

# 贸易政策不确定性、金融市场化与企业创新型发展：兼论金融市场化协同效应<sup>\*</sup>

司登奎 李小林 孔东民 江 春

**内容提要：**本文试图从金融市场化视角为应对贸易政策不确定性冲击以引领企业创新型发展提供可行性诠释，选取 2003—2018 年中国非金融类上市公司为研究样本，实证检验了贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响，重点探究了不同类型的金融市场化及其协同组合在弱化贸易政策不确定性冲击并促进企业创新型发展中所发挥的作用。经验证据表明，贸易政策不确定性增加不利于企业创新，单一的利率市场化和资本账户开放无法抑制贸易政策不确定性对企业创新的负向冲击，但二者与汇率市场化协同搭配能够有效弱化这一负向冲击。特别地，上述效应在高融资约束、高制度质量和资本密集型地区的企业中尤为明显。在机制上，提高信贷筛选能力、投资者锚定效应和公司治理效率是金融市场化降低贸易政策不确定性对企业创新负向冲击的重要渠道。因此，协同推进金融市场化改革有利于平滑贸易政策频繁变动带来的非预期外部冲击，进而对促进实体经济创新型发展具有重要的实践指导意义。

**关键词：**贸易政策不确定性 金融市场化 创新绩效

**作者简介：**司登奎，青岛大学经济学院教授、博士生导师，266061；

李小林（通讯作者），中国海洋大学经济学院副教授、硕士生导师，266100；

孔东民，华中科技大学经济学院教授、博士生导师，430074；

江 春，武汉大学经济与管理学院教授、博士生导师，430072。

**中图分类号：**F830.2 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2022)04-0053-18

## 一、引言

尽管贸易政策在较大程度上促进了全球经济发展，但贸易促进效应的非均衡特征在近年来逐渐凸显，加之贸易保护主义不断加剧，全球经济一体化进程受到严重冲击。作为出口导向型经济体的典型代表，中国出口贸易的可持续发展受到极大挑战。同时，供给侧结构性改革、僵尸企业处

<sup>\*</sup> 基金项目：国家社科基金重大项目“创新驱动发展战略下全面塑造发展新优势的路径研究”（21ZDA010）；“泰山学者”工程专项经费资助项目（tsqn202103054）；山东省自然科学基金青年项目“房价波动、系统性金融风险与‘双支柱’政策协调机制研究”（ZR2019QG010）。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。李小林电子邮箱：smileman2004@126.com。

置以及地方政府融资平台整顿等一系列政策出台,尤其是面对当前新冠肺炎疫情在全球的蔓延,企业营运面临前所未有的不确定性。为应对非预期外部冲击的潜在不利影响,决策部门相继制定并执行了不同类型的政策为企业纾困。然而,当政策调整的幅度和频率增大时,由此形成的政策不确定性也会进一步增加。作为宏观经济环境的直接作用对象,微观企业的投融资行为势必受到政策调整的影响(李小林等,2021)。特别地,政策不确定性增加不仅会威胁企业的有序运营,而且不利于企业的创新型发展和综合竞争力的提升。

2018年国务院《政府工作报告》明确了加快建设创新型国家的时代要求,着力深入实施创新驱动发展战略,不断增强经济创新力和竞争力。在政策引导与市场激励的双重作用下,整体创新水平显著提高。然而,在创新应用领域,中国依然与发达国家存在一定差距。基于此,在由资本积累主导型高速发展转向创新驱动型高质量发展的过程中,如何优化配置各类要素以塑造创新驱动型增长模式成为经济发展和结构性调整的重要任务。“十四五”规划明确指出,要注重深化金融体制改革,构建金融有效支持实体经济的体制机制,完善金融支持创新体系。因此,在“逆全球化”、贸易保护主义凸显及重大突发事件等非预期外部冲击的现实背景下,深入探究如何发挥金融在应对贸易政策不确定性中的作用,不仅有利于强化金融服务实体经济的结构性调节功能以及培育新形势下我国参与国际合作和竞争的新优势,而且有助于在新时代条件下提高供给质量以及有序完善金融市场体制建设,对抑制贸易政策不确定性的负向冲击以及确保我国经济高质量发展具有重要的现实意义。

从文献演化的发展脉络来看,本文研究与以下两个分支的文献密切相关。

第一个分支的文献聚焦贸易政策不确定性的经济效应,且现有研究主要从企业进出口行为、企业投资行为和企业生产率三个方面展开分析。

首先,贸易政策不确定性对企业进出口行为的影响。研究相继发现,贸易政策不确定性会抑制企业进入市场并对企业出口产生负向冲击(Feng等,2017)。Handley和Limão(2017)从理论层面阐述了贸易政策不确定性会减少企业作为出口商所带来的价值,并降低该企业进入新市场的概率。齐鹰飞和李元飞(2019)基于跨国投入产出网络模型研究发现,贸易政策不确定性冲击可以分解为直接需求侧效应、间接需求侧效应和供给侧资源再配置效应。

其次,贸易政策不确定性对企业投资行为的影响。王义中和宋敏(2014)认为,贸易政策不确定性增加会导致包括投资、产出、消费在内的经济变量大幅下降和剧烈波动。陈国进等(2017)将内生的消费习惯形成因素引入包含贸易政策不确定性在内的资产定价模型中,发现贸易政策不确定性会抑制企业投资行为。江春等(2021)研究发现,贸易政策不确定性增加会通过提高外部融资成本和股权风险溢价抑制企业投资,并对其经营绩效产生不利冲击。

最后,贸易政策不确定性对企业生产率的影响。Handley和Limão(2017)认为,贸易政策不确定性增加倾向于降低企业生产率,不利于产品质量提升。毛其淋(2020)基于准自然实验研究发现,贸易政策不确定性的下降能够显著提高企业生产率,促进企业产品质量提升。谢杰等(2021)将关税约束承诺和企业延迟反应纳入拓展的异质企业模型发现,贸易政策不确定性增加会使得中国企业的价格加成率上升。

第二个分支的文献聚焦企业创新影响因素的研究。现有研究主要从企业薪酬内部差距与公司治理(孔东民等,2017)、管理层晋升压力(王砾等,2018)、高管特征(易靖韬等,2015)、分析师跟踪(陈钦源等,2017)等微观个体特征因素出发围绕创新绩效展开多视角探索,但从金融市场化视角剖析企业创新绩效演化逻辑的研究依然少见。诚然,资本是影响企业创新绩效演化的核心因

素,竞争性的金融体系有利于优化资本配置并促进企业创新绩效提升(戴静等,2020)。从这一角度而言,金融发展结构和质量会对企业的创新绩效产生重要影响。

与已有研究相比,本文的边际贡献主要体现在以下三个方面。

第一,从金融市场化视角为弱化贸易政策不确定性冲击、促进企业创新型发展提供了微观层面的解释。尽管学术界围绕金融改革经济效应的研究取得了丰硕的成果,但有关完善金融市场化改革以促进贸易可持续发展和企业创新绩效提升的研究鲜有涉及,本文的研究能够为深化金融体制机制改革以培育创新型经济提供实践启示。

