

中国特色的宏观经济稳定器： 国有企业的逆周期投资

齐 昊 何宁致*

摘 要 在实现经济较快增长的同时保持经济增长的稳定性，这是中国经济的一个重要典型事实。这一事实意味着中国在历次不利的经济形势下仍然保持了较为充分的社会总需求。中国是如何做到的——这不失为一个谜题。本文认为，国有企业的宏观经济稳定器作用是解开这一谜题的一把钥匙。通过逆周期投资调节总需求是国有企业发挥的一项重要经济功能。相较于传统的逆周期政策工具，国企逆周期调节的独特优势有以下三个方面：第一，党对国企的全面领导使国企相较于一般市场主体更容易响应宏观调控的需要；第二，国企与金融机构间的长期稳定关系是一种能有效动员潜在经济剩余的投融资体制；第三，国有企业的逆周期投资能为全社会资本积累营造有利的情境。国企逆周期投资在财政政策与货币政策以外构成了一种中国特色的宏观调控手段，能在经济下行时起到稳定需求、增强信心、重启社会再生产的作用。本文回顾了国企逆周期投资模式形成的历史，从政治经济学角度剖析了国企逆周期投资的理论逻辑，并基于2003—2021年A股上市公司数据对国企投资的逆周期性进行了经验检验。

关键词 稳定器 国有企业 逆周期 投资方程 中国特色社会主义政治经济学

一、问题的提出

在实现经济较快增长的同时保持经济增长的稳定性，这是中国经济的一个重要典型事实（刘伟和蔡志洲，2021）。较快且稳定的经济增长所不可或缺的一个重要条件就是充分而稳定的总需求。我们以产出缺口反映总需求的充分度，并计算过去20年（2003—2022）148个国家或地区产出缺口的标准差。该指标越低，说明总需求的充分度越稳定。如图1所示，在148个国家或地区中，中国的经济增长率位居第3位，而产

* 齐昊，中国人民大学经济学院副教授；何宁致（通讯作者），中国人民大学经济学院硕士研究生。

出缺口的标准差位居第130位。这说明中国的总需求不仅在平均意义上较为充分,而且成功地保持了总需求的充分度。中国为什么能够实现充分而稳定的总需求?过去二十年,全球性金融危机爆发,西方主要经济体陷入“长期停滞”状态;逆全球化浪潮兴起,美国发动针对中国的贸易战;新冠疫情对全球经济造成严重冲击——中国在这样的不利环境中仍然保持了充分而稳定的总需求。中国是如何做到的?这不失为一个谜题。

我们认为,国有企业的宏观经济稳定器作用是解开这一谜题的一把钥匙。国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础。习近平总书记指出,我国国有企业为我国经济社会发展、科技进步、国防建设、民生改善作出了历史性贡献,功勋卓著,功不可没。通过逆周期投资调节总需求是国有企业发挥的一项重要经济功能。党对国企的领导使国企的投资行为具有双重性质:一方面,国企作为市场经济的一般主体,其投资也要追求效率与回报;但另一方面,国企相对于其他市场主体更容易响应宏观调控的需要,与地方政府及金融机构结成“投资联合体”,在经济下行时率先进行投资,起到稳定需求、增强信心、重启社会再生产的作用。这一独特的投资模式构成了在财政政策与货币政策以外的一种独具中国特色的宏观调控手段。

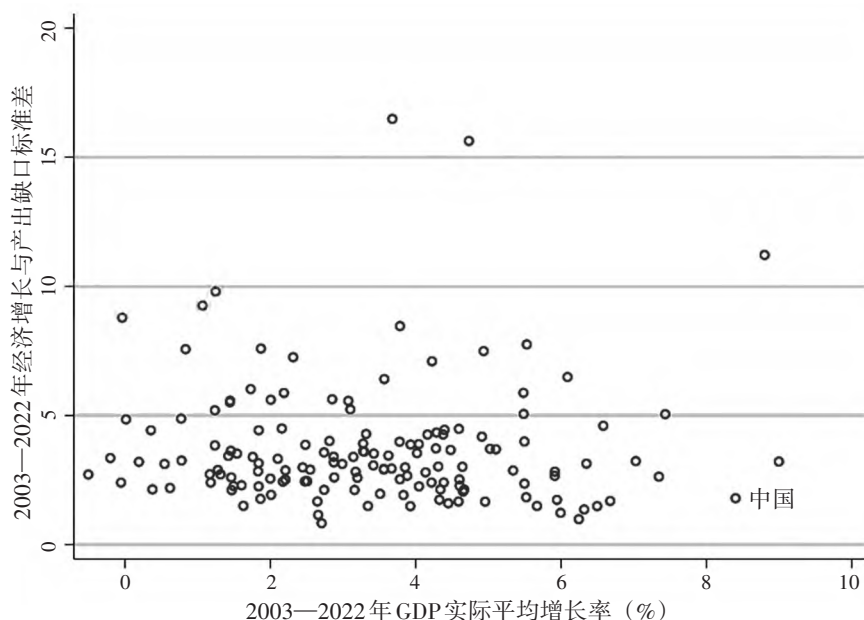


图1 2003—2022年经济增长与产出缺口标准差的国际比较

注:数据涵盖148个国家或地区。产出缺口以GDP实际增长率与其Hodrick Prescott (HP) 滤波趋势之差衡量。HP滤波趋势用各国1990—2022年数据得到。

资料来源:世界发展指数数据库。

既有文献对国企的经济功能已经进行过大量分析，但对国企逆周期投资的分析仍然略显不足，尤其是缺少基于政治经济学视角对国企逆周期投资背后投融资体制的分析，并缺少有关国企逆周期投资的经验证据。本文的边际贡献在于：回顾了国企逆周期投资背后的投融资体制形成的历史，从政治经济学角度剖析了国企逆周期投资的逻辑，并基于2003—2021年A股上市公司数据对国企投资的逆周期性进行了经验检验。

本文余下部分安排如下：第二节评述相关文献；第三、四节回顾制度形成的历史过程和典型事实，并分析为什么需要国企进行逆周期投资，以及这一模式有何优势和可能的局限；第五节基于一个政治经济学的投资方程和上市公司数据检验国企投资与经济周期的关系；最后是结论与政策启示。

二、文献评述

本文研究主题主要与两类文献相关：一是有关国有企业在中国经济中的地位和作用的文献，二是有关企业投资行为的实证研究。

（一）国有企业在中国经济中的作用

作为中国市场经济主体的重要组成部分，国有企业的经济效率和投资行为受到广泛关注。曾有大量研究认为国有企业存在效率问题（张维迎等，1995；周其仁，2000），但一些研究对此提出疑问（Lo，1999）。近年来，随着20世纪90年代末国企改革的完成，越来越多的研究从微观层面观察到国企效率和创新表现显著提升（Hsieh and Song，2015；封凯栋，2023）。投资效率的高低说明企业投资行为能否对市场信号作出准确反应。就国企的投资效率而言，现有文献尚未达成一致结论。一种观点认为国有企业存在投资行为扭曲、投资效率低下等问题，并将其原因归咎于政府对国企投资的干预（Chen et al.，2011；周春梅，2011；刘放等，2014；程仲鸣等，2008）。也有部分学者对国有企业投资效率低于非国有企业这一“典型事实”提出了疑问。例如，喻坤等（2014）采取一致性方法测度企业投资效率，发现近年来非国有企业的投资效率相对更低，并认为这是由于频繁的货币政策冲击强化了国企与非国企之间的融资约束差异，日益严重的信贷融资约束使非国企投资效率持续下降。赵懿清等（2016）发现国有股权控制有利于抑制企业投资趋同行为，且国有企业的政府直接控制比间接控制更加有效。还有研究发现，国有企业和民营企业都存在过度投资倾向，且均对企业价值产生了负面影响（张敏，2010）。

既有文献在讨论国企微观效率的同时，也关注到国企在中国经济中特殊的地位和

功能,如通过保障就业和提供社会福利以维持社会稳定(Bai et al., 2000)、实现国家赶超及稳定宏观经济(刘元春, 2001; 陈金至等, 2023)、完成行政性任务(Li and Xia, 2008)、参与国际竞争(张宇和张晨, 2010)等。孟捷等(2022)认为,社会主义市场经济条件下公有制不再以利润率作为其支配性动机,而是追求增加值或人均增加值的增长。近年来,我国国有资产管理系统的企业建立了“一利五率”指标体系,包括净资产收益率、利润总额、营业现金比率、全员劳动生产率、研发投入强度、资产负债率;其中,全员劳动生产率就是以不变价计算的人均增加值(孟捷, 2023)。目标的不同意味着国有企业在市场经济中能起到一般市场主体所无法起到的特殊功能。

一些研究使用宏观或行业数据分析了国企的经济功能。国有企业对非国有企业具有显著的正外部性(Huang et al., 2010)。郭婧和马光荣(2019)表明国有经济的逆周期投资发挥了稳定宏观经济的作用,国有经济投资比重高的省份,宏观经济波动较小。国有企业发挥宏观经济稳定器作用并从事重大技术创新,因此有利于中国长期经济增长(Qi and Kotz, 2020)。梁琪和余峰燕(2014)讨论了亚洲金融危机和全球次贷危机对亚洲11个国家(地区)企业资本投资的影响,发现金融危机会对企业资本投资带来冲击,但国有股权能弱化这种负面影响。王文成等(2013)表明,1980—2006年我国国有经济投资对非国有经济投资具有显著的拉动效应,而2007—2010年的拉动效应有限。分行业研究的结果也显示国有经济具有干预经济和参与经济的功能,且在大多数行业中起到了带动非国有经济投资增加或促进行业经济增长的作用(王文成, 2013)。

