

# 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

郭 晔 徐 菲 舒中桥

(厦门大学经济学院/王亚南经济研究院 福建厦门 361005;

渤海证券股份有限公司 北京 100044; 厦门大学经济学院 福建厦门 361005)

**摘 要:** 本文基于A股和新三板企业的微观数据,采用倍差法(DID)检验定向降准货币政策的实施是否对农业和小微企业等所谓“弱势部门”的信贷资源产生了作用,从而实现政策的“普惠”效应。同时基于定向降准政策的影响机制,本文将基于时间维度和区域维度的银行竞争引入实证模型,进一步探讨了银行竞争对定向降准政策“普惠”效应的影响。结果表明:首先,我国定向降准政策可以促进农业企业和小微企业获取信贷资源,发挥了普惠效应;其次,银行竞争可以在一定程度上对定向降准政策的“普惠”效应表现出正向调节作用,具体来说,时间维度的银行竞争对定向降准政策的“普惠”效应的影响较为明显,区域维度的银行竞争没有调节作用。

**关键词:** 定向降准; 货币政策 “普惠”效应; 银行竞争

**JEL 分类号:** C23, E52, P34, Q18 **文献标识码:** A **文章编号:** 1002-7246(2019)01-0001-18

## 一、引 言

在经历了几十年的“规模速度型粗放增长”的发展模式后,我国进入经济发展新常态,出现经济增长率下降、生产效率低下、“滞胀”等一系列问题(刘伟和苏剑,2014)。传统宽松的常规性货币政策的刺激并未有效解决矛盾,反而导致经济结构失衡、资源分配不合理等问题日益突出(马理等,2015a)。如何引导企业转型升级、引导金融资源合理配

收稿日期:2018-01-10

作者简介:郭 晔,经济学博士,教授,厦门大学经济学院/王亚南经济研究院, E-mail: eyguo@xmu.edu.cn.

徐 菲,硕士,渤海证券股份有限公司, E-mail: xufeixmu@126.com.

舒中桥,博士研究生,厦门大学经济学院, E-mail: szqumu@126.com.

\* 本文感谢国家自然科学基金青年项目“银行系统风险的建模与估计:基于银行同业复杂网络和货币政策视角”(批准号:71501167)、国家自然科学基金面上项目“宏观审慎背景下我国非常规货币政策的效应测度:基于预期管理与系统风险防范视角”(批准号:71871196)和中央高校基本科研业务费专项资金(项目编号:20720171002)的资助。感谢匿名审稿人的宝贵意见。文责自负。

置、化解经济结构矛盾成为我国现阶段经济发展的主要政策目标。以往对存款准备金率和利率的频繁调节,在给市场带来较大波动的同时,却不能很好地引导资金流向,导致经济逐渐走向“由实向虚”。要引导经济“脱虚向实”,必须引导资金从产能过剩的房地产等领域流向实体经济领域。三农、小微等企业由于经营因素、风险因素和信用因素等原因,给银行带来的利润较低,一直是银行信贷资源流向的弱势部门。在这种背景下,我国央行借鉴发达国家实施量化宽松、定向宽松等结构性货币政策的经验,对货币政策操作工具进行了创新,推出定向降准政策、短期流动性借贷便利(SLO)、常备借贷便利(SLF)等一系列结构性货币政策工具,力图从“大水漫灌”式的粗放型调控转向“定向滴灌”式的精细化管理。与美国以流动性注入为主的非常规货币政策不同,我国的结构性货币政策具有短期性和易回收性特征,灵活性较强(杨雪峰,2015),其中定向降准政策是我国央行调整经济结构的主要工具之一。

在流动性问题缓和的情况下,定向降准政策通过对符合条件的特定金融机构适当降低准备金率,引导银行信贷流向弱势部门,从而缓解小微、三农等中小企业融资压力。这种定向调控模式,与“普惠金融”理念十分契合。“普惠金融”理念自引进我国后,其与经济结构调整之间的关系越来越得到重视。2017年,国务院总理李克强在政府工作报告中提出,要“加强普惠金融,缓解小微融资难题”。事实上,自2014年4月份以来,我国央行多次推出定向降准政策。数据显示,在央行实施定向降准政策之后,我国小微企业境内贷款呈现上升趋势,而大型企业境内贷款有所下降,农林牧渔业境内贷款也有所提升。于是,定向降准政策是否具有“普惠”效应,引起了越来越多学者的关注。2018年1月25日,我国央行首次将定向降准政策与普惠金融理念相结合,正式对普惠金融实施定向降准。与之前的常规性定向降准政策相比,此次降准范围更广,但精确性更强。仅从简单数据与理论来看,定向降准政策与“普惠”效应之间的联系尚不确定,有必要对此进行深入的研究。

根据 Bernanke and Reinhart(2004)提出的在“零利率下限”时期中央银行可实行的三种非常规操作,我们认为定向降准政策主要通过以下三种方式对信贷市场产生影响。首先,定向降准政策仍然具备货币政策的一般性作用,能够发挥一定程度的总量效应。定向降准政策实施范围广,包括农商行、城商行、股份制银行和国有大行,通过对范围内符合条件的金融机构存款准备金率的适当降低,向市场投放流动性,实际上是总量微调与定向引导的结合。其总量效应使银行的流动性增加,营造出适度宽松的货币政策环境,从而增加市场信贷资源。其次,与欧美国家由中央银行直接展开大规模资产购买计划不同,我国央行并不直接参与市场的资产购买。在定向降准政策实施过程中,中央银行向商业银行释放流动性,再由商业银行直接影响市场资金状况。因此定向降准通过影响中央银行与商业银行的资产负债表,达到其政策目的。数据显示,在我国央行资产负债表的负债端,其他存款性公司存款于2014年之后稳步增加。商业银行等金融机构通过与央行的金融资产交易获得了流动性支持,持有的货币量因此增加,如果这些金融机构将货币视为其他金融资产的不完全替代品,那么这些货币就成为超额货币,使银行资产负债表的资产结构平

衡受到破坏。此时银行等金融机构在资产组合平衡的驱动下,基于利益最大化的诉求会持有风险相对更高的资产,如小微三农企业贷款等,从而造成资产组合之间的动态调整直至达到平衡。商业银行资产负债表的资产端大致分为三类:发放贷款、证券投资和同业资产,从2012年开始,五大行的资产负债表中贷款占比缓慢增加。此外,金融开放与金融改革使得金融竞争和金融发展程度提高,这也影响了货币政策与中小企业融资问题。一方面,金融发展水平较高意味着金融供给较为充分,提高金融发展水平能够增加信贷资源供给并降低信息不对称程度,从而有助于缓解企业融资约束。企业越是依赖外部融资,金融发展对其增长的促进作用越大(李连发和辛晓岱,2009)。同时,提升金融系统流动性也能提高金融机构服务实体的效率(李连发,2016)。定向降准等非常规货币政策增加了银行等金融机构的信贷供给,从一定程度上提升了金融发展程度。另一方面,金融竞争的加剧会提高企业融资的便利性,特别是在货币政策导致信贷供给增加的情况下,银行业竞争的加剧,更会导致银行对信贷需求的竞争日趋激烈,从而提高银行向中小企业提供金融服务的质量。