第二,拓展了微观主体创新影响因素研究的视角。金融市场是创新活动的重要参与者和创新战略的践行者,健全金融市场机制将为更加深入地理解企业创新绩效演化提供新的思路。同时,金融市场化是一项系统性工程,其内容包含多维市场的改革实践方向,不仅包括以“利率市场化”为表征的“对内市场化”,而且包括以“汇率市场化”和“资本账户开放”为主要内容的“对外市场化”。然而,鲜有研究基于细分市场并从协同视角探究金融市场化在弱化贸易政策不确定性冲击中所发挥的作用。本文基于中国金融发展的现实,将金融市场化细分为利率市场化、汇率市场化和资本账户开放,并以此验证金融市场化改革的重要着力点及有效的协同组合,进而强化金融服务实体经济高质量发展的结构性调节功能。

第三,深入探索了金融市场化在弱化贸易政策不确定性对企业创新负向影响中的潜在作用机制,发现提高信贷筛选能力、投资者锚定效应和公司治理效率是弱化上述影响的重要渠道,能够为优化与深化金融供给侧结构性改革进而稳定贸易经济发展提供实践启示。

## 二、理论分析与研究假说

伴随着全球经济一体化的深层次融合,我国多边贸易经济在近年来呈现快速发展态势。然而,作为贸易产品和贸易经济主体的承载者,企业的投资行为受贸易政策的影响愈加明显(江春等,2021)。从理论上而言,作为企业面临的外部风险,贸易政策频繁变化引起的不确定性会通过改变预期对企业的投资决策(包括研发投入)产生重要影响。特别地,当政策变动较为频繁且外部风险增加时,企业无法对经营性现金流、投资收益等自身财务状况以及成长机会、融资成本等外在环境形成稳定的一致性预判,从而会抑制企业的当期投资行为(李凤羽、史永东,2016)。Baum等(2006)指出,当宏观经济环境不稳定时,管理层通常难以准确预测企业自身的财务状况,从而表现出趋同的投融资决策。Song和Lee(2012)发现,外部不确定性增加会加剧企业投资不足、降低企业投资效率。

进一步而言,当贸易政策不确定性增加时,企业经营利润的下降还会恶化资产负债表,作为主要债权人的金融中介会变得更加谨慎,企业的信贷可得性将会进一步降低,由此会对企业的研发投入行为及创新能力产生抑制效应(江春等,2021)。同时,贸易政策不确定性增加亦会降低管理层努力程度的可观测性,加剧投资者与管理层之间的信息不对称,代理成本上升会进一步弱化企业的创新激励效应,因而不利于企业创新绩效的提高(Baum等,2006;李凤羽、史永东,2016)。需要提及的是,实物期权理论强调,可以将企业的投资视为一项待执行期权,企业继续等待的“期权价值”会随着外部不确定性的增加而不断上升,因而无法为促进企业创新提供稳定的研发投入环境。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说1:贸易政策不确定性增加会抑制企业创新。

如前文所言,当贸易政策不确定性增加所形成的非预期外部冲击升高时,企业经营利润的下降会进一步降低金融中介贷款的积极性,由此会对企业的外部融资需求形成不利冲击。同时,从中国的发展现实来看,长期以来的金融管制导致银行信贷更加偏好于政府隐性担保的企业(李志生等,2020;孔东民等,2021),最终导致金融机构的信贷筛选能力下降,因而在非预期外部冲击下,无法有效地为企业融资纾困。然而,随着金融市场化的有序推进以及金融市场体制机制的不断完善,金融机构从市场份额的竞争逐步转向综合服务的竞争。一方面,金融机构对信贷定价拥有一定的自主权,信贷定价扭曲和信贷配给现象得到缓解,信贷配置效率和质量逐渐提升,这对促进企业通过增加研发投入以实现高质量发展具有重要作用(江春等,2021)。另一方面,金融市场化能够改善企业面临的债务融资环境,促使企业将有限的资本配置到具有长远发展价值的创新领域(李志生等,2020),在改善企业资本配置效率的基础上为促进企业实现创新型发展提供资本支持。此外,金融市场化在助推金融市场竞争时,金融机构亦会主动收集和挖掘企业信息,因而有利于提高信息环境的透明度以及信贷资源的“搜寻-匹配”效率。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说2:金融市场化能够通过提高信贷筛选能力而弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响。

当贸易政策不确定性增加时,企业营业收入和经营绩效的下降会进一步收紧融资约束。一方面,企业资产负债表的恶化会使得抵押品价值下降,由此导致企业从正规金融机构获得信贷的能力下降。另一方面,出于避险动机,金融机构倾向于降低信贷资本供给,因而会进一步加剧企业融资约束。作为实体企业创新型发展的基本投入要素,资本通过“规模”效应和“结构”效应两个维度影响微观经济体的创新动能乃至宏观经济增长。其中,前者是指资本水平提高带来的经济增长效应,后者则是指资本在不同部门之间的配置结构改善带来的经济增长效应(刘贯春等,2019)。作为创新资本的重要供给方,投资者不仅要依赖财务报告信息对企业投资机会的潜在回报进行事前评估,而且要借助财务信息对资金的使用情况进行事后监督。换言之,资本的流向和流量在较大程度上受上市公司所披露财务报告信息的影响。

当金融市场化程度不断提升并加剧金融市场竞争时,企业倾向于通过主动披露高质量的财务信息以降低金融机构、企业、投资者之间的信息不对称程度,因而有利于提高投资者的锚定效应(Karpoff 和 Lou,2010)。同时,金融市场化在加剧市场竞争过程中还有利于优化投资者结构,特别是通过吸引长期资本的注入而提高长期投资者占比,这在一定程度上能够发挥资本赋能创新的作用(Kerr 和 Nanda,2009)。特别地,为应对行业竞争,金融机构倾向于提高对会计信息质量的刚性需求,信息质量提升也会在一定程度上提高投资者锚定效应并促进企业创新型发展(Boyd 和 De Nicoló,2005)。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说3:金融市场化能够通过提高投资者锚定效应而弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响。

出于预防性动机,贸易政策不确定性增加倾向于抑制企业的主营业务投资并降低企业的主营业务利润(江春等,2021;司登奎等,2021)。企业改善短期业绩的压力不仅会引发投资者短视行为,而且会加剧其逆向选择和道德风险,特别是通过涉足高收益、高风险的金融投资业务以实现非主营业务获利。然而,对于非金融企业而言,其主营业务在于实体投资与生产,如果越来越多的非金融企业热衷于参与金融业务投资,在寻求金融渠道收益的过程中,极易忽视主营业务的存续和创新,不仅会恶化企业的外部融资环境,而且会降低主营业务投资效率,甚至会加剧管理层和投资者之间的利益冲突(司登奎等,2021)。为迎合短期投资者利益并提升个人荣誉,管理层倾向于从

