

信用收缩中的二元融资结构问题分析

○ 常 欣

(中国社会科学院 经济研究所,北京 100836)

[摘要]长期以来,由于特殊的体制性原因特别是由于政府隐性担保的存在,中小微企业和民营经济发展在资金可得性和融资成本方面相较于大型企业和国有经济而言一直处于劣势,形成某种二元融资结构的特征。进入2018年以来,前期金融去杠杆的滞后效应开始显现,由信用紧缩带来的中小微民营企业融资困境进一步突出,二元融资结构问题有进一步固化的趋势。在紧融资约束下,民营经济的违约风险上升,经营压力增大,亏损退出与被动加杠杆问题突出。这就需要在相关部门已经推出若干举措的基础上,通过有效解决信用资质差异中的扭曲性问题、着力缓解银行的资本充足率约束以及加快重塑支持中小微企业的金融业态等措施,进一步疏通宽货币到宽信用的传导渠道,使金融机构之间的流动性有效转化成企业特别是中小微民营企业的流动性。

[关键词]二元融资结构;信用紧缩;被动加杠杆;修复风险定价

DOI:10.3969/j.issn.1002-1698.2018.11.012

中小微民营企业是当前中国国民经济发展的主要支撑力量。截至2017年末,小微企业法人约2800万户,个体工商户约6200万户,中小微企业(含个体工商户)占全部市场主体的比重超过90%。粗略统计,50%以上的税收,60%以上的GDP,70%以上的技术创新,80%以上的城镇劳动就业,均来自于中小微民营企业。但相较于其对经济社会发展的上述贡献,中小微民营企业获得的金融支持却很不相称,长期以来困扰中小微企业和民营经济发展的融资约束问题始终没有取得实质性突破,在资金可得性和融资成本方面一直处于劣势。从量上看,根据中国人民银行公布的金融机构(含外资)境内企业贷款投向结构数据,在全

部存量信贷中,国有控股企业占有的份额从2013年的46%提高到2016年的54%,而私人控股企业所占比重则从39%下降到34%;同一时期,在年度增量信贷中,国有企业的占比从37%增加到80%(2015年一度达到114%),民营企业的占比从66%下降到17%。而从价上看,根据中国人民银行行长易纲披露的数据,目前小微企业融资来自于正规金融机构和民间融资的比例大致为六四开,两者的融资成本相差较大:近年来金融机构小微企业贷款利率平均在6%左右,而网络借贷利率约13%,温州民间借贷登记利率15%以上,小额贷款公司等类金融机构利率则为15%~20%。^[1]这就导致小微企业融资的加权平均成本居高不下。

值得关注的是,进入2018年以来,前期金融去杠杆的滞后效应开始显现,由信用紧缩带来的中小微民营企业融资困境进一步突出。相关部门虽采取了诸多举措着力解决小微企业和民营经济融资难融资贵的问题,但宽货币到宽信用的传导渠道仍未完全疏通。本文旨在考察信用收缩过程中二元融资结构固化问题,在对其基本特征、宏观影响以及矛盾症结进行分析的基础上,提出若干应对之策。

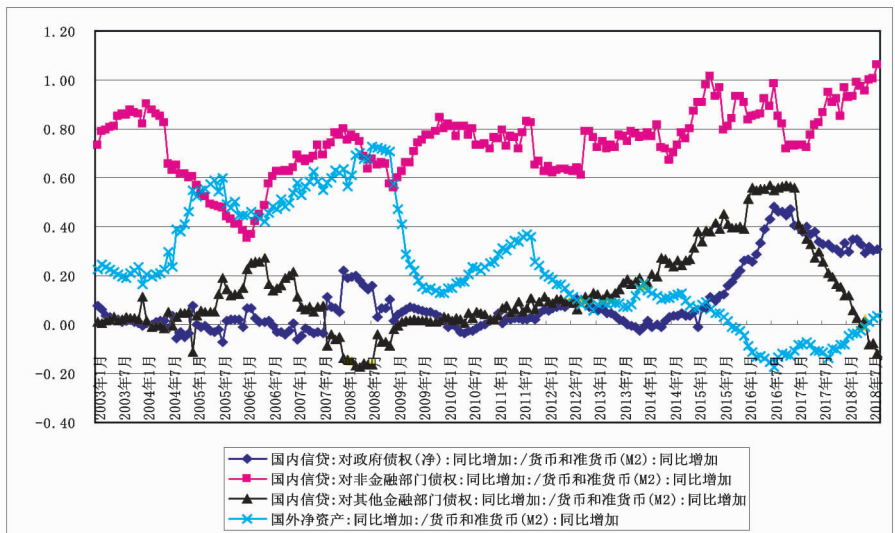
一、金融去杠杆背景下的紧货币与紧信用

2016年下半年开始,在防范化解金融风险的大背景下,货币政策呈现出中性偏紧的态势。进入2017年,针对通道业务、同业业务和表外理财业务的金融监管全面加强。紧货币叠加严监管从负债端强力推动金融去杠杆,并率先反映到了广义货币供应量M2增幅的显著变化上。其同比增速在2016年10月达到阶段性高点11.6%后逐步下降至2018年6月的8%。截至2018年8月,其滑落至个位数增长区间已达17个月之久,已处于自1987年有统计记载以来的最低值状态。

利用中国人民银行发布的存款性公司概览进一步分解M2变动的来源结构,可以看出:对其他金融部门债权的变化是最明显的下拉力量,从2016年末的56%巨幅下降至2018年以来的负向贡献值,2018年8月已萎缩至-12%(参见图1)。根据现有的M2统计范围,除了包括住户个人和非金融企业(及政府)的存款外,也包括非存款类金融机构的存款。之前在金融加杠杆时期,银行体系投向非银行金融机构的资金(比如银行购买非银机构发行的资管产品)也将派生M2,如果这些资金没有进入实体经济而是在金融体系内部往来的话,就会无形中拉高M2增速。而伴随着金融去杠杆,资金在金融体系内的嵌套循环大量减少,成为M2增速变化的最重要影响因素。

如果说在以“紧货币”为主要特征的去杠杆先期阶段,金融收缩还只发生在金融部门内部的话,那么随着2017年底以来金融强监管的持续深入,特别是“资管新规”的正式生效,真正对应实体经济负债端的金融机构资产端去杠杆正式开启,从而进入以“紧信用”为主要特征的阶段。在此阶段,社会融资规模作为表征实体部门尤其是中小微民营企业融资收缩的最直接指标,其增速与结构均发生了显著变化。从社会融资规模存量增速上看,从2017年10月的13.4%一直下

图1 M2变动的主要来源结构



资料来源:根据中国人民银行数据整理。

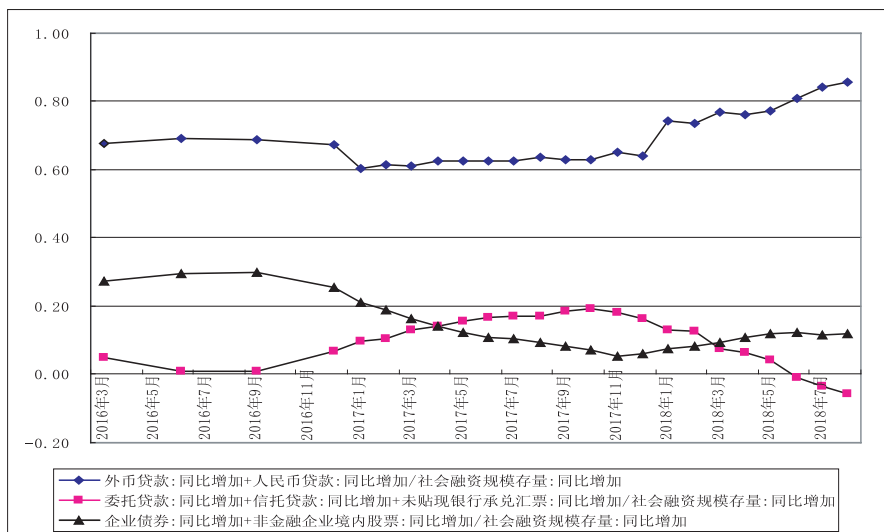
降至2018年8月的10.1%，收缩了3.3个百分点。如果进一步观察各分项的同比增速，可以看出：对应中小微企业的融资渠道收缩最为剧烈，本文第二部分将对此进行更深入的分析。

