

# 定向降准的微观效应\*

——风险加速亦或质量回归?

林朝颖 黄志刚

(福州大学经济与管理学院,福建 福州 350108)



**内容提要:**随着我国经济发展由高速增长向高质量发展转变,传统宽松货币政策下“掀起巨浪、普托众船”的总量调控模式已不再适用。定向降准能否挑起重担,在提升经济增长质量的同时守住不发生系统性风险的底线尚未得证。本文以企业微观数据为样本,从促进企业信贷融资,提升企业信贷质量以及规避信贷风险三个层面分析定向降准的微观效应,结果表明定向降准之后农业企业的信贷融资较非农企业有显著增加。为了减少逆向选择与道德风险带来的坏账损失,商业银行会相机地将信贷资源投向高质量、低风险的农业企业,而低质量、高风险农业企业难以获得定向降准的政策红利。进一步研究发现,定向降准之后农业企业的业绩显著改善,这表明定向降准对农业企业质量提升有一定的推动作用。而定向降准的风险承担渠道并没有对农业企业与非农企业产生非对称作用,定向降准对农业企业没有产生风险加速效应。因此定向降准解决了货币政策保增长与控风险两难的理论分歧,信贷质量的回归为经济的高质量发展打下坚实的基础。

**关键词:**定向降准 信贷配给 质量回归 风险承担渠道

**中图分类号:**F832 **文献标志码:**A **文章编号:**1002—5766(2020)05—0018—19

## 一、引言

次贷危机之后,货币政策的操作风格发生改变,面临着流动性陷阱下传统货币政策难以有效发挥作用的难题,美国、欧盟、日本等诸多央行纷纷转变思路采取量化宽松货币政策以提振经济应对危机。量化宽松政策颁布之后褒贬不一,政策支持者认为量化宽松政策通过大规模资产购买计划降低了长期国债的名义利率,平滑了收益曲线(Williamson,2016)<sup>[1]</sup>,改善了银行的流动性状况,降低了违约风险偏好(Eser和Schwaab,2016)<sup>[2]</sup>。倘若没有量化宽松政策的扶持,GDP下滑的程度将更加剧烈(Kapetanios等,2012)<sup>[3]</sup>。然而也有不少学者对量化宽松政策提出质疑。Joyce等(2012)<sup>[4]</sup>认为量化宽松实施以后经济复苏的速度过于缓慢。大量的资产购买计划对债券利率的影响只是暂时的,从长期来看,债券的利率又会回到政策实施前的初始水平(Martin和Milas,

收稿日期:2019-09-27

\* 基金项目:国家自然科学基金项目“基于微观视角的货币政策组合非对称传导效应研究”(71473039);福建省高等学校新世纪优秀人才支持计划项目“定向宽松货币政策精准惠农的作用机理与实际功效研究”;国家自然科学基金项目“信息不对称下信息披露与市场竞争:理论、实证与政策设计”(71673048)。

作者简介:林朝颖,女,管理学博士,副教授,研究领域是货币政策与公司金融,电子邮箱:chaoyinglin@sina.com;黄志刚,男,教授,博士生导师,研究领域是货币政策与宏观调控,电子邮箱:hpopo@163.com。通讯作者:黄志刚。

2012)<sup>[5]</sup>。Yang 和 Zhou(2016)<sup>[6]</sup>认为虽然量化宽松在释放流动性方面是有效的,但鉴于美国股票市场在全球风险溢出网络的系统重要性地位,量化宽松成为美国向世界风险溢出的主要驱动力,是全球系统性风险的根源。Portes(2012)<sup>[7]</sup>甚至认为,量化宽松通过竞争性贬值掀起了对其他国家的货币战争,政策带来的溢出效应给其他国家的宏观调控设下难题。

货币当局究竟该以何方式提振经济避免衰退?不同的理论得出的答案也不尽一致。根据货币政策的信贷传导渠道理论,紧缩的货币政策会提高代理成本,降低企业可抵押资产的价值,抑制银行的贷款意愿,从而减少投资与产出水平(Bernanke 和 Gertler,1995)<sup>[8]</sup>。若经济衰退时期紧缩银根,在金融加速器作用机制下会加速衰退进程,并导致经济进一步恶化(Bernanke 等,1996)<sup>[9]</sup>。因此衰退时期应采取宽松的货币政策提高银行信贷意愿,刺激经济增长。然而自次贷危机爆发以来,货币政策以保增长、稳物价为主的目标体系受到不少学者质疑(张雪兰和何德旭,2012<sup>[10]</sup>;张强等,2013<sup>[11]</sup>),以金融稳定为导向的货币政策风险承担渠道得到了国内外学者的广泛考证。根据风险承担渠道理论,宽松的货币政策在促进经济复苏的过程中会刺激银行放宽信贷门槛、降低信贷质量(Borio 和 Zhu,2008<sup>[12]</sup>;Dell' Ariccia 等,2017<sup>[13]</sup>),无形催生资产泡沫(Jiménez 等,2014)<sup>[14]</sup>,导致风险暴露(王耀青和金洪飞,2014)<sup>[15]</sup>。而且银行的过度风险承担会通过信贷链条传导至企业(Bonfim 和 Soares,2018)<sup>[16]</sup>,尤其是小规模企业以及非国有企业等弱势群体的风险加剧更为显著(林朝颖等,2014)<sup>[17]</sup>。因此衰退时期放松银根极易导致系统性风险,为危机的再次爆发埋下隐患。理论界的唇枪舌剑将货币当局置于进退两难的困境,风险与收益的共生性增加了货币政策的操作难度。为此,中国人民银行转变了政策调控的思路,在经济增长速度放缓的时期创新性地推出了定向降准政策,其目的在于定向激励“三农”、小微等重点与薄弱环节的信贷资源配置,以“微刺激”补短板调结构,为经济的高质量发展铺平道路。然而以扶持高风险弱势群体为特征的定向降准是否会与普通宽松货币政策如出一辙,导致弱势企业的风险加剧尚未得证。

自从定向降准颁布以来,其政策执行效果饱受争议。一方面定向降准释放的流动性有限,不会引起汇率与通货膨胀率的大幅波动,微刺激的方式可避免大量资产价格泡沫的产生(马理等,2015)<sup>[18]</sup>,其政策执行成本也低于常规货币政策,银行信贷分配轨迹的改变缓释了小微企业融资难问题(魏晓云和韩立岩,2018)<sup>[19]</sup>。另一方面众多学者怀疑定向降准能否使目标领域真正受益,由于定向降准释放资金并非直接投入目标领域,该政策能否取得显著成效还取决于银行的配合程度。信贷市场普遍存在信息不对称,银行对弱势群体的事前甄别与事后监督成本高昂,即使其投资净现值大于零,银行仍可能对其采取信贷配给(Stiglitz 和 Weiss,1981<sup>[20]</sup>;Petersen 和 Rajan,1994<sup>[21]</sup>)。在经济萧条时期,银行对高代理成本的企业信贷歧视加剧,弱小企业在信贷收缩过程中经济状况雪上加霜,初始的经济波动通过金融加速器机制被放大,这也在一定程度上导致贷款的质量回归(flight to quality),优质企业方能在信贷收缩中立足于不败之地(Bernanke 等,1996)<sup>[9]</sup>。定向降准政策是在金融危机过后、全球经济增长放缓的背景下推出的,作为理性的经济人,商业银行的管理者是否有趋利避害的动机,意即将信贷资金投向高质量的政策目标企业,而对低质量的政策目标企业继续保持谨慎态度,从而在获取政策红利的同时规避风险尚待考证。

定向降准的政策意图在于支农支小,鉴于小微企业数据较难获取,本文重点研究定向降准对农业企业的作用效果。首先选取沪深两市 A 股上市公司季度数据作为研究对象,以农业上市公司为基准,采用倾向得分匹配的方法选取与之信贷倾向得分最接近的非农企业;其次采用贷款的内源边际模型分别检验定向降准对农业企业以及非农业企业的影响差异,从而剖析定向降准在促进农业信贷融资中的功效;再次从企业盈利与风险承担水平角度进一步研究定向降准对农业企业质量的影响。最后为避免使用大型上市公司数据对政策效果解释的偏离,本文采用全国中小企业股份转

让系统数据进行稳健性检验以验证研究结论的可靠性。本文的贡献在于:第一,货币政策的信贷渠道理论主要从宏观经济指标与银行信贷规模角度考察货币政策在促进“量”上增长的政策效力(Bernanke 和 Gertler, 1995<sup>[8]</sup>;盛朝晖, 2006<sup>[22]</sup>;盛松成和吴培新, 2008<sup>[23]</sup>), Bernanke 等(1996)<sup>[9]</sup>、Gertler 和 Gilchrist(1994)<sup>[24]</sup>等少数文献从质量传导角度论证紧缩货币政策的传导机制,但是鲜有文献在货币政策信贷传导理论的基础上进一步论证宽松货币政策特别是定向宽松货币政策对目标企业的质量传导机制。宏观政策实施的最终落脚点在于实体经济的高质量健康发展,本文从企业盈利质量、信息质量维度剖析定向降准货币政策对不同质量特征的目标企业影响的差异性,考证该政策对实体经济增长的“质量”传导机制,以促进经济“质的提升”。第二,促增长与控风险有史以来就是央行面临的两大难题。本文在关注定向降准对农业信贷融资的增量效应同时,分析定向降准对农业的风险加速效应是否存在,从而在理论上将货币政策风险承担渠道的论证从总量性货币政策层面延伸至结构性货币政策层面,在实践中可避免政策颁布带来风险加速效应影响经济发展质量,为定向降准政策的频繁推出寻找到风险维度的理论依据。

