美国密集度 (density_{us})、出口其他地区密集

度 ($\text{density}_{\text{nonus}}$) 以及美国出口占总出口比重指标 (ratio_{us}), 共计六组变量。

表5列出了以当天、事件后第三天的超额收益率为被解释变量, 上述六组变量为核心解释变量的回归结果。事件日当天的估计结果显示, 保持其他条件不变的情形下, 出口美国的比例上升1%, 超额收益率要下降0.05%。其他与出口美国相关的指标, 包括出口美国的规模、美国出口占比, 其系数均为负, 但总体出口规模以及出口其他地区密集度的指标为正。整体上, 它们均不具有统计显著性。在事件后的第三天, 出口规模对企业的超额收益产生了显著的负面影响: 如果总出口与向美国的出口同时增加1%, 在其他条件不变时, 企业的超额收益分别平均下降0.02%、0.03%, 而且从其他指标的表现来看, 似乎出口其他地区的企业受到的滞后影响更大。

表5 出口程度与出口依赖性的影响: AR为被解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 被解释变量: AR0						
核心解释变量	$\ln\text{exp}$	$\ln\text{exp}_{\text{us}}$	exp_density	$\text{density}_{\text{us}}$	$\text{density}_{\text{nonus}}$	ratio_{us}
系数	0.0000	-0.0000	-0.0089	-0.0517***	0.0034	-0.0024
	(0.15)	(-1.05)	(-1.02)	(-2.69)	(0.28)	(-1.51)
CV	是	是	是	是	是	是
R^2	0.00	0.00	0.00	0.01	0.00	0.00
N	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397
Panel B: 被解释变量: AR3						
核心解释变量	$\ln\text{exp}$	$\ln\text{exp}_{\text{us}}$	exp_density	$\text{density}_{\text{us}}$	$\text{density}_{\text{nonus}}$	ratio_{us}
系数	-0.0002***	-0.0003***	-0.0205	0.0086	-0.0441*	-0.0027
	(-3.93)	(-4.44)	(-1.23)	(0.23)	(-1.88)	(-0.87)
CV	是	是	是	是	是	是
R^2	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
N	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397

注: 括号中是基于稳健标准误得到的 t 值, *、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。所有方程中均加入了控制变量集合 CV。为节省版面计, 略去了控制变量估计系数及截距项。

以 $[0, 3]$ 、 $[0, 5]$ 两个窗口期的累积收益率为被解释变量的结果见表6。我们发现, 以累积收益率为被解释变量时, 所有核心解释变量的系数均为负, 而且度量出口规模的两个绝对量具有统计显著性。从系数值大小来看, 出口美国收入增加1%, 在 $[0, 3]$ 、 $[0, 5]$ 两个窗口期的累积收益率将分别下降0.04%、0.05%; 出口总收入增加1%, 相应的收益下降分别为0.02%与0.03%, 出口美国受到的负面影响更大。从出口规模和出口依赖程度两方面获得的发现, 我们证实出口规模越大且出口依赖程度越强的企业受到的负面

冲击越大，而且比较地看，更为依赖美国市场的企业被负面信息波及的速度越快，受影响的程度越深。这些发现与前文的结论依然相互印证。

表 6 出口程度与出口依赖性的影响：CAR 为被解释变量

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A: 被解释变量: CAR [0, 3]						
核心解释变量	lnexp	lnexp _{us}	exp_density	density _{us}	density _{nonus}	ratio _{us}
系数	-0.0002*	-0.0004***	-0.0121	-0.0161	-0.0174	-0.0053
	(-1.80)	(-2.92)	(-0.38)	(-0.23)	(-0.39)	(-0.91)
CV	是	是	是	是	是	是
R ²	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
N	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397
Panel B: 被解释变量: CAR [0, 5]						
核心解释变量	lnexp	lnexp _{us}	exp_density	density _{us}	density _{nonus}	ratio _{us}
系数	-0.0003**	-0.0005***	-0.0421	-0.0515	-0.0626	-0.0049
	(-2.42)	(-3.10)	(-1.18)	(-0.65)	(-1.25)	(-0.74)
CV	是	是	是	是	是	是
R ²	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
N	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397

注：括号中是基于稳健标准误得到的 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。所有方程中均加入了控制变量集合 CV。为节省版面计，略去了控制变量估计系数及截距项。

四、分钟数据的证据

基于日度数据证据，我们判断特朗普当选冲击对中国出口企业产生了负面影响，以美国市场为主的出口企业更是首当其冲。然而，人们可能仍会怀疑，这些结果是否来自其他事件的干扰或者源于首日数据的截取存在自我选择偏差。为了解决这些疑问，本文利用事件当天的分钟数据展开进一步确证。由于美国大选投票信息公布的时段恰好与中国股票市场的交易时段重叠，而且美国各州统计公布选票的时点不同，这两个条件使我们可以利用胜选概率波动所传递的信息冲击，追踪对比股价变动。相比于日度数据，分钟数据能更精确地反映事件最新状态，既能进一步有效排除其他事件的干扰，又能控制人为选择误差。

类似于前文的回归分析，我们利用分钟数据比较了不同组企业的累积收益率差异，即 λ 值。所不同的是追踪了 λ 值与胜选概率之间的关系。利用五分钟频率的收盘价和市场模型法，本文估算得到了各企业的以开盘时间为起

点的累积超额收益率；同时，采取 Five Thirty Eight 权威数据库提供的大选当天不同时点的获胜概率数据，计算了希拉里的胜选概率比（以希拉里的胜选概率除以特朗普的胜选概率）。为了评估不同时点 λ 值的准确性，我们还提供了 λ 值的90%置信区间。

