

【兴业宏观】特别国债助力中小企业融资的猜想

宏观研究部

郭于玮

高级分析师

电话：021-22852641

邮箱：guoyw@cib.com.cn

鲁政委

兴业银行 首席经济学家

华福证券 首席经济学家

摘要

3月31日，国务院常务会议要求：“引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。”

从总量上看，考虑到第一季度信用债净融资规模较高，完成全年公司信用类债券融资多增1万亿的目标难度不大。但从结构上看，由于市场对信用风险的担忧，低评级企业债券融资难度较大，企业的债券发行期限向1年以内集中。通过增加信用债融资支持民营和中小微企业的难度较大。

美联储的经验表明，货币当局可以通过允许合格对手方用企业债券换取政府债券、通过SPV购买企业债券和扩大抵押品范围三种方式支持企业融资。由于我国MLF抵押品范围已经较广，第三种方式的可行性和效果不高。

因此，央行可以考虑通过两种方式支持民营企业与中小企业融资：第一，扩大CBS的操作对象，允许合格对手方以符合条件的民营企业与中小企业债券换取高流动性的央票；第二，通过SPV购买符合条件的民营企业或中小企业债券，并配合特别国债的发行，以特别国债为SPV提供资本金和信用担保。其中，通过第二种方式保障企业融资、压低信用利差的效果更为直接。

关键词： 公司债，货币政策，特别国债



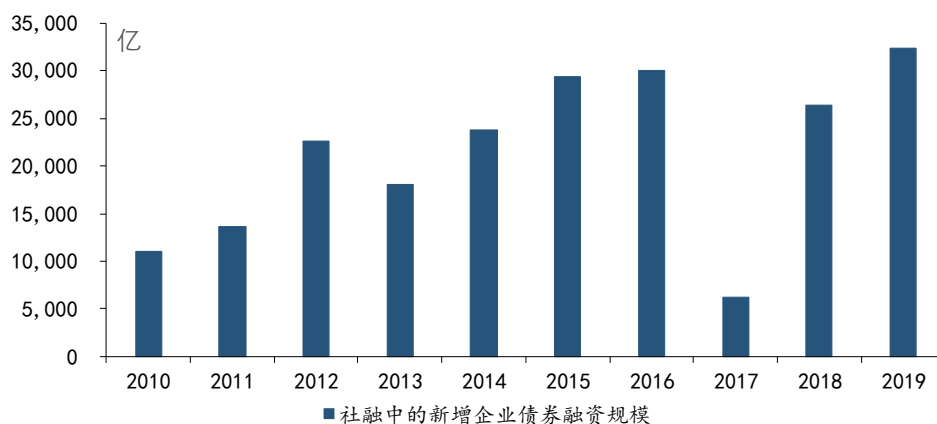
扫描下载兴业研究 APP
获取更多研究成果

3月31日，国务院常务会议部署了一系列强化对中小微企业金融支持的政策措施。其中一项要求是：“引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。”实现这一目标的难度有多大？货币政策和财政政策可能提供怎样的配合？本文将对此展开分析。

一、公司信用类债券融资情况

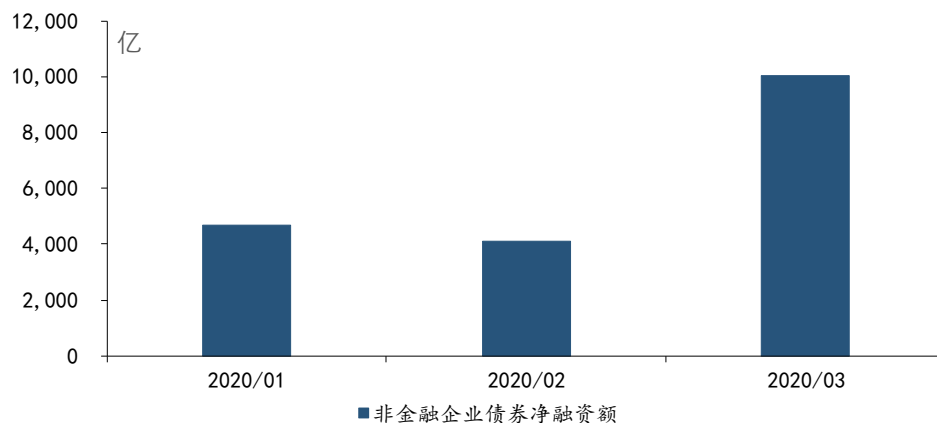
根据2019年12月央行、发改委和证监会联合发布的《公司信用类债券信息披露管理办法(征求意见稿)》，公司信用类债券包括企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具。2019年新增社会融资规模中企业债券的规模为3.24万亿，如果要求2020年多增1万亿，则2020年企业债券融资规模需要达到4.24万亿。2020年前3个月，非金融企业已经完成的净融资规模约1.88万亿。这意味着，2020年后三个季度，非金融企业净融资规模需要达到2.36万亿以上。

