

## 总量研究

## 经济工作会议提出加大对小微企业的支持，此题如何解？

## ——2021年中央经济工作会议解读之一

## 要点

## 1、经济工作会议提出加大对小微企业的支持，此题如何解？

12月8日至10日，中央经济工作会议在北京举行。会议要求，“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”；“加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价。”上述要求既包含了总量方面的目标（如加强对实体经济的支持），也包含了结构方面的任务（特别是加强对小微企业等主体的支持）。我们认为，使用结构性货币政策工具解决结构性问题最为称手。

先后受到疫情、原材料价格上涨等多重因素的影响，当前小微企业利润增速明显低于大型企业，不同类型企业间盈利不平衡状况较为突出。因此，亟需货币政策的精准发力，进一步加强金融对中小微企业的支持。

中小微企业与大型企业是异质性主体，总量型货币政策与异质性主体之间存在错位。一方面，当前中小微企业的资金状况有所恶化，因此急需外源性资金的补充。但另一方面，正是由于其资金状况恶化、信用风险提高，因此银行对其供给资金的意愿也出现了下降，进一步造成了资金供需的失衡。

总量型政策无差别地对待中小微企业和大型国企、融资平台这类具有隐性的政府信用背书的主体（我们统称“优势企业”）。很显然，此时银行更愿意将资金提供给“优势企业”。在这种情况下，资金被“优势企业”所获得，而中小微企业仍会面临融资难融资贵的问题。此时，如果使用结构性工具引导金融机构向中小微企业供给资金，则政策效果更为精准和明显。

我们也注意到，似乎有时货币政策会面临“两难”的抉择：一方面，经济增速下行压力加大，需要货币政策加强逆周期调节；另一方面，大幅放松货币政策会放大金融风险、固化结构扭曲、推高宏观杠杆率。很明显，传统的总量型货币政策不容易协调好上述这两方面的关系。

如果通过总量工具提供“适量”的流动性，那么金融体系的资金会首先被大型国企、融资平台等“优势部门”所获得，此时中小微企业等“薄弱环节”不容易获得足够的金融支持。如果通过加大资金供给量的办法提高“薄弱环节”的资金可得性，那么又无法做到货币政策的松紧适度。

与此相比，结构性工具对流动性总量的影响较小，更容易将流动性控制在合理充裕的状态并实现流动性的精准滴灌，提高政策的针对性和实效性，因此也更易避免出现上述固化结构扭曲、推高宏观杠杆率等问题。