事相关机会主义行为,特别是将资源过度投入社会责任建设中,这不仅会造成股东财富和企业价值损失,而且会引发代理问题并抑制企业创新(刘贯春等,2019;孔东民等,2021)。

金融市场化的有序推进能够在一定程度上改善信贷资本定价扭曲,通过降低信贷融资成本进而减轻企业对内部现金流的依赖,不仅能够缓解融资约束,而且有助于避免流动性不足导致企业投资效率下降的不利后果。特别地,金融机构不仅能够为借款企业提供信贷融资,而且能够发挥一定的约束和监督功能(胡奕明等,2017),因而有助于提高企业的治理效率。换言之,金融市场化在降低融资成本并扩大信贷供给的同时,还会强化金融机构对企业的监督效应,抑制企业的非效率投资行为,通过弱化企业的委托代理问题而提高其治理效率,这对降低道德风险并引导企业将资本投至具有长远发展意义的创新型业务具有重要的作用。基于上述分析,本文提出如下假说。

假说 4:金融市场化能够通过提高公司治理效率而弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响。

### 三、研究设计

#### (一)模型设定

理论分析表明,贸易政策不确定性增加不利于企业创新,为验证该假说,本文构建如下计量模型进行实证检验:

$$Inno_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 L.tpu_t + \alpha_2 L.Controls_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

进一步地,为探究金融市场化在应对贸易政策不确定性冲击中所发挥的作用,本文在式(1)中纳入金融市场化和贸易政策不确定性的交乘项,构建模型如下:

$$Inno_{it} = \beta_0 + \beta_1 L.tpu_t + \beta_2 L.(fin_t \times tpu_t) + \beta_3 L.fin_t + \beta_4 L.Controls_{it} + u_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中,下标  $i$  表示企业,时期由  $t$  来表示; $Inno$ 、 $tpu$  和  $fin$  分别代表企业创新绩效、贸易政策不确定性和金融市场化,  $Controls$  为控制变量。考虑影响的滞后性,本文分别采用滞后一期的贸易政策不确定性 ( $L.tpu_t$ ) 以及金融市场化和贸易政策不确定性的交乘项 [ $L.(fin_t \times tpu_t)$ ] 作为解释变量,  $u_i$  为个体固定效应,  $\varepsilon_{it}$  为外生扰动项。 $\alpha_1$  用来刻画贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响,  $\beta_2$  描述了金融市场化如何影响贸易政策不确定性与企业创新绩效的关系,依据前文分析,我们预期  $\alpha_1$  的符号为负,  $\beta_2$  的符号为正。

#### (二)指标选取、数据来源与描述性统计

金融市场化的内容不仅包括“对内”市场化,而且包括“对外”市场化。特别地,我国企业获得融资的渠道主要有两个:一是通过以商业银行为代表的金融机构获得资金的间接融资渠道;二是通过资本市场的债券与股权融资获得资金的直接融资渠道。然而,由于我国金融发展的模式是以银行为主导的间接融资体系,直接融资所占比重大远低于间接融资,因此金融市场化的主要表征之一为利率市场化。同时,为建设更高水平的开放型经济新体制,近年来我国金融开放取得了实质性进展。其中,我国大幅放宽金融机构的外资准入限制,并自 2020 年 4 月起全面开放金融市场,金融服务业开放水平全面提升。作为深化金融体制改革的重要内容之一,我国金融开放的根本目的在于优化金融供给结构、提高资本配置效率、加强金融对实体经济的支持。

鉴于此,本文将金融市场化细分为利率市场化、汇率市场化和资本账户开放,分别探讨不同类

型的金融市场化及其协同组合在应对贸易政策不确定性冲击和促进企业创新中所发挥的作用。

对利率市场化(*lir*)的刻画,借鉴蒋海等(2018)的研究,本文从货币市场利率、债券市场利率、存贷款市场利率和理财产品收益率四个维度进行综合刻画。

对汇率市场化(*er*)的刻画,借鉴司登奎等(2018)的研究,本文选用我国央行外汇资产余额的对数差分值得来刻画央行对外汇市场的冲销式干预程度。<sup>①</sup>特别地,当央行外汇干预操作的频率较低、幅度较小时,则认为汇率市场化程度较高。为了从经济学直觉上准确反映汇率市场化的含义,本文取其相反数作为汇率市场化的代理变量。

对资本账户开放(*kopen*)的刻画,本文采用 Chinn 和 Ito(2006)所编制的资本账户开放指数进行衡量,该指数基于主成分分析法对《汇兑安排与汇兑限制年报》“管制分类表”中的是否存在多重汇率、经常项目管制情况、出口结汇要求和资本项目管制情况四项管制信息进行测度,因而能够较为全面地刻画资本账户开放的程度和方向。

对贸易政策不确定性(*tpu*)的度量,借鉴 Huang 和 Luk(2020)的研究,本文基于国内十大代表性报纸<sup>②</sup>的新闻报道,通过提取关键词并对其出现的频率赋权以构建贸易政策不确定性复合指数。

对企业创新绩效(*Inno*)的刻画,本文采用企业当期专利申请量的自然对数进行衡量,该指数越大,表明企业的创新绩效越高。为了保证结果的稳健性,借鉴易靖韬等(2015)、陈钦源等(2017)的研究,本文采用企业当期的专利授权量作为企业创新绩效的代理变量。<sup>③</sup>

借鉴孔东民等(2021)、司登奎等(2021)的研究,本文在模型中纳入如下控制变量:(1)企业规模(*size*),采用企业总资产的自然对数表示;(2)企业年龄(*age*),采用自然年与企业成立年之差予以刻画;(3)固定资产投资占比(*fixa*),采用固定资产净额与企业总资产之比衡量;(4)总资产收益率(*ROA*),采用企业净利润与总资产之比衡量;(5)资产负债率(*lev*),采用企业负债总额与总资产之比衡量;(6)成长机会(*tobinq*),采用(股票市值+债务总额)与总资产之比表示;(7)管理层持股比例(*MH*),采用企业“董监高”持股份额表示;(8)宏观经济增长(*gdp*),采用国内生产总值的自然对数表示;(9)货币供给(*M2*),采用货币供给同比增长率表示。

本文选取 2003—2018 年中国非金融类上市公司为研究样本,数据来源于 CSMAR 数据库。本文首先剔除金融及保险行业的上市公司,其次剔除 ST 和\*ST 公司,最后剔除主要变量缺失的观测值。为了避免异常值对实证分析的干扰,本文对所有连续变量在 1%和 99%分位点水平上进行缩尾处理。<sup>④</sup>

