

# 汇率政策不确定性与企业信贷融资： 基于外币贷款视角

孟 为 姜国华\*

**内容提要** 汇率政策调整、微观主体对汇率政策执行的不准确预期形成汇率政策不确定性,本文站在外币贷款视角,探索其对企业信贷融资的影响。研究发现,相对本币债务,汇率政策不确定性使企业外币贷款增加,在控制外币信贷环境利好和同期汇率波动后,这一影响依然存在。汇率政策不确定性与企业外币贷款的相关性,在财务与汇兑风险越高、汇率感知越强的样本中表现越明显,人民币贬值预期和本外币贷款利差分别负向、正向调节两者关系,证实中国企业借入外币贷款的风险对冲与成本节约动机。进一步,汇率政策不确定性抑制企业有息负债和整体财务杠杆,企业持有外币贷款有利于价值增值。本文为开放型经济建设下实体企业拓宽融资渠道与汇率风险应对提供启示。

**关键词** 汇率政策 不确定性 外币贷款 风险对冲 套利

## 一 引言

在国内外形势发生深刻复杂变化的背景下,二十大报告强调,中国需主动参与和推动经济全球化进程,发展更高层次的开放型经济。“十四五”规划指出,实施金融安全战略,提高开放条件下的风险防控和应对能力。特别地,汇率作为国际价格,其变动影响资源配置与经济发展,汇率问题涉及国家金融系统和国际贸易关系

\* 孟为(通讯作者):对外经济贸易大学国际商学院 北京市朝阳区惠新东街10号 100029 电子信箱:wei.meng@uibe.edu.cn;姜国华:北京大学光华管理学院 电子信箱:gjiang@gsm.pku.edu.cn。

本文受国家自然科学基金青年项目(71902004)“汇率政策不确定性与微观企业资产配置:基于实体企业‘脱实向虚’的视角”、中国博士后科学基金面上项目(2019M660356)“汇率政策不确定性对我国企业跨境投融资的影响研究”的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见,文责自负。

稳定(Fornaro, 2015; Calderón and Kubota, 2018)。伴随着中国各类市场开放, 国家间实体经济联系下的资本流动与跨境信贷成为金融风险传导渠道, 有效防范和应对汇率风险是各类经济主体稳健经营的内在要求(丁剑平等, 2020; 杨子暉等, 2022)。

汇率波动体现在汇率水平、波动程度等维度, 受宏观经济基本面、政府制度性安排、外汇市场供求关系等因素影响, 相对汇率波动, 汇率政策对企业活动与经济增长的影响更具根本性(Calderón and Kubota, 2018; 张夏等, 2020)。汇率政策工具包括通过外汇占款调节的数量型管理与以中间价为引导的价格型管理, 央行外汇干预、汇率波动区间管理、资本项目逐步开放、跨境融资审慎监管等均是防范汇率泡沫的重要工具(朱孟楠等, 2015; 恩格尔, 2019; Takáts and Temesváry, 2021)。在经济发展过程中, 常伴随着汇率政策调整, 近年来, 人民币面临的如美联储调息、其他国家利率决议、国际贸易摩擦等外部风险因素增多, 汇率政策工具的有效应用尤为关键。现有研究认为汇率政策具有状态依存特征, 不同政策工具的实施效果具有期间异质性、条件性和不确定性(王道平等, 2017; Chang, 2018; Adler and Mano, 2021; 路继业和张娆, 2021)。汇率政策的调整可能无法达到初始目标。由此, 汇率政策调整带来的政策环境不持续以及微观主体对政策执行的不准确预期将形成汇率政策不确定性, 影响企业行为与价值。

通常地, 经济政策不确定性在宏观层面影响经济复苏和金融风险, 在行业层面影响股价波动和资源配置, 在微观层面约束企业各类决策(Baker *et al.*, 2016; Altig *et al.*, 2020; 杨子暉等, 2020)。聚焦至微观视角, 企业生存于宏观环境下, 受到政策调控和政府监管(Kaviani *et al.*, 2020)。相比其他政策, 汇率政策主要以引导国际资本流动、调节外汇储备和市场流动性、将汇率控制在适度水平等为目标, 汇率政策调整影响短期内汇率走势, 外汇市场投资者形成不同汇率预期(肖立晟等, 2021), 而涉及资本项目和国际收支的调控也促使企业重新评估涉外业务的边际效益(恩格尔, 2019)。现有文献证实汇率政策调整会影响企业债务融资决策(Tong and Wei, 2021), 那么, 汇率政策不确定性是否影响与汇率因素密切相关的外币债务?

除融资功能外, 外币债务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(Mora *et al.*, 2013; 郭飞等, 2018; Bae *et al.*, 2020), 企业利用不同币种债务利差, 在权衡通货膨胀与实际汇率后承担外币债务以实现保值或套利。同时, 外币债务可能因无法完全对冲资产端风险而产生新的货币错配(Bruno and Shin, 2020; Niepmann and Schmidt-Eisenlohr, 2022)。近年来, 中国人民银行(下文简称央行)数次

调整跨境融资宏观审慎调节参数以便利企业跨境融资,境内金融机构为服务企业涉外业务也形成了较为完备的外汇贷款体系,境外发债和外币贷款<sup>①</sup>成为中国企业融资的常用途径,也是企业资本结构决策的重要组成。基于数据可得性以及银行贷款相对债券更高的灵活性,本文研究汇率政策不确定性对企业外币贷款的影响及其作用机制。

针对汇率政策不确定性,本文使用 Huang and Luk (2020) 基于 114 家中文报纸新闻报道构建的“汇率与资本项目政策不确定性指数”衡量;同时,参考 Jurado *et al.* (2015)、Altig *et al.* (2020) 等基于经济变量计算预测误差条件偏离度的方法,选择外汇市场、外汇管理、金融机构外汇业务等尽可能广泛的宏观指标,计算替代性汇率政策不确定性指数。本文对 A 股非金融业上市公司样本进行研究发现,汇率政策不确定性促使企业借入外币贷款;结合企业风险特征、融资约束与套利环境的异质性检验表明,中国企业在汇率政策不确定性加剧时借入外币贷款具有风险对冲与套利动机;在汇率政策不确定性较高时期,企业持有外币贷款有利于价值增值。

本文可能的创新主要体现在以下三个方面。第一,聚焦汇率政策不确定性,拓展了经济政策不确定性与微观企业行为关系领域文献。现有经济政策不确定性研究覆盖财政、信贷、利率、汇率、贸易、产业等各政策领域 (Baker *et al.*, 2016; Altig *et al.*, 2020; Kaviani *et al.*, 2020), 而不同政策调控目标和工具不同,整体分析忽略了某类政策的单独作用。目前,各国政策不确定和国家间金融风险传染对实体企业风险应对提出新的挑战,汇率作为国际价格,与其相关的宏观调控在开放型经济新体制建设中发挥重要作用。本文聚焦汇率政策不确定性对企业行为的影响,以期为未来外汇市场监管、金融服务实体经济等政策决策提供参考。

第二,补充了汇率变量微观后果相关研究,溯源汇率波动的制度性原因——汇率政策调整,从根本上解释汇率因素的微观作用机制。现有研究发现汇率波动通过交易成本、市场竞争、利润转移等渠道作用于企业行为 (Deng, 2020; Dao *et al.*, 2021), 相对不同种类汇率 (如双边或有效汇率) 波动,汇率政策对企业决策与经济增长的影响更具根本性 (张夏等, 2020)。但现有汇率政策研究大多关注政策本身 (Fornaro, 2015; Kuersteiner *et al.*, 2018; Tong and Wei, 2021), 具有较为明确的方向性。本文从汇率政

---

<sup>①</sup> 中国“境外发债”指财政部、人民银行、金融机构、地方政府、优质企业等主体在中国大陆之外地区发行本外币债券。“外币贷款”包括企业从境外取得的非本币贷款或从境内金融机构获得的外汇贷款 (现汇贷款、境外筹资转贷款等)。本文对外币贷款的研究以币种分类,不以债权人属地为境内或境外分类。

策调整视角定义汇率政策不确定性,引导监管层重视汇率政策可信性与持续性,厘清资本市场与外汇市场互动关系。

第三,拓展了企业债务融资影响因素和外币债务融资动机的研究范畴。现有文献发现汇率不利冲击将对企业外部融资造成负面影响(Huang *et al.*, 2019; Deng, 2020; Caballero, 2021; Dao *et al.*, 2021; Niepmann and Schmidt-Eisenlohr, 2022),但本文发现在汇率政策不确定性加剧时,企业将通过调整债务币种结构来对冲汇率风险、提升整体价值。特别地,2015年以来,中国实施“去杠杆”政策,重视金融服务实体经济的功能,本文在债务币种维度的研究为分部门和分债务类型的结构性去杠杆提供了新的思路。在控制整体杠杆的前提下,企业寻求外币贷款在一定程度上体现了在复杂的国内外经济形势下对国内和国外两个市场资源的利用,这一现象也契合近年来鼓励实体企业拓宽融资渠道的时代背景。

## 二 文献综述与研究假设

### (一)宏观汇率因素的经济后果

1. 汇率波动的经济后果。汇率波动主要表现为汇率升贬值、波动程度等维度。2015年“811汇改”后,央行逐步退出常态化干预,外汇市场供求成为人民币汇率波动的主要因素,但目前央行仍有意识地管理人民币汇率波动区间(肖立晟等,2021)。现有文献证实汇率波动影响经济发展与金融稳定(Calderón and Kubota, 2018; Dao *et al.*, 2021);在微观层面,汇率波动通过要素或商品价格传导、要素重新配置、跨境资金流动、市场竞争等途径影响企业进出口、投融资、兼并重组、生产效率等(邓贵川和谢丹阳,2020;毛日昇和陈瑶雯,2021;曹伟等,2022)。在企业融资方面,丁剑平等(2020)发现行业层面的汇率升值将通过提升中国制造业企业盈利水平进一步负向影响杠杆率。Bruno and Shin(2020)认为汇率波动影响新兴国家企业的美元融资与整体价值,本币相对美元的贬值将导致持有现金越多的企业股价跌幅越大。Niepmann and Schmidt-Eisenlohr(2022)采用来自79个国家的企业获得美国银行的跨境贷款数据,从资产负债表效应角度研究发现,企业所在国家货币贬值导致外币贷款逾期概率增加,债务人的汇率风险最终转化为银行信贷风险。

汇率波动是企业财务决策的重要影响因素,但这一分支文献多采用国家、行业、企业层面双边或有效汇率作为计量基础,从汇率升贬值或波动幅度等维度探索汇率波动影响机制,但不同种类汇率在同一时期可能呈现不同趋势,且其各自作用渠道存

在差异,使用单一汇率指标进行研究具有片面性。此外,在各经济发展阶段,多样化的汇率政策工具使企业在涉外交易结算、跨境投融资中面临着新的风险,局限于汇率波动研究忽略了其背后的制度性原因。

2. 汇率政策及其调整的经济后果。汇率政策是针对国际收支、汇率走势等方面的调控,除2005年“721汇改”、2015年“811汇改”等价格型调节外,近年来,贸易收支便利化、资本项目开放、外汇风险准备金调整、跨境融资宏观审慎等政策工具的实施在支撑人民币汇率稳定、改善外汇供求关系、促进外汇市场服务实体经济等方面起到重要作用。

