



国际经贸探索
International Economics and Trade Research
ISSN 1002-0594, CN 44-1302/F

《国际经贸探索》网络首发论文

题目：跨境融资宏观审慎管理的有效性研究——基于中国企业外币借款的视角
作者：潘松李江，张明
DOI：10.13687/j.cnki.gjjmts.20250328.001
收稿日期：2024-10-27
网络首发日期：2025-03-31
引用格式：潘松李江，张明. 跨境融资宏观审慎管理的有效性研究——基于中国企业外币借款的视角[J/OL]. 国际经贸探索.
<https://doi.org/10.13687/j.cnki.gjjmts.20250328.001>



网络首发：在编辑部工作流程中，稿件从录用到出版要经历录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿等阶段。录用定稿指内容已经确定，且通过同行评议、主编终审同意刊用的稿件。排版定稿指录用定稿按照期刊特定版式（包括网络呈现版式）排版后的稿件，可暂不确定出版年、卷、期和页码。整期汇编定稿指出版年、卷、期、页码均已确定的印刷或数字出版的整期汇编稿件。录用定稿网络首发稿件内容必须符合《出版管理条例》和《期刊出版管理规定》的有关规定；学术研究成果具有创新性、科学性和先进性，符合编辑部对刊文的录用要求，不存在学术不端行为及其他侵权行为；稿件内容应基本符合国家有关书刊编辑、出版的技术标准，正确使用和统一规范语言文字、符号、数字、外文字母、法定计量单位及地图标注等。为确保录用定稿网络首发的严肃性，录用定稿一经发布，不得修改论文题目、作者、机构名称和学术内容，只可基于编辑规范进行少量文字的修改。

出版确认：纸质期刊编辑部通过与《中国学术期刊（光盘版）》电子杂志社有限公司签约，在《中国学术期刊（网络版）》出版传播平台上创办与纸质期刊内容一致的网络版，以单篇或整期出版形式，在印刷出版之前刊发论文的录用定稿、排版定稿、整期汇编定稿。因为《中国学术期刊（网络版）》是国家新闻出版广电总局批准的网络连续型出版物（ISSN 2096-4188，CN 11-6037/Z），所以签约期刊的网络版上网络首发论文视为正式出版。

跨境融资宏观审慎管理的有效性研究

——基于中国企业外币借款的视角

潘松李江, 张 明

摘 要: 全口径跨境融资宏观审慎管理是中国特色外汇宏观审慎政策的重要尝试。文章基于中国沪深两市三千余家上市企业的微观面板数据, 实证检验了全口径跨境融资宏观审慎管理在促进中国企业外币借款的同时防范风险的有效性, 具体研究结论如下。第一, 放松跨境融资管理能够有效促进企业外币借款, 而对人民币借款则没有显著影响; 第二, 企业的外币借款受其上市板块、所有制性质及国际化水平等因素的影响; 第三, 融资成本渠道和流动性约束渠道是影响企业在跨境融资宏观审慎管理放松后增加外币借款的主要渠道。基于研究结论, 文章提出要进一步优化跨境融资宏观审慎管理, 强化差异化的融资政策, 并注重跨境融资中的风险管理。

关键词: 跨境融资; 宏观审慎管理; 外币借款; 外汇宏观审慎政策

中图分类号: F832.6

文献标识码: A

文章编号: 1002-0594 (2025) 04-0091-16

一、引言

坚持金融高水平开放与牢牢守住不发生系统性金融风险的底线是中国金融工作需要处理的主要矛盾。2023年10月召开的首次中央金融工作会议指出, 要“着力推进金融高水平开放”, “坚持‘引进来’和‘走出去’并重”, “提升跨境投融资便利化”, 同时又要“全面加强金融监管, 有效防范化解金融风险”, “统筹发展和安全, 牢牢守住不发生系统性金融风险的底线”。

全口径跨境融资宏观审慎管理(以下简称跨境融资管理)是中国在金融渐进式开放进程中形成的、具有中国特色的跨境资本流动宏观审慎政策。跨境融资管理旨在便利境内企业借用境外资金、降低实体经济融资成本, 同时又可以根据宏观经济热度、整体偿债能力和国际收支状况进行动态调整, 以控制杠杆率和货币错配风险。

跨境融资管理源于上海自由贸易区试验区的金融改革实践。2014年2月20日,

收稿日期: 2024-10-27

基金项目: 国家资助博士后研究人员计划(GZC20240040); 国家自然科学基金青年项目(72403246); 中国社会科学院学科建设“登峰战略”资助计划(DF2023YS28)

作者简介: 潘松李江(1994-), 四川南充人, 北京大学国家发展研究院博士后、助理研究员, 研究方向为国际金融; 张明(1977-), 四川南充人, 中国社会科学院金融研究所、中国社会科学院国家金融与发展实验室研究员, 研究方向为国际金融与中国宏观经济。

感谢匿名审稿专家提出的修改建议, 文责自负。

中国人民银行上海总部印发文件, 鼓励区内金融机构和企业从境外借用人民币资金, 并通过宏观审慎政策参数对区内企业借用境外人民币资金规模的上限进行灵活调整^①。2015年2月12日, 正式确立自贸区模式的宏观审慎管理模式, 采用境外融资杠杆率、风险转换因子和宏观审慎调节参数的方式进行管理^②。在上海自贸区的经验基础上, 2016年1月22日, 中国人民银行发文将试点范围扩大到27家金融机构和注册在四个自贸区的企业^③。同年4月29日, 全口径跨境融资宏观审慎政策推广至全国范围。

跨境融资管理规定跨境融资的风险加权余额不得超过特定上限。其中, 风险加权余额由期限风险转换因子、类别风险转换因子和汇率风险折算因子共同调控, 其上限由跨境融资杠杆率和宏观审慎调节参数共同调控。中国人民银行通过逆周期措施进行调控, 总量调控措施包括调整跨境融资杠杆率和宏观审慎调节参数, 结构调节措施包括调整期限风险、类别风险和汇率风险在内的各类风险转换因子^④。在该政策推广至全国后, 中国人民银行放松了5次, 收紧了2次(表1)。

