

2022年11月13日

“第二支箭”，能否冲破云层？

11月8日，中国银行间交易商协会宣布继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。如何理解和看待，能否冲破云层？本文聚焦于此。

► 央行的“三支箭”是什么？

央行的“三支箭”初创于2018年10月，分别指信贷支持、民营企业债券融资支持工具、民营企业股权融资支持工具。出台“三支箭”的背景很清晰，经济下行、金融监管双重叠加下民企违约频发，彼时于民营企业而言，整体市场融资环境并不友好。

从实施效果看，民企贷款余额在2019年有阶段性提升后整体增速仍处下滑区间；民企股票质押回购风险有所缓解，IPO规模及占比也有一定增长。然而从债券净融资角度看，民企融资似乎未因政策支持有明显改善，且2018年以来持续违约。综合来看，2018年央行设立的“三支箭”的最终实际效果或值得商榷。

► “第二支箭”何以又来了？

站在当下，如何看待央行重启“第二支箭”？关键还是地产悲观预期之下对宏观经济运行的负反馈冲击，毕竟地产链条影响甚广，尤其是民企地产。

从存量看，经历2018年以来的市场出清，目前民企债存续规模仅1.1万亿、占信用债比重不足5%，且其中一半为民营地产债。从净融资看，近两年民企地产持续净偿还、违约频频发生。因此不难看出此次“第二支箭”扩容的政策诉求和指向。

与2018年初创时相比，此次“第二支箭”有些差异：此次交易商协会特别指出，支持包括民营房地产企业在内的民营企业，且新增了“直接购买债券”方式，方式或囊括一级投标以及二级买债，两种动作相辅相成，旨在共同推动主体发债一二级市场逐步形成正向循环。

► 作用如何评估？

从宏观层面来看：当下而言，地产的核心约束并非简单通过阶段性支持民营房企债券融资便能解决，偏弱的销售仍是核心制约。故而在销售没有扭转性恢复的情况下，无论是对房企现金流的改善，还是往地产投资、拿地端的传导，链条均未通畅，由此角度出发，在中长期视角维度里面市场对地产的期待仍有踌躇，暂时反映的是政策信号意义之下短期情绪的变化。综合近期政策，地产正在起变化，信号之外能否有进一步实质改善，值得我们关注。

其次，关注微观主体层面，即怎么看待地产债？从估值分布可以看到存量民企地产债基本成为高收益投资者比较关注的类别，主流机构参与度并不高。此次交易商协会新闻公告中提到预计可支持约2500亿元民营企业债券融资，短期内或许能够给民营房企提供一定流动性支撑。但关于民企地产债的最终走向，政策的最终考虑，很难简单判断，边走边看。

反观国企地产债，无论是从市场配置品种选择的角度，还是政策支持下情绪面的提振来看，均有关关注的空间。至于基本面的持续改善，或许暂时销售的阶段性企稳已经一定程度提供了逻辑上的支撑，毕竟这类品种参与的期限并不会长，关键还是市场情绪和对应参与的价格，以及仓位的选择。

► 风险提示：宏观环境变化超预期；对“第二支箭”理解的偏差；宏观经济、房企债务压力评价的主观性。



分析师 谭逸鸣

执业证书：S0100522030001

电话：18673120168

邮箱：tanyiming@mszq.com

研究助理 唐梦涵

执业证书：S0100122090014

电话：15221856383

邮箱：tangmenghan@mszq.com

相关研究

- 1.利率专题：会降准吗？-2022/11/11
- 2.转债行业研究系列：逆变器产业链转债深度梳理-2022/11/09
- 3.城投随笔系列：兰州，还要担心债券兑付吗？-2022/11/09
- 4.聚焦区县系列：三个维度透视天津区县-2022/11/08
- 5.地方政府债务系列专题：财政审计工作报告反映了什么？-2022/11/07