经济政策频繁调整将造成经济政策不确定性(Baker *et al.*, 2016; Altig *et al.*, 2020),在汇率政策方面,汇率政策不连续或新政策执行效果不及预期可能导致汇率过度波动和跨境资本流动(朱孟楠等, 2015; Kuersteiner *et al.*, 2018; 肖立晟等, 2021; 缪延亮等, 2021)。现有文献多基于国家间双边名义汇率制度安排、国家外汇储备、央行外汇干预等调“价”或调“量”的角度探讨汇率政策的经济后果(Fornaro *et al.*, 2015; Tong and Wei, 2021; 张夏等, 2020)。王道平等(2017)认为许多经济体实际与名义汇率制度不一致,实际执行的汇率政策可能不遵循事先宣布的制度安排,公众与市场对汇率政策存在一定程度的不可置信性,而国家汇率政策的可置信水平越低,越容易引发国际投机资本对本国汇率的冲击。缪延亮等(2021)认为一国汇率的稳定取决于外汇储备的充足程度和使用意愿,当储备干预逆周期性不足时,外汇储备越充足的国家货币反而越易受全球流动性冲击。肖立晟等(2021)发现央行干预在人民币汇率升值或贬值时期均会强化汇率预期,经济基本面目前对汇率预期的引导有限。由此,汇率市场化等政策推进过程中也不能忽略央行暂时性干预和国家外汇储备起落对实体经济与金融系统风险的影响。

与本文最为相关的文献主要是央行外汇占款、外汇储备调整、汇率市场化改革、资本项目开放等汇率政策调整对企业融资的影响。Takáts and Temesváry(2021)发现,债权人所在国家宏观审慎政策宽松将会放大货币发行国的货币政策对跨境贷款的影响,如英国宏观审慎政策宽松放大了美国货币政策收紧对英国银行体系中美元跨境贷款外流的负面影响。Tong and Wei(2021)使用2000–2006年23个新兴国家企业样本研究发现,国家外汇储备有利于降低经济基本面和经济政策的不确定性,外汇储备占GDP比例与企业杠杆率显著正相关,美国和欧洲的低利率促使资本流入新兴经济体,进一步提升了新兴国家企业杠杆率。

目前,较多文献从浮动或固定汇率制度、外汇干预等视角探索汇率政策本身的经

济效应,着眼于汇率政策调整与企业行为关系的研究较少。本文对汇率政策不确定性的研究有助于认识政策执行中的潜在政治成本,从微观层面厘清汇率政策动态调整下的企业行为变化。

### (二)企业外币债务相关研究

现有文献从企业持有外币债务的动机与经济后果等方面进行研究,除支持涉外经营、对冲资产端汇率风险外(郭飞等,2018;Galvez *et al.*,2021),无外币现金流或无涉外经营的企业也可能承担外币债务,企业借入外币债务存在套利动机(McBrady and Schill,2007;Bruno and Shin,2017;Acharya and Vij,2020)。聚焦至外币贷款,Mora *et al.*(2013)认为境内外银行在面临资本限制时倾向使用外币贷款来匹配外币存款,缓解货币价值不确定性和债务人违约风险;企业将权衡外币贷款利差收益与货币错配成本,并在宏观政策引导与企业释放质量信号或对冲风险的需求等因素联合作用下做出外币贷款决策。

从企业涉外特征角度,Houston *et al.*(2017)采用35个国家企业跨境贷款样本,研究发现企业持有境外资产将“拉近”跨境借贷双方的地理边界、缓解信息不对称,拥有境外资产的企业更倾向于选择该资产所在国家的银行获取债务融资,此时贷款也将获得更有利的定价。Bae *et al.*(2020)使用韩国企业通过发行债券和在境内外银行取得外币贷款的数据,发现具有低违约概率和高抵押品价值特征的出口企业更倾向于承担外币债务,但银行审慎监管限制了外币债务可得性。郭飞等(2018)发现风险对冲是中国企业获取外币债务的重要影响因素,国际化水平较高的公司使用外币债务的可能性更大。

从套利角度,Bruno and Shin(2017)发现新兴国家企业更有可能发行美元债券,尤其是在本币相对美元升值、利差较大等套利交易更有利的时期表现得更为明显。Harasztosi and Kátay(2020)对匈牙利企业获得境内银行贷款样本的研究发现,风险对冲并非企业选择外币贷款的主要动机,套利、币种多样化策略以及本币信贷约束是主导因素。Acharya and Vij(2020)对印度企业外币贷款与外币债券发行的研究也证实套利动机的存在。Galvez *et al.*(2021)发现发达国家企业尤其是高评级企业在境内外利差扩大时更易发行外币债券,节约融资成本。

在经济后果角度,一方面,汇率未预期变化通过资产负债表效应作用于持有外币债务企业的借贷能力,负面影响银行外币放贷(Dao *et al.*,2021;Salomao and Varela,2022)。例如,本币贬值促使外币债务偿付压力增加,债务人的汇率风险和违约风险最终转化为银行信用风险(Niepmann and Schmidt-Eisenlohr,2022)。除债务清算价值

不确定外,企业取得外币债务融资后若以现金和短期金融资产形式留存储备,又引发资产端风险(Bruno and Shin, 2020)。Caballero(2021)发现新兴经济体企业持有外币债券促使汇率贬值时期的企业资本支出降低,发行外币债券的风险与出口收入未得到良好匹配,非出口商反而持有大规模外币债务。另一方面,企业获取外币债务主要应用于生产性投资,有助于缓解融资约束,降低资本成本(Mora *et al.*, 2013; 郭飞等, 2018),同时起到对冲外币资产、收入、现金流等汇率风险的作用(Allayannis *et al.*, 2003)。Brown *et al.*(2011)采用25个发展中国家企业样本研究发现,相对利差驱动的套利动机,企业借入外币贷款主要用以对冲涉外收入汇率风险。Salomao and Varela (2022)使用匈牙利企业样本研究发现,银行将筛选生产效率高与受融资约束的公司给予外币债务支持,外币债务有利于企业减少违约,并取得快速成长与资本积累。以中国企业为研究对象, Frank and Shen(2016)发现企业通过外币债券募集的资金主要用于资本支出以及股利支付。郭飞等(2018)证实中国企业使用外币债务有利于降低债务资本成本。

综上,不同国家企业承担外币债务的动机存在差异,汇率因素将影响企业外币贷款及其价值效应,但现有文献大多关注汇率升贬值对外币债务的作用,忽略了资本项目管制等汇率政策调整的影响。另外,针对中国企业外币债务的研究相对较少,本文将对其进行补充。

### (三)理论分析与研究假设

经济政策不确定性通过影响风险与信息环境等作用于银行流动性创造与企业外部融资(Kaviani *et al.*, 2020; 田国强和李双建, 2020; 邓伟等, 2022)。近年来,中国汇率政策总体以“稳汇率”、资本项目逐步开放为改革方向,但美联储调息等外部风险可能致使人民币汇率走势偏离调控目标,引发的不确定性影响宏观经济运行与微观企业决策。

在宏观层面,汇率政策调整及其实施效果受国际政治、经济等多因素影响,促使汇率、物价、利率、股价等资产价格发生条件性变化(肖立晟等, 2021),不可避免地引发汇率过度波动与汇率预期恶化,未达预期的汇率政策调控将负向冲击实体部门,影响跨境资本流动和国家金融市场稳定(朱孟楠等, 2015; 缪延亮等, 2021)。在微观层面,汇率政策不确定性对企业决策的影响机制不局限于短期内的汇率波动或外汇市场对资本市场的溢出,还影响到企业对未来利润或现金流的预期稳定性,而涉及资本项目的政策调控也促使企业重新评估当前和潜在涉外业务的边际效益(恩格尔, 2019)。此外,汇率政策执行过程中面临制度性汇率风险和央行隐性干预(张勇等,

2021),企业决策受政策调控和汇率预期影响的程度可能高于暂时性的汇率波动(邓贵川和谢丹阳,2020)。本文聚焦企业外币贷款,分别从风险对冲、外部融资、节约成本等角度探索汇率政策不确定性的微观作用机制。

1. 企业的汇率风险对冲需求。中国企业融资长期以来以间接融资为主,信贷资源可获得性对企业发展有重要影响。一个经济体的信贷资金供需不免受到汇率因素的作用(Bocola and Lorenzoni, 2020),尤其在国家层面以外币计价的净资产或净债务较多时,汇率风险将通过金融加速器传染至实体经济(陈雷和范小云,2017)。从企业来看,汇率政策调整下的潜在汇率波动作用于涉外交易成本与外币货币性项目折算成本,企业未来业绩呈不确定变化(Dao *et al.*, 2021; 曹伟等, 2022);加之中国资本管制力度时紧时松(恩格尔,2019),企业还面临着不确定的国际结算和外汇买卖条件,而央行外汇干预、热钱流动等也将通过信贷或资产价格渠道刺激实体企业需求(杨子暉等, 2022; 苟琴等, 2022)。即使无涉外交易的企业也可能因名义价格黏性、要素资源配置、境内外市场竞争等受到汇率间接影响,或作为涉外企业的供应商、客户、债权人等利益相关者而面临汇率风险(丁剑平等, 2020)。

外币债务是一种金融对冲手段,可与企业持有的外币资产或获取的外币收入及现金流形成自然对冲(Allayannis *et al.*, 2003; Brown *et al.*, 2011; 郭飞等, 2018; Galvez *et al.*, 2021)。随着经济开放程度的加深,中国企业倾向于使用外币贷款缓解资产负债表货币错配,尤其在汇率不确定变化致使系统性风险较高时,企业为避免业绩受损和价值低估,将主动管理汇率风险敞口。在汇率政策不确定性加剧时,企业将评估政策变化对其当前与未来业绩的影响,适时调整经营战略,积极应对汇率风险与政策风险。相比多国化分散经营等经营性对冲,外币贷款有利于在短期内从资产负债表层面缓解货币错配,并储备外币融资用于贸易或投资中的货款支付,缓解不确定性的长期影响(Bruno and Shin, 2020)。

2. 企业的外部融资需求。金融摩擦是宏观不确定性影响实体经济的主要机制,外部不确定性会约束企业借贷能力,进一步限制投资活动,企业将尽可能在外部融资限制放松时借入更多资金,以备未来使用(葛劲峰等, 2022),尤其在不确定的环境下,企业借入并储蓄现金有利于缓冲外部影响(Favara *et al.*, 2021)。相对其他政策,针对国际收支和外汇市场的汇率政策调控对实体经济的作用主要以银行间市场为媒介,跨境资本流动和汇率冲击直接影响银行信贷投放(Delis *et al.*, 2022; 苟琴等, 2022; 邓伟等, 2022),而汇率冲击往往使实体企业面临恶化的信贷融资与股权融资环境(Huang *et al.*, 2019; Deng, 2020; Caballero, 2021; Niepmann and Schmidt-Eisenlohr,

2022)。若本币债务市场的规模和深度不足以满足企业需求时,能够获得外币贷款的企业就会积极寻找这种融资渠道(Allayannis *et al.*, 2003)。由此,当汇率政策不确定性加剧时,企业将有动机拓宽融资渠道、从币种维度调整债务融资,多样化的贷款和资金结构也有利于缓解融资约束、降低经营风险。近年来,受益于制度环境优化和中国金融业的迅速发展,企业获得外币贷款的可能性提升,银行多元化贷款服务与跨境融资便利化试点等为企业涉外经济活动提供了保障。

3. 企业的成本节约(套利)动机。在中国,央行于2000年起改变外币利率管理体制,放开外币贷款利率,相对本币债务,外币债务利率市场化程度更高。企业获得的境内银行外汇贷款或境外银行的跨境贷款利息通常低于本币贷款,本外币利差和汇率政策调整下的汇率短暂波动为企业利用汇率和利率优势、抓住套利机遇提供可能(Harasztsosi and Kátay, 2020; Acharya and Vij, 2020; 葛劲峰等, 2022)。从境内外汇贷款来看,本国政策不确定性往往降低各部门投资意愿、提升储蓄动机,境内银行吸收存款能力增强(Favara *et al.*, 2021),新兴国家的“存款美元化”<sup>①</sup>促使私人部门外币存款通过商业银行途径进入金融市场,银行发展外汇业务可实现其内部资产与负债的币种匹配(Bocola and Lorenzoni, 2020),而在政策不确定性较高时,货币政策通常更为宽松(邓伟等, 2022)。因外币贷款利率往往低于人民币贷款,外币贷款满足中国企业低成本融资需求。从跨境贷款来看,跨境贷款发放与偿还时的货币通常一致,即借外汇还外汇,债务名义价值不会受到汇率因素直接影响,即使债务人面临汇率不确定性,对境外债权人来讲,债权资金的跨境流动在短期内也有利可图(Delis *et al.*, 2022)。那么,无论是境内银行提供的外汇贷款还是来自境外银行的跨境贷款,汇率政策不确定性将促使企业进行债务币种管理。