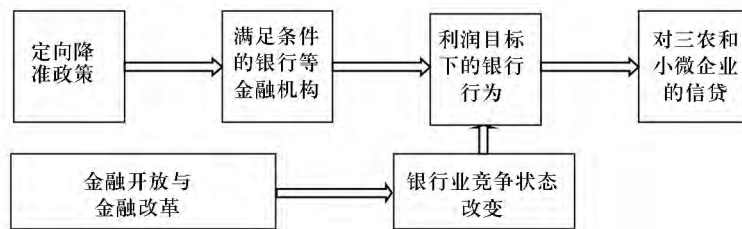


图1 本文逻辑结构

与此同时,从货币政策的具体实践来看,货币政策工具通常是通过影响银行等金融机构放贷来调节外部融资成本,因此银行行为对货币政策的传导至关重要。近年来,随着城商行、农商行规模的急剧扩张,银行从弱势部门获利的难度越来越大;利率市场化将利率决策权交给金融机构,由市场供求决定金融机构存贷款利率,使银行争夺市场的竞争日益激烈;大量民营银行的涌入以及互联网金融的发展,不断蚕食着银行传统业务,无疑也严重挤压了商业银行的发展空间。银行竞争环境的变化使货币政策实施效果充满了不确定性。在这种情况下,银行出于利润与风险的考虑,存在缩减小微、三农企业信贷的动机,因此银行竞争环境的变化会直接影响银行行为能否按照央行定向降准政策的操作预期进行转变,进而影响政策的“普惠”效应。而在以往的研究中,银行竞争与货币政策之间的关系还存在争议。一方面,在银行竞争度提高的情况下,银行的不稳定性增加(陈伟光和李隽,2007),导致央行实施定向降准政策时,银行可能出于预防心理收紧信贷,不愿向农业企业和中小企业增加信贷投资,这就在一定程度上抵消了央行实施结构性货币政策所期望达到的效果。另一方面,银行业竞争程度的增加可能会使得银行个体更容易表现出与其他银行行为趋同的特性(胡莹和仲伟周,2010),这种观察模仿行为使得银行业竞争可能会放大结构性货币政策的实施效果。因此,在实证检验定向降准政策的“普惠”效应

时,有必要依托常规性货币政策的研究范式,针对银行竞争与定向降准政策之间的关系进行深入的探索,以明确银行竞争对定向降准政策“普惠”效应的影响。本文逻辑结构如图 1 所示。

本文选取定向降准政策这一具有代表性的操作工具进行研究,主要有以下几点考虑:一是相比借贷便利类工具等创新型流动性管理操作,定向降准政策直接将央行结构性货币政策操作与金融机构的特定贷款行为相联系,对农业和小微企业的支持更为直接,“普惠”效应更为显著;二是定向降准政策没有期限和额度的限制,作用效果可能更突出;三是定向降准政策的实施时期相对较早,且有着常态化发展的趋势,比较符合近年来新兴的政策动向,是典型的结构性货币政策工具。此外,本文进一步将银行竞争纳入分析框架,分别探索了基于时间维度以及区域维度的银行竞争对定向降准政策“普惠”效应的调节作用,从而在为定向调控政策匹配最合适的银行业竞争环境时,为其提供微观基础和科学依据。

本文贡献主要在于:首先,从定向降准政策这一结构性货币政策出发,在微观数据的基础上,运用倾向匹配方法和双重差分法实证检验了其信贷引导效果,证实了其“普惠”效应,对定向降准政策的“普惠”效应来说,是一次相对严谨的检验,从一定程度上能为普惠金融的定向降准政策提供借鉴;其次,从企业层面出发,采用 A 股与新三板最新企业数据进行分析,弥补了已有研究缺乏企业微观数据支持的缺陷;最后,从定向降准政策的影响机制出发,将银行竞争引入研究框架,既是对银行竞争与政策调控之间关系的检验,也是对定向降准政策的“普惠”效应影响因素的进一步探索,在一定程度上可以为后续研究打开思路。

## 二、文献综述

货币政策通常被视为一种总量调控方式,实际上也发挥着一定程度的产业结构调整效应(郭晔和赖章福,2010),但常规货币政策的结构效应有限。关于结构性货币政策的实施效果,国外的研究主要以金融市场(Joyce et al., 2010)和宏观经济(Baumeister and Benati, 2012)两个层面为主。从金融市场变量出发的研究集中在对市场利率和利差方面(Gagnon et al., 2011; Swanson et al., 2011),然而意见尚未统一。从宏观层面出发的学者则通过研究融资换贷款计划(FLS)(Churm et al., 2012)和定向长期再融资计划(Boeckx et al., 2014)等具体结构性货币政策工具,肯定了其对实体经济的作用。我国央行实行结构性货币政策的时间较短,早期研究主要以借鉴发达国家结构性货币政策操作实践(张亦春和胡晓,2010)和定性分析(伍桂和何帆,2013;张翠微,2010)为主。

由于缺乏实证分析,早期的研究结论对结构性货币政策的态度往往并不明确。随着我国结构性货币政策工具的不断丰富与成熟,一些学者开始围绕定向降准政策、借贷便利类工具、抵押补充贷款等结构性货币政策操作工具展开了讨论,肯定了结构性货币政策对经济结构调整的作用(马理和刘艺,2014)。如汪仁洁(2014)认为,定向调控类货币政策

相对传统货币政策来说,具备针对性微调的优势。在诸多结构性货币政策工具中,定向降准政策作为一种具有中国特色的货币政策创新工具,尤其受到学者的重视。刘伟和苏剑(2014)更认为,在经济“新常态”下,我国货币政策应该以定向降准政策这一工具为主。但也有学者持怀疑态度,楚尔鸣等(2016)认为定向降准政策的效果并不明显,但其潜在变量对农业产值具有正向冲击。随着研究的深入,银行等金融机构作为定向降准政策的传导机构,也逐渐被纳入研究范围,李连发和辛晓岱(2012)认为银行信贷规模对经济波动会产生影响,因此货币政策调控需要关注银行信贷。国内一些学者构建了数理模型进行分析。马理等(2015b)认为定向降准政策的结构调整功能受到商业银行的农业贷款和非农贷款的利率上限的限制,定向类政策仍需要其他政策的配合。彭俞超和方意(2016)认为结构性货币政策主要通过定向影响金融机构的运营成本而起到调整信贷结构和实现产业升级的目的。马理等(2017)也认为,为了使定向降准政策更好发挥对农业的支持作用,应放宽对农业贷款的抵押担保等约束,加大优惠力度。少部分学者基于现实数据对结构性货币政策实施效果进行了实证检验,其中以针对定向降准政策的研究为主,而检验结果也仍存在争议。林朝颖等(2016)认为定向降准政策确实在一定程度上能够达到定向调控的目的,但显著性有待提高,且其效果会被传统总量性货币政策削弱。而黎齐(2017)基于银行数据的分析认为,定向降准政策并没有将其释放的流动性精确引导至小微、三农等弱势部门,以商业银行作为引导途径效果不佳。

