

经济政策不确定性、企业对外直接投资与银行业系统性风险关系研究

贺思博

摘要:为探究经济政策不确定性下企业对外直接投资与银行业系统性风险的关系,文章基于我国30个省、直辖市、自治区(西藏及港澳台地区除外)2006—2019年的面板数据进行实证检验。结果表明:一是企业对外直接投资会提高银行业系统性风险发生的可能性。二是不同类型的经济政策不确定性对银行业系统性风险存在不同的影响效应。三是经济政策不确定性对“企业对外直接投资—银行业系统性风险”调节效应具有两面性。

关键词:企业对外直接投资;银行业系统性风险;经济政策不确定性

自我国提出“一带一路”倡议并于2015年发布《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》以来,我国企业“走出去”的步伐不断加快。为争得更多的市场份额和提供更好的金融服务,国内各中大型商业银行实施国际化战略的步伐也明显加快。截至2019年底,我国2.75万家企业共在境外设立了4.4万家对外直接投资企业,分布于全球188个国家与地区,对外直接投资存量达到2.2万亿美元。^①“一带一路”倡议在带来发展机遇的同时,也充满了挑战。自2018年以来,中美贸易战也对中国企业对外投资产生了巨大的负面影响。据商务部统计,我国企业对外直接投资收益从2012年至2017年都为负值。显然,银行作为融资最重要的提供者之一,一旦企业对外直接投资出现问题,会将风险传递到银行系统。2007年的美国

金融危机和之后的欧洲主权债务危机都表明,当存在的大量共同风险暴露时,个别金融机构的破产会引发系统内大量与之关联的其他机构破产,最终引发金融系统持续性的经济衰退,即系统性风险。

改革开放以来,中国逐渐从计划经济转变为以市场为主要资源配置方式的社会主义市场经济,但政府在经济中的作用仍然是显而易见的。当前,政府主要通过各种经济政策来实现干预经济的目的。由于政策出台前,银企很难准确预测未来政策的内容,因此银企决策时面临着经济政策的不确定性(Baker等,2016)。经济政策不确定性的存在会对企业行为、银行资产结构等诸多方面产生深刻影响。

党的十九大报告中将防范化解系统性金融风险列为三大攻坚战之首。显然,探求企业对外

直接投资与银行业系统性风险的关系,并厘清经济政策不确定性对两者之间的影响,不仅对新时期完善国家金融监管体系以及防范系统性金融风险具有重要的意义,同时也有助于为政策制定者采取配套政策措施以应对政策波动带来的影响提供参考建议。

一、理论基础与研究假设

1. 企业对外直接投资与银行业系统性风险

Huang and Wang(2016)研究发现,“一带一路”沿线国家的投资风险要远高于国内投资。同时,我国企业普遍缺乏对外投资经验,在生产经营管理方面面临一定的风险。因此,企业对外直接投资易出现亏损情况。周丽丽等(2014)认为,国内金融机构提供的金融支持有助于企业“走出去”,但盲目扩大金融发展规模却有可能导致银行风险累积。国内外学者也开展了大量的关于企业对银行业系统性风险影响的研究。余海宗等(2020)发现,企业嵌入信用担保网络是缓解融资约束的重要方式。但关联担保会降低保证人的ROA、托宾Q值和分红水平,进而影响银行的不良贷款水平(Berkman等,2009)。刘晓星和夏丹(2014)研究发现,随着银行与企业间的相互依存性不断加强,一旦企业债务链破裂,大量相关企业将陷入还债危机,使银行出现大量不良贷款,最终导致银行系统性风险。据此,提出以下假设:

H1:企业对外直接投资对银行业系统性风险存在一定的促进作用。

2. 经济政策不确定性、企业对外直接投资与银行业系统性风险

近年来,全球经济政治格局变化莫测,英国脱欧以及中美贸易摩擦等事件加剧了经济政策不确定性。经济政策不确定性对金融体系存在重要影响。顾海峰和于家珺(2019)发现,政策不确定性的上升会加剧银行的被动风险承担及破产风险。也有学者发现,经济政策不确定性促进