从社会融资规模增量结构的变动趋势看，贷款项（人民币贷款和外币贷款合计）的占比自2017年底以来明显回升，2018年8月达到91.8%，比2017年末大幅提高23.9个百分点；直接融资项（企业债券融资和非金融企业境内股票融资合计）占比自2018年初以来也上升较快，2018年8月为15.2%，较2017年末提高8.7个百分点；相较而言，类影子银行渠道（委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票三项合计）的占比则自2017年以来呈现显著放缓态势，特别是2017年底开始加剧萎缩，2018年3月起甚至进入负值区间，2018年8月已滑落至-16.5%，较2017年初整整下降了50个百分点，较2017年末也深幅下滑了34个百分点。

再从社会融资规模存量变动的结构性分解看，贷款项的贡献率自2018年以来上升较快，从2017年末的64%提高到2018年8月的86%；直接融资项的贡献率自2017年末以来也有所上升，从2017年11月的5%增加到2018年8月的12%；而类影子银行渠道的贡献率则从2017年第四季度开始急速下行，2018年年中已滑入负值区域，从2017年10月的19%下滑至2018年8月的-6%（参见图2）。由此可见，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票等表外融资的萎缩是造成社会融资规模存量同比下降的最主要原因。

对比社会融资规模存量增速和广义货币供应量M2增速在紧货币和紧信用这两个不同阶段的走势变化，可以发现一个明显的现象。在紧货币的阶段，在M2增速快速回落的同时，社会融资规模存量增速并没有发生显著的变化（由于这

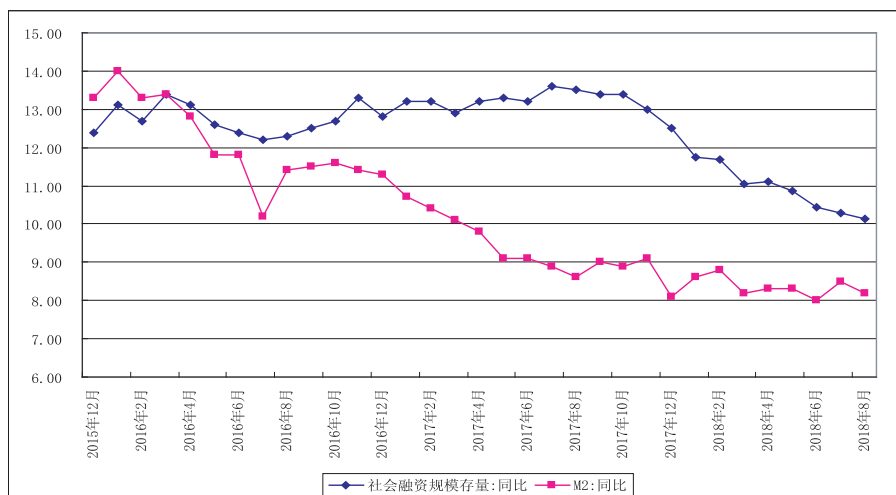
图2 社会融资规模存量变动的结构性分解



资料来源:根据中国人民银行数据整理。

一阶段的紧缩效应主要体现在金融部门内部,而社会融资规模统计是扣除了金融体系内部的资金空转,因此该效应尚未反映出来),从而导致两者差距逐渐扩大:2017年8月,社会融资规模存量增速高于M2增速4.9个百分点,差距达到最大,比2016年9月扩大3.9个百分点。进入紧信用阶段后,由于紧缩效应传递到了实体经济部门,社会融资规模存量增速才快速下滑,而在前期金融内部紧缩效应趋于平稳后,M2增速则保持一个低幅波动的状态,社会融资规模存量增速和M2增速的差距遂逐步缩小:截至2018年8月,这一差距收窄至1.9个百分点(参见图3)。

图3 社会融资规模存量增速和广义货币供应量M2增速的变动趋势对比(%)



资料来源:中国人民银行。

二、信用收缩过程中的二元融资结构固化倾向

中小微企业融资难、融资贵是一个世界性难题。而在中国,由于特殊的体制性原因,不同规模、不同所有制企业之间的融资条件差异更加突出,形成某种二元融资结构的特征。^[2]

(一)二元融资结构的形成

一直以来,包括国有企业在内的广义政府部门都是金融机构优质的客户资源。这种融资优势来源于国有企业的两个先天条件:

第一,国有企业的抵押物相对充足。根据金融摩擦理论,由于信贷市场不完善,企业与金融中介(这里主要指银行部门)之间存在信息不对称,资金融出方相对于资金融入方处于劣势,因此企业部门抵押品资产的规模是决定其通过外部债权融资能力的重要因素。^[3]而相较民营企业,国有企业的资产重型化属性较强,包括固定资产和存货在内的有效抵押物资产规模可观,尤其是固定资产的比例偏高。这就便利了国有企业获得外部债权渠道融资。

第二,国有企业享有政府隐性担保。根据金融产品定价的一般原则,无论是贷款利率,还是信用债收益率,都需要在给定基准利率或无风险利率(相当于资金成本或资金无风险运用的机会成本)的基础上再加上一定的信用风险溢价(相当于风险成本)成分。由于国有企业拥有政府的信用背书,刚性兑付普遍存在,导致金融机构预期发生违约的可能性较小,或者预期违约损失的概率较低,进而缩小了其资产业务的风险敞口,相应提升了市场的风险偏好,并降低了风险溢价。

与此同时,从金融机构的角度看,则具有高度风险厌恶的特征。这与金融改革的滞后性直接相关。一方面,由于商业化改革尚未完全到位,导致在奖励与惩戒机制之间存在着明显的不对称分布。对于从业人员来说,一方面面对的激励强度不足;另一方面却又受到严格的约束,甚至可能终身追责。这就加剧了其风险厌恶程度。为控制风险,金融资源倾向于向具有某种准“国家信用”特性的国有企业集中。另一方面,由于利率市场化改革还不彻底,导致针对普惠金融的价格管控依然严格,利率上浮空间受到抑制。在价格存在扭曲的情况下,金融机构无法做到收益与风险的有效匹配,定价对于信用风险的覆盖难以实现。这也在一定程度上限制了金融机构风险偏好的修复,加剧了金融资源向“预算软约束”主体的倾斜。

正是基于国有企业的上述两方面特质,以及金融机构的风险偏好特征,使得国有企业成为信用资质优良的融资主体,无论是表内还是表外、传统银行还是影子银行、直接融资还是间接融资,各种渠道都是比较畅通的。即便在金融去杠杆的背景下,受到的影响在边际上也是最小的。因此,即使有较大规模的到期债务,依然可以通过持续地借新还旧,实现债务不断滚动续发。

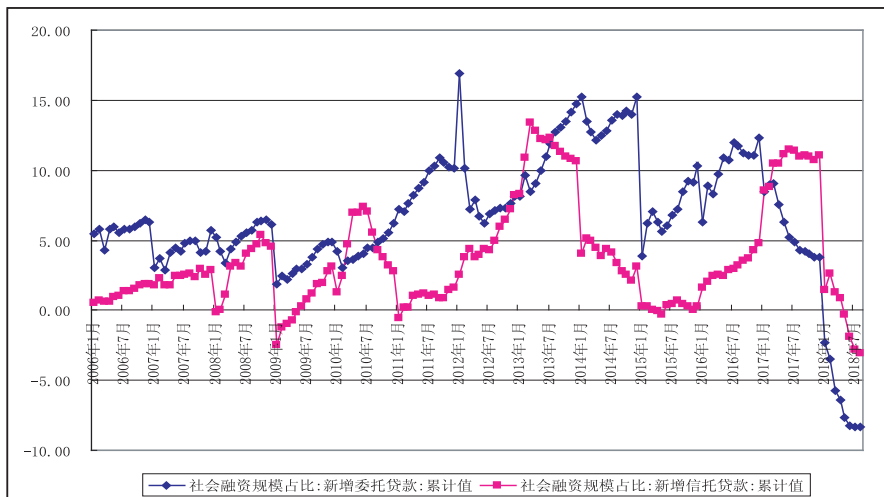
相对而言,中小微企业和民营企业在抵押、担保方面天然处于融资弱势,导致其资金融通过程中的风险性较高。金融机构为规避风险,其占优策略是减少