目录

1 央行的“三支箭”是什么？	3
2 “第二支箭”何以又来了？	9
2.1 何以又见“第二支箭”？	9
2.2 此次有什么不同？	12
3 作用如何评估？	15
4 风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

2022.11.8, 交易商协会新闻公告表述:

“将继续推进并扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”),支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资,预计可支持约2500亿元民营企业债券融资,后续可视情况进一步扩容。”

2022.11.10, 交易商协会受理龙湖集团200亿储架式注册发行,中债增进公司同步受理企业增信业务意向。除此之外,新城控股、美的置业等民企地产亦在沟通注册发行。

央行“第二支箭”再度问世,叠加民企地产债券发行计划接踵而至,如何理解和看待,能否冲破云层?本文聚焦于此。

首先,央行的“三支箭”是什么?

1 央行的“三支箭”是什么?

2018年11月6日,央行行长易纲就月初召开的民营企业座谈会接受采访¹时,表示要从信贷、债券、股权三个融资主渠道,采取“三支箭”的政策组合,支持民营企业拓宽融资途径。具体来看:

第一支箭——信贷支持。人民银行对商业银行的宏观审慎评估(MPA)中新增专项指标,鼓励金融机构增加民营企业信贷投放,并通过货币信贷政策工具为金融机构提供长期、成本适度的信贷资金。

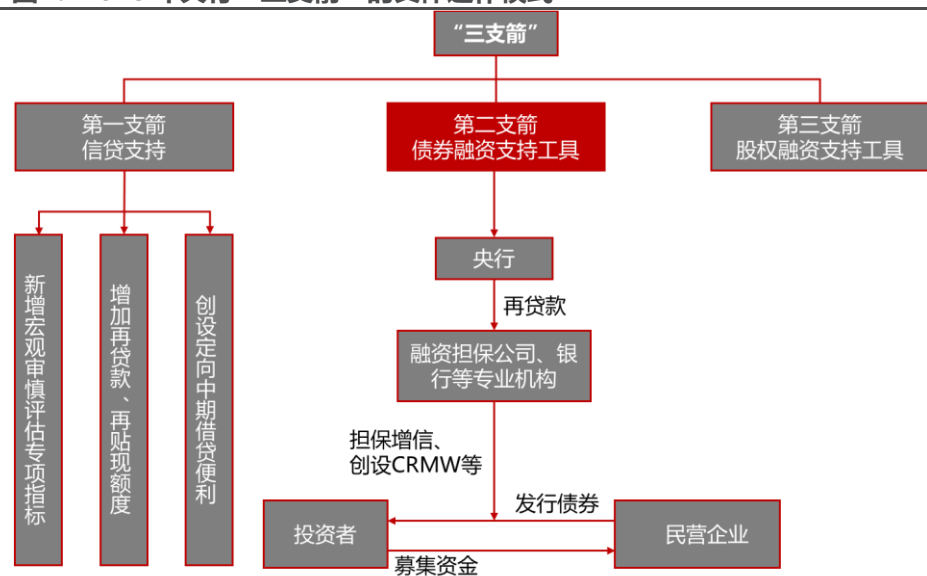
第二支箭——民营企业债券融资支持工具。2018年10月22日召开的国务院常务会议决定²,设立民营企业债券融资支持工具,由人民银行运用再贷款提供部分初始资金,由专业机构进行市场化运作,通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式,为民营企业发展提供增信支持。同日,央行发布公告³进一步明确该工具重点支持暂时遇到困难,但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。

第三支箭——民营企业股权融资支持工具。人民银行推动由符合规定的私募基金管理人、证券公司、商业银行金融资产投资子公司等机构,发起设立民营企业股权融资支持工具,由人民银行提供初始引导资金,带动金融机构、社会资本共同参与,按照市场化、法治化原则,为出现资金困难的民营企业提供阶段性的股权融资支持。

