

美国经济政策不确定性与中企 OFDI 区位选择

汪建新¹ 李 嫻² 杨 晨³

(1. 上海对外经贸大学国际经贸学院, 上海 201620; 2. 上海空间电源研究所, 上海 200245; 3. 复旦大学经济学院, 上海 200433)

摘 要: 美国经济政策不确定性是否会影响中国企业海外投资的区位选择? 其机制是怎样的? 本文运用中国工业企业数据库与商务部企业名录等进行匹配, 使用 Baker 等 (2016) 构建的美国经济政策不确定性指数研究发现: 美国经济政策不确定性对中企在美国投资存在抑制作用, 并且对中企在其他地区投资存在阻遏作用, 即存在“第三地阻遏效应”; 在对微观层级的企业运营经验和市场势力两个影响机制检验之后发现, 美国经济政策不确定性对企业对外投资的负向影响在运营经验较强的企业中更明显, 而在市场势力较强的企业中影响更小。本文的研究为政府制定相应的政策提供了理论依据。

关键词: 经济政策不确定性; OFDI 区位选择; 微观机制

中图分类号: F752

文献标识码: A

文章编号: 1006-1894 (2021) 05-0044-13

一、引言

随着中国企业对外直接投资 (OFDI) 的增加, 面临的风险和挑战也随之而来。在 2016 年英国脱欧、美国总统选举以及 2018 年中美贸易摩擦等事件发生后, 经济政策不确定性成为企业对外投资决策的重要影响因素。习近平主席在 2019 年 11 月的金砖国家会议上指出, 世界正在经历百年未有之大变局, 新一轮科技革命和产业变革迅猛发展, 保护主义逆流而动, 冲击了国际贸易和投资。由于 2020 年新冠肺炎疫情的影响, 不稳定性、不确定性明显增加, 国际环境日趋复杂, 中国经济面临着国内外风险挑战明显上升的复杂局面。

面对全球经济政策不确定性带来的冲击, 中国需积极应对, 突破困境。由于中国企业海外投资是中国经济稳定增长和高质量发展的助推器, 因而更要厘清国外经济政策不确定性对中国企业海外投资的冲击和影响机制, 巩固传统优势, 大力培育新竞争优势, 优化全球市场布局, 稳定中企海外投资。已有文献对于美国经济政策不确定性与投资问题的相关研究主要集中在投资流量和投资决策的视角分析。部分研究表明, 一方面, 东道国不确定性水平增加会减少从美国流向该国的直接投资数量;

作者简介: 汪建新, 上海对外经贸大学国际经贸学院教授, 博士, 研究方向: 国际贸易与金融、国际商务、新开放宏观经济学; 李嫻 (通讯作者), 上海空间电源研究所, 硕士, 研究方向: 国际贸易与金融; 杨晨, 复旦大学经济学院博士研究生, 研究方向: 国际贸易与金融。

另一方面,母国经济政策不确定性会对企业对外直接投资产生抑制作用。与现有研究不确定性的文献不同的是,我们研究的重点是从区位选择的视角分析美国经济政策不确定性对央企 OFDI 的影响。

本文可能的边际贡献是:第一,从中国的视角分析美国经济政策不确定性对中国企业对外投资区位选择的影响,研究发现美国经济政策不确定性对央企海外投资区位选择存在抑制作用,并且对央企在其他地区投资存在“第三地阻遏效应”,从新的视角扩展了关于经济政策不确定性的相关研究。第二,为了控制回归中可能存在的偏差,借鉴 Azzimonti (2019) 的方法,在计量模型中控制美国贸易党派冲突指标,利用企业层面数据,在已有文献基础上进一步深入和细化研究,更有利于分析其对中国对外投资的影响。第三,从企业运营经验和市场势力的微观层面探究了美国经济政策不确定性影响投资的机制,使得关于经济政策不确定性与中国企业对外投资之间的问题研究更加全面与合理。

二、文献综述与研究假说

近年来,经济政策不确定性对各国和地区经济(贸易投资等方面)产生了较大影响,因此受到各国的重点关注。由于宏观经济政策对企业外部经营环境存在重要影响,所以关于宏观经济政策不确定性对微观企业行为影响的文献越来越多。已有文献中有较多关于经济政策不确定性对投资影响的研究,发现经济政策不确定性会增加企业风险管理,阻碍投资(Panousi and Papanikolaou, 2012)。同时,相关文献表明经济政策不确定性增加还会降低企业创新投资(Bhattacharya et al, 2017),减少企业并购活动(Bonaime et al, 2018)等。

在经济政策不确定性与企业对外直接投资关系的代表性文献中,陈胤默等(2019)发现,母国经济政策不确定性会对企业对外直接投资产生抑制作用。杨永聪和李正辉(2018)发现,中国对外直接投资流量规模与母国经济政策不确定性正相关,与东道国经济政策不确定性负相关。Hsieh 等(2019)发现,当美国的政策不确定性水平增加时,国内跨国公司的外国投资额激增,东道国的不确定性水平增加导致从美国流向该国的直接投资数量减少。Nguyen 等(2018)发现,当东道国经济政策不确定性水平低于母国时,外商直接投资会增加。