综上,在汇率政策不确定性加剧时,企业有对冲汇率风险、拓宽融资渠道、降低资本成本的需求,倾向于借入外币贷款。本文提出:

**假设 1a:** 其他条件不变时,汇率政策不确定性促使企业借入外币贷款。

外币债务也是新兴国家市场中金融不稳定的一个重要来源(陈雷和范小云, 2017; Bocola and Lorenzoni, 2020)。未预期的汇率波动和资本项目管制致使外币债务成为一把双刃剑,宏观经济与实体企业在货币冲击下呈金融脆弱特征(Tong and Wei,

---

<sup>①</sup> 由于美元在国际金融体系的特殊作用,新兴国家银行系统的外币存款以美元为主。世界范围内“去美元化”一定程度上降低了中国外汇储备中美元资产比例,但中国与世界各国密切的贸易关系支撑各类外汇收入,跨境交易的资产估值、支付时滞等问题促使银行仍关注本外币流动性短缺中的汇率因素影响。

2021)。因政策不确定性下信息不对称加剧、系统性风险增加,银行倾向于减少流动性创造,并将债务人风险纳入定价范畴,以抵消未来客户贷款违约造成的损失(田国强和李双建,2020;Delis *et al.*,2022)。那么,债务人面临的汇率政策不确定性致使其履约可靠性降低,境内外银行向企业发放外币贷款都会趋于谨慎。特别地,若企业不存在或只有少量涉外业务或外币资产,外币债务未与外币资产形成匹配对冲,企业资产负债表会呈外币净债务状态,未来可能的本币贬值致使企业面临着较大的偿付压力和投资收缩(Caballero,2021),债务人违约风险最终将传递至银行系统(Niepmann and Schmidt-Eisenlohr,2022)。由此推断,当汇率政策不确定性加剧时,企业关注潜在本币贬值对其未来偿债能力的不利影响,权衡外币贷款的偿付压力与对冲或套利收益,对外币贷款持审慎态度。基于此,本文提出竞争性假设:

**假设 1b:**其他条件不变时,汇率政策不确定性阻碍企业借入外币贷款。

### 三 研究设计

#### (一)数据来源与样本选择

本文选取2010–2019年沪深A股上市公司为初始样本,剔除数据缺失、资不抵债、金融行业企业。企业外币现金与贷款规模、境外业务收入、汇兑损益明细数据来自万得(Wind)数据库;境外分支机构以及财务和治理数据等均来自国泰安(CSMAR)数据库;外汇衍生品数据搜集自公司财务报告原文、Wind上市公司公告数据库、文构(Wingo)上市公司财务报告文本分析库。汇率数据来自国际清算银行,其他宏观变量数据来源于中国人民银行、国家外汇管理局、国家统计局等官方网站与Wind数据库。

#### (二)变量设计

1. 企业外币贷款。本文从企业获得的外币贷款规模及其占负债的比例两个角度进行衡量:①外币贷款规模( $FDebtScale$ ),以公司年末外币贷款余额加1取自然对数表示,②期末外币贷款占总负债比例( $FDebtRatio1$ )和期末外币贷款占总银行贷款比例( $FDebtRatio2$ )。

2. 汇率政策不确定性。现有文献对政策不确定性的度量常选用典型政策实施背景进行DID分析,但在部分年度,各类汇率政策工具的变更较为密集,选取某些外生冲击无法衡量汇率政策变更的连续性效果。本文使用以下两种方法衡量“汇率政策不确定性”:

首先, Huang and Luk (2020) 基于《人民日报》《光明日报》《北京日报》《北京青年报》《南方都市报》等 114 家包括政府官方报纸、地方性报纸、财经类报纸在内的媒体报道, 采用关键词筛选和频率计算构建了月度“汇率与资本项目政策不确定性指数”。本文取其年度均值作为汇率政策不确定性的第 1 个指标 ( $FEPU1$ )。考虑到地方性和财经类报纸可能多为对官方政策的评价与转述, 导致相关新闻频率存在一定高估, 稳健性检验中重新构建基于政府媒体《人民日报》《人民日报海外版》《光明日报》的替代指标 ( $FEPU\_adj$ )。

其次, 参考 Jurado *et al.* (2015) 使用宏观变量测度不确定性的方法, 本文选取外汇市场、外汇储备、外汇管理、金融机构外汇业务等类别共 55 个指标<sup>①</sup>刻画汇率政策不确定性 ( $FEPU2$ )。如公式 (1),  $I_t$  为截至时间  $t$  所有可用信息集, 每个指标  $y_i \in Y_i$  在未来  $h$  期的不确定性定义为  $y_i$  在未来  $h$  期以历史数据回归得出的预测误差的条件波动率, 即  $u_i^y(h)$ , 取算数平均值用以度量  $h$  期的汇率政策不确定性。具体过程如下。

$$u_i^y(h) = \sqrt{E \left[ \left( y_{i,t+h} - E \left[ y_{i,t+h} | I_t \right] \right)^2 | I_t \right]} \quad (1)$$

第一, 搜集 55 个指标的月度值。为缓解不同指标量纲差异, 对每个指标都以均值为 0、标准差为 1 进行标准化。第二, 对 55 个标准化后的指标进行主成分分析, 提取共同因子  $F_i$ 。通过主成分分析共确定 10 个主成分, 每个主成分的特征值均大于 1, 全部解释力度达到 90%。第三, 定义每个标准化后的指标  $y_i$  未来  $h$  期的预测误差为实际值与预测值之间的差异, 即  $v_{i,t+h}^y = y_{i,t+h} - E \left[ y_{i,t+h} | I_t \right]$ , 利用主成分分析提取的共同因子  $F_i$  建立因变量  $y_i$  的 4 阶自回归动态方程以计算预测误差  $v_i^y$  的条件波动率。在  $y_i$  的 4 阶自回归方程中加入共同因子  $F_i$  的 1 阶滞后项, 同时控制  $F_i$  各平方项的 1 阶滞后项以控制非线性效应, 回归后得到每一个指标  $y_i$  在各月度的条件期望  $E \left[ y_i | I_t \right]$  与预测误差  $v_i^y$  (回归残差)。第四, 参考 Altig *et al.* (2020), 使用 GARCH(1, 1) 模型计算每个指标  $y_i$  在各月度预测误差  $v_i^y$  的条件波动率, 对 55 个  $y_i$  的预测误差条件波动率取算数平均得到月度汇率政策不确定性指数, 取年度均值为第 2 个指标 ( $FEPU2$ )。

图 1 为两种方法计算的月度频率汇率政策不确定性指数。在月度层面, 两者

<sup>①</sup> 考虑到变量数据的可获得性与时间序列的完整性, 本文选定 55 个宏观月度指标, 包括人民币兑主要货币和一特别提款权单位的名义汇率, 人民币有效汇率、美元指数增速, 外汇储备、进出口总额、贸易差额、外商直接投资的同比增速, 中国大陆购买、出售美国国债总额, 银行代客结汇、售汇额, 金融机构外汇存贷款余额增速, 金融机构中央银行外汇占款增速等。指标选取详见《世界经济》网站 ([www.jweonline.cn](http://www.jweonline.cn)) 2023 年第 3 期在线期刊本文的补充材料, 后文类似情况, 简称见网站。

Pearson 系数为 0.37, 在 1% 水平显著。在汇率政策调整以及涉及外汇市场重要变化的重要时间节点, 该指数相对高于邻近时期<sup>①</sup>。

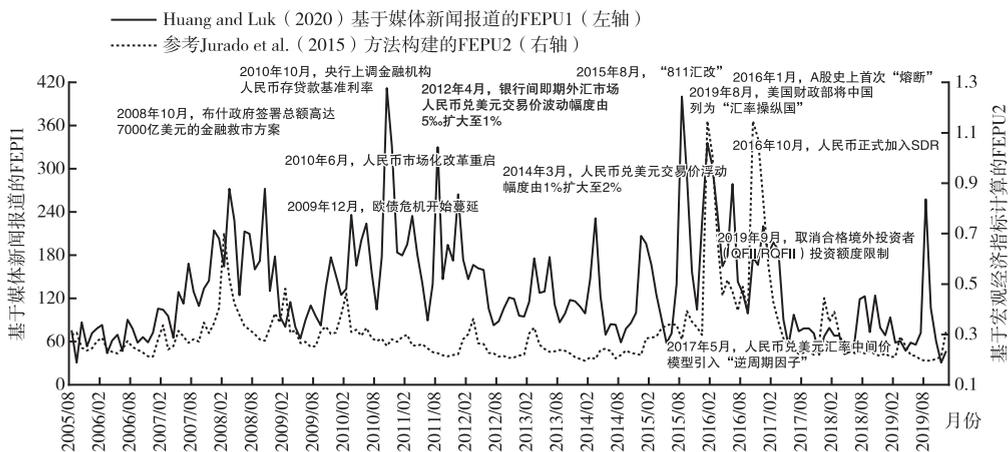


图1 月度汇率政策不确定性指数(2005-2019)

### (三)模型构建

本文使用模型(2)检验汇率政策不确定性对企业外币贷款的影响。因变量  $FDebt$  分别为外币贷款规模 ( $FDebtScale$ ) 或比例变量 ( $FDebtRatio1$ 、 $FDebtRatio2$ ), 主要关注  $\alpha_2$  的经济学与统计学意义。参考张成思和刘贯春(2018)、田国强和李双建(2020)、Bae *et al.* (2020)、Tong and Wei (2021)等, 控制滞后期资产规模 ( $SIZE$ )、财务杠杆 ( $LEV$ )、盈利能力 ( $ROA$ )、成长性 ( $TobinQ$ )、有形资产 ( $PPE$ )、经营活动现金流 ( $FCF$ )、上市年龄 ( $LISTAGE$ )、产权性质 ( $SOE$ )、股权集中度 ( $TOP1$ )、高管薪酬 ( $COMP$ ) 等公司特征变量。特别地, 外币债务可获得性与企业涉外业务或外币资产等因素相关 (Houston *et al.*, 2017; 郭飞等, 2018), 进一步控制境外业务收入 ( $OUTSALE$ )、外币资产 ( $FAsset$ )、境外分支机构 ( $OFDI$ )、外汇衍生品投资 ( $FinHedge$ ) 等变量。在宏观层面, 控制同期 GDP 增长率 ( $\Delta GDP$ )、货币政策 ( $\Delta M2$ ) 和基准利率波动 ( $\Delta Shibor$ )。考虑到国际系统性风险传染及企业外币贷款受主权债务危机负面影响 (De Marco, 2019; 杨子暉等, 2020; 杨子暉等, 2022), 模型加入 Baker *et al.* (2016) 构建的基于美国报纸报道的主权债务和货币危机不确定性 ( $SCPU$ ), 该指数考虑了

<sup>①</sup> 年度层面的汇率政策不确定性指数趋势与分析, 见网站本文附录二。

包括欧债、欧元、俄罗斯与亚洲金融危机等世界范围内的货币风险。因  $FEPU$  和各宏观变量为年度变量,不再控制年度固定效应。本文对所有连续性变量进行[1, 99]的缩尾处理。除特别说明外,模型(2)控制公司固定效应( $\delta_i$ ),所有回归均使用公司层面聚类稳健标准差。

$$FDebt_{i,t} = \alpha_1 + \alpha_2 FEPU_i + \beta Controls_{i,t-1} + \gamma Macro\ Controls_t + \delta_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

表1为变量定义与描述性统计(描述性统计详细结果见网站附录三)。外币贷款规模( $FDebtScale$ )均值为4.04,样本差异较大,为使回归系数更为清晰,回归时对  $FDebtScale$  进行标准化处理。 $FDebtRatio1$  均值为1.67%,最大值为33.20%;  $FDebtRatio2$  均值为6.45%,个别样本银行贷款中全部为外币贷款,最大值为1。多数企业在研究年度未持有外币贷款使  $FDebtScale$ 、 $FDebtRatio1$ 、 $FDebtRatio2$  呈右偏分布(偏态系数大于0,超过半数样本取值0)。为缓解因变量右偏影响,后文定义企业外币贷款相关哑变量进行稳健性检验。

