

# 影子银行监管、中小企业融资与普惠金融发展

李冬阳

云南财经大学金融学院, 云南 昆明

收稿日期: 2026年1月6日; 录用日期: 2026年2月5日; 发布日期: 2026年2月14日

---

## 摘要

本文以资管新规的实施作为准自然实验, 考察影子银行的收缩对中小企业融资的影响。研究发现, 影子银行的收缩在短期恶化了中小企业的融资环境, 具体表现为银行贷款规模的下降和利率的上升, 并且对民营中小企业的影响更为显著。本文认为, 影子银行业务治理须遵循疏堵结合、循序渐进的原则, 应该客观全面地看待影子银行在解决我国中小企业融资难问题中的作用。本文建议通过资管体系改革引导委托贷款、信托贷款等金融工具的良性发展, 进而助力中小企业发展。

---

## 关键词

影子银行, 金融监管, 中小企业融资, 普惠金融, 资管新规

---

# Shadow-Banking Regulation, SME Financing, and the Development of Inclusive Finance

Dongyang Li

School of Finance, Yunnan University of Finance and Economics, Kunming Yunnan

Received: January 6, 2026; accepted: February 5, 2026; published: February 14, 2026

---

## Abstract

Using the promulgation of the New Asset Management Rules as a quasi-natural experiment, this paper investigates how regulation-induced contraction of Chinese-style shadow banking affects SMEs' financing. We find that the contraction worsens SMEs' financing conditions in the short run, manifested in smaller bank loan amounts and higher loan interest rates, with the adverse effects being more pronounced for privately owned SMEs. These results suggest that, in the short run, regulation-driven retrenchment of shadow banking may impede the further development of inclusive finance; put differently, the policy objective of restraining financial churn and enhancing financial services to the real economy has not yet been substantively realized. We argue that the governance of

**shadow banking should follow a principle of combining blocking with dredging and proceed in a gradual and sequenced manner. Policymakers should acknowledge the role that shadow banking has played in easing SMEs' financing constraints and, through reforms of the asset-management framework, guide the healthy development of instruments such as entrusted lending and trust lending to support SMEs and inclusive finance.**

## Keywords

**Shadow Banking, Financial Regulation, SME Financing, Inclusive Finance, New Asset Management Rules**

Copyright © 2026 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 引言

2023 年中央金融工作会议强调，要做好包括普惠金融在内的“五篇大文章”。国务院《关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》明确指出，推进普惠金融高质量发展、提升服务实体经济能力是当前金融改革的重要方向。长期以来，中小企业由于缺乏不动产抵押物，在传统金融渠道面临融资难、融资贵等问题[1]。究其根源，中小企业处于企业生命周期的初始阶段，抗风险能力弱，经营发展具有高度的不确定性，因而很难获取正规金融体系固定收益审慎原则下的资金支持[2]。加之中小企业所拥有的资源主要是品牌概念或人力资本等无法通过财务信息反映出来的隐性资源，缺少传统信贷发放所要求的具有抵押价值的资产，因此普遍存在融资难的发展痛点[3]。而即使通过了正规金融体系的资质门槛，在金融体系收益成本匹配的经营原则下，中小企业因自身差异化、个性化的融资需求所带来的服务成本提升，也转嫁成了其融资所得资金成本[4]。融资贵也就成为了制约中小企业发展的另一个痛点[5]。

影子银行业务起源于商业银行的监管套利行为，本质上是商业银行业务的表外延伸[6]-[8]，能够弥补表内信贷不足，满足中小企业和民营企业的融资需求[9]。中小企业等融资弱势企业对其的依赖度也更强[10]。在 2008 年金融危机期间四万亿财政刺激计划的作用下，中国的影子银行体系得以不断扩张[11]。不同于西方发达经济体的影子银行以非银行金融机构为核心，影子银行依托于商业银行同业业务[12]，是“银行的影子”，具有银行中心化特征，内生了监管套利、刚性兑付等问题，蕴含非常大的系统性金融风险隐患[13] [14]。尽管监管层在 2018 年之前就已经针对影子银行系统多次出台监管措施，但是结果总是“按了葫芦起了瓢”。为了彻底防范影子银行造成的金融系统性风险，中国人民银行与原中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会以及国家外汇管理局于 2018 年 4 月联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“资管新规”)。通过对资金来源端的穿透式监管，资管新规有效遏制了影子银行的发展，中国的影子银行规模遭受大幅下跌，从 2018 年 4 月的 26.81 万亿元持续下滑至 2021 年 6 月的 20.07 万亿元，收缩幅度达到 25%。

然而，作为对正规信贷的重要补充[15]，影子银行在资管新规发布后的迅速收缩是否会影响中小银行的融资行为？对此，学术界还未给出明确的微观证据。有学者认为，影子银行业务使我国中小企业面临着更为复杂的融资环境，会加剧优势企业对中小企业的信贷挤压[16]，并且通道业务导致资金空转形成的叠加成本将增加实体企业的最终融资成本[17]。也有学者认为，影子银行业务的规模会在传统信贷紧缩时上升[9]，这一机制能够弥补正规金融发展的不足，缓解中国中西部地区企业的融资约束[15]。

并且适当的银行间同业资金周转调剂可以发挥毛细血管作用，是改善中小微企业融资并实现结构化调控的有效途径[18]。而影子银行业务的收紧则加剧了短贷长投企业的债务偿还压力，最终导致其债务风险上升[19]。