现有文献大多集中于对对外直接投资流量或存量的研究,少有文献研究 OFDI 区位选择问题。事实证明,企业区位选择对外国直接投资是否成功起着重要作用。从宏观上分析,无论是地区促进还是自发投资,企业均存在区位选择的问题,需要对投资目标区域进行分析选择;从微观上分析,企业会倾向于利用自己的优势进行选择投资,所以不同企业在区位选择上也会存在差异,而且不同区域的经济环境、政府政策等因素同样会影响企业的区位选择。相关研究表明,企业为了规避风险,其投资意愿会随宏观经济波动发生改变。当宏观经济政策不确定性增加时,企业投资

决策会更倾向于谨慎,对外直接投资的意愿也可能降低(贾玉成和张诚,2018)。

从美国经济政策不确定性的角度分析,一方面,投资者更倾向于选择不容易发生冲突、较稳定以及风险较小的国家进行投资,美国经济政策不确定性增加可能导致中企对美国投资的风险增加,从而抑制对美国投资;另一方面,Stockhammar 和 Österholm (2016)研究表明,美国经济政策不确定性增加对瑞典 GDP 增长有显著负面影响,说明美国经济政策不确定性可能对其他地区经济造成负面溢出影响,而投资目的地的经济情况会影响外商投资流入。换句话说,美国经济政策不确定性可能影响中企对其他地区投资,阻碍中企对非美国地区的投资。由此提出假说 1:

假说 1: 美国经济政策不确定性对中国企业对外投资区位选择存在遏制作用,不仅抑制对美国的投资,而且对在其他地区投资也存在负面作用,即存在“第三地阻遏效应”。

经济政策不确定性主要通过以下渠道影响企业投资:(1)投资期权理论,Kirchner (2019)认为经济政策不确定性会影响投资决策,当经济政策不确定性很高时,未来投资选择权的价值就会增加,从而推迟投资决定;(2)资产可配置性,Kim 和 Kung (2017)提出资产可配置性是影响不确定性与企业投资之间负面关系的中介因素;(3)融资约束,陈胤默等(2019)研究发现,企业融资约束越强,母国经济政策不确定性对企业对外投资的抑制作用就越强;(4)企业进出口经验,蒋冠宏(2019)研究表明,进出口经验提高了中国企业在东道国直接投资的可能性。

与上述影响渠道的研究不同,本文从企业微观角度出发,从理论上总结微观层级新的影响渠道。第一,企业运营经验是影响企业对外投资的重要因素,它体现了企业的微观决策水平,会影响企业对进入市场的选择以及对外投资的可能性。具体而言,当经济政策不确定性增加时,企业运营经验使高管更善于分析海外市场环境(陈守明和简涛,2010)。当企业拥有丰富的运营经验时,企业管理者对技术发展趋势与海外经营环境的分析判断能力更强(吴建祖和关斌,2015),此时企业的风险控制意识也越强,企业可能表现出风险规避的态度;反之,当企业运营经验不够丰富时,企业可能处于初期起步阶段,为了谋求生存和发展,企业有较大动机和动力选择进入国际市场,接受高风险来为企业创造更多的价值。从美国经济政策不确定性的角度分析,企业运营经验越丰富,企业风险意识越强,对风险越敏感,美国经济政策不确定性对企业对外投资的负向影响就越强。同时,运营经验属于企业内部因素,受外部影响较小,在应对风险时,企业能够运用运营经验对风险迅速做出反应,对不确定性的影响存在及时和持续的效应。由此提出假说 2:

假说 2: 美国经济政策不确定性对运营经验丰富的企业对外投资区位选择抑制作用更大,且该作用存在及时和持续的效应。

第二个微观影响渠道是市场势力,主要通过控制和影响产品价格体现。由于企业实现国际化需要额外成本,面临无法自由调整的要素市场摩擦,所以企业需要更强的市场势力去克服要素市场摩擦(汪争,2018)。企业在国内市场的市场势力越强,

企业利润率会随之提高,较高的利润足以承担企业走向国际市场的成本,从而利用在国内累积的利润走出去(巫强和余鸿晖,2019)。在全球化中,较强的市场势力可以有效帮助管理者迅速获取市场信息,从而促使企业更好地进行市场整合与创新,提高国际化绩效(朱勤和郑小碧,2014)。因此,在面临经济政策不确定性增加的情况下,不同市场势力的企业进行对外直接投资的可能性也不尽相同。

企业在面对外生冲击时,市场势力主要从两方面影响投资决策。其一是企业利润会随市场势力的增强而增加。由于对外投资需要成本,较高的利润足够满足投资成本从而实现企业走出去,企业可能会增加对外投资的可能性。其二是市场势力对跨国并购后的绩效产生影响。传统观念认为,市场势力较差的企业并购往往会失败;反之,较强的市场势力可以帮助企业并购成功。当市场势力较强时,企业可以快速获取市场信息,更好地进行市场整合,从而使企业并购后拥有较好的绩效,面临较小的并购失败风险,此时企业可能会选择进行对外投资。从美国经济政策不确定性的角度分析,企业市场势力越强,企业拥有充足的资金和充分的信息进行对外投资,美国经济政策不确定性对企业对外投资的负向影响就越弱。由于市场势力受到外部因素的影响,企业在面临风险时,利用市场势力应对风险往往需要时间,所以企业市场势力对不确定性的影响存在滞后和中长期效应。由此提出假说3:

假说3:相对于市场势力较弱的企业,美国经济政策不确定性对市场势力较强的企业对外投资区位选择阻碍作用更小,该作用存在滞后以及中长期效应。

三、数据、变量与计量模型

(一) 数据

本文使用中国工业企业数据库中1998~2015年企业数据,该数据集包含企业名称、企业财务数据、成立年份等基本信息;商务部企业名录包含中国所有境外投资的国内企业名称、国外主体名称、投资国家名称、企业所在省市、经营范围、核准日期等数据信息。本文选取Baker等(2016)的美国经济政策不确定性指数(*epu_a*)作为衡量美国经济政策不确定性的指标,数据来源于政策不确定性网站;^①选取Azzimonti(2019)提出的贸易党派冲突指标(*tpci*)作为衡量美国党派冲突的指标,数据来源于Azzimonti主页。在对各个数据库按照文献中的常规方法处理并匹配之后,主要变量的描述性统计见表1。

(二) 计量模型与变量

在研究美国经济政策不确定性对经济变量的影响时,一些学者如Azzimonti(2019)通常会加入美国贸易党派冲突指标,认为两者会联合作用于企业的投资决策,

① 政策不确定性数据来源于<http://www.policyuncertainty.com/>。

表 1 主要变量描述性统计

变量	中文含义	观察数	均值	标准差	最小值	最大值	数据来源
<i>ofdi</i>	是否对外投资	36,731	0.15442	0.361356	0	1	工企数据库 / 商务部企业名录
<i>epu_a</i>	美国经济政策不确定性	36,731	121.3977	30.24006	67.1363	157.977	Baker 等 (2016)
<i>tpci</i>	贸易党派冲突指标	36,731	69.44759	21.61489	44.75967	126.7116	Azzimonti (2019)
<i>lnltp</i>	企业全要素生产率	21,769	4.302077	1.306769	-6.40894	11.16609	工企数据库
<i>lnsize</i>	企业资产规模	34,433	12.10138	2.004492	0	20.67172	工企数据库
<i>lnsale</i>	企业销售收入	33,547	12.20321	1.86061	0	19.43321	工企数据库
<i>lnage</i>	企业年龄	36,558	2.367337	0.714238	0	4.75359	工企数据库
<i>lnw</i>	企业员工工资	24,311	3.238388	1.154323	-4.22829	12.91659	工企数据库
<i>lnmarket</i>	企业市场势力	20,753	0.816062	0.148722	0	3.82813	工企数据库
<i>lnfin</i>	企业融资约束	29,297	0.532689	0.399245	-6.26881	8.949235	工企数据库
<i>hhi</i>	赫芬达尔指数	36,731	0.008562	0.016188	0	0.921453	工企数据库

背后的原因是经济政策不确定性与党派冲突密切相关。Azzimonti 和 Talbert (2014) 认为, 更频繁的政治更替和更高程度的政治两极分化将导致更多的经济政策不确定性。Brogaard 和 Detzel (2015) 对 19 个发达国家和发展中国家的经济政策不确定性进行研究分析, 结果显示本国政治两极分化与经济政策不确定性之间是正相关关系, 同时也存在两个指标朝相反方向移动的情况, 例如, 在党派关系紧张时, 国会不太可能在短期通过任何法案。因此, 尽管党派分歧很大, 但选择替代政策的不确定性水平下降。相反, 在战争或国家处于严重安全威胁时, 联邦政治家有共同的目标, 即提高国家安全, 这导致政策制定分歧大大减少, 但由于市场参与者不确定政府针对此类事件迅速制定的政策效果, 政策不确定性会急剧上升。

为了研究经济政策不确定性对中企海外投资区位选择的影响, 本文的研究思路是首先研究美国经济政策不确定性对中企海外投资区位选择的影响, 然后对不同性质的企业进行扩展分析。在构建计量模型时, 参考 Azzimonti (2019) 的计量方法, 在模型中引入美国贸易党派冲突指标作为控制变量进行回归分析。方程 (1) 和方程 (2) 为基本回归模型, 研究了美国经济政策不确定性对中企对外投资区位决策的影响。被解释变量是中企是否对外投资, 下文的研究会根据需要区分被解释变量的不同含义。本文采用两种二值选择模型 (probit 和 logit 模型) 进行基准回归, 方程 (1) 采用 probit 模型, 方程 (2) 采用 logit 模型, 模型设定如下:

$$Probit (ofdi_{it}=1) = \gamma_0 + \alpha_0 epu_a_t + \theta_0 tpci_t + \beta_0 X_t + \varepsilon_{it} \tag{1}$$

$$Logit (ofdi_{it}=1) = \gamma_1 + \alpha_1 epu_a_t + \theta_1 tpci_t + \beta_1 X_t + \varepsilon_{it} \tag{2}$$

其中, 被解释变量 $ofdi_{it}$ ^① 表示中国企业 f 在 t 年是否对外投资, 若对外投资则取值为 1, 否则为 0; 解释变量 epu_a 表示年度平均美国经济政策不确定性指标, 采用了 Baker 等 (2016) 提出的经济政策不确定性指标, 通过对月度指标进行年度平均

① 本文在后面的研究中会根据需要区分被解释变量的不同含义, 包括中企是否对美国投资 ($ofdi_usa$) 以及中企是否对非美国地区投资 ($ofdi_other$)。对于中企是否对美国投资来说, 若对美国投资则取值为 1, 否则为 0; 对于中企是否对非美国地区投资来说, 若对非美国地区投资则取值为 1, 否则为 0。

