

宏观专题报告 20210906

如何解决中小微企业融资难问题？

2021年09月06日

- 2021年9月1日国常会，高层继续强调对于中小微企业的重视——“重在保市场主体特别是量大面广的中小微企业”。政策的着眼点在于缓解这些企业的经营压力和融资难问题，从具体措施我们可以看出我国目前支持中小微企业的体系和三个主要路径：
- 央行主要通过再贷款和再贴现来定向支持中小微企业。政府主要通过融资担保体系帮助降低银行面临的信用风险。标准化票据使票据“跨界”，引入更多的投资资金。
- 再贷款再贴现已逐步演化成央行越来越重要的结构性政策工具。2020年疫情冲击之后，央行分三次、总计提供1.8万亿再贷款再贴现额度（史上规模最大），支持抗疫保供和复工复产；2020年6月央行以再贷款为基础创设两项直达实体经济的货币政策工具，通过SPV（特殊目的工具）提供4400亿资金，支持小微企业贷款延期和信用贷款发放工作，这两项工具已被延期至2021年底，本次国常会提及“研究和适时出台部分惠企政策到期后的接续政策”。我们预计这两项直达工具可能再延期至2022年3月，除此之外年内央行还将再增加3000亿元支小再贷款额度。
- 政府主导的融资担保体系将进一步分担银行面对的信用风险。作为准公共性质的基金，国家融资担保基金将在降低银行面临的小微贷信用风险方面发挥更大的作用：一方面将在继续拓展银行和担保机构分担贷款风险的“总分总”批量担保业；另一方面可能加大对地方融资担保机构的代偿补偿，建立国家融资担保基金风险补偿机制，提高地方融资担保机构拓展小微企业信用贷业务的积极性。
- 标准化票据市场萎缩，重振可能还需制度上的突破。2020年10月之后标准化票据市场持续萎缩，从原因上看，一方面可能是制度上的制约，在现有的存托协议下存托机构难以理清自身的法律责任、存在合规风险；此外标准化票据仍未被官方认定为标准化债权，这也导致资管产品等无法进行配置，商业银行仍是最主要的投资者。另一方面可能是因为收益率吸引力不足，标准化票据的定价往往会参考同期限的票据转贴现利率，这导致其利率波动大，而且当票据利率大幅低于同业存单等其他货币市场工具时，其投资吸引力也会大打折扣，比如2020年第四季度和2021年7月以来。
- 未来标准化票据要发挥更大的作用，可能需要多部门在制度上达成一致，厘清机构责任，推进标准化债权认定的进程，以及完善票据市场和标准票据市场的定价机制，引入更多风险偏好更高的投资者，纳入更多反映商业信用的未贴现票据。
- 支持小微贷款有助于保就业，也一定程度上起到了稳信用的作用。尽管规模偏小（不到全部贷款规模的10%），但普惠小微贷保持着高速增长（2019年第一季度至2021年第二季度，季均同比达到35%左右），2021年以来在对冲房地产贷款份额和增速双双下降方面，普惠小微贷发挥着重要的作用，我们预计随着高层相关支持政策的持续落地，中小微信贷在稳信用上的影响会更加明显。
- 流动性展望，本周（2021年9月6日至10日）货币市场利率可能会有所上升。2021年第二季度以来货币市场利率月内走势呈现规律的“W”形，我们预计本周利率将随着MLF到期和缴税期临近有所上升，不过总体看9月财政支出的扩大会有利于平滑月内流动性的波动。月底跨季和跨节资金的需求可能导致流动性趋紧，央行或将考虑在9月最后一周重启14天逆回购操作。
- 风险提示：疫情导致全球经济再次衰退；美联储超预期加速紧缩

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210816：7月经济数据是“假摔”还是“真跌”？》2021-08-16
- 2、《宏观点评 20210815：从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》2021-08-15
- 3、《宏观点评 20210811：4万亿美元的拜登基建法案离落地还有多远？》2021-08-11
- 4、《宏观点评 20210810：以史为鉴，下半年财政发力的空间有多大？》2021-08-10
- 5、《宏观点评 20210809：PPI回升和核心CPI跳升谁更值得担心？》2021-08-09