## 二、制度背景、理论分析与假说提出

### 1. 制度背景

美国早在 1863 年建立差别存款准备金制度,存款机构的地理位置不同对应的准备金率也不同。1913 年美国颁布的《联邦储备法》中规定了差别存款准备金率细则,中央储备银行的准备金率最高,城市储备银行的准备金率次之,农村银行的准备金率最低(Feinman, 1993<sup>[25]</sup>;Lown 和 Wood, 2003<sup>[26]</sup>)。到了 1972 年,美联储改革了差别存款准备金率制度,不考虑银行所处的位置,对所有成员银行实行累进法定存款准备金率,净交易存款金额越大的银行实行越高的法定存款准备金率(Farley 和 Simpson, 1979<sup>[27]</sup>;Feinman, 1993<sup>[25]</sup>)。与美国不同的是,欧洲央行于 1998 年根据负债项目的期限不同征收差别存款准备金率,期限越长存款准备金率越低。日本银行则于 1986 年开始按照存款规模征收存款准备金,如今日本的存款准备金率仍为累进存款准备金制度<sup>①</sup>。

中国人民银行从 2003 年 9 月开始陆续按照不同标准实行差别存款准备金率制度,确定差别存款准备金率的标准包括:金融机构的类型、区域、规模、资本充足率水平、贷款类型等。辛树人(2005)<sup>[28]</sup>认为差别存款准备金在抑制信贷膨胀、维护金融稳定中发挥重要作用。詹向阳和郑艳文(2011)<sup>[29]</sup>指出差别存款准备金动态调整机制增加了货币调控的灵活性,改善了宏观调控的效果。Xiaohui 和 Masron(2016)<sup>[30]</sup>发现区域差别存款准备金率有助于提升地震灾区 GDP,对灾区经济复苏起到推动作用。巴曙松和邢毓静(2004)<sup>[31]</sup>则认为差别存款准备金率在一定程度上发挥结构调整功能,但可导致不公平竞争。高鸿(2012)<sup>[32]</sup>认为基于金融机构规模的差别存款准备金率虽将银行分为不同类型,但仍存在“一刀切”问题。

2014 年开始中国人民银行提出了定向降准概念,即以普惠金融为目标,以“三农”、小微等经济短板为特定扶持对象,针对“三农”、小微贷款规模达标的银行以及以“三农”、小微为主要服务对象的农业类、中小型商业银行实施定向降低存款准备金率。定向降准推出之后不少学者开始研究该政策执行效果。马理等(2015)<sup>[33]</sup>认为定向降准的政策效力取决于农业贷款可贷区间的上限大小。彭俞超和方意(2016)<sup>[34]</sup>采用 DSGE 模型分析定向降准政策的有效性,结果表明结构性政策工具能有效促进产业结构升级和经济稳定。王曦等(2017)<sup>[35]</sup>针对汽车金融定向降准政策研究其对汽车制造企业的营业收入与新增投资的影响,结果表明定向降准政策违背了央行的政策初衷。

① 资料来源:日本银行网站 <http://www.boj.or.jp/en/statistics/boj/other/reservereq/junbi.htm/>。

## 2. 理论分析与假说提出

在传导渠道上,以调整存款准备金率为代表的数量型货币政策主要通过银行信贷渠道发挥传导作用(朱博文等,2013)<sup>[36]</sup>。根据信贷渠道理论,存款准备金率的提高将不可避免地限制银行的贷款能力,降低银行的贷款规模,进而削减企业的投资支出。相反,央行降低存款准备金率将向银行注入更多的流动性,激发银行的信贷意愿,从而带动企业投资增长(Bernanke和Blinder,1992)<sup>[37]</sup>。Nguyen和Boateng(2013)<sup>[38]</sup>认为,考虑了银行的避险偏好之后,宽松货币政策对银行的激励效应可能会削弱,特别是高风险与高代理成本的弱势企业。定向降准的服务对象即坏账风险大的弱势群体,其银行贷款传导渠道是否通畅还取决于银行对目标企业的信贷配给状况能否改善。所谓信贷配给是信息不对称情况下逆向选择与道德风险的自然产物。面对信贷市场的超额需求,银行提高利率会驱退低风险的借款者,留下高风险的借款者,影响信贷需求的质量,此即逆向选择问题。提高利率也增加了借款者在获得贷款后选择高风险投资项目的动机,出现道德风险,此即激励效应问题。两种问题都会对银行的预期收益产生不利影响,因此在信息不对称情况下利率成为甄别借款者类型的方法,银行不愿意提高利率填补超额需求,而采取非利率的信贷门槛来驱退超额需求而达到均衡,从而产生了信贷配给现象(Stiglitz和Weiss,1981)<sup>[20]</sup>。由于农业部门受自然气候的影响大,农产品价格波动剧烈、风险高,催生了银行对农业的信贷配给(Feder等,1990)<sup>[39]</sup>。当农业贷款中的信息不对称问题难以得到有效解决时,正规金融机构只能依据资产、收入等显性信息来考察资信,这就造成了农业信贷约束。定向降准通过考核银行支农、支小贷款是否达标对不同银行实施差别存款准备金率,促使银行将央行释放的流动性投向农业领域,因此农业企业获得的贷款规模在定向降准之后会有所增加,因此,本文提出如下研究假说:

假说1:定向降准之后农业企业的信贷融资规模较非农企业有所提升。

货币政策不仅影响着银行信贷的数量,而且影响着它的质量(Dell'Ariccia等,2017)<sup>[13]</sup>。当流动性冲击来临时,信贷成本上升,即使借款企业的违约风险与借贷需求没有改变,银行也会将冲击的影响传递给借款企业(Liberti和Sturgess,2018)<sup>[40]</sup>,大幅削减高风险贷款,高危企业在经济萧条时尤其难以获得贷款,从而促进经济的“质量回归”(Bernanke等,1996)<sup>[9]</sup>。银行的信贷资源配置总体而言更倾向于商业行为而非政府行为(孙亮和柳建华,2011)<sup>[41]</sup>,在定向降准的政府政策引导下,理性的商业银行并不会贸然前进,而是合理评估新增农业信贷而获得央行注入流动性的收益与新增贷款违约产生的风险,并在二者之间进行权衡。因此银行对农业企业的信贷行为仍然是相机的,为避免逆向选择与道德风险削减银行收益,对于那些低质量的农业企业,银行仍然望而却步;而高质量农业企业则成为银行眼中的“香饽饽”。本文从盈利质量与信息质量两个层面剖析企业质量,因为盈利能力低的企业,为偿付利息而冒险的动机就较强,道德风险发生的可能性提高,银行对其信贷配给程度较高;而信息不对称程度越大的企业,代理成本越高(Bernanke等1996)<sup>[9]</sup>,逆向选择的更大,信贷配给的程度也更严峻(Kirschenmann,2016)<sup>[42]</sup>,若银行贷款给这两类农业企业将增加坏账成本。反之,若银行贷款给高盈利质量与高信息质量的农业企业,一方面可获得定向降准政策释放的流动性;另一方面与高质量客户建立关系获取未来商机的同时也避免了银行的过度风险承担。因此,本文提出如下研究假说:

假说2:定向降准之后,银行会相机地将信贷资源投向高质量的农业企业,对低质量的农业企业仍保持谨慎,以获得政策红利的同时控制银行风险。

假说2a:定向降准后盈利能力强的农业企业较非农企业将获得更多的信贷资源,低盈利能力农业企业的信贷比例较非农企业则不会有显著差异。

假说2b:定向降准后信息质量高的农业企业较非农企业获得银行更多的资源配置,信息质量低的农业企业信贷比例较非农企业则不会有显著差异。

自2008年金融危机之后,学者们开始关注货币政策传导的风险承担渠道,宽松的货币政策催生了资产泡沫,激发金融中介提高杠杆,导致银行过度风险承担(Borio和Zhu,2012<sup>[43]</sup>; Dell' Ariccia等,2014<sup>[44]</sup>; Drechsler等,2018<sup>[45]</sup>)。甚至有一些学者认为金融危机通常紧跟着大规模信贷扩张接踵而至,过于宽松的货币政策是引爆金融危机的导火索(Bianchi,2010<sup>[46]</sup>; Taylor,2013<sup>[47]</sup>)。货币政策风险传导的机理可以用收益追逐机制来解释:宽松货币政策下无风险收益率下降,为追求黏性的目标收益率,金融机构只能增加高风险资产的需求,提高风险偏好(Borio和Zhu,2012<sup>[43]</sup>;徐明东和陈学彬,2012<sup>[48]</sup>)。定向降准是针对符合条件的目标银行实施的,银行若将信贷资源投向低风险农业企业,一方面可获得定向降准释放的多余流动性以提高信贷规模增加收益;另一方面可降低企业违约风险带来的坏账损失,因此在“收益追逐”与“风险规避”双重动机促使下,定向降准之后银行会向低风险的农业企业倾斜,而不会产生普通宽松货币政策下的风险传导效应。银行的风险偏好会通过信贷链条传导给企业,在银行的避险情绪抑制下,农业企业的风险承担较之非农业企业也不会过度膨胀。因此,本文提出如下研究假说:

假说3:定向降准后银行信贷资源主要向低风险农业企业倾斜,与非农企业比较,定向降准不会引发农业企业的风险加速效应。

### 三、研究设计

#### 1. 模型设计与变量定义

首先研究定向降准对农业企业与非农业企业信贷融资的影响差异,本文采用双重差分模型来检验研究假说。双重差分模型的优势在于以非农业企业定向降准前后的数据为参照,既考虑了农业企业(处理组)与非农业企业(控制组)的横向差异,也考虑了二者的纵向差异,从而更加科学地评价政策的调控效果。

由于农业企业面临着自然风险与农产品价格波动等市场风险,在信贷市场上难以与非农企业同样受到银行的青睐。为剔除银行对农业企业的信贷歧视因素以及不同企业信贷需求上的异质性,使得农业与非农企业两组数据符合信贷获取程度上的近似随机性,满足双重差分模型的前提“平行假设”,本文在运用双重差分模型之前采用倾向得分匹配方法,选择企业的资产规模(Logasset)、年龄(Age)、盈利能力(Roa)、所有者权益比率(Capitalratio)以及资产流动性(Liquidity)作为匹配变量,预测企业信贷的倾向得分值。接着以每年农业企业数据为基准,采用最邻近匹配法按照1:1的比例逐年滚动匹配,找到每年与农业企业新增信贷倾向得分值最接近的非农企业,而后将农业企业及与之匹配的非农企业数据代入贷款的内源边际模型,具体如下:

$$\begin{aligned} Loan_{it} = & \alpha_0 + \alpha_1 TEA_{t-1} + \alpha_2 TEA_{t-1} \times Agri_i + \alpha_3 MP_{t-1} + \alpha_4 MP_{t-1} \times Agri_i \\ & + \alpha_5 Control_{it-1} + \varepsilon_{it} \end{aligned} \quad (1)$$

模型(1)中Loan表示企业的贷款融资比例。在银行信贷传导渠道的实证检验中,最大的挑战在于将信贷供给与信贷需求相区分。在我国,金融系统仍以银行为主导<sup>①</sup>,民间借贷成本高企<sup>②</sup>,银行是企业外部融资的最重要来源(孙亮和柳建华,2011)<sup>[41]</sup>,多数企业的贷款需求远超过贷款供给,在银行信贷供不应求情况下,企业的账面贷款融资比例反映的实际是银行的信贷供给水平。因此本文选取企业层面的信贷供给水平,较银行层面的信贷供给数据而言更能反映政策对实体经济的效力,也更贴近政策制定的真实意图(Jiminez等,2014)<sup>[49]</sup>。

① 据中国人民银行社会融资规模存量统计,截至2018年8月,银行本外币贷款占社会融资规模存量70.38%。

② 据温州指数网显示,2018年9月温州地区民间借贷综合利率指数均在15%以上运行,比贷款基准利率高10%。

二元变量  $TEA$  表示是否针对农业颁布定向降准政策,当期有颁布取 1,未颁布取 0。本文认为定向降准与差别存款准备金率并没有本质的差别,本文研究的定向降准属于广义的定向降准,既包括央行针对涉农金融机构或者涉农贷款达标的金融机构实施的定向降准,也包括普遍提高存款准备金率的同时保持涉农金融机构存款准备金率不变的情况。由于货币政策通常具有时滞效应,当期颁布的货币政策下期方能生效(Maddaloni 和 Peydró, 2011<sup>[50]</sup>; 马文超和胡思玥, 2012<sup>[51]</sup>; 黄志忠和谢军, 2013<sup>[52]</sup>; Jiménez 等, 2014<sup>[14]</sup>), 因此本文定向降准变量也滞后一期,即上一期实施定向降准时,  $TEA$  取 1。  $Agri$  为二元变量,等于 1 表示农业企业,等于 0 表示非农企业。根据多数文献的做法,本文控制了普通货币政策( $MP$ )对农业企业的影响,分别采用存款准备金率( $Rate$ )与贷款基准利率( $Interest$ )作为普通货币政策的代理变量,同样也滞后一期。

参照 Jiménez 和 Ongena(2012)<sup>[53]</sup> 的模型设计,控制了影响企业信贷需求的微观变量,具体包括:资产规模( $Logasset$ )、年龄( $Age$ )、盈利能力( $Roa$ )、所有者权益比率( $Capitalratio$ )以及资产流动性( $Liquidity$ ),并将上述变量也滞后一期,以避免内生性问题。在控制企业固定效应的情况下,  $Agri$  变量不存在组内差异,因此该系数被模型自动删除。此外,模型还控制了行业、年份以及季度固定效应。

系数  $\alpha_1$  表示非农企业在定向降准前后获得银行信贷供给的差异,系数  $\alpha_1 + \alpha_3$  表示农业企业在定向降准前后银行信贷供给的差异,系数  $\alpha_3$  表示剔除了信贷融资的自然增长之后,定向降准对农业企业信贷投放的真实效果。如果  $\alpha_3$  显著且大于 0 表示定向降准后农业企业较非农企业获得了更多的信贷资源。

其次,从盈利质量与信息质量两个层面考察定向降准的政策效应,以检验定向降准实施能否促进信贷质量的提升,选取这两个角度的原因在于:信贷配给的根源在于信息不对称,信息不对称导致的问题主要体现在逆向选择与道德风险。高盈利能力的企业为了还本付息而冒险的动机较弱,道德风险发生的可能性较低;而信息不对称程度较弱的企业代理成本较低,银行监控成本不高,发生逆向选择与道德风险的概率较小。因此本文根据 Goddard 等(2009)<sup>[54]</sup>,采用  $Roa$  评价企业盈利能力,将总样本根据  $Roa$  进行分组,  $Roa$  大于或等于行业  $Roa$  均值的归为高盈利能力组,  $Roa$  小于行业  $Roa$  均值的归为低盈利能力组,将两组数据分别代入模型(1),若高盈利能力组  $\alpha_3$  显著且大于 0,而低盈利能力组  $\alpha_3$  不显著,则表明定向降准主要在盈利能力强的农业企业中产生作用。将总样本根据信息不对称程度分组,参考 Llorente 等(2002)<sup>[55]</sup>,将“被分析师关注度”作为信息不对称的代理变量,当该公司存在分析师或团队对其进行过跟踪分析时,归入信息不对称程度较弱组,否则纳入信息不对称程度较强组。将两组数据分别代入模型(1),若信息不对称程度较弱组的回归系数  $\alpha_3$  显著且大于 0,而信息不对称程度较强组的回归系数  $\alpha_3$  不显著,则表明定向降准后信贷资源主要向信息质量较强的农业企业倾斜。

再次,检验定向降准后银行对农业企业的风险偏好是否提升,本文采用两种方法对企业风险进行分组。第一种方法采用 Z-score 将企业分为两组,根据 Altman(1968)<sup>[56]</sup>,  $Z < 1.81$  的企业濒临破产的概率较大,因此将其归入高风险组,而  $Z > 2.675$  的企业破产可能性较低,将其归为低风险组。第二种方法是在 Zhang(2006)<sup>[57]</sup>、Giroud 和 Mueller(2010)<sup>[58]</sup> 的基础上,采用过去五年(20 个季度)的现金流量波动率度量企业风险承担,将现金流量波动率大于行业均值的定义为高风险组,反之则为低风险组。高风险组与低风险组数据分别代入模型(1),以检验定向降准的风险承担渠道是否存在。本文预计定向降准之后银行仍没有放松对农业企业的风险审查与监督,在低风险企业中银行对农业企业的信贷倾斜较明显,即  $\alpha_3$  显著大于 0;而在高风险的企业中,银行对农业企业的信贷扶持动机仍然不足,信贷增量效应不明显,即  $\alpha_3$  不显著。上述模型涉及主要变量定义如表 1 所示。