了银行收入结构多元化,有助于银行分散风险、提高利润(周爱民、刘欣蕊,2020)。

经济政策不确定性对企业外部经营环境也存在重要影响。谭小芬和张文婧(2017)研究发现,经济政策不确定性上升会通过实物期权渠道和金融摩擦渠道增加企业投资成本,进而抑制企业投资。饶品贵等(2017)发现,经济政策不确定性能提升企业投资效率。国内外学者对于经济政策不确定性如何影响对外直接投资也存在争议。杨栋旭等(2019)发现,经济政策不确定性对企业对外直接投资的影响存在两面性。一方面,中国对于企业“走出去”给予了诸多财政和货币政策支持,可能缓解企业对外投资的负面影响,并在国内经济政策不确定性增加时,为规避国内经济下行风险,企业会选择更稳健的对外投资项目;另一方面,当企业完成对外投资前期准备后,由于多种成本不可逆转,贸易经济政策不确定性增加会对企业产生显著的负面影响(Carvalho,2015),且已实现海外经营的企业还会为维持国外分支机构的正常运营继续追加投资。据此,提出以下假设:

H2a:经济政策不确定性对银行业系统性风险存在一定的促进作用。

H2b:经济政策不确定性对银行业系统性风险存在一定的抑制作用。

H3a:经济政策不确定性对企业对外直接投资促进银行业系统性风险的影响具有正向调节作用。

H3b:经济政策不确定性对企业对外直接投资促进银行业系统性风险的影响具有负向调节作用。

二、研究设计

1. 模型构建

根据以上理论分析,本文建立如下模型探究企业对外直接投资与银行业系统性风险的关系:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_1 OFDI_{it} + \sum \beta_j C_{it} + \varepsilon \quad (1)$$

其中, $Risk_{it}$ 代表 t 期 i 省的银行业系统性风险, $OFDI_{it}$ 为 t 期 i 省的企业对外直接投资总额, C_{it} 为控制变量, ε 为随机扰动项。

进一步, 为研究经济政策不确定性对企业对外直接投资与银行业系统性风险关系的调节效应, 本文建立如下模型:

$$Risk_{it} = \alpha + \beta_1 OFDI_{it} + \beta_2 EPU_{it-1} + \beta_3 OFDI_{it} \times EPU_{it-1} + \sum \beta_j C_{it} + \varepsilon \quad (2)$$

其中, 被解释变量、解释变量及控制变量设定与模型(1)相同, EPU_{it-1} 为上一期 i 省的经济政策不确定性, $OFDI_{it} \times EPU_{it-1}$ 为交互项, ε 为随机扰动项, 我们主要考察交互项系数 β_3 值。

2. 变量与数据来源

本文主要分析企业对外直接投资与银行业系统性风险的关系, 考察时间区间为 2006—2019 年, 由于西藏等地区数据缺失严重, 本文选取了中国 30 个省、直辖市、自治区的面板数据进行分析。变量选择与数据来源如下:

(1) 被解释变量

被解释变量为银行业系统性风险(Risk)。本文用各地区银行不良资产总额衡量。系统性金融风险与银行不良资产率息息相关, 历史上包括 2007 年发生的次贷危机等金融危机大多是由银行不良贷款率过高引发的。由于不良资产率统计数据仅统计至 2018 年, 故 2019 年数据采用线性平均测算。数据来源于《中国金融年鉴》、CSMAR 数据库。

(2) 解释变量

解释变量为企业对外直接投资额(OFDI)。本文用各省非金融类对外直接投资流量度量。数据来源于《中国商务年鉴》及 CSMAR 数据库。

(3) 调节变量

由前文可见, 经济政策不确定性(EPU)可能会对企业对外直接投资与银行业系统性风险的关系起到调节效应。本文采用 Baker 根据新闻报

道编制的政策不确定指数进行度量。由于该指数为月度数据, 故本文采用加权平均的方式将月度数据转化为年度数据。其中, 经济政策不确定性指数包括财政经济政策不确定性(EPU_Fis)、货币经济政策不确定性(EPU_Mon)、贸易经济政策不确定性(EPU_Tra)以及外汇和资本账户经济政策不确定性(EPU_Exc)。由于政策影响存在滞后性, 因此本文选取经济政策不确定性指数的滞后一期。

