

中央地方連番救市 券商紛設紓困基金

2018年，對於內地民企來說，從股市連續大跌到輿論熱議的民營經濟離場，再到高層輪番喊話拯救民企，可謂經歷冰火兩重天。從10月下旬開始，一場聲勢浩大的民企支持行動自上而下推開，在中央最高決策層發聲後，各大部委、地方政府、交易所及金融機構頻頻出手挽救「失血」民企，目前紓困基金總規模近4,000億元（人民幣，下同）。香港文匯報記者採訪獲悉，經過一個多月的強力「輸血」，11月企業信用違約規模明顯收窄，股份質押數量亦出現近年來首次下降。然而，銀行向民企放貸仍「雷聲大雨點小」。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道



數字看經濟之 民企危機

對於債務或股權質押違約風險的民企，國家主席習近平在11月1日的民企座談會上要求，有關方面拿出真金白銀為民企紓困，一行兩會亦要求金融機構不得抽貸、強制平倉等。於是，地方政府以及券商、保險等金融機構紛紛行動起來，成立各類基金、資管計劃和專項產品等紓困基金，以期助上市民企渡過難關。



曾剛

據不完全統計，截至12月初，各類紓困資金總規模已近4,000億元，其中地方政府專項基金規模接近2,000億元，券商、基金和保險相關產品規模分別達600億元、700億元和800億元，還有近40億元紓困專項債完成發行。另外，在支持民企發債方面，為鼓勵機構增持民企債，央行支持設立民企債券融資支持工具、發行民企債券的信用風險緩釋憑證，至今已創設30餘隻。

「杯水車薪」成民企及時雨

4,000億元紓困資金與市場上4.5萬億元的未解股權質押市值相比，雖是杯水車薪，但對一些瀕臨違約的民企卻是及時雨。中國社科院金融所研究員曾剛接受香港文匯報採訪時說，「這相當於把一些即將破產的民企拉進急救室進行強力輸血。」

隨着各方紓困資金落實，A股股權質押數量出現今年首次下降，11月比10月減少15億股。民企信用違約事件亦明顯改善：前11個月累計有42家企業債券違約，涉及規模約1,011億元，同比增298%；而11月違約債券規模148億元，較10月221億元明顯收窄。

建行金融業務部專家張濤分析，11月一系列政策措施聚焦支持民營經濟，緩解中小企業融資難、融資貴的問題，預計未來隨着民營企業融資環境逐步趨向寬鬆，民營企業違約事件將繼續下降。

銀行仍觀望 恐放貸風險增

而在銀行方面，監管部門要求信貸資源向民企傾斜，有關大行亦爭相發佈支持措施並與民企簽約，但曾剛指出，目前大部分銀行仍在觀望，簽約不等於最終放貸，銀行經營受風險、資本、監管等多重約束，會考慮不良率增加風險和自身經營能力。過去銀行放貸傾向國企，重視抵押物，缺乏對企業現金流、企業賬戶、報表的監管核實能力，驟然增加對民企尤其是中小民企貸款，可能令不良貸款風險大增。

一位大行的公司業務部總經理則向香港文匯報記者坦言，現在政策轉向太快，去年到今年上半年嚴監管政策一直在去槓桿，而現在轉向促進放貸，需要等待監管部門考核細則出台，目前重點是與之前合作民企加深合作。

政策需釐清 防止過度融資

「部分民企確實不符合銀行的信貸標準，不應該硬放，要按商業規矩辦事。有的大行以基準利率貸給小微企業，完全沒有風險定價，可能誘導過度融資，未來會出大問題。有些行業、有的民企在經濟下行背景下也早該出清了，一味的貸款支持最後會造成信貸資源錯配和不良資產。」這位銀行業人士認為，在向民企增加放貸前，有很多政策關鍵點需要釐清。

曾剛還指出，此次各部委齊手幫助民企紓困流動性，是救急之策，不能成為政府新一輪負擔，比如有些民企獲得紓困幫助後股價上升就高價減持，有些違約企業變相逃廢債，都可能產生道德風險。長期來說，關鍵是要培育企業的內生發展機制。

4000

億 救

股債違約首降 民企



在中央最高決策層發聲後，各大部委、地方政府、交易所及金融機構頻頻出手挽救「失血」民企。圖為福建省民企雲人股份。 資料圖片

民企最新情況

股權質押數量減少：政府救助前，10月18日，A股有1,191家上市公司的股價跌至股權質押預警線附近，791家上市公司已接近平倉線；11月A股股權質押數量出現今年首次下降，11月比10月減少15億股。

