货币政策信号、实际干预与企业投资行为

徐光伟[1,2],孙 铮[3]
(1. 上海财经大学 工商管理博士后流动站,上海 200433;
2. 常州大学 商学院,江苏 常州 213164;
3. 上海财经大学 会计与财务研究院,上海 200433)

摘 要:货币政策对微观企业行为的影响既是宏观经济政策研究关注的话题之一,也是近期财务会计领域研究的新热点。文章结合我国近年来央行信息披露与货币政策调控实践,利用2002年第1季度至2013年第2季度上市公司的平衡面板数据,分析了央行通过信息披露发出的货币政策调控信号以及经济运行中的实际调控政策对微观企业投资行为的影响。研究发现,央行通过信息披露引导微观企业投资行为,实际上依赖于数量型和价格型调控工具的实施,当与实际货币政策一致时,货币政策信号能够有效地引导企业投资行为,而当与实际货币政策不一致时,货币政策信号的调控意义不明显。货币政策调控事件分析也说明货币政策信号与实际政策一致时能够对宏观经济基础起到很好的调控作用,因而应保证货币政策信号的可信性。文章的研究不仅有助于梳理我国货币政策传导机制,拓展和深化央行沟通研究,也为宏观经济政策与微观企业行为研究提供了新视角。

关键词:货币政策信号;信贷预期;实际利率;投资行为
中图分类号:F275 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2015)07-0054-14

一、引 言

宏观经济政策是微观企业行为与产出的先行指标,是微观企业决策不可控的外部环境因素。作为重要的宏观经济政策之一,货币政策对调控微观企业行为以及影响宏观经济走势具有重要作用(王国刚,2012*a*)。我国货币政策调控的目标是保持币值稳定,以此促进经济增长。货币政策不仅起到管理通胀预期、盯住通胀目标的作用(李云峰,2012),也对宏观经济走势起到调控作用。尤其是金融危机之后,积极的财政政策和宽松的货币政策形成天量信贷,刺激了大规模投资,避免了经济下滑。之后,货币政策反复波动,宏观经济走势与通胀也反复胶着。实践表明,货币政策对投资支出以及经济总产出的影响尤为重要。

传统关于宏观货币政策与经济产出的研究通常建立在宏观经济学框架下,主要探讨货币政策对宏观经济总量的影响(Korajczyk等,1993;Bernanke和Gertler,1995),缺乏货币政策对微观经济主体影响的经验证据。而关于微观企业资本配置行为的研究建立在新制度经济学信息不对称(Myers和Majluf,1984)、委托代理和公司治理(Jensen和Mecking,1976)的框架下,容易忽视外部宏观经济环境对企业资本配置决策的重要约束。对于宏观经济政策与微观企业行为研究之间的割裂(姜国华和饶品贵,2011),亟待从理论层面给予补充以填

收稿日期:2014-12-03
基金项目:中国博士后科学基金项目(2014M551376);国家自然科学基金青年项目(71302117,71402109)
作者简介:徐光伟(1986—),男,安徽滁州人,上海财经大学工商管理博士后流动站研究人员,常州大学商学院讲师;
孙 铮(1957—),男,上海人,上海财经大学会计与财务研究院教授,博士生导师。

补交叉学科研究领域的缺失。随着宏观经济政策与微观企业行为研究的兴起(饶品贵和姜国华,2013),基于微观企业视角并结合宏观经济学前沿研究成果来探讨货币政策传导机制的微观效应,有助于宏观经济政策研究的“落地”,也有利于拓宽微观企业财务与会计研究领域。此外,20 世纪 90 年代以来,越来越多的央行开始致力于提高货币政策的透明度(穆良平和程均丽,2004;徐亚平,2006)。央行沟通对货币政策管理预期具有重要作用,使其逐渐成为货币渠道和信贷渠道之外有效的货币政策干预工具。尤其是在零利率约束下货币政策操作空间有限时,央行沟通在引导市场预期、实现货币政策目标方面的优越性尤为突出。当前,关于央行沟通的经验研究主要是从金融市场短期利率的变动中分离出特定沟通事件的具体效应(Kohn 和 Sack,2004),长期效应则关注实际通胀水平及通胀预期的变化(卞志村和张义,2012),而对微观实体经济影响的研究却不多见。在此背景下,研究宏观货币政策对微观企业资本配置行为的影响路径及效应,不仅可为后危机时代央行沟通和预期管理提供实践经验,而且对于提高企业资本配置效率、避免政策波动风险具有重要的现实意义。

本文的贡献主要体现在:(1)探究了货币政策信号对微观企业投资行为的影响,拓展和深化了央行沟通方面的研究,为央行沟通调控实体经济提供了新的研究视角。(2)从企业资本配置的角度分析了货币政策对实体经济的影响,弥补了以往忽视微观经济主体行为而基于宏观视角的研究,从而有助于打开我国货币政策传导机制的“黑箱”。(3)宏观货币政策与微观公司财务交叉领域的研究不仅实现了宏微观经济学研究的结合,也为拓宽当前公司财务会计研究领域提供了思路。

二、文献回顾

当前国内外关于宏观货币政策对微观企业投资支出影响的研究主要有两类:一类是在宏观经济学框架下探讨货币政策影响微观企业投资行为的传导机制,主要有三种途径:(1)传统利率传导途径。货币要素的使用价格决定了企业的资金使用成本。宽松的货币政策导致实际利率水平下降,降低了企业投资支出的资金成本,提高了企业投资水平。(2)其他资产价格途径。Tobin(1969)提出了货币政策通过权益市场价格影响企业投资支出的 Q 理论。宽松的货币政策提升了公司股价水平,导致公司托宾 Q 值上升,进而引起投资支出增加。(3)信用途径(Stigliz 和 Weiss,1981;Bernanke 和 Gertler,1995)。与传统的利率传导机制不同,许多学者引入金融市场信息不对称来解释银行信贷影响企业投资支出的路径,其中包括银行贷款途径、资产负债表途径等。货币政策的松紧程度会影响银行的存贷款资金量,进而影响企业的投资支出。对于资产负债表途径,相关学者认为宽松的货币政策改善了企业的资产负债表状况,缓解了银行信贷中的信息不对称问题,从而增加了企业的银行贷款规模,促进了企业投资支出。在我国以国有银行为主的金融体系以及利率尚未完全市场化的背景下,货币政策的信贷传导机制发挥着主要的调控作用。王振山和王志强(2000)对货币政策传导途径进行了实证检验,支持信贷渠道是我国货币政策的主要传导途径。蒋瑛琨等(2005)对货币渠道和信贷渠道的有效性进行了检验,也证实了 20 世纪 90 年代以来我国货币政策信贷传导渠道的重要地位。李连发和辛晓岱(2012)研究了银行信贷扩张及其宏观效应,发现信贷扩张发生后产出缺口有扩大趋势,但大约在 4 个季度后逐渐消失。

