

庭的经济韧性。

第二，针对保险需求差异性，分层分类优化政策与服务。在地理区域维度，加大对乡村商业保险市场的政策扶持力度，通过补贴机构下沉服务、丰富普惠型产品供给及完善理赔快速响应机制，切实破除乡村家庭“投保难、理赔慢”的障碍；在家庭能力维度，依托社区服务网点与多元化媒体平台，大力开展金融知识普及并引入公益性专业保险咨询，重点辅助金融素养较弱的家庭优化保险配置决策，推动潜在需求转化为有效需求。

第三，兼顾人口结构调节因素，强化制度协同与风险应对。面对老龄化与个体独居化并行的趋势，引导年轻小型家庭强化事前保障规划，优化面向老年群体的投保规则与准入机制，积极研发单人户家庭专属保险产品，实现保险产品与家庭生命周期的精准匹配。同时，深化“社会保障保基本、商业保险补缺口”的协同理念。对社会保障覆盖不足的家庭，鼓励其通过基础社保和普惠商保的双重保障补齐短板；对社会保障覆盖完善的家庭，应供给多元化商业保险产品，以满足其高品质、个性化的保障需求，进而助力构建多层次、全覆盖的社会保障体系。

外部需求冲击、数字要素投入与企业产能利用率

彭水军 李之旭 方颖

当前中国发展环境正面临深刻复杂变化，外部风险挑战与内部适应性压力并存。作为全球最大的工业制成品出口国与拥有全球最完整工业体系的国家，我国工业产能利用率不可避免地受到外部需求波动的影响，这使得中国企业需要在外部环境变化时持续进行适应性调整与转型。如何有效应对外部需求约束和内部产能过剩压力，成为中国推动经济高质量发展与实现“十五五”规划目标的关键环节。

与此同时，数字经济已成为重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量。党的二十届四中全会通过的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》强调要“深入推进数字中国建设”“促进实体经济和数字经济深度融合”。将数字资源作为新型生产要素，不仅能够推动传统贸易转型和产业升级，也能为企业应对外部风险、增强发展韧性提供新的动力。在此背景下，深入探究外部需求冲击对企业产能利用率的影响，并分析数字要素投入在缓解负向冲击中的积极作用，对于优化产能配置、提升产业链供应链韧性、推动供给侧结构性改革具有重要的理论价值与现实意义。

本文具体围绕以下问题展开：第一，外部需求冲击如何影响企业产能利用率？其作用机制是什么？第二，数字要素投入是否有助于缓解外部风险？第三，不同类型的数字要素投入具有怎样的差异化效果，其内在机制又如何？本文使用工业企业与上市企业两个微观企业层面的数据集进行实证分析，并互为补充。研究发现，负向外需冲击会降低企业产能利用率，主要原因是实际使用产能下降及总产能调整灵活性不强：一方面，外需萎缩直接导致企业出口订单减少、实际产出下降，而短期内企业难以开拓新市场或有效转向内销，造成实际使用产能下降；另一方面，受制于专用设备的沉没成本、产能调整成本与流动型约束，以及企业相对有限的预测与响应能力，企业总产能的调整存在粘性，无法迅速与外部需求变化相匹配。

本文进一步研究表明，数字要素投入能够提升企业的冲击适应性，缓解由负向外需冲击引致的产能利用率下降。其一，数字化交易投入通过降低信息不对称与搜寻成本，提高贸易流程效率，帮助企业在面临负向冲击时更高效地寻找新的出口目的地，开拓新的产品销路，从而缓解了原有订单流失带来的产量下降，稳定了实际产能的使用水平；其二，数字化基础设施的完善加速了企业在外部市场环境变化时的转型过程：一方面助力企业优化产品结构，实现产

