

效地调整存款定价，增强负债端市场利率敏感性，缓释净息差单边收窄压力。

第三，构建收入与价值双维度的计量框架。银行可通过升级技术系统，推动收入与价值视角的互补融合，逐步建立更加科学的利率风险管理体系。此外，我国银行普遍存在负向重定价缺口，这在利率下行时期具有合理性，若利率趋势反转向上的，将使银行遭受收益损失。因此，需高度关注利率风险，银行主体应不断完善利率预判机制，适时调整缺口方向。

第四，培育利率衍生品市场，完善衍生品信息披露制度。扩大标准化衍生品（如利率互换、远期合约）市场规模，提升衍生品流动性；鼓励中小银行与券商、基金等专业机构合作，完善衍生品业务内控体系；规范衍生品头寸、对冲损益的信息披露模板，如按产品类型分项披露名义本金、使用目的、对冲方向等信息，提升市场透明度与效率。

制裁冲击对企业债务融资成本的影响及应对措施 ——基于美国对华管制清单的研究

窦超 李梦佳 刘巍 杨雪

近年来，美国凭借自身强大的影响力与长臂管辖能力，频频对我国企业正常经营进行限制，主要手段包括清单制裁（如华为、中兴等）以及相关技术领域的出口限制（如 AI 技术、芯片、机器人、脑机接口、先进材料等），并阻碍中国经济加入全球价值链。这些措施对中国企业的正常运营及资本市场稳定造成了较大冲击。尤其是 2017 年以来，美国陆续扩大制裁对象、调整制裁手段、加大执行力度，针对中国相关行业与企业的制裁行动持续加强。在此背景下，我国迅速做出了调整与应对，出台大量针对性举措有效抵御了单边制裁带来的负面冲击，这其中以芯片、人工智能为代表的尖端行业更是迎来一系列重大技术突破，倒逼解决了一大批“卡脖子”

难题，为市场注入了极大信心。这也凸显中美两国围绕制裁与反制裁博弈的复杂性，亟须我们辩证看待制裁造成的影响。

美国近年来对中国推行的各类经济制裁措施在短时间内对相关企业和行业正常发展造成较大冲击。在宏观层面，制裁不仅恶化了我国的国际贸易环境，阻碍了产业结构升级，还扰乱了国际资金流动，损害了金融秩序和经济运行机制，对中国经济增长产生了负面影响。在微观层面，制裁更是给相关企业带来了极大的经营风险，不仅直接影响贸易活动，扰乱业务安排，限制技术突破，还在资本市场孤立相关企业，阻碍其投融资的顺利进行，导致企业陷入融资困境和不稳定发展状态。例如，在美国限制供应的冲击下，海康威视面临全面的技术封锁，供应链几乎断裂，导致其业务受到了重大打击，融资活动也受到深远影响，融资成本大幅上升。在此过程中，债务融资作为我国企业主要的融资方式，受到外部冲击的影响尤为直接和明显，从债务融资成本的角度探讨经济制裁对企业融资困境的冲击效应及应对机制，具有实践价值和现实意义。纵观已有关于债务融资成本的研究，大多从公司特征、公司治理结构与外部经营环境等方面对其影响因素展开探索，较少有研究从经济制裁层面探讨其对企业债务融资成本的具体影响及其衍生效应。特别是当前美国对华制裁已对中国企业尤其是高新技术企业，在业务经营、技术升级和融资机会等方面造成了严重冲击，其影响究竟几何尚缺乏微观层面的实证研究。与此同时，我国采取多项政策助力被制裁企业破局，增强市场抵御制裁冲击的底气。我国的积极应对通过缓解企业财务困境，减少其信息不对称，进而向资本市场传递正面信号，帮助企业改善融资环境，降低债务融资成本。鉴于此，本文以美国对华经济制裁为着眼点，从债务融资成本的视角系统研究经济制裁在资本市场上的经济后果，并进一步分析可能的应对之道和缓解机制。

基于美国联邦政府各部门官方公告的 11 类管制清单数据，本文系统识别了受到其制裁波及的国内上市企业名单，并实证检验了制裁对我国企业债务融资成本的冲击以及可能的应对措施。结果表

明：（1）制裁冲击虽然会使企业债务融资成本出现显著增加，但政府的积极参与应对（如增加财政补贴、出台产业扶持政策、提供贷款优惠及税收减免等）能缓解企业因制裁冲击所引发的债务融资成本激增问题。（2）不同制裁强度、制裁关系密切度、审计质量和产品竞争力也会导致制裁对债务融资成本的影响有所不同。（3）作用机制分析发现，经济制裁主要通过恶化市场认知来增加债务融资成本。

