

通货膨胀预期与企业金融化

——基于“通货膨胀幻觉”的视角^{*}

陆 蓉 朱思源 徐天丽

内容提要:在疫情防控常态化时期,持续攀升的通货膨胀率为我国经济平稳运行带来了新的挑战。本文基于“通货膨胀幻觉”的视角,探索宏观经济环境变化对企业金融活动的影响及其内在机理。研究表明,高通货膨胀预期会促进非金融企业扩大当期金融活动。机制检验显示,由于投资者存在“通胀幻觉”,通货膨胀预期上升会导致企业股权价值被低估,进而促使企业增加金融资产投资以修复估值。对于机构持股比例更低、杠杆率更高的企业,“通胀幻觉”导致企业股权价值被低估程度更高,通货膨胀预期对企业金融化趋势的促进作用更为显著。进一步研究发现,通货膨胀预期下企业增加金融资产投资的主要动机是利润追逐而非预防性储蓄,且较高的信息透明度和市场化程度能通过缓解投资者的“通胀幻觉”有效抑制企业金融化趋势。本文的研究表明,完善信息披露制度、鼓励机构投资者参与市场和推动产业升级以缩小金融、实体利润差,有助于促进金融更好地服务实体经济高质量发展。

关键词:通货膨胀预期 通货膨胀幻觉 错误定价 金融资产投资

作者简介:陆 蓉,上海财经大学金融学院博士生导师,教授,200433;

朱思源(通讯作者),上海财经大学金融学院博士研究生,200433;

徐天丽,上海财经大学金融学院博士研究生,200433。

中图分类号:F832 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2022)12-0097-16

一、引 言

在疫情防控常态化时期,相较于增长等其他实体经济变量,持续攀升的通货膨胀率已经成为影响实体经济的最重要变量,为全球经济平稳运行带来了新的挑战。给定宏观经济发展中通货膨

^{*} 基金项目:国家自然科学基金面上项目“危机冲击下的民营企业韧性度量与提升路径:基于温州的调查研究”(72173081);国家自然科学基金面上项目“交易传染与非理性价格形成:基于投资者画像的精准识别”(71773072);国家自然科学基金面上项目“中国资本市场行为特征对因子定价模型的影响及其监管研究”(72073088)。作者感谢匿名审稿专家的宝贵意见,文责自负。朱思源电子邮箱:gbdzsy@163.com。

胀的普遍性和波动性特征(李四海、江新峰,2021),作为理性经济人的企业管理者会充分利用全部可得信息形成无系统偏误的通胀预期(饶品贵、张会丽,2015),并基于该预期进行策略性运营安排以规避实际通货膨胀可能引发的不利经济后果。鉴于此,现有文献围绕实体企业资产配置,从企业现金持有、存货储备、研发投入等微观层面对通货膨胀预期如何影响实体经济进行了较为全面的探讨(饶品贵、张会丽,2015;翟光宇、王晓辉,2020;钟腾等,2020),但鲜有文献关注通货膨胀预期变动如何影响企业金融资产投资。适度金融资产投资有助于企业防范流动性风险,提高资金利用率。然而,当大量实体企业的资产配置逐渐趋向于金融投资时,不仅会造成实体经济与虚拟经济脱节,加剧金融市场波动,引发系统性金融风险,还会极大地损害我国经济结构和产业升级进程,加剧宏观经济的动荡(陆蓉、兰袁,2020)。基于此,关注通货膨胀预期对实体企业金融化趋势的影响,不仅有助于从宏观角度进一步探索实体企业金融化趋势的影响因素,也能为中国政府创新和完善宏观调控以提高政府治理效能提供理论依据。

通货膨胀预期可以通过错误定价机制来影响企业的金融资产投资行为。Fama 和 Schwert (1977)以国库券的利率作为预期通货膨胀率的代理变量,发现预期通货膨胀率与资本市场总体回报表现为显著的负相关。Modigliani 和 Cohn(1979)以及 Ritter 和 Warr(2002)指出,这是因为有限理性的投资者存在“通货膨胀幻觉”(简称通胀幻觉)。他们认为,当通货膨胀预期上升时,投资者可能会犯两类错误,导致企业股权价值被低估:一是,投资者可能错误地使用包含预期通货膨胀率的名义贴现率对未来的股权现金流量进行贴现;二是,投资者可能直接使用包含通货膨胀率的名义利率来计算企业的利息支出或忽视企业为维持原有的最优资本结构而发行的新增债务。而金融资产因具有流动性好、收益率高的特质,将成为企业提振估值的理想工具。具体地,一方面,企业持有金融资产可以储备流动性以防范通胀压力造成的资金链断裂风险,从而降低投资者的必要贴现率;另一方面,以金融资产投资替代实体经营投资有助于企业在短期内获得更高的金融利润,从而提高投资者的期望现金流。基于上述分析,本文采用 2007 年第一季度到 2020 年第三季度沪深两市 A 股非金融上市公司的财务数据,实证检验通货膨胀预期对企业金融化趋势的影响及其作用机制。

相对于已有文献,本文的创新和边际贡献主要体现在以下几个方面。第一,丰富了有关通货膨胀预期经济后果的研究。已有文献聚焦于通货膨胀预期对现金持有(饶品贵、张会丽,2015)、存货调整(饶品贵等,2016)等企业行为的影响。本文从金融资产投资的角度出发,发现通货膨胀预期上升会导致企业增加金融资产投资,这是对既有文献的拓展和补充。第二,揭示了从宏观经济环境到微观企业行为的传导机制。现有研究主要围绕宏观经济不确定性(翟光宇、王晓辉,2020)、实物资产价格变化(李四海、江新峰,2021)、企业外部融资获取(李青原等,2015)以及通货膨胀政策管理(Kumar,2020)等来分析通货膨胀预期影响企业资产配置的机制,但较多地停留在理论分析的层面。本文基于“通货膨胀幻觉”理论提供了模型支撑和实证依据,发现通货膨胀预期上升可能会导致企业股权价值被低估,进而促进企业增加金融资产投资以提振股权价值,打开了宏观经济环境影响微观企业投资行为的“黑箱”。第三,拓宽了企业金融化动机相关研究视野。本文进一步确认了实体企业“脱实向虚”的动机,发现通货膨胀预期上升时企业增加金融资产投资主要是出于利润追逐动机而非“蓄水池”动机,这对政府创新和完善宏观调控,提高政府治理效能,促进金融更好地服务实体经济高质量发展具有重要的参考意义。

二、理论分析与研究假设

本文旨在研究通货膨胀预期对企业金融资产投资的影响。这一研究主要涉及两个环节的理论,一是通货膨胀预期与企业股权价值,二是金融资产投资与企业股权价值。接下来,本文将分别围绕这两个环节进行详细的理论分析。

