

# 降低小微企业 融资成本重在“宽信用”

降低融资成本的核心是“宽信用”，且“宽信用”的内涵由增加信贷投放量扩展到降低融资利率。当前实体经济融资需求并不存在快速扩张的趋势，因而在保持社融合理增速的情况下，降低融资利率可能更为贴合小微企业融资需要。

文 | 邓海清



供给侧结构性改革之后，大型企业盈利状况明显好转，融资环境改善。但小微企业风险溢价依然较高，与大企业出现分化。从融资渠道来看，小微企业与大企业不同，在直接融资市场融资难度较大，更依赖于间接融资市场。

降低实际利率水平，主要是解决小微企业实际感受的融资成本高的问题。鉴于小微企业自身的实际状况，政策的发力点依然在“传导和疏通”上，宽信用比宽货币更能直达小微企业融资成本较高的“痛点”。

从构成上看，小微企业融资利率等于无风险利率加上风险溢价。因此，在通胀水平保持基本稳定的前提下，降低小微企业实际融资利率有三种基本方式。

一是降低风险溢价，或者对风险溢价提供补偿。

二是降低无风险利率。通过更加宽松的货币政策，降低货币市场利率，压低无风险利率，从而从整体上降低融资成本。

三是采取行政化手段，如降低存款基准利率，或者直接通过窗口指导、设置考核指标等方式要求银行降低贷款利率。

接下来我们逐一分析三种方式的利弊。

## 降低风险溢价

从央行的行为来看，降低风险溢价是今年的主攻方向。3月10日，央行行长易纲在两会上表示，政府工作报告提出降低实际利率水平，主要是解决小微企业实际感受的融资成本高的问题。贷款利率中除了无风险利率，主要还包括风险溢价，贷款利率偏高就是风险溢价偏高的问题。

对于如何降低风险溢价，易纲表示：第一是通过利率市场化改革，消除利率决定过程中垄断性的因素，更加准确地进行风险定价；第二是进行供给侧结构性改革，它可以提高信息

的透明度，比如完善破产制度，提高法律执行等，这些控制结构性改革可以降低实际的交易成本，从而也会使风险溢价降低。

而根据6月26日的国务院常务会议，降低风险溢价的相关措施还包括：深化利率市场化改革，推动银行降低贷款附加费用，银保监会也于近期开展了对银行乱收费行为的检查和整治；实施好小微企业融资担保降费奖补政策，发挥国家融资担保基金作用，降低再担保费率，引导担保收费标准进一步降低，通过担保增信降低风险溢价，同时降低小微企业需要支付的担保费率。

除此之外，在降低小微企业融资风险溢价方面还应当充分利用大数据和金融科技等手段，发展数字普惠金融，降低信息不对称，推动金融机构创新金融风险定价模型，提高金融风险定价能力。

当前金融机构风险控制和风险定价模式较为粗放，小微企业经营期限短，会计报表信息不完善，财务资料不健全，报表情况也不能及时地反映实际情况。由于信息不对称，金融机构对于小微企业的贷款，往往采取“一刀切”的方式，要么完全规避，要么统一制定高价格。但实际上，小微企业内部也有分化，各企业的信用资质和违约风险并不相同，只有通过更加精细和有效的风险分析才能进行差异化定价，满足优质小微企业的融资需求，降低小微企业融资的总体成本。对于政府而言，要做好小微企业大数据的搜集和开放，包括税务、社保、公积金、海关、水表、电表、气表信息等，把智慧城市做实，降低金融机构的信息获取成本。

此外，数字普惠金融可以有效覆盖长尾客户，并通过自动化、标准化、线上化的方式为小微企业提供融资服务，可以有效降低单户企业信贷投放成本。

除了直接降低风险溢价以外，央行还通过

对于小微企业，可以提供财政补贴，降低融资成本。比如，对小微企业的融资利息支出，可以用于抵免应纳税额。

如果在不能降低银行的资金成本、或者降低企业信用风险的情况下要求银行降低贷款利率，银行将没有动力扩大小微企业贷款规模。

为风险溢价提供额外补偿的方式降低小微企业融资成本，也就是常说的“激励相容机制”。

对于服务民企和小微做得好的金融机构，通过定向降准、增加 TMLF 额度、增加再贷款和再贴现额度、降低小微企业债权的风险资本权重等方式给予额外奖励。中央财政也将采取以奖代补方式，支持部分城市开展为期 3 年的深化民营和小微企业金融服务综合改革试点，引导更多金融资源支小助微。

对于小微企业，也可以提供财政补贴，降低融资成本。比如，对于小微企业的融资利息支出，可以用于抵免应纳税额。

### 降低无风险利率

降低无风险利率是 2018 年央行降低小微企业融资成本的主攻方向。易纲在 3 月 10 日的两会记者会上表示，去年货币政策取向实际上一直是在降低无风险利率，后者是名义利率的重要组成部分，如 7 天回购利率明显降低。通常我们把 10 年期国债利率作为基准利率，这一利率水平在去年下行了 70 多个 bp（基点）。

在当前背景下，继续通过降低政策利率的方式降低无风险利率面临以下障碍。

一是货币政策传导机制需要进一步疏通。只有先疏通了货币政策传导机制，政策利率才能顺利传导至信贷市场利率，否则降低政策利率便不能实现预定的目标。

当前央行不断深化利率市场化改革，推动两轨合一轨，但货币市场利率向信贷市场利率的传导依然存在梗阻。贷款利率定价依然依赖于贷款基准利率，与货币市场和债券市场利率的联动性并不高。