表1 变量名称与定义

变量	名称	定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
外币贷款	$FDebtScale_{i,t}$	外币贷款(转换为人民币)加1取对数	24 641	4.0378	7.7685	0	22.7378
	$FDebtRatio1_{i,t}$	外币贷款占总负债的比例	24 641	0.0167	0.0532	0	0.3320
	$FDebtRatio2_{i,t}$	外币贷款占银行贷款的比例(无银行贷款的样本不取值,回归时删除)	20 543	0.0645	0.1840	0	1
汇率政策不确定性	$FEPU1_t$	Huang and Luk(2020)构建的月度汇率与资本项目政策不确定性指数在t年内的均值,回归时加1取对数	10	4.8838	0.3595	4.3836	5.3243
	$FEPU2_t$	基于外汇市场、外汇管理等月度指标计算预测误差条件波动率,取t年度均值	10	0.3183	0.1715	0.2208	0.7953
资产规模	$SIZE_{i,t}$	总资产加1取对数	24 641	22.0241	1.2952	19.3487	25.9687
资本结构	$LEV_{i,t}$	总负债/总资产	24 641	0.4295	0.2139	0.0473	0.9047
盈利水平	$ROA_{i,t}$	总资产收益率	24 641	0.0447	0.0599	-0.1932	0.2324
成长能力	$TobinQ_{i,t}$	(权益市值+负债账面价值)/总资产	24 641	2.7131	1.9808	0.8852	12.1490
有形资产	$PPE_{i,t}$	存货与固定资产占总资产比例	24 641	0.3720	0.1834	0.0180	0.8122
现金流量	$FCF_{i,t}$	经营活动现金净流量/年末总资产	24 641	0.0411	0.0738	-0.1973	0.2512

(续表)

变量	名称	定义	观测值	均值	标准差	最小值	最大值
公司年龄	$LISTAGE_{i,t}$	公司上市年限加1取对数	24 641	2.1985	0.7530	0.6931	3.2581
产权性质	$SOE_{i,t}$	公司为国有控股时取1,否则为0	24 641	0.3887	0.4875	0.0000	1.0000
股权集中度	$TOP1_{i,t}$	第一大股东持股比例	24 641	0.3519	0.1505	0.0873	0.7552
高管薪酬	$COMP_{i,t}$	高管年薪总额加1取对数	24 641	1.5986	0.5793	0.4234	3.3243
境外收入	$OUTSALE_{i,t}$	境外业务收入占总营业收入的比例	24 641	0.1215	0.2045	0	0.8883
外币资产	$FAsset_{i,t}$	外币现金占货币资金的比例	24 641	0.0684	0.1301	0	0.6631
境外分支	$OFDI_{i,t}$	哑变量,若企业在中国大陆以外设有子公司、合营或联营企业取1,否则为0	24 641	0.4240	0.4942	0	1
外汇衍生品	$FinHedge_{i,t}$	哑变量,当持有外汇远期、期权、套期、掉期等外汇衍生品时取1,否则为0	24 641	0.1382	0.3451	0	1
经济增长	$\Delta GDP_t$	GDP不变价的年度同比增速	10	0.0768	0.0140	0.0600	0.1064
货币政策	$\Delta M2_t$	货币供应量M2的年度增速	10	0.1272	0.0372	0.0828	0.2077
基准利率波动	$\Delta Shibor_t$	日度银行间同业拆借加权利率(7天)的年度标准差	10	0.1319	1.0624	-0.9893	1.9633
货币危机不确定性	$SCPU_t$	Baker <i>et al.</i> (2016)构建的主权债务和货币危机不确定性月度指数在 $t$ 年内的均值,加1取对数	10	4.5169	0.9278	3.4761	5.9683

## 四 研究结果

### (一)基本检验

表2为模型(2)的回归检验结果, $FEPU1$ 或 $FEPU2$ 系数均显著为正,汇率政策不确定性促使企业获取外币贷款融资,不仅体现在贷款规模,也体现在总负债(或银行贷款)中的外币贷款比例。以对 $FDebtRatio1$ 的回归为例, $FEPU1$ 系数为0.0102, $FEPU1$ 每增加1标准差(0.3595),将导致企业外币贷款占总负债比例提升0.37%,相当于其均值(0.0167)的21.96%; $FEPU2$ 系数为0.0061, $FEPU2$ 每增加1标准差(0.1715),企业外币贷款占总负债比例提升0.11%,相当于其均值(0.0167)的6.26%。控制变量回归系数表明<sup>①</sup>,有涉外业务收入、持有外币资产比例较高、设有境外分支机构的企业更倾向于借入外币债务以对冲汇率风险,涉外程度和金融对冲工具可能是境内外银行审批企业

① 详细结果见网站附录四。

外币贷款申请的评估因素,一定的涉外业务将保障企业的外币偿还能力。在宏观变量层面,世界范围内的主权债务和货币危机不确定性显著抑制了企业外币贷款决策。

表2 基本检验:汇率政策不确定性与企业外币贷款

因变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	$FDebtScale_{i,t}$		$FDebtRatio1_{i,t}$		$FDebtRatio2_{i,t}$	
$FEPU1_t$	0.2755*** (0.0000)		0.0102*** (0.0000)		0.0422*** (0.0000)	
$FEPU2_t$		0.2280*** (0.0000)		0.0061*** (0.0072)		0.0320*** (0.0003)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后的R <sup>2</sup>	0.5224	0.5200	0.4478	0.4465	0.4492	0.4475
样本量	24 641	24 641	24 641	24 641	20 543	20 543

说明: \*、\*\*、\*\*\*表示系数在10%、5%、1%水平显著,括号中为p值。除特别说明外,后表同。

## (二)异质性检验与影响机制分析

1. 外币贷款的风险对冲:企业风险特征。前文证实境外业务收入、外币资产、境外分支机构等影响企业外币贷款,体现了外币债务可能存在业务与风险匹配特征。那么,在汇率政策不确定性加剧时,企业通过外币贷款对冲汇率风险的决策可能因自身固有风险水平而异。为厘清此问题,本文以 *Altman Z-Score* 衡量财务风险,其值越小,表明财务风险越高;使用汇兑损益占营业收入比例取绝对值 (*FXRisk*) 衡量企业面临的汇兑风险(即汇率折算风险)。在各行业-年度内将 *Z-Score*、*FXRisk* 排序分为3组,取最低和最高组进行分组分析,结果见表3。系数组间差异 Chow 检验显示,汇率政策不确定性对企业外币贷款的正向激励在财务风险和汇兑风险更高的样本中表现更明显,证实 *Houston et al.*(2017)、郭飞等(2018)的结论:高风险企业出于风险管理需要使用外币贷款反而可起到对冲汇率风险等功能。

鉴于宏观层面的汇率政策调整会造成企业层面的异质性感知,企业对外部冲击的反应无法被年度固定效应、行业-年度固定效应等完全解释(*Hassan et al.*, 2019),而这种感知将影响企业对政策调整的反应程度(张成思等, 2021)。参考刘贯春等(2022)的研究,本文基于A股上市公司财务报告“管理层讨论与分析”章节,使用“汇率”相关关键词数量除以删除数字和字母后的章节总词数计算企业层面的汇率感知指数,衡量无论是政策原因、政治原因、市场原因等造成的企业对宏观汇率因素的异

质性判断。为缓解反向因果问题,本部分将滞后1期的企业层面的汇率感知指数在各行业-年度内排序分为3组,取最低和最高组进行分析,结果见表3最右两列,汇率感知越强的企业在汇率政策不确定性加剧时越倾向于借入外币贷款。

表3 异质性检验:企业的财务风险、汇兑风险与汇率感知

分组变量	财务风险		汇兑风险		汇率感知	
	高	低	高	低	强	弱
Panel A: 因变量 $FDebtScale_{i,t}$						
$FEPU1_t$	0.4828*** (0.0000)	0.1112** (0.0138)	0.5850*** (0.0000)	0.0819*** (0.0021)	0.4915*** (0.0000)	0.1980*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =7.2664, p=0.0070		Chi <sup>2</sup> =14.8382, p=0.0001		Chi <sup>2</sup> =4.8718, p=0.0273	
Panel B: 因变量 $FDebtRatio1_{i,t}$						
$FEPU1_t$	0.0145*** (0.0000)	0.0039 (0.2009)	0.0200*** (0.0000)	0.0022** (0.0310)	0.0198*** (0.0000)	0.0055*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =4.1335, p=0.0420		Chi <sup>2</sup> =3.4227, p=0.0643		Chi <sup>2</sup> =3.8950, p=0.0484	
Panel C: 因变量 $FDebtRatio2_{i,t}$						
$FEPU1_t$	0.0432*** (0.0000)	0.0401** (0.0325)	0.0863*** (0.0000)	0.0095* (0.0681)	0.0718*** (0.0000)	0.0259*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =2.9525, p=0.0857		Chi <sup>2</sup> =5.3209, p=0.0211		Chi <sup>2</sup> =2.9864, p=0.0840	

说明:为节省篇幅,分组检验仅列出解释变量( $FEPU1$ )回归系数及系数组间差异检验结果,控制变量等回归结果以及调整后的R<sup>2</sup>等统计量均不再列出。后表同。

除汇兑损益这种呈现在企业财务报表中的“事后”汇率风险外,现有文献常以境外业务收入、国际化程度、离岸经济活动等表征企业“事前”汇率风险(ex ante or pre-hedging exchange rate exposure),涉外程度较高的企业在面临汇率环境变化时有较强的汇率避险动机,经营或金融对冲工具可有效缓解汇率风险(Huang *et al.*, 2019; Deng, 2020)。本文预期在汇率政策不确定性较高时,企业将因其事前汇率风险不同而表现出差异化的外币贷款策略。

第一,使用境外业务收入( $OUTSALE$ )衡量企业涉外程度,包括出口收入、境外提供劳务收入、纳入合并报表的境外分支机构收入等,将 $OUTSALE$ 在各行业-年度内排序分为3组,取最低和最高组进行回归分析。第二,以企业是否有境外分支机构进行分组,有境外分支的企业将更为关注汇率政策调整对其境外经营业务和跨境资金汇转的潜在影响。第三,由于多国分散化经营是降低对单一货币依赖性、缓解汇率交易风险的对冲手段,本部分在有境外分支的子样本中进一步定义多国化程度,以境外分

支涉及国家数量占境外分支总数比例<sup>①</sup>的中位数为界,分为境外分支分布集中(经营对冲弱)和分散(经营对冲强)的子样本。分组回归结果见表4。汇率政策不确定性与企业外币贷款( $FDebtScale$ 和 $FDebtRatio1$ )的正相关关系在境外业务收入占比更高的样本更为明显,系数组间差异在统计上显著;有境外分支机构的企业其外币贷款决策受汇率政策不确定性的正向影响更强,跨国经营企业风险对冲动机更强;境外分支分散在多个国家在一定程度上缓解了企业使用外币债务进行金融对冲的压力,而境外集中经营的企业其外币贷款决策对汇率政策不确定性更为敏感。此外,本文基于Fama-French定价模型定义的上市公司所处行业汇率政策敏感性异质性分析发现,当汇率政策不确定性加剧时,对汇率政策更为敏感行业的上市公司倾向于借入外币贷款<sup>②</sup>,汇率风险更大的企业通过外币贷款实现风险对冲的动机更强。