对民营企业的资源配置和信用风险暴露;或是在给予安全性较高的国有企业有限的加成定价的同时,向民营企业要求更高的风险溢价,作为其可能遭受额外风险的成本补偿或损失保险,以实现商业上的可持续。而在金融强监管的环境下,受到遏制金融空转和同业套利运作以及禁止资金池模式的影响,金融机构对信用风险的承受力显著弱化。于是,在进入信用收缩期后,长期以来一直存在的二元融资结构有进一步固化的趋势,以民营企业为代表的相对弱势企业所面临的融资环境相应恶化。

(二)信用收缩条件下中小微民营企业融资渠道的全面收紧

首先看非标渠道。2017年底以来,针对影子银行渠道的金融监管不断强化。2017年11月,中国人民银行等四部门联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》,对通道服务和非标业务等重点领域进行严格管控。2017年12月,银行监管部门对银信合作业务进行规范,严格限制违规通道业务。2018年1月,银行监管部门又对商业银行委托贷款业务加强规管。其中,在委托贷款的资金来源上,要求商业银行不得接受受托管理的他人资金等发放委托贷款;在受理委托贷款业务申请的前提条件上,明确商业银行不得接受委托人为金融资产管理公司和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请。受此影响,非标融资渠道全面萎缩。社会融资规模增量中的信托贷款和委托贷款2018年以来持续出现负值,前8个月累计,新增信托贷款同比减少1.9万亿元,新增委托贷款同比减少1.6万亿元。相应地,累计新增信托贷款和委托贷款的占比也呈断崖式下降(参见图4)。而社会融资规模存量中的信托贷款增速自进入2018年以来则快速下跌,8月末已降至4.4%,较2017年末下降了31.5个百分点;委托贷款增速也在持续下滑,2018年3月以来已跌至负值。由于中小微企业和民营企业对非标的依赖度本来就高,上述情形下,受到的影响尤其明显。

图4 新增信托贷款和委托贷款占比的变化(%)

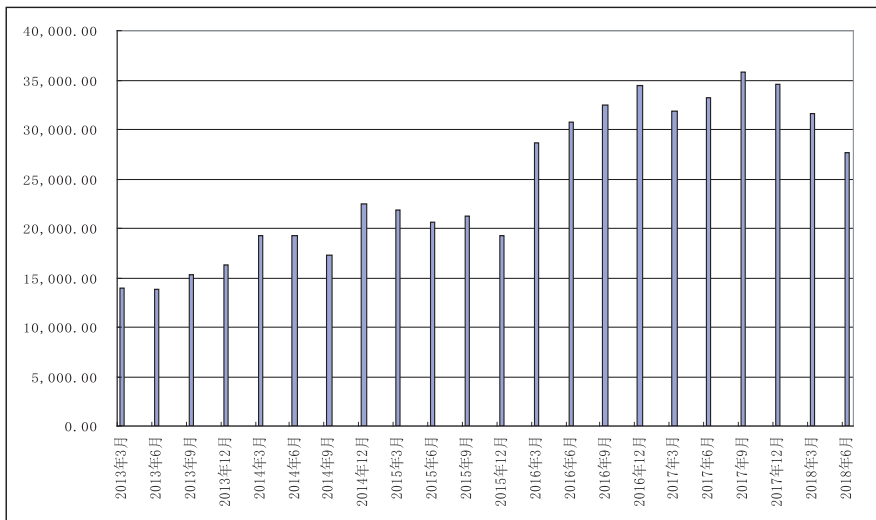


资料来源:中国人民银行。

在非标规模急剧收缩的同时,银行表内信贷扩张却难以全部消化有待回表的表外资产。2018年前8个月,累计新增非标融资规模较上年同期收缩4.56万亿元,而同期新增本外币贷款仅同比增加了0.98万亿元,即使加上新增债券融资的同比增量1.57亿元,也未能完全对冲非标融资的缩量。

在信贷渠道方面,由于强监管导致金融机构风险偏好下降,出现银行抽贷、停止授信等情况。由此,小微企业贷款增量自2017年9月达到历史峰值后持续下降,在三个季度的时间里大幅减少0.8万亿元(参见图5)。与大中型企业贷款增速相比,小微企业贷款增速的降幅更加明显,在2017年9月之后的三个季度里,大型企业和中型企业贷款同比增长率分别下降2.9和0.8个百分点,而小微企业贷款增幅却回落5.6个百分点。值得注意的是,在其他类型银行小微企业贷款增速保持平稳或轻微下降的同时,国有商业银行的下滑却十分明显,在2017年末至2018年6月仅仅半年的时间里下降了7.46个百分点。

图5 主要金融机构小微企业人民币贷款增量的变化(亿元)

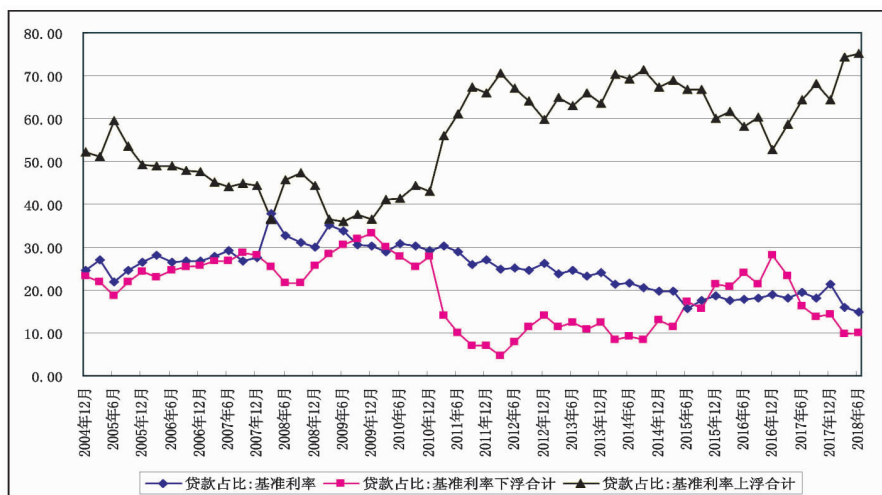


资料来源:中国人民银行。

而从价上看,中国人民银行发布的2018年二季度货币政策报告显示,银行贷款利率中枢持续上升。2018年6月,非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.97%,比2017年12月上升0.23个百分点。贷款结构分解表明,执行上浮利率的贷款占比明显增加,而执行基准、下浮利率的贷款占比则趋于下降。2018年6月,一般贷款中执行上浮利率的贷款占比为75.24%,比2017年12月上升10.83个百分点;执行基准利率的贷款占比为14.83%,比2017年12月下降6.48个百分点;执行下浮利率的贷款占比为9.93%,比2017年12月下降4.35个百分点(参见图6)。由于适用最低利率的客户范围很小,主要是大型国有企业,因此融资成本的上述变化无疑将对民营企业带来较大影响。

在债券融资方面,信用收紧背景下,伴随银行理财、基金、券商资管等广义基

图6 贷款利率水平及浮动情况的变化(%)