四、实证分析

(一)贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响

表 1 显示了在逐步纳入控制变量过程中,贸易政策不确定性对企业创新绩效的平均影响效应。不难发现,无论是否纳入控制变量,贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响系数均显著为

① 由于我国部分月份的央行外汇资产变动值为负,不能直接取自然对数,因此本文将央行外汇资产余额的对数差分值得作为外汇市场干预的代理变量。

② 分别为《北京青年报》、《广州日报》、《解放日报》、《人民日报》(海外版)、《上海晨报》、《南方都市报》、《新京报》、《今日晚报》、《文汇报》和《羊城晚报》。

③ 限于篇幅,稳健性检验部分未汇报在正文中,结果备索。

④ 限于篇幅,主要变量的描述性统计结果未汇报在正文中,结果备索。



负,表明贸易政策不确定性增加不利于企业创新型发展,且该结论具有一定的稳健性。诚如前文所言,贸易政策不确定性增加会加剧企业预期收益的不确定性。一方面,根据实物期权理论,如果企业预期收益低于成本,此时企业将减少研发投入,不利于企业创新绩效的提升;另一方面,出于预防性动机,企业倾向于持有更多的现金以防止陷入流动性危机,这也会降低企业的研发投入,同样不利于企业创新绩效的提升。

表 1 贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响

变量	(1)	(2)
L. tpu	-0.481 *** (0.009)	-0.421 *** (0.009)
控制变量	否	是
个体固定效应	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.136	0.263
N	17743	17264

注:\*\*\*、\*\*、\* 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著;括号内为标准误。下同。

(二)金融市场化的作用:单一效应

如前文所言,由于金融市场化包含以利率市场化、汇率市场化和资本账户开放为主要表征的多方面内容,且不同类型的金融市场化在应对贸易政策不确定性冲击的效果上可能存在差异。因此,本文进一步对模型(2)进行参数估计,回归结果见表 2。其中,表 2 第(1)、第(2)列显示了利率市场化在弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效影响中的潜在作用。不难发现,利率市场化和贸易政策不确定性交乘项的系数显著为负,意味着单独推进利率市场化改革并不能有效应对贸易政策不确定性的负向冲击。第(3)、第(4)列为汇率市场化在应对贸易政策不确定性与企业创新绩效中的作用结果。不难发现,汇率市场化和贸易政策不确定性交乘项的系数显著为正,表明有序推进汇率市场化改革能够在一定程度上弱化贸易政策不确定性的负向冲击并引领企业创新型发展。从第(5)、第(6)列的回归结果中可以发现,资本账户开放和贸易政策不确定性交乘项的系数显著为负,隐含着单独推进资本账户开放无法有效弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的负向冲击。

表 2 贸易政策不确定性与企业创新绩效:单一金融市场化效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
L. tpu	-0.179 *** (0.010)	-0.115 *** (0.011)	-0.217 *** (0.009)	-0.219 *** (0.011)	-0.224 *** (0.010)	-0.141 *** (0.010)
L. lir	1.503 *** (0.068)	1.070 *** (0.250)				
L. (tpu × lir)	-0.525 *** (0.012)	-0.464 *** (0.015)				
L. er			-0.065 *** (0.015)	-0.327 *** (0.001)		

续表 2

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
L ( $tpu \times er$ )			0. 039 *** (0. 001 )	0. 024 *** (0. 001 )		
L. $kopen$					1. 237 *** (0. 204 )	2. 671 *** (0. 254 )
L. ( $tpu \times kopen$ )					- 0. 094 *** (0. 003 )	- 0. 067 *** (0. 003 )
控制变量	否	是	否	是	否	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0. 197	0. 275	0. 174	0. 294	0. 162	0. 262
N	17743	17161	17743	17161	17743	17161

(三)金融市场化的作用:协同组合效应

考虑到不同类型金融市场化的作用广度、深度和机制不尽一致,在应对非预期外部冲击时可能无法达到应有的实践指导效果,特别是在应对非预期外部冲击时,很可能需要多种改革举措协同推进方可奏效,因此本文依据金融市场化类型,采用“利率市场化与汇率市场化”“利率市场化与资本账户开放”“汇率市场化与资本账户开放”“利率市场化、汇率市场化与资本账户开放”四种组合形式分别进行检验,结果见表 3。

表 3 贸易政策不确定性与企业创新绩效:金融市场化协同组合效应

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
L. $tpu$	- 0. 159 *** (0. 010 )	- 0. 095 *** (0. 010 )	- 0. 359 *** (0. 011 )	- 0. 256 *** (0. 015 )	- 0. 201 *** (0. 009 )	- 0. 084 *** (0. 013 )	- 0. 144 *** (0. 011 )	- 0. 059 *** (0. 012 )
L. $lir$	1. 606 *** (0. 073 )	1. 201 *** (0. 249 )	0. 863 *** (0. 086 )	0. 483 * (0. 290 )			1. 493 *** (0. 073 )	2. 562 *** (0. 245 )
L. $er$	- 0. 117 *** (0. 015 )	- 0. 071 *** (0. 015 )			- 0. 073 *** (0. 015 )	- 0. 008 (0. 015 )	- 0. 118 *** (0. 014 )	- 0. 054 *** (0. 015 )
L. $kopen$			2. 437 *** (0. 178 )	2. 532 *** (0. 263 )	2. 053 *** (0. 181 )	- 1. 139 *** (0. 222 )	1. 604 *** (0. 180 )	0. 693 *** (0. 193 )
L. ( $tpu \times lir \times er$ )	0. 055 *** (0. 001 )	0. 048 *** (0. 002 )						
L. ( $tpu \times lir \times kopen$ )			- 0. 094 *** (0. 004 )	- 0. 043 *** (0. 003 )				
L. ( $tpu \times er \times kopen$ )					0. 010 *** (0. 000 )	0. 010 *** (0. 000 )		
L. ( $tpu \times lir \times er \times kopen$ )							0. 014 *** (0. 000 )	0. 012 *** (0. 000 )



续表 3

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
控制变量	否	是	否	是	否	是	否	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0. 204	0. 280	0. 166	0. 228	0. 178	0. 264	0. 206	0. 289
N	17743	17264	17743	17264	17743	17264	17743	17264

表 3 第(1)、第(2)列分别为不纳入控制变量和纳入控制变量后的利率市场化与汇率市场化组合的协同效应,第(3)、第(4)列为利率市场化与资本账户开放组合的协同效应,第(5)、第(6)列为汇率市场化与资本账户开放组合的协同效应,第(7)、第(8)列为利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合的协同效应。不难发现,利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合均能抑制贸易政策不确定性的负向冲击并促进企业创新绩效提升,但利率市场化与资本账户开放组合则无法奏效。综合表 2 与表 3 的回归结果可以进一步推断,在应对贸易政策不确定性的负向冲击中,汇率市场化改革应成为金融市场化改革的重要着力点。

