

分类号 _____
U D C _____

密级 _____
编号 10741

兰州财经大学

LANZHOU UNIVERSITY OF FINANCE AND ECONOMICS

硕士学位论文

论文题目 利率市场化对中小企业融资成本的影响研究
——兼论货币政策利率传导机制的作用

研究生姓名: 朱艳芳

指导教师姓名、职称: 王霞 教授

学科、专业名称: 应用经济学、金融学

研究方向: 金融投资

提交日期: 2021年5月25日

独创性声明

本人声明所呈交的论文是我个人在导师指导下进行的研究工作及取得的研究成果。尽我所知，除了文中特别加以标注和致谢的地方外，论文中不包含其他人已经发表或撰写过的研究成果。与我一同工作的同志对本研究所做的任何贡献均已在论文中作了明确的说明并表示了谢意。

学位论文作者签名： 朱艳芳 签字日期： 2021年5月25日

导师签名： 王霞 签字日期： 2021年5月25日

关于论文使用授权的说明

本人完全了解学校关于保留、使用学位论文的各项规定， 同意（选择“同意” / “不同意”）以下事项：

- 1.学校有权保留本论文的复印件和磁盘，允许论文被查阅和借阅，可以采用影印、缩印或扫描等复制手段保存、汇编学位论文；
- 2.学校有权将本人的学位论文提交至清华大学“中国学术期刊（光盘版）电子杂志社”用于出版和编入CNKI《中国知识资源总库》或其他同类数据库，传播本学位论文的全部或部分內容。

学位论文作者签名： 朱艳芳 签字日期： 2021年5月25日

导师签名： 王霞 签字日期： 2021年5月25日

**Research on the Impact of Interest Rate
Liberalization on the Financing Cost of
Small and Medium-sized Enterprises
——also on the Role of the Interest Rate
Transmission Mechanism of Monetary
Policy**

Candidate : Zhu Yanfang

Supervisor : Wang Xia

摘 要

中小企业是我国经济的主力军，而融资难、融资贵是其面临的主要问题，针对这个问题，2013年十八届三中全会在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中提出利率市场化改革要求，以及2019年8月16日，国务院常务会议明确要求运用市场化改革办法推动实际利率水平明显降低和解决实体经济融资难问题。因此，我国推进利率市场化以此来解决中小企业的融资问题。随着利率市场化的推进，我国货币政策进行调控方式的转型，在此框架下，LPR改革形成了新的利率传导途径，因此，利率传导机制在利率市场化影响中小企业融资成本的过程中发挥了桥梁作用。基于此，本文的研究对于深化利率市场化改革、降低中小企业的融资成本以及强化货币政策利率传导机制的引导作用具有一定的理论和实践意义。

首先，本文在理论分析的基础上，阐述了利率市场化通过利率传导机制来影响中小企业融资成本的机理。其次，选取300家中小企业和300家大企业运用双重差分法进行准自然实验，分别检验了2013年LPR推出和2019年LPR改革影响中小企业融资成本的政策效应。此外，从货币政策利率传导机制的角度出发，以上文选取的300家中小企业为研究样本，运用面板回归模型分析不同阶段利率市场化通过利率传导渠道影响中小企业融资成本的效果，并分析了货币政策利率传导机制的作用。研究发现：与大型企业相比，2013年LPR推出提高了中小企业的融资成本，2019年LPR改革降低了中小企业的融资成本；对比两次改革的影响效果发现，与2013年LPR推出相比，2019年LPR改革发挥了降低中小企业融资成本的正向引导作用。长期来看，随着货币政策框架的转型，利率市场化通过突破货币政策利率传导阻碍，降低了中小企业的融资成本，其中，利率传导机制推动了合理定价并发挥了正向引导作用。最后，本文提出了相应的政策建议：第一，完善信息披露制度；第二，制定倾向于中小企业的政策；第三，完善商业银行FTP机制；第四，加强资本市场建设；第五，深化利率市场化改革；第六，推进货币政策框架转型。

关键词：利率市场化改革 中小企业融资成本 货币政策 利率传导机制

Abstract

Small and medium-sized enterprises are the mainstay of China's economy, while financing difficulties and expensively funded costs are the main problems they are facing. For this problem, the 18th Third Plenary Session of the Central Committee propose the claims of interest rate market reform in the Decision of the Central Committee of the Communist Party of China on Several Major Issues of Comprehensively Deepening Reform in 2013. On August 16, 2019, the State Council executive meeting specifically demanded the use of market-oriented reform methods to promote an obvious reduction in the level of real interest rates and solve the financing difficulties of the real economy. In this way, China accelerates interest rate marketization to settle the financing matters of SMEs. With the boost of marketization, China's monetary policy is being transformed into a regulated mode. Under this framework, the reform of the LPR has formed a new way of transmitting interest rate. Therefore, the interest rate conduction mechanism has played a part in connecting the process where interest rate reform influences the financing cost. So the study of this paper has certain value for propelling interest rate marketization, decreasing the financing expense of SMEs, and intensifying the role of interest rate transmission mechanism theoretically and practically.

First, on the basis of theoretical analysis, this paper expounds the

theory that interest rates marketing through interest rates gear mechanism influences financial cost of SMEs. Next, apply the method of double differential structurally natural experiment, respectively check LPR 2013 and 2019 LPR reforms to influence the cost of financed small and medium undertakings political effect for 300 home ventures small business and three large undertakings. And with monetary policies interest rates transmission mechanism, using a regression model for analysis the effectiveness of marketing processes at various stages of interest rates through interest rate transmission channels, influencing the cost of financing SMEs. This statistic result was investigated and found: with large enterprises to compare, the introduction of LPR in 2013 increased the financing cost of SMEs, and the reform of LPR in 2019 reduced its cost. By comparing the results of the two reforms, it reveals that the reforms the 2019 LPR played a guiding role directly and correctly in cutting down the financing expense of SMEs compared to their launch in 2013. Taking the long view, as the monetary policy frame shifts, the interest rate marketization lowers the financing cost of SMEs by making a breakthrough at the block of interest rate conduction which drives fair pricing and play positive-going function. The policy proposals are as follows: first, complete the information disclosure system; secondly, prefer SMEs policy making; third, improve the FTP mechanism of commercial banks; fourth, reinforce construction of capital markets; fifth, impel interest

rate marketization reform;sixth,promote the transformation of monetary policy framework.

Keywords:Interest rate marketization reform; Financing cost of SME; Monetary policy; Interest rate transmission mechanism

目 录

1 绪论	1
1.1 研究背景与意义.....	1
1.1.1 研究背景.....	1
1.1.2 研究意义.....	2
1.2 国内外文献综述.....	3
1.2.1 关于利率市场化改革的研究.....	3
1.2.2 利率市场化对中小企业融资成本的影响研究.....	4
1.2.3 关于货币政策利率传导机制的研究.....	5
1.2.4 货币政策利率传导机制对中小企业融资成本的影响研究.....	5
1.2.5 文献述评.....	6
1.3 研究的方法与内容.....	7
1.3.1 研究方法.....	7
1.3.2 研究内容.....	8
1.4 创新与不足之处.....	10
1.4.1 可能的创新之处.....	10
1.4.2 不足之处.....	10
2 理论基础	11
2.1 金融与经济发展理论.....	11
2.1.1 金融深化理论.....	11
2.1.2 金融抑制理论.....	11
2.2 融资成本相关理论.....	12
2.2.1 信息不对称.....	12
2.2.2 信贷配给理论.....	13
2.3 货币政策传导机制理论.....	14
2.3.1 信贷传导机制理论.....	14
2.3.2 利率传导机制理论.....	16
2.3.3 货币政策框架转型与货币政策利率传导机制理论.....	16

3 利率市场化影响中小企业融资成本的理论分析	19
3.1 利率市场化改革进程.....	19
3.2 我国中小企业融资现状.....	20
3.2.1 我国中小企业融资渠道.....	20
3.2.2 我国中小企业融资成本.....	21
3.3 利率市场化影响中小企业融资成本的机理分析.....	21
3.3.1 利率市场化影响中小企业融资成本的机理.....	22
3.3.2 利率市场化通过货币政策利率传导渠道影响中小企业融资成本的机理.....	25
4 利率市场化影响中小企业融资成本的实证检验	28
4.1 模型构建.....	28
4.1.1 变量选取.....	28
4.1.2 数据说明.....	29
4.1.3 模型构建.....	30
4.2 2013 年 LPR 推出对中小企业融资成本的影响.....	30
4.2.1 2013 年 LPR 推出影响中小企业融资成本的实证结果.....	31
4.2.2 稳健性检验.....	32
4.3 2019 年 LPR 改革对中小企业融资成本的影响.....	33
4.3.1 2019 年 LPR 改革影响中小企业融资成本的实证结果.....	33
4.3.2 稳健性检验.....	35
5 货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的实证检验	36
5.1 研究说明.....	36
5.1.1 变量选取.....	36
5.1.2 数据说明.....	37
5.1.3 模型构建.....	37
5.2 货币政策利率传导机制对中小企业融资成本的影响.....	38
5.2.1 货币政策利率传导机制的实证结果.....	39
5.2.2 稳健性检验.....	43

6 结论与建议	45
6.1 结论.....	45
6.2 政策建议.....	45
参考文献	48
后记	52

1 绪 论

1.1 研究背景与意义

1.1.1 研究背景

融资问题始终制约着中小企业的发展，因此，解决融资问题至关重要。通常情况下，中小企业通过银行融资，金融机构的定价能力决定了融资成本的高低和难易程度，但是信贷歧视问题造成了不平衡定价，信息不对称影响银企关系，使得信贷配置效率低下；另外，金融体制扭曲造成市场分割、利率双轨制，利率双轨运行导致利率传导不畅，这种情况下，信贷歧视和信息不对称问题使得商业银行对中小企业的贷款定价较高。总的来说，信息不对称、信贷歧视和金融双轨制是影响中小企业融资的重要原因。90%的中小企业为我国贡献了 60%的 GDP（李欣航、高洋鸽，2020），资金问题是其发展短板，因此，推进利率市场化是必然趋势。在货币政策向价格型调控方式转变的大框架下，利率市场化通过改善货币政策利率传导机制，减小利率在商业银行体系内传导的阻碍，从而降低中小企业融资成本。

由于信息不对称问题，商业银行基于风险和收益考虑，不能贷款给中小企业，或者贷款成本较高；同时，金融机构体系内普遍存在信贷歧视现象，在存在信贷管制时，信贷资金有限而需要资金的企业多，与大企业相比，中小企业很难获得贷款或者获得贷款的成本较高。另外，金融体系存在利率管制，催生了利率双轨制，信息不对称、信贷歧视和利率双轨制的共同作用推高了中小企业的融资成本。当然，利率双轨是利率市场化的产物，图 1.1 反映了近年来 Shibor 与 LPR 利率的走势^①，Shibor 代表货币市场利率，LPR 代表贷款市场利率，由图可以看出，货币市场利率和贷款市场利率基本在两条不同轨道上运行，贷款市场利率远远高于货币市场利率的利率，平均高 2%。究其原因，金融市场体制运行固化，不同市场之间的关联效应较小，使得货币政策无法通过利率传导渠道调控中小企业融资成本，因此，“双轨合一轨”是利率市场化最关键的一步。

^① 数据从上海银行间同业拆放利率官网搜索整理所得，利率均为一年期。

我国从货币政策出发引导利率下降切实缓解中小企业的融资问题,信贷政策和利率政策均属于货币政策。信贷政策通过扩大信贷资金降低资金成本,数量政策不易控制,且传导效果不佳。因此,我国寻求货币政策框架转型,利率政策是监管当局致力于普遍降低中小企业债务融资成本的最有效手段。在利率政策方面,我国利率市场化遵循渐进式原则,从上世纪九十年代开始对贷款利率开启浮动管理,2013年实现自由浮动,建立并完善LPR机制致力于建立基准利率。利率市场化有助于实现资金的最优配置,利率市场化的渐进式改革为我国利率“双轨合一轨”打下坚实基础,本次LPR改革旨在突破货币政策在利率渠道传导的障碍,从而降低中小企业融资成本。但是利率市场化影响中小企业融资成本的效果究竟如何,利率市场化如何通过利率传导渠道影响中小企业融资成本,以及货币政策利率传导机制在其中发挥什么作用,这些问题还需要深入研究。基于此,本文研究利率市场化改革影响中小企业融资成本的机制及政策效应,进一步研究货币政策利率传导机制的作用。

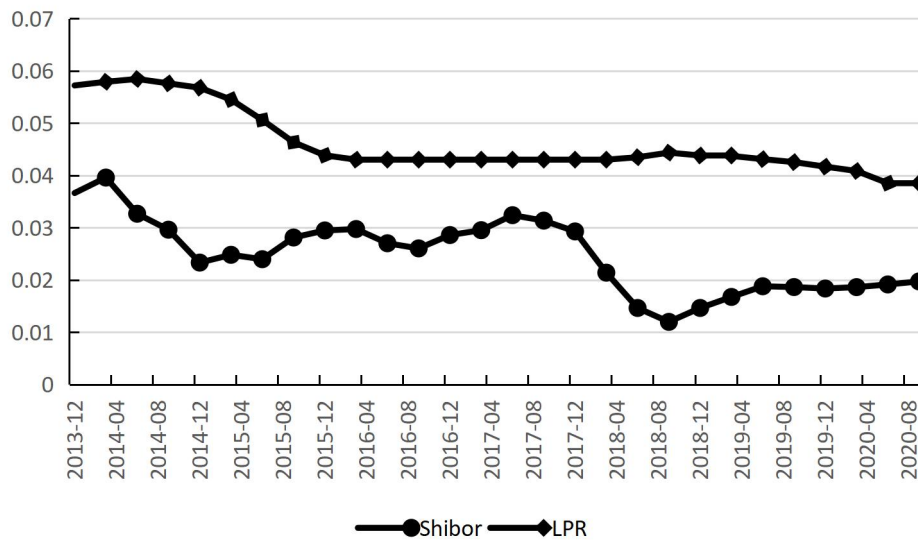


图 1.1 Shibor 与 LPR 走势图

1.1.2 研究意义

(1) 理论意义

理论意义主要体现在以下几个方面:一是以基准利率推进贷款利率市场化改革,在贷款利率市场化改革中构建基准利率,使贷款利率市场化改革与基准利率

构建相辅相成；二是本文以 LPR 改革为先决条件，研究我国利率市场化改革影响中小企业融资成本的政策效应，在学术角度对利率市场化改革有一定的参考价值，并对“双轨合一轨”的理论研究具有推动作用；三是将货币政策利率传导机制作为融资成本的影响机制，把利率传导与商业银行贷款定价结合起来，奠定了货币政策利率传导机制的作用；四是推动货币政策框架转型的理论研究。

（2）实践意义

本文的实践意义在于：第一，本文研究 LPR 改革的政策效应以及货币政策利率传导的效果，为接下来进一步推动贷款利率市场化改革工作提供良好条件；第二，为今后降低中小企业融资成本提供了新的途径；第三，以 LPR 改革为基础的货币政策效果直接影响到未来贷款市场的发展趋势，本文研究对于推动我国货币政策的深入落实，推进利率市场化具有一定的实践意义。

1.2 国内外文献综述

1.2.1 关于利率市场化改革的研究

关于利率市场化改革的研究，早期刘金山和何祎（2014）对国内外的利率市场化进程分别进行梳理，研究发现我国的市场化相对较落后，美国的成熟经验值得我们借鉴；随后运用赋值法对我国利率市场化程度进行测度，结果发现值为 80.64%左右，表明我国基本实现市场化，但是距离完全市场化仍然存在一定空间。因此，进一步推进利率市场化改革的工作不容滞缓，LPR 改革是利率市场化的关键一步。对于 LPR 机制的研究，梁斯（2020）指出 2013 年推出的 LPR 机制存在很多问题，比如没有确立 LPR 的硬性使用规则，而且与市场利率的相关性不高。汤奎（2020）也基于 LPR 改革分析了 2013 年推出 LPR 机制对利率引导的作用，发现 LPR 机制没有真正发挥功能；直到 2019 年提出改革之后的一切现象表明，市场机制本身存在较大限制，LPR 机制必须不断改革，因此 LPR 机制发挥作用之前各项工作均是过渡。对于 LPR 改革，了解 LPR 改革的意义及 LPR 机制的内涵后，张博和朱珠（2019）提出新版 LPR 应用的政策建议，孙丽和朱律（2020）分析了 LPR 在利率传导机制中的角色，以及新版 LPR 的变革和使命担

当。普华永道中国（2020）回顾 2019 年银行业发展并展望未来，认为在当前经济不稳定情况下，银行业更应该“稳”字当头，切实推动 LPR 改革。

那么，进行利率市场化改革的原因是什么呢？只有清楚地认识到利率市场化的初衷，才能更好地开展改革工作，给市场信心。有很多学者对此进行了研究，Abiad 等（2010）认为中国存在金融抑制现象，因为金融管制使得资源配置不平衡，导致利率扭曲与市场分割（杨伟中等，2018），市场分割使得货币市场运行与存贷款市场运行相分离，这种金融双轨制运行降低了金融市场的效率（代凯等，2019）。价格管制的实施导致市场利率与均衡利率偏离，而数量管制即信贷限额框架下资源有限，导致竞争激烈，资金供给不足，而企业的需求旺盛，因此议价能力较低的企业只能寻求其他其他融资渠道，如商业信用、民间借贷（Petersen 和 Rajan，1997；Biais 和 Gollier，1997），这又加剧了金融双轨制。

此外，战明华（2013）认为非均衡信贷配置即信贷歧视（杨笋等，2017）在金融机构内普遍发生，特别是对于中小企业、非国有企业、新兴行业，例如，与国有企业相比，非国有企业难以获得贷款（卢峰等，2004；Allen 等，2005）；与大企业相比，中小企业总是存在较大融资约束。梳理发现，金融双轨制和信贷歧视是影响中小企业融资的重要外部因素，因此进行利率市场化改革并以此纠正金融体制之路势在必行。

1.2.2 利率市场化对中小企业融资成本的影响研究

在研究内容方面，已有文献主要以贷款利率市场化改革节点为切入点进行研究，如王东静和张祥建（2007）研究了 2004 年取消贷款利率上限对企业融资的影响，陈胜蓝和马慧（2018）结合 2004 年和 2013 年（贷款利率上限取消）的动作研究了利率市场化对企业的影响。对于利率市场化的影响来说，有学者认为利率市场化降低了中小企业融资成本（Rajan and Zingales，1999；李科和徐龙炳，2011），而杨昌辉和张可莉（2016）研究发现利率市场化提高了民营企业的融资成本。文献中关于 2013 年推出 LPR 机制的研究较少，LPR 改革具有里程碑式意义，大多数学者集中于 LPR 改革的研究，比如王志鹏（2020）通过逻辑推理得出，LPR 有助于降低实体经济融资成本。

在研究方法方面，已有文献主要采取 CQMM 模型政策模拟、面板模型等。例如，“中国季度宏观经济模型（CQMM）”课题组（2020）通过 CQMM 模型模拟 LPR 改革的宏观经济效应，政策模拟的结果发现，推进 LPR 改革后市场利率的下降具有正向效应。张伟华等（2018）建立面板模型，研究发现利率市场化改革进程对企业融资成本有降低作用。在以往研究中，多使用双重差分法（DID）检验一项法案执行或一项改革的政策效应，双重差分法的优势在于不用考虑内生性问题，且前提是适用于自然实验或者准自然实验，而利率市场化改革的推进为构建准自然实验创造了条件，因此本文采取双重差分法研究利率市场化改革对中小企业融资成本的影响，结论具有一定的科学性。

1.2.3 关于货币政策利率传导机制的研究

黄晶（2020）界定了货币政策利率传导机制的涵义，其包含多种渠道，利率渠道只是其中一种。关于货币政策利率传导机制的研究，主要集中在有效性和传导效率方面。在有效性方面，徐忠（2018）认为金融双轨制使货币政策利率传导有效性降低。在传导效率方面，郭豫媚等（2016、2018）认为利率市场化提高了利率渠道的传导效率，徐宁等（2020）通过划分不同市场化程度对利率传导的有效性和传导效率进行研究，发现利率市场化提升了利率的宏微观传导效率，市场化程度越高，传导效率越高。黄佳琳和秦凤鸣（2020）研究指出，金融机构的利率定价能力越强，利率传导效率越高。由此可知，利率传导效率与利率市场化程度、利率定价能力有关，但是何德旭和余晶晶（2019）在分析货币政策传导存在的问题时发现，货币政策利率传导渠道存在阻塞，特别是在银行端不畅通，导致货币政策的实施无法降低企业的融资成本，特别是中小企业的融资成本；解决方法之一是调整货币政策框架。李成和吕昊旻（2019）梳理了货币政策转型的理论逻辑，强调了货币政策转型对于疏通利率传导渠道的重要意义。

1.2.4 货币政策利率传导机制对中小企业融资成本的影响研究

在理论研究方面，张英杰等（2015）学者认为导致企业融资难的原因是不同市场、不同期限的利率传导机制不畅通。李良松和傅勇（2015）以名义贷款利率作为融资成本，分析利率传导如何影响融资成本，研究发现传导机制的核心是贷

款基准利率，随着货币政策调控方式的转变，利率传导过程降低了中小企业融资成本。然而，Mishkin（2011）等研究指出，名义利率中包含通货膨胀率，起作用的是实际利率。王思禹（2019）以债券市场为例，研究货币政策利率传导机制影响不同体制企业融资成本的效果，结果发现货币政策利率传导机制对国企的影响较大，对民营企业的影响较小，随着利率市场化，利率传导机制有利于降低国企的融资成本，货币政策效果在体制内外存在差异。肖争艳和陈惟（2017）以银行借贷和民间借贷市场为主，研究货币政策影响中小企业融资成本的效果，结果发现，即使货币政策框架转型也无法降低中小企业的融资成本，并提出症结所在，即金融体制扭曲的根本问题没有解决。

在研究方法方面，主要采取 VAR 模型、DSGE 模型以及 OLS 回归分析等方法。VAR 模型的核心是脉冲响应分析（Berument、Froyen，2006；张雪莹等，2010），只是该模型中的单个变量系数所具有经济学意义不大；DSGE 模型强调个体最优，所具有的微观意义与货币政策的宏观冲击相悖，且该模型参数假设严格，实际效果不佳（陈彦斌、陈惟，2017）；OLS 回归分析方法的优势在于直观地反映变量之间的关系，变量的系数也具有直观的经济学意义（肖争艳等，2017）。基于此，本文采用回归分析方法，考虑到数据形式，本文采用面板模型研究货币政策变化对中小企业融资成本的影响。

1.2.5 文献述评

梳理已有文献可以看出：关于利率市场化改革的研究，已有文献多集中于利率市场化进展、内涵及意义、进行利率市场化改革的原因等方面的理论研究，较少学者对利率市场化程度进行测算。关于利率市场化对中小企业融资成本的影响研究，在理论研究方面，已有文献主要研究利率市场化改革节点对企业融资的影响，但是研究 LPR 机制推出和 LPR 改革的文献较少；在研究方法方面，已有文献主要采取 CQMM 模型政策模拟、面板模型等。对于货币政策的利率传导，现有文献主要集中于有效性和传导效率方面。关于货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的研究，在理论研究方面，学者们对于货币政策利率传导机制发挥的作用结论不一致；在研究方法方面，已有的文献主要采用 VAR 模型、DSGE 模型以及 OLS 回归分析等方法，经验表明，回归分析方法更具有经济学意义，

能够更好地反映货币政策与中小企业融资成本之间的关系。

综上所述，由于本次 LPR 改革推出的时间较短，关于 LPR 改革与中小企业融资成本的理论研究和实证研究均较少，本文借鉴利率市场化改革以往历程的研究，以此次 LPR 改革为切入点，并以 2013 年 LPR 推出作为对照，研究利率市场化影响中小企业融资成本的效果，补充和丰富了利率市场化的研究文献。其次，学者们对于货币政策利率传导机制的研究多集中在有效性和传导效率方面，研究货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的研究较少，且现有文献的结论不一致，鉴于此，本文进一步研究利率市场化通过货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的作用机理，以此为研究中小企业融资成本的影响机制增加了新的思路。

1.3 研究的方法与内容

1.3.1 研究方法

(1) 文献参考法。了解国内外的利率市场化改革、货币政策利率传导机制与企业融资成本的相关文献，结合相关理论，查阅、筛选、分类、整理和分析已有文献对利率市场化与企业融资成本之间关系的研究，并查阅央行政策研究和学者研究资讯，对利率市场化影响企业融资成本的趋势进行基础判断。作一定的理论知识储备后结合当前背景选题，并在前人研究基础上进行深入研究。

(2) 定性分析和定量分析方法。首先对利率市场化、通过利率传导机制影响中小企业融资成本的理论进行定性分析，在定性分析的基础上搜集大量经济数据增加论文说服力，对利率市场化改革影响中小企业融资成本的机制和政策效应以及货币政策利率传导路径进行定量分析。

(3) 实证研究和规范研究方法。本文利用 stata 软件建立面板回归模型、双重差分进行准确估计，通过实证分析检验利率市场化与中小企业融资成本之间的关系及影响途径，使针对机理的假设判断具有科学性和客观实证性。同时在实证研究的基础上，运用规范性研究方法对我国利率市场化改革影响中小企业融资成本的机理以及货币政策利率传导机制的作用进行逻辑阐述，并且为我国如何防范风险和降低中小企业融资成本提出一些针对性的政策建议。

1.3.2 研究内容

本文的研究内容主要包括以下六个部分：

第一章：绪论，主要阐述研究背景、意义和文献综述，并且论述了研究方法和内容，最后提出研究的创新与不足之处。

第二章：理论基础，分别介绍了金融与经济发展理论、企业融资成本以及货币政策传导机制理论，金融与经济发展理论有金融深化与金融抑制理论，与融资成本相关的理论有信息不对称、信贷配给理论，货币政策传导机制理论包括信贷传导机制、利率传导机制与货币政策框架转型理论。

第三章：利率市场化影响中小企业融资成本的理论分析，分为三个部分，第一，分析利率市场化改革进程；第二，分析我国中小企业融资现状；第三，分析利率市场化通过货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的机理分析。为下一章的实证研究做准备。

第四章：利率市场化影响中小企业融资成本的实证检验，本文选取 300 家中中小企业和 300 家大企业运用双重差分法构造准自然实验，对 2013 年 LPR 推出和 2019 年 LPR 换锚改革影响中小企业融资成本的政策效应分别进行实证检验，并进行比较分析。

第五章：货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的实证检验，本文以第四章选取的 300 家中中小企业作为研究样本，采用面板模型研究货币政策利率传导机制的作用，分析贷款利率在“MLF 利率→LPR 利率→贷款利率”传导过程中的阻滞程度，以及 LPR 改革降低中小企业融资成本的显著性。

第六章：结论与建议。

本文技术路线图如图 1.2 所示。

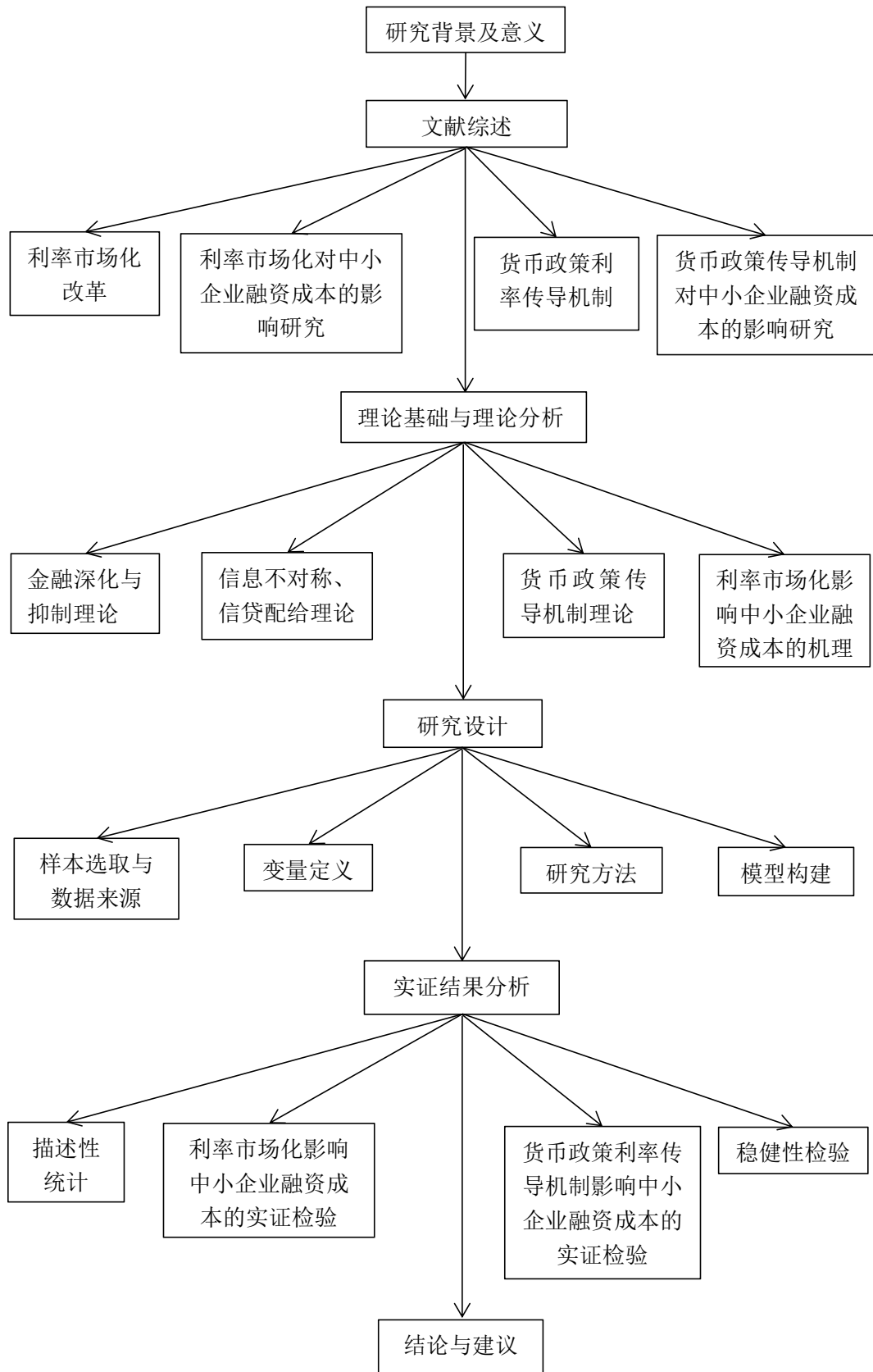


图 1.2 技术路线图

1.4 创新与不足之处

1.4.1 可能的创新之处

第一，研究方法具有一定新意。基于 2013 年 10 月 LPR 推出和 2019 年 LPR 进一步改革，本文运用双重差分法构建准自然实验分别研究两次改革影响中小企业融资成本的政策效应，并对比两次改革的影响效果，分析此次 LPR 改革的引导作用。需要指出的是，本文将研究区间设置为每次改革出台前后五个季度，属于短期性研究，与长期相比，短期内政策实施的冲击效果更大，短期分析更具有现实性。

第二，研究视角有所创新。将微观层面中小企业融资成本与货币政策宏观利率变量结合起来构建面板数据，从货币政策利率传导机制的角度出发，采用面板回归模型实证检验利率市场化通过利率传导机制影响中小企业融资成本的效果，解析贷款利率由宏观向微观传导的具体路径，以及分析利率传导“MLF-LPR-实际利率”的阻滞程度，并分析货币政策利率传导机制在其中发挥的作用。本文兼论货币政策利率传导机制的作用，在于体现新型利率形成机制的传导作用。

1.4.2 不足之处

第一，数据区间选取改革前后各五个季度的数据，实证结果只反映短期内的结果，由于 LPR 改革开展的时间较短，长期结论还需将来进一步研究；

第二，由于篇幅所限，且考虑到信贷传导机制具有其局限性，因此本文主要从货币政策利率传导机制角度进行研究，鉴于研究的全面性原则，今后还需从其他角度加以研究；

第三，在第五部分实证研究中，只是简单分析货币政策数量型工具的传导效应，没有展开分析数量型货币政策框架传导的具体路径，与价格型工具的研究相对，研究数量型工具的传导效应只是起对照作用。

2 理论基础

2.1 金融与经济发展理论

2.1.1 金融深化理论

Shaw 提出金融深化理论，他的研究强调金融市场的正向作用，认为金融市场能够优化金融结构，更好地调配金融资源，引导金融行为。应该充分发挥金融市场的服务功能，同时减少政府干预和管控措施，通过金融市场的自我调节推动经济正常增长。

2.1.2 金融抑制理论

Mckinnon 提出金融抑制理论，他认为，发展中国家体制不健全，金融的服务能力无法充分释放，造成金融市场所能提供的信贷资源无法匹配实际需求。在此情况下，政府干预取代了金融市场的自我调节作用，不合理地进行金融资源的分配，导致资金配置效率降低，金融结构中介功能萎缩，从而减缓投资，导致经济发展缓慢。在这些国家里，金融管制如利率管制程度过重，则抑制金融发展，从而抑制经济发展，金融抑制理论的一个观点是减少国家干预，取消金融管制，即金融自由化的政策理论。

关于金融抑制理论对我国经济现象的解释，黄晓艳（2017）在文章中指出，我国利率管制造成借贷价格扭曲。金融监管机构对名义利率设置上下限，使得利率变动无法反映市场真实资金供求状况。在利率管制下，实际利率较低，资金需求激增，资金供给不足，导致贷款利率较高。金融机构缺乏自主定价权，出于风险考虑，对中小企业的资金供给比较谨慎，中小企业往往难以较低成本获得贷款。

Shaw 和 Mckinnon（1973）的金融深化和金融抑制理论构成了一个比较完整的理论体系，这两种理论在某种程度上一脉相承，都强化了金融的积极作用。赵俐威（2016）分析了金融深化与金融抑制的关系，他认为政府进行选择性的干预，阶段性地放松金融管制，不会抑制经济发展，反而有利于金融深化。实行金融约束，能够避免发生过度竞争，造成价格扭曲。金融改革的目的是金融深化，金融

深化改革能够解决金融发展的痼疾，促进经济发展，但金融深化的前提是完善、成熟的金融体制，而金融约束是必要手段。根据我国经济发展体制，逐步推进金融深化改革是一个必然过程。

2.2 融资成本相关理论

2.2.1 信息不对称

市场状态下普遍存在着信息不对称，比如在市场主体合作谈判的过程中，乙方没有给另一方所有真实资料，导致两者之间掌握的资料有所不同，这种现象称之为信息不对称。信息不对称状态之下，一方掌握着比较完善的资料，另一方因为渠道等因素不能够获得准确信息，有可能做出错误决策，这种状况下容易发生交易不公平现象。根据经济学理论，信息不对称会造成两种风险，一是逆向选择风险，例如在银行信贷过程中这种风险就比较显著。首先银行会对企业信息进行严格的贷前审查，但是很多中小企业信息不完善不规范，银行需要投入大量的成本对此进行审查。其次，多年以来，我国银行的信贷对象主要是国有等大企业，国有企业管理比较规范，风险程度比较低，银行能够有效的控制信贷成本，所以大量的银行信贷资源都流向了国有企业，银行和国有企业之间的关系比较密切，所以在信贷资源分配的过程中，很多商业银行都倾向于国有企业。最后，国有企业最大的股东就是国家，不仅具有国家信用背书，而且还具有政府信用背书，如果国有企业违反合约，就有可能有政府兜底。中小企业根本没有此方面的优势，所以现在风险比较大，对于银行来说，为了控制信贷风险，很少选择中小企业作为合作对象，对此类企业的信贷需求往往忽略不计，这种状况进一步加剧了此类企业融资难的问题。另一种风险就是道德风险。因为交易双方之间存在着信息不对称，一方无法获得全面准确的信息，也无法对相关事宜进行有效判断。当双方签订合同之后，信息优势一方能够让自己取得更大利益，即便是出现损失，也不用完全负责，贷款方因为信息不对称，有可能蒙受损失。借款方如果规模不大，一旦承受损失，就会出现不确定性，甚至无法履行合同，无法及时的偿还贷款资金，可是银行就面临着坏账风险，另一方无力偿还贷款，就引发了道德风险。中小企业自身规模比较小，一旦出现冲击或者波动，就有可能面临破产风险。而大

企业有各方面的优惠条件,破产的可能性非常低,所以银行乐于和此类企业合作。

事实上, Stiglitz and Weiss (1981) 等研究早就指出, 信息不对称使得贷款者无法通过提高借贷价格来降低资金需求从而促使借贷市场实现均衡。具体而言, 在信息不对称背景下, 一方面, 从事前看, 当贷款者提高借贷利率时, 与低风险借款者相比, 高风险借款者更愿意接受高利率以获取信贷资金, 这一逆向选择问题会系统推高借款者风险; 另一方面, 从事后看, 当贷款者提高借贷利率时, 已获得信贷资金的借款者将转而投资高风险高收益项目, 这一资产替代效应会增加借款者违约风险, 也会促使贷款者的事后监督成本上升。综合起来, 贷款者提高借贷价格的同时也增加放贷风险, 这将使贷款者得不偿失, 贷款者为覆盖放贷风险通常增加借款者的贷款成本。

2.2.2 信贷配给理论

银行在开展信贷业务时, 必须得遵守国家的法规和政策, 必须在国家规定范围内设置利率, 这也是信贷配给的前提条件。银行的信贷利率会根据市场情况在一定范围内的波动, 国家往往会对信贷利率的波动范围进行了规定, 银行必须在范围之内结合贷款需求者的要求进行调整, 任何调整都不能够超出国家规定的框架。商业银行为了加强自身的风险控制, 设置了信贷门槛, 很多中小企业无法达到这一门槛, 或者达不到银行的条件, 所以无法从银行进行有效融资。虽然现在市场需求非常旺盛, 却因为很多企业达不到要求而被拒之门外, 在某种程度上说, 实现了信贷市场的平衡。因为交易双方之间存在着信息不对称的现象, 一方掌握的真实资料数量比较少, 特别是商业银行在信贷过程中, 对贷款者的信息了解不足, 无法对信贷者信用状况进行全面评价, 信贷过程中也有可能面临着对方不能够及时履约、不能及时归还欠款, 因而造成了道德风险。信贷资源配置过程中, 不仅要考虑到收益率问题, 更要考虑到风险问题。如果企业信用良好, 有能力偿还贷款, 银行信贷资金不受风险限制, 那么银行就会进一步提高自身的供给能力, 满足市场的各种需求, 银行将会获得更多的利益, 此时就不存在信贷配给。如果企业在申请贷款时没有实事求是, 隐瞒了不利于自己的信息, 而银行却无法掌握这些信息, 一旦向此类企业发放贷款, 银行就有可能面临着较高的信贷风险, 也有可能因此而面临损失。也有的企业接受较高利率的贷款, 但是他们并没有把这

部分贷款投到预期的项目上,而是把这部分贷款投到了高风险项目上,进一步加大了银行信贷的风险。

该理论认为,银行在发放贷款的时候,要重视风险管理,即便是选择那些盈利能力比较低、风险系数低的用户,也不能够选择那些风险系数高的用户,不能够因为盈利而忽略了风险控制,否则银行会面临更多的不确定性风险,影响了自身的收益。银行一直以来存在着“信贷歧视”,事实上是基于自身风险控制所进行的理性选择,无论是信贷歧视还是信贷配给,都会影响中小企业在银行的融资,很多中小企业因为达不到标准,一直受融资约束,商业银行基于风险控制、基于利润最大化,只能对现代市场进行理性选择,其目的就是为了获得自身的预期收益。不过这种现象就会加剧企业贷款融资难的问题,中小企业风险本身比较高,银行对其信任程度不足,再加上风险控制、信贷歧视的存在,中小企业融资难问题一直得不到有效解决。对于商业银行来说,在主观上对中小企业缺乏信任,在客观上是为了更好的控制风险,所以银行不得不做出理性选择。

2.3 货币政策传导机制理论

该理论研究的重点是货币政策对宏观经济的影响,各国的中央银行利用货币政策与工具,对微观市场主体进行全面调控的方法。货币政策传导机制体现在两个方面,一是信贷机制,另一个就是利率机制,货币政策通常是由中央银行制定的,中央银行结合市场发展、宏观调控的需求,制定并实施了货币政策。银行会根据货币政策的最终目标,选择合适的工具来实现这些政策,有时会通过信贷的方法对宏观经济进行调整,有时会通过利率的方法对其进行调整,两种渠道都能够实现央行宏观经济调控的目标。央行通过货币政策借助于各种渠道对整个市场进行宏观调控,货币政策一旦变动,就会直接影响到微观主体,甚至会影响到微观主体的经营行为,同时对市场其他经营者都有一定程度的影响,这种传导机制非常有效,货币政策调整会自上而下的传递到最末梢,而各经济体的变化也会通过这一渠道反馈给央行,央行就是根据各种信息的变化来调整货币政策。

2.3.1 信贷传导机制理论

该理论认为,银行所制定的货币政策借助于信贷传导渠道,直接作用和影响

于微观主体，最终达到央行政策目标。根据信贷传导机制，因为存在着信息不对称，影响了银行业信贷配给过程，为了改变这种心态状况，央行会实施一些货币政策，来作用于银行的信贷业务，随着这种作用的不断加大，银行也能改变自身的策略，从而满足经济体的需求，同时也实现了央行宏观调控的目标。在金融市场上，银行作为金融中介，在降低融资成本、实现信息对称方面作用极其显著。在我国信贷市场上，银行现在所占比重非常高，央行的货币政策对其影响非常显著，如果央行实施扩张性的政策，那么银行的可贷资金会进一步增加，信贷比例也会不断的扩大，缓解了市场的激烈竞争，此时就会引发经济体投资额的不断提升，从而达到提升产出额的目标。所以在银行信贷业务开展的过程中，货币政策信贷传导机制起着决定性的作用。

在资产负债表方面，货币政策传导的作用也很显著，随着货币政策的紧缩，市场会立即作出反应，利率会进一步提升，此时担保品资产价格会因为利率的上升而持续下滑，那么信贷者所提供的抵押物，在这种情况下就会被进一步贬值，同样的抵押物只能贷到少量的贷款，那么此时就会进一步加大外部融资，引发信贷配给的调整，最终会引发出产出下降。货币政策通过该渠道所带来的影响，集中体现在借款人财务结构变化等方面，会影响到外部融资效率。

货币政策在信贷渠道的传导机制如图 2.1 所示，①代表银行贷款渠道的传导机制，央行通过货币政策工具投放或者回笼基础货币，调控商业银行的贷款供给，通过扩张或者收缩贷款供给数量，从而影响居民和企业的融资成本。②代表资产负债表渠道的传导机制，央行实施货币政策影响货币供给，通过货币供给影响市场利率，资产价格与市场利率反方向变动，从而影响市场微观主体投融资活动中的抵押物价值，抵押物价值的增减变动最终影响居民和企业的投融资活动。

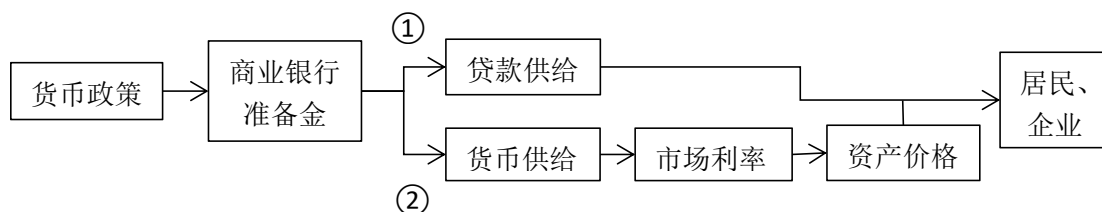


图 2.1 信贷传导机制

2.3.2 利率传导机制理论

货币政策的宏观调控有时会借助于利率传导机制进行，其作用极其显著。货币政策借助于利率传导机制实施，才会引发利率市场的波动，这种波动最终会作用于实体经济，从而达到国家宏观调控的目的。凯恩斯学派对该传导机制进行了分析，并探讨了货币价格对该机制的影响，分析的结果表明，利率的变化会直接引发资本价值的变动，从而影响投资，随着这种影响的不断传导，最终会影响到产出水平。如果货币政策属于扩张性政策，融资成本会进一步降低，投资的热情会进一步增加，从而获得较高水平的产出。如果是紧缩性政策，那么企业融资的成本就会持续上涨，会导致投资热情不断的被削弱，最终以导致产出水平降低。凯恩斯学派认为，利率传导机制、货币政策在某种时候也会出现失效的现象，比如当一个国家社会经济进入了流动性陷阱阶段，即便是采取扩张性的货币政策，也很难对宏观经济进行有效调整。在正常情况下，央行的货币政策会直接影响到利率市场，特别是扩张性政策，会引发利率水平的下降，刚下降到一定程度的时候，货币的供给量在不断增加。

货币政策在利率渠道的传导机制如图 2.2 所示，央行通过货币政策工具调控政策利率，从而影响市场利率定价，最终影响市场微观主体的真实贷款利率。

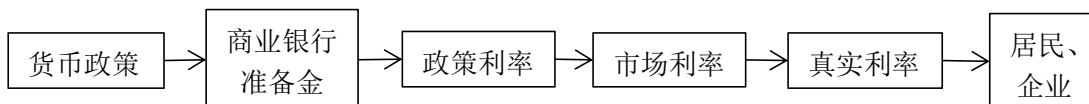


图 2.2 利率传导机制

2.3.3 货币政策框架转型与货币政策利率传导机制理论

以信贷机制为主要传导渠道的情况下，货币供应量反映信贷供给的真实情况，但是在流动性有限的前提下，商业银行的信息不对称和信贷歧视问题导致信贷配给失衡以及借贷价格扭曲，商业银行的惜贷行为和大企业的信贷挤占行为造成了流动性在供给端的堆积，从而导致金融发展与支持实体经济的实质相背离，这导致了货币政策在信贷渠道传导受阻，降低了货币政策传导效率（何德旭、余晶晶，2019）。在此情况下，金融当局另辟蹊径，创新货币工具，构建利率走廊，

考虑到利率传导机制直接影响利率定价,因此完善利率传导机制提高了商业银行的定价能力,使得货币市场利率成为重要的观测对象,提高了中介目标的可测性,使得价格型工具能够更好地发挥引导作用,增加货币政策实施的有效性。由此看来,货币政策框架转型的必要性更加明确,从理论上表明了货币政策利率传导机制的有效性。

中国人民银行实施了一系列的稳健货币政策,对宏观经济进行调控。这些政策最初从数量调控,随后对价格型指标进行调控,政策在不断变化,说明了货币政策调控方式也在进一步转型。宏观经济当前已经进入了高质量发展阶段,所以要求货币政策的调控也要实现“精准滴灌”,从理论上,货币政策在社会经济高质量发展实现,应该是实际价格型调控,这种调控措施更能够提高市场效率。但是,在具体实践中,内外部经济形势极其复杂,并且存在着传导机制不畅、微观主体敏感性差等方面的问题,实施价格型货币政策,有时也难以达到预期的调控效果。所以对我国当前的货币调控方式进行全面剖析,分析其调控方式转变的相关理论逻辑,能够全面履行不同调控方式宏观调控方面的效应以及动态变化。

受金融发展理论和货币经济学理论的影响,货币政策调控方式随着社会的发展而不断转型。在发展中国家中,因为经济发展水平比较低,普遍存在着政府行政干预经济的现象,所以,这些国家不仅存在着金融抑制,而且还随时都会出现资金配置扭曲等,这种现象影响着社会经济的发展,货币当局往往会采取一系列的货币政策对此进行调整,常用的就是数量型货币政策。金融市场只有进一步深化改革,放开利率管制,走市场化发展之路,才能更好的促进经济的发展。随着货币政策的改革、金融市场进一步活跃,再加上金融创新和金融脱媒、外部经济的不稳定,会进一步削弱数量型货币政策调控有效性。所以很多国家不断的探索新的调控方式,而价格型调控方式成为很多国家此方面调控的首选。

货币经济学认为,货币政策是已经在实践中证明的、对实体经济具有调控作用的政策,所以世界各国普遍采用货币工具对社会经济进行调整。央行制定的货币政策通常借助于多种路径,作用于实体经济,从而达到宏观调控的目标。这一过程极其复杂,涉及到多个方面,需要自上而下的配合,同时还是由多个环节共同组成,属于一个系统性的工程,首先要制定政策目标,然后要选择合适的政策工具,接下来要利用传导机制,实现政策自上而下的传递,在传导机制方面,符

金融自由化的传导机制才能够占据主导地位,受累于主导地位的传导机制的影响,中介和操作目标体系也会随之而调整,与之相适应。也就是说,一个国家的金融自由化水平,不仅决定着中介目标的建立,而且还决定着操作目标的形成,如果自由化程度低,央行可以通过商业银行信贷供给这一渠道对宏观经济进行调控,在两个目标的作用下,信贷传导机制发挥了巨大的调节作用。在自由化程度高的阶段,央行往往会通过利率渠道对宏观经济进行调控。随着社会经济的快速发展,开放程度的不断加深,央行宏观调控的渠道往往会选择利率渠道。

随着我国社会经济进入深度调整期,并且向高质量方向发展,追求经济发展质量,已经成为我国当前社会经济发展的重点,所以原有的货币政策功能现在逐渐被削弱,宏观调控的效应也在不断降低。央行对我国当前的实际情况进行了具体分析,制定了一系列的调整措施,特别是在取消利率管制之后,货币政策框架实现了深度调整和转型,以政策利率为中介目标,当局是希望通过此方面的政策,借助于传导机制,对实体经济进行有效调控。

价格型货币政策,是当前很多国家普遍采用的一种货币调控政策,该政策适合社会经济高质量发展阶段的需求,通过利率传导机制,对实体经济进行全面调控,从而达到国家宏观调控的目标。不过只有在利率市场化的情况下,该政策的宏观调控作用才能得到充分彰显。我国利率市场化程度在不断的加深,随着金融市场的不断完善,利率的传导机制会进一步发挥此功能,国家采取此种货币政策,能够在短时间内有效调节实体经济,保障国家宏观调控目标能够在具体的实践中得以落实。2013年之后我国采取了一系列的放开利率市场的措施,比如,取消了存贷款利率的限制等,这些措施为利率市场化发展创造了条件。同时,也进一步加剧了金融市场竞争激烈程度。金融市场竞争日益激烈,银行存款利率会随着市场的变化而不断调整,而这种影响也直接作用于资产端,资产端利率也随之而快速发展。由此可见,价格型货币政策能够直接对市场利率进行有效调控,然后作用于宏观经济,实体经济在政策的推动之下不断的调整,沿着更健康的方向发展。在实体经济融资方面,央行采取了一系列的措施推动利率市场化进程,一旦完全实现了利率市场化,那么实体经济能够更好的进行融资,并且融资成本会大幅度下降。除此之外,央行还在不断调整利率形成机制,目的是为了进一步增强利率传导效率,能够更好的为微观经济提供服务。

3 利率市场化影响中小企业融资成本的理论分析

3.1 利率市场化改革进程

我国利率市场化改革进程的时间及标志性事件如表 3.1 所示，由表可知，我国利率市场化于 1993 年提出，1996 年正式启动，2015 年基本实现市场化，但是改革尚未结束，2018 年提出“两轨并一轨”新的举措，2019 年开展实质性工作，利率市场化仍在进一步推进。

表 3.1 我国利率市场化进程

年份	标志性事件
1996年	放开银行间同业拆借利率
1997年	放开银行间债券回购利率
1998年	实现银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化；货币市场利率逐渐形成
1999年	存款利率开始浮动
2004年	放开贷款利率上限和存款利率下限，标志着贷款利率完全放开
2005年	金融机构同业存款利率全面放开
2013年	7月，取消贷款利率下限；10月，建立LPR集中报价和发布机制
2015年	10月24日取消存款利率上限，标志着我国利率市场化基本完成
2018年	首次提出“两轨并一轨”
2019年	8月17日，LPR机制进行改革

图 3.1 反映了我国 1991-2020 年的利率走势图^①，从整体来看，存贷款基准利率的变动基本呈下行趋势，随着不断推进，我国利率呈现阶段性上下波动，贷款基准利率从 1991 年的 8.64% 下降到 2020 年的 3.85%，而存款基准利率从 7.56% 下降到 1.50%，利率市场化推动利率下行。

^① 利率数据来源于中国人民银行官网，利率均为一年期，贷款基准利率从 1991 年到 2015 年使用央行贷款基准利率，2015 年到 2020 年使用 LPR 利率；存款利率为央行存款基准利率。

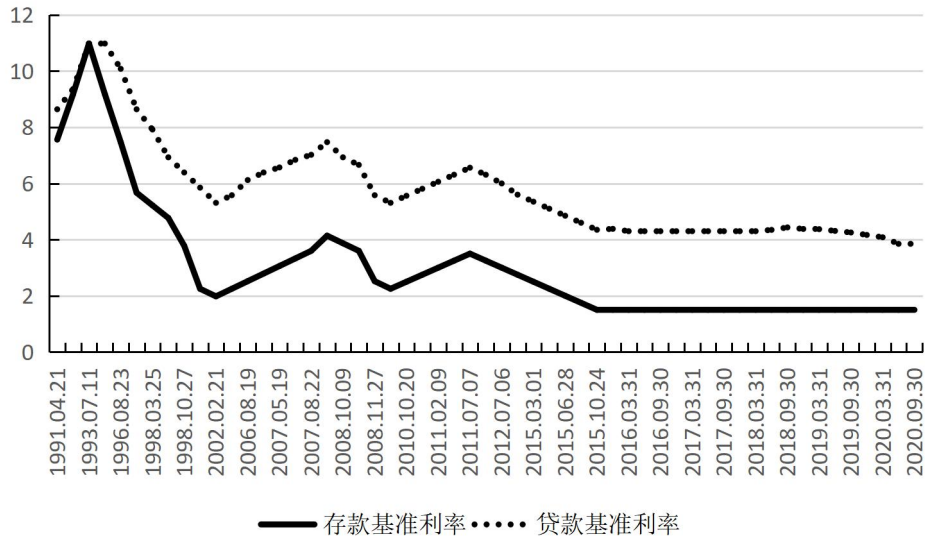


图 3.1 1991-2020 年我国利率走势图

3.2 我国中小企业融资现状

3.2.1 我国中小企业融资渠道

随着金融发展与创新,企业的融资方式呈现多元化(图 3.2)。由统计数据^①可知,2019 年企业的融资结构中银行贷款比重为 65.76%,股票融资比重为 1.36%,企业债券比重为 13%,其他方式占比 19.89%。截止 2019 年年底,我国登记注册的企业数量总计 377715 家,其中,大企业 8210 家,中小企业 369605 家,中小企业规模占比高达 98%,中小企业是我国经济发展的中流砥柱。而 2019 年中小企业的银行融资比重高达 87%,股权融资占比 2%,债券融资占比 1%,其他渠道占比 10%,说明中小企业融资以银行贷款为主,对该方式的依赖性较大^②。在其他渠道中,我国资本市场还不完善,直接融资可行性不高;民间借贷成本太高,让中小企业望而生畏。因此,我国中小企业融资渠道较窄,融资难度较大。

^① 数据来源于中国统计年鉴。

^② 数据来源于《中国区域金融运行报告》。

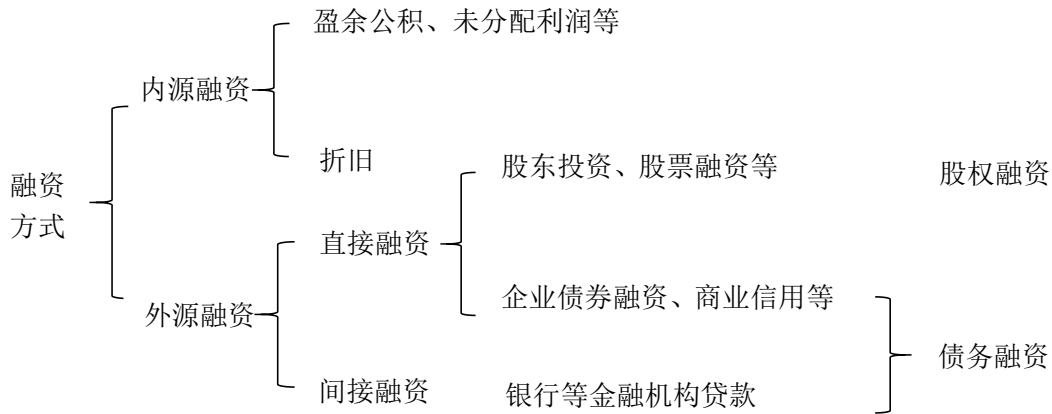


图 3.2 企业融资方式

3.2.2 我国中小企业融资成本

商务部数据表明，当前我国中小企业的融资成本高达 10%，是 LPR 利率（3.85%）的两倍多，表明我国中小企业的融资成本较高（李淑娟，2020）。另外，王效彬和王曼（2020）在分析企业的银行贷款方式时发现，中小企业获得的信用贷款较少，担保贷款较多，说明中小企业较难获得信用贷款，其中缺乏抵押物的企业更难获得。事实上，中小企业面临着较高的融资成本，往往支付着繁重的利息，承担着较大的贷款风险，并且无法享受各种优惠福利待遇。中小企业的融资成本分为筹资成本与利息成本，并且中小企业还要获取资金来负担评估成本。这就使得许多中小企业为了满足自己的发展需求，只能通过私下金融渠道进行融资，导致他们在不利地位。一般来说，中小企业经营风险高、信用差、违约风险大，如果中小企业想要从银行等金融机构获取资金支持，必须使银行全面掌握自身的实际运营与财务情况，这样一来，增加了审查时间与审查费用，进而增加了企业的交易成本。此外，银行等金融机构出于自身利益的考虑，他们更愿意将资金投入规模大、信用等级更高、资金周转更快、风险更低的企业中。中小企业由于难以获得低成本的债券融资与股权融资，在资金紧张时只好利用高利率吸引大众投资，使中小企业的融资成本变得更高。总的来说，中小企业的融资成本较高。

3.3 利率市场化影响中小企业融资成本的机理分析

3.3.1 利率市场化影响中小企业融资成本的机理

融资成本的高低一方面反映利率配置信贷资金的效率,另一方面反映企业获得银行贷款的难易程度,因此融资成本成为检验改革成效的重要手段。那么,利率市场化影响中小企业融资成本的效果如何,以及利率市场化如何影响中小企业融资成本是本文重点解决的问题。

需要指出的是,利率市场化改革的效果受限于我国不同时期的经济状况及体制机制的完善程度,本世纪初期我国货币市场已完成利率市场化,而金融体系发展落后,金融体制机制固化使得市场之间存在分割,各市场之间的利率传导存在阻塞,利率管制下利率浮动空间严重受限,金融自由化存在较大提升空间。在当前阶段,我国利率基本实现市场化,金融自由化得到很大提升。因此,我国利率市场化渐进式改革对中小企业融资成本的影响效果在不同时期呈现出阶段性特征。在我国利率市场化进程中,货币政策致力于建立基准利率和关键政策利率引导中小企业的融资成本,利率市场化推动货币政策框架转型,从而引导中小企业融资成本,因此本文选择货币政策利率传导机制作为利率市场化影响中小企业融资成本的渠道。值得注意的是,前文理论基础部分指出,货币政策信贷传导机制具有一定的局限性,传导受阻,容易导致金融错配,不利于政策目标的实现,而此次 LPR 改革形成了新的利率形成机制,完善了货币政策的利率传导机制,强化了利率渠道在传导过程中的作用。因此,基于事实性研究,本文对信贷渠道的具体路径不展开具体研究,主要研究利率传导机制的作用。这也是本文选择从货币政策利率传导机制的角度研究利率市场化对中小企业融资成本的影响效果的依据。

就货币政策利率传导机制而言,由于存在利率双轨制,我国的利率传导渠道存在两条途径(见图 3.3)。一种是通过调控官定利率影响贷款利率,以此实现货币政策的效果,央行贷款基准利率是该利率传导途径的关键。另一种是央行通过调控货币市场利率影响商业银行的利率定价,从而影响企业的贷款成本。市场利率变化会影响资产负债结构及证券价格,从而影响市场主体的借贷、投资、证券交易等决策,进而影响总产出。在这一渠道中,央行主要采用债券回购、借贷便利等工具,利率传导的核心是 MLF 利率、贴现率、银行间同业拆借利率等。

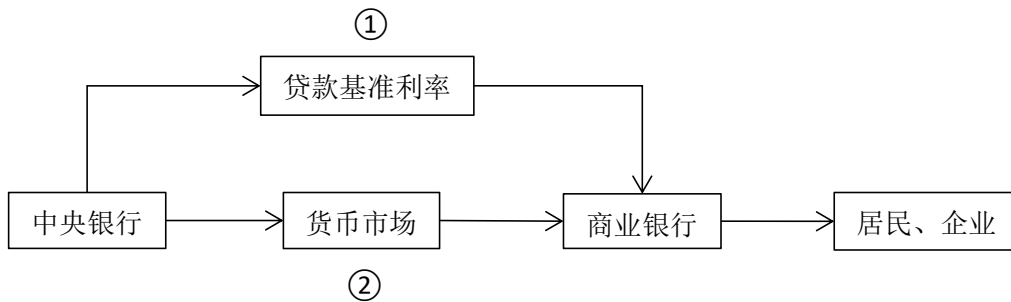


图 3.3 利率传导渠道

中央银行通过在货币市场开展业务，保证市场流动性合理充裕，从而影响利率水平，央行的利率政策致力于优化市场主体的投融资决策，防止总需求跟风增长，并维持物价稳定、经济增长，央行的宏观调控发挥了积极作用。对商业银行来说，央行的利率政策会对其资产业务产生影响。然而，在利率市场化程度较低时，利率管制降低了市场配置资源的作用和利率的自我调节作用，利率传导机制的作用有限，不利于货币政策的实施，也会对宏观经济产生负面影响。经济发展过热时，银行不断扩大自身贷款业务规模，资金供给增加而利率下降，贷款规模的迅速扩大也造成了资产价格疯长，久而久之，金融危机爆发，经济崩盘；而经济疲弱时，则是相反的情况，银行缩小贷款业务也进一步加剧经济衰退。需要注意的是，未实现利率市场化时，金融当局实行利率管制，商业银行不具备完全的自主定价权，利率定价多参考官定利率，该利率无法反映市场资金供求的一般状况，也无法体现资金成本，因此利率水平不作为市场微观主体的投融资决策的重要参考，降低了利率对市场行为的影响。事实上，相较于自然利率，我国管制利率较低，利率管制导致市场失灵形成非均衡状态，利率较低时，资金需求过高，银行贷款规模盲目扩大令金融风险滋生，金融系统只能运用信贷配给手段控制资金总量，此举降低了市场利率的调控作用。再者，在银行贷款业务中，国有企业等大企业更容易获得资金支持，由于有政策支持和政府兜底，部分大企业债务累积、公司治理状况差、收入低效等，违约情况一旦发生，银行只能打破牙齿和血吞，资产变不良贷款；与此不同的是，我国大量中小企业无法获得银行信贷支持，只能寻求银行体系之外的渠道，如影子银行、P2P 等非正规信贷平台，中小企业融资难加剧了“金融脱媒”性，降低了利率的金融中介作用和引导作用，从而阻碍我国货币政策的有效实施。

因此, 2013 年 LPR 推出时市场体制相对落后, 尚未实现利率市场化, 商业银行参考基准利率进行定价, 而且形成的利率对市场主体的投融资决策不产生显著影响, 因此利率传导机制并不通畅。在这种市场情况下, 央行多采取信贷配给手段, 货币政策无法通过利率传导机制引导贷款利率。结合信息不对称和信贷配给理论, 在贷款市场中, 商业银行作为贷出方, 对于借款企业的风险和经营状况缺乏完全信息, 而借款企业掌握完全信息, 处于有利地位, 缺乏关键信息的商业银行很难做出贷款决策, 就会放弃附加值高、潜力较大的中小企业; 再者, 金融机构总是倾向于向大企业发放贷款, 即存在信贷歧视, 即使向中小企业贷款, 贷款利率也存在较高的风险溢价, 这两个问题共同作用催高了中小企业的融资成本。从商业银行负债端来看, 商业银行想要获得大企业的存款, 就面临高息揽储的局面, 商业银行支付较高的利息成本, 势必会缩小存贷利差, 为了保证利润空间, 银行就会将减少的利润增加在缺少抵押物、风险较大的中小企业身上, 从而提高了中小企业的融资成本。

基于此, 提出本文第一个假说 H1: 与大企业相比, 2013 年 LPR 推出提高了中小企业的融资成本。

随着利率市场化不断推进, 利率管制逐渐放松, 而货币政策利率传导机制也得到了改善。

首先, 放松管制时, 利率由市场资金供求决定, 中小企业资金需求旺盛, 央行通过向市场投放资金, 引导利率下行, 则解决资金短缺的问题, 市场利率的形成使得资源配置由市场决定。央行实施货币政策保证市场流动性充足, 在市场机制作用下, 利率总是趋于均衡水平。实现市场化的利率, 反映了实际资金供求状况以及借贷交易中的关键信息, 该利率发挥了市场优化配置资金的作用, 从而信息不对称和信贷歧视问题便随之瓦解。资金充裕且维持均衡利率时, 同等条件下, 中小企业同样拥有以较低价格获得资金的能力, 从而解决中小企业融资难、融资贵的问题。其次, 利率市场化使商业银行贷款定价与利率传导机制深度契合。商业银行根据市场化的基准利率进行贷款定价, 降低了高存款成本对贷款成本的影响, 从而增强了定价的合理和公平性, 央行调控利率下行, 从而降低商业银行的资金成本, 最终引导市场利率下行, 以此促进投融资和经济增长。故利率市场化使得市场微观主体的投融资决策更依赖于利率, 传导机制的改善进一步促进合理

定价，从而增强了利率调控的效果。对企业来说，利率市场化使得企业的投融资环境更加公平和高效，其特别是提升了中小企业的竞争力。

鉴于此，2019年LPR改革时，利率传导机制得到改善，利率的市场优化配置作用增强，它的作用进一步消除了信息不对称和信贷歧视问题。再者，市场主体对利率的敏感性增强，大企业等优质客户本身具有较强的议价能力，在LPR改革前后利率弹性提高的幅度不大，而随着利率市场化改革，利率传导机制完善，中小企业的利率弹性增大的幅度较高，利率传导机制的引导作用使得中小企业融资成本的降低幅度大于大企业的幅度。因此，中小企业享受到利率市场化的红利更大。

基于此，提出本文假说H2：与大型企业相比，2019年LPR改革降低了中小企业的融资成本。

随着利率市场化不断推进，2013年LPR推出时，市场化程度较低，利率传导机制不畅通，金融体制所存在的痼疾反而使中小企业的融资成本提高。而2019年LPR改革时，市场机制趋于成熟，利率市场化程度较高，利率传导机制得到改善，随着利率下行，利率传导机制推动银行合理定价，从而引导中小企业的融资成本降低。

基于此，提出假说H3：与2013年LPR推出相比，2019年LPR改革发挥了降低中小企业融资成本的正向引导作用。

3.3.2 利率市场化通过货币政策利率传导渠道影响中小企业融资成本的机理

利率市场化的最终目标是建立市场利率体系，通过关键利率提升市场配置效率，优化货币政策利率传导机制的作用。市场利率体系的核心是培育政策利率和基准利率，形成的市场化利率是一切金融产品定价的基础，该利率加强了不同市场之间的联系。利率能够反映真实的市场资金成本，或者说其包含了金融交易中的关键信息与预期，央行调控利率可通过利率传导机制影响市场微观主体的投融资决策。

其次，利率市场化为我国货币政策框架转型创造了条件。随着利率市场化推进，市场体制机制的完善加强了市场之间的联动性，提高了短期利率向长期利率

传导的效率,从而表明了以中短期政策利率作为调控工具的可操作性。利率市场化有利于提高传导效率和降低调控成本,因此,我国货币政策进行调控方式转型,数量型主要运用信贷配给等手段,而价格型主要运用利率等工具,利率市场化为我国实现货币政策框架转型培育了环境、提供了保障。在货币政策调控方式转变的框架下,利率市场化完善了货币政策利率传导机制,加强了其作用。

就货币政策利率传导机制而言,在利率市场化进程中,2013年推出LPR集中报价和发布机制,旨在构建市场化的利率体系,培育市场化的基准利率,以此替代央行规定的贷款基准利率,但LPR机制形成的LPR利率依然参考央行的贷款基准利率进行报价,那么其利率传导路径为“贷款基准利率→LPR利率→贷款利率”,实质上为“贷款基准利率→贷款利率”。直到2019年LPR改革改善了LPR形成机制,LPR利率参考MLF利率进行报价,使其具有了市场化特征,因此其利率传导路径为“MLF利率→LPR利率→贷款利率”。因此,利率市场化完善了货币政策的利率传导机制。

就贷款利率定价能力而言,在利率市场化进程中,2013年LPR推出之后定价思路为:央行根据市场状况调整贷款基准利率,LPR利率在贷款基准利率的基础上加点生成,商业银行在贷款基准利率或LPR利率基础上根据社会资金的供求状况和企业的经营状况对企业贷款进行定价。由此可知,贷款定价基准由央行决定,央行掌握定价主导权,一般对贷款基准利率的调整幅度不大,此时信贷市场不能形成均衡价格,货币政策无法借助利率传导机制推动商业银行的贷款利率合理定价。而2019年LPR改革之后的定价思路为:央行根据市场资金状况及时开展业务操作,调控资金流动性,从而调控政策利率,进而影响商业银行的资金成本,商业银行根据自身资金及风险状况进行报价,然后参照平均报价并根据企业的经营和风险状况对其进行贷款定价。由此可知,贷款定价基准初具市场化特征,央行根据市场资金供求状况调控流动性,保证市场资金充裕,从而形成的政策利率是均衡利率,政策利率通过完善的利率传导机制将均衡的利率传导至企业端,从而保证了企业的贷款利率定价是合理的。因此,在利率市场化过程中,完善的货币政策利率传导机制推动了企业贷款的合理定价。

货币政策利率传导机制在引导中小企业的融资成本方面,2013年LPR推出时,利率管制程度较重,货币政策调控以货币供应量为重,属于间接调控,信贷

控制等政策约束会降低利率传导效率，导致货币政策的效果具有一定的滞后性（马骏、王红林，2014），此时利率对经济行为的影响较小，且未形成有效的引导利率（梁斯，2018），因此利率传导机制没有发挥实质的引导作用。而 LPR 改革之后，央行通过新型货币政策工具调控中期基础货币，从而调节政策利率，最终影响贷款利率，通过政策利率引导贷款利率，属于直接调控，此时市场微观主体的投融资决策对利率的敏感性增强，且形成了市场化的引导利率，利率传导机制能够发挥正向引导作用。例如经济衰退时，央行调控政策利率下行，从而引导 LPR 报价利率下行，最终引导企业贷款利率下行，降低中小企业的资金成本。因此，随着利率市场化的推进，加强了利率传导机制的正向引导作用。

综合来说，LPR 改革之前货币政策的利率传导机制不畅通体现在：第一，未形成市场化的基准利率，从而导致利率传导机制不完善；第二，商业银行不具有真正意义上的定价权，从而导致通过利率传导机制所形成的贷款利率不合理；第三，市场微观主体的经济行为对利率的敏感性不强，从而导致利率传导机制无法发挥实质性的引导作用。LPR 改革形成了市场化的 LPR 利率，完善了利率传导机制，并且利率传导机制推动了合理定价、发挥了正向引导作用。因此，长期来看，随着货币政策框架转型，利率市场化突破了货币政策利率传导的阻碍，降低了中小企业的融资成本，利率传导机制有助于加强货币政策的有效实施，提升货币政策效果。

基于此，提出本文假说 H4：

长期来看，随着货币政策框架转型，利率市场化通过突破货币政策利率传导障碍，降低了中小企业融资成本，其中，利率传导机制推动了合理定价并发挥了正向引导作用。

通过以上理论分析可以推出本文主要经济逻辑：90%的中小企业为我国贡献了 60%的 GDP，因此金融支持中小企业是我国发展实体经济的重要抓手，然而融资问题阻碍了中小企业的发展，原因是资金配置不平衡以及配置效率低下，因此我国进行利率市场化解决中小企业的融资问题，货币政策配合利率市场化进程进行框架转型，在宏观层面，利率市场化通过货币政策利率传导渠道影响中小企业的融资成本。

4 利率市场化影响中小企业融资成本的实证检验

4.1 模型构建

4.1.1 变量选取

表 4.1 研究变量一览表 1

变量	符号	核算方法及含义
融资成本	<i>cost</i>	财务费用 ÷ 总负债
实验组虚拟变量	<i>ms</i>	大企业取 0，中小企业取 1
实验期虚拟变量 1	<i>after1</i>	2013 年 10 月之前取 0，2013 年 10 月之后取 1
实验期虚拟变量 2	<i>after2</i>	2019 年 8 月之前取 0，2019 年 8 月之后取 1
资产规模	<i>size</i>	资产总额的自然对数
资产负债率	<i>lever</i>	总负债 ÷ 总资产
固定资产比率	<i>fixed</i>	固定资产 ÷ 总资产，反映贷款抵押能力
资产收益率	<i>roa</i>	净利润 ÷ 平均资产，反映企业盈利能力
资金周转率	<i>turnover</i>	应收账款 ÷ 营业收入，反映企业收回应收账款的效率及资金周转能力
营业收入增长率	<i>revenuegro</i>	(本季度营业收入 - 上一季度营业收入) ÷ 上一季度营业收入，反映企业销售增长能力
经营风险	<i>risk</i>	(息税前利润 + 固定成本) ÷ 息税前利润，用经营杠杆表示
通货膨胀率	<i>gCPI</i>	居民消费价格指数 - 100，以 2012 年 9 月为基期，即 CPI 增长率

(1) 被解释变量

被解释变量为融资成本 (*cost*)，反映企业的融资情况，本文借鉴李广子和刘力 (2009)、Vig (2013)、钱雪松 (2019) 等学者对融资成本的核算方法，采用“利息费用 ÷ 总负债”衡量融资成本，由于利息费用季度数据不可得，本文

最终采用“财务费用÷总负债”衡量融资成本，财务费用相比利息费用口径较宽，但可以反映企业融资成本情况，并采取“财务费用÷平均负债”进行稳健性检验。

（2）政策虚拟变量

本文基于 2013 年 10 月 LPR 推出这一事件设置实验期虚拟变量为 $after1$ ，基于 2019 年 8 月 LPR 改革这一事件设置实验期虚拟变量为 $after2$ 。考虑到大企业议价能力较高，无论利率是否改革，大企业都能以较低成本获得贷款，而中小企业在利率市场化改革前后都不容易以较低成本获得贷款，但是利率市场化改革使得中小企业的融资成本变动更具有弹性（颜白鹭，2015；郭路等，2015；肖争艳、陈惟，2017；代凯、邱倩，2019），基于此，设置实验组虚拟变量为 ms ，中小企业设为 1，这一分组为本文构造准自然实验奠定了基础。本文通过实验组虚拟变量与实验期虚拟变量交乘项 $ms \times after$ 构造政策虚拟变量，反映贷款利率市场化改革影响中小企业融资成本的政策效应，交乘项的值为 1 是指中小企业在改革之后的情况。

（3）控制变量

本文借鉴陈胜蓝和马慧（2018）、钱雪松等（2019）学者的研究，选取资产规模（ $size$ ）、资产负债率（ $lever$ ）、固定资产比率（ $fixed$ ）、资产收益率（ roa ）、资金周转率（ $turnover$ ）、营业收入增长率（ $revenuegro$ ）、经营风险（ $risk$ ）、通货膨胀率（ $gCPI$ ）作为影响融资成本的控制变量，变量的核算方法及含义如表 4.1 所示。

4.1.2 数据说明

由于自然实验分组必须随机，因此本文从中投证券客户端选择中小板股票排名前 300 的企业为中小企业样本，A 股股票排名前 300 的企业为大企业样本，优先剔除 ST、ST* 的企业以及金融企业，选择此 600 家企业构造准自然实验。样本区间为改革前后各 5 个季度，研究 2013 年 LPR 推出的影响^①，样本区间为

^① 2019 年 LPR 改革的企业样本与 2013 年 LPR 推出的研究样本一致，鉴于 LPR 推出六年之后再行 LPR 改革，LPR 推出的政策效应已趋于平稳，本文认为其效应对 LPR 改革的影响可忽略，不做多期 DID 处理。

2012Q3-2014Q4，研究 2019 年 LPR 改革的影响，样本区间为 2018Q2-2020Q3，数据主要来源于国泰安数据库。样本区间包括 10 个季度，因此实证结果反映短期的政策效应。

4.1.3 模型构建

构建模型如下：

$$\text{cost}_{it} = \alpha + \lambda \text{after1}_t + \beta \text{ms}_i \times \text{after1}_t + \gamma \sum \text{control}_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

$$\text{cost}_{it} = \alpha + \lambda \text{after2}_t + \beta \text{ms}_i \times \text{after2}_t + \gamma \sum \text{control}_{it} + \mu_i + \varepsilon_{it} \quad (2)$$

模型（1）检验假说 H1，模型（2）检验假说 H2。模型中，*cost* 为融资成本，*after1*、*after2* 为实验期虚拟变量，*ms*×*after* 为政策虚拟变量，*control* 为控制变量， α 为截距项， λ 、 β 、 γ 为系数， μ_i 为个体特征， ε_{it} 为扰动项。其中， β 为政策虚拟变量的系数，若 $\beta > 0$ ，则表示利率市场化改革提高了中小企业的融资成本，反之则降低。

4.2 2013 年 LPR 推出对中小企业融资成本的影响

表 4.2 描述性统计表 1

Var	Obs	Mean	SD	Min	Max
ms	5,996	0.5	0.5	0	1
after1	5,996	0.5	0.5	0	1
cost	5,996	0.0667	0.1409	-0.1058	0.2952
size	5,996	21.9157	1.1889	19.1936	25.2974
lever	5,996	0.4678	0.2123	0.0474	0.9392
fixed	5,996	0.2384	0.1674	0.0009	0.7149
roa	5,996	0.0260	0.0419	-0.0920	0.1962
turnover	5,990	0.4432	0.6285	0	3.8445
revenuegro	5,971	0.2228	0.8344	-0.6908	6.4500
risk	5,318	1.3468	0.6868	1	5.4215
gCPI	5,996	2.3999	0.2281	2.0	2.8

注：数据来源于国泰安数据库。

本文对所有连续变量进行上下 1%的 winsorize 处理，以此来避免异常值对实

验结果的影响。由描述性统计结果可知（见表 4.2），样本数据为包含 5996 个观测值的面板数据，ms 的均值为 0.5，说明实验组和对照组的样本量相同，after1 的均值为 0.5，说明实验期与对照期的期数相同，避免了实验分组和实验期的设置不平衡导致实验结果不正确；cost 的均值为 0.0667，标准差为 0.1409，表明融资成本波动性较大，对于研究改革前后中小企业融资成本的差异具有一定的可行性。

4.2.1 2013 年 LPR 推出影响中小企业融资成本的实证结果

表 4.3 LPR 推出的实证结果

被解释变量	cost			
	FE_基本	FE_控制	DID_基本	DID_控制
ms × after1	0.0007 (0.84)	0.0023* (1.76)	0.0007 (0.59)	0.0024** (2.22)
ms	0.0036** (2.12)	0.002 (1.36)	0.0037*** (4.15)	0.0018** (2.32)
after1	0.0007 (1.19)	0.0007 (1.76)	0.0007 (0.94)	0.0014 (1.63)
size		0.0013 (-0.32)		-0.0027*** (-10.16)
lever		0.0059 (5.93)		0.0562*** (27.18)
fixed		0.0210*** (7.62)		0.0477*** (25.65)
roa		-0.0097 (-0.56)		-0.0449*** (-3.89)
turnover		-0.0029*** (4.03)		-0.0039 (-0.76)
revenuegro		-0.0004 (-1.66)		-0.0007** (-2.47)
risk		0.0011*** (4.25)		0.0009** (2.21)
gCPI		0.0025** (1.97)		0.0020 (0.231)
常数项	0.0086*** (11.51)	-0.0353 (-0.78)	0.0105*** (20.96)	0.0238*** (3.26)
N	5996	5303	5996	5303
R-sq	0.0068	0.1771	0.01	0.30

注：（1）***、**、*分别代表 1%、5%、10%的显著性水平，括号内为 t 值，以下各表相同；（2）回归过程已控制异方差，以下各表相同。

表 4.3 为 2013 年 LPR 推出影响中小企业融资成本的实证结果，本文采用双重差分法进行检验，并进行固定效应估计作为参照。由实证结果可知，固定效应估计与双重差分法得到的结果基本一致，双重差分法下 ms 的系数为 0.18%，在 5%的显著性水平下为正，说明在控制其他影响因素的情况下，不考虑推出 LPR 这项改革，中小企业的融资成本比大企业平均高 0.18%，交乘项 $ms \times after1$ 的系数为 0.24%，在 5%的显著性水平下为正，说明 2013 年 LPR 的推出增加了中小企业的融资成本，验证了本文假说 H1。

4.2.2 稳健性检验

表 4.4 LPR 推出的稳健性检验

检验 变量	(1)		(2)	
	DID_基本	DID_控制	DID_基本	DID_控制
$ms \times after1$	0.0016 (0.03)	0.0028*** (2.99)	0.0076*** (3.26)	0.0025** (2.33)
ms	0.0001 (0.13)	0.0001 (0.38)	0.0168*** (9.29)	0.0044*** (3.88)
after1	0.0011 (1.50)	0.0022*** (2.59)	0.0050*** (6.79)	0.0007 (1.29)
control	NO	YES	NO	YES
常数项	0.0100*** (18.70)	0.0261*** (3.41)	0.0010* (1.76)	-0.0678*** (-10.19)
N	5396	4768	6094	5391
R-sq	0.0043	0.2926	0.0231	0.5639

注：control 代表所有控制变量。

（1）改变融资成本的核算方法

考虑到融资成本可以从不同角度核算，为了避免核算方法不同对实验结果的影响，稳健性检验时改变融资成本的核算方法，即“财务费用 ÷ 平均负债”。由表 4.4 中列(1)可知，在控制其他影响因素的基础上， $ms \times after1$ 的系数为 0.28%，在 1%的显著性水平上为正，说明与大企业相比，2013 年 LPR 推出使得中小企

业的融资成本平均提高了 0.28%，进一步验证了 H1 实验结果的稳健性。

(2) 改变实验组构造方式

本文准自然实验的中小企业选择在中小板上市的企业，考虑到在创业板上市的企业也属于中小企业，为了避免资本市场不同对实验结果的影响，本文选择在创业板上市的排号前 300 家企业作为实验组，仍然选择 A 股股票排号前 300 家企业作为对照组，对实验结果进行稳健性检验。由表 4.4 中列 (2) 可知，在控制其他影响因素的基础上， $ms \times after1$ 的系数为 0.25%，在 5% 的显著性水平上为正，与上文基准回归基本一致，说明不同的资本市场对本文结果没有影响，增强了实验结果的稳健性。

4.3 2019 年 LPR 改革对中小企业融资成本的影响

表 4.5 描述性统计表 2

Var	Obs	Mean	SD	Min	Max
ms	6,000	0.5	0.5	0	1
after2	6,000	0.5	0.5	0	1
cost	5,970	0.0675	0.0198	-0.4336	0.2468
size	6,000	22.7137	1.2499	19.7955	26.3426
lever	6,000	0.4584	0.2008	0.0611	0.8721
fixed	6,000	0.2017	0.1596	0.0009	0.6647
roa	6,000	0.0227	0.0363	-0.0941	0.1620
turnover	5,999	0.5523	0.7630	0	4.8496
revenuegro	6,000	0.1285	0.6413	-0.7339	4.7345
risk	5,207	1.3491	0.7139	1	5.7211
gCPI	6,000	2.7710	0.9436	1.83	4.94

注：数据来源于国泰安数据库。

研究 2019 年 LPR 改革对中小企业融资成本的影响之前，同样对数据进行缩尾处理，从表 4.5 中可以看出，样本数据为包含 6000 个观测值的面板数据， ms 、 $after2$ 的均值均为 0.5，说明实验组和实验期的设置都是平衡的， $cost$ 的均值为 0.0675，标准差为 0.0198，最大值为 0.2468，最小值为 -0.4336，表明融资成本存在较大差异，对于研究改革前后融资成本的变动具有一定的可行性。

4.3.1 2019 年 LPR 改革影响中小企业融资成本的实证结果

表 4.6 2019 年 LPR 改革对融资成本的影响

被解释变量	cost			
	FE_基本	FE_控制	DID_基本	DID_控制
ms×after2	-0.0014* (-1.79)	-0.0012* (-1.75)	-0.0015** (-2.44)	-0.0013** (-2.42)
ms	0.0016 (1.17)	0.0038*** (2.84)	0.0008 (1.49)	0.0021*** (4.02)
after2	0.0012** (2.36)	0.0006 (1.18)	0.0009* (1.69)	0.0058*** (8.35)
size		-0.0005 (-1.01)		-0.0013*** (-7.19)
lever		0.0345*** (5.72)		0.0368*** (25.62)
fixed		0.0263*** (6.56)		0.0246*** (20.15)
roa		-0.0380** (-2.14)		-0.0484*** (-5.83)
turnover		-0.0016*** (-3.94)		0.0004 (1.62)
revenuegro		0.0004 (1.11)		-0.0004* (-1.72)
risk		0.0001 (0.24)		-0.0003 (-1.38)
gCPI		0.0060*** (7.64)		-0.0040*** (-14.60)
常数项	0.0057*** (5.22)	-0.0906*** (-3.08)	0.0064*** (16.33)	0.0230*** (6.15)
N	5970	5969	5970	5206
R-sq	0.0009	0.2799	0.0006	0.2753

本文研究 2019 年 LPR 改革对中小企业融资成本的影响主要采取双重差分法，并采取固定效应估计作为参照。由实证结果可知（见表 4.6），双重差分法得到的实证结果与固定效应估计基本一致，证明了实证结果的稳健性。在控制其他影响因素的情况下，双重差分法得到的 ms 系数为 0.21%，在 1% 的水平上显著为正，说明不考虑 LPR 改革，中小企业的融资成本比大企业平均高 0.21%，ms×after2 的系数为-0.13%，在 5% 的水平上显著为负，说明与大企业相比，LPR 改革降低了中小企业的融资成本，验证了本文假说 H2。

对比 ms×after1 与 ms×after2 的系数符号发现，ms×after1 为正，表明 2013

年 LPR 推出提高了中小企业的融资成本， $ms \times after2$ 为负，表明 2019 年 LPR 改革降低了中小企业的融资成本，说明 2013 年 LPR 推出在短期内没有起到正向作用，而 2019 年 LPR 改革发挥了降低中小企业融资成本的正向引导作用，从而验证了假说 H3。

4.3.2 稳健性检验

表 4.7 LPR 改革的稳健性检验

变量	(1)		(2)	
	DID_基本	DID_控制	DID_基本	DID_控制
$ms \times after2$	-0.0013** (-2.48)	-0.0012** (-2.39)	-0.0018** (-2.05)	-0.0015** (-2.31)
ms	0.0016 (1.08)	0.0040*** (2.69)	-0.0009 (-1.33)	-0.0004 (-0.68)
after2	0.0009* (1.77)	0.0038*** (4.78)	0.0002 (0.54)	0.0002 (0.63)
control	NO	YES	NO	YES
常数项	0.0059*** (4.91)	0.0233*** (3.43)	0.0066*** (29.11)	0.0263*** (7.37)
N	5373	5372	6047	5389
R-sq	0.0007	0.2721	0.0005	0.3384

注：control 代表所有控制变量。

对 LPR 改革政策效应的稳健性检验同样采取改变融资成本的核算方法和改变实验组的构造方式两种方法，由表 4.7 可知，列（1）为改变融资成本核算方法的稳健性检验，列（2）为改变实验组构造方式的稳健性检验。从列（1）可以看出，在加入控制变量的前提下， $ms \times after2$ 的系数为-0.12%，在 5%的水平上显著为负，与基准回归结果基本一致，说明 2019 年 LPR 改革降低了中小企业的融资成本，融资成本的核算方法不会影响实证结果，进一步证明了假说 H2。从列（2）可以看出，在加入控制变量的前提下， $ms \times after2$ 的系数为-0.15%，在 5%的水平上显著为负，与前文实证结果一致，说明资本市场不同不会改变利率市场化影响中小企业融资成本的效果。此稳健性检验中交乘项 $ms \times after2$ 的系数为负，表 4.4 稳健性检验中交乘项 $ms \times after1$ 的系数为正，稳健性检验表明，与 2013 年 LPR 推出相比，2019 年 LPR 改革具有降低中小企业融资成本的正向作用，进一步验证了假说 H3 的稳健性。

5 货币政策利率传导机制影响中小企业融资成本的实证检验

上文运用双重差分法分别对 2013 年 LPR 推出和 2019 年 LPR 改革影响中小企业融资成本的政策效应进行研究, 研究发现, 与 2013 年 LPR 推出相比, 2019 年 LPR 改革有利于降低中小企业的融资成本, 由于每次研究的样本区间为 10 个季度, 因此准自然实验的结果只反映短期内的政策效应, 并且只涉及利率市场化改革进程中微观层面的静态结果。在此基础上, 本文引入货币供应量和利率等宏观指标, 研究关键利率的动态传导, 以此来研究利率市场化通过货币政策利率传导渠道影响中小企业融资成本的作用机理。

5.1 研究说明

5.1.1 变量选取

(1) 被解释变量和解释变量

被解释变量为融资成本 ($cost$), 解释变量选取货币供应量 $M2$ 和 MLF 利率作为货币政策的中介目标, 货币供应量用 $M2$ 的同比增速 ($gM2$) 表示, MLF 利率反映中央银行调节政策利率的过程; 选取央行基准利率 (LRB) 和 LPR 利率作为基准利率, LPR 利率反映 MLF 利率传导至商业银行的过程; 选取金融机构一般贷款加权平均利率 (LR) 作为金融机构对贷款定价的代理变量, 反映 LPR 利率从商业银行传导至居民和企业的过程。

(2) 控制变量

控制变量仍然选取影响融资成本的变量, 即资产规模 ($size$)、资产负债率 ($lever$)、固定资产比率 ($fixed$)、资产收益率 (roa)、资金周转率 ($turnover$)、营业收入增长率 ($revenuegro$)、经营风险 ($risk$)、通货膨胀率 ($gCPI$)。各变量的核算方法见表 5.1。

表 5.1 变量一览表 2

变量	符号	核算方法
融资成本	$cost$	财务费用/总负债
M2 同比增速	$gM2$	$(M2 \text{ 余额本期数} - M2 \text{ 余额上期数}) \div M2 \text{ 余额上期数} \times 100\%$
中期借贷便利利率	MLF	每季度月利率的算数平均数
央行基准利率	LRB	每季度月利率的算数平均数
贷款市场报价利率	LPR	每季度月利率的算数平均数
一般贷款加权平均利率	LR	每季度月利率的算数平均数
控制变量	$control$	$size$ 、 $lever$ 、 $fixed$ 、 roa 、 $turnover$ 、 $revenuegro$ 、 $risk$ 、 $gCPI$

注：控制变量的核算方法及含义与表 4.1 一致。

5.1.2 数据说明

本文样本量为前文选取的 300 家中小企业，样本区间为 2013 年第四季度到 2020 年第二季度，一共 28 个季度，变量中 MLF 利率的数据从 2016 年第二季度到 2020 年第三季度，因为中期借贷便利工具于 2014 年 9 月首次创设，直到 2016 年 6 月才形成一年期 MLF 利率。中小企业的融资成本及控制变量数据来源于国泰安数据库， $M2$ 余额数据来源于国家统计局， MLF 利率和央行基准利率从中国人民银行官网搜索整理， MLF 利率从上海银行间同业拆借中心查询整理，金融机构一般加权平均利率从历年中国货币政策执行报告中搜索整理得到。考虑到微观数据选用季度数据，为了统一计量口径，所有数据应为季度数据，利率均为一年期月利率，通过计算算数平均得到季度利率。

5.1.3 模型构建

根据以上变量设置，构建如下计量模型：

$$cost_{it} = \alpha + \beta gM2_t + \gamma \sum control_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (3)$$

$$\text{cost}_{it} = \alpha + \beta LRB_t + \gamma \sum \text{control}_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (4)$$

$$\text{cost}_{it} = \alpha + \beta MLF_t + \gamma \sum \text{control}_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (5)$$

$$\text{cost}_{it} = \alpha + \beta LPR_t + \gamma \sum \text{control}_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (6)$$

$$\text{cost}_{it} = \alpha + \beta LR_t + \gamma \sum \text{control}_{it} + \mu_i + \delta_t + \varepsilon_{it} \quad (7)$$

模型（3）到（7）分别研究 *gM2*、*LRB*、*MLF*、*LPR*、*LR* 对中小企业融资成本的影响，其中，*cost* 为被解释变量，*gM2*、*LRB*、*MLF*、*LPR*、*LR* 为解释变量，*control* 代表所有控制变量， α 为截距项， β 为解释变量的系数， γ 为控制变量的系数， μ_i 反映个体效应， δ_t 反映时间效应， ε_{it} 为扰动项。在模型中， β 值反映 *gM2* 变动 1% 或利率变动 0.01% 引起融资成本的平均变动量，若 $\beta > 0$ ，则表明提高了中小企业的融资成本，反之则降低。

5.2 货币政策利率传导机制对中小企业融资成本的影响

表 5.2 描述性统计表 3

Var	Accper	Obs	Mean	SD	Min	Max
cost	2013Q4-2020Q3	8,384	0.0686	0.0267	-1.0979	0.3071
gM2	2013Q4-2020Q3	8,400	10.66	2.03	8	14.7
LRB	2013Q4-2020Q3	8,400	4.72	0.63	4.35	6
MLF	2016Q2-2020Q3	5,400	3.06	0.52	1	3.3
LPR	2013Q4-2020Q3	8,400	4.61	0.61	3.85	5.84
LR	2013Q4-2020Q3	8,400	6.08	0.61	5.26	7.37
control	size、lever、fixed、roa、turnover、revenuegro、risk、gCPI					

注：数据来源于国泰安数据库；control 代表所有控制变量。

样本数据进行缩尾处理，避免极端影响。由表 5.2 可知，样本数据为包括 8400 个观测值的面板数据 *cost* 的均值为 0.0686，标准差为 0.0267，融资成本具有一定的波动性，这对于研究货币政策的效果具有一定的可行性。比较利率可以发现，*LRB* 的均值为 4.72%，*MLF* 的均值为 3.06%，*LPR* 的均值为 4.61%，*LR* 的均值为 6.08%，基准利率 *LRB*、*LPR* 的均值基本一致，*LPR* 的均值比 *MLF* 高 1.55%，*LR* 的均值比 *LPR* 高 1.47%，初步体现了 *LPR* 利率在 *MLF* 利率基础上加点生成、

贷款利率在 LPR 利率基础上加点生成的利率形成机制。

5.2.1 货币政策利率传导机制的实证结果

前文分别研究了 2013 年 LPR 推出和 2019 年 LPR 改革对中小企业融资成本的影响，并比较两次政策效应证明了 LPR 改革发挥了降低中小企业融资成本的正向引导作用。在此基础上，下文从货币政策利率传导机制的角度出发，研究利率市场化通过货币政策利率渠道影响中小企业融资成本的作用机制。

表 5.3 基本回归结果

整体					
	gM2	LRB	LPR	LR	MLF
cost	-0.0003** (-1.92)	0.0003 (0.64)	0.0004 (0.74)	0.0005 (1.05)	0.0021*** (7.20)
常数项	0.0106*** (6.13)	0.0057** (2.26)	0.0054** (2.12)	0.0042 (1.41)	0.0008 (0.84)
N	8384	8384	8384	8384	5384
R-sq	0.001	0.001	0.001	0.001	0.0013
LPR 改革前					
	gM2	LRB	LPR	LR	MLF
cost	-0.0002 (-1.42)	0.0003 (0.62)	0.0003 (0.58)	0.0008* (1.74)	0.0020*** (6.95)
常数项	0.0098*** (5.40)	0.0057** (2.26)	0.0057** (2.07)	0.0023 (0.81)	0.0012 (1.41)
N	6889	6889	6889	6889	3889
R-sq	0.001	0.001	0.001	0.001	0.0013
LPR 改革后					
	gM2	LRB	LPR	LR	MLF
cost	-0.0019*** (-5.24)	- -	0.0080*** (4.23)	0.0072*** (5.82)	0.0088*** (4.34)
常数项	0.0261*** (9.05)	- -	-0.0250*** (-3.28)	-0.0329*** (-4.77)	-0.0203*** (-3.21)
N	1495	- -	1495	1495	1495
R-sq	0.0156	- -	0.0057	0.0055	0.0059

表 5.3 为基本回归结果，不加入控制变量时的结果，主要汇报三个部分，第一部分为 LPR 推出到现在对中小企业融资成本的影响即整体情况，第二部分为从 LPR 推出到 LPR 改革前的情况，第三部分为 LPR 改革后到现在的情况，通过

三个部分来观察货币政策利率传导机制的变化。从整体来看, LRB、LPR、LR 对中小企业融资成本的影响均不显著, 只有 gM2、MLF 对融资成本的影响显著, gM2 的系数为-0.06%, 在 1% 的显著性水平上为负, 表明 M2 每增长 1%, 中小企业的融资成本平均降低 0.06%, MLF 的系数为 0.21%, 在 1% 的显著水平上为正, 表明 MLF 利率每上升 0.01%, 中小企业的融资成本平均增加 0.21%, 结合当前利率下行趋势来说, MLF 利率每下降 0.01%, 则中小企业的融资成本平均降低 0.21%。从 LPR 改革前的情况来看, 融资成本的变动与 gM2、LRB、LPR 关系不显著, 与 LR、MLF 显著相关, LR 的系数为 0.08%, 在 10% 的显著性水平上为正, 表明金融机构一般贷款加权平均利率每下降 0.01%, 中小企业的融资成本平均降低 0.08%, MLF 的系数为 0.20%, 在 1% 的显著性水平上为正, 表明 MLF 利率每下降 0.01%, 中小企业的融资成本平均降低 0.20%。从 LPR 改革后的情况来看, 自 2015 年 10 月 24 日中国人民银行调整之后 LRB 一直保持不变, 且 LPR 改革后逐渐取消了 LRB 的使用, 因此不研究改革后 LRB 对融资成本的影响, 其他变量的影响均显著, gM2 的系数为-0.19%, 在 1% 的显著性水平上为负, MLF 的系数为 0.88%, LPR 的系数为 0.80%, LR 的系数为 0.72%, 均在 1% 的显著性水平上为正, 初步证明调节 MLF 利率下行会引起贷款利率下行。

了解不同情况下各解释变量对融资成本的基本影响方向和程度之后, 加入控制变量对影响结果的实际情况进行研究。

表 5.4 利率传导机制的实证结果

被解释变量	cost						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
gM2	-0.0006*** (-3.41)						
MLF		0.0022*** (6.69)	0.0051*** (3.88)				
LPR				-0.0002 (-0.25)	0.0032*** (3.67)		
LR						0.0006* (1.80)	0.0012*** (4.94)
size	-0.0021** (-2.26)	-0.0013 (-0.99)	0.0010 (0.29)	0.0005 (0.46)	0.0009 (0.26)	0.0001 (0.03)	0.0009 (0.26)
lever	0.0408*** (9.36)	0.0282*** (5.49)	0.0012 (0.10)	0.0357*** (7.93)	0.0013 (0.11)	0.0375*** (8.20)	0.0013 (0.11)

续表 5.4

被解释变量	cost						
	变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
fixed	0.0230*** (4.75)	0.0265*** (4.29)	0.0281** (2.07)	-0.0310** (-1.97)	0.0286** (2.08)	0.0227*** (4.53)	0.0288** (2.08)
roa	0.0055 (0.40)	0.0181 (1.28)	-0.0387** (-2.29)	-0.0008* (-1.76)	-0.0388** (-2.29)	0.0008 (0.05)	-0.0388** (-2.29)
turnover	-0.0039*** (-7.99)	-0.0035*** (-7.36)	-0.0018** (-2.04)	-0.0002 (-0.53)	-0.0017* (-1.88)	-0.0041*** (-7.55)	-0.0016* (-1.70)
revenuegro	-0.0010* (-1.89)	-0.0010 (-1.58)	0.0021 (1.04)	0.0227*** (4.53)	0.0020 (1.02)	-0.0007 (-1.37)	0.0020 (1.02)
risk	0.0009** (2.46)	0.0005* (1.94)	0.0008** (2.31)	-0.0041*** (-7.56)	0.0009** (2.38)	0.0007* (1.82)	0.0009** (2.38)
gcpi	0.0006** (2.06)	0.0013*** (4.46)	0.0031*** (4.99)	0.0001 (0.07)	0.0032*** (4.86)	0.0001 (0.55)	0.0032*** (4.14)
常数项	0.0431* (1.94)	-0.0456* (-1.84)	-0.0459** (-2.27)	-0.0179 (-0.75)	-0.0485* (-1.91)	-0.0133 (-0.59)	-0.0562 (-0.67)
N	7475	4825	1285	6190	1285	6190	1285
R-sq	0.3701	0.3168	0.0282	0.3819	0.0327	0.3161	0.0377

表 5.4 为考虑控制变量因素的情况下,各解释变量对中小企业融资成本的影响结果,实证结果采用固定效应估计得到。列(1)为整体情况下货币供应量变动对中小企业融资成本的影响结果,gM2 的系数为-0.06%,在 1%的显著性水平上为负,表明 M2 每增长 1%,中小企业的融资成本平均降低 0.06%,说明通过货币政策增加货币供应量能够降低中小企业的融资成本。列(2)为整体情况下 MLF 利率变动对中小企业融资成本的影响结果,MLF 的系数为 0.22%,在 1%的显著性水平上为正,结合当前利率变化趋势来看,MLF 利率每下降 0.01%,会引起中小企业的融资成本平均降低 0.22%。综合列(1)和列(2)来看,MLF 的系数绝对值比 gM2 的系数绝对值高 0.16%,说明从长期来看,以 MLF 利率作为调控工具的货币政策效果大于货币供应量的调控效果^①,融资成本对利率的弹性更大。通过增加货币供应量降低贷款利率的货币政策虽然能够起到降低中小企业融资成本的作用,但是容易导致大水漫灌,降低融资成本以导致通货膨胀为代价,会产生事倍功半的效果,而调节 MLF 利率下行能够直接引导贷款利率下行,且效果较好。就我国货币政策改革来说,MLF 的系数绝对值明显高于 gM2,表明了价格型调控方式的有效性和必要性,新型银行间基准利率的形成推动了我国

^① 数量型货币政策框架以货币供应量为中介目标,价格型货币政策以利率为主要中介目标。

货币政策框架转型。需要注意的是，数量型货币政策主要通过信贷渠道传导，价格型货币政策主要通过利率渠道传导，货币政策的传导机制随着调控框架的转型而发生转变，当前我国货币政策以利率传导机制为主渠道，强化了货币政策利率传导机制在宏观调控过程中的作用。

列（4）为 LPR 改革前 LPR 利率对中小企业融资成本的影响结果，LPR 的系数为-0.01%，表明 LPR 利率每下降 0.01%，中小企业的融资成本平均增加 0.01%，进一步证明了本文假说 H1，2013 年 LPR 推出提高了中小企业的融资成本，但是不显著，说明 LPR 改革之前中小企业的融资成本与 LPR 利率无关，这是因为 LPR 利率参考央行基准利率，而央行基准利率由央行决定，LPR 利率不随市场变动，以央行基准利率为核心的传导机制没有发挥利率的引导作用，贷款利率定价主要依靠商业银行内部资金转移定价（FTP）机制。列（5）为改革后 LPR 利率对中小企业融资成本的影响结果，LPR 的系数为 0.32%，在 1% 的显著性水平上为正，表明 LPR 利率每下降 0.01%，中小企业的融资成本平均降低 0.32%，进一步证明了本文假说 H2。综合列（4）和列（5）来看，改革前中小企业的融资成本与 LPR 利率无关，改革后中小企业的融资成本与 LPR 利率显著正相关，表明 LPR 改革对于降低中小企业的融资成本起到了正向引导作用，进一步证明了本文假说 H3。

列（3）为改革后 MLF 利率对中小企业融资成本的影响结果，MLF 的系数为 0.51%，在 1% 的显著性水平上为正，表明 LPR 改革后，MLF 利率每下降 0.01%，中小企业的融资成本平均降低 0.51%。列（7）为改革后金融机构一般贷款平均加权利率对中小企业融资成本的影响结果，LR 的系数为 0.12%，在 1% 的显著性水平上为正，说明金融机构一般贷款加权平均利率每下降 0.01%，中小企业的融资成本平均降低 0.12%。综合列（3）、列（5）和列（7）来看，（3）、（5）、

（7）是改革后的影响结果，反映了利率从“MLF利率 → LPR利率 → 贷款利率”的传导路径，MLF 的系数为 0.51%，LPR 的系数为 0.32%，LR 的系数为 0.12%，说明政策利率在传导过程中，从中央银行到商业银行削弱了 0.19%，这是由于报价行的报价利率包含了各报价行自身的资金成本、市场供求、风险溢价等因素，从而削弱了政策利率的作用；从商业银行到中小企业削弱了 0.20%，这是因为商业银行对中小企业的贷款利率在 LPR 利率的基础上加点生成，加点幅度取决于

中小企业的经营状况和风险溢价等因素,因此这些因素进一步削弱了政策利率的作用。虽然客观因素削弱了政策利率引导贷款利率下行的效果,但是 LPR 改革完善了货币政策利率传导机制,使政策利率直接发挥降低中小企业融资成本的作用。

列(6)为改革前金融机构一般贷款加权平均利率对中小企业融资成本的影响结果,LR 的系数为 0.06%,在 10%的显著性水平上为正,表明在改革前,金融机构一般贷款加权平均利率每下降 0.01%,中小企业的融资成本平均加 0.06%。综合列(6)和列(7)来看,(6)、(7)均反映货币政策利率从金融机构传导至中小企业的效果,改革前 LR 的系数为 0.06%,改革后的系数为 0.12%,LPR 改革前后 LR 的变动均降低了中小企业的融资成本,并且改革后降低的幅度是改革前的两倍,说明 LPR 改革增强了金融机构贷款定价的能力以及其服务中小企业的的能力,LPR 改革疏通了货币政策利率传导渠道,增强了货币政策的实施效果。

综上所述,LPR 改革之前的利率传导渠道为“央行基准利率→贷款利率”,LPR 改革之后的利率传导渠道为“MLF 利率→LPR 利率→贷款利率”,LPR 改革前利率传导渠道没有发挥直接引导作用,利率传导不畅,而 LPR 改革完善了货币政策利率传导机制,改革之后的利率传导渠道发挥了正向引导作用,且利率传导效果倍增。而金融机构内部资金转移定价机制的完善以及其服务中小企业能力的提升,打通了货币政策利率传导的最后一公里。因此,长期来看,随着货币政策框架转型,利率市场化通过突破货币政策利率传导障碍,从而降低了中小企业的融资成本,其中,利率传导机制推动了合理定价并发挥了正向引导作用,验证了本文假说 H4。

5.2.2 稳健性检验

表 5.5 利率传导机制的稳健性检验

被解释变量	财务费用÷平均负债						
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
gM2	-0.0006*** (-3.93)						
MLF		0.0021***	0.0054***				

	(6.57)	(4.13)					
LPR			-0.0001	0.0035***			
			(-0.17)	(3.90)			
LR					0.0002*	0.0015***	
					(1.97)	(5.16)	
control	size、lever、fixed、roa、turnover、revenuegro、risk、gCPI						
常数项	0.0135	-0.0555**	-0.068***	-0.0479*	-0.0706**	-0.0512**	-0.0145*
	(0.60)	(-2.15)	(-2.60)	(-1.88)	(-2.23)	(-2.18)	(-1.84)
N	7203	4825	1285	5918	1285	5918	1285
R-sq	0.3503	0.3180	0.0733	0.3307	0.0782	0.2723	0.0400

本文通过改变融资成本的核算方法对假说 H4 进行稳健性检验。从表 5.5 中列 (1) 和列 (2) 可以看出, gM2 的系数在 1% 的水平上显著为负, MLF 的系数在 1% 的水平上显著为正, 与基准回归结果基本一致, 证明了我国货币政策框架转型的有效性和必要性, 利率市场化发挥了支撑作用。由列 (4) 和列 (5) 可知, 在改革前, 中小企业的融资成本与 LPR 利率无关, 改革后 LPR 利率下行降低了中小企业的融资成本, 表明 LPR 改革强化了 LPR 利率的正向引导作用。由 (3)、(5)、(7) 列结果可知, 改革后 MLF、LPR、LR 的系数均在 1% 的水平上显著为正, 与前文结果基本一致, 说明 LPR 改革完善了货币政策利率传导机制。由列 (6) 和列 (7) 可知, 改革前后 LR 的系数均显著为正, 且后者的系数绝对值明显大于前者, 与前文结果基本一致, 表明利率市场化突破了货币政策利率传导障碍, 综上证明了假说 H4 的稳健性。

6 结论与建议

6.1 结论

首先, 本文选取 600 家企业构造准自然实验, 运用双重差分法分别对 2013 年 LPR 推出和 2019 年 LPR 改革影响中小企业融资成本的政策效应进行研究, 其中 600 家企业包括在 A 股上市的 300 家大企业和在中小板上市的 300 家中小企业, 以此来保证随机分组, 样本区间均为改革前后各 5 个季度, 表明准自然实验的结果反映短期的政策效应。研究发现, 与大企业相比, 2013 年 LPR 推出提高了中小企业的融资成本, 2019 年 LPR 改革降低了中小企业的融资成本, 对比两次政策效应可以看出, 与 2013 年 LPR 推出相比, 2019 年 LPR 改革发挥了降低中小企业融资成本的正向引导作用。本文通过改变融资成本的核算方法和实验组的构造方式对实验结果进行了稳健性检验, 进一步证明了本文结论的稳健性。

其次, 本文针对上文选取的 300 家中小企业, 加入货币供应量和利率等宏观指标, 从利率传导机制的角度出发, 研究利率市场化通过货币政策利率传导渠道影响中小企业融资成本的作用机理。LPR 机制作为利率市场化改革进程中形成银行间基准利率的关键环节, 因此从 2013 年 LPR 推出到现在作为研究区间对于梳理利率市场化改革疏通货币政策利率传导渠道的作用机理具有一定的现实意义, 且研究结果反映长期效应。实证结果采取面板回归模型固定效应估计, 研究结果发现, 数量型工具的传导效果甚微, 价格型工具的效果显著, 说明了以价格型工具即利率为主的利率传导机制对中小企业的融资成本影响较大, 具体来说, LPR 改革完善了 LPR 形成机制, 新的利率传导机制发挥了推动合理定价和正向引导作用。长期来看, 随着货币政策框架转型, 利率市场化通过突破货币政策利率传导障碍, 降低了中小企业融资成本, 其中, 利率传导机制推动了合理定价并发挥了正向引导作用。稳健性检验进一步证明了结论的稳健性。

6.2 政策建议

第一, 完善信息披露制度, 建立信息共享机制, 缓解商业银行的信息不对称问题。首先, 企业应建立信息披露机制, 及时将企业的经营状况和财务状况进行

公布,并建立监察机制推动落实。其次,应当建立权威性的第三方信用评级机构,将企业的信息披露情况纳入信用评级标准,以此推动信息披露制度的实施。再次,政府应鼓励加强银企合作,不仅能实现双赢,还能使银行更深入地了解企业的实际情况,补充完善银行的信息记录。促进信息披露,打破市场信息壁垒,从而优化市场主体的投融资环境。加强银企合作,建立银企关系机制,从而降低信息不对称程度。

第二,政府应倾向于中小企业制定政策,落实普惠金融政策有效执行,加强普惠金融考核标准的实施。另外,对于完成普惠金融工作指标的政策激励和准备金率优惠控制在合理范围,并且政府对金融机构向中小企业发放贷款之后发生的不良贷款风险采取兜底措施,使商业银行更有动力服务中小企业,弱化信贷歧视。

第三,完善商业银行 FTP 机制。首先,将银行 FTP 运用 LPR 的情况纳入 MPA 考核,确保政策利率从商业银行传导至实体经济,加强银行 FTP 与 LPR 的联系,缓解银行高息揽储局面。其次,构建 FTP 曲线,以市场基准利率为基础,加入其他影响定价的因素作调整:经营风险、资金成本、战略布局等。再次,引入高科技人才,给 FTP 机制建设提供技术支持,并强化数据库建设。最后,定期组织培训,掌握 FTP 机制内涵及系统操作,加强与同业的交流,共同促进 FTP 机制建设。完善 FTP 机制有利于规范贷款合理定价,打断利润联接。

第四,加强资本市场建设,创新中小企业的融资渠道。首先,优化融资结构,提高直接融资比重,完善创业板和科创板等,推行注册制;另一方面,扩大金融开放,借助国际资本搭桥铺路。其次,加强地方性金融基础设施建设,在特定区域内建设功能性的资本市场,丰富多层次资本市场,解决差异性的融资需求。倡导非正规融资平台与资本市场接轨,使其合法化,并试行普惠性质的综合融资服务平台。最后,推动企业改制,加强公司治理,达到资本市场融资要求。

第五,深化利率市场化改革,推进“两轨并一轨”有序进行。首先,进行金融体制改革,完善市场机制,加强市场之间的联动性,利用货币市场和债券市场的双重作用降低贷款市场利率。其次,促进形成市场化利率体系,纠正利率扭曲,消除寻租空间,提高市场配置资金的效率。最后,加强法制约束,打破商业银行利用资源和政策优势形成的利益垄断格局。金融监管机构应实时关注利率市场化下的风险情况,保证金融稳定的前提下,继续推进利率市场化。

第六，推进货币政策框架转型，提高利率传导效率。首先，创新直达性工具，如再贴现、再贷款工具，面向高附加值、高成长潜力的中小企业释放资金，降低融资成本。其次，转型过程应循序渐进，注重相机抉择政策，打好组合拳，实施货币政策和宏观审慎监管双管齐下，加强非正规市场的监管。再次，建立健全利率走廊机制，推动利率高效传导。最后，提高货币政策透明度，营造良好的政策环境，强化商业银行的理性决策和中央银行的职责。

参考文献

- [1] Abiad, A.,and E. Tressel.New Database of Financial Reforms[J].IMF Staff Papers, 2010,57(2):281-302
- [2] Allen, F.,and M. Qian.Law,Finance and Economic Growth in China[J].Journal of Financial Economics,2005(77):57-116
- [3] Berument,H.,and R. T. Froyen.Monetary Policy and Long Term Interest Rates:Evidence from Weekly Data[J].Journal of Macroeconomics,2006,28(4):737—751
- [4] Biais,B.,and C. Gollier.Trade Credit and Credit Rationing[J].Review of Financial studies,1997(10):903-937
- [5] Joseph E. Stiglitz,Andrew Weiss.Credit Rationing in Markets with Imperfect Information[J].The American Economic Review,1981,71(3):393-410
- [6] McKinnon R I.Money and Capital in Economic Development[J].Washington D C:The Brookings Institution,1973
- [7] Mishkin,F . S.Monetary Policy Strategy:Lessons from the Crisis[R].NBER Working Paper ,2011,No.16755
- [8] Petersen,R.,and R. Rajan.Trade Credit:Theories and Evidence[J].Review of Financial Studies,1997(10):661-691
- [9] Rajan,R.G.;Zingales L.Financial Dependence and Growth[J].Social Science Electronic Publishing,1999,88(3):559-586
- [10] Shaw E S.Financial Deepening in Economic Development[J].New York:Oxford University Press,1973
- [11] Vig,V.Access to Collateral and Corporate Debt Structure:Evidence from a Natural Experiment[J].Journal of Finance,2013,68(3):881-928
- [12] 陈胜蓝,马慧.贷款可获得性与公司商业信用[J].管理世界,2018,(11):108-120
- [13] 陈彦斌,陈惟.从宏观经济学百年简史看“宏观经济学的麻烦”[J].经济动态,2017,(1):4-13

- [14] 代凯, 邱倩. 利率市场化改革对企业融资约束的影响研究——来自我国上市公司的经验证据[J]. 金融监管研究, 2019(6):70-84
- [15] 郭路, 刘霞辉和孙瑾. 中国货币政策和利率市场化研究[J]. 经济研究, 2015, (3):18-31
- [16] 郭豫媚, 戴贇和彭俞超. 中国货币政策利率传导效率研究 2008-2017[J]. 金融研究, 2018,(12):37-53
- [17] 郭豫媚, 郭俊杰和肖争艳. 利率双轨制下中国最优货币政策研究[J]. 经济学动态, 2016,(3):31-42
- [18] 何德旭, 余晶晶. 中国货币政策传导的现实难题与解决路径研究[J]. 经济学动态, 2019,(8):21-39
- [19] 黄佳琳, 秦凤鸣. 银行业竞争、市场化利率定价与利率传导效率[J]. 经济评论, 2020,(1):112-130
- [20] 黄晶. 货币政策的利率传导机制及其有效性研究[J]. 云南财经大学学报, 2020,(8):55-67
- [21] 黄晓艳. 基于金融抑制理论的互联网金融与小微企业融资关系研究[J]. 电子商务, 2017,(2):37-39
- [22] 李成, 吕昊旻. 中国货币政策调控方式转型:理论逻辑与实证检验[J]. 现代经济探讨, 2019,(11):1-12
- [23] 李广子, 刘力. 债务融资成本与民营信贷歧视[J]. 金融研究, 2009,(12):137-150
- [24] 李科, 徐龙炳. 融资约束, 债务能力与公司业绩[J]. 经济研究, 2011,(5):61-73
- [25] 李良松, 傅勇. 金融市场结构、融资成本和货币政策传导[J]. 金融评论, 2015,(4):1-13、124
- [26] 李欣航, 高洋鸽. 我国中小企业融资难问题分析及对策[J]. 商业经济, 2020,(3):79-80
- [27] 李淑娟. 我国中小企业融资问题研究[J]. 会计师, 2020,(11):22-23
- [28] 梁斯. 我国 LPR 的历史沿革、国际经验及政策建议[J]. 新金融, 2020,(1):19-25

- [29] 梁斯. 利率市场化背景下的货币政策利率传导机制研究[J]. 金融监管研究, 2018,(7):82-92
- [30] 刘金山, 何祎. 我国利率市场化进程测度: 观照发达国家[J]. 改革, 2014,(10):20-27
- [31] 马骏, 王红林. 政策利率传导机制的理论模型[J]. 金融研究, 2014,(12):1-22
- [32] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004,(4):42-55、200
- [33] 普华永道中国. 稳中有进 转型进行时——2019年中国银行业回顾与展望[J]. 新金融, 2020,(6):10-13
- [34] 钱雪松, 唐英伦, 方胜. 担保物权制度改革降低了企业债务融资成本吗?[J]. 金融研究, 2019,(7):115-134
- [35] 孙丽, 朱律. LPR 市场化改革: 回顾与深化[J]. 新金融, 2020,(4):50-57
- [36] 汤奎. LPR 改革对央行政策调控与商业银行经营的影响研究[J]. 新金融, 2020,(4):44-49
- [37] 王东静, 张祥建. 利率市场化、企业融资与金融机构信贷行为研究[J]. 世界经济, 2007,(2):50-59
- [38] 王思禹. 货币政策的债券市场传导机制——基于不同经济性质企业的融资成本视角[J]. 金融市场研究, 2019,82(3):53-59
- [39] 王效彬, 王曼. 中小企业信贷融资环境研究[J]. 青岛科技大学学报(社会科学版), 2020,36(1):36-41
- [40] 王志鹏. LPR、货币政策传导与社会融资成本[J]. 杭州金融研修学院学报, 2020,(1):11-18
- [41] 肖争艳, 陈惟. 货币政策、利率传导与中小企业融资成本[J]. 经济评论, 2017,(5):79-90
- [42] 徐宁, 张一兵和张男. 利率管制、LPR 与完全市场化下的货币政策传导机制: 理论对比与实证检验[J]. 南方经济, 2020,(5):34-48
- [43] 徐忠. 经济高质量发展阶段的中国货币调控方式转型[J]. 金融研究, 2018,(4):1-19
- [44] 颜白鹭. 银行贷款、民间借贷与中小企业融资——基于对非上市中小企业调

- 查数据的研究[J]. 金融监管研究, 2015,(5):63-74
- [45] 杨昌辉, 张可莉. 民营企业债务融资成本研究——基于利率市场化和会计稳健性双重视角[J]. 中国管理科学, 2016,(11):405-412
- [46] 杨伟中, 余剑和李康. 利率扭曲、市场分割与深化利率市场化改革[J]. 统计研究, 2018,35(11):42-57
- [47] 杨箐, 刘放和李茫茫. 利率市场化、非效率投资与资本配置——基于中国人民银行取消贷款利率上下限的自然实验[J]. 金融研究, 2017,(5):81-96
- [48] 战明华, 王晓君和应诚炜. 利率控制、银行信贷配给行为变异与上市公司的融资约束[J]. 经济学(季刊), 2013,(12):1255-1276
- [49] 张博, 朱珠. 贷款市场报价利率的形成机制及政策建议[J]. 新金融, 2019,(10):41-46
- [50] 张伟华, 毛新述和刘凯璇. 利率市场化改革降低了上市公司债务融资成本吗? [J]. 金融研究, 2018,(10):106-121
- [51] 张雪莹, 陆红和汪冰. 短期利率与长期利率的关系之谜:基于 VAR 模型的实证分析[J]. 金融发展评论, 2010(9):144-158
- [52] 张英杰, 余璐, 李诗, 郭静静和谭畅. 防止“债务-通缩”循环[J]. 中国经济报告, 2015(11):50-51
- [53] 赵俐威, 许清林. 中国银行业发展历程研究——基于金融发展理论的视角[J]. 商, 2016(25):181
- [54] 中国季度宏观经济模型(CQMM)课题组. 2020-2021年中国宏观经济预测与分析[J]. 厦门大学学报, 2020(3):21-29

后 记

白云苍狗，三年的时光过得真快，当我在这里写后记的时候，就意味着要画上句号了。回想三年的学习生涯，对一切充满憧憬和未知的情景犹在眼前，仔细回味，其中不乏酸甜苦辣。

三年前，我满怀信心地来到这里，希望可以在这方寸之地干出一番成绩。现在看来，我最大的收获就是遇见了你们，因为你们，才有了现在的我，感谢相遇。首先，我要感谢我敬爱的恩师，我想说，谢谢您选择我成为您的学生，让我可以跟您学习研究之道和处世之道，您辛苦了！您在我们心中是严肃的，但有时又是慈爱的，您知识渊博，又经验丰富，总是了解我们心中所想，每当我们论文写作出现瓶颈不免心中困惑之时，您的一席话就让我们醍醐灌顶。您时常督促我们，指导和教诲是我们不可多得的财富。其次，我要感谢马老师，您是一位平易近人的老师，我经常有很多繁琐的事情叨扰您，谢谢您的包容。还要感谢给我代课的老师，调皮愚笨的我让你们操心了。

再次，我要感谢师门的三位小伙伴，谢谢你们的鼓励以及学术上对我的建议，谢谢你们在我的文章出现错误时，不吝提出指正。我要感谢我们班的同学们，是你们的优秀激励着我不断向前。最后，我的舍友们，谢谢你们的陪伴，我们互相监督，一起进步，也一起获得了坚定的革命友谊。

还有很多我要感谢的老师和朋友，在这里就不一一道出了。总之，我感谢所有帮助过我和给过我建议的人，谢谢你们让我度过了不错的三年。