

贸易政策不确定性如何影响出口企业经营风险?

颜忠宝,张跃化

(中央财经大学 经济学院,北京 102206)

摘要:在“逆全球化”趋势加剧及贸易保护主义抬头的背景下,我国政策当局应考虑贸易政策的意外调整对于出口企业的风险冲击。利用中国工业企业与海关贸易匹配数据,对贸易政策不确定性与出口企业经营风险之间的关系进行实证检验。研究结果表明:贸易政策不确定性会显著增大出口企业经营风险,这一结果在进行了一系列稳健性检验后依然成立。机制分析发现:商业信用紧缩、生产成本上升以及融资约束加剧是上述影响的作用渠道;同时,金融市场化与贸易自由化能够显著调节两者间的正向关系。异质性分析发现:贸易政策不确定性对于进行一般贸易、贸易依存度较高以及出口目的地非贸易协定国的出口企业的风险冲击更大。基于此,我国政府部门应进一步夯实“稳外贸”与“防风险”工作,同时积极推进金融市场化与贸易自由化进程。

关键词:贸易政策不确定性;出口企业;经营风险;金融市场化;贸易自由化

中图分类号:F752.6 **文献标志码:**A **文章编号:**1672-6049(2024)02-0089-10

一、引言

近年来,贸易保护主义抬头,“逆全球化”趋势加剧,特别是中美贸易战与全球新冠疫情的暴发,部分国家开始通过反倾销与技术壁垒等措施对我国进行贸易封锁。为了应对国际贸易局势变化,我国贸易政策的调整步伐也变得更加频繁。但由于政策当局为应对特定国际环境变化而调整的贸易政策缺乏连续性,加之在政策变更前未明确传达政策调整时间、方向以及力度等信息,由此也带来了贸易政策不确定性问题。其中,出口企业作为我国贸易活动的主要承载者,同时也是促进我国经济发展的重要推动力,其生产经营活动也会受到贸易政策波动的直接影响。那么贸易政策不确定性是否会增大我国出口企业的经营风险?其作用机理是什么?更重要的是,我国政府部门应该采取哪些缓解措施?回答以上问题能够为我国政府部门夯实“稳外贸”与“防风险”工作提供相关的政策启示与经验证据。

相关研究主要集中在两个方面:一是,主要考察贸易政策不确定性对于企业经济活动的影响。部分学者认为,较高的贸易政策不确定性通常意味着企业将面临较高的贸易壁垒,这将推高企业的经营成本^[1];不仅如此,贸易政策不确定性上升还会压缩企业出口规模^[2]、抑制企业创新投入^[3]、减少企业利润收入^[4]等等;但也有一部分学者认为,贸易政策不确定性下降会加剧产品竞争程度,进而降低企业出口规模^[5]。相反,贸易政策不确定性上升则会对企业产生倒逼作用,从而提升企业创新数量与质量^[6]。二是,探讨影响企业经营风险的因素。其中包括宏观环境变化^[7]、金融发展

收稿日期:2023-09-07;修回日期:2024-01-24

基金项目:国家社会科学基金面上项目“中国外汇衍生品监管指数构建、监管效果及监管优化研究”(20BJY260)

作者简介:颜忠宝(1992—),男,黑龙江绥化人,中央财经大学经济学院博士研究生,研究方向为经济政策与国际贸易;张跃化(1994—),女,河南平顶山人,通讯作者,中央财经大学经济学院博士研究生,研究方向为宏观经济与公司金融。

水平^[8]、经济政策波动^[9]等外部因素和企业股权集中度^[10]、董事会多样性^[11]、管理层职业经历^[12]等内部因素。同时,企业跨境并购^[13]、金融化程度^[14]、ESG表现^[15]等经济行为也会对其经营风险产生影响。

相较于已有文献,本文的边际贡献在于:第一,研究视角的拓展。虽然有关贸易政策不确定性与企业经营风险各自的研究已较为丰富,但目前仍未有文献直接考察贸易政策不确定性对于出口企业经营风险的影响。本文将两者置于同一分析框架,分析了两者间的相互关系与作用渠道。第二,指标选取的优化。已有文献主要选取中国加入WTO获得“永久性最惠国待遇”事件或者使用约束关税与最惠国关税之间的差值衡量贸易政策不确定性,本文选取文本分析方法构建的指标能够弥补原有指标的不足,提升研究结论的可信度,从而拓展了贸易政策不确定性的研究。第三,研究内容的深化。本文基于金融市场化与贸易自由化视角,论证了两者对于缓解贸易政策不确定性风险冲击的有效性,这为我国政府部门夯实“稳外贸”与“防风险”工作提供了新的经验证据。