内容目录

1. 如何解决中小微企业融资难问题?	3
2. 流动性展望	9
3. 风险提示	11

图表目录

图 1: 缓解中小企业经营压力和融资难问题的主要途径	4
图 2: 2018 年之后再贷款再贴现重要性上升	5
图 3: 普惠小微企业信用贷款支持计划的基本结构	5
图 4: 标准化票据在上清所的托管量	7
图 5: 同业存单利率和票据转贴现利率	7
图 6: 普惠小微贷保持较高的增速	8
图 7: 普惠小微贷对房贷降速有一定的对冲作用	8
图 8: 2021 年 6 月以来 DR007 和央行流动性操作	10
图 9: 2021 年政府净融资在 8 月加速	10
图 10: 2021 年 8 月新增专项债创年内新高	10
图 11: 财政存款的季节性预示着 9 月财政支出将发力	11
图 12: DR007(7 日移动平均)的季节性特征	11
表 1: 国家融资担保基金持股结构	4
表 2: 银担“总分总”批量担保业务合作模式	6
表 3: 标准化债权认定规则和标准化票据	7

1. 如何解决中小微企业融资难问题？

2021年9月1日国常会，高层继续强调对于中小微企业的重视——“**重在保市场主体特别是量大面广的中小微企业**”。政策的着眼点在于缓解这些企业的经营压力和融资难问题，从具体措施我们可以看出我国目前支持中小微企业的体系和三个主要路径（图1）：

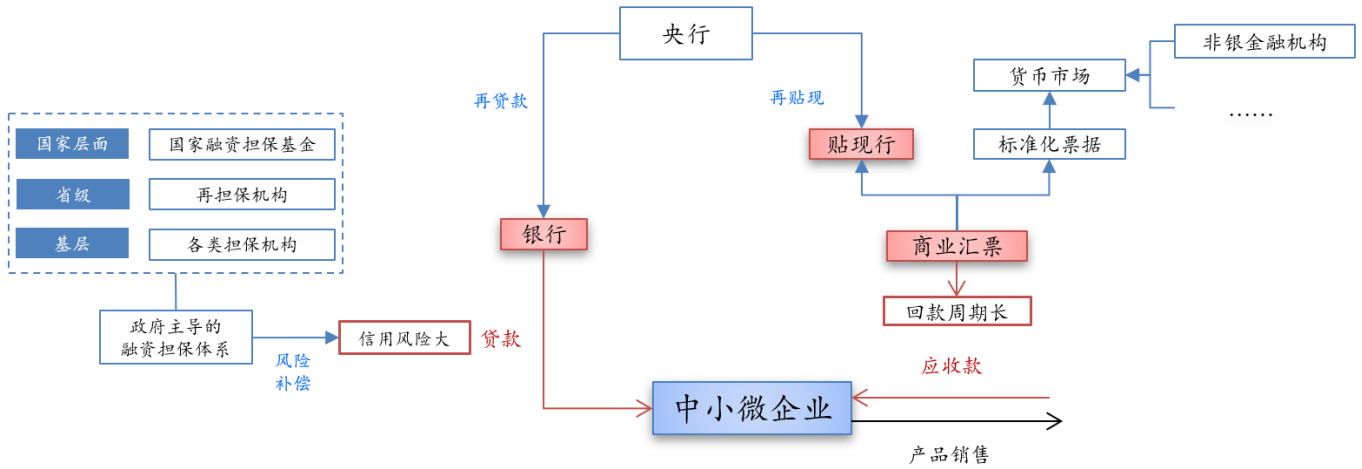
销售回款（自有资金）和银行贷款是中小微企业的重要资金来源。由于资质问题中小微企业的债券融资受限，主要的资金来源是销售回款和银行贷款。前者的问题是中小微企业在供应链中往往处于相对弱势的地位，如果碰到经济不景气，应收款回款周期拉长会加剧现金流问题；后者的问题在于小微企业信用资质差、缺乏抵押品，银行授信不足。

央行主要通过再贷款和再贴现来定向支持中小微企业。央行通常会使用支小再贷款工具支持城、农商行和农信社等地方法人银行向小微企业放贷，例如2020年6月央行推出的“普惠小微企业信用贷款支持计划”。此外，在经营端由于中小微企业经常会收到商业汇票作为销售结算手段，央行会通过提高再贴现额度（简单说就是银行把买入的商业汇票再卖给央行）、鼓励银行对中小微企业手中的票据进行贴现，帮助其企业加速回笼资金。