信用債違約減少：前11月信用債違約逾1,000億元人民幣，八成為民企；11月違約金額較上月大幅收窄73億元。

民企企加強合作：今年以來24家A股民營上市公司被國有資本接盤；新希望、復星集團等大型民企參與混合所有制改革。

6萬億信用債明年到期

今年是內地債券市場信用風險集中釋放的一年，儘管從國際橫向對比看，目前約0.74%的債券違約率並不高，但內部結構性風險凸顯，前11月債券違約1,000億元，是前一年的4倍，其中逾八成來自民營企業。業內預計，2019年6萬億元信用債到期將創紀錄，再加上經濟下行、貨幣機制傳導不暢、增加民企貸款的政策難以立竿見影等原因，民企仍將「如履薄冰」，債價壓力依然不小。

據中誠信國際估算，明年企業債、公司債、債務融資支持工具、資產支持證券等債券到期量是4.23萬億元，考慮到明年內新發行且到期的債券規模估計有1萬億元至1.5萬億元，因此總到期量預計在5.23萬億元至5.73萬億元。此外，公司債回售到期規模1.6萬億元，按三分之一的實際回售比例算就是0.5萬億元。最終，加總的債券到期規模預計在5.7萬億元至6.2萬億元左右。

負債率續升 加劇再融資壓力

中誠信國際董事長閔行表示，明年民企的債價壓力依舊不小。一方面，民企的利潤增長在放緩，加之過去一年受融資渠道收緊等影響，民企被動加槓桿，導致負債率進一步上升；另一方面，民企在2019年進入償債和債券回售的高峰期，會進一步加劇再融資壓力。

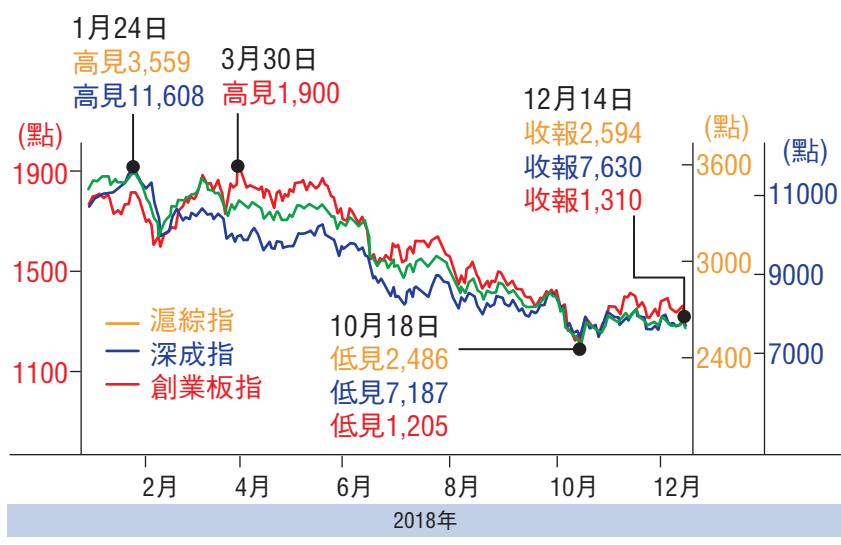
2019年不僅是境內債市迎來償債高峰期，也是中資發行人的境外美元債開始步入還款的高峰期。根據Dealogic的統計數據，2019年到期的境外中資企業債總額561億美元，其中非投資級債券（即高收益債）的到期規模為287億美元。2020年非投資級債券到期規模更是達到431億美元。

穆迪大中華區信用研究分析主管鍾汶權分析，美聯儲持續加息使全球美元流動性收緊，對於信用資質相對弱的企業，在海外通過發債再融資的渠道會比國內更少，海外投資者避險情緒濃厚。而明年房企在海外有較大的再融資需求，2019年穆迪受評的房企中，債券到期和回售的規模為580億美元至600億美元，其中，170億美元至180億美元是海外債券。



鍾汶權指信用資質相對弱的企業，在海外發債再融資的渠道較國內少。

上證綜指從今年高位跌逾27%



央行「放水」未惠及實體經濟

今年年中以來，央行運用降準等手段，貨幣政策已見寬鬆，貨幣市場資金充裕，短期利率穩中有降。但央行「放水」卻未帶來銀行信貸投放的放鬆，社會融資總額和廣義貨幣增速不斷下行，並在10月份創下新低，新增貸款不增反減，實體經濟資金鏈緊張。

流動性放鬆 信貸未放鬆

據中國社科院世界經濟與政治研究所研究員張明分析，貨幣政策從今年第二季度就開始轉向寬鬆，貨幣市場利率與債券市場利率顯著下行。但由於傳導過程存阻礙，流動性放鬆並未導致信貸的放鬆，迄今為止社會融資總額與M2的增長依然偏低。