## 2、风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

## 作者

分析师：张旭

执业证书编号：S0930516010001  
010-58452066

zhang\_xu@ebsecn.com

分析师：危玮肖

执业证书编号：S0930519070001  
010-58452070

weiwx@ebsecn.com

## 重要收益率走势图



## 相关研报

流动性缺口的预测误差大，实际意义小——兼论如何判断短期利率走势（2020-05-08）

建议用两年平均增速分析金融数据——2021年4月11日利率债观察（2021-04-11）

以发展的眼光看待遵义的债务——区域城投平台深度挖掘系列之一（2021-04-05）

中国央行遥遥领先——写在美债收益率冲高之时（2021-03-31）

与LPR相比，我们更关心存款利率——2021年2月20日LPR点评（2021-02-20）

不宜过度关注OMO的数量——2021年2月18日货币政策观察（2021-02-18）

DR007开盘价的提高并不是引导资金价格上行——2021年2月7日利率债观察（2021-02-07）

是否应取消“存款利率指导”？——2021年1月21日货币政策观察（2021-01-21）

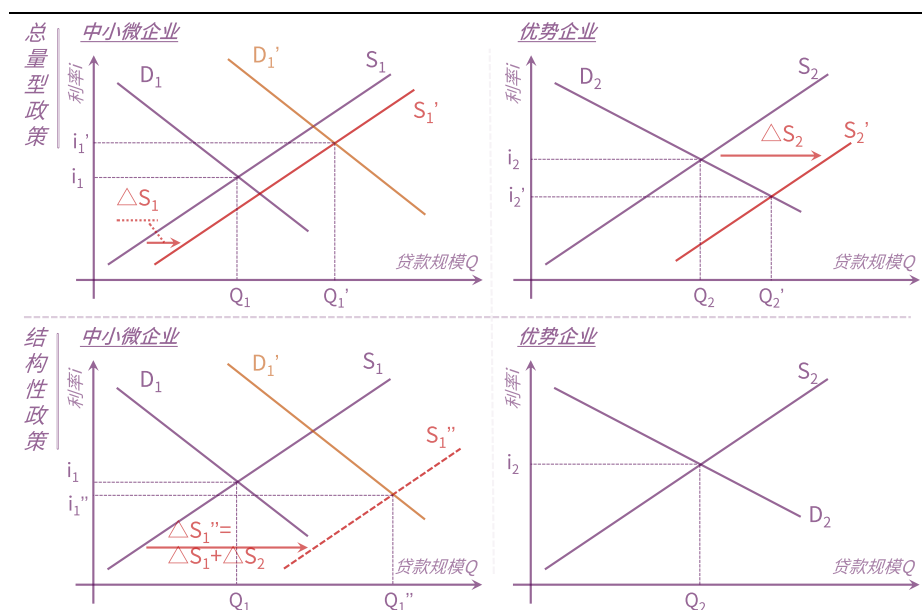
## 1、经济工作会议提出加大对小微企业的支持，此题如何解？

12月8日至10日，中央经济工作会议在北京举行。会议要求，“引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持”；“加大对实体经济融资支持力度，促进中小微企业融资增量、扩面、降价。”上述要求既包含了总量方面的目标（如加强对实体经济的支持），也包含了结构方面的任务（特别是加强对小微企业等主体的支持）。我们认为，使用结构性货币政策工具解决结构性问题最为称手。

先后受到疫情、原材料价格上涨等多重因素的影响，当前小微企业利润增速明显低于大型企业，不同类型企业间盈利不平衡状况较为突出。因此，亟需货币政策的精准发力，进一步加强金融对中小微企业的支持。

中小微企业与大型企业是异质性主体，总量型货币政策与异质性主体之间存在错位。一方面，当前中小微企业的资金状况有所恶化，因此急需外源性资金的补充，在下图中表现为  $D_1$  向右平移至  $D_1'$ 。但另一方面，正是由于其资金状况恶化、信用风险提高，因此银行对其供给资金的意愿也出现了下降，进一步造成了资金供需的失衡。

图 1：总量型政策与结构性政策的差别（中小微企业 vs 优势企业）



资料来源：光大证券研究所绘制

绘制日期：2021年12月10日

总量型政策无差别地对待中小微企业和大型国企、融资平台这类具有隐性的政府信用背书的主体（我们统称“优势企业”）。很显然，此时银行更愿意将资金提供给“优势企业”，从而推动  $S_2$  大幅右移至  $S_2'$ ，而  $S_1$  向右移动的幅度非常有限，即  $\Delta S_1 \ll \Delta S_2$ 。在这种情况下，资金被“优势企业”所获得，而中小微企业仍会面临融资难融资贵的问题。

此时，如果使用结构性工具引导金融机构向中小微企业供给资金，则可以将  $S_1$  向右推至  $S_1''$ ，中小微企业得到的信贷从  $Q_1$  显著提升至  $Q_1''$ ，而信贷成本从  $i_1$  下降至  $i_1''$ ，政策效果更为精准和明显。

我们也注意到，似乎有时货币政策会面临“两难”的抉择：一方面，经济增速下行压力加大，需要货币政策加强逆周期调节；另一方面，大幅放松货币政策会放大金融风险、固化结构扭曲、推高宏观杠杆率。很明显，传统的总量型货币政策不容易协调好上述这两方面的关系。

如果通过总量工具提供“适量”的流动性，那么金融体系的资金会首先被大型国企、融资平台等“优势部门”所获得，此时中小微企业等“薄弱环节”不容易获得足够的金融支持。如果通过加大资金供给量的办法提高“薄弱环节”的资金可得性，那么又无法做到货币政策的松紧适度。

与此相比，结构性工具对流动性总量的影响较小，更容易将流动性控制在合理充裕的状态并实现流动性的精准滴灌，提高政策的针对性和实效性，因此也更易避免出现上述固化结构扭曲、推高宏观杠杆率等问题。

图 2：历年中央经济工作会议中对于货币政策的表述

年份	内容
2015 年	稳健的货币政策要灵活适度，为结构性改革营造适宜的货币金融环境，降低融资成本，保持流动性合理充裕和社会融资总量适度增长，扩大直接融资比重，优化信贷结构，完善汇率形成机制。
2016 年	货币政策要保持稳健中性，适应货币供应方式新变化，调节好货币闸门，努力畅通货币政策传导渠道和机制，维护流动性基本稳定。要在增强汇率弹性的同时，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。要把防控金融风险放到更加重要的位置，下决心处置一批风险点，着力防控资产泡沫，提高和改进监管能力，确保不发生系统性金融风险。
2017 年	稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门，保持货币信贷和社会融资规模合理增长，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进多层次资本市场健康发展，更好为实体经济服务，守住不发生系统性金融风险的底线。
2018 年	稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，改善货币政策传导机制，提高直接融资比重，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。
2019 年	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕，货币信贷、社会融资规模增长同经济发展相适应，降低社会融资成本。要深化金融供给侧结构性改革，疏通货币政策传导机制，增加制造业中长期融资，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。
2020 年	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系，多渠道补充银行资本金，完善债券市场法制，加大对科技创新、小微企业、绿色发展的金融支持，深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
2021 年	稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕。引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持。财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。

资料来源：历年中央经济工作会议，光大证券研究所整理

整理日期：2021 年 12 月 10 日

## 2、风险提示

不理性的预期引发市场快速波动。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：	A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分都不与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投

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\\_31070](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31070)

