

再论宏观经济政策与企业行为的相关性

——利率政策与企业行为分析

赵锡斌 梅伟霞

作者 赵锡斌, 武汉大学管理学院教授; 武汉, 430072

梅伟霞, 武汉大学管理学院研究生; 武汉, 430072

关键词 利率政策 企业行为 相关性

提要 利率政策作为企业的外部刺激因素之一, 必然对企业行为产生重大影响。一般来说, 利率政策目标与企业投资行为存在着正相关关系, 而利率水平与企业的投资贷款需求存在着较为显著的负相关关系。由于我国目前存在着信贷资金分配体制的不合理和金融压制、国有企业产权制度改革滞后以及利率政策不科学等原因, 使得我国利率政策与企业行为之间的关系具有独特的一面, 即利率政策目标并非总是与企业投资行为呈正相关关系, 而利率水平与企业投资需求也并非都是呈负相关关系。而且, 在不同的所有制企业中, 利率政策与企业行为的相关程度存在着明显的区别, 这对我国利率政策的实施效率会产生影响。因此, 应从这种相关性出发, 结合金融体制改革和国有企业产权制度改革, 重塑利率政策的微观基础, 实现利率的市场化, 为提高利率政策的有效性创造条件。

一定的经济政策和经济体制相结合, 就构成了微观经济主体的运行范围。现代企业是有相机抉择的自主行为能力和不断地与外界进行物质、能量、信息交流的能动机体。企业行为实质上是由企业的外部刺激结构与内部结构相互作用所制约, 为实现一定的经营目标而作出的现实反应。利率政策作为企业的外部刺激因素之一, 必然对企业行为产生重大影响。本文拟对利率政策与其微观基础——企业 (特别是国有企业) 的行为之间的相关性问题进行一些探讨, 以助于我国货币政策的制定及实施效果的提高。

一、利率政策的传导机制及其宏微观功能

利率, 作为最为稀缺而又最为重要的资源——资金的使用权转让价格, 是一国经济的调节杠杆; 而利率政策是指中央银行通过调整再贴现率和再贷款率等来影响商业银行的信贷规

模, 进而影响微观经济主体的投资与储蓄行为的一种需求管理政策。它通过以下的利益传导机制发挥作用:

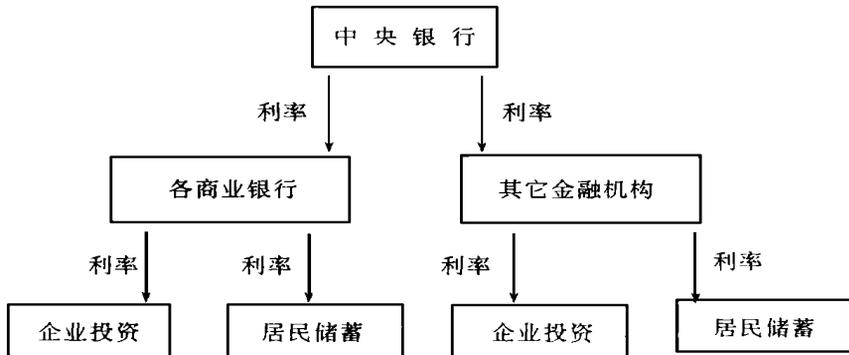


图 1 利率的利益传导机制

一般来说, 利率对企业投资行为的影响主要取决于利率与投资预期收益率之比。中央银行可以通过调整利率政策来影响企业的投资贷款需求行为。当利率调高, 达到或超过一定程度时, 就会使利息支付等于甚至大于投资的预期收益, 于是, 投资的贷款需求减少, 投资活动减少, 储蓄向投资转化部分中断; 当利率调低, 经济主体预期收益相对较高时, 就会扩大投资的贷款需求, 同时导致储蓄行为的减少。这样, 一方面资金需求增加, 一方面资金供给不足, 最终必然要影响企业的投资行为和经济发展。

可见, 利率政策具有宏观与微观两方面的功能。从宏观来看, 主要有: (1) 资源配置诱导功能。通过利率变动影响金融资源量大小, 进而对实物资源配置状况 (包括产业结构布局、投资结构等) 发生影响, 使得企业的投资行为符合国家政策导向。(2) 政策显示功能。它是通过市场机制发挥作用的。即利率变动反映宏观经济政策走势及银根松紧信号, 它可以引导企业的投资决策, 提高企业的投资贷款行为理性, 从而实现货币总供求平衡。