来衡量美国经济政策不确定性。此外,将 $tpci$ 作为控制变量进行联合控制, $tpci$ 表示当期年度平均美国贸易党派冲突指标,采用 Azzimonti (2019) 提出的贸易党派冲突指标来衡量美国党派冲突。 X 代表其他控制变量,包括:企业全要素生产率($ln tfp$)采用企业全要素生产率的自然对数值,2007 年之前使用 op 和增值法计算,2008 年及之后采用 Head 和 Ries (2003) 的方法^①估算得出;企业资产规模($ln size$)使用企业资产的自然对数值;企业产品销售收入($ln sale$)使用企业产品销售收入的自然对数值;企业年龄($ln age$)采用统计年度与企业成立时间差额的自然对数值来衡量;企业员工工资($ln w$)采用企业支付薪酬总额与员工人数之比的自然对数值来衡量;企业市场势力($ln market$)采用郭玥(2018)的方法,即企业的营业收入与营业成本之比与 1 加总,然后取其自然对数来衡量;企业融资约束($ln fin$)主要衡量企业的信贷约束程度,采用企业利息支出与财务费用之比来衡量,取值为该值与 1 加总的自然对数值;赫芬达尔指数(hhi)利用 GBT 三分位行业层级计算; ε 表示扰动项。

四、实证分析

(一) 基准回归

企业在投资过程中存在区位选择问题,其可以选择在本国或者国外进行投资,在国外投资也可以选择对国外的不同地区进行投资。表 2 列(1)~(6)均控制了年份和行业固定效应以及基本特征变量,同时加入贸易党派冲突指标作为控制变量, $margin$ 表示解释变量的边际效应。本文在基准回归中同时使用 probit 和 logit 两种二值模型进行对比分析。表 2 的计量模型基准回归思路分为美国经济政策不确定性对民企是否对外投资、是否对美国投资以及是否对非美国地区投资的影响。

表 2 列(1)和列(2)是基于民企是否对外投资的样本回归,在两种模型下发现,在控制了美国贸易党派冲突的影响下,美国经济政策不确定性 epu_a 系数均在 1% 的水平下显著为负,说明在控制党派冲突的影响下,美国经济政策不确定性越大,民企就越倾向于选择不对外投资。本文也计算了解释变量的边际效应,由边际效应的系数可以看出,在其他条件不变的情况下,在 probit 模型下,美国经济政策不确定性增加 10% 会导致民企选择对外投资的概率下降 0.0674%;在 logit 模型下,美国经济政策不确定性增加 10% 会导致民企选择对外投资的概率下降 0.0701%。原因可能是,一方面美国经济政策不确定性增加导致民企对美国投资的风险增加,从而抑制了民企对美投资;另一方面美国经济政策不确定性可能对民企对非美国其他地区投资产生不利影响,从而阻碍了民企对其他地区投资。

① Head 和 Ries (2003) 的方法是利用方程 $TFP = \ln(y/I) - s \times \ln(k/I)$ 估算企业全要素生产率。其中, y 以经过通胀处理之后的企业工业总产值来近似替代(工业生产总值=当月主营业务收入+库存商品期末余额-库存商品期初余额); k 是经过通胀处理之后的企业固定资产总额; I 是企业年平均从业人数; s 表示生产函数中资本的贡献度,根据 Hall 和 Jones (1999) 的经验将其设定为 1/3。

表 2 美国经济政策不确定性对中企对外投资区位影响的基准回归

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	中企是否对外投资		中企是否对美国投资		中企是否对非美国地区投资	
	probit	logit	probit	logit	probit	logit
	<i>ofdi</i>	<i>ofdi</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_other</i>	<i>ofdi_other</i>
<i>epu_a</i>	-0.0242*** (-7.81)	-0.0433*** (-8.18)	-0.0233*** (-5.19)	-0.0556*** (-5.40)	-0.0200*** (-6.30)	-0.0370*** (-6.65)
<i>tpci</i>	-0.144*** (-11.83)	-0.269*** (-11.88)	-0.139*** (-7.06)	-0.342*** (-6.72)	-0.123*** (-9.81)	-0.237*** (-9.98)
<i>ln_{tfp}</i>	0.0336* (1.95)	0.0572* (1.91)	0.00708 (0.25)	0.0118 (0.19)	0.0343* (1.92)	0.0582* (1.82)
<i>lnsize</i>	0.0537*** (3.08)	0.0929*** (3.08)	0.0500* (1.89)	0.0987* (1.72)	0.0436** (2.33)	0.0772** (2.31)
<i>lnsale</i>	-0.00334 (-0.14)	-0.00262 (-0.07)	-0.0812*** (-2.75)	-0.172*** (-2.75)	0.0203 (0.81)	0.0407 (0.92)
<i>lnage</i>	-0.0828*** (-4.25)	-0.156*** (-4.59)	-0.0155 (-0.48)	-0.0485 (-0.67)	-0.0864*** (-4.16)	-0.165*** (-4.44)
<i>lnw</i>	0.0507*** (3.20)	0.0849*** (3.15)	0.00822 (0.34)	0.0259 (0.49)	0.0529*** (3.22)	0.0906*** (3.17)
<i>lnmarket</i>	0.117 (1.26)	0.210 (1.36)	0.141 (1.20)	0.305 (1.28)	0.0848 (0.85)	0.159 (0.92)
<i>lnfin</i>	-0.0167 (-0.54)	-0.0271 (-0.52)	-0.0472 (-1.14)	-0.105 (-1.18)	-0.00417 (-0.13)	-0.00794 (-0.14)
<i>hhi</i>	-0.0756 (-0.07)	-0.216 (-0.13)	-7.958*** (-3.25)	-17.91*** (-3.06)	0.792 (0.73)	1.128 (0.63)
边际效应 <i>margin(epu_a)</i>	-0.00674*** (-7.83)	-0.00701*** (-8.20)	-0.00170*** (-5.13)	-0.00181*** (-5.29)	-0.00506*** (-6.29)	-0.00531*** (-6.63)
年份	控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>	14,751	14,751	14,402	14,402	14,751	14,751

