

货币政策、利率传导与中小企业融资成本

——基于实际融资成本的实证研究

肖争艳 陈 惟*

摘要：中小企业融资贵问题一直是中国经济急需解决的重大问题。近年来政府采取了多项应对措施,其中货币政策一直是各界关注的焦点。本文采用银行信贷市场和民间借贷市场两类中小企业主要融资市场的实际利率衡量中小企业的实际融资成本,并构建 OLS 回归模型,分析货币政策对中小企业实际融资成本的影响,以此判断货币政策是否能解决中小企业融资贵问题。研究结果表明,央行无论通过释放流动性等数量型调控工具,还是降低贷款基准利率等价格型调控工具,都不能显著地降低中小企业的实际融资成本。因此,未来货币政策不应将解决融资贵作为主要目标,而应将政策重点继续集中于稳定物价水平和经济增速,融资贵问题从根本上还需要通过纠正经济和金融体制扭曲来解决。

关键词：货币政策;中小企业融资贵;实际利率

一、引言

中小企业融资贵问题是新常态以来中国经济亟待解决的重大难题,具体表现在中小企业面临的社会融资成本高,尤其是贷款利息率高。^① 政府之所以高度关注这一问题,是因为中小企业是民间投资的主体,而民间投资占全社会固定资产投资的比重高达 60% 以上,^② 是稳增长的关键力量。如果中小企业长期面临融资贵问题,将造成企业无法获得充足的资金进行生产性的投资,这将使民间投资进一步下滑,不利于中国经济实现稳增长的目标。正因如此,为了降低中小企业融资成本,政府采取了多项应对措施,其中货币政策被寄予厚望以解决融资贵问题。2014 年国务院常务会议提出的缓解企业融资贵问题的十条举措中第一条便是:“要继续坚持稳健的货币政策,保持信贷总量合理增长,着力调整结构,优化信贷投向。”同时,自 2014 年第二季度开始直到 2016 年,中国人民银行的历次货币政策执行报告也

* 肖争艳,中国人民大学应用统计科学研究中心,邮政编码:100872,电子信箱:xiaozhengyan@ruc.edu.cn; 陈惟,中国人民大学经济学院,邮政编码:100872,电子信箱:nkcw1993@163.com。

本研究受国家自然科学基金项目“企业异质性与最优货币政策研究”(项目批准号:71373266)资助。感谢匿名审稿人提出的宝贵修改建议。文责自负。

① 2014 年 11 月 19 日召开的国务院常务会议对融资贵问题的表述是“采取有力措施缓解企业融资成本高问题”。中国人民银行在《货币政策执行报告》中对融资贵问题的定义是“企业融资成本高问题”。余永定(2014)也指出“融资难、融资贵,前者指无论如何得不到贷款,后者指贷款利息率太高”。

② 数据来源:国家统计局网站,参见 http://www.stats.gov.cn/tjsj/zxfb/201701/t20170120_1455950.html。

将“加大信贷政策支持再贷款发放力度,支持金融机构扩大‘三农’和小微企业信贷投放”作为货币政策操作的重点之一。

那么,货币政策是否能够解决中小企业融资贵问题?根据官方以及已有研究对融资贵问题的定义,融资贵问题与中小企业的融资成本相关。因此,已有的部分研究主要从货币政策的利率传导渠道出发,认为央行释放流动性和降息等操作能够有效引导中小企业借贷利率下行,从而降低其融资成本。央行应当进一步发挥货币政策的作用以解决融资贵问题(王俊波,2009;常晔,2015;李良松、傅勇,2015)。上述研究也成为政府希望以货币政策解决融资贵问题的理论依据。但事实上,这部分研究并没有指出货币政策对中小企业实际融资成本的影响,存在一定的不足,主要体现在以下两个方面:

其一,已有研究主要分析的是货币政策变化对中小企业名义融资利率的影响。例如,李良松和傅勇(2015)等文献研究了央行贷款基准利率的变化对一般贷款加权平均名义利率、理财产品名义利率的影响。得出的结论是,央行贷款基准利率降低能够显著地降低名义利率,从而引导企业融资成本下行。然而,Mishkin(2011)等研究就曾指出,真正影响企业投资的是实际利率而非名义利率,名义利率下行并不能代表相对充足的流动性以及较低的融资成本。以20世纪末日本的货币政策和经济表现为例,当时的短期名义利率已降至接近零的水平,货币政策看似足够宽松。但这一时期日本的实际利率却从1995年的1.8%左右上升近两倍,在1999年达到3.5%。可见,货币政策事实上并未有效发挥引导融资成本下降和促进投资的作用,也致使同一时期日本经济增速进一步跌至-2%左右。^①因此,要研究中国货币政策如何影响中小企业的实际融资成本,应当更关注实际利率而非名义利率。

其二,已有研究更多关注货币政策变化对银行信贷利率的影响,忽略了货币政策对民间借贷利率的影响。在中国,国有垄断的银行体系往往拥有更大的激励将资金贷给具有政府隐性担保的国有企业和地方融资平台,而中小企业则时常面临国有银行体系的信贷歧视。^②此时,其往往需要通过银行体系之外的民间借贷市场来解决资金问题。^③从理论上讲,不同融资市场的利率变化一般趋于同向运动,从而银行信贷市场利率与民间借贷市场利率理论上应具有相同的变化趋势。但现实中,中国具有典型的“利率双轨制”特征。银行存贷款利率上下限虽已放开,但仍较大程度受到央行制定的存贷款基准利率的影响尚未完全市场化,而民间借贷市场利率已经实现市场化(Chen et al., 2011; He and Wang, 2012; 郭豫媚等, 2016)。因此,货币政策即使能够降低银行信贷利率,也不意味着可以有效地压低民间借贷利率。同时,中小企业对民间借贷资金的大量需求也进一步抬高了民间借贷市场的资金成本。上述原因共同影响了货币政策变动降低民间借贷利率的有效性。例如,2014年11月22日央行的降息操作使贷款基准利率下降0.4个百分点。但是,民间借贷利率并没有表现出显著下降的趋势,截至2014年底温州民间综合借贷利率相比央行降息前上升了0.6个百分点,更在12月初上升至21%的高位。因此,仅仅分析银行信贷市场利率不能全面反映中