（一）基本结果

图2比较了出口企业与非出口企业。图中带菱形标记的实线代表希拉里的胜选概率变化；不带标记的实线表示收益率差值变化，两条虚线是对应的上下90%置信区间。整体看，CAR差值呈现鲜明的先下降后上升的趋势，而且变化的拐点出现在11点半左右。尽管从股市开盘起，出口企业便表现得弱于非出口企业，但大部分时点的统计显著性并不高。全天首次出现显著差异的时段出现在10点05分，当时希拉里的胜选概率出现了下滑迹象。全天差异最为显著且持续时间最长的时段出现在11点至11点30分，该时段希拉里胜选概率出现“跳跃式”下滑，从超过3倍的胜选概率下降至接近1倍，然后几近于零。其间，胜选概率下滑与出口企业收益率同步下降的现象进一步揭示出，特朗普当选概率上升导致出口企业表现显著受损的事实。该发现不仅符合我们的预期，同时也侧面说明中国资本市场的弱势有效性。

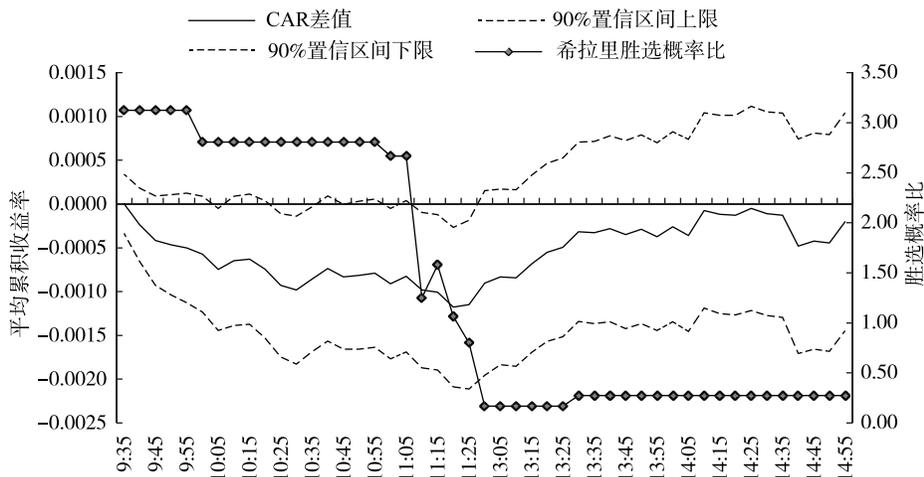


图2 事件当天出口与非出口企业的累积收益率差异与希拉里胜选概率变化

注：左轴是处理组与对照组的收益率差值，右轴是希拉里胜选概率比。横轴是北京时间2016年11月9日全天五分钟频率的交易时间。

图2的另一突出特点是CAR差值在后半天扭转颓势呈现快速上扬趋势。相对非出口企业，出口企业的超额收益率在下午1点至1点半的时段内表现更好。如果投资者预期特朗普当选所带来的贸易政策变化将损害中国贸易企业的增长前景，很难想象这种预期会在短时间内发生反转。根据美国历次大选后资本市场的表现，与大选相关的不确定性消除可能是解开这种“收益反

转之谜”的关键。对于绝对风险厌恶投资者，事前的坏消息（特朗普当选概率上升）使其财富水平下降。更低的财富水平意味着更高的绝对风险厌恶以及更高的风险贴水，因此在事后不确定性消除时，受消息影响的股票股价获得了更大程度的上升（Brown *et al.*，1988）。出口企业经营受到国际不确定性环境的影响更大，所以在大选结果确定时，股价上升更快。显然，特朗普当选一方面意味着大选相关的不确定性消失，另一方面，对于出口企业而言，未来受到贸易限制的风险也大幅提升。后者将首先体现在以美国为主要出口市场的企业身上。

图 3 比较了出口美国与出口其他国家的企业。与图 2 的收益反转相比，图 3 所呈现的趋势则相当确定。在 10 点钟之前，出口美国的企业表现得比出口其他地区的企业差，但两者之间的差异并不明显。此后，两类企业的差距逐步扩大，而且逐步具有统计显著性。投资者对以美国为主要出口市场的企业的悲观预期在事件当天没有出现反转，且在特朗普当选后更加坚定。由于这两组企业的比较控制了与出口相联系的系统不确定性的影响，所以能够更为准确地反映特朗普对中国可能采取的贸易政策的影响。

