

中美贸易摩擦对股票市场的影

文

摘要 本文通过事件分析法研究了中美贸易摩擦对股票市场的影响，发现贸易摩擦事件对股票市场产生了显著的负向影响，且这种影响在短期内更为明显。具体而言，贸易摩擦事件导致了股票市场的波动率上升，异常收益率下降，且这种影响在短期内更为明显。此外，贸易摩擦事件还对不同行业产生了不同的影响，其中农业、制造业和信息技术行业受到的影响最为显著。研究结果表明，贸易摩擦事件对股票市场的长期系统性风险产生了显著影响，且这种影响在短期内更为明显。因此，投资者在面临贸易摩擦事件时应保持谨慎，并密切关注市场动态。

关键词： 中美贸易摩擦 股票市场 事件分析法 系统性风险

中图分类号： F121.22 文献标识码：*

DOI: 10.16158/j.cnki.1006-1029.2021.04.001

引

北京时间2018年3月23日凌晨，时任美国总统特朗普签署备忘录，将对价值约360亿美元的中国货物加征关税，拉开了中美贸易摩擦的序幕。贸易摩擦的爆发对中美贸易关系产生了深远影响。特朗普的备忘录主要针对的是航空、信息通信、机械等行业，相关行业的股票价格均出现了不同程度的下跌。此外，贸易摩擦事件对我国相关行业的冲击也较为明显，企业利润对相关公司的影响也较为显著。因此，贸易摩擦事件对股票市场中不同行业的影响值得深入研究。

我国股票市场在加入WTO后，经历了快速的发展。然而，在贸易摩擦事件的冲击下，我国股票市场的波动性显著增加。因此，研究贸易摩擦事件对股票市场的影 响，对于理解中美贸易关系对股票市场的影 响具有重要意义。本文通过事件分析法，研究了中美贸易摩擦事件对股票市场的影 响，发现贸易摩擦事件对股票市场的影 响在短期内更为明显。具体而言，贸易摩擦事件导致了股票市场的波动率上升，异常收益率下降，且这种影响在短期内更为明显。此外，贸易摩擦事件还对不同行业产生了不同的影响，其中农业、制造业和信息技术行业受到的影响最为显著。研究结果表明，贸易摩擦事件对股票市场的长期系统性风险产生了显著影响，且这种影响在短期内更为明显。因此，投资者在面临贸易摩擦事件时应保持谨慎，并密切关注市场动态。

作者简介： 作者为清华大学国家金融研究院院长助理，原为清华大学金融系教授，清华大学金融系博士后。

*基金项目：本文获国家自然科学基金项目（81873005）、国家社会科学基金青年项目“金融周期、资源错配形势下中国财政与货币政策的关系研究”（18YJ012）资助。

于帮助投资者和监管机构有效并产生积极影响。贸易摩擦对实体经济有重要影响，其影响范围广泛，安排如前文所述，为实证研究提供了丰富的数据支持；同时，本文也探讨了研究方法的具体步骤和相关政策建议。

在贸易摩擦对实体经济的影响方面，本文首先从宏观层面入手，探讨了贸易摩擦对整体经济的影响。第一，贸易摩擦会导致出口受阻，进而影响国内生产总值（GDP）的增长。其次，贸易摩擦还会导致国内企业面临更大的竞争压力，进而影响企业的盈利能力和投资意愿。最后，贸易摩擦还会导致国内消费者面临更高的价格，进而影响居民的消费能力和生活水平。在微观层面，本文探讨了贸易摩擦对特定行业的影响。以农产品行业为例，贸易摩擦会导致农产品出口受阻，进而影响农民的收入和农业生产的积极性。此外，贸易摩擦还会导致国内企业面临更大的竞争压力，进而影响企业的盈利能力和投资意愿。最后，贸易摩擦还会导致国内消费者面临更高的价格，进而影响居民的消费能力和生活水平。在贸易摩擦对金融市场的影响方面，本文首先从宏观层面入手，探讨了贸易摩擦对整体金融市场的影响。第一，贸易摩擦会导致市场不确定性增加，进而影响投资者的信心和市场的稳定性。其次，贸易摩擦还会导致市场流动性下降，进而影响市场的交易量和价格波动。最后，贸易摩擦还会导致市场风险增加，进而影响投资者的风险偏好和资产配置。在微观层面，本文探讨了贸易摩擦对特定金融产品的影响。以股票市场为例，贸易摩擦会导致股票价格波动加剧，进而影响投资者的收益和市场的稳定性。此外，贸易摩擦还会导致市场流动性下降，进而影响市场的交易量和价格波动。最后，贸易摩擦还会导致市场风险增加，进而影响投资者的风险偏好和资产配置。