表4 异质性检验:企业的事前汇率风险敞口

分组变量	境外业务收入		境外分支机构		多国化经营	
	高	低	有	无	集中	分散
Panel A: 因变量 $FDebtScale_{i,t}$						
$FEPU_{1t}$	0.4834*** (0.0000)	0.1529*** (0.0000)	0.4669*** (0.0000)	0.1471*** (0.0000)	0.7053*** (0.0000)	0.2927*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =6.5609, p=0.0104		Chi <sup>2</sup> =10.0417, p=0.0015		Chi <sup>2</sup> =4.3244, p=0.0376	
Panel B: 因变量 $FDebtRatio1_{i,t}$						
$FEPU_{1t}$	0.0185*** (0.0000)	0.0065*** (0.0000)	0.0174*** (0.0000)	0.0050*** (0.0000)	0.0259*** (0.0001)	0.0134*** (0.0002)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =2.8918, p=0.0890		Chi <sup>2</sup> =4.2523, p=0.0392		Chi <sup>2</sup> =6.9978, p=0.0082	
Panel C: 因变量 $FDebtRatio2_{i,t}$						
$FEPU_{1t}$	0.0748*** (0.0000)	0.0212*** (0.0003)	0.0680*** (0.0000)	0.0208*** (0.0000)	0.0988*** (0.0000)	0.0593*** (0.0001)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =2.3768, p=0.1232		Chi <sup>2</sup> =4.2705, p=0.0388		Chi <sup>2</sup> =4.1810, p=0.0409	

2. 外币贷款的融资功能:企业融资特征。现有文献认为发展中国家企业会因面临本国信贷或债券市场限制等原因寻找外币融资(Galvez *et al.*, 2021),中国目前正通过取消外债审批、推动跨境融资便利化试点等措施以拓宽企业融资渠道,由此不能忽略外币贷款的融资功能。若企业在面临汇率政策不确定性时因本币信贷约束而寻求

① 境外分支涉及国家数量占境外分支总数比例越大,多国化程度越高。例如,若1家上市公司有5家境外子公司,但均集中在1个国家,企业分散经营程度较低;若1家上市公司的5家子公司分布在5个国家。无论从境外产品市场布局还是对某一货币结算的依赖性角度,分散化将使其实现较好的经营风险对冲。

② 有关企业所处行业汇率政策敏感程度的异质性分析结果,详见网站附录五。

外币贷款,那么,汇率政策不确定性与企业外币贷款的正相关关系将在融资约束更强的样本中更为明显。

参考张成思和刘贯春(2018),本部分使用资产规模、SA指数、产权性质作为分组变量,将规模较小、SA指数较低、民营企业定义为高融资约束组。第一,企业规模为总资产自然对数,规模是金融部门自由信贷配置的关键考察因素,可衡量企业在信贷融资时的可抵押价值。第二,SA指数 $=-0.737 \times Size + 0.043 \times Size^2 - 0.04 \times Age$ (Size为期末资产(百万)取对数,Age为成立年数),SA指数越小(绝对值越大)即融资约束程度越高。本文将企业规模和SA指数绝对值在行业-年度内排序分为3组,取最低和最高组进行回归。第三,将样本按照国有和民营企业分组进行分析。分组回归结果见表5。大规模企业在汇率政策不确定性加剧时外币贷款的规模和比例更大,企业取得外币贷款与可抵押价值正相关;SA指数和产权性质衡量的融资约束程度没有显著调节效果。综上,汇率政策不确定性未对高融资约束组(资产规模较小、SA指数绝对值较大、民营控股)企业外币贷款起到更强的促进作用,企业在汇率政策不确定性背景下寻求外币贷款的主要驱动因素可能并不是资金短缺<sup>①</sup>,这与Bruno and Shin(2017)、葛劲峰等(2022)结论类似,新兴国家企业承担外币债务的预防性动机较弱。

表5 异质性检验：企业本身的融资特征

分组变量	企业规模		SA指数绝对值		产权性质	
	大	小	小	大	国有控股	民营控股
Panel A: 因变量 $FDebtScale_{i,t}$						
$FEPU_{i,t}$	0.4824*** (0.0000)	0.0643* (0.0934)	0.3569*** (0.0000)	0.2346*** (0.0000)	0.2883*** (0.0000)	0.2587*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =13.0168, p=0.0003		Chi <sup>2</sup> =0.8083, p=0.3686		Chi <sup>2</sup> =0.0903, p=0.7638	
Panel B: 因变量 $FDebtRatio1_{i,t}$						
$FEPU_{i,t}$	0.0185*** (0.0000)	0.0029 (0.3004)	0.0101*** (0.0010)	0.0090*** (0.0000)	0.0080*** (0.0001)	0.0120*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =4.6611, p=0.0309		Chi <sup>2</sup> =0.4724, p=0.4919		Chi <sup>2</sup> =0.4037, p=0.5252	
Panel C: 因变量 $FDebtRatio2_{i,t}$						
$FEPU_{i,t}$	0.0594*** (0.0000)	0.0184 (0.1137)	0.0379*** (0.0012)	0.0436*** (0.0000)	0.0352*** (0.0000)	0.0451*** (0.0000)
系数组间差异	Chi <sup>2</sup> =6.5903, p=0.0103		Chi <sup>2</sup> =0.4851, p=0.4861		Chi <sup>2</sup> =0.1927, p=0.6607	

<sup>①</sup> 本文也对房地产行业与重污染行业企业给予特别关注,这两类企业在一定时期内具有较强的本币融资限制。结果显示,本币信贷限制行业的上市公司获得的外币贷款较少,在汇率政策不确定性加剧时,也未显示出高于其他行业企业的外币贷款动机。可能的原因在于中国企业寻求外币贷款融资的主要动机不是储备更多资金、缓解融资约束,佐证了本部分异质性检验结果。检验过程详见网站附录六。

本文还从资金供给方角度,研究了省份金融发展对汇率政策不确定性与企业外币贷款之间关系的调节作用,以探索区域层面融资约束程度的影响。以各省金融市场化程度得分、净出口占GDP比例、期初外币贷款余额占外币存贷款余额之和的比例分别衡量区域金融发展、贸易依存程度和外币信贷供给,分组检验结果表明<sup>①</sup>,三者均正向调节汇率政策不确定性与企业外币贷款之间的关系,即受到区域层面融资约束的企业未显示出更强的外币贷款倾向,相反,区域金融发展和优质的融资环境为企业外币贷款决策提供支撑。

3. 外币贷款的套利动机:人民币汇率贬值预期与本外币贷款利差。不同于企业在国际贸易与跨境投融资中产生的外币融资需求,套利主要由本外币利差以及汇率走势驱动。首先,因支付和结算的时滞性,相对汇率当期变化,汇率预期对企业出口产品定价、国际贸易等影响更为明显(邓贵川和谢丹阳,2020),也显著作用于各国投资者的非本币资产和负债配置(Caballero,2021)。本国货币贬值预期将增加外币债务的清偿负担,导致资产负债表恶化和外部融资成本增加(Niepmann and Schmidt-Eisenlohr, 2022);相反,外币贬值预期将刺激企业的外币贷款倾向(McBrady and Schill, 2007)。本文预期,汇率政策不确定性与企业外币贷款的正相关关系在人民币贬值预期较强时期将受到抑制。其次,企业进行外币贷款决策时,将权衡外币贷款利差收益与货币错配成本,在预期本币升值、利差较大等利好时期更倾向于承担外币债务(Bruno and Shin, 2017; Harasztosi and Kátay, 2020)。在未来汇率走势不确定时,利差收益对企业外币贷款起到更大的刺激作用(Delis *et al.*, 2022)。本文预期汇率政策不确定与企业外币贷款的正相关关系在本外币贷款利差较大时期表现更为明显。

本文以直接标价法下香港离岸市场人民币1年期NDF汇率(人民币兑美元无本金交割远期汇率)与在岸市场人民币即期汇率之差占后者的比例来衡量市场对人民币的汇率预期,其值越大表示人民币兑美元汇率的贬值预期相对越强。在研究期间(2010-2019)内按中位数分组,贬值预期较强组 $DepExp_i$ 取1,否则为0。将 $DepExp_i$ 与 $FEPU1_i$ 或 $FEPU2_i$ 交乘项加入回归,结果见表6。可以发现,本国货币贬值预期抑制企业外币贷款, $FEPU1_i \times DepExp_i$ 和 $FEPU2_i \times DepExp_i$ 系数均显著为负。为稳健性考虑,本部分也直接使用1年期NDF汇率作为人民币贬值预期指标,其余设计不变,结论依然成立。综上,在人民币贬值预期相对较强的年度,汇率政策不确定性与企业外币贷款之间的正相关关系减弱。

<sup>①</sup> 分组检验结果,详见网站附录七。

表6 人民币汇率贬值预期与企业外币贷款

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
因变量	$FDebtScale_{i,t}$		$FDebtRatio1_{i,t}$		$FDebtRatio2_{i,t}$	
自变量	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$
$FEPU_t$	0.4154*** (0.0000)	1.2123*** (0.0000)	0.0175*** (0.0000)	0.0542*** (0.0000)	0.0653*** (0.0000)	0.1873*** (0.0000)
$FEPU_t \times DepExp_t$	-0.0288*** (0.0000)	-0.6570*** (0.0000)	-0.0015*** (0.0000)	-0.0321*** (0.0000)	-0.0048*** (0.0000)	-0.1037*** (0.0000)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后的R <sup>2</sup>	0.5253	0.5227	0.4505	0.4487	0.4516	0.4495
样本量	24 641	24 641	24 641	24 641	20 543	20 543

在利差方面,首先,参考Salomao and Varela(2022)的研究,本文使用1年期和5年期的中国国债到期收益率与美国国债收益率之差衡量中美利差,在研究期间内按中位数分组,2种期限的国债利差分组后结果一致,统一定义中美利差较高组 $IntMrg_t$ 取1,否则为0。其次,除跨境贷款外,企业外币贷款也来源于境内的外汇贷款。本文选取1年期人民币贷款与美元贷款利率差异衡量境内金融机构的本外币贷款利率差异,在研究期间内按中位数分组后定义境内本外币贷款利差较高组 $LFC_t$ 取1,否则为0。再次,分别将 $IntMrg_t$ 、 $LFC_t$ 与 $FEPU1_t$ 或 $FEPU2_t$ 交乘项加入回归模型,结果见表7,交乘项系数均在1%水平显著为正,中美利差或境内本外币贷款利差扩大将促使中国企业借入外币贷款,体现了一定程度的套利动机。因上述人民币汇率预期和利差变量均针对美元,将因变量替换为美元贷款指标( $USDebtScale$ 、 $USDebtRatio1$ 、 $USDebtRatio2$ ,衡量方式同外币贷款指标),上述结论稳健。

表7 中美利差、本外币贷款利差与企业外币贷款

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
因变量	$FDebtScale_{i,t}$		$FDebtRatio1_{i,t}$		$FDebtRatio2_{i,t}$	
自变量	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$
Panel A: $IntMrg$						
$FEPU_t$	0.2689*** (0.0000)	0.3209*** (0.0000)	0.0097*** (0.0000)	0.0118*** (0.0000)	0.0404*** (0.0000)	0.0511*** (0.0000)
$FEPU_t \times IntMrg_t$	0.0498*** (0.0000)	1.0832*** (0.0000)	0.0036*** (0.0000)	0.0665*** (0.0000)	0.0117*** (0.0000)	0.2294*** (0.0000)
调整后的R <sup>2</sup>	0.5246	0.5233	0.4519	0.4507	0.4528	0.4517

(续表)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
因变量	$FDebtScale_{i,t}$		$FDebtRatio1_{i,t}$		$FDebtRatio2_{i,t}$	
自变量	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$
Panel B: $LFC$						
$FEPU_t$	0.3418*** (0.0000)	0.4349*** (0.0000)	0.0149*** (0.0000)	0.0181*** (0.0000)	0.0576*** (0.0000)	0.0758*** (0.0000)
$FEPU_t \times LFC_t$	0.0268*** (0.0000)	0.5672*** (0.0000)	0.0019*** (0.0000)	0.0328*** (0.0000)	0.0063*** (0.0000)	0.1205*** (0.0000)
调整后的 R <sup>2</sup>	0.5234	0.5213	0.4496	0.4479	0.4509	0.4491
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
样本量	24 641	24 641	24 641	24 641	20 543	20 543