二、理论机制与研究假说

伴随全球经济一体化的不断深入与国际产业链分工的逐步细化,各国经贸往来变得日益密切。其中,出口企业作为贸易经济主体与贸易产品的关键承载者,自身的生产经营活动会受到贸易政策不确定性的冲击。一方面,贸易政策不确定性会使出口企业面临高昂的关税成本等贸易壁垒^[2]。这不仅会降低企业的出口规模,推高企业的生产成本,还可能使部分企业被迫将出口转为内销。国内大量同质产品的涌入会加剧市场竞争程度,压缩企业市场份额与产品利润,进而增大出口企业经营风险^[16]。另一方面,贸易政策不确定性会对产业链与供应链产生冲击,不仅会使得出口企业面临原材料供应不足、中间品价格上升、海外订单下降等问题^[17],还会增大企业出口过程中遭遇不公平待遇的可能性,进而恶化企业的资产负债表。此时,对于产业链上下游的供应商而言,出口企业未来收入的不确定性会增加供应商的合约敏感度与资金压力。为了控制可能的贸易信用无法兑付的风险以及敲竹杠等问题的发生,供应商会降低出口企业的商业信用。企业间签订的契约合同会更加严格,出口企业的交易成本也会随之增大^[18]。与此同时,由于受到贸易政策噪音的影响,银行等资金供给方很难评估出口企业未来的实际还款能力。为了降低潜在的贷款违约风险,处于信息劣势的银行会出于谨慎动机提高抵押品价值要求、提升贷款风险补偿、收紧信贷闸门^[1]。另外,资金供给方的惜贷、惧贷、限贷行为会使出口企业融资受限。在经营成本上升、商业信用紧缩以及融资约束加剧等多重抑制下,出口企业的经营风险会随之增大。基于以上分析,本文提出假说1。

假说1:贸易政策不确定性会增大出口企业经营风险。

由于资本市场上信息不对称问题的存在,往往使得资金需求方与资金供给方难以达成一致的意见。同时,由于我国是以商业银行为主导的金融体系,企业的外部融资方式主要依赖银行信贷配给。而贸易政策不确定性的上升会增大银企间的信息不对称,降低银行的放贷意愿,由此导致的融资约束会限制企业的出口规模,进而增大企业经营风险。因此,如何提高出口企业的信贷可得性也成了“稳外贸”的重要环节,而提升我国金融市场化程度则是缓解这一问题的有效途径。一方面,金融市场化能够提升信贷市场的信息透明度、弱化资金供需双方由于信息不对称问题所导致的道德风险与逆向选择问题。随着金融市场的不断完善,企业内部信息的流动将更加充分,这能够降低金融机构的风险敏感性,使其可以更为有效地评估企业还款能力。有序推进的金融市场化不仅能够增大金融机构的竞争程度,致使银行通过降低贷款利率扩大信贷规模,还能有效缓解利率管制下贷款成本过高以及“信贷歧视”下金融资源错配的问题^[19]。另一方面,在“金融抑制”下,金融产品与金融工具受到严格管制,使得金融机构难以提供多元化的金融服务。而金融市场化能够促进金融机构推出多元化的金融产品,使其可以根据企业的投资项目选择更为准确的金融产品进行风险定价^[20],这能够有效提升企业的融资效率、降低企业的融资成本、保障企业的资金流动性,从而帮助出口企业抵御贸易政策不确定性的风险冲击。基于以上分析,本文提出假说2。

假说2:金融市场化程度越高,贸易政策不确定性对于出口企业的风险冲击越小。

贸易自由化作为衡量对外开放程度的重要指标,其发展程度对于我国“稳外贸”发挥着重要作用。Handley and Limão^[21]认为,贸易自由化往往伴随着两个特征,贸易政策不确定性的降低与关税税率的下降,两者均有助于降低出口企业的经营风险。一方面,贸易政策不确定性主要来自不同国家间因缺乏稳定的贸易秩序与贸易法律而产生的贸易摩擦与纠纷。而贸易自由化可以使得国家间建立稳定的贸易规则,这从根源上大大降低了贸易政策不确定性,使企业能够有效规避出口过程中可能面临的关税波动、非关税壁垒以及歧视性待遇等风险冲击,进而增强企业现金流与未来收益的稳定性。另外,贸易政策不确定性的下降会降低商业银行对于出口企业信贷配给的风险敏感性,提升放贷意愿,从而在一定程度上缓解了企业的融资约束问题^[4]。另一方面,贸易自由化带来的一个直接结果是关税减让,这不仅能够降低出口企业生产所需的国外原材料、中间品以及生产设备等价格,大大降低企业的经营成本,增加企业可变利润^[22];同时还能够增加中间品投入的多样性、提升中间品质量、优化企业生产要素配置、提高企业生产效率与成本加成率^[23]。不仅如此,贸易自由化的提升还能够缓解经济体内汇率波动的冲击,进而缓解其对于出口企业投融资活动的负面影响^[24]。基于以上分析,本文提出假说3。

假说3:贸易自由化程度越高,贸易政策不确定性对于出口企业的风险冲击越小。

三、研究设计

(一) 样本选取

本文利用中国工业企业数据库与中国海关贸易数据库进行匹配,最终获取2000—2014年出口企业层面的相关数据。为了降低异常值的影响,本文剔除了财务指标缺失的样本,同时对所有连续型变量进行了双侧1%分位的缩尾处理。需要说明的是,由于中国工业企业数据库中2010年的相关指标存在严重缺失,所以本文在回归中剔除了该年份样本,最终得到了529 520个“企业-年度”观测值。