¹ http://www.gov.cn/zhengce/2018-11/06/content_5337948.htm

² http://www.gov.cn/guowuyuan/2018-10/22/content_5333627.htm

³ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3649346/index.html>

图1：2018 年央行“三支箭”的具体运作模式


资料来源：政府官网，民生证券研究院

2018 年央行出台“三支箭”的背景很清晰，经济下行、金融监管双重叠加下民企违约频发，彼时于民营企业而言，整体市场融资环境并不友好。

除了“三支箭”外，2018 年 11 月 1 日，总书记在出席民营企业座谈会上⁴还提到了要针对有股权质押平仓风险的民营企业出台特殊帮扶措施、组建政策性救助基金纾困民营企业等措施。银保监会和证券业协会、国家税务局、地方政府等分别在设立资管产品化解民企股权质押融资风险、减税降费、强化融资担保等方面，积极出台政策措施，加大支持力度。

表1：2018 年四季度密集出台的缓解民企融资难相关措施及其后续落实情况

日期	文件/会议/新闻	相关表述/政策
2018-10-22	国务院常务会决定设立民营企业债券融资支持工具	会议决定，对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度，提高对小微和民营企业金融服务的能力和水平。 同时，针对当前民营企业融资难，运用市场化方式支持民营企业债券融资，由人民银行依法向专业机构提供初始资金支持， 委托其按照市场化运作、防范风险原则，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持；条件成熟时可引入商业银行、保险公司资金自愿参与，建立风险共担机制。
2018-10-22	人民银行今年以来增加再贷款和再贴现额度共 3000 亿元支持小微企业和民营企业融资	为改善小微企业和民营企业融资环境，人民银行今年 6 月增加了再贷款和再贴现额度 1500 亿元，现决定在此基础上，再增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，发挥其定向调控、精准滴灌功能，支持金融机构扩大对小微、民营企业的信贷投放。 资本充足率达标、符合宏观审慎要求、监管合规的金融机构，若小微和民营企业贷款占比高、存贷比指标较高、借用再贷款后能够增加信贷投放的，可向当地人民银行分支行申请再贷款和再贴现。
2018-10-25	中国银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险资金长期稳健投资优势，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持，维护金融市场长期健康发展。