从微观上看, 利率政策对企业行为具有很强的激励和约束功能。利率是微观经济活动的动力杠杆, 通过利率高低的调整, 可以使微观主体产生动力和压力。例如, 为减轻利息负担, 增加利润, 企业就会尽可能地减少借款, 通过加速资金周转, 提高资金使用效益等途径, 或按期或提前归还贷款。具体来说, 利息主要在三方面对企业进行约束:

1. 微观上的成本—收益比较约束。若微观主体使用借贷资金所承受的利率过高, 付出成本就大, 收益相对就小些; 反之, 则大些。因为利息作为构成企业经济活动的一种特殊资源的成本付出 (即使用借贷资金的成本), 过高会影响其盈利目标实现, 也不利于其在市场上的营销活动。特别是在激烈的市场竞争中更是如此。所以, 利率的高低变动, 就可以对微观主体的利益行为实施约束, 使其慎重行事, 选择使用借贷资金的最佳规模。

2. 宏观上的利益调整约束。在市场经济中, 利率对微观主体的影响除市场供求和企业自身的利益约束外, 还要受到宏观上的利益调整约束。如贷款利率, 可分为优惠利率、差别利率、浮动利率等, 它表明国家的产业政策动向。若企业行为符合国家需要, 就可能得到信贷支持和利率优惠。相反, 则会受到限制, 即使此时利率水平相对降低。

3. 市场活动的风险约束。包括现实风险和潜在风险的约束。现实的风险是从财务角度来分析的, 即企业的资产负债率及使用信贷资金的偿还周转情况。潜在的风险, 即由于市场竞

争机制、供求机制和风险机制的存在，企业的市场发展能力和风险承受能力大小。利率的基本功能之一就是对微观主体的利益—风险行为约束：当利率水平趋高时，如果企业市场风险较大，就不易得到信贷支持；反之，就可以较容易取得信贷资金支持。这样，可促使企业改善经营管理，提高经济效益。

在市场经济正常运转的国家里，一个投资者和企业经营者贷款，首先要考虑资产盈利率、贷款利率和负债率之间的关系。如果社会资产盈利率低于银行贷款利率和企业贷款负债率的乘积，借款人就会亏损。这种利率水平上的贷款，在一个真正的市场经济国家里是根本没有需求的。企业的货币需求行为在市场体制背景下，会呈现出两个显著特征：（1）具有明确的形成边界（只有当预期销售利润率大于市场利率的条件下才能形成）；（2）具有规律性的变动规则（随着预期销售利润率与市场利率的相对关系的变动而变动），企业本身无法在市场力量以外使货币供给按自己的意愿进行相应的调整^①。

因此，在西方国家的微观经济活动中，人们把利率视为储蓄和投资的“指示灯”，企业家始终有一只眼睛盯着市场利率的变化，并随时采取相应的决策。在合适的利率区间内，贷款利率水平与企业的资金需求之间存在有非常明显的相关关系：即 $L_d = f(i)$ ，如下图：

