

监管层多措并举改善国内信用环境

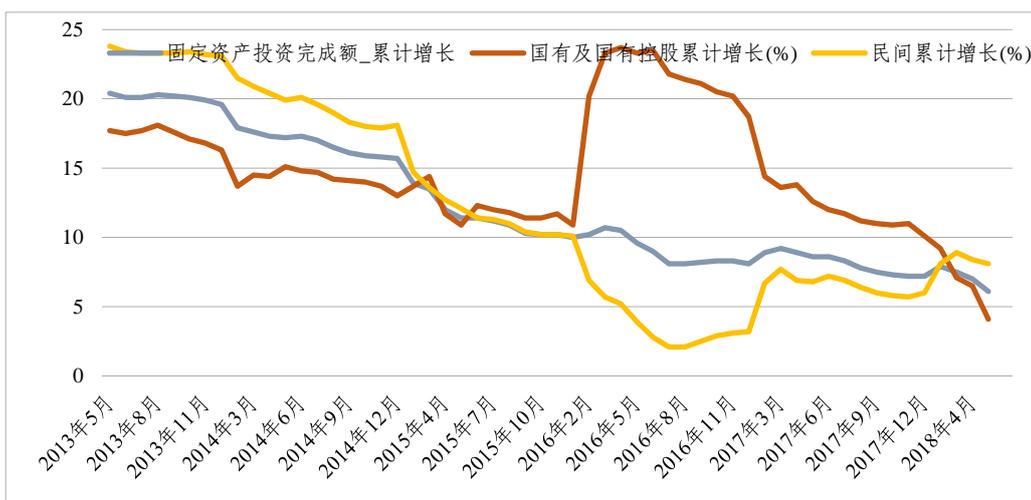
研发部 徐永

摘要：央行年内第三次实施结构性的降准政策支持市场化法治化债转股和小微企业融资，同时五部门发布意见进一步深化小微企业金融服务，中国经济严监管环境下结构性去杠杆持续，仅货币政策效果或许有限，而监管部门正形成合力多措并举改善国内信用环境。

一、从结构性货币政策到多措并举

本轮结构性去杠杆，地方政府相关实体、部分杠杆率较高的国企、民营企业及小微企业融资环境明显收紧，表现在基建投资、国企固定资产投资大幅下滑，债券市场民营企业违约风险爆发，以及小微企业融资难融资贵问题比较突出等。

图表 1 固定资产投资增长情况



资料来源：WIND，新世纪评整理

受国内的结构性问题叠加中美贸易摩擦因素影响，在新增社融大幅下滑的背景下，市场对宽松货币政策的预期较高，汇率短期的贬值速度有所加快，不过央行的结构性降准措施，是边际改善商业银行的流动性状况，稳健中性的货币政策基调并未改变。

不过单就总量性的货币政策而言，即使结合了诸多定向的结构性操作，比如定向普惠金融、定向小微金融等，仍然显得较为单薄，而央行及其他部门正在进行政策创新，例如央行最新出台的定向降准支持债转股，以及6月25日，央行、发改委、财政部等五部门发布《关于进一步深化小微企业金融服务的意见》（以下简称“意见”）从货币政策、监管考核、内部管理、财税激励、优化环境等方面

提出 23 条具体措施，切实降低企业成本。这些均表明监管层政策正从单一部门推进到多部门密切配合，多措并举合力推进，如果政策落地效果较好，预期将对国内信用环境形成利好。

二、定向降准助推债转股加速

央行 6 月 24 日公告，将从 7 月 5 日起，下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。鼓励 5 家国有大型商业银行和 12 家股份制商业银行运用定向降准和从市场上募集的资金，按照市场化定价原则实施债转股项目。同时，邮政储蓄银行和城市商业银行、非县域农商行等中小银行应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。

这是央行年内第三次实施降准，每次均包含了支持小微企业融资问题，但与前面普惠金融定向降准以及降准置换 MLF 的方式不同的是，本次降准政策挂钩了债转股项目，显示在信用风险上升的背景下，央行希望通过降准推动进展缓慢的债转股进程，缓解非金融企业的杠杆率风险，降低金融机构的信贷投放顾虑，改善当前的信用环境。

支持债转股是此次政策新增的内容，从企业资产负债表的角度而言，债转股，有望降低企业的资产负债率，降低企业的债务负担；从金融机构的角度而言，不良贷款债权出售后，可以缓解拨备计提的压力，同时在信贷额度较为紧张的情况下腾挪表内信贷空间，提高信贷投放能力。