注：***、**和* 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平；稳健标准误聚类在企业层级。

表 2 的列（3）和列（4）给出了基于中企是否对美国投资的样本回归结果，列（5）和列（6）是基于中企是否对非美国地区投资的样本回归结果。在两个样本中，probit 模型和 logit 模型下的美国经济政策不确定性系数均在 1% 水平下显著为负，由此解释和证实了以上原因。

综上所述，实证结果验证了假说 1，表明在控制其他条件的情况下，美国经济政策不确定性增加，中企对外投资决策更加谨慎，从而阻碍了企业对外投资。中企对外投资可以分为对美国投资以及对美国以外的其他地区投资，在投资区位选择上，美国经济政策不确定性增加不仅抑制了中企向美国投资，而且会对其他国家或地区经济产生负向影响，从而影响外商投资流入其他国家或地区，抑制了中企向其他国家或地区投资，即存在“第三地阻遏效应”。

（二）稳健性分析

为了检验实证结果的稳健性，得出严谨的结论，本文对美国经济政策不确定性

对民企对外投资的影响进行稳健性分析。

1. 稳健性讨论一：使用经济政策不确定性的几何平均值进行检验

首先对经济政策不确定性指标进行稳健性检验，参考 Wang 等（2014）的方法，在 probit 模型下，取一年内美国经济政策不确定性 12 个月的月度数据几何平均值作为基准回归中不确定性指标的替代值。回归结果如表 3 列（1）~（3）所示，美国经济政策不确定性（*epu_a_m*）系数均在 1% 水平下显著为负，表明美国经济政策不确定性对民企对外投资区位选择存在显著抑制作用，结果与基准回归结果高度一致。

2. 稳健性讨论二：对不同性质企业的讨论

把中国企业分为国有企业、民营企业 and 外资企业进行分析。回归结果如表 4 所示，美国经济政策不确定性对国有企业是否对外投资影响不显著，原因可能是，国有企业容易获得国家在资金和政策等方面较多的支持（Mathews，2006），在进行对

外投资决策时，会考虑经济和政治等多重目标（Song et al，2011），所以在面对经济政策不确定性带来的风险时，国有企业对外投资决策几乎没有受到影响。美国经济政策不确定性对民营企业以及外资企业是否对外投资的影响则分别在 1% 和 5% 水平下显著为负。可能的原因是，民营企业在投资方面会对经济政策风险更加敏感。Amighini 等（2013）研究发现，民营企业比较重视东道国的政治和经济情况，会选择政治经济风险较低的东道国或地区进行投资。外资企业是全部资本由外国投资者投资的企业，投资者将更倾向于选择不容易发生冲突、风险较小的国家进行投资。

（三）影响机制检验

美国经济政策不确定性如何影响民企对外投资决策？参考陈胤默（2019）等的

表 3 美国经济政策不确定性几何平均值对民企对外投资区位的影响

	(1)	(2)	(3)
	民企是否 对外投资	民企是否对 美国投资	民企是否对非 美国地区投资
	probit	probit	probit
	<i>ofdi</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_other</i>
<i>epu_a_m</i>	-0.0226*** (-7.81)	-0.0217*** (-5.19)	-0.0186*** (-6.30)
<i>tpci</i>	-0.133*** (-12.24)	-0.128*** (-7.19)	-0.114*** (-10.17)
<i>lnlfp</i>	0.0336* (1.95)	0.00708 (0.25)	0.0343* (1.92)
<i>lnsize</i>	0.0537*** (3.08)	0.0500* (1.89)	0.0436** (2.33)
<i>lnsale</i>	-0.00334 (-0.14)	-0.0812*** (-2.75)	0.0203 (0.81)
<i>lnage</i>	-0.0828*** (-4.25)	-0.0155 (-0.48)	-0.0864*** (-4.16)
<i>lnw</i>	0.0507*** (3.20)	0.00822 (0.34)	0.0529*** (3.22)
<i>lnmarket</i>	0.117 (1.26)	0.141 (1.20)	0.0848 (0.85)
<i>lnfin</i>	-0.0167 (-0.54)	-0.0472 (-1.14)	-0.00417 (-0.13)
<i>hhi</i>	-0.0756 (-0.07)	-7.958*** (-3.25)	0.792 (0.73)
边际效应 margin(<i>epu_a_m</i>)	-0.00629*** (-7.83)	-0.00159*** (-5.13)	-0.00472*** (-6.29)
年份	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
<i>N</i>	14,751	14,402	14,751

注：***、**和*分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平；稳健标准误差聚类在企业层级。

方法，本文采用将影响因素与解释变量交互的方法进行影响机制检验。文献表明经济政策不确定性会通过企业运营管理经验和市场势力两个渠道影响企业对外投资，本文将从这两方面进行检验。结合基准回归的分组样本进行分类，方程（3）和方程（4）为影响机制检验的基本回归模型。

$$Probit\left(ofdi=1 \right)=\gamma_2+\alpha_2Z\times lnage+\theta_2epu+\eta_2lnage+\beta_2X+\varepsilon_{it}\tag{3}$$

$$Probit\left(ofdi=1 \right)=\gamma_3+\alpha_3Z\times lnmarket+\theta_3epu+\eta_3lnmarket+\beta_3X+\varepsilon_{it}\tag{4}$$