另一类文献是在信息不对称的框架下,基于微观企业视角研究货币政策下融资约束程度对企业投资的影响。Myers 和 Majluf(1984)指出,信息不对称导致外部融资溢价,从而产生融资约束,导致企业投资不足。之后的研究围绕融资约束度量以及投资-现金流敏感性

之间的关系展开讨论(Cleary 等,2007;屈文洲等,2011)。这类研究主要基于公司内部视角研究企业的资本配置问题。而随着宏观经济政策与微观企业行为研究的兴起,将宏观货币政策纳入企业资本配置决策的分析中有了新进展。Korajczyk 等(1993)发现,紧缩的货币政策导致企业的商业票据增加而银行贷款减少,从而影响其投资行为。Nilsen(2002)研究发现,小企业在货币政策紧缩时以商业信用作为银行信贷融资渠道的替代。从货币政策与企业资本结构的关系出发,Leary(2009)发现在银行贷款收紧时,依赖银行贷款的公司相对于依赖债券融资的公司杠杆比例下降,反之亦然。Voutsinas 和 Werner(2011)采用日本 1980—2007 年 1 537 家上市公司的数据,检验了信贷供给波动对公司资本结构的影响,发现公司资本结构确实受到货币环境和信贷供给的影响。国内学者在这一领域也开始进行探索性研究。曾海舰和苏冬蔚(2010)考察了 1998 年信贷扩张与 2004 年信贷紧缩对公司资本结构的影响,发现货币政策通过信贷渠道对不同类型公司的资本结构产生了显著影响。宽松的货币政策缓解了企业融资约束,促进了企业投资扩张(黄志忠和谢军,2013),而对民营企业投资效率的影响还与投资机会有关(靳庆鲁等,2012)。徐明东和陈学彬(2012)的研究表明,利率传导机制不畅导致中国工业企业投资受到资本成本的影响较小。

综上分析,第一类研究基于宏观经济学视角探讨了货币政策对宏观经济总量的影响,而缺乏微观层面的证据。在经历了全球金融危机时期的货币超发、负利率后,传统的货币政策干预不仅空间有限,而且可能存在较长的时滞。各国央行近 20 多年来的实践以及学术界的研究表明,中央银行沟通日益成为一种重要而有力的货币政策调控工具(Blinder 等,2008)。李云峰(2012)对中央银行沟通和实际干预政策在稳定通胀中的作用进行了实证检验,发现中央银行沟通比价格型和数量型货币政策更能及时有效地降低通胀预期。李相栋(2011)分析了美联储在金融危机时期利用中央银行沟通引导市场预期的重要作用。卞志村和张义(2012)研究发现,央行信息披露在引导市场预期方面的时滞更短,但传统利率工具的长期影响程度大于央行信息披露。上述研究都是从宏观经济学视角来检验中央银行沟通和传统货币政策工具的调控作用。目前尚未发现有学者分析和检验央行沟通对微观企业预期的调控作用。第二类研究在早期没有考虑外部宏观经济环境对企业资本配置决策的影响。近期的研究主要从信贷渠道检验了货币政策对企业的银行债务融资的影响,而缺少对企业资本配置决策影响的分析。此外,随着我国利率市场化改革的推进以及宏观调控体系的完善,央行沟通与货币政策实际操作可能从不同路径对企业资本配置行为产生短期或长期影响。因此,结合宏观货币经济学前沿理论,分析货币政策对企业资本配置行为的调控效果,将有助于完善宏观货币政策调控体系。

三、制度背景与理论分析

(一)货币政策信号与企业投资行为

长期以来,央行对所采取的货币政策秘而不宣,执行完全相机抉择的货币政策以达到调控目的。20 世纪 90 年代以来,世界各大央行一改以往的做法,开始披露更多关于货币政策目标、货币政策决策与依据、未来经济走势以及政策展望等信息(Blinder 等,2008)。从近年来世界各大央行的实践来看,与市场建立沟通机制、预先披露货币政策相关信息,有助于引导市场预期、提高货币政策的有效性(Issing,2005)。与传统的数量型和价格型货币政策调控不同,央行通过信息沟通传递货币政策调控信号实际上对经济主体的行为进行了引导。信息披露发出的货币政策信号也有别于实际的数量型和价格型调控工具,前者能够预先推

测央行货币政策调控的动向。出于货币政策信息披露带来的正面效应,我国央行也逐渐开始采取相应措施来公开货币政策相关信息。央行主要通过书面沟通和口头沟通的形式,向社会公众披露货币政策目标、货币政策决策机制以及金融经济相关数据等信息(曾刚和万志宏,2014)。央行披露信息的目的在于与社会公众进行沟通,传递当前及未来货币政策调控目标及调控思路的信号。尤其是在重要的货币政策调控转向时期,为了避免政策剧烈波动带来的社会福利损失,央行会采取政策预调、微调以及重要领导及时出面发表讲话来透露未来货币政策调控转变的信号。央行与公众沟通的次数和内容越多,传递的信息就越多。

我国货币政策具有双重目标,央行货币政策调控取向需要在预防通货膨胀与稳定经济增长之间进行权衡。货币政策取决于宏观经济与金融走势,受到宏观经济调控总目标、总要求的制约,又严重影响经济与金融运行态势(王国刚,2012*a*)。我国历年政府工作报告以及央行公开信息均提出本年度宏观经济增长预期以及货币政策调控的预期目标。当经济增长过快时,央行未来可能会采取措施抑制总需求的过快增长;而当经济增速下滑时,央行未来可能对政策进行预调、微调,执行宽松的货币政策以刺激经济复苏。我国经济高速增长过度依赖于投资需求拉动已是不争的事实,马草原和李成(2013)认为我国货币政策调控主要通过国有经济投资渠道来实现政策效应,货币政策导致的信贷松紧变化会引起国有投资比重的显著变化。当经济过热存在通胀风险时,央行趋向于实施紧缩的货币政策以抑制投资过热;而当经济下滑存在通缩风险时,央行趋向于实施宽松的货币政策,配合经济刺激计划,通过拉动总需求来推动经济增长。