目前国内外学者关于银行竞争与货币政策实施效果的研究成果还存在争议,尚未得出统一的结论。一部分学者认为银行竞争能够强化货币政策实施效果,国内外均有学者通过理论建模支持了这种观点,他们认为银行竞争度越高,货币政策实施效果越好(刘洋,2011;Baglioni,2007)。至于具体原因,Alencar and Nakane(2004)认为竞争程度的增加强化了银行贷款利率对于利率冲击的敏感度,使得银行贷款利率和央行政策利率之间的联系更加紧密(Guntner,2009),胡莹和仲伟周(2010)则认为在竞争环境下,银行之间的模仿机制使得货币政策传导的总效应得以放大。另一部分学者表示银行竞争能够弱化货币政策实施效果,相关研究以实证分析为主,且大部分从银行角度(Mojon,2001;王志强和熊海芳,2013)或国家宏观数据(Gunji et al.,2009;Amidu and Wolfe,2013;刘洋和张浩祺,2013)出发,认为银行竞争程度增加会使得不同银行经营机构之间的差异性缩小,货币政策的信贷传导渠道会受到显著的弱化作用,银行贷款利率对货币政策的反应程度较低。部分学者尝试用“竞争度——脆弱性”假说来解释这种现象,认为竞争度越高,彼此风险难以有效隔离,银行出于风险规避心理,会使其行为偏离货币政策预期效果(徐加根和陈恪,2011)。还有学者认为,银行性质也会影响货币政策实施效果,如孙欧等(2015)的研究表明,大型国有控股银行相比于非国有控股银行而言,能够更加积极响应央行货币政策的号召,而银行竞争降低了国有银行对于非常规货币政策的执行力。最后,银行竞争程度增加,在一定程度上推动了金融创新的发展,但由此带来的金融监管问题值得注意,而相关研究也相对匮乏。

基于对以上文献的分析,我们可以发现:首先,国内大部分学者虽肯定了结构性货币

政策的积极效应,但大多数停留在定性分析上,相关实证分析较为欠缺;其次,已有的实证分析也多以银行数据为主,不能很好地衡量企业信贷情况,鲜有文献从企业微观数据出发,证实结构性货币政策的“普惠”效应,且相对于已有文献的数据,本文采用 2011 年至今的最新企业数据,而定向降准政策于 2014 年首次实施,因此更为合理;最后,大部分已有研究只关注了定向降准政策效果,极少关注其他重要因素对定向降准政策的影响。在金融竞争作为影响货币政策与中小企业信贷的重要因素的情况下,银行竞争与货币政策的实施效果之间的关系依然存在争议,且两种观点都缺乏企业微观数据的支持。因而,本文在探究定向降准政策效果之后,继续研究了定向降准政策在不同银行业竞争状态下的调控效果。

### 三、样本数据和模型设计

#### (一) 数据来源

本文使用的上市公司、新三板挂牌企业以及上市银行的财务数据均来源于 WIND 数据库,货币政策数据来源于中国人民银行官网,其他宏观数据来源于 CEIC 中国经济数据库,样本数据期间为 2011 年至今的最新数据。

#### (二) 样本选择

##### 1. 涉农贷款研究样本

为了检验定向降准政策在涉农贷款领域的实施效果,本文选取沪深主板、创业板和中小板上市交易的公司作为研究对象。为减轻选择性偏误的影响,本文以 2013 年末作为匹配时间,选取 Size、Growth、ROA、Fixed 四个指标(相关变量释义详见表 1),采用倾向分值匹配(Propensity Score Matching, PSM)的方法对农业企业这一定向部门进行样本匹配。倾向分值配比法后,本文共找到 38 家农业上市公司以及与这些农业上市公司最为接近的 38 家非农业上市公司<sup>1</sup>。在后续的稳健性检验中,本文将重新从 A 股中选取农业企业,并在新三板挂牌企业中寻找与之匹配的非农企业,得到 27 家涉农样本进行稳健性检验。

##### 2. 涉小贷款研究样本

为了检验定向降准政策在涉小贷款领域的实施效果,本文选取全国中小企业股份转让系统(新三板)内挂牌的企业作为研究对象。本文依照《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)对小微企业和大型企业进行了划分,同时剔除数据严重缺失的企业,最终得到 39 家小微企业,并通过随机选取方式得到 78 家大型企业作为对照组<sup>2</sup>。在后续的稳健性检验中,本文将从沪深 A 股和新三板企业中随机选取 78

1 为节省篇幅,倾向分值匹配结果未作报告,如有需要,可向作者索要。

2 工业和信息化部、国家统计局、国家发展改革委、财政部《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)明确了不同行业的小微企业划分标准。由于从业人员难以获取有效数据,本文主要依靠营业收入进行划分,划分的基期安排在 2013 年下半年(即定向降准政策实施之前)。

大型企业作为对照组。

## (二) 模型设计

### 1. 定向降准政策的信贷引导效果

本文采用倍差法,将定向降准政策试图进行信贷支持的定向部门(包括农业企业和小微企业)作为处理组,将非定向部门(包括非农企业和大型企业)作为控制组,在此基础上构建二元虚拟变量  $D$ ,  $D=1$  表示企业为处理组,  $D=0$  表示企业为控制组。同时本文构造另一个二元虚拟变量  $MP$ ,  $MP=1$  表示定向降准政策颁布后(即2014年4月之后)的时期,  $MP=0$  表示定向降准政策颁布前的时期,同时,为考虑时间效应,本文引入时间虚拟变量,其中  $D2_t=1$  如果  $t=2$ ;  $D2_t=0$  如果  $t \neq 2$ ,以此类推。本文建立如式(1)所示的面板回归模型。

$$Loan_{it} = \alpha + \beta_1 D_i + \beta_2 MP_t + \beta_3 MP_t \times D_i + \phi_1 D2_t + \dots + \phi_T DT_t + \gamma X_{it} + \delta Y_t + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

在式(1)中,  $\beta_3$  主要考察了处理组信贷资源平均变化和控制组信贷资源平均变化的差异。如果农业企业或小微企业的信贷资源对定向降准政策操作的反应更敏感,那么  $\beta_3$  应当显著为正;  $X_i$  与表示企业微观控制变量,  $Y_t$  表示宏观控制变量,变量具体释义如表1所示。

### 2. 银行竞争对定向降准政策效果的调节作用

为了进一步考察银行竞争对定向降准政策效果的调节效应,本文引入银行竞争程度变量  $C$  相应的回归方程如式(2)所示。

$$Loan_{it} = \alpha + \beta_1 D_i + \beta_2 MP_t + \beta_3 MP_t D_i + \beta_4 MP_t D_i C + \beta_5 C + \beta_6 MP_t C + \beta_7 D_i C + \phi_1 D2_t + \dots + \phi_T DT_t + \gamma X_{it} + \delta Y_t + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