### (三) 稳健性检验

1. 内生性问题。汇率政策调整与微观企业融资反向因果关系较弱,但可能存在同时影响汇率政策不确定性和企业外币贷款的遗漏变量带来的内生性问题。现有研究常用美国经济政策不确定性、以贸易额或GDP等加权的主要国家的政策不确定性均值等作为工具变量进行两阶段估计(张成思和刘贯春,2018;田国强和李双建,2020)。聚焦至汇率政策,美国调整货币政策将影响其他国家尤其是新兴市场国家的汇率政策甚至货币政策应对(Lakdawala *et al.*, 2021)和投资者风险认知(陈雷和范小云,2017),如中国可能调整外汇储备资产构成或对资本项目进行特殊监管以应对美联储调息或缩表可能带来的流动性风险。此外,美国或其他国家的金融机构发起的以美元计价的债务资本受到美国货币政策调整的影响(Takáts and Temesváry, 2021),美国货币政策也将通过全球金融周期作用于跨境资本流动(谭小芬和虞梦微,2021)。综上,美国货币政策不确定性可能通过影响中国汇率政策调整并进一步作用于企业外币贷款。本部分选取滞后1年的美国货币政策不确定性( $USMPU$ )为工具变量。考虑到企业外币贷款决策可能存在连续性(惯性)和自相关性,将滞后一期的被解释变量纳入模型中,进行工具变量的动态面板GMM估计,IV-GMM结果如表8所示。Anderson canon. corr. LM统计量的P值均小于0.1,拒绝工具变量识别不足的原假设;Cragg-Donald Wald F统计量均大于相应的Stock-Yogo临界值16.38,拒绝弱工具变量的原假设,即工具变量的选取是适宜的。采用IV-GMM估计后,汇率政策不确定性对中国企业外币贷款正向影响的结论稳健。

此外，VIX(标普500指数波动率)是常见的衡量全球金融周期(或全球风险规避程度)或美国股票市场波动程度指标，全球金融周期影响跨境资本流动(谭小芬和虞梦微，2021)，而跨国家或跨市场风险传染中股票市场往往是风险输出方(杨子晖等，2020)。中国外汇市场调控可能受到美国股票市场波动风险的影响，为避免工具变量主观选择偏差，使用滞后期标准普尔500波动率指数作为替代工具变量，IV-GMM估计结果稳健<sup>①</sup>。

表8 稳健性检验：工具变量法

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
因变量	$FDebtScale_{i,t}$		$FDebtRatio1_{i,t}$		$FDebtRatio2_{i,t}$	
自变量	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$
$FEPU_t$	0.3112*** (0.0000)	0.6640*** (0.0000)	0.0108*** (0.0000)	0.0229*** (0.0000)	0.0438*** (0.0000)	0.0930*** (0.0000)
$Y_{i,t-1}$	0.0354*** (0.0000)	0.0354*** (0.0000)	0.2410*** (0.0000)	0.2418*** (0.0000)	0.2408*** (0.0000)	0.2417*** (0.0000)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Anderson canon. corr. LM 统计量P值	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
Cragg-Donald Wald F统计量 [Stock-Yogo临界值]	3.0e+04 [16.38]	1.8e+04 [16.38]	3.0e+04 [16.38]	1.8e+04 [16.38]	2.4e+04 [16.38]	1.4e+04 [16.38]

2. 其他稳健性检验。第一，扩展样本区间。前文使用2010-2019年数据以缓解金融危机等外部冲击下可能存在的异常值问题，因外币债务等变量详细数据最早可追溯至2007年，将样本扩展至2007-2021年后结果稳健。第二，替换因变量衡量方式。前文外币贷款变量是针对已获得的外币贷款存量，忽视了企业未达成的外币贷款初始需求和外币贷款增量，且连续性指标存在右偏特征。本部分分别定义哑变量 $FDebtDum1_{i,t}$ ，即当公司发布公告有意申请外币贷款时取1，否则取0； $FDebtDum2_{i,t}$ ，即当公司外币贷款规模较上年有新增时取1，否则取0。替换因变量后，Logit回归结果稳健。第三，替换自变量衡量方式。为缓解Huang and Luk(2020)基于广泛媒体报道构建的汇率政策不确定性指标中非政策性因素影响，本文基于政府官方报纸《人民日报》《人民日报海外版》《光明日报》重新构建相应指数作为替换，结果稳健。第四，分

① 使用VIX作为工具变量的IV-GMM估计结果和其他稳健性检验结果，详见网站附录八。

离企业异质性感知和宏观冲击。本文将企业层面汇率感知分解为宏观层面汇率政策不确定性的贡献和企业个体因素引起的汇率感知,在考虑企业异质性感知后,前者仍显著作用于外币贷款。第五,控制行业-年度和城市-年度固定效应。企业投融资往往受所处行业周期性及区域特征影响,控制行业-时间固定效应和城市-年度固定效应后,结果稳健。第六,控制其他政策不确定性。为分离汇率政策不确定性的增量作用,进一步控制财政、贸易、货币等政策不确定性与宏观审慎政策指标,结果稳健。

## 五 进一步研究与拓展性检验

### (一) 汇率政策不确定性与企业外币贷款关系的替代性解释

1. 企业外币贷款的政策环境利好。企业外币贷款包括境内外汇贷款以及跨境贷款,前者包含国内现汇贷款、境外筹资转贷款等。近年来,中国逐步简化企业使用国内外汇贷款的审批环节和管理手续,便利银行向国内企业发放外汇贷款,同时积极调整外债管理方式;2016年央行进一步扩大企业及金融机构的融资渠道,建立了宏观审慎规则下基于微观主体资本或净资产的跨境融资约束机制,企业和金融机构均可按规定自主开展本外币跨境融资;2018年起,分层次开展外债便利化试点。这些措施均以扩大企业融资渠道为方向,企业外币贷款将受外币政策环境利好的积极影响。本部分将国家层面的跨境融资限制和金融机构外汇贷款水平纳入考虑,避免汇率政策不确定性对企业外币贷款的影响存在替代性解释。

首先,中国对资本管制的调控是逐步实施的,跨境银行的债权资本流动受到各国政策不确定性的影响(谭小芬和左振颖,2020)。参考谭小芬和虞梦微(2021)、苟琴等(2022)等,本文采用国际收支平衡表中资本和金融项目负债端的“其他投资”金额(*MacroFDebt*)替代衡量跨境信贷融资政策环境,该指标在一定程度上表明国家层面的跨境银行贷款形式的资本流入(其他形式还包括FDI、债务类证券投资、股票类证券投资)。其次,使用中国人民银行统计的“金融机构外汇贷款余额增速”(*MacroIFDebt*)衡量企业面临的境内金融机构提供的外汇贷款环境<sup>①</sup>。参考Kaviani *et al.*(2020)的研究,在基础模型中加入上述两个变量的滞后期值<sup>②</sup>,回归结果见表9。中国逐渐放开跨

<sup>①</sup> 本部分也使用金融机构外汇信贷收支中的境内外汇贷款总计、境内外汇贷款与金融机构全部外汇资金来源的比值(即金融机构外汇贷存比)作为境内外汇贷款供给情况的替换指标,结果未发生实质变化。

<sup>②</sup> *MacroFDebt*、*MacroIFDebt* 和同期GDP增速、M2增速等宏观控制变量相关性较强(经济增长快的年份,跨境贷款形式资本流入规模大,金融机构外汇贷款余额增速快),因此做滞后期处理。

境信贷融资限制和国内金融行业涉外业务发展均积极作用于企业外币贷款，汇率政策不确定性与企业外币贷款之间的正相关关系仍然成立。

表9 排除替代性解释：利好的外币贷款环境

因变量	FDebtScale <sub><i>i,t</i></sub>		FDebtRatio1 <sub><i>i,t</i></sub>		FDebtRatio2 <sub><i>i,t</i></sub>	
	FEPU1 <sub><i>t</i></sub>	FEPU2 <sub><i>t</i></sub>	FEPU1 <sub><i>t</i></sub>	FEPU2 <sub><i>t</i></sub>	FEPU1 <sub><i>t</i></sub>	FEPU2 <sub><i>t</i></sub>
自变量						
FEPU <sub><i>t</i></sub>	0.4923*** (0.0000)	1.7573*** (0.0000)	0.0226*** (0.0000)	0.0882*** (0.0000)	0.0831*** (0.0000)	0.3231*** (0.0000)
MacroFDebt <sub><i>t-1</i></sub>	0.0572*** (0.0000)	0.1983*** (0.0000)	0.0032*** (0.0000)	0.0106*** (0.0000)	0.0108*** (0.0000)	0.0378*** (0.0000)
MacroIFDebt <sub><i>t-1</i></sub>	0.3830*** (0.0000)	0.4398*** (0.0000)	0.0240*** (0.0000)	0.0184*** (0.0002)	0.0733*** (0.0000)	0.0817*** (0.0000)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后的R <sup>2</sup>	0.5266	0.5257	0.4529	0.4529	0.4537	0.4537
样本量	24 641	24 641	24 641	24 641	20 543	20 543

2. 同期汇率波动的影响。本文解释变量为宏观层面汇率政策不确定性，汇率政策因对外汇市场、国际收支等方面的调控作用于汇率波动(朱孟楠等, 2015; Kuersteiner *et al.*, 2018), 但同时, 汇率波动还受到经济基本面、通货膨胀、投资者情绪等多因素影响(Calderón and Kubota, 2018)。那么, 汇率政策不确定性与企业外币贷款之间的正相关关系可部分由同期汇率波动或非政策性的汇率波动来解释。为厘清汇率政策不确定性的增量作用, 本部分进一步控制汇率波动变量。现有文献多使用企业或行业层面有效汇率来衡量中国工业企业面临的实际汇率波动(毛日昇和陈瑶雯, 2021), 但A股上市公司进出口明细数据可获得性受限, 而企业投融资可能因影响中间品或产成品进出口进而再作用于企业层面有效汇率, 带来反向因果关系。基于此, 本部分控制了行业层面基于增加值的有效汇率水平变化及其波动程度, 数据来自中国社会科学世界政治研究所异质性有效汇率数据库(IWEP-HEER Database), 按照公司所处证监会行业代码精确匹配后, 计算各行业在各年度内有效汇率均值的增加值( $\Delta IND\_ER$ )与标准差( $\sigma IND\_ER$ ), 加入模型(2)进行回归。表10的回归结果显示, 行业层面有效汇率升值与波幅增加均显著正向作用于企业外币贷款, 汇率政策不确定性的积极作用依然稳健。这在一定程度上可以说明, 除汇率波动外,

汇率政策不确定性对企业外币贷款的边际效应部分来源于汇率政策对资本项目、金融机构外汇业务等方面的调控,实体企业面临国际结算和外汇买卖条件不确定性加剧时,倾向于使用外币贷款对冲汇率风险。

表 10 排除替代性解释:同期汇率波动

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
因变量	$FDebtScale_{i,t}$		$FDebtRatio1_{i,t}$		$FDebtRatio2_{i,t}$	
自变量	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$	$FEPU1_t$	$FEPU2_t$
$FEPU_t$	0.2853*** (0.0000)	0.2636*** (0.0000)	0.0114*** (0.0000)	0.0095*** (0.0003)	0.0469*** (0.0000)	0.0458*** (0.0000)
$\Delta IND\_ER_t$	1.0484*** (0.0000)	1.1062*** (0.0000)	0.0746*** (0.0000)	0.0756*** (0.0000)	0.2310*** (0.0000)	0.2442*** (0.0000)
$\sigma IND\_ER_t$	0.0480*** (0.0000)	0.0430*** (0.0000)	0.0029*** (0.0000)	0.0028*** (0.0000)	0.0087*** (0.0000)	0.0078*** (0.0000)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制
调整后的 R <sup>2</sup>	0.5215	0.5191	0.4501	0.4487	0.4525	0.4506
样本量	23 922	23 922	23 922	23 922	19 931	19 931