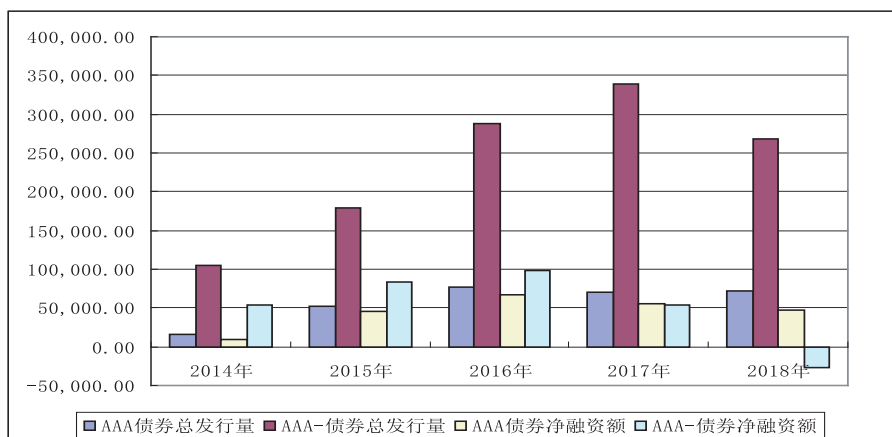


资料来源:中国人民银行。

金在一级市场减少认购新发债券或在二级市场抛售存量债券,该渠道同样受到冲击。当然,这种影响在不同信用等级和不同属性企业之间呈现出明显分化的态势。

对于民营企业 and 中小微企业为代表的低等级主体而言,发行取消或延迟的情况增加较多。从 AAA 级以下信用债的情况看,2018 年前 8 个月,总发行量大幅减少 7 万亿元,净融资额甚至为负值。而对于国有企业为代表的高等级主体而言,受到的冲击相当有限。从 AAA 级信用债的情况看,无论是债券发行量还是净融资额,几乎没有发生显著的变化(参见图 7)。

图7 不同等级信用债总发行量和净融资额的变化(亿元)



资料来源:根据 Wind 数据库整理。

至于在价格上,当高等级信用债收益率随无风险利率下行、信用利差变化相对不大或收窄的同时,低等级信用债收益率却波动上升、信用利差也持续扩大,表明民营企业 and 中小微企业要支付更高的溢价才能获得融资。

此外,股权质押融资渠道自进入 2018 年以来也受到较大冲击。近年来不少民营企业将股权较大比例质押,随着股票质押式回购新规^[4]对质押率和质押比例明确设限,使得企业通过该种方式进行融资的难度提升。不仅如此,由于股市波动加剧,一些企业股价接近预警线或跌破预警线;还有一些企业股价甚至接近平仓线或跌破平仓线,面临强制平仓风险。特别是在股债联动的情况下,债券信用事件的发生,导致相关企业股票股价深度调整,加剧质押股票被强制平仓的风险。这也会造成民营企业通过股票质押式回购来获得资金的融资链断裂,流动性压力增加。

三、融资约束下民营经济的违约风险与经营困境

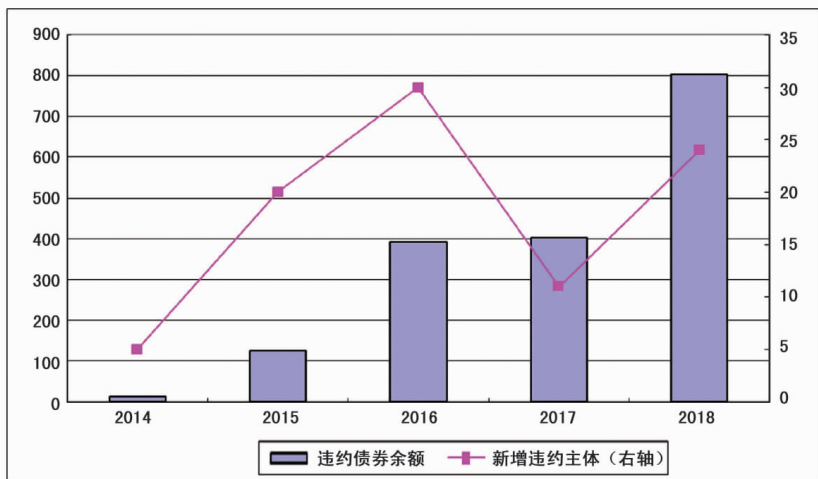
进入紧信用阶段后,由于上述各种外部再融资渠道全面收紧,尤其是受整治影子银行和非标表外融资大幅收缩影响,导致企业筹资性现金流净额水平下降较多。面对着规模可观的债务到期量,现金流周转压力显著增长,流动性风险加剧,对于信用资质偏弱的民营企业而言,受到的负面影响较大。

(一) 信用收缩与民营企业违约发生率的提升

2018 年以来,信用债市场违约事件频繁发生,同时也有不少资管产品(涉及券商资管、私募产品、信托计划等)出现了偿债能力迅速恶化发生兑付困难直至违约的情况。

根据对 Wind 资讯有关违约债券报表的统计汇总,截至 2018 年 9 月末,已发生违约的信用债券余额达到 804.21 亿元,是 2017 年全年的将近 2 倍;新增违约债券发行人共计 24 家,虽然比同样处于违约风险上升期的 2016 年少了 6 家(参见图 8),但却涉及一些资产规模较大、经营业绩良好、债券原始评级不低的企业包括上市公司(甚至出现了发行时主体信用评级为最高评级 AAA 的企业)。

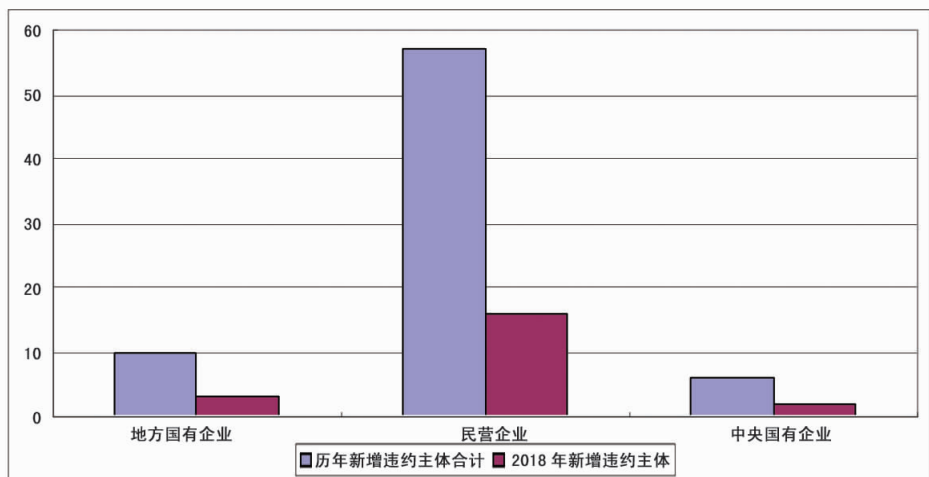
图 8 违约债券涉及金额及新增违约主体的变化(亿元,家)



资料来源:根据 Wind 数据库整理。

从违约主体的属性来看,自 2014 年以来,在发生违约的 90 家主体中,民营企业达到 57 家,此外还有地方国有企业 10 家和中央国有企业 6 家,其余为中外合资企业、外商独资企业、公众企业、集体企业等。截至 2018 年 9 月末,在年度新增的 24 家违约企业中,除了 3 家地方国有企业、2 家中央国有企业、2 家中外合资企业和 1 家公众企业外,其余 16 家全部为民营企业(参见图 9)。在新增违约主体中,上市公司明显增多,2018 年 9 月底达到 9 家,除 1 家公众企业外,其余 8 家全部为民营企业;而 2014—2017 年合计才只有 4 家,这其中除了 1 家外资企业外,其他 3 家也全部为民营企业。

图 9 违约主体属性分布情况(家)



资料来源:根据 Wind 数据库整理。

上述违约主体所有制的分布结构,具有鲜明的“民营企业显著多于国有企业”的特征。考虑到债券发行主体所有制结构所呈现的“民营企业明显少于国有企业”的情形,反映出民营企业发债主体的违约发生率要明显高于中央和地方国有企业。