⁴ http://www.gov.cn/xinwen/2018-11/01/content_5336616.htm

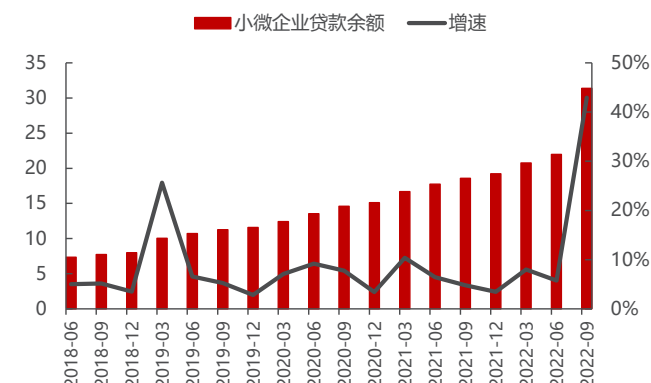
2018-11-01	习近平：在民营企业座谈会上的讲话	要改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制，把银行业绩考核同支持民营经济发展挂钩，解决不敢贷、不愿贷的问题。要扩大金融市场准入，拓宽民营企业融资途径，发挥民营银行、小额贷款公司、风险投资、股权和债券等融资渠道作用。 对有股权质押平仓风险的民营企业，有关方面和地方要抓紧研究采取特殊措施，帮助企业渡过难关，避免发生企业所有权转移等问题。对地方政府加以引导，对符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业进行必要财务救助。 省级政府和计划单列市可以自筹资金组建政策性救助基金，综合运用多种手段，在严格防止违规举债、严格防范国有资产流失前提下，帮助区域内产业龙头、就业大户、战略新兴行业等关键重点民营企业纾困。要高度重视三角债问题，纠正一些政府部门、大企业利用优势地位以大欺小、拖欠民营企业款项的行为。
2018-11-02	证券业支持民营企业发展系列资管计划启动	11 家证券公司作为“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”联合发起人，就 255 亿元出资规模已签署了发起人协议，作为共同发起人发起行业系列资产管理计划。 此前，为支持民营企业发展、化解股权质押风险，证券行业首次由 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1000 亿元总规模的资管计划。
2018-11-07	上海市委市政府关于全面提升民营经济活力大力促进民营经济健康发展的若干意见	要加大流动性风险专项防范力度，建立规模为 100 亿元的上市公司纾困基金；引导金融机构加大信贷投放力度，推进实施“中小企业千家百亿信用融资计划”，为优质中小民营企业提供信用贷款和担保贷款 100 亿元。 加大融资担保力度，逐步扩大中小微企业政策性融资担保基金规模至 100 亿元，将担保对象从小微企业扩大到民营大中型企业，提高担保风险容忍度。
2018-11-19	国家税务总局《关于实施进一步支持和服务民营经济发展若干措施的通知》	要不折不扣落实税收优惠政策，促进民营企业减税降负；依法为经营困难的民营企业办理延期缴纳税款。
2018-12-19	中国人民银行决定创设定向中期借贷便利 定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款	2018 年 12 月央行决定创设定向中期借贷便利 (TMLF)，定向支持金融机构向小微企业和民营企业发放贷款。支持实体经济力度大、符合宏观审慎要求的大型商业银行、股份制商业银行和大型城市商业银行，可向央行提出申请。定向中期借贷便利资金可使用三年，操作利率比中期借贷便利 (MLF) 利率优惠 15 个基点。 同时，根据中小金融机构使用再贷款和再贴现支持小微企业、民营企业的情况，央行决定再增加再贷款和再贴现额度 1000 亿元。
2019-01-04	中国人民银行决定于 2019 年 1 月下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利	央行决定下调金融机构存款准备金率置换部分中期借贷便利，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。
2019-07-31	人民银行增加支小再贷款额度 500 亿元支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放	增加支小再贷款额度 500 亿元，重点支持中小银行扩大对小微、民营企业的信贷投放。
2020-04-26	北京市关于进一步提升民营经济活力促进民营经济高质量发展的实施意见	利用好市级融资担保基金，2020 年底前累计办理民营和小微企业票据再贴现不低于 500 亿元。 开展民营和小微企业金融服务综合改革试点，试点期内对试点区每年给予 3000 万元的资金支持。加大政府投资基金对民营企业的支持力度。积极培育投资于民营科创企业的天使投资、风险投资等早期投资力量。

资料来源：政府网站，民生证券研究院

对应地，我们重点来看看这“三支箭”的政策效果：

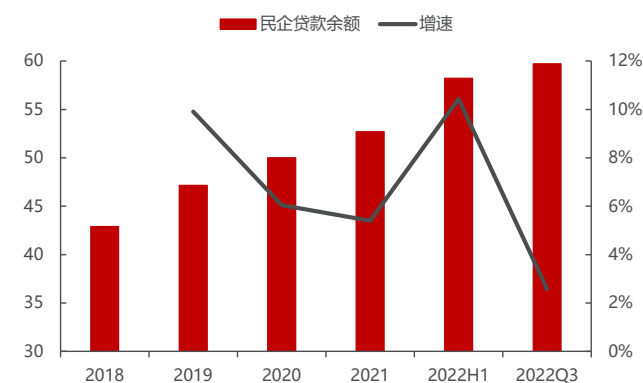
信贷上，2018 年 10 月引导金融机构加大对小微和民营企业的贷款支持政策密集出台以后，2019 年 3 月小微企业贷款余额增速较此前明显增长；但观察 2018 年以来民企贷款余额的变化，可以看到在 2019 年有阶段性提升后整体增速仍处下滑区间。

图2：2018 年以来小微企业贷款（普惠）情况（万亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：2018 年以来民企贷款余额变化情况（万亿元）