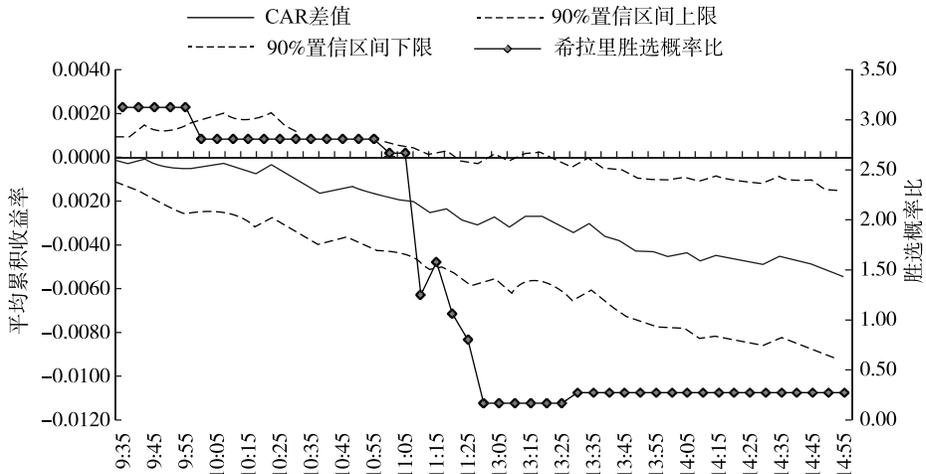


图 3 事件当天出口美国与出口其他地区企业的累积收益率差异与希拉里胜选概率变化

注：左轴是处理组与对照组的收益率差值，右轴是希拉里胜选概率比。横轴是北京时间 2016 年 11 月 9 日全天五分钟频率的交易时间。

从分钟数据得到的发现也能解释前文所得到的看似矛盾的现象。从日度数据来看，事件日当天出口企业的表现甚至比非出口企业好。但从分钟数据分析中，我们发现，出口企业事实上在特朗普确定当选时，表现得非常差，而且在控制了出口因素的影响后，以美国为主要目的地的出口企业受到了更为稳健的负面冲击。这些结果也暗示，投资者对特朗普当选所引致的贸易政策变化存在一个逐步消化的过程，“中美”因素最先得到投资者的关注。

(二) 系统性风险的影响

前文, 我们指出不确定性消除是事件当天出现“收益反转”的关键。为了进一步论证这一点, 本文检验了对系统风险敏感性不同的企业的异质性反应。我们利用估计窗口的日度收益数据估计了各企业的 β 系数, 以其区分企业在事件日的系统性风险(Sharpe, 1970)。为了考察系统风险异质企业的贸易效应差异, 我们构建了高 β 和低 β 两个样本组合。其中, 低 β 组合取 β 系数不超过下四分位值的样本, 而高 β 组合则取 β 系数不小于上四分位值的样本。本文试图通过比较不同组合内处理组与对照组的超额收益率差异, 探究特朗普当选所带来的系统性风险变化对企业的影响。

图4分别绘制了高、低 β 两个组合内出口与非出口企业累积超额收益率变化趋势。由图可知, 在高 β 组, 出口企业的表现优于非出口企业, 且在选举结果确定后表现得更为突出; 而低 β 组, 出口企业则弱于非出口企业。换言之, 系统性风险越高的出口企业表现得相对越好, 系统性风险越低的出口企业表现得相对越差。从统计意义上看, 高 β 组合内两类企业的收益率差异并不显著异于零, 而低 β 组合内则基本在5%以上的统计性水平显著为负。⁹类似地, 图5集中比较高、低 β 两个组合内出口美国与出口其他地区企业的累积超额收益率。结果显示, 无论是在高 β 组还是低 β 组, 以美国为主要出口市场的企业, 其当天表现都相对更差, 而且低 β 组内收益率差异在不同时点都具有统计显著性。

