

DOI:10.19361/j.er.2017.06.11

企业汇总会计盈余能有效预测未来通货膨胀吗?

罗 宏 方军雄 曾永良 周大伟*

摘要: 本文遵循刚刚兴起的“从微观数据到宏观预测”理论框架,研究上市公司披露的会计盈余信息与未来通货膨胀水平之间的关系。具体地,我们首先考察上市公司汇总会计盈余变化是否具有对未来CPI、PPI和RPI的预测能力,继而进一步考察股权分置改革和会计准则国际趋同是否影响汇总会计盈余的宏观决策价值。研究发现,汇总会计盈余变化能有效预测未来通货膨胀水平,并且对于不同通货膨胀指标其预测能力存在差异,这种预测效应在强制性制度变迁即股权分置改革和新会计准则实施以后更为明显。进一步研究发现,宏观经济分析师在预测未来通货膨胀时利用了企业汇总会计盈余信息。

关键词: 汇总会计盈余;通货膨胀;制度环境

一、引言

通货膨胀作为反映宏观经济运行的重要指标,是政府经济决策、企业投融资决策及个人投资决策的重要参照,进而对社会资源配置效率产生重大影响。因此,能否准确预测未来通胀走向成为重要的课题。根据“费雪效应”理论,资产的预期名义收益率等于预期实际收益率加上预期通货膨胀率,股票市场可能为通货膨胀的预测提供有用信息。先前研究发现,在成熟市场,股票价格是未来宏观经济活动的先行指标。然而,对于正处于转轨经济的中国,资本市场建设、法律及投资者保护体系尚不完善,股票市场与经济增长之间的关系并不显著(李冻菊,2008)。由于股票市场存在制度性缺陷,股价偏离公司业绩,股指脱离宏观经济,其难以成为经济发展的“晴雨表”。相对于饱受争议的股票市场,会计盈余作为最重要的会计信息,不管股市处于牛市还是熊市,都反映着企业基本面的财务及运营状况,蕴含实体经济的价值信息,那么它对于通货膨胀这一重要宏观经济指标是否具有预测功能?政策及制度环境变迁又会造成怎样的影响?

基于此,本文尝试从微观层面的会计信息出发,实证检验汇总会计盈余(aggregated accounting earnings)变化对未来通胀的信息含量,这一思路与当前兴起的“从微观数据到宏

* 罗宏,西南财经大学会计学院,邮政编码:611130,电子信箱:luohong@swufe.edu.cn;方军雄,复旦大学管理学院,邮政编码:20043,电子信箱:jxfang@fudan.edu.cn;曾永良,西南财经大学会计学院,邮政编码:611130,电子信箱:mz254208436@163.com;周大伟,东方证券股份有限公司,邮政编码:200031,电子信箱:zhoudawei@orientsec.com.cn。

作者感谢国家社科基金重点项目“会计信息在宏观经济分析与预测中的应用价值及其实现方式研究”(项目编号:16AJY004)的资助。感谢匿名审稿人富有建设性的意见,当然,文责自负。

观预测”的理论框架(Kothari et al., 2006; Konchitchki and Patatoukas(下简称“K&P”), 2014a, 2014b)相一致。具体地,我们以2003–2016年我国所有A股上市公司为研究样本,考察会计信息对通货膨胀的预测价值,并进一步探究股权分置改革、企业会计准则国际趋同等外部制度变迁对会计信息宏观预测价值的影响。研究发现,汇总会计盈余变化与未来通货膨胀水平显著正相关。伴随着股权分置改革基本完成和会计准则逐步国际趋同,汇总会计信息对未来通货膨胀的预测能力显著提升。并且相对于CPI和RPI,制度环境变化后,汇总会计盈余变化对未来PPI的预测能力更强。表明微观层面的会计信息具有宏观预测价值,制度环境的优化使会计信息的宏观预测效应显著提升,并且对于不同宏观经济指标,其预测能力存在明显差异。进一步研究还发现,宏观经济分析师在预测未来通货膨胀时有效地利用了企业会计盈余信息。

本文可能的贡献在于:(1)现有关于微观企业行为与宏观经济政策的研究大多从宏观层面考察宏观经济政策对微观企业行为的影响(靳庆鲁等,2008)。而微观企业作为宏观经济的重要主体,微观信息对宏观经济变量的影响尤为重要(姜国华、饶品贵,2011),本文结合中国这一转轨经济体的制度背景,考察汇总会计盈余变化与未来通货膨胀之间的关系,对微观层面的基本面信息对宏观经济的预测研究作进一步的丰富和拓展;(2)深化制度环境与制度变迁经济后果的研究。股权分置改革、企业会计准则国际趋同作为当前中国重要的制度环境变化广受关注。微观层面的研究表明,股权分置改革有效地提升了上市公司的自愿性信息披露水平(张学勇、廖理,2010),新会计准则对会计信息质量的正向影响显著(刘玉廷等,2010)。本文尝试探讨制度环境变化对会计信息宏观预测价值的影响,并分析会计信息对不同通胀指标预测能力的差异,以此为我国近年来CPI和PPI相背离的现象提供可能的解释,以及为4万亿投资计划等经济政策的效果提供间接的证据。

二、文献综述

(一)通货膨胀的影响因素研究

通货膨胀是较长时期内一般价格水平的持续上升,而非个别商品或服务价格的变动。20世纪60年代,菲利普斯曲线的提出综合了成本推动和需求拉动理论,逐渐取代传统的旧凯恩斯主义。肖争艳和陈彦斌(2004)进一步强调通胀预期在价格传导机制中提高需求和拉动成本的决定性作用。由于通胀预期难以衡量,大部分文献主要基于模型对通胀预期进行分析。如, Funke(2006)研究表明,适应性预期和理性预期共存的新凯恩斯混合 Phillips 曲线(NKPC)有助于解释中国通货膨胀的动态性质。苏桂芳(2010)借助 TVPGARCH 模型对通胀预期不确定性进行分解,发现不同时期,结构型与冲击型不确定性分别构成通胀预期的主要来源。学者们也积极尝试运用其他方法对通货膨胀预期进行分析,如调查法(肖争艳、陈彦斌,2004),模型拟合获得预期实现值(赵留彦等,2005)和变量替代法(杨继生,2009)等。

此外,“货币数量学派”将货币供给视为决定经济中价格总体水平的最重要因素,但已有文献对其能否解释通货膨胀尚未得出一致结论。一方面,范志勇(2008)分析指出,导致通胀变化的主要因素在于货币当局为保证就业和经济平稳增长而增加的货币供给,而非成本推动下的工资成本上升以及初级产品价格上涨;杨继生(2009)借助新凯恩斯混合 Phillips 曲线研究也支持货币超额供给对通货膨胀的推动作用。韩学红等(2008)则认为成本推动型通货膨胀实质上可以归结为产品的供需结构失衡,不同时期的通货膨胀成因取决于产出冲击与

货币供给冲击的相对重要性。另一方面,Estrella 和 Mishkin(1997)从货币政策视角指出,现实中货币数量论对货币量和价格水平之间关系的解释能力极其有限。于泽和罗瑜(2013)则扩展了货币数量论的外生货币假设,基于内生货币理论研究发现,货币并非通货膨胀的原因,货币和通货膨胀内生于经济而同时形成,我国的通货膨胀主要源于投资推动。