(二) 模型设定

为论证贸易政策不确定性对于出口企业经营风险的影响,本文构建模型(1):

$$Z_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TPU_{i,t-1} + \alpha_2 Controls_{it} + \mu_i + \eta_i + \tau_d + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中, Z_{it} 表示企业*i*在*t*时期的经营风险, $TPU_{i,t-1}$ 为滞后一期的贸易政策不确定性指标, $Controls_{it}$ 为控制变量, μ_i 表示个体固定效应, η_i 表示行业固定效应, τ_d 表示城市固定效应;同时本文在企业层面上进行聚类处理,以控制异方差和序列相关等问题可能产生的影响。此外,对于模型中未控制的时间固定效应,因为模型中 TPU 指标是时间序列变量,若再控制时间固定效应会导致多重共线性进而影响结果。为了尽量避免时间层面的遗漏变量问题,本文借鉴已有研究^[25],在模型中控制了不随企业变化的时变因素,如物价指数、货币供给和经济增长等宏观变量。

(三) 变量定义

1. 被解释变量:经营风险(Z)

本文借鉴潘敏等^[26]、顾海峰和卞雨晨^[27]的做法,使用 Z 值法衡量企业的经营风险,具体计算方法如下:

$$Z_{it} = (ROA_{it} + CAR_{it}) / \sigma(ROA)_{it} \quad (2)$$

其中, ROA 表示企业的资产收益率, $\sigma(ROA)$ 表示资产收益率的三年期滚动标准差, CAR 表示企业的权益比率, Z 值越高表示企业的经营风险越小。为了降低 Z 值本身偏度的影响,同时为了使回归结果更加直观,参考潘敏等^[26]的研究,文中先将其取自然对数,随后取其相反数,其值越大代表企业经营风险越高。

2. 解释变量:贸易政策不确定性(TPU)

参考葛新宇等^[4]的研究,本文选取Huang and Luk^[28]构建的贸易政策不确定性指数作为 TPU 的代理变量。该指数基于国内《人民日报》《解放日报》等十份报刊构建而成,首先通过文本分析方法统计出一段时间内报纸中有关“贸易”“不确定性”等关键词出现的频率,并通过标准化处理得到 TPU 指标。采用葛新宇等^[4]的做法,使用该指数月度数据的年度均值除以100作为贸易政策不确定性的年

度指标。目前普遍使用的衡量贸易政策不确定性的方法具体包含:一方面,使用中国加入 WTO 获得“永久性最惠国待遇”事件作为准自然实验;另一方面,采用约束关税与最惠国关税之间的差额。与之比较,Huang and Luk^[28]构建的指数不仅包含关税政策的变动,同时也涵盖了贸易摩擦、贸易顺逆差、贸易壁垒以及反倾销等方面的信息,能够更为全面地衡量国内政策变动与国际经济环境变化所导致的贸易政策不确定性。

3. 控制变量

借鉴毛其淋^[29]的研究,本文选取的控制变量包括企业规模(*Size*)、企业员工数(*Emp*)、企业年龄(*Age*)、政府补贴(*Sub*)、资产负债率(*Lev*)、国有企业(*Soe*)、外商企业(*For*)。考虑到出口企业的生产经营活动还会受到宏观经济环境的影响,所以还加入了货币供给(M_2)、经济增长(*GDP*)、物价指数(*CPI*)等指标,变量定义和描述性统计如下表 1。

表 1 变量定义与描述性统计

变量符号	计算方法	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
<i>Z</i>	通过模型(2)计算得出	529 520	-0.25	0.44	-2.29	0.25
<i>TPU</i>	月度指数的年度均值/100	529 520	0.98	0.18	0.65	1.31
<i>Size</i>	总资产的对数值	529 520	10.65	1.45	7.74	14.77
<i>Emp</i>	年度从业员工数的对数值	529 520	5.40	1.09	2.77	8.26
<i>Age</i>	当年年份 - 开业成立年份 + 1	529 520	0.46	0.50	0.00	1.00
<i>Lev</i>	总负债/总资产(%)	529 520	10.54	7.63	1.00	29.00
<i>Sub</i>	当年受到政府补贴取 1, 否则取 0	529 520	55.27	26.15	2.19	125.40
<i>SOE</i>	国有企业取 1, 否则取 0	529 520	0.04	0.19	0.00	1.00
<i>For</i>	外商企业取 1, 否则取 0	529 520	0.23	0.42	0.00	1.00
M_2	货币供给增长率	529 520	16.51	4.17	12.20	28.50
<i>GDP</i>	国内生产总值的增长率	529 520	9.80	2.07	7.43	14.23
<i>CPI</i>	消费价格指数/100	529 520	1.03	1.96	0.99	1.06

