

双循环背景下外部经济政策不确定性负向冲击的化解研究：基于企业投资行为视角^{*}

郝大鹏 刘元春 方 意

内容提要：本文以“双循环”为背景，以企业投资行为为视角，探究外部经济政策不确定性对我国带来的负向冲击，并重点分析冲击的传导渠道和化解措施。在冲击影响方面，外部经济政策不确定性的上升会对我国企业投资产生抑制作用。在冲击渠道方面，根据冲击由外向内传导的环节可以分为两个层次，即外部需求渠道的直接效应和供应链传导效应。具体而言，企业的海外营收占比越高，外部经济政策不确定性通过外部需求渠道的直接效应对企业投资的负面影响越强，并且该负面影响能通过供应链向上游传导，即企业客户的海外营收占比越高，外部经济政策不确定性通过外部需求渠道的供应链传导效应对企业投资的抑制作用越强。另外，在“敲竹杠”机制作用下，企业客户集中度的下降能够缓解外部经济政策不确定性通过供应链传导效应对企业投资造成的负面影响。最后，在冲击化解层面，外贸企业可通过积极参与国内大循环来化解外部经济政策不确定性的负面影响，并可通过缓解企业融资约束程度和提高企业经营效率来引导企业积极参与国内大循环。

关键词：双循环 外部经济政策不确定性 企业投资 外贸需求 供应链传导效应

作者简介：郝大鹏，中国社会科学院经济研究所助理研究员、博士，100836；

刘元春，上海财经大学校长、教授，200433；

方 意（通讯作者），中国人民大学国家发展与战略研究院教授，100872。

中图分类号：F125, F752 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2024)04-0141-16

一、引言

近年来，逆全球化思潮抬头，单边主义、保护主义明显上升，世界经济复苏乏力，局部冲突和动荡频发，全球性问题加剧，世界进入新的动荡变革期。我国发展进入战略机遇和风险挑战并存、不

^{*} 基金项目：国家社会科学基金项目“实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合的重大举措研究”（23AZD016）；国家自然科学基金项目“金融文本大数据与银行业系统性风险：指标构建、应用与评估整合”（72173144）。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见，文责自负。方意电子邮箱：fangyi@ruc.edu.cn。

确定难预料因素增多的时期,各种“黑天鹅”“灰犀牛”事件随时可能发生。面对错综复杂的局势,各国纷纷出台一系列宏观调控政策,但是宏观调控政策的频繁变动和未来经济局势的难以预测导致全球经济政策不确定性不断攀升。

当前,我国已经成为全球第二大经济体和全球货物贸易第一大出口国,受国外经济风险事件和经济政策的影响越来越大。近些年来,我国面临的外部经济政策不确定性持续攀升。外部经济政策不确定性的增加,势必会对我国宏观经济和外贸企业产生不利影响。这是一种必须面对的输入性风险。因此,有必要分析外部经济政策不确定性对我国经济和外贸企业的影响程度,由外到内识别出外部经济政策不确定性冲击的传导渠道,进而制定有效的冲击化解措施,帮助降低外部经济政策不确定性对我国的不利影响,这对确保我国经济的长期稳定和服务好我国“双循环”战略具有重要意义。

现有研究已经证明经济政策不确定性具有较强的跨国溢出效应(Bhattarai等,2020;谭小芬等,2018)。近期,国内学者开始研究外部经济政策不确定性对我国的溢出效应,研究发现外部经济政策不确定性会对我国出口贸易产生抑制作用(陈绍俭、冯宗宪,2020),并会导致我国股市跨境资金显著流出(赵茜,2020),但是还未考虑到外部经济政策不确定性对我国企业投资的影响。现有文献主要从实物期权渠道和金融摩擦渠道研究经济政策不确定性抑制企业投资的作用机制(Gulen和Ion,2016;谭小芬、张文婧,2017)。随着全球化不断加强以及供应链上下游企业分工协作的程度逐渐加深,出口需求会影响到企业投资(何欢浪等,2023),供应商和客户之间的关系也会对企业业绩和投资产生重要影响(Kim和Wemmerlöv,2010;李馨子等,2019;王丹等,2020)。然而,还未有文献从外贸需求和供应链角度来分析经济政策不确定性对企业投资行为的影响。因此,本文利用我国2003—2019年的A股上市公司数据来探究外部经济政策不确定性对我国企业投资的外溢效应,检验外贸需求渠道的直接效应和供应链传导效应,并分析我国企业积极参加国内大循环的影响。

与现有文献相比,本文的边际贡献有两个方面。第一,本文提出了外部经济政策不确定性对我国冲击的双层传导机制,分为外部需求渠道的直接效应和供应链传导效应。具体而言,本文发现外贸需求是外部经济政策不确定性影响我国企业投资的重要途径;外部经济政策不确定性对企业投资的负面影响能够通过供应链向上游传导,即供应链网络会传导外部不利冲击的影响;本文还分析了企业客户集中度在外部经济政策不确定性影响企业投资过程中所发挥的作用。因此,本文不仅扩展了外部经济政策不确定性对我国的溢出效应研究,还丰富了经济政策不确定性影响企业投资行为的渠道研究。第二,本文将“双循环”战略与防范化解输入性风险进行有机结合,发现外贸企业积极参与国内大循环能有效化解外部经济政策不确定性对我国企业投资的冲击,并从企业融资约束程度和经营效率两个角度出发,研究外贸企业积极参与国内大循环的异质性。本文为我国实施“双循环”战略提供了有力的证据支持和化解外部经济政策不确定性对我国企业投资冲击的方法。

二、文献综述与研究假设

(一)外部经济政策不确定性对我国企业投资的影响

当前,世界格局动荡不安,未来经济政策的不确定性正在让世界经济付出巨大代价,也深刻地影响着企业的决策。现有文献已经证明,经济政策不确定性会对企业投资产生负面影响。部分文

献以政治事件作为经济政策不确定性的代理变量,研究发现政府选举或官员更替会抑制企业投资(Julio和Yook,2012)。由于政治事件缺乏连续性和时变性,研究结果会存在一定的偏差(Gulen和Ion,2016),因此后续文献开始采用Baker等(2016)构建的经济政策不确定性指数来研究经济政策不确定性对企业投资的影响,也发现经济政策不确定性上升会导致企业投资下降(Gulen和Ion,2016;饶品贵等,2017)。

从溢出效应理论来看,各经济体之间的经济密切关联,本国的经济政策不确定性势必会影响到其他国家。国内外学者已经测度了经济政策不确定性的溢出效应,并且发达国家经济政策不确定性对被溢出国家的溢出效应要明显高于发展中国家带来的溢出效应。其中,美国经济政策不确定性的溢出效应最为关键(Bhattarai等,2020)。目前,国内文献研究外部经济政策不确定性对我国企业层面的外溢效应还比较少,而且主要从宏观层面来研究外部经济政策不确定性对我国经济的影响,考虑的渠道包括进出口贸易(陈绍俭、冯宗宪,2020)、投资者预期和资本流动(赵茜,2020)等。理论上而言,由于我国已是全球第一贸易大国,并成为全球产业链不可或缺的一环,外部需求是拉动我国经济增长的重要力量之一,外部经济政策不确定性势必会对我国产生溢出效应。因此,本文提出第一个研究假说。