在现代经济中,对未来的预期影响社会公众的投资、消费等各种行为决策,货币政策对经济的调节作用是通过引导公众预期实现的(魏永芬,2004)。随着我国央行货币政策透明度的逐步提高,社会公众可以依据央行披露的相关信息预测下一阶段货币政策调控取向。在央行具有良好信誉的情况下,货币政策调控变动的信息可能成为社会公众行为决策的依据。当央行通过披露相关信息发出货币政策紧缩信号时,当前经济可能过热,存在通胀风险,未来或持续降低宏观经济中的需求总量。市场上的理性经济人形成心理预期,未来市场需求总量的减少会降低企业对短期存货投资和长期资本投资的需求量。从货币政策传导机制来看,当发出货币政策紧缩信号时,下一阶段央行可能采取数量型和价格型干预政策调控市场上的货币供给与需求。企业短期存货投资和长期资本投资的资金占用成本预期呈现上升趋势,融资约束增强,未来可能难以便利地获得投资所需资金。虽然央行还没有执行数量型和价格型干预政策,但是理性经济人对未来货币政策的走向产生一定的预期,因此央行通过信息沟通发出货币政策紧缩信号就能对市场预期起到很好的引导作用。当央行发出货币政策宽松信号时,未来可能刺激总需求,鼓励企业增加投资支出。黄志忠和谢军(2013)以及靳庆鲁等(2012)的研究表明,货币政策对企业投资支出具有显著影响,宽松的货币政策缓解了企业的融资约束,导致投资支出增加。基于上述分析,本文提出以下研究假设:

假设1:如果央行发出宽松(紧缩)的货币政策信号,则企业未来的投资将增加(减少)。

(二)货币政策一致性与企业投资行为

货币政策变化对实体经济的影响主要通过货币渠道和信贷渠道发挥作用。1998年之前,我国货币政策调控主要采取信贷行政分配方式。1998年之后,取消了对银行信贷规模的直接控制,以货币供应量作为货币政策调控的中介目标。盛松成和吴培新(2008)认为,我国的货币政策实际上存在货币供应量$M2$和信贷规模两个中介目标,分别对金融市场和实体经济进行调控。在利率尚未完全市场化的背景下,信贷规模同时体现在价格和数量两方

面。国内已有研究大多支持信贷渠道在我国货币政策传导机制中发挥了重要作用。王国刚(2012*b*)对2001－2010年我国货币政策操作工具进行了系统分析，认为调控新增信贷规模对于贯彻货币政策意图是比较有效的。不过，随着我国金融市场的发展以及利率市场化的逐步推进，货币政策利率传导机制将越来越多地发挥价格型调控作用。

银行信贷是企业外部融资的重要来源之一(Korajczyk等，1993)。在我国以银行为主的金融体系中，央行货币政策也主要通过银行信贷渠道调控企业的投资行为(靳庆鲁等，2012)。当货币政策紧缩时，企业可获得的银行贷款减少，受到外部融资约束，企业投资不足；而当货币政策宽松时，企业比较容易获得银行贷款，其融资约束得到缓解，并有充足的资金满足其投资需要。当然，货币政策的变化也会引起信贷市场资金成本的变化。虽然利率尚未完全市场化，但是货币政策紧缩时引起的市场摩擦会导致企业的实际融资成本增加。金中夏等(2013)的研究表明，提高名义利率抑制了投资和资本存量的增加。

央行通过信息沟通传递货币政策调控信号与传统的数量型和价格型调控工具存在差异。在理想状态下，央行通过信息沟通传递未来货币政策调控信号，可以在不影响货币供给的条件下预先引导货币需求的变化。这在微观实体经济中表现为企业主动适应货币政策变化，积极调节投资资金需求。而当央行通过数量型和价格型调控工具增加或减少实体经济中的货币供给时，资金成本与流动性均会发生显著变化。央行预先的信息沟通机制使微观企业不再被动地适应货币政策变化，企业预期投资支出的变化也将保持一定的平稳性。货币政策调控信号与实际执行一致时可以预先部分替代实际干预政策，而与实际执行存在偏差时将降低央行通过信息沟通机制调控的有效性。一方面，由于政策取向的不一致，货币政策信号的调控效果无法预见；另一方面，货币政策调控信号短期内可以引起金融市场上短期利率的变动，但传统数量型和价格型调控工具对实体经济的长期影响更为有效(卞志村和张义，2012)。因此，当货币政策信号与实际干预政策存在偏差时，微观企业的投资决策更取决于实际干预政策。Kydland和Prescott(1977)提出了经济政策的时间不一致性问题，指出政府应按预先承诺的最优规则行事，避免相机抉择以保证政府信誉以及政策的可信性。货币政策调控信号与实际干预政策不一致将影响货币政策对企业投资行为调控的有效性。企业的投资决策通常取决于资金的使用成本与收益，企业基于未来货币政策趋势来判断资金的可得性与借款成本。央行的相机抉择政策会导致企业投资过程中可使用资金量与成本的变动。当预先披露的宽松货币政策与实际信贷规模、利率水平存在较大偏差时，企业预期投资规模可能过大，对实体经济会产生较大的负面影响。卞志村和张义(2012)认为，当央行的信息披露不精确、可信性不高时，社会公众的最优决策取决于个人信息，央行通过信息披露无法引导市场预期；而当央行披露的信息精确、可信性较高时，社会公众的最优决策不考虑个人信息，央行通过信息披露可以引导市场预期。作为一种新型的货币政策调控工具，我国央行通过信息披露传递货币政策调控信号已初现成效，但其影响较为有限(李云峰，2012)。货币政策调控预期目标与实际执行结果在大部分年份存在较大差异，说明央行在选择和实施货币政策过程中缺乏一贯性(王国刚，2012*a*)。基于上述分析，本文提出以下研究假设：

假设2：央行货币政策信号与实际干预政策一致时能够更有效地引导企业投资行为。

四、研究设计

(一)样本选取与数据来源

中国人民银行自2001年5月14日开始每季度发布《货币政策执行报告》，分析上季度

主要货币政策情况,并就下一阶段货币政策思路进行沟通。为了充分利用宏观经济月度与季度数据,本文以2001—2013年沪深*A*股上市公司为研究对象,并剔除了以下样本:(1)金融和保险行业上市公司;(2)*ST*和*PT*上市公司;(3)季度数据缺失的公司;(4)部分财务数据缺失的公司。我们最终得到2002年第1季度至2013年第2季度698家上市公司的平衡面板数据,共32 108个观测值。我们还对上下1%的极端值进行了*Winsorize*处理。宏观经济数据来源于中国人民银行统计数据和国家统计局,公司财务数据来源于CSMAR数据库。

(二)模型建立与变量说明

为了检验央行货币政策信号和实际调控对企业投资行为的影响,本文建立了以下面板计量模型:

$$InvD_{it}=a_0+a_1Signal_{t-1}+a_2Credit_{t-1}+a_3RLIR_{t-1}+\sum Control_{it-1}+\gamma_i+\delta_t+\mu_{it} \quad (1)$$

