

美英企业纾困计划的经验与启示

新冠疫情初期，美国和英国都曾推出一系列企业纾困政策，实现了保市场主体和保就业的效果。本文拟通过梳理美英两国的相关经验，为中国助企纾困提供政策参考。

- 疫情持续冲击下的非对称影响，需要结构性政策的定向支持。具体来看，直达实体的企业纾困政策应有两大侧重点：一是需为市场主体解决流动性和偿付能力问题，二是应以稳就业、稳民生为优先导向。
- 在疫情初期，美国推出了针对小型企业的薪资保障计划，如果借款企业将 PPP 贷款 60% 的资金用于支付员工工资即可免还，有效实现了保市场主体和保就业的双重目标。此外，美联储协同推出了薪资保障计划便利工具为贷款机构提供流动性支持，提高了计划实施的有效性。针对中型企业，美联储还推出了主街贷款计划，由美国财政部出资作为担保，美联储提供贷款资金。但最终实施效果不佳，其机制设计没有调动银行参与积极性。
- 英国在疫情期间推出了就业保障计划，为受困疫情企业支付 80% 的员工工和保险费用，该计划非常有效地起到了保就业的效果，英国失业率在疫情严重期间并未出现大幅攀升。另外，英国还针对不同规模企业推出了三项贷款担保计划，由政府提供 80% 或 100% 的贷款担保，鼓励银行向实体企业贷款。作为辅助，英格兰银行推出了针对大型企业的新冠疫情融资工具，解决商业票据的融资问题。总体来说，三项担保计划及融资工具全面覆盖了各类企业的资金需求。
- 近期，中国出台了一系列结构性的企业纾困政策，起到定向支持和精准滴灌的作用。财政政策包括加快留抵退税进度，增加退税额度，提高失业保险稳岗返还比例等。货币政策结构性工具也不断推陈出新，定向支持重点环节和薄弱领域。但相较而言，现阶段出台的助企纾困措施以流动性支持政策为主，偿付能力支持政策较少。
- 美英助企纾困的政策对中国提供了以下四点借鉴：一是流动性和偿付能力支持政策双管齐下，全方位保市场主体从而保就业；二是政府部门通过杠杆的腾挪，加大对民间部门的支持力度，保持民间资产负债表的健康；三是设计有效的贷款激励机制，调动金融机构参与积极性；四是强调财政货币政策协同，提升政策实施效能。
- **风险提示：** 新冠疫情影响超预期，市场主体面临困难加大。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

目录

一、疫情下的企业纾困政策思路.....	5
二、美国的企业纾困计划.....	6
(一) 薪资保障计划.....	6
(二) 主街贷款计划.....	9
三、英国的企业纾困计划.....	12
(一) 就业保障计划.....	12
(二) 政府贷款担保计划.....	12
四、对中国的借鉴与启示.....	14
(一) 中国企业纾困政策梳理.....	14
(二) 美英经验对中国的借鉴与启示.....	16
五、主要结论及政策建议.....	18

图表目录

图表 1. 助企纾困的政策选项.....	5
图表 2. 美国 PPP 计划运作流程.....	6
图表 3. 美国 PPP 三轮计划推出时间及使用情况	7
图表 4. 美国三轮 PPP 贷款发放总金额.....	7
图表 5. 美国 PPP 贷款的累计使用情况.....	7
图表 6. 美联储 PPPLF 日度和累计使用金额	8
图表 7. 美国按企业规模就业人数及失业率	8
图表 8. 美国当周初次申领失业金人数.....	8
图表 9. 美国主街贷款计划主要条款	10
图表 10. 美国主街贷款计划日度和累计使用金额.....	11
图表 11. 美国主街贷款日均利率及企业债收益率.....	11
图表 12. 英国各年龄段失业率.....	12
图表 13. 英国累计参与就业保障计划的员工数.....	12
图表 14. 英国三项贷款担保计划条款	13
图表 15. 英国三项政府担保计划的使用情况	13
图表 16. 英国疫情企业融资工具周度及累计使用金额.....	13
图表 17. 2022 年以来中国企业纾困政策梳理	14
图表 18. 2020 年以来的结构性货币政策工具	15
图表 19. 美国、英国及中国政府和非金融部门杠杆率.....	16