^①数据来源:世界银行(<http://data.worldbank.org/indicator/FR.INR.RINR?locations=JP>)。

^②根据世界银行企业调查报告显示,中国小型企业获得银行贷款的比例仅为13.9%,这一比例不仅低于中等收入国家31.8%的平均水平,甚至低于低收入国家16.7%的平均水平(陈彦斌、刘哲希,2015)。

^③研究表明,中小企业通过民间借贷方式筹资的比例高达77.3%,占企业融资规模的50%左右(安起雷,2012)。

小企业所面临的实际融资成本。

有鉴于此,本文的研究思路是,将银行信贷市场实际利率和民间借贷市场实际利率两者同时作为衡量中小企业融资成本的指标,以此全面反映中小企业实际融资利率的变化。根据这一思路,本文利用现实数据构建了 OLS 回归模型,检验了货币政策变化是否能够显著影响中小企业的实际融资利率,从而判断货币政策是否能够解决中小企业融资贵问题。回归结果表明,不论在银行信贷市场还是民间借贷市场,以 M2 变化为代表的数量型货币政策调控手段虽然在短期内能够显著降低实际利率,但是在长期中由于货币中性,其对实际利率没有显著的影响。与此同时,以贷款基准利率变化为代表的价格型调控手段则在短期和长期中均无法有效引导实际利率的下行。因此,货币政策在长期中无法有效地降低中小企业的实际融资成本,也无法从根本上解决中小企业融资贵问题。由此本文认为,一方面,未来中国的货币政策不应将解决融资贵作为政策目标,而应当继续将稳定物价水平和经济增速作为政策的重点。另一方面,政府只有从形成融资贵问题最根本的体制因素出发,纠正金融和经济体制扭曲,才能真正解决中小企业融资贵问题。

二、模型构建与数据说明

(一)方法选取及模型构建

通过回顾国内外文献可以发现,已有的文献主要采用向量自回归模型(VAR)、DSGE 模型以及 OLS 回归分析等方法研究货币政策对企业融资成本的影响。VAR 模型通过脉冲响应分析能够从统计意义上直观地看出货币政策变动造成的企业融资成本的动态变化,Berument 和 Froyen(2006)以及张雪莹等(2010)的研究曾采用这一方法考察货币政策冲击所带来的企业融资利率的变化。但是,VAR 模型中单个变量估计系数的显著性不具有太大的经济学意义(张晓峒,2009;陈强,2014),因而无法判断货币政策的变化是否真正显著地影响了企业的融资成本。考虑到本文的研究目的是分析货币政策是否显著地影响中小企业的实际融资成本,VAR 模型并不适用于本文的研究,因此不采用此方法进行分析。DSGE 模型的推导基于个体最优化原则,具有较为坚实的微观基础和经济学意义。但是,DSGE 模型在进行经济学分析时也存在一定的缺陷。其一,DSGE 模型的外生冲击不具有严格的微观基础和经济学意义,因此难以准确地刻画现实中货币政策所产生的实际效果。^①其二,DSGE 模型的参数识别依赖严格的假设。例如,常用的贝叶斯估计方法需要人为假设参数的先验分布,所得的结果也具有一定的人为操控性(Romer,2016;陈彦斌、陈惟,2017)。相比之下,回归分析方法能够更好地捕捉现实数据之间的关系。该方法可将中小企业的实际融资成本作为被解释变量对货币政策变量进行回归,通过分析变量回归系数的显著性便可判断货币政策是否显著地影响了中小企业的融资成本,其估计系数的显著性也具有经济学意义,因此该方法

^①Romer(2016)就指出,利用 DSGE 模型分析货币政策变动对宏观经济的影响时往往容易低估货币政策的实际作用。例如,Smets 和 Wouters(2007)所构建的 DSGE 模型的数值模拟结果表明,货币政策冲击只能解释产出和通胀波动中很小的一部分。然而,在沃尔克就任美联储主席期间采取的紧缩性货币政策对宏观经济产生了极大的影响。这一时期,美国的实际利率从 0 附近上升至 5%左右,由此导致美国经济在此期间共经历了两次萧条。在第一次萧条中,实际产出下降了 2.2%,失业率从 6.3%上升至 7.8%。在第二次萧条中,实际产出更是下降了 2.9%,失业率则从 7.2%上升至 10.8%。可见,DSGE 模型低估了现实中货币政策对宏观经济的重要作用。

更符合本文的研究目的。

基于上述分析并参照马骏和王红林(2014)、李良松和傅勇(2015)等文献对货币政策传导途径以及企业融资成本决定因素的研究,本文构建了如下回归模型:

$$R_t = c + \alpha MP_t + \beta X_t + \varepsilon_t$$

其中, R_t 为被解释变量,表示中小企业的实际融资利率,参照李建军和赵冰洁(2015)的研究以及实际利率对企业融资决策的重要性,本文主要采用银行信贷市场和民间借贷市场实际利率衡量中小企业实际融资成本。 MP_t 为本文的主要解释变量,是衡量货币政策变动的代理变量,参照任杰和尚友芳(2013)、郭豫媚和陈彦斌(2015)的研究,本文采用数量型和价格型两类中介目标衡量货币政策变动(具体变量及数据说明见下文)。 X_t 为其他控制变量, c 和 ε_t 分别表示截距项和随机扰动项。

