



为实现财政政策与货币政策更好地结合与协调，确保专项国债能够精准而高效地“扩容医治”中小微企业，同时避免产生副作用及衍生的问题，应在政策操作层面做出合意的制度创新和机制安排。

救治中小微企业亟待“扩容疗法”

撰文 / 中国社会科学院城市与竞争力研究中心主任 倪鹏飞

突如其来的新冠肺炎疫情蔓延全球，给处在下行中的宏观经济造成异乎寻常的冲击，构成前所未有的挑战，也带来比较严峻的风险。但是这次疫情对经济的严重影响不同于之前历次的外生冲击及内生问题的影响，因而也需要一些特别的救助办法和应对措施。

疫灾经济的重要特点是企业休克。首先，经济是停摆而不是危机。当地疫情直接导致供需同时暂停但不是消失。其他地区的疫情间接导致供给或者需求的暂时萎缩。其次，企业是休克而不是死亡。虽然供需停摆了，企业内外经济关系仍在运行中，虽然销售和利润消失或者下降，但包括工资、

TO EASE THE SITUATION OF SME

租金和利息的成本仍在发生。虽然多数企业内部没有问题，但如果只付成本没有收益，超出一定时间，将使企业从休克走向死亡，形成倒闭潮和失业潮。最后，疫情对经济影响“因小失大”。虽然疫情对经济社会的影响是全面的，但中小企业因产业性质和企业性质受到的影响最大，处在漩涡的中心。

救助经济的基本指向是急难险重。疫灾经济的特点决定救助的特点，因为企业是休克不是死亡，疫情也是短期的，所以采取全力、果断和迅速的措施，可以有效地救助休克的企业，降低疫情的经济冲击。尽管各类市场主体都需要救助，但是中小企业不仅受影响最大、就业人员多、最脆弱而且与数亿的家庭尤其是低收入家庭并联。因此，需要给因疫情而休克的市场主体提供维系生命体征的紧急“血氧”，使之在疫情期间能够活下来，而不是解决中小微企业业已存在的长期性问题。

救助经济的关键方法是“扩容疗法”。扩容疗法是指当人体在病理上出现血容量不足时，通过增加血容量以满足人体各项生理功能需要，维持人体生命体征的临床治疗方法，它也是应对人体休克的重要疗法。借鉴拯救休克的病人，快速启动拯救休克的中小微企业，在多策并举的同时，重点要采取资金“血液”的“扩容”疗法。即及时补充和增加中小微企业维持生存所必需的资金。一方面，银行对中小微企业贷款利息损失能够被弥补，不仅让已获贷款的企业增加贷款



避免“扩容医治”副作用需完善机制设计，如建立专项国债与其他政策的协调机制、建立银行对中小微企业免息的补偿机制、建立财政对银行免息的成本分摊机制、建立银行对中小微企业贷款的激励机制、建立财政补偿银行免息的监督制衡机制。



的可能，减少被抽贷、断贷和压贷的可能，而且可以让没有获得贷款但受疫情影响没有现金流不能生存的潜力中小微企业获得贷款或再贷款。另一方面，银行对中小微企业实施免息，可以在供需停摆的疫情影响期内中小微企业因为最大比例的利息成本获得免除，从而可以防止休克的企业因成本负担而提前死亡。

常规宏观政策对中小微企业难救治

支持受疫情冲击最严重的中小微企业早已形成共识，国务院及各级政府部门也陆续出台了多项政策措施，但是由于中小微企业的弱势以及国家促进中小微企业发展的服务体系还不够完善，目前常规的宏观政策还无法支持“扩容疗法”，以拯救处在生死危急关头的中小微企业。