四、实证结果分析

(一) 基准回归

表 2 为贸易政策不确定性与出口企业经营风险的回归结果,列(1)是被解释变量对解释变量的单变量回归,列(2)加入了企业层面控制变量并加入企业、行业以及城市固定效应,列(3)加入了宏观经济变量。在以上三组回归结果中,*TPU*的回归系数均在 1% 的水平下显著为正,这表明贸易政策不确定性会显著增大出口企业的经营风险。

(二) 稳健性检验

1. 改变模型

为了考察文章结论的稳健性,本文借鉴葛新宇等^[4]、郭平和胡军^[18]的做法,构建了具有地区差异的 *TPU* 基准回归模型。

$$Z_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TEX_{i,t-1} + \alpha_2 TPU_{i,t-1} \times TEX_{it} + \alpha_3 TEX_{it} + \mu_i + \eta_i + \tau_d + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

其中,*TEX* 为企业所在地区的贸易风险敞口,使用地区进出口总额与 GDP 的比值衡量,*TPU* 与 *TEX* 的交互系数是此处重点考察的指标。若 α_2 的回归系数为正,则意味着地区贸易风险敞口越大,则 *TPU* 对于出口企业的风险冲击越强烈。回归结果如表 3 的列(1)所示,研究结论依然成立。

2. 替换相关变量

首先替换被解释变量,将经营风险指标按其中位数建立虚拟变量,并采用 Probit 模型对其重新进行回归;随后采用 Davis *et al.*^[30]构建的贸易政策不确定性指标(*DTPU*)替换解释变量。回归结果如

表3中的列(2)、列(3)所示,研究结论依然成立。

3. 控制时间效应

基准估计中通过加入宏观变量尽可能避免没有控制时间固定效应对结果可能产生的偏差,但是基于客观现实,仍会忽略部分时间因素对结论的影响。为解决上述问题,参考颜忠宝等^[31]的方法,本文采用以下两种方法控制时间效应。一是,构建时间层面的虚拟变量,剔除一个后将余下变量加入模型进行回归;二是,考虑到变量在时间维度上的关联性,在基准回归中在时间维度上进行聚类处理。表3中的列(4)、列(5)研究结果显示,结论仍然成立。

4. 排除其他政策冲击

考虑到财政、货币、汇率等其他政策的不确定性也可能冲击到出口企业经营风险,借鉴 Huang and Luk^[28]的做法,本文使用该学者编制的中国经济政策不确定性指数作为核心解释变量的代理变量,然后用该代理变量对 TPU 指数进行回归所得到的残差值作为其他政策不确定性指标,并放入到基准模型中。表3中列(6)所示的估计结果显示,本文结论依然成立。

(三) 内生性检验

虽然贸易政策不确定性对出口企业的影响是外生的,但是进出口企业的经济行为可能影响政策当局对现行政策的调整。本文使用 TPU 指数的滞后一期数据克服了可能存在的反向因果关系,但模型依然可能忽略影响出口企业风险水平的其他因素。为此,本文借鉴葛新宇等^[4]的研究,使用 Baker et al.^[32]所构建的美国贸易政策不确定性 (USTPU) 作为我国 TPU 的工具变量,并通过 2SLS 方法估计基准模型,结果见表3中的列(7)和列(8),上文结果依然成立。

表2 基准回归

变量	(1)	(2)	(3)
TPU	0.3079*** (129.57)	0.6165*** (150.44)	0.5310*** (145.59)
Size		-0.0160*** (-8.20)	-0.0183*** (-10.71)
Emp		0.0077*** (4.34)	-0.0422*** (-26.66)
Sub		-0.2758*** (-135.29)	0.0046** (2.48)
Age		-0.0148*** (-47.25)	-0.0127*** (-46.67)
Lev		-0.0025*** (-43.07)	-0.0029*** (-55.03)
Soe		0.0806*** (4.48)	0.0176 (1.09)
For		0.1974*** (18.40)	0.0222** (2.31)
M ₂			-0.0475*** (-188.60)
GDP			0.0583*** (142.21)
CPI			0.0067*** (17.70)
Cons	-0.5499*** (-204.64)	-0.3573*** (-19.27)	-0.5203*** (-12.30)
个体效应	No	Yes	Yes
行业效应	No	Yes	Yes
地区效应	No	Yes	Yes
N	529 520	529 520	529 520
Adj. R ²	0.016	0.197	0.390

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

表3 稳健性检验

变量	(1) 改变模型	(2) 替换 被解释变量	(3) 替换 解释变量	(4) 加入时间 虚拟变量	(5) 时间聚类	(6) 排除其他 政策冲击	(7) 第一阶段	(8) 第二阶段
TPU	0.4565*** (81.19)	0.5259*** (45.87)		2.0836*** (179.11)	0.5310* (2.04)	0.3889*** (70.69)		2.3350*** (164.95)
TPU × TEX	0.1440*** (20.92)							
TEX	0.3285*** (49.20)							
DTPU			0.7503*** (167.52)					
USTPU							0.0057*** (353.73)	

表 3(续)