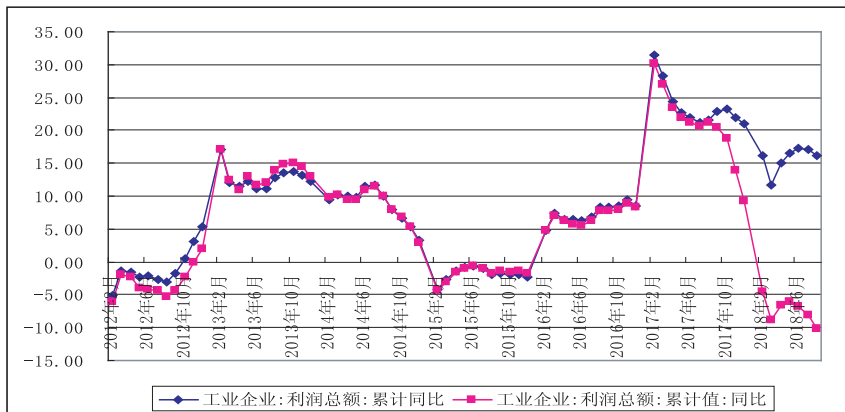
分析 2018 年以来这一轮违约事件显著增加的最直接动因,可以发现,主要是在去杠杆背景下由信用收缩引发,因此更多是资金供给方的问题;而之前几年(特别是 2016 年)的违约案例,主要是受发行人自身经营性因素的影响,即由行业景气度恶化带来资金需求方的问题。由此笔者想到了前美联储主席本·伯南克(Ben Bernanke)近期一篇关于金融危机之宏观经济影响的再反思文章。^[5]在该文中,伯南克认为:在关注资金需求方分析视角,即借款人(家庭)资产负债表渠道对实体经济的影响机制的同时,更应关注资金供给方即金融市场动荡对实体经济的影响。伯南克特别强调了金融系统的脆弱性(金融市场投资者的过度风险承担倾向以及商业银行对短期批发性融资的过度依赖)带来的信贷紧缩对实体经济的影响,尤其是金融恐慌情绪——针对信贷提供者(包括银行和非银行贷款机构)的系统性挤兑——对信贷供应的负面影响是如何加剧了经济衰

退。尽管伯南克的这篇文章多少有些为当初的纾困华尔街行动辩护的味道,认为美联储在危机爆发后为防止金融恐慌蔓延而采取积极干预政策是必要且及时的,但这一研究至少表明了一个重要观点,即2008年发生的这场危机极大地提升了信贷市场供应端因素在宏观经济分析中的重要性。在信贷中介中断、外部融资溢价相应升高的情况下,投资、消费均受到抑制,进而对整体经济活动形成冲击。这一结论对于分析中国当前民营中小微企业的融资困境具有重要的启示。

(二) 紧信用环境中的民营企业退出与被动加杠杆

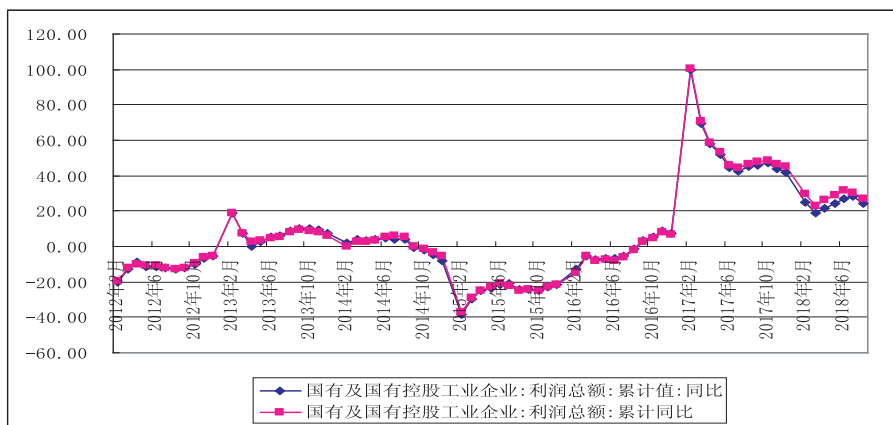
自2017年第三季度开始,工业企业利润总额出现了一个值得关注的现象,即:“累计同比”与“累计值同比”出现偏离,而且两者间的差距逐渐增大。根据国家统计局发布的可比口径增速数据,2018年前8个月,全国规模以上工业企业利润总额比上年同期增长16.2%。而根据同时公布的绝对规模数据,2018年前8个月,全国规模以上工业企业利润总额为4.4万亿元,2017年前8个月则为4.9万亿元,由此计算出的利润同比增速为-10.1%。这两个增速相差了26.3个百分点(参见图10)。^[6]

图10 工业企业利润总额“累计同比”与“累计值同比”的偏离(%)



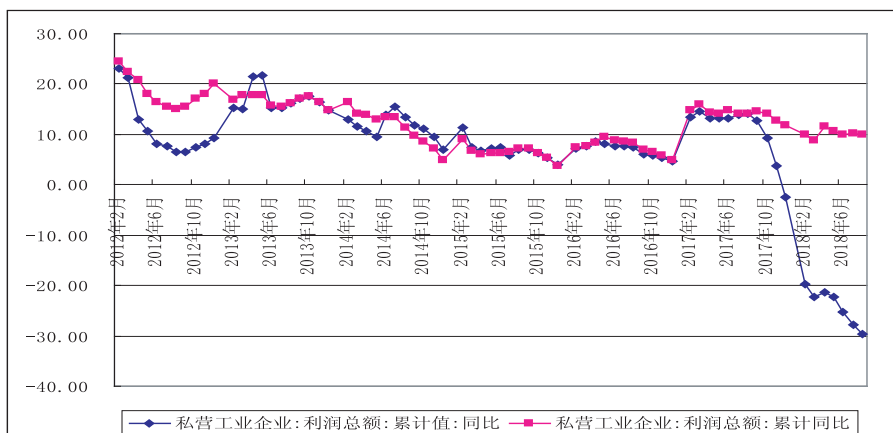
额算出的增速时,很可能是一些经营困难的企业不再符合规模以上的范围标准而被剔除出统计样本;在样本总量缩小的情况下,总利润以及依此测算的增速相应受到影响;当退出的企业达到一定规模时,甚至会导致负的利润增速。在累计增速与累计值增速之间出现差异时,往往意味着某种“幸存者偏差(Survivorship Bias)”的存在。但这种偏差在不同所有制企业之间呈现明显的差异:国有及国有控股工业企业累计同比仅仅高于累计值同比 2.42 个百分点(参见图 11),但私营工业企业却整整高出了 39.67 个百分点(参见图 12)。这就是说,国有经济中比较有限的企业消失在规模以上统计样本中,而民营经济中则有相当数量的企业退出规模以上的统计范围。

图 11 国有及国有控股工业企业利润总额“累计同比”与“累计值同比”的偏离(%)



资料来源:根据国家统计局数据整理。

图 12 私营工业企业利润总额“累计同比”与“累计值同比”的偏离(%)

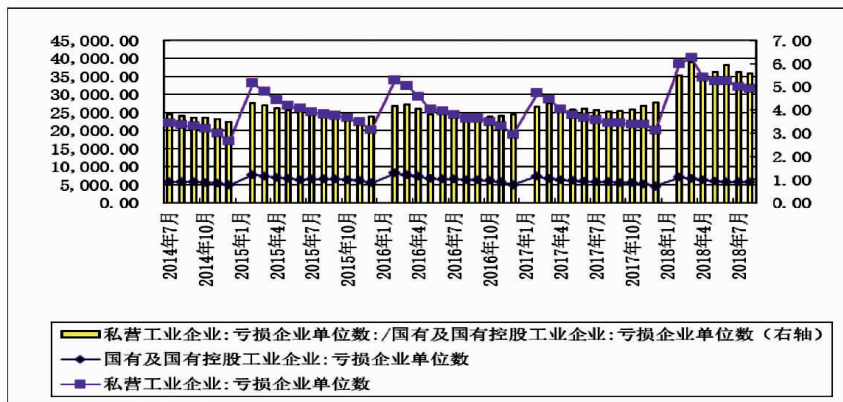


资料来源:根据国家统计局数据整理。

事实上,2018 年以来,私营工业经济中亏损企业的占比明显提升。2018 年一季度末,亏损比例达到 18%,比 2017 年末大幅增加了 9 个百分点;之后虽有所回落,8 月末仍达到 15%,较一年前高出了约 5 个百分点。比较国有工业和私