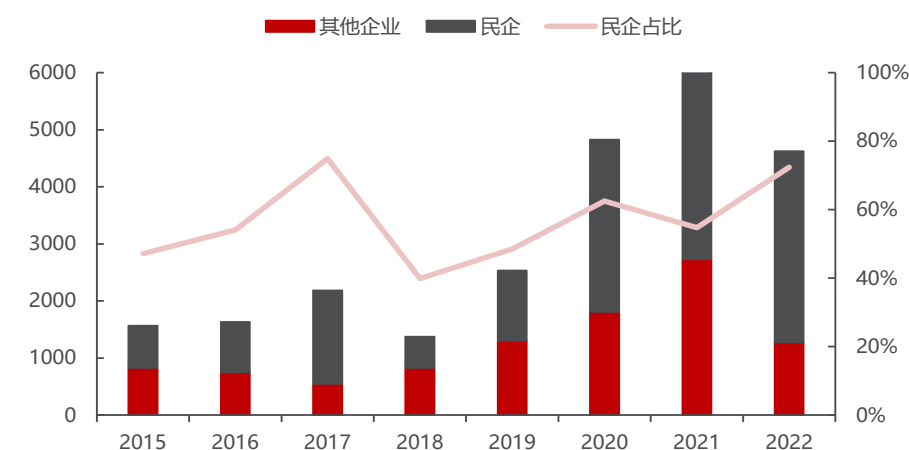


资料来源：wind，民生证券研究院

股票上，一方面股票质押回购风险有所缓解。根据深交所发布的《2019 年二季度股票质押回购风险分析报告》，二季度末已实施完成的纾困项目涉及 224 家上市公司，金额约 861 亿元，其中 81.7 % 的公司为民营企业。⁵

另一方面，2019 年以来民营企业 IPO 规模有明显增长，占全市场的比重较 2018 年的低点有所回升。

图4：2015 年以来民企股票首发募集资金情况（亿元）



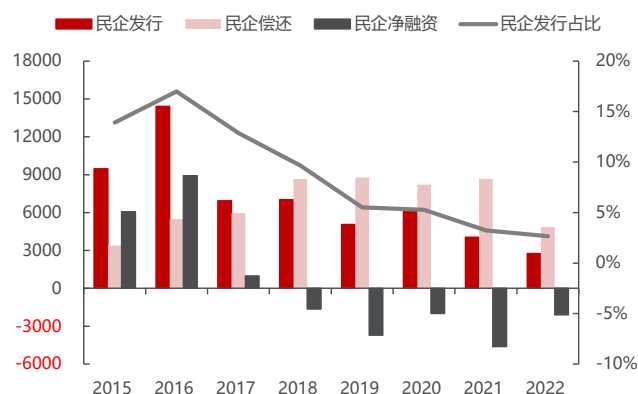
资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022 年数据截至 11 月 10 日。

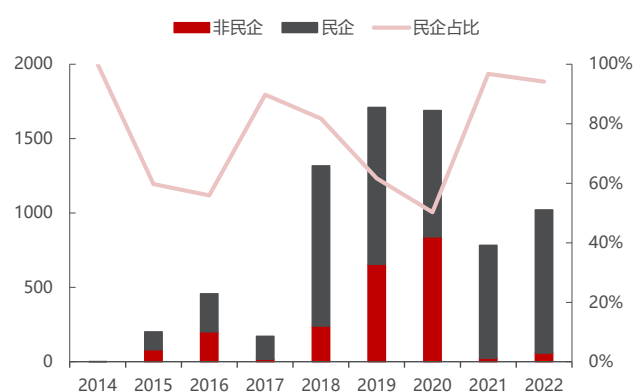
然而从债券净融资角度看，民企债券融资似乎未因政策支持有明显改善。实际上，2018 年民企融资结束了此前的净融入状态，开始持续净偿还且流出规模逐渐增加，民营企业债券发行规模占比逐年降低，目前已不足 5%。

⁵ http://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20190802_569209.html