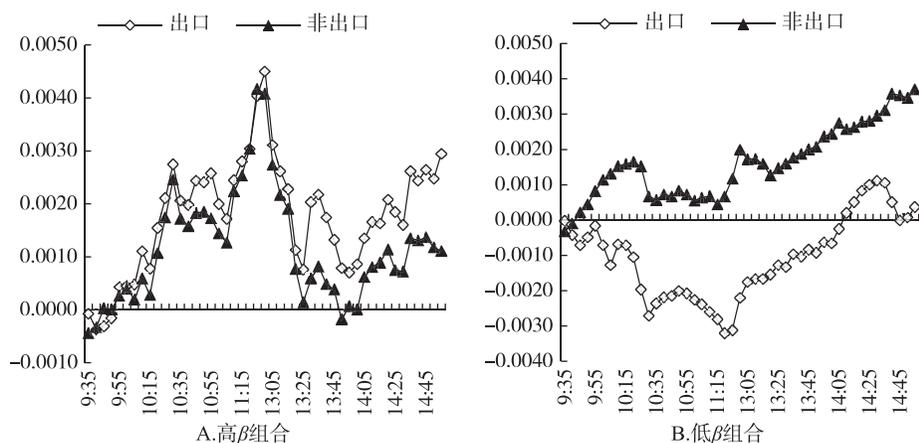


图4 系统风险异质的出口与非出口企业累积收益率比较

注: 横轴是北京时间2016年11月9日全天五分钟频率的交易时间。

⁹ 为了图文简洁, 图中并未明确列出各点的显著性水平。

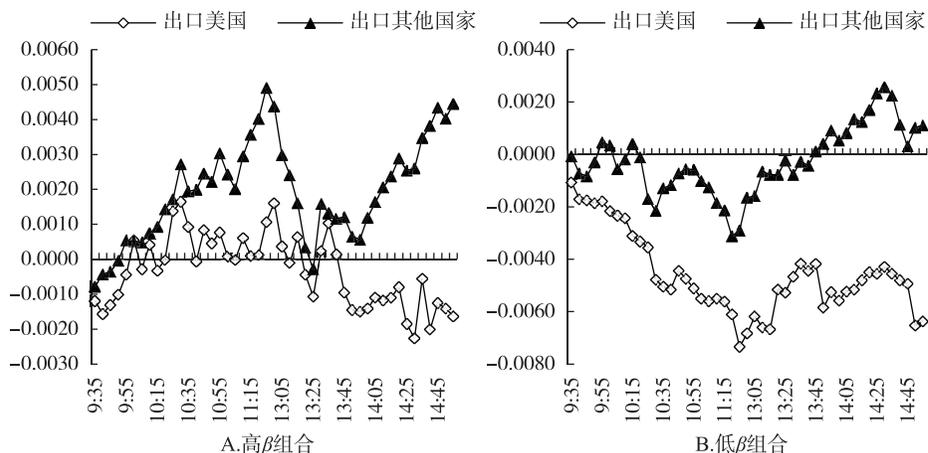


图 5 系统风险异质的出口美国与出口其他地区企业的累积收益率比较

注：横轴是北京时间 2016 年 11 月 9 日全天五分钟频率的交易时间。

对高、低 β 组内不同企业之间的比较，容易发现，事件当天出口企业与非出口企业之间的收益反转主要是由高 β 的出口企业的表现所驱动。由于高 β 企业对系统性风险更为敏感，所以伴随大选结果相联系的系统性风险得到缓释后（Pantzalis *et al.*，2000；Siokis and Kapopoulos，2007），出口企业股价激增，这为不确定性消除理论提供了支持。但是，不论是高 β 还是低 β 组合，当我们控制了出口相联系的系统性风险后，以美国为主要出口市场的企业都表现得更差，表明与美国目的地相联系的贸易风险变化对企业产生的负面影响更为深远。Peng and Xiong（2006）研究发现，由于注意力限制，投资者在处理新信息时，会呈现规律性的分类学习行为，即优先处理市场或者行业等较高层级的信息。上述发现符合投资者的分类学习理论。

五、行业层面的贸易限制风险

本部门将重点讨论贸易限制风险的来源。从政策实施角度而言，兑现竞选承诺所采取的保护性贸易政策大都是从行业层面展开的。各行业由于贸易逆差状况不同，在特朗普任期被施加限制性贸易政策的风险不同。同时，各行业对可能的汇率风险的响应存在差异（关键的原因是不同产品的需求弹性存在差异），因而受到的贸易风险也不一样。这便为我们进一步厘清贸易效应的政策风险来源提供了检验途径。我们预期行业的贸易限制风险越大，位于该行业的企业受到的负面影响越大，收益率越低。为了度量行业层面的贸易限制风险，我们结合前文的理论分析，考虑了美国各行业自身的贸易逆差率、中国对美出口的行业渗透率以及中国出口行业的汇率敏感度三个方面。

（一）以贸易逆差率衡量贸易限制风险

在特朗普的执政理念中，实施保护性贸易政策，消除贸易逆差，是“造

就美国再繁荣”的关键之一。可以合理推测,美国那些贸易逆差形势更为严峻的行业,被特朗普施加针对性保护的可能性更高。为了衡量各行业的贸易逆差状况,本文从 UN Comtrade 数据库中提取了美国 2015 年的进出口数据,并根据联合国统计司提供的代码转化表,将数据的 HS07 行业代码转换为中国 2002 年的产业划分标准,然后测算了美国各二分位行业的贸易逆差。以各行业的贸易总量规模化处理,得到贸易逆差率 DFS_j :

$$DFS_j = \frac{\text{import}_{us,j} - \text{export}_{us,j}}{\text{export}_{us,j} + \text{import}_{us,j}} \times 100\%, \quad (4)$$

其中, $\text{export}_{us,j}$ 、 $\text{import}_{us,j}$ 分别表示美国 j 行业 2015 年的出口与进口。

图 6A 绘制了事件日当天各行业平均超额收益率与行业贸易逆差率的散点图。从图中可以发现,美国大部分行业位于纵轴的右侧,亦即美国多数制造业正处于逆差状态,而且超过半数的散点位于横轴下方,说明大多数行业在事件日当天的平均超额收益率为负。图中拟合直线向下倾斜,表明行业超额收益率与逆差率呈负相关关系,这意味着逆差越大的行业,事件日的表现越差。

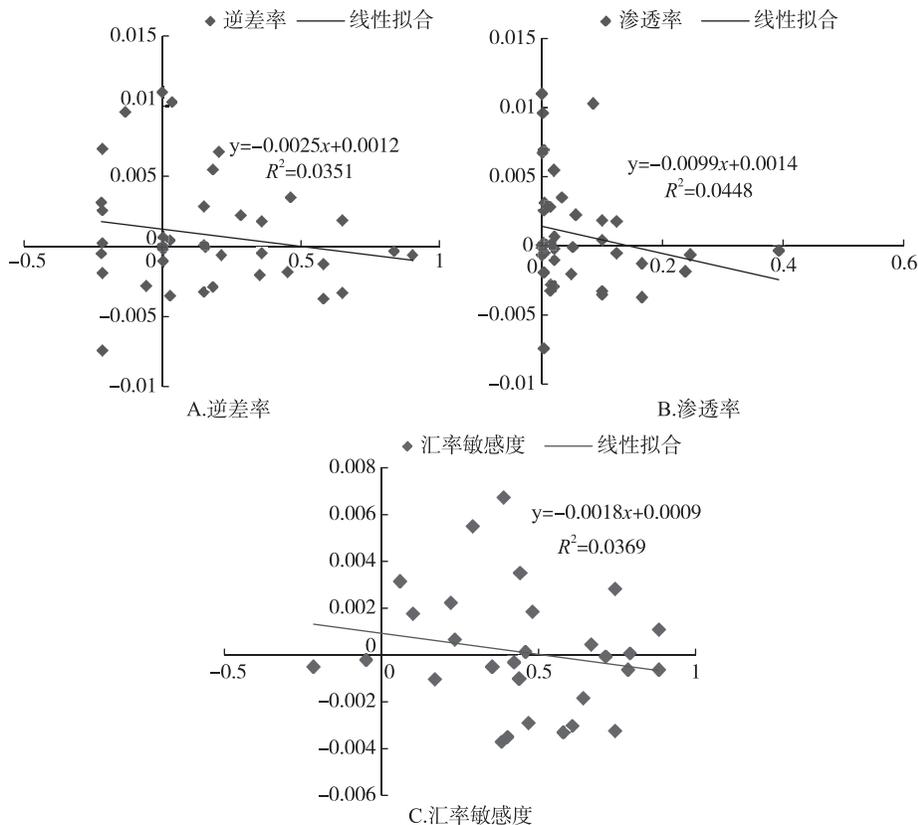


图 6 行业风险与事件日当天的平均超额收益率

注:纵轴表示事件日的行业平均超额收益率;三个图的横轴分别表示逆差率、渗透率及汇率敏感度,具体定义见正文描述。图中斜线是对散点的线性拟合。

为了进一步探究行业贸易逆差对企业的影响，本文将方程（3）中的出口状态变量 T_i 替换为美国各行业贸易逆差率变量 DFS_j ，并逐步控制其他企业特征进行回归分析，具体估计结果如表 7 第（1）、（2）列所示。以企业事件日当天的超额收益率为被解释变量的结果显示， DFS_j 的系数在 1% 的水平显著为负，即使控制了其他企业特征后依然如此。这说明，行业贸易逆差可能导致保护性贸易政策的预期对企业产生了显著的负面影响。