其中,因变量*InvD*表示企业投资,*Signal*表示央行发出的货币政策信号,*Credit*表示信贷规模,*RLIR*表示实际利率。参照Richardson(2006)的研究,自变量和控制变量选择滞后一期值。*Control*为控制变量,γ_i为横截面效应,δ_t为时间效应,μ_{it}为随机误差项。

1. 企业投资行为。企业投资主要包含两个方面:固定资产和存货。会计报表中固定资产和存货科目以净值披露,为了更加准确和全面地反映企业本期投资增加的真实情况,模型中企业投资指标等于存货净额、固定资产净额、在建工程、工程物资和固定资产清理的合计。由于缺少完整的折旧与资产减值的季度数据,而且折旧与固定资产的比值较小且较为固定,因此忽略不计。此外,资产减值不能完全反映固定资产减值和存货跌价准备的情况,而且数值更小,因此也忽略不计。当期与滞后一期企业投资之差反映企业当期投资增长,再除以滞后一期企业投资来衡量企业当期投资增长速度,即模型(1)中的$InvD_{it}$指标。

2. 货币政策信号。货币政策选择取决于宏观经济调控的目标和意图(王国刚,2012*a*)。我国宏观货币政策调控的主要目标是保持币值稳定,并以此促进经济增长。双重目标意味着货币政策需要在通货膨胀与经济发展速度之间进行权衡。因此,本文选择*CPI*较高、*GDP*增长趋势作为货币政策调控信号。例如,在*CPI*较高、*GDP*增长较快时,实体经济过热,央行更可能发出未来收紧货币政策的信号;而在*CPI*较低、*GDP*增长乏力时,实体经济出现下行风险,央行更可能发出放松货币政策的信号。此外,货币政策中介目标虽然尚未形成稳定有效的指标体系,但货币供应量可以部分反映货币政策紧缩情况,从而判断货币政策调控趋势。基于上述分析,本文设置了三个虚拟变量$DCPI_{t-1}$、$DGDP_{t-1}$和$DM2_{t-1}$来反映货币政策调控信号。如果$t-1$季度的月度*CPI*和*GDP*大于预期值,则$DCPI_{t-1}$和$DGDP_{t-1}$设为1,表示发出收紧货币政策的信号;小于预期值则设为-1,表示发出放松货币政策的信号。虚拟变量$DM2_{t-1}$的设置与此相反。每年《政府工作报告》基本上会确定当年*GDP*、*CPI*和*M2*的预期增长目标,它是触发货币政策调控转向的基准。近10年的统计数据显示,每年*GDP*和*M2*的预期增长目标偏低,而*CPI*的预期目标偏高。综合《政府工作报告》中的预期增长目标信息,本文将均值设置为$DCPI_{t-1}$、$DGDP_{t-1}$和$DM2_{t-1}$的预期值。由于公司财务数据只有季度数据,将$DCPI_{t-1}$、$DGDP_{t-1}$和$DM2_{t-1}$之和转换成季度平均值。模型(1)中的$Signal_{t-1}$指标为:$Signal_{t-1}=\sum(DCPI_{t-1}+DGDP_{t-1}+DM2_{t-1})/3$。

我国央行自2001年开始每季度发布《货币政策执行报告》,主要披露货币政策情况、未来宏观经济展望以及下一阶段货币政策思路。本文收集了报告中披露的下一季度货币政策

信息,将下一季度货币政策紧缩预期表述设为 3,适度紧缩设为 1,稳健设为 0,适度宽松设为-1,宽松设为-3,并与变量 $Signal_{t-1}$ 进行比较来检验货币政策信号指标。表 1 报告了两组指标相关性及均值和方差差异性的检验结果。可以看到,两组指标显著高度正相关(相关系数大于 0.9),均值和方差不存在显著差异,表明货币政策信号指标 $Signal_{t-1}$ 比较稳健。

表 1 货币政策信号统计

	宽松 -3	适度宽松 (-3, -1]	稳健 (-1, 1)	适度紧缩 [1, 3)	紧缩 3	合计
$Signal_{t-1}$ 频次	5	11	9	16	5	46
$Signal_{t-1}$ 频率	10.87%	23.91%	19.57%	34.78%	10.87%	100%
货币政策执行报告频次	6	9	14	12	5	46
货币政策执行报告频率	13.04%	19.57%	30.43%	20.09%	10.87%	100%
相关性检验	*Pearson* 相关系数=0.9712***			*Spearman* 相关系数=0.9683***		
差异性检验	*T* 检验 *P* 值=0.7960			*F* 检验 *P* 值=0.8804		

注:***、** 和 * 分别表示 1%、5%和 10%的显著性水平。下表同。

3. 其他变量说明。信贷预期指标 *Credit* 等于根据累计新增信贷计算出的上季度信贷增长率。经典的企业投资理论基于企业价值最大化目标,当投资的净贴现值为正时,企业投资可行,净贴现值主要取决于资本成本与投资收益。实际利率指标 *RLIR* 表示投资的资本成本,用实际贷款利率来衡量。投资收益用企业边际收益率来衡量,具体以企业资产报酬率替代。其他控制变量包括现金持有、融资结构和公司规模。本文采用宏观经济季度数据,因而不再控制时间虚拟变量。

表 2 其他变量定义

变量符号	变量定义
$Credit_{t-1}$	△信贷规模$_{t-1}$/ 信贷规模$_{t-2}$
$RLIR_{t-1}$	$t-1$ 季度的实际贷款利率
MIR_{t-1}	(营业利润+财务费用)$_{t-1}$/平均总资产$_{t-1}$
$Cash_{t-1}$	(货币资金+交易性金融资产+短期投资净额)$_{t-1}$/总资产$_{t-1}$
Lev_{t-1}	$t-1$ 季度的资产负债率
$Size_{t-1}$	$t-1$ 季度公司总资产的自然对数
$State_{t-1}$	终极控制人性质,国有为 1,民营为 0
Industry	按照 CSRC 行业分类,设置了 20 个虚拟变量