表 1 主要变量定义

变量名	变量含义	计算方法
<i>Loan</i>	贷款融资比例	(短期借款 + 长期借款)/总资产
<i>TEA</i>	定向降准	当期有针对性农业实施定向降准取 1, 否则取 0
<i>Agri</i>	农业企业	是农业企业取 1, 否则取 0
<i>Rate</i>	存款准备金率	大型金融机构存款准备金率 (%)
<i>Interest</i>	利率	一年期贷款基准利率
<i>Gdp</i>	GDP 增长率	剔除季节波动的不变价 GDP 环比增长率
<i>Logasset</i>	资产规模	$\log(\text{期末总资产})$
<i>Age</i>	企业年龄	$\log(1 + \text{企业成立年限})$
<i>Roa</i>	盈利能力	净利润/总资产
<i>Capitalratio</i>	所有者权益比率	所有者权益/总资产
<i>Liquidity</i>	资产流动性	流动资产/总资产

资料来源: 本文整理

## 2. 样本选取与数据来源

本文选取 2003 年第一季度至 2018 年第一季度沪深两市 A 股上市公司季度数据, 剔除金融企业、ST 公司以及缺失值之后, 以农业企业为基准通过倾向得分匹配方法筛选出 19435 个观测值。微观数据取自国泰安数据库, 宏观数据源于 Wind 数据库。为消除极端异常值对本文结果的影响, 将企业财务数据进行上下 1% 的 Winsor 处理。

## 3. 描述性统计

为了比较农业企业与非农企业的差异, 本文将样本分为农业企业与非农企业两组进行主要变量的描述性统计, 结果列示于表 2 与表 3。通过比较发现, 样本中农业企业的资产规模 (*Logasset*)、企业年龄 (*Age*)、盈利能力 (*Roa*) 以及资产流动性 (*Liquidity*) 均逊色于非农企业, 但是农业企业获得银行贷款的比例 (*Loan*) 却高于非农企业。这能否归功于定向降准的推动作用, 还需通过模型数据进一步予以验证。

表 2 农业企业主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>Loan</i>	0.2029	0.1382	0.0000	0.5726	0.2026
<i>TEA</i>	0.1956	0.3968	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Agri</i>	1.0000	0.0000	1.0000	1.0000	1.0000
<i>Rate</i>	16.4830	4.2999	6.0000	21.5000	17.0000
<i>Interest</i>	5.5257	0.8686	4.3500	7.4700	5.5800
<i>Gdp</i>	0.0238	0.0225	-0.0141	0.1444	0.0189
<i>Logasset</i>	21.4089	0.9019	19.4541	24.5012	21.3382
<i>Age</i>	2.5505	0.3736	1.0986	3.2581	2.6391
<i>Roa</i>	0.0061	0.0205	-0.0525	0.0677	0.0045
<i>Capitalratio</i>	0.5960	0.1746	0.0910	0.9461	0.5989
<i>Liquidity</i>	0.5500	0.1735	0.0972	0.9406	0.5582

资料来源: 本文整理

表 3 非农企业主要变量描述性统计

变量	均值	标准差	最小值	最大值	中位数
<i>Loan</i>	0.1722	0.1445	0.0000	0.5726	0.1504
<i>TEA</i>	0.1959	0.3969	0.0000	1.0000	0.0000
<i>Agri</i>	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
<i>Rate</i>	15.9649	4.6247	6.0000	21.5000	17.0000
<i>Interest</i>	5.5691	0.8543	4.3500	7.4700	5.5800
<i>Gdp</i>	0.0240	0.0221	-0.0141	0.1444	0.0190
<i>Logasset</i>	21.6461	1.0781	19.3906	24.5012	21.5545
<i>Age</i>	2.6855	0.4029	0.6931	3.5264	2.7726
<i>Roa</i>	0.0097	0.0166	-0.0525	0.0677	0.0081
<i>Capitalratio</i>	0.5489	0.2010	0.0910	0.9461	0.5499
<i>Liquidity</i>	0.5545	0.2006	0.0906	0.9500	0.5644

资料来源: 本文整理

## 四、实证结果分析

### 1. 定向降准对信贷融资规模的增量效应检验

首先计算企业的信贷倾向得分,以资产规模、年龄、盈利能力、所有者权益比率以及资产流动性作为匹配变量计算信贷倾向得分,将农业企业作为处理组,按照 1:1 的比例进行倾向得分匹配,选取与农业企业信贷倾向得分最接近的非农企业作为控制组,在满足平行假设检验后将数据代入模型(1)。我国的货币政策主要有两大类:一类是以调控利率、存款准备金率为代表的总量性货币政策;另一类是以定向降准为代表的定向调控型货币政策。为避免总量性货币政策对定向调控性货币政策的影响,模型首先以存款准备金率(*Rate*)为控制变量,实证结果如表 4 列(1)与列(2)所示。定向降准与农业企业交乘项  $TEA \times Agri$  的系数在 5% 显著性水平下均显著大于 0,说明与非农企业相比较,定向降准的颁布有助于提升农业企业的信贷规模,因此假说 1 成立,即定向降准后农业企业的信贷融资水平较非农企业而言显著上升。定向降准(*TEA*)的系数为正但不显著,说明对于非农企业信贷,定向降准的颁布没有显著影响。由此推断:定向降准之后银行并未将信贷资源从非农企业转移投放至农业企业,农业企业信贷水平的增加源于定向降准释放的增量资金,而不是信贷资源由非农企业向农业企业的转移替代所致。

为了避免总量性货币政策对农业企业的影响,本文控制了总量性货币政策与农业企业的交乘项,结果如表 4 列(3)与列(4)所示。实证检验结果仍然表明,定向降准对农业企业信贷融资的效果仍然显著。列(3)中 *Rate* 与 *Agri* 显著为正,说明存款准备金率越低,农业企业获得的信贷投放资金反而越小,这与以往的研究结论基本保持一致,总量性货币政策对农业的信贷传导难以像其他行业一样奏效,通过普通的宽松货币政策难以使农业真正受益(Ganley 和 Salmon, 1997<sup>[59]</sup>; Dedola 和 Lippi, 2005<sup>[60]</sup>; Peersman 和 Smets, 2005<sup>[61]</sup>)。由于定向降准与存款准备金率都属于数量型货币政策,二者传导机理类似,而且 *Interest* 以及  $Interest \times Agri$  的系数在实证结果中均不显著,因此本文仅选取 *Rate* 以及  $Rate \times Agri$  作为总量性货币政策的控制变量。



表 4 定向降准对农业企业信贷投放的增量效应检验

变量	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>TEA × Agri</i>	0.0103 ** (2.3546)	0.0103 ** (2.3551)	0.0101 ** (2.2951)	0.0093 ** (2.2089)
<i>TEA</i>	0.0004 (0.3827)	0.0002 (0.2169)	0.0004 (0.4044)	0.0003 (0.2970)
<i>Rate</i>	-0.0004 (-0.7174)		-0.0006 (-1.0142)	
<i>Interest</i>		-0.0011 (-0.5998)		-0.0007 (-0.3572)
<i>Rate × Agri</i>			0.0023 ** (2.1059)	
<i>Interest × Agri</i>				-0.0050 (-1.0384)
<i>Capitalratio</i>	-0.4143 *** (-19.1220)	-0.4144 *** (-19.1231)	-0.4143 *** (-19.1859)	-0.4138 *** (-19.0832)
<i>Age</i>	0.0462 * (1.9188)	0.0462 * (1.9185)	0.0429 * (1.7840)	0.0455 * (1.8889)
<i>Logasset</i>	0.0277 *** (4.5242)	0.0277 *** (4.5237)	0.0282 *** (4.5909)	0.0278 *** (4.5455)
<i>Roa</i>	-0.3501 *** (-4.8647)	-0.3498 *** (-4.8575)	-0.3514 *** (-4.8875)	-0.3502 *** (-4.8594)
<i>Liquidity</i>	-0.0702 *** (-3.2059)	-0.0702 *** (-3.2079)	-0.0693 *** (-3.1682)	-0.0704 *** (-3.2181)
<i>Gdp</i>	-0.0104 (-0.5603)	-0.0098 (-0.5267)	-0.0101 (-0.5407)	-0.0097 (-0.5237)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
<i>_cons</i>	-0.1500 (-1.1044)	-0.1464 (-1.0731)	-0.1545 (-1.1394)	-0.1483 (-1.0869)
<i>N</i>	19435	19435	19435	19435
调整 $R^2$	0.424	0.424	0.425	0.424

注:括号内为  $t$  值; \*、\*\*、\*\*\* 分别代表  $p$  值  $< 0.1, 0.05, 0.01$ 

资料来源:本文整理

## 2. 定向降准的质量回归效果检验

为了分析定向降准对不同质量企业的影响差异,首先根据盈利质量分组,将 *Roa* 大于等于行业 *Roa* 均值的归为高盈利能力组,反之为低盈利能力组,将两组数据分别代入模型(1),结果如表 5 列(1)与列(2)所示。在列(1)中, *TEA* 与 *Agri* 的交乘项系数显著大于 0,说明在高盈利能力的企业中,定向降准对农业信贷发挥了正面引导作用。与表 4 比较,该交乘项系数明显增大,说明银行会相机地将信贷资源投向高质量的农业企业,高盈利能力的农业企业在定向降准后获得高于均值的信贷资源。*TEA* 的系数为正,但不论是显著性还是系数大小均较前者偏弱许多,说明有部分定向降准释放的资金渗漏至高盈利能力的非农业企业,但是规模不是很大,效果不是很明显。在列(2)中,不论是定向降准,还是定向降准与农业企业交乘项系数均不显著,说明定向降准不会对低盈利能力农业企业的信贷供给产生作用。上述结果验证了假说 2a。

