

定向降准能帮小微吗？

王剑

国泰君安证券股份有限公司 行业分析师

中国人民大学国际货币研究所 研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

作为支持小微的政策之一，6月24日，央行宣布了今年第二次定向降准，于7月5日实施，其中，要求邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。

小微金融，被高层多次提及之后，重新走入了大家的视野。作为支持小微的政策之一，6月24日，央行宣布了今年第二次定向降准，于7月5日实施，其中，要求邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行将降准资金主要用于小微企业贷款，着力缓解小微企业融资难融资贵问题。

一、重提小微金融

6月15日，陆家嘴论坛召开，当时正值市场对“去杠杆是否伤经济”这一问题讨论得热火朝天的时候，大家期盼着金融管理部门的领导们能够正面回应，去杠杆还要不要坚定推下去。郭主席的回应非常强硬，严监管要持续，并且他还指出了现在这项工作受到一些因素

的干扰，“需要着力解决一些领域的滞后问题，加强薄弱环节”。谁都知道，这里包括那些刚兑依然没破的部门。

而易行长，却只字未提去杠杆，跟大家聊起了小微金融。支持小微早几年提得非常多，但在近两年去杠杆的背景下，有段时间没提了。而今年开始，各种高层会议重提支持小微，各部委也有所行动，3月28日的国务院常务会议还决定设立国家融资担保基金。易行长5月29日还专题调研了小微金融。他此次在陆家嘴论坛上详细阐述了支持小微的一些措施，应该与这一背景有关。

易行长和郭主席好像是各谈各的？

随后6月20日的国务院常务会议，部署进一步缓解小微企业融资难融资贵，持续推动实体经济降成本。会议确定了进一步缓解小微企业融资难融资贵的措施：

一是增加支持小微企业和“三农”再贷款、再贴现额度，下调支小再贷款利率。完善考核机制，实现单户授信总额1000万元及以下小微企业贷款同比增速高于各项贷款增速，有贷款余额户数高于上年同期水平。

二是从今年9月1日至2020年底，将符合条件的小微企业和个体工商户贷款利息收入免征增值税单户授信额度上限，由100万元提高到500万元。国家融资担保基金支持小微企业融资的担保金额占比不低于80%，其中支持单户授信500万元及以下小微企业贷款及个体工商户、小微企业主经营性贷款的担保金额占比不低于50%。

三是禁止金融机构向小微企业贷款收取承诺费、资金管理费，减少融资附加费用。

四是支持银行开拓小微企业市场，运用定向降准等货币政策工具，增强小微信贷供给能力，加快已签约债转股项目落地。鼓励未设立普惠金融事业部的银行增设社区、小微支行。

五是将单户授信 500 万元及以下的小微企业贷款纳入中期借贷便利合格抵押品范围。

会议里的有些措施，跟易行长那天的演讲重叠率较高，确实是支持小微的一些通行做法。其中，还提到了定向降准，这不禁让市场一阵亢奋，觉得货币政策又会更宽松了。央行随即在 6 月 24 日公告了降准。

然而，不得不提醒的是，上述所有支持小微的措施里面，关于货币政策的部分（再贷款、再贴现、定向降准、纳入 MLF 抵押品等），可能恰恰是最指望不上效果的。因为，支持小微，货币政策的作用，远远小于另一些措施，这是由小微金融的原理决定的。

二、小微金融原理

信贷业务有其自身的客观规律，小微金融也不例外。从风险定价原理上看，一个合理的信贷利率，至少要覆盖放款人（比如银行）的资金成本、业务成本和合理利润，此外还需要覆盖可能的风险损失，即合理的风险溢价或风险补偿。这就是所谓的风险定价原理。

信贷利率 = 无风险利率 + 业务成本 + 合理利润 + 风险溢价

我们对此简要展开：

(1) **无风险利率（资金成本）**，即放款人自身的资金成本（参考负债成本），也可以是资金无风险运用的机会成本（参考其他投资机会的收益率）。

(2) **业务成本**，即放款人开展信贷业务时，拓展和维护客户、开展业务经营、自身运营管理等事项的成本（参考业务及管理费用）。其中，很重要的一项业务是通过调查客户情况，来确定其风险水平（预期损失率）。还有一项是运营的固定成本，单客创收小的时候（小微信贷经常如此），需要客户量足够大，使业务总收入能覆盖固定成本。

