存款准备金率、企业家信心与企业投资

张 华 邓永亮

摘 要 党的二十大报告指出，要“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展。”在推动我国经济高质量发展的过程中，精准、有效的货币政策和坚实的企业家信心发挥重要作用。本文利用2007—2021年沪深A股上市公司数据，实证检验了存款准备金率和企业家信心对企业投资的影响。机制检验显示，央行存款准备金率货币政策主要通过利率传导渠道和银行信贷传导渠道对企业投资发挥作用，企业家信心主要通过影响企业风险承担能力，并通过银行债务融资渠道和企业内部资金的重新配置渠道对企业投资发挥作用。本文研究对当前我国经济如何通过刺激企业投资来恢复和扩大需求，从而增强经济增长内生动力，具有政策性意义。

关键词 存款准备金率 企业家信心 企业投资 经济增长内生动力 扩大内需

一、问题的提出

党的二十大报告指出，要“加快构建新发展格局，着力推动高质量发展”。在推动我国经济高质量发展过程中，精准、有效的货币政策提供有效助力。2023年4月28日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作，会议强调“恢复和扩大需求是当前经济持续回升向好的关键所在。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，形成扩大需求的合力”，“要发挥好政府投资和政策激励的引导作用，有效带动激发民间投资”。扩大政府和民间投资需求是扩大需求的重要组成部分，在扩大投资需求的过程中，稳健的货币政策需要更加精准有力。为支持实体经济发展，自2018年以来，人民银行（以下简称“央行”）多次实施降低存款准备金率（以下简称“降准”）[①]货币政策。央行实施降准政策主要是为了刺激企业投资，从而达到稳定经济增长的目的。然而，在央行实施降准货币政策过程中，对应的我国固定资产投资（不含农户）却从2018年约63.6万亿元下降至2023年约50.3万亿元。[②] 因此，从投资结果的角度看，央行降准货币政策的实施还需要其他经济变量协同作用。

企业家信心是企业家对未来经济发展形势的一种预期，高涨的企业家信心有利于激发企业家创新创业精神，进而有利于推进我国经济高质量发展。对于企业家信心对企业投资的影响，既有文献一般认为，企业家信心对企业投资具有重要影响（Konstantinou & Tagkalakis, 2011；韩国高和胡文明，2016）。当企业家对未来充满信心，则企业就会增加投资；反之，当企

张华，广东财经大学工商管理学院；邓永亮（通讯作者），广东外语外贸大学南国商学院经济学院。基金项目：广州市哲学社科“十四五”规划课题“广州加快壮大民营经济规模、提升市场经济活力的战略路径和对策研究”（2023GZGJ42）。

① 对应地，央行调升存款准备金率，下文简称“升准”。

② 数据来源于Wind数据库。

业家对未来信心不足，则企业就会减少投资。因此提升企业家信心能有效促进企业投资。

当前我国经济运行好转主要是恢复性的，内生动力还不强，需求仍然不足。投资既关乎投资需求问题，也关系到就业问题，从而关系到消费需求问题，要坚持扩大内需这个战略基点，扩大企业投资是一个重要抓手。然而，在运用货币政策和提升企业家信心来刺激企业投资需求之前，以下问题必须先厘清。

一是央行实施降准货币政策，目的在于刺激企业投资需求，扩大社会投资需求，但是，如前文所分析，我国央行实施降准政策后，全社会固定资产投资完成额不仅没有显著增加，反而减少，由此引申出的问题是：我国央行降准政策的实施想要取得预期的调控效果还需要哪些经济变量协同发生作用？二是提升企业家信心能够促进企业投资，但企业家信心对企业投资的作用机制是什么？增强企业家信心对国有和民营企业投资的促进作用一样大吗？