假说1:外部经济政策不确定性的上升会抑制我国企业投资。

(二)外部经济政策不确定性影响我国企业投资的渠道

经济政策不确定性影响实体经济的理论机制和渠道是当前研究的热点问题。现有研究主要从实物期权理论和金融摩擦理论来研究经济政策不确定性抑制企业投资的作用机制。在实物期权理论框架下,由于投资项目的不可逆性会导致机会成本增加,不确定性使得投资人需要权衡提前投资带来的额外收益和延迟期权的价值,因而不确定性上升会抑制企业投资(Bloom,2007;Gulen和Ion,2016)。除了实物期权渠道,部分文献从金融摩擦理论来解释经济政策不确定性对企业投资的抑制作用,发现金融摩擦也是经济政策不确定性影响企业投资的重要渠道(Kahle等,2013;王义中、宋敏,2014)。

基于已有研究,本文从企业层面研究外部经济政策不确定性对我国上市公司投资的影响。由于我国已成为世界第一贸易大国,并且出口是拉动我国经济增长的“三驾马车”之一,出口需求会显著影响我国企业研发投入和固定资产投资(何欢浪等,2023)。因此,外部经济政策不确定性可能会通过外贸需求渠道来影响我国企业投资。有关外贸需求渠道的理论机制在于:外部经济政策不确定性的增加会对所在国投资、消费等造成不利影响,导致外部市场需求降低,进而对我国企业的投资造成负面影响。外部经济政策不确定性的上升会增加外贸需求的不确定性,从而增大我国企业准确预测海外市场需求变化的难度。根据实物期权理论,外贸需求的不确定性越大,企业未来现金流的不确定性也越大,延迟期权的价值也会越大,外贸依赖度大的企业可能会选择放弃或者延迟投资。因此,外部经济政策不确定性的上升,能够通过直接增加外贸需求的不确定性来抑制企业投资。

近期的文献研究发现,经济冲击能够通过生产网络进行传导,并且生产网络能够发挥放大效应(Acemoglu等,2012)。由于生产网络和供需关系的存在,供应链上下游企业存在密切联系,不仅仅是经济冲击,客户语调、政府消费等其他因素也能通过供应链进行扩散和传播(底璐璐等,2020;齐鹰飞、李苑菲,2021)。基于以上理论和实证分析,外部经济政策不确定性对企业投资的负向影响也可能通过供应链向上游企业传导,这意味着即使某些企业不依赖海外需求,如果其客户依赖海外需求,其投资仍然会受到外部经济政策不确定性的不利影响。因此,本文认为外部经济政策

不确定性的上升会通过外贸需求的供应链传导效应对上游企业的投资造成负向影响。基于以上分析,本文提出第二个研究假说。

假说 2:我国企业的海外营收占比或其客户的海外营收占比越高,其投资受外部经济政策不确定性的负向影响越大。

(三)客户集中度在外部经济政策不确定性影响我国企业投资的过程中所发挥的作用

近些年来,供应链上下游企业的分工协作程度逐渐加深。供应商和客户之间的关系对企业的经营活动、业绩表现和行为决策有重要影响,特别是企业大客户起到很大的作用(Kim 和 Wemmerlöv, 2010; 王丹等, 2020)。在全球风险事件频发和供应链安全备受重视的背景下,企业供应链的集中度受到越来越多国内外学者的关注。对企业供应链的探讨,又主要集中在客户集中度上,关于客户集中度对企业投资的影响,有些文献认为客户集中度上升能提高企业的投资水平(Chang 等, 2017; 李馨子等, 2019)。但也有文献持反对意见,认为客户集中度会抑制企业的投资(Cohen 和 Li, 2020; 王丹等, 2020)。

客户集中度对企业投资的影响机制可能包括“合作效应”机制和“敲竹杠”机制。“合作效应”机制是指企业通过与大客户建立稳定的合作关系使得企业投资不受外部经济政策不确定性的负面影响。在“合作效应”机制下,供应链上下游企业建立起稳定的合作关系,上下游企业的合作关系不仅有利于信息共享和降低需求不确定性(Cachon 和 Fisher, 2000; Lee 等, 2000),而且有利于降低相关调整成本,如客户维护成本等(王雄元、高开娟, 2017)。客户集中度高意味着企业拥有比较大的客户,而大客户的存在有利于提高企业债务融资能力和缓解融资约束(Kim 等, 2015; 李欢等, 2018)。因此,“合作效应”有利于企业投资,稳定的合作关系有利于企业获得持续性的现金流和增强投资信心。“敲竹杠”机制是指企业大客户利用较强的谈判能力来压低企业利益,这导致企业决策十分谨慎。在“敲竹杠”机制下,企业的客户集中度越高,意味着依赖度越高,因而客户的议价能力越强。购买方议价能力强,往往会压低所购买产品的价格,这可能会对销售方的业绩产生负面影响,导致其投资积极性降低。一旦大客户遇到财务困境或者发生破产,企业就会面临失去大客户的风险(Dhaliwal 等, 2016; 王丹等, 2020)。企业针对客户的关系专用性投资,虽然能绑定双方关系,但投资完成后就会面临关系被锁定,相关投资无法撤销或者收回(王雄元、高开娟, 2017)。关系专用性投资的增加还会导致企业成本弹性降低(Chang 等, 2017),增加企业调整的难度和成本。因此,在“敲竹杠”机制作用下,企业投资行为会趋于保守,并且经济政策不确定性上升可能导致未来失去大客户的风险加大,因而企业投资会更加谨慎。

综合现有文献和理论,可以看出客户集中度能够通过正负两个方向对企业投资行为造成显著的影响。上文分析了外部经济政策不确定性可能会通过企业客户的外贸依赖程度对我国企业投资产生影响,那么企业客户的集中程度也可能对供应链传导效应产生影响。一方面,在“合作效应”机制的作用下,客户集中度的上升有利于企业与大客户建立更加稳定的合作关系,有利于企业投资保持稳定,进而减轻外部经济政策不确定性对企业投资的不利影响;另一方面,在“敲竹杠”机制作用下,客户集中度的上升不利于企业分散外部经济政策不确定性所带来的风险,企业投资会更加保守,进而对企业投资造成更加不利的影响。基于此,本文提出第三个假说。