基于以上结论和我国企业发展状况，为进一步推动我国金融高质量发展，增强企业应对外部制裁冲击的信心与底气，提出以下相关建议。

就政府而言，我国的政府机构现阶段虽采取了一系列措施帮助企业缓解制裁冲击，但仍需进一步完善政策手段，助力企业破局发展。（1）在法律体系上，应建立并完善反制裁的法律法规和制度体系，为企业提供有效的法律指导和抗辩依据，帮助企业抵御美国经济制裁的诉讼风险和缓解融资约束，并进一步完善“不可靠实体清单”制度，保护中国企业、其他组织或者个人的合法权益。（2）在经济发展上，应致力于打造“双循环”经济格局，释放内需潜力，以国内统一大市场为“内核”强力吸引海外资源向中国汇聚，并注重加快产业升级、推进发展战略性新兴产业、培养独立自主的技术本领，进而增强与美国展开战略竞争的核心力量。（3）在扶持行动上，应加大扶持力度，充分利用各种政府扶持手段，例如，为受冲击企业提供专项财政补贴、实行特别税收减免政策、设立专项科技研发基金，从而支持相关企业加大研发投入，提升自主创新能力，尤其是在关键技术和核心领域实现突破，进一步为相关企业减税降负、招商引资，缓解融资困境。就市场参与者而言，应当冷静客观地看待美国对中国的一系列制裁行动，既需要客观认识到制裁冲击可能会在短期内增加企业的整体风险，但也无需过分恐慌，理应关注企业的长期价值，用发展的眼光看待企业的未来投资潜力，并相信我国产业的发展前景，自立自强与对外交流并举，凝聚市场信心。就企业而言，（1）在抵御风险上，打铁还需自身硬，为防御美

国经济制裁对企业的冲击影响，企业应当致力于塑造自身的核心竞争力，增强抵御风险的能力，增强各方面实力，以此赢得更多投资者的青睐。（2）在防范风险上，企业需合理布局自身的国际化业务，帮助企业分散贸易和金融风险，降低对美国的经济依赖，缓解美国经济制裁对企业债务融资的突发冲击。

金融监管与企业资本结构动态调整 ——来自资管新规的证据

王 博 吴振伦 罗荣华 张晓玫

“十五五”规划建议指出，要全面加强金融监管。实践中，金融机构的影子银行业务可能带来潜在的金融风险。为有效化解金融风险，2018 年 4 月，中国人民银行等部门联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称资管新规）。资管新规一方面通过打破刚兑、推进净值化转型，规范了资管产品的资金定价和收益机制，进而修正了金融机构的过度风险承担行为，使得资管产品回归资管业务的本源。另一方面，资管新规通过限制嵌套、遏制资金在金融体系内空转，降低了债务融资成本，并引导资金流向实体经济。此外，资管新规加速非标资产回表，并通过硬化监管约束，引导金融机构风险偏好和风险承担的下降。已有研究从多个角度探讨了资管新规对金融机构、金融市场、企业的影响，但尚未关注其对企业资本结构动态调整的影响。在化解金融风险、推动去杠杆的过程中，金融监管能否驱动企业资本结构的动态调整？相较于企业杠杆，企业资本结构的动态调整可用于探究微观企业杠杆变动的结构性特征。为此，本文立足于资本结构动态优化的独特视角，系统剖析监管对企业投融资行为的影响。

本文基于资管新规这一准自然实验，选取 2012—2022 年中国 A 股非金融、非房地产上市企业为样本，运用双重差分模型探究金融监管能否驱动企业资本结构的动态调整、进而实现结构性去杠杆。

《制裁冲击对企业债务融资成本的影响及应对措施》附录

附录 1 债务融资成本计算方式

（一）债务融资成本计算方式

因变量 COD 为债务融资成本，使用公司利息支出除以短期借款和长期借款之和的均值来表示（李广子和刘力，2009），考虑到样本研究期间，特别是 2017 年以来，央行多次调整存贷款利率，而利率变化是影响利息支出的重要因素，因此本文参照以下步骤计算经利率调整后的债务融资成本进行研究，具体包含以下三个步骤：

第一步，首先获取历年的利率指导文件，主要由三部分构成：

（1）2012 年 7 月 6 日之前，包含六个月以内（含六个月）、六个月至一年（含一年）、一至三年（含三年）、三至五年（含五年）和五年以上五类利率，根据现有的做法，把六个月以内（含六个月）和六个月至一年（含一年）两类利率的均值计算为短期利率，把一至三年（含三年）、三至五年（含五年）和五年以上利率的均值计算为长期利率。