接着按照信息质量对企业加以分组,本文以信息不对称程度来评价企业的信息质量,根据 Llorente 等(2002)<sup>[55]</sup>将“被分析师关注度”作为信息不对称的代理变量,信息不对称程度较低组指的是存在分析师或团队对其进行过跟踪分析的公司,其信息质量较高;而信息不对称程度较高组指的是不存在分析师或团队对其进行过跟踪分析的公司,其信息质量较低。两组数据分别代入模型(1),结果如表 5 列(3)与列(4)所示。实证结果表明定向降准后,信息质量较低的非农企业受定向降准影响不大,而信息质量较高的农业企业较非农企业信贷水平有显著提升。与表 4 的交乘项系数相比较,定向降准后高信息质量的农业企业较普通农业企业获得了更多的信贷资源。相反,在低信息质量组内,不论是农业企业还是非农企业的信贷水平受定向降准的影响都不大。由此说明定向降准后银行更青睐信息质量高的农业企业,而信息质量低的农业企业没有获得定向降准政策红利,由此假说 2b 成立。

表 5 定向降准的质量回归效果检验

变量	(1)高盈利能力	(2)低盈利能力	(3)高信息质量	(4)低信息质量
<i>TEA</i> × <i>Agri</i>	0.0168 *** (2.7029)	0.0018 (0.2368)	0.0142 ** (2.3522)	0.0013 (0.1847)
<i>TEA</i>	0.0038 * (1.8977)	-0.0005 (-0.2583)	0.0002 (0.1660)	0.0004 (0.2088)
<i>Capitalratio</i>	-0.3849 *** (-17.1755)	-0.4301 *** (-17.7447)	-0.4152 *** (-17.5726)	-0.3902 *** (-12.4833)
<i>Age</i>	0.0346 (1.5248)	0.0648 * (1.9146)	0.0420 * (1.6774)	0.0931 ** (2.3067)
<i>Logasset</i>	0.0246 *** (4.0122)	0.0273 *** (3.7555)	0.0198 *** (3.1688)	0.0445 *** (5.1203)
<i>Roa</i>	-0.3229 *** (-3.3467)	-0.2476 *** (-3.6037)	-0.4630 *** (-5.5029)	-0.1989 ** (-2.1595)
<i>Liquidity</i>	-0.0827 *** (-3.8621)	-0.0621 ** (-2.4077)	-0.0785 *** (-3.2558)	-0.0521 * (-1.7613)
<i>Rate</i>	-0.0004 (-0.3139)	0.0001 (0.0810)	-0.0005 (-0.7264)	-0.0007 (-0.6513)

续表 5

变量	(1)高盈利能力	(2)低盈利能力	(3)高信息质量	(4)低信息质量
<i>Rate</i> × <i>Agri</i>	0.0014 (1.1111)	0.0024* (1.9289)	0.0009 (0.6722)	0.0017 (1.0836)
<i>Gdp</i>	-0.0492 (-1.4795)	0.0100 (0.3325)	-0.0240 (-1.0712)	0.0074 (0.2139)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.0964 (-0.7206)	-0.1602 (-0.9728)	0.0065 (0.0522)	-0.6100*** (-2.8182)
<i>N</i>	8986	10449	12538	6897
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.395	0.432	0.400	0.438

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 *p* 值 < 0.1、0.05、0.01

资料来源:本文整理

### 3. 定向降准的风险传导效应检验

为检验定向降准是否影响银行在不同风险企业之间的信贷资源配置,本文首先根据 Altman (1968)<sup>[56]</sup> 的 *Z*-score 将企业分组,  $Z < 1.81$  的为高风险组,  $Z > 2.675$  为低风险组,结果如表 6 列(1)与列(2)所示。实证结果表明,定向降准后高风险的农业企业没有获得信贷倾斜的优惠,而低风险的农业企业受到银行信贷的青睐,定向降准后信贷融资比例较非农企业有显著提升,这表明定向降准之后银行仍较为谨慎,在央行定向释放流动性的情况下并没有显著提升风险偏好。其次参考 Zhang(2006)<sup>[57]</sup>、Giroud 和 Mueller(2010)<sup>[58]</sup>,采用过去五年(20 个季度)的经营活动现金流量波动率作为企业风险承担水平的代理变量,将现金流量波动率大于行业均值的纳入高风险组,反之归为低风险组,分别代入模型(1),实证检验结果如表 6 列(3)与列(4)所示。在高风险组内,  $TEA \times Agri$  系数不显著,在低风险组内该系数依旧显著,这表明定向降准之后银行风险偏好并没有显著提升,对高风险农业企业贷款依然不敢轻易介入,而将政策释放资金投入风险较低的农业企业,在获得政策优惠的同时防范信贷风险。由此假说 3 成立,即定向降准后银行信贷资源主要向低风险农业企业倾斜,风险承担渠道理论对于定向降准政策并不成立。

表 6 定向降准的风险传导效应检验

变量	(1)高风险	(2)低风险	(3)高风险	(4)低风险
<i>TEA</i> × <i>Agri</i>	-0.0094 (-0.7152)	0.0146*** (2.8808)	-0.0002 (-0.0158)	0.0154*** (2.7923)
<i>TEA</i>	-0.0003 (-0.0979)	-0.0019 (-1.4124)	0.0012 (0.5972)	-0.0018 (-1.2826)
<i>Capitalratio</i>	-0.2389*** (-4.4583)	-0.3911*** (-21.4030)	-0.3265*** (-7.2296)	-0.3831*** (-18.4692)

续表 6

变量	(1)高风险	(2)低风险	(3)高风险	(4)低风险
<i>Age</i>	0.0183 (0.2405)	0.0229 (1.1523)	-0.0119 (-0.1932)	0.0344* (1.7032)
<i>Logasset</i>	0.0365*** (3.1582)	0.0185*** (3.4042)	0.0364*** (3.9295)	0.0194*** (3.1507)
<i>Roa</i>	-0.2836** (-1.9729)	-0.3182*** (-4.5661)	-0.3161*** (-2.9860)	-0.2224*** (-3.1550)
<i>Liquidity</i>	-0.0546 (-1.1154)	-0.0605*** (-3.6410)	-0.0891** (-2.2543)	-0.0626*** (-2.8115)
<i>Rate</i>	0.0004 (0.2085)	-0.0001 (-0.1974)	0.0016 (1.3562)	-0.0016** (-2.2210)
<i>Rate × Agri</i>	0.0054 (1.5274)	0.0005 (0.4273)	-0.0075** (-2.0266)	0.0029 (1.0401)
<i>Gdp</i>	0.0351 (0.5999)	0.0090 (0.3651)	-0.0548 (-1.6045)	0.0431 (1.5867)
年份固定效应	控制	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制	控制
_cons	-0.3411 (-1.1293)	0.0398 (0.3251)	-0.3190 (-1.3536)	-0.0173 (-0.1284)
<i>N</i>	4066	12180	5252	9833
调整 <i>R</i> <sup>2</sup>	0.147	0.400	0.282	0.380

注:括号内为 *t* 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 *p* 值 < 0.1、0.05、0.01

资料来源:本文整理

#### 4. 定向降准对企业业绩与风险传导的进一步检验

定向降准的政策效应除了可以在企业贷款质量层面予以验证,还可进一步从公司业绩与风险承担层面证明定向降准对企业质量的影响。本文选择托宾 *Q* 衡量公司业绩,该指标的优势在于克服了公司利润易于受管理者操纵且受税率波动影响的缺陷,从而在一定程度上剔除了公司盈余管理与财政政策对业绩的干扰(Agrawal 和 Knoeber, 1996<sup>[62]</sup>; Himmelberg 等, 1999<sup>[63]</sup>)。在 Baños-Caballero 等(2014)<sup>[64]</sup>模型的基础上,本文控制了净营业周期(*NTC*)、企业规模(*Logasset*)、无形资产占总资产比例(*Growthopp*)、盈利能力(*Roa*)、存款准备金率(*Rate*)、GDP 增长率(*Gdp*)以及年份、季度、行业与企业固定效应,回归结果见表 7 列(1)。定向降准之后,农业企业相对非农企业而言业绩有了显著提升,说明政策释放至农业的资金得到有效合理的利用,定向降准对农业企业质量提升有一定的推动作用。