假说 3a:客户集中度的上升会缓解外部经济政策不确定性通过外贸需求渠道的供应链传导效应对我国企业投资造成的负向影响。

假说 3b:客户集中度的上升会扩大外部经济政策不确定性通过外贸需求渠道的供应链传导效应对我国企业投资造成的负向影响。

(四)外贸企业积极参与国内大循环的影响

改革开放以来,对外出口是拉动我国经济增长的“三驾马车”之一,但由于我国经济对外依赖度比较高,这导致外部风险的上升会对我国经济造成较大负面影响。面对外部风险的不利冲击,我国外贸企业开始重视国内需求。戴觅和茅锐(2015)研究发现,2008年全球金融危机后,国内企业内销显著增加,即外部负向需求冲击导致我国企业出口转内销,但我国出口下降1%仅能拉动内销增长大约0.3%。目前,国内学者研究了影响企业出口转内销的影响因素,包括外部融资能力、企业经营成本、企业生产效率、国内市场环境等。例如,经营成本的下降、生产效率的上升、外部融资能力的增强等能够促进企业出口转内销(黄雨婷、刘向东,2016;叶宁华、张伯伟,2017;张学良等,2021;程玲,2021),但是商业环境的不健全、消费饱和度的增加、国内市场的分割、连锁零售商规模的增大等会降低我国企业出口转内销的程度(张昊,2014;黄雨婷、刘向东,2016;叶宁华、张伯伟,2017)。

面对国内外严峻复杂的局面,出口转内销成为外贸企业的现实选择,大力消除国内外需求转化障碍,以内循环带动外循环是降低外需冲击负面影响的重要举措(孙巍、梁世杰,2022)。在我国大力推进“双循环”战略的大背景下,为规避外部风险,不少外贸企业开始重视国内市场需求,并积极参与到国内大循环之中。外贸企业转向国内市场意味着其需求从外部转向内部,以内需对冲外需的下降,这将会降低其对外部需求的依赖程度,因而外部经济政策不确定性对企业投资的负面影响可能会减轻。据此,本文提出第四个假说。

假说4:外贸企业转向国内市场能有效降低外部经济政策不确定性对企业投资的负向影响。

三、研究设计与研究数据

(一)基准模型

本文借鉴Gulen和Ion(2016)、谭小芬和张文婧(2017)的研究方法,将外部经济政策不确定性影响我国企业投资行为的基准模型设定为:

$$Inv_{i,t} = \beta_1 GEPU_{t-1} + \sum_{j=1}^n \phi_j Control_{i,j,t} + Year_t + QRT_t + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

其中, $Inv_{i,t}$ 代表在 t 期企业 i 的投资率。参考谭小芬和张文婧(2017)等文献,为避免内生性问题,在模型中取滞后1期的外部经济政策不确定性指数 $GEPU_{t-1}$; $Control_{i,j,t}$ 代表控制变量,其包含企业经营现金流($CF_{i,t}$)、托宾 Q ($TQ_{i,t}$)、企业规模($Size_{i,t}$)、企业成立年限($Age_{i,t}$)、企业负债率($Lev_{i,t}$)、国内生产总值增长率(GDP_{t-1})。其中,托宾 Q 用来反映企业未来的投资机会, GDP_{t-1} 用于控制宏观层面的投资机会。同时,本文还进一步控制我国经济政策不确定性指数的影响,在控制变量中加入中国特质经济政策不确定性($CEPU_{t-1}$)^①。 $Year_t$ 为年度虚拟变量, QRT_t 为季度虚拟变量, α_i 为控制企业不可观测的个体效应, $\varepsilon_{i,t}$ 为回归残差项。

(二)传导渠道检验

1. 检验外贸需求渠道的直接影响

由于我国外贸企业依赖国外市场,外部经济政策不确定性会直接影响国外市场对外贸企业产

① 现有文献已经充分证明世界各国的经济政策不确定性之间具有较强的溢出效应,我国的经济政策不确定性势必会受到美国等国家的影响。如果直接加入我国的经济政策不确定性及其交互项,可能存在一定的共线性问题。因此,本文以中国经济政策不确定性作为被解释变量,以 $GEPU$ 作为解释变量,进行线性回归,将回归后的残差作为中国特质经济政策不确定性($CEPU$)。

品的需求,进而影响到我国企业的投资决策。因此,本文将企业海外营收占比、外部经济政策不确定性与企业海外营收占比的交互项放入基准回归式中,如下所示:

$$Inv_{i,t} = \beta_1 GEP_{i,t-1} + \beta_2 GEP_{i,t-1} \times FIR_{i,t} + \sum_{j=1}^n \phi_j Control_{i,j,t} + QRT_t + Year_t + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中, $FIR_{i,t}$ 代表在 t 期企业 i 的海外营收占比, $GEP_{i,t-1} \times FIR_{i,t}$ 为外部经济政策不确定性与企业海外营收占比的交互项,用来检验外部经济政策不确定性影响企业投资的外贸需求渠道。考虑到中国特质经济政策不确定性与企业海外营收占比的交互项 $CEPU_{i,t-1} \times FIR_{i,t}$ 可能也会对我国企业投资产生影响,模型(2)在控制变量 $Control_{i,j,t}$ 中加入 $FIR_{i,t}$ 和 $CEPU_{i,t-1} \times FIR_{i,t}$ 。

2. 检验外贸需求渠道的供应链传导影响

模型(2)测度了外部经济政策不确定性对我国企业投资的直接影响。由于供应链传递效应的存在,外部经济政策不确定性对企业投资的影响可能会通过供应链向上游传导,因此,本文在模型(2)的基础上加入外贸需求的供应链传导效应指标与外部经济政策不确定性的交互项,如下所示:

$$Inv_{i,t} = \beta_1 GEP_{i,t-1} + \beta_2 GEP_{i,t-1} \times FIR_{i,t} + \beta_3 GEP_{i,t-1} \times Chain_{i,t} + \sum_{j=1}^n \phi_j Control_{i,j,t} + QRT_t + Year_t + \alpha_i + \varepsilon_{i,t} \quad (3)$$

其中, $Chain_{i,t}$ 代表外贸需求的供应链传导效应指标,它等于在 t 期企业 i 对各客户的销售额占其总销售额的比重与各客户海外营收占比乘积的累加和,即 $Chain_{i,t} = \sum_{k=1}^m Share_{i,k,t} \times CFIR_{i,k,t}$ 。其中, $Share_{i,k,t}$ 代表企业 i 对第 k 个客户的销售额占其总销售额的比重, $CFIR_{i,k,t}$ 代表企业 i 的第 k 个客户的海外营收占比。同时,模型(3)在模型(2)的控制变量 $Control_{i,j,t}$ 中加入 $Chain_{i,t}$ 和 $CEPU_{i,t-1} \times Chain_{i,t}$ 。