（2）2014 年 11 月 22 日至 2019 年 1 月 1 日，包含一年以下（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三类利率，把一年以下（含一年）的利率设为短期利率，把一至五年（含五年）和五年以上利率的均值计算为长期利率。

（3）2019 年 8 月 20 日至 2025 年 2 月 20 日，利率包含一年以下（含一年）和五年以上（含五年）两类利率，央行要求一年以上五年以下的贷款各银行基于一年以下（含一年）进行调整。基于以上现实把一年以下（含一年）利率的设为短期利率，把一年以下（含一年）和五年以上（含五年）利率的均值计算为长期利率。

第二步，获得调整后的官方贷款短期利率和长期利率数据，本文基于各官方贷款利率实施占一整年的实际比重。以 2015 年为例，一年以下（含一年）利率由 2014 年 11 月 22 日设定的 5.6（5.6 的利率持续了 60 天）调整为 2015 年 3 月 1 日设定的 5.35（5.35 的利率持续了 71 天），2015 年 5 月 11 日一年以下（含一年）利率调整为 5.1（5.1 的利率持续了 48 天），2015 年 6 月 28 日一年以下（含一年）利率调整为 4.85（4.85 的利率持续了 186 天），直到 2016 年 1 月 1 日一年以下（含一年）利率调整为 4.35，那么 2015 年的一年以下（含一年）加权短期利率为 $5.6 \times 60 / 365 + 5.35 \times 71 / 365 + 5.1 \times 48 / 365 + 4.85 \times 186 / 365 = 5.1034247$ 。加权长期利率的做法与加权短期利率的做法类似。

第三步，基于上述的加权利率调整计算本文的债务融资成本。

（1）对于主要的因变量债务融资成本的计算方法为利息支出 /（平均短期借款 + 平均长期借款），那么该方法下的调整利率 = 加权短期利率 * 平均短期借款 /（平均短期借款 + 平均长期借款） + 加权长期利率 * 平均长期借款 /（平均短期借款 + 平均长期借款），经过调整后的债务融资成本 $COD = \text{利息支出} / (\text{短期借款} + \text{长期借款}) - \text{调整利率}$ 。

（2）对于稳健性检验的因变量 $COD2$ 的计算方法为利息支出 /（平均短期借款 + 平均长期借款 + 平均一年内到期的非流动负债），那么该方法下的调整利率 2 = 加权短期利率 * 平均短期借款 /（平均短期借款 + 平均长期借款 + 平均一年内到期的非流动负债） + 加权长期利率 *（平均长期借款 + 平均一年内到期的非流动负债） /（平均短期借款 + 平均长期借款 + 平均一年内到期的非流动负债），经过调整后的债务融资成本 2（ $COD2$ ）= 利息支出 /（短期借款 + 长期借款 + 一年内到期的非流动负债） - 调整利率 2。

附录 2 描述性统计

附表1 描述性统计

变量	样本量	平均值	标准差	P25	中位数	P75
<i>COD</i>	31168	0.0215	0.0733	-0.0071	0.0091	0.0304
<i>Treat</i>	31168	0.1622	0.3686	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Post</i>	31168	0.0610	0.2393	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Size</i>	31168	22.1585	1.2960	21.2351	21.9857	22.8949
<i>Lev</i>	31168	0.4799	0.1948	0.3320	0.4793	0.6211
<i>Roa</i>	31168	0.0281	0.0651	0.0107	0.0309	0.0572
<i>Bign</i>	31168	0.6026	0.4894	0.0000	1.0000	1.0000
<i>First</i>	31168	35.0248	15.2243	23.0983	32.5345	45.3231
<i>Age</i>	31168	2.3505	0.5988	1.9459	2.3979	2.8332
<i>Growth</i>	31168	0.1926	0.4462	-0.0177	0.1197	0.2953
<i>Loss</i>	31168	0.1170	0.3214	0.0000	0.0000	0.0000
<i>PPE</i>	31168	0.3973	0.1825	0.2632	0.3901	0.5247
<i>Indep</i>	31168	0.3704	0.0543	0.3333	0.3333	0.4000
<i>Ceod</i>	31168	0.2253	0.4178	0.0000	0.0000	0.0000
<i>FCF</i>	31168	0.0031	0.1041	-0.0322	0.0152	0.0564

附录 3 稳健性检验

为了进一步验证上述结果的稳健性，本文从以下几个方面进行了稳健性检验。

（一）更换制裁指标

首先，将主回归中的自变量替换为经济制裁的另一指标 *Treat2*（包含关系类型⑧被制裁企业的合资方，即如果上市公司是被制裁企业的合资方也定义为上市公司受到制裁冲击），检验结果如附表 2 第（1）列所示，经济制裁仍在 1%的水平上与债务融资成本呈显著正相关，再次佐证了本文的核心假设 H1。

（二）更换债务融资成本指标

首先，将主回归中的因变量替换为债务融资成本的另一指标 *COD2*（公司利息支出除以短期借款、长期借款和一年内到期的非流动负债的均值且经过利率调整），检验结果如附表 2 第（2）列所示，经济制裁仍在 1%的水平上与债务融资成本呈显著正相关，再次佐证了本文的核心假设 H1。

（三）更换样本区间

为了排除新冠疫情对研究结论的影响，本文保留 2018 年（含）之前的样本后重新依据模型（1）进行回归，结果列示在附表 2 第（3）列中，可以看出经济制裁的回归系数为 0.0104 且仍在 10%的水平上显著为正，说明本文的主要结论在排除新冠疫情这一重大外部因素后仍然具有稳健性。

（四）特朗普政府影响

由于 2017 年特朗普政府上台后启动“全面竞争”战略，之后美国接连两届政府均对华实施了更为剧烈、更为综合的各类制裁手段，对华高技术出口管制力度空前加强，并更频繁地使用金融制裁和强化资本脱钩。为了对比特朗普政府上台前后美国对华制裁的实际效果，本文以 2017 年为临界点，依据企业受制裁冲击的年份对样本进行区分，*Treat*Post_beforeTrump* 为 2017 年（含）之前受到制裁冲击的哑变量，*Treat*Post_afterTrump* 为 2018 年（含）之后，并同时加入回归。结果如附表 2 第（4）列所示，若样本在 2018 年及以后受到制裁，债务融资成本在 1%的水平上显著上升，而此前受到制裁则对债务融资成本无显著影响。该结论进

一步表明美国在近些年逐渐加大对中国的遏制力度，频繁运用各类管制清单对我国实体进行单边主义制裁，其力度之大、针对性之强已上升到前所未有的高度，客观上确实给很多中国企业带来较大挑战。

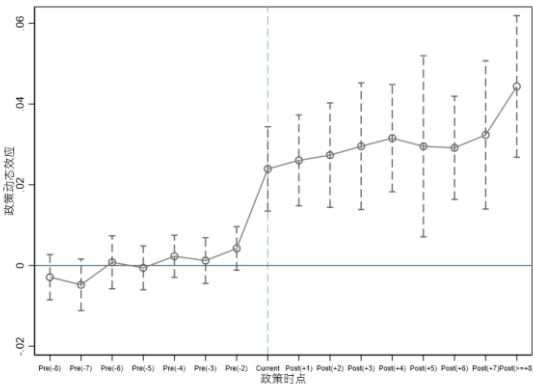
附表2 更换指标、更换样本区间、考虑特朗普政府影响

变量	(1) <i>COD</i>	(2) <i>COD2</i>	(3) <i>COD</i>	(4) <i>COD</i>
<i>Treat</i> × <i>Post</i>		0.0127*** (5.22)	0.0104* (1.94)	
<i>Treat2</i> × <i>Post</i>	0.0125*** (5.75)			
<i>Treat</i> × <i>BeforeTrump</i>				0.0101 (1.24)
<i>Treat</i> × <i>AfterTrump</i>				0.0252*** (5.59)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
个体固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	31168	31168	23850	31168
<i>Adj. R</i> ²	0.486	0.440	0.465	0.487
Diff-Pvalue				0.0447

注：***，**，*分别表示回归系数在 1%，5%，10%的水平上显著，括号中为 *t* 值。下表同。

（五）平行趋势检验

使用双重差分方法进行实证分析时，回归结果保证无偏性的关键前提是处理组和控制组之间满足平行趋势（Parallel Trend）假设，以证明政策发生后变化的产生并非只是由于时间趋势的不同引起的。如附图 1 所示，经济制裁时点前八期交互项的系数均不显著，制裁年份及滞后八期其系数均显著为正，说明受到制裁冲击后，处理组的债务融资成本显著高于控制组，即通过平行趋势检验。



附图 1 平行趋势图

（六）倾向得分匹配法

本文采用倾向得分匹配法（PSM），为每一个受经济制裁的企业匹配一个非制裁企业，

附表 3-Panel A 与 B 显示，对比匹配前，匹配后所有变量的偏差缩小且 t 检验的结果不拒绝处理组与控制组无系统差异的原假设，即总体满足了平衡性测试。回归结果列示在附表 3-Panel C 中，可以看出经济制裁冲击仍在 1%的水平上对债务融资成本有显著正向影响，即进一步支持了本文的主要结论。