(3) **合理利润（资本成本）**，是放款人从事这项业务所能赚取的合理利润（参考 ROA）。这是这项业务在商业上能够持续的必要条件。如果是慈善或政策性从事这项业务，则可以忽略或降低合理利润要求。

(4) **风险溢价（风险成本）**，即能够覆盖放款的坏账损失（参考信用成本）。

因此，放款利率由上述**四大成本**构成，想降低融资成本，也需要从四大成本入手。

小微信贷利率，经验上看主流在 8% 以上，甚至 10% 以上也不罕见，跟大企业比，自然是偏高的。但跟小微企业能获取的其他渠道比，还是非常低的，比如民间借贷。此外，除了利率高低外，小微企业们更关注的是信贷的可得性。

我们来看看小微信贷利率的四大成本构成（假设小微信贷利率

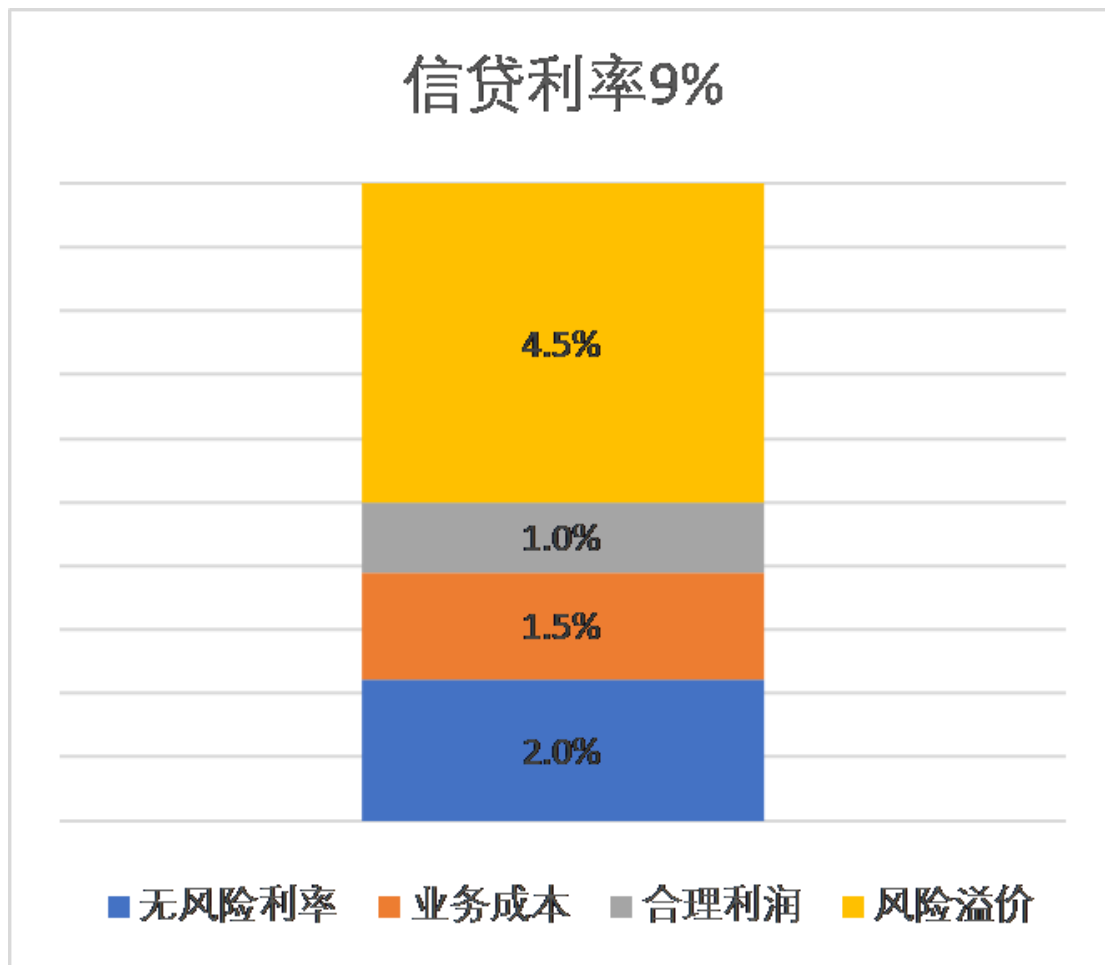
9%):