通过调整跨境融资杠杆率和宏观审慎调节参数, 金融机构和企业的跨境融资会发生变化。但已有文献鲜有直接考察跨境融资管理对金融机构和企业跨境融资的影响, 而是重点关注跨境融资管理对跨境资本流动的影响, 发现全口径跨境融资宏观审慎政策对短期资本流动具有一定的影响(苗文龙, 2021), 对资本项下跨境资金流动的调节效果最明显(肖文, 2019), 也有文献认为跨境融资管理使得商业银行系统性风险显著降低(谢贤君、郁俊莉, 2023)。

跨境融资管理旨在通过实现促进和管理企业及金融机构的跨境融资这一操作目标, 实现抑制资本流入金融风险这一中介目标, 并最终达到抑制国内系统性金融风险的最终目标。虽然目前并没有文献直接考察该政策促进和管理跨境融资这一操作目标的有效性, 但部分文献从企业外币债务的角度讨论了企业采用外币债务融资的动因及其经济后果。从宏观层面看, 资本项目渐进开放是企业增加外币债务融资的重要因素, 特别是关于资本市场和货币市场的管制放宽(罗用文、王潇, 2022), 汇率政策不确定性也会使企业外币贷款增加(孟为、姜国华, 2023)。从微观层面看, 企业外币债务融资能够降低融资成本(罗用文、王潇, 2022), 也有助于企业对冲外币收入或持有外币资产带来的汇率风险敞口(郭飞等, 2018; Bae et al., 2020; 原盼盼、郭飞, 2020), 还能够促进企业创新(原盼盼等, 2022), 给企业带来价值溢价(谢非、方璐, 2018)。不过, 企业采用外币债务融资也可能产生新的货币错配风险(Bruno & Shin, 2020; 罗用文、王潇, 2022), 还会在一定程度上造成上本国产出和物价的波动(兰晓梅等, 2022)。

在宏观经济承压, 特别是汇率单边压力加大时, 跨境融资管理也会作为汇率政策启用, 通过管理跨境资本流入, 从而稳定人民币汇率。已有文献在一揽子政策中考察了跨境融资管理的效果。曹春玉(2023)建立了动态随机一般均衡模型, 认为包括跨境融资规模在内的一系列宏观审慎政策搭配可以缓解金融中介跨境融资流入

表 1 全口径跨境融资宏观审慎管理的历次调整

生效日	背景	调整内容
2017.01.11	为进一步扩大企业和金融机构跨境融资空间,便利境内机构充分利用境外低成本资金,降低实体经济融资成本	将企业跨境融资杠杆率由 1 倍提高至 2 倍
2020.03.11	通过便利境内机构跨境融资来扩大利用外资,从而降低实体经济融资成本	将宏观审慎调节参数由 1 上调至 1.25
2020.12.11	通过引导金融机构调节外汇资产负债结构从而完善全口径跨境融资宏观审慎管理	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
2021.01.07	加快实现跨境资金双向均衡流动	将企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
2021.05.25	资本项下的便利化政策	将资本小于 1000 亿元人民币的银行类金融机构(含外国银行境内分行)的跨境融资杠杆率从 0.8 上调至 2,并给予其中每家银行 100 亿元人民币的初始融资额度
2022.10.25	通过引导企业和金融机构跨境融资以优化其资产负债结构,从而完善全口径跨境融资宏观审慎管理	将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25
2023.07.20	为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理,继续增加企业和金融机构跨境资金来源,引导其优化资产负债结构	将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 上调至 1.5

资料来源:作者根据中国人民银行、国家外汇管理局与中国人民银行上海总部发布的相关文件整理。

造成的汇率升值及实体杠杆波动。此外,也有文献考察了跨境融资管理应对外部不利冲击的有效性,认为跨境融资宏观审慎管理政策能缓冲外部不利冲击对中国实体经济的溢出效应(陆磊等,2022)。

从上述文献可以发现,跨境融资管理已经在中国政策实践中发挥了积极作用,境外发债和外币借款已成为中国企业融资的常用途径(孟为、姜国华,2023),跨境融资管理也是中国汇率政策工具箱的重要组成。但是,目前关于跨境融资宏观审慎管理有效性评估的文献仍较为稀缺,且存在以下三个方面的不足。第一,现有研究多集中于宏观层面的资本流动总量或系统性金融风险调控(黄赛男等,2023),较少关注政策如何作用于跨境融资的微观结构,尤其是企业层面的跨境融资行为。第二,现有研究多依赖宏观数据或跨国面板数据(Cerutti et al., 2017),缺乏基于企业微观数据的深入分析,这使得它们难以捕捉政策如何通过异质性渠道影响企业跨境融资行为。第三,现有文献对发展中国家的跨境融资政策研究相对有限,尤其是对中国特有的政策工具的研究尚不充分,许多国际研究更倾向于关注发达经济体的资本流动与金融稳定问题(Kim & Lee, 2017),忽视了中国独特的金融政策环境。

因此,本文采用中国上市公司的微观面板数据,实证检验了跨境融资管理在促进中国企业外币借款和管理金融风险的有效性。本文研究发现,跨境融资管理放松后,中国企业的外币借款显著增加,融资成本渠道和流动性约束渠道在其中发挥重要作用。本文检验了跨境融资管理的有效性,丰富了中国特色外汇宏观审慎政策有

效性评估的相关研究, 并且为跨境融资管理的实施和完善提供了有益参考。

二、理论分析与研究假说

借鉴 Ahnert et al. (2021) 的分析框架, 本文在图 1 基础上进行跨国资金流动理论分析。为了简化, 模型中金融部门只考虑银行, 没有考虑非银行金融机构, 非金融部门只考虑企业, 并且省略了家庭部门。因此, 图 1 的模型框架包含国内 (非金融) 企业部门、国内银行部门、国际银行部门和国际债券市场四个部门。