(二) 变量选取和数据说明

根据上述回归模型的设定,本文需要选取的变量包括中小企业的实际融资利率、货币政策变动的代理变量以及其他控制变量。

对于中小企业的实际融资利率,本文分别采用一般贷款加权平均利率和一年期温州民间融资综合借贷利率以衡量中小企业在银行信贷市场和民间借贷市场所面临的融资成本(李建军、赵冰洁,2015)。同时,由于实际利率是企业做出投融资决策时所面临的真实资金成本,因此本文主要聚焦于货币政策对银行信贷市场和民间借贷市场实际利率的影响。理论上,根据费雪方程式,实际利率等于名义利率减去预期通货膨胀率。但是,现实中中国对预期通胀的测算尚未有一致结论。目前较为官方的反映预期通货膨胀变动的指标是央行公布的未来物价预期指数,但这一指数的测算对于本文的研究而言仍有两方面不足。一是该指数是央行根据其对储户关于下一季度物价水平变动的问卷调查先扣除选择“看不准”的居民数,然后分别计算认为下季物价“上升”与“基本不变”的居民占比,再分别赋予权重1和0.5后求和得出的。其只包括居民对物价上涨和不变的预期,没有较好反映出居民对于物价下跌的预期。二是该指数得到的事实上是对物价变化持不同看法的居民人数所占比重的加权,并不能反映这些居民所预期的具体的物价水平。因此已有的众多研究在测算实际利率时较多采用事后利率的算法,将名义利率减去同期的通胀率(谷建全、张永军,2007;伍戈,2010;陈彦斌、刘哲希,2015)。有鉴于此,本文选择生产者出厂价格指数(PPI)的同比增长率作为通货膨胀率的衡量指标(张平,2015),^①将两个融资市场的名义融资利率减去PPI得到相应的实际融资利率。

在选择货币政策变动的代理变量时,考虑到当前中国的货币政策正逐步由数量型过渡至价格型的事实(郭豫媚、陈彦斌,2015),央行在应对融资贵问题时,一般同时采用数量型和价格型两种货币政策以降低社会融资成本。央行2014年第四季度《货币政策执行报告》中就提出:“综合运用数量型、价格型工具,引导社会融资成本下行。”2015年第一季度《货币政策执行报告》指出:“下调人民币存贷款基准利率,逆回购操作利率相应有所下降。通过量价工具搭配共同引导市场利率下行,降低社会融资成本。”在数量型调控方面,货币供应量(下文简记为M2)是我国央行现行的货币政策中介目标,央行通过公开市场操作、降低法定存款

^①除了PPI之外,消费者价格指数(CPI)的同比增长率也是衡量通胀率的常用指标,下文也将使用扣除CPI增速计算得到的实际利率对结论进行稳健性检验。

准备金率等方式释放流动性,改变货币供应量,最终影响市场利率。价格型调控方面,由于利率双轨制尚未完全打破,央行通过直接调控受管制的贷款基准利率以引导其他市场利率的变动(何东、王红林,2011;张辉、黄泽华,2011)。基于此,本文选取M2的同比增长率以及1年期央行贷款基准利率(下文简记为 BR)作为货币政策工具的代理变量。

为了避免回归模型可能存在的遗漏变量偏误,本文还选取了其他可能影响企业融资成本的因素作为控制变量。根据姚余栋和李宏瑾(2013)、李良松和傅勇(2015)等文献的研究,宏观经济的周期性变动可能影响企业利润和央行的货币政策调控,社会融资结构的改变将会影响资金市场的供求,^①二者均会对企业的融资成本造成一定的影响。因此,本文参照上述研究分别选取工业增加值同比增长率(下文简记为 IVA)以及贷款占社会融资规模的比重(下文简记为 FS)作为宏观经济周期变动和社会融资结构的衡量指标。

同时,利率市场化改革的推进也可能对各个市场的融资利率产生显著的影响。这是因为长期以来的利率管制使我国的管制利率显著低于均衡利率水平(陈彦斌等,2014)。因此,利率市场化在短期内很可能导致融资成本的上升。自2004年以来,“贷款利率管下限,存款利率管上限”的上下限管理是我国利率管制的主要形式。因此,贷款利率下限和存款利率上限的取消是我国放开利率管制推进利率市场化进程的标志性事件。但是,针对中小企业的贷款利率更多是在基准利率基础上进行上浮,贷款利率下限的取消对中小企业融资成本的影响有限。相比之下,存款利率是贷款的资金成本和定价基础,也是利率市场化改革的重点,存款利率上限的取消在短期之内会推高资金成本,从而引起中小企业融资利率的上升。考虑到这一因素,本文参照李良松和傅勇(2015)的做法,以央行取消存款利率上限的时间为依据设置虚拟变量(下文简记为 $Dummy$),以控制利率市场化对中小企业实际融资利率可能造成的影响。中国人民银行于2015年10月取消存款利率上限。因此本文所设置的虚拟变量在2015年10月前等于0,在2015年10月之后等于1。^②

最后需要说明的是,本文所使用的数据均为月度数据,银行信贷市场和民间借贷市场利率的样本时间段分别为2007年10月至2016年6月、2012年9月至2016年6月。^③数据来源为国家统计局、中国人民银行、温州市金融办以及Wind金融数据库。由于现有的银行信贷利率和民间借贷利率数据起止的时间点不同,因而在对不同融资市场进行分析时所使用的数据样本时间段不完全相同。^④同时,为了全面考察货币政策对中小企业实际融资成本的短期和长期影响,本文参照姚余栋和李宏瑾(2013)的研究,将货币政策代理变量分别滞后1-4个季度,^⑤以反映货币政策对实际利率影响的动态变化。

经过上述变量选取和数据处理过程后,表1给出了各变量主要的描述性统计指标。由

^①例如,企业融资若以银行贷款为主,那么将导致银行信贷市场资金需求增加,其他融资市场的资金需求有限,商业银行处于相对优势地位,贷款利率更容易走高(李良松、傅勇,2015)。