还有研究使用企业微观数据分析国企行为的特殊性。李书娟等(2021)围绕中国政府宏观经济管理实践中的“目标导向”特征,指出“增长目标引领实际经济增长”最终需要依靠企业这一微观主体来实现。该研究的实证结果表明,在需要稳增长情形下国有企业会响应政府号召增加投资,而非国有企业投资相应缩减。还有研究发现,在经济衰退时,若地方政府提出更高的经济增长目标,国企就会获得更多的银行借贷并进行更大规模的扩张性投资(Fang et al., 2023)。该研究认为国企投资具有类似财政政策的功能,这与本文观点最为相近。此外,还有学者对国有企业维护经济稳定的微观基础以及由微观到宏观的作用机制进行了考察,发现在新冠疫情发生后,国有企业通过扶持供应链上下游的民营企业而发挥了经济稳定器的重要作用(曾贇和唐松, 2023)。

(二) 企业投资行为的经验研究

本文对国企投资逆周期性的经验检验与有关企业投资行为的文献高度相关,这方面文献主要建立在两类理论框架的基础上。

其一,主流经济学有关企业投资行为的经验研究采用新古典经济学的分析框架。

乔根森 (Jorgenson, 1963) 基于新古典经济学的生产函数及假设, 将企业投资行为描述为一个向最优资本水平进行调整的过程。托宾 (Tobin, 1969) 将企业投资视为边际意义上的“托宾 Q”的函数, 边际意义上的“托宾 Q”是指企业新增投资的市场价值与其重置成本之比。后续有文献指出, 托宾的投资理论与乔根森的投资理论是等价的 (Hayashi, 1982)。对于新古典投资理论, 戈登 (Gordon, 1992) 和克罗地 (Crotty, 1992) 都提出了较为系统的批评, 指出这一理论忽视了不确定性问题和实际资产的不流动性问题, 错误地将企业目标设定为市场价值最大化, 并对金融市场、投资者和投资回报施加了不合理的假设。

其二, 非主流经济学的相关研究主要基于卡莱斯基和凯恩斯的理论贡献 (Kalecki, 1969; Keynes, 1936), 强调有效需求和融资条件对企业投资的决定性作用, 认为投资主要取决于企业的需求预期, 以及通过内部现金流和外部融资获得资金的能力。法扎里和莫特 (Fazzari and Mott, 1986) 较早基于卡莱斯基和凯恩斯的理论构建了经验模型。他们基于 1970—1982 年美国制造业公司的数据, 发现产能利用率和公司内部融资对投资有正向影响, 利息支出对投资有负向影响。

本文的经验研究主要采用上述第二个理论框架。近年来, 此类研究主要围绕金融化对投资的影响展开。奥朗阿齐 (Orhangazi, 2008) 发现美国经济金融化对企业实体投资产生了负面影响: 一方面, 金融投资和金融获利机会的增加挤出了实体投资; 另一方面, 对金融机构分配的增加减少了可用于实体投资的内部资金, 同时也使企业管理层的规划更加短视。迪米尔 (Demir, 2009) 分析了金融化对新兴市场实体经济投资的影响, 发现长期实体经济投资和短期金融投资收益率差距的增加与不确定性的加剧显著减少了实体经济投资。托里和奥纳冉 (Tori and Onaran, 2018) 对英国的研究发现, 非金融企业的金融性分配 (利息和股息) 及其所获得的金融收入都会对积累产生不利影响。戴维斯 (Davis, 2018) 讨论了企业融资行为变化、股东价值取向与需求波动对美国非金融企业投资的影响, 指出股东价值取向会显著降低企业投资, 而金融资产存量会增加企业投资; 此外, 股东价值取向主要影响大企业的投资, 而需求波动主要影响小企业的投资。

除有关基本理论框架的文献以外, 本研究将检验宏观经济波动对微观企业投资的影响, 因此也与以下两类研究有关: 其一, 有关不确定性对企业投资的影响。实证结果表明, 经济不确定性升高会显著降低企业投资 (饶品贵等, 2017; 黄孝武等, 2020)。现有研究对可能的影响机制进行了考察, 例如, 刘康兵等 (2011) 认为不确定性会通过影响厂商受融资约束程度, 进而影响厂商投资行为; 王义中和宋敏 (2014)

认为宏观经济不确定性会通过外部需求、流动性资金需求和长期资金需求渠道影响公司投资行为。张成思和刘贯春(2018)考察了经济政策不确定性对不同融资约束企业投融资决策的差异化影响,发现经济政策不确定性通过未来现金流预期、固定资产收益率和现金流不确定性影响企业投融资决策。其二,有关经济波动对企业投资的影响。宏观经济的周期性波动与企业投资行为密切相关。企业投资通常在经济周期中呈现不对称性,在经济衰退期间急剧下降,但复苏过程极为缓慢(Dangl and Wu, 2016)。陈艳(2013)发现,在经济周期紧缩阶段,公司投资支出明显降低,投资效率明显下降。刘放等(2014)发现,在经济周期衰退期公司投资对托宾Q的敏感度更低,投资效率下降。吴慧香和梁美健(2014)发现,在经济恢复期和紧缩期投资与经济周期正相关,而在经济扩张期投资与经济周期负相关。陈东等(2021)实证检验了重大风险预期对企业投资的影响,发现企业家的重大风险预期上升会对企业投资规模产生显著抑制效应,并恶化企业投资结构。

综上,现有研究主要从事事实层面揭示了有关国有企业投资行为、投资效率及其宏观经济影响的事实,但基于政治经济学的企业投资理论对国企逆周期投资进行研究的文献仍然较少,有关国企逆周期投资的经验研究仍然不足。因此,下文在回顾典型事实的基础上,从政治经济学视角分析国企逆周期投资的逻辑,并利用一个政治经济学企业投资方程,为国企投资的逆周期性提供经验证据,揭示中国特色宏观调控的一个重要微观基础。

三、国企逆周期投资模式形成的历史过程

国有企业逆周期投资并非新现象。事实上,国有企业(国营企业、全民所有制企业)在不同时期以不同方式参与国家对宏观经济的管理与调节。这一历史过程伴随着我国发展阶段的演变与经济体制的转型,经历了以下三个阶段。

(一) 计划经济体制下的“生产调节”模式

我国在计划经济时期,生产力发展相对落后,计划管理的水平也十分有限,特别是国民经济中的不确定性因素较多(武力,2003)。面对经常出现的比例失衡问题,临时性动员国营企业增产节约就成为我国计划经济管理的必要组成部分。“从1951年开始的‘增产节约’运动几乎年年要进行一次”(武力,2003,44页)。需要强调的是,这种动员并非通过修订计划、执行计划的方式实现,而是通过发动群众,以增产节约运动、反浪费斗争、劳动竞赛等方式实现(林超超,2016)。个中道理在于,当宏观经济

由于主客观因素而出现无法预料的变化时，计划机构固然可以修订计划，但仅凭修订计划必然贻误时机，经济失衡将不可避免造成较大损失；而临时性动员见效快，能在一定限度内以较低成本调动起国营工厂的富余产能，保障社会再生产尽可能顺利进行。在出现物资供求失衡的情况下，与其压缩基本建设造成“窝工”和资源浪费，或减少消费品供给造成社会矛盾，不如发动群众增加生产。

在这种计划管理体制下，国营企业必然要“保存实力”甚至向上级“隐瞒实力”，在正常时期保留一部分可以自主灵活调度的产能和资源，以从容应对上级临时性动员所提出的更高目标（林超超，2013）。在这种看上去并不规范的计划管理体制下，“生产调节”成为计划经济时期国营企业参与宏观经济调节的重要方式，国营企业的富余产能成为国家动态调节宏观经济平衡的重要工具。需要指出的是，其一，“生产调节”与计划经济时期企业分配与激励制度相一致。“生产调节”依靠对工人和工厂管理干部的动员，其目的在于“增产节约”，因此对劳动者的激励只能以非物质激励为主、以物质激励为辅（Qi, 2018；林盼，2021）。其二，这种“落后于”苏联模式的计划经济反而给中国的经济体制增添了活力。1978年以后，随着企业经营自主权改革的推进，国营企业的富余产能成为“计划外”经济的物质基础，推动了中国经济顺利走向“双轨化”及最终完成向社会主义市场经济的转型。

（二）改革开放至新世纪初的“投资调节”模式

进入改革开放时期，国有企业作为宏观调节工具的方式发生显著变化。随着企业经营自主权改革和价格双轨制的建立，计划内经济相对缩小，计划外经济迅速发展。国家“放权让利”，企业有了更强的动力扩大生产，富余产能被充分利用起来，“生产调节”不再是国有企业参与宏观经济调节的主要方式。只有在新冠疫情暴发等紧急情况下，才会看到国家为了保障重要物资供求平衡而直接动员和管理国企的生产能力。同时，随着国有企业内分配制度改革，企业对职工的激励有更大自主权，奖金与计件工资等激励方式被普遍采用，国家通过非物质激励动员群众增加生产已不再可行。并且，随着企业分配权的增加，国家对社会购买力的调控能力下降。在这一背景下，国家宏观调控的抓手从生产和分配环节逐渐转向“扩大再生产”环节，“生产调节”让位于“投资调节”，国家通过控制国企的资金来源，影响其投资行为，最终起到调节总需求的作用。