营工业各自亏损企业的数量,可以发现,进入2018年后,在发生亏损的私营工业企业明显增多的同时,亏损国有工业企业则并未呈现显著变化。亏损私营工业企业与亏损国有工业企业之比,从2017年末的4倍左右的水平快速上升至6倍左右的水平(参见图13)。随着民营经济亏损程度的显著提升,退出规模以上样本数据的企业数量也相应急剧增长。

图13 亏损私营工业企业与亏损国有工业企业的比较(家)



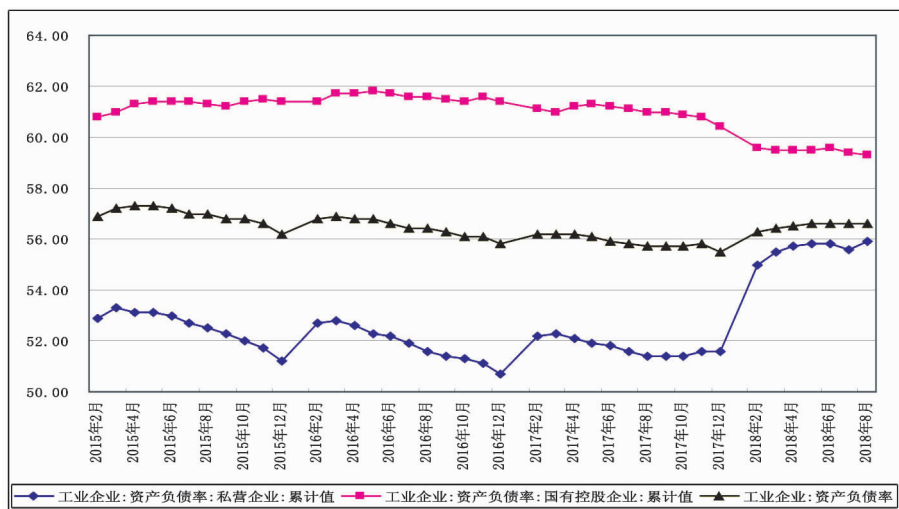
资料来源:根据国家统计局数据整理。

进一步分析私营企业大量退出的原因,除了受供给侧调整政策(强制去产能、环保限产)影响外,“紧信用”的金融环境也在一定程度上加大了企业经营的压力。在信用收缩的背景下,私营工业企业的资产负债率也发生了明显的变化。2018年以来,该比率出现了较大幅度的抬升,从2017年底的51.6%迅速提高到8月末的55.9%。与此同时,自2017年年中开始,国有工业企业的资产负债率则呈现一定的下降趋势,从2017年5月的61.3%逐渐下降至2018年8月的59.3%(参见图14)。这与2008年全球金融危机之后较长一段时间内所呈现的“私营企业去杠杆、国有企业加杠杆”的差异化路径形成了鲜明的对比。应该说,这一轮私营企业的加杠杆并不是伴随经济复苏而进行的主动加杠杆行为,而更多是在融资环境恶化和国有企业挤出效应共同作用下的被动加杠杆行为。

一方面,在信用收缩的背景下,民营企业和中小微企业的融资成本面临更加明显的上行压力,导致企业利息支出较大幅度增长。从图15可以看出,进入2018年后,在利息支出累计同比的变动趋势上,尽管国有工业企业与私营工业企业都在快速上升,但相对而言,私营企业的上升更加明显,比国有企业快了3~4个百分点,从而影响了企业(息后)利润留存,也对企业负债端构成压力。

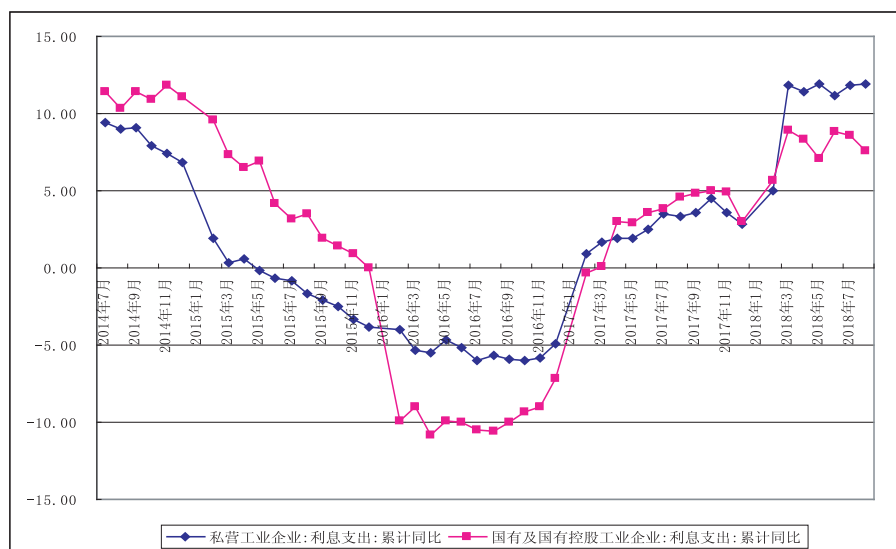
另一方面,2016年以来,由强制限产引发的供给收缩使得上中游行业利润保持了可观的增速,并与工业生产者出厂价格指数(PPI)增速的变化保持着较强的同步性。由于国有企业在上中游行业中的占比较高,相应带动了国有企业利润增速的明显改观。而对于中小微企业和民营企业来说,由于主要处在下游,议价能力不足,不得不承受上游行业的成本挤压,也造成企业盈利能力下降。

图 14 私营工业企业与国有控股工业企业资产负债率的变化(%)



资料来源:国家统计局。

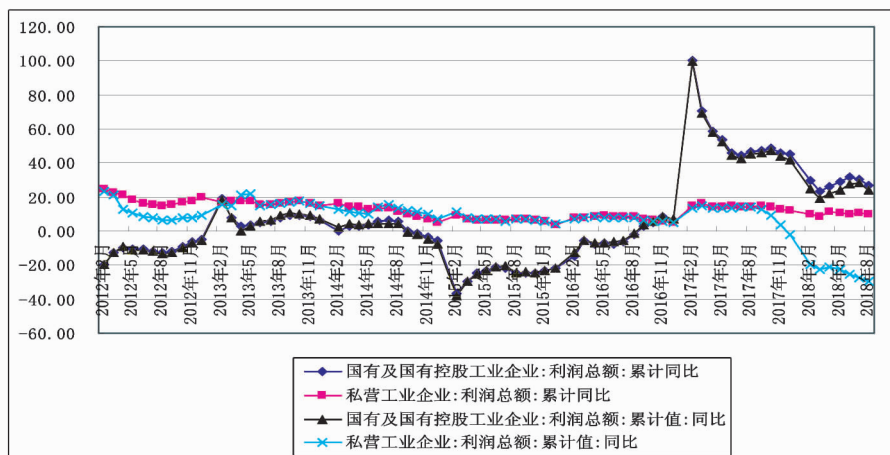
图 15 私营工业企业与国有及国有控股工业企业利息支出增速的变化(%)



资料来源:国家统计局。

融资约束趋紧对企业经营效益的影响,加之上游行业对中下游行业利润的侵蚀,共同导致了企业间利润走势的分化。2016年年末以来,国有工业企业利润保持了较高的增长速度,尽管总体呈现一定的下行态势,但始终快于私营工业企业。2018年8月,国有企业利润总额累计同比增速仍然高于私营企业16.7个百分点。这还是一些经营恶化的企业被迫退出统计后的对比情况。如果不做剔除进行原始口径比对,差距更加明显:2018年8月,国有企业利润总额累计值的同比增速比私营企业显著高出了53.95个百分点(参见图16)。