表 7 贸易限制风险与事件日的超额收益率

	AR0	AR0	AR0	AR0	AR0	AR0	AR0	AR0	AR0
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
DFS	-0.0064***	-0.0064***	-0.0052***						
	(-3.67)	(-3.64)	(-2.72)						
PET				-0.0080**	-0.0087**	-0.0005			
				(-2.29)	(-2.40)	(-0.11)			
SEN							-0.0041**	-0.0041**	-0.0028**
							(-2.53)	(-2.47)	(-2.03)
firm-level CV	否	是	是	否	是	是	否	是	是
industry-level CV	否	否	是	否	否	是	否	否	是
N	1 468	1 468	1 468	1 468	1 468	1 468	1 468	1 468	1 468
R ²	0.010	0.015	0.041	0.006	0.011	0.037	0.007	0.013	0.039

注：括号中是基于稳健标准误得到的 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。

（二）以行业渗透率衡量贸易限制风险

一直以来，许多美国学者和政府人士，习惯将美国“高失业、低工资”的后果归咎于中国的进口竞争。Autor *et al.* (2013) 的研究甚至认为，高达 1/4 的制造业就业下降是由中国对美国的出口渗透造成的。由于这种较为流行的认识与特朗普所主张的贸易保护思路完全一致，我们认为特朗普在制定针对中国的贸易政策时，中国对美出口渗透越高的行业，遭受针对性“惩罚”的可能性越高，企业承担的贸易风险越大。为了验证这种猜测，我们根据 Autor *et al.* (2013) 的做法，计算了 2015 年行业层面的中国对美出口渗透率 PET_j ：

$$PET_j = \frac{\text{import}_{\text{cn},j}}{\text{output}_{\text{us},j} + \text{import}_{\text{us},j} - \text{export}_{\text{us},j}} \times 100\%, \quad (5)$$

其中， $\text{import}_{\text{cn},j}$ 表示美国 j 行业从中国的进口总额， $\text{import}_{\text{us},j}$ 、 $\text{export}_{\text{us},j}$ 分别表示美国 j 行业的总进口与总出口，进出口数据同样来自 UN Comtrade 数

数据库。output_{us,j}表示美国j行业的总产出,该数据来自美国经济分析局统计数据库。类似地,进出口和产出值根据联合国统计司提供的行业对接表,归总为以中国2002年行业划分标准为准。

图6B从行业层面初步揭示了行业平均超额收益率与渗透率的散点关系,两者的拟合线斜率明显为负,说明渗透率越高的行业,平均超额收益率越低。表7第(4)、(5)列是以PET_j作为核心解释变量,以事件日当天的超额收益率为被解释变量的回归结果。我们发现渗透率变量的系数在1%的显著性水平显著为负,亦即中国对美出口渗透率越高的行业,企业的表现越差,证实了我们的猜测。

(三) 以行业汇率敏感度衡量贸易限制风险

1985年,美国利用《广场协议》成功地缩减了同其他几个主要工业国家的贸易逆差。自此以后,汇率干预一度成为解决美国贸易逆差问题的主要手段。特朗普在竞选中也威胁指控中国“操纵汇率”,以促使人民币对美元升值。尽管这些指控缺乏根据,但是持续对市场形成的升值压力势必会影响投资者预期(Dominguez and Frankel, 1993)。如果中美之间的利率差异不足以熨平升值预期,人民币将会被动升值。货币升值将直接影响出口企业的产品价格,削弱产品竞争优势。不过,汇率升值效应的强度还取决于产品的需求弹性¹⁰。如果短期内出口产品因为需求刚性,使数量效应超过价格效应,那么企业利润还会短暂上升。尽管需求弹性会逐步调整,但是这一调整过程为企业重新布局市场和产品结构赢得了时间。因此需求弹性低的产品,受到的影响会较小。为了避免复杂的计算需求弹性的过程,本文从结果出发,以汇率与行业出口金额之间的相关性,构建了行业汇率敏感度指标。我们认为,对汇率越敏感的行业,需求越缺乏刚性,因而受到特朗普冲击的负面影响会越大。具体的指标如下:

$$SEN_j = \text{corr}(\text{exchange_rate}_m, \text{export}_{\text{cn},j,m}), \quad (6)$$

其中的corr(·)表示简单相关系数函数,exchange_rate_m是各月度的人民币对美元的中间价汇率均值,export_{cn,j,m}是中国各行业月度出口金额。汇率数据和2016年各行业的出口金额均来自中国海关总署网站。类似地,图6C绘制了各行业平均超额收益率与行业汇率敏感度之间的关系。一方面,我们发现各行业与汇率之间相关系数在-0.2到0.9之间变动,说明不同行业对汇率的敏感性差异很大,另一方面,正如理论预期所表明的,与汇率联系越紧密的行业,其超额收益率在事件日当天的表现越差。表7第(7)、(8)列以SEN_j