此外,为了进一步从企业实际风险承担维度研究定向降准是否具有风险加速效应,本文以Ljungqvist等(2017)<sup>[65]</sup>的模型为基础,构建了定向降准对企业的风险传导模型,以Altman(1968)<sup>[56]</sup>的Z积分(Z)与Giroud和Mueller(2010)<sup>[58]</sup>的过去五年经营活动现金流量波动率(SDOCF)衡量企业的风险承担水平,控制了企业年龄(*Age*)、市净率(*MB*)、企业规模(*Logasset*)、营业收入增长率(*Growth*)、财务杠杆(*Leverage*),回归结果如表7列(2)与列(3)所示。*TEA*与*Agri*的交乘项系数均不显著,说明定向降准政策颁布后,农业企业的风险承担水平没有显著提升,定向降准对农业企业的风险加速效应并不明显,其风险承担渠道并不存在。

表7 业绩与风险角度的进一步检验

变量	(1)	(2)	(3)
	Q	Z	SDOCF
<i>TEA</i>	-0.1500 *** (-10.8874)	-0.2862 *** (-4.2593)	-0.0140 (-1.3119)
<i>TEA</i> × <i>Agri</i>	0.1537 *** (2.7566)	-0.1351 (-0.5865)	-0.0083 (-0.1384)
<i>NTC</i>	-0.0001 ** (-2.4084)		
<i>Logasset</i>	-0.9310 *** (-13.9066)	-1.9914 *** (-6.2710)	1.8487 *** (6.4965)
<i>Growthopp</i>	0.8615 (1.2161)		
<i>Roa</i>	12.1021 *** (11.5729)		
<i>Rate</i>	-0.0476 *** (-5.4541)	-0.0233 (-0.4819)	0.0112 (1.3830)
<i>Rate</i> × <i>Agri</i>	0.0212 (1.4776)	0.1349 (0.9823)	0.0079 (0.1675)
<i>Gdp</i>	1.4628 *** (5.3652)	2.0408 (1.4000)	0.2457 (1.0430)
<i>Age</i>		-3.1715 * (-1.8746)	-2.4088 *** (-2.6134)
<i>MB</i>		0.0060 *** (3.8199)	0.0032 ** (2.3141)
<i>Growth</i>		0.0012 (0.0147)	-0.0002 (-0.0045)
<i>Leverage</i>		-11.0627 *** (-7.2972)	-0.1048 (-0.1156)

续表 7

变量	(1)	(2)	(3)
	Q	Z	SDOCF
年份固定效应	控制	控制	控制
季度固定效应	控制	控制	控制
行业固定效应	控制	控制	控制
企业固定效应	控制	控制	控制
_cons	21.3397 *** (15.2190)	54.0879 *** (7.9983)	-32.8741 *** (-5.7319)
N	18217	18033	14043
调整 R <sup>2</sup>	0.360	0.104	0.354

注:括号内为 t 值; \*、\*\*、\*\*\* 分别代表 p 值 < 0.1、0.05、0.01

资料来源:本文整理

### 5. 稳健性测试

(1) 定向降准质量回归效应的稳健性检验。为避免非经常损益对盈利质量的影响,本文采用总资产利润率(经营利润除以总资产)度量企业盈利能力,将总资产利润率大于等于同期行业均值的列为高盈利能力企业,反之为低盈利能力企业。将两组企业数据分别代入模型(1),考察定向降准质量回归结论的稳健性,结果表明在高盈利能力企业中,农业企业相对非农企业获得了更多的信贷资源,这说明银行在定向降准后对高盈利能力的农业信贷倾斜较明显,而对于低盈利能力农业企业,定向降准没有明显的政策引导作用。这再次印证了前文的定向降准质量回归结论。

(2) 定向降准风险加速效应的稳健性检验。为了论证定向降准不存在风险加速效应结论的稳健性,本文在 Bernile 等(2017)<sup>[66]</sup>基础上,采用股票收益季度波动率作为企业当季风险承担水平的代理变量,将股票收益季度波动率大于等于同期行业均值的列为高风险企业,反之列入低风险企业,结果表明,在高风险企业中定向降准对农业信贷的倾斜不显著,而对于低风险企业,定向降准之后农业企业的信贷较非农企业信贷融资水平有显著提升,这进一步表明定向降准后银行偏好低风险的农业企业,定向降准对农业企业不存在风险加速效应。

(3) 样本外数据的稳健性检验。为了避免选择 A 股上市公司作为研究样本的片面性,本文选取全国中小企业股份转让系统年度数据,代入贷款的内源边际模型,检验定向降准的政策效应。由于针对小微企业的定向降准与针对农业企业的定向降准在时间颁布时点上具有交叉性,为与前文相呼应,剔除小微企业数据,单纯研究定向降准对农业企业贷款的影响。小微企业的判定标准依据国家统计局颁布的《统计上大中小微型企业划分办法(2017)》,采用逐年滚动的办法判别是否为小微企业。实证检验结果依然表明,定向降准之后农业企业的贷款融资比例较非农企业有显著提升,说明定向降准有助于缓解其农业贷款规模配给。非农企业贷款融资比例在定向降准之后没有显著变化,这再次验证定向降准不具有不同类型贷款的转移替代效应,但是对农业贷款具有增量投放效应。定向降准之后银行会相机地将信贷资源投向高盈利能力的农业企业,对低盈利能力的农业企业仍保持谨慎,即定向降准存在质量回归效应。在高风险企业中,银行并没有将农业企业作为信贷扶持的重点,农业企业较非农企业在定向降准之后并没有显著的贷款优势;而对于低风险农业企

业,银行会将信贷资源向该类型农业企业适当倾斜,此结果与前文定向降准不存在风险加速的观点相吻合。

## 五、研究结论、启示与展望

### 1. 研究结论

党的十九大报告强调,我国经济已由高速增长向高质量发展阶段转变,传统宽松货币政策的“大水漫灌”模式已不再适用。在转变发展方式、优化经济结构的攻关期,货币政策的调控模式由总量调控模式转向定向、精准的调控模式。定向降准作为定向调控货币政策的显著代表,在质量传导与风险控制方面的功效尚未得证。本文将沪深两市 A 股上市公司数据与全国中小企业股份转让系统数据作为研究样本,从企业信贷层面论证定向降准是否存在质量回归与风险加速效应,实证结果表明,定向降准后农业企业信贷融资比例较非农企业有所提升,主要归因于定向降准释放流动性对农业信贷融资产生了增量效应。为了获取定向降准政策红利的同时规避农业贷款无法回收的坏账风险,商业银行会相机地将信贷资源投向高质量、低风险的农业企业,而对于低质量、高风险的农业企业的信贷资源配置在定向降准前后没有显著差异。此外,本文还进一步从企业业绩与风险承担水平证明定向降准对实体经济的传导作用,结果表明,定向降准之后农业企业的业绩有显著上升,政策释放的资金得到有效合理的利用,定向降准对农业企业质量提升有一定的推动作用。而定向降准对农业企业的风险承担渠道并不存在,在银行的避险情绪影响下,定向降准不会加速农业企业的风险承担。由此,定向降准巧妙解决了货币政策促增长与控风险的两难困境,信贷质量的回归为经济的高质量发展打下坚实的基础。

### 2. 启示与建议

(1)加强财政与货币政策之间的配合,促进协同发力。定向降准对产业结构调整发挥了一定的调控功效,定向降准之后银行相机地将信贷资源向低风险的农业企业倾斜,这一方面降低了银行的信贷风险,缓解了系统性风险爆发的担忧;但另一方面对于高风险的农业企业比如高科技创新型农业企业,其在发展初期研发成本往往难以快速回收,盈利性通常不高,技术创新的不确定性也增加了获得银行贷款的难度,因此需要配套财政政策扶持其健康发展。现如今财政与货币两大政策由财政部与中国人民银行分别制定,为避免财政政策与货币政策各自为政,须明确两大政策各自的政策边界与协同的领域,加强财政与金融部门的信息共享,在定向降准难以惠及的领域实施定向减税等结构性财政政策予以补充,从而实现财政政策与货币政策协同发力,共同谱写经济繁荣大篇章。

(2)采用区块链技术构建征信数据平台,降低信息搜集成本。定向降准难以改变银行的信贷偏好,信息质量较低即信息不对称程度较高的企业仍然难以获得银行青睐,这大大缩小了定向降准的政策效应。如何消除银行的顾虑使定向降准的政策效应落实到“最后一公里”?部分地方政府为了缓解银行的信贷歧视,专门设立了贷款风险补偿专项基金用于补助涉农、小微贷款损失,而这种“救火式”的事后补贴难免造成银行的道德风险与政府的财政负担。因此须从定向降准难以有效贯彻落实到位的根源即信息不对称角度剖析原因,在大量农户、小微企业征信数据不足甚至零征信的情况下,支农、支小贷款成为“烫手山芋”。由于不同商业部门征信数据独立储存,征信数据的搜集需要大量的成本,建议采用区块链技术构建征信数据平台,利用分布式账本“去中心化”与“不可篡改”的特性减少信贷双方的信息不对称,区块链加密技术在避免原始商业数据泄露的同时也增加了征信主体共享信息的意愿,降低了信息重复搜集的成本。