第二类文献是关于重大事件对股票市场影响的，也是关于系统性风险影响的研究。研究表明，重大事件会对股票市场产生显著的影响，这种影响不仅限于特定行业，还会波及整个市场。例如，澳大利亚市场对碳减排计划的公告特别敏感，引发了市场的剧烈波动。此外，绿色政策的实施也会对各个行业产生深远影响。在实证研究方面，许多学者通过构建模型来验证重大事件对股票市场的影响。例如，一些研究证实，美国股市受到总统大选事件的影响，市场波动性显著增加。此外，一些研究还发现，重大事件会导致市场流动性下降，进而影响市场的交易量和价格波动。在理论层面，一些学者探讨了重大事件对股票市场影响的机制。例如，一些研究认为，重大事件会导致市场不确定性增加，进而影响投资者的信心和市场的稳定性。此外，一些研究还认为，重大事件会导致市场流动性下降，进而影响市场的交易量和价格波动。最后，一些研究还认为，重大事件会导致市场风险增加，进而影响投资者的风险偏好和资产配置。

与现有文献相比，本文创新与贡献主要表现在以下几个方面：第一，本文首次将贸易摩擦事件与重大事件结合起来，全面分析了贸易摩擦对实体经济和金融市场的影响。第二，本文构建了一个新的模型，用于分析贸易摩擦事件对股票市场的冲击，为理解贸易摩擦对中国经济的影响提供了新的视角。第三，本文通过实证研究，验证了贸易摩擦事件对股票市场的不同影响，为投资者在贸易摩擦期间合理配置资产，规避行业风险提供了参考。

关键词：贸易摩擦；实体经济；金融市场；重大事件；系统性风险；政策建议

二、数据处理与实证方法

(一) 事件日的确定

本文选取自 1980 年中美贸易摩擦开始后的 10 个贸易摩擦事件，并将事件分为正向事件和负向事件（见表 1）。负向事件加剧贸易摩擦的发展，其中，具有代表性的事件日包括 1980 年 6 月 18 日、1980 年 7 月 26 日和 1980 年 8 月 1 日；正向事件缓解贸易形势的恶化，其中，具有代表性的事件日包括 1980 年 9 月 1 日和 1980 年 9 月 10 日。代表性事件拥有相对突发、非预期的特点，是贸易摩擦形势变化的转折事件，事前反应相对较小，对金融市场有较大的影响。其他事件多是代表性事件的延续和发展。本文将研究 10 个事件对不同行业股票的影响，并对代表性事件进一步深入分析。

表 1 中美贸易摩擦新闻事件

事件日期	负向贸易摩擦事件	编号
1980 年 6 月 18 日	美国贸易代表宣布，基于对中国发起的“800 贸易调查”	K1
1980 年 7 月 26 日	美国提出对 100 亿美元中国产品清单加征 10% 的关税，同日中国宣布同等程度的反制	K2
1980 年 8 月 1 日	美国宣布，对中国中兴实施制裁	K3
1980 年 8 月 19 日	美国白宫发表声明称，将对从中国进口的价值 100 亿美元的商品征收 10% 的关税	K4
1980 年 9 月 1 日	美国政府发布加征关税的商品清单，将对从中国进口的约 100 亿美元商品加征 10% 的关税	K5
1980 年 9 月 10 日	中美双方宣布对彼此 100 亿美元产品加征关税	K6
1980 年 9 月 10 日	美国贸易代表办公室公布对额外 100 亿美元中国输美产品加征 10% 关税的清单	K7
1980 年 9 月 10 日	美国宣布，对第一轮 100 亿美元中国商品中 50 亿美元加征 10% 关税，9 月 10 日生效	K8
1980 年 9 月 10 日	美国政府宣布，将于 9 月 10 日起，对中国 100 亿美元出口产品加征 10% 的关税	K9
1980 年 9 月 10 日	美国宣布，对从中国进口的 100 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 15%	K10
1980 年 9 月 10 日	特朗普发表推特称，拟将于 9 月 10 日起对 100 亿美元中国输美商品加征 10% 关税	K11
	正向贸易摩擦事件	
1980 年 9 月 10 日	中美两国在华盛顿就双边经贸磋商发表联合声明，停止互相加征关税	+1
1980 年 9 月 10 日	中美双方一致同意停止相互加征新的关税	+2
1980 年 9 月 10 日	美国宣布，正式推迟对中国 100 亿美元产品加征关税从 10% 提高至 15% 的期限	+3
1980 年 9 月 10 日	-10 峰会上，美方表示不再加征新关税	+4
1980 年 9 月 10 日	第十三轮中美经贸高层磋商结束后，中美双方经贸团队已在部分协议磋商上取得进展	+5