政府主要通过融资担保体系帮助降低银行面临的信用风险。2018年7月财政部发起（出资占比为45.39%）、联合有意愿的金融机构共同设立国家融资担保基金（表1），旨在解决小微企业和“三农”融资难题。在此基础上逐步形成了政府主导的省级再担保机构+基层担保机构、层层分散担保风险的体系，降低银行向中小微企业贷款时面临的信用风险。

标准化票据使票据“跨界”，引入更多的投资资金。标准化票据是新近的工具，2020年6月央行公布《标准化票据管理办法》奠定了该市场的基本框架。银行或券商归集信用和期限类似的票据形成资产池，以该资产池的现金流为偿付支持创设受益凭证，即为标准化票据，央行明确其为货币市场工具，可以在银行间债券市场和票据市场交易流通，这就使得除了银行外，其他一些非银行金融机构也可以参与商业票据买卖，有助于中小企业手中的商业汇票“兑现”。

图 1: 缓解中小企业经营压力和融资难问题的主要途径



数据来源: 中国政府网, 东吴证券研究所绘制。

表 1: 国家融资担保基金持股结构

股东 (发起人)	持股比例	认缴出资额(亿元)
中华人民共和国财政部	45.4%	300
中国农业银行股份有限公司	4.5%	30
中国银行股份有限公司	4.5%	30
中国建设银行股份有限公司	4.5%	30
交通银行股份有限公司	4.5%	30
中国工商银行股份有限公司	4.5%	30
中信银行股份有限公司	3.0%	20
招商银行股份有限公司	3.0%	20
中国民生银行股份有限公司	3.0%	20
上海浦东发展银行股份有限公司	3.0%	20
兴业银行股份有限公司	3.0%	20
中国邮政储蓄银行股份有限公司	3.0%	20
国家开发银行	3.0%	20
华夏银行股份有限公司	1.5%	10
浙商银行股份有限公司	1.5%	10
中国光大银行股份有限公司	1.5%	10
平安银行股份有限公司	1.5%	10
中国进出口银行	1.5%	10
中国人寿保险 (集团) 公司	1.5%	10
中国农业发展银行	1.5%	10

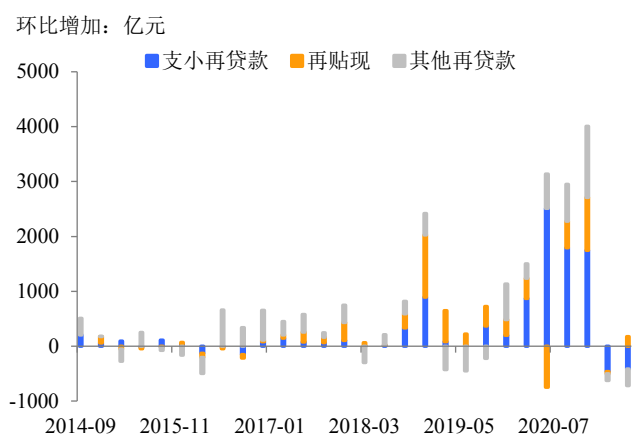
北京金融街资本运营中心	0.2%	1
合计	100.0%	661

数据来源：国家融资担保基金，东吴证券研究所

这一体系的现状如何？从当前来看，央行的再贷款再贴现渠道依旧是主要工具，并出现了直达实体经济的新形式，政府主导的融资担保体系将发挥更大的作用，但由于制度和标准化债权认定上仍存在问题，标准化票据的存量不断萎缩。

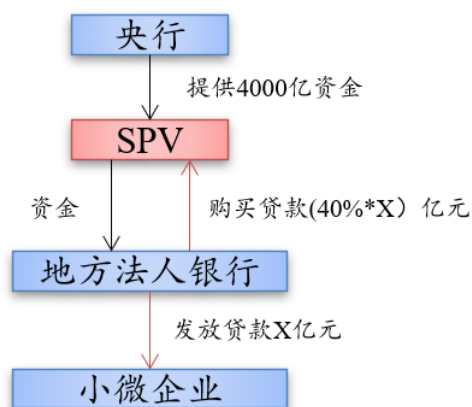
再贷款再贴现已逐步演化成央行越来越重要的结构性政策工具。2014年支小再贷款创设之后整体扩张较为缓慢，但2018年以来央行明显加强了对于支小再贷款和再贴现工具的使用（图2），2018年10月创新了再贷款“先贷后借”的模式（金融机构先向企业发放符合条件的贷款，再等额向人民银行申领再贷款资金）；2020年疫情冲击之后，央行分三次、总计提供1.8万亿再贷款再贴现额度（史上规模最大），支持抗疫保供和复工复产；2020年6月央行以再贷款为基础创设两项直达实体经济的货币政策工具（普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划，图3），通过SPV（特殊目的工具）提供4400亿资金，支持小微企业贷款延期和信用贷款发放工作，这两项工具已被延期至2021年底，本次国常会提及“研究和适时出台部分惠企政策到期后的接续政策”。我们预计这两项直达工具可能再延期至2022年3月，除此之外年内央行还将再增加3000亿元支小再贷款额度。