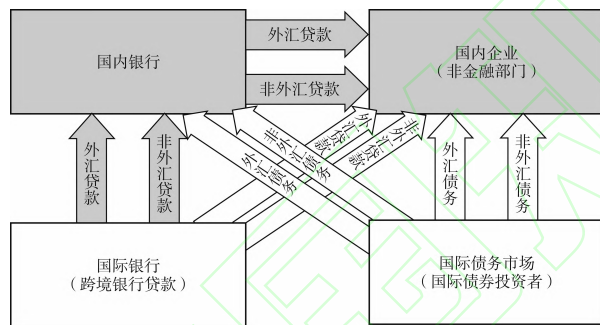


图1 跨境融资逻辑分析图

注：深色方框代表资金需求方（国内银行和国内企业），空白方框代表资金供给方（国际银行和国际债券市场）。箭头是全方位跨境融资宏观审慎管理放松时的预期效果，深色表示跨境借款预计增加，不在本文分析的渠道为白色。

跨国资金需求方是国内（非金融）企业部门和国内银行部门，不过最终需求方只有国内（非金融）企业部门。跨国资金供给方是国际银行部门和国际债券市场，国内银行部门也充当金融中介。所有跨国资金（对本国来说）分为本币和外币。

国际银行部门和国际债券市场是跨国资金的供给方。国际银行部门通过吸收存款等方式融入资金，然后通过银行贷款的方式将资金贷给国内银行部门（主要）或者直接贷给国内（非金融）企业部门（次要）。有实力的国内（非金融）企业部门也可以直接在国际债券市场发行债券融资，国内银行也可以发行国际债券融资。

国内银行部门作为国内外资金的中介机构，通过外币融资在内的“非核心”负债融入资金。在外部条件有利的情况下，国际融资成本较低，此时国内银行通过两种渠道融入资金。一方面，通过跨境银行间贷款取得境外融资，这是主要渠道。另一方面，通过国际债券市场融入资金，这对国内银行来说不太常见。国内银行取得的跨境借款有助于其进一步扩大信贷空间，发挥金融中介的作用，将融入的本外币跨国资金贷给国内（非金融）企业部门（张原劼、施建淮，2020）。鉴于国内（非金融）企业部门是资金的最终需求方，国内（非金融）企业的跨境融资主要以企业的银行外币借款形式体现，所以本文研究跨境融资管理对企业的银行借款的影响。

跨境融资管理实施后，预计企业跨境外币借款增加，跨境人民币借款增加。但跨境本外币借款的数据较零散，本文用企业银行借款进行分析。这是因为在中国金

融市场规则下, 企业进行跨境外币借款, 那么企业的银行外币借款必定增加。不过, 企业进行跨境人民币借款, 却不一定能够反映到企业的银行人民币借款上去, 毕竟企业的跨境人民币借款只是企业人民币借款的极小部分。

一, 跨境融资管理的放松, 即风险加权余额上限的上升或风险加权余额的减少, 意味着国内 (非金融) 企业能够融入更多的跨境外币借款, 得出本文的假说 H_1 :

H_1 : 随着跨境融资管理的放松, 即跨境融资杠杆率、宏观审慎调节参数调升或风险转换因子调减后, 企业的外币借款增加。

二, 跨境融资管理的放松, 意味着国内 (非金融) 企业能够融入更多的跨境本币借款, 但国内 (非金融) 企业的人民币借款还包括国内人民币借款, 国内人民币借款可能增加也可能减少, 得出本文的假说 H_2 :

H_2 : 随着跨境融资管理的放松, 即跨境融资杠杆率、宏观审慎调节参数调升后, 企业的人民币借款的变化不确定。

三、变量定义与模型设定

(一) 变量定义、样本选择与描述性统计

1. 变量定义

(1) 被解释变量: 企业的银行借款。企业的银行借款包括外币借款和人民币借款, 数据均来源于 Wind。

①企业的外币借款。企业的外币借款是指企业以外币形式从银行部门获得的银行贷款。外币包括美元、欧元、日元、英镑和其他货币。企业的外币借款总额为外币短期借款与外币长期借款的总额。企业的外币借款 ($loan_fx$) 由企业的外币借款比企业总资产来衡量。本文同时考察企业的外币长期借款和外币短期借款。企业的外币长期借款 ($loan_long_fx$) 和外币短期借款 ($loan_short_fx$) 分别由企业的外币长 (短) 期借款比企业总资产来衡量。

②企业的人民币借款。企业的人民币借款是指企业以本币人民币形式从银行部门获得的银行贷款。企业的人民币借款总额为人民币长期借款与人民币短期借款的总额。企业的人民币借款 ($loan_rmb$) 由企业的人民币借款比企业总资产来衡量。本文同时考察企业的人民币长期借款和人民币短期借款。企业的人民币长期借款 ($loan_long_rmb$) 和人民币短期借款 ($loan_short_rmb$) 分别由企业的人民币长 (短) 期借款比企业总资产来衡量。

(2) 解释变量: 跨境融资宏观审慎管理。跨境融资宏观审慎管理有事件度量和强度度量两种方式, 本文在基准回归中采用事件度量, 在稳健性检验中补充强度度量。数据来自手工整理。

①跨境融资宏观审慎管理事件 (2010~2023 年)。跨境融资宏观审慎管理事件 (mpp_TL) 为虚拟变量, 当跨境融资宏观审慎管理放松时取值为 “+1”, 收紧时取值为 “-1”, 其他情况取值为 “0”。

全口径跨境融资管理最开始于上海自贸区实施, 2014 年 2 月, 上海自贸区开始探索境外融资模式, 2015 年 2 月, 开始试点跨境融资管理, 因此对上述两个时期注册地在上海自贸区企业的 mpp_TL 取值为 “+1”。全国范围的全口径跨境融资管理于 2016 年开始实施。2016 年 4 月, 开始实施跨境融资管理, 旨在扩大跨境融资, mpp_TL 取值为 “+1”。2017 年 1 月, 调高企业的跨境融资杠杆率, 管理放松, 取值为 “+1”。2020 年 3 月, 宏观审慎调节参数调升, 管理放松, 取值为 “+1”。2021 年 1 月, 宏观审慎调节参数相继降低, 管理收紧, 取值为 “-1”。2022 年 10 月, 宏观审慎调节参数上调, 管理放松, 取值为 “+1”。