品转换以适应变化的市场需求；另一方面提升了企业的资源配置效率与决策能力，有助于企业在需求萎缩时更灵活地调整总产能，缓解产能调整过程中的粘性問題。

本文的边际贡献主要体现在以下方面：第一，在研究视角上，本文聚焦于外部需求冲击对企业产能利用率的影响，并探讨数字要素投入对缓解负向外需冲击的作用，为应对外部风险提供了新的分析视角。第二，在指标测度上，本文从外需冲击中识别出负向需求冲击，以更精准地捕捉下游产品一目的地市场的需求萎缩。同时，基于全球价值链视角，考虑了多层产业关联，构建了数字要素投入强度指标。

本文从推进高水平对外开放、充分发挥数字化潜能、维护产业链供应链稳定等方面提出政策建议：

第一，持续深化高水平对外开放，提升资源配置效率。面对外需趋缓的挑战，应进一步推进制度型开放，对接高标准国际经贸规则，构建更加完善的开放型经济体系。同时，可在区域合作框架下拓展多元市场，促进产业链协同与价值链升级，推动产业结构优化与区域融合发展。

第二，统筹内外循环，增强经济韧性。宏观层面，应强化内需对经济的支撑作用，供给侧加快产业结构优化，引导资源有序流动；需求侧可通过扩大消费与有效投资，培育新的增长动力。微观层面，企业应提升应对冲击的能力，一是建立灵活的资源调配与风险监测机制；二是优化出口市场布局，推进销售渠道多元化；三是积极拓展国内市场，平衡内外需结构，以稳定产出与资本使用效率。

第三，充分释放数字经济潜力，助力企业转型升级。进一步完善数字经济发展政策环境，加强数字基础设施建设，推动数字技术与实体经济深度融合。企业可借助数字化工具提升资金管理、风险防控和运营响应能力，增强在不确定性环境中的经营韧性。同时，可通过数字化手段加强全球供应链协同，拓展国际合作，共同提升

产业链抗风险能力。

杠杆、信息与流动性： 融资融券对股票流动性的非对称影响

王永钦 李卓楚 夏梦嘉

金融市场由持有不同观点的投资者构成，杠杆不仅决定哪类投资者能成为边际定价者，使其观点主导价格形成，还显著影响资产流动性。流动性是衡量金融市场运行质量的核心维度，也是实现有效价格发现的必要条件，其本质在于促成多空双方观点的充分表达并推动有效交易，以实现价格的高效形成。然而，现实中的融资融券市场常因券源稀缺、借券成本高企等因素，呈现出结构性失衡的“单边市”特征。杠杆的运用进一步增强了乐观投资者的定价影响力，使市场在上行周期更易形成单边定价格局。由杠杆驱动的资产流动性同样具有内在的非对称性，不仅加剧价格波动，还可通过抵押品渠道形成负反馈循环，显著加剧金融体系的脆弱性。

现有文献中，研究往往沿两条平行线展开：一是聚焦于差异性观点在价格形成中的作用（Hong and Stein, 2003），二是探讨杠杆与抵押品约束对资产定价和金融市场波动的影响（Geanakoplos, 2010）。然而，这两条线索尚未得到充分融合，尤其缺乏对以下关键机制的识别：杠杆如何通过筛选差异性观点在价格中的反映，进而内生地对股票流动性产生非对称影响。

本文进一步将股市的信息效率与内生的信息生产纳入分析框架，这一思路与 Dang et al. (2015) 关于信息敏感度的文献紧密相关。理论上，在乐观情绪主导的市场中，有效的卖空机制可以通过释放负面信息来平衡多空力量，从而提高信息效率与流动性深度。然而，现有文献尚未有效揭示杠杆与抵押品约束如何在不同市场阶段中筛选并放大乐观或悲观信息，从而非对称地塑造流动性。Hong and Stein (2007) 针对投资者意见分歧及其市场现象进行了综述，