图 2：2018 年之后再贷款再贴现重要性上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：普惠小微企业信用贷款支持计划的基本结构



数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所绘制

政府主导的融资担保体系将进一步分担银行面对的信用风险。本次国常会中提及“建立国家融资担保基金风险补偿机制，支持担保机构为缺乏抵押物和信用记录的小微企业提供担保”。央行去年推出的普惠小微企业信用贷款支持计划，需要银行承担小微贷款的信用风险，这一定程度上降低了银行的积极性。作为准公共性质的基金，国家融资担保基金将在降低银行面临的小微贷信用风险方面发挥更大的作用：

银行和担保机构分担贷款风险。2020年4月国家融资基金推出银担“总分总”批量担保业务合作业务，见表2。该业务主要面向支小支农业务，其中**融资担保体系将承担受担保贷款本息80%的风险**（当然也设置了担保代偿的上限）。2021年上半年，银行参与分险的再担保合作业务规模2251.49亿元，占同期业务规模70.02%，同比增长7.25%。

加大对地方融资担保机构的支持。国家融资担保基金对于地方机构（主要是省级再担保公司）的支持主要有三种途径：**再担保、股权投资和担保代偿补偿**。再担保有助于进一步分摊风险，股权投资则是增强地方机构的风险防御和业务拓展的能力，而当担保贷款出现违约、地方机构履行代偿责任后，可以按标准向融担基金申请代偿补偿，**我们预计之后高层可能进一步推动完善这一代偿补偿机制，例如提高补偿覆盖面**（例如对基层担保机构进行一定的覆盖）和**补偿标准**，提高地方融资担保机构拓展业务的积极性。

表2：银担“总分总”批量担保业务合作模式

主要方面	主要内容
担保对象	小微企业、“三农”、创业创新市场主体、战略性新兴产业企业等；不得为地方政府及融资平台提供贷款担保
担保额度	单户或单笔不超过1000万人民币
支小支农占比	不得低于全部担保贷款金额的80%，以合作省级分行为单位计算
担保贷款门槛	不得设置资产抵（质）押担保和反担保措施
风险分担比例	银行和政府性融资担保体系分别承担担保贷款本息20%、80%的风险责任；其中国家融资担保基金与地方融资担保再担保机构按贷款本息30%、50%分担风险责任
设置担保代偿上限	担保代偿率（=累计担保代偿金额/（累计年化担保贷款本金*80%））上限为3%
担保、再担保费	担保机构向企业按贷款金额的1%收取担保费，国家融资担保基金按贷款金额的0.1%向省级再担保机构收取再担保费。
债权追索处置	对担保代偿项目，银担双方可以对客户进行债权追索，追索获得的资金按风险分担比例进行分配

数据来源：国家融资担保基金，东吴证券研究所

标准化票据市场萎缩，重振还需制度上的突破。2020年6月之后标准化票据市

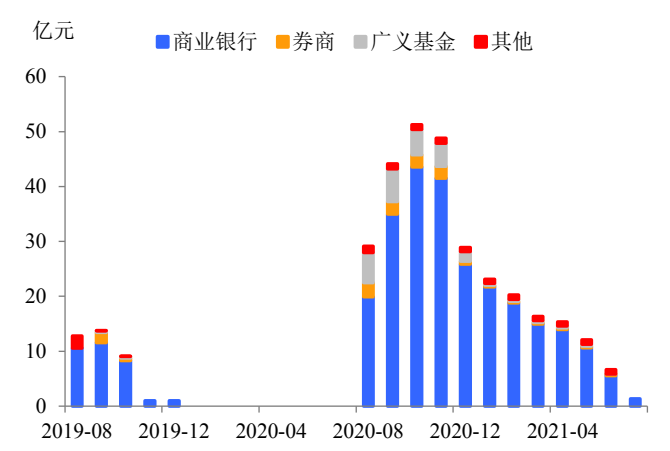
场规模曾出现过短暂的扩张，在 10 月达到高点后一路回落，2021 年 1 月 5 日之后便没有新增，从原因上看：