除企业留存利润以外，财政拨款和银行贷款是国企投资的主要资金来源。1979年，国务院批准建设银行从财政部独立出来，标志着“拨改贷”改革的启动。到1985年，所有国家投资项目全面实行“拨改贷”，基本建设资金不再由财政拨款，而改为金融机构贷款，企业还本付息。“拨改贷”以后，国企直接来自财政的资金只有财政对国有困

难企业的补贴；1985年至2000年，该补贴占财政收入的比重从20.2%下降到2%（董志凯，2016）。全社会固定资产按资金来源划分，1981年至1992年，国家预算内资金占比从28.1%下降到4.3%，而国内贷款从1981年的12.7%上升至1992年的27.4%。^①信贷成为国有企业扩大再生产的主要外部资金来源，国家通过调控信贷影响企业的投资能力，信贷成为连接宏观调控与国企投资的重要桥梁。

“投资调节”主要反映国家的宏观调控导向，调节主要采取行政命令方式，国企实际上是宏观调控的对象而非手段。20世纪80年代末我国出现较为严重的通货膨胀，1988年居民消费价格指数上涨18%^②，国家随即严格控制固定资产投资。1988年9月，国务院发布《关于清理固定资产投资在建项目、压缩投资规模、调整投资结构的通知》，要求“凡按本通知清理原则要停建的项目，建到一定部位，自一九八八年十二月一日起，银行停止拨款（包括贷款资金）”。1991年4月，时任国务院副总理的朱镕基同志指出，当时三角债问题的主要源头是一些部门、地方和企业为追求产值和速度而盲目上建设项目，因而固定资产投资缺口严重，并提出从固定资产投资拖欠这个源头入手清理三角债（《朱镕基讲话实录》编辑组，2011）。1993年，面对经济过热、通胀加剧的局势，中共中央、国务院发布《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》，要求“严格控制信贷总规模”，“坚决纠正违章拆借资金”，“对在建项目进行审核排队，严格控制新开工项目”，等等（中共中央文献研究室，1996）。

这一时期国企逆周期投资调节模式尚未形成，但随着社会主义市场经济的确立，国有企业的投融资体制逐渐适应市场经济的需要，政策性与商业性金融分离，金融纪律得以强化，国家通过控制信贷调节投资已成为重要的宏观调控模式。

（三）国企逆周期投资模式的正式形成

国有企业逆周期投资的形成应具备两个基本前提。一是以公有制为主体、多种所有制共同发展的所有制格局已经形成。倘若国有经济仍然“一统天下”，国企本身就是构成宏观经济的基础，也就谈不上国企的逆周期调节。二是国企自身处于健康发展状态，具备逆周期投资的能力。这就要求国企保持良好的盈利性和较低的杠杆率。这两个前提主要在新世纪之初得以实现，标志着国企逆周期投资模式的正式形成。

图2展示了1995—2022年国有经济占投资、工业资产和工业利润的比重。国有经济在20世纪90年代末仍是经济中的最大部门。但随着20世纪90年代末的国企改革，国有经济比重逐渐下降至50%以下。至2022年，国有经济占固定资产投资（不含农

① 资料来源：《中国统计年鉴1999》。

② 资料来源：国家统计局网站。

户) 的 39%，占规模以上工业企业资产的 31% 和利润的 28%。随着 20 世纪 90 年代国企改革完成，规模小、效益差的国有企业不再保留，企业人员冗余、社会负担沉重的问题得以解决，国有经济产业布局得到优化，我国建立了以国资委为核心的国有经济监管体系。如图 3 所示，这些变化推动国企的盈利能力在新世纪初大幅回升，同时显著

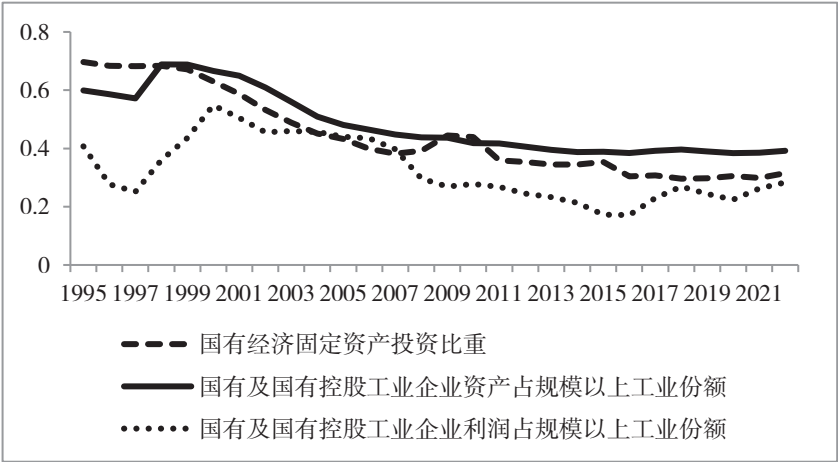


图 2 1995—2022 年国有经济在投资、工业资产和工业利润中的比重

注：2018—2022 年国有经济固定资产投资根据国有控股固定资产投资增长率和民间固定资产投资增长率估算。

资料来源：历年《中国统计年鉴》。

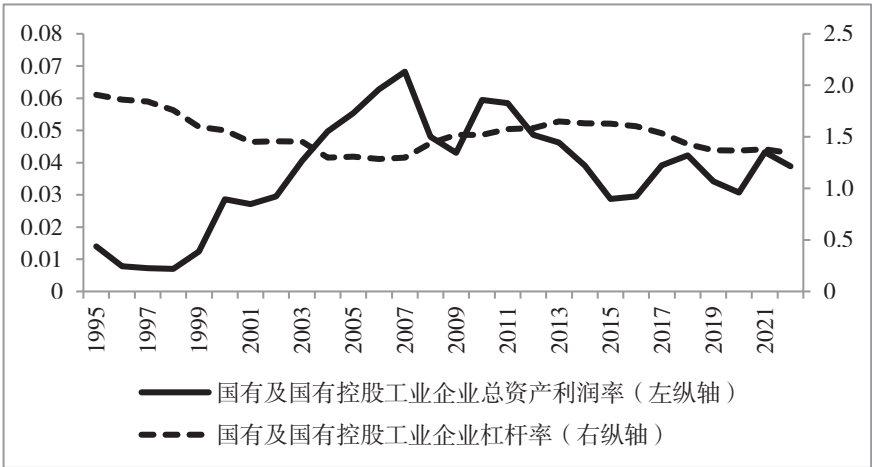


图 3 1995—2022 年国有及国有控股工业企业总资产利润率和杠杆率

注：总资产利润率=利润总额/资产合计。杠杆率=负债合计/所有者权益。

资料来源：历年《中国统计年鉴》。

降低了国企的杠杆率。另据《中国财政年鉴》发布的全口径（不只有工业）数据，2001年至2007年，国有企业利润总额从2811亿元迅速上升至17442亿元；同期杠杆率（负债/所有者权益）从171%迅速下降至140%。^①

图4呈现了1995—2022年国有经济与非国有经济投资的增长率。可以发现，国有企业发挥逆周期调节作用主要是在2008年全球金融危机以后。虽然我国经济在20世纪90年代末遭遇亚洲金融危机的冲击，但由于彼时国企盈利性差、杠杆率高，自身正在改革，因此并未起到显著的调节作用，而积极的财政政策成为应对当时危机影响的主力。20世纪90年代国企改革后，我国形成了100家左右由国务院国资委监管的中央企业以及由地方国资委监管的大量地方国企，主要集中在能源、采掘、化工、装备制造、通讯、基础设施等涉及国计民生的重要行业。国有企业在国民经济中总体上处于上游位置，与下游的民营企业、外资企业互利配合，形成国企与非国企合作共赢、共同发展的新阶段。

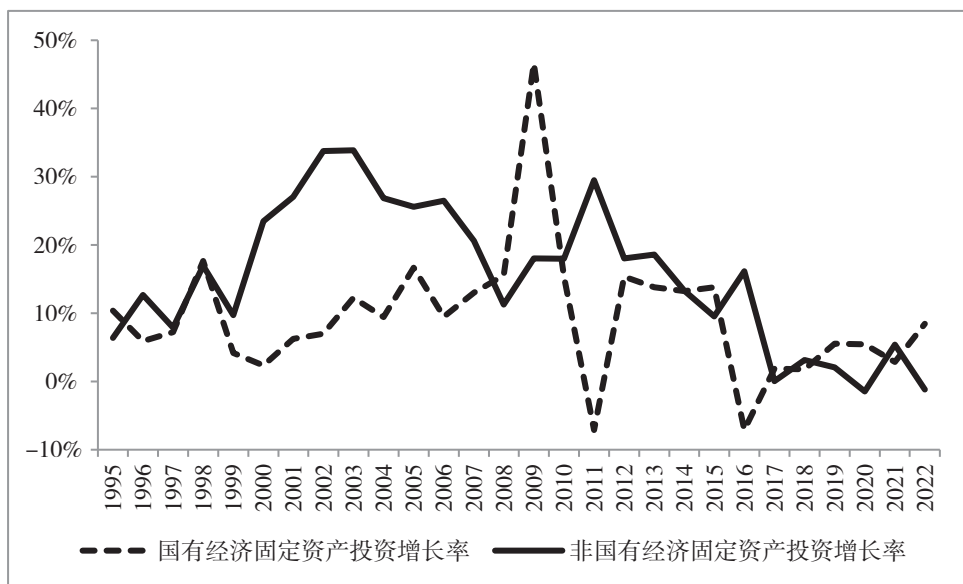


图4 1995—2022年国有经济与非国有经济投资增长率对比

注：投资增长率以固定资产投资价格指数扣除价格因素。2018—2022年国有经济和非国有经济固定资产投资增长率根据国有控股固定资产投资增长率和民间固定资产投资增长率估算。