②跨境融资宏观审慎管理强度 (2016~2023 年)。借鉴 Alam et al. (2024) 对贷款价值比强度变量的度量方式, 本文的跨境融资宏观审慎管理强度 ($mpp_intensity$) 为连续型变量, 通过宏观审慎管理系数和跨境融资杠杆率来衡量强度, 当跨境融资管理放松时取值上升, 收紧时取值下降。

2016 年 4 月, 开始实施跨境融资管理, 此时杠杆率为 1, 宏观审慎调节参数为 1, 根据风险加权余额上限的计算公式, 此时的 $mpp_intensity$ 设定为 “1”。2017 年 1 月, 企业的跨境融资杠杆率上调为 2, 管理放松, 取值为 “2”。2020 年 3 月, 宏观审慎调节参数上调为 1.25, 管理放松, 取值为 “2.5”。2021 年 1 月, 宏观审慎调节参数下调为 1, 管理收紧, 此时取值为 “2”。2022 年 10 月, 宏观审慎调节参数上调为 1.25, 管理放松, 此时取值为 “2.5”。

(3) 控制变量。本文在模型构建中控制了一系列可能影响企业借款的变量, 包括企业基本情况、企业绩效、企业债务和企业治理结构等方面, 相关变量的选择参考了国内外研究 (Bae et al., 2020; 原盼盼 等, 2022; 孟为、姜国华, 2023)。其中, 企业规模 ($size$) 为期末企业总资产的自然对数。产权性质 ($property_rights$) 为虚拟变量, 国有产权性质企业赋值为 1, 否则为 0。经营年度 (ln_age) 为公司成立年数的自然对数。净资产收益率 (roe) 为企业净利润占股东权益余额的比例。企业相对价值 ($tobin_Q1$) 为企业的市值比上企业总资产。经营波动性 ($profits_vol$) 是企业过去三期的 ROA 变化的标准差。资产负债率 ($leverage$) 是企业期末负债总额比企业期末资产总额。股权集中度 ($shrcr1$) 用第一大股东持股比例来表示。两职合一 ($dual$) 为虚拟变量, 董事长和总经理由同一人担任时取 1, 反之为 0。数据均来自于国泰安数据库 (CSMAR)。

2. 样本选择

本文选用沪深两地上市企业作为分析样本。为了充分利用数据信息, 本文的数据频率为半年度, 时间范围涵盖 2010 年 1 月至 2023 年 6 月。在此基础上, 本文进行了以下处理。(1) 排除银行和非银行金融机构; (2) 排除处于 ST、*ST 和 PT 等状态的上市企业, 只保留正常上市的企业; (3) 排除资不抵债和上市不满 1 年的上市公司; (4) 对连续型变量进行前后 1% 水平上的缩尾处理, 以减少异常值的影响。

3. 描述性统计

本文的描述性统计见表 2。可以发现, 中国上市企业外币借款占企业总资产比

例的均值为 1.139%, 其中外币短期借款的占比略高于外币长期借款。中国上市企业人民币借款占企业总资产比例的均值达到 20.38%, 远高于外币借款, 其中人民币短期借款的占比同样略高于人民币长期借款。

(二) 计量模型设定

本文实证模型如下:

$$Loan_{it} = \alpha + \beta_1 FXMPP_{it} + \gamma' Controls_{it} + \delta_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

式(1)中, $Loan_{it}$ 代表企业银行借款, 根据具体问题分别考察企业外币借款和人民币借款。 $FXMPP_{it}$ 代表跨境融资管理, 在基准回归中用跨境融资管理事件来度量, 在稳健性检验中用强度来度量。 $Controls_{it}$ 代表一系列可能影响企业银行借款的控制变量。 δ_i 和 δ_t 分别表示个体固定效应和时间固定效应。 ε_{it} 表示随机扰动项。

表2 描述性统计

变量	中文名	类型	观测值	均值	最小值	最大值	标准差
loan_fx	外币借款	连续型	38136	1.139	0	19.310	3.129
loan_long_fx	外币长期借款	连续型	41596	0.452	0	12.290	1.743
loan_short_fx	外币短期借款	连续型	56234	0.530	0	10.800	1.708
loan_rmb	人民币借款	连续型	38136	20.380	0.352	61.770	13.120
loan_long_rmb	人民币长期借款	连续型	41596	8.846	0	47.730	9.833
loan_short_rmb	人民币短期借款	连续型	56234	10.600	0	44.090	9.387
size	企业规模	连续型	72948	8.292	5.545	12.410	1.327
roe	净资产收益率	连续型	81886	0.066	-0.483	0.378	0.101
leverage	资产负债率	连续型	81900	0.407	0.050	0.931	0.201
shrcr1	股权集中度	连续型	72090	34.540	8.480	74.660	14.900
ln_age	经营年度	连续型	73948	2.829	1.609	3.497	0.370
property_rights	产权性质	0-1	72362	0.344	0	1	0.475
dual	两职合一	0-1	72990	0.301	0	1	0.459
profits_vol	经营波动性	连续型	73900	0.035	0.001	0.339	0.045
tobin_Q1	企业相对价值	连续型	70172	2.031	0.846	9.146	1.300

四、实证分析结果

(一) 基准回归结果

1. 中国企业银行借款

表3列(1)~列(3)报告了跨境融资管理事件对中国企业银行外币借款的影响。列(1)是只控制了时间固定效应的回归结果, 其中跨境融资管理事件与外币借款之间正显著相关, 意味着跨境融资管理放松后, 企业外币借款增加, 促进跨境融资的政策目的有效, 同样意味着跨境融资管理收紧后, 企业外币借款减少, 防范风险的政策目的同样有效。列(2)和列(3)陆续加入了个体固定效应和可能影响企业借款的控制变量, 依然得到两者之间正显著相关的结论。假说 H₁得到验证。