相关变量如表1所示。银行竞争程度的衡量变量  $C$  主要包括以下两大类:基于时间维度的银行竞争变量  $H$  和基于区域维度的银行竞争变量  $M^1$ 。式(2)中  $MP_t D_i C$  的系数  $\beta_4$  反映了银行竞争的调节效应,也就是定向降准政策的信贷引导效果在银行竞争背景下的变化。

表1 主要变量定义

变量符号	变量释义说明	变量性质
$Loan$	总借款/总资产	被解释变量
$D$	农业企业/小微企业, $D=1$ ; 否则为0	解释变量
$MP$	实施定向降准政策(2014年)前, $MP=0$ , 实施之后为1	解释变量
$H$	时间维度的银行竞争	调节变量
$mc1$	区域维度的银行竞争: 金融业市场竞争指数	调节变量

<sup>1</sup> 基于区域维度的银行竞争变量  $M$ , 该指标采用樊纲等编制的中国各地区市场化指数中的金融业市场竞争指数(2009)来定义,包括两个子变量  $mc1$  和  $mc2$ ; 其中  $mc1$  为连续变量,  $mc2$  为类别变量。

续表

变量符号	变量释义说明	变量性质
<i>mc2</i>	区域维度的银行竞争: 当金融业市场竞争指数大于样本中位数时 赋值为 1; 否则为 0	调节变量
<i>Size</i>	企业规模: 总资产的对数	控制变量
<i>Growth</i>	成长性: 营业收入增长率	控制变量
<i>ROA</i>	盈利能力: 净利润/总资产	控制变量
<i>Fixed</i>	抵押担保能力: 固定资产/总资产	控制变量
<i>Lev</i>	财务杠杆: 负债/资产	控制变量
<i>CFO</i>	经营活动产生的现金流量净额/总资产	控制变量
<i>GDP</i>	经济增速: GDP 增长率	控制变量
<i>M2</i>	货币政策变量: M2 增长率	控制变量

### 3. 基于 Panzar - Rosse 模型( 又称 H 统计法) 的 H 统计值的衡量

银行竞争的度量主要有三种: 银行集中度指标、勒纳指数和市场结构衡量指标。银行集中度指标需要的银行同质性假设较难满足, 而勒纳指数需要有关银行边际成本的数据, 较难度量。由于本文探究银行在追求利润的情况下, 对定向降准政策效果的影响, 因此市场结构衡量指标更为适合, 最终本文运用 PR 模型框架下的 H 统计量进行测算。PR 模型主要分析了不同银行的产出与其投入要素成本的变动弹性, 以此来衡量银行业竞争程度的变化。银行业 PR 模型的形式表现如下<sup>1</sup>, H 值由  $h_1$ 、 $h_2$  和  $h_3$  这三项的加总求和表示。

$$\ln \pi = \alpha + h_1 \ln PL + h_2 \ln PF + h_3 \ln PK + \sum_j \beta_j \ln X + \varepsilon \quad (3)$$

本文在考虑数据可得性的基础上, 选取了我国 A 股 16 家上市银行作为研究对象, 在测算银行业竞争度时, 为了克服小样本回归的偏差, 本文借鉴殷孟波和石琴( 2009) 的做法, 使用连续两个半年度的数据进行回归后的数据代替后一个期间的银行竞争度, 此时样本起始时间点修改为 2009 年下半年<sup>2</sup>。

## 四、实证分析

### (一) 描述性统计分析

表 2 报告了 A 股上市公司的描述性统计结果。从表 2 可以看出, 沪深 A 股不同上市

<sup>1</sup> PR 模型中, PL 表示人力成本: 应付职工薪酬/总资产, PF 表示资本成本: 固定资产折旧/固定资产净额, PK 表示资金成本: 利息支出/总存款。X 为控制变量, 包括总资产的对数 X1 和所有者权益/总资产 X2。

<sup>2</sup> 为节省篇幅, 银行竞争 H 值未作报告, 如有需求, 可向作者索要。



公司之间的信贷资源、资产规模和成长能力存在较大差异。新三板挂牌企业的总资产对数和营业收入增长率的均值显著低于沪深A股上市公司。其他指标均值都高于沪深A股上市公司。

表2 沪深A股、新三板企业描述性统计

Variable	Mean		Std. Dev.		Min		Max	
	沪深A股上市公司	新三板挂牌企业	沪深A股上市公司	新三板挂牌企业	沪深A股上市公司	新三板挂牌企业	沪深A股上市公司	新三板挂牌企业
<i>Loan</i>	0.1602	0.2358	0.1485	0.1261	0.0000	0.0000	0.6179	0.5727
<i>Size</i>	21.8422	10.2076	1.2753	1.2529	19.0682	6.8443	25.7776	13.5385
<i>Growth</i>	0.1718	0.0901	0.7516	0.3145	-0.8396	-0.5100	5.0991	5.1300
<i>ROA</i>	0.0262	0.0948	0.0361	0.2360	-0.0910	-0.1888	0.1566	1.5363
<i>Fixed</i>	0.2240	0.2816	0.1670	0.1638	0.0020	0.0026	0.7235	0.7421
<i>Lev</i>	0.4343	0.5464	0.2224	0.1791	0.0370	0.1372	0.9990	0.9717
<i>CFO</i>	0.0138	0.0845	0.0639	0.3759	-0.1764	-0.8813	0.2045	2.3272
<i>GDP</i>	0.0812	0.0126	0.0610	0.1190				
<i>M2</i>	0.1345	0.0964	-0.0600	0.3280				

## (二) 实证结果

### 1. 定向降准政策的信贷引导效果

为了检验定向降准政策对于定向部门信贷的引导效果,本文在前文第三部分设立了面板回归模型<sup>1</sup>:

$$Loan_{it} = \alpha + \beta_1 D_i + \beta_2 MP_i + \beta_3 MP_i \times D_i + \phi_1 D2_i + \dots + \phi_T DT_i + \gamma X_{it} + \delta Y_i + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

(1) 基于农业企业和非农企业的视角。表3第1列中 $\beta_3$ 的估计值显著为正,说明定向降准政策对农业企业信贷资源影响的净效应更大,定向降准政策发挥了“普惠”效应。逐步加入企业微观层面和宏观层面的控制变量后, $\beta_3$ 依然显著为正,说明定向降准政策对涉农信贷有显著的促进作用。

就企业微观层面的控制变量而言,企业规模*Size*和抵押担保能力*Fixed*的系数均显著为正,原因可能在于,对银行来说,规模较大、担保能力越强的企业违约风险更小。成长能*Growth*的系数显著为负,但近乎为零,总资产收益率*ROA*的系数不显著,说明上市企业获取银行信贷资金的能力与成长性、与盈利性的相关性不强,这也从侧面反映了现阶段我国信贷市场上资源配置的不合理现象。企业经营活动产生的现金流*CFO*的系数显著

<sup>1</sup> 本文在实证分析时,首先对模型分别进行了F检验和Hausman检验,检验结果表明应该采用固定效应回归模型。为了解决可能存在的异方差问题,采用稳健标准误。同时,本文在回归时加入了年度虚拟变量。

为负,表明拥有较好现金流的企业倾向于使用自有资金。财务杠杆  $Lev$  的系数显著为正,表明杠杆越大的企业越容易得到银行信贷资金的支持,主要原因可能有以下几个方面:一是相对稳定的银企关系;二是银行出于对高杠杆企业的破产风险的考虑,这也是我国大多数“僵尸企业”产生的原因。就宏观经济层面的控制变量而言,GDP 增长率的系数显著为正,表明企业信贷资源的获取具有一定的“亲经济周期性”。M2 增长率的系数不显著,这表明常规的总量性货币政策对于企业信贷资源的作用有限,这也是我国结构性货币政策出台的现实背景。

(2) 基于小微企业和大型企业的视角。表 3 第 4 列中  $\beta_3$  显著为正,说明实施定向降准政策能够有效促进小微企业获取信贷资源。逐步加入企业微观层面和宏观层面的控制变量后, $\beta_3$  依然显著为正,说明定向降准政策对涉小信贷有显著的促进作用。就微观层面的控制变量而言,现金流 CFO 的系数显著为负,财务杠杆  $Lev$  的系数显著为正,两者表现与涉农样本相同,原因我们认为和涉农样本相似,因此不再赘述。而总资产收益率 ROA 的系数显著为负,表明新三板企业盈利能力越高,其负债水平越低。原因可能在于,对于业绩较好的新三板企业来说,出于借贷成本的考虑,其申请信贷的意愿更低。其他微观控制变量影响不显著或十分微弱,宏观控制变量也不显著,说明新三板企业获取信贷资源受经济周期和总量性货币政策的影响较小。

表 3 定向降准政策对涉农、涉小信贷的引导效果

解释变量	涉农样本		小微样本			
	因变量: Loan					
MP	-0.0512* (0.0263)	-0.1018*** (0.0217)	-0.0860*** (0.0280)	-0.0502* (0.0288)	-0.0235 (0.0327)	-0.0166 (0.0332)
MP* D	-0.0171 (0.0506)	0.0275* (0.0159)	0.0275* (0.0159)	0.0374*** (0.0130)	0.0291* (0.0159)	0.0291* (0.0158)
Size		0.0557*** (0.0179)	0.0557*** (0.0178)		-0.0123 (0.0197)	-0.0123 (0.0197)
Fixed		0.1184* (0.0597)	0.1184* (0.0597)		-0.0061 (0.0639)	-0.0061 (0.0639)
Growth		-0.0003*** (0.0001)	-0.0003*** (0.0001)		0.0015 (0.0011)	0.0015 (0.0011)
ROA		0.0248 (0.0669)	0.0248 (0.0669)		-0.0516** (0.0202)	-0.0516** (0.0202)
Lev		0.2319*** (0.0063)	0.2319*** (0.0063)		0.3195*** (0.0551)	0.3195*** (0.0551)
CFO		-0.1263** (0.0564)	-0.1263** (0.0564)		-0.0804*** (0.0181)	-0.0804*** (0.0181)

		续表				
解释变量	涉农样本			小微样本		
	因变量: Loan					
<i>GDP</i>			0.1224 <sup>*</sup> (0.722)			-0.0104 (0.0595)
<i>M2</i>			0.4521 (0.6174)			-0.3791 (0.5013)
时间效应	有	有	有	有	有	有
<i>Constant</i>	0.2237 <sup>***</sup> (0.0129)	-0.6219 <sup>***</sup> (0.2281)	-1.5112 <sup>***</sup> (0.3609)	0.1825 <sup>***</sup> (0.0249)	0.1407 (0.2120)	0.1531 (0.2184)
<i>Observations</i>	964	942	942	827	827	827
<i>R-squared</i>	0.0096	0.8362	0.8362	0.0460	0.0727	0.0727

注: \*表示在10%水平显著, \*\*表示在5%水平显著, \*\*\*表示在1%水平显著, 括号内的数字为稳健标准误。

(3) 基于全部定向部门和非定向部门的视角。如表4所示,  $\beta_3$  依然显著为正, 表明定向降准政策确实可以促进定向部门企业获取银行贷款, 实现政策引导信贷资源流向特定领域的目的。

表4 定向降准政策对全部定向部门的引导效果

解释变量	(1)	(2)	(3)
	因变量: Loan		
<i>MP</i>	-0.0512 <sup>*</sup> (0.0263)	-0.1018 <sup>***</sup> (0.0217)	-0.0860 <sup>***</sup> (0.0234)
<i>MP* D</i>	-0.0171 (0.0507)	0.0275 <sup>*</sup> (0.0159)	0.0275 <sup>*</sup> (0.0159)
<i>Size</i>		0.0557 <sup>***</sup> (0.0179)	0.0557 <sup>***</sup> (0.0179)
<i>Fixed</i>		0.1184 <sup>*</sup> (0.0598)	0.1184 <sup>*</sup> (0.0598)
<i>Growth</i>		-0.0003 <sup>***</sup> (0.0001)	-0.0003 <sup>***</sup> (0.0001)
<i>ROA</i>		0.0249 (0.0669)	0.0249 (0.0669)
<i>Lev</i>		0.2319 <sup>***</sup> (0.0063)	0.2319 <sup>***</sup> (0.0063)
<i>CFO</i>		-0.1264 <sup>**</sup> (0.0564)	-0.1264 <sup>**</sup> (0.0564)

续表

解释变量	因变量: Loan		
	(1)	(2)	(3)
<i>GDP</i>			0.1223* (0.0723)
<i>M2</i>			0.4521 (0.6175)
时间效应	有	有	有
<i>Constant</i>	0.2238*** (0.0129)	-0.6219*** (0.2282)	-0.6553*** (0.2254)
<i>Observations</i>	893	893	893
<i>R-squared</i>	0.0096	0.8362	0.8362

注: \* 表示在 10% 水平显著, \*\* 表示在 5% 水平显著, \*\*\* 表示在 1% 水平显著 括号内的数字为稳健标准误。

在样本研究期间内,企业信贷资源的获取还可能受到其他政策因素的影响,这有可能导致 MP\* D 的系数估计出现偏差。为了排除其他政策的干扰,本文借鉴邓柏峻等(2014)的做法,将未实施定向降准政策的 2011 年下半年作为虚拟的政策实施时点,进行反事实检验,结果 MP\* D 的系数不显著,这也间接表明了前文实证结果的稳健性<sup>1</sup>。

## 2. 银行竞争的调节效应

为了进一步探索银行竞争背景下定向降准政策的信贷引导效果,也就是银行竞争的调节效应,本文分别将时间维度和区域维度的银行竞争引入模型,设立了如下所示的回归模型:

$$Loan_{it} = \alpha + \beta_1 D_i + \beta_2 MP_t + \beta_3 MP_t D_i + \beta_4 MP_t D_i C + \beta_5 C + \beta_6 MP_t C + \beta_7 D_i C + \phi_1 D2_t + \dots + \phi_T DT_t + \gamma X_{it} + \delta Y_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

式(5)中银行竞争程度变量 C 分别包括了时间维度的银行竞争变量 H 和区域维度的银行竞争变量 mc1 和 mc2<sup>2</sup>。MP<sub>t</sub>D<sub>i</sub>C 的系数反映了银行竞争对于定向降准政策引导企业信贷的调节效应,若显著,表明银行竞争的调节效应明显。

首先,基于时间维度的银行竞争调节效应如表 5 所示。第 3 列 H<sub>c</sub>\* MP\* D 的系数显著为正,说明基于时间维度的银行竞争对定向降准政策调整涉农信贷的效果有促进作用。第 6 列 H<sub>c</sub>\* MP\* D 的系数显著为正,说明基于时间维度的银行竞争对定向降准政策调整涉小信贷的效果具有正向调节作用,银行竞争程度越大,定向降准政策发挥的“普惠”效应越强。

1 由于篇幅限制,虚拟实施检验结果未作报告,如有需求,可向作者索要。

2 本文在回归时,先对连续变量进行了中心化处理得到 H<sub>c</sub> 和 mc1<sub>c</sub>,以处理后的银行竞争变量构建交互项。

表5 银行竞争的调节效应——基于时间维度

解释变量	农业/非农			小微/大型		
	因变量: Loan					
$MP^* D$	0.0171 (0.0507)	0.0302 (0.0552)	-0.139 (0.0229)	0.0375*** (0.0130)	0.0446*** (0.0119)	0.0028 (0.0150)
$H_c * MP$		3.1286** (1.2752)	-4.0600 (3.2301)		-0.0241 (0.0656)	-0.0153 (0.0527)
$H_c * MP^* D$			0.1789* (0.1058)			0.1221* (0.0640)
时间效应	有	有	有	有	有	有
Constant	3.2436*** (1.2353)	0.2266*** (0.0093)	1.1839 (1.4049)	0.6609 (0.4164)	0.7357 (0.5580)	-0.7280 (0.8074)
Observations	897	897	897	1141	1141	1141
R-squared	0.0096	0.0050	0.8364	0.0460	0.0637	0.0637

注:为节省篇幅,此处只对核心变量的实证结果作报告。表中变量H表示基于时间维度的银行竞争。\*表示在10%水平显著,\*\*表示在5%水平显著,\*\*\*表示在1%水平显著。括号内为稳健标准误。

其次,基于区域维度的银行竞争调节效应如表6所示<sup>1</sup>。从针对涉农贷款的回归结果来看, $mc1\_c * MP^* D$ 的系数和 $mc2^* MP^* D$ 的系数均不显著,表明基于区域维度的银行竞争对定向降准政策的“普惠”效应没有调节作用。从针对涉小贷款的回归结果来看, $mc1\_c * MP^* D$ 的系数和 $mc2^* MP^* D$ 的系数同样不显著,这表明基于区域维度的银行竞争对定向降准政策引导小微企业信贷的效果没有调节作用,这与涉农样本的回归结果一致。因此总体而言,区域维度的银行竞争对定向降准政策效果的调节效应不明显。

表6 银行竞争的调节效应——基于区域维度

解释变量	农业/非农		小微/大型	
	因变量: Loan			
$MP^* D$	0.0136 (0.0193)	0.0560 (0.1243)	0.0293* (0.0158)	0.0325 (0.0205)
$mc1\_c * MP^* D$	-0.0250 (0.0326)		0.0030 (0.0087)	
$mc2^* MP^* D$		0.0848 (0.1251)		-0.0070 (0.0341)
时间效应	有	有	有	有

<sup>1</sup> 表6第(1)列和第(3)列报告了使用金融业竞争指数连续变量 $mc1$ 的回归结果,其中第(1)列针对涉农贷款,第(3)列针对涉小贷款。表6第(2)列和第(4)列报告了使用金融业竞争指数虚拟变量 $mc2$ 的回归结果,其中第(2)列针对涉农贷款,第(4)列针对涉小贷款。

续表

解释变量	农业/非农		小微/大型	
	因变量: Loan			
<i>Constant</i>	-0.6543 *** (0.2295)	-0.6785 *** (0.2140)	0.1522 (0.2181)	0.1572 (0.2222)
<i>Observations</i>	897	893	960	960
<i>R-squared</i>	0.8358	0.8334	0.0704	0.0699

注:为节省篇幅,此处只对核心变量的实证结果作报告。表中 mc1、mc2 的含义如表 1 所示;\* 表示在 10% 水平显著,\*\* 表示在 5% 水平显著,\*\*\* 表示在 1% 水平显著。括号内为稳健标准误。

表 5 与表 6 的实证结果表明,基于时间维度的银行竞争对定向降准政策的正向调节作用与“竞争度—稳定性”学说以及银行竞争引发的“模仿效应”较为吻合。基于区域维度的银行竞争并没有这种效果,我们认为原因可能在于:一方面,随着我国金融业的发展,各省份金融市场发展的差异日趋缩小,地域差异对企业进行信贷融资的约束力在不断减弱;另一方面,上市公司跨区域贷款的现象也会削弱区域竞争差异带来的影响。

### 3. 稳健性检验<sup>1</sup>

为确保前述实证分析结果的可靠性,本文进行如下稳健性检验。

一是更换涉农贷款研究样本以及更换匹配变量。本文从 A 股选取农业企业,以资产规模、营业收入增长率和资产收益率作为匹配变量,在新三板挂牌企业中重新匹配对照组。实证结果与前文基本一致。

二是更换涉小贷款研究样本。本文从 A 股上市公司和新三板挂牌企业中随机选取 78 家大型企业作为对照组。稳健性检验结果与前文完全一致。

## 五、结 论

本文首先基于微观企业数据,从三农贷款和小微企业贷款方面分别探索了定向降准政策产生的“普惠”效应。其次,本文以定向降准政策的影响机制为依据,引入银行竞争因素,对其在定向降准政策中发挥的作用进行了探讨。经过实证分析,本文得出以下结论:1. 定向降准政策具有“普惠”效应,可以有效促进三农企业和小微企业获取信贷资源。原因可能在于定向降准政策同时具备总量微调效应和结构调整效应:首先,其总量效应增加了市场流动性,营造了适宜的信贷环境,改善了资金面状况;其次,其结构效应改变了央行和商业银行资产负债表的规模和结构,而商业银行基于利润最大化目标下的资产组合重新配置促进了定向部门信贷资源的获取;最后,定向降准政策带来的银行信贷扩张,有效促进了金融发展与金融竞争,从而也提升了银行对三农、小微企业的服务质量。2. 银行竞争可以在一定程度上增强定向降准政策的“普惠”效应。具体而言,基于时间维度的

<sup>1</sup> 为节省篇幅,本文未报告稳健性检验的实证结果,如有需要,可向作者索要。

银行业竞争对定向降准的“普惠”效应的正向调节作用较为明显,而基于区域维度的银行业竞争对定向降准政策效果的影响并不明显。

基于以上研究结论,本文给出以下几点政策启示:第一,鉴于定向降准政策产生的“普惠”效应,可以适当增加对定向降准政策的运用,强化对特定领域的信贷支持,促进农业企业和中小微企业等定向部门获取银行信贷资源,改善经济发展中的不均衡现象,促进经济结构改革顺利进行,同时促进我国“普惠”金融的发展,保证宏观经济的平稳运行和健康发展。第二,由于竞争环境的变化会改变商业银行的经营行为和信贷决策,从而影响定向降准政策的“普惠”效应,因此在实施定向降准政策的同时,需要适当促进银行业的竞争发展,发挥银行竞争的正向调节作用,强化定向降准政策“普惠”的效应。第三,央行一方面需要建立与定向降准政策相适应的激励机制,对于符合政策调控要求的商业银行提供适当的激励措施;另一方面,也需要加强事后监督,对银行纳入定向降准政策操作范围后的信贷行为进行适当有效监督,以更好地控制定向降准政策释放资金的流向。第四,由于目前我国定向降准政策实施的信息披露程度较低,尤其是央行与银行之间的操作数据都未进行披露,这种信息的不透明,可能会影响定向降准政策的市场信号传导效果,从而改变市场预期。因此,央行需要提高定向降准政策实施的信息透明度,增加对操作对象、各银行获取资金规模以及各银行资金流向等相应数据的披露,这不仅有利于市场信号的传导,也方便事后监督。

当然,本文从企业信贷数据出发探索了定向降准政策的调控效果,选取的样本主要为沪深A股上市公司以及新三板挂牌企业,未上市公司和未挂牌企业并未包含在内。在衡量时间维度的银行竞争程度时,银行数据的选取只包括A股上市银行,未上市的城市商业银行、农村金融机构以及其他非银行金融机构并不包含在内。上述均囿于数据可得性和数据量有限等因素,相信未来随着我国信贷市场数据的积累以及信息披露制度的完善,这一领域的研究会更加全面和深入。

## 参考文献

- [1]陈伟光和李隽 2007,《商业银行体系稳定性与竞争程度之测度研究》,《现代财经—天津财经大学学报》第4期,第14~18页。
- [2]楚尔鸣、曹策和许先普 2016,《定向降准对农业经济调控是否达到政策预期》,《现代财经》第11期,第3~10页。
- [3]邓柏峻、李仲飞和张浩 2014,《限购政策对房价的调控有效吗》,《统计研究》第11期,第50~57页。
- [4]郭晔和赖章福 2010,《货币政策与财政政策的区域产业结构调整效应比较》,《经济学家》第5期,第67~74页。
- [5]胡莹和仲伟周 2010,《资本充足率、存款准备金率与货币政策银行信贷传导——基于银行业市场结构的分析》,《南开经济研究》第1期,第128~139页。
- [6]黄隽 2007,《银行竞争与银行数量关系研究——基于韩国、中国和中国台湾的数据》,《金融研究》第7期,第78~93页。
- [7]冀志斌、周先平和董迪 2013,《银行集中度与银行业稳定性——基于中国省际面板数据的分析》,《宏观经济研究》第11期,第37~45页。
- [8]黎齐 2017,《中国央行定向降准政策的有效性——基于双重差分模型的实证研究》,《财经论丛》第4期,第37~46页。

- [9]李连发和辛晓岱 2009,《外部融资依赖、金融发展与经济增长:来自非上市企业的证据》,《金融研究》第2期,第73~86页。
- [10]李连发和辛晓岱 2012,《银行信贷、经济周期与货币政策调控:1984—2011》,《经济研究》第3期,第102~111页。
- [11]李连发 2016,《提高金融服务实体经济效率:基于流动性理论的分析》,《郑州大学学报(哲学社会科学版)》第4期,第39~42页。
- [12]林朝颖、黄志刚、杨广青和杨洁 2016,《基于企业视角的定向降准货币政策调控效果研究》,《财政研究》第8期,第91~103页。
- [13]刘洋 2011,《不同银行业结构下的货币政策传导效果研究》,《统计与决策》第6期,第141~145页。
- [14]刘伟和苏剑 2014,《“新常态”下的中国宏观调控》,《经济科学》第4期,第5~13页。
- [15]刘洋和张浩祺 2013,《银行业市场结构对货币政策效果的影响》,《当代经济研究》第6期,第68~74页。
- [16]卢岚和邓雄 2015,《结构性货币政策工具的国际比较和启示》,《世界经济研究》第6期,第3~11页。
- [17]马理和刘艺 2014,《借贷便利类货币政策工具的传导机制与文献述评》,《世界经济研究》第9期,第23~27页。
- [18]马理、刘艺和何梦泽 2015,《定向调控类货币政策的国际比较与我国的对策》,《经济纵横》第10期,第107~112页。
- [19]马理、姜田田和牛慕鸿 2015,《定向降准与商业银行行为选择》,《金融研究》第9期,第82~95页。
- [20]马理、潘莹和张方舟 2017,《定向降准货币政策的调控效果》,《金融论坛》第2期,第46~55页。
- [21]彭俞超和方意 2016,《结构性货币政策、产业结构升级与经济稳定》,《经济研究》第7期,第29~42页。
- [22]钱雪松 2008,《公司金融、银行业结构和货币传导机制》,《金融研究》第8期,第13~28页。
- [23]汪仁洁 2014,《货币政策的阶段性特征和定向调控选择》,《改革》第7期,第15~24页。
- [24]王志强和熊海芳 2013,《银行竞争、异质因素与货币政策效果》,《财经问题研究》第9期,第53~61页。
- [25]伍桂和何帆 2013,《非常规货币政策的传导机制与实践效果:文献综述》,《国际金融研究》第7期,第18~29页。
- [26]张翠微 2010,《从公开市场操作的发展变化分析主要国家央行非常规货币政策的退出机制》,《金融研究》第1期,第67~76页。
- [27]张亦春和胡晓 2010,《非常规货币政策探讨及金融危机下的实践》,《国际金融研究》第3期,第27~33页。
- [28]徐加根和陈恪 2011,《市场结构、银行绩效与理财产品市场稳定——基于12个城市数据的实证研究》,《宏观经济研究》第10期,第57~62页。
- [29]杨雪峰 2015,《中美非常规货币政策比较:理论与实践》,《学术交流》第6期,第120~123页。
- [30]殷孟波和石琴 2009,《金融业全面开放对我国银行业竞争度的影响——基于 Panzar-Rosse 模型的实证研究》,《财贸经济》第11期,第12~18页。
- [31]孙欧、刘志新和庞欣 2015,《上市银行政府持股比例与货币政策传导效率——基于中国银行数据的分析》,《管理评论》第5期,第19~28页。
- [32] Alencar, L. S., and M. I. Nakane. 2004. "Bank Competition, Agency Costs, and the Performance of the Monetary Policy", *Working Papers*, 66(1): 81~100.
- [33] Amidu, M. and S. Wolfe. 2013. "The Effect of Banking Market Structure on the Lending Channel: Evidence from Emerging Markets", *Review of Financial Economics*, 22(4): 146~157.
- [34] Baglioni, A. 2007. "Monetary Policy Transmission under Different Banking Structures: The Role of Capital and Heterogeneity", *International Review of Economics and Finance*, 16(1): 78~100.
- [35] Baumeister, C. and L. Benati. 2012. "Unconventional Monetary Policy and the Great Recession - Estimating the Impact of a Compression in the Yield Spread at the Zero Lower Bound", *Working Paper*, 9(2): 97~102.
- [36] Bernanke, Ben, S., and Vincent R. Reinhart. 2004. "Conducting Monetary Policy at Very Low Short-Term Interest Rates." *American Economic Review*, 94(2): 85~90.
- [37] Boeckx, J., M. Dossche and G. Peersman. 2014. "Effectiveness and Transmission of the ECB's Balance Sheet Policies", *Cesifo Working Paper*, 69(35): 521~544.