(三)数据来源与变量构建

1. 数据来源

本文选取2003年第一季度到2019年第四季度我国深、沪两市A股上市公司为研究样本。在数据处理的过程中,剔除掉金融类公司、关键财务变量缺失的公司。为消除极端值的影响,本文对公司层面的连续变量在1%和99%的分位点处进行缩尾处理。除此之外,本文还将杠杆率大于1的观测值删除。本文中所使用上市公司相关数据来源于国泰安数据库。本文选取Economic Policy Uncertainty官网提供的20个世界其他主要国家的经济政策不确定性指数^①,各国的GDP数据来源于IMF数据库。

2. 变量构建和描述性统计

(1) 被解释变量

借鉴饶品贵等(2017)的研究方法,本文将企业投资率作为衡量企业投资水平的指标,即企业投资率=当季资本支出/总资产。其中,资本支出数据来源于现金流量表中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”。

(2) 核心解释变量

本文利用20个世界其他主要国家的经济政策不确定性指数,根据各国的GDP比重加权得到

^① 这20个主要国家包括:澳大利亚、巴西、加拿大、智利、哥伦比亚、法国、德国、希腊、印度、爱尔兰、意大利、日本、墨西哥、荷兰、俄罗斯、韩国、西班牙、瑞典、英国和美国。这20个国家在2019年的国内生产总值(GDP)占全球其他国家(除中国外)总量的75%。这些国家的经济政策不确定性指数均采用Baker等(2016)所提出的文本分析法构建而成。

我国外部经济政策不确定性指数。我国上市公司财务报表的附注会公布企业营收的地区分布,本文将属于海外区域的营收手工识别出来,并计算出企业海外营收的总值,进而将企业海外市场营销与企业总营收的比值作为企业海外营收占比。借鉴王雄元和高开娟(2017)等文献,客户集中度等于前五大客户销售额占年度总销售额的比值。为测度供应链传导效应,参考底璐璐等(2020)的研究方法,本文从客户需求角度,将公司前五大客户销售额占企业总销售额的比重作为企业间的关联度。根据我国上市公司公布的前五大客户名称,识别出这些客户是否为上市公司及其上市代码,进而将各客户占其总销售额的比重与各客户海外营收占比乘积的累加和作为外贸需求的供应链传导效应指标。

(3)控制变量

参考现有文献,控制变量包括托宾 $Q(TQ)$ 、企业经营现金流(CF)、企业负债率(Lev)、企业规模($Size$)、企业成立年限(Age)、国内生产总值的变动(GDP)^①。另外,为控制我国经济政策不确定性自身因素的影响,本文还考虑了中国特质经济政策不确定性($CEPU$)。

(4)异质性分析变量

为研究外贸企业开拓国内市场的异质性,本文利用企业融资约束程度(Fin)和经营效率(Eff)进行了相关分析。参考Kaplan和Zingales(1997)、Whited和Wu(2006)、Hadlock和Pierce(2010)等文献的构造方法,构建企业的融资约束KZ、WW和SA指数,进而用这三个指数标准化后的均值作为融资约束程度。企业的管理成本和销售成本是企业成本的重要组成部分,它们反映了企业产品销售和日常管理的成本。参考Ang等(2000)、翁若宇等(2019),本文使用企业的总收入与这两项成本之和的比值作为企业经营效率指标。

本文主要变量的描述性统计和计算方法如表1所示。

表1 变量的描述性统计和计算方法						
变量	含义	平均值	标准差	最小值	最大值	计算方法
Inv	企业投资率	0.0135	0.0160	-0.0058	0.0943	当季资本支出/总资产
$GEPU$	外部经济政策不确定性指数	0.3057	0.3746	-0.5657	0.9920	季度内各月外部经济政策不确定性指数算术平均值/100的自然对数
FIR	企业海外营收占比	0.1021	0.1927	0.0000	0.8622	海外市场营收/企业总营收
Con	客户集中度	0.3128	0.2342	0.0105	1.0000	前五大客户销售额占总销售额比值
$Chain$	供应链传导效应	0.0007	0.0045	0.0000	0.0374	当期企业各客户的销售额占其总销售额的比重与各客户海外营收占比乘积的累加和
TQ	托宾 Q	2.5368	1.8370	0.8809	12.1069	(流通股股数×流通股季度平均股价+非流通股股数×每股净资产+负债的账面价值)/总资产
CF	企业经营现金流	-0.0005	0.0923	-0.2627	0.4373	经营活动现金流量净额/期初总资产
Lev	企业负债率	0.4423	0.2106	0.0461	0.9998	企业总负债/企业总资产
$Size$	企业规模	21.8961	1.2781	19.0347	25.7977	企业总资产的自然对数
Age	企业成立年限	15.3472	5.8856	3.5000	30.0833	当年减去企业成立年份

① 由于样本区间内国内生产总值(GDP)增长率是一阶单整的,本文对其进行一阶差分处理。

续表 1

变量	含义	平均值	标准差	最小值	最大值	计算方法
<i>GDP</i>	国内生产总值增长率的变动	-0.0008	0.0078	-0.0240	0.0240	GDP 季度同比增长率的一阶差分
<i>CEPU</i>	中国特质经济政策不确定指数	0.0692	0.2696	-0.6687	0.6374	以中国经济政策不确定性作为被解释变量,以 <i>GEPU</i> 作为解释变量,进行线性回归,将回归后的残差作为中国特质经济政策不确定性(<i>CEPU</i>)
<i>Fin</i>	融资约束程度	-0.9998	0.0777	-1.2231	-0.8213	参考 Kaplan 和 Zingales (1997)、Whited 和 Wu (2006)、Hadlock 和 Pierce (2010)等文献的构造方法,构建企业的融资约束 KZ、WW 和 SA 指数,进而用这三个指数标准化后的均值作为融资约束程度
<i>Eff</i>	企业经营效率	10.4946	10.4261	1.0575	65.7871	企业的总收入/(企业管理成本+企业销售成本)

四、 外部经济政策不确定性的外溢效应和传导渠道检验结果分析

(一)外部经济政策不确定性的外溢效应

本文首先利用模型(1)检验外部经济政策不确定性对我国企业投资的外溢影响,结果如表 2 所示。列(1)为单变量的回归结果, $GEPU_{t-1}$ 的回归系数在 1% 的水平下显著为负,表明外部经济政策不确定性的上升会导致我国企业的投资率下降。在此基础上,列(2)的模型在列(1)的基础上加入中国特质经济政策不确定指数 $CEPU_{t-1}$ 。结果表明, $GEPU_{t-1}$ 的回归系数在 1% 的水平下也显著为负。列(3)为利用模型(1)的回归结果, $GEPU_{t-1}$ 的回归系数在 1% 的水平下依然显著为负,表明外部经济政策不确定性对我国企业投资产生明显的负向外溢效应。以上实证结果证明本文的假说 1 成立。