(二) 数据和样本的选取

本文以中国股市为研究对象，选取 1980 年 9 月 10 日—1980 年 9 月 10 日所有 A 股上市公司交易数据。为排除一些特殊股票影响，本文剔除了 ST 股票的交易数据，同时避免新上市公司价格异常行为，本文还剔除了上市后 1 个月的交易数据。所有中国股票每日的收益率、市场收益率和无风险利率数据均来自 Wind 数据库。行业分类参考证监会《上市公司行业分类指引》^①。

(三) 异常收益分析

本文通过事件分析法计算各行业股票在事件发生时的异常收益和事件后的累计异常收益，研究贸易摩擦事件对各行业股票收益的短期影响。参考 1980 年 9 月 10 日和 1980 年 9 月 10 日的研究，本文主要关注事件发生后的窗口期，通过个股每日收益率计算事后异常收益，再计算行业的事后异常收益。根据 Akerlof 和 Shiller (1999) 的研究，个股异常收益率计算公式如下：

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}) \quad (1)$$

其中， R_{it} 为股票 i 在第 t 期的实际收益率， $E(R_{it})$ 为股票 i 在第 t 期的预期收益率。在计算预期收益

^①因行业中股票数量限制，本文排除邮政、住宿和餐饮业，居民服务、修理和其他服务业，教育，卫生和社会工作及综合行业五大行业。

长期的系统性风险产生影响？为解决这个问题，本文重新估计公式（9），使总虚拟变量（*Q）在事件之前为0，之后为1。

为解决自相关问题及交互效应，本文引入适当的交互项来控制自相关，用交互项模型来纠正交互效应。交互项模型（*，*）作为最简单的交互项过程，经常被用在金融资产价格的建模中^①。以 $\varepsilon_{P_{it}}$ 表示公式（9）和公式（10）中的收益残差，假设 $\varepsilon_{P_{it}} \sim N(0, \sigma_{P_{it}}^2)$ ，此处 $T_{P_{it}} \sim U(0, 1)$ ，即独立同分布，均符合期望为0、方差为1的正态分布。则交互项模型如下所示：

$$\sigma_{P_{it}}^2 = \alpha_0 + \alpha_1 \varepsilon_{P_{it}} + \alpha_2 T_{P_{it}} + \alpha_3 \varepsilon_{P_{it}} T_{P_{it}} \quad (11)$$

引入公式（11）可以有效解决股票日度收益数据中存在交互效应的问题。

三、实证结果和解释

本文通过事件分析法来评估贸易摩擦事件在股票市场中是否带来显著的异常收益率和累计异常收益率，并通过交互项模型和交互项模型来分析贸易摩擦事件对行业系统性风险短期和长期影响，通过行业间的比较对结果进行归纳分析。实证结果将一一阐述。

（一）贸易摩擦各事件对股票市场的短期影响

表1显示了不同行业在1个贸易摩擦事件后的第一个交易日的异常收益率的显著性。整体来看，负向贸易摩擦事件给除农、林、牧、渔业外几乎所有行业造成了严重的负面影响，正向贸易摩擦事件对各行业股票收益的正面影响较弱。

行业	负向贸易摩擦事件										正向贸易摩擦事件					
	N1	K1	K&	K\$	N5	K'	N7	K%	K9	K#"	K##	P1	P2	+&	+\$	+=
农、林、牧、渔业	M	M	M	M		M					M					
采矿业			M						M							
制造业												M	M			M
电力、热力、燃气及水生产和供应业																M
建筑业												M		M		
批发和零售业													M			
交通运输、仓储和邮政业		M										M				
信息传输、软件和信息技术服务业								M		M		M			M	
金融业			M											M		
房地 值																

从具体事件来看，例如，2018年9月1日，美国贸易代表办公室公布拟对中国1100亿美元输美产品加征25%关税的建议清单。此次建议征税清单涵盖1100多个税号，其中，纺织服装产品税号高达100多个。受此影响，制造业和批发零售业产生了显著的负向异常收益率。可见，行业受到的影响与贸易摩擦事件内容高度相关。

