



# 孙彬彬：“第二支箭”又来了，怎么看？



意见领袖 | 孙彬彬团队

核 心 观 点

政策端再度推出第二支箭，怎么看？

2018 年，在民营企业经营和融资均不佳的背景下，政策推出了信贷、债券、股权三个融资渠道（“三支箭”）的组合政策，支持民营企业融资。

从 2018 年政策落地效果来看，股权和债权融资有明显分化。股权融资，受科创板开板、注册制推广、股市阶段性走牛影响，2018 年的股权质押风险得到缓解，股权融资随后大幅增长。债权融资则仍然偏弱，无论是银行信贷，还是债券融资，2018 年实际改善均偏弱，信用违约风险也并未实质性扭转。

当下，政策再次使出民营企业债券融资支持工具（“第二支箭”），又该如何看待？

首先，“第二支箭”是针对民营企业，不仅仅是民营房企，对此，我们应该有合理评估。

对于民营房企而言，“第二支箭”并未超出此前的政策范畴，但政策力度明显加强。在当前对于民营房企一系列的救助政策之下，未来进一步的增量政策仍可以期待。

从实际落地情况来看，考虑到之前的信用风险缓释凭证、担保增信等

落地均偏市场化,如担保要提供充足反担保,明显削弱了政策的救助力度。在房地产基本面仍偏弱的情况下,如何平衡政策救助力度与对应信用风险,是当前政策需要思考的内容,对于市场只能走一步看一步。

考虑到当前,实际尚未违约的民营房企本身就已不多,而支持已经违约的民营房企进一步发债,可能意义并不大,实际的支持范围大体可以匡算。但不管怎样,有中债增做担保的债券,我们认为可以积极参与;对于目前尚未违约的并且资质较好的民营房企存量债券,也可以适度乐观。

## 内容目录

1. “第二支箭”又来了, 怎么看? .....	3
1.1. “三支箭”的由来与发展 .....	3
1.2. 政策效果如何? .....	5
1.3. 怎么看“第二支箭”对民营房企的支撑? .....	7
1.4. 小结 .....	10

### 1. “第二支箭”又来了, 怎么看?

11月8日, 交易商协会官网发布新闻, 指出:

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。

该如何看待“第二支箭”的作用和影响?

#### 1.1. “三支箭”的由来与发展

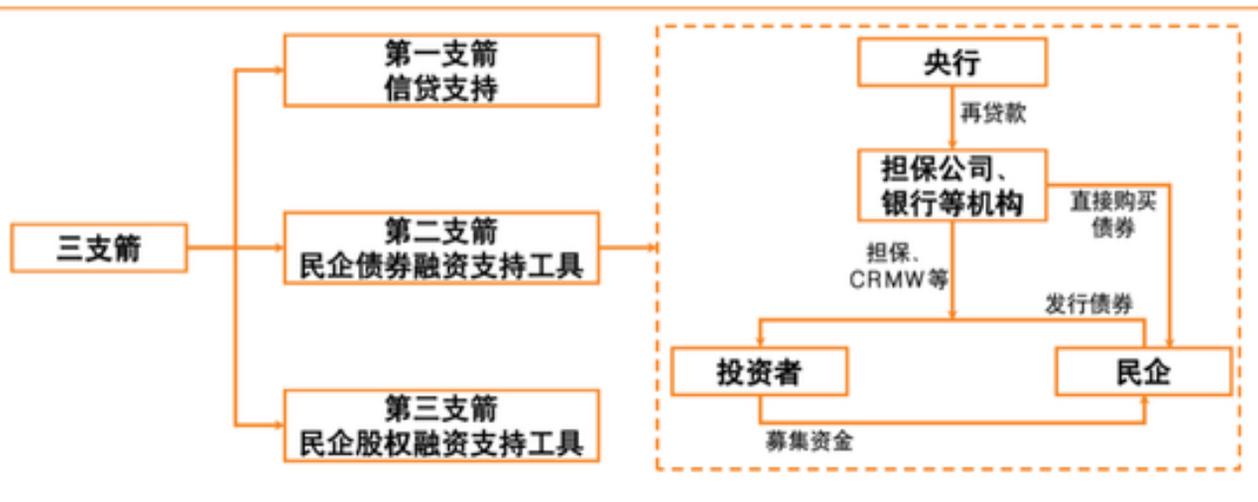
“三支箭”实际上指的是为了支持民营企业拓展融资，人民银行会同有关部门，从信贷、债券、股权三个融资渠道采取的政策组合。根据 2018 年易纲行长专访，具体而言：

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。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，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发展提供增信支持。