五、进一步分析

(一)机制检验

1. 信贷筛选能力

结合前文理论分析可知,提高信贷筛选能力、投资者锚定效应和公司治理效率是金融市场化抑制贸易政策不确定性负向冲击、促进企业创新绩效提升的重要作用渠道。为验证该逻辑,本文借鉴王擎和田娇(2014)的研究,采用不良贷款率(*NPL*)衡量金融机构的信贷筛选能力。具体而言,不良贷款率越低,金融机构的信贷筛选能力越强,反之金融机构的信贷筛选能力越弱,机制分析结果见表 4。不难发现,除利率市场化与资本账户开放组合之外,在其余三种不同类型的金融市场化组合中,不良贷款率对企业创新绩效的影响系数均显著为负,且不同类型的金融市场化组合和不良贷款率交乘项的系数亦显著为负,这意味着金融市场化能够通过提高信贷筛选能力而弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响。基于此,假说 2 得证。

表 4 信贷筛选能力机制的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L. tpu</i>	-0. 237 *** (0. 017)	-0. 275 *** (0. 016)	-0. 342 *** (0. 015)	-0. 171 *** (0. 012)
<i>L. lir</i>	0. 061 (0. 343)	1. 994 *** (0. 331)		2. 079 (0. 295)
<i>L. er</i>	-0. 101 *** (0. 015)		0. 105 *** (0. 014)	-0. 025 (0. 016)

续表 4

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
L. <i>kopen</i>		0.988 *** (0.278)	1.808 *** (0.278)	6.666 *** (0.385)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> )	0.049 *** (0.002)			
L. <i>NPL</i>	-0.214 *** (0.018)	0.031 *** (0.009)	-0.022 *** (0.006)	-0.076 *** (0.007)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>NPL</i> )	-0.010 *** (0.000)			-0.001 *** (0.000)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>kopen</i> )		-0.044 *** (0.003)		
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>kopen</i> × <i>NPL</i> )		-0.002 (0.002)		
L. ( <i>tpu</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> )			0.0004 (0.000)	
L. ( <i>tpu</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> × <i>NPL</i> )			-0.001 *** (0.000)	
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> )				0.003 *** (0.000)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> × <i>NPL</i> )				-0.001 *** (0.000)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.309	0.273	0.268	0.312
N	15483	15483	15483	15483

2. 投资者锚定效应

伴随着金融市场化改革的持续推进,金融市场竞争程度亦不断提高,此时企业会通过主动披露高质量信息的方式来提高信贷的可得性(Karpoff 和 Lou,2010),因而有助于降低投资者、金融机构和企业之间的信息不对称程度。需要指出的是,投资者的资本流向和流量依赖于企业的财务信息披露质量,金融市场化在降低信息不对称程度的基础上还能促进企业提高其信息披露质量,这对提高投资者锚定效应进而促进企业创新绩效提升具有重要作用(Boyd 和 De Nicoló,2005)。为间接检验投资者锚定效应在金融市场化和企业创新绩效之间的潜在作用机制,本文借鉴司登奎等(2021)的研究,采用投资者结构(*instr*)中的长期投资者占比来刻画投资者锚定效应。具体而言,长期投资者占比越高,表明投资者更为关注其长期的主营业务,这对提高投资者锚定效应进而促进企业创新绩效提升具有重要作用。从表 5 中的实证分析结果可以发现,在不同的金融市场化组合中,利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合和投资者结构交乘项的系数均显著为正,这充分表明利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合均

能够通过提高投资者锚定效应而弱化贸易政策不确定性冲击,进而促进企业创新绩效提升。利率市场化与资本账户开放组合和投资者结构交乘项的系数显著为负,表明利率市场化与资本账户开放组合无法通过提高投资者锚定效应而促进企业创新绩效提升。基于此,金融市场化能够通过提高投资者锚定效应而弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响,即假说 3 得证。

表 5 投资者锚定效应机制的回归结果				
变量	(1)	(2)	(3)	(4)
L. <i>tpu</i>	-0.147 *** (0.019)	-0.115 *** (0.021)	-0.189 *** (0.017)	-0.171 *** (0.021)
L. <i>lir</i>	2.073 *** (0.334)	4.975 *** (0.418)		3.378 *** (0.423)
L. <i>er</i>	-0.362 *** (0.015)		0.111 *** (0.013)	-0.349 *** (0.016)
L. <i>kopen</i>		1.954 *** (0.258)	2.851 *** (0.263)	1.333 *** (0.256)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> )	0.015 *** (0.001)			
L. <i>instr</i>	0.603 *** (0.048)	-0.010 (0.021)	0.446 *** (0.063)	-0.004 (0.021)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>instr</i> )	0.023 *** (0.001)			
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>kopen</i> )		-0.022 *** (0.003)		
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>kopen</i> × <i>instr</i> )		-0.010 *** (0.002)		
L. ( <i>tpu</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> )			0.001 ** (0.000)	
L. ( <i>tpu</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> × <i>instr</i> )			0.003 *** (0.000)	
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> )				0.003 *** (0.000)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> × <i>instr</i> )				0.001 *** (0.000)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.296	0.255	0.253	0.281
N	17161	17012	17012	17012

3. 公司治理效率

如前文所言,金融市场化不仅能够改善信贷产品定价扭曲,通过降低信贷融资成本减轻企业对内部现金流的依赖,而且能够避免企业因流动性不足而从事短视化的非效率投资行为,从而弱化企业的委托代理问题,这对提高企业的治理效率具有重要作用。为检验公司治理效率(*govern*)的潜在作用机制,借鉴司登奎等(2021)的研究,本文依据产权性质、独立董事占比和高管持股比例综合刻画公司治理效率。特别地,若企业是国有企业且独立董事占比和高管持股比例低于年度行业中位数,则将该企业视为治理效率较低的企业,反之则将其视为治理效率较高的企业。从表6的检验结果可以发现,除利率市场化与资本账户开放组合之外,利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合和公司治理效率交乘项的系数均显著为正,体现了公司治理效率是金融市场化影响企业创新绩效的重要作用机制。基于此,金融市场化能够通过提高公司治理效率而弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响,即假说4得证。