资金成本主要由央行货币政策决定。如果用银行业的平均负债成本,那么在 2%左右(大型银行低于 2%,中小银行超过 2%),它在整个小微信贷利率中的占比不算高。但是,还可以用另外一种视角,即机会成本,即银行投资于其他无风险(或几乎无风险)的资产的收益率。说得再直接点,即投资于刚兑资产的收益率,这个就不止 2%了。

合理利润则由行业正常水平决定(比如商业银行 ROA 在 1%左右,因此可以假设体现在信贷利率中的合理利润也在 1%左右),相对外生,一般也不太大变化。这东西不能节省,若省掉了,那么这项业务就变得无利可图,商业上不可持续,变成慈善或政策性业务,商业银行积极性不高,最终影响小微信贷可得性。

业务成本,缺乏准确数字,经验上看,“业务及管理费用/总资产”约在 0.5-2%间(大型银行不到 1%,小微业务占比高的银行则超过 1%),估计短期内也不会大幅变化。我们暂且使用 1.5%。

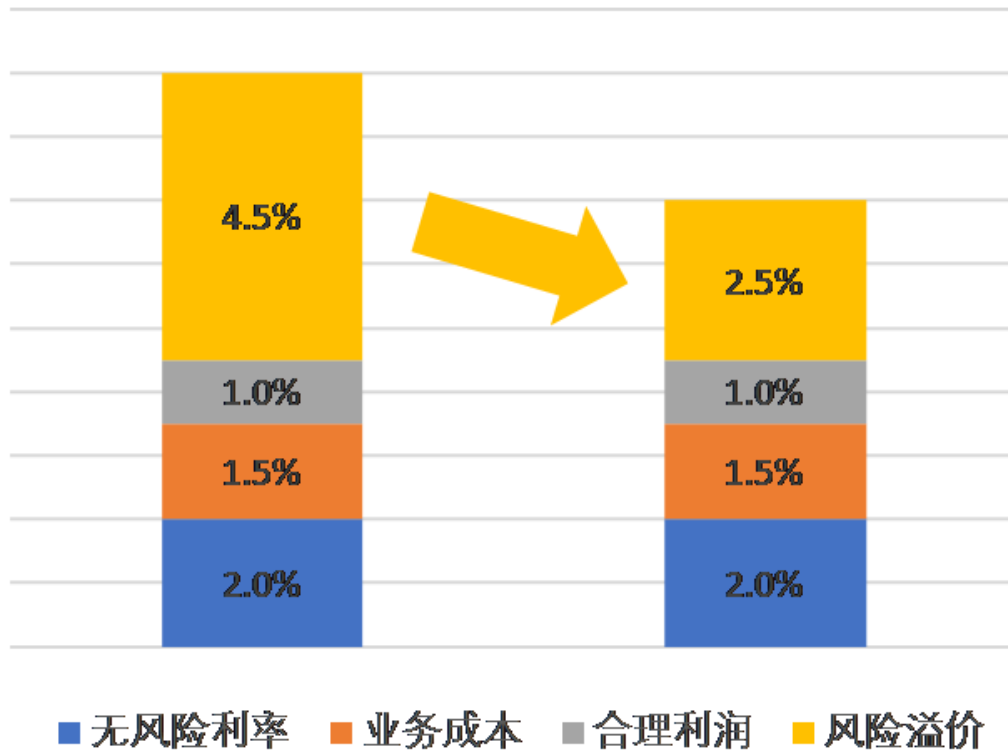
剩下的重要指标就是风险溢价,按上述公式倒算,风险溢价在 4.5%左右,甚至更高。4.5%能否覆盖小微信贷的违约损失?好像还是有点勉强。



