

# 宽松货币政策内在逻辑与企业利益冲突

季伟伟(博士)

**【摘要】** 本文从货币政策目标与企业目标出发,解释了经济衰退时期的企业行为与政府诉求的差异。政府施行宽松货币政策的动因是短时间内通过诱导企业扩大投资来增加就业,然而企业财务理论认为宽松货币政策导致过度投资,最终增加企业破产风险,且扩大投资的后果将是市场集中度提高,从而对就业产生负面影响。所以从长期来看,以增加就业为目标的宽松货币政策有可能是一项似是而非的经济政策。

**【关键词】** 宽松货币政策; 投资; 财务困境; 就业

**【中图分类号】** F820.2

**【文献标识码】** A

**【文章编号】** 1004-0994(2016)14-0094-3

关于宽松货币政策的经济后果,现有研究或解释大多针对的是一些宏观经济指标,例如投资总额、物价水平、GDP增长率,却较少涉及其对于微观企业的影响。为此周小川(2004)呼吁,研究货币政策作用机制时,应充分关注微观基础、宏观与微观的博弈关系。本文结合货币经济学和微观财务理论,以政府与企业目标差异为起点,对经济衰退时期政府与企业各自诉求、行为进行阐述,希望对现有货币政策成本效应研究有所贡献。

## 一、货币政策目标与企业目标

从发达国家的实践来看,货币政策的目标主要是保持价格稳定。而作为发展中国家,中国的货币政策目标是根据不同时期经济发展的主要矛盾,把握好实现币值稳定、经济增长、充分就业、国际收支平衡四大目标间的平衡,促进经济社会又好又快发展(闫立良,2010)。

现有理论对于企业目标有很多种不同的论述,一般来说可以分为股东价值最大化、利润最大化,而最重要的是能够持续生存下去。

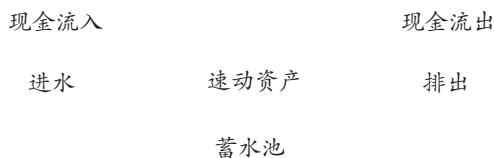
## 二、宽松货币政策的实施机理

### (一)经济衰退情况下企业的预期行为

经济衰退时期,出口下滑、收入预期减少、居民消费增长停滞、工业投资额减少。按照现金流(速动资产流)模型,公司被看作一个速冻资产蓄水池,现金流入作为进水,现金流出作为排出(Beaver, 1966)。蓄水池作为现金流变动的缓冲区或减振器。在描绘现金流(速动资产流)模型时,有四个概念十分重要:一是蓄水池本身的规模;二是来源于营运活动的速动资产净额,它既可补充蓄水池,也可以使其流失;三是公

司持有的债务,用来度量蓄水池的潜在流失;四是营运期间的现金支出,指的是蓄水池流出,即作为营运费用的速动资产金额。

在经济衰退时期,企业预期营业收入减少,现金流入也随之减少。而在蓄水池(速冻资产)本身规模不变的情况下,现金流出速率不变,水池被耗尽的可能性增加,也就是公司将无法偿付债务(严重时破产)。所以在破产危险的胁迫下,企业的理性行为将是减少现金流出,譬如压缩行政开支、减少营销费用、停止在建项目、裁员等。



**图 1 现金流(速动资产流)模型**

### (二)经济衰退时期政府实行宽松货币政策以刺激投资

单个企业裁员、缩减投资额的行为,累积起来将会对宏观经济产出(GDP)产生负面影响,最终影响就业。凯恩斯主义认为,经济总是处在非均衡状态。这种低于自然就业率的经济总产出,可以通过增加政府开支(积极财政政策)和降低市场利率(宽松货币政策)来实现。

而积极的财政政策受制于政府预算赤字的硬性杠杆,其总体规模有限。由于政府投资分配的公平性难以掌握,对于民间投资有挤出效应,并且投资效率也时常受到批评。所以,在经济刺激计划中,货币政策通常得到决策者的偏好,扮演

**【基金项目】** 浙江省社科联项目“货币政策与企业现金流风险的嬗变机理研究”(项目编号:2016N42Y)

了更重要的角色。

政府期望通过宽松的货币政策降低利率或增加信贷总量,降低企业融资成本,从而增加投资。

### (三)宽松货币政策下企业扩大投资规模

企业评价投资项目可行与否时,通常用净现值(NPV)来进行:

$$NPV = \sum \frac{\text{cash flow}_n}{(1+i)^n} \quad (n=1,2,\dots)$$

资金成本*i*受到宽松货币政策的影响而降低,所以在未来现金流(cash flow)不变的情况下,原本净现值为负的项目,净现值可能会出现正值,变得可行。

而在自由现金流的理论框架下,即使企业没有净现值为正的项目,宽松货币政策也会使企业增加投资。宽松货币政策可以让企业获得超过维护资产以及预期新投资项目所需的现金,也就是自由现金流。监督困难提供给管理层将内部产生的现金流投资于某些项目的机会。虽然这些项目从股东的角度来看代价高昂,但从管理层角度来看却是有益的(Jensen, 1986; Stulz, 1990)。

此外,企业增加投资也可能是由竞争压力驱使的。假设市场中只有两个厂家A和B。在实施宽松货币政策之前,市场处于均衡状况——在市场上各自单位生产成本*C*相等,都是1,产品价格*p*=1。在宽松货币政策下,厂家A和B都面临两个选择:投资和不投资。在选择投资的情况下,企业可以增加产出,达到规模经济,期望生产成本降低至0.5。

单位生产  
成本*C*

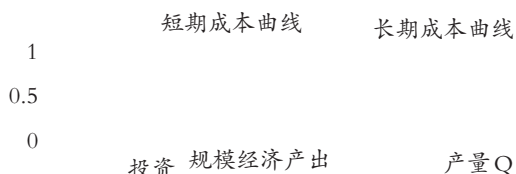


图2 规模经济产出、单位平均成本与投资的关系

假定厂家A和B都是不合作的,那么厂家A和B的最优策略是加大投资额,达到规模经济产出。

		厂家B	
		不投资	投资
厂家A	不投资	(1,1)	(1,0.5)
	投资	(0.5,1)	(0.5,0.5)

图3 厂家A和B的投资策略选择

设定总体需求数量依然为*Q*,假定其大于单个厂家的规模经济产出(即*Q*>*q*<sub>规模</sub>),却无法消化A和B两家的规模经济

产出,即*Q*<*q*<sub>A规模</sub>+*q*<sub>B规模</sub>。此时,厂家A和厂家B的产量决策又面临两个选择:*q*<*q*<sub>规模</sub>或者*q*=*q*<sub>规模</sub>。当厂家A选择*q*<*q*<sub>规模</sub>而竞争对手B选择*q*=*q*<sub>规模</sub>时,厂家A单位产品生产成本假定为0.7(高于竞争对手的0.5),如果竞争对手B按照*p*=0.5进行销售,那么厂家B将面临亏损,最终会消亡。因此,此时纳什均衡状况是厂家A和厂家B都是规模经济产出,即都满足:*q*=*q*<sub>规模</sub>。

		厂家B	
		<i>q</i> < <i>q</i> <sub>规模</sub>	<i>q</i> = <i>q</i> <sub>规模</sub>
厂家A	<i>q</i> < <i>q</i> <sub>规模</sub>	(0.7,0.7)	(0.7,0.5)
	<i>q</i> = <i>q</i> <sub>规模</sub>	(0.5,0.7)	(0.5,0.5)

图4 厂家A和B不同投资规模下单位成本差异

### (四)后危机时代产业就业格局巨变

通常在整体市场需求*D*无法消化厂家A和B的规模经济产出即*Q*<*q*<sub>A规模</sub>+*q*<sub>B规模</sub>时,市场均衡价格可能会是*P*<0.5。此时厂家A和B都会面临亏损,但是只要*P*>*C*,厂家A和B还是会一直坚持下去,而最终消亡的那家是融资来源不充分的厂家。假定厂家A为大型企业或者国有企业,资金实力更为雄厚,在这场竞争中胜出,那么就会出现“国进民退”的现象。

而在加大投资的过程中,劳动力市场价格上升,引起单位变动成本上升(*CV*=人力成本+材料成本)。企业为了降低成本,理性的选择是加大设备投资额,也就是所谓“机器换人”。因此在总体市场需求不变的情况下,劳动力需求将会降低。

综上所述,宽松货币政策事实上是一种影响市场份额竞争的外部力量。在政府干预的过程中,环境剧烈变化,小企业无法生存。从就业角度来看,经济衰退时期失业率上升→宽松货币政策→利率降低→投资→失业率下降、劳动力成本上升→产能过剩→机器换人→失业率上升。可以看到,宽松货币政策对就业的提升只能是短期的;就长期来看,宽松货币政策使行业内企业扩大设备投资,导致机器换人,而相对雇佣人员数下降,对就业产生不利影响。

### (五)企业的应对策略

在考虑企业应对策略时,隐含着以下主要假设:产品是同质的,即不同企业之间的产品不存在差异,可以相互替代。接下来,本文将企业应对策略分别从国有企业和民营企业角度来进行分析。

1. 国有企业。对于国有企业管理层来说,将企业出售会使其失去职位,无法享受在职消费等福利,因此国有企业管理层没有动机出售企业。而对于普通员工来说,将企业出售给民营企业,将失去职位安全保障,他们也不愿意如此。对于地方政府来说,将国有企业出售给其他省的国有企业,地方

□ 金融·保险

政府将失去企业主导权,这也是不可接受的。所以国有企业在宽松货币政策下,不会出售企业。

而不投资决策不符合地方政府提高 GDP 的追求,也不利于“四万亿”加大投资政治任务的完成,更加不利于管理层私人利益的实现,因此此项选择不可接受。

扩大投资既符合管理层私人利益诉求,又有利于完成政治任务,最为重要的是有海量银行信贷支持,由于国有企业具有预算软约束,并不害怕还不起贷款,而银行也乐于给国有企业贷款。因此,国有企业扩大投资情况下,符合政府、管理层、银行等多方利益诉求。并购是其最优策略,既可以减少竞争对手,又可以迅速放大投资额。而新设投资情况下,民营企业惧怕国有企业的天然优势,会选择出售企业。因此理论上,国有企业在宽松货币政策下最优及最可能的策略是选择并购竞争对手。

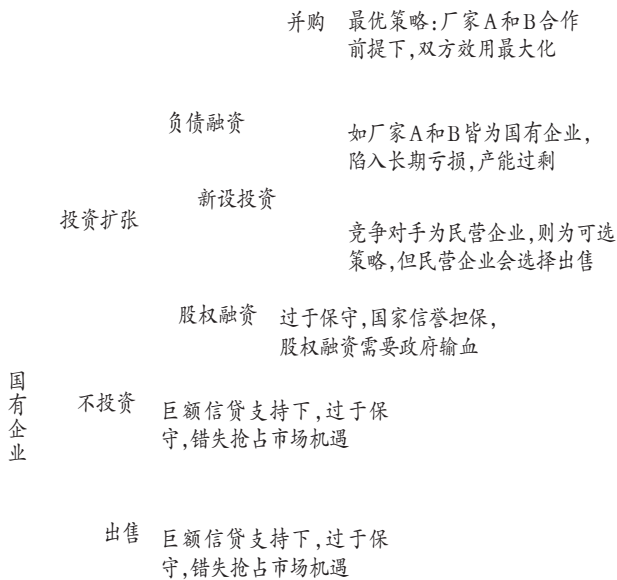


图 5 宽松货币政策下国有企业运营策略

2. 民营企业。民营企业面临国有企业的竞争时,只有当产品单位成本小于国有企业单位变动成本时,才有可能选择投资,因为国有企业有源源不断的信贷支持。如果民营企业单位成本小于国有企业单位变动成本,国有企业以单位变动成本销售,民营企业就会亏损,通过战略性亏损,国有企业就可以挤出民营企业。这种情况下,民营企业应该选择在一开始出售企业。

当民营企业面临国有企业的竞争时,同理,如果进行非合作博弈,长期来看,双方将陷入僵局。此时,资金实力较弱或者成本控制能力稍差的企业应该选择退出,将企业出售给竞争对手。

3. 最优均衡策略。可以看出,宽松货币政策下,厂家 A 和 B 的最优均衡策略是,成本控制能力稍差或者资金实力较弱

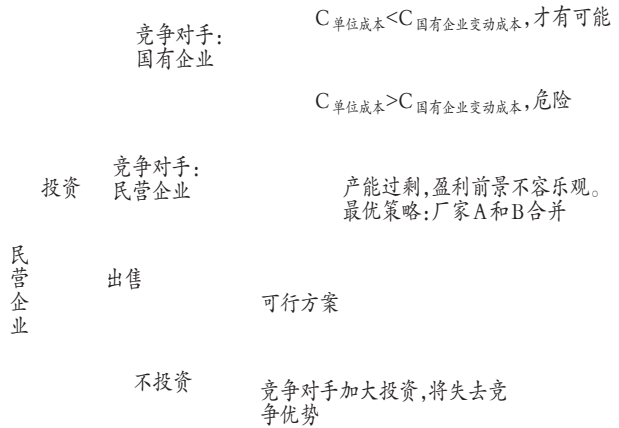


图 6 宽松货币政策民营企业运营策略

的一方将企业出售给对方,而不是进行投资。当然,在厂家 A 和 B 完全理性的状况下,宽松货币政策无法起到扩大投资的作用。

三、启示

1. 实行积极的财政政策和稳健的货币政策。通过本文的分析可以看出,宽松的货币政策会引起一大部分民营企业的经营失败,而这并不是市场竞争的自然结果,而是由政府干预引起的。虽然传统的货币经济学理论认为,货币政策对于微观企业运行干预较少,可是基于我国社会主义初级阶段的国情,宽松货币政策会导致国有企业利用其信贷优势在市场份额上挤出民营企业。宽松货币政策往往不长久,短期外部环境剧烈变化,几乎不能给民营企业适应的时间和缓冲的空间。而财政政策通过国家财政支出,投资于港口、高速公路、铁路、宽带、有线电视、能源等基础设施建设,既可以短期内拉动 GDP 的增长,又可以提高长期经济效益,对民营企业影响较小。

2. 限制国有企业运行范畴。在竞争性行业应该对国有企业有所限制,将国有企业运营范畴限定于战略性、自然垄断行业。这样可以减少国有企业对民营经济的冲击。

主要参考文献:

闫立良,周小川:货币政策要实现四大目标间的平衡[N]. 证券日报,2010-12-10.

Jensen M. C.. Agency costs and free cash flow, corporate finance and takeovers[J]. American Economic Review, 1986(76).

Stulz R. M.. Managerial discretion and optimal financing policies[J]. Journal of Financial Economics, 1990(26).

周小川. 当前研究和完善货币政策传导机制应关注的几个问题[N]. 金融时报,2004-04-14.

作者单位:浙江财经大学会计学院,杭州 310018