表 6 公司治理效率机制的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>L. tpu</i>	-0.169 *** (0.019)	-0.175 *** (0.017)	-0.285 *** (0.016)	-0.263 *** (0.016)
<i>L. lir</i>	1.854 *** (0.334)	0.737 ** (0.291)		-0.348 (0.309)
<i>L. er</i>	-0.370 *** (0.015)		0.128 *** (0.013)	0.126 *** (0.013)
<i>L. kopen</i>		2.456 *** (0.262)	0.916 *** (0.217)	2.706 *** (0.263)
<i>L. (tpu × lir × er)</i>	0.016 *** (0.001)			
<i>L. govern</i>	0.014 (0.037)	0.049 (0.039)	-0.038 (0.038)	-0.005 (0.021)
<i>L. (tpu × lir × er × govern)</i>	0.011 *** (0.001)			
<i>L. (tpu × lir × kopen)</i>		-0.042 *** (0.003)		
<i>L. (tpu × lir × kopen × govern)</i>		-0.028 *** (0.003)		
<i>L. (tpu × er × kopen)</i>			0.001 *** (0.000)	
<i>L. (tpu × er × kopen × govern)</i>			0.001 *** (0.000)	
<i>L. (tpu × lir × er × kopen)</i>				-0.0004 (0.0003)

续表 6

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> × <i>govern</i> )				0.001 *** (0.000)
控制变量	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.291	0.255	0.245	0.251
N	17012	17012	17012	17012

(二)异质性分析

1. 融资约束视角

为考察金融市场化抑制贸易政策不确定性的负向冲击是否因不同融资约束而存在差异,借鉴司登奎等(2020)的研究,本文采用利息支出与固定资产投资之比刻画融资约束。同时,本文依据年度行业中位数进行分组,当利息支出与固定资产投资之比大于年度行业中位数时,则将其视为高融资约束企业,反之则将其视为低融资约束企业,回归结果见表7。不难发现,除利率市场化与资本账户开放组合之外,利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合在弱化贸易政策不确定性对企业创新的负向冲击作用时主要表现在高融资约束企业中,而在低融资约束企业中无法起到应有的调控效果。一方面,上述实证分析结果体现了在面对贸易政策不确定性的负向冲击时,金融市场化水平的提升对高融资约束企业所发挥的作用更明显;另一方面,该结果也反映了我国信贷市场存在一定程度的资源错配,而金融市场化改革的持续推进则能够改善资源错配,特别是通过缓解融资约束有效应对贸易政策不确定性的负向冲击进而助推企业创新型发展。

表 7 基于融资约束视角的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束
L. <i>tpu</i>	-0.047 *** (0.014)	-0.504 *** (0.104)	-0.045 *** (0.013)	-1.424 *** (0.314)	-0.071 * (0.042)	-0.476 *** (0.067)	-0.055 *** (0.014)	-2.293 *** (0.009)
L. <i>lir</i>	-1.732 *** (0.418)	10.385 *** (1.516)	-1.761 *** (0.415)	-4.341 *** (1.548)			-2.028 *** (0.433)	-11.696 *** (1.212)
L. <i>kopen</i>	-0.324 (0.211)	-0.426 (0.813)			-0.301 (0.207)	3.762 *** (0.653)	-0.397 * (0.217)	3.629 ** (1.442)
L. <i>er</i>			-0.004 (0.012)	-0.588 *** (0.204)	0.033 *** (0.012)	-1.255 *** (0.040)	0.002 (0.012)	0.296 *** (0.109)
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>kopen</i> )	-0.022 *** (0.006)	-0.287 *** (0.034)						
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> )			0.010 *** (0.003)	-0.138 *** (0.040)				

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束	高融资约束	低融资约束
L. ( $tpu \times er \times kopen$ )					0.003 ** (0.001)	0.002 (0.001)		
L. ( $tpu \times lir \times er \times kopen$ )							0.003 *** (0.000)	-0.070 *** (0.003)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.177	0.520	0.176	0.605	0.182	0.607	0.177	0.606
N	12174	5420	12174	5420	12174	5420	12174	5420

2. 制度质量视角

需要指出的是,在受到贸易政策不确定性的非预期外部冲击时,健全的制度基础是金融市场化促进企业创新绩效提升的重要前提之一。特别地,良好的市场竞争机制有利于形成健康稳定的金融市场,不仅可以优化银企关系,保障经济平稳运行,而且能够在较大程度上发挥金融市场化改革的功效,有利于促进企业创新绩效的提升。为此,借鉴樊纲等(2011)的研究,本文选取地区市场化水平作为刻画制度质量的代理变量,并基于年度中位数将其进行分组,以此考察金融市场化对企业创新绩效影响的异质性特征。从表 8 中可以发现,利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合在高制度质量地区对企业创新绩效的影响系数显著为正,而在低制度质量地区对企业创新绩效的影响系数不显著,这表明金融市场化弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效影响的作用在高制度质量地区尤为明显。由于高制度质量地区具有良好的金融生态环境,金融服务实体经济的结构性价调节功能相对更强,资源配置效率也相对更高,因而会对企业的创新绩效产生正向促进作用。

表 8 基于制度质量视角的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高制度质量	低制度质量	高制度质量	低制度质量	高制度质量	低制度质量	高制度质量	低制度质量
L. $tpu$	-0.093 *** (0.017)	-0.036 *** (0.013)	-0.125 ** (0.014)	-0.008 *** (0.001)	-0.321 *** (0.017)	-0.129 *** (0.001)	-0.188 *** (0.018)	-0.007 *** (0.001)
L. $lir$	2.865 *** (0.542)	-1.557 *** (0.413)	0.906 ** (0.351)	-1.223 *** (0.338)			0.147 (0.558)	-1.235 *** (0.305)
L. $er$			-0.069 *** (0.020)	-0.003 (0.019)	-0.405 *** (0.409)	0.071 (0.074)	-0.285 *** (0.018)	0.006 (0.017)
L. $kopen$	1.422 *** (0.333)	-0.648 *** (0.247)			0.580 * (0.305)	-0.118 (0.512)	0.474 (0.332)	-0.329 (0.227)
L. ( $tpu \times lir \times kopen$ )	-0.098 *** (0.008)	-0.010 * (0.006)						



续表 8

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	高制度质量	低制度质量	高制度质量	低制度质量	高制度质量	低制度质量	高制度质量	低制度质量
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> )			0.051 ** (0.002)	−0.001 (0.002)				
L. ( <i>tpu</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> )					0.006 *** (0.000)	−0.004 (0.005)		
L. ( <i>tpu</i> × <i>lir</i> × <i>er</i> × <i>kopen</i> )							0.010 *** (0.000)	−0.001 (0.001)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.328	0.148	0.338	0.148	0.336	0.146	0.353	0.149
N	10208	7386	10208	7386	10208	7386	10208	7386