2022年3月中旬以来，国内疫情多点散发，叠加外部环境超预期因素增多，中国经济循环畅通遇到新的阻力，市场主体困难明显加大。为此，4月29日中央政治局会议首次提出疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，并提到要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，抓紧谋划增量政策工具。本文拟通过分析疫情下企业纾困政策思路，借鉴美英两国的经验，为中国助企纾困提供政策参考。

一、疫情下的企业纾困政策思路

疫情持续冲击带来的影响不同于传统的经济下行周期，尤其是对不同地区、行业、人群带来的影响是非对称、不均衡的，而传统宏观调控政策更偏向总量，如何定向支持受疫情重创的市场主体成为政策面临的难题。由此，许多国家开始创新直达实体的政策工具，具体来看，疫情下的企业纾困政策应有两大侧重点：

一是需为市场主体解决流动性和偿付能力问题。在新冠疫情暴发初期，国际货币基金组织（IMF）曾总结¹，疫情下经济活动受限使得市场主体面临流动性和偿付能力两方面的压力。由此建议，针对流动性问题可以考虑低息贷款和延期还款等举措，解决偿付压力则需要借助政府补贴和直接转移支付（见图表 1）。货币政策可以通过降准、降息等总量工具为市场主体提供流动性，但是在疫情持续发展演变、不确定性加大的情形下，市场主体加杠杆意愿减弱，财政政策可以更有效地通过转移支付等手段，帮助市场主体解决偿付能力问题。

美联储主席鲍威尔在 2020 年新冠疫情暴发初期，也就货币政策应对公共卫生危机中的作用讲过三层意思：第一，货币政策能购买有毒资产，但不能解决新冠病毒；第二，货币政策能够维护企业资金链，但恢复不了供应链；第三，货币政策能提供流动性，但是解决不了企业和家庭的现金流。尤其是针对第三点，鲍威尔强调，美联储拥有借贷权（lending power），而不是支出权（spending power）。美联储的贷款可以在企业流动性暂时中断时提供一座桥梁，帮助借款人度过危机。但经济复苏需要一些时间聚力，随着时间拉长，流动性问题可能会变成偿付能力问题。疫情下，有偿债能力的借款人可以从各项贷款计划中受益，但许多市场主体需要直接的财政支持，而不是难以偿还的贷款²。

图表 1. 助企纾困的政策选项

流动性	偿付能力
贷款展期	基于过去收入直接补贴（税收相关）
延期缴税和社保缴费	发放稳岗补贴
政府提供信用担保	债务豁免
购买商业票据和债券	注资
央行直接提供信贷	

资料来源：IMF，中银证券

二是应以稳就业、稳民生为优先导向。就业是最大的民生，也是稳定经济的重要支撑。各国中小企业都是吸纳就业的主力军。比如在美国，截止 2021 年末，雇佣人数在 500 人以下的小企业共有 3250 万家，占企业总数的 99.9%，总雇员数占美国总就业人数的 47%；在英国，截止 2021 年初，雇佣人数在 250 人以下的小企业共有 558 万家，占企业总数的 99.9%，总雇员数占总就业人数的 61%³。然而，在疫情持续冲击的作用下，小企业面临收入骤减、成本刚性、经营恢复不确定等多重压力，其抗风险能力较弱，迫于经济压力很可能通过裁员来降低成本，这将直接导致失业率上升，居民收入下降，社会消费下滑，经济循环运转不畅。因此，保市场主体是保就业的关键，防止经济陷入企业破产裁员-失业率上升-消费下滑的负向循环。

¹ <https://blogs.imf.org/2020/04/01/economic-policies-for-the-covid-19-war/>

² <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200513a.htm> 和 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200409a.htm>

³ <https://cdn.advocacy.sba.gov/wp-content/uploads/2021/08/30144808/2021-Small-Business-Profiles-For-The-States.pdf> 和 <https://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/SN06152/SN06152.pdf>