究其原因，一是利率定价自律机制的制约，二是银行风险定价能力不足，仍然依赖于贷款基准利率，三是监管指标体系造成的市场割裂。

利率的传导需要各市场之间相互连通，资金

可以自由流动，这样各市场的利率水平（或者说资金的价格）才能联动。就像各个湖泊之间必须联通，水位才能平齐；如果湖泊之间有闸门阻隔，就会形成一个个水位高低不平的“堰塞湖”。

举例来说，在当前的 MPA 考核中，存款占据着非常重要的地位。由于银行贷款是长期资产，必须匹配长期负债，同时同业负债的规模和比例受到限制，因此银行贷款需要对应存款，存款的成本跟贷款的成本紧密相关。根据流动性覆盖率、净稳定资金比例、存贷比等相关指标的要求，长周期的居民和企业存款的不足不能完全用短周期的货币市场资金或受到规模限制的同业存单替代，因此即使货币政策利率已经降低了，银行还是要高息揽储，以满足监管要求。故而货币市场利率的下行不能有效地传导到信贷市场。

当然，我们并不否认 MPA 考核的积极意义。在中国的现实背景下，利率市场化推进的过程中也出现了 2016 年的同业乱象、财务约束主体成为“资金黑洞”等问题，MPA 考核有效地遏制了银行的无序扩张，缓释了金融系统性风险，是非常必要的，只是与两轨合一轨的目标之间存在一定的冲突。

二是继续降低货币市场利率可能引发新的风险。货币政策过于宽松可能引发的新风险包括：催生资产价格泡沫，房地产价格可能过快上涨；“同业乱象”可能卷土重来；实体经济杠杆率抬升，影响结构性去杠杆的成果；没有为应对可能出现的危机预留政策空间；超低利率不利于人民币汇率稳定；市场利率水平大起大落不利于金融市场稳定和预期稳定。

无论是对标美联储（中国经济增速是美国的数倍，隔夜利率却比美国更低）、对标经济基本面（经济增速 6% 以上，CPI 近期 2.5% 以上，部分城市房价泡沫引发关注），还是对标历史类似时期表现（2015 年 6 月股市异动时期），



当前 0~1% 的超低隔夜利率都不合理。

从总理的发言看，降准的空间还是有的，但优先选择是定向降准，而且是需要“适时运用”，也就是相机抉择。央行维稳需要考虑多目标之间的协调性，防止催生资产价格泡沫、同业乱象卷土重来，影响结构性去杠杆和汇率稳定，引发市场走势和市场预期大幅波动。

### “有形之手”降成本

上述两种方式属于偏市场化的手段，通过降低成本、减小违约风险、增加激励等方式引导金融机构降低贷款利率。

除此之外，监管层也可以通过“有形之手”要求银行降低贷款利率。比如，当前银行贷款利率与贷款基准利率联动性高，通过直接降低贷款基准利率（即降息）的方式可以有效引导银行降低贷款利率。又或者监管对银行直接设置信贷规模和信贷利率考核指标、进行窗口指导，要求银行完成考核任务。

但由于当前银行开展小微贷款业务已经处于保本微利甚至无利可图的状态，这一类型的方法可能会导致“逆向选择”。

根据 4 月份央行、银保监会在吹风会上披露的数据，2019 年一季度新发放的普惠型小微企业贷款利率为 6.87%，比 2018 年全年该项利率（7.39%）低 0.52 个百分点。五家大型银行一季度新发放的普惠型小微企业贷款利率是 4.76%，较去年四季度下降 0.13 个百分点，五家大银行中最低的监测结果是 4.45%。

同时根据银保监会的测算，小微企业贷款按照“保本微利”、商业可持续的盈亏平衡点来测算，如果风险控制得好，不良率控制在 3% 以下，这个利率盈亏平衡点应该是在 5%~5.7%。而根据易纲行长在两会记者会上公布的数据，2018 年普惠金融口径单户授信在一千万元以下的小微企业的贷款，不良率在 6.2% 左右。

因此，如果在不能降低银行的资金成本、或者降低企业信用风险的情况下要求银行降低贷款利率，银行将没有动力扩大小微企业贷款规模。如果贷款利率过低，不能覆盖违约风险，银行会产生“惜贷”情绪，这正是“金融抑制”的一种体现。

由于融资需求通过正规渠道无法得到满足，小微企业可能被迫寻求 P2P 融资、民间借贷等利率更高的替代融资方式，最终反而加剧了融资难、融资贵的情形。

当前存款基准利率已经处于较低水平，如果降低存款基准利率，可能引发存款搬家，居民和企业或许倾向用基金、理财等投资方式替代储蓄，加剧银行负债荒，可能无法起到降低银行负债成本的作用。

此外，在利率市场化推进的过程中，贷款基准利率应该是逐渐被淡化、最终被取消的政策工具。

央行一季度货币执行报告指出，从国际经验看，美国、日本、印度等经济体都曾建立起类似贷款基础利率（LPR）的报价机制，作为金融构贷款利率定价的参考，在推动贷款利率市场化改革过程中发挥了重要作用。6 月 26 日国务院常务会议提出深化利率市场化改革，完善商业银行贷款市场报价利率机制，更好发挥贷款市场报价利率在实际利率形成中的引导作用。

易纲出席中债指数专家指导委员会第十五次会议时也表示贷款利率实际上已经放开，但仍可进一步探索改革思路，如研究不再公布贷款基准利率等。

当然，在通过有形之手降低融资成本方面，监管层也有发力点，比如继续解决财务软约束主体的问题。财务软约束部门对利率敏感性较低，它们对资金的大量需求在占用信贷资源的同时，推高了全社会的融资成本。□

（作者系华尔街见闻研究院院长兼首席经济学家）