(二) 汇总会计盈余信息的宏观预测价值研究

企业是构成宏观经济的微观主体,宏观经济增长作为企业产出的汇总(姜国华、饶品贵,2011),直接受到企业经营状况的影响。鉴于微观企业会计信息与宏观经济变量之间存在天然联系(Brown and Ball,1967),近来国内外研究逐步将会计信息的有用性拓展至宏观层面,从宏观经济增长和通货膨胀两个方面考察汇总会计盈余对未来宏观经济指标的预测作用。其中,对于汇总会计信息与宏观经济增长之间的关系,K&P(2014a)认为企业利润是 GDP 的组成部分,并极可能与 GDP 其他组成部分相联系,汇总会计盈余增长是名义 GDP 增长的首要推动因素。K&P(2014b)则基于杜邦分析法中公司盈利能力驱动因素的汇总发现,其对真实 GDP 增长具有预测作用。对于汇总会计信息与通货膨胀之间关系的研究,Shivakumar(2007)、Patatoukas(2014)发现汇总会计盈余增长率与未来通胀水平正相关,意味着会计盈余信息为市场投资者提供了通胀相关的信息(Cready and Gurun,2010)。Kothari 等(2013)则发现汇总未预期盈余变化对未来通胀具有宏观经济信息含量。Gallo 等(2016)还指出汇总盈余增长对通胀水平等宏观经济指标的指示器作用会进一步影响政府的货币政策。

借鉴国外“从微观数据到宏观预测”的研究思路,罗宏等(2016)基于中国的制度背景,研究发现我国上市公司汇总会计盈余增长率与未来 GDP 增长率显著正相关,说明会计盈余信息具有宏观预测价值。方军雄等(2015)则发现宏观分析师在进行宏观经济预测时并未有效地利用汇总会计盈余信息。企业会计盈余作为宏观基本面信息的重要内容,其对通货膨胀是否具有宏观经济信息含量成为本文主要考察的内容。

三、理论分析与假设提出

从微观层面反映实体经济活动,汇总会计信息成为宏观经济分析的重要信息域。Kothari 等(2006)首次研究发现汇总盈余与股票市场回报的负相关关系源于未预期盈余对折现率的影响,而折现率主要受到通胀等宏观经济状况的影响。Shivakumar(2007)通过考察汇总未预期盈余变化对未来宏观经济指标的信息含量,发现汇总未预期盈余变化仅与未来通货膨胀显著正相关,意味着汇总盈余包含的通胀信息影响折现率这一效应占主导地位,这为 Kothari 等(2006)的观点提供了额外证据。现有大量研究证实汇总会计盈余对股票市场回报具有预测作用(Cready and Gurun,2010; Patatoukas,2014),而股票市场回报与通货膨胀率密切相关(韩学红等,2008;等等),那么汇总会计盈余在一定程度上也可能体现出对未来通胀水平的预测能力。Shivakumar 和 Urcan(2017)从投资需求和消费需求两方面对汇总会计信息如何预测未来通胀水平进行分析,发现汇总盈余增长与未来 PPI 显著正相关,符合投资需求推动假说。鉴于此,我们从以下两个方面分析汇总会计盈余变化对未来通胀水平的预测能力。

第一,从投资需求拉动角度。会计盈余不仅是企业过去和当期经营绩效的反映,也蕴含着对未来收益和投资机会的信息(Hennessy et al.,2007),是企业未来投融资决策及收益分配的参考依据。由于盈利在一定程度上意味着公司产品或服务的市场前景良好,管理层很可能提高公司营运资本的投资,并积极实施相关的投资计划。而公司盈利除了为公司扩大

投资提供更多的内部资金外,也直接影响投资者对于未来投资机会的感知,从而吸引更多的外部投资者。此外,盈利性是影响公司信贷风险的重要因素,银行在发放贷款时会较多关注企业盈余信息,根据盈利能力评价其偿债能力,并进行贷款决策(孙铮等,2006)。企业盈利增加将降低信贷风险,从而为其带来更多的银行贷款。可见,盈利使公司获得更多的内外部资金,促使其加大投资,相应地公司对原材料、存货、资本产品和服务等生产要素的需求也增加。Kothari 等(2013)、Shivakumar 和 Urcan(2017)研究证实投资决策影响企业对生产资料的需求,由于要素供给在短期内相对缺乏弹性,投资需求的增加导致投入要素成本提高,从而对未来产出价格和通货膨胀产生影响。

第二,从消费需求拉动角度。一方面,大量关于会计信息决策有用性的研究表明,会计信息对未来股票收益具有预测能力(Ball and Brown,1968,等等),说明公司盈利的利好传递到股票市场会引起股价的正向变动,同时高盈利也促使公司增加股利支付,从而提高投资者的持股收益。尽管股票收益与通货膨胀之间的关系并不确定,但长期来看,股票收益与通货膨胀紧密联系,股价可能通过影响民众投资收入来影响其消费支出。另一方面,当公司盈利增加时,公司职工基于业绩相关的工资和奖金福利提高。消费者可支配收入的增加在一定程度上也会促使其进行更多的消费。与投入要素类似,商品和服务的供应在短期内也是缺乏弹性的,需求的增加将导致消费品价格的上涨,从而加大未来通胀的可能性。

相反,当公司盈利降低时,公司可能会延迟或取消相关的投资计划,导致投资需求下降。同时公司亏损带来的消费者收入降低也可能促使其缩减开支,导致消费需求的减少及商品价格的降低。因此,公司盈利下降引发通胀的可能性较小。

综上所述,我们预期我国上市公司汇总会计盈余变化反映了企业实体的经济活动信息,并对企业利益相关者的决策行为产生影响,引起总需求及价格水平的变化,从而对未来通货膨胀具有宏观信息含量。我们提出如下假设:

H1:在其他条件一定的情况下,企业汇总会计盈余与未来通货膨胀正相关。

对于经济转轨时期的中国,资本市场处在不断完善与变革之中,如2005年4月29日中国证监会发布的《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》,以及2006年财政部颁布、2007年开始实施的新企业会计准则。这些作为我国资本市场真正意义的制度变革,对微观企业的外部制度环境进行了“洗礼”。2006年底,股权分置改革基本完成,清除了“同股不同权、同股不同利”的制度障碍,控股股东利益与市场业绩直接密切关联(Jian and Wong, 2010)。张学勇和廖理(2010)研究发现股权分置改革后自愿性信息披露水平提高,国有上市公司的经营绩效得到了明显的改善(Liao et al., 2014)。与此同时,会计准则的国际趋同强化了会计信息决策有用性目标,对我国会计信息披露提出了新的要求,从而大幅度压缩了会计估计和会计政策项目的选择,缩小了企业调控利润的空间范围。新准则实施以来,上市公司违背准则和操纵利润的行为明显减少(刘玉廷等,2010),会计信息质量的真实性与可比性显著提高(高芳、傅仁辉,2012)。会计信息愈真实地反映实体经济活动,对未来经济的信息含量愈高。从这个层面来说,随着外部制度环境的优化,会计信息披露质量的提高将增加其宏观经济信息含量。因此,我们预期,股权分置改革的完成和会计准则的国际趋同改善了微观企业的外部制度环境,促进了高质量会计信息的需求和加强了市场投资者的保护,会计信息的宏观经济信息含量得以提升。基于此,提出假设2:

H2:制度变革之后,企业汇总会计盈余信息对通货膨胀的宏观预测价值提升。

四、数据来源与研究模型

(一) 数据来源

本文选择常用的消费者价格指数(CPI)、商品零售价格指数(RPI)和生产者价格指数(PPI)作为通货膨胀的替代变量,参照杨继生(2009)的做法,将未来实际通货膨胀率后置作为通货膨胀预期。通货膨胀数据及相关经济指标来源于《中国统计年鉴》和 Wind 数据库。本文的样本期间为 2003 年 1 月至 2016 年 1 月,共 157 个样本。

本文以所有 A 股上市公司为研究对象,财务数据主要来源于 CSMAR 数据库。参照 Kothari 等(2006)、Konchitchki 和 Patatoukas(2014a)等的研究,我们基于扣除非经常性损益前的净利润(Earnings)计算汇总会计盈余变化指标(AE)。在具体计算时,将单个公司会计盈余变化在(1%,99%)之外的样本剔除。

(二) 研究模型

借鉴 Kothari 等(2013)的方法,我们首先考察会计盈余能否预测未来通货膨胀率,即会计盈余是否具有宏观预测价值。具体地,我们同时采用向量自回归模型(VAR)和最小二乘法(OLS)对本文假设进行研究:

$$y_m = A_1 y_{m-1} + A_2 y_{m-2} + \cdots + A_p y_{m-p} + e_m \quad (1)$$

$$\begin{aligned} Inflation_{m+1} = & \beta_0 + \beta_1 AE_{m-2,m} + \beta_2 Inflation_m + \beta_3 GAP_m + \beta_4 TR_m + \beta_5 IR_m + \\ & \beta_6 Return_m + \sum Quarter + \varepsilon_m \end{aligned} \quad (2)$$

模型(1)中,向量 y_m 包括:(1)通胀指标($Inflation$),分别是 $m+1$ 月的 CPI、RPI 和 PPI(上年同月=100)。(2)汇总会计盈余变化指标($AE_{m-2,m}$),为 $m+1$ 期后置 1 至 3 个月的汇总会计盈余变化的平均值。由于我国上市公司会计盈余数据仅披露季度数据,因此本文基于 $m+1$ 月所在季度的上一季度披露的净利润计算汇总会计盈余变化,用于预测 $m+1$ 期的通胀水平。我们参照 Konchitchki 和 Patatoukas(2014a)的方法计算汇总会计盈余变化,具体地,首先将各公司各季度当期净利润除以该季度营业收入,得到 $E_{i,q}$;其次计算各公司各季度相比于上年同季度 $E_{i-1,q}$ 的变化额 $\Delta E_{i,q}$ (即 $E_{i,q} - E_{i-1,q}$);最后以上市公司在各季度初的总市值为权数,对所有上市公司各季度的 $\Delta E_{i,q}$ 进行加权平均,得到汇总会计盈余变化指标 $AE_{vw_{m-2,m}}$ 。此外,我们亦采用等权平均的方法计算得到 $AE_{ew_{m-2,m}}$ 。(3)其他相关的内生宏观经济指标:产出方面,本文借鉴孟庆斌等(2014)的做法,对月度工业增加值利用 HP 滤波方法估算其潜在产出,再将实际工业增加值减去趋势值得到产出缺口,在此基础上计算产出缺口同比变化(上年同期)指标(GAP);利率,我们选择一年期定期存款的月度利率作为货币政策的代理变量,并计算该变量的同比变化指标 IR ;期限利差,我们采用 10 年期与 1 年期国债到期收益率之差,并计算该变量的同比变化指标 TR ;股票市场回报,我们基于不考虑现金红利再投资的加权汇总月市场回报率计算其同比变化指标 $Return$ 。(4)外生变量:季节虚拟变量($Quarter$)。在进行 VAR 回归前,本文利用 ADF 单位根检验法对模型向量进行平稳性检验,发现模型满足平稳性条件,从而避免伪回归的可能。我们根据 AIC-SC 准则或 LR 检验法确定最佳滞后阶数为 4,在此基础上进行 VAR(4)模型估计。

模型(2)的变量定义对应于模型(1)。考虑到要素、商品及服务的供给通常在短期内缺乏弹性,汇总盈余变化带来的价格效应对未来短窗口($m+1$ 月)内通货膨胀水平影响更显著,因此本文主要基于月度通胀数据进行检验。在稳健性检验中,我们亦将季度内三个月的

通货膨胀率进行简单平均得到相应的季度通胀指数,考察汇总的季度会计盈余变化对未来一期通胀水平的预测能力。

截止到2006年底,沪深两市A股上市公司中约97%实现或完成股改程序,标志着股权分置改革基本完成,同时2007年初我国也开始强制实行新会计准则以推进会计准则国际趋同。考虑到2008年金融危机可能带来的影响,我们将这一特殊期间的样本剔除,对强制性制度变迁以2008年前后作为时间节点分组,2008年之前为20个季度(包括2007年政策过渡期),共60个样本;2008年之后,为28个季度零1个月,共85个样本,以此考察制度环境变迁对于会计盈余信息预测通货膨胀的影响。

五、实证结果与分析

(一) 描述性统计及相关系数分析

表1列示的是本文主要变量的描述性统计结果。我们发现,2003–2016年期间,月度CPI和RPI的均值与PPI的均值差异不大,但PPI的标准差明显超过CPI和RPI,并且PPI的最小值要明显小于CPI和RPI。同期基于所有A股上市公司简单平均和加权平均汇总的会计盈余变化均值分别为0.016和0.020,中值分别为0.026和0.014,两者差别不大。控制变量中产出缺口的均值为0.000,对比其极值可以看出,产出缺口在样本期间内存在较大差异,这与孟庆斌等(2014)的结果相符;期限利差的均值为0.112,年度无风险利率的均值为0.000。变量之间相关系数分析表明, $m+1$ 月所在季度的上一季度汇总会计盈余变化 $AE_{ew_{m-2,m}}/AE_{vw_{m-2,m}}$ 与 $m+1$ 月CPI、RPI和PPI基本上正相关,初步支持了汇总会计盈余变化对未来通胀水平的预测作用。产出缺口(GAP)、利率(IR)、期限利差(TR)与未来通胀水平显著正相关,期限利差(TR)、股票市场回报率(Return)与未来通胀水平负相关,与先前文献的结论一致。^①

表1 主要变量的描述性统计

变量	N	均值	中值	标准差	最小值	最大值
CPI_{m+1}	157	0.028	0.024	0.021	-0.018	0.087
RPI_{m+1}	157	0.020	0.014	0.022	-0.025	0.081
PPI_{m+1}	157	0.016	0.026	0.045	-0.082	0.101
CPI_m	157	-0.003	-0.003	0.025	-0.094	0.069
RPI_m	157	-0.007	-0.006	0.020	-0.080	0.063
PPI_m	157	0.027	0.024	0.021	-0.018	0.087
$AE_{ew_{m-2,m}}$	157	0.016	0.026	0.045	-0.082	0.101
$AE_{vw_{m-2,m}}$	157	0.020	0.014	0.022	-0.025	0.081
GAP_m	157	0.000	0	0.031	-0.143	0.148
IR_m	157	0.000	0	0.097	-0.457	0.265
TR_m	157	0.112	-0.017	0.670	-0.770	3.573
$Return_m$	157	-0.785	-0.770	1.676	-3.764	2.183

(二) 实证结果与分析

表2回归(1)–(3)和(4)–(6)分别报告了基于简单平均和加权平均汇总的会计盈余变化($AE_{ew_{m-2,m}}$ 和 $AE_{vw_{m-2,m}}$)对未来 $m+1$ 期CPI、RPI及PPI影响的OLS回归结果。结果显示,在控制产出缺口等因素的影响后,汇总会计盈余变化与未来 $m+1$ 期通胀指标显著正相关。其中,汇总会计盈余变化与基于投资需求拉动的PPI相关性最强。

^①限于篇幅,未报告变量之间相关系数分析表,数据资料留待备索。

表 2 汇总会计盈余与未来通货膨胀——OLS 回归分析

变量	CPI_{m+1}	RPI_{m+1}	PPI_{m+1}	CPI_{m+1}	RPI_{m+1}	PPI_{m+1}
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$AE_{ew_{m-2,m}}$	0.084*** (2.67)	0.113*** (4.51)	0.338*** (8.44)			
$AE_{vw_{m-2,m}}$				0.053** (2.24)	0.071*** (3.37)	0.236*** (5.69)
CPI_m	0.918*** (42.04)			0.914*** (41.37)		
RPI_m		0.934*** (47.36)			0.928*** (46.33)	
PPI_m			0.976*** (70.75)			0.978*** (66.98)
GAP_m	0.093*** (5.66)	0.079*** (4.78)	0.031** (2.04)	0.100*** (6.68)	0.088*** (5.89)	0.055*** (3.34)
IR_m	0.006 (1.02)	0.004 (0.76)	-0.006 (-0.98)	0.009 (1.45)	0.007 (1.37)	-0.001 (-0.07)
TR_m	0.001 (0.37)	-0.002 (-0.06)	-0.001 (-1.41)	0.000 (0.20)	-0.000 (-0.31)	-0.002** (-2.37)
$Return_m$	-0.004 (-1.60)	-0.021 (-1.06)	-0.023* (-1.70)	-0.005 (-1.20)	-0.012 (-0.40)	-0.021 (-0.13)
Quarter	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	0.031** (2.04)	0.031** (2.04)	0.031** (2.04)	0.003*** (2.75)	0.002** (2.17)	0.001 (1.00)
Adj_R^2	0.943	0.952	0.979	0.941	0.950	0.976
N	157	157	157	157	157	157

注:表中被解释变量分别为 $m+1$ 月 CPI 、 RPI 和 PPI ,括号内为经过 White 异方差修正的 t 值。* 表示 $p<0.1$, ** 表示 $p<0.05$, *** 表示 $p<0.01$,下同。

利用 VAR(4) 模型进行估计得到脉冲响应函数图(见图 1)①。横轴表示冲击作用的滞后期数,纵轴表示相应的变量,实线表示脉冲响应函数,阴影部分表示正负两倍标准差偏离带。图 1 显示,汇总会计盈余变化($AE_{vw_{m-2,m}}$)的一个冲击对通胀指标均产生较大的正的影响,其中对 PPI 的冲击最大,随后影响幅度逐渐下降,并在第 8 期后基本消失。表 4 中全样本方差分解的结果表明,在对通货膨胀率变化的贡献率中,第 1 期通货膨胀率对自身的贡献率最大,但随后其对自身的贡献率逐渐降低,在第 10 期后达到平稳。而汇总盈余变化对通胀率变化的贡献率逐渐提高,并在第 10 期左右显示出平稳性。

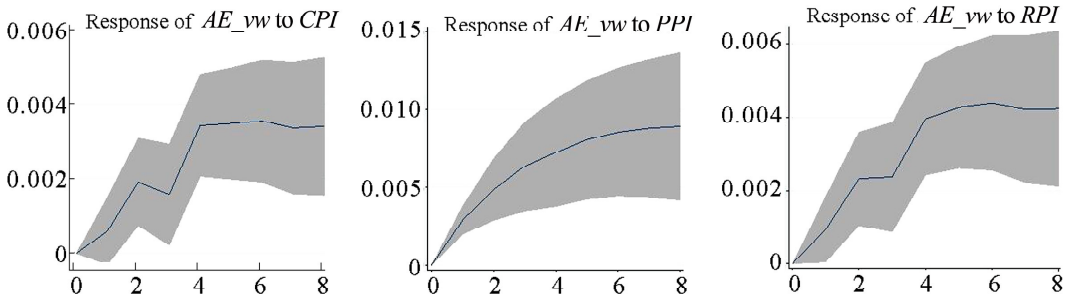


图 1 累计冲击影响

①由于篇幅限制,本文仅报告了加权平均汇总的会计盈余变化($AE_{vw_{m-2,m}}$)对通胀率的冲击影响,基于等权平均汇总的会计盈余变化($AE_{ew_{m-2,m}}$)进行 VAR 模型检验的结果资料留待备索。

这些结果表明,汇总会计盈余包含着未来通货膨胀水平的信息,体现出一定的宏观预测价值,并且对于不同的通胀指标,会计盈余蕴含的宏观经济信息含量存在一定差异。该结果支持本文的假设 1。

2008 年前后,伴随着股权分置改革和会计制度变更,资本市场迎来全流通时代,促使管理层更加关注公司业绩,会计信息更受重视,会计制度变更对上市公司信息披露提出更为规范、严格的要求。我们以 2008 年为时间节点,分析制度变迁对汇总会计盈余变化与未来通货膨胀水平之间关系的影响,OLS 回归结果如表 3 所示。可以看出,股权分置改革基本完成和会计准则国际趋同以来($Year > 2008$),汇总会计盈余变化($AE_{ew_{m-2,m}}/AE_{vw_{m-2,m}}$)与 $m+1$ 期 PPI 之间的相关性加强(Chow 检验结果表明该差异显著),而与 $m+1$ 期 CPI 之间的相关性减弱,且未通过显著性检验,汇总会计盈余变化与 $m+1$ 期 RPI 之间的相关性也有所下降。

表 3 制度环境对汇总会计盈余宏观预测价值的影响——OLS 回归分析

变量	CPI_{m+1}		RPI_{m+1}		PPI_{m+1}	
	$Year > 2008$	$Year < 2008$	$Year > 2008$	$Year < 2008$	$Year > 2008$	$Year < 2008$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A——基于简单平均汇总的会计盈余变化的检验						
$AE_{ew_{m-2,m}}$	0.046 (1.13)	0.163 *** (2.87)	0.085 *** (3.03)	0.177 *** (3.19)	0.387 *** (10.93)	0.196 *** (3.76)
CPI_m	0.908 *** (37.44)	0.912 *** (24.05)				
RPI_m			0.927 *** (38.24)	0.905 *** (22.84)		
PPI_m					0.933 *** (56.24)	1.011 *** (22.49)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	0.002 ** (2.37)	0.003 (1.48)	0.002 * (1.90)	0.002 (1.35)	0.002 ** (2.23)	0.001 (0.32)
Adj_R^2	0.947	0.926	0.956	0.924	0.988	0.886
N	85	60	85	60	85	60
Panel B——基于加权平均汇总的会计盈余变化的检验						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$AE_{vw_{m-2,m}}$	0.027 (0.52)	0.056 * (1.73)	0.054 * (1.70)	0.080 ** (2.24)	0.414 *** (10.85)	0.082 *** (3.12)
CPI_m	0.909 *** (30.47)	0.943 *** (24.48)				
RPI_m			0.938 *** (33.38)	0.944 *** (22.99)		
PPI_m					0.972 *** (58.52)	0.973 *** (21.76)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	0.002 ** (2.19)	0.002 * (1.82)	0.002 (1.57)	0.002 * (1.84)	0.002 (1.65)	0.002 (1.20)
Adj_R^2	0.946	0.919	0.954	0.914	0.987	0.881
N	85	60	85	60	85	60

注:表中被解释变量分别为 $m+1$ 期 CPI 、 RPI 和 PPI 。括号内为经过 White 异方差修正的 t 值。

图 2 中 VAR 分析结果显示,汇总会计盈余变化初始对 CPI 有一个微小的正的影响。但

对比 2008 年前后,汇总会计盈余变化对 *CPI* 的冲击响应并没有明显的提升,反而有所下降。同样对于 *RPI*,制度变迁前后,响应值提升的幅度也不明显。而在 2008 年以后,汇总会计盈余变化对 *PPI* 正向冲击显著增强。表 4 中方差分析的结果也表明,2008 年以后,汇总盈余变化对 *PPI* 变化的贡献率明显提升,到第 10 期达 55.71%;而对于 *CPI*、*RPI* 变化的贡献率并没有显著提升,尤其对于 *CPI* 还有所下降。

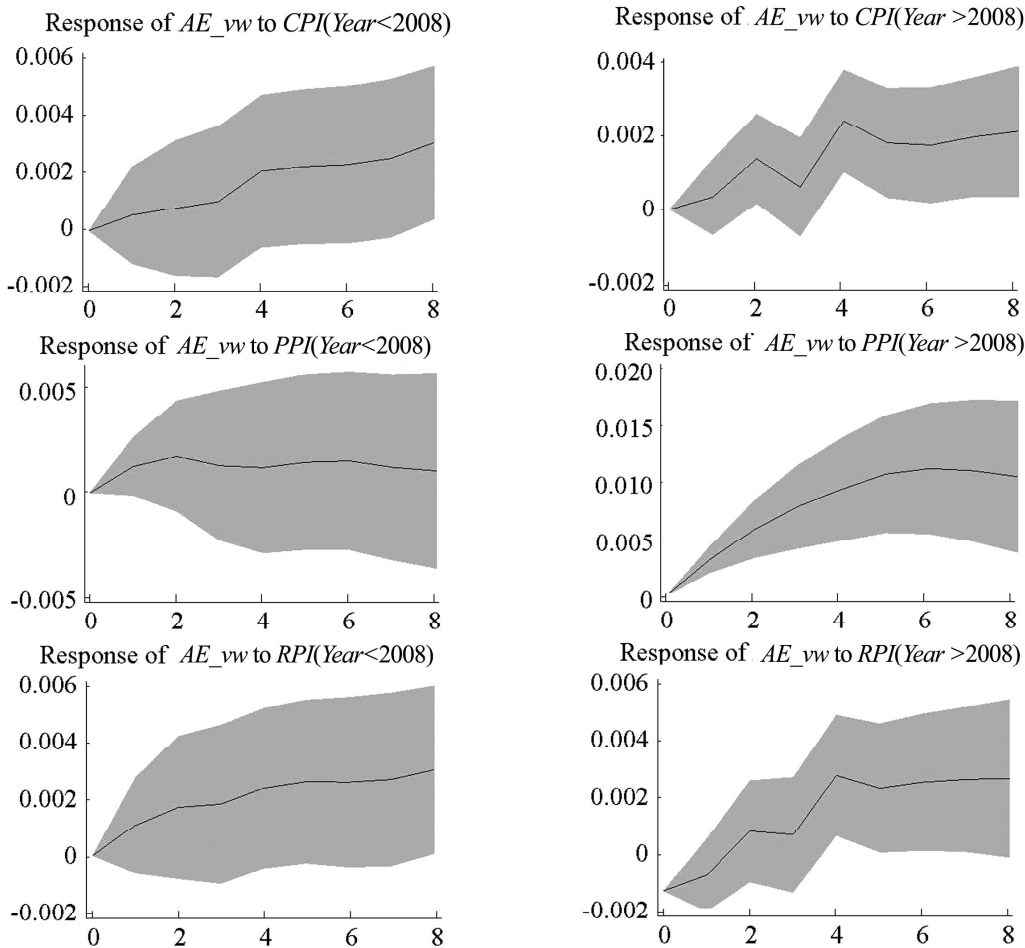


图 2 制度变迁前后累计冲击影响对比

表 4 通货膨胀率的方差分析表

Panel A <i>CPI</i> 的 10 期方差分析表						
Period	全样本		<i>Year</i> <2008		<i>Year</i> >2008	
	<i>CPI</i>	<i>AE_vw</i>	<i>CPI</i>	<i>AE_vw</i>	<i>CPI</i>	<i>AE_vw</i>
1	1	0	1	0	1	0
2	0.863038	0.007549	0.713239	0.005042	0.882679	0.004342
3	0.817205	0.056966	0.636689	0.009402	0.826962	0.048281
4	0.817598	0.071266	0.627958	0.016393	0.838047	0.044879
5	0.743816	0.150430	0.560122	0.044636	0.767136	0.114594
6	0.689792	0.201472	0.499174	0.069291	0.738139	0.134746
7	0.642458	0.235283	0.453166	0.091026	0.694122	0.144002
8	0.606585	0.254587	0.428228	0.118539	0.648144	0.153624
9	0.565078	0.269803	0.402712	0.156948	0.587759	0.162887
10	0.526441	0.280408	0.372097	0.200509	0.539013	0.169766

续表 4 通货膨胀率的方差分析表

Panel B PPI 的 10 期方差分析表						
Period	全样本		Year<2008		Year>2008	
	PPI	AE_vw	PPI	AE_vw	PPI	AE_vw
1	1	0	1	0	1	0
2	0.932508	0.064381	0.945577	0.018115	0.881546	0.109894
3	0.886499	0.10544	0.876712	0.025961	0.77631	0.206044
4	0.843466	0.143903	0.834626	0.024059	0.669584	0.300145
5	0.805507	0.178674	0.807092	0.02426	0.563656	0.39016
6	0.762538	0.214064	0.791734	0.027153	0.46191	0.469983
7	0.716146	0.246963	0.777087	0.029479	0.38112	0.522827
8	0.667466	0.275684	0.757494	0.029469	0.320981	0.548091
9	0.619149	0.30115	0.734395	0.029352	0.277297	0.556679
10	0.573437	0.32355	0.710614	0.03011	0.244069	0.557064

Panel C RPI 的 10 期方差分析表						
Period	全样本		Year<2008		Year>2008	
	RPI	AE_vw	RPI	AE_vw	RPI	AE_vw
1	1	0	1	0	1	0
2	0.884137	0.015832	0.803111	0.015752	0.887247	0.005904
3	0.826025	0.075129	0.715392	0.035111	0.806274	0.057912
4	0.806133	0.109356	0.695897	0.051824	0.795972	0.083873
5	0.727189	0.191493	0.625023	0.077598	0.698023	0.187475
6	0.656489	0.255063	0.544296	0.100729	0.639951	0.238022
7	0.595178	0.298835	0.485248	0.118807	0.577144	0.298684
8	0.545799	0.325997	0.456793	0.141829	0.458175	0.309164
9	0.495785	0.345049	0.434595	0.17159	0.410316	0.315263
10	0.451878	0.357481	0.409381	0.204749	0.451878	0.357481

以上 OLS 回归与 VAR 分析结果较为一致地说明制度变迁后,汇总会计盈余变化对未来 PPI 这一通胀指标表现出更高的宏观经济信息含量,而对于未来 CPI 和 RPI 的解释力不足。其原因可能在于,在制度环境优化使会计信息更能真实准确地反映实体经济经营状况的前提下,会计信息将对受其影响更为直接的经济指标更具有先导指示器作用。我国自 2009 以来,PPI 持续下行,PPI 和 CPI“剪刀差”逐渐拉大。学者指出我国 PPI 连续长期出现下滑,很可能是工业生产的产能过剩引起的(饶品贵、罗勇根,2016)。自 2008 年金融危机后,我国政府推出了 4 万亿经济刺激政策,在拉动内需的同时,也在一定程度上扭曲了生产与需求之间的关系,表现出生产能力部分偏离市场需求。一些地方政府强行干预投资和经济增长,导致地方间形成恶性投资竞争,产能扩张难以抑制。尤其对于传统制造产业,其依托资源投入、产出数量扩张、价格战等竞争模式,往往引发企业产能普遍过剩。再加上市场对产品需求增长缓慢,企业产销率出现大滑坡,库存增加,企业效益大幅下降,进一步反映到工业生产领域价格走势上,导致物价水平总体下滑。尽管企业盈利状况的改变也会在一定程度上引起消费者收入的变化,但对于具有高居民储蓄率的中国,消费者收入的改变并不一定能带动消费需求。因此,当会计盈余信息能更灵敏地反映宏观经济政策改变对企业的生产经营、投资等决策行为的影响时,其对相应的宏观经济指标(PPI)也会产生更为直接的影响。本文的假设 2 得到验证。

(三) 稳健性检验

1. 基于季度数据的检验

考虑到上市公司按季度发布财务报表,因此我们采用季度数据对上述模型重新进行检

验(共 53 个季度),具体见模型(3)①。

$$Inflation_{q+1} = \beta_0 + \beta_1 AE_q + \beta_2 Inflation_q + \beta_3 GAP_q + \beta_4 TR_q + \beta_5 IR_q + \beta_6 Return_q + \sum Quarter + \varepsilon_q \quad (3)$$

(3)式中:被解释变量分别为 $q+1$ 季度 CPI 、 RPI 和 PPI ;解释变量 AE_q 是 q 季度加权汇总会计盈余变化;其他控制变量均由相应的月度数据换算成季度数据得到。

从表 5 看,季度汇总会计盈余变化与未来 $q+1$ 期通胀指标均显著正相关,并且在 2008 年以后更为显著,表明企业汇总会计盈余变化对季度 CPI 、 RPI 和 PPI 均有显著的预测价值。其中,企业汇总会计盈余变化与 $q+1$ 季度 PPI 的回归系数最大,这也在一定程度上说明相比于 CPI 、 RPI ,会计信息更能预测 PPI 的变化趋势。

表 5 汇总会计盈余与未来通货膨胀——基于季度数据的检验

	$QCPI_{q+1}$			$QPPI_{q+1}$			$QRPI_{q+1}$		
	全样本	Year>2008	Year<2008	全样本	Year>2008	Year<2008	全样本	Year>2008	Year<2008
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
AE_{vw}_q	0.235 *** (3.52)	0.229 *** (3.47)	-0.017 (-0.11)	0.640 *** (4.90)	0.924 *** (8.26)	0.205 (1.36)	0.247 *** (3.70)	0.301 *** (4.67)	-0.024 (-0.18)
$QCPI_q$	0.748 *** (5.51)	1.102 *** (11.32)	1.099 *** (3.45)						
$QPPI_q$				0.854 *** (6.84)	0.945 *** (7.29)	0.389 (1.36)			
$QRPI_q$							0.697 *** (5.94)	1.016 *** (9.81)	1.089 *** (3.89)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	-0.027 (-0.34)	-0.056 (-0.88)	-0.075 (-0.30)	-0.188 (-1.01)	0.139 (0.57)	-0.544 *** (-3.34)	-0.039 (-0.50)	0.014 (0.21)	-0.229 (-1.00)
Adj_ R^2	0.790	0.930	0.760	0.851	0.922	0.594	0.808	0.915	0.789
N	53	29	20	53	29	20	53	29	20

注:表中被解释变量分别为 $q+1$ 季度 CPI 、 RPI 和 PPI ,括号内为经过 White 异方差修正的 t 值。

2. 基于分省数据的检验

为进一步验证汇总会计盈余变化对未来通胀水平的预测作用,我们采用中国 31 个省份的 CPI 和 PPI 数据②,考察基于分省层面汇总的会计盈余变化对未来期间各省份通胀水平的预测作用。由于分省层面相关控制变量不易控制,我们借鉴 K&P(2014a)的研究模型,控制滞后一期的 CPI 和 PPI ,建立模型(4)重新检验本文假设。

$$Inflation_pro_{t+1} = \beta_0 + \beta_1 AE_pro_t + \beta_2 Inflation_pro_t + \sum Province + \sum Quarter + \varepsilon \quad (4)$$

回归结果如表 6 所示,可以看出分省层面汇总会计盈余变化($AE_pro_vw_t$)与未来通货膨胀水平(CPI_pro_{t+1} 和 PPI_pro_{t+1})显著正相关③,同时制度环境改变后,汇总会计盈余变化与未来 PPI 的相关关系更显著,这些结果为本文假设提供了进一步的证据支撑。

①本文亦采用 VAR 模型对季度数据进行检验,限于篇幅,未报告相关结果,数据资料留待备索。

②数据来源于 Wind 数据库,由于分省的 RPI 数据未公布,我们仅采用了 2003—2016 年 31 个省份月度(季度)同比的 CPI 和 PPI 数据共 4 929(1 643)个,由于西藏自治区在 2006 年 2 月份开始公布 PPI ,因此基于 PPI 检验的样本为 4 892(1 631)个。

③分省层面等权平均汇总会计盈余变化(AE_pro_ewt)与未来通货膨胀水平均显著正相关,限于篇幅,未报告相关检验结果,数据资料留待备索。

表 6 汇总会计盈余与未来通货膨胀——基于省份数据的检验

变量	CPI_pro_{t+1}			PPI_pro_{t+1}		
	全样本	$Year>2008$	$Year<2008$	全样本	$Year>2008$	$Year<2008$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Panel A 基于省份月度数据的检验						
$AE_pro_vw_{m-2,m}$	0.009 *** (3.54)	0.001 (0.08)	0.019 *** (3.98)	0.022 *** (3.39)	0.018 ** (2.15)	0.013 (1.22)
CPI_pro_m	0.939 *** (178.36)	0.934 *** (131.87)	0.959 *** (102.02)			
PPI_pro_m				0.962 *** (120.50)	0.959 *** (74.80)	0.870 *** (30.60)
Province	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Quarter	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	0.002 ** (2.47)	0.002 ** (2.01)	0.002 (1.54)	0.001 (0.33)	0.001 (0.09)	0.005 *** (2.90)
Adj_R^2	0.890	0.880	0.862	0.928	0.933	0.872
N	4 929	2 697	1 860	4 892	2 697	1 823
Panel B 基于省份季度数据的检验						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$AE_pro_vw_q$	0.067 *** (8.86)	0.034 *** (4.81)	0.083 *** (5.93)	0.183 *** (8.31)	0.170 *** (6.14)	0.059 ** (1.99)
$QCPI_pro_q$	0.814 *** (50.75)	0.833 *** (42.86)	0.980 *** (34.08)			
$QPPI_pro_q$				0.810 *** (34.39)	0.795 *** (28.21)	0.632 *** (8.21)
Province	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Quarter	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	0.006 *** (3.37)	0.004 ** (2.36)	0.005 (1.45)	0.004 (0.94)	-0.003 (-0.48)	0.016 *** (3.38)
Adj_R^2	0.725	0.782	0.739	0.719	0.720	0.700
N	1 643	899	620	1 631	899	608

注:表中被解释变量分别为未来 1 期分省层面的月度(或季度)CPI 和 PPI 数据,括号内为经过 White 异方差修正的 t 值。

3. 基于具体影响路径的检验

本文主要基于消费需求和投资需求路径分析汇总会计盈余变化对未来通胀水平的预测作用。为此,我们采用固定资产投资价格指数($FixInvset$)和居民人均消费支出($Expendt$)分别作为投资需求和消费需求的替代变量,考察汇总会计盈余变化与消费需求和投资需求之间的关系。检验结果如表 7 所示,汇总会计盈余变化与未来 $q+1$ 期通胀中间指标均显著正相关。说明正向汇总会计盈余变化在一定程度上推动了消费需求和投资需求,体现出对未来通胀的预测作用。而回归(2)和回归(5)的结果显示,在 2008 年之后汇总会计盈余变化仅与未来一期固定资产投资价格指数显著正相关,这些结果与上述结论相符。

表 7 汇总会计盈余与未来通货膨胀——基于路径分析的检验

变量	$FixInvset_{q+1}$			$Expendt_{q+1}$		
	全样本	$Year>2008$	$Year<2008$	全样本	$Year>2008$	$Year<2008$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
AE_vw_q	0.413 *** (3.64)	0.556 *** (3.62)	0.094 (0.43)	0.347 ** (2.11)	0.198 (0.59)	0.544 (1.49)
$FixInvset_q$	0.685 *** (4.61)	1.017 *** (7.73)	0.899 ** (2.69)			

续表 7 汇总会计盈余与未来通货膨胀——基于路径分析的检验

变量	$FixInvset_{q+1}$			$Expendt_{q+1}$		
	全样本	$Year>2008$	$Year<2008$	全样本	$Year>2008$	$Year<2008$
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
$Expendt_q$				0.031 (0.30)	0.032 (0.29)	-0.142 (-1.01)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	-0.141 (-0.98)	0.017 (0.27)	-0.268 (-0.31)	-0.190 (-1.00)	-0.371 (-1.07)	-0.969 (-1.18)
Adj_R^2	0.830	0.937	0.416	0.303	0.130	0.012
N	50	28	20	52	28	20

注:表中被解释变量分别为 $q+1$ 期固定资产投资价格指数($FixInvset$)、居民人均消费支出季度同比增长率($Expendt$),括号内为经过 White 异方差修正的 t 值。

(四) 进一步研究

上述研究发现上市公司汇总会计盈余能够有效预测未来通货膨胀。自然地,我们关心作为宏观经济预测的专业提供者——宏观分析师在做出经济预测时是否会利用会计盈余的信息。我们采用北京大学中国经济研究院发布的朗润经济预测数据,考察宏观经济分析师在预测通货膨胀时是否关注了会计盈余的信息。

根据朗润预测从 2005 年第 3 季度—2016 年第 1 季度发布的 CPI 和固定资产投资总额的季度同比数据,对最终的 42 个样本进行检验,具体结果见表 8。总体上看,汇总会计盈余变化与宏观分析师预测的 $q+1$ 季度 CPI 及固定资产投资总额同比增长率呈现显著的正相关关系。这些结果表明,宏观分析师在进行宏观经济预测时,会计盈余构成其重要的预测依据。

表 8 汇总会计盈余与宏观分析师通货膨胀预测

变量	$FCPI_{q+1}$		$TFixInvest_{q+1}$	
	(1)	(2)	(3)	(4)
AE_vw_q	0.212 *** (4.23)		0.851 *** (3.04)	
AE_ew_q		0.272 *** (6.06)		0.386 (1.13)
$QCPI_q$	0.694 *** (7.18)	0.686 *** (7.83)		
$TFixInvest_q$			0.970 *** (3.99)	0.773 ** (2.46)
Controls	Yes	Yes	Yes	Yes
Intercept	0.009 (0.15)	0.023 (0.44)	-2.015 *** (-4.86)	-2.030 *** (-4.56)
Adj_R^2	0.932	0.954	0.630	0.510
N	42	42	42	42

注:表中被解释变量分别为宏观分析师预测的 $q+1$ 期 CPI($FCPI$)和固定资产投资总额同比增长率($TFixInvest$),括号内为经过 White 异方差修正的 t 值。

六、总结

借鉴 Kothari 等(2006)和 K&P(2014a,2014b)的研究思路,本文检验了汇总会计盈余信息对通货膨胀的预测能力。研究发现,在控制相关因素影响后,汇总会计盈余变化对未来 CPI、PPI 和 RPI 具有显著的正向影响,表明汇总会计信息具有宏观经济信息含量,对未来通

货膨胀具有预测效应。进一步研究发现,伴随股权分置改革的基本完成和会计制度的改革,汇总会计盈余表现出更高的宏观预测价值,并且对于不同的通胀指标,其预测作用存在差异。研究还发现宏观经济分析师在预测未来通货膨胀时利用了会计盈余信息。

本研究对会计信息的宏观预测价值提供了进一步的经验证据支持。长期以来,通货膨胀作为重要的宏观经济变量受到理论与实务界的广泛关注,但鉴于通货膨胀的成因、时期的差异,股票收益与通货膨胀之间关系的不稳定性,现有文献对微观企业会计信息与未来通货膨胀之间的关系研究不多。本文基于我国上市公司基本面信息的汇总,考察微观层面会计信息对宏观经济变量的影响,依照微观到宏观的分析范式对会计信息宏观预测价值的研究进行了拓展和补充,也促使我们更加关注和更好地理解宏观经济变量分析的基本面视角。另外,针对股权分置改革和新会计准则的实行,本文的研究结果表明,强制性制度变迁对上市公司会计信息披露质量提出了更高的要求,使得微观会计信息更真实、有效地体现实体经济状况,这些制度改革将成为优化会计信息宏观预测效应的重要支撑。

参考文献:

- 1.范志勇,2008:《中国通货膨胀是工资成本推动型吗?——基于超额工资增长率的实证研究》,《经济研究》第8期。
- 2.方军雄、周大伟、罗宏、曾永良,2015:《会计信息与宏观分析师经济预测》,《中国会计评论》第4期。
- 3.高芳、傅仁辉,2012:《会计准则改革、股票流动性与权益资本成本——来自中国A股上市公司的经验证据》,《中国管理科学》第4期。
- 4.韩学红、郑妍妍、伍超明,2008:《对我国股票收益率与通货膨胀率关系的解释:1992-2007》,《金融研究》第4期。
- 5.姜国华、饶品贵,2011:《宏观经济政策与微观企业行为——拓展会计与财务研究新领域》,《会计研究》第3期。
- 6.靳庆鲁、李荣林、万华林,2008:《经济增长、经济政策与公司业绩关系的实证研究》,《经济研究》第8期。
- 7.李冻菊,2008:《股票市场发展与经济增长的关系研究——源自计量经济学的解释》,《金融研究》第9期。
- 8.刘玉廷、王鹏、薛杰,2010:《企业会计准则实施的经济效果——基于上市公司2009年年度财务报告的分析》,《会计研究》第6期。
- 9.罗宏、曾永良、方军雄、周大伟,2016:《会计信息的宏观预测价值:基于中国制度环境的研究》,《会计研究》第4期。
- 10.孟庆斌、靳晓婷、吴蕾,2014:《我国通货膨胀影响因素的非线性影响效应分析》,《金融研究》第4期。
- 11.饶品贵、罗勇根,2016:《通货膨胀如何影响股票回报——基于债务融资的视角》,《金融研究》第7期。
- 12.苏桔芳,2010:《中国通货膨胀预期不确定性:结构型抑或冲击型?》,《数量经济技术经济研究》第12期。
- 13.孙铮、李增泉、王景斌,2006:《所有权性质、会计信息与债务契约——来自我国上市公司的经验证据》,《管理世界》第10期。
- 14.肖争艳、陈彦斌,2004:《中国通货膨胀预期研究:调查数据方法》,《金融研究》第11期。
- 15.杨继生,2009:《通胀预期,流动性过剩与中国通货膨胀的动态性质》,《经济研究》第1期。
- 16.于泽、罗瑜,2013:《中国货币性质再检验与通货膨胀成因》,《管理世界》第10期。
- 17.张学勇、廖理,2010:《股权分置改革、自愿性信息披露与公司治理》,《经济研究》第4期。
- 18.赵留彦、王一鸣、蔡婧,2005:《中国通胀水平与通胀不确定性:马尔柯夫域变分析》,《经济研究》第8期。
- 19.Ball, R., and P. Brown. 1968. "An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers." *Journal of Accounting Research* 6(2): 159-178.
- 20.Brown, P., and R. Ball. 1967. "Some Preliminary Findings on the Association between the Earnings of a Firm, Its Industry, and the Economy." *Journal of Accounting Research* 5(3): 55-77.
- 21.Cready, W. M., and U. G. Gurn. 2010. "Aggregate Market Reaction to Earnings Announcements." *Journal of Accounting Research* 48(2): 289-334.
- 22.Estrella, A., and F. S. Mishkin. 1997. "Is There a Role for Monetary Aggregates in the Conduct of Monetary

- Policy?” *Journal of Monetary Economics* 40(2): 279–304.
23. Funke, M. 2006. “Inflation in Mainland China—modelling a Roller Coaster Ride.” *Pacific Economic Review* 11(4): 413–429.
24. Gallo, L. A., R. N. Hann, and C. Li. 2016. “Aggregate Earnings Surprises, Monetary Policy, and Stock Returns.” *Journal of Accounting and Economics* 62(1): 103–120.
25. Hennessy, C. A., A. Levy, and T. M. Whited. 2007. “Testing Q Theory with Financing Frictions.” *Journal of Financial Economics* 83(3): 691–717.
26. Jian, M., and T. J. Wong. 2010. “Propping through Related Party Transactions.” *Review of Accounting Studies* 15(1): 70–105.
27. Konchitchki, Y., and P. N. Patatoukas. 2014a. “Accounting Earnings and Gross Domestic Product.” *Journal of Accounting and Economics* 57(1): 76–88.
28. Konchitchki, Y., and P. N. Patatoukas. 2014b. “Taking the Pulse of the Real Economy Using Financial Statement Analysis: Implications for Macro Forecasting and Stock Valuation.” *The Accounting Review* 89(2): 669–694.
29. Kothari, S. P., J. Lewellen, and J. B. Warner. 2006. “Stock Returns, Aggregate Earnings Surprises, and Behavioral Finance.” *Journal of Financial Economics* 79(3): 537–568.
30. Kothari, S. P., L. Shivakumar, and O. Urcan. 2013. “Aggregate Earnings Surprises and Inflation Forecasts.” Working Paper, MIT Sloan School of Management and London Business School. http://www.fox.temple.edu/cms/wp-content/uploads/2013/04/Agg_ern_inflation_forecasts_2013_04_24-LS-1.pdf.
31. Liao, L., B. Liu, and H. Wang. 2014. “China’s Secondary Privatization: Perspectives from the Split–share Structure Reform.” *Journal of Financial Economics* 113(3): 500–518.
32. Patatoukas, P. N. 2014. “Detecting News in Aggregate Accounting Earnings: Implications for Stock Market Valuation.” *Review of Accounting Studies* 19(1): 1–27.
33. Shivakumar, L. 2007. “Aggregate Earnings, Stock Market Returns and Macroeconomic Activity: A Discussion of ‘Does Earnings Guidance Affect Market Returns? The Nature and Information Content of Aggregate Earnings Guidance’.” *Journal of Accounting and Economics* 44(1–2): 64–73.
34. Shivakumar, L., and O. Urcan. 2017. “Why Does Aggregate Earnings Growth Reflect Information about Future Inflation?” *The Accounting Review*, Forthcoming. SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2902873>.

Can Aggregate Earnings Effectively Predict Future Inflation?

Luo Hong, Fang Junxiong, Zeng Yongliang and Zhou Dawei

(School of accounting, Southwestern University of Finance and Economics; School of management, Fudan University; School of accounting, Southwestern University of Finance and Economics; Orient Securities)

Abstract: Following the micro to macro analysis paradigm, this paper examines whether aggregate earnings can effectively predict future inflation. Specifically, we firstly study the relationship between aggregate earnings change and future CPI, PPI and RPI. Then we examine the effect of mandatory institutional change (i.e. the split–structure reform and international convergence of accounting standards) on the macro decision usefulness of accounting earnings. We find aggregate earnings growth is significantly related to future inflation, which is more pronounced after the mandatory institutional change, and the predictive ability of aggregate earnings change for future inflation is different among different inflation indicators. Our analyses also reveal that professional forecasters incorporate the information about future inflation contained in aggregate earnings.

Keywords: Aggregate Earnings, Inflation, Institutional Environment

JEL Classification: E21, M41, E61

(责任编辑:陈永清)