二、美国的企业纾困计划

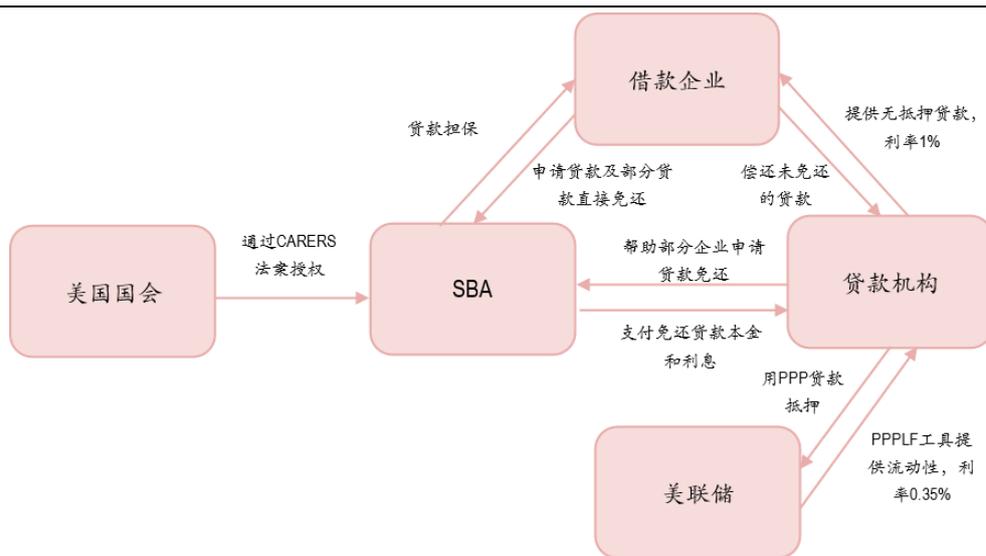
(一) 薪资保障计划

美国国会在 2020 年 3 月的《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES Act）中，推出了针对小微企业和非营利组织的“薪资保障计划”（Paycheck Protection Program, PPP），帮助小企业维持经营运转，减少裁员和破产。

运作流程及特点

借款企业将 PPP 贷款主要资金用于支付工资支出即可免还。PPP 计划全程由美国小企业管理局 (Small Business Administration, SBA) 管理，其运作流程是，符合规模在 500 人以下或其他符合条件的小企业或者个体工商户可以向金融机构无抵押申请低息贷款，由美国小企业管理局提供 100%担保（见图表 2）。如果申请主体在获得贷款的 8 周内将至少 75% 的贷款资金用于支付员工工资，且保证不裁员，则企业有资格获得贷款免除。2020 年 6 月 5 日，美国国会进一步放松了 PPP 计划的一些限制条件，将要求的薪酬支出比例下调为 60%，资金使用周期延长至 24 周，贷款期限从 2 年延长到 5 年，延期支付时间由 6 个月增加至 10 个月。

图表 2. 美国 PPP 计划运作流程



资料来源：SBA，中银证券

贷款计划的激励机制设计较为完善。一是 SBA 为所有 PPP 贷款提供担保且不收取任何费用，借款企业通过贷款免除后，SBA 将全额支付本金和利息，金融机构几乎不用承担任何风险和坏账责任。二是监管方面对放贷机构没有最低资本要求，传统商业银行、保险机构、非银存款机构以及金融科技公司等通过申请后，都可以参与放贷。三是美国监管机构（包括美联储理事会、美国联邦存款保险机构）联合发布声明，PPP 贷款不会纳入金融机构的资本和流动性监管考核指标。

美联储协同参与 PPP 计划为贷款机构提供流动性。在 2020 年 3 月 PPP 贷款计划推出后，美联储于 4 月 9 日推出了薪资保障计划流动性便利（Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF）。参与计划的金融机构可用 PPP 贷款作为抵押向美联储申请贷款，可贷金额为抵押 PPP 贷款的总面值。PPPLF 的特点是利率低，无其他手续费用，而且无追索权，贷款条款对于金融机构相对友好。美联储通过 PPPLF 工具向贷款机构提供流动性支持，激励金融机构参与 PPP 贷款发放，提高计划实施的有效性。

