

DOI:10.3969/j.issn.1674-8131.2022.06.006

# 宽松货币政策更能促进企业实体投资 还是金融资产投资?

袁卫秋,周 萌

(南京财经大学 会计学院,江苏 南京 210023)

**摘 要:**实体经济是经济高质量发展的着力点,能否推动实体经济健康繁荣是衡量货币政策有效性的关键点。现有研究发现,宽松货币政策不仅促进了企业实体投资,也促进了企业金融资产投资,但究竟更能促进哪类投资还缺乏深入研究和经验证据,不利于全面客观地评价货币政策的有效性。

本文认为:货币政策宽松带来的资金供给增长有利于企业实体投资和金融资产投资的增加,货币政策趋于宽松是在整体经济持续低迷情况下常用的逆周期调节手段,此时实物资产价格往往处于低估状态,而金融资产价格波动往往较大,因而,总体上宽松货币政策更能促进企业的实体投资。但是,由于货币政策本身对企业投资偏好的影响不大,投资不足的企业往往对实体投资保持谨慎,可能更多地利用资金增量进行金融资产配置,而偏好实体投资的过度投资企业则可能继续增加实体投资,进而加剧企业的非效率投资行为。以2008年—2020年沪深两市A股上市公司为样本,采用联立方程模型的分析发现,货币政策宽松程度提高会产生如下企业投资效应:(1)总体上看,同时促进企业的两类投资且对实体投资的促进作用更大;(2)促进投资不足企业的两类投资且对金融资产投资的促进作用更大,对过度投资企业的实体投资和金融资产投资分别具有促进和抑制作用;(3)促进国有企业的实体投资,促进非国有企业的两类投资且对金融资产投资的促进更为显著,对国有企业实体投资的促进作用比对非国有企业实体投资的促进作用更大;(4)促进东部地区企业的两类投资且对金融资产投资的促进作用更为显著,促进中西部地区企业的实体投资,对中西部地区企业实体投资的促进作用比对东部地区企业实体投资的促进作用更大。

相比现有文献,本文主要进行了如下拓展和深化:一是将企业的实体投资和金融资产投资纳入同一分析框架,以拓展货币政策的企业投资效应研究以及企业投资行为研究;二是采用联立方程模型优化关于企业投资行为影响因素的实证方法,并为货币政策会促使企业“脱实向虚”还是“脱虚向实”提供了经验证据;三是针对不同企业的异质性分析有助于精准有力地提高货币政策的有效性。

虽然从总体上看宽松货币政策有助于企业“脱虚向实”,但也可能加剧企业的非效率投资行为,不利于经济结构的改善和效率的提升。因此,宽松货币政策要慎用。当前,我国依然应实施稳健的货币政策,并注重对不同微观经济主体进行精准有力的差异化调节,同时要加强对预期管理和与其他宏观调控政策的配合,推动企业有效率地“脱虚向实”。

**关键词:**货币政策;金融资产投资;实体投资;非效率投资;企业金融化;联立方程模型

**中图分类号:**F820.1;F275.1 **文献标志码:**A **文章编号:**1674-8131(2022)06-0082-15

\* 收稿日期:2022-06-03;修回日期:2022-09-11

**作者简介:**袁卫秋(1972),男,江苏泰州人,副教授,博士,主要从事公司财务研究。周萌(1997),女,安徽滁州人;会计师,硕士,主要从事公司财务研究。

## 一、引言

党的十九大报告指出,“建设现代化经济体系,必须把发展经济的着力点放在实体经济上”;党的二十大报告进一步强调,“建设现代化产业体系,坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”。促进实体经济高质量发展,不仅要充分发挥市场的作用,也需要政府的积极调控。作为国家调控市场的主要宏观经济政策之一,货币政策对企业等微观经济主体的行为具有显著影响。当前,我国实施稳健的货币政策,强调灵活精准、合理适度、逆周期调节,要根据形势变化及时适度调整货币政策,防止经济发展偏离正常轨道。2003—2007年我国经济增长迅速,并且在2007年出现经济过热,遏制经济过热成为宏观调控的重点,因而货币政策从“稳健”转为“从紧”;2008年国际金融危机爆发,全球经济低迷,经济发展动力不足,为拉动经济需求、刺激消费、提振经济,我国实施适度宽松的货币政策,经过两年的调整,经济得以复苏;2011年之后,我国开始实施稳健的货币政策,但每年的货币政策仍存在一定的区别;2020年后,面对新冠肺炎疫情的严重冲击,中国人民银行采用不同的货币政策积极应对,有效发挥了货币政策的逆周期调节作用。

在整体经济持续低迷的情况下,货币政策趋于宽松是常用的逆周期调节手段,目的是刺激实体经济更快发展,以促进经济繁荣或者是遏制经济衰退。然而,随着虚拟经济的快速发展和资本市场的日益开放,企业金融化趋势日益凸显,而宽松货币政策既能显著促进企业实体投资(王宇伟等,2019)<sup>[1]</sup>,也能显著促进企业金融资产投资(王红军等,2016;李顺彬等,2019)<sup>[2-3]</sup>。在货币政策宽松的条件下,企业往往更容易获得资金,其可以增加实体投资,也可以增加金融资产投资,或者同时增加两种投资,得到相关结论也并不意外。但是,货币政策趋于宽松的初衷主要是促进实体经济的发展,而不是激励金融资产的配置,若其更多的是促进了企业金融资产投资,就很可能达不到预期的效果。因此,仅仅研究宽松货币政策能否促进企业的实体投资或金融资产投资是不够的,明确其更能促进哪种投资更有意义,可以帮助货币政策制定者更好地观察货币政策的实施效果,也有助于对货币政策进行适时调整或制定更加合理的货币政策。但是,现有文献对此还缺乏深入研究,尤其缺乏相关经验证据。有鉴于此,本文在已有研究的基础上,重点探讨宽松货币政策更能促进企业的实体投资还是对金融资产投资,并以2008—2020年沪深两市A股的上市公司为样本进行实证检验。

本文的边际贡献主要在于:第一,现有文献关于货币政策影响企业实体投资和金融资产投资的研究,往往是分别进行讨论,并采用单方程模型分别检验货币政策对企业实体投资和金融资产投资的影响,但企业的实体投资与金融资产投资事实上存在相互竞争的关系,在进行一种投资决策时候需要考虑另一种投资安排,将企业实体投资与金融资产投资割裂开来进行研究在方法上存在天然缺陷,也无法判断货币政策究竟对企业实体投资的影响更显著还是对企业金融资产投资的影响更显著。本文将企业的实体投资和金融资产投资纳入同一分析框架,同时研究货币政策对企业两类投资行为的影响,试图打开货币政策影响企业资金配置结构的黑箱,拓展了货币政策的企业投资效应研究以及企业投资行为研究。第二,本文采用联立方程模型进行实证检验,从实体投资与金融资产投资关系角度优化了关于企业投资行为影响因素的分析方法,同时也为宽松货币政策会促使企业“脱实向虚”还是“脱虚向实”提供了经验证据。第三,本文进一步从投资效率(投资不足企业与过度投资企业)、产权性质(国有企业与非国有企业)、所在区域(东部地区企业与中西部地区企业)3个维度进行了企业异质性分析,考察不同情形下货币政策对企业实体投资和金融资产投资的不同影响,这将有助于针对不同的企业采取差异化的精准有力的货币政策,进而提高货币政策的有效性。