图表1 新增企业债券融资规模



资料来源：WIND，兴业研究

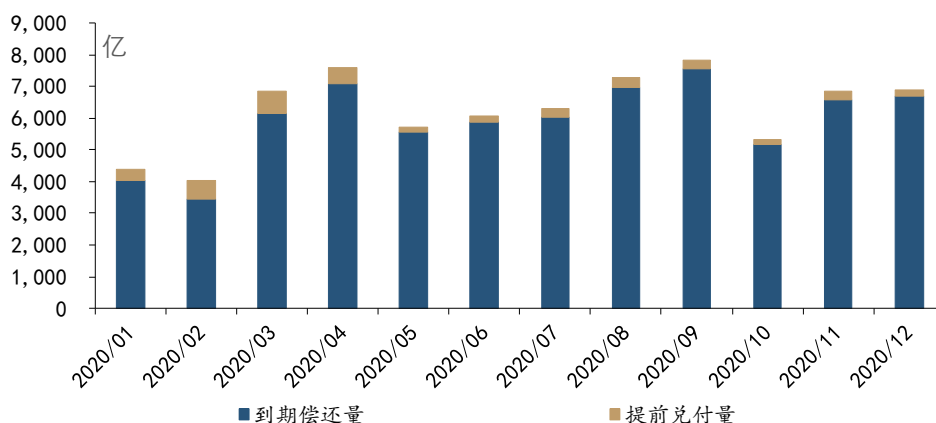
图表2 2020年第一季度非金融企业债券净融资



资料来源：WIND，兴业研究

2020 年后三个季度,非金融企业债券到期与提前兑付的规模为 5.99 万亿。因此,如果不考虑回售、赎回和后三个季度发行的短期债务融资工具在年内到期的情况,2020 年后三个季度需要完成的企业债券发行规模需要达到 8.35 万亿以上,每个季度平均发行规模需要在 2.78 万亿以上。考虑到 2019 年第三季度、第四季度和 2020 年第一季度非金融企业债券发行规模都在 2.70 万亿以上,从总量上看,实现目标的难度似乎不大。

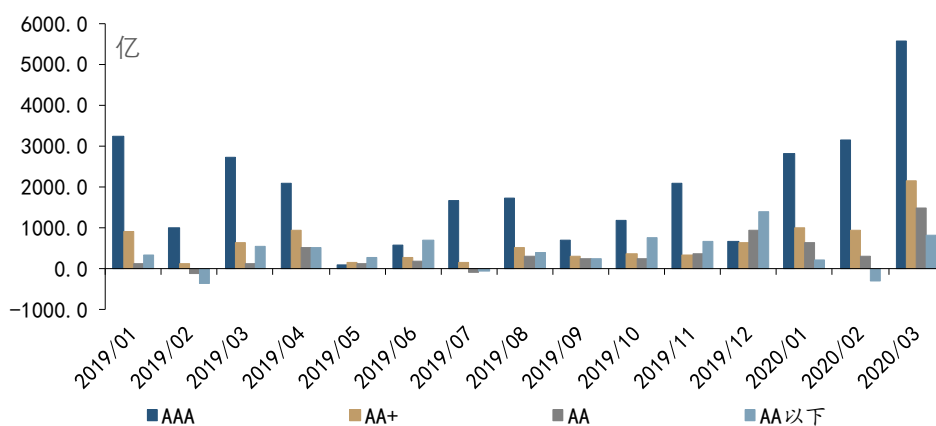
图表 3 非金融企业债券到期与提前兑付情况



资料来源: WIND, 兴业研究

但从结构上看,实现多增万亿公司债的目标还面临两项挑战。第一,国务院常务会议要求:“引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元,为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。”然而,虽然目前企业债券融资总规模较高,但低评级企业融资的难度仍然较大。2020 年第一季度,AA 以下非金融企业债券净融资为 736 亿,占全部评级企业净融资的 3.9%。这一比例不仅低于去年同期的 5.8%,更低于 2019 年全年的 17.3%。

图表 4 非金融企业债券融资规模(分评级)