表 2 外部经济不确定性外溢效应的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)
	单变量回归	考虑 <i>CEPU</i>	模型(1)
$GEPU_{t-1}$	-0.0011*** (-4.3690)	-0.0015*** (-5.4414)	-0.0014*** (-4.7038)
$CEPU_{t-1}$		-0.0007*** (-2.8079)	-0.0004 (-1.6235)
控制变量	否	否	是
企业固定效应	是	是	是
年份和季节固定效应	是	是	是
样本数	135595	135595	135595
调整 R^2	0.0696	0.0696	0.0795

注:***、**和*分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著;括号内的数值为经过公司层面聚类调整的 t 检验值。下同。

(二)外部经济政策不确定性的外贸需求渠道的直接效应和供应链传导效应

1.外贸需求渠道的直接效应

本文进一步探究外部经济政策不确定性通过外贸需求渠道对我国企业投资的直接影响,结果如表3列(1)、(2)所示。列(1)所用模型是在模型(1)的基础上加入企业海外营收占比 $FIR_{i,t}$ 、外部经济政策不确定性与企业海外营收占比的交互项 $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 。从回归结果可以看出,不仅 $GEPU_{t-1}$ 的回归系数在1%的水平下显著为负,而且交互项 $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数在5%的水平下也显著为负。这说明我国企业的海外营收占比越高,外部经济政策不确定性对企业投资的负向影响越强。这是因为外部经济政策不确定性的增加有可能导致海外市场需求不确定性的上升,海外市场依赖度高的企业受海外需求变化的影响更大,因而在进行投资决策时会更加谨慎。本文还进一步控制了我国特质经济政策不确定性指数 $CEPU_{t-1}$ 及其与企业海外营收占比的交互项 $CEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的影响,利用模型(2)做了实证分析,回归结果如列(2)所示。同样,交互项 $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数在5%的水平下依然显著为负,并且交互项 $CEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数不显著,表明本文结果是稳健的。

表3 外贸需求渠道的直接效应和供应链传导效应的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	模型(2) (未考虑 $CEPU$)	模型(2)	模型(3) (未考虑直接 效应)	模型(3)	低客户集中 度组	高客户集中 度组
$GEPU_{t-1}$	-0.0009*** (-2.8908)	-0.0011*** (-3.3107)	-0.0013*** (-4.4317)	-0.0010*** (-3.0695)	-0.0007* (-1.7399)	-0.0013*** (-2.8459)
$GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$	-0.0031** (-2.3418)	-0.0030** (-2.2607)		-0.0030** (-2.2633)	-0.0039* (-1.7722)	-0.0026 (-1.5304)
$FIR_{i,t}$	0.0023** (2.4388)	0.0024** (2.4866)		0.0024** (2.4953)	0.0013 (0.8739)	0.0030** (2.5318)
$GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$			-0.2237** (-2.2597)	-0.2253** (-2.2797)	0.0452 (0.3825)	-0.4274*** (-2.8107)
$Chain_{i,t}$			0.0555 (1.5838)	0.0551 (1.5841)	-0.0112 (-0.2392)	0.1020** (1.9675)
$CEPU_{t-1}$		-0.0003 (-1.0040)	-0.0004 (-1.5372)	-0.0003 (-0.9113)	-0.0006 (-1.6306)	0.0001 (0.3343)
$CEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$		-0.0014 (-0.8745)		-0.0014 (-0.8953)	-0.0003 (-0.1241)	-0.0033 (-1.6374)
$CEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$			-0.2188 (-1.1638)	-0.2317 (-1.2324)	0.0684 (0.3078)	-0.4408 (-1.6357)
控制变量	是	是	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是	是	是
年份和季节固定效应	是	是	是	是	是	是
样本数	135595	135595	135595	135595	67822	67773
调整 R^2	0.0797	0.0797	0.0795	0.0797	0.0860	0.0656

上述实证结果支持假说2。实证结果说明,需求端对企业投资决策的影响很大,这可能是因为“有效需求不足”理论下,需求端能够直接影响企业的销量和收入,因而外部经济政策不确定性能够通过影响我国企业外部需求对企业投资造成负面影响。

2. 供应链传导效应

由于供应链传递效应的存在,外部经济政策不确定性对企业投资的影响可能会通过供应链向上游传导。因此,本文检验了外部经济政策不确定性影响我国企业投资的供应链传导效应,实证回归结果如表3列(3)、(4)所示。列(3)所用模型是在模型(1)的基础上只加入外贸需求的供应链传导效应指标 $Chain_{i,t}$ 及其与外部经济政策不确定性的交互项 $GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$ 、 $CEPU_{t-1}$ 及其与 $Chain_{i,t}$ 的交互项 $CEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$ 。结果表明, $GEPU_{t-1}$ 的回归系数在1%的水平下显著为负, $GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$ 的回归系数在5%的水平下显著为负。这表明 $GEPU_{t-1}$ 会通过供应链传导效应对我国企业投资率产生负面影响,即企业客户的海外营收占比越高,外部经济政策不确定性通过外部需求渠道的供应链传导效应对企业投资的负面影响越强。本文还控制了外贸需求渠道直接效应的影响,使用模型(3)做了回归,结果如列(4)所示。回归结果显示, $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 、 $GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$ 的回归系数均在5%的水平下显著为负,说明本文结果比较稳健。因此,本文研究发现,外部经济政策不确定性对企业投资的负面影响能通过供应链向上游传导,即供应链网络会传导外部不利冲击的影响,这与现有供应链网络传导效应相关的文献一致。上述实证结果进一步支持了假说2。

(三) 客户集中度的影响

企业客户集中度对企业投资决策有重要影响,因而本文通过样本分组检验了企业客户集中度对企业投资的影响。本文根据每年企业客户集中度的大小,将每期企业客户集中度高于其中位数的企业归为高客户集中度的企业,其他企业归为低客户集中度的企业,然后利用模型(3)分别对两组样本进行回归分析,相关实证结果如表3列(5)、(6)所示。可以看出,对于低客户集中度组, $GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$ 的回归系数为正且不显著,而对于高客户集中度组, $GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$ 的回归系数在1%的水平下显著为负。这表明外部经济政策不确定性通过外贸需求渠道的供应链传导效应对客户集中度较高的企业的负面影响显著大于对客户集中度较低的企业的影响,即客户集中度的下降能够缓解外部经济政策不确定性通过供应链传导效应对企业投资造成的抑制作用。上述实证结果说明,“敲竹杠”机制在客户集中度影响外贸需求渠道的供应链传导效应的过程中占据主导地位。因此,客户集中度的下降有利于企业通过客户多元化来分散供应链传导效应的影响,企业客户多元化能够提高抵抗外部风险的能力。该实证结果支持假说3b。

五、 外贸企业积极化解外部经济政策不确定性的负向溢出效应

(一) 外贸企业开拓国内市场的影响

由于外部经济政策不确定性的上升会对我国企业造成负面影响,我国外贸企业可能会选择开拓国内市场,积极参与国内大循环。为刻画我国外贸企业积极开拓国内市场的影响,本文把我国企业分为积极参与国内大循环的外贸企业和其他企业。现有文献在研究出口转内销时,主要以出口额、出口占比的变化为衡量指标(戴觅、茅锐,2015;孙巍、梁世杰,2022),因而本文将每期国内市场收入及其占总收入份额均同比增加的外贸企业归为积极参与国内大循环的外贸企业,剩下的归为其他企业。

本文利用模型(2)和模型(3)将两类企业分别进行回归分析,结果如表4所示。由表4的回归结果可知,对于其他企业,不仅外部经济政策不确定性指数 $GEPU_{t-1}$ 的回归系数在1%的水平下显著为负,而且外部经济政策不确定性指数和企业海外营收占比交互项 $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数

在1%的水平下显著为负,外部经济政策不确定性指数和外贸需求的供应链传导效应指标的交互项 $GEPU_{i-1} \times Chain_{i,t}$ 的回归系数在5%的水平下也显著为负。与其他企业的回归结果相反,对于积极参与国内大循环的外贸企业, $GEPU_{i-1}$ 和 $GEPU_{i-1} \times Chain_{i,t}$ 的回归系数为负,但不显著,而 $GEPU_{i-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数在10%的水平下显著为正。这表明外部经济政策不确定性的上升不但不会对积极参与国内大循环的外贸企业造成负面影响,还会对这些企业的投资产生正向影响。这些实证结果表明,依赖海外市场的外贸企业积极开拓国内市场能够有效降低外部经济政策不确定性上升对企业投资的负面影响。以上结果支持本文假说4。

表 4
 外贸企业开拓国内市场的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	其他企业： 模型(2)	其他企业： 模型(3)	积极参与国内大循环的 外贸企业：模型(2)	积极参与国内大循环的 外贸企业：模型(3)
$GEPU_{i-1}$	-0.0011*** (-3.2224)	-0.0011*** (-2.9915)	-0.0007 (-0.9047)	-0.0007 (-0.8088)
$GEPU_{i-1} \times FIR_{i,t}$	-0.0049*** (-3.2813)	-0.0049*** (-3.2842)	0.0045* (1.7954)	0.0044* (1.7874)
$FIR_{i,t}$	0.0028*** (2.5885)	0.0028*** (2.5954)	-0.0005 (-0.3405)	-0.0005 (-0.3325)
$GEPU_{i-1} \times Chain_{i,t}$		-0.2223** (-1.9742)		-0.2500 (-1.5539)
$Chain_{i,t}$		0.0569 (1.4220)		0.0608 (1.0448)
$CEPU_{i-1}$	-0.0002 (-0.7606)	-0.0002 (-0.6678)	-0.0005 (-0.6518)	-0.0006 (-0.6901)
$CEPU_{i-1} \times Chain_{i,t}$		-0.2277 (-1.0993)		-0.0133 (-0.0346)
$CEPU_{i-1} \times FIR_{i,t}$	-0.0008 (-0.4444)	-0.0008 (-0.4633)	-0.0012 (-0.4113)	-0.0012 (-0.4127)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份和季节固定效应	是	是	是	是
样本数	112326	112326	23269	23269
调整 R ²	0.078	0.078	0.088	0.088

(二)外贸企业开拓国内市场的异质性分析

本文实证结果已经证明,外贸企业积极参与国内大循环能够有效降低外部经济政策不确定性上升对企业投资造成的负面影响。虽然转向国内市场能够帮助外贸企业扩大产品销售市场,但是外贸企业开拓国内市场的效果还会受到自身因素的影响。通常情况下,资金实力强或经营效率较高的外贸企业开拓国内市场的阻力相对较小。因此,本节进一步探究可能的影响因素,包含融资约束程度和企业经营效率。

1. 企业融资约束

现有文献已证明,外贸企业融资能力对于企业进入国内市场有着重要影响,因而本文考虑融资约束程度对外贸企业开拓国内市场的影响。本文将每期企业 Fin 指数高于其中位数的企业归为融资约束程度较高的企业,其他企业归为融资约束程度较低的企业。据此,本文将积极参与国内大循环的外贸企业分为融资约束程度较低和融资约束程度较高的企业。

本文利用模型(3)将这两类企业分别进行回归分析,结果如表5列(1)、(2)所示。从回归结果可以看出,对于积极参与国内大循环且融资约束程度较低的外贸企业,外部经济政策不确定性指数和企业海外营收占比的交互项 $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数在10%的水平下显著为正,表明外部经济政策不确定性的上升能够刺激外贸企业增加投资。然而,对于积极参与国内大循环且融资约束程度较高的外贸企业,外部经济政策不确定性指数和企业海外营收占比交互项 $GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数并不显著。以上实证结果表明,企业融资约束也会影响外贸企业参与国内市场的投资行为,即企业融资约束程度越低,外贸企业越会积极增加企业投资。

以上实证结果表明,企业融资约束程度的高低会影响依赖海外市场的外贸企业投资国内市场的积极性。因此,我国应不断完善金融市场,减少金融摩擦,不断提高企业融资能力,进而促进外贸企业提升投资水平。

表5 外贸企业开拓国内市场的异质性分析的回归结果

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	融资约束程度较低的企业	融资约束程度较高的企业	经营效率较高的企业	经营效率较低的企业
$GEPU_{t-1}$	-0.0013 (-0.9951)	-0.0007 (-0.5638)	-0.0005 (-0.4122)	-0.0010 (-0.8793)
$GEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$	0.0069* (1.8748)	-0.0004 (-0.1131)	0.0062* (1.7657)	0.0026 (0.6925)
$FIR_{i,t}$	0.0017 (0.7587)	0.0023 (1.0139)	-0.0027 (-1.2167)	0.0023 (0.9929)
$GEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$	-0.1825 (-0.6708)	-0.3411 (-1.2840)	-0.2569 (-1.0873)	-0.3485 (-1.5869)
$Chain_{i,t}$	0.0885 (0.9052)	0.0894 (1.1354)	0.0730 (0.8420)	0.0530 (0.6197)
$CEPU_{t-1}$	-0.0006 (-0.4531)	-0.0019 (-1.6106)	-0.0010 (-0.8117)	-0.0008 (-0.6401)
$CEPU_{t-1} \times Chain_{i,t}$	0.0903 (0.1395)	-0.1016 (-0.1856)	0.3350 (0.6349)	-0.4840 (-0.8970)
$CEPU_{t-1} \times FIR_{i,t}$	-0.0012 (-0.2827)	0.0032 (0.7297)	0.0030 (0.7532)	-0.0039 (-0.9767)
控制变量	是	是	是	是
企业固定效应	是	是	是	是
年份和季节固定效应	是	是	是	是
样本数	10112	10081	11598	11631
调整 R^2	0.080	0.081	0.086	0.086