中國金融四十人論壇高級研究員張斌指出，地方平台和影子銀行之間的合作是過去信用擴張的重要支撐，這種合作雖然帶來低效率、高風險、資源浪費、不公平等很多問題，但在經濟總需求不足的情況下，保障了需求增長以及必要的稅收、利潤和工資增長。但是，「資管新規和針對地方債的23號文件」出臺打破了這種合作，信用擴張受到限制，稅收、利潤、工資增長也受到限制。打個比方，平台和影子銀行之間的合作好比是個大機器上的關鍵零件，這個零件不好用，遲



張明料明年央行仍可能數次降準，但降息的可能性不大。

早要出問題。突然把這個零件卸掉了，新零件沒有裝上去，整個大機器運行就會出現更大的問題。」

分析料降息可能性微

張明預計明年中國央行仍然可能數次降準，但由於貨幣市場利率已經顯著下行，並即將與美國貨幣市場利率形成倒掛，降息的可能性不大。

中信證券分析師張明也預計明年會多次大幅降準，在經常賬戶盈餘因貿易爭端逐步收窄、外匯佔款持續下行的背景下，繼續通過降準和中期借貸便利操作（MLF），增加中長期資金投放，促進資金從銀行間市場流向實體經濟，今年迄今這操作組合已達4萬億元。

內地支持民企政策

國務院	力爭主要銀行四季度新發放小微企業貸款平均利率比一季度下降1個百分點；開展專項行動，以解決政府部門和國有大企業拖欠民營企業賬款的問題。
發改委	支持優質民營企業發債融資、加大小微企業增信集合債券、支持發行創業投資類企業債券、協調推進民營企業違約債券處置。
銀保監會	「一二五」目標，在新增的公司類貸款中，大型銀行對民營企業的貸款不低於三分之一，中小銀行不低於三分之二，爭取3年後銀行業對民營企業的貸款佔新增公司類貸款的比例不低於50%。
央行	推動實施民營企業債券融資支持計劃，發行民企債券的信用風險緩釋憑證，至今已創設30餘隻；推進民營企業股權融資支持計劃，以及運用再貸款、再貼現等工具，支持商業銀行擴大對民營企業的信貸投放。
稅務總局	對經營困難的民企依法辦理延期納稅。
司法部	嚴防執法擾企，對於民企一般違法行為要以教育為主。
最高人民法院	堅決防止將經濟糾紛當作犯罪處理，堅決防止將民事責任變為刑事責任。
最高人民檢察院	對於有關部門移送的刑事案件涉及民營企業行賄人、民營企業家，要依法審慎採取強制措施，充分考慮保護企業發展需要。
地方政府	北京、廣東、上海、浙江等地方政府及國資陸續成立「紓困」專項基金，合計規模約2,000億元（人民幣，下同）。
金融機構	券商、基金和保險紓困資管產品規模分別達600億元、700億元和800億元。

內外夾攻 民企提早過冬

2018年民企日子並不好過，內有經濟下行壓力，外有貿易戰夾擊，前有去槓桿下融資難，後有加徵社保、環保限產追擊，身上更背負「融資的高山」、「市場的冰山」和「轉型的火山」三座大山，結果出現大批民企債券違約和股權質押爆倉。

民營企業家則認為是「政府變臉太快，政策變化太快」。有企業家直言，當初經濟上升時，地方政府為求政績扶植明星企業，要企業「催馬加鞭」，跨界做大成千億級企業，很多銀行來談合作；近兩年政策急剎車，一刀切，馬上就被拋棄了，企業不得不「砍手砍腳」收縮戰線，當初的「定心丸」，成了後來的「奪命湯」。

企業家：政策變化太快

監管部門認為，此輪民企危機，除了金融支持不到位外，最主要原因還在企業自己身上，一些民企激進擴張導致債務失控。不少民營企業家則認為是「政府變臉太快，政策變化太快」。有企業家直言，當初經濟上升時，地方政府為求政績扶植明星企業，要企業「催馬加鞭」，跨界做大成千億級企業，很多銀行來談合作；近兩年政策急剎車，一刀切，馬上就被拋棄了，企業不得不「砍手砍腳」收縮戰線，當初的「定心丸」，成了後來的「奪命湯」。

盼望公平穩定市場制度

此輪民企救助可謂政府與社會總動員，不僅政府喊話，還拿出真金白銀幫助企業渡過危機，連「兩高」也出聲對民企違法行為「法外開恩」，但一些企業家卻直言「無所適從」。回顧過去幾十年，內地民營經濟發展並不是因為某些政策的扶持，而是改革開放的大環境為民企發展創造了條件，在多數民營企業家看來，或許並不需要「法外開恩」的特殊待遇，公平穩定的市場和制度，才是長久發展的保障。

■香港文匯報記者 海巖