实施进展及结果

PPP 贷款共发放了三轮。第一轮总金额 3490 亿美元，包括在美国 3 月 27 日通过的 CARES 法案中；第二轮通过 4 月 24 日推出的《薪资保护计划和医疗保健增强法》发放，总金额 3200 亿美元；第三轮通过 2020 年 12 月 28 日的《冠状病毒救助和政府资助法案》发放，金额为 2840 亿美元。4 月 3 日，第一轮开放申请，贷款需求非常旺盛，13 日内 3490 亿美元的额度就已用完，最终获批金额为 3423 亿美元。相较而言，第二轮额度使用比例最低，3200 亿美元的额度，最终仅使用了 1889 亿美元，第三轮使用比例较高，2840 亿美元的额度使用了 2777 亿美元，或因为第三轮与前两轮间隔时间较长，小微企业资金需求增加，SBA 对贷款流程操作也更熟悉。最终，三轮获批 PPP 贷款总数量为 1082 万笔，共有 5467 家金融机构参与贷款，金额合计 7998 亿美元（见图表 3）。

图表 3. 美国 PPP 三轮计划推出时间及使用情况

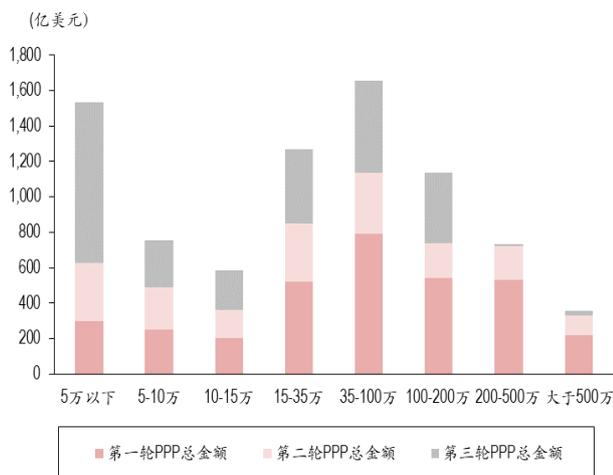
PPP 轮次	法案	申请时间	计划总金额 (亿美元)	最终获批金额 (亿美元)	贷款平均金额 (美元)
第一轮	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》(“CARES 法案”)	2020.4.3-2020.4.16	3,490	3,423	206,022
第二轮	《薪资保护计划和医疗保健增强法案》	2020.4.27-2020.8.8	3,200	1,889	73,485
第三轮	《冠状病毒救助和政府资助法案》	2021.12.27-2021.5.31	2,840	2,777	41,560
总计			9,530	7,998 ⁴	74,115

资料来源：SBA，中银证券

注：SBA 于 2021 年 5 月 31 日公布最终贷款总额，其中剔除了重复和未获批的贷款。

从贷款发放结构来看，第一轮贷款发放更集中于较大规模企业，单笔贷款规模 35-100 万的比例最高，贷款平均金额为 20.6 万美元；第二轮贷款规模分布相对均匀，但支出进度缓慢，3200 亿美元的额度最终仅使用了 1889 亿美元；第三轮更侧重于小微企业，单笔贷款规模 5 万以下的比例最高，贷款平均金额仅为 4.2 万美元（见图表 3 和 4）。从发放进度来看，较大规模的企业贷款进度更快。前两轮贷款申请中，员工数量在 200 人以上的企业完成比例达到 93%，而小于 200 人的企业仅完成 64%（见图表 5）。