中小微企业抗风险能力相对较弱

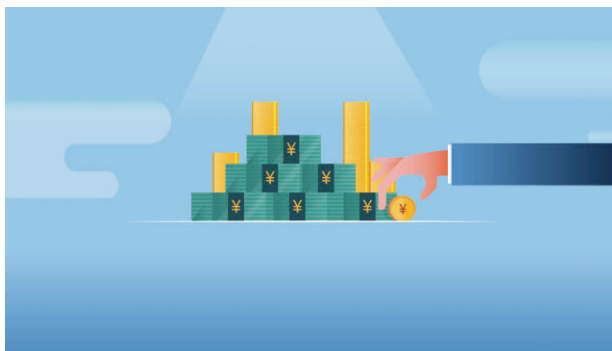


“扩容疗法”的资金“血液”需财政提供。救助危难中的中小微企业是一项公共工程，主要责任应由政府承担。商业银行贷款是市场行为，疫情本身也对商业银行造成一定负面冲击，免除中小微企业阶段性银行存量 and 新增贷款利息会造成银行的亏损。因此，中小企业休克期间的贷款利息负担应主要由政府公共政策给予解决，即应由政府财政代中小企业向银行支付疫情期间的阶段性贷款利息或者弥补银行免息的亏损。

常规的财政政策或力不从心或鞭长莫及。除了对中小微企业免租、减税、降费外，一方面，目前各级财政已经捉襟见肘，无法再直接拿出更多的真金白银为中小微企业弥补银行利息。过去两年财政收支缺口逐步扩大。而在疫情期间，除股票印花税、个税外，各项税收均出现严重的减收，且由于税收递延等因素，未来税收收入下降将更加严重。另一方面，政府发行的债券还无法惠及中小微企业。未来抗疫特别国债发行估计有其他特别的用处，目前安排



考虑专项国债对中小微企业、宏观经济、财政赤字率和市场流动性的定量影响和动态变化，统筹确定其他国债发行的规模与节奏、其他中小微企业政策的力度和节奏，以及其他货币政策工具收放的规模和节奏。



常规的货币政策无法“扩容”中小微企业

由政府专项债券和地方债券等主要用于新老基建等投资，均难惠及中小微企业。

常规的货币政策无法“扩容”中小微企业。首先，更加灵活稳健货币政策对中小微企业救助有限。疫情出现以来，灵活的货币政策虽然向市场释放较多的流动性。但由于中小企业规模小、素质低、风险大，商业银行并没有意愿向中小微企业放贷。在过去，每次大水漫灌的扩张性货币政策最后最少得益的是中小微企业，而每次紧缩性的货币政策最先最大受影响的也是中小微企业。对于这次疫情中的中小微企业，总体的货币政策仍然是失灵的。其次，针对中小微企业结构性金融政策具有局限性。疫情出现以来，金融机构通过增加政策性银行 3500 亿元专项信贷额度，增加面向中小银行的再贷款再贴现额度 1 万亿元，为企业特别是中小微企业和个体工商户提供低成本贷款 2.85 万亿元，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点，金融机构对 110 多万户中小微企业超过 1 万亿元贷款本息办理延期还本或付息等，多渠道支持中小微企业。但是，一方面，相对于近亿家中微企业和 37 万亿元的存量贷款，这些措施惠及面比较小。另一方面，虽然出台了一系列货币及金融救助政策，由于没有相应的尤其在财政方面的成本分摊和风险分担机制，金融机构至少从理论上说缺乏落实政策的积极性，从而使这些政策大打折扣。

中小微企业难以通过直接发债实现“扩容”。由于中小微企业弱质，自身也无法向大企业那样，可以通过直接发债从市场大规模融资，从而实现资金血液“自我扩容”以解决其流动性问题。3月31日召开的国务院常务会议确定了进一步强化对中小微企业普惠性金融支持措施，其中包括支持金融机构发行 3000 亿元小微金融债券，全部用于发放小微贷款，但这一发行规模也相对较小。另外，虽有“发行增信集合债券、小微企业信贷资产标准化和债券化，给受到疫情影响的中小微企业提供流动性支持”等建议，但由于存在诸多短期内难以逾越的制度和政策及配套服务条件等障碍，难以立即付诸实施，可谓远水解不了近渴。