^②本文同样考虑在结果中不纳入这一虚拟变量,所得到的结论与加入虚拟变量的回归结果基本保持一致。

^③部分利率数据为季度数据和日数据,参照李良松和傅勇(2015)将季度数据按均值转化为月度数据,日数据按月度平均转化为月度数据。

^④本文也考虑了当样本时间段同为2012年9月至2016年6月时的回归分析,结果依然保持一致,感兴趣的读者可向作者索取。

^⑤本文数据为月度数据,因此滞后1-4个季度即在回归式中将变量分别滞后3期、6期、9期和12期。

表 1 可以大致看出,货币政策变动对中小企业面临的实际利率,尤其是民间借贷市场实际利率的影响有限。央行贷款基准利率平均低于 6%,M2 同比增速平均高达 16.4%,民间借贷实际利率却依然在 23%左右的高位,且标准差仅有 1.31,说明实际利率的变动幅度十分有限。

表 1 各变量描述性统计						
变量	样本时间	观测数	均值	标准差	最小值	最大值
一般贷款加权实际利率	2007M10-2016M6	105	6.67	4.66	-1.87	13.94
民间借贷实际利率	2012M9-2016M6	46	22.94	1.31	19.66	24.98
M2 同比增速	2007M10-2016M6	105	16.38	4.75	10.07	29.74
贷款基准利率	2007M10-2016M6	105	5.85	0.82	4.35	7.47
工业增加值同比增速	2007M10-2016M6	105	10.87	4.66	-2.40	28.43
社会融资结构	2007M10-2016M6	105	64.66	23.17	11.33	141.23
利率市场化虚拟变量	2007M10-2016M6	105	0.09	0.28	0	1

注:(1)数据来源为国家统计局、中国人民银行、温州市金融办以及 Wind 金融数据库。(2)样本时间中 M 表示月份,例如 2007M10 表示 2007 年 10 月。

三、实证结果与解读

(一) 基准回归结果

为了避免回归式扰动项中可能存在的异方差和自相关影响参数假设检验的准确性,本文在进行回归时采用 Newey 和 West(1987)所提出的异方差自相关一致性方差矩阵估计量估计回归系数的标准误。根据本文所设回归模型,表 2 给出了 M2 和央行贷款基准利率变化对中小企业面临的实际融资利率的影响。如表 2 所示,计量结果主要有如下两点发现。^①

第一,在银行信贷市场,M2 增速上升在短期内虽能降低实际利率,但在长期中不影响实际利率的变化。从 M2 的回归系数看,M2 回归系数在滞后 3 期、6 期时在 1%的显著性水平下显著为负,但在滞后 9 期、12 期时,其回归系数却在 10%的显著性水平下仍不显著。回归系数的大小和显著性也随着滞后期的增加而逐步减小。上述结果说明,在短期内由于价格刚性的存在,M2 的变化确实能在一定程度上降低实际利率,并缓解中小企业的融资贵问题。然而,中小企业融资贵问题是中国经济长期存在的现象,仅靠短期政策手段缓解并不能从根本上解决这一问题,需要从长期视角寻找这一问题的解决之道。但长期中,M2 的变化并不能影响实际利率。其原因在于,根据费雪效应,宽松的货币政策在长期中只会带来名义利率一比一的增加而不会影响实际利率,货币政策在长期中保持中性。李宏瑾和纪淼(2011)以及郭豫媚(2015)等研究运用中国的历史数据也发现,M2、通货膨胀率与名义利率之间呈现出明显的费雪效应。这与本文得出的结论保持一致。

同时,贷款基准利率的变化在短期和长期中均未显著影响实际利率。从央行贷款基准利率的回归系数看,央行贷款基准利率所有滞后期的回归系数均不显著(参见表 2)。这其中的关键在于,其一,我国的利率市场化改革尚不彻底,基准利率仍由央行直接管制,并未形成市场化的基准利率体系。这导致货币政策的利率传导渠道尚不通畅,也造成价格型货币

^①由于货币政策会根据宏观经济形势进行逆周期调节,因此本文的关键解释变量可能存在一定的内生性。但本文认为,内生性问题对于本文研究的影响并不严重。其一,所有的货币政策变量均为滞后项,可视为前定变量,与当期的扰动项相关性较小;其二,本文更关注的是解释变量系数的显著性,以此判断货币政策是否显著影响实际利率,而内生性问题不影响对系数显著性的判断。

政策的调控效果不佳。其二,中小企业在银行体系往往面临更高的风险溢价。随着中国经济进入新常态,系统性金融风险逐步上升,抬高了风险溢价水平(余永定,2014)。而国有企业具有政府的隐性担保,往往可以以基准利率获得贷款。但面临融资贵问题的中小民营企业在经济下行背景下所面临的风险溢价往往更高。贷款利率一般在基准利率的标准上再上浮 20%~50%,个别企业甚至上浮 80%(逯新红,2016)。因此,央行贷款基准利率的下降在短期和长期中均难以有效地引导实际利率下行,从而降低中小企业在银行信贷市场的实际融资成本。

第二,在民间借贷市场,货币政策变化对实际利率的影响相比银行信贷市场将进一步减小。从 $M2$ 的回归系数看,在滞后 3 期、6 期时, $M2$ 对民间借贷市场实际利率的回归系数显著为负,但回归系数的绝对值(0.39 和 0.37)及显著性均低于银行信贷市场(2.43 和 0.45)。在滞后 9 期、12 期时, $M2$ 同样无法显著影响实际利率(参见表 2)。从贷款基准利率的回归系数看,与银行信贷市场的分析结果相同,在各个滞后期贷款基准利率对实际利率的回归系数均不显著。相比于常晔(2015)以及李良松和傅勇(2015)等研究,本文的结果进一步表明,对于中小企业融资更集中的民间借贷市场,货币政策对实际利率的影响效应更弱。这是因为,利率双轨制的存在使宽松的货币政策难以从银行信贷利率传导至民间借贷利率。与此同时,中小企业对民间借贷市场的大量资金需求也抬高了民间借贷市场的资金成本,这进一步导致民间借贷市场实际利率长期保持高位,从而减弱了央行释放流动性和降息操作对压低民间借贷市场实际利率的效果。^①