2. 企业经营效率

外贸企业积极转向国内市场需要进行业务、销售渠道等方面的调整,企业经营成本会影响企业在国内的销售,因而企业管理经营效率的高低可能会对企业成本和投资决策产生一定影响。本文进一步考虑企业经营效率对外贸企业投资的影响,将每期企业经营效率 Eff 指标高于其中位数的企业归为经营效率较高的企业,其他企业归为经营效率较低的企业。据此,本文将积极参与国内大循环的外贸企业分为经营效率较低的企业和经营效率较高的企业。

本文使用模型(3)将上述两类企业分别进行回归分析,结果如表5列(3)、(4)所示。根据回归结果,对于积极参与国内大循环且经营效率较高的外贸企业,外部经济政策不确定性指数和企业海外营收占比的交互项 $GEPU_{i,t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数在10%的水平下显著为正。这说明对于经营效率较高的外贸企业,外部经济政策不确定性的上升能促进外贸企业提高投资水平。不过,对于积极参与国内大循环且经营效率较低的外贸企业,外部经济政策不确定性指数和企业海外营收占比的交互项 $GEPU_{i,t-1} \times FIR_{i,t}$ 的回归系数并不显著。上述结果表明,企业经营效率也会影响外贸企业参与国内市场的投资决策,即企业经营效率越高,外贸企业越会积极开拓国内市场和增加企业投资。

根据上述实证结果,企业经营效率的高低也会影响依赖海外市场的外贸企业投资国内市场的积极性。因此,企业应积极改善经营效率,努力降低经营成本。

六、结论与启示

本文利用我国2003—2019年的A股上市公司数据,探究外部经济政策不确定性对我国企业投资行为的负向冲击,重点分析冲击的传导渠道和化解措施,主要得出以下结论。(1)外部经济政策不确定性的上升会对我国企业投资产生抑制作用。在冲击渠道方面,根据冲击由外向内传导的环节可以分为两个层次,即外部需求渠道的直接效应和供应链传导效应。具体而言,第一,企业的海外营收占比越高,外部经济政策不确定性对企业投资的抑制作用越强,即外部经济政策不确定性通过外部需求渠道的直接效应对企业投资产生负面影响。第二,外部经济政策不确定性对企业投资的负面影响能够通过供应链向上游传导,即企业客户的海外营收占比越高,外部经济政策不确定性通过外部需求渠道的供应链传导效应对企业投资产生的负面影响越强,表明供应链网络会传导外部不利冲击的影响。第三,本文进一步发现在“敲竹杠”机制的作用下,企业客户集中度的降低能够显著缓解外部经济政策不确定性通过外贸需求渠道的供应链传导效应对我国外贸企业投资造成的负面影响。(2)在冲击化解层面,外贸企业积极参与国内大循环能够化解外部冲击的不利影响。实证结果表明,外贸企业积极参与国内大循环能够缓解外部经济政策不确定性对我国企业投资的不利影响。这说明依赖海外市场的外贸企业能够通过积极开拓国内市场来降低外部经济政策不确定性上升对企业投资的负面影响。本文还探究了外贸企业开拓国内市场的影响因素,研究发现融资约束程度越低或企业经营效率越高,外贸企业越会积极参与国内市场和增加企业投资,即可通过缓解企业融资约束程度和提高企业经营效率来引导企业参与国内大循环。

本文的研究结论具有很强的政策启示。首先,政策当局应密切关注外部经济政策的变化,当面临较强的外部不利冲击时,应制定相应的政策来救助和帮扶受影响较严重的外贸企业。原因在于,企业主体是我国经济的压舱石,只有提前制定应对措施才能更有效地稳定我国宏观经济和

就业市场。其次,企业决策者要认识到供应链的需求端对企业投资决策的重要作用。需求端的波动可以通过供应链传导到上游企业,企业决策者有必要时刻关注需求端的状况。产业链上下游企业应建立更加多元化的供应链体系,积极参与国内大循环建设,并着力提高企业经营效率。最后,政府应继续大力推行“双循环”战略,完善相关配套措施,积极引导外贸企业参与国内大循环建设,大力促进金融发展和降低企业融资摩擦成本,并且要有效维护市场秩序,全面提升市场活力。

参考文献:

- 1.程玲:《外部融资与企业的内外贸一体化——基于纯出口企业贸易模式转型的视角》,《经济学家》2021年第1期。
- 2.陈绍俭、冯宗宪:《经济政策不确定性会抑制企业出口吗》,《国际贸易问题》2020年第3期。
- 3.底璐璐、罗勇根、江伟、陈灿:《客户年报语调具有供应链传染效应吗?——企业现金持有的视角》,《管理世界》2020年第8期。
- 4.戴觅、茅锐:《外需冲击、企业出口与内销:金融危机时期的经验证据》,《世界经济》2015年第1期。
- 5.黄雨婷、刘向东:《商品流通渠道组织化与出口企业的外贸转内销调整——互联网经济下的新探索》,《财贸经济》2016年第9期。
- 6.何欢浪、师艳敏、章韬:《国际市场出口需求与中国企业创新行为——基于企业专利数量和质量的经验研究》,《世界经济文汇》2023年第3期。
- 7.李欢、李丹、王丹:《客户效应与上市公司债务融资能力——来自我国供应链客户关系的证据》,《金融研究》2018年第6期。
- 8.李馨子、牛煜皓、张广玉:《客户集中度影响企业的金融投资吗?》,《会计研究》2019年第9期。
- 9.齐鹰飞、李苑菲:《政府消费的生产性——基于生产网络模型的刻画、分解和检验》,《管理世界》2021年第11期。
- 10.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》,《世界经济》2017年第2期。
- 11.孙巍、梁世杰:《外需冲击、需求转化与企业资产再配置——来自中国制造业的证据》,《财经科学》2022年第4期。
- 12.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》,《世界经济》2017年第12期。
- 13.谭小芬、张凯、耿亚莹:《全球经济政策不确定性对新兴经济体资本流动的影响》,《财贸经济》2018年第3期。
- 14.王雄元、高开娟:《客户关系与企业成本粘性:敲竹杠还是合作》,《南开管理评论》2017年第1期。
- 15.王丹、李丹、李欢:《客户集中度与企业投资效率》,《会计研究》2020年第1期。
- 16.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。
- 17.翁若宇、陈秋平、陈爱华:《“手足亲情”能否提升企业经营效率?——来自A股上市手足型家族企业的证据》,《经济管理》2019年第7期。
- 18.叶宁华、张伯伟:《企业异质性与国内市场进入——来自中国出口企业的微观证据》,《经济学动态》2017年第9期。
- 19.张昊:《国内市场如何承接制造业出口调整——产需匹配及国内贸易的意义》,《中国工业经济》2014年第8期。
- 20.赵茜:《外部经济政策不确定性、投资者预期与股市跨境资金流动》,《世界经济》2020年第5期。
- 21.张学良、程玲、刘晴:《国内市场一体化与企业内外销》,《财贸经济》2021年第1期。
- 22.Acemoglu, D., Carvalho, V. M., Ozdaglar, A., & Alireza, T., The Network Origins of Aggregate Fluctuations. *Econometrica*, Vol.80, No.5, 2012, pp.1977–2016.
- 23.Ang, J. S., Cole, R. A., & Lin, J. W., Agency Costs and Ownership Structure. *The Journal of Finance*, Vol.55, No.1, 2000, pp.81–106.
- 24.Bloom, N., Uncertainty and the Dynamics of R&D. *American Economic Review*, Vol.97, No.2, 2007, pp.250–255.
- 25.Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J., Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.131, No.4, 2016, pp.1503–1636.
- 26.Bhattarai, S., Chatterjee, A., & Park, W. Y., Global Spillover Effects of US Uncertainty. *Journal of Monetary Economics*, Vol.114, 2020, pp.71–89.
- 27.Cachon, G. P., & Fisher, M., Supply Chain Inventory Management and the Value of Shared Information. *Management Science*, Vol.46, No.8, 2000, pp.1032–1048.
- 28.Chang, H., Hall, C. M., & Paz, M., Customer Concentration and Cost Structure. Cornell University School of Hotel