表 3 企业银行借款基准回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	外币借款	外币借款	外币借款	人民币借款	人民币借款	人民币借款
跨境融资管理事件	0.6967 *** (0.2422)	0.3336 * (0.1884)	0.4281 ** (0.1932)	-2.1665 ** (1.0965)	0.4262 (0.7246)	0.3281 (0.6380)
企业规模			0.2765 *** (0.0353)			-0.4543 *** (0.1352)
净资产收益率			-0.2512 (0.1530)			-4.6264 *** (0.5509)
资产负债率			2.1156 *** (0.1440)			48.8442 *** (0.5018)
股权集中度			-0.0023 (0.0021)			0.0211 *** (0.0079)
经营年度			0.0641 (0.2106)			-1.0963 * (0.6464)
产权性质			-0.1729 * (0.0913)			-0.8199 *** (0.2863)
两职合一			0.0517 (0.0439)			-0.4267 *** (0.1312)
经营波动性			-0.6237 (0.4001)			-7.2274 *** (1.3017)
企业相对价值			-0.0647 *** (0.0198)			-0.3782 *** (0.0534)
常数项	0.8145 *** (0.1036)	0.8415 *** (0.0782)	-2.3318 *** (0.5798)	26.0142 *** (0.5067)	23.8149 *** (0.3610)	6.0877 *** (1.8811)
时间固定效应	YES	YES	YES	YES	YES	YES
个体固定效应		YES	YES		YES	YES
公司数量	3254	3254	3181	3254	3254	3181
样本观测值	40863	40863	38393	40864	40864	38394
R-squared	0.0159	0.5067	0.5194	0.0337	0.6953	0.8040

注: 括号中为标准误; ***, **, * 分别表示在 1%、5% 和 10% 水平下显著。下同。

这一现象可能与融资成本和流动性约束的下降有关。融资成本和流动性约束是影响企业融资决策的重要因素 (Aizenman & Jinjark, 2009), 而政策放松的影响往往通过这两个渠道间接作用于企业的借款行为。跨境融资管理放松可能通过降低融资成本, 尤其是外币借款成本, 间接促进企业借款行为。此外, 放松管理还可能通过缓解企业的流动性约束, 使其更容易获得所需的资金, 从而增加外币借款的需求。

本文同时考察跨境融资管理事件对中国企业银行人民币借款的可能影响。表 3 的列 (4) 是只控制了时间固定效应的回归结果, 其中跨境融资管理事件与企业人民币借款之间负显著相关。列 (5) 和 (6) 陆续加入了个体固定效应和可能影响企业借款的控制变量, 两者的关系变为不显著。检验假说 H₂ 发现跨境融资管理事件对企业人民币借款没有显著影响。这可能反映了国内融资市场的结构性特点。根据

Chen et al. (2017) 的研究, 人民币市场的融资成本和贷款期限在短期内受到严格的宏观审慎管理和政策约束, 因此跨境融资管理的放松对人民币融资市场的影响有限。此外, 由于人民币在国际市场上的流动性相对较低, 企业在跨境融资管理放松后会更倾向于选择外币融资。

从主要控制变量来看, 企业规模越大, 资产负债率越高, 企业的外币借款越多, 企业产权性质为国企、托宾 Q 值越高, 企业的外币借款越少。同时, 企业资产负债率越高, 股权集中度越高, 企业的人民币借款越多, 企业规模越大、净资产收益率越高、经营年度越高、产权性质为国企、两职合一、经营波动性高、托宾 Q 值越高, 企业的人民币借款越少。控制变量的结果与预期基本一致。

2. 中国企业银行借款期限

表 4 展示了跨境融资管理事件对不同期限企业借款影响的结果。列 (1) 显示跨境融资管理放松后, 企业的外币长期借款显著增加。列 (2) 显示跨境融资管理放松后, 企业的外币短期借款也显著增加了。从列 (3) 和列 (4) 考察跨境融资管理对人民币长期和短期借款的影响, 可以发现均无显著影响。

这一结果也可能与融资成本和流动性约束相关。一方面, 放松跨境融资管理可能降低了外币融资成本, 尤其是长期借款。另一方面, 放松管理可能缓解了企业的流动性约束, 特别是短期资金。

表 4 区分不同期限的企业借款

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外币长期借款	外币短期借款	人民币长期借款	人民币短期借款
跨境融资管理事件	0.4227** (0.1791)	0.1929* (0.0995)	0.4334 (0.5261)	-0.1196 (0.3921)
控制变量	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES
公司数量	2993	3659	3429	4071
样本观测值	33775	45816	43805	58305
R-squared	0.0666	0.4673	0.7391	0.7223

(二) 机制分析

接下来, 本文深入探讨跨境融资管理对企业外币借款的潜在影响机制, 分析了融资成本渠道和流动性约束渠道两个主要的传导渠道。一方面, 跨境融资管理放松后, 资本流动的管制减少, 企业能够以更低的成本获得外币融资。理论上, 放松管制意味着企业能够获得更有利的融资条件, 如更低利率和更长融资期限, 这降低了企业的资本成本。相关文献表明, 跨境融资政策放松通常会带来融资成本的下降 (Chui, 2014)。因此, 企业更倾向于选择外币借款, 特别是外币长期借款, 以实现资本成本最小化, 从而进一步促进外币借款的增长。

表 5 机制分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外币借款期限	平均资本成本	流动比率	现金持有比率
跨境融资管理事件	0.2352 *** (0.0589)	-1.0713 *** (0.0414)	0.9252 *** (0.1031)	0.0341 *** (0.0056)
控制变量	YES	YES	YES	YES
个体固定效应	YES	YES	YES	YES
时间固定效应	YES	YES	YES	YES
公司数量	1450	4265	4265	4265
样本观测值	9833	71840	71846	71846
R-squared	0.5902	0.6751	0.7544	0.6392

表 5 的实证结果表明,随着跨境融资政策的放松,企业的融资成本大幅下降,跨境融资管理政策通过融资成本渠道影响了企业的借款决策。列(1)表明,企业在政策放松后更倾向于选择长期外币借款,而列(2)中企业的加权平均资本成本(WACC)的显著减少,表明融资渠道的多样化和外币借款的增加帮助企业降低了资本成本。这两个变化反映了政策放松后,跨境融资的便利化使得企业能够以更低成本进行融资,尤其是外币融资的吸引力大大增强。

另一方面,跨境融资管理放松增强了企业的融资灵活性,尤其是企业能够更容易接触外部资本市场,获取流动性支持。根据融资约束理论,企业往往受到融资限制,尤其是在外币市场上。跨境融资政策放松意味着企业可以更自由地在国际资本市场筹资,缓解资金短缺问题,提高流动性,减少融资压力。