《外部需求冲击、数字要素投入与企业产能利用率》附录

附录 1 数字要素投入强度指标的测度

针对工业企业的数字要素投入指标，本文采用制造业出口中数字经济行业要素投入占比以反映贸易中数字要素投入的强度，这里的投入既包括直接投入也包括间接投入。由于考虑到了多层级的产业关联，需要使用投入产出方法测度。本文基于投入产出分析框架，采用 $\widehat{V}B\widehat{E}$ 矩阵进行分析，该矩阵描绘了 m 个国家或地区 n 个部门出口所投入的增加值情况，具体如下所示：

$$\begin{aligned} \widehat{V}B\widehat{E} &= \begin{bmatrix} \widehat{v}_1 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & \widehat{v}_2 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \cdots & \widehat{v}_m \end{bmatrix} \begin{bmatrix} b_{11} & b_{12} & \cdots & b_{1m} \\ b_{21} & b_{22} & \cdots & b_{2m} \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ b_{m1} & b_{m2} & \cdots & b_{mm} \end{bmatrix} \begin{bmatrix} \widehat{e}_1 & 0 & \cdots & 0 \\ 0 & \widehat{e}_2 & \cdots & 0 \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ 0 & 0 & \cdots & \widehat{e}_m \end{bmatrix} \\ &= \begin{bmatrix} \widehat{v}_1 b_{11} \widehat{e}_1 & \widehat{v}_1 b_{12} \widehat{e}_2 & \cdots & \widehat{v}_1 b_{1m} \widehat{e}_m \\ \widehat{v}_2 b_{21} \widehat{e}_1 & \widehat{v}_2 b_{22} \widehat{e}_2 & \cdots & \widehat{v}_2 b_{2m} \widehat{e}_m \\ \vdots & \vdots & \ddots & \vdots \\ \widehat{v}_m b_{m1} \widehat{e}_1 & \widehat{v}_m b_{m2} \widehat{e}_2 & \cdots & \widehat{v}_m b_{mm} \widehat{e}_m \end{bmatrix} \end{aligned} \quad (A1)$$

其中， \widehat{V} 表示增加值系数对角矩阵， B 为里昂惕夫逆矩阵， \widehat{E} 为出口对角矩阵。每个矩阵均为 mn 行、 mn 列的方阵。从上述矩阵的列项来看（后向视角），可以得到一国（或地区）一部门（行业）出口中源自各个国家（或地区）各个部门直接和间接的增加值投入。

在后向联系视角下，中国（ c ）制造业部门 h 出口中数字经济（ d ）的要素投入总和可以表示为：

$$digital_v_c^h = \sum_u \sum_{i \in d} v_u^i b_{uc}^{ih} e_c^h \quad (A2)$$

进一步地，可以得到中国（ c ）制造业部门 h 的贸易数字要素投入强度：

$$digital_c^h = \frac{\sum_u \sum_{i \in d} v_u^i b_{uc}^{ih} e_c^h}{e_c^h} \quad (A3)$$

本文使用 WIOD 国家间投入产出表（2016 版）进行上述指标测度，并将国民经济行业分类与 WIOD 行业分类进行了对接。针对数字要素投入的异质性，本文参考许宪春和张美慧（2020）、吕延方等（2020），将数字经济产业划分为数字化基础设施、数字化媒体和数字化交易三部分，具体如附表 1 所示。本文重点聚焦数字化基础设施和数字化交易对贸易的投入强度，探究其对于提高企业外需冲击适应性的作用。

针对上市企业的数字要素投入强度指标，本文参考吴非等（2021）、甄红线等（2023）的方法，对上市企业年报中的数字投入相关词频进行统计。具体而言，首先构建与数字要素投入相关的核心词库，具体关键词包括“大数据”“数字基础设施”“智能制造”等，其中根据不同类型关键词可以得到不同的数字要素投入类型，其次统计这些关键词的出现频率，最后汇总得到企业层面的数字要素投入强度指标。

附表 1 数字经济行业分类对照

产业类别	涵盖内容	WIOD 行业代码	NACE 代码	行业名称
数字化基础设施产业	电信设备与服务	39	J61	电信服务业
	计算机软件	40	J62~J63	计算机程序设计、软件服务业
	计算机硬件	17	C26	计算机、电子和光学产品制造业
		18	C27	电气设备制造业
数字化媒体产业	互联网出版与发行	37	J58	出版业
	互联网传播	38	J59~J60	电影、视频和电视节目制作及录音制作业
数字化交易产业	批发和零售业	29	G46	批发业
		30	G47	零售业
	金融服务业	41	K64	金融服务业
	其他相关辅助服务业	35	H53	邮政和快递服务业
		45	M69~M70	法律和会计等相关咨询服务业
		47	M72	研发服务业

资料来源：吕延方等（2020）。

附录 2 其它稳健性检验

本部分进一步通过一系列稳健性分析，保证本文回归结果的稳健性。具体包括替换核心变量、保留连续样本、控制交乘固定效应、考虑其它冲击等方式，并且在所有稳健性检验中也控制了正向外需冲击的影响，其系数也符合预期。本文首先针对工业企业数据进行稳健性检验，并将检验结果与正文表 1 第（1）列的回归结果进行对比。

（一）替换被解释变量

在测度出口企业产能利用率时，本文使用的估计参数是基于所有企业数据得到的。本文进一步仅使用出口企业数据进行参数估计，对出口企业产能利用率进行重新测算。替换重新测算后产能利用率的回归结果展示于附表 2 第（1）列，结果与基准回归基本一致。

（二）控制行业-年份固定效应

本文进一步考虑随时间变化的行业特征，即加入行业-年份固定效应，目的是考虑宏观行业层面的异质性冲击，诸如行业劳动法规变动、收入冲击和技术进步等。回归结果如附表 2 第（2）列所示，在进一步控制后回归结果在系数大小、方向和显著性上均未有较大变化，结论依然稳健。

（三）考虑其它类型冲击的影响

企业可能会受到行业特定趋势的影响，从而影响到企业的出口行为以及设备使用，在前文中控制了行业-年份固定效应能够缓解此类问题。除此之外，企业自身行为等因素也可能混淆本文对于外部需求影响的估计，因此本文参考 Panon（2022）的方法，对可能发生的情况进行逐一排除。

企业承接离岸外包可能混淆外部需求对企业的实际作用，即贸易变化可能来源于国外企业的生产环节转移而非需求变动，而企业承接离岸外包必然表现出总产出的异常变动，因此附表 2 第（3）列在基准回归基础上删去企业总产出变化前后各 2.5% 的样本。同样地，企业出于政策等方面的考虑，将一部分生产环节转移向其他企业，也可能混淆外部需求对产能利用率的影响，这也表现在企业投资与资本存量的异常变化上，因此附表 2 第（4）列和第（5）列分别删去企业投资变化与资本存量变化前后各 2.5% 的样本。在考虑上述两种类型冲击后，附表 2 第（3）至（5）列的回归系数依然显著为负，与基准回归保持一致。

附表2 外需冲击影响的稳健性检验——基于工业企业数据

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Δcu_E	Δcu	Δcu	Δcu	Δcu
$\Delta d_{negative}$	-0.0067*** (-2.8685)	-0.0049** (-2.2185)	-0.0071*** (-3.0247)	-0.0075*** (-3.1333)	-0.0079*** (-3.2992)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业-年份固定效应	No	Yes	No	No	No
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	211853	214058	203358	203358	203358
R ²	0.2679	0.3475	0.2622	0.2567	0.2590

注：*、**和***分别表示10%、5%和1%的显著性水平，括号内为t值。下表同。

在针对工业企业数据的稳健性检验基础上，本文进一步针对上市企业数据进行同样的稳健性检验，附表3各列回归分别对应附表2的各列稳健性做法。回归结果表明，附表3得到的回归结果与正文表7第(1)列保持一致，从而保证了上市企业数据回归结果的稳健性。

附表3 外需冲击影响的稳健性检验——基于上市企业数据

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Δcu_E	Δcu	Δcu	Δcu	Δcu
$\Delta d_{negative}$	-0.0160*** (-2.8577)	-0.0165** (-2.1955)	-0.0187*** (-3.2903)	-0.0178** (-2.3171)	-0.0212*** (-3.3946)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业-年份固定效应	No	Yes	No	No	No
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	13694	13694	13008	10881	13008
R ²	0.0365	0.0987	0.0703	0.0399	0.0462

附表4在附表2的基础上，针对工业企业数据中的数字要素投入的作用进行稳健性检验，其中附表4第(1)列对应附表2的第(1)列，替换产能利用率的测度方式重新回归。附表4第(2)至(4)列分别对应附表2的第(3)至(5)列，考虑了企业承接离岸外包与生产环节向外转移等因素。附表4得到的回归结果与正文表4第(1)列保持一致。

附表5对上市企业数据中数字要素投入的作用进行稳健性检验，其中附表5各列回归的稳健性检验方式与附表3一一对应，各列回归结果与正文表7第(5)列保持一致。

附表 4 针对数字要素投入作用的稳健性检验——基于工业企业数据

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
	Δcu_E	Δcu	Δcu	Δcu
$\Delta d_{negative} \times digital$	0.1393*** (11.4410)	0.1297*** (10.0448)	0.1273*** (9.7707)	0.1311*** (9.9424)
$\Delta d_{negative}$	-0.0367*** (-9.8249)	-0.0349*** (-9.2577)	-0.0349*** (-9.0971)	-0.0358*** (-9.3944)
$digital$	0.6033*** (9.9146)	0.6770*** (11.0029)	0.6767*** (10.8202)	0.7089*** (11.3108)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	211853	203358	203358	203358
R ²	0.2686	0.2631	0.2575	0.2598

附表 5 针对数字要素投入作用的稳健性检验——基于上市企业数据

变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	Δcu_E	Δcu	Δcu	Δcu	Δcu
$\Delta d_{negative} \times digital$	0.0124*** (3.8666)	0.0138*** (3.1552)	0.0094*** (3.1429)	0.0188*** (4.0490)	0.0115*** (3.1112)
$\Delta d_{negative}$	-0.0313*** (-4.0319)	-0.0349*** (-3.3151)	-0.0306*** (-4.2331)	-0.0407*** (-3.9344)	-0.0355*** (-4.0277)
$digital$	-0.0011** (-2.0977)	-0.0011 (-1.5025)	-0.0003 (-0.6266)	-0.0014* (-1.9201)	-0.0017*** (-2.8536)
控制变量	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
企业固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
行业-年份固定效应	No	Yes	No	No	No
年份固定效应	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
样本量	13694	13694	13008	10881	13008
R ²	0.0376	0.0995	0.0710	0.0416	0.0473

参考文献

- [1] 吕延方、方若楠和王冬, 2020, 《中国服务贸易融入数字全球价值链的测度构建及特征研究》, 《数量经济技术经济研究》第 12 期, 第 25~44 页。
- [2] 吴非、胡慧芷、林慧妍和任晓怡, 2021 《企业数字化转型与资本市场表现——来自股票流动性的经验证据》, 《管理世界》第 7 期, 第 130~144 页。
- [3] 许宪春和张美慧, 2020, 《中国数字经济规模测算研究——基于国际比较的视角》, 《中国工业经济》第 5 期, 第 23~41 页。
- [4] 甄红线、王玺和方红星, 2023, 《知识产权行政保护与企业数字化转型》, 《经济研究》第 11 期, 第 62~79 页。
- [5] Panon, L. 2022. “Labor Share, Foreign Demand and Superstar Exporters”, *Journal of International Economics*, 139: 103678.