其中，被解释变量 *ofdi*^① 表示中企是否对外投资，*Z* 表示美国经济政策不确定性，包含当期、滞后一期以及滞后两期美国经济政策不确定性 3 个指标，^② *lnage* 表示企业运营经验，*lnmarket* 表示企业市场势力，*X* 表示控制变量。

本文设定 3 种模型情景对经济政策不确定性的影响机制进行深入分析，在模型情景一中，*Z* 表示当期美国经济政策不确定性指标（*epu_a*），将企业运营经验以及企业市场势力分别与之进行交互；以此类推，在模型情景二和情景三中，*Z* 分别表示滞后一期（*lepu_a*）和滞后两期（*lepu_a2*）美国经济政策不确定性指标；控制变量均相同。回归结果如表 5 所示。

根据表 5 的回归结果，本文对各模型情景下的交互项符号以及显著性进行了统计分析，结果见表 6。对于企业运营经验机制来说，交互项的回归结果在不同模型情景中结果一致，均为负向显著；对于企业市场势力机制来说，交互项的回归结果在不同模型情景中结果不同，当期与滞后一期交互项的回归结果

表 4 美国经济政策不确定性对不同性质企业对外投资区位的影响^③

	(1)	(2)	(3)
	国有企业是否对外投资	民营企业是否对外投资	外资企业是否对外投资
	probit	probit	probit
	<i>ofdi_soe</i>	<i>ofdi_private</i>	<i>ofdi_foreign</i>
<i>epu_a</i>	-0.00794 (-1.12)	-0.0111*** (-5.34)	-0.00846** (-2.38)
<i>tpci</i>	-0.0499 (-1.55)	-0.00617 (-1.36)	0.00465 (0.64)
<i>lnftp</i>	-0.141*** (-2.71)	0.0722*** (3.07)	-0.0104 (-0.28)
<i>lnsize</i>	0.391*** (8.49)	-0.0393* (-1.70)	0.101** (2.54)
<i>lnsale</i>	-0.0587 (-1.27)	-0.00106 (-0.03)	-0.0434 (-1.00)
<i>lnage</i>	0.126** (2.20)	-0.113*** (-4.27)	-0.175*** (-3.73)
<i>lnw</i>	0.167*** (4.01)	-0.00549 (-0.30)	-0.0115 (-0.24)
<i>lnmarket</i>	-0.269 (-0.99)	0.189* (1.67)	0.472*** (2.85)
<i>lnfin</i>	0.0630 (0.91)	0.0664* (1.85)	-0.191*** (-2.92)
<i>hhi</i>	-0.583 (-0.24)	-1.568 (-0.82)	-1.518 (-0.48)
边际效应 <i>margin(epu_a)</i>	-0.000314 (-1.13)	-0.00260*** (-5.31)	-0.000447** (-2.39)
年份	控制	控制	控制
行业	控制	控制	控制
<i>N</i>	13,802	11,783	11,469

注：***、** 和 * 分别表示 1%、5% 和 10% 的显著性水平；稳健标准误聚类在企业层级。

① *ofdi* 在不同情况下表示不同含义，还可能表示中企是否对美国投资以及中企是否对其他地区投资。
② 由于考虑到经济政策不确定性可能存在时间滞后效应的影响，所以在影响机制检验中同时加入当期、滞后一期和滞后两期经济政策不确定性指标作为控制变量（即在回归中同时控制 *epu_a*、*lepu_a*、*lepu_a2*）。
③ 表 4 中的 *ofdi_soe* 表示国有企业是否对外投资，若国有企业对外投资则取值为 1，否则为 0；*ofdi_private* 表示民营企业是否对外投资，若民营企业对外投资则取值为 1，否则为 0；*ofdi_foreign* 表示外资企业是否对外投资，若外资企业对外投资则取值为 1，否则为 0。

在各样本中几乎不显著,而滞后两期的交互项结果为正向显著。可能的原因是,企业运营经验是企业的一种内部因素,受外部影响的可能性较小,企业能够在短时间内很快运用内部优势对外部风险做出反应,在应对经济政策不确定性带来的风险时存在持续影响;市场势力属于企业的外部因素,受到外部影响较大,面对经济政策不确定性带来的风险时存在中长期效应,企业可能需要时间来应对风险。

表 5 经济政策不确定性影响机制的检验

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
		企业运营经验			企业市场势力		
		<i>ofdi</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_other</i>	<i>ofdi</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_other</i>
模型情景一	$epu_a \times \ln age$	-0.00278*** (-5.20)	-0.00236*** (-2.90)	-0.00248*** (-4.47)			
	$epu_a \times \ln market$				0.00340 (1.10)	0.0000198 (0.01)	0.00382 (1.14)
模型情景二	$lepu_a \times \ln age$	-0.00303*** (-5.68)	-0.00263*** (-3.28)	-0.00266*** (-4.84)			
	$lepu_a \times \ln market$				0.00587* (1.76)	0.00562 (1.24)	0.00488 (1.39)
模型情景三	$lepu_a2 \times \ln age$	-0.00357*** (-5.34)	-0.00287*** (-2.90)	-0.00315*** (-4.59)			
	$lepu_a2 \times \ln market$				0.00941** (2.35)	0.0106* (1.68)	0.00716* (1.77)
控制变量		控制	控制	控制	控制	控制	控制
年份		控制	控制	控制	控制	控制	控制
行业		控制	控制	控制	控制	控制	控制
<i>N</i>		14,751	14,402	14,751	14,751	14,402	14,751