表 5 的列(3)和列(4)的结果表明,跨境融资政策的放松使得企业的流动性状况得到了显著改善。具体表现为企业的流动比率和现金持有比率均有所上升,这表明企业在融资便利化的背景下,能够获得更多的外币借款,从而增强了财务上的灵活性和偿债能力。企业通过跨境融资增加现金储备,有效缓解了短期流动性压力,提升了整体财务稳健性。

(三) 异质性分析

1. 企业上市板块和所有制类型

表 6 展示了跨境融资管理事件对不同上市板块和所有制类型企业影响的结果,所有回归结果均包含控制变量并且控制了双向固定效应。列(1)~列(3)分别是在上交所主板、深交所主板和深交所创业板上市的企业子样本的回归结果。从列(1)的上交所主板上市子样本可以发现,跨境融资管理放松后,企业的外币借款显著增加。而列(2)和列(3)的深交所主板和深交所创业板子样本中,跨境融资管理事件的系数不显著。组间系数差异检验也表明,上交所主板和深交所主板及创业板之间存在显著的系数差异。这可能是因为上交所主板上市企业以大盘股为主,相对来说对国际业务更多,企业的跨境融资需求也更加旺盛。

表 6 区分企业上市板块和所有制类型

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	外币借款				
	上交所主板	深交所主板	深交所创业板	外资	民营
跨境融资管理事件	0.5678 ** (0.2227)	-1.3218 (0.8369)	0.2105 (0.5440)	-0.5650 (0.9166)	1.0802 *** (0.4175)
公司数量	1175	1038	691	196	1942
样本观测值	16204	12986	5824	2008	19150
R-squared	0.5128	0.5333	0.5341	0.5841	0.5117
组间系数差异检验	(1)&(2)	(2)&(3)	(3)&(1)	(4)&(5)	
p 值	0.0051	0.4161	0.0139	0.0993	

注：组间系数差异检验采用似无相关检验（suest）。下同。

列（4）和列（5）分别是对外资控股和民营企业子样本的回归结果。可以发现，外资控股企业子样本中跨境融资管理事件不显著，而民营企业子样本中回归结果显著。组间系数差异检验也表明，外资企业和民营企业之间存在基本显著的系数差异。这可能是因为外资控股企业已经依托各种渠道的跨境融资来源，所以跨境融资管理事件对外资控股企业影响不显著，而民企相对来说融资渠道受限，在跨境融资管理放松后，更倾向于尝试利用境外资金。

2. 海外关系

表 7 展示了上市企业海外业务的作用。海外子公司和高管海外经历均为虚拟变量，企业拥有海外子公司或高管具有海外经历时赋值为 1，否则为 0。数据来源于国泰安数据库（CSMAR）。

列（1）和列（2）关注企业有无海外子公司的影响，可以发现，跨境融资管理放松后，有海外子公司的上市企业的外币借款显著增加，而没有海外子公司的上市企业的外币借款没有显著变化。组间系数差异检验也表明两组企业之间存在基本显著的系数差异。这一方面可能是因为海外子公司的上市企业更有使用外币的国际业务需要，另一方面也可能是因为这些企业有更多的海外信息来源。

表 7 海外关系的作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外币借款			
	有海外子公司	无海外子公司	高管有海外经历	高管无海外经历
跨境融资管理事件	1.3068 ** (0.5801)	-0.1033 (0.3874)	0.6300 ** (0.2637)	-0.2160 (0.2851)
公司数量	1165	743	2361	1885
样本观测值	10923	5150	21016	14783
R-squared	0.5339	0.6015	0.5406	0.5900
组间系数差异检验	(1)&(2)		(3)&(4)	
p 值	0.1093		0.0992	

列(3)和列(4)关注企业高管有无海外经历的影响,可以发现,跨境融资管理放松后,高管有海外经历的上市企业的外币借款显著增加,而没有海外经历的上市企业的外币借款没有显著变化。组间系数差异检验也表明两组企业之间存在基本显著的系数差异。这可能是因为高管有海外经历更有可能利用跨境融资这一渠道。

3. 金融资源

表8展示了上市企业金融资源的作用。企业持有银行股权和企业持有金融机构股份均为虚拟变量,持有赋值为1,否则为0。数据来源于国泰安数据库(CSMAR)。

列(1)和列(2)关注企业持有银行股份(银企关系)的影响,可以发现,跨境融资管理放松后,没有银企关系的上市企业的外币借款显著增加,而有银企关系的上市企业的外币借款没有显著变化。该结果貌似不符合直觉,但是,考虑到有银企关系的上市企业本来就拥有丰富的资金,而且可能能够以更优惠的价格获取本币借款,所以跨境融资对这类企业的吸引力不大。反观没有银企关系的上市企业,在跨境融资管理放松后,他们能够有更多的渠道获取资金,缓解了融资约束,所以这部分子样本的回归结果是显著的。同样,列(3)和列(4)对企业有无金融机构股份的回归结果同样支持上述判断。不过,组间系数差异检验表明,具有金融资源和缺乏金融资源的两组样本之间的系数差异不显著。

表8 金融资源的作用

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外币借款			
	有银行股权	无银行股权	有金融机构股权	无金融机构股权
跨境融资管理事件	0.2663 (0.4110)	0.5170 ** (0.2180)	0.5416 (0.4130)	0.4155 * (0.2330)
公司数量	428	3161	352	3086
样本观测值	3036	35357	2504	33295
R-squared	0.5839	0.5437	0.6586	0.5359
组间系数差异检验	(1)&(2)		(3)&(4)	
p 值	0.6813		0.8342	

(四) 稳健性检验

接下来对本文的回归结果进行稳健性检验。本文采用四种方式进行稳健性检验,具体如下。一是排除异常值,包括排除新冠疫情的影响和排除借款值为0的异常值两种;二是更换数据频率,采用年度数据进行回归;三是更换核心解释变量的度量方法,采用跨境融资管理的强度;四是考虑内生性问题,采用工具变量法2SLS估计缓解内生性。所有回归结果均控制了双向固定效应和控制变量。