此外，2018 年出现了民企违约潮，年内违约规模创新高、超 1000 亿元，在所有违约企业中占比超 80%；此后虽然有政策发力，但违约仍在持续。

图5：2015 年以来境内债市民企融资情况（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院
 注：2022 年数据截至 10 月 31 日。

图6：2018 年民企逾期规模明显增多（亿元）


资料来源：wind，民生证券研究院
 注：逾期数据截至 2022 年 11 月 10 日。

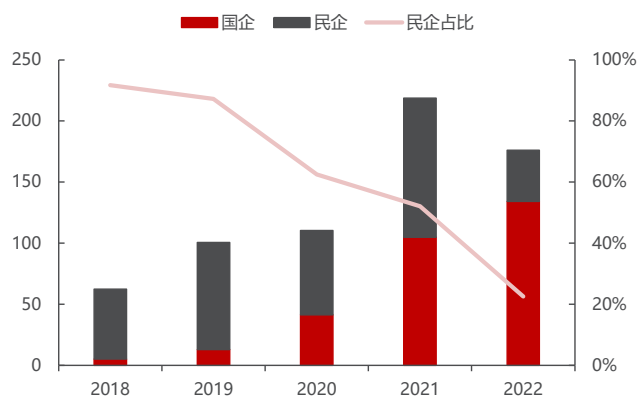
此外，聚焦民企债券融资支持工具，重点观察信用风险缓释工具的创设情况：

从主流品种 CRMW（信用风险缓释凭证）历年创设情况看，**其规模真正上量则是在 2018 年将其明确为民企债券融资支持工具以后**。2010-2017 年间，CRMW 累计发行规模仅约 15 亿元，而 2018 年以来创设规模明显上升。截至目前，共有 268 单挂钩民企债券的 CRMW 发行，累计规模 368 亿元；其中中债增（含联合银行）创设的 CRMW 以挂钩民企债券为主（占比 89%），累计创设挂钩民企债券的 CRMW 共 64 只、实际发行额 104 亿元。

但是挂钩民企债券的 CRMW 创设规模占比却在逐步降低，且挂钩民企债券以短融为主、挂钩期限较长的中票和定向工具则很少见。2018-2019 年共有约 120 只挂钩民企债券的 CRMW 产品发行，合计创设规模约 150 亿元，在所有 CRMW 中占比接近 90%，从这一角度来看，CRMW 对单只债发行的用处是不小的，但在融资负反馈链条当中很难扭转市场对主体的预期。

此外，2021 年以来，国企通过 CRMW 辅助融资的规模明显增多，挂钩民企债券占比则降至约 50%，2022 年则进一步降至 20% 左右。

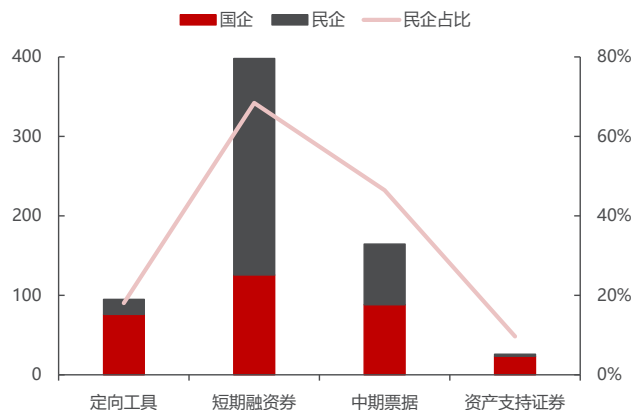
图7：2018 年以来挂钩民企债券 CRMW 发行规模（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

注：2022 年数据截至 11 月 10 日，下同。

图8：历史发行 CRMW 挂钩债券类型分布（亿元）



资料来源：wind，民生证券研究院

综合来看，2018 年央行设立的“三支箭”对民营企业融资的最终实际效果或值得商榷，毕竟宏观大环境如此。

那么，站在当下，如何看待央行重启“第二支箭”？

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_48856