五、实证结果及分析

(一)描述性统计

表 3 报告了主要变量的描述性统计结果。可以看到,企业投资(*InvD*)每季度平均增长 3.18%,以此估计企业投资平均每年增长 12.72%。从最大值、最小值和分位数来看,企业投资(*InvD*)的波动性较大。货币政策信号(*Signal*)的均值为 0.1304,中位数为0.3333,下一阶段货币政策以稳健性为主,说明宏观货币政策贯彻一贯性、连续性原则,保持了稳定性。信贷规模(*Credit*)平均每季度增长 3.99%,估计平均每年增长 15.96%,增长速度高于企业投资,其中最大值为 2009 年第 1 季度的 11.44%。实际贷款利率(*RLIR*)的均值为 3.23%(年利率),其中最小值为 2008 年第 1 季度的-0.83%,主要是因为当季 *CPI* 高达 8%以上。边际收益率(*MIR*)年平均为 5.36%,高于实际贷款利率(*RLIR*)2.13 个百分点。

表 3 变量描述性统计

变量	均值	25%分位数	中位数	75%分位数	最小值	最大值	标准差	观测数
InvD	0.0318	−0.0165	0.0156	0.1106	−0.9893	0.6672	0.1202	32 108
Signal	0.1304	−1	0.3333	1	−3.0000	3.0000	1.6084	32 108
Credit	0.0399	0.0306	0.0380	0.0472	0.0088	0.1144	0.0186	32 108
RLIR	0.0323	0.0211	0.0333	0.0441	−0.0083	0.0701	0.0193	32 108
MIR	0.0134	0.0047	0.0115	0.0215	−0.0796	0.0966	0.0222	32 108

(二)多元回归分析

Hausman 检验结果显示,p 值大于 0.05,故接受存在随机效应的原假设。表 4 报告了面板数据随机效应和混合 *OLS* 回归分析结果。列(1)和列(2)中没有控制信贷规模和实际利率,货币政策信号的回归系数为负,但不显著;列(3)—列(6)中控制了信贷规模和实际利率,货币政策信号的回归系数显著为负。这表明,当只考虑央行货币政策信号的调控作用时,它对企业未来的投资行为并不能产生显著的影响。而在加入信贷规模和实际利率之后,央行发出货币政策宽松信号时,企业未来的投资增加;发出货币政策紧缩信号时,企业未来的投资减少。综合来看,虽然央行沟通政策传递了未来货币政策信号,但对微观企业投资行为的调控依赖于央行实际的数量型和价格型操作工具。

对于控制变量,$Credit_{t-1}$ 的回归系数显著为正,表明上季度信贷规模与下季度企业投资呈显著正相关关系,上季度信贷规模扩张导致随后的企业投资增加。$RLIR_{t-1}$ 的回归系数显著为负,表明实际贷款利率对企业投资具有显著的负向影响,实际贷款利率的变化对微观企业投资行为具有调控作用。上季度的边际收益率 MIR_{t-1}、现金持有 $Cash_{t-1}$、公司规模 $Size_{t-1}$ 与企业投资存在显著的正相关关系,说明上季度的投资收益越高、持有的现金资产越多、公司规模越大,企业未来投资越多。

表 4 面板数据回归分析

	(1) 随机效应	(2) 混合 *OLS*	(3) 随机效应	(4) 混合 *OLS*	(5) 随机效应	(6) 混合 *OLS*
Constant	−0.0334**	−0.0548***	0.0282***	0.0282***	−0.0245*	−0.0479***
	(−2.4523)	(−4.4062)	(7.1604)	(8.278)	(−1.7376)	(−3.7132)
$Signal_{t-1}$	−0.0005	−0.0006	−0.0022***	−0.0022***	−0.0017***	−0.0017**
	(−1.2552)	(−1.4287)	(−3.2958)	(−3.2700)	(−2.6463)	(−2.5648)
$Credit_{t-1}$			0.1039***	0.1036***	0.0676*	0.0637
			(2.6748)	(2.6540)	(1.7595)	(1.6383)
$RLIR_{t-1}$			−0.2307***	−0.2307***	−0.1692***	−0.1545***
			(−4.4430)	(−4.4083)	(−3.260)	(−2.9472)
MIR_{t-1}	0.3885***	0.4063***			0.3793***	0.3981***
	(12.2634)	(12.9110)			(11.9368)	(12.6120)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Adj.\ R^2$	0.0154	0.0164	0.0014	0.0023	0.0157	0.0167
F 值	21.02***	22.43***	3.10***	4.33***	20.00***	21.22***

注:括号内为 t 值,并经过 *White* 异方差调整。下表同。

表 5 按照货币政策信号与下季度信贷规模变化是否一致将所有样本分为两组。从总体上看,货币政策信号与下季度实际货币政策在多数情况下是一致的,样本观测值占 58.70%。两组样本的回归结果表明,当不控制下季度实际货币政策时,货币政策信号对企业未来的投资没有显著影响;而当控制下季度实际货币政策时,列(2)中 $Signal_{t-1}$ 的系数显著为负,列(5)中系数也为负但不显著。我们进一步检验了货币政策信号与下季度实际货币政策的

联合影响，在货币政策一致组中，$Signal_{t-1}$和$Credit_{t-1}$的交叉项系数为正，和$RLIR_{t-1}$的交叉项系数显著为负；而在货币政策不一致组中，交叉项的系数符号符合预期，但都不显著。上述结果表明，当与下季度实际货币政策一致时，货币政策信号能够起到引导企业投资预期的作用；而当与下季度实际货币政策不一致时，货币政策信号的调控作用不明显。

表5　分组数据回归分析

	货币政策一致组			货币政策不一致组		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Constant$	-0.0543^{***}	-0.0609^{***}	-0.0720^{***}	-0.0551^{***}	-0.0045^{**}	-0.0487^{**}
	(−3.2007)	(−3.3587)	(−4.0025)	(−2.7506)	(−2.2068)	(−2.4832)
$Signal_{t-1}$	−0.0008	-0.0019^{**}	−0.0009	−0.0002	−0.0003	−0.0005
	(−1.3802)	(−2.0967)	(−0.3141)	(−0.3462)	(−0.2861)	(−0.2713)
$Signal_{t-1}\times Credit_{t-1}$			0.0405			0.0621
			(0.8384)			(1.5592)
$Signal_{t-1}\times RLIR_{t-1}$			-0.1250^{***}			−0.0809
			(−3.5601)			(−1.1375)
$Credit_{t-1}$		0.2339^{***}	0.2875^{***}		0.1535^{*}	0.2032^{*}
		(−3.3374)	(3.4586)		(−1.9655)	(1.6674)
$RLIR_{t-1}$		−0.0733	−0.0339		-0.2716^{***}	-0.2147^{**}
		(−0.9485)	(−0.4450)		(−3.5000)	(−2.3202)
MIR_{t-1}	0.4326^{***}	0.4221^{***}	0.4178^{***}	0.3792^{***}	0.3629^{***}	0.3631^{***}
	(9.2682)	(9.0314)	(9.8510)	(7.4135)	(7.0786)	(7.6618)
控制变量	控制	控制	控制	控制	控制	控制
$Adj.R^2$	0.0180	0.0185	0.0191	0.0141	0.0149	0.0149
F值	14.80^{***}	14.13^{***}	13.65^{***}	8.57^{***}	8.43^{***}	7.94^{***}