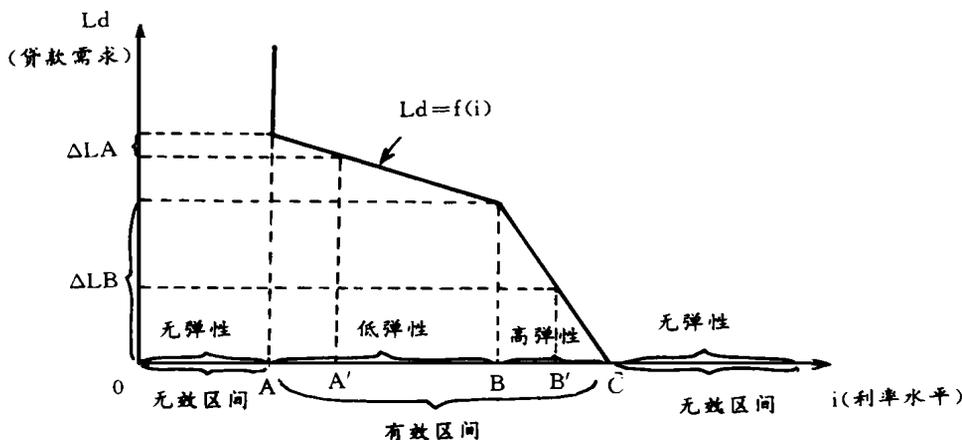


图 2 利率作用区间

利率过低过高都不能发挥其杠杆作用。在 $(0, A)$ 区间内，利率调整对企业没有任何约束力，企业贷款需求无限，跌入了凯恩斯的流通性陷阱。因为，借贷成本低得微不足道，只要贷到款，就可以赚取利润，且利润之丰厚与成本之低廉形成强烈反差。企业的贷款需求急剧膨胀。当利率落在 $(C, +\infty)$ 区间内，借款成本大得足以吞噬其全部利润，得不偿失，企业的贷款需求萎缩为零。

只有当利率水平处在 (A, C) 区间，利率才使企业贷款需求具有弹性，且企业贷款需求与利率呈现出明显的相关关系。利率水平高，企业缩小其贷款需求，反之，则货币需求扩张。但在区间 (A, B) 内的弹性要小于区间 (B, C) 内的弹性。在高弹性区间里调整贷款利率将比在低弹性区间内的调整对企业的贷款需求影响更大，利率与企业贷款需求行为间的相关性更强。

可见，只有在一定的时期里，一定基点上，一定幅度内，银行调高（低）利率，企业才

会快速减少(或扩大)借款需求规模。西方国家正是在(A, C)区间内根据经济发展需要进行利率安排来实现其政策目标。而企业在投资决策时,也总是把利率作为一个外生决定的成本参数加以考虑,总是在不断地将利息成本同由此贷款进行投资获得的利润回报进行比较分析。在预期利润率大于市场利率条件下,利率与贷款需求呈现出显著负相关。国家可通过利率升降来影响企业的投资需求。同时,又可根据投资需求变动调整利率政策,使政策目标得以实现。

二次世界大战后,西方各国一直推行廉价货币政策(即降低利率)来加大投资需求,迅速恢复和发展国民经济,使得西方步入过一个“黄金时代”。特别是日本,低利率、优惠利率对其投资的迅速增长,工业的高速发展和进出口贸易的发展都发挥了重大作用。日本经济能够高速增长,通过低利率持续地、大规模地进行固定资产投资是重要因素。日本民间企业利用低利率贷款大量投资,引进技术设备,缩短设备更新年限。在经济高速发展的1960-1969年间,企业借入银行的设备投资贷款增长四倍多,促进了工业发展。而当低利率政策引发了投资膨胀,进入“滞胀”阶段时,各国又相继改为昂贵货币政策(即高利率政策),作为抑制需求,反对通货膨胀的工具。日本银行的贴现率从1972年的4.25%一下子提高到1973年的9%,通货膨胀率则从1974年的24.3%下降到1988年的0.5%,效果非常显著。

由上可见,一般地说,利率政策目标与企业投资行为间存在着正相关关系,而利率水平与企业的投资贷款需求则存在着较为显著的负相关关系。

二、我国利率政策与企业行为特征

以上分析的利率政策与企业行为的相关性,是以下列条件为前提的:(1)银行的企业化;(2)企业的市场化;(3)企业对银行资金的依赖;(4)发达的金融市场;(5)强有力的中央银行;(6)合理的利率水平;(7)利率管理体制的间接化。然而,现阶段,我国虽然以建立社会主义市场经济体制为目标,但目前仍处于转轨时期,传统体制仍产生着较大影响。除了由于特定原因,存在着企业对银行资金的严重依赖,满足第三个条件外,其余的条件尚不完全具备。特别是由于以下几点制度因素的制约,使得我国利率政策与企业行为之间的关系具有独特的一面:即利率政策目标并非总是与企业投资需求行为呈正相关关系,而利率水平与企业投资需求也并非都是呈负相关关系。

第一,信贷资金分配体制不合理和金融压制

目前,我国对货币需求的调节主要不是靠利率政策来调整。信贷资金分配很大程度上不是根据价格(利率)高低而是根据政府的特定偏好来进行。70%是投向国有企业的,而投入非国有经济的则较少。且金融工具又不发达,筹资渠道较为单一,除个别企业外,基本都是靠银行贷款。加之政府对利率和融资行为进行管制,由此导致了一个金融压制下的有限货币资本市场(包括借贷市场和证券市场),利率不能直接地充分反映货币资本供求。