这些研究增进了对影子银行经济后果的认识，但是并没有提供其影响中小企业融资行为的实证证据。由于影子银行全链条记录数据的匮乏，缺乏精确识别影子银行经济后果的工具。部分文献利用区域性的委托贷款、信托贷款与未贴现银行承兑汇票之和去刻画影子银行活动[20][21]。但是这一区域性质的指标容易受到其他经济因素的影响，因此存在遗漏变量造成的内生性问题，很难精确地识别出影子银行收缩与中小企业融资行为之间的因果关系。资管新规的出台为我们研究影子银行对普惠金融的影响提供了新的契机：如果影子银行对普惠金融发展不重要，那么即使资管新规的发布造成了影子银行体系的迅速萎缩，此前依赖影子银行融资的中小企业也不会受到影响。本文以资管新规的颁布作为外生场景，利用冲击前企业是否为中小企业构建实验组与控制组，采用双重差分法考察影子银行收缩与普惠金融发展之间的因果关系，结果表明，在资管新规发布之后，中小企业的银行贷款规模下降且贷款利率上升，并且双重差分模型通过了平行趋势检验。

从研究结论来看，影子银行的监管并没有颠覆性地改变中小企业因影子银行业务嵌套、资金空转而导致的融资贵和融资难等问题，甚至会因为融资来源的中断使得企业原有面临的融资约束与经营风险进一步恶化，从而导致资金使用成本进一步升高。也就是说，抑制影子银行通道业务来遏制资金空转、提升服务实体经济的初心尚未得到实质性推进。本文的结论对进一步推动普惠金融发展和金融服务实体经济高质量发展具有一定的现实参考意义。

## 2. 文献综述与研究假设

推动普惠金融高质量发展是金融服务实体经济的内在要求。自党的十八届三中全会从国家战略层面提出“大力发展普惠金融”以来，国家相继出台《推进普惠金融发展规划(2016~2020年)》与《推进普惠金融高质量发展的实施意见》，明确了指导思想、基本原则与总体目标，标志着普惠金融已成为我国金融改革的重要任务。《规划》将普惠金融界定为：在机会平等与商业可持续原则下，以可负担的成本为社会各阶层和群体提供适当、有效的金融服务。然而必须看到，由于普惠群体普遍存在软信息匮乏、硬信息不足等问题，中小微主体的融资困境依然突出[22]，普惠金融仍是我国金融体系的短板与薄弱环节，其服务规模、覆盖面与价格水平与全面建设社会主义现代化国家的要求尚有差距，尚未实现“普、惠、量”的有机统一[23]。要点在于围绕信息不对称与交易成本两大瓶颈发力，通过更有效的信息获取与识别、更合理的定价与风控安排，降低服务门槛与综合成本，提升普惠金融供给的可得性与可持续性[24][25]。

在存贷款竞争日益加剧、实体部门融资需求不断攀升的背景下，影子银行作为对传统表内信贷的补充应运而生并逐步兴起。影子银行是指常规银行体系以外的各种金融中介业务，通常以非银行金融机构为载体，对金融资产的信用、流动性和期限等风险因素进行转换，扮演着类银行的角色[26]。例如，通过银信合作，银行以高昂的资金成本向社会大众筹集资金，透过互相嵌套的理财资金，将各类投资非标等资产投放给资金需求方。由于非标资产表面上不是贷款，银行不会受到各监管指标考核的局限性，且因为不占用信用额度，可以成功达到银行对经营的资本金和存贷比的要求，实现银行业务扩张的目的。与此同时，以信托贷款、委托贷款等为代表的影子银行业务凭借其多样的经营方式与宽松的放贷条件等优势进入实体经济，逐渐发展成为中小企业融资的重要途径[27]。如在金融行业高额利润的吸引下，大量上市公司纷纷开展金融资产投资业务，成为影子银行体系中一个特殊的参与主体[28]。其往往先以自身生产规模大、抵押资产多的硬资质低价获取银行资金，再转手以委托贷款、委托理财等方式将这些资金借与真正的需求方，即迈不过银行信贷资质门槛硬性要求而被拒之门外的中小企业。

资管新规防范化解金融风险的治理作用十分明显[29]。一方面，资管新规通过规范金融机构的监管套利行为，显著降低了系统性金融风险[30]，以及金融机构与实体经济之间的风险关联[31]；另一方面，通过限制非金融机构通过委托贷款、信托贷款、购买银行理财产品等方式参与影子银行活动，有力遏制了非金融企业脱实向虚[32]。然而，资管新规侧重于通过“堵”的方式消除监管套利空间，并没有很好地解决“疏”的问题[33]。

首先，商业银行通过影子银行渠道释放出的信贷资金将对正规金融市场形成补充，能够发挥期限转换和杠杆作用[34] [35]，从而增加社会信贷总规模，产生规模效应。社会总融资规模的增加将降低资金价格，使小微企业的融资成本下降。然而，中国影子银行体系的资金来源端依赖于投资者对各类理财产品以及资产管理计划的金融资产性质的投资[36]，而资管新规的发布通过“认定合格投资者”、“打破刚兑”以及“抑制通道业务”等规定限制了影子银行体系资金来源端的规模。这种资金来源端的萎缩最终会波及影子银行体系中资金的投放端，造成了此前依赖影子银行进行融资的企业出现预算约束的压力[37]。

另一方面，中小企业融资难的深层原因之一在于严重的信息不对称[38]。相较于大型商业银行，信托公司等非银行金融机构以及与小微企业存在上下游联系的关联企业，与小微主体接触更频繁、获取项目一线信息的渠道更丰富，能够在尽职调查、事中监督与事后约束等环节形成信息优势，从而降低小微企业融资中的信息搜寻成本与监督成本等隐性成本[39] [40]。在此基础上，影子银行通过银企关系与合作项目的筛选机制与灵活的产品结构，对小微企业的软信息进行吸收与转化，弱化了对硬信息报表与可抵押物的依赖。然而，资管新规实施后，影子渠道受到显著约束：理财净值化、穿透管理、多层次嵌套限制与非标压降要求推动表外回表与风险重定价；在资本充足率、拨备覆盖率、集中度与贷款分类等“硬约束”的共同作用下，银行内部资金转移定价上移，信贷资源配置的审慎性与合规性边际提高。由此，表内信贷的投放在额度、期限与授信准入上均更为严格，对借款企业提出更高的财务透明度、抵押担保能力与合规运营记录要求。若中小企业在由影子银行融资转向银行表内信贷的替代过程中遭遇摩擦，无法实现无缝对接，则可获得的投资性借款规模将减少，融资约束随之加剧[41]。即便企业成功实现替代，商业银行基于审慎出于风险控制的考虑，往往会收紧借款条款，例如缩短贷款期限、提高保证金比例与抵质押覆盖率、增加交叉违约与财务性约束条款、上调授信定价或附加担保与中介费用，这将抬升综合融资成本并提高滚续不确定性。

此外，从实体企业的融资环境看，《资管新规》的经济成本并非仅体现在影子银行渠道的直接压缩，还通过多重机制间接恶化融资条件。理财净值化、严禁多层次嵌套与“资金池”、打破刚性兑付等要求，提高了影子资产回表与穿透后的资本占用与合规成本，银行在风险-资本约束下更倾向将有限信贷额度配给“软预算约束”更强、信用资质更高、可抵押物更充足的主体，导致信贷资源向国有部门与大中型企业倾斜、对民营与中小企业形成“挤出”，从而扭曲了信贷资源配置[42]。此外，影子链条收缩与负债端短久期弱稳定性并存，促使银行同业负债与同业存单占比上升、负债成本刚性上移，内部资金转移定价与LPR的联动减弱，加之表外转表内后的风险溢价再定价，均会削弱政策利率与贷款利率的传导效率，使价格型工具对实体融资成本的约束力下降[43] [44]。而且，理财净值化与非标压降降低了基于表外业务与期限转换的流动性创造能力，银行对信用中介与期限中介功能的提供随之收缩，表现为对中小企业的授信额度、更长期限贷款与信用承诺等供给边际下降[45] [46]。在上述机制共同作用下，企业端将面临更严格的抵押担保与契约条款、更高的信用利差与发行费用、更短的贷款期限与更高的滚续不确定性，整体融资环境趋紧[47]。

基于以上分析，本文提出如下假设：

在资管新规发布之后，中小企业的银行贷款规模会降低，利率会提高。

### 3. 数据来源与模型设定

#### (一) 数据来源

为考察资管新规的实施对中小企业银行贷款的影响, 本文选取 2013 年至 2024 年沪深两市的所有 A 股上市公司作为研究对象, 剔除了金融行业的样本、主要变量缺失值的样本, 最终获得了 210,480 只贷款的非平衡面板数据。为了消除异常值对回归结果的影响, 我们对连续型变量进行了上下 1% 的 Winsorize 缩尾处理。若未经特殊说明, 本文的数据均来源于 WIND 数据库。研究设计上, 将大型、成熟的主板上市公司界定为对照组, 将科创板、创业板和新三板的中小企业界定为处理组。之所以选择主板为对照组, 原因在于其盈利更稳定、抵质押信息与信息披露更充分、与银行关系基础更稳固、表内信贷替代影子融资的能力更强, 因而在资管新规实施后对影子渠道收缩的暴露度相对较低; 相对而言, 中小企业软信息占比高、抵押不足、对影子融资依赖更强, 更可能在新规后出现融资环境下降与借款条款趋严, 从而为双重差分识别提供清晰的对照。

#### (二) 变量设计与模型设定

本文采用双重差分法考察《资管新规》的出台对中小企业银行贷款的影响。在准自然实验情形下, 双重差分法通过利用某一外生冲击对实验组和控制组的异质性影响, 克服内生性问题, 识别因果关系。具体而言, 本文设定模型如下:

$$Y_{i,j,p,t} = \beta_0 + \beta_1 Post_t \times Treat_j + Controls_{i,j,p,t} + \gamma_t + \lambda_p + \varepsilon_t \quad (1)$$

在模型(1)中,  $Y_{i,j,p,t}$  为被解释变量, 分别表示  $j$  企业在  $t$  时刻的贷款  $i$  规模的自然对数  $Valume$  以及  $j$  企业在  $t$  时刻的贷款  $i$  的利率  $Return$  [48] [49]。 $Treat_i$  为分组变量, 实验组取 1, 控制组取 0;  $Post_t$  是一个指示变量, 当样本观测值发生在资管新规颁布之日即 2018 年 04 月 27 日及其之后的时点, 其取值为 1, 否则取值为 0。参考已有的研究[50], 本文设定如下控制变量:  $ROA$  (净利润/总资产, 即资产收益率)、 $Level$  (总负债/总资产, 即资产负债率/杠杆率)、 $Fixed$  (固定资产/总资产, 即固定资产比率)、 $CFO$  (经营活动现金流净额/总资产, 即经营性现金流比率)、 $Cr$  (流动资产/流动负债, 即流动比率)、 $Pledge$  (是否存在抵押或质押担保的指示变量, 1 = 有、0 = 无)。除特别说明外, 各比率按当期财报口径计算; 连续变量统一进行上下 1% 缩尾处理。此外, 模型还设定了年份固定效应  $\gamma_t$ , 行业固定效应  $\lambda_p$ 。变量标识和定义如表 1 所示。变量的描述性统计如表 2, 所有变量的数字特征均在合理范围内。

Table 1. Variable definitions

表 1. 变量设定

变量类型	标识	定义
被解释变量	$Valume$	中小企业的逐笔银行贷款的规模(自然对数)
	$Return$	中小企业的逐笔银行贷款的利率
解释变量	$DID$	$Post$ 与 $Treat$ 的交乘项
控制变量	$ROA$	中小企业当期净利润与总资产的比值(资产收益率)
	$Level$	中小企业当期总负债与总资产的比值(杠杆率)
$Fixed$		中小企业当期固定资产与总资产的比值(固定资产比率)
	$CFO$	中小企业当期经营活动产生的现金流量净额与总资产的比值(经营性现金流比率)
$Cr$		中小企业当期流动资产与流动负债的比值(流动比率)
	$Pledge$	贷款是否有质押或抵押担保保证的哑变量(担保情况)

**Table 2.** Descriptive statistics  
**表 2. 描述性统计**

VarName	Obs	Mean	SD	Min	Median	Max
<i>Volume</i>	210,480	9.567	1.610	2.303	9.463	20.723
<i>Return</i>	210,480	5.939	2.475	0	5.438	16
<i>ROA</i>	210,480	0.014	0.117	-0.316	0.012	0.793
<i>Level</i>	210,480	2.514	0.242	1.008	2.521	8.971
<i>Fixed</i>	210,480	0.189	0.149	0.000	0.159	0.952
<i>CFO</i>	210,480	0.035	0.055	-0.245	0.036	0.180
<i>Cr</i>	210,480	1.794	1.753	0.032	1.425	5.075
<i>Pledge</i>	210,480	0.094	0.292	0.000	0.000	1.000

## 4. 实证结果与分析

### (一) 影子银行的收缩对中小企业银行贷款规模的影响

为检验资管新规的颁布对中小企业银行贷款规模的影响，我们对模型(1)进行估计。实证结果如表 3 所示。表 3 第(1)列报告了仅包含基准项、未纳入年份与行业固定效应时的系数估计结果；第(2)至(4)列汇报了依次加入了公司和贷款层面的控制变量以及年份固定效应和行业固定效应后的系数估计结果。结果显示，*Treat* 与 *Post* 的交乘项 *DID* 的系数估计值显著为负，影子银行的收缩降低了中小企业的银行贷款规模。

**Table 3.** The impact of shadow banking contraction on the scale of bank loans to small and medium-sized enterprises  
**表 3. 影子银行收缩对中小企业银行贷款规模的影响**

VARIABLES	<i>Volume</i>			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DID</i>	-0.181*** (0.008)	-0.118*** (0.008)	-0.196*** (0.069)	-0.152*** (0.058)
<i>ROA</i>		1.475*** (0.041)	1.473*** (0.280)	1.276*** (0.240)
<i>Level</i>		0.931*** (0.022)	0.932*** (0.195)	0.783*** (0.149)
<i>Fixed</i>		0.623*** (0.025)	0.675*** (0.242)	0.377 (0.256)
<i>CFO</i>		0.718*** (0.065)	0.565* (0.291)	0.470* (0.251)
<i>Cr</i>		0.048*** (0.002)	0.052*** (0.010)	0.038*** (0.008)
<i>Pledge</i>		0.183*** (0.012)	0.192*** (0.057)	0.071 (0.044)

续表

<i>Constant</i>	9.614*** (0.004)	8.875*** (0.017)	8.875*** (0.118)	9.037*** (0.109)
Observations	210,480	210,480	210,480	210,480
R-squared	0.002	0.015	0.019	0.059
Year FEs	NO	NO	YES	YES
Industry FEs	NO	NO	NO	YES

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示系数在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著; 括号内为企业层面聚类的稳健标准误。

为了检验上述双重差分模型的有效性, 本文进一步采用事件研究法[51]对资管新规进行平行趋势检验。图 1 展示了政策冲击前后不同时点中小企业与大型企业在贷款规模上的差异情况。可以看到, 在政策冲击前处理组与对照组的贷款规模变化趋势基本一致, 无法拒绝不为零的假设, 满足双重差分模型的平行趋势条件。而在政策发生当期及之后, 交乘项系数整体转为负值, 并在多个年份达到统计显著水平, 表明资管新规对中小企业银行贷款规模产生了持续的抑制作用。这一结果与基准回归结论相一致, 即资管新规实施后, 中小企业相较于大型企业的贷款规模显著下降。结合平行趋势检验的结果, 可以认为本文的识别策略稳健有效, 政策冲击所捕捉到的确实是资管新规引致的融资环境变化效应, 而非其他宏观或行业层面共同因素所致。

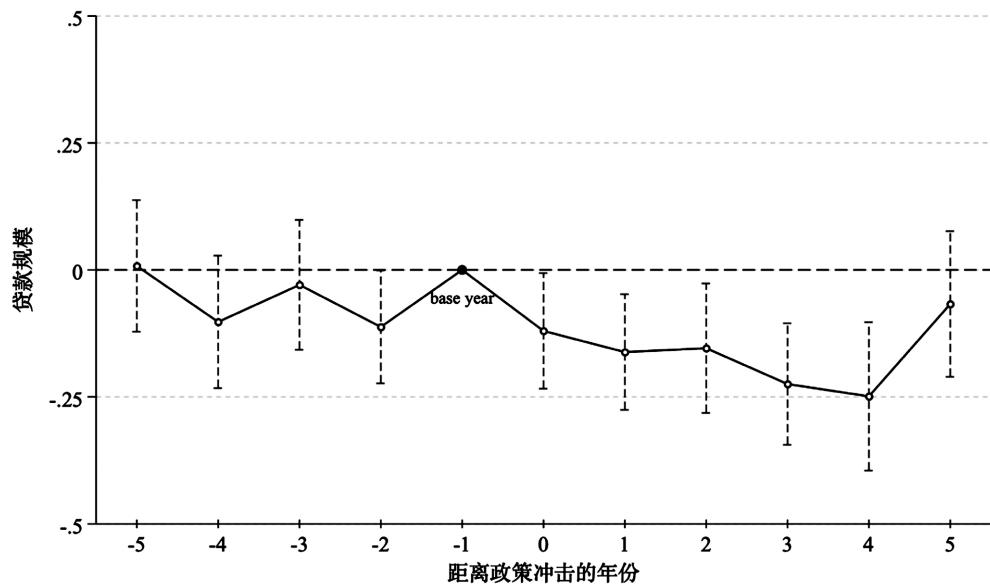


Figure 1. Parallel trend test of bank loan volume

图 1. 银行贷款规模的平行趋势检验

## (二) 影子银行的收缩对中小企业银行贷款利率的影响

表 4 给出了资管新规导致的影子银行收缩对中小企业银行贷款利率(*Return*)的影响。表 4 第(1)列报告了仅包含基准项、未纳入年份与行业固定效应时的系数估计结果; 第(2)至(4)列汇报了依次加入了公司和贷款层面的控制变量以及年份固定效应和行业固定效应后的系数估计结果。回归结果显示, 核心交乘项 *DID* 系数显著为正, 表明资管新规导致影子银行收缩后, 中小企业的银行贷款利率显著上升。在影子银行收缩后, 中小企业难以以同等条件在表内市场完成融资替代, 银行渠道融资费用承压上行。

**Table 4.** The impact of shadow banking contraction on lending rates for small and medium-sized enterprises  
**表 4. 影子银行收缩对中小企业贷款利率的影响**

VARIABLES	Return			
	(1)	(2)	(3)	(4)
<i>DID</i>	0.186*** (0.009)	0.114*** (0.008)	0.202*** (0.058)	0.245*** (0.049)
<i>ROA</i>		0.239*** (0.038)	0.188 (0.668)	0.023 (0.621)
<i>Level</i>		0.639*** (0.021)	0.633** (0.301)	0.472* (0.267)
<i>Fixed</i>		0.653*** (0.023)	0.632*** (0.218)	0.572*** (0.188)
<i>CFO</i>		0.380*** (0.061)	0.710* (0.370)	0.604* (0.326)
<i>Cr</i>		-0.498*** (0.002)	-0.499*** (0.050)	-0.495*** (0.051)
<i>Pledge</i>		0.166*** (0.011)	0.143*** (0.055)	0.189*** (0.038)
<i>Constant</i>	0.799*** (0.004)	1.149*** (0.016)	1.138*** (0.234)	1.213*** (0.237)
Observations	210,480	210,480	210,480	210,480
R-squared	0.002	0.293	0.314	0.342
Year FEs	NO	NO	YES	YES
Industry FEs	NO	NO	NO	YES

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示系数在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著; 括号内为在企业层面聚类的稳健标准误。

为了检验上述双重差分模型的有效性, 本文进一步采用事件研究法对资管新规的实施效应进行动态考察。图 2 展示了政策冲击前后不同时点中小企业与大型企业在贷款利率上的差异情况。可以看到, 在政策冲击前处理组与对照组的贷款利率变化趋势基本一致, 无法拒绝不为零的假设, 满足双重差分模型的平行趋势条件。而在政策发生当期及之后, 交乘项系数整体转为正值, 并在多个年份达到统计显著水平, 表明资管新规颁布后, 中小企业的贷款利率显著上升。这一结果与基准回归结论相一致。结合平行趋势检验的结果, 可以认为本文的识别策略稳健有效, 政策冲击所捕捉到的确实是资管新规引致的银行体系融资环境变化效应, 而非其他宏观或行业层面共同因素所致。

### (三) 异质性分析

企业所有制差异会显著影响企业的信用背书与信息透明度, 从而使资管新规引致的风险重定价与授信收缩效应在不同主体上呈现异质性。为衡量不同中小企业所有制的对资管新规监管政策效果的影响, 本文将样本划分为国有企业与私营企业开展异质性分析。具体来说, 本文依据中小企业的最终控制人识别构建企业所有制的虚拟变量 SOE, 令  $SOE = 1$  表示国有企业、 $SOE = 0$  表示私营企业, 并在基准回归的强度双重差分模型中加入  $DID$  与  $SOE$  的交互项以检验政策效应的所有制差异。

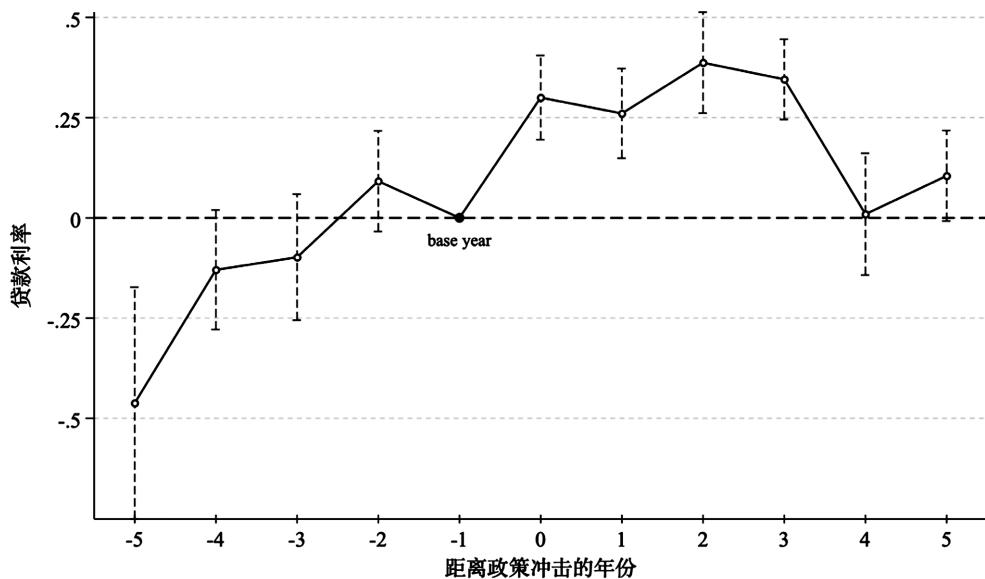
**Figure 2.** Parallel trend test of bank loan interest rates**图 2.** 银行贷款利率的平行趋势检验

表 5 报告了基于中小企业所有制差异的异质性检验结果。资管新规政策实施后中小企业单笔银行贷款规模显著收缩，并显著提高了中小企业的贷款利率，该结果与基准回归一致。交互项  $DID \times SOE$  的表现呈现出贷款价格显著、规模不显著的特征。具体而言，相对于非国有中小企业，国有中小企业在政策冲击后的单笔贷款规模变化并未呈现统计意义上的差异。资管新规带来的规模收缩更像是一种面向全体中小企业的普遍性约束，而非由所有制差异所驱动的结构性分化。另一方面，在政策冲击后，私营中小企业贷款利率提高的幅度显著高于国有中小企业。这说明当表外收缩、资本与合规约束强化时，银行更倾向于将新增风险溢价集中加诸于信用资质相对弱、信息不透明度更高的主体。而国有属性所隐含的信用背书使其在风险定价过程中获得了更强的利率缓冲，而非国有中小企业则承担了更为集中的融资成本上升压力。在信贷总量约束既定的情况下，信贷资源向国有中小企业的再配置对非国有中小企业形成挤出效应。

**Table 5.** Heterogeneity of enterprise ownership**表 5.** 企业所有制异质性

VARIABLES	(1)		(2)	
	Volume	Return	Volume	Return
$DID \times SOE$	0.124 (0.113)			-0.294*** (0.101)
$DID$		-0.163*** (0.060)		0.271*** (0.050)
$ROA$		1.268*** (0.240)		0.024 (0.620)
$Level$		0.778*** (0.149)		0.472* (0.267)

续表

<i>Fixed</i>	0.379	0.570***
	(0.255)	(0.188)
<i>CFO</i>	0.495**	0.607*
	(0.252)	(0.325)
<i>Cr</i>	0.038***	-0.497***
	(0.009)	(0.051)
<i>Pledge</i>	0.071	0.184***
	(0.044)	(0.038)
<i>Constant</i>	9.039***	1.218***
	(0.110)	(0.237)
Observations	210,480	210,480
R-squared	0.059	0.344
Year FEs	YES	YES
Industry FEs	YES	YES

注: \*、\*\*和\*\*\*分别表示系数在 10%、5% 和 1% 显著性水平上显著; 括号内为在企业层面聚类的稳健标准误。

## 5. 结论与政策建议

现有文献多从宏观层面讨论资管新规对稳增长、去杠杆和防风险的作用,很少从微观视角探究影子银行的收缩对普惠金融发展的影响。本文以资管新规的实施作为准自然实验,考察政策实施前后中小企业银行贷款特征的变化。研究发现:资管新规实施后中小企业的银行贷款规模下降,贷款利率上升,并且对私营企业对影响更为显著。影子银行监管政策可能在短期内阻碍普惠金融发展。