表 2 货币政策对实际融资利率的影响

变量	银行信贷实际利率				民间借贷实际利率			
	滞后 3 期	滞后 6 期	滞后 9 期	滞后 12 期	滞后 3 期	滞后 6 期	滞后 9 期	滞后 12 期
$M2$	-2.433 *** (0.924)	-0.453 *** (0.156)	0.010 (0.227)	-0.210 (0.187)	-0.385 ** (0.170)	-0.367 * (0.210)	-0.190 (0.159)	-0.037 (0.157)
BR	-0.153 (0.240)	-1.808 (1.210)	1.429 (1.636)	2.107 (1.548)	-0.448 (0.894)	1.217 (1.286)	-0.510 (2.230)	-0.652 (0.692)
FS	-0.033 ** (0.015)	-0.029 * (0.017)	-0.053 *** (0.019)	-0.050 ** (0.020)	-0.015 ** (0.006)	-0.013 ** (0.005)	-0.002 (0.006)	-0.015 ** (0.006)
IVA	-0.575 *** (0.216)	-0.393 ** (0.167)	-0.530 ** (0.241)	-0.301 * (0.157)	-0.410 *** (0.149)	-0.499 *** (0.126)	-0.568 *** (0.126)	-0.744 *** (0.161)
$Dummy$	-2.277 (1.603)	-1.815 (1.849)	2.826 (1.759)	3.196 ** (1.446)	-1.476 (1.101)	0.247 (1.263)	-0.280 (0.590)	-2.055 * (1.118)
常数项	32.526 *** (6.034)	31.648 *** (8.329)	6.980 (12.019)	3.891 (11.804)	34.843 *** (3.448)	25.547 *** (7.241)	33.209 ** (12.916)	34.138 *** (3.672)
观测值	102	99	96	93	43	40	37	34
R^2	0.478	0.483	0.377	0.451	0.570	0.583	0.770	0.570

注:(1)表中的解释变量 BR 表示贷款基准利率, $M2$ 表示 $M2$ 月度同比增速, FS 表示社会融资结构, IVA 表示工业增加值月度同比增速, $Dummy$ 表示衡量利率市场化进程的虚拟变量。表中各列被解释变量均为各债务市场实际融资利率。(2)表中括号内所汇报的为 Newey-West 异方差自相关稳健标准误,截断参数根据已有的研究和经验取 $N^{0.25}$ 的整数部分, N 为样本容量。(3)表中 * 表示 10% 的显著性水平, ** 表示 5% 的显著性水平, *** 表示 1% 的显著性水平。(4)以下表同注,不再赘述。

①考虑到民间融资的企业大多集中在生活资料、轻工业,本文同样采用了 PPI 生活资料价格指数的变动作为通胀率的衡量指标,以此计算实际利率。所得到的结论与本文正文部分的结论基本一致,不论在银行信贷市场还是在民间借贷市场,在长期中 $M2$ 和贷款基准利率对实际利率的影响均不显著,可见货币政策无法在长期中根治融资贵。

(二) 稳健性检验结果

为了保证基准回归结果的稳健性,本文还从两方面对基准回归结果进行了稳健性检验。

其一,本文检验了法定存款准备金率变化对中小企业实际融资利率的影响。金融创新的不断发展使央行对 $M2$ 的控制力不断下降, $M2$ 的变化呈现出一定的内生性特征(于泽, 2008; 曹跃群、蒋为, 2010)。因此, $M2$ 的变化可能并不完全反映央行数量型调控的政策意图。为了保证结果的稳健性,本文需要寻找一个能由央行完全控制并反映其政策调控意图的变量。从理论上讲,在货币乘数中,央行能够完全控制法定存款准备金率的变化。从现实来看,央行也将降准尤其是针对中小企业的定向降准作为解决中小企业融资贵问题的重要手段。基于此,本文进一步考察了法定存款准备金率(简记为 RR)的变化对银行信贷市场和民间借贷市场实际利率的影响。

如表 3 所示,从回归结果可以看出,在银行信贷市场,存款准备金率的回归系数在滞后 3 期、6 期时在 5% 和 10% 的显著性水平下能够显著为正。但是在滞后 9 期、12 期时,降准对银行信贷市场实际利率并无显著的影响。同样,在民间借贷市场,存款准备金率在滞后 3 期时回归系数显著为正,其他滞后期的回归系数均不显著。这一结果表明,央行通过降准虽能在短期内降低实际利率,缓解中小企业融资贵。但长期中,同样无法有效降低中小企业面临的实际融资利率。这与基准回归结果得出的结论保持一致。