3. 行业属性视角

不同行业对贸易政策不确定性的敏感程度存在差异,且企业所处行业的创新效应也不尽一致。特别地,相较于劳动密集型行业,资本密集度较高的行业倾向于更加注重科技进步和研发投入,因而有利于企业创新绩效的提升。从这一逻辑出发,金融市场化在应对贸易政策不确定性冲击及对企业创新绩效的影响方面很可能与行业属性相关。为检验这一命题,借鉴司登奎等(2021)的研究,本文采用人均资本存量、人均产出以及人均研发费用三个指标刻画企业的资本密集度。具体而言,首先计算出所有样本企业的三个指标在各 50% 分位点的值,并将其作为临界值,当企业的三个真实值均高于临界值时,则将其视为资本密集型,反之则将其视为非资本密集型。从表 9 中可以看出,除利率市场化与资本账户开放组合之外,利率市场化与汇率市场化组合、汇率市场化与资本账户开放组合以及利率市场化、汇率市场化与资本账户开放组合在应对贸易政策不确定性冲击及促进企业创新中的效应在资本密集型行业显著为正,而对非资本密集型行业的影响较小。其潜在原因可概述为,资本密集型企业为了延长创新链条,提高行业进入壁垒,需要一定的信贷资金支撑,因而有利于为促进企业创新型发展提供条件。相反,对于非资本密集型企业而言,其信贷需求相对较小,金融市场化带来的潜在助推效应相对较弱。

表 9
 基于行业属性视角的异质性分析

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	非资本 密集型	资本 密集型	非资本 密集型	资本 密集型	非资本 密集型	资本 密集型	非资本 密集型	资本 密集型
L. <i>tpu</i>	−0.135 *** (0.008)	−0.091 *** (0.012)	−0.005 (0.029)	−0.200 *** (0.012)	−0.023 *** (0.001)	−0.229 *** (0.011)	−0.037 *** (0.001)	−0.199 *** (0.013)
L. <i>lir</i>	−0.646 (0.972)	1.423 (0.375)	0.052 (1.251)	−0.785 ** (0.317)			−0.774 (0.140)	−0.985 ** (0.382)
L. <i>er</i>			0.004 (0.026)	−0.327 *** (0.014)	−0.001 (0.026)	−0.332 *** (0.014)	−0.002 (0.026)	−0.323 *** (0.014)
L. <i>kopen</i>	−0.549 (0.838)	0.929 *** (0.239)			−0.815 (0.673)	0.398 * (0.218)	−1.027 (0.772)	0.200 (0.236)

续表 9

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	非资本 密集型	资本 密集型	非资本 密集型	资本 密集型	非资本 密集型	资本 密集型	非资本 密集型	资本 密集型
L. ( $tpu \times lir \times kopen$ )	0.038 (0.086)	-0.108 *** (0.005)						
L. ( $tpu \times lir \times er$ )			-0.001 (0.004)	0.038 *** (0.002)				
L. ( $tpu \times er \times kopen$ )					-0.001 (0.001)	0.006 *** (0.000)		
L. ( $tpu \times lir \times er \times kopen$ )							-0.001 (0.001)	0.010 *** (0.000)
控制变量	是	是	是	是	是	是	是	是
个体固定效应	是	是	是	是	是	是	是	是
调整后的 R <sup>2</sup>	0.094	0.272	0.093	0.312	0.094	0.289	0.094	0.306
N	2435	15159	2435	15159	2435	15159	2435	15159

六、结论与启示

现阶段,在全球政策不确定的背景下,由于贸易摩擦、单边主义的逆全球化进程以及新冠肺炎疫情等重大突发事件的非预期冲击,调整宏观经济政策以有效刺激实体经济发展成为世界各国政府部门的首要工作之一。如何通过金融供给侧结构性改革以稳定贸易并促进企业创新型发展是学界和政策界重点关注的问题。与以往学者从企业自身特征探究创新绩效的演化成因不同,本文尝试从金融市场化视角为应对贸易政策不确定性冲击以促进企业创新型发展提供一种可行性诠释。为阐释核心逻辑,本文首先从信贷筛选能力、投资者锚定效应和公司治理效率三个视角系统分析金融市场化在应对贸易政策不确定性冲击以促进企业创新绩效提升方面的潜在机理,其次以 2003—2018 年中国非金融类上市公司数据实证检验了贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响,并重点检验了不同类型的金融市场化及其协同组合在弱化贸易政策不确定性对企业创新绩效的影响中所发挥的潜在作用,研究结果概述如下。

贸易政策不确定性增加会显著抑制企业创新绩效。由于不同类型的金融市场化在作用广度、深度和机制上不尽一致,本文进一步对金融市场化进行细分,分别从利率市场化、汇率市场化和资本账户开放三个维度考察其在应对贸易政策不确定性冲击中所发挥的潜在作用。具体而言,单一的利率市场化和资本账户开放均无法有效应对贸易政策不确定性的负向冲击,而利率市场化、汇率市场化与资本账户开放协同搭配不仅能够有效抑制贸易政策不确定性的负向冲击,而且能够促进企业创新型发展。上述效应在高融资约束、高制度质量和资本密集型地区的企业中尤为明显。从机制上而言,提高信贷筛选能力、投资者锚定效应和公司治理效率是金融市场化弱化贸易政策不确定性冲击进而促进企业创新型发展的重要机制。

本文具有如下政策启示。第一,决策部门应避免贸易政策调整的幅度过大、频率过高,同时应注重贸易政策与货币、财政、信贷、就业等政策的协同,坚持以“六稳”为目标,降低政策不确定性对实体企业的不利冲击。第二,由于金融市场化能够有效应对贸易政策不确定性冲击并促进企业创

新绩效提升,因此政府应进一步加强金融基础设施建设,坚持供给侧结构性改革主线,弱化信贷歧视引起的资本错配和失衡,这对缓解企业融资困境、培育创新型经济具有重要作用。第三,鉴于我国目前仍存在“窗口指导”、自律机制等方式对存款利率进行“引导”,因此我国的利率并未完全由市场供求决定,即尚未实现事实上的利率市场化。为此,政府应持续健全金融机构的法人治理结构,使商业银行真正具有内在的自我约束机制,进而更为有效地发挥金融服务实体经济的功能。第四,由于金融市场化抑制贸易政策不确定性对企业创新的影响在制度质量和治理效率较高的企业中相对凸显,一方面,政府可考虑健全制度性环境、提升制度质量,这样有利于形成健康稳定的金融市场并发挥金融市场化功能性调节效果;另一方面,企业应积极提高内部治理效率,通过更快速的反应和更强的调节能力提高资源配置效率,从而最大限度地发挥金融市场化改革带来的“红利”效应。第五,企业应主动提高信息披露质量,降低投资者、企业与金融机构之间的信息不对称程度,最大限度地发挥金融市场化在促进企业创新绩效提升过程中的积极作用。第六,政府应持续深化金融市场化体制机制改革,提高金融资源的可达性并促进资本积累,逐步形成层次分明和功能互补的现代金融体系,充分发挥市场化机制作用以减少资源配置失衡和低效的现象,进而为完善金融服务实体经济的结构性调节功能提供支持。