资料来源：历年《中国统计年鉴》。

① 资料来源：历年《中国财政年鉴》。

这一阶段中国经济高速增长、形势稳定，但2008年全球金融危机之后，为应对危机影响，我国实行了“四万亿”投资计划。地方政府和国有企业是这一计划中大部分投资项目的具体投资者。为了完成这一计划，2008年至2010年，我国社会融资规模从38万亿元迅速增长至65万亿元，增长了71%^①；同期国有企业负债从25万亿元增长至41万亿元^②，负债增量相当于这一时期社融增量的60%。这一刺激计划稳定了信心，促使非国有经济投资增速迅速回升，起到了明显的稳增长作用，使中国经济经受住全球性金融危机的冲击，但也间接造成国企盈利性下降、杠杆率上升、房地产行业投资过热。据《中国财政年鉴》发布的全口径数据，2010年国有企业杠杆率达到173%，超过2001年水平^③。个中原因与国有经济的产业布局密切相关：由于国企集中于国民经济上游产业，而非国企集中于下游产业，上游投资虽对下游有一定带动作用，但投资过于集中，必然造成结构失调、投资回报下降、债务增加。同时也与部分国有企业“脱实向虚”，热衷房地产开发或通过参与影子银行间接为房地产开发商融资有关。

党的十八大以来，我国国有经济逐渐从“管企业”向“管资本”转型，央企和地方国资委成立国有资本运营公司，大力发展混合所有制经济，国有经济的产业辐射面和穿透力增强，尤其是在战略性新兴产业从无到有的发展中发挥了日益重要的作用。2015年起，我国实行供给侧结构性改革，推进“三去一降一补”，落实巩固、增强、提升、畅通要求，加快发展现代化产业体系。在这一过程中，国企盈利能力恢复，杠杆率回归正常区间，投资能力明显增强。2017年以来，受国内外经济形势影响，我国民间投资动力减弱；2020年新冠疫情更对民间投资产生显著的负面影响。在这一背景下，国企投资肩负起稳增长使命，自2017年以来投资持续加速，并在疫情发生后起到保障物资供给、保持经济平稳增长的重要作用。虽然这一轮逆周期投资在相对规模上不比“四万亿”时期，但结构更为优化，体现了短期稳增长与中长期经济发展目标的和谐统一。

四、理论逻辑

我国国有企业的逆周期投资是国有企业参与国家经济治理的一种形式，本质上反映了中国特色社会主义条件下上层建筑与经济基础之间的有机融合。我国当前仍处于

① 资料来源：《中国统计年鉴2022》。

② 资料来源：历年《中国财政年鉴》。

③ 资料来源：历年《中国财政年鉴》。

社会主义初级阶段,公有制经济与非公有制经济将长期共存,国有企业与非国有企业都是社会主义市场经济中的重要经济主体。国有企业既是中国特色社会主义的政治基础,也是其物质基础,前者是国有企业在生产关系层面的意义,后者是国有企业在生产力方面的意义。

就生产关系而言,国有企业是中国经济重要的社会主义特征,也是中国共产党重要的执政基础。国有企业是我国的上层建筑穿透进经济基础的部分,兼具经济基础与上层建筑的属性。国有企业不仅与非国有企业共同参与市场竞争,而且体现党和国家的意志,参与形塑中国经济的发展路径,使中国经济保持在中国特色社会主义的道路上。这是中国处在社会主义初级阶段并在未来向更高级阶段过渡的必然选择。倘若没有国有经济,我国的经济基础在事实上将与一般市场经济无异,上层建筑将处于被动地位,党和国家的自主性及其对经济基础的形塑力将大为削弱,中国特色社会主义道路也会中断。

然而,国有企业不可能单凭生产关系层面的意义而存在。历史唯物主义表明,生产力对生产关系起决定性作用。一种生产关系想要存在下去,必须能起到促进生产力发展的作用(孟捷,2016)。国有企业是中国特色社会主义生产关系的体现。倘若国有企业只是非国有企业或其他既有制度或组织的简单替代品,甚至在促进生产力方面不及其他既有制度或组织,抑或只是一种“食利者”,那么国有企业作为一种生产关系也无法长期存在。就促进生产力而言,既有文献已从重大技术创新、参与国际竞争、保障供应链安全、有助于劳动力再生产等多个方面予以阐述。本文所关注的国企逆周期投资也可视为国企通过熨平经济波动以促进生产力发展。

由此引发的一个基本问题是:既然任何逆周期调节都可以促进生产力发展,为什么有必要由国企参与逆周期调节?换言之,相较于存在已久的具有调节功能的财政政策与货币政策,国企有何独特优势?

我们认为,国企逆周期调节的独特优势具有丰富的政治经济学理论内涵。在马克思主义视角下,资本积累是一种受多重因素共同影响的复杂行为。首先,影响资本积累的首要因素是盈利性。盈利性高低决定了资本进行积累的欲望,并且,由于利息是剩余价值的一部分,盈利性的高低也制约着产业资本能够承担的债务大小。因此,资本积累与剩余价值的生产、实现与分配密切相关。其次,马克思也强调从资本所处社会关系(劳资关系与资本竞争关系)的角度理解积累行为。劳资关系的紧张会促使资本加速机器替代劳动,引发固定资本更新。同时,单个资本总是处在市场竞争之中,竞争也是影响积累的重要因素。马克思形容说,“积累啊,积累啊,这就是摩西和先知

们!”(马克思,2004,686页)这反映出企业在激烈的市场竞争下迫不得已尽其所能进行积累的情况。再次,马克思还强调从生产方式变革角度理解积累行为。当出现重大技术创新时,新技术、新产品、新部门涌现,产生新的盈利机会并激化竞争格局,资本在新领域进行积累就会落后于竞争对手。因此生产方式变革也会引发大规模投资热潮。

换言之,马克思的资本积累理论虽强调盈利性的核心作用,但资本积累的“情境(context)”在该理论中扮演极为重要的角色。这一情境主要取决于资本所处的社会环境及生产方式。盈利性对资本积累的作用,依资本所处情境的不同而有所差异。完全可能出现盈利性高但积累低迷的情况,也可能出现盈利性低却积累高涨的情况。前者的典型例子是斯威齐和巴兰笔下的垄断资本:美国战后的大企业凭借垄断力量获得高利润,却因竞争受到遏制、缺乏新的投资机会而出现积累停滞。后者的典型例子是近年来的平台资本:由于资本意在实现网络效应,争夺垄断地位,即使普遍亏损也纷纷扩张规模。因此,一国的特定制度若想要对资本积累产生调节作用,则不能仅仅锚定企业盈利性,更重要的是营建有利于资本积累的情境。

由此观察,国企逆周期调节的独特优势有以下三个方面:

第一,国有企业是具有双重性质的企业组织。一方面,国企是市场经济中的主体,要参与市场竞争,其投资行为在正常情况下要考虑效率与回报。但另一方面,党对国企的全面领导使国企相较于一般市场主体更容易响应宏观调控的需要。在国家需要国企参与逆周期调节时,国企的投资决策会优先考虑国家需要而非投资的盈利性。在没有国企的情况下,一国政府可通过财政政策和货币政策调节总需求,降低融资成本,促使私人企业进行投资。但私人企业作出投资决策最终取决于对未来盈利性的预期,而在经济衰退或停滞阶段私人企业往往对未来盈利性态度悲观,并因此不愿进行投资。一个典型的例子是,美联储在2008年金融危机后推行量化宽松政策,增加的货币供给大多停留在金融领域,成为金融机构的超额准备金,而并未形成企业贷款和投资,这就是私人企业投资决策的局限性使然。而对国企而言,响应宏观调控的需要进行投资,虽然投资的盈利性不明朗,但大量国企的集体投资能稳定总需求,而稳定的宏观经济最终也有利于国企自身发展,实现了微观与宏观之间的协调一致。

第二,国有企业的投融资体制是一种动员潜在经济剩余的有效方式。借用斯威齐、巴兰提出的“经济剩余”概念:当一国经济出现总需求不足时,这意味着存在没有被充分利用的潜在经济剩余。扩张性财政政策固然是一种动员潜在经济剩余的方式,但赤字的增加受制于财政纪律,税收的增加也可能产生效率损失,并且财政支出的方向

