

如何在利率市场化进程中降低实体融资成本

摘要

- 降低实体融资成本已经成为经济工作的重心之一。货币政策，财政政策也均有向降成本的目标倾斜。但是从实际效果来看，实体融资成本下行却并不明显。降成本的“痛点”到底在哪，政策层面还将有哪些应对措施，这是市场关注的重点。本文将试图对这些问题进行深入分析。
- 实体融资成本难以下行的“痛点”在于银行负债成本刚性。实体融资成本对应着银行资产收入，从逻辑关系上有“负债成本+净息差=银行资产收入”。银行业竞争格局稳定使得近年来银行净息差保持平稳。因而银行负债成本难降导致实体融资成本下行遇阻。
- 银行负债成本刚性的原因：净息差稳定格局下，一般存款利率不降，而银行对央行负债成本处于较高水平。对上市银行计息负债成本进行拆解，2019 年上半年银行同业资金和发行债券成本明显下行。但央行负债成本略微下行但保持较高水平，而一般存款成本不降反升，从而导致上半年银行计息负债成本仅小幅回落。一般存款利率回升是供需失衡造成的。供给端来看，金融监管导致“银行的影子”派生的一般存款减少，从而推升银行存贷比，并加剧银行对存款的争夺。此外，利率市场化带来的金融脱媒，使得理财、货基对一般存款造成不小的分流，也使得存款供给承压。而金融监管给予存款的考核权重高，并且一般存款属于“廉价”资金，这导致银行对一般存款有旺盛的需求。供给不足而需求旺盛，使得一般存款利率不降反升。
- 利率市场化过程中资金成本有持续上升压力，但 2020 年可能出现阶段性减轻。首先金融脱媒明显缓和，“银行的影子”收缩最剧烈的阶段已经过去，其对一般存款派生的拖累将减弱，从而缓和存贷比的上行压力。其次，结构性存款和理财收益率下行将缓解银行高息揽储行为。结构性存款占存款的比例与银行吸存成本较相关，结构性存款占比的回落将减缓一般存款利率上行压力。理财监管收紧导致理财在资产端加久期、信用下沉受限，从而将带来理财收益率回落，而这也将会缓和银行负债成本压力。
- 资金成本下降更需依赖央行调整货币投放方式。央行流动性调控方式经历了三个阶段的变化：2012 年之前央行通过提高存款准备金率被动对冲外占大量流入；2013 至 2018 年，央行依赖广义公开市场操作主动调节流动性；2018 年之后央行流动性调控方式将更加依赖对存款准备金率的调控。高准备金率相当于给银行“征税”，假设 2020 年央行通过降准 3 次来满足 M2 增速的需要，而相应减少基础货币的投放，则将拉低银行总负债成本 3.4bp 左右。展望 20 年，一般存款利率上行空间受限且不排除下行，央行提供资金成本回落，因而银行总负债成本将继续下行。
- 如何在利率市场化进程中降低融资成本。首先，需要央行增加低成本资金供给，银行从央行借款的成本比一般存款高 100bp，因而央行可以采取降息的方式来压降央行提供资金的成本，预计 20 年央行可能会降低 MLF 利率 2-3 次左右，每次 5bp。其次，央行需要逐步降低存款准备金率，回到低存款准备金率的状态。我们预计除年初降准之外，20 年还有 2-3 次降准。再次，通过对银行改革，缩小净息差。要降低净息差，就需要依靠银行业改革打破现有格局，并加大金融对外开放，引进优质外资银行，通过竞争来压低净息差。最后，可以减少无序竞争，降低竞争性负债成本，缓和银行高息揽储的压力。
- 风险提示：央行降准力度不及预期，金融监管大幅收紧。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

相关研究

1. 重视工业品价格走势，经济延续企稳 (2020-01-13)
2. 通胀无虞，更应关注工业品价格走势 (2020-01-09)
3. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
4. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)
5. 企业景气度趋势向好，经济继续企稳回升 (2020-01-02)
6. 存量贷款换锚，降成本再下一城 (2019-12-30)
7. 量价齐升将驱动企业盈利继续改善 (2019-12-29)
8. 央行跟随降息，经济延续企稳 (2019-12-22)
9. 到底是库存决定需求，还是需求决定库存？ (2019-12-22)
10. 房地产韧性仍在，关注需求增长动力的切换 (2019-12-16)

目 录

1 为何实体融资成本难以下降	1
2 银行负债成本刚性的来源	3
3 2020 年一般存款利率上行空间受限且不排除下行	7
3.1 “银行的影子”对派生一般存款的拖累减弱	7
3.2 结构性存款和理财收益率下行将缓和加息揽储	8
4 资金成本下行需央行调整货币投放方式	10
4.1 央行流动性调控方式经历三个阶段演变	10
4.2 货币政策调控方式变化对银行负债成本影响	11
5 如何在利率市场化进程中降低融资成本	12
6 结论	14

图 目 录

图 1: 银行一般贷款利率保持平稳降成本效果不理想	2
图 2: 商业银行净息差保持稳定, 2017 年以来小幅回升	2
图 3: 上市银行计息负债成本率走势	3
图 4: 五大行负债成本显著较低	3
图 5: 银行资产负债表 (截止 2019 年 11 月)	4
图 6: 银行各类型负债在总负债中的占比	4
图 7: 吸收存款成本回升以及央行负债成本不降导致银行负债成本刚性	4
图 8: 各类型负债对银行总计息负债的贡献 (各类型计息负债成本率 $\times$ 权重)	4
图 9: 五大行负债成本结构	5
图 10: 股份行负债成本结构	5
图 11: 城商行负债成本结构	5
图 12: 2017 年以来银行贷款增速与存款增速差有所扩大	6
图 13: 商业银行存贷比	6
图 14: 理财与一般存款比例在 2017 至 2018 年有所回升	6
图 15: 各期限理财产品收益率	6
图 16: 股权及其他投资增速趋稳将带来存贷比稳定	8
图 17: 结构性存款规模变化	9
图 18: 结构性存款占比回落将缓和一般存款利率上行压力	9
图 19: 10 年期国债利率与 3 个月理财产品预期收益率关系	9
图 20: 10 年期国债利率拟合值	9
图 21: 央行流动性调控方式的历史变化	10
图 22: 15 年以来央行扩表主要依赖对其他存款性公司债权	11
图 23: 广义公开市场操作投放流动性主要给了大行和股份行	11
图 24: 近年来居民现金持有意愿保持稳定	12
图 25: 货币乘数主要受法定存款准备金率影响	12
图 26: 高收益资产供给减少有望带动广谱利率下行	13
图 27: 央行提供的资金成本不“便宜”	13
图 28: 不同类型银行净息差	14

表 目 录

表 1: 降成本逐步成为经济工作的重心之一	1
表 2: 货币政策对降成本的关注度提升	2
表 3: 央行降准对银行负债成本的影响测算	12

1 为何实体融资成本难以下降

15 年以来，降成本逐步成经济工作的重心之一。2015 年的中央经济工作会议提出要推进供给侧结构性改革，落实“三去一降一补”，其中降低实体经济企业成本成为经济工作主线之一。2016 年 8 月国务院发布《降低实体经济企业成本工作方案》，进一步在全国层面推进降成本的工作。2017 年 12 月的政治局会议强调要“大力降低实体经济成本，降低制度性交易成本，继续清理涉企收费，加大对乱收费的查处和整治力度”。2018 年 12 月政治局会议强调要“降低全社会各类营商成本”。2019 年 3 月的政府工作报告提出“降低实际利率水平，在着力缓解企业融资难融资贵问题方面，适时运用降低存款准备金率和利率等数量和价格手段”。19 年 12 月的中央经济工作会议则要求疏通货币政策传导机制，更好缓解民营和中小微企业融资难融资贵问题。

表 1：降成本逐步成为经济工作的重心之一

时间	文件/讲话/会议	主要内容（和降成本相关）
2015-12	中央经济工作会议	会议提出要推进供给侧结构性改革，落实“三去一降一补”，其中降低实体经济企业成本成为经济工作主线之一。
2016-08	《国务院关于印发降低实体经济企业成本工作方案的通知》	进一步在全国层面推进降成本的工作。
2017-03	政府工作报告	今年赤字率保持不变，主要是为了进一步减税降费，全年再减少企业税负3500亿元左右、涉企收费约2000亿元。
2017-12	中央经济工作会议	大力降低实体经济成本，降低制度性交易成本，继续清理涉企收费，加大对乱收费的查处和整治力度。
2017-12	全国财政工作会议	继续实施减税降费政策，进一步减轻企业负担。
2018-03	政府工作报告	扎实推进“三去一降一补”。全年再为企业和个人减税8000多亿元，促进实体经济转型升级。全年要为市场主体减轻非税负担3000多亿元。
2018-04	中共中央政治局会议	继续简政放权，减税降费，降低企业融资、用能和物流成本。
2018-12	中央经济工作会议	降低全社会各类营商成本。
2019-03	政府工作报告	降低实际利率水平，在着力缓解企业融资难融资贵问题方面，适时运用降低存款准备金率和利率等数量和价格手段。
2019-03	刘昆讲话	今年实施更大规模的减税和更加明显的降费，将减轻企业税收和社保负担近2万亿元。
2019-04	国常会	确定进一步降低小微企业融资成本的措施 加大金融对实体经济的支持。
2019-04	中共中央政治局会议	要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题。
2019-06	国常会	确定进一步降低小微企业融资实际利率的措施。
2019-07	中共中央政治局会议	推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资。
2019-12	中央经济工作会议	疏通货币政策传导机制，更好缓解民营和中小微企业融资难、融资贵问题。
2019-12	国常会	部署推动进一步降低小微企业综合融资成本

数据来源：Wind，西南证券整理

在货币政策的多维目标中，降成本的权重也出现提升。2019 年以来央行货币政策总体保持偏宽松的基调，合计降准 3 次，并降低 MLF 和逆回购利率各 5bp。央行保持宽松的货币政策基调除了在经济下行背景下发挥逆周期调节作用外，降低实体融资成本，特别是缓和民营和中小微企业融资难融资贵问题也是央行维持宽松基调的重要的考量。此外，央行也通过加快利率市场化改革来推动降低实体融资成本，8 月央行完善了 LPR 形成机制，并要求银行新增贷款利率与 LPR 挂钩。从而打通了货币市场利率向信贷市场传导的路径。2019 年 12 月，央行更进一步，要求在 20 年 8 月底之前对存量浮动贷款完成换锚，LPR 逐步应用至存量贷款市场，降成本再下一城。

表 2：货币政策对降成本的关注度提升

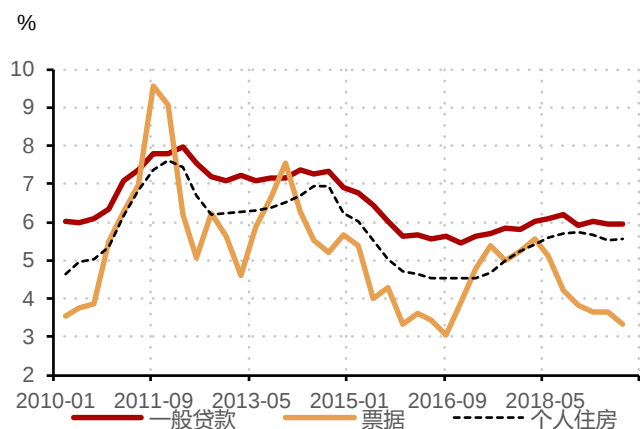
时间	会议	关于降成本相关表述
2016年	1季度例会	改善和优化融资结构和信贷结构。提高直接融资比重，降低社会融资成本。
2018年	4季度例会	优化融资结构和信贷结构，努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。
2019年	1季度例会	努力做到金融对民营企业的支持与民营企业对经济社会发展的贡献相适应。
2019年	3季度例会	坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度。
2019年	4季度例会	下大力气疏通货币政策传导，降低社会融资成本，坚持用市场化改革办法促进实际利率水平明显降低，引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度。
2019年	1季度货币政策执行报告	进一步降低实体经济尤其是小微企业融资成本，提高金融服务实体经济的能力和意愿。
2019年	2季度货币政策执行报告	引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，进一步降低小微企业融资实际利率。
2019年	3季度货币政策执行报告	督促银行降低贷款附加费用，确保小微企业融资成本下降，更好服务实体经济。

数据来源：中国人民银行，西南证券整理

虽然政策着力降低实体融资成本，但降成本成效非常有限。从央行公布的贷款加权平均利率来看，17 年金融监管收紧大幅收紧推动金融去杠杆导致贷款加权平均利率回升，从 2016 年末的 5.22% 上行至 2017 年 4 季度的 5.71%。2018 年贷款加权平均利率较 2017 年回落了 7bp 至 5.64%。而 2019 年贷款加权利率基本保持平稳，3 季度贷款加权利率较 2018 年仅下降了 2bp。贷款利率下行非常缓慢，降成本效果不理想。