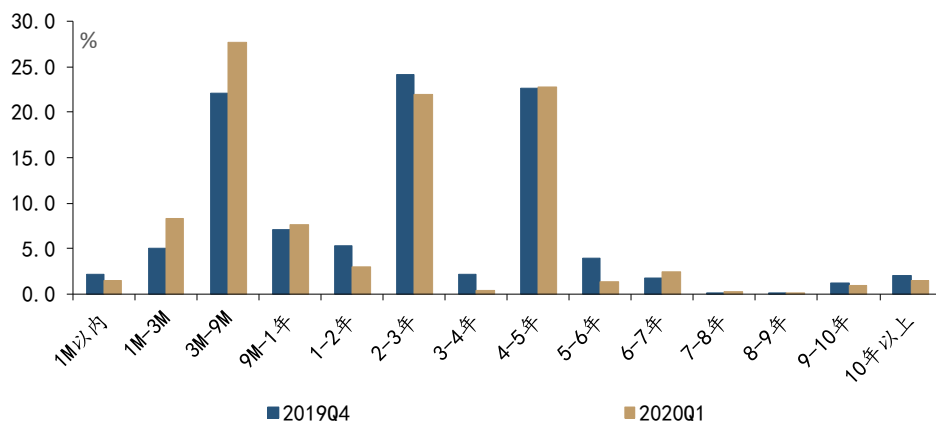


资料来源: WIND, 兴业研究

第二,公司类信用债券的发行期限更加短期化。出于对信用风险的担忧,

投资者对购买期限较长的公司类信用债券更为谨慎。2020 年第一季度发行的公司类信用债券中，45.1%的期限在 1 年以内，较 2019 年第四季度高出 8.7 个百分点。这意味着年内发行的债券在 2020 年底之前到期的比例可能上升，一定程度上增加了完成新增万亿公司债目标的难度。

图表 5 非金融企业债券发行期限分布



资料来源：WIND，兴业研究

二、政策如何保障新增万亿公司债券融资

从上文的分析中，我们不难发现，虽然公司信用类债券发行火热，但是信用风险仍然困扰着企业融资，评级较低的企业融资难度较大，部分企业可能不得不缩短融资的期限。尽管实现公司信用类债券多增 1 万亿难度不大，但如何通过公司信用类债券融资“为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道”却面临挑战。

那么，货币政策与财政政策可以通过什么样的方式保障这一目标顺利实现呢？从美联储的实践经验来看，有三种可行的途径。

第一，通过证券借贷的方式，允许一级交易商用符合一定条件的公司类信用债券交换国债，获取流动性更高的资产。在 2008 年 3 月，美联储推出了定期证券借贷工具（TSLF），允许一级交易商用公开市场操作的合格抵押品（主要包括国债和联邦机构债）、投资级企业债券、MBS 或 ABS 向美联储交换国债。期限通常为 28 天，利率由投标决定。为了保障交易的安全，清算银行每天对抵押品价值进行评估，当抵押品不足时可能要求追加。由于美联储要求一级交易商不可以将借入的国债转出清算行，只能用于抵押融资，美联储在这一操作过程中面临的信用风险很小。TSLF 使一级交易商能够获得更高流动性的资产，满足市场对于高流动性资产的需求。

我国的央票互换操作（CBS）也有类似的作用。因此，如果未来 CBS 的操作范围扩容，纳入符合一定条件的民营企业或中小微企业债券，可能一定程度上提高市场投资低评级信用债的积极性。

第二，以财政资金为担保，由中央银行通过 SPV 直接购买符合条件的民营企业或中小企业债券。2020 年 3 月 17 日美联储推出的商票资金便利(CPFF)就是典型的例子。在 CPFF 下，美联储承诺给 SPV 提供融资，利率参考 3 个月 OIS 加 200bps 确定。SPV 会从一级交易商手中购买 3 个月期的以美元计价的商票。购买的商票需要符合一定的评级要求，购买规模以 2019 年 3 月 16 日至 2020 年 3 月 16 日之间该主体的商票存量最高值为限。

考虑到直接购买商票可能使美联储过度暴露于企业信用风险之下，除了要求 SPV 以全部资产向美联储提供担保外，美国财政部还会用外汇稳定基金向美联储提供 100 亿美元的信用保护。

如果参考上述模式，我国央行可以考虑通过 SPV 购买符合一定条件的民营企业或中小企业债券。同时，财政部可以通过特别国债给 SPV 提供资本金和信用担保。

3 月 27 日召开的政治局会议提出发行特别国债。与一般为预算赤字融资的赤字国债不同，特别国债往往对应特定项目或资产，追求收益性目标，因而不计入预算赤字，而纳入政府基金预算管理。全国人大常委会 2005 年 12 月 16 日同意的《国务院关于实行国债余额管理的报告》(国函〔2005〕93 号)规定，特别国债不列入预算赤字。在 2007 年特别国债发行时，有关负责人曾经表示：

“财政购买外汇发行的国债，在本质上不同于普通国债：一是财政购买外汇发行的国债，不是对预算赤字的融资，而是有等值的外汇资产相对应，而且，这部分资产属于金融资产，具有较强的变现能力；二是财政发债购买的外汇，与普通国债筹集的资金使用不同，财政购买的外汇资金，侧重追求盈利性的目标……。”^①用特别国债注资 SPV 购买公司信用类债券也有类似的特征：特别国债将对应债券资产，有一定的变现能力；购买公司信用类债券有一定的盈利空间。因此，以特别国债支持民营企业与中小企业债券融资也是一种可行的方案。

第三，扩大公开市场操作的抵押品范围，允许一级交易商用符合条件的民营企业或中小企业债券为抵押品向央行融资。典型案例是 2020 年 3 月美联储设立的货币市场基金流动性便利(MMFF)。在 MMFF 下，合格对手方能够以

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_5848