(3)定向降准的优势在于定向精准灌溉,不宜长期实施。虽然定向降准可以巧妙解决促增长与控风险的两难问题,但是作为定向调控类的政策,其优势在于定向精准灌溉,不宜长期实施,否则

会向“大水漫灌”转变,难以实现预期效果。从长远来看,经济质量的提升还是要依靠市场这一“看不见的手”发挥作用,因此需将宏观调控的着力点置于催生薄弱经济体内生机制的发育。在结构调整的初期通过定向降准之类的“看得见的手”在“三农”、小微等薄弱环节发挥积极的示范效应,通过政策磁力场打造财政、金融和社会多元投入的引擎系统,通过“四两拨千斤”带动市场中无数“看不见的手”共同推动经济质量提升,实现经济的可持续长远发展。

### 3. 研究展望

本研究只是货币政策在质量提升方面功效研究的开始,定向降准的微观传导路径很多,诸多学者发现总量性货币政策存在信号传递机制(Bernanke和Kuttner,2005<sup>[67]</sup>;吕明晗等,2019<sup>[68]</sup>),定向降准也可以通过信号传递改变农业企业高管的预期实现政策调控效应。而且除了定向降准之外,还有抵押补充贷款、定向降低再贷款利率、中期借贷便利等结构性货币政策,这些政策释放的资金是促进了经济质量的提升还是增加了银行的风险负担尚待研究。此外,定向减税、定向补贴等结构性财政政策对经济结构调整也有一定的推动作用。与结构性货币政策相比,结构性财政政策在理论传导路径上更为直接,二者实际功效孰优孰劣尚不得知。在提升经济质量的过程中,如何划分结构性货币政策与结构性财政政策的边界,使得两大政策精准定位至恰当领域,提高政策调控的效率,这些问题的后续研究对于推动经济高质量发展、提升我国综合竞争力都具有重要的意义。

### 参考文献

- [1] Williamson, S. D. Scarce Collateral, the Term Premium, and Quantitative Easing[J]. *Journal of Economic Theory*, 2016, 164, (7): 136 - 165.
- [2] Eser, F., and B. Schwaab. Evaluating the Impact of Unconventional Monetary Policy Measures: Empirical Evidence from the ECB's Securities Markets Programme[J]. *Journal of Financial Economics*, 2016, 119, (1): 147 - 167.
- [3] Kapetanios, G., H. Mumtaz, and I. Stevens. Assessing the Economy-Wide Effects of Quantitative Easing[J]. *The Economic Journal*, 2012, 122, (564): 316 - 347.
- [4] Joyce, M., D. Miles, and A. Scott. Quantitative Easing and Unconventional Monetary Policy——An Introduction[J]. *The Economic Journal*, 2012, 122, (7): 271 - 288.
- [5] Martin, C., and C. Milas. Quantitative Easing: A Sceptical Survey [J]. *Oxford Review of Economic Policy*, 2012, 28, (4): 750 - 764.
- [6] Yang, Z., and Y. Zhou. Quantitative Easing and Volatility Spillovers across Countries and Asset Classes[J]. *Management Science*, 2016, 63, (2): 333 - 354.
- [7] Portes, R. Monetary Policies and Exchange Rates at the Zero Lower Bound[J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, 2012, 44, (1): 157 - 163.
- [8] Bernanke, B. S., and M. Gertler. Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission [J]. *Journal of Economic Perspectives*, 1995, 9, (4): 27 - 48.
- [9] Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist. The Financial Accelerator and the Flight to Quality [J]. *The Review of Economics and Statistics*, 1996, 78, (1): 1 - 15.
- [10] 张雪兰,何德旭. 货币政策立场与银行风险承担——基于中国银行业的实证研究(2000—2010) [J]. *北京: 经济研究*, 2012, (5): 31 - 44.
- [11] 张强,乔煜峰,张宝. 中国货币政策的银行风险承担渠道存在吗? [J]. *北京: 金融研究*, 2013, (8): 84 - 97.
- [12] Borio, C., and H. Zhu. Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism? [R]. *BIS Working Paper*, 2008.
- [13] Dell' Ariccia, G., L. Laeven, and G. A. Suarez. Bank Leverage and Monetary Policy's Risk-Taking Channel: Evidence from the United States[J]. *The Journal of Finance*, 2017, 72, (2): 613 - 654.
- [14] Jiménez, G., S. Ongena, and J. L. Peydró. Hazardous Times for Monetary Policy: What Do Twenty-Three Million Bank Loans Say about the Effects of Monetary Policy on Credit Risk-Taking? [J]. *Econometrica*, 2014, 82, (2): 463 - 505.



- [15]王耀青,金洪飞.利率市场化、价格竞争与银行风险承担[J].北京:经济管理,2014,(5):93-103.
- [16]Bonfim,D.,and C. Soares. The Risk-Taking Channel of Monetary Policy:Exploring all Avenues[J]. Journal of Money, Credit and Banking,2018,50,(7):1507-1541.
- [17]林朝颖,黄志刚,杨广青.基于微观视角的货币政策风险传导效应研究[J].北京:国际金融研究,2014,(9):25-33.
- [18]马理,刘艺,何梦泽.定向调控类货币政策的国际比较与我国的对策[J].长春:经济纵横,2015,(10):107-112.
- [19]魏晓云,韩立岩.企业共生模式下定向降准政策的激励机制[J].长沙:系统工程,2018,(3):1-12.
- [20]Stiglitz,J. E. ,and A. Weiss. Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J]. The American Economic Review,1981,71,(3):393-410.
- [21]Petersen,M. A. ,and R. G. Rajan. The Benefits of Lending Relationships:Evidence from Small Business Data[J]. The Journal of Finance,1994,49,(1):3-37.
- [22]盛朝晖.中国货币政策传导渠道效应分析:1994-2004[J].北京:金融研究,2006,(7):22-29.
- [23]盛松成,吴培新.中国货币政策的二元传导机制——“两中介目标,两调控对象”模式研究[J].北京:经济研究,2008,(10):37-51.
- [24]Gertler,M. ,and S. Gilchrist. Monetary Policy,Business Cycles,and the Behavior of Small Manufacturing Firms[J]. The Quarterly Journal of Economics,1994,109,(2):309-340.
- [25]Feinman,J. N. Reserve Requirements:History,Current Practice, and Potential Reform [J]. Federal Reserve Bulletin,1993,79(6):569-589.
- [26]Lown,C. S. ,and J. H. Wood. The Determination of Commercial Bank Reserve Requirements [J]. Review of Financial Economics,2003,12,(1):83-98.
- [27]Farley,D. E. ,and T. D. Simpson. Graduated Reserve Requirements and Monetary Control [J]. Journal of Finance,1979,34,(4):999-1012.
- [28]辛树人.差别存款准备金制度与金融稳定[J].北京:金融研究,2005,(11):138-143.
- [29]詹向阳,郑艳文.差别存款准备金率政策透视[J].北京:中国金融,2011,(5):50-51.
- [30]Xiaohui,G. ,and T. A. Masron. The Effects of Differentiated Reserve Requirement Ratio Policy on the Earthquakestricken Area in China[J]. International Journal of Business & Society,2016,17,(3):521-534.
- [31]巴曙松,邢毓静.鞭打慢牛——评央行差别存款准备金率政策[J].北京:中国金融,2004,(8):21-23.
- [32]高鸿.我国实行差别存款准备金率研究[J].石家庄:金融理论与实践,2012,(9):50-55.
- [33]马理,姜田田,牛慕鸿.定向降准与商业银行行为选择[J].北京:金融研究,2015,(9):82-95.
- [34]彭俞超,方意.结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定[J].北京:经济研究,2016,(7):29-42.
- [35]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[J].北京:中国工业经济,2017,(11):137-154.
- [36]朱博文,张钰,曹廷求.货币政策与银行贷款行为——基于公司与银行的双向视角研究[J].北京:财贸经济,2013,(12):57-67.
- [37]Bernanke,B. S. ,and A. S. Blinder. The Federal Funds Rate and the Channels of Monetary Transmission[J]. The American Economic Review,1992,82,(4):901-921.
- [38]Nguyen,V. H. T. ,and A. Boateng. The Impact of Excess Reserves beyond Precautionary Levels on Bank Lending Channels in China[J]. Journal of International Financial Markets Institutions & Money,2013,26,(1):358-377.
- [39]Feder,G. ,L. J. Lau, and J. Y. Lin. The Relationship between Credit and Productivity in Chinese Agriculture:A Microeconomic Model of Disequilibrium[J]. American Journal of Agricultural Economics,1990,72,(5):1151-1157.
- [40]Liberti,J. M. ,and J. Sturgess. The Anatomy of a Credit Supply Shock:Evidence from an Internal Credit Market[J]. Journal of Financial & Quantitative Analysis,2018,53,(2):547-579.
- [41]孙亮,柳建华.银行业改革、市场化与信贷资源的配置[J].北京:金融研究,2011,(1):94-109.
- [42]Kirschenmann,K. Credit Rationing in Small Firm-Bank Relationships[J]. Journal of Financial Intermediation,2016,26,(4):68-99.
- [43]Borio,C. ,and H. Zhu. Capital Regulation,Risk-Taking and Monetary Policy:A Missing Link in the Transmission Mechanism?[J]. Journal of Financial Stability,2012,8,(4):236-251.
- [44]Dell' ariccia,G. ,L. Laeven, and R. Marquez. Real Interest Rates,Leverage, and Bank Risk-Taking[J]. Journal of Economic Theory,2014,149,(1):65-99.
- [45]Drechsler,I. ,A. Savov, and P. Schnabl. A Model of Monetary Policy and Risk Premia[J]. The Journal of Finance,2018,73,(1):317-373.
- [46]Bianchi,J. Credit Externalities:Macroeconomic Effects and Policy Implications[J]. American Economic Review,2010,100,(2):