(一)通货膨胀预期与企业股权价值

关于通货膨胀预期影响企业股权价值的研究最早可以追溯到 Fisher(1930)提出的“费雪效应”,即实物资产的预期名义收益率等于预期实际收益率与预期通货膨胀率之和。其中,预期实际收益率相对稳定,这意味着预期通货膨胀率只对实物资产的预期名义收益率产生正向影响,二者同升同降。由于股权代表的是对实物资产的所有权,因此,企业股权价值的涨跌也应该与预期通货膨胀率的变动保持正向一致的关系。然而,许多学者却发现了与“费雪效应”相对立的结果。其中,Modigliani 和 Cohn(1979)首次提出了“通货膨胀幻觉”假说,他们认为通货膨胀的变化可能使得有限理性的投资者无法正确区分名义贴现率和实际贴现率,当通货膨胀率上升时,投资者错误地使用过高的名义贴现率估计企业股权的内在价值,将导致企业股权价值被低估。该假说得到了 Sharpe(2002)、Lothian 和 McCarthy(2001)、Campbell 和 Vuolteenaho(2004)、刘仁和(2009)、陈国进等(2009)、方文全(2009)以及张宗新和朱伟骅(2010)等国内外学者的广泛支持。

要理解通货膨胀预期为何会导致企业股权估计价值出现偏差,首先要明确股权的真实价值由何决定。根据股权现金流折现模型,股权真实价值(S)的决定依赖两个方面,一是未来的股权自由现金流量,即支付完所有利息和本金以及用于维持现有资产和增加新资产的资本支出后的剩余现金流量;二是股权资本成本,即将未来现金流转换为现值的投资者要求的必要报酬率。用模型①可以表示为:

$$S = \frac{FCFE}{r} = \frac{(EBIT - I) \times (1 - \tau) + DA - CAPX - \Delta Ope + \Delta Debt}{R - p} \quad (1)$$

其中, $FCFE$ 为实际股权自由现金流量, r 为实际必要报酬率, $EBIT$ 为息税前利润, I 为利息支出, τ 为所得税税率, DA 是折旧和摊销, $CAPX$ 为资本支出, ΔOpe 为营运资本变动, $\Delta Debt$ 为净债务增加, R 为名义必要报酬率, p 为通货膨胀率。

据此,企业股权估计价值对真实价值偏离的第一方面是投资者对未来必要贴现率预期的偏差。Modigliani 和 Cohn(1979)指出,由于存在通胀幻觉,投资者可能直接使用包含通货膨胀率的名义贴现率对未来的股权现金流量进行贴现,从而导致企业股权估计价值出现偏差。也就是说,在通胀时期($p > 0$),通胀幻觉会导致企业股权价值被低估;反之,在通货紧缩时期($p < 0$),企业股权价值可能被高估。以通胀时期为例,用模型可以表示为:

$$S = \frac{FCFE}{r} > S' = \frac{FCFE}{r + p} \quad (2)$$

偏离的第二个方面是投资者对现金流量预期的偏差。首先,Modigliani 和 Cohn(1979)发现,对于

① 考虑到分析的简便性与直观性,本文讨论零成长企业的情况,即假设企业在未来将持续产生无增长的固定股权现金流量。

存在债务的企业而言,通胀幻觉会使投资者直接使用包含通货膨胀率的名义利率来计算企业应支付给债权人的利息 $[I' = (r + p) \times Debt]$,然而,企业的债务成本在举债筹资时是确定的 $(I = r \times Debt)$,采用的是不随通货膨胀变化而变化的固定合同利率。因此,在通胀时期,企业利息支出将被高估 $(I < I')$,从而导致企业股权价值被低估。在此基础上,Ritter 和 Warr(2002)关注通货膨胀完全可预期的情形,假设债权人可以事先向负债企业收取包含未来通货膨胀溢价的约定利息 $[I = (r + p) \times Debt]$,以弥补未来通货膨胀率上升造成的债权贬值损失,这意味着企业债务真实价值减少对股权价值的影响将被实际现金流的减少所抵消。但值得注意的是,为了维持原有的最优资本结构,企业还需要举借新债 $(p \times Debt)$ 以保持债务的真实价值不变,而这部分新增债务 $(\Delta Debt > \Delta Debt')$ 往往被投资者忽略,从而导致企业股权价值在通胀时期被低估。最后,Konchitchki(2011)、Chordia 和 Shivakumar(2005)以及罗勇根等(2018)通过实证检验发现,通货膨胀会影响企业的未实现利润、降低其未预期盈余及盈余质量,为通胀幻觉假说提供了更为直接的证据。具体地,罗勇根等(2018)认为,通货膨胀率上升时,企业生产经营成本增加,但销售价格调整具有滞后性,使收入增长相对缓慢、企业盈余下降。投资者观察到企业名义利润下降 $(EBIT > EBIT')$,但难以准确剔除通货膨胀对利润的影响,将导致企业股权价值被低估。以上三种可能解释用模型可以表示为:

$$S = \frac{(EBIT - I) \times (1 - \tau) + DA - CAPX - \Delta Ope + \Delta Debt}{r} >$$

$$S' = \frac{(EBIT' - I') \times (1 - \tau) + DA - CAPX - \Delta Ope + \Delta Debt'}{r} \quad (3)$$

其中, $I < I', \Delta Debt > \Delta Debt', EBIT > EBIT'$ 。^①

综上所述,基于通货膨胀幻觉的视角,本文认为通货膨胀预期上升会导致企业股权价值被低估。

(二)金融资产投资与企业股权价值

现有文献关于企业金融化动机的研究已经达成广泛共识,具体包括“蓄水池”动机和利润追逐动机。其中,“蓄水池”动机是指企业持有金融资产的目的是储备流动性,以防范现金流冲击带来的资金链断裂风险(Stulz,1996;胡奕明等,2017;张成思、郑宁,2018);利润追逐动机是指企业持有金融资产的目的是追求金融利润,以避免较低的实体投资收益率造成企业总体利润率下滑(Orhangazi,2008;张成思、张步昙,2016;杜勇等,2017;谢富胜、匡晓璐,2020)。鉴于此,本文认为企业金融资产配置会显著影响企业股权价值的期望现金流和必要报酬率。这意味着,当通货膨胀预期上升导致投资者产生通胀幻觉时,企业可能会增加金融资产投资,以达到提振企业股权价值的目的。

从“蓄水池”动机来看,通货膨胀预期下企业配置金融资产对企业股权价值的影响主要体现在必要报酬率方面:企业持有金融资产可以储备流动性以防范通胀压力造成的资金链断裂风险,从而促进实体经济平稳。通货膨胀预期上升在一定程度上会推动未来实际通货膨胀率上升并导致宏观经济不确定性程度提高(Bekaert 和 Wang,2010),从而加剧公司未来收入、成本以及现金流的不确定性。因此,通货膨胀预期上升时,相较于固定资产、无形资产等需要长期、持续的资金投入并具有较高的沉没成本和调整成本的实体经济投资项目,企业增持大量流动性资产或进行营运资本管理,可以提高自身现金流灵活性,缓解未来可能面临的财务困境(王红建等,2014;Kumar,