SPECIAL NATIONAL DEBT

Issuance is feasible

专项国债可助力“扩容医治”中小微企业

专项国债可以助力“扩容医治”。中小微企业抗疫专项国债（下称“专项国债”）就是：财政向市场发行专项国债筹集资金，专门用于弥补已经发生和将要发生的商业银行对中小微企业贷款免息损失，从而保证中小微企业在疫情期间的资金“血容量”及时得到补充或增加。主要有三个关键环节：首先，财政根据弥补银行免息损失的实际需求向市场发行专项国债。其次，商业银行向中小微企业实施阶段性免息或者退息。再次，财政使用发债筹集资金弥补商业银行免息的损失。

在疫灾的急难时期，在常规的财政政策和货币政策对中小微企业纾困失灵的情况下，将财政政策与货币政策相结合，发行专项国债专门用于银行贷款中小微企业疫情影响期间免息补贴等，可以防止暂时休克的中小微企业因信贷利息成本重压而死亡，可以避免银行断贷、抽贷和压贷而立即死亡，可以使银行为中小微企业继续提供信贷从而使其活起来。

专项国债是“扩容疗法”的杠杆。专项国债不是用于直接向中小企业贷款。而是用于弥补疫情导致的利息损失，财政通过弥补这个损失，可以使商业银行对中小微企业提供的资金“血容量”得以维持和扩容，同时使得中小微企业因疫情冻结利润的同时成本也得以冻结。因此，专项国债是扩大中小微企业资金“血容量”的“泵血资金”，这是对休克的中小微企业实施扩容救治的杠杆性和机制性措施。

专项国债发行具有可行性。首先，政府发债的市场需求还较大。商业银行和住户部门有积极性购买安全性高的国债资产。居民金融资产占比较低，商业银行存款准备金率高，都有条件购买政府专项国债；其次，政府发债的操作空间还较大。2019年底中国政府债务率为54.2%，一般预算赤字率2.8%，都处于世界平均水平之下。目前初步安排1万亿元的抗疫特别国债和1.6万亿元的专项国债，总体规模偏小，可以考虑再增加1万亿元的专项国债使用。

专项国债发行应做到“三定”。专项国债不是用于直接向中小企业贷款，而是用于弥补疫情导致的利息损失，从而维持和扩容银行对中小微企业的资金“血容量”，同时使



救助经济的基本指向是急难险重

得中小微企业因疫情冻结利润的同时成本也得以冻结。专项国债是“扩容疗法”的杠杆。为此，专项债券应做到：一是定向使用，作为银行对中小微企业的贷款利息弥补和贷款奖励，不是给中小微企业直接贷款和大水漫灌的补贴，而是聚焦到非常狭窄的中小微企业的贴息这个“点”上；二是定量发行，应控制发行的总量。一方面，考虑专项国债发行总量占全部政府债券的比例以及政府赤字率、释放流动性对金融市场影响的安全和合理区间等。另一方面，考虑发行规模主要是满足小企业的银行利息部分弥补和贷款奖励。2019年底全国小微企业贷款余额36.9万亿元，按照中型企业与此规模相当的估算，目前小微企业总贷款余额应在80万亿元左右，年利息4万亿元，考虑到一些救助条件可以减少50%，再考虑仅弥补三分之二的利息损失比例，如果考虑对一些企业仅部分减息，发行总额1万亿元专项国债比较可行；三是定期发行，在总量确定的情况下，可以根据需求情况及其动态变化，把握节奏分期发行。

专项国债发行意义重大。发行专项国债，为中小微企业的“扩容疗法”提供杠杆资金，投入小，作用大。中小微企业占市场主体的90%，贡献80%以上的城镇劳动就业。如果发行1万亿元专项特别国债，让超过50%的中小微企业获得免息的“扩容医治”，加上其他政策支持，多数中小微企业就能够获得应救尽救，可以保住数亿人的就业和收入。🚫

（摘编自《财经》）