如果信贷利率能够提高到 12%，其他成本不变的情况，风险溢价就有 7.5%，此时银行做起业务来，心里就踏实多了。这就出现了一个和直觉相反的事实：**越加息，越能缓解小微信贷融资难。**

可惜很多人并不明白这一原理，自以为是地指责银行放给小微的信贷利率太高。如果此时人为管制小微信贷利率，比如强制要求利率不得超过 7%，那么在无风险利率、业务成本、合理利润不变的情况下，剩下的风险溢价就只有 2.5%了，银行觉得覆盖不了风险，就不敢做这业务了。

人为要求利率7%



按照前面小微信贷利率 9% 的例子，风险溢价是小微信贷利率中占比最大的成分，占比一半；其次是资金成本，合理利率和业务成本均占比相对低，这三者压缩空间不大。所以，要想降低小微信贷利率，不是简单粗暴地规定小微信贷利率水平，而要想方设法降低占比最大的风险溢价。

风险溢价是银行对放贷风险所要求的补偿。风险越大，或风险越难估计，银行就会要求越高的风险溢价，从而导致小微融资成本上升。所以，想降低小微信贷利率，最关键的是从风险溢价上做文章，措施包括国家融资担保基金、小微坏账税前计提等。说白了，就是不要让

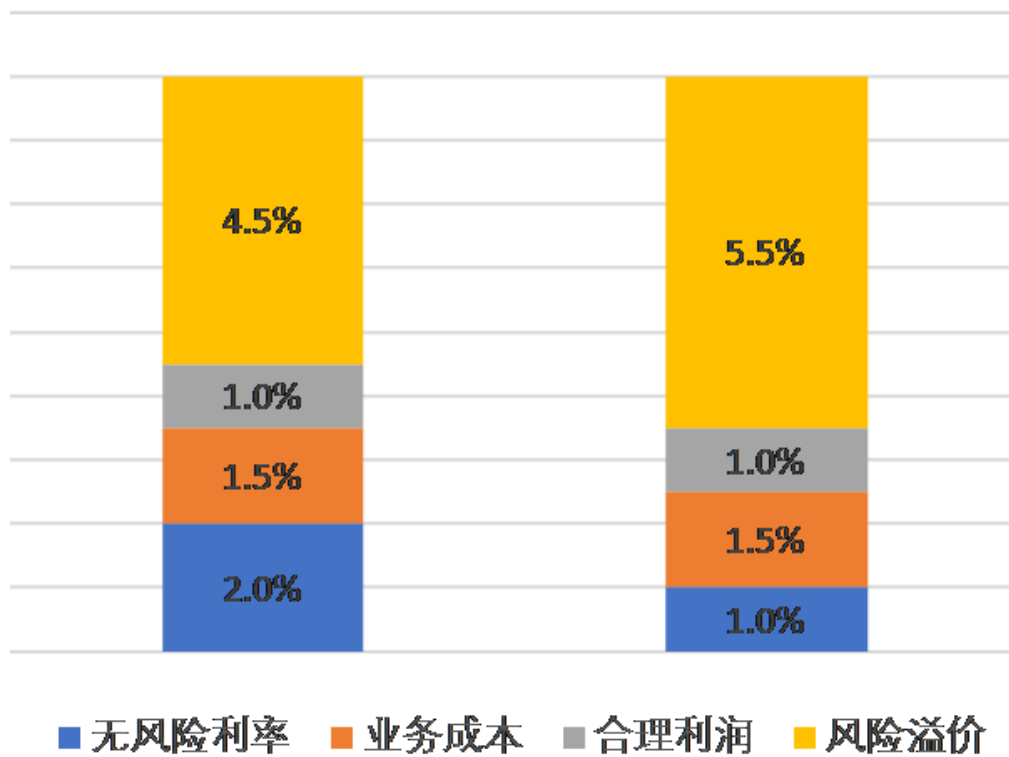
风险损失全部由银行自己买单，只能这样，银行才能在风险溢价更低的情况下愿意承做小微信贷。