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。

图 1：“三支箭”示意图及第二支箭的操作方式



资料来源：央行，天风证券研究所

“三支箭”的政策组合始于 2018 年。2018 年上半年，受经济下行、监管升级导致企业再融资困难、部分企业自身资质不足等因素影响，民企的经营和融资状况均表现不佳。股价下跌导致股权高质押民企出现平仓风险，债券集中到期下的民企违约事件亦对市场信心产生不小的冲击，金融机构对民企的风险偏好迅速下降。

为扭转局面，2018 年下半年开始，尤其在 10-11 月，支持民企的相关政策集中出炉。其中，11 月 1 日习总书记主持召开的民营企业座谈会更是加速促进了包括纾困基金、纾困债等多项政策的落地。

措施主要包括：1) 重启支持民企债券融资的民营企业债券融资支持工具；2) 成立由地方政府牵头设立的缓解上市民企平仓风险的纾困基金；3) 各类符合条件的机构发行专项公司债券募集资金专门用于纾解民营企业融资困境及化解上市公司股票质押风险；4) 启动证券业支持民企的资管计划与保险业专项纾困产品；5) 部分银行对投放面向民营企业、小微企业的贷

款提出了目标。

表 1：2018 年 10 月-12 月民企纾困措施

日期	内容
2018/10/22	国务院常务会议决定设立民营企业债券融资支持工具，以市场化方式支持民营企业债券融资。央行发布公告《设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展》。
2018/10/22	中国央行官网发布公告，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。同时，央行还称将响应此前国常会指示，提出设立民营企业债券融资支持工具，毫不动摇支持民营经济发展。
2018/10/25	银保监会出台《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，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。
2018/10/31	证券业协会组织召开“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”发起人会议，11 家证券公司作为联合发起人，就 255 亿元出资规模签署了发起人协议，发起行业系列资产管理计划。
2018/11/1	习近平总书记主持召开民营企业座谈会，会中强调非公有制经济在我国经济社会发展中的地位和作用没有变，我们毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展的方针政策没有变，我们致力于为非公有制经济发展营造良好环境和提供更多机会的方针政策没有变。在全面建成小康社会、进而全面建设社会主义现代化国家的新征程中，我国民营经济只能壮大、不能弱化，而且要走向更加广阔舞台。
2018/11/2	中国人民银行营业管理部等《进一步深化北京民营和小微企业金融服务的实施意见》，贯彻落实稳健中性的货币政策，用好 300 亿元的常备借贷便利额度，为辖区内符合条件的金融机构发放小微和民营企业贷款提供流动性支持。
2018/11/3	上海市发布《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》，建立规模为 100 亿元的上市公司纾困基金，为优质中小民营企业提供信用和担保贷款 100 亿元，逐步扩大中小微企业政策性融资担保基金规模至 100 亿元。
2018/11/8	国务院办公厅发布《关于聚焦企业关切进一步推动优化营商环境政策落实的通知》国办发〔2018〕104 号，提出推动缓解中小微企业融资难融资贵问题，人民银行要牵头会同有关部门疏通货币信贷政策传导机制，综合运用多种工具，细化监管措施，强化政策协调，提高政策精准度，稳定市场预期。
2018/11/9	郭树清就金融支持民企答记者问，初步考虑对民营企业的贷款要实现“十二五”的目标。
2018/11/16	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》，促进民营企业减税降负，增进民营企业办税便利，助力民营企业纾困解难保障民营企业合法权益。
2018/11/23	工商银行行长谷澍在接受采访时表示，服务民营和小微企业绝对不是赶时髦，而是银行今后可持续发展的重要业务领域。因此，工行制定了三年规划：未来三年，工行普惠贷款平均增长 30%以上，三年翻一番；民营企业贷款每年净增不少于 2000 亿元，新增融资客户每年不低于 5000 户，进一步加大资源倾斜力度，解决供给能力不足的问题。

资料来源：中国人民银行，中国银行保险监督管理委员会，中国政府网，天风证券研究所

2019 年以后，缓解民企融资难的步伐仍未停止，政策密度虽较 2018 年年末有所下降，但力度不减，只是重点有所不同。2018 年年末多项措施的主要目的在于控制及降低民企在直接融资中集中爆发的风险，意在缓解

短期内民企再融资压力，恢复金融机构的风险偏好。2019年后，监管的目标显然更加长远，新增政策主要强调通过增加间接融资供给，降低实体企业融资成本，配合减税、定向降准等方式深入解决民企“融资难、融资贵”的问题。