从理论和实证上准确地回答以上问题，对于当前我国经济如何从货币政策和企业家信心渠道来改善和扩大投资需求，从而增强经济增长内生动力，具有重要的理论和现实意义。

本文的主要贡献在于以下五点。一是既有文献一般是分别单独研究了存款准备金率和企业家信心对企业投资的影响，本文将存款准备金率和企业家信心纳入分析企业投资影响因素的研究框架中。二是有别于既有文献仅是笼统地分析存款准备金率对企业投资的作用，本文进一步分别从经济下行期和经济上行期这两个不同的经济增长环境下从理论和实证角度分析、检验了存款准备金率对企业投资的作用，诠释了为什么存在“宽信用、紧货币”这一经济社会现象。三是梳理了企业家信心对企业投资发生作用的微观机制，丰富了研究企业家信心的理论体系。四是本文研究发现，提升企业家信心能够抑制企业影子银行化行为，这为治理资金“脱实向虚”，防范和化解系统性金融风险，助力经济高质量发展提供了一个新的视角。五是进一步从产权异质性和行业异质性探究了存款准备金率和企业家信心对企业投资影响的区别。

二、文献述评与理论假设

目前，学术界对数量型货币政策工具和价格型货币政策工具的效力存在一定的争议，尤其是我国利率市场化正在稳妥有序推进的情况下，淡化以存款准备金率为代表的数量型货币政策工具、突出价格型货币政策工具的金融宏观调控呼声日渐升高，但基于我国的现实国情，以存款准备金率为代表的数量型货币政策工具将继续在宏观调控上发挥着重要作用。

存款准备金率是我国数量型货币政策工具之一，它主要通过利率渠道和银行信贷渠道这两条渠道发挥政策传导作用。既有的文献一般认为我国存款准备金率货币政策工具是有效的，降低存款准备金率能够刺激企业投资，从而有助于经济增长；反之，则相反。余明（2009）运用协整检验，研究了我国存款准备金率货币政策工具的有效性，发现提高存款准备金率确实能产生信贷紧缩效应。徐明东 等（2011）实证发现，我国央行调升存款准备金率主

要是通过抑制银行信贷供给来降低信贷增速。王曦 等（2017）利用沪深A股制造业上市公司数据，运用双重差分法实证研究了汽车金融定向降准政策的实施效果，发现汽车金融定向降准政策能够增加汽车行业的投资。耿中元和于玉环（2018）运用系统广义矩估计方法，实证检验了我国不同货币政策工具对我国高科技企业投资的影响，发现央行实施升准政策，企业的投资会显著下降。刘惠好和焦文妞（2021）运用双重差分倾向得分匹配研究了定向降准政策的有效性，发现定向降准能增加农业企业的借款，且长期负债上升，短期负债下降。张炎炎 等（2022）发现数量型货币政策工具是通过缓解企业融资约束来发挥调控作用的，且调控效果比价格型货币政策工具更好，是价格型货币政策工具调控效果的三倍。由此，本文提出第一个假设：

H1：央行存款准备金率下降对企业投资具有正向作用，反之则相反。

有关企业家信心对企业投资的影响，既有文献一般认为，企业家信心对企业投资具有正向作用，高涨的企业家信心有利于促进企业投资；反之，低落的企业家信心将抑制企业投资。Konstantinou & Tagkalakis（2011）发现，扩张性财政政策能够提高消费者和企业的信心，而消费者和企业信心的提高又能刺激私人支出和维持经济活动。Maditinos et al.（2015）研究了管理层的乐观情绪是否对企业投资有影响，发现管理层的乐观情绪能够促进企业投资。Schmidt（2015）发现，在经济基本面没有任何改变的情况下，经济主体信心的下降会驱使经济陷入流动性陷阱。Andersson & Mosk（2019）认为，经济主体的信心与实体经济的发展有着固有的联系，信心在很大程度上反映了整体经济状况，但有时也可能成为商业周期波动的一个自主来源。Guo & He（2020）发现，信心在衰退期间通过放大货币和财政政策的效果发挥更大的作用。花贵如 等（2011）摒弃“完全理性假说”，从投资者情绪影响管理者情绪来考察投资者情绪如何影响企业投资，发现投资者情绪部分通过管理者的乐观主义渠道影响企业投资，也即管理者乐观主义起到了部分中介效应。韩国高和胡文明（2016）基于省际面板数据，运用系统广义矩估计研究了宏观经济不确定性、企业家信心及其交互作用对固定资产投资的影响，发现企业家信心是一种主观心理判断，对企业家的投资行为有着直接驱动作用，从而对企业固定资产投资有着显著的正向作用。陈彦斌和唐诗磊（2009）研究了信心对我国宏观经济波动的影响，发现企业家信心对宏观经济波动有影响，但消费者信心没有；进一步地，他们将企业家信心分解为基本面信心与动物精神，其中，动物精神是经济基本面无法解释的信心，从企业投资决策角度看，企业家动物精神通过企业决策来决定企业投资。由此，本文提出第二个假设：