第二,国有企业产权制度改革滞后

我国经济虽已引入市场机制,但企业还远未完全“四自”,处于由资源行政约束型向需求与法律约束型转变过程中,存在着对国家和市场的双重依赖。市场化改革已使企业预算约束逐渐硬化,但财务上的预算约束只是企业行为的预算边界,而企业行为的本源是企业产权结

构的实现形式。我国产权改革滞后，国有企业产权属于国家，国家对企业的“父爱主义”未能消失。资金基本上仍由国家银行保证供应，造成了企业自我积累动机弱而借贷动机强，对利率等机会成本考虑不够。“投资饥渴症”造成了高负债经营局面：企业内源融资率不足 25%，而在高达 75% 的外源融资中，银行贷款占 90% 以上。这也使得原本只有需求竞争而无供给竞争的经济成长期的资金市场上货币资金供求矛盾更加突出。

第三，利率政策不科学。

经过改革与调整，我国现已建立了以中央银行贷款利率为基准的有浮动幅度的利率制度，利率开始发挥其杠杆作用。但是，由于种种原因，仍存在许多问题，利率杠杆常被扭曲变形：

(1) 利率水平低。不论是与平均利润率、物价上涨率、市场利率相比，还是与我国历史水平或世界发达国家利率水平相比，都明显太低。利率分割系数小于 29.5%，明显低于西方国家的 50%。1985—1996 年的 12 年中，有 8 年实际利率为负。(2) 利率体系不合理。存贷利差小，甚至出现倒挂，利率成了“两截子杠杆”。期限利率结构及存款内部结构及金融机构往来利率均不合理。(3) 利率管理僵化。包括存贷款、贷款利率水平和标准的确定权基本上集中于中央银行。

以上制度约束、产权约束及利率政策约束在两个方面与企业融资结构及行为最为相关：一是压制的利率与高通货膨胀伴生形成的实际负利率，使借贷市场不能实现均衡利率，并充分调动金融资源；二是金融工具的有限性，使得企业融资过于依赖借贷资本，导致企业货币需求扩张的货币资本缺口。由此，利率政策与企业行为间呈现出独特的相关性：

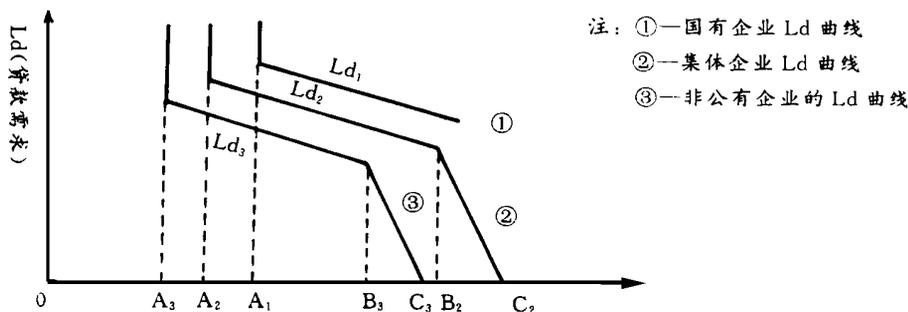


图 3 我国利率作用图

由上图不难看出：

1. 利率杠杆对企业行为已有一定作用，二者间具有一定的相关性。在发生市场疲软条件下，降息的直接受益者是企业，企业的积极性会有所提高，会适当趁机增加投资，加大技改，促进生产发展。同样，利率的提高也能在一定程度上使企业的资金需求膨胀有所收敛。实际上，利息确实已渐成为企业的成本因素和一定负担。如 1996 年，国有企业资产盈利率只有 6%，而资产负债率高达 70%，实际贷款利率为 14% 以上，借款就意味着亏损。在此情况下，利率的轻微变动，应该说对企业能产生较大影响。据有关方面计算，1995 年，银行对企业的贷款利率上升 0.96%，国有企业就多承受 120 多亿元的利息负担，并使得企业资金更为紧张，三角债链条越扭越长，越扭越紧。许多企业为逃避银行的债务约束，采取“大船搁浅、舢舨逃生”、“子母裂变”等方式，有的则以新债还旧债，银行叫苦不迭。1996 年国家体改委的一项调查表明，总计有 35.3% 的企业认为利息是其较重的负担。