我国上世纪 90 年代末曾经有一轮较大规模的政府主导的债转股，本轮规范性和市场化成分则相对更强，国务院 2016 年底还专门出台《关于市场化银行债权转股权指导意见》（以下简称“指导意见”），指导债转股的实施。

指导意见中明确了债转股对象企业应当具备的条件，同时有明确的鼓励和禁止行业，而央行此次也再次强调了债转股的条件，一是包括实施主体在“债转股”项目中应当实现真正的股权性质投入，而不是仍然以获取固定收益为目的的“债转债”，也就是说，不支持“名股实债”的项目；二是鼓励相关银行和实施主体按照不低于 1:1 的比例撬动社会资金参与“债转股”项目；三是“债转股”有关股份以及相关债务减记要严格遵循市场化定价，按照法律法规，由项目相关参与方协商确定；四是支持各类所有制企业开展市场化法治化“债转股”，相关实施主体应真正参与“债转股”后企业的公司治理，促进其公司治理水平的提高，同时推进混合所有制改革；五是实施“债转股”项目应当有利于改善企业资产负债结构，恢复企业发展动能，不支持“僵尸企业”债转股。

从债转股实施机构的进度来看，指导意见鼓励金融资产管理公司、保险资产

管理机构、国有资本投资运营公司等多种类型实施机构参与开展市场化债转股，而银监会也在 2017 年公布了《商业银行新设债转股实施机构管理办法（试行）》（征求意见稿），鼓励商业银行成立金融资产投资有限公司实施债转股，目前五大行的债转股公司都已经开业，更多银行还在筹建中。

不过按照媒体披露的最新数据，截至 5 月底五大国有商业银行债转股项目签约金额共计约 1.6 万亿元，落地金额共计约 2300 亿元，在央行看来，市场化法治化债转股签约金额和资金到位进展比较缓慢。

这其中资金来源成为债转股实施机构的重要约束，按照指导意见，金融资产投资公司可以发行金融债，以及拆借回购等方式融资，资管新规也允许金融资产投资公司发行理财产品募集资金，但由于成立时间较短，目前这些融资渠道受到了不同程度的限制，而降准有望给金融资产投资公司提供“弹药”，助推债转股进程加速。

三、多措并举改善国内信用环境

不过债转股推进的问题，还不仅是资金来源的问题，从资本计提的角度来看，当前还有不少分歧有待银保监会、财政部等部门统一意见。

比如按照《商业银行资本管理办法》，除被动持有或因政策性原因并经国务院同意外，商业银行持有工商企业股权的风险权重为 1250%，而按照《金融资产管理公司资本管理办法（试行）》，市场化债转股的风险权重为 150%，同时又明确集团公司超出计划退出期限仍未退出且具有实际控制权的债转股企业，原则上应纳入集团资本监管范围。

对于商业银行母行来说，债转股是按照 150% 还是 1250% 计提风险资产，对于资本金的要求差异巨大，也会实际影响债转股的实施规模，而这些都不是单一通过降准政策就能解决的。

类似的还有小微企业，除了央行采用降准支持小微融资外，还需要其他部门的更多配合，而从 6 月 25 日的意见来看，政策配合明显加强。

根据意见，除了货币政策进一步加大支持外，财税政策、资本市场的政策支持也明显增加。

货币政策方面，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；支持银行业金融机构发行小微企业贷款资产支持证券，盘活信贷资源 1000 亿元以上；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（MLF）的合格抵押品范围等。

财税政策方面，一是包括从 2018 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；二是对国家融资担保基金支持的融资担保公司加强监管，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%，适当降低担保费率和反担保要求。

资本市场政策方面，一是支持发展创业投资和天使投资，完善创业投资、天使投资退出机制，持续深化新三板分层、交易制度改革，完善差异化的发行、信息披露等制度，规范发展区域性股权市；二是引导小微企业聚焦主业，健全财务制度，守法诚信经营，提升自身信用水平；三是推动建立联合激励和惩戒机制，依法依规查处小微企业和金融机构内外勾结、弄虚作假、骗贷骗补等违法违规行为，确保政策真正惠及小微企业。

中国经济去杠杆进程持续，信用扩张阶段性有所收缩，基建投资明显下行，同时民营企业违约风险有所增加，叠加外部贸易摩擦影响，经济增长内外承压，央行货币政策连续出击，年内三次降准，同时财税政策、资本市场政策跟进配合，预期监管层的政策组合拳有望改善当前的信用环境。