- [47] Taylor, J. B. Getting off Track: How Government Actions and Interventions Caused, Prolonged, and Worsened the Financial Crisis [M]. Hoover Press, 2013.
- [48] 徐明东, 陈学彬. 货币环境、资本充足率与商业银行风险承担[J]. 北京: 金融研究, 2012, (7): 48 - 62.
- [49] Jiminez, G., A. R. Mian, and J. Peydro. The Real Effects of the Bank Lending Channel [R]. SSRN Working Paper, 2014.
- [50] Maddaloni, A., and J. Peydró. Bank Risk-Taking, Securitization, Supervision, and Low Interest Rates: Evidence from the Euro-Area and the US Lending Standards [J]. Review of Financial Studies, 2011, 24, (6): 2121 - 2165.
- [51] 马文超, 胡思玥. 货币政策、信贷渠道与资本结构[J]. 北京: 会计研究, 2012, (11): 39 - 48.
- [52] 黄志忠, 谢军. 宏观货币政策, 区域金融发展和企业融资约束——货币政策传导机制的微观证据[J]. 北京: 会计研究, 2013, (1): 63 - 69.
- [53] Jiménez, G., and S. Ongena. Credit Supply and Monetary Policy: Identifying the Bank Balance-Sheet Channel with Loan Applications [J]. The American Economic Review, 2012, 102, (5): 2301 - 2326.
- [54] Goddard, J., M. Tavakoli, and J. O. Wilson. Sources of Variation in Firm Profitability and Growth [J]. Journal of Business Research, 2009, 62, (4): 495 - 508.
- [55] Llorente, G., R. Michaely, and G. Saar. Dynamic Volume-Return Relation of Individual Stocks [J]. The Review of Financial Studies, 2002, 15, (4): 1005 - 1047.
- [56] Altman, E. I. Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy [J]. The Journal of Finance, 1968, 23, (4): 589 - 609.
- [57] Zhang, X. F. Information Uncertainty and Stock Returns [J]. The Journal of Finance, 2006, 61, (1): 105 - 137.
- [58] Giroud, X., and H. M. Mueller. Does Corporate Governance Matter in Competitive Industries? [J]. Journal of Financial Economics, 2010, 95, (3): 312 - 331.
- [59] Ganley, J., and C. Salmon. The Industrial Impact of Monetary Policy Shocks: Some Stylised Facts [R]. Bank of England Working Paper No. 68, 1997.
- [60] Dedola, L., and F. Lippi. The Monetary Transmission Mechanism: Evidence from the Industries of Five OECD Countries [J]. European Economic Review, 2005, 49, (6): 1543 - 1569.
- [61] Peersman, G., and F. Smets. The Industry Effects of Monetary Policy in the Euro Area [J]. The Economic Journal, 2005, 115, (503): 319 - 342.
- [62] Agrawal, A., and C. R. Knoeber. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems between Managers and Shareholders [J]. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 1996, 31, (3): 377 - 397.
- [63] Himmelberg, C. P., R. G. Hubbard, and D. Palia. Understanding the Determinants of Managerial Ownership and the Link between Ownership and Performance [J]. Journal of Financial Economics, 1999, 53, (3): 353 - 384.
- [64] Baños-Caballero, S., P. J. García-Teruel, and P. Martínez-Solano. Working Capital Management, Corporate Performance, and Financial Constraints [J]. Journal of Business Research, 2014, 67, (3): 332 - 338.
- [65] Ljungqvist, A., L. Zhang, and L. Zuo. Sharing Risk with the Government: How Taxes Affect Corporate Risk Taking [J]. Journal of Accounting Research, 2017, 55, (3): 669 - 707.
- [66] Bernile, G., V. Bhagwat, and P. R. Rau. What Doesn't Kill You Will Only Make You More Risk-Loving: Early-Life Disasters and CEO Behavior [J]. The Journal of Finance, 2017, 72, (1): 167 - 206.
- [67] Bernanke, B. S., and K. N. Kuttner. What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? [J]. The Journal of Finance, 2005, 60, (3): 1221 - 1257.
- [68] 吕明晗, 徐光华, 沈弋. 货币政策与企业环保投资行为——我国重污染行业上市公司的证据[J]. 北京: 经济管理, 2019, (11): 55 - 71.

# The Micro Effect of Targeted Reduction of Reserve Ratio : Risk Accelerating or Flight to Quality?

LIN Chao-ying, HUANG Zhi-gang

(School of Economics and Management, Fuzhou University, Fuzhou, Fujian, 350108, China)

**Abstract:** After the depression which followed the financial crisis in 2008, the science of monetary policy changed. The traditional transmission mechanism of monetary policy ceased to take effect when facing the liquidity trap. What should the monetary authority do to recover the economy? Theory offers ambiguous answers to this question and leaves the monetary authority at a crossroad. From the theory of bank lending channel, contractive monetary policy is not appropriate during the recession since it deteriorates the economy through financial accelerator mechanism. However, expansionary monetary policy would spur banks to take on excessive risk by risk-taking channel. If the risk shifts from banks to firms, especially weak firms with strong reliance on banks, it will cause great fluctuation of the real economy. Since the transformation of development methodology from high-speed growth to high-quality growth, it's not suitable to implement the aggregate regulation approach of "raising the tide and lifting all boats" under traditional loose monetary policy. To break the ice, Chinese central bank, announced to implement an innovative monetary policy named Targeted Easing with the intention of boosting the economy without triggering big fluctuations. From April 2014 to April 2020, the People's Bank of China published fifteen rounds of Targeted Easing to reduce the reserve requirement ratio (RRR) of banks who highly engaged in agro-loans or lending to small and micro enterprises. The policy was designed to boost lending skewed towards the weak areas in the economy, adjust the overall economic structure and promote the growth with minor stimulus. Since the enforcement of Targeted Easing, the effectiveness of the policy has aroused intensive debate. On the one hand, Targeted Easing injected small amount of liquidity into the targeted financial system with the purpose of improving economic structure without causing great swings in inflation rate and exchange rate. Furthermore, the cost of Targeted Easing is much lower in comparison with Quantitative Easing. On the other hand, money released from Targeted Easing does not go directly into rural areas and small businesses. The effect of the policy depends on the decision of banks. The literature on monetary policy mainly focused on the aggregate shock of conventional monetary policy to economy. A few of literature studied the credit channel of Targeted easing which aims to support weak areas of economy precisely through targeted stimulus. However, it remains an enigma whether Targeted Reduction of Reserve Ratio could undertake the burden of improving the quality of economy and preventing the outburst of systemic risk. This paper makes a novel attempt at shifting focus from the credit channel of Targeted Easing monetary policy to quality transmission channel and risk-taking channel of Targeted easing. We utilize the sample of micro data and analyze the effect of Targeted Reduction of Reserve Ratio from three aspects: stimulating credit supply, improving credit quality, and avoiding credit risk. The empirical results show that the credit financing of agricultural firms increases significantly more than nonagricultural firms after Targeted Reduction of Reserve Ratio. For reducing the loss of bad debt emerging from adverse selection and moral hazard, commercial banks will invest in high-quality or low-risk agricultural firms discretionarily, while low-quality or high-risk agricultural firms lose the policy bonus of Targeted Reduction of Reserve Ratio. After further analysis we find that the performance of agricultural firms improved evidently, which indicates the promotion of quality of agricultural firms were caused by Targeted Reduction of Reserve Ratio. The influence of Risk-taking Channel is not asymmetric between agricultural firms and nonagricultural firms, and the risk acceleration effect of Targeted Reduction of Reserve Ratio is not evident for agricultural firms. Therefore, Targeted Reduction of Reserve Ratio solves the theoretical paradox of increasing growth and controlling risk for monetary authority, and the effect of flight to credit quality provides a solid foundation for the growth of economy from the dimension of quality.

**Key Words:** targeted reduction of reserve ratio; credit rationing; flight to quality; risk-taking channel

**JEL Classification:** E42, Q14

**DOI:**10.19616/j.cnki.bmj.2020.05.002

(责任编辑:刘建丽)