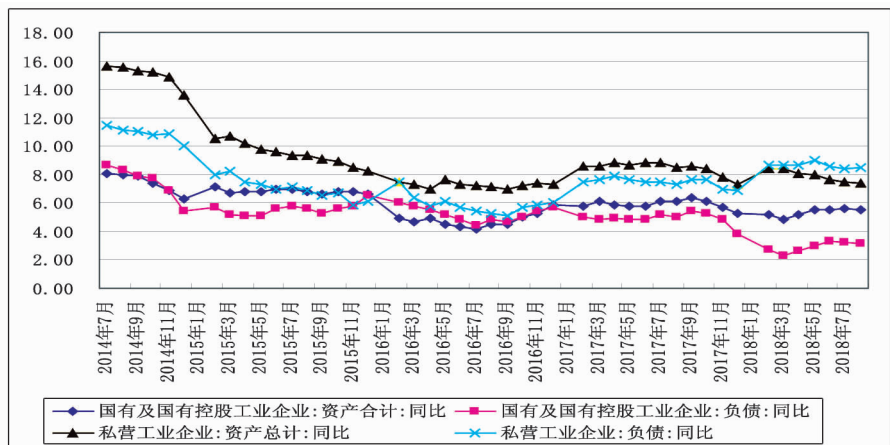
图 16 国有及国有控股工业企业与私营工业企业利润增速的对比 (%)



资料来源:根据国家统计局数据整理。

企业间利润分化进一步造成了权益资本累积进而资产扩张速度的分化。从图 17 可以看出,2018 年以来,在国有企业资产端增速有所加快的同时,私营企业资产方增速却呈现持续下降的态势。资产端走势的这种异动叠加负债端走势的差异(2017 年末以来,国有企业负债端增速略有下降,而私营企业负债端增速上升则较为明显),形成了企业间资产负债相对增速的不同态势:就国有企业而言,资产方相对负债方更快速度的扩张带来了资产负债率的下降;而就私营企业而言,资产方扩张受限与负债方加速扩张导致了资产负债率的上升。私营企业的经营困境由此可见一斑。

图 17 国有及国有控股工业企业与私营工业企业资产与负债增速的对比 (%)



资料来源:国家统计局。

四、进一步疏通宽货币到宽信用的传导机制

面对中小微企业和民营企业的融资困境,2018 年以来特别 7 月下旬宏观经

济政策发生相机微调后,密集出台了多项有针对性的举措。

在货币政策方面,综合运用定向降准、再贷款、再贴现、中期借贷便利、抵押补充贷款等工具,适度增加中长期流动性供应,支持中小微企业和民营企业融资。

一是先后四次实施定向降准,累计下调法定存款准备金率 2.5 个百分点,释放增量资金约 2 万亿元。特别是定向降准释放的部分资金用来置换到期的中期借贷便利,可以缓解部分银行的负债端压力,节约资金成本,改善资产端定价;同时有利于释放长期流动性,优化流动性结构,降低期限溢价水平。在此基础上推动银行信用扩张,降低实体经济融资成本。

二是先后两次增加支小再贷款和再贴现额度,同时下调支小再贷款利率,以此引导金融机构增加小微企业信贷投放,降低小微企业融资成本。此外,中国人民银行还运用再贷款提供部分初始资金,引导设立民营企业债券融资支持工具,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,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。旨在矫正市场主体在规避民营企业风险上的非理性行为,提高投资者对民营企业信用债的投资意愿和配置偏好。^[8]

三是适当扩大中期借贷便利(MLF)担保品范围。MLF 操作在之前接受国债、央行票据、国开行及政策性金融债、地方政府债券、AAA 级公司信用类债券等作为担保品的基础上,又将不低于 AA 级的小微企业金融债券,AA+、AA 级公司信用类债券(优先接受涉及小微企业的债券)和优质的小微企业贷款纳入,以引导金融机构加大对小微企业的支持力度。

同时,在监管政策方面,适当调整了 MPA 参数设置,先是在 MPA 中新增临时性的专项指标来考察金融机构小微企业贷款的情况,后又将考察范围扩展到普惠金融领域,表现突出的金融机构将获得更优惠的结构性参数,以此正向激励金融机构将信贷资源向小微企业倾斜。

此外,在财税政策的配合上,一方面对小微企业贷款的税收采取更优惠的政策,从而增强小微业务的商业可持续性,提高金融机构从事小微金融的积极性。另一方面,为有效降低和分散金融机构小微企业贷款的信用风险,2018 年 7 月,由财政部联合 20 家金融机构共同发起设立国家融资担保基金,以支持融资担保公司对小微企业融资进行信用增级,努力实现每年新增支持 15 万家(次)小微企业融资和 1400 亿元贷款的目标。

在推出了上述政策组合后,特别是在货币政策通过降准和中期借贷便利(MLF)等操作作为银行体系提供了较为充裕的流动性后,出现了一个新的问题,即:释放出来的资金大量淤积于银行间市场,形成“堰塞湖”,导致货币市场短端利率明显下降,利率曲线显著陡峭化,甚至出现了中美短端资金利差倒挂。在期限利差扩大的同时,金融机构加杠杆的动机又有所强化,特别是中小银行和广义基金等非银机构通过借短投长的方式进行套利,通过债券质押二次加杠杆的行为也再度出现。

与此同时,金融体系向实体经济投放资金的渠道仍然不畅,民营企业、中小微企业融资偏紧的矛盾依然突出。从贷款融资渠道看,尽管给予银行更加宽松的信贷额度,不断引导其加大对实体经济的信贷投放力度,尤其是普惠金融贷款受到定向降准的鼓励,但从非金融企业获得的各项贷款看,主要表现为低风险的票据融资增速显著回升,而更能反映金融机构对实体经济支持力度的企业中长期贷款增速却依然呈下降趋势。而在贷款投向上,依然存在国有企业(包括地方融资平台)对民营企业的挤出问题。从债券融资渠道看,在政策引导金融机构增持信用债特别是低评级信用债的情况下,大量资金仍然增配利率债,对高等级信用债和城投债的需求也较为旺盛,但对中低等级信用债而言,投资意愿显著偏低,信用利差持续保持高位。尤其是直接获得宽货币政策支持的银行类机构大量增持利率债(特别是地方政府债),而信用债不但没有增持还有小幅减持;相对来说,广义基金类投资者增持信用债的意愿较为强烈。在资金从风险偏好较高的信托、基金等非银行金融机构向风险偏好较低的银行回流过程中,对信用债配置需求造成一定负面影响。在这种态势下,民营企业和中小微企业等低评级主体的融资状况未见好转。

尽管因地方债供给加速、货币持续宽松的预期调整(伴随通胀预期、汇率贬值预期)等因素,货币市场利率走势一度出现反转、曲线有所走平,但在央行仍旧大幅投放货币、“缩短放长”可能存在政策时滞的情况下,为防止资金脱实向虚的问题再度出现,亟需尽快打通宽货币向宽信用转化的渠道。这就需要在已经推出若干举措的基础上,进一步畅通货币政策传导机制,使金融机构之间的流动性有效疏通成企业流动性。

第一,进一步解决信用资质差异中的扭曲性问题。

一直以来,民营中小微企业的信用风险都被认为高于国有企业。客观来说,由于抵押品充足性方面的差异,这种信用资质的不同评判有其合理性一面,但不可否认的是也的确存在不合理的一面。

首先是民营企业信用风险“虚高”的问题。作为理性的行为主体,金融机构在评估不同所有制企业的信贷风险时,通常会“两害相权取其轻”。在国有企业存在隐性担保和刚性兑付的情况下,不同所有制企业的风险溢价就会受到扭曲,使得民营企业在与国有企业的风险差异化比较中处于不利的境地。也就是说,基于不公平的金融条件,国有企业信用风险的“虚低”反衬了民营企业信用风险的“虚高”。在这种融资环境下,一些民营企业被迫寻找国有企业向其让渡部分持股权甚至控股权,以求共享在银行授信等方面的特殊优势,这是极不正常的。因此,要真正解决二元融资结构下的信用失真问题,当务之急还是要在贷款、发债等金融政策上能够一视同仁,让国有企业与民营企业面对平等的国民待遇,从而促使受到扭曲的风险定价得到修复,回归合理区间。