基于上述研究结论,本文提出如下政策建议。第一,监管政策的制定和实施需把握好金融普惠性与强监管、去杠杆的关系,在政策制定时应充分考虑政策对企业财务状况的影响,在政策实施过程中需密切关注信贷市场的反应,根据实际情况对监管政策做出调整和完善。第二,影子银行业务治理须遵循疏堵结合、循序渐进的原则,客观全面地看待影子银行在解决我国中小企业和民营企业融资难问题中的作用,通过资管体系改革引导委托贷款、信托贷款、银行理财产品等金融工具的良性发展,进而助力实体经济发展。第三,强化金融监管的同时还应加强对中小企业和民营企业的融资支持力度,一方面,要稳步推进资本市场建设,拓展企业直接融资渠道;另一方面,应健全和完善银行等金融机构服务中小企业和民营企业的制度,从根源上解决中小企业和民营企业融资难问题。第四,在防范化解系统性风险的过程中,应根据中小企业陷入财务困境的具体成因决定是否实施救助,如针对生产效率较高、暂时陷入流动性困境的中小企业,应帮助其尽快恢复正常融资;针对过度投资、盈利能力恶化的企业,应通过适当监管机制督促其优化投融资期限结构,改善现金流状况,完善公司治理并提高债务风险管理能力。

## 基金项目

云南财经大学研究生创新基金项目“隐性担保与地方融资平台非标债务利差:基于资管新规的准自然实验”(2025YUFEYC062);云南财经大学研究生创新基金项目“机构投资者‘分心’对耐心资本投入的影响研究”(2026YUFEYC011)。

## 参考文献

- [1] 姚耀军, 董钢锋. 中小企业融资约束缓解: 金融发展水平重要抑或金融结构重要?——来自中小企业板上市公司的经验证据[J]. 金融研究, 2015(4): 148-161.
- [2] 林毅夫, 李永军. 中小金融机构发展与中小企业融资[J]. 经济研究, 2001(1): 10-18+53-93.
- [3] 吕劲松. 关于中小企业融资难、融资贵问题的思考[J]. 金融研究, 2015(11): 115-123.
- [4] 郭娜. 政府? 市场? 谁更有效——中小企业融资难解决机制有效性研究[J]. 金融研究, 2013(3): 194-206.
- [5] 梁冰. 我国中小企业发展及融资状况调查报告[J]. 金融研究, 2005(5): 120-138.
- [6] Hachem, K. and Song, Z. (2021) Liquidity Rules and Credit Booms. *Journal of Political Economy*, **129**, 2721-2765. <https://doi.org/10.1086/715074>
- [7] Chen, K., Ren, J. and Zha, T. (2018) The Nexus of Monetary Policy and Shadow Banking in China. *American Economic Review*, **108**, 3891-3936. <https://doi.org/10.1257/aer.20170133>
- [8] Acharya, V.V., Qian, J., Su, Y. and Yang, Z. (2020) In the Shadow of Banks: Wealth Management Products and Issuing Banks' Risk in China. *SSRN Electronic Journal*, 75 p. <https://doi.org/10.2139/ssrn.3401597>
- [9] Allen, F., Gu, X., Li, C.W., Qian, J. and Qian, Y. (2023) Implicit Guarantees and the Rise of Shadow Banking: The Case of Trust Products. *Journal of Financial Economics*, **149**, 115-141. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2023.04.012>
- [10] 纪敏, 李宏瑾. 影子银行、资管业务与货币调控方式转型——基于银行表外理财数据的实证分析[J]. 金融研究, 2018(12): 1-18.
- [11] Chen, Z., He, Z. and Liu, C. (2020) The Financing of Local Government in China: Stimulus Loan Wanes and Shadow Banking Waxes. *Journal of Financial Economics*, **137**, 42-71. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2019.07.009>
- [12] 祝继高, 胡诗阳, 陆正飞. 商业银行从事影子银行业务的影响因素与经济后果——基于影子银行体系资金融出方的实证研究[J]. 金融研究, 2016(1): 66-82.
- [13] 胡志鹏.“影子银行”对中国主要经济变量的影响[J]. 世界经济, 2016, 39(1): 152-170.
- [14] 刘澜飚, 李博韬, 王博. 非标资产、信用转换与影子银行风险[J]. 经济研究, 2022, 57(5): 70-86.
- [15] 钱雪松, 谢晓芬, 杜立. 金融发展、影子银行区域流动和反哺效应——基于中国委托贷款数据的经验分析[J]. 中国工业经济, 2017(6): 60-78.
- [16] 温信祥, 苏乃芳. 大资管、影子银行与货币政策传导[J]. 金融研究, 2018(10): 38-54.
- [17] 李建军, 马思超. 中小企业过桥贷款投融资的财务效应——来自我国中小企业板上市公司的证据[J]. 金融研究, 2017(3): 116-129.
- [18] 郭晔, 姚若琪, 熊鹭. 同业监管、资金空转与小微企业融资[J]. 金融研究, 2023(4): 74-91.
- [19] 杨青, 田汝彦, 孙飞帆. 金融强监管、短贷长投与企业债务风险: 来自《资管新规》的证据[J]. 国际金融研究, 2024(4): 85-96.
- [20] 黄贤环, 吴秋生, 王瑶. 影子银行发展与企业投资行为选择: 实业投资还是金融投资? [J]. 会计研究, 2021(1): 100-111.
- [21] 潘攀, 邓超, 邱煜. 经济政策不确定性、银行风险承担与企业投资[J]. 财经研究, 2020, 46(2): 67-81.
- [22] 傅秋子, 黄益平. 数字金融对农村金融需求的异质性影响——来自中国家庭金融调查与北京大学数字普惠金融指数的证据[J]. 金融研究, 2018(11): 68-84.
- [23] 王婧, 胡国晖. 中国普惠金融的发展评价及影响因素分析[J]. 金融论坛, 2013, 18(6): 31-36.
- [24] 盛天翔, 范从来. 金融科技、最优银行业市场结构与小微企业信贷供给[J]. 金融研究, 2020(6): 114-132.
- [25] 张一林, 郁芸君, 陈珠明. 人工智能、中小企业融资与银行数字化转型[J]. 中国工业经济, 2021(12): 69-87.
- [26] 中国银保监会政策研究局课题组, 中国银保监会统计信息与风险监测部课题组. 中国影子银行报告[J]. 金融监管研究, 2020(11): 1-23.
- [27] 李建军, 胡凤云. 中国中小企业融资结构、融资成本与影子信贷市场发展[J]. 宏观经济研究, 2013(5): 7-11.
- [28] 韩珣, 田光宁, 李建军. 非金融企业影子银行化与融资结构——中国上市公司的经验证据[J]. 国际金融研究, 2017(10): 44-54.
- [29] 刘承昊, 刘冲, 刘莉亚. 影子银行监管的风险防范和信贷紧缩效应——来自资管新规的证据[J]. 金融研究, 2023(7): 40-56.
- [30] 周上尧, 王胜. 中国影子银行的成因、结构及系统性风险[J]. 经济研究, 2021, 56(7): 78-95.