（三）货币政策信号事件分析

为了进一步说明央行货币政策信号是通过实际干预来调控微观企业行为的，我们选择以下三个特殊的货币政策调控转向事件进行了分析。

1.2007年货币政策紧缩信号分析。图1描述了2001年以来我国CPI、GDP、一年期短款贷款利率LIR和存款准备金率RRR的走势。可以看到，2007年第1季度GDP增长率高达14%，达到近些年来的最高点。同时，CPI从2006年6月的1%一路上涨至3.3%。此时，经济过热，通胀预期压力较大。央行时隔7个月于2007年3月18日上调存贷款利率。至2007年12月21日，央行在短短9个月的时间内连续6次上调存贷款利率。同期，央行连续8次上调银行存款准备金率。此外，通过对比分析2006年第4季度和2007年第1季度的《货币政策执行报告》可以发现，对经济展望的表述从“可能略有放缓”变为“防止经济由偏快转为过热”，对未来价格预期的表述从“价格稳定面临潜在压力”变为“未来价格上行风险依然存在，价格走势值得关注”。由此可以判断，央行在2007年第1季度已发出货币政策紧缩信号，并在之后持续稳定地发出这一信号。

图2描述了与图1对应期间的信贷规模$Credit$、实际贷款利率$RLIR$和上市公司投资$InvD$的走势。2007年第1季度至2008年第1季度，上市公司投资并未出现下降，2007年第1季度增长3.13%，第2季度增长3.93%，第3季度有所下降但仍增长3.07%，第4季度增长3.82%，2008年第1季度增长4.69%。与此对应，信贷规模从2007年3月的16.08%一路上涨至10月的17.69%，实际贷款利率呈下降趋势，从2007年3月的3.09%一路下降至10月的0.79%。这说明虽然央行已经在2007年第1季度发出货币政策紧缩信号，但是实际的数量型与价格型调控都未能很好地协调配合。

2.2008年货币政策宽松信号分析。受金融危机影响，国内GDP增长率从2007年第4季度的14.2%下滑至2008年第4季度的9.6%，甚至在2009年第1季度降至近年来的低点

6.6%,突破了年初设定的年度增长8%的目标。*CPI* 如出一辙,从2008年2月8.7%的历史高位快速回落,2008年9月降至4.6%,低于4.8%的年度目标。随后,央行宣布2008年9月16日降低贷款利率,之后又在短短3个月的时间内连续5次降低存贷款利率。同时,存款准备金率也下调4次,发出强烈的货币政策宽松信号。对比2008年第2季度与第3季度的《货币政策执行报告》不难发现,第2季度货币政策主要关注价格上涨压力,收紧银行体系流动性,把抑制通货膨胀放在突出位置;第3季度则发生明显转变,多次下调存贷款基准利率,取消商业银行信贷约束,扩大贷款总量,明确实施适度宽松的货币政策。

图2中信贷规模从2008年11月开始出现爆炸式增长,到2009年11月达到33.86%的历史高位。在同一期间,随着 *CPI* 的下降,实际贷款利率不断上升,但在2009年2月之后开始呈现下降趋势。重要的是,企业投资从2008年第3季度增长0.19%的低点快速反弹,第4季度增长4.02%,2009年第1季度增长1.92%,第2季度增长3.91%,之后一直高速增长。此次货币政策转向信号与随后的数量型和价格型调控相吻合,有效刺激了微观企业需求,达到了通过促进投资来稳定经济增长的目的。

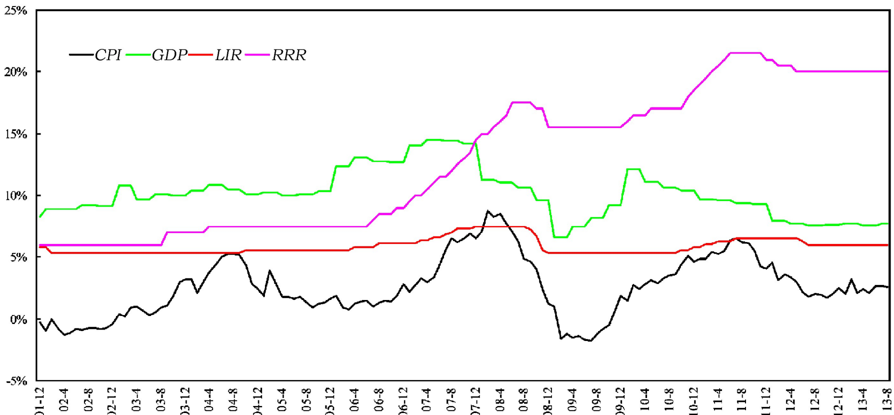

图1　货币政策信号

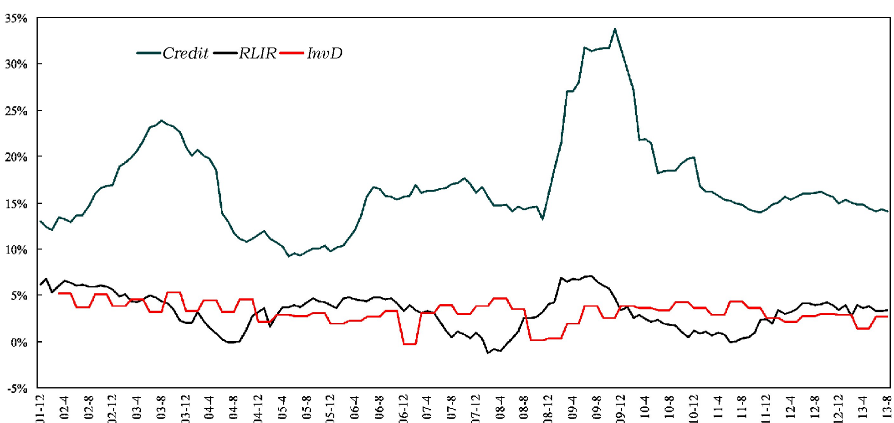

图2　央行实际干预

3.2010年货币政策紧缩信号分析。金融危机之后,宽松的经济刺激计划自然会引起流动性过剩,物价呈现快速增长趋势。*CPI* 从2009年7月的-1.8%上涨至2010年10月的