- [38] Churm , R. , A. Radia , J. Leake , S. Srinivasan and W. Richard. 2012. “The Funding for Lending Scheme” . *Bank of England Quarterly Bulletin* , ( 4 ) : 306 ~ 320.
- [39] Gagnon , J. , M. Raskin , J. Remache and B. Sack. 2011. “The Financial Market Effects of the Federal Reserve’s Large – Scale Asset Purchases” , *International Journal of Central Banking* , 7( 1 ) : 3 ~ 43.
- [40] Gunji , H. , K. Miura. and Y. Yuan. 2009. “Bank Competition and Monetary Policy” , *Japan and the World Economy* , 21 ( 1 ) : 105 ~ 115.
- [41] Guntner , J. H. F. . 2009. “Competition Among Banks and the Pass – Through of Monetary Policy” , *Economic Modelling* , 28( 9035 ) : 1891 ~ 1901.
- [42] Joyce , M , A. Lasasoa , I. Stevens and M. Tong. 2010. “The Financial Market Impact of Quantitative Easing” , *Social Science Electronic Publishing* , 7( 393 ) : 113 ~ 161.
- [43] Mojon , B. . 2001. “Financial Structure and the Interest Rate Channel of the ECB Policy” , *Social Science Electronic Publishing* , 40: 22 ~ 25.
- [44] Swanson , E. T , L. Reichlin and J. H. Wright. 2011. “Let’s Twist Again: A High – Frequency Event – Study Analysis of Operation Twist and Its Implications for QE2” , *Brookings Papers on Economic Activity* , ( 1 ) : 151 ~ 207.

## **The Inclusive Effects of Targeted RRR Cuts against the Background of Bank Competition: An Empirical Analysis Based on Corporate Data from Mainland China**

GUO Ye XU Fei SHU Zhongqiao

( School of Economics/The Wang Yanan Institute for Studies in Economics , Xiamen University;  
Bohai Securities Co. , Ltd; School of Economics , Xiamen University)

**Summary:** After several decades of a “scale – type extensive growth” development pattern , China’s economic development has reached a new normal in which the main policy objectives are to guide the transformation and upgrading of enterprises and the rational allocation of financial resources , and to resolve the contradictions in the economic structure. In this context , China’s central bank has created innovative operating tools for its monetary policy , such as the targeted RRR cuts. This paper empirically tests the “inclusive” effect of the targeted RRR cuts and further explores their relationship with bank competition.

We divide the orientation sector into agriculture – related enterprises and small and micro enterprises. Based on the macro data and enterprise credit data in Wind , the enterprise microdata in CSMAR , and the monetary policy data in the People’s Bank of China for the 2011 to 2017 period , we use the propensity score matching ( PSM ) method to select the control group and the DID method to check whether implementation of the RRR cuts influenced the credit resources of the so – called “vulnerable sectors” such as agriculture and small and micro enterprises , thus achieving the intended “inclusive” effect. Furthermore , on account of the mechanism of the target RRR cuts , this paper introduces time and regional dimensions for bank competition into the empirical model , and then analyzes the impact of bank competition on the “inclusive” effect of the targeted RRR cuts. To exclude the interference of other policies , we choose the second half of 2011 as the policy implementation time point , and conduct a counterfactual test. The result is not significant , which indirectly

indicates the robustness of the previous empirical results. In addition, we conduct a rigorous robustness test by changing the sample. For the sample of agriculture-related enterprises, we select agricultural enterprises from the A-shares, and find matching non-agricultural enterprises among the New OTC Market listed enterprises to obtain 27 agricultural-related samples. For small and micro-enterprise samples, we randomly select 78 large enterprises from China's A-shares and the New OTC Market as the control group. The results of the robustness test are not significant, thus confirming the conclusions of our main research.

Our results show that China's targeted RRR cuts have an "inclusive" effect by promoting agricultural enterprises and small and micro enterprises to obtain credit resources. Moreover, bank competition can positively enhance the "inclusive" effect of targeted RRR cuts to some extent. The impact of bank competition is more obvious in the time dimension, but has no regulatory effect in the regional dimension. Therefore, it is beneficial to appropriately increase the use of targeted RRR cuts and promote the development of the banking industry to adjust the economic structure and develop "inclusive finance."

Our analysis contributes to the literature by empirically testing the "inclusive" effect of the targeted RRR cuts using firm micro data by means of the propensity score matching and difference-in-differences methods. This firm-level study with the latest data on China's A-shares and the New OTC Market also makes up for the lack of micro-data support in the existing research. Finally, we introduce bank competition according to the mechanism of targeted RRR cuts, not only as a test of the relationship between bank competition and policy control, but also to further explore the factors influencing the "inclusive" effect of the targeted RRR cuts. Subsequent research could be extended in the following ways. First, research on the bank-level data would be useful, especially the relationship between the targeted RRR cuts and bank risk-taking based on credit channels and risk-taking channels. Second, starting with the signal transmission channel, researchers could analyze whether, when approaching the implementation standards of the targeted RRR cuts, the bank will significantly adjust its credit structure in accordance with the policy. Third, from the perspective of competition and concentration of the banking industry, banking market structures could be examined to find the best match for the monetary policy operation. Fourth, further study of the relationship between targeted RRR cuts and industrial restructuring is needed, and analysis of the dynamic adjustment between the targeted RRR cuts, "inclusive finance," corporate credit, and investment.

**Keywords:** Targeted RRR Cuts, Monetary Policy, Inclusive Effects, Bank Competition

**JEL Classification:** C23, E52, P34, Q18

(责任编辑: 林梦瑶) (校对: ZL)