2. 利率杠杆对于不同所有制企业作用有别, 相关性不同。由图 3 明显看出, 利率对国有经济作用最小, 集体企业次之, 对非公有制经济影响最大。曲线 L_d 的特点是接近垂直, 且同一般的贷款需求曲线相比, 明显右移。这表明我国贷款利率低限不断上升, 利率的杠杆作用对于国有企业和极小部分民营企业不强, 贷款需求呈现刚性。个别民营企业自有资金较弱, 又有资金需求, 但筹资工具却不发达, 无奈只得仍依赖于银行贷款。而乡镇企业以及私营企业、外资企业等非公有经济基本上暴露于市场竞争之中, 受市场机制的影响大, 对利率的反应已相当灵敏。曲线 L_{d3} 接近于一般的 L_d 曲线, 而 L_{d2} 则表明, 集体企业处于二者之间, 对利率的弹性高于国有企业而低于非公有企业。另外, 利率的调整对企业筹资方式也有影响, 且对各类企业影响程度不尽相同。

以上结论可用国家体改委宏观司和体改委研究所的全社会调查表来加以证实 (见表 1)。

银行贷款利率提高后, 有 41.2% 的国有企业仍然继续争取银行贷款。而集体企业则偏向于减少投资, 这同利率政策目标的要求表现一致。民营企业则偏向于挪用流动资金和进行内部集资。股份制企业一般实力雄厚, 效益较好, 故能继续借款。

3. 利率杠杆的作用有限, 特别是对于国有企业。当调低利率时, 企业行为与利率政策正相关, 即投资扩张; 当调高利率时, 国有企业投资行为与利率政策则不相关, 甚至于负相关。国有企业具有无限的投资欲望, 患有严重的“资金饥饿症”, 为得到投资资金, 甚至可不计成本。资金需求呈现刚性, 形成国有企业资金陷阱: 相当部分国有企业经营亏损, 产成品积压, 为防止过多失业和工人工资水平过低, 政府往往利用国家银行以低利率贷款予以支持, 但低利贷款并没能根本扭转亏损局面, 反而刺激了企业更大的贷款需求, 寻求与生产经营无关的“利差”。贷款资金不是在企业中沉淀下来就是从企业中漏出, 形成“资金陷阱”、“资金黑洞”。企业对银行资金所采取的态度依然如故: 能多借就不少借, 能长借就不短借, 能拖欠就不归还, “千年不赖, 万年不还”。

表 1 提高贷款利率对企业行为的影响^②

	总情况	国有企业	集体	民营	股份制
减少固定资产投资	26.3%	29.1%	27.0%		14.3%
挪用流动资金	6.2%	3.5%	8.1%	100%	11.4%
继续争取银行贷款	40.0%	41.2%	24.3%	100%	48.6%
从金融市场融资	6.2%	3.5%	10.8%		14.3%
企业内部集资	13.1%	9.0%	21.6%	100%	14.3%
产品的物物交换	6.9%	7.5%	8.1%		2.9%

不仅如此, 在我国国有企业内部, 还出现了种种怪异行为: (1) 严重的侵权性外部行为。我国国有企业产权改革滞后导致企业内部治理结构的松弛以及经济理性和机会主义倾向的形成。企业在利润最大化从而是收入最大化目标下, 一方面受自身特殊利益的驱动, 把更多的社会资源“内部化”, 表现为“争项目”、“争贷款”、“争投资”等。另一方面, 又尽可能地把本应由自己承担的利息成本转嫁出去, 使其“外在化”。由于缺乏利益约束, 企业只要有贷款就敢借, 且认为多多益善; (2) 众多的“存贷”行为。企业在低利率下, 为避免持币损失, 提

前购入原材料，储存短缺物资，囤积产成品，待价而沽，追求时差利润，使得企业“高投入、高占用、低效益、高负债、高呆滞”。另一方面，利率对于存款人而言，是一种“无形税收”，而对贷款企业则具有“补贴”特征，变成实物就能带来利息成本以外的增殖。这就强化了企业的贷款动机，加剧了资金体外循环。(3) 严重超分配行为。企业用贷款发工资来实现“充分就业”。本应用于积累的资金经过职工之手存入银行。而企业即便是简单再生产的维持也需依赖于银行贷款。本来是企业应积累的资金，绕了一大圈，又以贷款形式回到企业，如此恶性循环；(4) 严重寻租行为。企业在二元有限资本市场上将生产资金投向流动性和利润较高的金融领域。如近些年来，企业短期贷款增加较多，而活期存款反而减少，定期存款增大。企业“公款私存”比较普遍。这说明企业存在严重的吃息套息行为。且国有企业易获得贷款，能在两个借贷市场上进行由企业“向外挤出”的资金寻租。它们与金融机构合谋大规模进行信托投放，使得越来越多的资金脱离生产领域作“短路运行”，被大量用于炒股票、炒房地产。而国家为弥补企业掏空的资产，不得不继续放款，已有的资产存量就会成为一种“人质”，且又形成“资金寻租”的源泉。如图 4， I_f 为压制利率， I_k 为民间借贷市场利率，由于二者存在差异，国有企业又能较易争取贷款，能进行利差寻租^③。

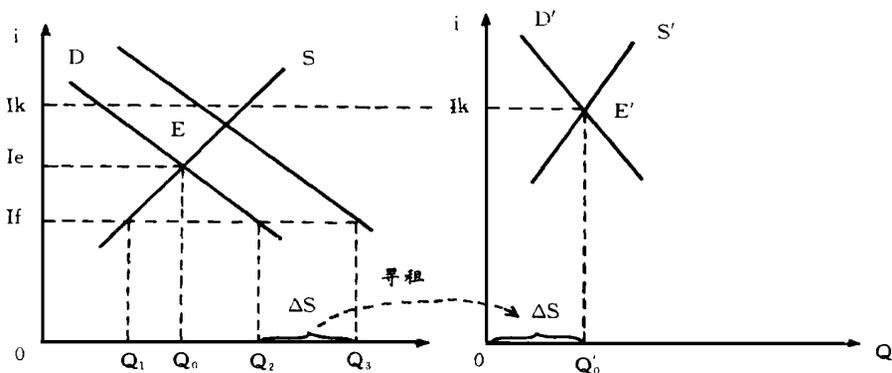


图 4 有限借贷市场（左）与民间借贷市场（右）导致的寻租行为

三、企业行为对利率政策的影响

以上企业行为特别是企业的资金陷阱和高负债经营格局大大加剧了我国经济生活的复杂性和不稳定性，使得一系列西方国家行之有效的货币政策包括利率政策在我国往往失效或适得其反。

1. 企业的无限贷款欲望使利率难以有效调节贷款总供求平衡，货币供给失控，背离了利率政策目标

由于我国企业具有强烈的投资、消费需求扩张症，大量依附于银行贷款，加之时有实际利率为负，地方、企业的贷款需求得不到有效约束，利率政策失效（如图 5 所示。）

管制利率 I_f 低于市场均衡利率 I_e ，此时贷款需求是为 Q_2 ，供给为 Q_1 ，发生 FH 部分的超额需求。利率非市场化， I_f 难以调整或调整不到位，结果，面对贷款供小于求，企业运用倒

逼机制, 迫使中央银行放松银根, 扩张货币供给, 增加对银行的再贷款, 使得可贷资金供给曲线由 LS_0 移至 LS' , 直到 LS'' , 这样就满足了企业在低利率下维持基本运行需求及其侵权式外部性行为形成的货币需要 ($FG+GH$), 货币供给已经失控, 但并未到此停止。在资产“人质”与“寻租”转移等货币损失情况下, 货币供给再度增加, 以维持国有资产保值增值, 使得货币增量由 H 点移到 K 点, 贷款需求曲线移到 LS''' , 导致了货币供给的进一步失控, 违背了利用利率政策调整货币需求从而实现货币供需平衡的初衷。

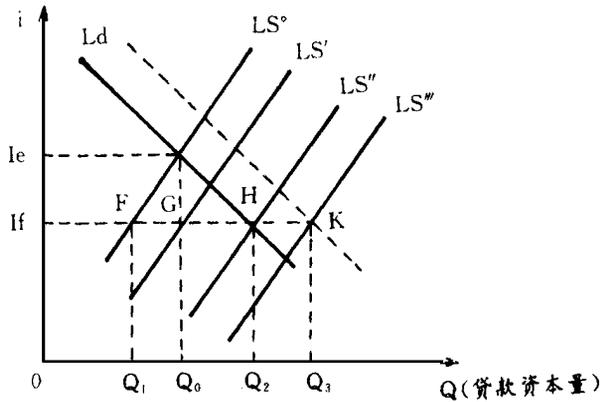


图 5 贷款失控过程

2. 企业低效的资金运用, 不利于银行实施货币和利率政策。

企业资金“高投入、高占用、低效益、高负债”, 存贷利差又小, 导致银行“软资产、硬负债”。银行为摆脱亏损状况, 调高贷款利率, 但这就会加大企业负担, 企业效益下降, 蛋糕小了, 企业也会逃避债务, 而且, 生产效益不好的背后就是失业等社会问题, 作为国家的银行, 不能不考虑到这一点; 另一方面, 若再调低利率, 又只会进一步加大企业的资金需求, 再次掉入资金陷阱, 引发新的非经济行为, 也不能增加有效供给, 导致利率政策几乎没有回旋余地。

3. 中央银行确定贷款利率水平时陷入两难境地

利率 $R = f(\bar{p}, d, e, \epsilon)$, 取决于平均利润率 (\bar{p})、竞争总均势 (d), 以及根据通货膨胀水平确定的利润调节指数等因素, 即利润水平的高低制约着利率的水平, 是利率的上限, 而企业投资 $I = f(\bar{p}, i)$ 因此, 利率与利润率有很强的一一对应关系。但是, 我国平均利润率没有形成, 国有企业与非国有经济的利润水平差别较大。国有企业利润率水平低, 对于现行的低利率有一定弹性, 而非国有企业利润率水平高, 低利率无法抑制其投资需求, 无论是“债务软约束”, 还是“预算软约束”, 都会使国有企业掉进资金需求陷阱中。利率越高, 资金需求反而上升。

因此, 我国贷款利率就像骑在两个陷阱之间的高梗上。维持低利率, 非国有企业要贷无度; 提高利率, 国有企业又掉进资金需求陷阱。投资利率弹性像翘翘板一样, 这头上去, 另一头就跌下来。这无疑给中央银行确定合理的基准利率水平和实现利率市场化带来巨大困难和障碍。

综上所述, 我们认为, 我国现阶段, 投资对利率的弹性不足。但是, 利率政策与企业行

为之间还是具有一定的并日益明显的相关性。我们应从这种相关性出发，结合金融体制改革和国有企业产权制度改革，重塑利率政策的微观基础，实现利率的市场化，为提高利率政策的有效性创造条件。

注 释：

- ① 参见周慕冰著：《经济运行中的货币供给机制》，中国人民大学出版社 1991年版，第 71页。
- ② 见《经济研究》1996年第 1期，第 25页。
- ③ 钱彦敏：《论企业外部性行为与货币政策效率》，见《经济研究》1996年第 2期，第 27页。

(责任编辑 邹惠卿)

我校申报湖北省哲学社会科学研究 “九五”规划重点课题取得好成绩

我校申报湖北省哲学社会科学研究“九五”规划重点项目，经全省社会规划学科组专家审议评定，报省委社会科学工作领导小组批准，我校梅荣政等 33位申报人的申请项目获得资助项目立项，并各资助 12000元，总额超过 39万元，胡武等 9位申请人的申请项目获得自筹经费项目立项。这次我校获准立项课题数目占全省项目课题数的 1/3还强。这充分反映出我校文科科研实力和水平。

这次申报特点是以研究经济社会问题为主、研究现实发展问题为主、研究湖北地方问题为主的“三为主”原则，把湖北省改革开放和现代化建设的重大理论问题和实践问题的研究作为主攻方向，突出应用研究和对策研究；同时，加强具有湖北特色的优势学科建设，重视和提高基础研究和新兴交叉学科研究，繁荣和发展湖北哲学社会科学，为两个文明建设服务，为党和政府决策服务。

(乔红军)