## (二) 汇率政策不确定性与企业外币贷款期限

企业面临的汇率风险环境使其对不同期限外币贷款的需求存在差异(郭飞等, 2018), 外币债务期限影响企业投资决策(Caballero, 2021)。企业从境内外金融机构取得外币贷款与境外发行债券均属外债管理范畴, 根据《外债管理暂行办法》(2003年3月实施)和《外债登记管理办法》(汇发[2013]19号), 境内企业中长期外债应当按批准用途合理使用, 短期外债主要用作流动资金, 不得用于固定资产投资等中长期用途。在银行层面, 因无法任意对长期贷款予以停贷, 而短期贷款到期后可不予展期, 银行出于控制风险和管理效率等原因倾向于短期贷款。表 11 的 Panel A 报告了将模型(2)中因变量替换为外币短期和长期贷款规模( $ShortFDebt$  和  $LongFDebt$ , 分别为外币短期和长期贷款期末余额加 1 取对数, 并标准化处理)以及外币短期贷款占全部外币贷款的比例( $ShortFRatio$ , 外币短期贷款占外币贷款比例)的回归结果。汇率政策不确定性促使外币短期与长期贷款不同程度增加; 在有外币贷款的子样本中, 汇率政策不确定性促使外币短期贷款占比增加。综上, 汇率政策不确定性促使企业借入更多外币短期贷款, 企业对短期负债的调整动机强于长期负债。

表 11 汇率政策不确定性与企业债务融资结构

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
自变量	$FEPU_{1,t}$	$FEPU_{2,t}$	$FEPU_{1,t}$	$FEPU_{2,t}$	$FEPU_{1,t}$	$FEPU_{2,t}$
Panel A 因变量	$ShortFDebt_{i,t}$		$LongFDebt_{i,t}$		$ShortFRatio_{i,t}$	
$FEPU_{1,t}$	0.2912*** (0.0000)	0.2335*** (0.0000)	0.1296*** (0.0000)	0.1081** (0.0219)	0.1583*** (0.0000)	0.1444*** (0.0004)
调整后的R <sup>2</sup>	0.4777	0.4750	0.4397	0.4392	0.5117	0.5081
样本量	24 641	24 641	24 641	24 641	5700	5700
Panel B 因变量	$LoanLev1_{i,t}$		$LoanLev2_{i,t}$		$LoanLev3_{i,t}$	
$FEPU_{1,t}$	-0.0141*** (0.0000)	-0.0212*** (0.0000)	-0.0210*** (0.0000)	-0.0297*** (0.0000)	-0.0083*** (0.0035)	-0.0110** (0.0147)
调整后的R <sup>2</sup>	0.7425	0.7425	0.7808	0.7807	0.7560	0.7560
样本量	24 616	24 616	24 616	24 616	24 616	24 616
Panel C 因变量	$Leverage_{i,t}$		$Deleveraging_{i,t}$		$TradeCredit_{i,t}$	
$FEPU_{1,t}$	-0.0195*** (0.0000)	-0.0272*** (0.0000)	-0.0502*** (0.0000)	-0.0771*** (0.0000)	0.0450*** (0.0000)	0.0509*** (0.0001)
调整后的R <sup>2</sup>	0.8610	0.8609	0.1986	0.1984	0.5523	0.5519
样本量	24 146	24 146	24 146	24 146	24 607	24 607
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

### (三) 汇率政策不确定性与企业整体债务融资

已有文献发现经济政策不确定性或汇率不利冲击将约束银行信贷供给与企业信贷融资(张成思和刘贯春,2018;Huang *et al.*,2019;Kaviani *et al.*,2020;Deng,2020;田国强和李双建,2020;Caballero,2021;邓伟等,2022)。前文发现汇率政策不确定性提升了企业外币贷款规模及其在总负债中的占比,这是否偏离“去杠杆”政策?为厘清此问题,本部分对企业有息负债杠杆率和整体财务杠杆率进行研究,以期从债务币种维度为“结构性去杠杆”提供解答。本文使用3个指标衡量有息负债率:①企业长短期贷款总额占总资产比例( $LoanLev1$ );②从 $LoanLev1$ 分母即总资产中剔除应付账款、应付职工薪酬等与银行融资无关的应付款项,使用长短期贷款总额占长短期贷款与所有者权益之和的比例作为第2个指标( $LoanLev2$ );③将发行债券纳入考虑,使用(短期借款+长期借款+应付短期债券+应付债券)/总资产的比例作为第3个有息负债率指标( $LoanLev3$ )。将模型(2)因变量替换为以上指标,回归结果见表11的Panel B,汇率政策不确定性对企业整体有息负债有显著抑制作用,与现有文献有关政策不确定性

约束银行信贷的结论一致<sup>①</sup>。

将有息债务拓宽至企业整体财务杠杆,本文使用账面杠杆率( $Leverage$ =账面负债/账面资产)<sup>②</sup>进行衡量;同时,采用财务杠杆率变化( $Deleveraging$ =本期账面资产负债率增量/上期末账面资产负债率)作为去杠杆程度的衡量指标, $Deleveraging$ 越小说明去杠杆的程度越高。替换因变量后的回归结果如表11的Panel C第(1)–(4)列所示,汇率政策不确定性对企业整体财务杠杆起到约束作用。此外,商业信用常被看作银行信贷融资的替代或补充,本文对企业商业信用融资<sup>③</sup>进行检验,回归结果如表11的Panel C第(5)–(6)列所示,汇率政策不确定性积极作用于企业商业信用融资。综上,不持续的汇率政策环境在整体上会约束企业财务杠杆和有息负债率,但促使企业积极调整信贷币种结构、寻找替代性融资。

#### (四)汇率政策不确定性与企业外币贷款的价值效应

企业持有外币债务显著影响其股价表现(Bruno and Shin, 2017; Bruno and Shin, 2020),若企业在面临汇率政策不确定性加剧时借入外币贷款表现为风险对冲和成本节约动机,那么,在汇率政策不确定性较高或较低的时期,企业持有外币贷款对企业价值有何影响?为回答此问题,本文按照 $FEPU1$ 相对较高和较低的年度进行分组<sup>④</sup>,对不同年度样本的外币贷款与企业价值的关系进行检验。本部分使用基于股价计算的 $TobinQ$ 和购买-持有收益率( $BHAR$ )作为企业价值的替代指标。其中, $TobinQ$ =(权益市值+负债账面价值)/资产账面价值; $BHAR=\prod_{p=1}^t(1+R_{i,p})/\prod_{p=1}^t(1+R_{m,p})$ , $R_{i,p}$ 为公司 $i$ 在 $p$ 月度的考虑现金红利再投资的个股回报率, $R_{m,p}$ 为公司 $i$ 所在分市场在 $p$ 月度的考虑现金红利再投资的市场回报率(流通市值加权平均),其中 $t$ 为年度标识, $p$ 为月度标识。企业价值变量取未来1期值;自变量分别选取 $t$ 年末有无外币贷款哑变量( $FDebt_{i,t}$ )、外币贷款规模( $FDebtScale_{i,t}$ )、外币贷款占总负债比例( $FDebtRatio1_{i,t}$ ),旨在分层次探索外币贷款决策对企业价值的影响,回归结果见表12。回归结果显示,外币贷款变量的系数均仅在汇率政策不确定性较高的

① 进一步从银行信贷资金供给角度进行研究发现,当汇率政策不确定性加剧时,银行流动性创造水平减弱,吸收存款增加,但贷存比显著降低,银行整体呈“惜贷”状态,从信贷资金供给角度支撑企业整体有息负债降低的结论。银行角度的检验过程和结论见网站附录九。

② 替换分母为权益市值与账面负债之和计算市值杠杆率,替换账面杠杆率后,结论稳健。

③ 本文采用(应付账款+应付票据-预付款项净额)/营业成本作为商业信用融资衡量指标,或将分母中的营业成本替换为账面负债作为稳健性指标,回归结果未发生实质变化。

④ 将样本以 $FEPU1$ 和 $FEPU2$ 中位数分组结果略有不一致,但2010、2015和2016年同属两个指标下汇率政策不确定性较高的年度,分组检验结论类似。

年度样本中显著为正,企业通过承担低成本的外币债务来应对汇率风险有利于价值增值;在汇率政策不确定相对较低时,企业借入外币贷款对价值增值没有明显影响。这一结果可能来源于在汇率政策环境较为稳定时,企业的汇率风险对冲和套利动机均降低,此时企业持有的外币债务相对较少,低利息成本的外币贷款对企业价值影响不大。

表 12 企业外币贷款的经济后果

分组 自变量	FEPU1 高(>中位数)			FEPU1 低(<中位数)		
	(1) $FDebt_{i,t}$	(2) $FDebtScale_{i,t}$	(3) $FDebRatio1_{i,t}$	(4) $FDebt_{i,t}$	(5) $FDebtScale_{i,t}$	(6) $FDebRatio1_{i,t}$
Panel A 因变量	$TobinQ_{i,t+1}$					
外币贷款	0.1153*** (0.0083)	0.0525*** (0.0055)	1.0552*** (0.0049)	0.0340 (0.1793)	0.0180 (0.1016)	-0.2988 (0.2526)
样本量	10 075	10 075	10 075	13 650	13 650	13 650
Panel B 因变量	$BHAR_{i,t+1}$					
外币贷款	0.0442*** (0.0019)	0.0195*** (0.0018)	0.2396** (0.0324)	0.0095 (0.3638)	0.0044 (0.3359)	-0.0769 (0.4117)
样本量	10 409	10 409	10 409	13 977	13 977	13 977
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
公司固定效应	控制	控制	控制	控制	控制	控制

## 六 结论与启示

基于媒体新闻报道关键词频率和宏观经济指标预测误差条件偏离度计算汇率政策不确定性指数,本文研究发现:汇率政策不确定性与企业外币贷款之间显著正相关,且在财务风险和汇率风险敞口更大、企业层面的汇率感知更强的样本中表现更为明显,人民币贬值预期、本外币利差分别负向、正向调节两者关系。中国企业借入外币贷款存在风险对冲与套利动机。进一步,对外币贷款期限的研究表明,汇率政策不确定性促使外币短期与长期贷款不同程度的增加,外币短期贷款上升程度相对更高;对贷款币种结构的研究表明,汇率政策不确定性约束了整体财务杠杆和有息负债,企业相对本币债务倾向于借入外币;对外币贷款经济后果的研究表明,在汇率政策不确定性较高时期,企业借入外币贷款更有利于价值增值。本文关注调控国际收支与外汇市场的汇率政策,扩充了汇率波动经济后果的研究范畴;以外币贷款为研究对象,补充了企业信贷融资影响因素和债务币种管理的文献,有助于引导“大循环+双循环”新发展格局下企业充分利用国内国际两个市场资源,在不确定性中寻找确定性。

本文的政策含义在于:首先,监管层应明确汇率政策调整对企业财务决策的潜在影

响,在宏观和微观层面厘清增长与风险的关系。近年来,国际关系复杂程度增加,美联储调息、其他国家利率决议等外部风险性因素增加,人民币汇率双向波幅增大,在汇率政策调整时,监管部门需预估外汇市场和实体企业可能的反应,引导金融机构提供多样化服务,如提供外汇贷款、外汇衍生品等支持企业涉外业务发展,逐步提升外汇市场服务实体经济的能力。其次,企业应积极探索利用国内国外两个市场资源,在风险可控前提下开展外币融资。目前A股上市公司外币贷款水平整体不高,除境内金融机构提供的外汇贷款外,跨境融资是企业未来充分利用国外市场资源的途径。2022年5月,国务院《关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》(国发[2022]12号)明确拓宽企业跨境融资渠道,支持符合条件的高新技术和“专精特新”企业开展外债便利化额度试点。在系统性风险防范的前提下,企业境外发债、跨境借款不仅可以募集低成本资金,也有利于深度参与全球价值链。最后,企业需树立风险中性意识,灵活使用各类对冲工具。涉外业务较多的企业可使用外币债务对冲资产端汇率风险敞口、实现自然匹配,但同时需注意外币债务隐含的偿债风险和负债端汇率风险,如未预期的本币贬值可能给持有大规模外币债务的企业带来损失。由此,企业应遵循“保值”而非“增值”为核心的汇率风险管理原则,聚焦主业、套保避险,减少投机性套利行为。