¹⁰ 此处指的是出口需求弹性,并假设产品供给具有完全弹性。汇率影响时滞即著名的“J曲线”效应。尽管国外文献对该效应是否存在有争议,但国内研究普遍认为中国出口与汇率调整之间存在显著的时滞。

作为核心解释变量提供的分析结果显示，估计系数显著为负，同样佐证了上述发现。

为了直观展示各行业的企业数量分布以及贸易限制风险程度，我们绘制了图 7。从图中容易发现，各行业的贸易限制风险存在较大的异质性，其中电器机械和器材制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业两个行业在贸易限制风险和企业数量上较为突出。此外，还有两方面的实证结果值得指出。一方面，上述分析的核心解释变量是行业层面变量，可能还存在其他与贸易限制风险相关的行业特征没有妥当控制，导致遗漏变量误差。彻底解决该问题较为困难，但我们尝试性地在方程中控制了可能相关的五组特征，包括行业规模、行业利润率、行业内企业数量、国有资本占比以及行业负债率。回归结果如表 7 的第 (3)、(6)、(9) 列所示。毫不意外，由于行业特征之间的紧密关联，控制更多的行业特征降低了核心解释变量的系数值。但除了第 (6) 列的显著性下降之外，其他两列仍然具有统计意义，说明本文的结果仍然较为稳健。另一方面，本文也以窗口期其他日期的超额收益率和累积超额收益率作为被解释变量进行了类似分析，发现只有当天的表现在影响方向和显著性方面与预期相符。充分解释这些异常现象，需要结合中国资本市场的特征（例如板块轮动现象十分明显）展开更为深入的研究。在本文，我们只是指出，这些结果说明市场优先考虑了行业层面信息，并进行了快速反应，它契合了 Peng and Xiong (2006) 对投资者分类学习行为的判断。

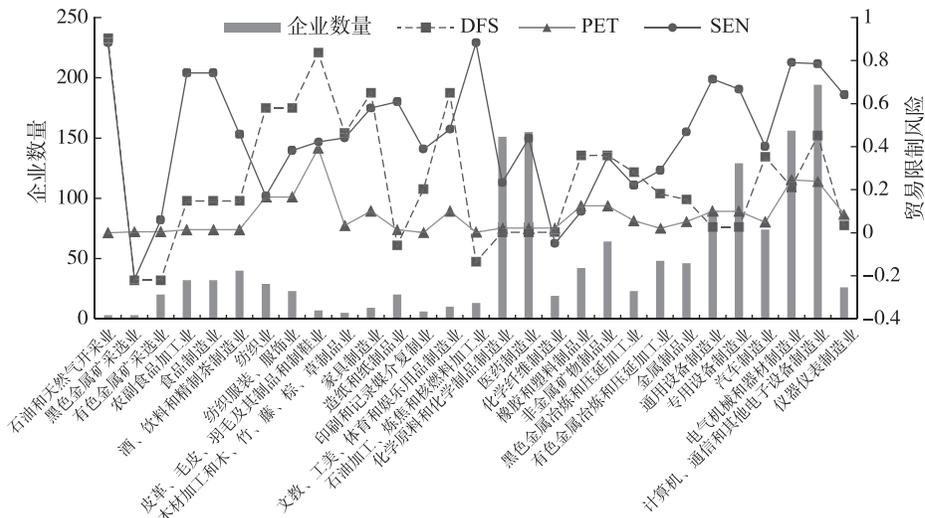


图 7 各行业企业数量及贸易限制风险分布

注：图中左纵轴的柱状图表示各行业的样本企业数量，右纵轴的线型图表示各贸易限制风险指标，其具体定义见正文分析。

六、反事实分析——希拉里“邮件门”事件

与2016年美国大选密切相关的另一重要事件是希拉里的“邮件门”丑闻。¹¹该事件自2015年被曝光后,曾严重挫伤了希拉里的竞选形象。但在2016年7月初美国联邦调查局(FBI)宣布不对希拉里的行为进行刑事起诉之后,事情便告一段落。然而,2016年10月27日,黑客又曝光了此前被删除的三万封邮件,并且公开了获取新邮件的合法渠道,导致希拉里的“邮件门”事件再次发酵。10月29日,FBI迫于压力宣布重启对希拉里的调查,这使希拉里的支持率在竞选的关键时期再次下跌。不过,事情在11月6日晚间发生转机,FBI再次建议不起诉希拉里,大选前夕希拉里的胜选概率重新攀升。

希拉里在2016年美国大选的关键时期,重新卷入“邮件门”事件,并在7天之后又全身而退。在此期间,希拉里胜选概率曾出现大幅波动,这为我们提供了进行反事实分析的机会。如果市场预期特朗普的贸易政策会损害中国出口企业,那么希拉里的“邮件门”事件会导致特朗普的胜选概率上升,因此会对中国出口企业的股价带来负面影响;相反地,当指控被取消时,特朗普的胜选概率下降,这将有利于中国出口企业。为了验证这一点,我们分别以黑客曝光邮件的2016年10月27日,以及FBI宣布不起诉希拉里的2016年11月7日作为事件基准日,然后按照前文的方法测算事件日及其随后几天的超额收益率和累积超额收益率,并采用回归方法检验出口企业与非出口企业的差异。具体的回归结果见表8。

回归结果显示,在“邮件门”重新爆发的当天以及之后一天,核心解释变量EX的系数显著为负,而FBI宣布不起诉的事件当天,核心解释变量EX的系数则显著为正,这一正一反的结果生动地体现了特朗普及其政策态度对中国出口企业的关键影响。这些结果也再次说明中国资本市场对于政治事件冲击的敏感性。基于超额累积收益的结果与上述发现一致。我们也比较出口美国与出口其他国家的企业,令人疑惑的是,核心解释变量EX_US的系数均不显著。不过,这个结果并没有否定“邮件门”事件对出口美国企业影响,它仅意味着这些企业与出口其他国家的企业的收益率反应无明显差异。