1. 排除异常值和采用年度数据

表9展示了前两种稳健性检验的回归结果。第一种检验方式是排除新冠病毒感染疫情的影响,通过将2020年1月~2023年6月的数据排除得到子样本的回归结果。前两列显示排除了新冠病毒感染疫情影响后的回归结果依然稳健,跨境融资管

理事事件依然对企业的外币借款产生正显著影响, 对企业的人民币借款影响不显著。列(3)和列(4)分别报告了排除外币借款和人民币借款值为0的样本后的回归结果。在排除了外币借款0值的回归中, 跨境融资管理事件的系数值为正显著, 且值比基准回归更大。在排除了人民币借款0值的回归中, 跨境融资管理事件的系数值仍然不显著。列(5)和列(6)报告了采用年度数据进行稳健性检验的回归结果。采用年度数据得到的回归结果与采用半年度数据得到的回归结果基本一致。

表9 排除异常值和采用年度数据的稳健性检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	排除新冠疫情		排除借款值为0		年度数据	
	外币借款	人民币借款	外币借款	人民币借款	外币借款	人民币借款
跨境融资管理事件	0.3924 * (0.2121)	-0.0386 (0.5298)	0.8438 * (0.4868)	0.3281 (0.5302)	0.4194 ** (0.2117)	0.4688 (0.5887)
公司数量	2338	2338	1565	3181	3030	3030
样本观测值	23399	23399	11982	38394	17826	17826
R-squared	0.5379	0.8258	0.5990	0.8040	0.5201	0.8097

2. 采用政策强度指标

表10报告了采用跨境融资管理强度指标进行稳健性检验的回归结果。列(1)显示跨境融资管理的放松显著增加了企业的银行外币借款。列(3)和(4)显示企业的银行长期外币借款和短期外币借款同样显著增加, 均与基准回归结果一致。不过, 列(2)显示企业的银行人民币借款也有所增加, 虽然显著性不高。

表10 用政策强度指标的稳健性检验结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	外币借款	人民币借款	外币长期借款	外币短期借款
跨境融资管理强度	1.3575 *** (0.2411)	1.2141 * (0.7234)	0.3497 ** (0.1445)	0.7726 *** (0.1103)
公司数量	3186	3187	3315	3995
样本观测值	27538	27539	29968	39617
R-squared	0.6361	0.8464	0.5458	0.6000

3. 缓解内生性问题

本文采用工具变量法2SLS估计进行稳健性检验。本文为跨境融资管理事件找了四个工具变量, 分别是人民币兑美元汇率的波动率、中国的外汇储备、外商直接投资和证券资本流入, 这四个变量与跨境融资管理事件相关, 但与企业外币借款无直接关系。

表11报告了稳健性检验的回归结果, 所有检验均通过。列(1)显示跨境融资管理的放松显著增加了企业的银行外币借款。列(2)和列(3)显示企业的银行长期外币借款和短期外币借款同样显著增加。均与基准回归结果一致。

表 11 采用 2SLS 估计的工具变量法结果

变量	(1)	(3)	(5)
	外币借款	外币长期借款	外币短期借款
跨境融资管理事件	0.2938 *** (0.0689)	0.0789 ** (0.0393)	0.1845 *** (0.0355)
公司数量	3008	3150	3785
样本观测值	38220	41640	55597
R-squared	0.0060	0.0058	0.0028
弱工具变量检验 F 统计量	2480.32	2669.174	3428.059
不可识别检验 p 值	0.0000	0.0000	0.0000
内生性检验 p 值	0.0276	0.0474	0.0000
过度识别检验 p 值	0.0000	0.0000	0.0000

注: (1) 弱工具变量检验采用 Cragg-Donald Wald F 统计量; (2) 不可识别检验采用 Kleibergen-Paap rk LM 统计量; (3) 过度识别检验采用 Hansen J 统计量。

五、结论与政策建议

本文通过对中国沪深两市三千余家上市企业的微观面板数据进行实证分析,探讨了全口径跨境融资宏观审慎管理促进中国企业外币借款的同时防范风险的有效性,研究发现如下。首先,放松跨境融资管理能够有效促进企业外币借款,收紧跨境融资管理能够有效降低企业外币借款,而对人民币借款则没有显著影响。这一结论表明,中国现行的跨境融资管理政策,在支持跨境融资的同时,也发挥了调控风险的作用。其次,企业的外币借款受其上市板块、所有制性质及国际化水平等因素的影响。最后,本文进一步分析了跨境融资管理对企业外币借款的影响机制,发现这一影响主要通过融资成本渠道和流动性约束渠道得以实现。

未来加快构建双循环新发展格局要求充分利用国际国内两个市场、两种资源,这对中国来说就是要着力构建高水平开放型金融市场体系(郭卫军, 2025),在跨境融资管理方面意味着要不断优化目前以全口径跨境融资宏观审慎管理为主的跨境融资管理体系。

第一,进一步优化跨境融资宏观审慎管理,促进融资便利化。政策制定者应在维持金融稳定的基础上,适度放宽跨境融资管理,特别是对符合特定条件的企业。具体而言,针对具有国际化需求的高新技术企业及创新型企业,可以考虑进一步放宽跨境融资额度限制,推动其通过外币借款支持国际化发展。同时,政府可以加大对中小微企业的支持力度,探索更多便捷的跨境融资渠道和形式,以满足其融资需求,进一步促进经济的双循环发展。

第二,强化差异化的融资政策,支持不同市场主体的跨境融资需求。政府应根据企业的实际情况实施差异化的政策,针对不同所有制企业、行业及地域的特点,提供定制化的跨境融资支持。例如,可以为民营企业、成长性较强的企业及国际化水平较高的企业,提供更多的外币融资支持,以促进这些企业的全球竞争力提升。

第三, 注重跨境融资中的风险管理, 保持政策的动态灵活性。政府和监管机构应定期评估跨境融资管理的风险状况, 及时调整政策参数。例如, 可以针对外币借款比例和期限错配等潜在风险, 适时调整跨境融资的监管标准。此外, 应加强对跨境融资市场的监管, 确保金融稳定, 并加强对外币债务风险的监控。

(通信作者 潘松李江电子邮箱: pansong@pku.edu.cn)

注释:

- ① 中国人民银行上海总部,《中国人民银行上海总部关于支持中国(上海)自由贸易试验区扩大人民币跨境使用的通知》,2014-02-21.
- ② 中国人民银行上海总部,《中国(上海)自由贸易试验区分账核算业务境外融资与跨境资金流动宏观审慎管理实施细则(试行)》,2015-02-12.
- ③ 中国人民银行,《中国人民银行扩大全口径跨境融资宏观审慎管理试点》,2016-01-22.
- ④ 中国人民银行,《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》,2016-04-29.