表 2：2019 年后对民营企业融资的支持政策

序号	时间	会议/文件	主要内容
1	2019/9/18	民营企业金融服务座谈会	人民银行行长易纲日前在民营企业金融服务座谈会上强调，金融机构对国有经济和民营经济在贷款发放、债券投资等方面要一视同仁，各大银行要发挥表率作用，准确把握民营企业的发展特征，构建服务民营企业的商业可持续模式。
2	2020/4/3	国务院联防联控机制举行新闻发布会	央行：进一步强化对中小微企业提供普惠性金融支持。一是增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度 1 万亿元。二是进一步实施对中小银行的定向降准，支持中小银行更好聚焦中小微企业，增加信贷供给，降低融资成本，服务实体经济。三是加大债券融资支持。支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券，引导公司信用类债券净融资比上年多增 1 万亿元。银保监会：努力实现小微企业信贷“增量、扩面、提质、降本”。落实好贷款延期还本付息政策，加大对受疫情影响严重的行业和地区中小微企业信贷支持。发挥政策性银行的逆周期调节作用，支持民营、小微企业发展。强化金融科技运用，为中小微企业提供精准便捷服务。切实降低企业融资成本。
3	2020/6/1	《关于加大小微企业信用贷款支持力度的通知》	人民银行会同财政部使用 4000 亿元再贷款专用额度，通过创新货币政策工具按照一定比例购买符合条件的地方法人银行业金融机构普惠小微信用贷款，促进银行加大小微企业信用贷款投放，支持更多小微企业获得免抵押担保的信用贷款支持。
4 5	2021/12/1	李克强主持召开国务院常务会议	将普惠小微企业贷款延期还本付息支持工具转换为普惠小微贷款支持工具。从 2022 年起，将普惠小微信用贷款纳入支农支小再贷款支持计划管理，原来用于支持普惠小微信用贷款的 4000 亿元再贷款额度可以滚动使用，必要时可再进一步增加再贷款额度。构建全国一体化融资信用服务平台网络，以服务中小微企业融资为导向，完善金融机构发放中小微企业贷款绩效考核、尽职免责等规定。支持金融机构发行小微企业专项金融债券，扩大面向小微企业的政府性融资担保业务规模，降低担保成本。
5	2022/11/8	中国银行间交易商协会官网	交易商协会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。

资料来源：中国政府网，交易商协会，天风证券研究所

## 1.2. 政策效果如何？

信贷方面，小微企业获得了显著支持。根据银保监会祝树民副主席在新闻发布会的表述来看，截止 2018 年 9 月末，五家大型银行小微企业贷

款余额是 2.52 万亿元，较 2018 年末增加 47.9%，已超额完成这五家大行全年增量计划和政府工作报告 30% 的增量目标。五家大型银行平均贷款利率是 4.75%，较 2018 年全年平均贷款利率下降 0.68 个百分点。同时，通过发放信用贷款、减费让利等措施降低小微企业其他融资成本 0.58 个百分点，所以小微企业在五大行的综合融资成本下降了约 1.26%。结合普惠小微企业贷款余额也能明显观察到，2018 年后这一数据在持续增长，2022 年上半年增长尤其明显。

但银行对民营企业整体的支持力度增加并不算显著。我们以有民营企业贷款数据公布的工行、农行数据来看，两家银行在 2017-2020 年期间，针对民营企业的贷款余额增速并不算显著。2021 年以来，这一情况才有明显的改善。

图 2：普惠小微企业贷款余额快速增长（亿元）

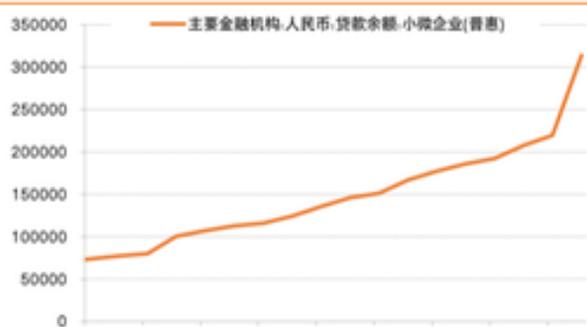
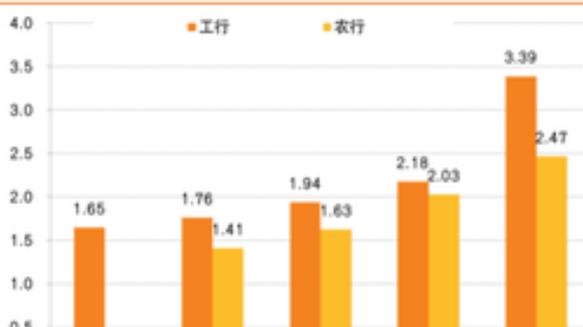


图 3：工行、农行的民营企业贷款余额变动（万亿）



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\\_48701](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48701)