(4) 控制变量

影响银行业系统性风险的因素一般还包括:

①价格指数(CPI)。其用各省消费者物价指数度量。②工业化水平(Inst)。其用各省第二产业占三大产业的比重衡量。③城镇化率(Citizen)。其用各省城镇人口占总人口的比重度量。④贸易开放度(Open)。其用各省进出口总额占 GDP 的比重度量。数据来源于《中国统计年鉴》及 CSMAR 数据库。

3. 基准估计结果

本文首先根据实际数据考察了企业对外直接投资对银行业系统性风险的影响效应(表 1 汇报了基准估计结果)。为避免“银行业系统性风险较高的地区对企业走出去的金融支持较少, 导致企业对外直接投资减少”这一反向因果导致的内生性问题, 在列(4)采用企业对外直接投资的一阶滞后项作为工具变量, 并进行 2SLS 回归。从表 1 可以看出, 所有回归结果中企业对外直接投资系数均在 1% 水平下显著为正。这表明我国现阶段企业对外直接投资提升时, 会增加银行业发生系统性风险的可能, 验证了研究假设 H1。这说明当前我国企业对外直接投资面临较大风险, 当发生对外直接投资亏损时, 会影响银行境内外贷款的不良贷款水平, 并通过资产负债关系传染渠道、支付结算体系渠道、信息传染渠道在银行业内部进行风险传染(何建敏, 2012), 进而导致整个银行体系发生损失。

表1 企业对外直接投资对银行业系统性风险的影响

变量	(1)OLS	(2)OLS	(3)FE	(4)2SLS
OFDI	0.0440*** (9.67)	0.0377*** (7.48)	0.0151*** (2.86)	0.0487*** (6.84)
CPI		-31.55 (-1.49)	46.36*** (2.67)	-49.10** (-2.28)
Open		297.0*** (5.56)	256.9* (1.78)	203.7*** (3.24)
Citizen		-1.861* (-1.76)	5.237** (2.29)	-1.433 (-1.32)
Inst		299.6*** (5.88)	-175.2** (-2.47)	271.6*** (5.17)
_cons	402.2*** (8.27)	3230.3 (1.50)	-4413.2** (-2.51)	5281.7** (2.40)
年份虚拟变量	YES	YES	YES	YES
Hausman P			0.0000	
R2/withR2	0.3990	0.4754	0.5219	0.4801
观测值	420	420	420	390

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 括号内为 t 值。

4. 调节效应分析

本文在考察了企业对外直接投资对银行业系统性风险影响的基础上,进一步考察了经济政策不确定性对两者之间的调节效应,实证回归结果如表2-1及表2-2所示。为考察不同经济政策不确定性下企业对外直接投资对银行业系统性风险的影响,本文分别添加了经济政策不确定性总指数、财政经济政策不确定性指数、货币经济政策不确定性指数、贸易经济政策不确定性指数以及外汇和资本账户经济政策不确定性指数的一阶滞后项,以及它们与企业对外直接投资的交互项。根据 Hausman 检验的 P 值来看,所有模型均应采用固定效应模型。

从列(1)、列(3)、列(5)、列(7)与列(9)可以看出,除贸易经济政策不确定性及外汇和资本账户经济政策不确定性对银行业系统性风险的直接影响显著为正外,经济政策不确定性总体上对