① 带'表示考虑存在通货膨胀幻觉时变量的内涵,不带'则表示不存在通货膨胀幻觉时变量的内涵。

2020)。此时,具有较强变现能力和较低变现成本的金融资产就成为一种理想的流动性管理工具。此外,对于生产性企业而言,面对通货膨胀预期造成的上游原材料价格波动,企业借助套期保值、远期定价、远期合约等金融工具进行对冲交易,可以锁定损失,避免远期风险(戴颢等,2018;彭俞超等,2018)。

从利润追逐动机来看,通货膨胀预期下企业配置金融资产对企业股权价值的影响主要体现在期望现金流方面:当实体经济投资收益率低于金融投资收益率时,以金融资产投资替代实体经济投资有助于企业获得更高的金融利润。通货膨胀率上升不仅会提高企业原材料和固定资产重置价格,还会降低折旧税收实际扣除数额(Erb 和 Harvey,2006;饶品贵等,2016),因此,较高的通货膨胀预期意味着企业未来生产经营成本将会大幅上涨。然而,我国实体经济已陷入利润率低迷的困境(谢富胜、匡晓璐,2020),尤其对于低端制造业企业而言,其行业发言权少,议价能力较弱,生存环境相对恶化。当产业链遭受通货膨胀等外部环境冲击时,这类企业往往首当其冲受到负面影响:上升的经营成本无法通过提高产品价格进行转嫁,导致企业经营利润进一步受到挤压(吴海民,2012)。因此,企业增持金融资产可以获得比投资实体经济更高的收益,进而提高其期望现金流。

结合上述理论分析,本文提出假设 H1。

H1:预期通货膨胀率与企业金融化趋势呈正相关关系。

三、研究设计

(一)数据来源和样本筛选

考虑到 2006 年我国财政部颁布了新的《企业会计准则——基本准则》,进一步完善并规范了对金融工具的确认和计量,为了保证数据统计口径的一致性,本文选取 2007 年第一季度至 2020 年第三季度我国沪深两市 A 股上市公司的季度数据作为研究样本。上市公司财务数据来自 CSMAR 数据库,月度环比消费物价指数(CPI)以及其他宏观经济数据来自 Wind 数据库,未来物价预期数据来自中国人民银行各季度发布的《城镇储户问卷调查报告》。本文剔除了金融类和房地产类上市公司、ST 和 *ST 公司、上市时间不足 1 年的公司、主要变量数据缺失以及股东权益小于 0 的观测样本,并对所有连续变量进行上下 1% 缩尾(Winsorize)处理,最终得到 87365 个公司-季度观测值。

(二)模型构建与变量定义

为验证假设 H1 是否成立,本文构建模型(4):

$$\Delta Fin_{i,t} = \alpha + \beta EF_t + \gamma FirmCtrl_{i,t-1} + \delta MacroCtrl_t + \sum Time + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (4)$$

其中,被解释变量 $\Delta Fin_{i,t}$ 表示企业 i 在 t 期的金融资产投资增长率^①,用来衡量企业金融化趋势。参考彭俞超和黄志刚(2018)、陆蓉和兰袁(2020)的衡量方法,本文将交易性金融资产、衍生金融资产、买入返售金融资产、发放贷款及垫款、可供出售金融资产、持有至到期投资、长期股权投资以及投资性房地产八个科目划分为金融资产,并采用以下两种方式来计算企业金融资产投资增长率:本期与上期金融资产自然对数值之差以及本期与上期金融资产差值与总资产的比值。

EF_t 表示预期通货膨胀率,是本文的核心解释变量。中国人民银行的城镇储户问卷调查提供

① 采用金融资产投资增长率而非金融资产占比度量企业金融化趋势,可以很好地规避预期通货膨胀率影响企业其他资产所造成的干扰,因为该指标的大小仅取决于金融资产投资金额自身的变化。

居民关于物价预期的看法(候选回答包括上升、基本不变、下降、看不准),并计算未来物价预期指数来描述通货膨胀预期的变化趋势,^①但这一定性调查方法无法给出具体的预期通货膨胀率的数值大小。基于此,本文借鉴 Carlson 和 Parkin(1975)、肖争艳和陈彦斌(2004)以及卞志村和张义(2012)等国内外学者的研究,采用概率法将城镇储户问卷调查的定性数据转化为定量的预期通货膨胀率(EF_t)。如图 1 所示,本文采用概率法测算的预期通货膨胀率与未来一期实际通货膨胀率的总体走势基本吻合,但预期通货膨胀率的变化幅度相对较小。

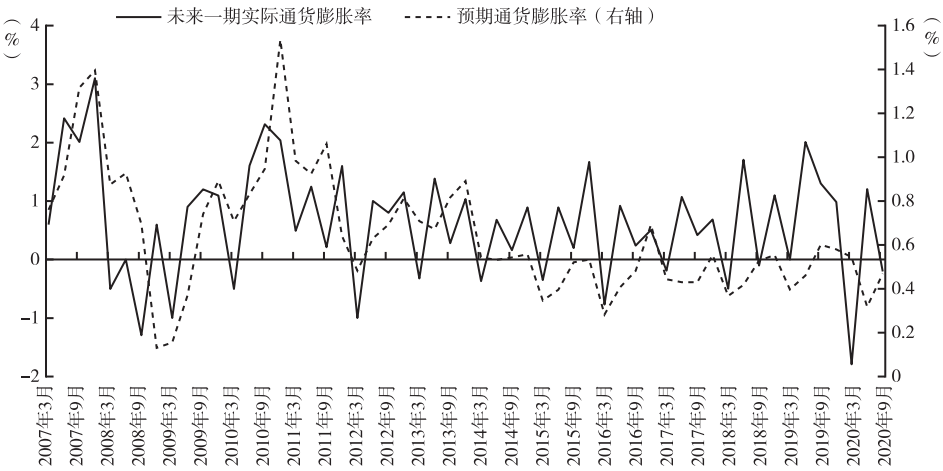


图 1 2007—2020 年采用概率法测算的预期通货膨胀率与未来一期实际通货膨胀率走势

基于已有研究(张永冀、孟庆斌,2016;彭俞超等,2018;郭胤含、朱叶,2020),模型(4)选取的控制变量包括宏观层面的控制变量($MacroCtrl$)GDP 增长率、M2 增长率,以及企业微观层面的控制变量($FirmCtrl$)公司规模、经营现金流比率、资产负债率、营业收入增长率、短期偿债能力、公司整体风险。本文在模型(4)中同时控制了个体固定效应($Firm$)以及年度和季度时间固定效应($Time$),并按公司聚类进行稳健标准误调整。变量具体定义如表 1 所示。