变量	(1) 改变模型	(2) 替换 被解释变量	(3) 替换 解释变量	(4) 加入时间 虚拟变量	(5) 时间聚类	(6) 排除其他 政策冲击	(7) 第一阶段	(8) 第二阶段
Cons	-0.098 3 ** (-2.30)	9.256 9 *** (63.46)	-1.270 7 *** (-28.71)	10.219 3 *** (94.88)	-0.520 3 (-0.46)	-2.281 0 *** (-34.84)	-3.041 6 *** (-94.01)	-1.488 5 *** (-14.32)
Res						0.002 1 *** (32.49)		
K-P rk LM								430.68
C-D Wald F								992.58
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	No	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
地区效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
时间效应	No	No	No	Yes	Yes	No	No	No
N	529 520	529 520	529 520	529 520	529 520	529 520	529 520	529 520
Adj. R ²	0.401	0.076	0.420	0.481	0.390	0.392	0.359	-0.481

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

五、机制分析

(一) 调节机制检验

为考察金融市场化与贸易自由化的调节效应,本文构建了如下模型:

$$Z_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 FM/TF_{it} + \alpha_2 TPU_{t-1} \times FM/TF_{it} + \alpha_3 FM/TF_{it} + \alpha_4 X_{it} + \mu_i + \eta_i + \tau_d + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

其中,FM与TF分别代表金融市场化与贸易自由化;本文采用王小鲁等^[33]构建的金融市场化指数作为FM的代理变量,该指数通过金融业竞争与信贷市场情况两个二级指标加权构建而成。同时,参考Gygli et al.^[34]的研究,采用全球化指标中的金融市场化(FM₁)子指标作为代理变量,文中按其中位数建立虚拟变量进行稳健性检验。另外,参考顾海峰和卞雨晨^[27]的研究,使用美国传统基金会与《华尔街日报》所构建的贸易自由度指标作为TF的代理变量,该指数通过选取贸易加权平均关税税率和非关税壁垒数量指标构建而成;同时,文中按其中位数建立虚拟变量(TF₁)进行稳健性检验。

由表4可以看出,TPU × FM、TPU × FM₁、TPU × TF以及TPU × TF₁四者的交互项系数均在1%的水平下显著为负,表明金融市场化与贸易自由化程度越高,贸易政策不确定性对于出口企业的风险冲击就越小,由此证实了本文的假说2与假说3。

表 4 金融市场化与贸易自由化调节效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
TPU	1.406 2 *** (171.16)	4.143 6 *** (155.43)	3.912 6 *** (190.99)	2.189 7 *** (194.45)
TPU × FM	-1.213 2 *** (-136.04)			
FM	-1.255 2 *** (-135.39)			
TPU × FM ₁		-3.789 7 *** (-143.81)		
FM ₁		3.826 9 *** (149.40)		
TPU × TF			-0.078 9 *** (-178.25)	
TF			0.083 4 *** (184.33)	
TPU × TF ₁				-2.189 6 *** (-182.84)
TF ₁				2.533 3 *** (188.25)
Cons	0.256 7 *** (5.43)	-1.440 5 *** (-33.16)	0.740 6 *** (16.48)	-1.990 5 *** (-50.03)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes
地区效应	Yes	Yes	Yes	Yes
N	529 520	529 520	529 520	529 520
Adj. R ²	0.433	0.461	0.463	0.480

注:***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著,括号内为t值。

(二) 作用机制分析

基于前文所述, 本文将从出口企业融资约束、商业信用以及生产成本三个视角, 检验 *TPU* 提升出口企业经营风险的影响机制。为此, 本文借鉴路晓蒙等^[35]的做法, 构建如下模型(5)与(6):

$$M_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 TPU_{i,t-1} + \alpha_2 X_{it} + \mu_i + \eta_i + \tau_d + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$Z_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 M_{it} + \alpha_2 X_{it} + \mu_i + \eta_i + \tau_d + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

其中, *M* 为中介变量, 借鉴毛其淋^[29]的研究方法, 使用企业利息支出与固定资产的比值作为企业融资约束(*FC*)的代理变量; 借鉴孔祥贞等^[36]的研究, 使用企业应付账款与总资产的比值作为商业信用(*BC*)的代理变量; 借鉴符大海和鲁成浩^[37]的研究, 使用企业管理费用、销售费用、财务费用与主营业务成本之和的对数值作为企业生产成本(*Cost*)的代理变量。

由表 5 中的列(1)和列(2)可知, *TPU* 与 *Cost* 的回归系数均显著为正, 这表明 *TPU* 会提升出口企业的生产成本, 而生产成本的上升会增大其经营风险; 由列(3)和列(4)可知, *TPU* 与 *FC* 的回归系数均显著为正, 这表明 *TPU* 会增大出口企业融资约束, 而融资约束的上升会增大其经营风险; 由列(5)和列(6)可知, *TPU* 与 *BC* 的回归系数均显著为负, 这表明 *TPU* 会降低出口企业的商业信用, 而商业信用的提升会降低其经营风险。由此证明, 生产成本上升、融资约束加剧以及商业信用紧缩是 *TPU* 增大出口企业经营风险的作用渠道。