表2-1 经济政策不确定性的调节效应

变量	(1)FE	(2)FE	(3)FE	(4)FE	(5)FE	(6)FE
OFDI	0.0169*** (3.19)	0.0455 (1.30)	0.0169*** (3.19)	0.0665*** (3.81)	0.0169*** (3.19)	0.0585*** (4.95)
EPU_1	-3.370* (-1.70)	-2.745 (-1.29)				
EPU_1*OFDI		-0.000203 (-0.82)				
EPU_Fis_1			-2.163* (-1.70)	-0.764 (-0.57)		
EPU_Fis_1*OFDI				-0.000456*** (-2.98)		
EPU_Mon_1					-1.599* (-1.70)	-1.453 (-1.58)
EPU_Mon_1*OFDI						-1.38e - 08*** (-3.91)
_cons	-3313.2* (-1.81)	-3464.3* (-1.88)	-3532.812* (-1.97)	-4344.9** (-2.42)	-3598.8** (-2.02)	-2796.1 (-1.59)
控制变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
年份虚拟变量	YES	YES	YES	YES	YES	YES
R2/withR2	0.5560	0.5570	0.5560	0.5683	0.5560	0.5767
观测值	390	390	390	390	390	390

注: * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$, 括号内为 t 值。

表 2-2 经济政策不确定性的调节效应

变量	(7)FE	(8) FE	(9)FE	(10)FE
OFDI	0.0169***	0.0149	0.0389***	0.0485**
	(3.19)	(0.68)	(7.65)	(2.56)
EPU_Tra_1	3.919*	1.479		
	(1.70)	(0.86)		
EPU_Tra_1*OFDI		0.000522**		
		(2.52)		
EPU_Exc_1			4.325*	4.097
			(1.49)	(1.39)
EPU_Exc_1*OFDI				-0.0000643
				(-0.52)
_cons	-4310.5**	-4256.455**	-3669.162**	-3721.313
	(-2.49)	(-2.46)	(-2.07)	(-2.09)
控制变量	YES	YES	YES	YES
年份虚拟变量	YES	YES	YES	YES
R2/withR2	0.5560	0.5574	0.5560	0.4860
观测值	390	390	390	390

注:* $p<0.1$,** $p<0.05$,*** $p<0.01$,括号内为 t 值。

银行业系统性风险的直接影响显著为负。这说明经济政策不确定性对银行业系统性风险存在一定的抑制作用,但贸易经济政策不确定性及外汇和资本账户经济政策不确定性对银行业系统性风险却存在一定的促进作用,验证了假设 H2a,同时也在一定程度上验证了假设 H2b。这可能是因为:财政、货币政策不确定性会导致金融机构为防止金融坏账风险而产生“惜贷”行为,并倾向发展受监管影响相对较少的非利息业务,进而抑制了银行业系统性风险的产生。贸易政策不确定性会对金融市场收益以及波动产生不利影响,进而通过溢出效应加强了银行业系统性风险发生的可能性。外汇和资本账户经济政策不确定性会导致资本市场跨境资金出现过度波动,容易成为引发股市暴跌的催化剂,进而扩大银行业系统性风险的规模。

从列(2)、列(4)、列(6)、列(8)与列(10)可以看出,经济政策不确定性总体上对“企业对外直接投资—银行业系统性风险”的调节效应不显著;财政经济政策不确定性指数及货币经济政策不确定性指数的调节效应显著为正;贸易经济政

策不确定性及外汇和资本账户经济政策不确定性对“企业对外直接投资—银行业系统性风险”的调节效应显著为负。这表明随着财政经济政策不确定性及货币经济政策不确定性的提升,企业对外直接投资对银行业系统风险的促进效应得到了抑制,而随着贸易经济政策不确定性及外汇和资本账户经济政策不确定性的提升,企业对外直接投资对银行业系统风险的促进效应得到了促进,验证了假设 H3a 与 H3b。这说明经济政策不确定性对“企业对外直接投资—银行业系统性风险”的影响具有两面性。这可能是因为:在不同经济环境及企业类型下,采取不同财政政策和货币政策对企业财务健康状况、企业行为等具有不同影响。因此,在当前国内外经济环境不确定及企业对外投资经验不足的情况下,采取针对不同企业、不同经济环境及不同时间适用的财政政策和货币政策有助于企业对外直接投资。当贸易经济政策不确定性提升时,会降低出口企业的创新积极性,进而影响企业投资利润,同时也会提升企业筹资风险、汇率波动风险、应收账款风险、收益分配风险。

