

从定向降准到定向降息

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

钟林楠

联讯证券宏观组

在昨日宣布对小微企业与债转股定向降准后，今天央行又宣布“增加支小支农再贷款和再贴现额度共 1500 亿元，下调支小再贷款利率 0.5 个百分点……获得支持的小微企业贷款利率要有明显下降。”

考虑到再贷款利率与 OMO 利率性质相似，且小微企业的贷款利率也将获得明显下降，这次下调再贷款利率在某种程度上讲可以看作对小微企业的定向降息。

结合 2017 年四季度以来针对小微企业的三次定向降准，及易行长在 6 月份陆家嘴论坛重点谈论小微金融来看，领导层现在对小微企业非常重视。

第一，小微企业在创造就业机会与增强经济内生增长动力上有着天然的优势，但却往往背负着融资难、融资成本高的“原罪”，需要利用政策来平衡。

一方面，总理曾在 2017 年夏季达沃斯论坛上谈到，现在大企业就业容量在下降，小微企业创造了 80% 以上的就业岗位，是稳定社会与保证人们基本消费的重要支柱。

另一方面，正所谓“船小好调头”。在经济波动与产业结构演化过程中，中小企业可凭借自身经营机制灵活、规模小、产能投资小等优势，跟上时代的节奏，快速转向适应经济环境的变化。

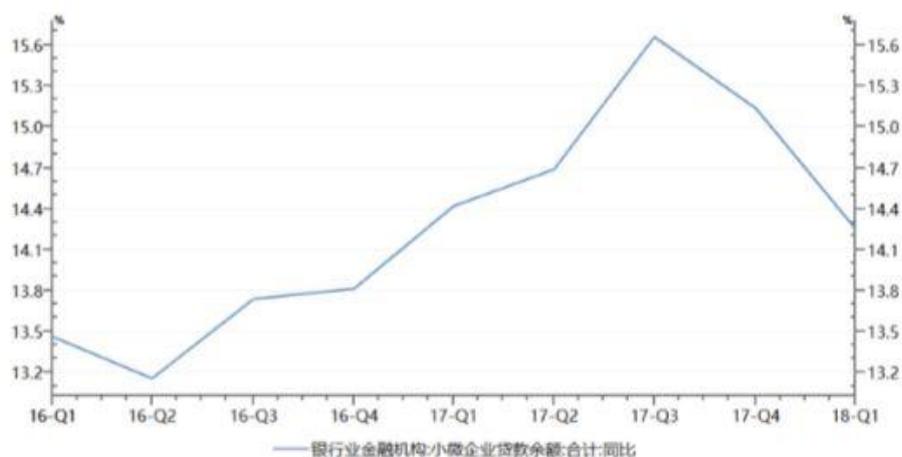
因此，在现在经济转型、产业升级的变革时代，小微企业既是经济发展的助推器，也是熨平经济波动的“熨斗”。

但从主要金融机构对小微企业的贷款增速来看，2017 年三季度后，小微企业的贷款增速出现了明显的下滑，金融机构的信贷资源在紧信用环境下可能更多的偏向了中型企业与大型企业。

因此，在货币与财税政策上，政府与央行有必要向小微企业倾斜，给小微企业更多的支持。

这种支持不仅有利于扭转信贷资源分配的不平衡，且不得于经济去杠杆的大局，因为非金融企业部门的杠杆主要集中在国企与大企业上，结构性去杠杆所去的是这些企业的杠杆。

图表1： 小微企业贷款增速在 2017 年三季度后出现了较大的下降



资料来源：联讯证券，wind

数据来源：Wind

联讯麒麟堂

第二，再贷款配合定向降准释放流动性是另一种形式的“微刺激”，可对冲基建与消费增速放缓带来的经济下行压力。

5 月份经济数据中的基建与消费增速出现了明显的滑坡，总需求放缓的信号越来越明显。

未来，为了服务经济去杠杆，严监管紧信用势必还要继续，融资收紧对地产与基建的负反馈与约束力也将进一步增强。

如果考虑到今天市场上传言棚改货币化安置暂停、棚改贷款收紧，那么此前由于拆迁引致的三四线城市房地产去库存与消费升级的势头可能也会放缓。经济增长动能减弱需要政策对冲。

现在针对小微企业做货币政策上的放松是央行与领导层对此做出的回答与选择。

第三，如果将企业分成小微企业、低等级大中企业高等级的大中型企业与三大类，那么现在可以明显看到的一个趋势是“抓两头，挤压中间”。

这两年领导层依靠紧信用+供给侧改革抬升行业集中度，创造具有厚实资本与先进技术的优质大企业，依靠定向宽货币扶持“船小好调头”与作为经济社会稳定器的小微企业。

在这过程中，一批主业不精、依靠加杠杆扩大规模的中型企业与大型企业将出现信用风险事件，被逼破产倒闭。

如此，经济在降低波动性与稳增长的过程中逐渐实现转型与产业升级的目标。但这个过程中出现的信用风险不得不防。

虽然根据此前央行与部分机构做的研究统计，现在国内债券的违约率只有 0.5%左右，远低于发达国家，但需要看到：

1) 2014-2016 年尽管经济下行压力偏大，但企业的融资难度并不会太大，由于大资管的崛起，不少低等级的大中型企业依靠债券融资与非标等手段加大了杠杆，具有较高的债务偿还压力。而这种压力现在并未完全暴露，将贯穿在 2018-2019 年。

2) 资管新规后，刚兑预期收益型的资金在慢慢缩减，而这部分是过去高收益债的主要配置资金，面对尚未完全暴露的债务风险，高收益债需求的逐渐萎缩不是一个好事情。

我们可能需要培育一个代替刚兑预期收益资金的高收益债市场来缓解这种债务风险，同时也为中小企业与高科技企业债券融资扫清障碍，监管层最近扩容 MLF 抵押品、推出债券匿名拍卖等便是与此相关的举措。

但这应该是一个相当长时间的建设过程。美国花了几十年才到如今这个地步，经历了几次集中的违约潮，直到信用风险的定价机制成熟后，美国垃圾债市场才成熟起来。

中国以前有刚兑+资金池护着，可以在债券刚兑的前提下实现高收益债市场的扩张发展，现在刚兑不再了，肯定是要先补功课，把配套机制完善。

在这过程中，我们需要央行货币边际宽松来支持与配合，一方面为高收益债市场提供流动性，毕竟任何市场没有资金支持，都会是一

个无源的死水，另一方面防范风险，避免无风险利率上行增加企业的债务负担。

央行此次针对小微企业定向宽松，事实上无论如何都充盈了银行间市场的流动性，对债券市场融资功能的恢复、降低融资成本有着重要的作用。

第四，大类资产配置上，我们依然倾向于债券的投资机会要好于股票，具体原因我们在《降准，一轮金融防风险攻坚战》中已经做了表述，不再细说。

在业务机会上，有条件的银行不妨抓住此次政策扶持小微贷款，支持小微企业贷款资产证券化的机遇，发展“短期限、高利率、小金额的小微贷款组合+CLO 流转”的业务模式。

一来小微企业的敏感度不高，准入困难，定价权基本掌握在银行手里，且样本大金额小，也可分散风险。二来利用资产证券化可以尽可能的提高资产周转率，解决信贷额度约束，调整信贷结构。

但这种模式对银行金融科技与大数据有着较高的要求，需要银行事先做好准备，前期可能需要较多投入。