表 5 作用机制分析

变量	(1) <i>Cost</i>	(2) <i>Z</i>	(3) <i>FC</i>	(4) <i>Z</i>	(5) <i>BC</i>	(6) <i>Z</i>
<i>TPU</i>	0.080 8*** (17.85)		0.004 7*** (4.23)		-0.020 9*** (-10.72)	
<i>Cost</i>		0.005 4*** (2.60)				
<i>FC</i>				0.016 4** (2.14)		
<i>BC</i>						-0.020 5*** (-2.97)
<i>Cons</i>	1.380 0*** (18.51)	-0.471 7*** (-11.15)	-0.077 7*** (-4.60)	-0.506 8*** (-11.96)	0.168 4*** (5.18)	-0.461 5*** (-10.71)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
地区效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	527 096	527 096	511 315	511 315	450 723	450 723
Adj. R ²	0.554	0.391	0.420	0.390	0.582	0.391

注: ***、**和*分别表示在1%、5%和10%的显著性水平下显著, 括号内为*t*值。

六、异质性分析

(一) 贸易方式

相对于从事加工贸易的出口企业而言, 一般贸易出口企业需要自主购买原材料、自主创新、自主营销; 同时还需要根据上下游市场偏好设计产品, 并自主寻找海外分销渠道与海外物流, 因此贸易政策不确定性上升会导致其付出更多的出口成本。而加工贸易企业更多是利用国外提供的原材料或部件进行组装加工后再出口至对应国家, 通常与上下游供应商建立了长期的合作关系, 这不仅能够在一定程度上提高企业的商业信用, 同时也能部分抵消贸易政策变动对企业生产成本的正向影响, 进而使其受到贸易政策不确定性的冲击较小。为考察这一结论, 本文根据出口企业贸易方式建立虚拟变量进行检验, 其中, 当出口企业从事一般贸易时取1, 从事加工贸易时取0。回归结果如表 6 中的列(1)和列(2)所示, 在一般贸易与加工贸易两个组别中, *TPU* 的回归系数分别为 0.591 1 与 0.459 3, 且组间系数存在显著差异。这

表明与从事加工贸易的企业相比,进行一般贸易的出口企业所受贸易政策不确定性的风险冲击更大。

(二) 贸易依存度

对于贸易依存度较高的出口企业而言,其自身的生产经营活动更加依赖于海外市场。比如,产品生产更多依赖海外原材料与中间品供应,产品销售则更多依赖海外消费者需求与海外上下游企业订单。因此,由贸易政策意外调整所导致的不确定性因素会更为直接地影响其生产成本与经营收入,从而使其遭受更大的经营风险。为检验这一结论,本文借鉴刘晴等^[38]的做法,使用企业出口销售额占总销售收入的比重作为贸易依存度的代理变量,随后按其中位数建立虚拟变量进行分组检验。其中,大于中位数的值取1,定义为高贸易依存度,反之取0,定义为低贸易依存度。如表6中的列(3)和列(4)所示,TPU的回归系数在高依存度组别中更大,这表明出口企业的贸易依存度越大,贸易政策不确定性对其经营风险的影响越强。

(三) 出口目的地

中国与其他国家签订的自由贸易协定能够降低两国间出口商品关税,并消除国家间绝大部分非关税壁垒,这不仅能够降低出口企业生产所需海外原材料的成本,同时也能够提升企业出口规模、增大企业销售利润。同时,由贸易协定带来的两国间贸易自由化程度的提升还能直接降低贸易政策不确定性问题,进而降低其对于出口企业经营风险的正向冲击。为此,本文根据企业出口目的地是否与中国签订自由贸易协定建立虚拟变量进行分组检验,其中,若企业出口目的地与中国签订贸易协定则取值为1,反之为0。如表6中的列(5)和列(6)所示,相对于非贸易协定国,TPU在贸易协定国组别中的回归系数更小,这表明当企业出口目的地为贸易协定国时,贸易政策不确定性对其风险冲击相对更小。

表6 异质性分析

变量	贸易方式		依存度		国家分类	
	(1) 一般贸易	(2) 加工贸易	(3) 高依存度	(4) 低依存度	(5) 贸易协定国	(6) 非贸易协定国
TPU	0.5911*** (46.82)	0.4593*** (119.95)	0.6542*** (98.12)	0.4269*** (87.13)	0.4822*** (24.87)	0.6223*** (14.93)
Cons	-1.8298*** (-10.59)	-0.5360*** (-11.66)	-0.0208 (-0.28)	-0.8725*** (-14.01)	0.4068* (1.74)	1.4768*** (8.44)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
个体效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
地区效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
N	123 217	406 303	264 762	264 758	129 774	399 746
Adj. R ²	0.405	0.403	0.384	0.398	0.341	0.228
经验 P 值	0.000***		0.000***		0.000***	

注:经验 P 值通过样本自抽样(Bootstrap)1 000 次得出,用于检验 TPU 组间系数差异的显著性。***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的显著性水平下显著,括号内为 t 值。