Administration Working Paper, No.9, 2017.

29.Cohen, D. A., & Li, B., Customer-base Concentration, Investment, and Profitability: The US Government as a Major Customer. *The Accounting Review*, Vol.95, No.1, 2020, pp. 101-131.

30.Dhaliwal, D., Judd, J. S., Serfling, M., & Shaikh, S., Customer Concentration Risk and the Cost of Equity Capital. *Journal of Accounting and Economics*, Vol.61, No.1, 2016, pp. 23-48.

31.Gulen, H., & Ion, M., Policy Uncertainty and Corporate Investment. *The Review of Financial Studies*, Vol.29, No.3, 2016, pp. 523-564.

32.Hadlock, C. J., & Pierce, J. R., New Evidence on Measuring Financial Constraints: Moving beyond the KZ Index. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23, No.5, 2010, pp. 1909-1940.

33.Julio, B., & Yook, Y., Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance*, Vol.67, No.1, 2012, pp.45-84.

34.Kahle, K. M., & Stulz, R. M., Access to Capital, Investment, and the Financial Crisis. *Journal of Financial Economics*, Vol.110, No.2, 2013, pp.280-299.

35.Kim, J. B., Song, B. Y., & Zhang, Y., Earnings Performance of Major Customers and Bank Loan Contracting with Suppliers. *Journal of Banking & Finance*, Vol.59, 2015, pp.384-398.

36.Kim, Y. H., & Wemmerlöv, U., The Effect of Operations Strategy on Supplier-customer Relationships and Suppliers' Financial Performance. University of Wisconsin-Madison Working Paper, 2010.

37.Kaplan, S., & Zingales, L., Do Financing Constraints Explain Why Investment is Correlated with Cash Flow. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol.112, 1997, pp.169-215.

38.Lee, H. L., So, K. C., & Tang, C. S., The Value of Information Sharing in a Two-level Supply Chain. *Management Science*, Vol.46, No.5, 2000, pp. 626-643.

39.Whited, T. M., & Wu, G., Financial Constraints Risk. *The Review of Financial Studies*, Vol. 19, No.2, 2006, pp. 531-559.

Research on Resolving the Negative Impact of External Economic Policy Uncertainty against the Background of Double Development Dynamic: From the Perspective of Corporate Investment Behavior

HAO Dapeng (Chinese Academy of Social Sciences, 100836)

LIU Yuanchun (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

FANG Yi (Renmin University of China, 100872)

Summary: China has become the world's second largest economy and the largest exporter of goods trade, so it is increasingly affected by foreign economic risk events and economic policies. In recent years, the external economic policy uncertainty (EPU) faced by China has continued to rise. The increase in the EPU inevitably has a negative impact on China's macro economy and foreign trade enterprises.

Existing literature has found that the EPU has a strong transnational spillover effect, and that external EPU has an inhibitory effect on China's export and leads to a significant outflow of cross-border funds from China's stock market, but has not considered the impact of external EPU on China's investment. In addition, existing literature mainly studies how the EPU inhibits corporate investment via the channel of real options and financial friction. With the continuous strengthening of globalization and the deepening of the division of labor and cooperation between upstream and downstream enterprises in the supply chains, the supplier-customer relationship has an important impact on the performance and investment behavior of enterprises. However, there is no literature that analyzes the impact of EPU on corporate investment

behavior from the perspective of the supply chain. Therefore, this paper uses the 2003-2019 data of A-share listed companies in China to expand the research on the spillover effects of external EPU on China and on the channels through which EPU affects corporate investment behavior.

Compared with the existing literature, this paper has the following main contributions.

First, this paper proposes a two-layer channel via which the external EPU affects Chinese corporate investment: the direct impact via the external demand channel and the indirect effect via the supply chain channel. Specifically, this paper finds that foreign trade demand is an important way for external EPU to affect domestic corporate investment. The empirical results show that the external EPU can have a significant negative direct impact on Chinese corporate investment, and the higher the proportion of a firm's overseas revenue, the greater the impact. Second, the negative impact of external EPU on corporate investment can be transmitted upstream through the supply chain, that is, the higher the proportion of overseas revenue of a firm's customers, the stronger the inhibitory indirect effect external EPU has on corporate investment through the supply chain ripple effect. It indicates that the supply chain grid can transmit the impact of external adverse shocks. In addition, this paper finds that the decrease in the customer concentration can significantly alleviate the negative impact of external EPU on corporate investment through the indirect effect via the supply chain channel, because the rip-off mechanism plays a dominant role in how customer concentration affects the supply chain ripple effect.

Second, this paper organically combines the strategy of double development dynamic with the prevention and resolution of imported risks, and quantifies the extent to which foreign trade enterprises actively participate in the domestic economy to resolve external shocks. Specifically, this paper finds that the active participation of China's foreign trade enterprises in the domestic economy can effectively alleviate the adverse impact of external EPU on Chinese corporate investment through the direct effect via the foreign trade demand channel. Besides, the study proves that the less financing constraints or the higher the operating efficiency, the more foreign trade enterprises will actively participate in the domestic market and increase corporate investment. This can guide enterprises to participate in the domestic market by easing the financing constraints and improving the operating efficiency.

Keywords: Double Development Dynamic, External Economic Policy Uncertainty, Corporate Investment, Foreign Trade Demand, Supply Chain Ripple Effect

JEL: F14, F42

责任编辑:静 好