## 二、理论分析与研究假说

### 1. 宽松货币政策对企业实体投资和金融资产投资的影响

现有研究认为,货币政策是影响企业微观经济活动的重要宏观政策,其会通过通过对企业的投资环境、投资成本和投资机会产生直接或间接的影响来促使企业的投资行为发生改变,并且对企业的实体投资和金融资产投资都会产生重要影响。当然,货币政策的调整可以趋紧也可以趋松,不同的调整方向会对企业的投资行为产生不同的影响。一般来讲,货币政策从紧会抑制企业投资,而货币政策趋于宽松则会促进企业投资。本文主要分析宽松货币政策对企业投资的影响。

从企业的实体投资来看:一方面,当货币政策宽松时,货币供应量上升,银行可贷资金充裕,实际利率水平下降,企业投资的资金成本随之下降,企业的融资环境得到改善,投资水平将会上升(盛天翔等,2019;江振龙,2021)<sup>[4-5]</sup>。企业的实体投资与实际利率水平之间存在着显著联系,且实际利率的降低有利于企业投资增长(Gaiotti et al,2002;彭方平等,2007;尚煜等,2008)<sup>[6-8]</sup>。另一方面,货币政策宽松可以促使银行等金融机构放宽借贷条件(张迎春等,2019)<sup>[9]</sup>,有助于企业获取更多的信贷资金,缓解企业的融资约束,使企业的投资现金流敏感性降低(黄志忠等,2013;袁卫秋等,2016)<sup>[10-11]</sup>,进而提高企业的投资意愿,促进其实体投资(王宇伟等,2019)<sup>[11]</sup>。企业新增投资规模与货币政策宽松程度正相关,宽松的货币政策会促进企业实体投资规模的扩张(杜传文等,2018)<sup>[12]</sup>;而当货币政策紧缩时,银行信贷资金减少,企业外部融资约束程度增加(Bernanke et al,1995;Huang et al,2012;钟凯等,2017)<sup>[13-15]</sup>,使得企业无法足额筹集投资所需资金,不得不延缓或放弃有利的实体投资。此外,宽松货币政策还有利于企业信贷期限结构的提高,从而促进企业的长期实体投资行为(郑莉萍等,2022)<sup>[16]</sup>。

从企业的金融资产投资来看:一方面,当货币政策宽松时,整个社会资金供给量增加,企业的融资约束减轻,融资成本也相对较低,此时,企业为了预防未来面临的未知风险或更好地把握未来可能出现的更有利的投资机会,会基于预防性储蓄动机将一定数量的资金用于金融资产投资,以形成和拓展“资金蓄水池”的功能(张成思等,2016;胡奕明等,2017;杨箐等,2017)<sup>[17-19]</sup>。另一方面,当货币政策宽松时,金融资产的价格上升往往相对较快(陈建英等,2018)<sup>[20]</sup>,这样会形成和加大金融资产投资与实体投资之间的利差,从而诱发市场投资主体增加对股票等有价值证券的持有,促使企业进行更多金融资产的配置(王红建等,2016;马理等,2019)<sup>[21]</sup>。

可见,当货币政策趋于宽松时,企业可能会同时增加实体投资和金融资产投资,至于对那种投资的促进作用更显著,需要结合当时的宏观经济环境、市场运行条件以及其他政策效应等因素来进行综合分析。从政府实施宽松货币政策的宏观经济条件来看,此时的经济活动往往处于低迷状态,或者不够繁荣,而经济活动不够活跃会导致实物资产价格处于低估状态,这为那些拥有充足资金的企业提供了较好的购买实物资产机会。同时,宽松货币政策使企业的信贷期限结构得以提升,有利于企业的长期投资,进而提升企业进行实体投资的偏好(孙华好等,2021)<sup>[22]</sup>。而从金融市场来看,此时金融资产价格波动往往较大,在金融市场的投资面临较大风险,企业对金融资产的投资增加会比较谨慎。当然,货币政策并非影响企业投资选择的唯一政策性因素,同时实施的相关财政金融政策也会影响企业的投资行为。理性政府实施的各项政策应是相互配合的,由于实施宽松货币政策时实体经济发展低迷,此时的财政金融政策通常也会倾向于激励实体经济发展,为企业的实体投资提供更多的财税金融优惠,这也将促使企业更多地增加实体投资。因此,总体上看,相对金融资产投资而言,宽松货币政策更加激励企业增加实体投资。

基于上述分析,本文提出研究假说 H1:宽松货币政策既会促进企业实体投资,也会促进企业金融资

产投资,其中对企业实体投资的促进作用更显著。

## 2. 企业异质性的影响

虽然货币政策是面向所有市场主体的,所有企业的投资行为都会受到货币政策的影响,但不同企业自身的资金状况、发展阶段和水平及其所处市场环境存在显著差异,这会使货币政策对不同企业投资行为的影响程度乃至方向存在显著异质性。对此,本文选择从企业的投资效率(主要是实体投资的效率)、产权性质和所在区域3个维度进行企业异质性的分析。

### (1) 投资不足企业与过度投资企业的异质性

现实中的企业往往存在非效率投资行为,包括投资不足和过度投资(Richardson, 2006, 陈运森等, 2011)<sup>[23-24]</sup>。企业投资不足是由于其放弃净现值为正的投资项目,这样的企业往往不太愿意进行更多的实体投资。当货币政策宽松时,企业可获得的信贷资金增加,但企业的投资倾向存在一定惯性,投资不足的企业可能依然不愿意增加实体投资。同时,企业的投资意愿也会受对未来投资前景预期的影响(隋姗姗等, 2010; 靳庆鲁等, 2012)<sup>[25-26]</sup>。由于货币政策通常是进行逆周期调节,货币政策宽松时经济增长压力往往更大,尽管企业资金充足,但面临外部风险较大、发展前景不明等问题,这会导致企业不敢进行实体投资,进而造成企业投资不足(张超等, 2015)<sup>[27]</sup>。因此,当经济低迷时,由于存在流动性陷阱,货币政策再宽松也可能无法促进企业的实体投资。此外,政府实施的货币政策调节力度可能过大或过小,导致价格信号失真的“超调”现象(马草原等, 2013)<sup>[28]</sup>;在政策实施过程中也可能存在传导不畅,比如投资不足的企业因受到信贷歧视而获得较少的信贷资金增量。可见,对于投资不足的企业,宽松货币政策对其实体投资的促进作用相对较弱。而金融资产投资的投资回报率相对较高,变现速度较快,时间成本较低,因而在宽松货币政策下投资不足的企业更倾向于将资金增量用于金融资产投资。