H2：企业家信心增强对企业投资具有正向作用；反之，则相反。

三、研究设计

（一）样本选择和数据来源

本文以我国沪深A股上市公司为研究样本，选取2007—2021年度样本数据进

行研究[①]。借鉴既有文献的做法，对初始样本数据进行如下处理：第一，删除数据缺失的样本；第二，剔除 ST 和 PT 类样本；第三，删除资产负债率大于 1 的样本；第四，剔除金融类上市公司样本。为消除极端值对实证结果的影响，对所有连续变量进行 1% 的双侧缩尾处理。经过以上处理，本文共获得 31 775 个样本观测值。上市公司财务数据来自 CSMAR 数据库，宏观经济数据来自 Wind 数据库。

（二）变量定义

① 被解释变量企业投资。以企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金并对企业年末总资产进行标准化后作为企业投资的代理变量，记为 *Invest*。

② 解释变量之一存款准备金率。以我国央行发布的大型存款类金融机构存款准备金率作为代理变量，在稳健性检验中，也用我国央行发布的中小型存款类金融机构存款准备金率作为存款准备金率代理变量。从 Wind 下载得到的大、中小型存款准备金率数据为月度数据，本文数据频率为年度数据，因此进一步对大、中小型存款准备金率月度数据按简单算术平均值法求取年度平均值，分别记为 *r1*、*r2*。考虑到货币政策具有时滞性，本文分别对 *r1*、*r2* 滞后一期 *Lr1*、*Lr2*，最终以滞后一期的大型存款类金融机构存款准备金率（*Lr1*）作为存款准备金率代理变量，在稳健性检验中，以滞后一期的中小型存款类金融机构存款准备金率（*Lr2*）作为存款准备金率代理变量。

③ 解释变量之二企业家信心。以我国国家统计局发布的企业家信心指数作为企业家信心代理变量。从 Wind 下载得到的企业家信心指数为季度数据，一样地，对企业家信心指数季度数据按简单算术平均值法求取年度平均值，[②] 记为 *conf*。考虑到企业家信心对企业投资决策的影响也需要一定的时间，具有一定的时滞性，本文先对年度企业家信心取对数，然后再滞后一期，最终以经取对数后的滞后一期企业家信心（*Lconf*）作为企业家信心代理变量。

④ 控制变量的选取。具体定义参见表 1。

（三）模型设定与描述性统计

考察存款准备金率和企业家信心对企业投资影响的计量模型设定如下：

$$
\begin{aligned}
Invest_{it} &= \beta_0 + \beta_1 \cdot Lr1_{t-1} + \beta_2 Lconf_{t-1} \\
&\quad + \sum \beta_k \cdot Controls_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \qquad (1)
\end{aligned}
$$

模型（1）中，i 代表企业，t 代表年份；被解释变量 $Invest_{it}$ 表示企业 i 第 t 年的企业投资；解释变量 $Lr1_{t-1}$ 表示第 t-1 年的大型存款类金融机构存款准备金率，系数 β_1 的符号正负和大小可以用来识别存款准备金率对企业投资的作用效果；解释变量 $Lconf_{t-1}$ 表示第 t-1 年企业家信心，系数 β_2 的符号正负和大小可以用来识别企业家信心对企业投资的作用效果；$Controls_{it}$ 表

① 之所以以2007年为样本起点，主要因为2007年我国上市公司开始执行新会计准则；样本的终点期选为2021年，是因为企业家信心这一解释变量数据来自国家统计局，但国家统计局从2021年第四季度开始就不再发布这一数据。Wind数据库中的大型、中小型存款类金融机构存款准备金率数据均来自中国人民银行。Wind数据库中的企业家信心指数数据来自国家统计局。