参考文献:

- 曹春玉,2023. 跨境融资、杠杆波动与宏观审慎调节[J]. 金融评论(1):81-102+124.
- 郭飞,游绘新,郭慧敏,2018. 为什么使用外币债务?——中国上市公司的实证证据[J]. 金融研究(3):137-154.
- 郭卫军,2025. 金融市场开放与经济高质量发展——来自全球115个经济体的经验证据[J]. 国际经贸探索(1):52-68.
- 黄赛男,李佳雯,朱明杰,2023. 汇率双向大幅波动对银行跨境资本流动的非对称影响:宏观审慎政策的作用[J]. 国际金融研究(5):57-70.
- 兰晓梅,杨胜刚,陈百助,2022. 货币政策与宏观审慎政策协调对跨境资本流动的影响:基于商业银行跨境融资与企业外币借贷视角[J]. 世界经济研究(2):26-41+134-135.
- 陆磊,李力,冯业倩,等,2022. 跨境融资宏观审慎管理与外部输入性风险防范[J]. 经济研究(10):18-34.
- 罗用文,王潇,2022. 中国资本项目渐进开放对企业外币债务及经营的影响[J]. 计量经济学报(4):841-863.
- 孟为,姜国华,2023. 汇率政策不确定性与企业信贷融资:基于外币贷款视角[J]. 世界经济(3):31-62.
- 苗文龙,2021. 跨境资本流动宏观审慎监管框架与效果检验[J]. 当代财经(3):53-65.
- 肖文,2019. 跨境资本流动宏观审慎政策效应研究——来自资本项目跨境资金的经验证据[J]. 北方金融(10):43-48.
- 谢非,方璐,2018. 外币债务对企业价值的影响研究——基于我国非金融类上市公司面板数据[J]. 重庆理工大学学报(社会科学)(12):40-49.
- 谢贤君,郁俊莉,2023. 跨境融资宏观审慎管理与商业银行系统性风险[J]. 金融与经济(6):3-15.
- 原盼盼,丁竞男,卢爽,2022. 外币债务融资促进企业创新了吗?——来自中国上市公司的经验证据[J]. 现代财经(天津财经大学学报)(4):52-66.
- 原盼盼,郭飞,2020. 外币债务融资与企业外汇风险水平[J]. 现代财经(天津财经大学学报)(6):63-79.
- 张原劼,施建淮,2020. 银行业跨境资本流动对企业投资的影响[J]. 国际经贸探索(7):54.
- Ahnert T, Forbes K, Friedrich C, et al., 2021. Macroprudential FX regulations: shifting the snowbanks of FX vulnerability? [J]. Journal of Financial Economics, 140(1):145-174.
- Aizenman J, Jinjarak Y, 2009. The international reserve-holding and economic growth. Journal of International Money and Finance, 28(4):532-555.
- Alam Z, Alter A, Eiseman J, et al., 2024. Digging deeper—Evidence on the effects of macroprudential policies from a new database[J]. Journal of Money, Credit and Banking, forthcoming.
- Bae S C, Kim H S, Kwon T H, 2020. Foreign currency borrowing surrounding the global financial crisis: Evidence from Korea[J]. Journal of Business Finance & Accounting, 47(5-6):786-817.
- Bruno V, Shin H S, 2020. Currency depreciation and emerging market corporate distress[J]. Management Science, 66(5):1935-1961.

- Cerutti E, Claessens S, Laeven L, 2017. The use and effectiveness of macroprudential policies: New evidence[J]. *Journal of Financial Stability*, 28(2): 203–224.
- Chen X, Zha T, Zheng T, 2017. Monetary policy, financing constraints, and corporate investment: Evidence from China. *Journal of Corporate Finance*, 43: 30–55.
- Chui, A., 2014. Cross – border financing: Theory and evidence. *Journal of International Money and Finance*, 44: 1–18.
- Kim K, Lee J Y, 2017. Estimating the effects of FX – related macroprudential policies in Korea[J]. *International Review of Economics & Finance*, 50(7): 23–48.

Research on the Effectiveness of Macroprudential Management of Cross – border Financing: From the Perspective of Foreign Currency Borrowing by China’s Enterprises

PAN Songlijiang, ZHANG Ming

Abstract: The full – coverage macroprudential management of cross – border financing is an important attempt of macroprudential policy for foreign exchange with China’s characteristics. Based on micro panel data of more than 3000 listed companies in China’s Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange, this paper empirically examines the effectiveness of full – coverage macroprudential management of cross – border financing in promoting foreign currency borrowing by China’s enterprises while preventing risks. The research conclusions are as follows: firstly, relaxing cross – border financing management can effectively promote foreign currency borrowing by the enterprises, but has no significant impact on RMB borrowing; secondly, foreign currency borrowing by the enterprises is affected by the factors such as their listing board, ownership nature and internationalization level; thirdly, financing cost channel and liquidity constraint channel are the main channels through which the enterprises increase foreign currency borrowing after the relaxation of macroprudential management of cross – border financing. Based on the above conclusions, the paper proposes to further optimize macroprudential management of cross – border financing, strengthen differentiated financing policies and focus on risk management in cross – border financing.

Key words: cross – border financing; macroprudential management; foreign currency borrowing; macroprudential policy for foreign exchange

Recommended citation:

PAN S L J, ZHANG M, 2025. Research on the Effectiveness of Macroprudential Management of Cross – border Financing: From the Perspective of Foreign Currency Borrowing by China’s Enterprises[J]. *International Economics and Trade Research*, 41(4): 4–20.

(责任编辑 郑一爽)