一方面可能是制度上的制约，在现有的存托协议下存托机构难以理清自身的法律责任，存在合规风险，2021 年 4 月多地证监局叫停券商标票业务；此外标准化票据仍未被官方认定为标准化债权（表 3），这也导致资管产品等无法进行配置，商业银行仍是最主要的投资者（图 4）。

另一方面则可能是因为收益率吸引力不足，标准化票据（尤其是的以银行承兑或贴现票据为基础资产的标票，背后实际是银行信用）的定价往往会参考同期限的票据转贴现利率，这导致其利率容易受到银行信贷额度和节奏的影响、波动大。而且当票据利率大幅低于同业存单等其他货币市场工具时，标票的投资吸引力也会大打折扣，比如 2020 年第四季度和 2021 年 7 月以来（图 5）。

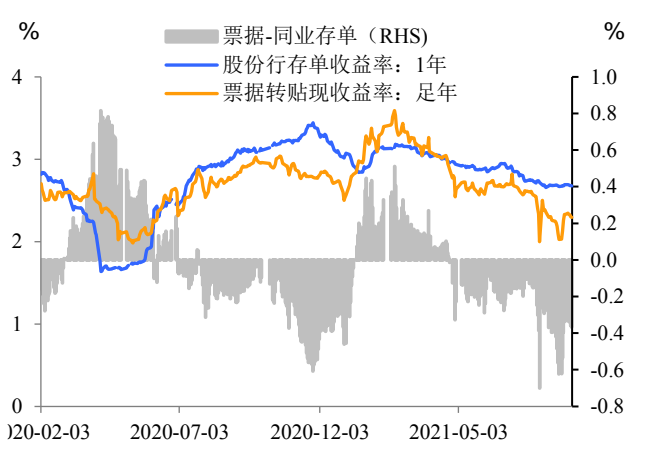
因此未来标准化票据要发挥更大的作用，可能需要多部门在制度上达成一致，厘清机构责任，推进标准化债权认定的进程，以及完善票据市场和标准票据市场的定价机制，引入更多风险偏好更高的投资者，纳入更多反映商业信用的未贴现票据。

图 4：标准化票据在上清所的托管量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：同业存单利率和票据转贴现利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3：标准化债权认定规则和标准化票据

标准化债权认定标准	主要内容	标准化票据
等分化，可交易	以簿记建档或招标方式非公开发行； 发行与存续期间有 2 个（含）以上合格投资者，以票面金额或其整数倍作为最小交易单位； 具有标准化的交易合同文本	等分化的受益凭证
信息披露充分	发行文件对信息披露方式、内容、频率等具体安排有明确约定； 信息披露责任主体确保信息披露真实、准确、完整、及时。	真实、准确、完整、及时披露
集中登记，独立托管	在人民银行和金融监督管理部门认可的债券市场登记托管机构集中登记、独立托管。	登记托管适用《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》，托管于上清所
公允定价，流动性机制完善	采用询价、双边报价、竞价撮合等交易方式，有合格的做市机构、承销商等积极提供做市、估值等服务。	适用《全国银行间债券市场债券交易管理办法》，利率、价格等以市场化方式确定
在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易	为其提供登记托管、清算结算等基础设施服务的机构，已纳入银行间、交易所债券市场基础设施统筹监管，按照分层有序、有机互补、服务多元的原则与债券市场其他基础设施协调配合，相关业务遵循债券和资产支持证券统一规范安排。	交易流通适用《全国银行间债券市场债券交易管理办法》，在银行间债券市场和票据市场交易流通

数据来源：中国人民银行，东吴证券研究所

支持小微贷款有助于保就业，也一定程度上起到了稳信用的作用。通过上述系统和三个渠道支持中小微企业，对信贷和社融的影响主要体现在人民币贷款上（非金融企业贷款和票据融资项），标准化票据应该算作企业债券融资的一部分。2018 年以来在政策助力下，普惠小微贷保持着高速增长，2019 年第一季度至 2021 年第二季度，季均同比达到 35% 左右（图 6），2021 年两会政府工作报告明确表示“大型

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26097