#### 参考文献:

1. 陈国进、张润泽、赵向琴:《政策不确定性、消费行为与股票资产定价》,《世界经济》2017年第1期。
2. 陈钦源、马黎珺、伊志宏:《分析师跟踪与企业创新绩效——中国的逻辑》,《南开管理评论》2017年第3期。
3. 戴静、杨笋、刘贯春、许传华:《银行业竞争、创新资源配置和企业创新产出——基于中国工业企业的经验证据》,《金融研究》2020年第2期。
4. 樊纲、王小鲁、马光荣:《中国市场化进程对经济增长的贡献》,《经济研究》2011年第9期。
5. 胡奕明、王雪婷、张瑾:《金融资产配置动机:“蓄水池”或“替代”?——来自中国上市公司的证据》,《经济研究》2017年第1期。
6. 江春、沈春明、杨锐:《贸易政策不确定性、金融市场化与企业投资行为》,《国际金融研究》2021年第8期。
7. 蒋海、张小林、陈创练:《利率市场化进程中商业银行的资本缓冲行为》,《中国工业经济》2018年第11期。
8. 孔东民、李海洋、杨薇:《定向降准、贷款可得性与小微企业商业信用——基于断点回归的经验证据》,《金融研究》2021年第3期。
9. 孔东民、徐茗丽、孔高文:《企业内部薪酬差距与创新》,《经济研究》2017年第10期。
10. 李凤羽、史永东:《经济政策不确定性与企业现金持有策略——基于中国经济政策不确定指数的实证研究》,《管理科学学报》2016年第6期。
11. 李小林、常诗杰、司登奎:《货币政策、经济不确定性与企业投资效率》,《国际金融研究》2021年第7期。
12. 李志生、金陵、孔东民:《分支机构空间分布、银行竞争与企业债务决策》,《经济研究》2020年第10期。
13. 刘贯春、段玉柱、刘媛媛:《经济政策不确定性、资产可逆性与固定资产投资》,《经济研究》2019年第8期。
14. 毛其淋:《贸易政策不确定性是否影响了中国企业进口?》,《经济研究》2020年第2期。
15. 齐鹰飞、李元飞:《跨国投入产出网络中的贸易摩擦——兼析中美贸易摩擦的就业和福利效应》,《财贸经济》2019年第5期。
16. 司登奎、李小林、江春:《央行外汇干预、投资者情绪与汇率变动》,《统计研究》2018年第11期。
17. 司登奎、李小林、赵仲匡:《非金融企业影子银行化与股价崩盘风险》,《中国工业经济》2021年第6期。
18. 司登奎、赵冰、刘喜华、李小林:《汇率政策不确定性与企业杠杆率》,《财经研究》2020年第12期。
19. 王砾、孔东民、代昀昊:《官员晋升压力与企业创新》,《管理科学学报》2018年第1期。
20. 王擎、田娇:《多元化战略、贷款质量与银行绩效——基于信息协同的角度》,《金融研究》2014年第5期。
21. 王义中、宋敏:《宏观经济不确定性、资金需求与公司投资》,《经济研究》2014年第2期。
22. 谢杰、陈锋、陈科杰、戴赵琼:《贸易政策不确定性与出口企业加成率:理论机制与中国经验》,《中国工业经济》2021年第1期。
23. 易靖韬、张修平、王化成:《企业异质性、高管过度自信与企业创新绩效》,《南开管理评论》2015年第6期。
24. Baum, C. F., Caglayan, M., Ozkan, N., & Talavera, O., The Impact of Macroeconomic Uncertainty on Non-Financial Firms' Demand

for Liquidity. *Review of Financial Economics*, Vol. 15, 2006, pp. 289 – 304.

25. Boyd, J. H. , & De Nicoló, G. , The Theory of Bank Risk Taking and Competition Revisited. *The Journal of Finance*, Vol. 60, No. 3, 2005, pp. 1329 – 1343.

26. Chinn, M. D. , & Ito, H. , What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions and Interactions. *Journal of Development Economics*, Vol. 81, 2006, pp. 163 – 192.

27. Feng, L. , Li, Z. , & Swenson, D. L. , Trade Policy Uncertainty and Exports: Evidence from China's WTO Accession. *Journal of International Economics*, Vol. 106, 2017, pp. 20 – 36.

28. Handley, K. , & Limão, N. , Policy Uncertainty, Trade, and Welfare: Theory and Evidence for China and the United States. *American Economic Review*, Vol. 107, No. 9, 2017, pp. 2731 – 2783.

29. Huang, Y. , & Luk, P. , Measuring Economic Policy Uncertainty in China. *China Economic Review*, Vol. 59, 2020, pp. 1 – 18.

30. Karpoff, J. M. , & Lou, X. , Short Sellers and Financial Misconduct. *Journal of Finance*, Vol. 65, No. 5, 2010, pp. 1879 – 1913.

31. Kerr, W. R. , & Nanda, R. , Democratizing Entry: Banking Deregulation, Financing Constraints, and Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, Vol. 94, 2009, pp. 124 – 149.

32. Song, K. , & Lee, Y. , Long-Term Effects of a Financial Crisis: Evidence from Cash Holdings of East Asian Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47, 2012, pp. 617 – 641.

## **Trade Policy Uncertainty, Financial Marketization and Firms' Innovative Development: The Synergy Effects of Financial Marketization**

SI Dengkui ( Qingdao University, 266061 )

LI Xiaolin ( Ocean University of China, 266100 )

KONG Dongmin ( Huazhong University of Science and Technology, 430074 )

JIANG Chun ( Wuhan University, 430072 )

**Abstract:** This paper attempts to provide a feasible interpretation for weakening the impact of trade policy uncertainty from the perspective of deepening financial marketization and promoting the innovative development of enterprises. Using data on China's non-financial listed firms from 2003 to 2018, this paper empirically examines the impact of trade policy uncertainty on the innovation performance of firms, and explores the potential role of different types of financial marketization and their synergy in weakening the impact of trade policy uncertainty and promoting the innovative development of firms. The results show that rising trade policy uncertainty is not conducive to the improvement of enterprise innovation performance. The interest rate marketization and capital account openness cannot restrain the negative impact of trade policy uncertainty, but the combination of the two types of financial marketization and exchange rate marketization can effectively weaken such negative impact. In particular, the above effects are prominent in firms with high financing constraints, high institutional quality and in capital-intensive areas. For the mechanism, improving credit screening ability, investor anchoring effect and corporate governance efficiency provides important channels for financial marketization to weaken the negative impact of trade policy uncertainty on firm innovation. Therefore, jointly promoting financial marketization reform is conducive to countering the unexpected external shock caused by frequent changes in trade policy, and hence to promoting innovative development of the real economy.

**Keywords:** Trade Policy Uncertainty, Financial Marketization, Innovation Performance

**JEL:** F32, E62, O41

责任编辑: 非同