#### 参考文献:

- 曹伟、冯颖姣、余晨阳、万谋(2022):《人民币汇率变动、企业创新与制造业全要素生产率》,《经济研究》第3期。
- 陈雷、范小云(2017):《套息交易、汇率波动和货币政策》,《世界经济》第11期。
- 邓贵川、谢丹阳(2020):《支付时滞、汇率传递与宏观经济波动》,《经济研究》第2期。
- 丁剑平、陆晓琴、胡昊(2020):《汇率对企业杠杆率影响的机理与效应:来自中国企业的证据》,《世界经济》第10期。
- 邓伟、宋清华、杨名(2022):《经济政策不确定性与商业银行资产避险》,《经济学(季刊)》第1期。
- 葛劲峰、郑志伟、袁志刚(2022):《企业海外发债与套息交易》,《世界经济》第8期。
- 苟琴、耿亚莹、谭小芬(2022):《跨境资本涌入与非金融企业杠杆率》,《世界经济》第4期。
- 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》,《金融研究》第3期。
- 刘贵春、张军、刘媛媛(2022):《宏观经济环境、风险感知与政策不确定性》,《世界经济》第8期。
- 路继业、张娆(2021):《新兴经济体汇率制度选择:状态依存的视角》,《经济研究》第2期。
- 毛日昇、陈瑶雯(2021):《汇率变动、产品再配置与行业出口质量》,《经济研究》第2期。
- 缪延亮、郝阳、杨媛媛(2021):《外汇储备、全球流动性与汇率的决定》,《经济研究》第8期。
- 谭小芬、虞梦微(2021):《全球金融周期与跨境资本流动》,《金融研究》第10期。
- 谭小芬、左振颖(2020):《经济政策不确定性对跨境银行资本流出的影响》,《世界经济》第5期。
- 田国强、李双建(2020):《经济政策不确定性与银行流动性创造:来自中国的经验证据》,《经济研究》第11期。

## 汇率政策不确定性与企业信贷融资：基于外币贷款视角

王道平、范小云、陈雷(2017):《可置信政策、汇率制度与货币危机:国际经验与人民币汇率市场化改革启示》,《经济研究》第12期。

肖立晟、杨娇辉、李颖婷、朱昱昭(2021):《中国经济基本面、央行干预与人民币汇率预期》,《世界经济》第9期。

杨子晖、陈里璇、陈雨恬(2020):《经济政策不确定性与系统性金融风险的跨市场传染——基于非线性网络关联的研究》,《经济研究》第1期。

杨子晖、李东承、王姝黛(2022):《合成网络新视角下的输入性金融风险研究》,《中国工业经济》第3期。

张成思、刘贯春(2018):《中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角》,《经济研究》第12期。

张成思、孙宇辰、阮睿(2021):《宏观经济感知、货币政策与微观企业投融资行为》,《经济研究》第10期。

张夏、汪亚楠、施炳展(2020):《事实汇率制度、企业生产率与出口产品质量》,《世界经济》第1期。

张勇、赵军柱、姜伟(2021):《二元悖论是否是真实的货币政策约束》,《世界经济》第4期。

朱孟楠、赵茜、王宇光(2015):《人民币汇率变动的政治诱因——基于美国政治周期外溢效应的考察》,《管理世界》第4期。

[美]查尔斯·恩格尔(2019):《关于国际资本流动管理和汇率政策的几点思考》,《经济学(季刊)》第2期。

Acharya, V. V. and Vij, S. “Foreign Currency Borrowing of Corporations as Carry Trades: Evidence from India.” *NBER Working Paper*, 2020.

Adler, G. and Mano, R. C. “The Cost of Foreign Exchange Intervention: Concepts and Measurement.” *Journal of Macroeconomics*, 2021, 67, 103045.

Allayannis, G.; Brown, G. W. and Klapper, L. F. “Capital Structure and Financial Risk: Evidence from Foreign Debt Use in East Asia.” *Journal of Finance*, 2003, 58(6), pp. 2667–2710.

Altig, D.; Baker, S.; Barrero, J. M.; Bloom, N.; Bunn, P.; Chen, S.; Davis, S. J.; Leather, J.; Meyer, B.; Mihaylov, E.; Mizen, P.; Parker, N.; Renault, T.; Smietanka, P. and Smietanka, G. “Economic Uncertainty before and during the COVID–19 Pandemic.” *Journal of Public Economics*, 2020, 191, 104274.

Bae, S. C.; Kim, H. S. and Kwon, T. H. “Foreign Currency Borrowing Surrounding the Global Financial Crisis: Evidence from Korea.” *Journal of Business Finance & Accounting*, 2020, 47(5–6), pp. 786–817.

Baker, S. R.; Bloom, N. and Davis, S. J. “Measuring Economic Policy Uncertainty.” *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, 131(4), pp. 1593–1636.

Bocola, L. and Lorenzoni, G. “Financial Crises, Dollarization, and Lending of Last Resort in Open Economies.” *The American Economic Review*, 2020, 110(8), pp. 2524–2557.

Brown, M.; Ongena, S. and Yesin, P. “Foreign Currency Borrowing by Small Firms in the Transition Economies.” *Journal of Financial Intermediation*, 2011, 20(3), pp. 285–302.

Bruno, V. and Shin, H. S. “Global Dollar Credit and Carry Trades: A Firm–Level Analysis.” *Review of Financial Studies*, 2017, 30(3), pp. 703–749.

Bruno, V. and Shin, H. S. “Currency Depreciation and Emerging Market Corporate Distress.” *Management Science*, 2020, 66(5), pp. 1935–1961.

Caballero, J. “Corporate Dollar Debt and Depreciations: All’s Well That Ends Well?” *Journal of Banking &*

*Finance*, 2021, 106185.

Calderón, C. and Kubota, M. “Does Higher Openness Cause More Real Exchange Rate Volatility?” *Journal of International Economics*, 2018, 110, pp. 176–204.

Chang, R. “Foreign Exchange Intervention Redux.” *NBER Working Paper*, 2018.

Dao, M. C.; Minoiu, C. and Ostry, J. D. “Corporate Investment and the Real Exchange Rate.” *Journal of International Economics*, 2021, 131, 103437.

De Marco, F. “Bank Lending and the European Sovereign Debt Crisis.” *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 2019, 54(1), pp. 155–182.

Delis, M. D.; Politsidis, P. N. and Sarno, L. “The Cost of Foreign–Currency Lending.” *Journal of Banking & Finance*, 2022, 136, 106398.

Deng, Z. “Foreign Exchange Risk, Hedging, and Tax–Motivated Outbound Income Shifting.” *Journal of Accounting Research*, 2020, 58(4), pp. 953–987.

Favara, G., Gao, J., and Giannetti, M. “Uncertainty, Access to Debt, and Firm Precautionary Behavior.” *Journal of Financial Economics*, 2021, 141(2), pp.436–453.

Fornaro, L. “Financial Crises and Exchange Rate Policy.” *Journal of International Economics*, 2015, 95(2), pp. 202–215.

Frank, M. Z. and Shen, T. “US Dollar Debt Issuance by Chinese Firms.” Working paper, 2016, Available at SSRN 2847061.

Galvez, J.; Gambacorta, L.; Mayordomo, S. and Serena, J. M. “Dollar Borrowing, Firm Credit Risk, and FX–Hedged Funding Opportunities.” *Journal of Corporate Finance*, 2021, 68, 101945.

Hassan, T. A.; Hollander, S.; Van Lent, L. and Tahoun, A. “Firm–Level Political Risk: Measurement and Effects.” *The Quarterly Journal of Economics*, 2019, 134(4), pp. 2135–2202.

Harasztosi, P. and Kátay, G. “Currency Matching by Non–Financial Corporations.” *Journal of Banking & Finance*, 2020, 113, 105739.

Houston, J. F.; Itzkowitz, J. and Naranjo, A. “Borrowing beyond Borders: Foreign Assets, Lender Choice, and Loan Pricing in the Syndicated Bank Loan Market.” *Journal of Corporate Finance*, 2017, 42, pp. 315–334.

Huang, P.; Huang, H. Y. and Zhang, Y. “Do Firms Hedge with Foreign Currency Derivatives for Employees?” *Journal of Financial Economics*, 2019, 133(2), pp. 418–440.

Huang, Y. and Luk, P. “Measuring Economic Policy Uncertainty in China.” *China Economic Review*, 2020, 59, 101367.

Jurado, K.; Ludvigson, S. C. and Ng, S. “Measuring Uncertainty.” *The American Economic Review*, 2015, 105(3), pp. 1177–1216.

Kaviani, M. S.; Kryzanowski, L.; Maleki, H. and Savor, P. “Policy Uncertainty and Corporate Credit Spreads.” *Journal of Financial Economics*, 2020, 138(3), pp. 838–865.

Kuersteiner, G. M.; Phillips, D. C. and Villamizar–Villegas, M. “Effective Sterilized Foreign Exchange Intervention? Evidence from a Rule–Based Policy.” *Journal of International Economics*, 2018, 113, pp. 118–138.

Lakdawala, A.; Moreland, T. and Schaffer, M. “The International Spillover Effects of US Monetary Policy Uncertainty.” *Journal of International Economics*, 2021, 103525.

McBrady, M. R. and Schill, M. J. “Foreign Currency-Denominated Borrowing in the Absence of Operating Incentives.” *Journal of Financial Economics*, 2007, 86(1), pp. 145-177.

Mora, N.; Neaime, S. and Aintablian, S. “Foreign Currency Borrowing by Small Firms in Emerging Markets: When Domestic Banks Intermediate Dollars.” *Journal of Banking & Finance*, 2013, 37(3), pp. 1093-1107.

Niepmann, F. and Schmidt-Eisenlohr, T. “Foreign Currency Loans and Credit Risk: Evidence from US Banks.” *Journal of International Economics*, 2022, 103558.

Salomao, J. and Varela, L. “Exchange Rate Exposure and Firm Dynamics.” *Review of Economic Studies*, 2022, 89(1), pp. 481-514.

Takáts, E. and Temesváry, J. “How Does the Interaction of Macroprudential and Monetary Policies Affect Cross-Border Bank Lending?” *Journal of International Economics*, 2021, 132, 103521.

Tong, H. and Wei, S. J. “Endogenous Corporate Leverage Response to a Safer Macro Environment: The Case of Foreign Exchange Reserve Accumulation.” *Journal of International Economics*, 2021, 103499.

## Foreign Exchange Policy Uncertainty and Corporate Credit Financing from the Foreign Currency Loan Perspective

Meng Wei; Jiang Guohua

**Abstract:** The adjustments of foreign exchange policy and uncertain expectations of micro entities on the policy implementation, both form *Foreign Exchange Policy Uncertainty (FEPU)*. From the perspective of foreign currency loan, this paper explores the effect of *FEPU* on firm credit financing. The results show that compared to local currency debt, *FEPU* contributes to a significant increase in firm foreign currency loans. The relation still holds after controlling for favorable credit policy and exchange rate fluctuations during the same period. Besides, the positive effect is more obvious in the sample with higher financial or exchange risk and stronger perception of foreign exchange. The RMB depreciation expectation and interest rate differential between local and foreign currency loan respectively moderate the relation between *FEPU* and firm foreign currency loans negatively and positively. The results confirm the risk hedging and cost saving incentives of firm foreign currency loans. Additional tests show that *FEPU* has a significant restraining effect on firm interest-bearing debt or total leverage ratio, while borrowing foreign currency loans is more conducive to firm value enhancement. This paper has implications for firms to expand financing channels and deal with exchange rate risks under the background of open economy construction.

**Key words:** foreign exchange policy, uncertainty, foreign currency loan, risk hedging, carry trade

**JEL codes:** G32, G38, O24

(截稿:2022年11月 责任编辑:郭若楠 曹永福)