注:***、**和*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。控制变量包括:滞后一期美国经济政策不确定性($lepu_a$)、滞后两期美国经济政策不确定性($lepu_a2$)、贸易党派冲突指标($tpci$)、企业全要素生产率($ln tfp$)、企业资产规模($ln size$)、企业产品销售收入($ln sale$)、企业年龄($ln age$)、企业员工工资($ln w$)、企业市场势力($ln market$)、企业融资约束($ln fin$)和赫芬达尔指数(hhi)。

表 6 影响机制检验的回归结果统计

		企业运营经验			企业市场势力		
		<i>ofdi</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_other</i>	<i>ofdi</i>	<i>ofdi_usa</i>	<i>ofdi_other</i>
模型情景一	当期交互项系数	-(显著)	-(显著)	-(显著)	+(不显著)	+(不显著)	+(不显著)
模型情景二	滞后一期交互项系数	-(显著)	-(显著)	-(显著)	+(显著)	+(不显著)	+(不显著)
模型情景三	滞后两期交互项系数	-(显著)	-(显著)	-(显著)	+(显著)	+(显著)	+(显著)

1. 企业运营经验机制的检验

本文以企业年龄衡量企业的运营经验,将美国经济政策不确定性指标与企业运营经验交互项加入回归进行分析。表5列(1)~(3)为回归结果,可以发现,在中企对外投资样本下,在模型情景一、情景二和情景三中,交互项系数均在1%水平下显著为负,说明在美国经济政策不确定性增加的情况下,运营经验越丰富的企业对

外投资的可能性就越小。根据表 5 列（2）和列（3）的结果发现，类似于对外投资样本下的结果，在 3 个模型情景下，交互项系数在中企是否对美国以及非美国地区投资的样本下仍然在 1% 水平下显著为负，说明企业运营经验的影响机制主要通过影响中企对美国以及非美国地区投资两方面来影响整体对外投资区位选择。

综上可以发现，由于在 3 种模型情景下，无论是当期还是滞后期的交互项对投资的影响均为负向显著，所以企业运营经验对于经济政策不确定性对投资的影响机制具有及时和长期持续性影响，验证了假说 2。

2. 企业市场势力机制的检验

在经济政策不确定的情况下，企业市场势力也可能影响企业对外投资决策，采用与上述相同的交互项方法进行企业市场势力的机制检验。表 5 列（4）~（6）为回归结果，在模型情景一和情景二中，市场势力与经济政策不确定性指数的交互项系数几乎不显著，而在模型情景三中，交互项系数显著为正，说明经济政策不确定性通过企业市场势力影响中企对外投资决策，而中企是否对美国以及非美国地区投资的样本结果类似于对外投资样本，说明企业市场势力的影响机制主要通过影响中企对美国以及非美国地区投资来影响整体对外投资区位选择。

综上可以发现，由于模型情景一和情景二中，当期和滞后一期交互项的结果几乎不显著，而在模型情景三中滞后两期交互项的结果均显著，所以认为企业市场势力对于经济政策不确定性对投资的影响机制具有滞后和中长期效应，验证了假说 3。

五、结论与政策建议

本文使用中国工业企业数据库、商务部企业名录、不确定性和党派冲突等数据库进行匹配，研究了美国经济政策不确定性对中国企业对外投资区位选择的影响及其作用机制。结果发现：（1）美国经济政策不确定性对中企对外投资区位选择存在显著遏制作用，主要体现在对美国以及对其他地区投资两方面。（2）美国经济政策不确定性对国有企业对外投资的影响较弱，而更多地抑制了民营企业和外资企业对海外的投资。（3）在对企业运营经验和市场势力两个渠道的检验中发现，经济政策不确定性对运营经验丰富的企业阻碍作用更大，运营经验越丰富，企业风险意识越强，投资行为趋于保守，企业越可能选择不对外进行投资。同时，较强的市场势力会影响利润和风险，从而影响企业对外投资区位选择。

根据本文研究结论，提出以下政策建议：

第一，从风险的预防和管理角度考虑：（1）建立政府主导、企业参与的风险评估系统及机构，对投资风险进行预测、监控与评估，提高对海外投资风险的管理能力，增加与同行企业的海外合作。（2）面对经济政策不确定性带来的海外投资风险，企业不能进行一揽子交易，应该分散风险，实施多元化投资策略，实现投资主体、投资项目以及投资分布的多元化，适当将部分对高风险地区的投资转移到低风险地区。

与此同时,也可以适时选择退出策略,当企业面临东道国较高的风险时,可以适时选择退出海外市场,转而增加本国国内投资,发展本国经济。(3)坚持实施“一带一路”倡议,扩大经济合作,促进建立双边和多边投资协定,增强各国在投资方面的合作,以此降低企业对外投资的风险,保障企业利益。

第二,从企业运营经验角度考虑:(1)运营经验丰富的企业风险敏感度较高,在面对风险时表现较为保守,企业应该加强风险管理体系,保证企业在应对风险时能够游刃有余,把风险降至最低,但是也不应该有思维定势,固步自封。(2)运营经验较少的企业需要谨慎,在对外投资前应对东道国的经济及政治情况进行尽职调查,充分了解投资目的国的投资风险,根据具体风险情况制定相应的应对措施;同时,可以加强企业对外投资的引导和规范以及对高风险国家投资的指导和监督。此外,企业应提高管理和风险控制能力,在面对外部冲击带来的风险时,企业能够更加自信地应对风险。