还有一个办法，就是通过业务手段与技术的进步，让银行可以以更低成本挑出风险相对低的客户，也能降低风险溢价。比如原来一大群客户，预期损失率是 5%，那么风险溢价至少要 5% 以上，后来，随着征信技术发展，信息不对称程度降低，银行从这群客户中挑出了质量相对好的一小群，预期损失率是 3%，那么给这一小群客户放贷的风险溢价就只需要 3% 了。当然，征信的成本也不能太高，否则又会增加业务成本。在过去，没有太好的小微企业征信技术，只能靠人工，成本有点高。

这些旨在降低风险溢价、业务成本的措施，是最为有效的，国内外也有不少先进经验可供借鉴，难是不难，就是需要精耕细作，也比较辛苦，有做得很出色的银行，当然也有些银行懒得去学。

央行放松货币，当然也能降低资金成本，从而降低小微信贷利率。或者，反过来，小微信贷利率不降（还是 9%），资金成本降了（比如降到 1%），那么利率中的风险溢价就多了 1 个百分点，银行就能够更好覆盖客户风险，承做小微信贷的积极性就提高了。但是，货币政策的作用空间其实比较有限，你总不能把资金成本降到 0 吧？

资金成本下降



然而，上面这些都只是理论上的，现实中，真正的无风险利率还得考虑机会成本，也就是银行能投的刚兑资产的收益率。不用我说，你肯定知道什么是最主要的刚兑资产——比如地方政府融资平台的债权，再比如房地产相关债权。

可以做一个简单测算。假设一笔平台的融资利率是 8%，扣除其中的业务成本（业务成本低于小微业务，在 1% 以下）之后，可能还在 7% 左右。而银行认为平台几乎是无风险的，因此风险溢价可能也很低，比如仅 1% 左右（参考目前平台违约率，还不到 1%），再扣除 1% 的合理利润，那么剩下的无风险利率就达到 5% 以上。把这个无风险利率作为

银行开展小微信贷时的机会成本，然后再加上业务成本（1.5%）、合理利润（1%）和风险溢价（5%），那么小微信贷利率得奔 12%以上，才能比做平台融资更合算……

显然，小微融资难融资贵，刚兑资产是有一份功劳的。

三、刚兑不破，小微不兴

于是，答案已经很清楚了：刚兑不破，小微不兴。

眼下，在政府隐性或显性的背书下，平台债权依然在一定程度上刚兑，银行将其视为接近无风险资产，从而投入大量的融资资源，哪怕监管当局三令五申，依然屡禁不止。这并不怪银行，毕竟这是经济人的理性决策。

后续的任务，是尽快打破刚兑，确保各级政府不再为平台债权兜底。可以允许发生几单违约，以此向市场宣告政府不兜底，平台资产的风险溢价就不会那么低了。哪个政府敢兜底，则直接按违规举债处置。同时，加强审计，对违规投向平台的金融机构进行处罚，额外增加一大笔法律成本。这时，平台资产不再是刚兑的，它的收益率也就不能作为无风险利率的参考了。

当然，地方政府也冤啊。当初还不是地方发展需要资金，才想出平台融资？因此，需同时推进财税体制改革，让地方政府有合理融资、中央转移支付等资金来源，用以支持本地建设发展，保障民生。要不然，他们都快连教师工资都发不出来了……

完成这些工作后，刚兑资产收益率不再是资金成本的参考，资金

成本回落至正常水平，银行投放小微信贷时，其风险溢价就能提升，从而更好地覆盖风险。同时，再配合以其他措施（政府基金担保、坏账税前计提、贴息、定向货币政策等），进一步降低成本。这才是促进小微信贷的正道。

照此逻辑，陆家嘴论坛上，易行长和郭主席其实没有各谈各的，而是唱了一出双簧：郭主席通过严监管继续破刚兑，这和易行长谈的支持小微，是一脉相承的。