地缘政治风险、跨境供应链与中国企业债券信用利差

苏继影　谭小芬　李兴申

近年来，全球范围内地缘政治冲突频发，显著推升了全球供应链体系的运行风险。通过紧密连接的跨境供应链，局部地区的地缘政治风险可迅速蔓延，危及多国产业链稳定。党的二十届三中全会明确提出“健全提升产业链供应链韧性和安全水平制度”；2026 年 4 月，国务院公布《国务院关于产业链供应链安全的规定》。在此背景下，识别并评估地缘政治风险在跨境供应链中的传导效应，对构建供应链安全风险评估体系具有现实意义。随着中国企业深度融入全球供应链体系，跨境供应链风险对中国资本市场的溢出作用逐步增强，债券市场受到的跨境风险冲击也日益受到关注。中国债券市场已成为全球第二大债券市场，截至 2025 年末，全市场托管余额达 196.7 万亿元。信用债作为实体经济核心直接融资工具，市场规模由 2015 年末的 12.07 万亿元增长至 2025 年末的 34.24 万亿元，十年间规模扩大至近 3 倍。由于债券偿付具有刚性约束，且债券违约易引发二级市场流动性恶化，其价格对外部冲击高度敏感。本文聚焦地缘政治风险如何通过跨境供应链渠道向境内债券市场传导，旨在为中国推进高水平对外开放、防范系统性金融风险提供经验依据与决策参考。

现有文献分别研究了地缘政治风险的经济影响和供应链中断的金融后果，但鲜有研究探讨地缘政治风险通过跨境供应链渠道向新兴市场债券市场的传导机制。本文利用 FactSet Revere 全球供应链数据与 Caldara and Iacoviello（2022）构建的地缘政治风险指数开展实证检验。债券的交易信息与发行人的财务数据来源均为 Wind 数据库，跨境供应链中的全球企业信息来自 Compustat 数据库，国家层面的宏观数据来自 IMF 数据库。在对上述数据库进行匹配合并后，

共获取 2008 年 1 月至 2022 年 12 月的 102195 个债券—供应商—月份记录和 39759 个债券—客户—月份记录两套数据。基于供需传导渠道，分别考察境外供应商所在地和境外下游客户所在地的地缘政治风险上升对境内企业债券信用利差的影响，并甄别出上游供给冲击和下游需求冲击两条传导路径。

本文研究发现：第一，境外供应商或客户所在经济体的地缘政治风险上升会显著推高境内企业债券信用利差，表明外部地缘政治冲击能够通过跨境供应链传导至境内金融市场。第二，境外地缘政治风险通过上游供给渠道影响境内企业信用风险。风险上升会抑制上游供应商投资和供给能力，且供应商资产不可逆程度越高，该抑制效应越强。第三，境外地缘政治风险还会通过下游需求渠道放大信用风险。风险上升会削弱下游客户销售和终端需求，且客户所在地军事支出越高，该需求收缩效应越明显。第四，进一步分析表明，全球价值链参与度越高、双边产业内贸易程度越深，跨境供应链风险传导效应越强；而境内供应链的本土化备份与境外供应链的地理多元化布局，则有助于缓解地缘政治风险的跨境传导。第五，地缘政治风险还会经由跨境供应链对企业经营表现产生负面影响，进一步说明供应链关联是外部风险影响微观企业与境内金融市场的重要传导路径。

本文的边际贡献主要体现在以下三个方面。第一，将跨境供应链风险纳入债券价格的影响因素体系，现有文献多关注境内供应链特征对企业债券的影响，本文则聚焦跨境供应链风险，为贸易部门向金融市场的风险传染机制补充经验证据。第二，拓展债券市场的境外风险来源研究，现有研究主要关注美国货币政策这一金融冲击对境内债券市场的溢出效应，本文则将研究重点转向地缘政治风险，考察其通过实体经济联系向中国信用债市场的溢出路径。第三，丰富了基于地缘政治风险的供应链传导路径研究，聚焦地缘政治风险加剧不确定性、引发军事冲突的核心特点，从行业与国家层面，揭示地缘政治风险在供应链上下游的非对称影响，并结合全球

价值链参与度、跨境供应链地理布局等特征，对地缘政治风险的供应链传导来源进行了详细分析。由此有助于更好地理解当下中国企业在高水平开放中面临的外部风险传导与债券市场波动。

结合上述研究结论，本文从监测预警、市场定价以及企业布局提出三方面政策建议。在监测预警层面，建立跨境地缘政治风险监测预警机制，将地缘政治风险纳入企业外部风险评估框架，持续跟踪战争冲突、国际制裁等风险事件对重点领域供应链稳定性的冲击程度及其在债券市场中的扩散范围；对与高风险地区存在紧密供应链联系的企业，应加强风险暴露识别，完善信息披露要求和压力测试安排，提高对跨境地缘政治冲击的预警能力。在市场定价层面，评级机构与投资者在评估信用风险时，应重视境外供应链风险特征的定价作用，结合企业所在行业在全球供应链中的位置，考察上下游关系的风险承受能力，重点识别上游供应商所在行业的资产不可逆程度及其投资供给能力、下游客户所在国家的军事支出规模及其实际需求稳定性，并关注企业境内可替代供应链关系的完备性。在企业布局层面，企业应优化跨境供应链布局，提升供应链韧性，在保持高水平开放和正常经贸合作的基础上，降低对单一高风险地区供应商或客户的过度依赖，适度提高供应来源和销售市场的多元化程度。

中国企业价格加成和劳动收入份额
——基于非中性技术进步视角

侯成琪　师恩泽　王　频

2007 年以来，我国劳动收入份额持续下降的趋势得到扭转，但当前劳动收入份额整体水平依然偏低，进一步提升该指标仍是优化收入分配格局的重要基础。从宏观视角看，固定资产折旧对应的狭义资本收入份额基本保持稳定，而营业盈余对应的利润份额则和劳动收入份额保持着明显且稳健的此消彼长。因此，为更深入地研究