② 2021年企业家信心指数季度数据只有一至三季度，没有第四季度，因此2021年企业家信心指数为2021年一至三季度企业家信心指数的平均值。

表 1　变量的定义

变量类型	符号	名称	说明
被解释变量	*Invest*	企业投资	（购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金）/ 总资产
解释变量	*Lr1*	大型存款类金融机构存款准备金率	大型存款类金融机构存款准备金率年度平均值 ×100%，滞后一期
	Lr2	中小型存款类金融机构存款准备金率	中小型存款类金融机构存款准备金率年度平均值 ×100%，在稳健性检验时作为存款准备金率的代理变量，滞后一期
	Lconf	企业家信心	先求出企业家信心指数年度平均值，然后取对数，再滞后一期
控制变量	*Size*	企业规模	总资产的自然对数
	Cash	现金流特征	经营活动产生的现金流净额 / 总资产
	Growth	成长能力	营业收入增长率
	Asstr	资产结构	固定资产净额 / 总资产
	Capital	内部资本积累	未分配利润 / 总资产
	Lev	财务杠杆	总负债 / 总资产
	Roa	盈利能力	净利润 / 总资产
	Tq	投资机会	托宾 Q 值 = 股票总市值 / 总资产
	Sh10	股权集中度	对前十大股东持股比例合计取对数
	Gdp	经济增长	（本期实际 GDP– 上期实际 GDP）/ 上期实际 GDP
	R	货币政策	金融机构人民币贷款加权平均利率（一般贷款）

示企业 i 第 t 年的相关控制变量；μ_i 为个体固定效应，用来解决不随时间而变但随个体而变的遗漏变量问题，ε_{it} 为随机误差项。

由于存款准备金率（*Lr1*）和企业家信心（*Lconf*）均属于宏观时间序列变量，如果在模型中再控制时间固定效应，则存款准备金率和企业家信心对企业投资的影响会被时间固定效应所完全吸收或部分吸收。因此，本文回归模型采用个体固定效应模型，而不采用更为稳健的时间个体双向固定效应，但如果不控制时间固定效应，则可能会遗漏一些不随个体而变但随时间而变的变量，为此，本文借鉴邓永亮和张华（2022）的做法，在控制变量中加入经济增长（GDP 增长率）和货币政策——金融机构人民币贷款加权平均利率（一般贷款）（*R*）这两个宏观经济变量，以尽可能缓解在时间截面上可能存在的遗漏变量问题。

表 2 列示了本文主要变量的描述性统计结果。①

四、实证分析

（一）基准回归结果

基于个体固定效应模型（1），本文实

① 表2~12及相关更为详细的解释，见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

证检验存款准备金率（*Lr1*）和企业家信心（*Lconf*）对企业投资的影响。由表3基准回归结果显示，存款准备金率（*Lr1*）和企业家信心（*Lconf*）对企业投资（*Invest*）的回归系数分别为 -0.0008 和 0.0482，且都在1%显著性水平下具有显著性。回归结果表明，提高存款准备金率对企业投资具有显著的负向作用，这说明存款准备金率下降能够促进企业投资，假设1得到验证；回归结果也表明，企业家信心对企业投资具有显著的正向作用，这说明企业家信心加强对企业投资具有正向作用，假设2得到验证。

（二）为什么央行实施降准政策，全社会固定资产投资完成额不升反降？

前文基准实证检验结果显示，存款准备金率对企业投资具有显著的负向作用，那么，央行降准政策的实施对企业投资就具有显著的正向作用。然而，近年来我国央行实施降准政策并未能有效刺激企业投资，经济社会生活中时常出现“宽货币、紧信用”情况，显然，这一经济社会生活现实情况与前文基准回归结果并不一致。本文认为，在经济增长的不同阶段，存款准备金率对企业投资的作用可能不同，企业家信心对企业投资的作用也可能不同。为此，本文把当年存款准备金率对上一年是否改变（增大或减小）并结合GDP增长率实际情况，从样本区间筛选出经济上行期组和经济下行期组，据此，本文把2007—2011年定为经济上行期组，2016—2021年定为经济下行期组，[①] 并设置组间虚拟变量D，经济上行期组D=1，经济下行期组D=0，分别按模型（1）进行分组回归，并用Chowreg检验组间回归系数差异的显著性。[②] 回归结果如表4所示。

根据表4，从Chowreg检验结果来看，在经济上行期和经济下行期，存款准备金率和企业家信心各自对企业投资的作用具有统计意义上的显著性差异。在经济上行期，在1%显著性水平下，存款准备金率对企业投资具有显著的负向作用，在5%显著性水平下，企业家信心对企业投资具有显著的正向作用，回归结果与表3基准回归结果基本一致。

根据表4，在经济下行期，从存款准备金率对企业投资的作用来看，在1%显著性水平下，存款准备金率对企业投资具有显著的正向作用。考虑到在经济下行期，央行一般是实施降准政策，也即是在经济下行期，央行降准政策的实施想要达到预定的调控效果，还需要有其他的经济变量协同发挥作用；从企业家信心对企业投资的作用来看，尽管企业家信心对企业投资具有正向作用，但不具有显著性。回归结果与表3基准回归结果不一致。

为什么在经济下行期央行降准政策的实施想要达到预定的调控效果还需要其他经济变量的协同发挥作用？主要原因是经济下行期，银行更加惜贷、慎贷，企业也

① 对于2012—2015年的样本区间，由于此区间的存款准备金率基本没有变，且GDP增长率变化较小，无法把此样本区间较为准确划分为是属于经济上行期还是经济下行期，因此把2012年至2015年的样本区间定为经济平稳期。

② 运用Chowreg检验组间回归系数差异时，采用type（3）类型，并对行业进行聚类，以下有关运用Chowreg检验组间回归系数差异时均按此方法，不再赘述。

更加缺乏投资机会。

为什么在经济下行期企业家信心对企业投资虽具有正向作用，但却不具有显著性？主要原因是经济下行期，企业家信心不足，缺乏变异性。[①]

因此在经济下行期央行降准政策的实施想要达到预期效果还需要其他经济变量协同发挥作用。这些其他的经济变量至少包括银行和新闻媒介在内。具体来讲就是，经济下行期，一是银行要“敢贷”“愿贷”“会贷”，二是包括自媒体在内的新闻媒介的宣传要与央行调控方向一致，同频共振，从而增强企业家信心，进而刺激企业投资。

（三）存款准备金率和企业家信心对企业投资的作用机制分析

如前文所述，存款准备金率主要通过利率渠道和银行信贷渠道这两条渠道发挥政策传导作用。以企业利息支出除以企业银行借款[②]表示企业银行借款利率，[③]以企业银行借款除以总资产表示企业银行借款比例，分别以企业银行借款利率和企业银行借款比例作为被解释变量，解释变量都为存款准备金率（*Lr1*），分别用企业借款利率和企业银行借款比例对存款准备金率进行回归，仍然采用个体固定效应模型，控制变量同表 1，回归结果如表 5 所示。

根据表 5，存款准备金率（*Lr1*）对企业银行借款利率具有正向作用，对企业银行借款数额具有负向作用，且都在 5% 显著性水平下具有显著性，因此当央行实施升准政策时，一方面，企业银行借款利率上升，由此将导致企业投资下降，体现了存款准备金利率传导渠道；另一方面，企业银行借款数额增速放缓或总量减少，企业投资也将放缓或减少，体现了存款准备金银行信贷传导渠道；反之，央行实施降准政策，企业将增加投资。显然，存款准备金率通过利率渠道和银行信贷渠道这两条渠道对企业投资发生作用。

从企业家信心对企业投资的作用机制来看，当企业家信心增强时，企业家风险偏好加强，企业风险承担意愿增强（实质是企业家风险承担意愿增强），企业更易于扩大投资。在企业扩大投资所需资金来源方面，从企业外部融资渠道看，企业将会增加债务融资，并把新增加融入的资金用于企业投资；从企业内部融资渠道看，近年来，由于实体投资收益率下降，金融投资收益率上升，企业往往把资金用于委托贷款、购买银行理财产品等，非金融企业影子银行化趋势愈加凸显，当企业家信心增强时，则企业家对企业投资的预期收益率也将上升，此时企业家就会减少用于委托贷款、购买银行理财产品等的资金，并增加实体投资，扩大生产规模。

以企业息税前利润除以总资产比值三年（t–2 至 t 年）滚动标准差作为企业风险承担能力的代理变量，滚动标准差越大，企业风险承担能力越大，越偏好风险，反之，则相反；以企业银行借款比例作为企业债务融资的代理变量；有关企业影子银行化变量，借鉴李建军和韩珣（2019），用“实质性信用中介”和“影子信贷链条”来测算。分别以企业风险承担、企业银行借

① 详细解释见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。
② 本文企业银行借款数额用（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款）表示。
③ 剔除比值大于1的异常值。

款比例和企业影子银行化作为被解释变量，解释变量都为企业家信心（*Lconf*），均采用个体固定效应模型分别回归，控制变量同表 1，回归结果如表 6 所示。

根据表 6，企业家信心对企业风险承担能力和企业银行借款比例均具有正向作用，且都在 1% 显著性水平下具有显著性；企业家信心对企业影子银行化具有负向作用，且在 1% 显著性水平下具有显著性。因此，企业家信心增强，企业风险承担能力增强，企业将会扩大投资规模，在扩大投资规模所需资金来源主要是通过增加企业外部银行借款比例和减少企业内部用于影子银行化资金来筹集。研究的一个重要发现是，企业家信心增强能够抑制企业影子银行化行为，这也从侧面说明了企业家信心不足是近年来我国非金融企业影子银行化快速扩张的一个重要原因，由此得到的启示是，提升企业家信心有助于治理非金融企业影子银行化行为，从而有助于引导资金“脱虚向实”。

根据以上实证检验，下调存款准备金率（上调存款准备金率则相反）和增强企业家信心对企业投资的作用机理如图 1 所示。

（四）进一步分析

1. 产权异质性

信贷配给现象在我国银行信贷市场中一直存在。相比民营企业，国有企业凭借其与政府的天然政治关联、政府的隐性担保，在稀缺的银行信贷资源中占据着优势地位。因此，央行实施升准或降准政策对国有和民营企业从银行获得的信贷资金的影响就可能不同，从而对国有和民营企业投资的影响也就可能不同。企业家信心高涨固然有助于促进企业投资，但是企业增加投资能否最终落地还取决于企业融资约束，仅有信心但缺乏或没有资金，项目也难以落地。国有和民营企业所受融资约束程度不同，因此企业家信心对国有和民营企业家的投资作用也可能不同。鉴于此，根据最终控制人性质，本文进一步把样本分为国有和民营企业，并设置组间虚拟变量 D，当样本属于民营企业时 D=1，样本属于国有企业时 D=0，分别按模型(1)回归，并用 Chowreg 检验组间回归系数差异的显

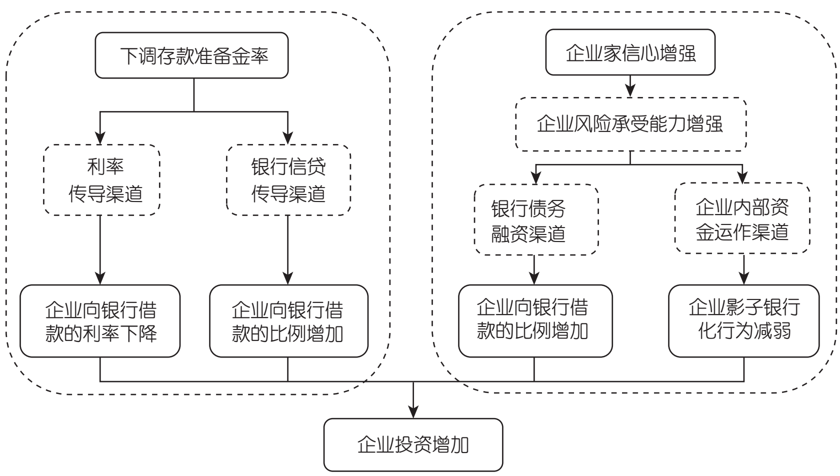

图 1　存款准备金率和企业家信心对企业投资的作用机理

著性。回归结果如表 7 所示。

根据表 7，*Lr1* 对国有企业投资的负向作用略大于对民营企业投资的负向作用；*Lconf* 对国有企业投资的促进作用要大于对民营企业投资的促进作用。

问题一：为什么表 7 中 *Lr1* 对国有企业投资的作用略大于对民营企业投资的作用？主要原因是我国大型银行金融机构的贷款对象一般以国企为主，而中小银行金融机构的贷款对象则一般以民营企业为主。问题二：为什么企业家信心对国有企业投资作用大于对民营企业投资作用？主要原因是民营企业所受融资约束更大。①

2. 行业的异质性

制造业和房地产业不仅是企业投资的两大重点行业，更是在我国国民经济发展中占据重要地位，因此，有必要考察存款准备金率和企业家信心对这两大行业投资的影响。鉴于此，本文进一步从样本中筛选出制造业和房地产业两大类行业，并设置组间虚拟变量 D，当样本属于制造业时 D=1，样本属于房地产业时 D=0，分别按模型（1）回归并用 Chowreg 检验组间回归系数差异的显著性。回归结果如表 9 所示。相较于房地产业，存款准备金率对制造业投资的作用更大，显著性水平更高，而房地产行业相对更具刚性。对此，本文认为可以从以下两方面作出解释。

第一，从制造业角度看，制造业企业除了在吸纳大量劳动力，缓解我国就业压力具有重大意义之外，制造业企业还关系着我国产业转型升级，因为产业的转型升级说到底靠的还是企业对高端产业的投资，所以，制造业企业向来是银行的重点客户之一，存款准备金率对制造业企业的银行借款可得性将产生重要影响，从而对制造业企业投资产生重要影响。

第二，从房地产业角度看，由于银行对房地产企业开发贷和对居民购房的抵押贷款，利率相对于制造业企业更高，且抵押品更容易变现处置，导致了银行对地产相关贷款的刚性需求。

根据表 9，从显著性水平看，显然企业家信心对制造业投资作用的显著性水平更高，而对房地产投资作用却不具有显著性，主要原因是我国房地产市场是一个政策市场，房地产投资更多地受到国家宏观调控政策所影响。

五、研究结论与启示

（一）研究结论

本文研究了存款准备金率和企业家信心对企业投资的影响作用。通过理论分析和实证检验，研究发现：一是存款准备金率调降对企业投资具有显著的正向作用；二是企业家信心对企业投资具有显著的正向作用。机制检验发现，对于存款准备金率而言，存款准备金率通过影响企业银行借款利率（利率传导渠道）和企业银行借款比例（银行信贷渠道）来影响企业投资；对于企业家信心而言，企业家信心的增强或减弱将引起企业风险承受意愿的增强或减弱，并通过银行债务融资和重新配置企业内部资金这两条渠道来影响企业投资。

进一步研究发现：①相较于国有企业，存款准备金率对民营企业投资的影响会更大，但企业家信心对国有企业投资的正向作用大于对民营企业投资的正向作用。

① 详细解释见增强出版，中国知网—《金融市场研究》。

②对于制造业和房地产业，存款准备金率对制造业投资具有显著的负向作用，对房地产业投资的影响不具有显著性；企业家信心对制造业投资具有显著的正向作用，但对房地产业投资的影响不具有显著性。

（二）研究启示

① 在当今数字媒体迅速发展的时代，央行货币政策的实施需要关注媒体的舆论导向作用。央行货币政策实施的最终影响对象更多的为企业家，企业家的投资决策不仅受央行货币政策调控所影响，也会深受媒体影响。因此央行货币政策的实施如能得到媒体部门的协调配合，同频共振，那么企业家信心与央行调控方向就会更大程度地保持一致，最终将有效提升央行货币政策调控效果。

② 在经济下行期，为保证存款准备金率货币政策畅通传导效应，一是落实银行“敢贷、愿贷、能贷、会贷”的长效机制，二是切实采取各种有效措施提升企业家信心，为央行实施精准有力的稳健货币政策创造前提条件。2023 年 4 月 28 日中共中央政治局会议强调“稳健的货币政策要精准有力”。稳健的货币政策要精准有力，首先是货币政策要有效。本文实证检验显示，在经济下行期，央行实施降准政策的实施想要达到预期的效果需要其他经济变量协同发挥作用。

③ 增强企业家信心能够促进企业投资，但在提升企业家信心的同时，也要解决企业融资问题，尤其是民营企业融资问题，二者不可偏颇。企业投资需求的扩大，尤其是民营企业投资需求的扩大，能够吸纳更多的劳动力，从而能够增加居民收入，进而刺激居民消费需求，最终有利于扩大内需。根据本文实证检验结果，想要稳定经济增长，光强调提振企业家信心还不够，仅有企业家信心而没有或缺乏资金，企业投资也难以落地，重点还是要解决企业融资问题，尤其是民营企业的融资问题。

④ 治理非金融企业影子银行化现象，可以从提升企业家信心入手。近年来，我国非金融企业影子银行化程度不断加深，资金“脱实向虚”趋势愈加明显，系统性金融风险不断聚集。本文实证检验发现，增强企业家信心能够抑制非金融企业影子银行化行为，企业家信心低迷是非金融企业影子银行化的一个重要原因。因此提升企业家信心可以引导资金“脱虚向实”，从而能够防范和化解重大金融风险，进而有利于推动我国经济实现高质量发展。N

学术编辑：卢超群

参考文献

[1] 陈彦斌,唐诗磊.信心、动物精神与中国宏观经济波动[J].金融研究,2009(09):89-109.

[2] 邓永亮,张华.影子银行发展与企业创新投入——来自中国制造业上市公司的经验研究[J].经济与管理研究,2022,43(08):108-128.

[3] 耿中元,于玉环.不同货币政策工具对公司投资水平的影响——基于高科技类上市公司的数据[J].哈尔滨工业大学学报(社会科学版),2018,20(05):120-126.

[4] 韩国高,胡文明.宏观经济不确定性、企业家信心与固定资产投资——基于我国省际动态面板数据的系统GMM方法[J].财经科学,2016(03):79-89.

[5] 花贵如,刘志远,许骞.投资者情绪、管理者乐观主义与企业投资行为[J].金融研究,2011(09):178-191.

[6] 李建军,韩珣.非金融企业影子银行化与经营风险[J].经济研究,2019(08):21- 35.

[7] 刘惠好,焦文妞.基于企业债务融资的定向降准政策效果研究——兼论宏观经济不确定性的影响[J].现代经济探讨,2021(07):56-67.

[8] 王曦,李丽玲,王茜.定向降准政策的有效性:基于消费与投资刺激效应的评估[J].中国工业经济,2017(11):137-154.

[9] 徐明东,陈学彬.中国微观银行特征与银行贷款渠道检验[J].管理世界,2011(05):24-38+187.
[10] 余明.中国存款准备金政策有效性分析[J].世界经济,2009,32(02):56-65.
[11] 张炎炎,丁志国,任浩锋.货币政策调控怎样有效支持实体经济?——数量型与价格型工具的微观效应分析[J].浙江社会科学,2022(04):14-24+35+156.
[12] Andersson M,Mosk B.Confidence and business investment[R].Economic Bulletin Boxes,European Central Bank,2019,4.
[13] Guo Y,He S.Does confidence matter for economic growth? An analysis from the perspective of policy effectiveness[J].International Review of Economics & Finance,2020,69:1-19.
[14] Konstantinou P,Tagkalakis A.Boosting confidence: is there a role for fiscal policy?[J].Economic Modelling,2011,28(4):1629-1641.
[15] Maditinos D I,Tsinani A V,Šević Ž.Managerial optimism and the impact of cash flow sensitivity on corporate investment: the case of Greece[J].International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research,2015,8(2):35-54.
[16] Schmidt S.Lack of confidence,the zero lower bound,and the virtue of fiscal rules[R].Working Paper Series 1795,European Central Bank,2015.

The Bank Reserve Requirement Ratio, Entrepreneur Confidence and Enterprise Investment

ZHANG Hua[1] DENG Yongliang[2]

(1.School of Business Administration, Guangdong University of Finance & Economics;

2.School of Economics,South China Business College of Guangdong University of Foreign Studies)

Abstract The concluding report of the Communist Party's 20th National Congress states that we should "accelerate the establishment of a new development pattern and strive to promote high-quality development". Precise and effective monetary policy and confidence among entrepreneurs are crucial components of high-quality development of the Chinese economy. Based on data from Shanghai and Shenzhen A-share listed companies between 2007 and 2021, this paper empirically tests the effects on corporate investment from the reserve ratio on bank deposits and entrepreneur confidence. The mechanism test shows that the central bank's reserve requirement ratio plays a role in corporate investment mainly through interest rate transmission and bank credit transmission channels. Entrepreneur confidence plays a role in corporate investment mainly by affecting corporate risk capacity, bank debt financing channels, and corporate internal fund reallocation channels. This paper also makes policy recommendations on how to restore and expand demand in the Chinese economy by stimulating enterprise investment to boost economic growth.

Keywords Deposit Reserve Ratio, Entrepreneur Confidence, Enterprise Investment, Internal Driving Force for Economic Growth, Expanding Domestic Demand

JEL Classification E52 D21 M11