企业过度投资则是由于其接受净现值为负的投资项目,这样的企业往往偏好进行更多的实体投资。过度投资现象主要集中在自由现金流较高的企业中,因为当企业面临较差的投资机会时,充足的资金可能会使其对净现值为负的项目进行投资,进而形成过度投资(Richardson, 2006)<sup>[23]</sup>。对于过度投资的企业来说,管理层往往偏好将多余的自由现金流投资于能带来私利但净现值可能为负的项目,使企业投资行为偏离最优轨道;货币政策宽松会使过度投资的企业更加容易获取更多资金,从而加剧其管理层的冲动投资(林毅夫等, 2010)<sup>[29]</sup>,扩张实体投资规模(李红等, 2018)<sup>[30]</sup>,并将资金投入风险过大的项目中;同时货币政策会降低市场利率的信号传递作用,使投资项目甄选过程受到干扰,导致资源跨期配置偏离最优水平(彭中文等, 2016)<sup>[31]</sup>,诱发企业进行不必要的实体投资。因此,对于过度投资的企业而言,宽松货币政策带来的资金增加可能会促使其进行更多的实体投资。

基于上述分析,本文提出研究假说 H2:对于投资不足的企业,宽松货币政策更能促进其金融资产投资(相对于实体投资);对于过度投资的企业,宽松货币政策更能促进其实体投资(相对于金融资产投资)。

### (2) 国有企业与非国有企业的异质性

产权性质的差异会使企业在经营目标、资金成本等方面存在显著不同,导致产权性质不同的企业对货币政策作出不同的响应。一般情况下,与非国有企业相比,国有企业的融资约束更小(方军雄, 2007; 陆正飞等, 2009)<sup>[32-33]</sup>、融资规模更大(林毅夫等, 2004)<sup>[34]</sup>,较易出现过度投资现象;而民营企业往往会受到较大的融资约束,借款困难,资金流相对短缺,容易产生投资不足的问题(俞红海等, 2010; 喻坤等, 2014)<sup>[35-36]</sup>。同时,产权性质不同的企业投资倾向也有所不同。国有企业肩负更多社会责任,往往会更为积极地响应国家战略和政策,因而在宏观经济低迷和货币政策宽松的情况下,会更积极地进行实体投资以带动经济增长。此外,从与宽松货币政策配套的积极的财政金融政策来看,国有企业也比非国有企

业更容易获更多的支持和优惠,进而更显著地促进其投资实体经济。而对非国有企业来讲,在经济低迷的宏观环境下进行实体投资的市场风险相对更大,投资也更为谨慎,进而可能更多地将宽松货币政策为其带来的资金增量用于配置金融资产。总之,由于相比非国有企业,国有企业的实体投资偏好更强,且更容易受到政策的优待,宽松货币政策对国有企业实体投资的促进作用可能更强,而对非国有企业金融资产投资的促进作用可能更强。

基于上述分析,本文提出研究假说 H3:对于国有企业,宽松货币政策更能促进其实体投资;对于非国有企业,宽松货币政策更能促进其金融资产投资。

### (3) 东部地区企业和中西部地区企业的异质性

由于不同地区的地理位置、资源禀赋有所区别,经济发展的阶段、金融市场发展的水平有所不同,宏观经济政策传导到各个区域的过程也不尽相同,位于不同地区的企业面临不同的发展条件和政策环境,因而货币政策对不同地区企业投资行为的影响也可能存在差异。受渐进式改革开放的影响,我国东部地区的经济发展水平、市场化程度显著优于中西部地区,因而东部地区企业面临的市场和投资机会相对较多,尤其是在金融资产配置上有更多的便利和选择。而中西部地区企业对于政府政策的敏感性较高,可能会对货币政策调整作出更为积极的响应,但在金融资产投资方面则可能由于金融市场的相对落后而受到限制。

基于上述分析,本文提出研究假说 H4:对于东部地区企业,宽松货币政策更能促进其金融资产投资;对于中西部地区企业,宽松货币政策更能促进其实体投资。

## 三、研究设计与数据处理

### 1. 模型设定与变量选择

货币政策不仅仅会影响企业的实体投资,也会影响企业的金融资产投资,而且由于实体投资和金融资产投资是企业投资的两种不同类型,两者之间不可避免地会产生相互影响。但现有文献均采用单方程模型分别研究货币政策对企业实体投资和金融资产投资的影响,这只能反映货币政策分别会对企业的金融资产投资和实体投资产生怎样的影响,无法比较货币政策对哪种投资的影响更显著。为此,本文采用联立方程模型进行实证检验,将企业的实体投资与金融资产投资作为彼此的解释变量进行回归可以使结果更加稳健,这样既可以解决内生性问题,也能够反映变量间的复杂关系(王昀等,2017)<sup>[37]</sup>。本文建立的联立方程模型如式(1)和式(2)所示:

$$Invest_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 Fin_{i,t} + \alpha_2 MP_t + \sum Controls + Year + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Invest_{i,t} + \beta_2 MP_t + \sum Controls + Year + Ind + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

其中,被解释变量“实体投资”(  $Invest_{i,t}$  )和“金融资产投资”(  $Fin_{i,t}$  )分别为样本企业  $i$  在  $t$  年进行的实体投资和金融资产投资,并分别借鉴 Richardson(2006)和吴一丁等(2021)的方法进行测度<sup>[23][38]</sup>。核心解释变量“货币政策”(  $MP_t$  )为  $t$  年货币政策的宽松程度,借鉴陆正飞和杨德明(2011)的方法进行计算<sup>[39]</sup>,其值越大表明货币政策越宽松。控制变量(  $Controls$  )的选择参考钟凯等(2017)和战明华等(2020)的研究<sup>[15][40]</sup>,模型(1)和(2)共同的控制变量包括“现金持有水平”“规模”“成长性”“年龄”“资产负债率”“经营现金流量”,此外,模型(1)还包括“年度超额回报率”,模型(2)还包括“非金融资产占比”。 $Year$  表示年度固定效应, $Ind$  表示行业固定效应, $\varepsilon_{i,t}$  为随机扰动项。上述各变量的测度方法见表1。

采用联立方程模型对全样本进行分析,用于检验研究假说 H1,预期核心解释变量“货币政策”的估

计系数  $\alpha_2$  和  $\beta_2$  均显著为正,且  $\alpha_2 > \beta_2$ 。本文采用分组回归的方法进行异质性检验,3 个维度的分组方法如下:一是参照现有文献的主流做法,采用 Richardson(2006)提出的投资效率模型回归得到各样本企业的残差值<sup>[23]</sup>,若样本企业的实际投资规模超过了模型预测的投资规模划归“过度投资企业”子样本,而实际投资规模小于预测投资规模的样本企业则划归“投资不足企业”子样本。二是根据样本企业的产权性质,划分为“国有企业”子样本和“非国有企业”子样本。三是根据样本企业所在地区,划分为“东部地区企业”子样本和“中西部地区企业”子样本。其中,东部地区包括北京、天津、河北、辽宁、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东、广西、海南,中西部地区包括内蒙古、山西、吉林、安徽、江西、河南、湖北、湖南、黑龙江、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、宁夏、青海、新疆。