- [31] 马亚明, 胡春阳. 脱实向虚和金融强监管对金融实体行业间极端风险关联的影响[J]. 统计研究, 2021, 38(4): 74-88.
- [32] 李青原, 陈世来, 陈昊. 金融强监管的实体经济效应——来自资管新规的经验证据[J]. 经济研究, 2022, 57(1): 137-154.
- [33] 彭俞超, 何山. 资管新规、影子银行与经济高质量发展[J]. 世界经济, 2020, 43(1): 47-69.
- [34] Stein, J.C. (2012) Monetary Policy as Financial Stability Regulation. *The Quarterly Journal of Economics*, **127**, 57-95. <https://doi.org/10.1093/qje/qjr054>
- [35] Lu, Y., Guo, H., Kao, E.H. and Fung, H. (2015) Shadow Banking and Firm Financing in China. *International Review of Economics & Finance*, **36**, 40-53. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2014.11.006>
- [36] 和泽慧, 路晓蒙, 罗荣华, 等. 打破刚性兑付, 资金何去何从?——基于家庭资产配置的微观视角[J]. 经济学(季刊), 2023, 23(4): 1442-1460.
- [37] 汤晟, 饶品贵, 李晓溪. 金融强监管与企业集团内部资本市场资源配置——来自资管新规的经验证据[J]. 中国工业经济, 2024(1): 131-149.
- [38] 杨丰来, 黄永航. 企业治理结构、信息不对称与中小企业融资[J]. 金融研究, 2006(5): 159-166.
- [39] Kuttner, K.N. (2001) Monetary Policy Surprises and Interest Rates: Evidence from the Fed Funds Futures Market. *Journal of Monetary Economics*, **47**, 523-544. [https://doi.org/10.1016/s0304-3932\(01\)00055-1](https://doi.org/10.1016/s0304-3932(01)00055-1)
- [40] Duca, J.V. (2016) How Capital Regulation and Other Factors Drive the Role of Shadow Banking in Funding Short-Term Business Credit. *Journal of Banking & Finance*, **69**, S10-S24. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.06.016>
- [41] Huang, Y., Pagano, M. and Panizza, U. (2020) Local Crowding-Out in China. *The Journal of Finance*, **75**, 2855-2898. <https://doi.org/10.1111/jofi.12966>
- [42] Geng, Z. and Pan, J. (2024) The SOE Premium and Government Support in China's Credit Market. *The Journal of Finance*, **79**, 3041-3103. <https://doi.org/10.1111/jofi.13380>
- [43] 刘冲, 庞元晨, 刘莉亚. 结构性货币政策、金融监管与利率传导效率——来自中国债券市场的证据[J]. 经济研究, 2022, 57(1): 122-136.
- [44] 刘喜和, 霍振先. 流动性分层、《资管新规》与政策利率传导[J]. 国际金融研究, 2022(5): 13-22.
- [45] 项后军, 周雄. 流动性囤积视角下的影子银行及其监管[J]. 经济研究, 2022, 57(3): 100-117.
- [46] 熊鹏翀, 纪洋, 朱孟楠. 市场化征信机构与中小企业融资约束——来自世界银行企业调查数据的微观证据[J]. 金融研究, 2025(7): 39-56.
- [47] 蒋敏, 周炜, 宋杨. 影子银行、《资管新规》和企业融资[J]. 国际金融研究, 2020(12): 63-72.
- [48] 何昊楠, 彭玲玲, 李励, 等. 金融基础设施数字化建设与普惠金融发展——基于应收账款融资的微观证据[J]. 金融研究, 2025(3): 94-112.
- [49] 郭晔, 姚若琪. 供应链关联与中小企业融资——基于供应链金融与商业信用视角[J]. 经济学(季刊), 2024, 24(4): 1173-1190.
- [50] 冀志斌, 叶耐德, 孔东民. 中国式影子银行的收缩与企业投资行为——基于资管新规出台背景的证据[J]. 经济学(季刊), 2024, 24(2): 661-676.
- [51] Bertrand, M. and Mullainathan, S. (2003) Enjoying the Quiet Life? Corporate Governance and Managerial Preferences. *Journal of Political Economy*, **111**, 1043-1075. <https://doi.org/10.1086/376950>