七、研究结论与建议

本文利用中国工业企业与海关贸易数据库匹配数据,实证检验了贸易政策不确定性对于出口企业经营风险的影响。研究发现,贸易政策不确定性会显著提升出口企业的经营风险,这一结果在进行了一系列稳健性检验后依然成立。机制分析发现,生产成本上升、融资约束加剧以及商业信用紧缩是上述影响的作用渠道,而金融市场化与贸易自由化能够显著调节两者间的正向关系。异质性分析发现,贸易政策不确定性对于从事一般贸易、贸易依存度较高以及出口目的地非贸易协定国的出口企业的风险冲击更大。

基于以上研究结论,本文提出如下建议:(1)我国应积极参与国际贸易规则的制定,加强与世界其

他经济体间的政策协调,以此提升我国在全球贸易领域的主导权与政策调整的自主权,以此为我国出口企业提供稳定的贸易环境。同时,我国政策当局应重视贸易政策不确定性对于外贸企业的风险冲击以及企业异质性特征所导致的影响差异,政府部门在制定政策时应努力保持政策的连续性,充分考虑不同类别企业对于政策的敏感度,确保政策“精准滴灌”,在降低贸易政策不确定的同时,夯实“稳外贸”与“防风险”工作。(2)推进我国对外贸易的发展离不开金融服务的有力支撑,虽然我国金融市场化改革取得了一定的成果,但金融抑制问题仍没有得到有效缓解。因此政策部门应进一步推进金融市场化改革,优化企业的外部融资环境,拓宽企业的融资渠道,以此助力外贸企业发展。(3)我国在进一步实施高水平、深层次、多领域的对外开放政策的同时,应降低贸易壁垒与相关产业关税,以此推进我国投资与贸易的自由化与便利化,助力企业充分利用“两个市场”与“两种资源”,进而推进我国“双循环”战略与经济高质量发展进程。

参考文献:

- [1]周定根,杨晶晶,赖明勇. 贸易政策不确定性、关税约束承诺与出口稳定性[J]. 世界经济,2019,42(1):51-75.
- [2]CROWLEY M, MENG N, SONG H S. Tariff scares: trade policy uncertainty and foreign market entry by Chinese firms[J]. *Journal of international economics*,2018,114:96-115.
- [3]徐培,金泽虎,孔丹丹. 贸易政策不确定性、人才政策与出口企业创新[J]. 南京财经大学学报,2023(5):100-110.
- [4]葛新宇,庄嘉莉,刘岩. 贸易政策不确定性如何影响商业银行风险——对企业经营渠道的检验[J]. 中国工业经济,2021(8):133-151.
- [5]卢晓菲. 贸易政策不确定性与持续在位企业高质量发展[J]. 产业经济评论,2023(4):109-127.
- [6]宋华盛,曹婷婷. 贸易政策不确定性与企业创新——从“内部驱动”和“外部压力”的视角[J]. 国际贸易问题,2023(6):86-102.
- [7]边志强,唐松林,郭剑锋. 经营环境不确定性与企业创新——基于宏观经济和地方政策双重不确定性视角[J]. 产业经济研究,2021(4):85-98.
- [8]江春,雷振锋,李小林. 金融市场开放能降低企业营运风险吗? [J]. 现代财经(天津财经大学学报),2023,43(7):57-71.
- [9]祝树金,申志轩,文茜,等. 经济政策不确定性与企业数字化战略:效应与机制[J]. 数量经济技术经济研究,2023,40(5):24-45.
- [10]ROSSETTO S, SELMANE N, STAGLIANÒ R. Ownership concentration and firm risk: the moderating role of mid-sized blockholders[J]. *Journal of business finance & accounting*,2022,50(1-2):377-410.
- [11]SATTAR M, BISWAS P K, ROBERTS H. Board gender diversity and firm risk in UK private firms[J]. *Global finance journal*,2022,54:100766.
- [12]何瑛,于文蕾,杨棉之. CEO复合型职业经历、企业风险承担与企业价值[J]. 中国工业经济,2019(9):155-173.
- [13]王喆,蒋殿春. 跨国并购是否提高了企业风险:来自中国上市公司的证据[J]. 世界经济研究,2021(3):107-120+136.
- [14]徐国祥,郝晋豪. 非金融企业金融化、货币政策与经营风险[J]. 国际金融研究,2023(5):85-96.
- [15]董小红,孙政汉. 化险为夷还是弄巧成拙:ESG表现能降低企业经营风险吗? [J]. 中央财经大学学报,2023(7):57-67.
- [16]罗宏,陈韵竹,白雨凡. 贸易政策不确定性与企业海外并购:消极应对还是积极扩张? [J]. 国际金融研究,2022(12):35-45.
- [17]CALDARA D, IACOVIELLO M, MOLLIGO P, et al. The economic effects of trade policy uncertainty[J]. *Journal of monetary economics*,2020,109(C):38-59.
- [18]郭平,胡君. 贸易政策不确定性与中国制造业“稳外资”:基于外资新企业进入视角[J]. 世界经济研究,2023(2):34-49+134-135.
- [19]白俊红,刘宇英. 金融市场化与企业技术创新:机制与证据[J]. 经济管理,2021,43(4):39-54.
- [20]张盼盼,张胜利,陈建国. 融资约束、金融市场化与制造业企业出口国内增加值率[J]. 金融研究,2020(4):48-69.