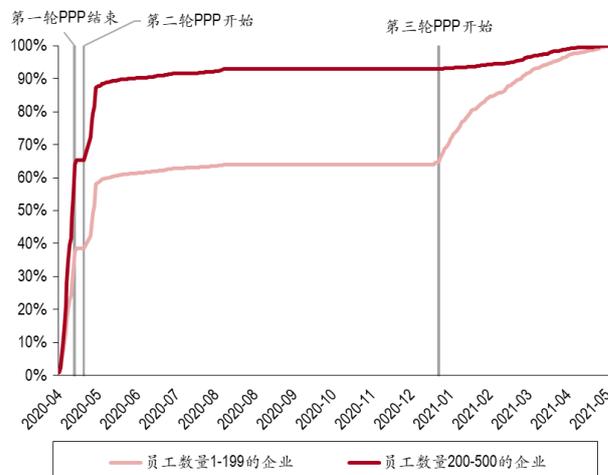
图表 4. 美国三轮 PPP 贷款发放总金额



资料来源：SBA，中银证券

注：横轴按照单笔贷款金额分组，纵轴为各组的总贷款金额。

图表 5. 美国 PPP 贷款的累计使用情况

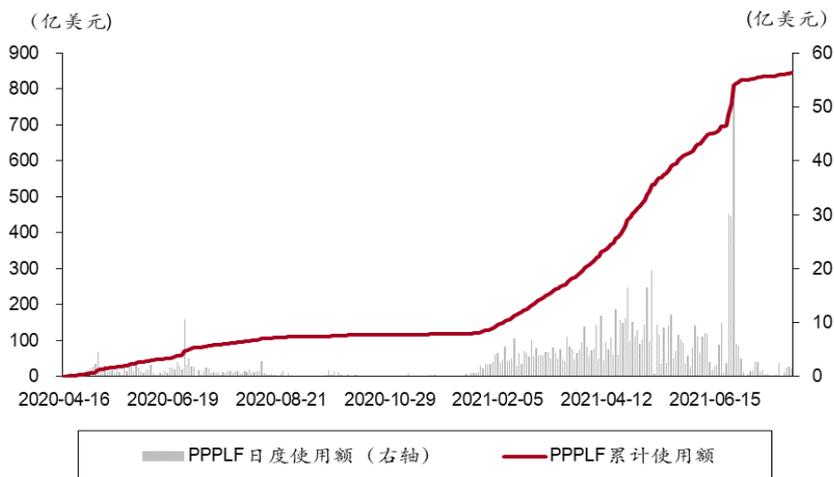


资料来源：SBA，中银证券

⁴ https://www.sba.gov/sites/default/files/2021-06/PPP_Report_Public_210531-508.pdf

此外，美联储的 PPPLF 工具发挥了积极作用，为金融机构的融资提供了有力支撑。到 2021 年 7 月 30 日 PPPLF 工具使用终止，累计使用金额 845 亿美元，约占 PPP 贷款总规模的 10%（见图表 6）。其中，大部分使用量集中在 2021 年第三轮 PPP 贷款发放后，缓解了金融机构在计划后期的流动性压力。

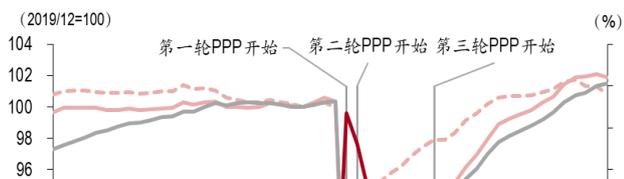
图表 6. 美联储 PPPLF 日度和累计使用金额



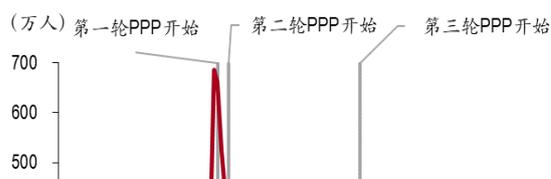
资料来源：美联储，中银证券

从实现效果来看，在 PPP 计划实行后，美国失业率从 2020 年 4 月的高点 14.7% 开始快速下降，到 2021 年 5 月第三轮贷款结束，失业率已降至 5.8%。不同规模企业的就业人数也逐渐回升，尤其是 1-19 人规模的企业最快回升至疫情前水平（见图表 7）。同期，每周初次申请失业金人数也由 662 万人的高点降至 39 万人（见图表 8）。美国 NBER 的研究发现，PPP 计划的保就业效果在 2020 年 5 月份时最佳，随后逐渐下降。据测算，截止 2020 年 5 月份，PPP 计划将获得贷款企业的就业率提高了 2-5 个百分点，帮助小企业多保留了 360 万个工作岗位。到 2020 年末，就业率的提高比例降至 0-3 个百分点，多保留了 140 万个工作岗位⁵。

图表 7. 美国按企业规模就业人数及失业率



图表 8. 美国当周初次申领失业金人数



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_42774



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn