

# 美英企业纾困计划的经验与启示

新冠疫情初期，美国和英国都曾推出一系列企业纾困政策，实现了保市场主体和保就业的效果。本文拟通过梳理美英两国的相关经验，为中国助企纾困提供政策参考。

- 疫情持续冲击下的非对称影响，需要结构性政策的定向支持。具体来看，直达实体的企业纾困政策应有两大侧重点：一是需为市场主体解决流动性和偿付能力问题，二是应以稳就业、稳民生为优先导向。
- 在疫情初期，美国推出了针对小型企业的薪资保障计划，如果借款企业将 PPP 贷款 60% 的资金用于支付员工工资即可免还，有效实现了保市场主体和保就业的双重目标。此外，美联储协同推出了薪资保障计划便利工具为贷款机构提供流动性支持，提高了计划实施的有效性。针对中型企业，美联储还推出了主街贷款计划，由美国财政部出资作为担保，美联储提供贷款资金。但最终实施效果不佳，其机制设计没有调动银行参与积极性。
- 英国在疫情期间推出了就业保障计划，为受困疫情企业支付 80% 的员工工和保险费用，该计划非常有效地起到了保就业的效果，英国失业率在疫情严重期间并未出现大幅攀升。另外，英国还针对不同规模企业推出了三项贷款担保计划，由政府提供 80% 或 100% 的贷款担保，鼓励银行向实体企业贷款。作为辅助，英格兰银行推出了针对大型企业的新冠疫情融资工具，解决商业票据的融资问题。总体来说，三项担保计划及融资工具全面覆盖了各类企业的资金需求。
- 近期，中国出台了一系列结构性的企业纾困政策，起到定向支持和精准滴灌的作用。财政政策包括加快留抵退税进度，增加退税额度，提高失业保险稳岗返还比例等。货币政策结构性工具也不断推陈出新，定向支持重点环节和薄弱领域。但相较而言，现阶段出台的助企纾困措施以流动性支持政策为主，偿付能力支持政策较少。
- 美英助企纾困的政策对中国提供了以下四点借鉴：一是流动性和偿付能力支持政策双管齐下，全方位保市场主体从而保就业；二是政府部门通过杠杆的腾挪，加大对民间部门的支持力度，保持民间资产负债表的健康；三是设计有效的贷款激励机制，调动金融机构参与积极性；四是强调财政货币政策协同，提升政策实施效能。
- **风险提示：** 新冠疫情影响超预期，市场主体面临困难加大。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

## 目录

一、疫情下的企业纾困政策思路.....	5
二、美国的企业纾困计划.....	6
(一) 薪资保障计划.....	6
(二) 主街贷款计划.....	9
三、英国的企业纾困计划.....	12
(一) 就业保障计划.....	12
(二) 政府贷款担保计划.....	12
四、对中国的借鉴与启示.....	14
(一) 中国企业纾困政策梳理.....	14
(二) 美英经验对中国的借鉴与启示.....	16
五、主要结论及政策建议.....	18

## 图表目录

图表 1. 助企纾困的政策选项.....	5
图表 2. 美国 PPP 计划运作流程.....	6
图表 3. 美国 PPP 三轮计划推出时间及使用情况 .....	7
图表 4. 美国三轮 PPP 贷款发放总金额.....	7
图表 5. 美国 PPP 贷款的累计使用情况.....	7
图表 6. 美联储 PPPLF 日度和累计使用金额 .....	8
图表 7. 美国按企业规模就业人数及失业率 .....	8
图表 8. 美国当周初次申领失业金人数.....	8
图表 9. 美国主街贷款计划主要条款 .....	10
图表 10. 美国主街贷款计划日度和累计使用金额.....	11
图表 11. 美国主街贷款日均利率及企业债收益率.....	11
图表 12. 英国各年龄段失业率.....	12
图表 13. 英国累计参与就业保障计划的员工数.....	12
图表 14. 英国三项贷款担保计划条款 .....	13
图表 15. 英国三项政府担保计划的使用情况 .....	13
图表 16. 英国疫情企业融资工具周度及累计使用金额.....	13
图表 17. 2022 年以来中国企业纾困政策梳理 .....	14
图表 18. 2020 年以来的结构性货币政策工具 .....	15
图表 19. 美国、英国及中国政府和非金融部门杠杆率.....	16

2022年3月中旬以来，国内疫情多点散发，叠加外部环境超预期因素增多，中国经济循环畅通遇到新的阻力，市场主体困难明显加大。为此，4月29日中央政治局会议首次提出疫情要防住、经济要稳住、发展要安全，并提到要加大宏观政策调节力度，扎实稳住经济，抓紧谋划增量政策工具。本文拟通过分析疫情下企业纾困政策思路，借鉴美英两国的经验，为中国助企纾困提供政策参考。

## 一、疫情下的企业纾困政策思路

疫情持续冲击带来的影响不同于传统的经济下行周期，尤其是对不同地区、行业、人群带来的影响是非对称、不均衡的，而传统宏观调控政策更偏向总量，如何定向支持受疫情重创的市场主体成为政策面临的难题。由此，许多国家开始创新直达实体的政策工具，具体来看，疫情下的企业纾困政策应有两大侧重点：

**一是需为市场主体解决流动性和偿付能力问题。**在新冠疫情暴发初期，国际货币基金组织（IMF）曾总结<sup>1</sup>，疫情下经济活动受限使得市场主体面临流动性和偿付能力两方面的压力。由此建议，针对流动性问题可以考虑低息贷款和延期还款等举措，解决偿付压力则需要借助政府补贴和直接转移支付（见图表 1）。货币政策可以通过降准、降息等总量工具为市场主体提供流动性，但是在疫情持续发展演变、不确定性加大的情形下，市场主体加杠杆意愿减弱，财政政策可以更有效地通过转移支付等手段，帮助市场主体解决偿付能力问题。

美联储主席鲍威尔在 2020 年新冠疫情暴发初期，也就货币政策应对公共卫生危机中的作用讲过三层意思：第一，货币政策能购买有毒资产，但不能解决新冠病毒；第二，货币政策能够维护企业资金链，但恢复不了供应链；第三，货币政策能提供流动性，但是解决不了企业和家庭的现金流。尤其是针对第三点，鲍威尔强调，美联储拥有借贷权（lending power），而不是支出权（spending power）。美联储的贷款可以在企业流动性暂时中断时提供一座桥梁，帮助借款人度过危机。但经济复苏需要一些时间聚力，随着时间拉长，流动性问题可能会变成偿付能力问题。疫情下，有偿债能力的借款人可以从各项贷款计划中受益，但许多市场主体需要直接的财政支持，而不是难以偿还的贷款<sup>2</sup>。

图表 1. 助企纾困的政策选项

流动性	偿付能力
贷款展期	基于过去收入直接补贴（税收相关）
延期缴税和社保缴费	发放稳岗补贴
政府提供信用担保	债务豁免
购买商业票据和债券	注资
央行直接提供信贷	

资料来源：IMF，中银证券

**二是应以稳就业、稳民生为优先导向。**就业是最大的民生，也是稳定经济的重要支撑。各国中小企业都是吸纳就业的主力军。比如在美国，截止 2021 年末，雇佣人数在 500 人以下的小企业共有 3250 万家，占企业总数的 99.9%，总雇员数占美国总就业人数的 47%；在英国，截止 2021 年初，雇佣人数在 250 人以下的小企业共有 558 万家，占企业总数的 99.9%，总雇员数占总就业人数的 61%<sup>3</sup>。然而，在疫情持续冲击的作用下，小企业面临收入骤减、成本刚性、经营恢复不确定等多重压力，其抗风险能力较弱，迫于经济压力很可能通过裁员来降低成本，这将直接导致失业率上升，居民收入下降，社会消费下滑，经济循环运转不畅。因此，保市场主体是保就业的关键，防止经济陷入企业破产裁员-失业率上升-消费下滑的负向循环。

<sup>1</sup> <https://blogs.imf.org/2020/04/01/economic-policies-for-the-covid-19-war/>

<sup>2</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200513a.htm> 和 <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200409a.htm>

<sup>3</sup> <https://cdn.advocacy.sba.gov/wp-content/uploads/2021/08/30/144808/2021-Small-Business-Profiles-For-The-States.pdf> 和 <https://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/SN06152/SN06152.pdf>

## 二、美国的企业纾困计划

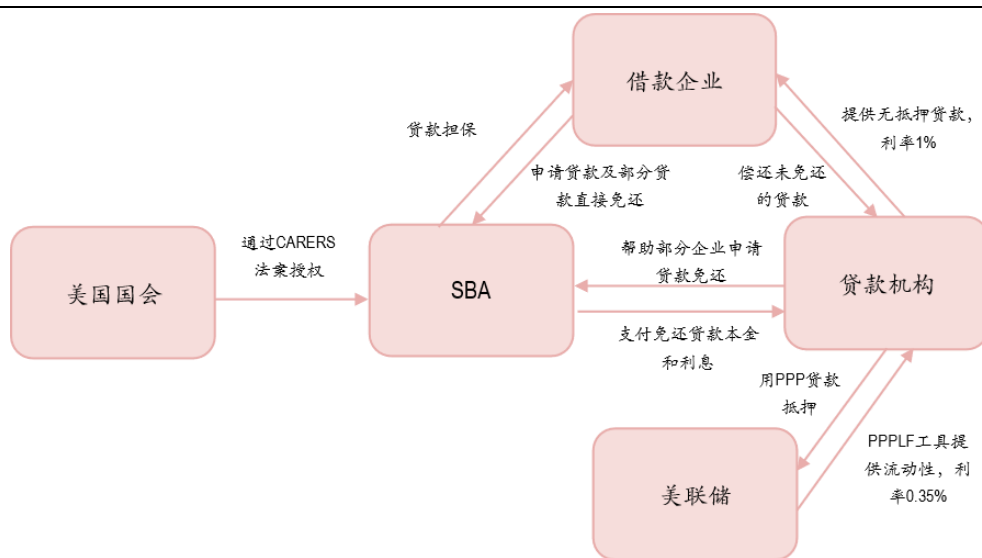
### (一) 薪资保障计划

美国国会在 2020 年 3 月的《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》（CARES Act）中，推出了针对小微企业和非营利组织的“薪资保障计划”（Paycheck Protection Program, PPP），帮助小企业维持经营运转，减少裁员和破产。

#### 运作流程及特点

借款企业将 PPP 贷款主要资金用于支付工资支出即可免还。PPP 计划全程由美国小企业管理局 (Small Business Administration, SBA) 管理，其运作流程是，符合规模在 500 人以下或其他符合条件的小企业或者个体工商户可以向金融机构无抵押申请低息贷款，由美国小企业管理局提供 100% 担保（见图表 2）。如果申请主体在获得贷款的 8 周内将至少 75% 的贷款资金用于支付员工工资，且保证不裁员，则企业有资格获得贷款免除。2020 年 6 月 5 日，美国国会进一步放松了 PPP 计划的一些限制条件，将要求的薪酬支出比例下调为 60%，资金使用周期延长至 24 周，贷款期限从 2 年延长到 5 年，延期支付时间由 6 个月增加至 10 个月。

图表 2. 美国 PPP 计划运作流程



资料来源：SBA，中银证券

贷款计划的激励机制设计较为完善。一是 SBA 为所有 PPP 贷款提供担保且不收取任何费用，借款企业通过贷款免除后，SBA 将全额支付本金和利息，金融机构几乎不用承担任何风险和坏账责任。二是监管方面对放贷机构没有最低资本要求，传统商业银行、保险机构、非银存款机构以及金融科技公司等通过申请后，都可以参与放贷。三是美国监管机构（包括美联储理事会、美国联邦存款保险机构）联合发布声明，PPP 贷款不会纳入金融机构的资本和流动性监管考核指标。

美联储协同参与 PPP 计划为贷款机构提供流动性。在 2020 年 3 月 PPP 贷款计划推出后，美联储于 4 月 9 日推出了薪资保障计划流动性便利（Paycheck Protection Program Liquidity Facility, PPPLF）。参与计划的金融机构可用 PPP 贷款作为抵押向美联储申请贷款，可贷金额为抵押 PPP 贷款的总面值。PPPLF 的特点是利率低，无其他手续费用，而且无追索权，贷款条款对于金融机构相对友好。美联储通过 PPPLF 工具向贷款机构提供流动性支持，激励金融机构参与 PPP 贷款发放，提高计划实施的有效性。



## 实施进展及结果

PPP 贷款共发放了三轮。第一轮总金额 3490 亿美元，包括在美国 3 月 27 日通过的 CARES 法案中；第二轮通过 4 月 24 日推出的《薪资保护计划和医疗保健增强法》发放，总金额 3200 亿美元；第三轮通过 2020 年 12 月 28 日的《冠状病毒救助和政府资助法案》发放，金额为 2840 亿美元。4 月 3 日，第一轮开放申请，贷款需求非常旺盛，13 日内 3490 亿美元的额度就已用完，最终获批金额为 3423 亿美元。相较而言，第二轮额度使用比例最低，3200 亿美元的额度，最终仅使用了 1889 亿美元，第三轮使用比例较高，2840 亿美元的额度使用了 2777 亿美元，或因为第三轮与前两轮间隔时间较长，小微企业资金需求增加，SBA 对贷款流程操作也更熟悉。最终，三轮获批 PPP 贷款总数量为 1082 万笔，共有 5467 家金融机构参与贷款，金额合计 7998 亿美元（见图表 3）。