表 3 降准对实际融资利率的影响

变量	银行信贷实际利率				民间借贷实际利率			
	滞后 3 期	滞后 6 期	滞后 9 期	滞后 12 期	滞后 3 期	滞后 6 期	滞后 9 期	滞后 12 期
RR	0.732 ** (0.350)	0.727 * (0.369)	0.203 (0.450)	0.258 (0.411)	4.934 *** (1.597)	1.987 (1.511)	1.727 (1.619)	0.304 (1.778)
BR	-1.252 (1.044)	-0.678 (1.097)	1.506 (1.573)	2.488 (1.504)	-2.470 (3.388)	-0.836 (2.320)	0.574 (3.479)	2.511 (2.752)
FS	-0.024 (0.017)	-0.028 (0.017)	-0.052 ** (0.020)	-0.050 ** (0.022)	-0.006 (0.008)	-0.006 (0.005)	-0.005 (0.005)	-0.006 (0.005)
IVA	-0.489 *** (0.169)	-0.478 *** (0.173)	-0.484 ** (0.188)	-0.382 ** (0.164)	-0.137 (0.130)	-0.743 *** (0.135)	-0.707 *** (0.095)	-0.758 *** (0.111)
$Dummy$	0.514 (2.267)	1.377 (2.189)	3.324 * (1.944)	4.204 ** (1.646)	-2.603 (1.805)	2.074 (1.605)	1.602 * (0.831)	1.622 (1.793)
常数项	7.760 (13.885)	4.470 (14.121)	2.274 (14.261)	-6.030 (12.872)	35.317 *** (12.036)	-5.337 (19.498)	-9.284 (13.222)	7.936 (21.248)
观测值	102	99	96	93	43	40	37	34
R^2	0.484	0.467	0.383	0.431	0.194	0.623	0.750	0.635

注:表中 RR 表示央行法定存款准备金率。

其二,本文使用 CPI 替换 PPI 作为通货膨胀率的衡量指标,以检验不同衡量方式下货币政策对实际利率的影响。基准回归结果使用名义利率扣除 PPI 的同比变动来衡量实际利率,但除了 PPI 之外, CPI 也是衡量价格水平变动的常用指标,李宏瑾和纪森(2011)以及曾耿明和牛霖琳(2013)等研究在分析实际利率时就使用 CPI 作为通货膨胀的衡量指标。因此本文在基准回归结果的基础上考虑另一种实际利率的衡量方式,即使用名义利率扣除 CPI 的同比变动,以保证在不同的实际利率衡量方式下结论的稳健性。

如表 4 所示,对于银行信贷市场, $M2$ 的回归系数同样在滞后 3、6 期时显著为负。在 9

期、12 期后, M2 变动不再影响银行信贷利率的变动。贷款基准利率则在所有滞后期均不影响实际利率。对于民间借贷市场, M2 变动仅在滞后 3 期时对实际利率具有显著影响, 而在更长的滞后期中 M2 对实际利率不具有显著影响。贷款基准利率的回归系数依然在所有滞后期均不显著。这一结果与基准回归结果相同, 说明本文的基本结论也适用于不同衡量方式下的实际利率。

表 4 不同实际利率衡量方式下货币政策对实际利率的影响

变量	银行信贷实际利率				民间借贷实际利率			
	滞后 3 期	滞后 6 期	滞后 9 期	滞后 12 期	滞后 3 期	滞后 6 期	滞后 9 期	滞后 12 期
M2	-1.069 ** (0.461)	-0.130 *** (0.045)	-0.064 (0.056)	0.098 (0.084)	-0.146 * (0.080)	-0.084 (0.075)	0.018 (0.074)	0.110 (0.128)
BR	0.032 (0.084)	-0.400 (0.551)	0.748 (0.569)	-0.021 (0.553)	1.321 (1.378)	2.309 (1.426)	2.857 (1.773)	1.972 (1.208)
FS	-0.004 (0.007)	-0.006 (0.008)	-0.009 (0.007)	-0.010 (0.008)	-0.001 (0.002)	0.001 (0.002)	0.000 (0.002)	0.000 (0.002)
IVA	-0.204 ** (0.094)	-0.123 (0.078)	0.012 (0.054)	-0.220 ** (0.101)	0.002 (0.097)	0.090 (0.127)	0.068 (0.100)	0.100 (0.125)
Dummy	-2.569 *** (0.845)	-1.646 * (0.893)	-0.493 (0.660)	-1.050 (0.860)	-1.455 *** (0.357)	-1.119 *** (0.345)	-1.008 ** (0.373)	-1.074 ** (0.437)
常数项	12.629 *** (3.023)	9.512 ** (3.834)	2.367 (4.199)	5.697 (3.955)	7.232 (8.496)	2.701 (9.464)	-1.178 (11.969)	4.965 (7.872)
观测值	102	99	96	93	43	40	37	34
R ²	0.355	0.361	0.178	0.206	0.726	0.671	0.679	0.669

四、对中小企业融资贵问题的分析及解决对策

本文的实证研究表明, 货币政策虽然在短期之中能够缓解中小企业融资贵, 但在长期之中并不能根治这一问题。因此本文需要在实证研究的基础上进一步分析我国融资贵问题的原因以及政府应当采取什么样的措施才能真正解决融资贵问题。事实上, 货币政策无法解决融资贵问题不仅与货币政策在长期之中保持中性的特点有关, 更是因为货币政策无法解决深层次的体制问题。而现实中, 经济体制和金融体制的扭曲恰恰是造成中小企业融资贵问题的根本原因。

从金融体制看, 我国金融体制扭曲主要有两大表现: 一是长期利率管制, 二是银行市场由国有银行垄断。长期利率管制政策使我国不同市场、不同期限利率之间的传导机制不畅通, 即便目前我国已经取消贷款利率下限和存款利率上限, 初步实现了利率市场化。但是, 存贷款基准利率仍处于央行的直接管制之中, 且对其他市场利率尤其是民间借贷利率的引导能力不足, 形成了利率双轨制的特征。正因如此, 即使央行执行宽松的货币政策使基准利率(计划轨)下降, 也无法降低中小企业在民间借贷市场面临的利率(市场轨)。

同时, 国有银行垄断下的银行借贷市场更愿意将资金贷放给具有政治关联和政府隐性担保的国有企业, 国有企业能够在银行体系获得廉价的信贷。相比之下, 银行对中小企业的借贷利率往往需要承受更高的风险溢价, 这导致中小企业在银行借贷市场同样面临较高的融资成本。此外, 国有大型银行占据垄断地位的银行业市场使中小民营银行面临极高的市