第三,从企业市场势力角度考虑:市场势力较弱的企业需要培养市场势力,较强的市场势力意味着企业拥有更高的产品价格控制能力,企业能够获取更高的利益,在面对风险冲击时,能够有足够的资本应对。一方面,提高产品差异化。高质量以及差异化产品可以帮助企业在市场上获取竞争优势,企业可以采用差异化战略并通过提高产品质量来增强企业的市场势力;另一方面,提高企业自主创新能力。拥有创新技术的企业能够对产品价格进行更好的控制,技术优势可以帮助企业提高市场竞争力,所以,企业应加大技术创新力度,增强市场势力。

参考文献:

- [1] 陈胤默等. 母国经济政策不确定性、融资约束与企业对外直接投资 [J]. 国际贸易问题, 2019,(6).
- [2] 郭玥. 政府创新补助的信号传递机制与企业创新 [J]. 中国工业经济, 2018,(9).
- [3] 贾玉成, 张诚. 经济周期、经济政策不确定性与跨国并购: 基于中国企业跨国并购的研究 [J]. 世界经济研究, 2018,(5).
- [4] 蒋冠宏. 不确定性、企业出口与直接投资的选择: 来自中国企业的理论和证据 [J]. 世界经济研究, 2019,(4).
- [5] 汪争. 劳动力市场波动性影响企业出口吗? [J]. 世界经济与政治论坛, 2018,(6).
- [6] 吴建祖, 关斌. 高管团队特征对企业国际市场进入模式的影响研究——注意力的中介作用 [J]. 管理评论, 2015, 27(11).
- [7] 巫强, 余鸿晖. 中国制造业企业出口模式选择研究: 基于市场势力和生产率的视角 [J]. 南京社会科学, 2019,(8).
- [8] 杨永聪, 李正辉. 经济政策不确定性驱动了中国 OFDI 的增长吗——基于动态面板数据的系统 GMM 估计 [J]. 国际贸易问题, 2018,(3).
- [9] 朱勤, 郑小碧. 跨国创业导向与国际化绩效: 国际市场势力的中介效应 [J]. 国际贸易问题, 2014,(2).
- [10] Amighini, A. A., Rabellotti, R., Sanfilippo, M. Do Chinese State-owned and Private Enterprises Differ in Their Internationalization Strategies? [J]. China Economy Review, 2013,(27).
- [11] Azzimonti, M. Does Partisan Conflict Deter FDI Inflows to the US? [J]. Journal of International Economics, 2019, (120).
- [12] Azzimonti, M., Talbert, M. Polarized Business Cycles [J]. Journal of Monetary Economics, 2014, (67).

- [13] Baker, S. R., Bloom, N., Davis, S. J. Measuring Economic Policy Uncertainty [J]. The Quarterly Journal of Economics, 2016, 131(4).
- [14] Brogaard, J., Detzel, A. The Asset-pricing Implications of Government Economic Policy Uncertainty [J]. Management Science, 2015, 61(1).
- [15] Head, K., Ries, J. Heterogeneity and the FDI versus Export Decision of Japanese Manufacturers [J]. Journal of the Japanese and International Economies, 2003, 17(4).
- [16] Hsieh, H. C., Boarelli, S., Vu, T. H. C. The Effects of Economic Policy Uncertainty on Outward Foreign Direct Investment [J]. International Review of Economics and Finance, 2019,(64).
- [17] Kim, H., Kung, H. The Asset Redeployability Channel: How Uncertainty Affects Corporate Investment [J]. Review of Financial Studies, 2017, 30(1).
- [18] Kirchner, S. State of Confusion: Economic Policy Uncertainty and International Trade and Investment [J]. Australian Economic Review, 2019, 52(2).
- [19] Nguyen, Q., Kim, T., Papanastassiou, M. Correction to: Policy Uncertainty, Derivatives Use, and Firm-level FDI [J]. Journal of International Business Studies, 2018, 49(2).
- [20] Stockhammar, P., Österholm, P. Effects of US Policy Uncertainty on Swedish GDP Growth [J]. Empirical Economics, 2016, 50(2).

Economic Policy Uncertainty of the U.S. and the Location Choice of OFDI for Chinese Enterprises

WANG Jianxin LI Ping YANG Chen

Abstract: As global economic policy uncertainty continues to rise and Chinese companies keep going global, it is of more practical significance to explore the impact of economic policy uncertainty on the location choice of Chinese enterprises' overseas investment. This article uses the industrial and enterprise database to match the Ministry of Commerce's business directory and other databases, and uses economic policy uncertainty index constructed by Baker et al.(2016) to measure the economic policy uncertainty of America. The study finds that: first, the U.S. economic policy uncertainty has a deterrent effect on Chinese companies' choice of foreign investment locations: One is that enterprises have a depressing effect on the U.S. investment. The other is that it has a negative effect on Chinese companies' investment in other regions, that is, there is a "third place hindering effect". Second, we examine the influence mechanism of the company's operating experience and market power from the perspective of the company's microcosm. Research shows that the negative influence of the U.S. economic policy uncertainty on foreign investment is more obvious among the enterprises with more operation experience, while the influence of the enterprises with stronger market power is less. The research of this paper provides a theoretical basis for the government to formulate corresponding policies.

Keywords: economic policy uncertainty; location choice of OFDI; micro mechanism

(责任编辑: 张建华)