- [21] HANDLEY K, LIMÃO N. Policy uncertainty, trade, and welfare: theory and evidence for China and the United States [J]. *American economic review*, 2017, 107(9): 2731 – 2783.
- [22] 樊海潮, 黄文静, 吴彩云. 贸易自由化与企业内的产品质量调整[J]. *中国工业经济*, 2022(1): 93 – 112.
- [23] 王立勇, 纪尧. 贸易自由化、研发促进与全要素生产率增长[J]. *经济研究*, 2022, 57(11): 48 – 64.
- [24] CALDERÓN C, KUBOTA M. Does higher openness cause more real exchange rate volatility? [J]. *Journal of international economics*, 2018, 110: 176 – 204.
- [25] 颜忠宝, 张跃化, 赵峰, 等. 货币政策不确定性、央行言辞沟通与企业投资效率——兼论“双支柱”调控的有效性[J]. *金融评论*, 2023, 15(2): 67 – 90 + 125 – 126.
- [26] 潘敏, 刘红艳, 程子帅. 极端气候对商业银行风险承担的影响——来自中国地方性商业银行的经验证据[J]. *金融研究*, 2022(10): 39 – 57.
- [27] 顾海峰, 卞雨晨. 跨境资本流动、银行竞争与出口企业风险承担[J]. *国际金融研究*, 2022(11): 64 – 74.
- [28] HUANG Y, LUK P. Measuring economic policy uncertainty in China [J]. *China economic review*, 2020, 59(C): 101367.
- [29] 毛其淋. 贸易政策不确定性是否影响了中国企业进口? [J]. *经济研究*, 2020, 55(2): 148 – 164.
- [30] DAVIS S J, LIU D, SHENG X S. Economic policy uncertainty in China since 1949: the view from mainland newspapers [R]. *Chicago booth research paper 19 – 04*, 2019.
- [31] 颜忠宝, 张跃化, 赵峰. 货币政策预期管理能够缓解企业“短贷长投”吗? [J]. *金融论坛*, 2023, 28(9): 25 – 35.
- [32] BAKER S R, BLOOM N, DAVIS S J. Measuring economic policy uncertainty [J]. *Quarterly journal of economics*, 2016, 131(4): 1593 – 1636.
- [33] 王小鲁, 胡李鹏, 樊纲. 中国分省份市场化指数报告[M]. 北京: 社会科学文献出版社, 2021.
- [34] GYGLI S, HAELG F, POTRAFKE N, et al. The KOF globalisation index-revisited [J]. *Review of international organizations*, 2019, 14(3): 543 – 574.
- [35] 路晓蒙, 王一冰, 吴卫星. 传统投资顾问和智能投资顾问: 替代还是互补? [J]. *管理世界*, 2023, 39(10): 74 – 98.
- [36] 孔祥贞, 覃彬雍, 刘梓轩. 融资约束与中国制造业企业出口产品质量升级[J]. *世界经济研究*, 2020(4): 17 – 29 + 135.
- [37] 符大海, 鲁成浩. 服务业开放促进贸易方式转型——企业层面的理论和中国经济[J]. *中国工业经济*, 2021(7): 156 – 174.
- [38] 刘晴, 桂晶晶, 程玲. 贸易政策不确定性与企业出口依存度——基于国内产品市场一体化视角的分析[J]. *财贸研究*, 2020, 31(9): 1 – 15 + 110.

(责任编辑:刘淑浩;英文校对:谈书墨)

How Does the Trade Policy Uncertainty Affect the Business Risk of Export Firms?

YAN Zhongbao, ZHANG Yuehua

(School of Economics, Central University of Finance and Economics, Beijing 102206, China)

Abstract: Given increasing “anti-globalization” sentiments and the rise of trade protectionism, China’s policy authorities should consider the risk impact on export enterprises of unexpected adjustments of trade policy. This paper employs trade matching data of Chinese industrial enterprises and Chinese customs records, finding that uncertainty around trade policy will significantly increase the operating risk of export enterprises; the result holds even after a series of robustness tests. The mechanism analysis shows that the commercial credit crunch, rising production costs, and the intensification of financing constraints are channels for the above effects. At the same time, financial marketization and trade liberalization can significantly adjust the positive relationship between them. Heterogeneity analysis shows that trade policy uncertainty has a greater impact on the risk of export enterprises that are engaged in general trade, are more trade-dependent, and export to destinations other than those with which China has a trade agreement. China’s government departments should further consolidate the work of “stabilizing foreign trade” and “preventing risks” and actively promote financial marketization and trade liberalization.

Key words: trade policy uncertainty; export firms; business risk; financial marketization; trade liberalization