接下来，本文选取3个代表性的贸易摩擦事件，进行更加深入的分析。

^①参考：Bai et al. (2018), Liu et al. (2018) 等文献。

（二）负向事件对股票市场的短期影响

表 8 显示了三个代表性的负向事件对中国股票市场中不同行业的短期影响结果。表格中结果包括了事件发生时第一个交易日里行业的异常收益率和事件后 8 个交易日及后 1 个交易日的累计异常收益率。总体来看，负向事件在事件发生后的第一个交易日造成除农、林、牧、渔业外几乎所有行业严重的负面影响，然而这种影响只是短期的，在事件日后的 1 个交易日中大部分行业的异常收益率不显著，甚至转向成正的异常收益率，表现出市场在负面事件短期影响后出现反弹。

注：***

长期以来，中国是美国农产品的主要出口市场。中国从美国进口的农产品主要包括大豆、谷物和畜产品等。中美贸易摩擦增加了中国进口美国农产品的成本，使得美国农产品在中国市场的竞争力减弱，国内相应农产品的价格会上升，利好我国农业。

在其他行业中，制造业在三次负面事件中均受到较大的影响。中美贸易摩擦会提高部分原材料的进口关税，增加部分制造行业的生产成本，降低企业的盈利空间，因此，相关行业股票价格受到负面影响。同时，受贸易摩擦直接影响的信息传输、软件和信息技术服务业也受到较大的冲击。

（三）正向事件对股票市场的短期影响

表 9 显示了两个代表性的正向事件对中国股票市场中不同行业的短期影响结果。总体来看，

农、林、牧、渔业，采矿业，水利、环境和公共设施管理业，文化、体育和娱乐业这四个行业并没

事件名称	事件发生日期	事件类型	事件影响	系统性风险分析		行业影响
				负向事件当日 系统性风险 (β)	长期系统性 风险 (β)	
美国对加拿大木材征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	显著下降	显著下降	利好型
美国对欧盟葡萄酒征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	上升	显著上升	长期扰动型
美国对俄罗斯钢铁征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	显著上升	上升	
美国对越南钢铁征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	显著上升	显著下降	
美国对土耳其钢铁征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	显著上升	显著下降	
美国对墨西哥钢铁征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	显著上升	下降	
美国对印度钢铁征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	上升	显著下降	长期扰动型
美国对日本汽车征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	上升		
美国对韩国汽车征收反倾销税	2018.07.01	贸易摩擦	短期冲击	上升		

结论和政策建议

本文以中国股市为研究对象,选取贸易摩擦期间 10 个典型的事件,并把事件分成正向事件和负向事件,采用事件研究法来考察贸易摩擦事件对股票市场和中国行业收益率的短期影响;同时,将虚拟变量引入事件研究模型,分析贸易摩擦事件对股票市场和中国行业短期和长期系统性风险的影响。本文有以下四点发现:第一,贸易摩擦事件对中国股市和行业影响非常小,其影响没有到了严重的冲击。第二,贸易摩擦事件对股票市场和中国行业的影响随着时间的推而而减弱。第三,负向贸易摩擦事件增加了除农、林、牧、渔业和其他大部分行业的短期整体波动。第四,贸易摩擦事件对中国股市行业的长期系统性风险的负面影响较小。

基于此,本文提出以下几点政策建议:第一,股票市场各行业均受到显著的影响,决策部门在短期应稳定投资者情绪,降低投资者对贸易摩擦事件的过度反应。第二,对我国股票市场冲击应对工作,还需完善政策手段,降低贸易摩擦事件的冲击波动,维持金融市场稳定。第三,贸易摩擦事件对部分行业受影响较小,投资者和金融机构应当合理配置资产,适当增加对长期扰动型产业的股票投资。

债

- ① 中美贸易摩擦对国际贸易板块的冲击——基于事件研究法[J]. 财务与金融, 2020 (3): 10-14.
- ② 刘和文佳. 中美贸易摩擦对中国金融市场的溢出效应研究[J]. 财经经济, 2019 (12): 10-14.
- ③ 郭可欣. 中美贸易战: 对全球供应链的影响[J]. 财经经济, 2019 (12): 10-14.
- ④ 刘和文佳. 中美贸易摩擦对中国金融市场的溢出效应研究[J]. 财经经济, 2019 (12): 10-14.
- ⑤ 蒋. 中美贸易摩擦对中国金融市场的溢出效应研究[J]. 财经经济, 2019 (12): 10-14.
- ⑥ 李洁颖. 中美贸易摩擦对中国金融市场的溢出效应研究——以农产品进口为例[J]. 经贸实践, 2019 (12): 10-14.