¹¹ 希拉里被曝光在2009—2013年担任美国国务卿期间,违规使用私人电子邮件账户处理往来邮件,而且邮件中涉及多封“最高机密”,可能涉嫌违反《联邦档案法》。

表 8 希拉里“邮件门”事件的股价反应

	邮件再次泄露			FBI 不起诉		
	AR0	AR1	CAR [0, 1]	AR0	AR1	CAR [0, 1]
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
出口与非出口企业						
EX	-0.0015**	-0.0021**	-0.0036***	0.0021***	0.0009	0.0031***
	(-2.10)	(-2.53)	(-3.25)	(2.60)	(1.33)	(2.98)
CV	是	是	是	是	是	是
R ²	0.015	0.020	0.014	0.021	0.007	0.015
N	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397	2 397
出口美国与出口其他地区企业						
EX_US	0.0009	0.0020	0.0029	-0.0013	0.0026	0.0013
	(0.43)	(0.72)	(0.79)	(-0.50)	(1.14)	(0.37)
CV	是	是	是	是	是	是
R ²	0.036	0.049	0.044	0.043	0.019	0.036
N	329	329	329	329	329	329

注：括号中是基于稳健标准误得到的 t 值，*、**和***分别表示 10%、5%和 1%的水平上显著。所有方程中均加入了控制变量集合 CV。为节省版面计，略去了控制变量估计系数及截距项。

七、结论与启示

中美之间持续扩大的贸易失衡问题是双边贸易摩擦愈演愈烈的原因之一。对贸易逆差极度警惕的特朗普出人意料地登台，无疑进一步加剧了人们对中美贸易形势的担忧。本文发现，特朗普胜选的确重塑了市场对中国出口企业的价值判断。预期特朗普当选所引致的限制性贸易政策，出口企业股价在胜选后一段时期遭受了显著的负面冲击，而且以美国为主要出口市场的企业反应更为剧烈，它甚至不受“不确定性消除”带来的股价反转的影响。我们还证实，位于贸易限制风险更大的行业的企业表现得更差。

这些结果表明，特朗普竞选期间主张的激进保守的贸易政策，已从口头承诺变成了市场十分关注的风险因素。它不仅增加了全球贸易体系的不确定性（出口企业受损），同时也加剧了与美国市场联系比较紧密的中国企业的出口风险（出口美国企业受损）。考虑到这种风险的系统性和长期性，出口企业自身必须警惕市场负面预期对日常经营的影响。为了缓解可能出现的贸易制裁风险，企业不仅要在经营决策上做出相应调整，譬如扩大出口范围，增加出口多样性，增强研发能力，为企业出口战略调整赢得缓冲空间，而且要积

极利用美国贸易政策制定机制, 组建游说集团, 抱团取暖, 为中国企业的切身利益发声。在政府层面, 中国应深化研究美国国内日益保守的政治环境, 警惕“杰克逊主义”思潮回归对中美贸易关系与双边政治关系的影响。对于可能出现的贸易制裁升级局面, 一方面, 正视特朗普政府消除贸易逆差, 创造就业岗位的利益诉求, 积极参与双边贸易谈判, 寻求共识, 弥合分歧, 创造更为均衡的可持续发展贸易关系; 另一方面, 重视企业可能遭受的出口冲击, 从风险提示、法律支援以及出口引导等方面做好应对预案, 最大限度地化解贸易冲突的不利影响。

参 考 文 献

- [1] Acemoglu, D., S. Johnson, A. Kermani, J. Kwak, and T. Mitton, “The Value of Connections in Turbulent Times: Evidence from the United States”, *Journal of Financial Economics*, 2016, 121 (2), 368-391.
- [2] Alesina, A., and D. Rodrik, “Distributive Politics and Economic Growth”, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109 (2), 465-490.
- [3] Autor, D., D. Dorn, and G. H. Hanson, “The China Syndrome: Local Labor Market Effects of Import Competition in the US”, *American Economic Review*, 2013, 103 (6), 2121-68.
- [4] Banz, R., “The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks”, *Journal of Financial Economics*, 1981, 9 (1), 3-18.
- [5] Bernard, A. B., and J. B. Jensen, “Why Some Firms Export”, *Review of Economics and Statistics*, 2004, 86 (2), 561-569.
- [6] Brown, K. C., W. V. Harlow, and S. M. Tinic, “Risk Aversion, Uncertain Information, and Market Efficiency”, *Journal of Financial Economics*, 1988, 22 (2), 355-385.
- [7] Campbell, J. Y., A. W. C. Lo, and A. C. Mackinlay, *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, 1997.
- [8] Carpenter, J. N., F. Lu, and R. F. Whitelaw, “The Real Value of China’s Stock Market”, Working Paper, 2015.
- [9] 陈汉文、陈向民, “证券价格的事件性反应——方法、背景和基于中国证券市场的应用”, 《经济研究》, 2002年第1期, 第40—47页。
- [10] Corrado, C. J., and T. L. Zivney, “The Specification and Power of the Sign Test in Event Study Hypothesis Tests Using Daily Stock Returns”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1992, 27 (3), 465-478.
- [11] 达巍, “美国对华战略逻辑的演进与‘特朗普冲击’”, 《世界经济与政治》, 2017年第5期, 第21—37页。
- [12] Destler, I. M., *American Trade Politics*. Columbia University Press, 2005.
- [13] Dominguez, K. M., and J. A. Frankel, “Does Foreign-Exchange Intervention Matter? the Portfolio Effect”, *The American Economic Review*, 1993, 83 (5), 1356-1369.
- [14] Dopke, J., and C. Pierdzioch, “Politics and the Stock Market: Evidence from Germany”, *European Journal of Political Economy*, 2006, 22 (4), 925-943.
- [15] Herron, M. C., “Estimating the Economic Impact of Political Party Competition in the 1992 British