4.4%，超出全年 3%的预期目标。*GDP* 增长率也从 2009 年第 1 季度的 6.6%连续上升至 2010 年第 3 季度的 10.6%。此时，央行不适宜再维持宽松的货币政策，开始发出货币政策转向的信号。2010 年 10 月之后的 9 个月内连续 5 次上调存贷款利率，存款准备金率也连续上调。2010 年第 2 季度的《货币政策执行报告》指出继续实施适度宽松的货币政策，第 3 季度则强调在继续实施适度宽松货币政策的同时引导货币条件逐步回归常态水平。

图 2 中信贷规模从 2009 年 11 月的高位一直持续下降，实际贷款利率在 2010 年 11 月之后有反弹的趋势。企业投资从 2010 年第 3 季度增长 4.26%的高位开始回落，2010 年第 4 季度增长 3.60%，2011 年第 1 季度增长 2.91%。这再次说明，央行发出货币政策转向的信号并配合随后的实际干预措施，微观企业投资行为得到了很好的调控。

（四）货币政策调控转向后的企业绩效检验

为了分析上述 3 个时期货币政策调控转向对企业绩效的影响，表 6 将样本分为企业投资增加组与投资减少组，按季度分别检验了各组企业绩效是否存在显著差异。从总体上看，不论是发出货币政策紧缩信号还是发出宽松信号，投资增加组企业的 *ROA* 和 *ROE* 均显著高于投资减少组，说明企业投资与企业绩效呈正相关关系。需要说明的是，我们不能确定两者之间的因果关系以及是否存在滞后影响。

根据上述分析，2007 年第 1 季度至 2007 年第 4 季度，央行连续发出货币政策紧缩信号，但货币政策信号与实际调控不吻合，企业的 *ROA* 和 *ROE* 并未出现下降。受到金融危机的影响，2008 年第 3 季度央行开始连续发出货币政策宽松信号，并配合数量型与价格型调控，第 4 季度企业的 *ROA* 和 *ROE* 持续下降，至 2009 年第 2 季度开始有实质性反弹。这说明不论是货币政策沟通还是实际调控政策都具有一定的滞后性，即使发出强烈的货币政策调控转向信号，也不可能短期内改善企业绩效。同样地，2010 年第 4 季度央行连续发出货币政策紧缩信号，并配合数量型与价格型调控。虽然 2011 年第 2 季度企业的 *ROA* 和 *ROE* 没有下降，但其他两个季度出现下降。上述结果表明，货币政策信号与实际调控一致时能够对宏观经济基础起到很好的调控作用。因此，应保证货币政策信号的可信性，进一步完善央行信息沟通机制。

表 6　企业绩效的分组检验

Panel A：2007 年货币政策紧缩信号分析

	2007 年第 1 季度		2007 年第 2 季度		2007 年第 3 季度		2007 年第 4 季度	
	ROA	*ROE*	*ROA*	*ROE*	*ROA*	*ROE*	*ROA*	*ROE*
投资增加	0.0111	0.0217	0.0152	0.0306	0.0150	0.0317	0.0160	0.0279
投资减少	0.0083	0.0121	0.0110	0.0167	0.0084	0.0154	0.0141	0.0092
T 值	2.258**	2.356**	3.012***	2.955***	5.213***	3.933***	1.162	2.818***

Panel B：2008 年货币政策宽松信号分析

	2008 年第 3 季度		2008 年第 4 季度		2009 年第 1 季度		2009 年第 2 季度	
	ROA	*ROE*	*ROA*	*ROE*	*ROA*	*ROE*	*ROA*	*ROE*
投资增加	0.0112	0.0198	0.0077	−0.0030	0.0075	0.0100	0.0111	0.0211
投资减少	0.0076	0.0141	0.0065	−0.0078	0.0051	0.0058	0.0098	0.0109
T 值	2.709***	1.296	0.936	0.688	2.185**	1.158	1.036	2.356**

Panel C：2010 年货币政策紧缩信号分析

	2010 年第 4 季度		2011 年第 1 季度		2011 年第 2 季度		2011 年第 3 季度	
	ROA	*ROE*	*ROA*	*ROE*	*ROA*	*ROE*	*ROA*	*ROE*
投资增加	0.0161	0.0307	0.0122	0.0249	0.0140	0.0288	0.0113	0.0209
投资减少	0.0151	0.0206	0.0086	0.0153	0.0096	0.0173	0.0086	0.0171
T 值	0.640	1.590	2.738***	2.486**	3.348***	2.665***	2.032**	0.916

注：*T* 值表示两组企业绩效差异的均值检验。

六、结　论

宏观货币政策对微观企业行为的影响既是宏观经济政策研究关注的话题之一,也是微观企业财务会计领域研究的新热点。本文结合我国近年来央行信息披露与货币政策调控实践,分析了央行通过信息披露发出的货币政策调控信号以及经济运行中的实际调控政策对企业投资行为的影响,并利用上市公司 2002 年第 1 季度至 2013 年第 2 季度的平衡面板数据进行了实证检验。研究发现,央行发出的货币政策信号对微观企业未来投资行为的影响实际上依赖于数量型和价格型调控工具的实施,与实际调控政策一致时才能起到很好的调控作用。

本文的政策启示主要体现在:(1)央行信息披露不仅影响金融市场短期利率和社会公众预期,对微观企业行为也具有一定的调控作用。因此,中央银行沟通机制可以作为我国货币政策调控微观经济行之有效的工具。央行应提高货币政策的透明度,披露更多关于货币政策目标、执行情况、调控思路以及下一阶段货币政策调控取向的信息,提前引导市场预期,发挥中央银行沟通机制的优势。(2)在披露货币政策相关信息的同时,央行应提高所披露信息的精确性和可信性。微观企业投资决策可能依赖于央行发出的货币政策调控信号以及实际的调控政策。央行发出的货币政策调控信号与实际调控政策不一致,不仅影响央行信誉及货币政策的可信性,也导致中央银行沟通机制难以发挥预先引导的作用。(3)中央银行沟通机制发挥预先引导作用实际上更多地依赖于实际调控政策的执行。因此,完善货币政策传导机制是提高货币政策调控有效性的基础。

本文的局限性在于:(1)央行不仅可以通过书面的货币政策执行报告披露信息,也可能通过口头沟通等其他形式透露未来货币政策调控取向,同时并未公开货币政策机理及运作规则。因此,本文依据经济金融走势和货币政策执行报告构建的货币政策信号可能存在噪音。(2)本文将宏观经济政策与微观企业行为相结合,以企业投资来检验货币政策的调控效果。而央行披露的货币政策信息可能对短期金融市场产生显著影响,能否及时有效地观测到货币政策调控效果有待商榷。

参考文献:

[1]卞志村,张义.央行信息披露、实际干预与通胀预期管理[J].经济研究,2012,(12):15－28.

[2]曾刚,万志宏.中央银行沟通与货币政策:最新实践与启示[J].国际金融研究,2014,(2):11－18.

[3]曾海舰,苏冬蔚.信贷政策与公司资本结构[J].世界经济,2010,(8):17－42.

[4]黄志忠,谢军.宏观货币政策、区域金融发展和企业融资约束[J].会计研究,2013,(1):63－69.

[5]姜国华,饶品贵.宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域[J].会计研究,2011,(3):9－18.

[6]蒋瑛琨,刘艳武,赵振全.货币渠道与信贷渠道传导机制有效性的实证分析[J].金融研究,2005,(5):70－79.

[7]金中夏,洪浩,李宏瑾.利率市场化对货币政策有效性和经济结构调整的影响[J].经济研究,2013,(4):69－82.

[8]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.

[9]李连发,辛晓岱.银行信贷、经济周期与货币政策调控:1984－2011[J].经济研究,2012,(3):102－114.

[10]李相栋.中央银行沟通及其在美联储应对 2007－2009 金融危机过程中的应用[J].世界经济研究,2011,(3):40－45.

[11]李云峰.中央银行沟通、实际干预与通货膨胀稳定[J].国际金融研究,2012,(4):15－23.
[12]马草原,李成.国有经济效率、增长目标约束与货币政策超调[J].经济研究,2013,(7):76－89.
[13]穆良平,程均丽.货币政策透明度制度兴起的背景分析[J].金融研究,2004,(5):46－52.
[14]屈文洲,谢雅璐,叶玉妹.信息不对称、融资约束与投资－现金流敏感性[J].经济研究,2011,(6):105－117.
[15]饶品贵,姜国华.货币政策对银行信贷与商业信用互动关系影响研究[J].经济研究,2013,(1):68－81.
[16]盛松成,吴培新.中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究[J].经济研究,2008,(10):37－51.
[17]王国刚.中国货币政策目标的实现机理分析:2001－2010[J].经济研究,2012a,(12):4－14.
[18]王国刚.中国货币政策调控工具的操作机理:2001－2010[J].中国社会科学,2012b,(4):62－82.
[19]王振山,王志强.我国货币政策传导途径的实证研究[J].财经问题研究,2000,(12):60－63.
[20]魏永芬.关于货币政策透明度问题的研究[J].金融研究,2004,(10):33－39.
[21]徐明东,陈学彬.中国工业企业投资的资本成本敏感性分析[J].经济研究,2012,(3):40－52.
[22]徐亚平.货币政策有效性与货币政策透明制度的兴起[J].经济研究,2006,(8):24－34.
[23]Bernanke B, Gertler M. Inside the black box: The credit channel of monetary policy transmission[J]. Journal of Economic Perspectives, 1995, 9(4): 27－48.
[24]Blinder A, Ehrmann M, Fratzscher M, et al. Central bank communication and monetary policy: A survey of theory and evidence[J]. Journal of Economic Literature, 2008, 46(4): 910－945.
[25]Cleary S, Ovel P P, Raith M. The U-shaped investment curve: Theory and evidence[J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 2007, 42(1): 1－40.
[26]Issing O. Communication, transparency, accountability: Monetary policy in the twenty-first century[J]. Federal Reserve Bank of St. Louis Review, 2005, 87(2): 65－83.
[27]Jensen M,Meckling W.Theory of firm:Managerial behavior,agency costs and ownership structure[J]. Journal of Financial Economics,1976,3(4):305－360.
[28]Kashyap A K, Stein J C, Wilcox D W. Monetary policy and credit conditions: Evidence from the composition of external finance[J]. American Economic Review, 1993, 83: 78－98.
[29]Kohn D L, Sack B. Central bank talk: Does it matter and why?[R]. Working Paper, 2004.
[30]Kydland F E, Prescott E C. Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans[J]. Journal of Political Economy, 1977, 85(3): 473－491.
[31]Leary M. Bank loan supply, lender choice, and corporate capital structure[J]. Journal of Finance, 2009, 64(3): 1143－1185.
[32]Myers S C, Majluf N S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have[J]. Journal of Financial Economics, 1984, 13(2): 187－221.
[33]Nilsen J. Trade credit and the bank lending channel[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 2002, 34(1): 226－253.
[34]Richardson S. Over-investment of free cash flow[J]. Review of Accounting Studies, 2006, 11(2－3): 159－189.
[35]Stigliz J E, Weiss A. Credit rationing in markets with imperfect information[J]. American Economic Review,1981, 73(3): 393－410.
[36]Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory[J]. Journal of Money, Credit and Banking, 1969, 1(1): 15－29.
[37]Voutsinas K, Werner R A. Credit supply and corporate capital structure: Evidence from Japan[J]. International Review of Financial Analysis, 2011, 20(5): 320－334.

Monetary Policy Signals, Actual Intervention and Corporate Investment Behavior

Xu Guangwei[1,2], Sun Zheng[3]

(1.*Postdoctoral Station of Business Administration*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*; 2.*School of Business*, *Changzhou University*, *Changzhou* 213164, *China*; 3.*Institute of Accounting and Finance*, *Shanghai University of Finance and Economics*, *Shanghai* 200433, *China*)

Abstract: The impact of monetary policy on micro-enterprise behavior is not only one of the topics of macroeconomic policy research, but also a new topic in the field of financial accounting. Based on the practice of information disclosure and monetary policy control of the central bank, this paper analyzes the impact of monetary policy signals through information disclosure of the central bank and actual regulatory policy in economic operation on micro-enterprise investment behavior by using balanced panel data of listed companies from the first quarter of 2002 to the second quarter of 2013. It arrives at the conclusions as follows: firstly, the guidance of corporate investment behavior by the central bank through information disclosure is actually dependent on the implementation of quantity-based and price-based control instruments; secondly, when monetary policy signals are consistent with actual monetary policy, monetary policy signals can guide corporate investment behavior effectively; thirdly, when monetary policy signals are not consistent with actual monetary policy, the control role of monetary policy signals is not obvious. The case study of monetary policy control shows that monetary policy signals play a sound control role in macroeconomic base when they are consistent with actual monetary policy, so the central bank should ensure the credibility of monetary policy signals. The conclusions not only help to sort out the monetary policy transmission mechanism, and expand & deepen the central bank communication research, but also provide a new perspective for macroeconomic policy and micro-enterprise behavior research.

Key words: monetary policy signal; credit expectation; actual interest rate; investment behavior

（责任编辑　康　健）