也受制于一国政府的制度和惯例。而国有企业作为企业组织其融资制约相对宽松,融资来源更加多元,投资方向可以根据实际需要作出调整。2021年全国国有企业所有者权益为110万亿元^①,这意味着:国企杠杆率提高1%,并将新增债务作为投资的资金来源,投资就可增加1.1万亿元,可使当年全社会固定资产投资(不含农户)提高2%。而且,国企平均规模大,技术先进,市场份额稳定,优质资产较多,违约风险相对较小,因此国企相较于非国企更容易与金融机构建立长期稳定关系。这一微观现象经常被学术界视为金融市场的“所有制歧视”,但从宏观来看,在总需求不足从而潜在经济剩余有待动员的情况下,正是国企与金融机构间的长期稳定关系保证潜在经济剩余不断被转化为国民收入。

第三,国有企业的逆周期投资能为全社会资本积累营建有利的情境。传统财政政策与货币政策旨在扩大企业的市场需求、降低企业融资成本,但这些传统政策对积累情境的影响极为有限。尤其是在经济低迷、前景不确定的情况下,即使企业在传统政策帮助下销量上升、资金宽松,但企业仍会因缺乏信心而不愿投资。国企在经济下行时率先投资,这种“开路先锋”的角色,首先扩大了投资需求,通过企业间的投入产出联系为非国有企业增加销量;但更为重要的是,国企投资起到了一种“担保”功能,暗示国企对投资时机和投资领域的信心,从而有利于增强非国企对未来的信心。这是国企通过参与市场活动而实现的特殊功能,也是政府的直接干预所无法实现的功能。国企与政府的不同之处就在于,政府能凭借法律的强制力稳定获得财政收入,而国企作为市场主体必须保持再生产,因此有必要保持一定的盈利性,同时不能无限提高杠杆率。国企必须为自己的投资负责,一旦投资失败,虽不至于破产倒闭,但必然会给企业及其管理层带来惩罚。国企的双重性质使其处在政府和私人投资者之间的过渡地带,既反映了宏观调控的要求,又克服了私人投资者信心不稳定波动的缺陷,从而国企更容易在经济下行时穿透政府与私人投资者之间的隔膜,启动资本循环和社会再生产的恢复过程。

需要强调的是,国企参与逆周期调节并非没有限度,“国有”并不能自动保证逆周期调节的有效性。国企投资像任何其他企业的投资一样,也可能遭遇失败;在经济下行时进行逆周期投资,其失败风险更大。逆周期调节的成败在很大程度上取决于国家对国企投资方向的引导以及国企自身对投资项目的评估,而盲目、低效的投资只能在短期实现稳增长,是一种饮鸩止渴的做法,在长期必然导致经济结构失衡,并消耗国

① 资料来源:《中国财政年鉴2022》。

企参与宏观经济调节的能力。

五、经验分析

（一）模型设定与研究策略

为了验证国企投资的逆周期性，本文基于 Davis（2018）对企业投资行为的研究，利用中国 A 股上市公司数据估计了中国企业的投资行为方程。投资方程的基本框架设定为：

$$\frac{I}{K} = f(r, u, i^{fin}, i^{debt}, M, D, K)$$

上式说明，影响投资行为的主要因素为利润率 r 、固定资本产能利用率 u 、金融利润率 i^{fin} 、借贷成本 i^{debt} 、金融资产 M 、债务规模 D 以及固定资产 K 。这一模型更好地体现了政治经济学的特色，强调盈利性、有效需求和金融因素对企业投资行为的决定性影响。这一模型框架在企业投资行为的研究中得到了认可，并在金融化等领域有着广泛应用。

本文在上述框架的基础上进一步引入经济周期（ GC ）和企业产权性质（ SOE ）的变量，以及二者的交互项（ $SOE \cdot GC$ ），以探究在不同产权性质的企业中经济周期对投资行为的影响，即国有企业投资是否具有逆周期性特点。本文所采用的基准模型为：

$$\begin{aligned} (Investmentrate)_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 \sum_{s=1}^3 (Investmentrate)_{i,t-s} + \beta_2 \sum_{s=1}^3 GC_{t-s} + \beta_3 SOE_{i,t} + \beta_4 SOE_{i,t} \cdot GC_{i,t-1} + \\ &\beta_5 \sum_{s=1}^3 r_{i,t-s} + \beta_6 \sum_{s=1}^3 u_{i,t-s} + \beta_7 \sum_{s=1}^3 i_{i,t-s}^{fin} + \beta_8 \sum_{s=1}^3 i_{i,t-s}^{debt} + \beta_9 \sum_{s=1}^3 \left(\frac{M}{A} \right)_{i,t-s} + \\ &\beta_{10} \sum_{s=1}^3 \left(\frac{D}{A} \right)_{i,t-s} + \beta_{11} Lnage_{i,t-1} + \beta_{12} Size_{i,t-1} + Industry_i + Proved_i + Year_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \end{aligned}$$

其中，下标 i 、 t 分别表示个体和时期。被解释变量 $Investmentrate$ 是企业投资率，用固定资产净额增速表示。考虑到企业投资调整需要经过一定的时期，解释变量中加入了 $Investmentrate$ 的三期滞后项。 GC 是表示经济周期的变量，通过全国实际 GDP 增长率的变化反映宏观经济波动。 SOE 是企业产权性质的虚拟变量，国企取值为 1，非国企取值为 0。我们重点关注经济周期（ GC ）与企业产权性质（ SOE ）的交互项（ $SOE \cdot GC$ ）

的系数 β_4 , 若 $\beta_4 < 0$, 则说明国企投资相较于非国企而言具有逆周期性特点。对于其他影响投资水平的解释变量, 包括利润率(r)、产能利用率(u)、金融利润率(i^{fin})、借贷成本(i^{debt})、相对金融资产规模(金融资产 M 与总资产 A 之比)、相对债务规模(债务规模 D 与总资产 A 之比), 同样出于调整时间的考虑加入各解释变量的三期滞后项。此外, 模型中还加入了其他控制变量, 即上市公司年龄的自然对数($Lnage$)和企业规模($Size$)。Industry表示控制行业固定效应, Proved表示控制省份固定效应。需要说明的是, 对于时间固定效应Year的处理, 考虑到宏观层面的经济周期变量与时间固定效应存在多重共线性, 故此处通过生成特殊年份的虚拟变量进行控制。我们选择了样本期内召开党的全国代表大会的年份(即2007年、2012年、2017年)生成滞后一期的虚拟变量, 这一选择的合理性在于重大政治事件带来的不确定性会抑制企业投资行为(Julio and Yook, 2012), 而党的全国代表大会召开后企业往往会具有更加稳定的预期。

投资方程的估计需处理其内生性问题。首先, 方程中各解释变量均采用滞后项, 以处理可能存在的反向因果问题。其次, 模型控制了各种固定效应, 包括行业和省份固定效应及经过特殊处理的时间固定效应。再次, 由于基准模型中等号右边存在被解释变量的滞后项, 本文使用系统GMM模型处理滞后项的内生性。

(二) 变量、数据与描述性统计

表1给出了所有变量的定义与描述性统计。需要说明的是: 第一, 本文构建的投资方程区分了固定资产与金融资产投资的差异, 因此被解释变量选择企业固定资产投资率, 用固定资产净额的增长速度表示。第二, 参考已有文献的做法(郭婧和马光荣, 2019), 在基准回归中使用以下两个指标来度量宏观经济周期。①对于第 t 年的经济周期指标 GC_t , 计算 $(t-2)$ 年到 $(t+2)$ 年间全国实际GDP增长率的平均值 $\overline{GR}_t$ 作为趋势水平, 用第 t 年全国实际GDP增长率与趋势水平之差表示当年的经济周期波动, 即 $GC_t = GR_t - \overline{GR}_t = GR_t - \frac{1}{5} \sum_{i=-2}^{t+2} GR_i$ 。②使用HP滤波法对1978—2022年期间的全国实际GDP增长率进行处理, 将去趋势后的周期性部分作为经济周期 GC_t 的衡量指标。③第三, 根据企业股权性质信息进行国企/非国企的划分, 若股权性质为“国企”, 则认为该企业为国企, SOE取值为1, 若股权性质为“民营”“外资”或“其他”, 则认为该企业为非国企, SOE取值为0。第四, “产能利用率”没有直接数据可供衡量, 故参考Davis (2018)的指标构建方式, 表示为营业收入与固定资产净额的比值。第五, 对金融资产

① 具体计算过程参考Ravn和Uhlig (2002)的研究, 本文对年度数据进行HP滤波处理, 将平滑参数设置为6.25。

M 的衡量在现有文献中存在不同的观点（王永钦等，2015；张成思和郑宁，2019；韩珣等，2017），本文参照杨玲等（2022）的计算方法，2007年以前以“现金”和“短期投资”之和衡量金融资产，2007年新会计准则调整后，以“现金”“交易性金融资产”“衍生金融资产”“买入返售金融资产净额”和“可供出售金融资产净额”之和衡量金融资产。