- Election”, *American Journal of Political Science*, 2000, 44 (2), 326-337.
- [16] Hibbs, D. A. , “Political Parties and Macroeconomic Policy”, *American Political Science Review*, 1977, 71 (4), 1467-1487.
- [17] Hicks, M. J. , and S. Devaraj, “The Myth and the Reality of Manufacturing in America”, *Center For Business and Economic Research*, Ball State University. 2015.
- [18] Huang, R. D. , “Common Stock Returns and Presidential Elections”, *Financial Analysts Journal*, 1985, 58-61.
- [19] Huffbauer, G. C. , “Could a President Trump Shackle Imports?”, in *Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign*, PIIE Briefing 16-6. Washington; Peterson Institute for International Institute, 2016.
- [20] Johnson, S. , “Trump’s Tariff Proposal Would Gut US Export Jobs”, *Boston Globe*, 2016.
- [21] Kazin, M. , “Trump and American Populism”, *Foreign Affairs*, 2016, 95, 17-24.
- [22] Knight, B. , “Are Policy Platforms Capitalized into Equity Prices? Evidence from the Bush/Gore 2000 Presidential Election”, *Journal of Public Economics*, 2006, 90 (4), 751-773.
- [23] Lim, C. S. , “U. S. Electric Utilities and Deregulation: Trends, States’ Choice, and Political Environments”, Cornell University, 30, 2016.
- [24] Mead, W. R. , “The Jacksonian Tradition and American Foreign Policy”, *National Interest*, 1999, 58, 5-29.
- [25] Mead, W. R. , “The Jacksonian Revolt: American Populism and the Liberal Order”, *Foreign Affairs*, 2017, 96 (2), 2-7.
- [26] Noland, M. , S. Robinson, and T. Moran, “Impact of Clinton’s and Trump’s Trade Proposals”, in *Assessing Trade Agendas in the US Presidential Campaign*, PIIE Briefing 16-6. Washington; Peterson Institute for International Institute, 2016.
- [27] Pantzalis, C. , D. A. Stangeland, and H. J. Turtle, “Political Elections and the Resolution of Uncertainty: The International Evidence”, *Journal of Banking and Finance*, 2000, 24 (10), 1575-1604.
- [28] Peng, L. , and W. Xiong, “Investor Attention, Overconfidence and Category Learning”, *Journal of Financial Economics*, 2006, 80 (3), 563-602.
- [29] Pew Research Center, *Global Attitudes Survey*, 2015.
- [30] Sharpe, W. F. , *Portfolio Theory and Capital Markets*. McGraw-Hill College, 1970.
- [31] Siokis, F. , and P. Kapopoulos, “Parties, Elections and Stock Market Volatility: Evidence from a Small Open Economy”, *Economics and Politics*, 2007, 19 (1), 123-134.
- [32] Snowberg, E. , J. Wolfers, and E. Zitzewitz, “Partisan Impacts on the Economy: Evidence from Prediction Markets and Close Elections”, *Quarterly Journal of Economics*, 2007, 122 (2), 807-829.
- [33] Trump, D. , “Time to Get Tough: Making America Great Again!”, Simon and Schuster, 2011.
- [34] Tybout, J. R. , “Plant-and Firm-Level Evidence on ‘New’ Trade Theories”, *Handbook of International Trade*, 2003, 388-415.
- [35] Wagner, A. F. , R. J. Zeckhauser, and A. Ziegler. “Company Stock Price Reactions to the 2016 Election Shock: Trump, Taxes, and Trade”, *Journal of Financial Economics*, 2018, 130 (2), 428-451.
- [36] 王化成、曹丰、叶康涛, “监督还是掏空: 大股东持股比例与股价崩盘风险”, 《管理世界》, 2015

年第 2 期, 第 45—57 页。

- [37] Wolfers, J., and E. Zitzewitz, “What Do Financial Markets Think of the 2016 Election”, Working Paper, 2016.
- [38] 张宇燕、牛贺, “特朗普的成功及其限度: 兼论中美经贸关系”, 《国际经济评论》, 2017 年第 2 期, 第 9—17 页。

The Effects of Political Shock to Trade —An Event Study on Trump’s Election Victory

HONGJUN XIE

(University of International Business and Economics)

DIANCHUN JIANG

(Nankai University)

YU ZHANG*

(Civil Aviation University of China)

Abstract Taking Donald Trump’s election as an unexpected political shock, we try to assess the potential impact of the 2016 U. S. election on China’s exporters through capital market reactions. Exporters’ cumulative excess returns were significantly lower than non-exporters by 0.4 to 0.5 percent during the event window, and exporters with a major market in the United States performed even worse. We adopt minute-level data and introduce industry-level trade risk indicators to identify the impact channels of the shock. Counterfactual analysis further confirms the dynamics between U. S. election and the Chinese exporters’ share price. Trump’s victory not only creates uncertainty in the global trading system, but also exacerbates the risk of Chinese companies exporting to the U. S. market.

Key Words Trump, Sino-US trade, political shock

JEL Classification G12, G14, O24

* Corresponding Author: Yu Zhang, Economics and Management College, Civil Aviation University of China, Tianjin, 300300, China; Tel: 86-13502128420; E-mail: zhangyu881231@163.com.