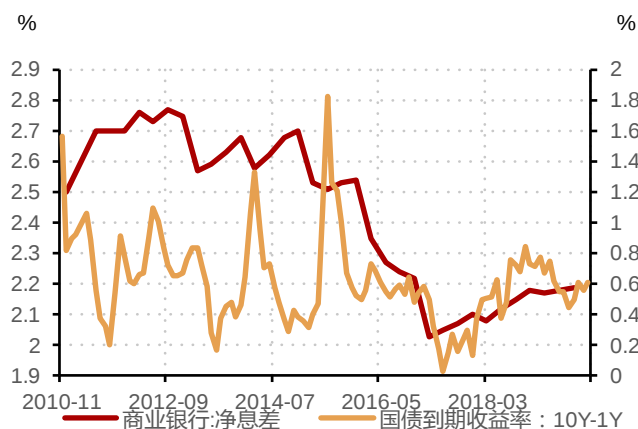
融资成本难以下降的关键在于银行负债成本刚性。实体融资成本对应的是银行资产收入，从逻辑关系上有“负债成本+净息差=银行资产收入”在负债成本未能有效下降，净息差稳定的情况下，融资成本难以下降。商业银行净息差总体保持稳定，受国债收益率曲线陡变影响，2017 年以来出现回升走势，从 2017 年 1 季度的 2.03% 回升至了 2019 年 3 季度的 2.19%，上行了 16bp。银行净息差保持稳定主要得益于银行竞争格局稳定，在没有强有力的外部竞争者来打破现有行业格局的情况下，银行业有能力保持稳定的息差。在净息差保持稳定的前提下，实体融资成本难降的主要阻碍在于银行负债成本刚性。接下来我们将重点分析银行负债成本相关的问题。

图 1：银行一般贷款利率保持平稳降成本效果不理想



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：商业银行净息差保持稳定，2017 年以来小幅回升



数据来源：Wind，西南证券整理

2 银行负债成本刚性的来源

2019 年上半年上市银行负债成本小幅下行。根据上市银行披露的计息负债成本率（利息支出/负债成本），2019 年上半年上市银行平均负债成本为 2.28%，较 2018 年末下降了 7bp，下行幅度有限。分银行类型来看，五大行、股份行、城商行分别下行了 4.9bp、11.2bp 和 13.2bp，但农商行上行 0.7bp。

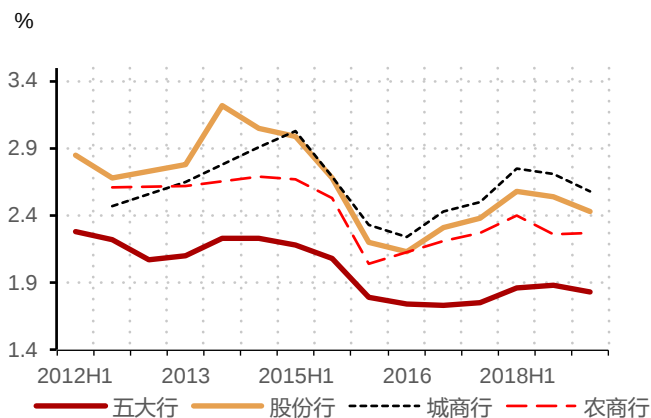
上市银行负债成本水平呈现不平衡特性：五大行负债成本明显较低，而城商行和股份行负债成本则较高。这是因为大行客户基础好、网点多，能够吸收到成本低的一般存款。农商行所处地区的居民理财意识没有完全觉醒，也能吸收到成本低的存款。而股份行、城商行客户基础相对薄弱，需要通过发行大额存单或结构性存款来高息揽储，才能去和理财、货基竞争，从而抬高了负债成本。

图 3：上市银行计息负债成本率走势



数据来源：Wind，西南证券整理

图 4：五大行负债成本显著较低



数据来源：Wind，西南证券整理

根据其他存款性公司资产负债表，银行负债主要由居民和单位存款、同业负债（包括同业存放、拆入以及卖出回购）、债券发行和对央行负债构成。截止 2019 年 11 月这 4 项在银行总负债中的占比分别为 59.3%、11.2%、9.9%和 3.3%。

近年来一般存款和央行负债在总负债中的占比保持平稳，而同业融资占比总体回落，发债占比小幅回升。2017 年以来，一般存款在总负债中的占比基本保持稳定，均值为 59.4%。对央行的负债占比也保持平稳，均值为 3.8%。但由于金融监管趋严，同业负债占比出现持续回落，从 2017 年的 13%，逐步下行至 2019 年 7 月的 10%，之后小幅回升至 11 月 11%。银行发债融资占比呈现震荡回升走势，从 2017 年的 8.9%回升至 2019 年 11 月的 9.9%。