表 1 变量定义与描述性统计

变量名称	变量定义	观测数	均值	标准差
<i>Investmentrate</i>	投资率：固定资产净额增长速度	18015	0.09	0.43
<i>GC</i> （均值法）	经济周期：采用均值法测算全国实际GDP增长率的周期成分	18015	0.16	1.44
<i>GC</i> （HP滤波法）	经济周期：采用HP滤波法测算全国实际GDP增长率的周期成分	18015	0.09	1.23
<i>SOE</i>	产权性质：当企业产权性质为国企时取值为1，否则为0	18015	0.56	0.50
<i>Profit Rate</i>	固定资产净利润率：净利润/固定资产净额	18015	0.56	1.80
<i>Utilization</i>	产能利用率：营业收入/固定资产净额	18015	7.66	17.88
<i>Borrowing Cost</i>	借贷成本 i^{debt} ：财务费用/总负债	18015	0.01	0.03
<i>Financial Profit Rate</i>	金融利润率 i^{fin} ：（营业外收入-营业外支出）/金融资产 M	18015	0.05	0.16
<i>M/A</i>	金融资产/总资产。2007年以前，金融资产=现金+短期投资；2007年以后，金融资产=现金+交易性金融资产+衍生金融资产+买入返售金融资产净额+可供出售金融资产净额	18015	0.17	0.12
<i>D/A</i>	总负债/总资产	18015	0.48	0.20
<i>Lnage</i>	公司年龄：当年减去公司成立年后取自然对数	18015	2.69	0.39
<i>Lnsize</i>	公司规模：期初总资产的自然对数	18015	22.12	1.30

本文选取我国沪深股票市场2003—2021年A股全部上市公司为原始样本，在进行回归检验前对原始数据进行了如下处理：（1）剔除ST类或PT类特殊处理的公司；（2）剔除金融行业上市公司；（3）剔除财务数据缺失的公司。上述所有企业数据主要来自国泰安数据库（CSMAR），行业数据来自Wind数据库，宏观数据来自国家统计局。

(三) 基准回归结果

表 2 报告了投资方程基准回归的结果。表 2 的第 (1) — (3) 列为使用均值法计算得到的经济周期指标。第 (1) 列中经济周期变量 GC 的 1—3 期滞后项回归系数均显著为正, 表明全样本中企业投资呈现顺周期性特征。第 (2) 列进一步引入 SOE 变量及其与经济周期一期滞后变量 GC_{t-1} 的交互项 $SOE \cdot GC_{t-1}$, 其中 SOE 项回归系数显著为正, 交互项系数显著为负, 表明国企投资相对于非国企而言具有逆周期性特征。第 (3) 列在第 (2) 列的基础上控制了省份固定效应, 此时交互项系数为 -0.084 , 且在 1% 水平下显著, 表明当 GDP 增长率波动上升 1 个单位时, 国有企业的投资率会发生 8.4% 的逆周期调节。第 (4) — (6) 列使用 HP 滤波法计算全国实际 GDP 增长率波动, 回归结果及结论同第 (1) — (3) 列基本一致, 进一步验证了国企投资的逆周期性。

表 2 基准回归结果

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Investmentrate</i>	$t-1$	-.111	-.309***	-.121	-.147	-.16	-.103
		(.161)	(.099)	(.21)	(.158)	(.157)	(.165)
	$t-2$	-.181*	-.287***	-.183	-.197**	-.201**	-.165*
		(.099)	(.073)	(.125)	(.098)	(.097)	(.099)
	$t-3$	.041	.002	.042	.036	.033	.046
		(.031)	(.021)	(.035)	(.031)	(.03)	(.03)
<i>GC</i>	$t-1$	.161***	.206***	.183***	.144***	.176***	.165***
		(.042)	(.047)	(.048)	(.039)	(.044)	(.043)
	$t-2$	.028***	.009	.024**	-.003	-.011	-.002
		(.01)	(.007)	(.01)	(.009)	(.01)	(.01)
	$t-3$	.087***	.073***	.069***	.059***	.041***	.041***
		(.025)	(.019)	(.02)	(.02)	(.014)	(.014)
<i>SOE</i>			.163**	.066		.079	.057
			(.073)	(.122)		(.098)	(.1)
<i>SOE · GC</i>	$t-1$		-.095***	-.084***		-.099***	-.09***
			(.021)	(.023)		(.026)	(.026)

续表

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Profit Rate</i>	<i>t</i> -1	.039*	.041*	.039*	.039*	.04*	.038*
		(.022)	(.022)	(.022)	(.022)	(.021)	(.021)
	<i>t</i> -2	.037	.06***	.04	.043*	.045*	.04
		(.024)	(.02)	(.03)	(.024)	(.024)	(.025)
	<i>t</i> -3	.022	.055*	.025	.029	.033	.023
		(.037)	(.033)	(.045)	(.037)	(.037)	(.039)
<i>Utilization</i>	<i>t</i> -1	.022***	.018***	.022***	.021***	.021***	.022***
		(.004)	(.004)	(.005)	(.004)	(.004)	(.004)
	<i>t</i> -2	.002	.003	.002	.003	.002	.002
		(.002)	(.002)	(.002)	(.002)	(.002)	(.002)
	<i>t</i> -3	.015**	.018***	.014**	.015***	.015***	.014**
		(.006)	(.005)	(.006)	(.006)	(.006)	(.006)
<i>Borrowing Cost</i>	<i>t</i> -1	-.454	-.789	-.446	-.387	-.399	-.295
		(.69)	(.71)	(.753)	(.678)	(.708)	(.699)
	<i>t</i> -2	1.506	.152	1.593	1.441	1.417	1.912
		(1.179)	(.953)	(1.396)	(1.178)	(1.14)	(1.181)
	<i>t</i> -3	-2.214	-5.301**	-2	-2.601	-2.547	-1.447
		(3.028)	(2.285)	(3.763)	(3.006)	(3.019)	(3.066)
<i>Financial Profit Rate</i>	<i>t</i> -1	.186	-.052	.203	.143	.129	.207
		(.175)	(.058)	(.196)	(.181)	(.167)	(.179)
	<i>t</i> -2	.418*	.09	.441	.356	.337	.45*
		(.236)	(.074)	(.273)	(.244)	(.227)	(.244)
	<i>t</i> -3	.268	-.261***	.313	.18	.153	.335
		(.385)	(.083)	(.441)	(.396)	(.366)	(.392)
<i>M/A</i>	<i>t</i> -1	.586**	.294**	.59**	.505**	.488**	.577**
		(.238)	(.14)	(.276)	(.236)	(.224)	(.237)

续表

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>M/A</i>	<i>t</i> -2	.255**	.302*	.272**	.295**	.307***	.308***
		(.118)	(.161)	(.118)	(.118)	(.118)	(.118)
	<i>t</i> -3	.079	.033	.087	.05	.033	.074
		(.237)	(.359)	(.239)	(.236)	(.236)	(.236)
<i>D/A</i>	<i>t</i> -1	-.163	-.229	-.158	-.172	-.196	-.172
		(.134)	(.155)	(.133)	(.134)	(.132)	(.13)
	<i>t</i> -2	-.641***	-.359**	-.633**	-.585***	-.565***	-.644***
		(.216)	(.143)	(.267)	(.215)	(.212)	(.227)
	<i>t</i> -3	-2.839***	-2.349***	-2.904***	-2.719***	-2.704***	-2.861***
		(.543)	(.575)	(.545)	(.551)	(.543)	(.558)
<i>Lnage</i>	<i>t</i> -1	-.075	.39	-.067	.002	.017	-.115
		(.407)	(.259)	(.5)	(.4)	(.383)	(.406)
<i>Size</i>	<i>t</i> -1	.402*	.136	.39	.339*	.321	.387*
		(.21)	(.138)	(.261)	(.205)	(.202)	(.218)
<i>Cons</i>		-7.071**	-2.893	-6.542	-5.981*	-5.693*	-6.381*
		(3.455)	(2.483)	(4.16)	(3.344)	(3.31)	(3.513)
<i>GC</i>		均值法	均值法	均值法	HP 滤波法	HP 滤波法	HP 滤波法
行业固定效应		Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
省份固定效应		No	No	Yes	No	No	Yes
AR (1) <i>p</i> 值		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR (2) <i>p</i> 值		0.310	0.438	0.345	0.182	0.145	0.182
Hansen <i>p</i> 值		0.356	0.198	0.286	0.354	0.370	0.362
工具变量个数		113	115	144	113	115	145
<i>Observations</i>		18015	18015	17979	18015	18015	17979

注：***、**和*分别表示通过 1%、5% 和 10% 水平的显著性检验。

(四) 稳健性检验

1. 引入 *SOE* 与经济周期变量三期滞后项的交互项

基准回归结果显示，经济周期波动的三期滞后变量均可能对企业投资产生影响。

为了考察不同产权性质的企业投资对不同滞后时期经济周期波动的反应，我们在投资方程中进一步引入产权性质变量 SOE 与经济周期变量 GC 三期滞后项的交互项 ($SOE \cdot GC_{t-1}$ 、 $SOE \cdot GC_{t-2}$ 、 $SOE \cdot GC_{t-3}$)。回归结果如表 3 所示，比较各滞后时期对应的交互项系数可以发现，国企投资的逆周期性特征仍然成立，且对前一期经济波动影响的逆周期调节最为明显。