三、结论及政策建议

为探究经济政策不确定性下企业对外直接投资与银行业系统性风险的关系,本文选取了我国30个省、直辖市、自治区2006—2019年的面板数据进行了实证检验。结果表明:一是企业对外直接投资会促进银行业系统性风险发生的可能性。二是不同类型的经济政策不确定性对银行业系统性风险存在不同的影响效应。三是不同类型的经济政策不确定性对“企业对外直接投资—银行业系统性风险”存在不同的调节效应,经济政策不确定性对“企业对外直接投资—银行业系统性风险”的调节效应具有两面性。基于此,本文提出以下政策建议:

一是加强企业对外投资风险管控能力。首先,政府应加强企业对外投资服务水平,完善企业“走出去”相关制度机制,降低企业对外投资风险。其次,应及时发布对外直接投资相关指南,协助企业更好地掌握东道国情况,避免陷入投资陷阱。最后,应建立企业对外投资风险监测预警体系,加强风险源头的追溯能力。

二是强化银行业系统性风险监管能力。首先,要加强宏观审慎能力,引导银行调整业务结构、优化信贷结构。其次,要强化监管部门的协调沟通,促使证监会、央行和银保监会等监管部门协调联动,共同管控银行业系统性风险。最后,我国应加快推进金融业的供给侧结构性改革,降低企业的融资成本,实现融资渠道的多元化,在满足行业融资需求的同时分散信用风险。

三是提高政府经济政策调控能力。首先,在国内外经济环境不确定的情况下,政府既应采取一系列经济政策措施对经济进行适度干预以应对环境变化、维护金融业稳定,也应关注政策频繁调整对银行业的负面影响。其次,政府应界定好“有形之手”的边界,在企业对外直接投资过程中采取相应的鼓励与扶持经济政策,同时也要

避免企业对经济政策依赖程度过高,使企业缺失对市场经济因素的敏感度。最后,在中美贸易战等国际争端频发的环境下,我国应加快开辟新兴市场,并积极与周边国家签订贸易协定,降低贸易政策不确定性。

正文注释

①参见《2019年度中国对外直接投资统计公报》。

参考文献

- [1]Berkman H, Cole R A, Fu L J. Expropriation through loan guarantees to related parties: evidence from China[J]. Jour - nal of Banking and Finance, 2009, 33(1): 141-156.
- [2]Carvalho D R. Uncertainty, Real Options, and Firm Inac - tion:Evidence from Monthly Plant-Level Data[J].Ssrn Elec - tronic Journal, 2015.
- [3]Huang Y, Wang B. Investing Overseas Without Moving Fac - tories Abroad:The Case of Chinese Outward Direct Invest - ment[J].Asian Development Review, 2013, 30(1): 85-107.
- [4]顾海峰,于家珺.中国经济政策不确定性与银行风险承担[J].世界经济, 2019, 42(11): 148-171.
- [5]刘晓星,夏丹.基于复杂网络的银企间信贷风险传染机制研究[J].金融监管研究, 2014(12): 37-53.
- [6]饶品贵,岳衡,姜国华.经济政策不确定性与企业投资行为研究[J].世界经济, 2017, 40(2): 27-51.
- [7]谭小芬,张文婧.经济政策不确定性影响企业投资的渠道分析[J].世界经济, 2017, 40(12): 3-26.
- [8]杨栋旭,徐硕正,魏泊宁.经济政策不确定性与企业对外直接投资:抑制还是促进?[J].当代财经, 2019(2): 108-119.
- [9]余海宗,何娜,黄冲.企业间关系的社会资本租借效应——来自信用担保网络与融资约束的经验证据[J].财经科学, 2020(1): 55-66.
- [10]周爱民,刘欣蕊.经济政策不确定性、银行竞争与银行收入多元化[J].当代经济科学, 2020, 42(2): 68-79.
- [11]周丽丽,杨刚强,江洪.中国金融发展速度与经济增长可持续性——基于区域差异的视角[J].中国软科学, 2014(2): 58-69.

(作者单位:昆明理工大学管理与经济学院)