其次是金融机构过度风险厌恶的问题。在当前严监管和全面强化问责的环境下,金融机构普遍在风险控制方面的要求更加严格,对信用基础较弱的中小微

企业和民营企业的风险偏好相应下降。2018年初以来,信用事件的集中爆发导致金融机构对中小微民营企业的风险偏好进一步下降。针对金融机构的风险规避行为,近期政策正按照“加大正向激励、适当弱化追责”的原则调整。无论是落实无还本续贷、尽职免责等监管政策,提高小微企业不良贷款和债券违约容忍度,加大不良贷款的核销力度并推出挂钩民营企业债务的 CRMW(信用风险缓释凭证)产品;还是加快国家融资担保基金出资到位,完善小微企业贷款成本分摊和风险补偿机制,营造容错纠错的氛围,都旨在充分保护一线从业人员的工作积极性,增强金融机构服务实体经济的意愿。未来还需继续沿着这一思路,进一步矫正对金融机构约束与激励机制不对称分布的问题,促使金融机构的风险耐受度适当回归中性。

第二,进一步缓解银行的资本充足率约束。

资本金不足将抑制银行信贷投放和增持低评级债券。目前在表外资产向表内转移的过程中,金融机构普遍面临着资本充足率等指标的考验;与此同时,银行业资本监管规则的强化也使一些银行表内资产扩张受到资本金的制约。这就需要进一步打通银行机构特别是中小银行机构内源型和外源型补充资本尤其是核心资本的渠道。2018年以来,相继出台的规范银行业金融机构发行债券补充资本行为、调整商业银行贷款损失准备监管要求等举措为银行业积极“补血”留出了空间,未来还需进一步支持银行补充资本工具创新。

第三,加快重塑支持中小微企业的金融业态。

对非标产品的大力度整治,使得中小微企业的一个重要融资来源受阻。在推进融资回表的过程中,亟需发展新的有效支持中小微企业获取资金的渠道。

一方面,需进一步发展组织架构灵活、反应速度敏捷的中小金融机构和非国有金融部门,专门服务于中小微企业。为此,还应不断放松民间资本进入金融服务领域的市场准入,参与国有金融机构改制和增资扩股,推进金融机构股权多元化。特别地,对近年来大量兴起的互联网金融不能单纯采取“堵”的方式。由于它依托金融科技有效降低了信息搜寻成本,便利了信用风险评估,有利于克服中小微企业在抵押、担保上的劣势,因此正发展成为一种重要的普惠金融的工具,在一定程度上解决了中小微企业的资金可得性(availability)和可支付(affordability)问题。应通过疏堵结合,在有效防范风险的前提下,使其在相对自由的市场环境中为中小微企业提供更好的金融服务。

另一方面,加强适合中小微企业融资的资本市场建设。除继续扩大中小企企业板、创业板的容量外,还应加快发展能够为中小微企业提供直接融资服务的场外市场,包括全国中小企业股份转让系统(“新三板市场”)这一全国性场外市场,以及各种区域性股权交易市场(又称“第四板市场”)。同时吸引更多风险投资和私募股权基金等投资处于初创期的中小微企业。在发展股权融资的同时,也应进一步拓宽中小微企业的债券融资渠道,包括支持中小企业集合债的发行,发展中小企业高收益债券、私募债,探索小微企业金融债等,并通过鼓励小微

企业贷款资产证券化等举措,推动债务融资工具创新。^[9]

注释:

[1] 参见易纲在“2018 陆家嘴论坛”上的演讲。

[2] 关于信贷市场分割的研究由来已久,2008 年全球金融危机以来,在贷款向国有大企业集中的趋势进一步强化的背景下,有关金融所有制歧视的讨论再次成为热点,并与资源配置效率有机联系起来。比如,有研究强调民企与国企面临着不同的金融约束,在这种制度性歧视造成的市场二元分割格局下,民营企业尤其是中小民营企业处于低下的市场地位,无法公平地得到社会融资资源的支持,这是引致社会失衡的重要根源(参见刘小玄、周晓艳:《金融资源与实体经济之间配置关系的检验——兼论经济结构失衡的原因》,《金融研究》2011 年第 2 期)。也有研究强调中国金融发展过程受到抑制,作为经济增长推动力的民营经济在金融信贷方面面临着种种歧视,这种金融压抑通过效率误配的途径损害了民营经济的成长,并最终对整个国民经济产生拖累效应(参见刘瑞明:《金融压抑、所有制歧视与增长拖累——国有企业效率损失再考察》,《经济学(季刊)》2011 年第 2 期)。还有研究强调国有银行具有严重的信贷歧视,它们倾向于向国有企业提供信贷,同时压抑对私人部门的信贷;并认为这种金融所有制歧视“诱致”了国有企业较低的创新产出(参见戴静、张建华:《金融所有制歧视、所有制结构与创新产出——来自中国地区工业部门的证据》,《金融研究》2013 年第 5 期)。另有研究将整个经济体分为国有部门和非国有部门,以反映中国的二元经济特征,并认为不同所有制企业在融资成本上存在着巨大差异,这种所有制歧视造成的融资成本扭曲是导致金融资源错配的重要原因(参见靳来群:《所有制歧视所致金融资源错配程度分析》,《经济学动态》2015 年第 6 期)。

[3] 关于金融摩擦理论,最具代表性的是 KM 模型和 BGG 模型。Kiyotaki - Moore 模型强调了在债务合约有限执行(limited enforcement)条件下,借款方的外部融资规模受到其持有资产价值尤其是抵押品资产价值的约束(参见 Kiyotaki, N. and Moore, J., “Credit Cycles”, *Journal of Political Economy*, 1997, 105(2), pp. 211 - 248)。Bernanke - Gertler - Gilchrist 模型则强调了在信息不对称的情况下,因代理问题产生的借款人的外部融资溢价(外部融资成本与基于留存收益的内部融资机会成本之间的差值)与其资产净值(包含抵押品资产的净财富)的负向相关关系(参见 Bernanke, B. S., Gertler, M. and Gilchrist, S., “The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework”, In Taylor, J. B. and Woodford M. (Eds.), *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: North Holland, 1999, pp. 1341 - 1393)。

[4] 2018 年 1 月,上海证券交易所、深圳证券交易所与中国证券登记结算有限责任公司对《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(试行)(2017 年修订)》进行了修订,并制定了《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》。

[5] Ben Bernanke, “The Real Effects of the Financial Crisis”, *Brookings Papers on Economic Activity*, Fall 2018 edition, September 13, 2018.

[6] 同样,国家统计局公布的主营业务收入累计同比增速与根据累计值计算的同比增速也相差了 24.15 个百分点。

[7] 此外,加强统计执法,剔除重复数据、“营改增”后企业剥离部分经营活动等也是主要的影响因素。

[8] 根据中国人民银行披露的资料,自该项政策试点运作以来,已有浙江荣盛、红狮集团、宁波富邦等三家民营企业通过民企债券融资支持工具募集资金 19 亿元。三只债券认购倍数均超过 2 倍,高于 2018 年以来民企发行债券 1.24 倍的平均认购倍数,而且发行利率均低于发行人 2018 年已发行的同期品种平均票面利率。

[9] 对于中小微企业来说,在不同的发展阶段,各种融资方式的适用性通常存在差别。一般而言,在发展的早期阶段,往往以自有资本积累的内源融资为主。当发展到一定程度,可以引入风险投资、创业投资等股权融资。再经过一定时期的发展,包括贷款、发债等在内的债权融资则具备了大规模采用的可能。

[责任编辑:陶婷婷]