

# 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

刘惠好 焦文妞<sup>1</sup>

**【摘要】**：关于定向降准政策是否有效发挥了“定向滴灌”的结构调整效果，目前尚未形成一致意见。基于2010-2018年沪深两市A股上市公司和新三板挂牌企业的财务数据，采用PSM-DID方法从企业债务融资视角考察了定向降准的政策效果。研究发现，对于农业上市企业，定向降准政策降低了其融资成本、增加了其借款总量，从债务期限结构来看，表现出长期负债融资上升，而流动性负债融资下降的特征；对于小微企业，定向降准政策增加了其总借款规模，但对其融资成本没有显著影响，从债务期限结构来看，呈现出长期负债融资降低，流动性负债融资上升的特征。同时，结果表明经济不确定性越大，定向降准政策效果越弱，即经济不确定性会抑制定向降准政策的实施效果。

**【关键词】**：定向降准 债务融资 政策效果 经济不确定性

**【中图分类号】**：F832 **【文献标识码】**：A **【文章编号】**：1009-2382(2021)07-0056-12

### 一、引言

随着经济发展进入“新常态”，市场流动性总体上呈现出总量盈余和结构性短缺，这种经济结构上的失衡导致我国经济发展逐渐“脱实向虚”，严重制约了国民经济的长期健康发展。为此，针对性更强、作用对象更精准、耗费的成本更少且副作用更小的定向调控类货币政策应运而生，这类货币政策不仅重视总量，更注重政策的结构性和指向性(马理等，2015;彭俞超和方意，2016)。

在央行积极创设的多种具有定向调控功能的结构性货币政策(指央行为了实现某种结构性调整目的而制定实施的一类货币政策)中，定向降准作为我国“新常态”背景下一项极具特色的货币政策工具，旨在通过降低存款准备金率的方式对“三农”和小微企业贷款占比达到一定标准的银行等金融机构进行定向激励，以引导信贷资源定向流入“三农”和小微企业等弱势部门，从而缓解其融资压力，增强金融服务实体经济的能力，是我国央行调整经济结构最重要的货币政策之一。自2014年4月25日到2020年的年末，定向降准操作高达15次，如此高的实施频次与我国金融市场面临的现实调整压力密切相关，其实施效果尤其受到社会各界的重视。本文主要通过分析农业上市企业和小微企业在定向降准政策实施前后债务融资的变动情况，来考察定向降准政策的实施效果。

可能的边际贡献在于：第一，定向降准政策虽然在一定程度上增强了小微企业的信贷供给能力，但就融资成本和债务期限结构的变化来看，其对小微企业债务融资能力的促进作用仍较为有限；第二，引入经济不确定性指标后，发现经济不确定性上升会抑制定向降准政策的实施效果。

**作者简介**：刘惠好，中南财经政法大学金融学院教授；

焦文妞，中南财经政法大学金融学院博士生(武汉 430073)

**基金项目**：国家社会科学基金项目“健全我国多层次资本市场转板制度研究”(编号：14BJY182)

## 二、文献综述

### 1. 结构性货币政策有助于提高企业的融资能力

结构性货币政策主要是指各个国家的货币当局通过在重要借贷市场上购买资产的方式提供信贷资金，引导金融资源的合理配置，解决常规货币政策失效难题的一类货币政策。Joyce 等(2011)发现大规模买入长期国债卖出短期国债的扭转操作在资产负债表“组合平衡效应”的作用下降低了企业的融资成本。Boeckx 等(2014)发现定向长期再融资计划有助于银行增加放贷并且降低企业的贷款成本，进一步刺激家庭和企业的消费和投资，稳定金融市场，并对经济活动和价格水平产生积极作用。

为化解经济发展过程中的结构性矛盾，我国央行积极创设了一系列具有结构调整功能的结构性货币政策，部分学者对此类结构性货币政策的积极作用给予了肯定。彭俞超和方意(2016)发现结构性货币政策可以促进产业结构的升级调整，有助于缓解实体经济融资中出现的结构性矛盾，维持经济稳定。王曦等(2017)从汽车金融定向降准这一独特的视角出发，发现定向降准增加了汽车制造企业的投资。郭晔等(2019)的研究发现定向降准政策确实能够增强农业企业和小微企业获得信贷资源的能力。

### 2. 结构性货币政策对企业融资能力的促进作用有限

也有一些学者对结构性货币政策持怀疑态度。Swanson(2011)的研究发现，长期来看，扭转操作通过降低利率的方式刺激信贷市场的作用有限，且其调控效果还会受到其他途径融资成本的影响。Eichengreen(2014)认为欧洲央行定向长期再融资政策能否对实体经济发挥出预期作用还不确定。比如对于中小企业贷款来说，由于本身就面临着较高的违约风险，因此可能无法刺激商业银行对其放贷。

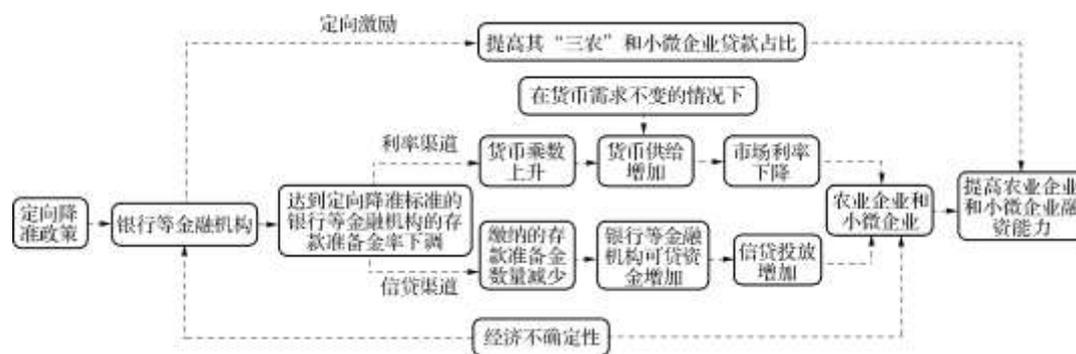


图 1 定向降准政策对企业融资的影响机制

同样，国内部分学者也对结构性货币政策工具提出了质疑。有学者认为其释放的流动性无法确保会流向特定的领域，所以也无法有效解决经济系统中存在的结构性失衡问题，长期来看甚至会有负面影响。汪仁洁(2014)认为在现行金融体制下，定向降准政策难以保证资金会流向特定部门，所以无法有效缓解弱势部门的融资困境，定向降准释放的流动性依然会流入金融市场和房地产市场等收益更高的部门。马理等(2015)发现利率上限的大小会限制定向降准的政策效果，因此定向降准对商业银行信贷行为选择的影响是不确定的。封北麟和孙家希(2016)对相关观点进行总结后指出，我国创设的一系列货币政策，包括再贷款以及定向降准等，其对经济结构的调整功能开始逐步下降，政策效果也变得越来越弱，逐渐成为了短期流动性的调节工具。

### 3. 经济不确定性的上升会抑制企业的融资能力

宏观经济不确定性是指外在的非政策冲击通过干扰价格信号或者市场因素等方式导致宏观经济形势不明朗的一种不确定性

(刘海明和曹廷求, 2017)。

在微观层面, 根据实物期权理论, 经济不确定性上升会增加实物期权的价值和企业的融资成本, 提高企业产品未来需求以及自有现金流的不确定性, 加大企业预估未来发展前景的难度, 使企业在投资或撤资时更加谨慎。同时, 当宏观经济环境的不确定性增加时, 银行准确预测贷款未来回报的能力受阻, 羊群效应比较明显, 放贷行为趋于保守 (Bloom 等, 2007; Quagliariello, 2009; 刘海明和曹廷求, 2017)。在宏观层面, Popp 和 Zhang (2016) 发现不确定性冲击导致信贷利差显著扩大, 且会对实体经济和金融市场产生不利影响, 在经济衰退期, 这种影响尤为明显。闫先东和朱迪星 (2018) 指出宏观经济环境的变化肯定会改变企业的融资成本和便利程度。张龙 (2020) 认为经济不确定性会弱化货币政策的调控效果。综上, 学者们普遍认为, 宏观经济不确定性上升会抑制企业的融资能力。

### 三、理论分析与研究假设

定向降准政策作为结构性货币政策的一种, 既具有传统货币政策的特性, 又具有定向调控的特征。由于其实质上仍属于法定存款准备金率调整的范畴, 因此作用机制与存款准备金率调整相似。一方面, 银行等金融机构为达到定向降准的标准, 会增加“三农”和小微企业贷款占比, 从而直接提高了企业的债务融资能力, 这种定向激励作用是定向降准区别于其他货币政策的独特优势; 另一方面, 对于达到定向降准标准的金融机构, 央行会下调其存款准备金率, 继而主要以利率渠道和信贷渠道影响企业融资。在利率渠道中, 存款准备金率降低, 货币乘数上升, 货币供给增加, 假设货币需求不变, 市场利率会下降, 降低了企业的融资成本; 在信贷渠道中, 存款准备金率降低, 使符合标准的银行等金融机构向央行缴纳的存款准备金减少, 这些金融机构的可贷资金会增加, 信贷资源的投放力度也会加大, 最终增加了企业信贷融资的资金来源。此外, 对于经济不确定性对定向降准政策效果的影响, 本文认为经济不确定性上升一方面会降低企业的投资水平, 减少对资金的需求, 并且加大企业未来产品需求与现金流的不确定性, 增加企业的经营风险与违约风险; 另一方面也会增加银行未来收益的不确定性, 使银行减少信贷的投放, 提高借款利率, 从而加大企业融资难度, 减少企业资金来源, 进而会影响定向降准政策的实施效果。

基于上述分析, 本文提出如下假设:

H1: 定向降准政策能够降低农业企业和小微企业的融资成本。

H2: 定向降准政策有助于提高农业企业和小微企业的总信贷规模。

H3: 定向降准政策有助于改善农业企业和小微企业的债务期限结构。

H4: 经济不确定性上升会抑制定向降准政策效果。

### 四、样本数据与实证设计

#### 1. 数据来源

本文使用的上市公司财务数据来自于 Wind 数据库和 CSMAR 系列数据库, 部分缺失数据根据中国人民银行公布的《中国货币政策执行报告》以及《金融机构贷款投向统计报告》进行填补, 宏观数据来源于 CEIC 宏观经济数据库, 所选样本期间为 2010-2018 年。为使样本数据更加具有代表性, 对样本进行如下筛选和处理: 剔除金融类上市公司样本; 剔除 ST 和 PT 类企业样本; 剔除关键变量缺失严重的企业样本; 为消除极端值对实证结果的干扰, 本文对企业层面的连续型变量进行了 1% 的双侧缩尾处理。

#### 2. 样本选取

### (1) 农业企业样本的选取。

本文选取农业上市公司作为“三农”贷款的研究样本。原因如下：第一，“三农”贷款包括农村、农业、农户贷款，其中，农村、农业和农户贷款的相关数据比较复杂，无法准确获得；第二，对于农业企业来说，金融机构出于避险动机，往往会选择将信贷资金较多地配置到信息披露完善、风险相对较小的涉农上市企业，以降低信息不对称程度，减少金融机构的监督成本，增强资金的安全性。因此，考虑到数据的可得性以及金融机构的信贷偏好，以农业上市公司作为研究定向降准政策效果的数据样本具有一定的代表性。此外，在使用双重差分模型时，需要选取合适的处理组和对照组，为了缓解由选择性误差导致的内生性问题，采用倾向得分匹配(PSM)法对处理组和对照组样本进行匹配，使两组样本之间除了是否受到政策影响这一处理变量不同以外，其他变量之间尽可能没有差异，以减小双重差分模型估计结果的偏差。具体地，本文基于 Wind 数据库中的行业分类，将 A 股上市企业中属于农业、林业、畜牧业、渔业以及农、林、牧、渔服务业、农副食品加工业六类行业的企业归为农业上市企业 1，并使用 PSM 方法对农业上市企业进行匹配。其中，匹配变量为企业规模、成长性、抵押担保能力、财务杠杆、现金流能力、盈利能力(各指标的具体释义见表 1)，匹配方法为近邻匹配。由于定向降准首次实施的时间是 2014 年 4 月 25 日，因此在匹配样本时采用的是样本企业 2013 年年末的财务数据。考虑到处理变量为二元型变量，选用 Logit 模型进行估计(何靖，2016)。匹配完成后，共得到 78 家农业上市企业，154 家非农业上市企业。为了考察匹配效果，本文对匹配后的样本进行了匹配平衡性检验和匹配统一性检验，检验结果表明匹配后的样本更加平衡与合理。

### (2) 小微企业样本的选取。

《关于印发中小企业划型标准规定的通知》(工信部联企业[2011]300 号)(以下简称《通知》)明确规定了大、中、小、微型企业的划型标准。综合各行业的划型标准，企业的营业收入和从业人员数是最主要的划分指标，但由于企业从业人员数据无法准确获取，因此本文采用营业收入作为划型依据。借鉴郭晔等(2019)的做法，从全国中小企业股份转让系统(新三板)挂牌企业中选取小微企业。原因在于：新三板包括了部分信息披露相对完善、财务数据比较完整的小微企业，银行等金融机构出于避险动机，也愿意将信贷资金投向在新三板挂牌的小微企业，所以该样本在一定程度上可以反映出定向降准的政策效果。经过筛选，最终得到了 61 家小微企业，以此作为处理组。随后通过随机抽样，从新三板挂牌企业中为小微企业样本选取了 95 家大型企业作为对照组。

## 3. 模型构建

双重差分(DID)模型可以有效剔除定向降准政策以外其他因素对企业债务融资的影响，基于此，本文主要通过构建 DID 模型来分析定向降准政策的实施效果。具体模型如下：

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Policy_{it} \times Group_i + \gamma Control X_{it} + \alpha_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

其中， $Y_{it}$  表示企业  $i$  在时间  $t$  的融资水平， $Control X_{it}$  表示影响企业融资水平的控制变量，包括企业微观层面的控制变量和宏观层面的控制变量。 $Policy_{it}=1$  表示定向降准政策实施之后(2014-2018 年)， $Policy_{it}=0$  表示定向降准政策实施之前(2010-2013 年)； $Group_i=1$  时为处理组(农业上市企业或小微企业)， $Group_i=0$  时为对照组(对应的非农业上市企业或大型企业)；政策变量  $Policy_{it}$  和分组变量  $Group_i$  交叉项的系数  $\beta_1$  为本文重点关注的倍差估计量，它度量了定向降准政策对企业债务融资影响的净效应。 $\alpha_i$  表示企业个体效应， $\mu_t$  表示时间效应， $\varepsilon_{it}$  为随机扰动项。

## 4. 变量选取

考虑到因变量为企业债务融资，本文选取企业规模、成长性、抵押担保能力、财务杠杆、现金流能力、盈利能力作为企业微观层面的控制变量，选取 GDP 增长指数和 M2 增长率作为宏观层面的控制变量。变量的具体含义见表 1。

表 1 相关变量说明

变量性质	变量名称	变量度量
被解释变量	债务融资成本 (Cost)	财务费用/期末总负债
	长期负债 (LD)	长期负债/期初总资产
	流动性负债 (LID)	流动性负债/期初总资产
	信贷融资 (TD)	(流动性负债+长期负债)/总资产
	长期负债 1 (LD1)	长期负债/期初总负债
	流动性负债 1 (LID1)	流动性负债/期初总负债
核心解释变量	分组变量 (Group)	农业企业或小微企业时, Group=1; 否则取 0
	政策变量 (Policy)	第一次实施定向降准政策之后 (2014-2018 年), Policy=1, 否则取 0
宏观环境变量	经济不确定性 (EU)	季度实际 GDP 增长率序列构造 GARCH(1, 1) 模型获得季度条件方差, 再求年度均值
微观控制变量	企业规模 (Size)	总资产的自然对数
	成长性 (Growth)	(当年营业收入-上年营业收入)/上年营业收入
	抵押担保能力 (Fixed)	固定资产/总资产
	财务杠杆 (Leverage)	总负债/总资产
	现金流能力 (CF)	经营活动现金流净额/总资产
	盈利能力 (ROA)	净利润/资产总额
宏观控制变量	GDP 增长指数 (GGDP)	国内生产总值增长指数, 上年同期为 100
	M2 增长率 (GM2)	(实际 M2 增加额)/期初实际 M2

### 5. 主要变量描述性统计

表 2 和表 3 分别列示了农业企业和小微企业样本主要变量的基本统计特征。从表 2 中可知，农业企业与非农业企业的主要变量在定向降准政策实施前后没有明显差别。从表 3 中可知，与大型企业相比，小微企业在主要控制变量方面没有明显的差异，而债务融资变量在定向降准政策实施前后差异较为明显，比如信贷融资在定向降准前均值和标准差分别为 1.39 和 3.26, 在定向降准后均值和标准差分别为 1.03 和 3.13。

## 五、实证结果分析

## 1. 基准回归结果

表 4 报告了定向降准政策对农业企业债务融资影响的回归结果。从表中可以看出，当被解释变量为融资成本时，交互项 Policy×Group 的系数  $\beta_1$  为 -0.009，且在 1% 的统计水平上显著，表明定向降准政策显著降低了农业企业的融资成本；当被解释变量为信贷融资时， $\beta_1$  为 0.002，在 5% 的统计水平上显著，表明定向降准政策显著增加了农业企业的总信贷供给；当被解释变量为长期负债时， $\beta_1$  为 0.016，在 5% 的统计水平上显著，表明定向降准政策实施后农业企业的长期负债融资显著上升。此外，当被解释变量为长期负债 1、流动性负债和流动性负债 1 时， $\beta_1$  分别为 0.024、-0.009、-0.044，均不显著。整体上看，定向降准政策的实施降低了农业企业的融资成本，扩大了农业企业的总信贷规模。从债务期限结构来看，呈现出长期负债融资上升，流动性负债融资下降的特征。

表 2 农业企业主要变量的统计描述

变量	组别	均值		标准差		最小值		中位数		极大值	
		事件前	事件后	事件前	事件后	事件前	事件后	事件前	事件后	事件前	事件后
Cost	T	0.02	0.02	0.04	0.03	-0.29	-0.19	0.03	0.02	0.07	0.07
	C	0.00	0.00	0.06	0.05	-0.29	-0.29	0.01	0.01	0.07	0.07
LD	T	0.08	0.08	0.11	0.10	0.00	0.00	0.03	0.04	0.56	0.56
	C	0.10	0.09	0.11	0.11	0.00	0.00	0.05	0.05	0.56	0.56
LD1	T	0.19	0.20	0.28	0.25	0.00	0.00	0.11	0.11	1.60	1.60
	C	0.22	0.24	0.23	0.28	0.00	0.00	0.14	0.14	1.60	1.60
LID	T	0.40	0.38	0.20	0.20	0.03	0.03	0.39	0.35	1.07	1.23
	C	0.35	0.38	0.22	0.23	0.03	0.03	0.34	0.35	1.23	1.23
LID1	T	1.07	1.01	0.55	0.57	0.22	0.22	1.00	0.97	4.60	4.60
	C	0.98	1.08	0.47	0.70	0.22	0.22	0.92	0.93	4.60	4.60
TD	T	0.41	0.40	0.18	0.17	0.05	0.05	0.41	0.38	0.89	0.89
	C	0.40	0.39	0.21	0.20	0.05	0.05	0.39	0.37	0.89	0.89
Size	T	21.30	21.81	0.93	1.01	19.50	19.29	21.12	21.64	24.11	24.71
	C	21.36	21.92	1.24	1.25	19.29	19.29	21.19	21.78	25.21	25.21
Growth	T	0.19	0.14	0.35	0.40	-0.49	-0.49	0.13	0.08	2.48	2.48
	C	0.12	0.19	0.27	0.45	-0.49	-0.49	0.10	0.10	2.48	2.48
Fixed	T	0.26	0.28	0.13	0.14	0.01	0.01	0.25	0.26	0.67	0.67
	C	0.24	0.24	0.15	0.15	0.01	0.01	0.21	0.22	0.67	0.67

Leverage	T	0.40	0.39	0.18	0.17	0.04	0.04	0.39	0.38	0.90	0.90
	C	0.38	0.39	0.21	0.20	0.04	0.04	0.37	0.37	0.90	0.90
CF	T	0.05	0.06	0.08	0.09	-0.15	-0.15	0.05	0.06	0.29	0.29
	C	0.05	0.05	0.08	0.07	-0.15	-0.15	0.04	0.04	0.29	0.29
ROA	T	7.97	6.31	7.26	7.56	-14.60	-14.60	7.45	5.68	33.66	32.92
	C	8.38	6.18	7.41	7.33	-14.60	-14.60	7.24	5.37	33.66	33.66
EU	T	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02
	C	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02
GGDP	T	108.96	106.87	1.22	0.25	107.76	106.60	108.73	106.80	110.64	107.31
	C	108.96	106.87	1.22	0.25	107.76	106.60	108.73	106.80	110.64	107.31
GM2	T	0.16	0.11	0.02	0.02	0.14	0.08	0.16	0.11	0.19	0.13
	C	0.16	0.11	0.02	0.02	0.14	0.08	0.16	0.11	0.19	0.13

表 3 小微企业主要变量的统计描述

变量	组别	均值		标准差		最小值		中位数		极大值	
		事件前	事件后	事件前	事件后	事件前	事件后	事件前	事件后	事件前	事件后
Cost	T	0.01	0.02	0.03	0.03	-0.07	-0.07	0.01	0.01	0.08	0.08
	C	0.03	0.03	0.02	0.02	-0.04	-0.07	0.03	0.03	0.08	0.08
LD	T	0.15	0.10	0.18	0.15	0.00	0.00	0.08	0.04	0.72	0.72
	C	0.10	0.08	0.12	0.10	0.00	0.00	0.06	0.04	0.68	0.49
LD1	T	0.37	0.26	0.45	0.32	0.00	0.00	0.17	0.12	1.52	1.52
	C	0.20	0.16	0.23	0.17	0.00	0.00	0.12	0.09	1.27	0.79
LID	T	1.29	0.83	2.59	2.22	0.01	0.01	0.45	0.33	11.95	11.95
	C	0.64	0.49	0.33	0.25	0.04	0.02	0.57	0.46	1.97	2.66
LID1	T	1.18	1.04	1.03	0.78	0.08	0.08	0.94	0.93	4.73	4.73
	C	1.17	0.91	0.62	0.29	0.22	0.13	1.06	0.89	4.73	2.20
TD	T	1.39	1.03	3.26	3.13	0.04	0.04	0.48	0.33	16.95	16.95

	C	0.58	0.53	0.23	0.25	0.05	0.04	0.58	0.52	2.02	2.27
Size	T	17.22	17.76	0.92	1.01	15.69	15.69	17.17	17.69	19.90	20.29
	C	20.23	20.55	1.10	0.97	17.74	18.28	20.17	20.49	23.35	23.35
Growth	T	0.64	0.45	1.37	1.02	-0.63	-0.63	0.19	0.18	5.49	5.49
	C	0.21	0.06	0.43	0.29	-0.57	-0.63	0.13	0.05	2.92	3.05
Fixed	T	0.21	0.20	0.19	0.16	0.01	0.01	0.15	0.17	0.62	0.62
	C	0.21	0.23	0.15	0.15	0.01	0.01	0.20	0.23	0.62	0.62
Leverage	T	1.31	0.90	3.03	2.72	0.04	0.04	0.47	0.32	15.32	15.32
	C	0.58	0.53	0.23	0.25	0.05	0.04	0.58	0.52	2.02	2.27
CF	T	-0.01	0.00	0.16	0.13	-0.51	-0.51	0.00	0.01	0.35	0.35
	C	0.04	0.05	0.10	0.09	-0.51	-0.21	0.05	0.05	0.35	0.35
ROA	T	1.09	3.27	10.69	12.79	-30.65	-30.65	2.45	3.88	34.04	34.04
	C	9.56	5.43	7.46	7.23	-25.30	-30.65	8.80	5.80	34.04	27.74
EU	T	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02
	C	0.02	0.02	0.00	0.00	0.02	0.02	0.02	0.02	0.03	0.02
GGDP	T	108.96	106.87	1.22	0.25	107.76	106.60	108.73	106.80	110.64	107.31
	C	108.96	106.87	1.22	0.25	107.76	106.60	108.73	106.80	110.64	107.31
GM2	T	0.16	0.11	0.02	0.02	0.14	0.08	0.16	0.11	0.19	0.13
	C	0.16	0.11	0.02	0.02	0.14	0.08	0.16	0.11	0.19	0.13

表 5 报告了定向降准政策对小微企业债务融资影响的回归结果。结果显示，当被解释变量为信贷融资时， $\beta_1$  为 0.036，在 1% 的统计水平上显著，表明定向降准政策显著增加了小微企业的总信贷供给；当被解释变量为长期负债 1 时， $\beta_1$  为 -0.098，在 1% 的统计水平上显著，表明定向降准政策实施后小微企业长期负债在总负债中所占的比例显著下降；当被解释变量为流动性负债时， $\beta_1$  为 0.059，在 5% 的统计水平上显著，表明定向降准政策实施后小微企业的流动性负债融资显著上升。此外，当被解释变量为融资成本、长期负债、流动性负债 1 时， $\beta_1$  分别为 0.003、-0.020、0.026，均不显著。整体上看，定向降准政策的实施扩大了小微企业的总信贷规模，但对其融资成本没有显著影响。从债务期限结构来看，呈现出长期负债融资降低、流动性负债融资上升的特征。

表 4 农业企业双重差分模型回归结果

变量	农业企业融资变量
----	----------

	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
Policy×Group	-0.009***	0.002**	0.016**	0.024	-0.009	-0.044
	(-2.75)	(2.00)	(2.21)	(1.09)	(-0.83)	(-0.80)
Size	-0.005**	-0.006***	0.038***	0.079***	0.057***	0.170***
	(-2.16)	(-8.58)	(7.72)	(5.16)	(7.62)	(4.47)
Growth	0.001	0.000	0.032***	0.102***	0.108***	0.570***
	(0.41)	(0.48)	(6.45)	(6.58)	(14.14)	(14.71)
Fixed	0.093***	0.003	0.071***	0.119	-0.164***	-0.684***
	(7.69)	(0.70)	(2.70)	(1.47)	(-4.11)	(-3.37)
Leverage	0.098***	0.992	0.264***	0.401***	0.777***	0.804***
	(11.68)	(393.55)	(14.44)	(7.12)	(27.87)	(5.68)
CF	0.009	-0.001	-0.089***	-0.341***	-0.231***	-1.060***
	(0.63)	(-0.26)	(-2.86)	(-3.57)	(-5.00)	(-4.52)
ROA	0.000*	0.000	0.001***	0.002	0.004***	0.002
	(1.79)	(1.44)	(2.78)	(1.57)	(6.30)	(0.67)
GGDP	-0.099***	-0.001	-0.098*	-0.216	0.061	0.617
	(-3.63)	(-0.14)	(-1.74)	(-1.24)	(0.67)	(1.34)
GM2	3.114***	0.007	3.646*	7.577	-1.351	-19.816
	(3.45)	(0.03)	(1.95)	(1.32)	(-0.45)	(-1.30)
_cons	10.347***	0.247	9.273	20.668	-7.569	-67.093
	(3.65)	(0.31)	(1.58)	(1.14)	(-0.81)	(-1.41)
N	1696	1570	1570	1570	1696	1696
R <sup>2</sup>	0.157	0.993	0.273	0.143	0.534	0.246
Adj-R <sup>2</sup>	0.01	0.99	0.14	-0.01	0.45	0.12
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

表5 小微企业双重差分模型回归结果

变量	小微企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
Policy×Group	0.003	0.036***	-0.020	-0.098***	0.059**	0.026
	(1.31)	(3.30)	(-1.47)	(-3.05)	(1.99)	(0.28)
Size	-0.002	-0.029***	0.001	0.054**	0.039**	0.156**
	(-1.32)	(-3.97)	(0.16)	(2.42)	(1.97)	(2.50)
Growth	-0.000	0.008***	0.023***	0.049***	0.056***	0.115***
	(-0.53)	(4.36)	(5.29)	(4.41)	(6.22)	(3.68)
Fixed	0.032***	-0.003	-0.036	-0.025	-0.270***	-0.481*
	(4.17)	(-0.16)	(-0.95)	(-0.27)	(-3.34)	(-1.72)
Leverage	0.001	1.115	0.019*	0.049*	0.939***	0.375***
	(0.33)	(132.97)	(1.75)	(1.87)	(38.75)	(4.91)

(续表)

变量	小微企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
CF	0.017***	-0.028	0.044	0.049	-0.152**	-0.043
	(3.34)	(-1.11)	(1.34)	(0.63)	(-2.20)	(-0.20)
ROA	-0.000	0.000	-0.002***	-0.001	0.005***	0.006**
	(-1.18)	(0.76)	(-3.77)	(-1.11)	(5.69)	(2.26)
GGDP	-0.017	-0.028	0.077	0.163	0.209	1.437**
	(-1.25)	(-0.42)	(0.77)	(0.68)	(0.97)	(2.12)
GM2	0.652	0.756	-1.774	-3.803	-5.632	-44.035**
	(1.25)	(0.30)	(-0.54)	(-0.48)	(-0.79)	(-1.96)
_cons	1.830	3.454	-7.998	-17.908	-22.710	-151.926**
	(1.29)	(0.50)	(-0.77)	(-0.72)	(-1.02)	(-2.16)
N	1088	1033	891	891	938	938

R <sup>2</sup>	0.050	0.957	0.076	0.063	0.677	0.078
Adj-R <sup>2</sup>	-0.12	0.95	-0.14	-0.15	0.61	-0.12
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

综上可得，定向降准显著增加了银行等金融机构对农业企业和小微企业的总信贷供给，H2 成立。对于 H1，由于农业企业成立，而小微企业不成立，因此 H1 不成立。同理，H3 也不成立。本文认为，产生上述结论的原因主要是：第一，在定向降准政策的引导与激励下，金融机构会向小微企业提供更多的信贷资金，但小微企业治理不够完善、抗风险能力较弱、违约风险较高的状况并未明显改观，其融资壁垒依然存在，因而金融机构在对小微企业的信贷投放中偏好成本更低、风险更小的短期贷款，因此长期负债融资的规模与比重会下降，融资成本也很难降下来。第二，农业上市企业治理相对完善、违约风险较小、融资较容易，定向降准对金融机构的激励效应得以充分发挥，政策效果得以充分体现。因此，这种差异很大程度上是由于研究样本的差异化选取所引起的，如果“三农”样本选取非上市企业，可能会出现和小微企业一样的结果。但在现有条件下，非上市农业企业数据无法准确获得，而农业上市企业虽然不能完全代表“三农”，但考虑到金融机构趋利避险的动机，也可以在一定程度上反映出定向降准政策对“三农”融资的实际影响。因此，从实际来看，本文得出的研究结论是合理的。

## 2. 稳健性检验

### (1) 安慰剂检验。

本文以定向降准政策实施前的时间段为研究区间，将定向降准首次实施的时间向前移动两年，即假定政策发生在 2012 年，并以此构造政策虚拟变量 FPolicy，然后保持其他变量不变，重新估计模型 (1)。如果交互项 FPolicy×Group 的系数  $\beta_1$  显著不为 0，则说明不满足平行趋势假定，DID 模型的估计结果不可靠；如果交互项 FPolicy×Group 的系数  $\beta_1$  不显著，说明满足平行趋势假定，DID 模型的估计结果是合理可靠的(王曦等，2017)。表 6 和表 7 分别报告了农业企业和小微企业安慰剂检验的估计结果。

表 6 结果显示，在农业企业的各个融资变量中， $\beta_1$  均不显著，表明农业企业样本的实验组和对照组在定向降准政策实施前具有共同趋势，满足平行趋势假定。表 7 结果显示，在小微企业的各个融资变量中， $\beta_1$  均不显著，表明小微企业样本的实验组和对照组在定向降准政策实施前也具有共同趋势，同样满足平行趋势假定。因此，安慰剂检验结果表明，本文构建的 DID 模型是合理的，估计的结果是可靠的。

### (2) 其他稳健性检验。

考虑到定向降准政策实施当年可能存在非正常波动，本文借鉴余明桂等(2019)的方法，剔除了 2014 年(第一次实施定向降准政策的年份)的样本数据，重新估计模型(1)<sup>2</sup>。其中，Policy2 表示删除了 2014 年数据的政策虚拟变量，即当  $t > 2014$  时，Policy2=1,  $t < 2014$  时，Policy2=0。表 8 和表 9 分别表示农业企业和小微企业稳健性检验的估计结果。

表 6 农业企业双重差分模型回归结果

变量	农业企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1

FPolicy×Group	0.002	-0.001	0.012	0.016	-0.003	-0.057
	(0.39)	(-0.87)	(1.26)	(0.49)	(-0.18)	(-0.69)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	628	554	554	554	628	628
R <sup>2</sup>	0.115	0.997	0.248	0.152	0.471	0.208
Adj-R <sup>2</sup>	-0.40	0.99	-0.22	-0.37	0.16	-0.25
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

表 7 小微企业双重差分模型回归结果

变量	小微企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
FPolicy×Group	-0.005	-0.001	-0.015	-0.132	-0.013	-0.464
	(-0.84)	(-1.16)	(-0.36)	(-1.14)	(-0.15)	(-1.13)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	240	235	234	234	239	239
R <sup>2</sup>	0.085	1.000	0.068	0.135	0.559	0.308
Adj-R <sup>2</sup>	-1.49	1.00	-1.65	-1.46	-0.21	-0.89
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

表 8 农业企业双重差分模型回归结果

变量	农业企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
Policy2×Group	-0.011***	0.002**	0.014*	0.023	-0.009	-0.036
	(-3.11)	(2.20)	(1.82)	(0.99)	(-0.78)	(-0.60)
控制变量	是	是	是	是	是	是

N	1465	1358	1358	1358	1465	1465
R <sup>2</sup>	0.158	0.993	0.268	0.144	0.528	0.240
Adj-R <sup>2</sup>	-0.01	0.99	0.11	-0.04	0.43	0.09
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

表 9 小微企业双重差分模型回归结果

变量	小微企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
Policy2×Group	0.002	0.037***	-0.002	-0.075**	0.069**	0.123
	(0.84)	(3.95)	(-0.12)	(-2.04)	(2.32)	(1.18)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	777	884	733	733	776	776
R <sup>2</sup>	0.077	0.975	0.168	0.088	0.584	0.124
Adj-R <sup>2</sup>	-0.18	0.97	-0.08	-0.18	0.47	-0.12
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

表 8 结果显示，当被解释变量为融资成本时，交互项 Policy2×Group 的系数  $\beta_1$  显著小于 0；当融资变量为信贷融资时， $\beta_1$  显著大于 0；当融资变量为长期负债时， $\beta_1$  显著大于 0；当融资变量为长期负债 1、流动性负债、流动性负债 1 时， $\beta_1$  均不显著。显然，检验结果与表 4 一致。表 9 结果显示，当融资变量为信贷融资时， $\beta_1$  显著大于 0；当融资变量为长期负债 1 时， $\beta_1$  显著小于 0；当融资变量为流动性负债时， $\beta_1$  显著大于 0；当融资变量为融资成本、长期负债、流动性负债 1 时， $\beta_1$  均不显著。同样，回归结果与表 5 一致。综上，检验结果表明前文的结论是稳健的。

此外，使用长期负债与总资产、总负债的当期值之比替换长期负债与长期负债 1 指标，使用流动性负债与总资产、总负债的当期值之比替换流动性负债和流动性负债 1 指标，并重新对模型 (1) 进行估计后发现回归结果与前文基本一致。上述一系列稳健性检验表明本文得到的结论是稳健可靠的。

## 六、经济不确定性对定向降准政策效果的影响

经济政策往往是以相机抉择的方式制定实施的，所以在考察某项货币政策的实施效果时，要考虑政策在推出时所面临的择时问题。换句话说，政策预期目标的实现与当时的宏观经济背景密切相关。近些年来，影响国内外经济发展的不稳定因素增多，

我国所面临的宏观经济形势更加复杂多变，这为我国经济发展带来了较大的不确定性。基于此，本文进一步考察了经济不确定性对定向降准政策效果的影响。

### 1. 实证模型构建

在基准模型中引入经济不确定性指标，建立了如下所示的回归模型：

$$Y_{it} = \beta_0 + \beta_1 Policy_{it} \times Group_i + \beta_2 Policy_{it} \times Group_i \times EU_t + \beta_3 EU_t + \gamma Control X_{it} + \alpha_i + \mu_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

其中， $EU_t$ 表示第  $t$  年的经济不确定性水平，三项交乘项  $Policy_{it} \times Group_i \times EU_t$  的系数  $\beta_2$  表示经济不确定性对定向降准政策效果的影响，其余各变量的含义与模型(1)一致。

### 2. 实证结果分析

表 10 结果显示，当被解释变量为融资成本时，三项交乘项  $Policy \times Group \times EU$  的系数  $\beta_2$  为 0.002，且在 1% 的统计水平上显著，表明经济不确定性越高，定向降准政策实施后农业企业融资成本下降的幅度越小；当被解释变量为信贷融资时， $\beta_2$  为 -0.000，在 5% 的统计水平上显著，表明经济不确定性上升会减少定向降准政策向农业企业增加的信贷供给；当被解释变量为长期负债时， $\beta_2$  为 -0.004，在 5% 的统计水平上显著，表明较高的经济不确定性会降低定向降准政策实施后农业企业长期负债融资增加的幅度。此外，当被解释变量为长期负债 1、流动性负债和流动性负债 1 时， $\beta_2$  分别为 -0.006、0.002、0.010，均不显著。整体上看，经济不确定性上升会抑制定向降准政策对农业企业债务融资的促进作用。

表 11 结果显示，当被解释变量为信贷融资时， $\beta_2$  为 -0.009，在 1% 的统计水平上显著，表明经济不确定性越高，定向降准政策向小微企业增加的信贷供给越少；当被解释变量为长期负债 1 时， $\beta_2$  为 0.026，在 1% 的统计水平上显著，表明较高的经济不确定性会减小定向降准政策实施后小微企业总负债中长期负债占比的下降幅度；当被解释变量为流动性负债时， $\beta_2$  为 -0.015，在 5% 的统计水平上显著，表明经济不确定性的上升会降低定向降准政策实施后小微企业流动性负债融资增加的幅度；此外，当被解释变量为融资成本、长期负债和流动性负债 1 时， $\beta_2$  分别为 -0.001、0.006 和 -0.009，除长期负债在 10% 的统计水平上显著之外，其余均不显著。整体上看，经济不确定性的上升同样会抑制定向降准政策对小微企业债务融资的促进作用<sup>3</sup>。

综上所述，经济不确定性上升对定向降准政策效果具有负向影响，H4 得证。

表 10 农业企业样本中经济不确定性对政策效果的影响

变量	农业企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
EU	0.149***	0.003	0.140*	0.305	-0.100	-0.907
	(3.81)	(0.29)	(1.72)	(1.22)	(-0.77)	(-1.37)
Policy×Group×EU	0.002***	-0.000**	-0.004**	-0.006	0.002	0.010

	(2.92)	(-2.01)	(-2.15)	(-1.11)	(0.76)	(0.70)
Policy×Group	0.097**	-0.001	0.083	-0.076	-0.150	-1.068
	(2.21)	(-0.06)	(0.91)	(-0.27)	(-1.03)	(-1.45)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	1696	1570	1570	1570	1696	1696
R <sup>2</sup>	0.158	0.993	0.273	0.143	0.534	0.246
Adj-R <sup>2</sup>	0.02	0.99	0.14	-0.01	0.45	0.12
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

表 11 小微企业样本中经济不确定性对政策效果的影响

变量	小微企业融资变量					
	Cost	TD	LD	LD1	LID	LID1
EU	0.033	0.044	-0.106	-0.230	-0.227	-1.813*
	(1.25)	(0.33)	(-0.74)	(-0.68)	(-0.74)	(-1.87)
Policy×Group×EU	-0.001	-0.009***	0.006*	0.026***	-0.015**	-0.009
	(-1.32)	(-3.37)	(1.69)	(3.10)	(-2.01)	(-0.37)
Policy×Group	-0.008	0.142**	0.260*	-0.001	-0.077	-1.520
	(-0.29)	(2.17)	(1.73)	(-0.00)	(-0.25)	(-1.43)
控制变量	是	是	是	是	是	是
N	1088	1033	891	891	938	938
R <sup>2</sup>	0.050	0.957	0.077	0.064	0.677	0.078
Adj-R <sup>2</sup>	-0.12	0.95	-0.14	-0.15	0.61	-0.12
个体固定效应	是	是	是	是	是	是
时间固定效应	是	是	是	是	是	是

## 七、主要结论和政策建议

---

利用沪深两市 A 股上市公司和新三板挂牌企业 2010-2018 年的财务数据,采用倾向得分匹配法和双重差分模型实证检验了定向降准政策对农业企业和小微企业债务融资的影响。研究表明,实施定向降准后,农业企业的债务融资成本显著下降,信贷融资和长期负债融资的规模明显增加;从债务期限结构上看,长期负债融资上升,流动性负债融资下降。小微企业的债务融资成本没有发生明显变化,信贷融资和流动性负债融资的规模显著增加,长期负债融资在总负债中所占的比重显著下降;从债务期限结构上看,长期负债融资下降,流动性负债融资上升。进行一系列稳健性检验后,结果依然成立。进一步分析发现,经济不确定性上升对定向降准政策效果具有负向影响。当然,定向降准政策在提高农业企业和小微企业债务融资能力的同时,也会对其他行业产生部分外溢效应,例如工业和服务业。如果定向降准对其他行业的溢出效应(如定向降准对上下游行业的影响)存在,则定向降准操作对农业企业和小微企业债务融资的促进作用可能会更大。但受限于样本量和数据可得性等因素,本文没有考虑定向降准政策的溢出效应。

基于上述结论,本文建议:①建立健全融资担保体系,提高金融机构贷款意愿。虽然在定向降准的激励下,金融机构向“三农”和小微企业释放了更多的信贷资源,但由于其趋利避险的本能,慎贷和惜贷的现象仍较为严重,阻碍了定向降准政策的有效传导。因此,可以通过建立健全融资担保体系与风险共担机制,来缓解金融机构的放贷压力,提高信贷投放意愿,从而在一定程度上疏通定向降准政策传导渠道。②加强对定向资金流向的跟踪分析,防止资金偏离。货币是一种流动性,即使是定向释放,也很难保证会流向特定领域,一旦放开定向信贷,资金出于逐利动机总会以直接或者间接的方式流向收益更高的行业和领域。因此,要注意加强对定向资金流向的跟踪管理,尽量确保信贷资金流向“三农”和小微企业,从而提高定向降准政策的有效性。③稳定市场预期,对冲经济不确定性。无论从国内还是国际上看,我国面临的不确定因素日益增多。现有研究发现,积极的政策可以对冲不确定性因素,起到增强市场信心,稳定市场预期的作用(刘海明和曹廷求,2017)。因此,政府可以采取积极的财政政策和货币政策来引导预期,以减小经济不确定性对货币政策效果造成的不利影响。

#### 参考文献:

- [1]. Bloom, N., S. Bond, and J. V. Reenen. Uncertainty and Investment Dynamics. *Review of Economic Studies*, 2007, 74(2): 391-415.
- [2]. Boeckx, J., M. Dossche, and G. Peersman. Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies. *Cesifo Working Paper*, 2014, 69(35): 521-544.
- [3]. Eichengreen, B. The ECB Tries Again. *Intereconomics*, 2014, 49(4): 239-240.
- [4]. Joyce, M., A. Lasosa, and I. Stevens. The Financial Market Impact of Quantitative Easing in the United Kingdom. *International Journal of Central Banking*, 2011, 7(3): 113-161.
- [5]. Popp, A., and F. Zhang. The Macroeconomic Effects of Uncertainty Shocks: The Role of the Financial Channel. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 2016, 69: 319-349.
- [6]. Quagliariello, Mario. Macroeconomic Uncertainty and Banks' Lending Decisions: The Case of Italy. *Applied Economics*, 2009, 41(3): 323-336.
- [7]. Swanson, E. T. Let's Twist Again: A High-Frequency Event-Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011.
- [8]. 封北麟、孙家希:《结构性货币政策的中外比较研究——兼论结构性货币政策与财政政策协调》,《财政研究》2016年

---

第 2 期。

[9]. 郭晔、徐菲、舒中桥：《银行竞争背景下定向降准政策的“普惠”效应——基于 A 股和新三板三农、小微企业数据的分析》，《金融研究》2019 年第 1 期。

[10]. 何靖：《延付高管薪酬对银行风险承担的政策效应——基于银行盈余管理动机视角的 PSM-DID 分析》，《中国工业经济》2016 年第 11 期。

[11]. 刘海明、曹廷求：《信贷供给周期对企业投资效率的影响研究——兼论宏观经济不确定条件下的异质性》，《金融研究》2017 年第 12 期。

[12]. 马理、娄田田、牛慕鸿：《定向降准与商业银行行为选择》，《金融研究》2015 年第 9 期。

[13]. 彭俞超、方意：《结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定》，《经济研究》2016 年第 7 期。

[14]. 汪仁洁：《货币政策的阶段性特征和定向调控选择》，《改革》2014 年第 7 期。

[15]. 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》，《中国工业经济》2017 年第 11 期。

[16]. 闫先东、朱迪星：《货币政策与企业投融资行为：基于最新文献的述评》，《金融评论》2018 年第 3 期。

[17]. 余明桂、钟慧洁、范蕊：《民营化、融资约束与企业创新——来自中国工业企业的证据》，《金融研究》2019 年第 4 期。

[18]. 张龙：《货币政策量价工具与宏观经济动态效应——兼论经济不确定性的货币政策调控弱化效应》，《现代经济探讨》2020 年第 9 期。

#### 注释：

1 借鉴余明桂等(2019)设计并进行稳健性检验的思路。

2 农业企业有广义和狭义之分,考虑到定向降准政策的考核范围以及样本企业的数量,本文选取广义范围上的农业企业作为研究样本。

3 与大多数学者的研究结果一致,经济不确定性上升会抑制货币政策的实施效果。