表 1 主要变量及其计算方法

变 量	计算方法
实体投资	(购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金+购买子公司及其他营业单位所支付的现金-处置子公司及其他营业单位所收到的现金)/总资产
被解释变量	
金融资产投资	(当期金融资产-上期金融资产)/当期总资产。其中,金融资产包括交易性金融资产、买入返售金融资产、衍生金融资产、投资性房地产、长期股权投资、持有至到期投资、可供出售金融资产、发放贷款及垫款
核心解释变量	
货币政策	M2 增长率-GDP 增长率-CPI 增长率
现金持有水平	货币资金/总资产
规模	样本公司总资产的自然对数
成长性	(当期营业收入-上期营业收入)/当期营业收入
控制变量	
年龄	ln(上市年龄+1)
资产负债率	年末总负债/年末总资产
经营现金流量	经营活动产生的现金流量净额/总资产
年度超额回报率	样本公司的年度超额回报率
非金融资产占比	(固定资产+无形资产+存货+在建工程+工程物资)/资产总额

## 2. 样本选择与数据说明

考虑到 2006 年中国的会计准则进行过较大调整,本文以 2008—2020 年沪深两市 A 股的上市公司为初始样本(由于模型中一些变量的计算需要用到上一年度的数据,因此样本数据的实际区间为 2007—2020 年),所用数据来源于国泰安(CSMAR)数据库和中国人民银行官网的货币政策执行报告。为了保证数据的有效性,对初始样本进行如下处理:(1)剔除 ST 类样本;(2)剔除金融行业样本;(3)剔除数据不全的样本;(4)删除资产负债率小于 0 和大于 1 的样本。同时,为消除极端值的影响,对除“货币政策”外的所有连续变量按上下 1%的百分位数进行 Winsorize(缩尾)处理,所用数据处理工具为 Excel2016 和 Stata15.0。表 2 是对主要变量的描述性统计,从中可以看出:大部分样本企业的实体投资低于平均水平(中位数小于平均值),并具有一定的分散性(最小值为-0.059 5,最大值为 0.245 5,标准差为 0.051 0);样本企业的金融资产投资差异较大(在-0.165 7 到 0.205 5 之间,标准差为 0.045 9),且一部分企业倾向于持有大量金融资(平均值为 0.004 6,中位数为 0.000 0);样本期间货币政策的宽松程度也存在较大变化(在-0.010 0 和 0.197 0 之间,标准差为 0.046 3)。

表 2 主要变量的描述性统计

变量	样本量	平均值	中位数	标准差	最小值	最大值
实体投资	21 421	0.046 8	0.033 3	0.051 0	-0.059 5	0.245 5
金融资产投资	21 421	0.004 6	0.000 0	0.045 9	-0.165 7	0.205 5
货币政策	21 421	0.033 3	0.028 0	0.046 3	-0.010 0	0.197 0
现金持有水平	21 421	0.171 4	0.141 4	0.117 9	0.013 8	0.618 1
规模	21 421	22.341 4	22.163 1	1.313 4	19.748 3	26.244 3
成长性	21 421	0.162 7	0.097 6	0.424 2	-0.567 0	2.858 9
年龄	21 421	2.849 7	2.890 4	0.344 1	1.609 4	3.465 7
资产负债率	21 421	0.454 9	0.455 3	0.204 2	0.053 6	0.886 9
经营现金流量	21 421	0.047 0	0.045 7	0.070 6	-0.168 1	0.249 6
年度超额回报率	21 421	0.057 1	-0.057 1	0.468 4	-0.643 3	2.047 9
非金融资产占比	21 421	0.470 1	0.465 7	0.199 1	0.039 1	0.877 0

## 四、实证结果分析

### 1. 全样本分析结果

本文采用三阶段最小二乘估计方法进行模型估计,全样本的模型回归结果见表 3。三阶段最小二乘估计(3SLS)是在两阶段最小二乘估计(2SLS)与似不相关回归(Sureg)的基础上发展而来,将所有方程作为一个整体进行估计,使模型的估计更有效率,可以解决联立方程中不同方程的随机误差项等问题,在一定程度上能使估计结果更加稳健。根据表 3 的回归结果,“货币政策”对“实体投资”和“金融资产投资”的估计系数均在 1%的水平上显著为正,且对“实体投资”的估计系数(0.087 2)大于对“金融资产投资”估计系数(0.043 3),表明货币政策宽松程度的提高会同时促进企业实体投资和金融资产投资的增加,而且对企业实体投资的促进作用大于对企业金融资产投资的促进作用,研究假说 H1 得到验证。此外,从控制变量的估计结果来看,企业现金持有水平、成长性、资产负债率的增加对其实体投资和金融资产投资均具有抑制作用,规模较大的企业更倾向于实体投资,上市时间较长的企业实体投资相对较少。

### 2. 投资不足企业与过度投资企业的异质性分析结果

分别对“投资不足企业”和“过度投资企业”两个子样本的分析结果见表 4。在“投资不足企业”子样本中,“货币政策”对“实体投资”和“金融资产投资”的估计系数在 10%的水平上显著为正,且对“实体投资”的估计系数小于对“金融资产投资”的估计系数,表明货币政策宽松程度的提高会促进投资不足企业的实体投资和金融资产投资,且对金融资产投资的促进作用更大,即投资不足的企业更倾向于利用资金增量来配置金融资产,这会制约宽松货币政策对其投资不足的改善作用。在“过度投资企业”子样本中,“货币政策”对“实体投资”的估计系数在 1%的水平上显著为正,而对“金融资产投资”的估计系数在 10%的水平上显著为负,表明货币政策宽松程度的提高会促进过度投资企业的实体投资,并抑制其金融资产投资。由此,研究假说 H2 得到验证。可见,虽然宽松的货币政策总体上对企业实体投资的促进作用大于金融资产投资,但并不能显著改变企业的投资偏好,导致投资不足的企业更多地配置金融资产,而过度投资的企业进一步加大实体投资规模,不但没有改善企业的投资效率,还在一定程度上加剧了企

业的非效率投资。

表 3 全样本回归结果

变 量	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.362 8(0.828 5)
金融资产投资	-1.958 1***(-14.027 9)	
货币政策	0.087 2*** (3.340 8)	0.043 3*** (3.303 6)
现金持有水平	-0.120 0***(-15.307 0)	-0.047 8***(-6.403 8)
规模	0.003 5*** (5.529 0)	-0.001 1(-0.729 2)
成长性	-0.007 6***(-3.620 6)	-0.014 6***(-2.624 9)
年龄	-0.028 7***(-12.142 9)	0.003 0(0.336 5)
资产负债率	-0.055 9***(-10.983 9)	-0.004 2(-0.339 5)
经营现金流量	0.180 1*** (15.770 0)	0.021 1(0.579 7)
年度超额回报率	0.003 1*(1.921 8)	
非金融资产占比		-0.055 5**(-1.991 6)
常数项	0.080 3*** (4.642 4)	0.037 6*** (4.378 8)
年度和行业固定效应	控制	控制
观测值	21 421	21 421
R <sup>2</sup>	0.068 6	0.210 0

注:括号内数值为 t 值,\*\*\*、\*\*、\*分别表示在 1%、5%、10%的水平上显著,下表同。

表 4 投资不足企业与投资过度企业的异质性分析结果

变 量	投资不足企业		过度投资企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		-0.698 3(-1.151 9)		1.364 7(0.355 4)
金融资产投资	-0.913 2***(-11.186 2)		-2.419 5***(-6.735 6)	
货币政策	0.027 7*(1.662 9)	0.030 6*(1.793 9)	0.219 8*** (4.429 6)	-0.059 5*(-1.680 6)
现金持有水平	-0.055 3***(-10.604 6)	-0.061 9***(-13.528 2)	-0.075 4***(-4.9664)	-0.044 1(-1.462 0)
规模	0.003 6*** (8.898 4)	0.002 6(1.190 2)	0.004 0*** (3.2880)	-0.005 1(-0.351 1)
成长性	-0.003 1**(-2.506 1)	-0.005 4*(-1.777 1)	-0.013 6***(-2.8194)	-0.030 4(-0.564 1)
年龄	-0.017 4***(-11.696 5)	-0.013 4(-1.538 4)	-0.041 5***(-8.7900)	0.032 8(0.303 5)
资产负债率	-0.039 5***(-11.909 2)	-0.034 1**(-2.388 2)	-0.051 7***(-5.5994)	0.039 4(0.300 1)
经营现金流量	0.084 6*** (11.367 2)	0.079 9*** (3.978 9)	0.175 1*** (7.4734)	-0.036 2(-0.153 5)
年度超额回报率	-0.000 6(-0.598 0)		0.002 3(0.7612)	
非金融资产占比		-0.012 7(-0.645 1)		-0.105 1(-0.463 2)
常数项	0.011 9(1.074 7)	0.023 5(1.201 8)	0.122 3*** (3.7498)	-0.028 9(-0.166 7)
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	12 848	12 848	8 563	8 563
R <sup>2</sup>	0.070 8	0.134 7	0.075 9	0.206 3

## 3. 国有企业与非国有企业的异质性分析结果

表 5 的 Panel A 是分别对“国有企业”和“非国有企业”子样本回归的结果。在“国有企业”子样本中,“货币政策”对“实体投资”的估计系数在 1%的水平上显著为正,对“金融资产投资”的估计系数为负但不显著;而在“非国有企业”子样本中,“货币政策”对“实体投资”的估计系数在 10%的水平上显著为正,对“金融资产投资”的估计系数在 5%的水平上显著为正;此外,“货币政策”对国有企业“实体投资”的估计系数显著大于对非国有企业“实体投资”的估计系数。上述结果表明,货币政策宽松程度提高对国有企业主要是促进其实体投资增加,而对非国有企业则是同时促进实体投资和金融资产投资增加,且对金融资产投资的促进作用更显著;同时,单从对实体投资的促进作用来看,货币政策宽松程度提高对国有企业的影响比对非国有企业的影响更大。由此,研究假说 H3 得到验证。

进一步将“投资不足企业”子样本和“过度投资企业”子样本分别划分为国有企业与非国有企业两组,并分别进行模型回归,估计结果见表 5 的 Panel B 和 Panel C。可以发现:在投资不足的样本中,货币政策宽松程度提高分别对国有企业的实体投资和非国有企业的金融资产投资具有显著的促进作用,进一步表明国有企业更加偏好增加实体投资,而非国有企业则偏好配置金融资产;在过度投资的样本中,货币政策宽松程度的提高对国有企业和非国有企业的实体投资都具有显著的促进作用,加剧了两类企业的过度投资。

表 5 国有企业与非国有企业的异质性分析结果

Panel A: 全样本				
变 量	国有企业		非国有企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.520 4*** (5.927 5)		0.657 0*** (6.400 1)
金融资产投资	-2.254 3*** (-9.779 4)		-2.119 8*** (-10.055 6)	
货币政策	0.170 5*** (4.536 3)	-0.019 3 (-0.955 1)	0.075 9* (1.648 6)	0.060 0** (2.511 4)
常数项	0.009 6 (0.374 3)	0.051 8*** (3.766 4)	0.025 2 (0.857 7)	0.080 8*** (4.750 3)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	9 712	9 712	11 709	11 709
R <sup>2</sup>	0.147 4	0.261 4	0.106 6	0.117 8
Panel B: “投资不足企业”子样本				
变 量	国有企业		非国有企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.834 3*** (3.63 3)		2.425 9*** (4.73 2)
金融资产投资	-1.070 1*** (-7.770 3)		-1.010 4*** (-8.022 2)	
货币政策	0.091 3*** (3.863 2)	0.001 8 (0.071 9)	0.011 7 (0.392 5)	0.062 8* (1.626 3)
常数项	-0.038 9** (-2.423 2)	0.076 8*** (3.395 2)	-0.004 1 (-0.209 1)	0.169 4*** (4.271 1)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	6 068	6 068	6 780	6 780
R <sup>2</sup>	0.053 8	0.253 6	0.072 3	0.181 9

续表

Panel C:“过度投资企业”子样本

变 量	国有企业		非国有企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.802 1*** (3.694 1)		0.665 9*** (2.983 9)
金融资产投资	-3.074 3*** (-4.741 8)		-2.680 1*** (-4.764 2)	
货币政策	0.290 1*** (3.145 3)	0.111 5** (2.212 3)	0.242 9*** (3.045 2)	0.033 6 (0.811 3)
常数项	0.059 8 (1.111 8)	0.032 9 (1.373 6)	0.079 5 (1.480 2)	0.032 1 (1.41 3)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	3 644	3 644	4 929	4 929
R <sup>2</sup>	0.081 7	0.261 2	0.083 6	0.012 7

#### 4. 东部地区企业与中西部地区企业的异质性分析结果

表6的Panel A是分别对“东部地区企业”和“中西部地区企业”子样本回归的结果。在“东部地区企业”子样本中,“货币政策”对“实体投资”在5%的水平上显著为正,对“金融资产投资”的估计系数在1%的水平上显著为正;而在“中西部地区企业”子样本中,“货币政策”对“实体投资”的估计系数在5%的水平上显著为正,对“金融资产投资”的估计系数为正但不显著;“货币政策”对“实体投资”的估计系数在“中西部地区企业”子样本中比在“东部地区企业”子样本中更大。以上回归结果表明,宽松货币政策对东部地区企业的实体投资和金融资产投资都具有明显的促进作用,且对金融资产投资的促进作用更显著,而对中西部地区企业仅显著促进了实体投资,且对中西部地区企业实体投资的促进作用比对东部地区企业实体投资的促进作用更大。由此,研究假说H4得到验证。

进一步将“投资不足企业”子样本和“过度投资企业”子样本分别划分为东部地区企业与中西部地区企业两组,并分别进行模型回归,估计结果见表6的Panel B和Panel C。可以发现:在投资不足的样本中,货币政策宽松程度的提高,对东部地区企业的实体投资和金融资产投资都没有明显影响,对中西部地区企业的实体投资也没有显著影响,但促进了中西部地区企业的金融资产投资,加剧了其金融化程度;在过度投资的样本中,货币政策宽松程度的提高,对东部地区企业和中西部地区企业的金融资产投资都没有显著影响,但对东部地区企业和中西部地区企业的实体投资都具有显著的促进作用,强化了其过度投资,且对东部地区企业的影响比对中西部地区企业的影响更大。

表6 东部地区企业与中西部地区企业的异质性分析结果

Panel A:全样本

变 量	东部地区企业		中西部地区企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.608 4*** (7.579 3)		0.615 1*** (4.960 1)
金融资产投资	-1.981 3*** (-11.52 8)		-1.897 9*** (-8.124 9)	
货币政策	0.072 3** (2.250 9)	0.045 6*** (2.616 3)	0.114 4** (2.532 3)	0.026 3 (1.027 2)
常数项	0.095 3*** (4.464 4)	0.040 6*** (3.641 3)	0.045 3 (1.534 1)	0.027 4* (1.650 3)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	14 893	14 893	6 528	6 528
R <sup>2</sup>	0.027 9	0.206 6	0.137 9	0.162 6

续表

Panel B:“投资不足企业”子样本

变量	东部地区企业		中西部地区企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		1.696 3*** (5.519 1)		1.318 9*** (3.434 8)
金融资产投资	-0.941 2*** (-9.140 1)		-0.860 7*** (-6.523 3)	
货币政策	0.023 2 (1.117 9)	0.026 6 (1.031 4)	0.040 2 (1.417 3)	0.069 3** (2.033 2)
常数项	0.014 3 (1.043 9)	0.093 9*** (4.753 2)	0.006 8 (0.365 3)	0.059 9** (2.440 2)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	8 861	8 861	3 987	3 987
R <sup>2</sup>	0.074 7	0.064 0	0.070 8	0.189 7

Panel C:“过度投资企业”子样本

变 量	东部地区企业		中西部地区企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.693 4*** (4.023 9)		1.025 9** (2.576 4)
金融资产投资	-2.221 3*** (-5.396 3)		-3.004 3*** (-3.911 3)	
货币政策	0.234 1*** (3.976 3)	0.014 5 (0.457 9)	0.189 2* (1.858 8)	-0.079 3 (-1.196 5)
常数项	0.14 1*** (3.709 9)	0.008 0 (0.416 4)	0.068 2 (1.015 3)	-0.024 4 (-0.713 3)
控制变量	控制	控制	控制	控制
年度和行业固定效应	控制	控制	控制	控制
观测值	6 032	6 032	2 541	2 541
R <sup>2</sup>	0.075 0	0.206 2	0.049 7	0.051 1

## 5. 稳健性检验

为了使研究结果更加可靠,进行以下稳健性检验:(1)替换核心解释变量:以狭义货币供应量的同比增长率(M1)作为“货币政策”的替代变量。(2)替换被解释变量:将投资性房地产从金融资产投资中删除。(3)核心解释变量滞后一期:考虑到货币政策的实施效果具有一定滞后性,将“货币政策”变量进行滞后一期处理。(4)似不相关模型检验:采用现有研究的常用方法,不将“实体投资”和“金融资产投资”作为解释变量,采用似不相关模型进行回归分析。上述稳健性检验结果如表7所示,与前文的分析结果基本一致,表明本文的实证结论是稳健的。

表7 稳健性检验结果

Panel A:核心解释变量替换为狭义货币供应量的同比增长率(M1)						
变 量	全样本		投资不足企业		过度投资企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.188 6 (1.540 7)		-1.855 9*** (-2.722 6)		0.022 3 (0.054 1)
金融资产投资	-0.245 6*** (-18.984 7)		-0.027 0*** (-4.313 8)		-0.015 2 (-0.787 5)	
M1	0.050 5*** (6.2430)	0.027 4*** (7.951 9)	0.033 8*** (7.762 2)	0.010 3*** (7.221 1)	0.044 4*** (4.714 8)	-0.026 8*** (2.985 2)

续表

Panel B: 替换被解释变量(将投资性房地产从金融资产投资中删除)						
变 量	全样本		投资不足企业		过度投资企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.012 9 (0.122 3)		-1.035 3* (-1.807 2)		-0.300 5 (-0.838 0)
金融资产投资	-0.306 9*** (-18.595 8)		-0.035 9*** (-4.579 9)		-0.019 0 (-0.792 7)	
M1	0.090 5*** (6.762 7)	0.008 2*** (8.854 1)	0.056 1*** (7.901 4)	0.074 3*** (6.869 2)	0.071 5*** (4.681 6)	0.061 3*** (4.247 4)
Panel C: 核心解释变量滞后一期						
变 量	全样本		投资不足企业		过度投资企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
实体投资		0.581 5*** (8.517 9)		1.654 9*** (5.780 0)		0.745 1*** (4.668 5)
金融资产投资	-2.384 4*** (-8.148 4)		-1.540 8*** (-6.970 8)		-2.728 6*** (-3.7526)	
L. 货币政策	0.056 7*** (2.989 2)	0.005 3*** (4.599 6)	0.006 6*** (5.360 9)	0.017 2*** (4.549 8)	0.142 3*** (3.938 5)	0.025 6 (1.373 8)
Panel D: 似不相关回归结果						
变 量	全样本		投资不足企业		过度投资企业	
	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资	实体投资	金融资产投资
货币政策	0.033 6*** (2.738 6)	0.028 2** (2.358 2)	0.003 4 (0.399 3)	0.016 0*** (4.022 9)	0.114 0*** (5.685 5)	0.043 8** (2.375 4)

注:本表仅汇报了关键变量的估计结果,所有模型行回归均控制了控制变量以及年度和行业固定效应。

## 五、结论与启示

货币政策对企业投资行为的影响是多年来学术界广泛关注的一个热点话题。相关研究发现,货币政策宽松会促使企业增加投资,且对实体投资和金融资产投资这两类投资都具有促进作用。然而,由于现有研究均是分别讨论货币政策对企业实体投资和金融资产投资的影响,无法判断货币政策对哪类投资的影响更显著。作为逆周期调节的主要政策工具之一,宽松货币政策主要用于在经济低迷时刺激实体经济增长。然而,随着虚拟经济和资本市场的快速发展,加上实体经济增速放缓,大量企业将投资视角由实体投资转向金融资产投资,企业金融化趋势显现。此时,货币政策趋于宽松,是会更多地促进企业实体投资以有效实现提振实体经济的政策目标,还是会更多地促进企业金融资产投资进而加剧企业“脱实向虚”?对此,本文以2008年—2020年沪深两市A股上市公司为研究样本,采用联立方程模型研究宽松货币政策对企业实体投资和金融资产投资的影响,分析发现:(1)宽松货币政策既促进了企业实体投资,也促进了企业金融资产投资,且对企业实体投资的促进作用更大,表明宽松货币政策在总体上来能够促进企业“脱虚向实”。(2)对于投资不足的企业,宽松货币政策对金融资产投资的促进作用大于对实体投资的促进作用,在一定程度上加剧了企业的金融化;而对于过度投资的企业,宽松货币政策在显著促进实体投资的同时还抑制了金融资产投资,进而显著加剧了企业的过度投资。(3)对于国有企业,宽松货币政策主要是促进实体投资;而对于非国有企业,宽松货币政策同时促进了实体投资和金融资产投资,且对金融资产投资的促进作用更为显著;宽松货币政策对国有企业实体投资的促进作用比对

非国有企业实体投资的促进作用更大。(4)对于东部地区企业,宽松货币政策对实体投资和金融资产投资都具有明显的促进作用,且对金融资产投资的促进作用更为显著;而对于中西部地区企业,宽松货币政策显著促进了实体投资,但对金融资产投资没有显著影响;宽松货币政策对中西部地区企业实体投资的促进作用比东部地区企业实体投资的促进作用更大。此外,相对于规模较小的企业,规模较大的企业更倾向于增加实体投资。

中国特色社会主义进入新时代,我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段,经济出现过热的可能性大大降低;而全球经济发展所面临的不稳定、不确定因素依然在增加,经济增长动力不足的现象可能时有发生,尤其是新冠肺炎疫情的冲击对目前的实体经济发展产生了巨大的负面影响。在此背景下,需要合理利用货币政策进行有效的逆周期调节,那么是否应该实施宽松的货币政策?本文分析表明,虽然从总体上看宽松货币政策对企业实体投资的促进作用大于对金融资产投资的促进作用,但并不能改善企业的非效率投资行为,会显著加剧过度投资企业的过度投资,并在一定程度上加剧投资不足企业的金融化,这不利于经济结构的改善和效率的提升。因此,应慎用宽松货币政策,在确实需要实施宽松货币政策时,也应针对不同类型的企业优化政策工具,并关注资金使用效率,以防资金投向虽然“向实”,但使用却缺乏效率。从目前来看,我国依然应实施稳健的货币政策,并在有效调控宏观经济的同时对微观经济进行精准有力的调节。一方面,要优化货币政策的制度设计,增强对不同微观经济主体的差异化调节。比如,对国有企业应适当约束其投融资行为以防止其严重过度投资,对于民营企业以及中小企业应重点引导其“脱虚向实”,对中西部地区企业应给予更多的资金供给应倾斜。另一方面,要加强预期管理,释放更多的积极信号,强化企业对实体经济持续向好的信心和预期,进而提高企业的实体投资倾向,促进整个经济的“脱虚向实”。此外,还应与其他宏观调控政策相配合,发挥政策叠加效应,以提高政策有效性。比如,在实施积极的财政政策过程中,进一步通过相应的政策措施防止企业的过度投资和过度金融化行为,进而更有效地推动企业有效率地“脱虚向实”,促进实体经济高质量发展。

需要指出的是,货币政策只是影响企业投资行为的宏观经济政策之一,其他如财政政策、产业政策等也是重要影响因素,但本文在实证分析模型中并未将其一并纳入,而是试图通过加入年度虚拟变量来控制这些因素的影响,这可能导致估计结果有偏。因此,未来可以在模型设计时加入这些政策变量一并进行分析,从而可以更为准确地观察货币政策对企业投资行为的影响以及相关政策叠加的微观效应。

#### 参考文献:

- [1] 王宇伟,周耿,吴瞳,等.央行的言辞沟通、实际行动与企业投资行为[J].中国工业经济,2019(5):118-135.
- [2] 王红建,李茫茫,汤泰劼.实体企业跨行业套利的驱动因素及其对创新的影响[J].中国工业经济,2016(11):73-89.
- [3] 李顺彬,田璐.货币政策适度水平、融资约束与企业金融资产配置——对“蓄水池”与“替代”动机的再检验[J].金融经济研究,2019(4):3-13.
- [4] 盛天翔,张勇.货币政策、金融杠杆与中长期信贷资源配置——基于中国商业银行的视角[J].国际金融研究,2019(5):55-64.
- [5] 江振龙.破解中小企业融资难题的货币政策选择与宏观经济稳定[J].国际金融研究,2021(4):23-32.
- [6] GAILOTTI E, GENERALE A. Does monetary policy have a symmetric effects? A look at the investment decisions of Italian firms[R]. European Central Bank Working Paper, NO. 110, 2002.
- [7] 彭方平,王少平.我国利率政策的微观效应——基于动态面板数据模型研究[J].管理世界,2007(1):24-29.
- [8] 尚煜,王慧.利率作用不对称性对投资的影响研究[J].经济问题,2008(11):103-105.
- [9] 张迎春,王璐,邓菊秋.货币政策、管理者心理偏差与银行风险承担[J].财经科学,2019,(1):27-38.
- [10] 黄志忠,谢军.宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据[J].会计研究,2013(1):63-69+96.
- [11] 袁卫秋,黄旭.货币政策、财务柔性与企业投资[J].云南财经大学学报,2016(6):77-89.
- [12] 杜传文,黄节根.货币政策、融资约束与企业投资[J].财经科学,2018(4):15-28.
- [13] BERNANKE B S, GERTLER M. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission [J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 9(4): 27-48.

- [14] HUANG J, HUANG M. How much of the corporate-treasury yield spread is due to credit risk? [J]. *The Review of Asset Pricing Studies*. 2012(2):153-202.
- [15] 钟凯,程小可,肖翔,等. 宏观经济政策影响企业创新投资吗——基于融资约束与融资来源视角的分析[J]. *南开管理评论*, 2017(6):4-14+63.
- [16] 郑莉萍,孙华好,莫斌. 货币政策环境与企业投资行为选择——基于信贷期限结构视角[J]. *当代经济管理*, 2022(6):87-96.
- [17] 张成思,张步昙. 中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角[J]. *经济研究*, 2016(12):32-46.
- [18] 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[J]. *经济研究*, 2017(1):181-194.
- [19] 杨箐,刘放,王红建. 企业交易性金融资产配置:资金储备还是投机行为[J]? *管理评论*, 2017(2):13-25+34.
- [20] 陈建英,杜勇. 货币政策宽松化、房地产投资与制造业企业业绩[J]. *中南财经政法大学学报*, 2018(6):144-153.
- [21] 马理,范伟. 央行释放的流动性去了哪? ——基于微观层面数据的实证检验[J]. *当代经济科学*, 2019(3):39-48.
- [22] 孙华好,郑莉萍,廖佳. 货币政策、信贷期限结构与企业金融化[J]. *国际金融研究*, 2021(8):13-21.
- [23] RICHARDSON S. Over-investment of free cash flow [J]. *Review of Accounting Studies*. 2006, 11(2-3):159-189.
- [24] 陈运森,谢德仁. 网络位置、独立董事治理与投资效率[J]. *管理世界*, 2011(07):113-127.
- [25] 隋姗姗,赵自强,王建将. 紧缩货币政策下我国上市公司投资效率研究[J]. *经济与管理研究*, 2010(8):67-73.
- [26] 靳庆鲁,孔祥,侯青川. 货币政策、民营企业投资效率与公司期权价值[J]. *经济研究*, 2012(5):96-106.
- [27] 张超,刘星,田梦可. 货币政策传导渠道、宏观经济增长与企业投资效率[J]. *当代财经*, 2015(8):108-119.
- [28] 马草原,李成. 国有经济效率、增长目标硬约束与货币政策超调[J]. *经济研究*, 2013(7):76-89+160.
- [29] 林毅夫,巫和懋,邢亦青. “潮涌现象”与产能过剩的形成机制[J]. *经济研究*, 2010(10):4-19.
- [30] 李红,谢娟娟. 金融发展、企业融资约束与投资效率——基于2002—2013年上市企业面板数据的经验研究[J]. *南开经济研究*, 2018(4):36-52.
- [31] 彭中文,瞿奥斯,刘韬. 货币政策、内部治理与企业非效率投资——基于装备制造业上市公司的研究[J]. *财经问题研究*, 2016(08):44-49.
- [32] 方军雄. 所有制、制度环境与信贷资金配置[J]. *经济研究*, 2007(12):82-92.
- [33] 陆正飞,祝继高,樊铮. 银根紧缩、信贷歧视与民营上市公司投资者利益损失[J]. *金融研究*, 2009(8):124-136.
- [34] 林毅夫,李志贇. 政策性负担、道德风险与预算软约束[J]. *经济研究*, 2004(2):17-27.
- [35] 俞红海,徐龙炳,陈百助. 终极控股股东控制权与自由现金流过度投资[J]. *经济研究*, 2010(8):103-114.
- [36] 喻坤,李治国,张晓蓉,等. 企业投资效率之谜:融资约束假说与货币政策冲击[J]. *经济研究*, 2014(5):106-120.
- [37] 王昀,孙晓华. 政府补贴驱动工业转型升级的作用机理[J]. *中国工业经济*, 2017(10):99-117.
- [38] 吴一丁,郭启明,罗翔,等. 实体经济金融化对企业效率的影响研究——基于融资约束的门槛效应[J]. *会计之友*, 2021(19):78-85.
- [39] 陆正飞,杨德明. 商业信用:替代性融资,还是买方市场? [J]. *管理世界*, 2011(4):6-14+45.
- [40] 战明华,汤颜菲,李帅. 数字金融发展、渠道效应差异和货币政策传导效果[J]. *经济研究*. 2020(6):22-38.

## Does Loose Monetary Policy Better Promote Entity Investment or Financial Asset Investment?

YUAN Wei-qiu, ZHOU Meng

(School of Accounting, Nanjing University of Finance and Economics, Nanjing 210023, Jiangsu, China)

**Abstract:** The real economy is the focus of high-quality economic development. Whether monetary policy can promote the sound prosperity of the real economy is a key point to measure the effectiveness of the monetary policy. Existing studies have found that loose monetary policy not only promotes corporate entity investment, but also promotes corporate financial asset investment. However, there is a lack of in-depth research and empirical evidence on what types of investments are better promoted. It is not conducive to a comprehensive

and objective evaluation of the effectiveness of monetary policy.

This paper argues that the growth of capital supply brought by the easing of monetary policy is conducive to the increase of enterprise entity investment and financial asset investment. The easing of monetary policy is a common countercyclical adjustment tool when the overall economy remains sluggish. At this time, real asset prices tend to be undervalued, while financial asset prices tend to fluctuate greatly. Therefore, loose monetary policy in general can promote enterprises' entity investment. However, because the monetary policy itself has little influence on the investment preference of enterprises, enterprises with insufficient investment tend to be cautious about entity investment and may make more use of capital increment for financial asset allocation. Over-invested firms that prefer real investment, on the other hand, may continue to increase their entity investment, which in turn exacerbates their inefficient investment behavior. Taking A-share listed companies in Shanghai and Shenzhen from 2008 to 2020 as samples, the analysis of the simultaneous equation model shows that the increase of monetary policy easing will produce the following corporate investment effects. (1) On the whole, it promotes both types of investment of enterprises and has a greater promotion effect on entity investment. (2) It promotes the two types of investment of under-invested enterprises and plays a greater role in promoting financial asset investment. It can promote and inhibit the entity investment and financial asset investment of over-invested enterprises respectively. (3) It promotes the entity investment of state-owned enterprises. The promotion of investment in financial assets by non-state-owned enterprises is more significant, and the promotion of investment in state-owned enterprises is more significant than that of investment in non-state-owned enterprises. (4) It promotes the two types of investment of enterprises in the eastern region and the promotion effect on financial asset investment is more significant. It promotes entity investment by enterprises in the central and western regions. The promotion effect on enterprise entity investment in central and western regions is greater than that in eastern regions.

Compared with existing literature, this paper mainly expands and deepens this study from the following aspects. Firstly, the entity investment and financial asset investment of enterprises are included in the same analytical framework to expand the research on the investment effect of monetary policy and the investment behavior of enterprises. Secondly, the simultaneous equation model is used to optimize the empirical method of the factors affecting the investment behavior of enterprises, and the empirical evidence is provided for whether the monetary policy will prompt enterprises to "turn from real to virtual" or "turn from virtual to real". Thirdly, heterogeneity analysis of different enterprises helps to accurately and effectively improve the effectiveness of the monetary policy.

On the whole, loose monetary policy is helpful for enterprises to "shift from virtual to real". It may also aggravate the inefficient investment behavior of enterprises, which is not conducive to the improvement of economic structure and efficiency. Therefore, loose monetary policy should be used with caution. At present, China should still implement a prudent monetary policy and pay attention to the precise and powerful differentiation adjustment of different micro-economic entities. At the same time, expectations management and coordination with other macro-control policies should be strengthened to promote enterprises to efficiently "move from virtual to real".

**Key words:** monetary policy; financial asset investment; entity investment; inefficient investment; enterprise financialization; simultaneous equation model

**CLC number:** F820.1; F275.1

**Document code:** A

**Article ID:** 1674-8131(2022)06-0082-15

(编辑:黄依洁)