表 3 引入 SOE 与 GC 三期滞后项的交互项

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>Investmentrate</i>	$t-1$	-.298***	-.126	-.018	-.157	-.17	-.181
		(.094)	(.18)	(.195)	(.175)	(.173)	(.199)
	$t-2$	-.278***	-.185*	-.125	-.202*	-.207**	-.214*
		(.071)	(.105)	(.109)	(.104)	(.102)	(.12)
	$t-3$	.001	.037	.06*	.034	.03	.033
		(.021)	(.033)	(.035)	(.034)	(.032)	(.034)
<i>GC</i>	$t-1$	.171***	.207***	.191***	.145***	.183***	.181***
		(.042)	(.052)	(.05)	(.039)	(.048)	(.053)
	$t-2$	.018**	.031*	.042**	-.003	-.026	-.018
		(.009)	(.017)	(.017)	(.01)	(.017)	(.017)
	$t-3$	.094***	.108***	.097***	.059***	.06**	.059*
		(.023)	(.033)	(.033)	(.02)	(.03)	(.034)
<i>SOE</i>			.064	.013		.084	.096
			(.113)	(.118)		(.106)	(.114)
<i>SOE · GC</i>	$t-1$		-.128***	-.113***		-.111***	-.106***
			(.035)	(.035)		(.035)	(.041)
	$t-2$		-.023	-.024		.02	.02
			(.016)	(.015)		(.018)	(.018)
	$t-3$		-.07**	-.054*		-.03	-.022
			(.029)	(.029)		(.029)	(.034)

续表

		(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
<i>GC</i>		均值法	均值法	均值法	HP滤波法	HP滤波法	HP滤波法
控制变量		是	是	是	是	是	是
行业固定效应		是	是	是	是	是	是
省份固定效应		否	否	是	否	否	是
AR (1) <i>p</i> 值		0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
AR (2) <i>p</i> 值		0.501	0.197	0.309	0.187	0.106	0.154
Hansen <i>p</i> 值		0.178	0.245	0.263	0.254	0.269	0.306
工具变量个数		112	116	146	112	116	146
<i>Observations</i>		18015	18015	17979	18015	18015	17979

注：***、**和*分别表示通过1%、5%和10%水平的显著性检验。

2. 更换经济周期的衡量指标

制造业投资是实体经济供给能力形成的基础和先行指标。由于制造业是第二产业的重要组成部分，为了考察国企在制造业投资方面的周期性特征，我们用HP滤波法对第二产业增加值指数进行处理，得到其周期性成分作为经济周期波动新的衡量指标。回归结果如表4所示，在更换经济周期的衡量指标后，国企投资的逆周期性仍然成立，且交互项系数（-0.063）的绝对值相比于基准回归而言更小，说明国企投资的逆周期调节作用具有很强的综合性，除稳定第二产业经济波动外，在整个经济体系中广泛地发挥稳定作用。

表4 使用第二产业增加值指数波动衡量经济周期

		(1)	(2)	(3)
<i>Investmentrate</i>	<i>t</i> -1	-.203***	-.2**	-.247**
		(.078)	(.087)	(.098)
	<i>t</i> -2	-.264***	-.263***	-.263***
		(.061)	(.062)	(.064)
	<i>t</i> -3	.011	.011	-.003
		(.021)	(.021)	(.024)

续表

		(1)	(2)	(3)
GC	$t-1$	.283***	.312***	.246***
		(.056)	(.062)	(.056)
	$t-2$	.118***	.107***	.084***
		(.026)	(.024)	(.022)
	$t-3$	.188***	.169***	.14***
		(.037)	(.035)	(.032)
SOE			.08	.122
			(.07)	(.084)
SOE·GC	$t-1$		-.08***	-.063***
			(.019)	(.02)
GC		HP滤波法	HP滤波法	HP滤波法
控制变量		是	是	是
行业固定效应		是	是	是
省份固定效应		否	否	是
AR (1) p 值		0.000	0.000	0.000
AR (2) p 值		0.615	0.615	0.120
Hansen p 值		0.821	0.818	0.591
工具变量个数		113	115	144
Observations		18015	18015	17979

注：***、**分别表示通过1%、5%水平的显著性检验。

3. 更换样本期间

考虑到2008年金融危机对企业投资行为的冲击，我们将样本期调整为2008—2021年，回归结果如表5所示。第（2）、（4）列回归结果显示，更换样本期间后GC项回归系数基本在1%水平下显著为正，交互项系数仍然在1%水平下显著为负，说明国有企业仍然发挥了显著的逆周期调节的功能。

表5 样本期调整为2008—2021年

		(1)	(2)	(3)	(4)
<i>Investmentrate</i>	<i>t</i> -1	-.29**	-.314***	-.323***	-.287***
		(.115)	(.118)	(.115)	(.105)
	<i>t</i> -2	-.287***	-.296***	-.298***	-.259***
		(.077)	(.078)	(.078)	(.071)
	<i>t</i> -3	-.009	.001	-.011	.004
		(.023)	(.021)	(.023)	(.021)
<i>GC</i>	<i>t</i> -1	.165***	.164***	.145***	.134***
		(.039)	(.039)	(.035)	(.033)
	<i>t</i> -2	.012	.019**	-.017**	-.009
		(.008)	(.009)	(.008)	(.009)
	<i>t</i> -3	.073***	.075***	.043***	.042***
		(.02)	(.02)	(.014)	(.015)
<i>SOE</i>		.116	.117	.139	.117
		(.087)	(.081)	(.085)	(.073)
<i>SOE</i> · <i>GC</i>	<i>t</i> -1	-.075***	-.073***	-.098***	-.089***
		(.019)	(.018)	(.023)	(.021)
<i>GC</i>		均值法	均值法	HP滤波法	HP滤波法
控制变量		是	是	是	是
行业固定效应		是	是	是	是
省份固定效应		否	是	否	是
AR (1) <i>p</i> 值		0.000	0.000	0.000	0.000
AR (2) <i>p</i> 值		0.255	0.181	0.191	0.109
Hansen <i>p</i> 值		0.660	0.511	0.592	0.460
工具变量个数		114	143	114	146
<i>Observations</i>		15555	15534	15555	15534

注：***、**分别表示通过1%、5%水平的显著性检验。

六、因事制宜：充分发挥国有企业的稳定器作用

国有企业是中国特色社会主义的重要物质基础和政治基础，是党执政兴国的重要支柱和依靠力量。在中国特色社会主义条件下，国有企业的存在具有生产关系层面的意义，也必然具有生产力层面的意义，而国企参与逆周期投资从而实现宏观经济的稳定就是国企促进生产力发展的一个重要方面。本文回顾了国企逆周期投资模式形成的历史过程，并从政治经济学视角分析了国企逆周期投资的理论逻辑。本文强调国企逆周期投资不仅是一种有效的宏观经济稳定器，而且相较于传统逆周期调节政策具有三方面独特优势：第一，党对国企的全面领导使国企相较于一般市场主体更容易响应宏观调控的需要；第二，国企与金融机构间的长期稳定关系是一种能有效动员潜在经济剩余的投融资体制；第三，国有企业的逆周期投资能为全社会资本积累营建有利的情境。本文利用中国2003—2021年A股上市公司数据，基于一个政治经济学的企业投资方程，使用系统GMM方法，检验经济周期对国有企业投资的影响。经验分析发现：国企投资具有显著的逆周期性，国企比非国企在经济下行时会进行更多投资。这一发现为国企宏观经济稳定器的作用提供了经验证据。

回顾我国国有企业改革和发展的历史可见，国企在不断改变着自身的形态，以在特定形势下发挥特定功能，有力支撑了中国特色社会主义经济的运行和发展。在社会主义市场经济中，国企不仅“置身事内”，而且“因事制宜”，根据国家所需灵活采取组织形式和行为规范。近年来，地方国企在整个国有经济中比重不断提高，在支持地方经济发展、促进战略性新兴产业的建立、为民营经济创造良好营商环境等方面发挥了重要作用，充分展现出国企作为国家参与经济基础的手段所具有的可塑性。

本文研究说明，中国能够长期保持充分而又稳定的总需求，这与国企宏观经济稳定器作用的发挥有着密切的联系。本文的政策启示是我国应理直气壮做优做强做大国有企业，更好发挥国企宏观经济稳定器的作用。同时需要强调的是，逆周期投资固然能在短期起到稳增长作用，但这些投资也面临失败的风险，有可能在中长期造成国企债务的积累和后续投资能力的下降。因此，我国一方面应充分发挥中国的制度优势，更好发挥国企稳定器作用；另一方面要完善国企投融资体制，大力发展混合所有制，推进国有投资平台与非国有资本的协同与合作，更加注重国有经济投资的方向和形式，着力发挥国有资本在战略性新兴产业中的引领作用，有效发挥国有资本对非国有资本的组织和动员作用，完善国有投资在合作项目中的退出机制，推动现代化产业体系建设等中长期发展目标与宏观经济稳定器功能的有效结合。

参考文献

- [1] Bai, C. E., Li, D. D., Tao, Z., and Wang, Y., 2000, “A multitask theory of state enterprise reform”, *Journal of Comparative Economics*, 28 (4), 716–738.
- [2] Chen, S., Sun, Z., Tang, S., and Wu, D., 2011, “Government intervention and investment efficiency: Evidence from China”, *Journal of Corporate Finance*, 17 (2), 259–271.
- [3] Crotty, James R., 1992, “Neoclassical and Keynesian approaches to the theory of investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 14 (4), 483–496.
- [4] Dangl, T., and Wu, Y., 2016, “Corporate investment over the business cycle”, *Review of Finance*, 20 (1), 337–371.
- [5] Davidson, Paul, 1972, *Money and the Real World*, London: Macmillan.
- [6] Davis, L., 2018, “Financialization and the non-financial corporation: An investigation of firm-level investment behavior in the United States”, *Metroeconomica*, 69, 270–307.
- [7] Demir, F., 2009, “Financial liberalization, private investment and portfolio choice: Financialization of real sectors in emerging markets”, *Journal of development economics*, 88 (2), 314–324.
- [8] Fang, H., Hu, W.-Q., Shi, R., and Zhang, X., 2023, “The Chinese-style macroeconomic control: The role of state-owned enterprises”, *The World Economy*, 46 (3), 702–725.
- [9] Fazzari, S. M., and Mott, T. L., 1986, “The investment theories of Kalecki and Keynes: An empirical study of firm data, 1970–1982”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 9 (2), 171–187.
- [10] Gordon, Myron J., 1992, “The neoclassical and a post Keynesian theory of investment”, *Journal of Post Keynesian Economics*, 14 (4), 425–443.
- [11] Hayashi, F., 1982, “Tobin’s Marginal q and Average q : A Neoclassical Interpretation”, *Econometrics*, 50 (1), 213–224.
- [12] Hsieh, Chang-Tai, and Zheng Michael Song, 2015, “Grasp the large, let go of the small: The transformation of the state sector in China”, NBER Working Paper No. w21006. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- [13] Huang, X., Li, P., and Lotspeich, R., 2010, “Economic growth and multi-tasking by state-owned enterprises: An analytic framework and empirical study based on Chinese provincial data”, *Economic Systems*, 34 (2), 160–177.
- [14] Jorgenson, Dale W., 1963, “Capital theory and investment behavior”, *The American Economic Review*, 53 (2), 247–259.
- [15] Julio, B., and Yook, Y., 2012, “Political uncertainty and corporate investment cycles”, *The Journal of Finance*, 67 (1), 45–83.

- [16] Kalecki, Michal, 1937, “The principle of increasing risk”, *Economica*, 4, 440–447.
- [17] Kalecki, Michal, 1969, *The Theory of Economic Dynamics*, New York: Kelly.
- [18] Kalecki, Michal, 1971, *Selected Essays on the Dynamics of the Capitalist Economy 1933–1970*, Cambridge: Cambridge University Press.
- [19] Keynes, John M., 1936, *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, London: Macmillan.
- [20] Li, S., and Xia, J., 2008, “The roles and performance of state firms and non-state firms in China’s economic transition”, *World Development*, 36 (1), 39–54.
- [21] Lo, D., 1999, “Reappraising the performance of China’s state-owned industrial enterprises, 1980–1996”, *Cambridge Journal of Economics*, 23 (6), 693–718.
- [22] Minsky, Hyman P., 1975, *John Maynard Keynes*, New York: Columbia University Press.
- [23] Orhangazi, Ö., 2008, “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*, 32 (6), 863–886.
- [24] Qi, H., 2018, “ ‘Distribution According to Work’: An Historical Analysis of the Incentive System in China’s State-Owned Sector”, *Review of Radical Political Economics*, 50 (2), 409–426.
- [25] Qi, H., and Kotz, D. M., 2020, “The Impact of State-Owned Enterprises on China’s Economic Growth”, *Review of Radical Political Economics*, 52 (1), 96–114.
- [26] Ravn, M. O., and Uhlig, H., 2002, “On adjusting the Hodrick–Prescott filter for the frequency of observations”, *Review of Economics and Statistics*, 84 (2), 371–376.
- [27] Steindl, J., 1952, *Maturity and Stagnation in American Capitalism*, Oxford: Blackwell.
- [28] Tobin, J., 1969, “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit, and Banking*, 1 (1), 15–29.
- [29] Tori, D., and Onaran, Ö., 2018, “The effects of financialization on investment: evidence from firm-level data for the UK”, *Cambridge Journal of Economics*, 42 (5), 1393–1416.
- [30] 编辑组：《朱镕基讲话实录》，人民出版社2011年版。
- [31] 薄一波：《若干重大决策与事件的回顾》，人民出版社1997年版。
- [32] 蔡昉：《推进以人为核心的新型城镇化》，《中国工业经济》2020年第12期。
- [33] 陈东、陈爱贞、刘志彪：《重大风险预期、企业投资与对冲机制》，《中国工业经济》2021年第2期。
- [34] 陈金至、刘元春、宋鹭：《进退相济：国有经济的产业布局与宏观稳定效应》，《管理世界》2023年第10期。
- [35] 陈艳：《宏观经济环境、投资机会与公司投资效率》，《宏观经济研究》2013年第8期。

- [36] 程仲鸣、夏新平、余明桂:《政府干预、金字塔结构与地方国有上市公司投资》,《管理世界》2008年第9期。
- [37] 董志凯:《由“拨改贷”到“债转股”——经济转型中企业投融资方式的变迁(1978—2015)》,《中国经济史研究》2016年第3期。
- [38] 封凯栋:《潮起:中国创新型企业的诞生》,中国人民大学出版社2023年版。
- [39] 郭婧、马光荣:《宏观经济稳定与国有经济投资:作用机理与实证检验》,《管理世界》2019年第9期。
- [40] 韩珣、田光宁、李建军:《非金融企业影子银行化与融资结构:中国上市公司的经验证据》,《国际金融研究》2017年第10期。
- [41] 黄孝武、任亚奇、余杰:《经济不确定性与公司投资——基于中国上市公司数据实证分析》,《海南大学学报(人文社会科学版)》2020年第5期。
- [42] 李书娟、徐现祥、王贤彬:《目标导向的微观机制:国有企业的键作用》,《财贸经济》2021年第4期。
- [43] 梁琪、余峰燕:《金融危机、国有股权与资本投资》,《经济研究》2014年第4期。
- [44] 林超超:《生产线上的革命——20世纪50年代上海工业企业的劳动竞赛》,《开放时代》2013年第1期。
- [45] 林超超:《苏联经济核算制与中国计划经济》,《史林》2016年第1期。
- [46] 林盼:《党委领导与中国特色企业激励制度的建立和发展》,《湖南工业大学学报(社会科学版)》2021年第4期。
- [47] 刘放、杨箐、杨曦:《宏观经济周期性波动与公司投资效率——基于金融危机的自然实验》,《财会通讯》2014年第21期。
- [48] 刘康兵、申朴、Elmer Sterken:《融资约束、不确定性与公司投资:基于制造业上市公司面板数据的证据》,《南开经济研究》2011年第4期。
- [49] 刘伟、蔡志洲:《中国经济发展的突出特征在于增长的稳定性》,《管理世界》2021年第5期。
- [50] 刘元春:《国有企业宏观效率论——理论及其验证》,《中国社会科学》2001年第5期。
- [51] 孟捷:《历史唯物论与马克思主义经济学》,社会科学文献出版社2016年版。
- [52] 孟捷:《略论社会主义市场经济中的国有资本》,《政治经济学报》2023年第2期。
- [53] 孟捷、张雪琴、马梦挺:《增加值与社会主义初级阶段公有制企业的目标模式》,《政治经济学评论》2022年第4期。
- [54] 饶品贵、岳衡、姜国华:《经济政策不确定性与企业投资行为研究》,《世界经济》2017年第2期。
- [55] 王文成、沈红微、王熾慧:《国有经济投资对非国有经济投资的带动效应研究》,《中国软科学》2013年第7期。

- [56] 王文成：《国有经济的投资效应研究——基于中国工业制造业28个行业的实证分析》，《中国工业经济》2013年第7期。
- [57] 王义中、宋敏：《宏观经济不确定性、资金需求与公司投资》，《经济研究》2014年第2期。
- [58] 王永钦、刘紫寒、李嫦等：《识别中国非金融企业的影子银行活动：来自合并资产负债表的证据》，《管理世界》2015年第12期。
- [59] 吴慧香、梁美健：《经济周期、现金持有量与公司投资》，《北京工商大学学报（社会科学版）》2014年第1期。
- [60] 武力：《中国计划经济的重新审视与评价》，《当代中国史研究》2003年第4期。
- [61] 杨玲、朱宏泉：《融资约束、金融资产持有与银行贷款》，《统计研究》2022年第9期。
- [62] 喻坤、李治国、张晓蓉等：《企业投资效率之谜：融资约束假说与货币政策冲击》，《经济研究》2014年第5期。
- [63] 曾嵘、唐松：《新冠疫情下国有企业的经济稳定器作用——基于供应链扶持的视角》，《经济研究》2023年第3期。
- [64] 张成思、刘贯春：《中国实业部门投融资决策机制研究——基于经济政策不确定性和融资约束异质性视角》，《经济研究》2018年第12期。
- [65] 张成思、郑宁：《中国实业部门金融化的异质性》，《金融研究》2019年第7期。
- [66] 张敏、吴联生、王亚平：《国有股权、公司业绩与投资行为》，《金融研究》2010年第12期。
- [67] 张维迎、吴有昌、马捷：《公有制经济中的委托人-代理人关系：理论分析和政策含义》，《经济研究》1995年第4期。
- [68] 张宇、张晨：《“国有企业垄断论”的谬误》，《政治经济学评论》2010年第1期。
- [69] 赵懿清、张悦、胡伟洁：《政府控制、经济周期与企业投资趋同行为》，《经济与管理研究》2016年第11期。
- [70] 中共中央文献研究室：《十四大以来重要文献选编（上）》，人民出版社1996年版。
- [71] 周春梅：《国有上市公司投资行为异化：投资过度抑或投资不足——基于政府干预角度的实证研究》，《宏观经济研究》2011年第11期。
- [72] 周其仁：《公有制企业的性质》，《经济研究》2000年第11期。
- [73] 《资本论》第1卷，人民出版社2004年版。