场准入门槛,但中小民营银行在为中小企业提供信贷方面与国有大银行相比更有优势。国际经验表明,在美国以社区银行为主的中小银行能为中小企业提供充足的信贷服务,向中小企业发放的贷款占中小企业贷款总额约 45%(姚余栋、陆巍峰,2015)。因此,在金融体制扭曲下,中小企业不仅融资成本高企,更无法获得充足的金融服务。

从经济体制看,中国经济高度依赖的房地产和基建投资吸附了大量资金,加剧了中小企业融资贵问题。房地产行业对资金的吸附源于房地产投资的高回报,根据陈小亮(2015)的测算,中国部分主要城市房地产行业的净收益率在 10%以上,大幅高于资金投向实体经济所产生的回报,这吸引了大量资金“脱实向虚”进入房地产行业,减少了对中小企业的资金供给。而基建行业对资金的挤压则来自于政府的隐性担保和预算软约束。在地方政府发债受限以及银行对基建项目贷款的把控日趋严格的背景下,基建项目更多通过银行之外的“影子银行”体系筹集资金。与基建行业期限长、回报低的特点不相匹配的是,“影子银行”体系资金往往期限短、成本高。但政府的隐性担保和预算软约束使地方政府能够承受“影子银行”体系较高的资金成本,并通过“借新还旧”弥补基建项目的资金缺口,从而造成资金黑洞愈演愈烈。据测算,若 2016 年全年基建投资增速要达到 20%,全年需要基建投资额约 15.8 万亿元,将产生 2.4~2.6 亿元资金缺口。^① 这将对中小企业资金具有极大的挤出效应,进一步减少了对中小企业的资金供给,使其融资成本上升。

基于上述分析,长期中不能依赖货币政策解决融资贵,货币政策在长期中不仅无法影响中小企业的实际融资成本,更不能解决深层次的体制问题。因此,央行不应将解决融资贵作为货币政策的目标,这不仅无助于融资贵问题的解决,反而会因为目标过于宽泛而降低货币政策的效率。而要真正解决中小企业融资贵问题,政府需要采取两方面措施。其一,纠正金融体制的扭曲,进一步完善利率市场化改革。这其中的关键在于打破国有银行垄断的市场结构,引入更多中小民营银行,将银行业市场结构由目前的寡头垄断性市场结构转变为垄断竞争性甚至是竞争性的市场结构,从而消除利率双轨制,打造适宜服务中小企业的银行市场结构。其二,纠正经济体制的扭曲,通过开征房产税和改变基建投资融资渠道等方式,引导更多资金投向实体经济。

五、结语

本文采用银行信贷市场和民间借贷市场实际利率衡量中小企业面临的实际融资成本,并通过 OLS 回归分析方法对货币政策是否能够解决中小企业融资贵问题进行了深入的研究。计量结果表明,货币政策在短期内虽然能够一定程度上降低中小企业的实际融资成本,但长期中由于货币中性,M2 和贷款基准利率的变化均无法显著影响银行信贷市场和民间借贷市场的实际利率。不仅如此,由于我国中小企业融资贵问题的根本成因是金融和经济体制的扭曲,而货币政策无法解决深层次的体制问题。因此,货币政策无法解决中小企业融资贵问题。基于上述结论本文认为,未来货币政策不应将解决融资贵作为主要的政策目标,而应该聚焦于稳增长和控物价;同时,政府应将纠正金融体制和经济体制扭曲作为解决中小企业融资贵问题的根本手段,在不断推进体制改革的过程中逐步化解这一难题。

^①数据来源:《专项债乏力存疑,利率下行是趋势——专项建设债梳理和基建融资缺口测算》,海通证券研究所报告,2016 年 8 月 17 日。

参考文献:

- 1.安起雷,2012:《对民间借贷问题的探讨与建议》,《宏观经济管理》第1期。
- 2.常晔,2015:《浅议货币信贷政策在缓解融资难融资贵中的作用》,《发展》第3期。
- 3.曹跃群、蒋为,2010:《中国货币供给内生性、高货币化与经济波动——基于1952-2007年的实证研究》,《金融教学与研究》第4期。
- 4.陈彦斌、陈小亮、陈伟泽,2014:《利率管制与总需求结构失衡》,《经济研究》第2期。
- 5.陈彦斌、刘哲希,2015:《小微企业融资贵的体制原因与新原因》,《人文杂志》第9期。
- 6.陈彦斌、陈惟,2017:《从宏观经济学百年简史看“宏观经济学的麻烦”》,《经济学动态》第1期。
- 7.陈小亮,2015:《如何根治小微企业融资贵难题》,《人文杂志》第9期。
- 8.陈强,2014:《高级计量经济学及Stata应用》,高等教育出版社。
- 9.郭豫媚,2015:《货币政策无法根治融资贵》,《人文杂志》第9期。
- 10.郭豫媚、陈彦斌,2015:《利率市场化大背景下货币政策由数量型向价格型的转变》,《人文杂志》第2期。
- 11.郭豫媚、郭俊杰、肖争艳,2016:《利率双轨制下中国最优货币政策研究》,《经济学动态》第3期。
- 12.谷建全、张永军,2007:《中国实际利率与货币流通速度关系的实证研究》,《经济学动态》第4期。
- 13.何东、王红林,2011:《利率双轨制与中国货币政策实施》,《金融研究》第12期。
- 14.李良松、傅勇,2015:《金融市场结构、融资成本和货币政策传导》,《金融评论》第4期。
- 15.逯新红,2016:《降低中小企业融资成本的思考与建议》,《金融与经济》第5期。
- 16.李建军、赵冰洁,2015:《中国实体经济融资贵到底由什么因素决定?——2005-2014年企业三元债务融资的经验证据》,《中央财经大学学报》第6期。
- 17.李宏瑾、纪森,2011:《名义利率、通货膨胀与费雪效应——对2012年我国CPI走势研判》,《金融与经济》第12期。
- 18.马骏、王红林,2014:《政策利率传导机制的理论模型》,《金融研究》第12期。
- 19.任杰、尚友芳,2013:《我国货币政策中介目标是否应改变为利率——基于扩展的普尔分析的实证研究》,《宏观经济研究》第10期。
- 20.王俊波,2009:《货币政策调整与中小企业融资问题研究》,《经济研究导刊》第8期。
- 21.伍戈,2010:《实际利率与宏观经济:中国的若干典型特征》,《国际经济评论》第6期。
- 22.姚余栋、李宏瑾,2013:《中国货币政策传导信贷渠道的经验研究:总量融资结构的新证据》,《世界经济》第3期。
- 23.姚余栋、陆巍峰,2015:《准入是银行改革的第一要务》,《财经》第7期。
- 24.于泽,2008:《我国M2顺周期性的原因分析——货币供给内生性的视角》,《管理世界》第12期。
- 25.余永定,2014:《解决融资难融资贵不能单靠货币政策》,《上海证券报》8月14日。
- 26.张雪莹、陆红、汪冰,2010:《短期利率与长期利率的关系之谜:基于VAR模型的实证分析》,《金融发展评论》第9期。
- 27.张平,2015:《通缩机制对中国经济的挑战与稳定化政策》,《经济学动态》第4期。
- 28.张晓峒,2009:《应用数量经济学》,机械工业出版社。
- 29.张辉、黄泽华,2011:《我国货币政策利率传导机制的实证研究》,《经济学动态》第3期。
- 30.曾耿明、牛霖琳,2013:《中国实际利率与通胀预期的期限结构——基于无套利宏观金融模型的研究》,《金融研究》第1期。
- 31.Berument, H., and R.T.Froyen.2006.“Monetary Policy and Long Term Interest Rates: Evidence from Weekly Data.” *Journal of Macroeconomics* 28(4):737-751.
- 32.Chen, H., Q.Chen, and S.Gerlach.2011.“The Implementation of Monetary Policy in China: The Interbank Market and Bank Lending.” Hong Kong Institute for Monetary Research Working Paper No.26.
- 33.He, D., and H.Wang.2012.“Dual-track Interest Rates and the Conduct of Monetary Policy in China.” *China Economic Review* 23(4):928-947.
- 34.Mishkin, F.S.2011.“Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis.” NBER Working Papers 16755.
- 35.Newey, W., and K.West.1987.“A Simple Positive Semi-definite Heteroskedasticity and Autocorrelation Consistent Covariance Matrix.” *Econometrica* 55(3):703-708.
- 36.Romer, P.2016.“The Trouble with Macroeconomics.” Working Paper at New York University, September 14.
- 37.Smets, F., and R.Wouters.2007.“Shocks and Frictions in US Business Cycles: A Bayesian DSGE Approach.” *American Economic Review* 97(3):586-606.

Monetary Policy, Interest Rate Transmission and the Financing Cost of Small and Medium Enterprises: An Empirical Analysis Based on Actual Financing Costs

Xiao Zhengyan¹ and Chen Wei²

(1: Center for Applied Statistics, Renmin University of China;

2: School of Economics, Renmin University of China)

Abstract: In recent years, the government has taken a number of measures to deal with small and medium-sized firms' financing problems, in which monetary policy has been the focus of attention. In this paper, the actual financing cost of small and medium-sized enterprises (SME) is measured by the real interest rate of the two types of main financing market of SME, and the OLS regression model is constructed to analyze the effect of monetary policy on the actual financing cost of SME, so as to judge whether monetary policy can solve the SME's financing problems. The results show that the central bank can not significantly reduce the actual financing cost of SME, whether by releasing liquidity or lowering benchmark interest rate. Therefore, solving SME's financing problems should not be the main objective of monetary policy, which fundamentally relies on changing the distortion of financial system. Monetary policy should continue to focus on stabilizing the price level and economic growth.

Keywords: Monetary Policy, Small and Medium-sized Firm Financing, Real Interest Rate

JEL Classification: E52, E58

(责任编辑:陈永清)

(上接第 39 页)

25. La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. W. Vishny. 1998. "Law and Finance." *Journal of Political Economy* 106(6): 1113-1155.

26. Richardson, S. 2006. "Over-investment of Free Cash Flow." *Review of Accounting Studies* 11(2-3): 159-189.

27. Thompson, P., and C. J. Cowton. 2004. "Bringing the Environment into Bank Lending: Implications for Environmental Reporting." *The British Accounting Review* 36(2): 197-218.

Smog and Corporate Financing: Empirical Evidence from Heavily Polluting Listed Industries

Sheng Mingquan, Wang Shun and Zhang Chunqiang

(School of Accountancy, Anhui University of Finance and Economics)

Abstract: Based on the data of heavily polluting listed companies from 2009 to 2014 in China, this paper studied the impact of the smog event at the end of 2011 on the financing capability of heavily polluting companies, and the mechanism of this impact was also discussed. Whether using the Differences-in-differences method or the fixed effect plus Bootstrap, the smog event was indicated to have negative net effect on the financing capacity of heavily polluting companies. The results of group regression showed that the negative effect on the experimental group of non-state-owned companies was more significant, while the impact on the state-owned experimental group was relatively small. Further expansion of the study also found that "haze" after the incident, the behavior of heavily polluting enterprises to obtain excessive investment significantly inhibited, and the reduction of corporate financing capacity caused by "Smog" in the above suppression mechanism has played a part of the role of intermediary effect.

Keywords: Smog, Corporate Financing, Over-investment, Differences-in-differences

JEL Classification: Q53, G32

(责任编辑:孙永平、陈永清)