"# 三 智慧峰\$ 战 国 究!%\$ 科学决策, &'(& 0 : *)+"&
!# 三 中美贸易 市场 &- 0 : ((.+((
中美贸易 基 实证!%\$ 中国证券期货, &-() 0 :
美国对贸 全球 际金融研究, &-() 0 : 0+.
7, 85% 3C : F3? K?L54>=4E @=5M =D 1AM465<=5D N
4?D 0?C?D4M HA &-((, *0 0 : (&*)+(&Q)
(& R, : ? TU ? S56 HD X7 G6=0?M 5DJ S?<956?!: #U K
A? H9 C : ?M? >? %H %HA6D5< H9 YOHDHC?46=OM, (), .., *(
!(*# > FU >? %H %HA6D5< H9 8=D5D0=5< YOHDHC
&" 74AJ=?M!%H %HA6D5< H9 8=D5D0=5< YOHDHC
!(Q# 7%, 74H
(, (Q -*(
!(O# D : , H
6D54=HD ?I H9
!(.# OM2= Z
C=OM, & O @
!("# , KL
IHD9?6?D0? =DL G
!(, # A?
F65J?, &- (Q 0
!()# C \ K
"Q : &.Q+&
!&-# : 53 b
%HA6D5< H9 @S DL P , ** 0 : ("Q"+("0,

! # % , *+)"# , "-.' /O 12345 15.6 36 0)* (9 : 3295
!"# \$%&'(&()#
((UK54H V M A4? H9 8=D5D0=5< : 2M?5603, FM=DL3A5 XP G@M H9 5D0?, FM=DL3A5
O,%%3% N3=D5 X7 465J? 4?DM=HDM 35M B6=AL34 5=3AL2 =C.W=OM HD 4L 465J? 2J =D
C56224 35M 2?W? 2D J 5 M356W J?O<=D?U F3? WA6WH?M? 6=M 4H ?e5C=D? 3H 2?MM 624A6DM 5D5 MEM
N3=D5M M C5 22 35DL? 594?6 43? 465J? 96=O4=H
F65J? 26 M?<M (. 2?E DHJ?M H9 43? 5M =4A54=HD 5J DM=HDM 5M 4
J=>?D M = WHM=4>? 5DJ D?L54 D F3=M W D?D4 M4AJE 5D5E
=C? 2 53DH 5< 624A6DM H9 43? R16?H>2? C?5MA6?M 43? MEM4?C
CHJ 5DJ ?e5C=D?M L2M 4?M 5M 5?6 43? ??>D4MU
O CMA 9 43=M W5 9H? 4?DM OM ??>D4M 35>? 5 M=LD=9
24 05 M M C56224 2?>?D4M <2 4H D?L54>? 5BDH6C5< 624A
A? 2 46Ec C5 5DJ 2? BA4 43? = 504 4=C? =M M3H64U S3?D 4
5L C< 6? 6DM C5 2?65?J =D C? M?O4H6MU F3 W5W?6 9A643?6 W6H>?M 4354 D?
H 4+>6C MEM C5 6=M2M J CHM4 M?O4H6M ?eC W4 5L6=OA<4A6?c 9H6?M46Ec 5D=C5< 3 M3?6Ec 13=<?
MEM C5 6= M=D CHM4 M?O4H6M 56? DH4 D?L54>?<E 599?O4?JU
26 C522M 43? 9H<H1 L OHD46=BA4=HDM V4 J= J?M 43? N3=D5 X7 465J? 43? 5M ??>?
D?L5? 2?>D4M 5? M3?JM <L34 H?M M3?M?O4H6M 2?>D4 465J? D4M =D 4?6CM H9 43?<6 624A6DM
N3=D5M 4H02? C522M RH?H? 5003 5MH OH? 5? M3M 5DL?M H9 MEM4?C54=O 6M
J=99?6?D4 M?O4H6M 4 W6H?65M E?J W26M M3M 5D5 43?<C 5M M3M 5D5 43?<C
>C?246= D5 X7 2?>D4 74AJef 7FM?C54?C =M2
AB 7C'66+(') : 74AJef 7FM?C54?C =M2