附表 3 倾向得分匹配法

Panel A Pre-Matching

变量	Mean(Control)	Mean(Treat)	MeanDiff	t-Value
<i>Size</i>	22.0430	22.7560	-0.7130	-36.578***
<i>Lev</i>	0.4710	0.5280	-0.0570	-19.220***
<i>Roa</i>	0.0290	0.0260	0.0030	2.904***
<i>Bign</i>	0.5920	0.6570	-0.0650	-8.597***
<i>First</i>	34.2800	38.8710	-4.5910	-19.744***
<i>Age</i>	2.3220	2.4980	-0.1760	-19.187***
<i>Growth</i>	0.1910	0.2000	-0.0080	-1.1980
<i>Loss</i>	0.1180	0.1110	0.0070	1.4450
<i>PPE</i>	0.3940	0.4170	-0.0230	-8.214***
<i>Indep</i>	0.3700	0.3740	-0.0040	-4.529***
<i>Ceod</i>	0.2430	0.1330	0.1100	17.204***
<i>FCF</i>	0.0040	-0.0020	0.0060	3.811***

Panel B Post-Matching

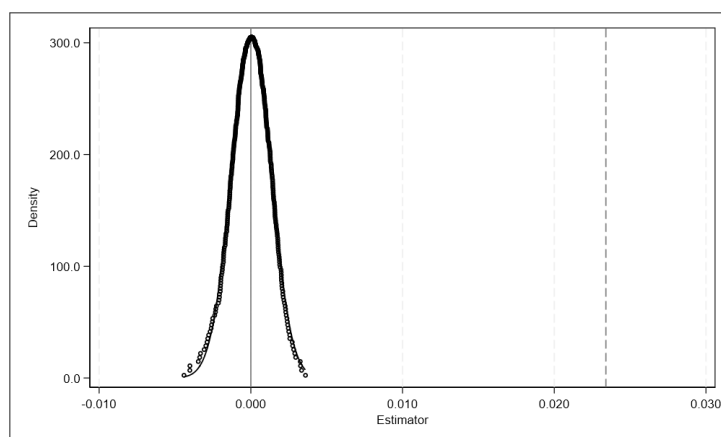
Variables	Mean(Control)	Mean(Treat)	MeanDiff	t-Value
<i>Size</i>	22.6960	22.6820	0.0130	0.4590
<i>Lev</i>	0.5260	0.5250	0.0010	0.2850
<i>Roa</i>	0.0260	0.0260	0.0010	0.6410
<i>Bign</i>	0.6430	0.6490	-0.0060	-0.6310
<i>First</i>	38.6940	38.3890	0.3050	0.9560
<i>Age</i>	2.4960	2.4960	-0.0010	-0.0650
<i>Growth</i>	0.2000	0.2010	-0.0020	-0.1660
<i>Loss</i>	0.1080	0.1120	-0.0050	-0.7400
<i>PPE</i>	0.4150	0.4150	0.0000	0.0900
<i>Indep</i>	0.3720	0.3720	0.0000	-0.0950
<i>Ceod</i>	0.1460	0.1360	0.0100	1.4160
<i>FCF</i>	-0.0020	-0.0020	0.0000	0.1120

Panel C Results

变量	(1) <i>COD</i>	(2) <i>COD</i>
<i>Treat × Post</i>	0.0153*** (3.12)	0.0153*** (3.15)
控制变量	No	Yes
个体固定效应	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes
样本量	9077	9077
<i>Adj. R</i> ²	0.492	0.499

（七）安慰剂检验

为了排除某些无法观测的因素或随机因素的影响，本文进行了安慰剂检验。本文通过随机生成处理组和制裁冲击时间，据此构造了随机实验，进而根据虚假实验得到基准回归估计系数的概率来判断结论的可靠性。为了进一步增强安慰剂检验的效力，将上述过程重复 500 次，最后绘出 $Treat \times Post$ 的估计系数分布图，基于此来验证债务融资成本是否显著受到除制裁冲击以外的其他因素的影响。附图 2 汇报的估计系数分布图可看出，虚假的双重差分项的估计系数集中分布于 0 附近，表明在模型设定中并不存在严重的遗漏变量问题，本文核心结论仍旧稳健。



附图 2 模拟 500 次的结果 $Treat \times Post$ 的系数

参考文献

李广子和刘力，2009，《债务融资成本与民营信贷歧视》，《金融研究》第 12 期，第 137~150 页。