图表 3. 美国 PPP 三轮计划推出时间及使用情况

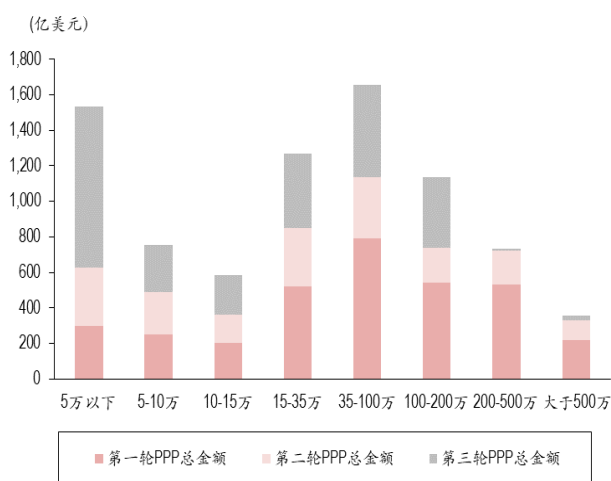
PPP 轮次	法案	申请时间	计划总金额 (亿美元)	最终获批金额 (亿美元)	贷款平均金额 (美元)
第一轮	《冠状病毒援助、救济和经济安全法案》(“CARES 法案”)	2020.4.3-2020.4.16	3,490	3,423	206,022
第二轮	《薪资保护计划和医疗保健增强法案》	2020.4.27-2020.8.8	3,200	1,889	73,485
第三轮	《冠状病毒救助和政府资助法案》	2021.12.27-2021.5.31	2,840	2,777	41,560
总计			9,530	7,998 <sup>4</sup>	74,115

资料来源：SBA，中银证券

注：SBA 于 2021 年 5 月 31 日公布最终贷款总额，其中剔除了重复和未获批的贷款。

从贷款发放结构来看，第一轮贷款发放更集中于较大规模企业，单笔贷款规模 35-100 万的比例最高，贷款平均金额为 20.6 万美元；第二轮贷款规模分布相对均匀，但支出进度缓慢，3200 亿美元的额度最终仅使用了 1889 亿美元；第三轮更侧重于小微企业，单笔贷款规模 5 万以下的比例最高，贷款平均金额仅为 4.2 万美元（见图表 3 和 4）。从发放进度来看，较大规模的企业贷款进度更快。前两轮贷款申请中，员工数量在 200 人以上的企业完成比例达到 93%，而小于 200 人的企业仅完成 64%（见图表 5）。

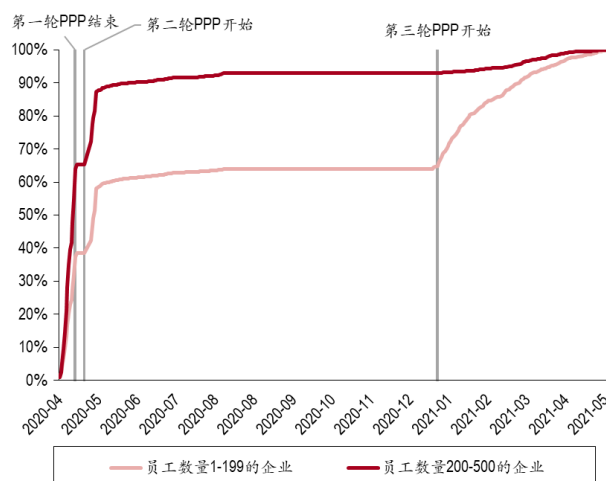
图表 4. 美国三轮 PPP 贷款发放总金额



资料来源：SBA，中银证券

注：横轴按照单笔贷款金额分组，纵轴为各组的总贷款金额。

图表 5. 美国 PPP 贷款的累计使用情况

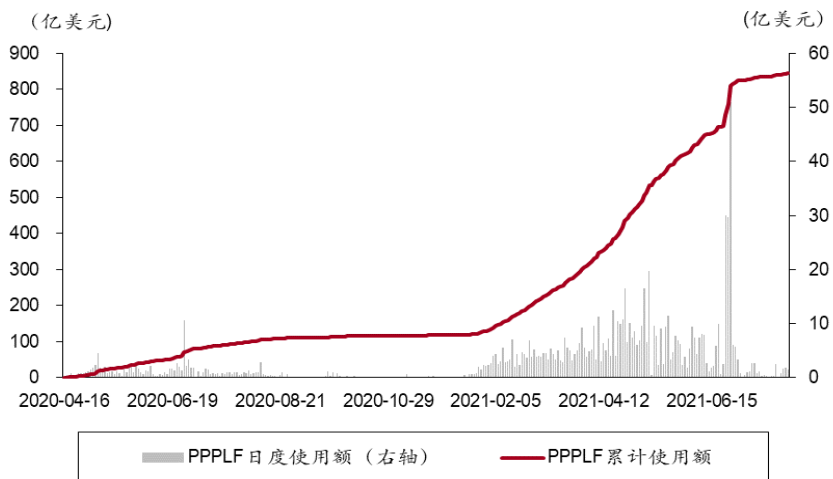


资料来源：SBA，中银证券

<sup>4</sup> [https://www.sba.gov/sites/default/files/2021-06/PPP\\_Report\\_Public\\_210531-508.pdf](https://www.sba.gov/sites/default/files/2021-06/PPP_Report_Public_210531-508.pdf)

此外，美联储的 PPPLF 工具发挥了积极作用，为金融机构的融资提供了有力支撑。到 2021 年 7 月 30 日 PPPLF 工具使用终止，累计使用金额 845 亿美元，约占 PPP 贷款总规模的 10%（见图表 6）。其中，大部分使用量集中在 2021 年第三轮 PPP 贷款发放后，缓解了金融机构在计划后期的流动性压力。

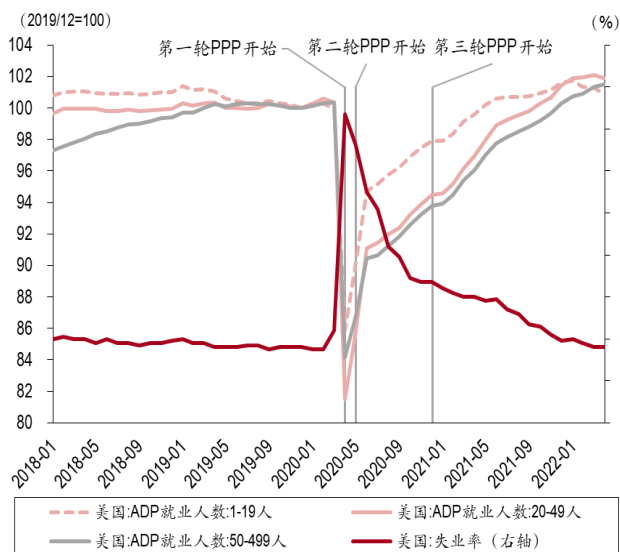
图表 6. 美联储 PPPLF 日度和累计使用金额



资料来源：美联储，中银证券

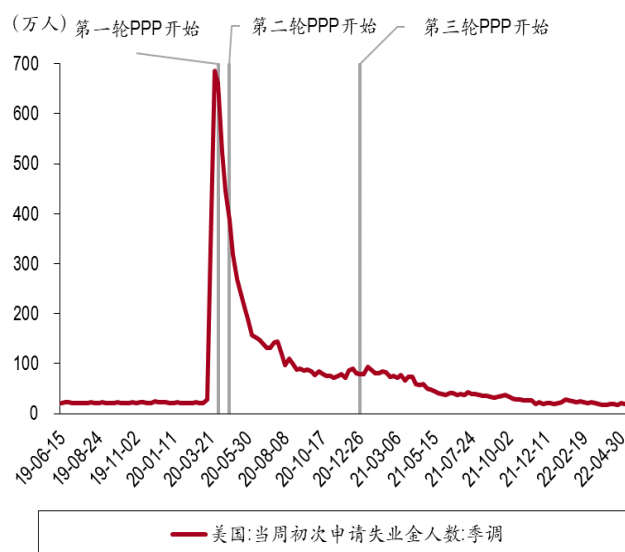
从实现效果来看，在 PPP 计划实行后，美国失业率从 2020 年 4 月的高点 14.7% 开始快速下降，到 2021 年 5 月第三轮贷款结束，失业率已降至 5.8%。不同规模企业的就业人数也逐渐回升，尤其是 1-19 人规模的企业最快回升至疫情前水平（见图表 7）。同期，每周初次申请失业金人数也由 662 万人的高点降至 39 万人（见图表 8）。美国 NBER 的研究发现，PPP 计划的保就业效果在 2020 年 5 月份时最佳，随后逐渐下降。据测算，截止 2020 年 5 月份，PPP 计划将获得贷款企业的就业率提高了 2-5 个百分点，帮助小企业多保留了 360 万个工作岗位。到 2020 年末，就业率的提高比例降至 0-3 个百分点，多保留了 140 万个工作岗位<sup>5</sup>。

图表 7. 美国按企业规模就业人数及失业率



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美国当周初次申领失业金人数



资料来源：万得，中银证券

<sup>5</sup> 参考 Autor, David H. and Cho, David and Crane, Leland Dod and Goldar, Mita and Lutz, Byron F. and Montes, Joshua and Peterman, William and Ratner, David and Villar Vallenias, Daniel and Yildirmaz, Ahu, An Evaluation of the Paycheck Protection Program Using Administrative Payroll Microdata (April 2022). NBER Working Paper No. w29972,



### 运作过程存在的问题

**第一，PPP 贷款发放规模不均匀。**由于计划推出到执行时间过于仓促，因此美国政府在法案中没有给出计划的详细说明和流程指导，SBA 只是规定“先到先得”原则，这导致大银行优先将贷款发放给此前有过合作的公司，以此来尽量降低贷款违约风险<sup>6</sup>。结果是较大规模的企业优先获得贷款（见图表 5），这使得真正需要资金救济的小微企业和个体户，因为此前没有和大银行合作的信用记录而无法获得贷款<sup>7</sup>。

**第二，PPP 计划的性价比不高。**一方面政府在制定贷款计划很难估计贷款实际需求量，另一方面又想尽全力覆盖所有的中小企业，这就需要在贷款覆盖面和计划额度之间进行权衡。NBER 研究测算，保存一个工作岗位一年的成本为 16.9-25.8 万美元，约为美国薪酬中位数 5.8 万美元的 3.4-5.2 倍。

**第三，PPP 贷款的道德风险。**根据华尔街日报报道，PPP 贷款中仍有不少欺诈行为，不少借款企业将资金另谋他用，或是新成立公司骗取贷款。财政部数据显示，仅 2020 年 9 月，美国的银行共报告了 2495 起贷款欺诈事件，超过了过去 6 年数据的总和<sup>8</sup>。

## （二）主街贷款计划

美国还推出了规模 6,000 亿美元的“主街贷款计划”(Main Street Lending Program, MSLP)，由美联储和财政部共同创立，旨在向企业员工人数不超过 1.5 万人或营收不超过 50 亿美元的公司或非营利组织提供贷款。此类公司规模居中，一方面规模不满足在资本市场募集资金的条件，另一方面 PPP 贷款额度又太小不足以满足其经营需要。

### 运作流程及特点

主街贷款计划的具体操作是，由美国财政部出资 750 亿美元的股权成立一家特殊经营实体公司 (SPV)，借款人通过银行申请贷款，银行可以将贷款面值的 95% 出售给该 SPV，美联储向银行提供贷款资金，计划规模为 6000 亿美元。理论上，这种机制设计令财政部成为最终损失的承担主体，在央行和金融体系的杠杆效应下，试图通过运用少量的财政资金起到大规模支持实体经济的效果。

该计划在 2020 年 4 月 9 日宣布并开始征求广泛意见，一直到 2020 年 7 月 6 日才正式实施，到 2021 年 1 月 8 日结束，主要推出了三种工具：主街新增贷款工具 (Main Street New Loan Facility, MSNLF)，主街优先贷款工具 (Main Street Priority Loan Facility, MSPLF) 和主街扩展贷款工具 (Main Street Expanded Loan Facility, MSELF)。三者的主要区别是，新增贷款工具和优先贷款工具是对企业发放新增贷款，两者的主要区别是对企业杠杆率的要求不同；扩展贷款工具则是对企业现有贷款的补充。而且使用门槛更低，可申请贷款额度区间更大（见图表 9）。

<sup>6</sup> 参考叶辅靖,李毅伊,孔亦舒,薛啸岩,尹佳音,陈大鹏,张一婷.国家发展和改革委员会对外经济研究所课题组,美国薪资保障计划及效果[J].中国金融,2020(15):84-86.

<sup>7</sup> 参考 Cole, A. (2020). The Impact of the Paycheck Protection Program on Small Businesses: Evidence from Administrative Payroll Data.

<sup>8</sup> <https://www.wsj.com/articles/ppp-was-a-fraudster-free-for-all-investigators-say-11604832072>

图表 9. 美国主街贷款计划主要条款

	新贷款工具(MSNLF)	优先贷款工具(MSPLF)	扩展贷款工具(MSNLF)
贷款期限	5 年		
本金支付	本金支付可延期两年。第 3-5 年还款比例：15%、15%、70%		
利息支付	可延期一年		
利率	LIBOR + 3%		
贷款规模	10 万-3500 万美元	10 万-5000 万美元	1000 万-3 亿美元
所有未偿债务/2019 年调整后 EBITDA	4 倍	6 倍	6 倍
贷方金融机构参与率	5%		
美联储参与率	95%		
是否允许提前还款	允许，且没有罚款		
企业规模限制	1.5 万名员工及以下，或 2019 年收入 50 亿美元及以下		
贷款费用	收取部分发行手续和交易费用		

资料来源：美联储，中银证券

### 实施进展及结果

**最终主街贷款计划的实施效果不及预期。**截至 2020 年 12 月底，三项贷款工具仅总共使用了 165 亿美元（共 1830 笔贷款），而且 106 亿美元（共 1184 笔贷款）是在计划的最后两个月发放的（见图表 10），这与使用规模超 8000 亿美元的 PPP 贷款形成明显对比。主要原因是：

**第一，主街贷款计划的条款相对严格，尤其是对杠杆率的要求，把很多需要资金，但负债率高的企业拒之门外。**

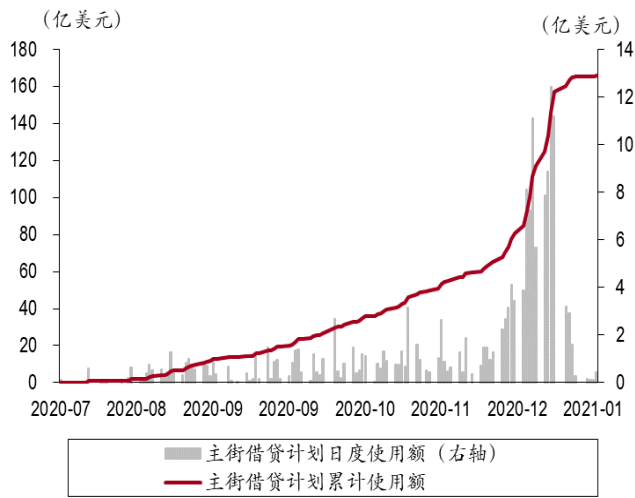
**第二，主街贷款的利率不具有吸引力。**按照规定，三类贷款工具的利率均为 LIBOR+3%，而且还会收取贷款手续和交易费用。根据美联储公布的主街贷款数据，所有主街贷款的平均利率为 3.18%，大幅高于薪资保障计划的 1%。而且，与同时期美国企业信用债收益率相比，利率基本接近最低级别的投资级债券，资质好的公司其实可以以更低的利率在市场上获得融资（见图表 11）。

**第三，银行缺乏参与动力。**所有主街贷款均由银行完成信贷审查并发放，流程上与普通贷款没有差别，还额外增加了给美联储审批的步骤，但是贷款手续费用却没有增加。另外，计划规定美联储对主街贷款追索权，这一条款对银行来说并不友好，加之银行需要保留 5% 的贷款金额，银行仍要承担风险，这意味着贷款审核更严格。美联储问卷显示，在接受调查的 86 名贷款审批人员中，有 44 名曾拒绝向受疫情影响较大但疫情前财务状况良好的企业提供主街贷款<sup>9</sup>。

总体来说，主街贷款申请门槛较高，利率对借方没有吸引力，机制设计没有调动银行参与积极性，最终没有解决中小企业贷款难的问题。

<sup>9</sup> <https://www.npr.org/sections/money/2020/10/13/922199563/trouble-on-main-street>

图表 10. 美国主街贷款计划日度和累计使用金额



资料来源: 美联储, 中银证券

图表 11. 美国主街贷款日均利率及企业债收益率



资料来源: 美联储, 万得, 中银证券

## 三、英国的企业纾困计划

### (一) 就业保障计划

相较于美国的薪资保障计划，英国则在保就业上更进一步。2020年疫情初期，英国推出针对企业的“就业保障计划”（Coronavirus Job Retention Scheme, CJRS）和针对自雇者的“收入支持计划”（Self-Employment Income Support Scheme, SEISS）来稳定就业。两项计划由2020年3月1日开始实施，到2021年9月30日结束。

以就业保障计划为例，其具体操作是，对疫情期间经营困难的企业，如果保留员工的岗位，政府将支付员工工资的80%，最高可达每月2500英镑。随后，CJRS计划的政府覆盖率在2020年9月、降为工资的70%，10月降至60%（最高1875英镑）。此项计划帮助企业负担了大部分人力成本，类似于让企业进入了“休眠”模式，员工带薪休假，政府帮助企业度过疫情冲击，待经济重启后再让员工重返工作岗位。

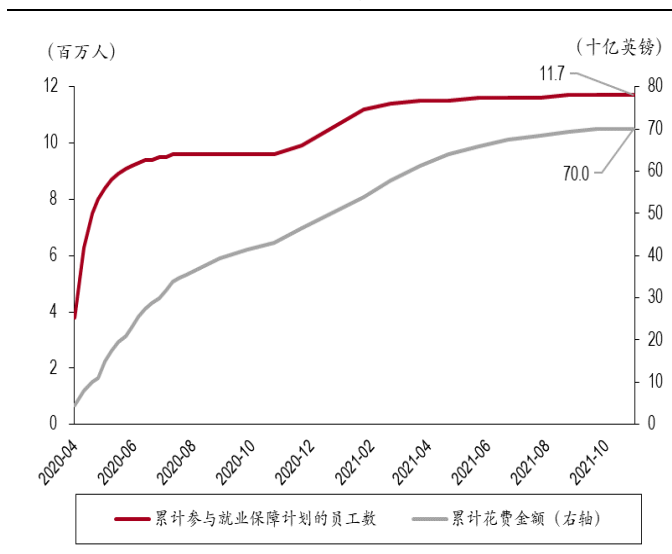
该计划非常有效地起到了保就业的效果。英国失业率在疫情严重期间并未出现大幅攀升，16-64岁人口的失业率最高点为2020年12月的5.3%（见图表12）。在整个计划实施过程中，累计有1170万的员工接受CJRS的补助，约占英国总就业人数的36%，共花费了英国政府700亿英镑（见图表13），约占2020年GDP的3%。

图表 12. 英国各年龄段失业率



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 英国累计参与就业保障计划的员工数



资料来源：英国财政部，中银证券

### (二) 政府贷款担保计划

在2020年疫情初期，英国财政部先后推出了三项针对不同规模企业的贷款担保计划，包括最早在3月23日推出的冠状病毒业务中断贷款计划（Coronavirus Business Interruption Loan Scheme, CBILS），主要用来支持中小企业；4月20日延伸至大型企业，推出冠状病毒大企业中断贷款计划（Coronavirus Large Business Interruption Loan Scheme, CLBILS）。政府通过两项贷款担保计划给因疫情业务中断的企业贷款提供80%担保，中小企业最高担保金额为500万英镑，大企业数额最高为2亿英镑。

随后，CBILS 计划出现申请门槛高，获批时间长等问题，真正需要资金的小企业仍无法获得贷款。英国政府进一步降低了贷款门槛，加大政府担保比例，并简化申请流程，于 5 月 4 日推出针对小企业的反弹贷款计划（Bounce Back Loan Scheme，BBLs），最高可为 5 万英镑的贷款提供 100% 的担保，而且贷款期限最长为 10 年（见图表 14）。结果该项计划推出后需求非常旺盛，一周之内，三项计划便收到了 43 万份申请，最后批准了 30 万笔贷款，总贷款金额超 150 亿英镑，其中 BBLs 占批准数量的 88% 以上，占总贷款金额超 56%。

图表 14. 英国三项贷款担保计划条款

	冠状病毒业务中断贷款计划 (CBILS)	冠状病毒大企业中断贷款计划 (CLBILS)	反弹贷款计划 (BBLs)
推出时间	2020.3.23-2021.3.21	2020.4.20.-2021.3.21	2020.5.4-2021.3.21
申请条件	年营业额 4500 万以下	年营业额 4500 万以上	无营业额要求
最高担保金额	500 万英镑	2 亿英镑	从 2000 英镑到营业额的 25% 不等。最高为 5 万英镑
担保比例	80%	80%	100%
政府贡献	政府担负前 12 个月的贷款利息和相关贷款费用。	---	政府担负前 12 个月的贷款利息。前 12 个月无需还款。
利率	由贷款机构决定	由贷款机构决定	年化 2.5%
贷款期限	3 年或 6 年	3 个月到 3 年	最长 10 年。允许提前还款，并且没有额外费用。
担保费用	中小企业无担保费。贷款机构需支付部分费用参与该计划。	贷款机构需支付部分费用参与该计划。	贷款方和借款方都没有担保费用。

资料来源：英国财政部，中银证券

最终，三项计划于 2021 年 3 月 31 日结束，总获批贷款金额达到 793 亿英镑，共批准贷款 167 万笔，大致相当于英国 28% 的企业都获得了贷款<sup>10</sup>。其中，BBLs 贷款金额占比接近 60%，数量占比超过 93%（见图表 15）。

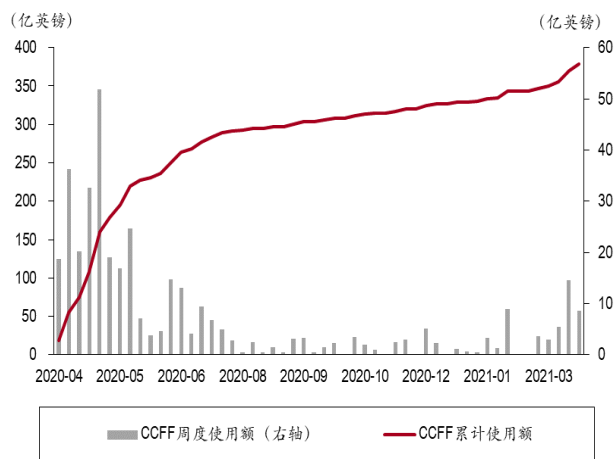
作为财政部贷款担保计划的辅助，英格兰央行也在 2020 年 4 月推出了新冠疫情企业融资工具（Covid Corporate Financing Facility，CCFF）来满足更大型企业的资金需求。英格兰银行可以直接在一级和二级市场上购买投资级公司的商业票据，为大公司进一步提供资金支持。根据英格兰银行的数据，最终有 107 多家公司参与 CCFF 计划，总使用金额达到 378 亿英镑（见图表 16）。三项贷款担保计划和英格兰银行的 CCFF 工具有效覆盖了各类型企业的资金需求，总计提供了 1171 亿英镑的流动性，占 2020 年英国 GDP 的 5.5%。

图表 15. 英国三项政府担保计划的使用情况

	总贷款金额 (亿英镑)	贷款金额占比 (%)	总贷款数量 (笔)	贷款数量占比 (%)
冠状病毒业务中断贷款计划 (CBILS)	264	33.3	109,877	6.6
冠状病毒大企业中断贷款计划 (CLBILS)	56	7.1	753	0.05
反弹贷款计划 (BBLs)	474	59.8	1,560,309	93.4
总计	793	100	1,670,939	100

资料来源：英国财政部，中银证券

图表 16. 英国疫情企业融资工具周度及累计使用金额



资料来源：英格兰银行，中银证券

<sup>10</sup> <https://researchbriefings.files.parliament.uk/documents/CBP-8938/CBP-8938.pdf>



## 四、对中国的借鉴与启示

### (一) 中国企业纾困政策梳理

新冠疫情暴发以来，中国便将保市场主体、保就业作为经济工作的重点。2020年疫情发生初期，曾发行1万亿特别国债，其中7000亿元用于公共卫生基础设施建设，3000亿元用于抗疫相关支出，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体，包括支持减免企业房租、创业担保贷款贴息、落实援企稳岗政策以及保困难群众基本生活等。2020年还新增了1万亿元赤字，与特别国债合计共2万亿元全部用于地方转移支付。另外，还发行了3.75万亿地方政府专项债，并实施阶段性大规模减税降费，全年为市场主体减负超2.6万亿元。

2022年3月下旬以来，国内疫情扰动再起，波及面广、冲击力强，市场主体面临更多经营困难和不确定性。4月29日，中央政治局会议强调，要稳住市场主体，对受疫情严重冲击的行业、中小微企业和个体工商户实施一揽子纾困帮扶政策。最近国务院常务会议也多次强调稳就业是经济运行保持在合理区间的关键支撑，要着力通过稳市场主体来保就业保基本民生，并密集部署出台了一系列助企纾困的政策（见图表17）。

图表 17. 2022 年以来中国企业纾困政策梳理

政策思路	主要纾困政策	具体内容
流动性	减税降费	延续实施扶持制造业、小微企业和个体工商户的减税降费政策，并提高减免幅度、扩大适用范围。对小规模纳税人阶段性免征增值税，对小微企业年应纳税所得额100万元至300万元的部分，再减半征收企业所得税。实施促进工业增长和服务业领域困难行业恢复发展的税费政策措施。
	缓缴社保费	延续实施阶段性降低失业保险、工伤保险费率政策1年。将中小微企业、个体工商户和5个特困行业缓缴养老等三项社保费政策延至年底，并扩围至其他特困行业，预计今年缓缴3200亿元。以个人身份参加企业职工基本养老保险的个体工商户和各类灵活就业人员，2022年缴纳费用有困难的，可自愿暂缓至2023年底前缴费，缴费年限累计计算。
	结构性货币政策工具	为受疫情影响较大的行业提供差异化的金融服务，用好支农支小再贷款、再贴现政策，适时增加支农支小再贷款额度；加大对小微企业等受困市场主体的金融支持力度，今年普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍。
	延长贷款期限	对中小微企业和个体工商户合理续贷、展期、支持银行年内延期还本付息，不影响征信记录。
偿付能力	政府融资担保	国家融资担保基金再担保合作业务规模新增1万亿元以上。对符合条件的交通运输、餐饮、住宿、旅游行业中小微企业、个体工商户，鼓励政府性融资担保机构提供融资担保支持，政府性融资担保机构及时履行代偿义务，推动金融机构尽快放贷，不盲目抽贷、压贷、断贷。计划安排30亿元资金，支持融资担保机构进一步扩大小微企业融资担保业务规模，降低融资担保费率。推动有条件的地方对支小支农担保业务保费给予阶段性补贴。
	退税	对增值税留抵税额实行大规模退税，重点支持制造业，优先安排小微企业，对小微企业的存量留抵税额于6月底前一次性全部退还，增量留抵税额足额退还。在更多行业实施存量和增量全额留抵退税，预计新增留抵退税1420亿元，全年退减税总量2.64万亿元。
	降低成本	各地要积极安排中小微企业和个体工商户纾困专项资金。结合本地实际向困难企业和个体工商户提供房屋租金、水电费、担保费、防疫支出等补助并给予贷款贴息、社保补贴等。2022年被列为疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的服务业小微企业和个体工商户承租国有房屋，2022年减免6个月租金，其他地区减免3个月租金。
偿付能力	失业保险稳岗返还	提高中小微企业失业保险稳岗返还比例。参保企业上年度未裁员或裁员率不高于上年度全国城镇调查失业率控制目标，30人（含）以下的参保企业裁员率不高于参保职工总数20%的，可以申请失业保险稳岗返还。将大型企业稳岗返还比例由30%提至50%，中小微企业返还比例从60%最高提至90%。
	留工扩岗补助	发放一次性留工培训补助。2022年1月1日至12月31日，累计出现1个（含）以上中高风险疫情地区的市县，可对因新冠肺炎疫情严重影响暂时无法正常生产经营的中小微企业，按每名参保职工不超过500元的标准发放一次性留工培训补助，支持企业组织职工以工作代替培训。企业招用毕业年度高校毕业生，可按每人不超过1500元的标准，发放一次性扩岗补助。

资料来源：中国政府网，各部门网站，中银证券



近期出台的政策以结构性工具为主，针对疫情的非对称冲击，起到定向支持和精准滴灌的作用。财政政策方面，推出的增量政策包括加快留抵退税进度，扩大适用范围，增加退税 1400 多亿元，全年退税 2.64 万亿元，整体力度超过 2020 年。还有不断扩大缓缴社保费的行业范围，提高企业失业保险稳岗返还比例等，帮助市场主体改善现金流。货币政策方面，总量层面多次降准、降息，结构性工具也不断推陈出新，定向支持实体经济的重点环节和薄弱领域（见图表 18）。

图表 18. 2020 年以来的结构性货币政策工具

时间	工具	具体内容
2020.1	3000 亿元抗疫专项再贷款	支持金融机构向相关直接参与防疫的重点医用物品和生活物资的重点企业提供优惠利率信贷支持。
2020.2	1000 亿元支农、3000 亿元支小再贷款、1000 亿元再贴现	加大金融支持有序复工复产力度，向受疫情影响较大的小微企业提供普惠式金融服务。
2020.3	再贷款再贴现 1 万亿元	引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、民营企业的支持力度，提高小微企业贷款、信用贷款、制造业贷款比重。
2020.6	新设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具	新创设的普惠小微企业延期支持工具和信用贷款支持计划具有更为显著的市场化、普惠性和直达性等特点。
2021.9	3000 亿元支小再贷款	引导地方法人金融机构加大对小微企业和个体工商户的贷款投放，降低融资成本。
2021.11	碳减排支持工具和 2000 亿元支持煤炭清洁高效利用	对符合条件的碳减排和煤炭清洁高效利用贷款本金分别提供 60%、100% 的再贷款支持。
2022.1	普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两项直达工具接续转换	将普惠小微企业贷款延期支持工具转换为普惠小微贷款支持工具，将普惠小微企业信用贷款支持计划并入支农支小再贷款管理。
2022.4	2000 亿元科技创新专项再贷款	加大科技创新企业支持力度，撬动社会资金促进科技创新。
2022.4	400 亿元普惠养老专项再贷款	支持金融机构向普惠养老服务机构提供优惠利率贷款，降低普惠养老服务机构的融资成本，推动增加普惠养老服务供给，加快健全养老服务体系。
2022.4	1000 亿元交通物流再贷款	加大对物流航运循环畅通的金融支持力度。
2022.5	1000 亿元支持煤炭清洁高效利用	支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力，保障能源安全稳定供应。
2022.5	普惠小微贷款支持工具额度和支持比例增加一倍	将普惠小微贷款支持工具的资金支持比例由 1% 提高至 2%，继续新增支农支小再贷款额度。
2022.6	8000 亿元政策性银行信贷额度	调增政策性银行 8000 亿元信贷额度，带动商业银行和社会资金支持基础设施的建设融资。

资料来源：中国人民银行，中银证券

但相较而言，中国现阶段出台的助企纾困措施以流动性支持政策为主，偿付能力支持政策较少。流动性支持政策主要是通过企业增加杠杆，用贷款资金缓解一时的压力。尽管推出了灵活还贷、低成本的贷款等支持政策，但对市场主体来说，仍是未来需要偿还的负债，需要持续稳定的收入才能保证偿付。然而，疫情给市场主体带来的是现金流冲击，收入恢复仍面临不确定，市场主体加杠杆意愿也不高。随着疫情持续，流动性压力可能演变为偿付压力。

**货币政策结构性工具需完善尽职免责安排和监管考核制度。**在宽货币方面发力的同时，宽信用环节也至关重要。但是，货币信用传导链条涉及流动性、资本、监管考核、风控授信、问责机制、有效贷款需求等六大关键节点，任何环节出现制约都会导致实体信用传导不畅。尤其是在传统总量层面宽松之外，也需要完善尽职免责安排，并优化监管考核机制。近期，央行也引发了关于建立金融服务小微企业敢贷愿贷能贷会贷长效机制的通知，包括健全容错安排和风险缓释机制，强化正向激励和评估考核等，以此支持小微企业纾困发展。

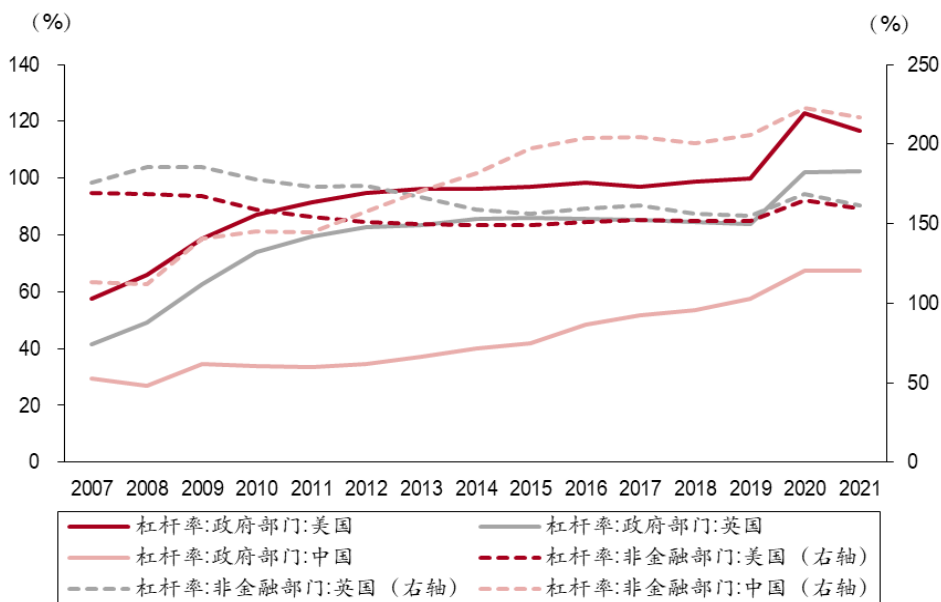
此外，财政货币政策协调配合仍有发力空间。去年底，中央经济工作会议明确提出财政政策和货币政策要协调联动，跨周期和逆周期宏观调控政策要有机结合。近期国常会指出要发挥政府性融资担保机构增信作用，国家融资担保基金再担保合作业务新增1万亿元以上。根据国家担保基金披露的数据，2022年一季度末，国家融资担保基金新增再担保合作业务规模2315亿元，较上年同期增长69%；一季度再担保合作业务平均担保费率进一步降至0.77%，较上年同期下降0.1个百分点；再担保合作业务累计代偿率1.73%，支付代偿补偿金额9.38亿元<sup>11</sup>。在此之外，财政和货币政策也可以协同推出纾困政策工具，形成政策合力，提振市场主体信心。

## （二）美英经验对中国的借鉴与启示

**一是流动性和偿付能力支持政策双管齐下，全力保市场主体从而保就业。**从美国和英国的经验看，政策都是从两方面发力，一方面货币政策可以帮助市场主体降低贷款融资成本，缓解短期的流动性压力。具体通过直达实体的借贷工具，如美国的主街贷款计划。另一方面，财政政策重点解决中期的偿付能力问题，为市场主体提供财政补贴。最具代表性的是英国的就业保障计划，为企业支付80%的工资，直接作用于就业端，帮助市场主体担负人工成本。美国的薪资保障计划算是准财政补贴，将贷款使用条件与稳定就业挂钩。

**二是政府部门通过杠杆的腾挪，维护民间资产负债表健康。**2020年以来，英美两国都是借助财政政策，政府部门加杠杆，增加对于私人部门的支出和直接补贴，稳住居民就业和需求，促进经济快速复苏。根据国际清算银行的数据，到2021年9月，美国和英国政府部门的杠杆率分别较2019年底增加了16.8和18.7个百分点，非金融企业和居民部门合计仅增加了8.2和6.6个百分点，中国分别增加了10.2和11.5个百分点（见图表19）。其好处是维护了企业和居民部门的资产负债表健康，一旦疫情冲击缓解，能够立即轻装上阵，促进经济恢复；其坏处是刺激过度，加剧了需求过热，叠加供给侧冲击，酿成了当前美英的高通胀难题。

图表 19. 美国、英国及中国政府和非金融部门杠杆率



资料来源：国际清算银行，万得，中银证券

注：2021年为截止9月末数据，非金融部门杠杆率为非金融企业和居民部门杠杆率合计。

<sup>11</sup> [https://www.gjrdj.com/content/details\\_20\\_1067.html](https://www.gjrdj.com/content/details_20_1067.html)

**三是设计有效的贷款激励机制，调动金融机构积极性。**美国和英国都设计了可以直达实体的贷款工具，但是如何调动金融机构积极性，并同时做好风险控制，便需要有效的贷款机制设计。比如，英国的担保计划相比于美国的主街贷款计划更为成功，一方面是因为担保计划对借款企业没有杠杆率方面的限制，门槛更低。另一方面是因为英国针对不同规模的企业推出了不同的贷款计划，对于两项有营业额要求的贷款计划，政府只提供 80%的担保，贷款利率由银行决定，用市场化的手段激励金融机构发放贷款。而针对小微企业的反弹贷款计划，则没有营业额要求，并明确规定低利率，政府提供 100%担保，风险损失由政府承担，降低了银行向小微企业贷款的风险顾虑。

**四是强调财政货币政策协同，提升政策实施效能。**比如，美国的 PPP 计划由财政部主导，美联储便推出 PPP 流动性便利为金融机构提供流动性，并且放松金融机构 PPP 贷款的监管要求；美国的主街贷款计划，美联储利用 750 亿美元的财政资金作为担保，计划 6000 亿美元资金直接支持中小企业。英国财政部推出贷款担保计划，英格兰银行作为辅助，放松政府担保贷款的监管要求，并额外推出疫情企业融资工具缓解票据市场融资压力，共同覆盖各类型企业的资金需求。

## 五、主要结论及政策建议

疫情持续影响下，需同时推出流动性和偿付能力支持政策，助力民间部门修复资产负债表。在疫情发展早期，市场主体可能更多面临流动性压力，货币政策可以通过提供低成本资金，帮助市场主体缓解一时的困难。如今，新冠疫情冲击已经进入第三年，市场主体的经营困难有增无减，收入恢复仍然不确定，部分企业面临倒闭和裁员风险，流动性压力逐渐演变为偿付压力。而且，如果仅考虑信贷方面的流动性支持政策，从长远角度看，还要考虑资产负债表的健康性问题。

**财政政策支出端积极发力，发挥保市场主体保就业的托底作用。**财政政策可以通过增加转移支付等方式直接支持，加大对受困主体的经济补偿，比如对困难较大的行业企业等提供财政补贴和更大力度的稳岗补助等，帮助市场主体缓解现金流压力。财政政策也可以通过提供政府担保等间接支持，如扩大中小微企业政府性融资担保范围，进一步降低担保费率，加大担保贷款贴息力度。还有近期出台的加大政府采购支持中小企业力度，也可以帮助中小企业恢复收入。

**货币政策工具设计激励相容机制，提高金融机构参与积极性。**尤其银行作为风险厌恶型机构，从成本收益角度来看，主动服务中小企业的意愿不高。因此，在推出新的结构性工具时，需要采取市场化的手段，建立激励相容机制，比如针对受疫情冲击的行业，适当给予有利条款或优惠利率，调动银行参与积极性。同时，也要完善尽职免责安排，优化监管考核。比如对贷款不良率较低的机构，适当提高免责和减责比例。对于受困行业的直达贷款工具，突出监管中性的设计，定向减少银行的监管约束。

**财政货币政策创新举措协同发力，用好正常的政策空间。**由美英企业纾困政策的经验可知，加强财政货币政策的协调配合，有利于形成政策合力，向市场传递积极信号，提升传导效能。比如，可以考虑央行在创设信贷支持工具时由财政提供资本金或担保，充当吸收损失的第一道防线，降低银行放贷的风险顾虑。过去两年，中国疫情防控有效，率先实现复工复产，保持了全球经济复苏的领先优势。而且，中国维持了正常的宏观政策空间，为应对更大的困难和挑战留出了余地。正常的政策空间是资产而非负债，当经济遇到超预期挑战时，财政货币政策应采取超常规的举措，共同发力、适时加力，保市场主体保就业，着力稳住经济大盘。

**风险提示：新冠疫情冲击超预期，市场主体面临困难加大。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话：  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371