表 1 变量定义

符号	名称	定义
$\Delta Fin1$	金融资产投资增长率 1	$\ln(\text{本季度金融资产}) - \ln(\text{上季度金融资产})$
$\Delta Fin2$	金融资产投资增长率 2	$(\text{本季度金融资产} - \text{上季度金融资产}) / \text{本季度总资产}$
$Fin1$	金融资产绝对值	$\ln(\text{本季度金融资产})$
$Fin2$	金融资产相对值	$\text{本季度金融资产} / \text{本季度总资产}$
EF	预期通货膨胀率	具体定义和计算见模型构建与变量定义部分
$GGDP$	GDP 增长率	$(\text{本季度 GDP} - \text{上季度 GDP}) / \text{上季度 GDP}$

① 未来物价预期指数 = 预期上升人数占比 / (1 - 看不准人数占比) + 0.5 × 预期基本不变人数占比 / (1 - 看不准人数占比)。该指数高于 50%, 反映通货膨胀预期处于扩张状态; 低于 50%, 反映通货膨胀预期处于收缩状态; 等于 50%, 表示通货膨胀预期与上季持平。

续表 1

符号	名称	定义
$GM2$	M2 增长率	(本季度 M2 - 上季度 M2) / 上季度 M2
$\ln Size$	公司规模	总资产的自然对数
CF	经营现金流比率	经营活动产生的现金流量净额 / 总资产
Lev	资产负债率	总负债 / 总资产
$Growth$	营业收入增长率	(本季度营业收入 - 上季度营业收入) / 上季度营业收入
CR	短期偿债能力	流动资产 / 流动负债
$\ln DTL$	公司整体风险	总杠杆系数的自然对数

(三) 描述性统计

表 2 为主要变量的描述性统计。从 2007 年第二季度到 2020 年第三季度,基于概率法计量的预期通货膨胀率的均值是 0.6%。不同企业的金融资产投资增长率 $\Delta Fin1$ ($\Delta Fin2$) 差别较大,最大增速为 2.679 (0.131) ,最小增速为 - 1.792 (- 0.087) 。类似地,其他企业财务指标在不同上市公司中也呈现较大差异。

表 2
 主要变量的描述性统计

变量	样本量	均值	标准差	最小值	中位数	最大值
EF	54	0.006	0.003	0.001	0.006	0.014
$GGDP$	54	0.036	0.114	- 0.257	0.074	0.210
$GM2$	54	0.034	0.018	0.009	0.032	0.106
$\Delta Fin1$	87365	0.067	0.495	- 1.792	0.000	2.679
$\Delta Fin2$	87365	0.003	0.024	- 0.087	0.000	0.131
$Fin1$	87365	18.669	2.163	12.189	18.801	23.510
$Fin2$	87365	0.078	0.105	0.000	0.037	0.549
$\ln Size$	87365	22.180	1.248	19.511	22.018	25.871
CF	87365	0.020	0.060	- 0.160	0.016	0.196
Lev	87365	0.427	0.197	0.045	0.425	0.910
$Growth$	87365	0.136	0.527	- 0.798	0.046	3.263
CR	87365	2.359	2.613	0.278	1.560	20.202
$\ln DTL$	87365	0.464	0.589	- 0.400	0.282	2.830

四、实证结果与分析

(一) 通货膨胀预期与企业金融化

对模型 (4) 进行回归分析的结果如表 3 所示。为进一步说明回归结果的准确性和稳健性,本

文采用逐步加入企业微观层面、宏观层面控制变量以及年度、季度和个体固定效应的方式检验通货膨胀预期对企业金融化趋势的影响。表 3 中第(1)~(4)列考察了通货膨胀预期对金融资产投资增长率 $\Delta Fin1$ 的影响。其中,第(1)列只加入了通货膨胀预期的度量指标,第(2)~(4)列依次加入了企业微观层面、宏观层面控制变量以及相关固定效应。可以发现,预期通货膨胀率的回归系数均在 1% 的水平下显著为正,支持了假设 H1,即预期通货膨胀率与企业金融化趋势呈正相关关系。第(5)~(8)列将被解释变量替换成 $\Delta Fin2$,实证结果仍保持稳健。

表 3 通货膨胀预期与企业金融化

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin2$	$\Delta Fin2$	$\Delta Fin2$	$\Delta Fin2$
EF	2.788 *** (4.034)	2.705 *** (3.730)	2.262 *** (3.048)	5.152 *** (3.816)	0.141 *** (3.964)	0.183 *** (4.856)	0.190 *** (4.890)	0.191 *** (2.903)
$\ln Size$		0.060 *** (27.184)	0.058 *** (26.057)	0.091 *** (12.513)		0 (1.084)	0 (0.311)	-0.002 *** (-7.000)
CF		0.024 (0.823)	0.064 ** (2.053)	0.075 * (1.885)		0.006 *** (4.128)	0.006 *** (4.132)	0.005 ** (2.552)
Lev		-0.069 *** (-5.258)	-0.061 *** (-4.540)	-0.046 * (-1.668)		-0.003 *** (-5.477)	-0.003 *** (-4.782)	-0.005 *** (-3.690)
$Growth$		0.001 (0.284)	0.002 (0.591)	-0.003 (-0.860)		0 (1.555)	0 (1.180)	0 (-0.099)
CR		0.003 *** (3.439)	0.003 *** (3.543)	0 (-0.189)		0.000 *** (4.085)	0.000 *** (4.128)	0 (0.725)
$\ln DTL$		-0.023 *** (-7.820)	-0.021 *** (-6.942)	-0.001 (-0.331)		-0.001 *** (-6.089)	-0.001 *** (-6.061)	0 (0.271)
$Fin1$		-0.057 *** (-35.216)	-0.057 *** (-35.133)	-0.135 *** (-40.820)				
$Fin2$						-0.009 *** (-4.605)	-0.009 *** (-4.549)	-0.082 *** (-24.561)
$GGDP$			0.014 (0.714)	0.055 (0.730)			-0.002 (-1.458)	-0.007 (-1.612)
$GM2$			-0.600 *** (-5.541)	-0.107 (-0.586)			-0.024 *** (-4.488)	-0.018 ** (-2.001)
年度/季度/ 个体固定效应	否	否	否	是	否	否	否	是
样本量	87365	87365	87365	87270	87365	87365	87365	87270
R^2	0	0.042	0.042	0.124	0	0.005	0.005	0.085
F 检验	16.276	177.59	144.981	173.261	15.712	40.215	33.781	73.016

注:括号中报告值是 t 统计量;***、** 和 * 分别表示在 1%、5% 和 10% 的水平下显著;按公司聚类,并进行稳健的标准误调整;本文所有回归均控制了个体、年度及季度固定效应。下同。

(二) 机制检验

上述实证结果已表明,通货膨胀预期上升时,企业会显著增加金融资产投资。根据理论分析,其背后的作用机制可能是投资者存在通胀幻觉,使得企业股权价值被低估,从而导致企业增加金融资产投资,以达到提振估值的目的。据此,本部分将对通货膨胀预期影响企业金融化的机制进行实证检验。

首先,基于上述理论分析,本文检验通货膨胀预期是否会降低企业股权估值,以及企业配置更多的金融资产是否能够提振企业估值。参考陆蓉等(2017)的做法,本文利用市值账面比分解的方法度量股票定价效率因子 Mis 。若 Mis 的数值较大,则意味着公司股价被高估的程度较高;相反,若 Mis 的数值较小,则意味着公司股价被低估的程度较高。回归结果如表 4 所示,第(1)列考察了通货膨胀预期对企业股票定价效率因子 Mis 的影响,结果显示回归系数在 1% 的水平下显著为负,证明了当通货膨胀预期上升时,通胀幻觉的存在会导致企业股权价值被低估。第(2)列检验了企业金融投资对企业股权价值的影响,结果显示 $\Delta Fin1$ 对企业未来一期估值水平的回归系数在 1% 的水平下显著为正,证明了企业配置金融资产能够有效提振企业估值。

其次,对于受通胀幻觉影响更大的企业而言,企业股权价值被低估的程度更高,通过增加金融资产投资进行估值修复的动机更为强烈。从投资者是否理性以及必要贴现率预期偏差角度来看,相较于个人投资者,机构投资者具有更强的信息挖掘和解读能力,投资行为也更加理性(王亚平等,2009),不易受心理偏差的影响而产生通胀幻觉,从而可以降低企业股权价值被低估的程度。因此,本文认为,若企业的机构持股比例越低,企业通过增加金融资产投资来提振公司价值的动机就越强烈。从现金流量预期偏差的角度来看,对于存在债务的企业而言,根据 Modigliani 和 Cohn(1979)、Ritter 和 Warr(2002)的理论模型,在通胀时期,由于通胀幻觉的存在,投资者往往会忽略名义债务贬值或新增债务对企业股权期望现金流的影响,从而导致企业股权价值被低估,并且,企业债务比重越大,企业股权价值受通胀幻觉影响而被低估的程度就越高。Ritter 和 Warr(2002)使用美国股票市场 1978—1997 年单个公司水平的数据对投资者通胀幻觉效应进行了测试,发现杠杆公司在通货膨胀时期的错误估值导致了 1980 年前后美国股市的严重低迷。因此,本文认为,若企业杠杆率越高,企业通过增加金融资产投资来提振公司价值的动机就越强烈。

基于上述分析,本文分别按照机构持股比例及企业杠杆率对样本进行分组回归,实证结果如表 4 所示。第(3)列、第(4)列是对机构持股比例调节作用的检验,将样本按照企业机构持股比例的中位数划分为高、低两组,分组回归结果显示,相较于机构持股比例较高的企业,通货膨胀预期对机构持股比例较低企业的金融资产投资具有更显著的正向影响。第(5)列、第(6)列是对企业杠杆率调节作用的检验,将样本按照企业资产负债率的中位数划分为高、低两组。分组回归结果显示,仅在企业杠杆率较高的样本组中,通货膨胀预期对企业金融资产投资有显著为正的影响。总的来说,表 4 的回归结果进一步验证了通货膨胀预期影响企业金融化的通胀幻觉机制。

表 4 通货膨胀预期与企业金融化:机制检验

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Mis	$F1. Mis$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$
			高机构持股比例	低机构持股比例	高企业杠杆率	低企业杠杆率
EF	-2.319*** (-3.133)		4.264** (2.186)	6.564*** (3.441)	7.861*** (4.362)	3.194 (1.608)

续表 4

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Mis	F1. Mis	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$	$\Delta Fin1$
			高机构持股比例	低机构持股比例	高企业杠杆率	低企业杠杆率
$\Delta Fin1$		0. 009 *** (4. 327)				
控制变量	是	是	是	是	是	是
年度/季度/个体 固定效应	是	是	是	是	是	是
样本量	86251	77814	43284	43238	43519	43504
R ²	0. 596	0. 609	0. 13	0. 155	0. 136	0. 158
F 检验	67. 551	63. 204	71. 512	118. 418	69. 444	109. 023
组间系数差异			- 2. 3 **		4. 666 ***	

注：F1. Mis 表示未来一期企业股票定价效率因子。

(三)稳健性检验

(1)剔除金融危机的影响。2008 年全球金融危机爆发后,为了扩大内需、促进经济平稳较快增长,我国政府在 2009—2010 年实施了“四万亿元”经济刺激计划,在推动通货膨胀预期上升的同时,可能也会导致企业增加包括金融投资在内的一系列投资支出。因此,本文在表 5 第(1)列中剔除了 2009—2010 年的样本数据,回归结果保持稳健。

(2)排除其他可能性解释。代理假说认为,通货膨胀预期与企业股票价值之间的负相关关系,可能是因为企业利润减少引起企业真实价值降低(Fama,1981),而非通胀幻觉所引发的错误定价。为了排除企业利润减少这一可能性解释,本文检验通货膨胀预期对企业未来资产收益率的影响。如表 5 中第(2)(3)列所示,通货膨胀预期并未导致企业当期和未来一期资产收益率下降,结果进一步验证了本文的通胀幻觉假说。

(3)内生性处理。使用工具变量。借鉴彭俞超等(2018)的方法,本文选取美国、日本、韩国、英国、法国、德国、意大利这七个国家的通货膨胀指数,以中国对这些国家的进口总额占比作为权重,使用加权平均方法得到中国通货膨胀预期的工具变量。从相关性来看,输入性通货膨胀会显著影响我国居民的通货膨胀预期(张健华、常黎,2011)。具体而言,主要发达国家的通货膨胀将推动国际大宗商品和石油等重要生产原材料的价格上涨,进而推高我国国内相关商品价格。从外生性来看,主要发达国家的通货膨胀只能通过影响中国通货膨胀预期来间接影响中国企业的金融投资行为,且中国企业的金融投资行为难以对主要发达国家的通货膨胀产生影响。七国进口加权后的国外通货膨胀同时满足了相关性和外生性两个条件,可以作为中国通货膨胀预期合适的工具变量。表 5 中第(4)(5)列展示了使用工具变量的两阶段最小二乘法回归结果。在第一阶段中,七国进口加权后的国外通货膨胀与本国的通货膨胀预期存在显著的正相关关系,Anderson 检验(p 值 = 0. 0000)和 Cragg-Donald Wald 检验(F 值 = 43688. 39)均表明本文选取的工具变量是有效的。在第二阶段中,与基于普通最小二乘法的回归结果一致,通货膨胀预期与企业金融化趋势之间仍存在显著的正相关关系,回归结果保持稳健。

(4)其他稳健性检验。本文还进行了一系列稳健性检验,比如更换预期通货膨胀的计算指标、改进企业金融资产的划分方式以及控制实际通货膨胀的影响等,结果保持稳健。^①

表 5		稳健性检验			
被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
	剔除金融危机的影响	排除其他可能性解释		内生性处理	
	$\Delta Fin1$	ROA	$F1. ROA$	第一阶段 EF	第二阶段 $\Delta Fin1$
EF	7.544 *** (4.926)	0.438 *** (8.541)	0.034 (0.880)		16.921 *** (6.376)
七国加权 CPI				0.209 *** (119.975)	
控制变量	是	是	是	是	是
年度/季度/个体 固定效应	是	是	是	是	是
样本量	79147	87268	78678	87270	87270
R^2	0.091	0.371	0.381		0.086
F 检验	177.007	139.702	77.731	14393.92	176.446

注: $F1. ROA$ 表示未来一期资产收益率。

五、进一步研究

(一)通货膨胀预期下企业金融化的动机

上述实证结果已表明,通货膨胀预期上升可能造成通胀幻觉,导致企业股权价值被低估,而金融资产因具有储备流动性、分散经营风险以及提供相对于实体投资更高收益率等功能,将成为企业提升估值的一种良好手段。值得注意的是,企业持有金融资产的不同动机,往往会给经济发展带来不同的影响。在“蓄水池”动机下,企业利用金融资源、适当地参与金融活动有其积极的一面,但在追逐利润动机下,过度金融化也会导致经济发展面临“脱实向虚”的问题。结合众多文献来看,目前实体企业存在过度金融化的现象,对经济产生的负面影响已超过了正面影响。因此,准确识别通货膨胀预期下企业金融化的动机,对政府创新和完善宏观调控、通过适当的通货膨胀预期管理来引导经济“脱虚向实”具有重要的参考意义。

在“蓄水池”动机下,通货膨胀预期对企业金融投资的影响与企业融资约束有关。彭俞超等(2018)认为,对于那些受融资约束强的企业而言,从外部获得融资十分困难。当预期通货膨胀率上升时,企业未来收入和现金流面临较高不确定性,持有流动性较好的资产是较为理性的选择。因此,可以预期,受融资约束程度重的企业相较于受融资约束程度轻的企业,其金融化趋势对通货膨胀预期的变动更为敏感。除此之外,在“蓄水池”动机下,持有金融资产并非企业的最终目的,而是为了储备流动性以降低未来通胀冲击下企业所面临的资金链断裂风险。这意味着,“蓄水池”动机下的企业金融化行为是一种服务实体经济的企业金融化,有利于实体经济发展。因此,本文认

① 由于文章篇幅有限,此部分实证结果并未展示。如有需要,请向作者索取。

为,“蓄水池”动机下的金融投资活动并不会进一步扩大企业金融 - 经营投资收益率缺口,反而可能对其产生抑制作用。

在利润追逐动机下,较高的通货膨胀预期意味着企业未来生产经营成本将会大幅上涨,进一步挤压企业的经营利润空间,而近年来,股票市场和房地产市场等金融领域的利润率不断上升,使企业倾向于将有限的资源更多地用于金融资产投资而非实体投资。因此,当预期通货膨胀率上升时,受融资约束程度轻的企业拥有更充裕的资金来优化金融资产配置,从而使得企业金融化趋势对通货膨胀预期的变动更为敏感。与此同时,利润追逐动机下的企业金融化行为往往会挤出实体经济投资,阻碍实体发展。具体而言,收益率高、流动性好的金融资产会吸引投资资金不断涌入,推动资产价格上涨,从而加大金融投资收益与生产性投资收益之间的差距,进一步削弱实体经济投资。因此,本文认为,利润追逐动机下的金融投资活动会扩大企业金融 - 经营投资收益率缺口。表 6 基于上述两个动机,对通货膨胀预期影响企业金融化的不同表现形式进行了总结。

表 6 通货膨胀预期下企业金融化的可能动机

可能动机 识别途径	“蓄水池”动机	利润追逐动机
融资约束	(+)	(-)
金融 - 经营投资收益率缺口	(-)	(+)

注:(+)和(-)分别表示通货膨胀预期对相关指标的预期作用为正向、负向。

根据上述分析,本文将从融资约束和金融 - 经营投资收益率缺口两个方面来检验通货膨胀预期下企业金融化的动机。首先,本文借鉴鞠晓生等(2013)的方法,使用 SA 指数来度量企业融资约束水平,并按照融资约束对样本进行分组回归。其次,本文借鉴饶品贵等(2016)的方法,构建回归模型(5):

$$Gap_{i,t} = \beta_1 + \beta_2 EF_t + \beta_3 \Delta Fin_{i,t} + \beta_4 \Delta Fin_{i,t} \times EF_t + \gamma Ctrl_{i,t-1} + \sum Time + \sum Firm + \varepsilon_{i,t} \quad (5)$$

其中,被解释变量 $Gap_{i,t}$ 是金融资产收益率和经营资产收益率的差异,即金融 - 经营投资收益率缺口^①。在模型(5)中,本文添加了企业金融资产投资和通货膨胀预期的交互项 $\Delta Fin_{i,t} \times EF_t$,通过观察该交互项回归系数的正负,本文能够准确识别企业配置金融资产是出于“蓄水池”动机还是利润追逐动机。

表 7 报告了通货膨胀预期下企业金融化动机的实证结果。首先,从融资约束的角度来看,如第(1)(2)列所示,仅在融资约束低的样本组中,通货膨胀预期对企业金融资产投资有显著为正的影响。其次,从金融 - 经营投资收益率缺口的角度来看,第(3) ~ (5)列分别列示了企业面对预期通货膨胀率变化时,其金融投资活动对当期、未来一期以及未来两期金融 - 经营投资收益率缺口的影响。结果显示, $\Delta Fin_{i,t} \times EF_t$ 对当期金融 - 经营投资收益率缺口的回归系数不显著,对未来一期和未来两期金融 - 经营投资收益率缺口的回归系数在 1% 的水平下显著为正。结果表明,企业在预期通货膨胀率上升时增加金融资产配置的投资行为会加大金融投资收益率和经营投资收益率的差距。上述一系列检验均证实,通货膨胀预期下企业金融化的主要动机是利润追逐而非预防性储蓄(即“蓄水池”)。

① 参考宋军和陆旸(2015)的做法,金融 - 经营投资收益率缺口 = 金融投资收益/金融资产 - (营业利润 - 金融收益)/(总资产 - 金融资产);金融投资收益 = 净利息收入 + 公允价值变动收益 + 投资收益 + 汇兑收益。

表 7
 通货膨胀预期下企业金融化动机探究

被解释变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
$\Delta Fin1$	融资约束		金融 - 经营投资收益率缺口		
	高	低	<i>Gap</i>	<i>F1. Gap</i>	<i>F2. Gap</i>
<i>EF</i>	1.132 (0.521)	8.983 *** (5.632)	-0.101 *** (-8.391)	-0.098 *** (-10.836)	-0.068 *** (-8.208)
$\Delta Fin1$			-0.766 (-0.878)	-0.701 (-0.963)	0.82 (0.717)
$\Delta Fin1 \times EF$			-1.335 (-0.734)	5.268 *** (4.934)	3.157 *** (2.690)
控制变量	是	是	是	是	是
年度/季度/ 个体固定效应	是	是	是	是	是
样本量	43551	43610	87268	78678	74431
R^2	0.145	0.125	0.263	0.248	0.234
F 检验	101.561	73.833	38.726	20.524	14.474
组间系数差异	-7.852 ***				

注：*F1. Gap* 和 *F2. Gap* 分别表示未来一期和未来两期金融 - 经营投资收益率缺口。

(二)通货膨胀预期与企业金融化的异质性分析

企业为追逐利润而增加金融资产投资,不仅会损害企业主营业务,还会加剧金融市场动荡。因此,在疫情防控常态化时期,面对全球通货膨胀率上升的宏观经济形势,如何有效减轻通货膨胀预期对实体经济的负面影响,我们需要进一步寻找答案。本文认为,企业信息透明度和地区市场化程度是减轻投资者通胀幻觉的关键。首先,对于信息透明度较低的企业而言,投资者了解企业盈余状况的难度更大、成本更高,尤其是在通货膨胀程度较高时期,企业盈余受通胀扰动更为剧烈,此时投资者更加无法准确估计企业利润的变化(罗勇根等,2018),从而更容易产生通胀幻觉。相反地,较高的企业信息透明度可以减轻投资者的通胀幻觉。其次,对于处在市场化程度较高地区的企业而言,一方面,较强的法律保护和较弱的政府干预意味着市场对企业信息披露履行情况的规范性和运作效率等要求较高,监督也较为有效;另一方面,较为成熟的市场经济制度意味着资本市场能较及时反映市场信息,具有较高的价格发现功能和定价效率。因此,提高市场化程度可以在一定程度上减轻投资者的通胀幻觉。

本文采用分析师人数来度量企业信息透明度,并采用王小鲁等(2019)公布的市场化指数来度量市场化程度。分组回归结果如表 8 所示。第(1)、(2)列显示,相较于信息透明度低的企业,通货膨胀预期对信息透明度高的企业的金融资产投资的正向影响更小;第(3)、(4)列显示,通货膨胀预期的回归系数仅在市场化的程度较低的子样本组显著为正,而在市场化程度较高的子样本中不显著。上述结果表明,降低企业信息不对称并提高市场化程度可以有效缓解通货膨胀预期对实体经济的负面影响。

表 8 通货膨胀预期与企业金融化的异质性分析

被解释变量 $\Delta Fin1$	(1)	(2)	(5)	(6)
	分析师人数多	分析师人数少	高市场化程度	低市场化程度
EF	4. 111 ** (2. 026)	6. 277 *** (3. 595)	2. 001 (0. 975)	8. 944 *** (4. 921)
控制变量	是	是	是	是
年度/季度/个体固定效应	是	是	是	是
样本量	41986	45151	38717	46939
R^2	0. 15	0. 148	0. 143	0. 137
F 检验	91. 413	95. 54	79. 534	86. 157
组间系数差异	- 2. 166 **		- 6. 943 ***	

六、结论与建议

本文采用概率法将中国人民银行发布的《城镇储户问卷调查报告》的定性数据转化为定量的预期通货膨胀率,并利用 2007 年第一季度到 2020 年第三季度沪深两市 A 股非金融上市公司的财务数据,实证检验了通货膨胀预期对企业金融化趋势的影响。实证结果表明:(1)预期通货膨胀率的上升会促使企业增加当期金融资产投资;(2)背后的作用机制是由于投资者存在通胀幻觉,通货膨胀预期上升将使企业股权价值被低估,从而导致企业增加金融资产投资,以达到提振估值的目的;(3)对企业金融化动机的进一步检验表明,企业在通胀时期增加金融资产投资是为了追逐利润而非预防性储蓄;(4)异质性检验表明,对于信息透明度和市场化程度较高地区的企业,投资者的通胀幻觉程度有所缓解,通胀预期上升带来的企业金融化趋势增长受到抑制。

本文的研究结论从宏观层面揭示了经济“脱实向虚”背后的原因。本文发现,有限理性投资者的通胀幻觉会导致企业股权价值在高通胀时期被严重低估,且较低的机构持股比例和企业债务的存在会进一步加剧低估程度,推动企业增加金融资产投资以获取更高的利润,从而提高股权预期现金流,达到提升估值的目的。该研究结论对企业和政策制定者具有一定启示意义。对于企业而言,应积极履行信息披露义务,加强与中小投资者的沟通,进而降低与投资者的信息不对称,缓解投资者通胀幻觉。对于政府而言,首先,应鼓励各类机构投资者参与资本市场,不断完善机构投资者结构,逐步健全机构投资者功能,进而降低我国资本市场投资者整体的通胀幻觉程度。其次,应完善企业信息披露制度,完善相关监管法律、法规和制度建设,提升企业信息透明度。再次,应创新和完善宏观调控,通过适当的通货膨胀预期管理来引导市场预期以实现物价稳定,避免市场形成较高的通货膨胀预期。最后,应依托国内经济循环体系促进制造业高级化转型发展,提高实体经营利润,缩小金融、实体利润差,实现实体企业金融活动和生产经营的良性互动。

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》,《经济研究》2012 年第 12 期。
2. 陈国进、张贻军、王景:《再售期权、通胀幻觉与中国股市泡沫的影响因素分析》,《经济研究》2009 年第 5 期。
3. 戴颢、彭俞超、马思超:《从微观视角理解经济“脱实向虚”——企业金融化相关研究述评》,《外国经济与管理》2018 年第 11 期。

4. 杜勇、张欢、陈建英：《金融化对实体企业未来主业发展的影响：促进还是抑制》，《中国工业经济》2017 年第 12 期。
5. 方文全：《股票收益与通货膨胀：代理效应还是通货膨胀幻觉》，《金融评论》2009 年第 1 期。
6. 郭胤含、朱叶：《有意之为还是无奈之举——经济政策不确定性下的企业“脱实向虚”》，《经济管理》2020 年第 7 期。
7. 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》，《经济研究》2017 年第 1 期。
8. 鞠晓生、卢荻、虞义华：《融资约束、营运资本管理与企业创新可持续性》，《经济研究》2013 年第 1 期。
9. 李青原、吴素云、王红建：《通货膨胀预期与企业银行债务融资》，《金融研究》2015 年第 11 期。
10. 李四海、江新峰：《通货膨胀预期与企业投融资期限错配》，《经济管理》2021 年第 3 期。
11. 刘仁和：《通货膨胀与中国股票价格波动——基于货币幻觉假说的解释》，《数量经济技术经济研究》2009 年第 6 期。
12. 陆蓉、何婧、崔晓蕾：《资本市场错误定价与产业结构调整》，《经济研究》2017 年第 11 期。
13. 陆蓉、兰袁：《中国式融资融券制度安排与实体企业金融投资》，《经济管理》2020 年第 8 期。
14. 罗勇根、饶品贵、岳衡：《“通货膨胀幻觉”的微观解释：盈余质量的视角》，《世界经济》2018 年第 4 期。
15. 彭超超、韩珣、李建军：《经济政策不确定性与企业金融化》，《中国工业经济》2018 年第 1 期。
16. 彭超超、黄志刚：《经济“脱实向虚”的成因与治理：理解十九大金融体制改革》，《世界经济》2018 年第 9 期。
17. 饶品贵、岳衡、姜国华：《通货膨胀预期与企业存货调整行为》，《经济学（季刊）》2016 年第 2 期。
18. 饶品贵、张会丽：《通货膨胀预期与企业现金持有行为》，《金融研究》2015 年第 1 期。
19. 宋军、陆诒：《非货币金融资产和经营收益率的 U 形关系——来自我国上市非金融公司的金融化证据》，《金融研究》2015 年第 6 期。
20. 王红建、李青原、邢斐：《金融危机、政府补贴与盈余操纵——来自中国上市公司的经验证据》，《管理世界》2014 年第 7 期。
21. 王小鲁、樊纲、胡李鹏：《中国分省份市场化指数报告（2018）》，社会科学文献出版社 2019 年版。
22. 王亚平、刘慧龙、吴联生：《信息透明度、机构投资者与股价同步性》，《金融研究》2009 年第 12 期。
23. 吴海民：《资产价格波动、通货膨胀与产业“空心化”——基于我国沿海地区民营工业面板数据的实证研究》，《中国工业经济》2012 年第 1 期。
24. 肖争艳、陈彦斌：《中国通货膨胀预期研究：调查数据方法》，《金融研究》2004 年第 11 期。
25. 谢富胜、匡晓璐：《制造业企业扩大金融活动能够提升利润率吗？——以中国 A 股上市制造业企业为例》，《管理世界》2020 年第 12 期。
26. 翟光宇、王晓晖：《通货膨胀预期与企业存货投资行为——基于行业与企业融资约束视角的实证分析》，《国际金融研究》2020 年第 10 期。
27. 张成思、张步昙：《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，《经济研究》2016 年第 12 期。
28. 张成思、郑宁：《中国非金融企业的金融投资行为影响机制研究》，《世界经济》2018 年第 12 期。
29. 张健华、常黎：《哪些因素影响了通货膨胀预期——基于中国居民的经验研究》，《金融研究》2011 年第 12 期。
30. 张永冀、孟庆斌：《预期通货膨胀与企业资产结构》，《会计研究》2016 年第 7 期。
31. 张宗新、朱伟骅：《通胀幻觉、预期偏差和股市估值》，《金融研究》2010 年第 5 期。
32. 钟腾、曾剑宇、何凡、蒋驿亮：《通货膨胀预期、资源重配与创新抑制》，《国际金融研究》2020 年第 12 期。
33. Bekaert, G., & Wang, X., Inflation Risk and the Inflation Risk Premium. *Economic Policy*, Vol. 25, No. 64, 2010, pp. 755–806.
34. Campbell, J. Y., & Vuolteenaho, T., Inflation Illusion and Stock Prices. *American Economic Review*, Vol. 94, No. 2, 2004, pp. 19–23.
35. Carlson, J. A., & Parkin, J. M., Inflation Expectations. *Economica*, Vol. 42, No. 166, 1975, pp. 123–138.
36. Chordia, T., & Shivakumar, L., Inflation Illusion and Post-Earnings-Announcement Drift. *Journal of Accounting Research*, Vol. 43, No. 4, 2005, pp. 521–556.
37. Erb, C. B., & Harvey, C. R., The Strategic and Tactical Value of Commodity Futures. *Financial Analysts Journal*, Vol. 62, No. 2, 2006, pp. 69–97.
38. Fama, E. F., Stock Return, Real Activity, Inflation and Money. *American Economic Review*, Vol. 71, No. 4, 1981, pp. 545–565.
39. Fama, E. F., & Schwert, G. W., Human Capital and Capital Market Equilibrium. *Journal of Financial Economics*, Vol. 4, No. 1, 1977, pp. 95–125.
40. Fisher, I., *The Theory of Interest*. New York: The Macmillan Co. Press, 1930.
41. Konchitchki, Y., Inflation and Nominal Financial Reporting: Implications for Performance and Stock Prices. *The Accounting*

Review, Vol. 86, No. 3, 2011, pp. 1045 – 1085.

42. Kumar, S. , Firms' Asset Holdings and Inflation Expectations. *Journal of Economic Behavior & Organization*, Vol. 170, No. 2, 2020, pp. 193 – 205.

43. Lothian, J. R. , & McCarthy, C. H. , Equity Returns and Inflation: The Puzzlingly Long Lags. *International Finance*, Vol. 2, 2001.

44. Modigliani, F. , & Cohn, R. A. , Inflation, Rational Valuation and the Market. *Financial Analysts Journal*, Vol. 35, No. 2, 1979, pp. 24 – 44.

45. Orhangazi, O. , Financialisation and Capital Accumulation in the Non-financial Corporate Sector: A Theoretical and Empirical Investigation on the US Economy:1973 – 2003. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 32, No. 6, 2008, pp. 863 – 886.

46. Ritter, J. R. , & Warr, R. S. , The Decline of Inflation and the Bull Market of 1982 – 1999. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 37, No. 1, 2002, pp. 29 – 61.

47. Sharpe, S. A. , Reexamining Stock Valuation and Inflation: The Implications of Analysts' Earnings Forecasts. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 84, No. 4, 2002, pp. 632 – 648.

48. Stulz, R. M. , Rethinking Risk Management. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 9, No. 3, 1996, pp. 8 – 25.

Inflation Expectation and Corporate financialization from the “Inflation Illusion” Perspective

LU Rong, ZHU Siyuan, XU Tianli (Shanghai University of Finance and Economics, 200433)

Abstract: As implementation of epidemic prevention and control measures becomes routine, rising inflation has brought new challenges for China to ensure smooth operations of its economy. From the “inflation illusion” perspective, this paper explores the impact of changes in the macroeconomic environment on corporate financial activities and its working mechanism. Empirical research shows that expectations for high inflation prompt non-financial firms to expand their current financial activities. The mechanism test shows that, due to the “inflation illusion” of investors, the rise in inflation expectations leads to the undervaluation of corporate equity, which in turn prompts firms to increase investment in financial assets to repair the valuation. For firms with lower institutional ownership and a higher leverage ratio, the “inflationary illusion” leads to greater undervaluation of corporate equity, and inflation expectations significantly strengthens the trend of corporate financialization. Further study finds that the primary motivation for increasing financial asset investment under inflation expectations is profit seeking rather than precautionary saving. At the same time, more information transparency and a higher level of marketization can effectively restrain corporate financialization by alleviating investors' “inflation illusion.” This paper shows that improving the information disclosure system, encouraging institutional investors to participate in the market and promote industry upgrading to narrow the profit gap between the financial sector and the real economy can help the financial sector better serve the high-quality development of the real economy.

Keywords: Inflation Expectation, Inflation Illusion, Mispricing, Financial Assets Investment

JEL: E31, G31