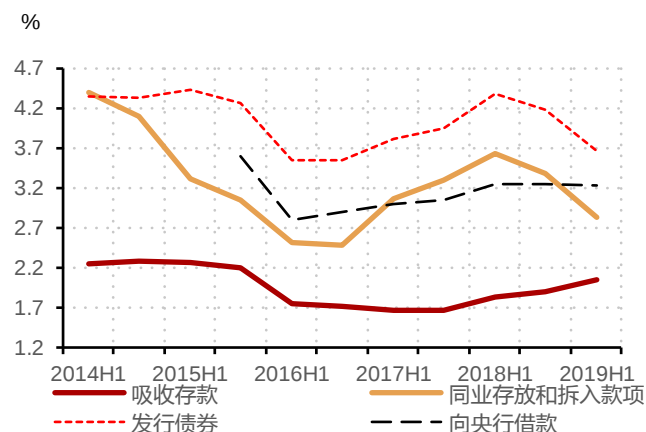
图 5：银行资产负债表（截止 2019 年 11 月）

负债科目	余额(万亿)	占比	资产科目	余额(万亿)	占比
居民和单位存款	166	59%	外汇占款	6.4	2%
对央行负债	9.2	3%	准备金	21.6	8%
对同业负债	31.2	11%	对政府债权	30.3	11%
债券发行	27.6	10%	对同业债权	53.4	19%
其他负债	45.8	16%	贷款	162.2	57%
负债合计	279.8	100%	其他资产	12.2	4%
权益	6.3	-	合计	286.1	100%

数据来源：Wind，西南证券整理

吸储成本回升、央行负债成本保持较高水平导致银行负债下行缓慢。从上市银行公布的计息负债成本细项来看，同业资金和发行债券利率从 2018 年下半年开始下行，而 2019 年上半年较 2018 年末下行 56bp、53bp。2018 年以来央行借款成本小幅下行但依然保持较高水平，2019 年上半年小幅下行 2bp。一般存款利率自 2018 年以来持续回升，2019 年上半年回升了 16bp。因而银行负债成本下行缓慢主要是因为一般存款利率不降反升和央行负债成本刚性。虽然同业资金和发债利率明显下行，但考虑到一般存款在银行负债端占比最高，其利率的上行使得银行负债成本仅小幅回落。

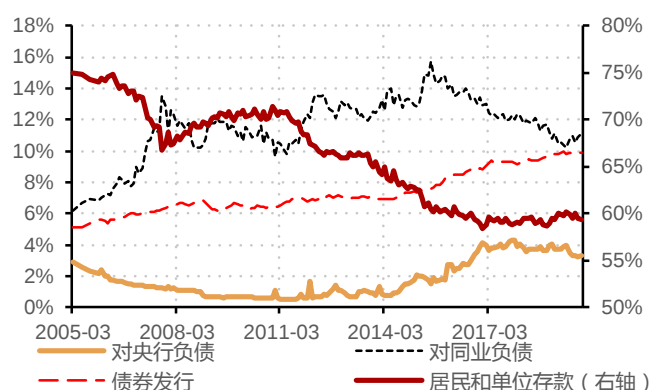
图 7：吸收存款成本回升以及央行负债成本不降导致银行负债成本刚性



数据来源：Wind，西南证券整理

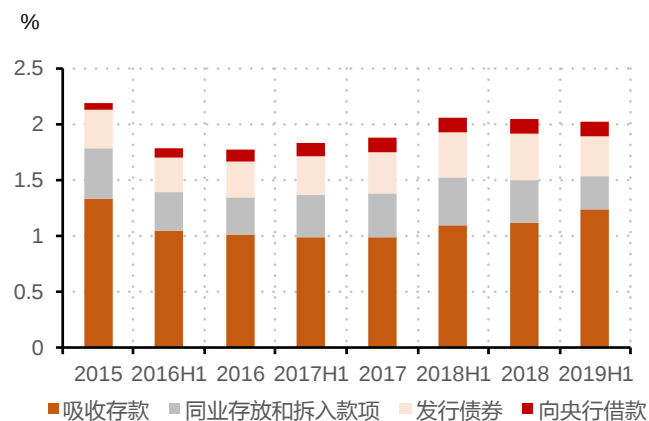
分银行类型来看，近几年大行负债成本受吸储成本上升影响较大，从而下行最慢；股份行和城商行由于一般存款占比相对较低，同业和发债成本回落带来其总体负债成本下行最快。2014 年至 2019 年上半年，五大行一般存款在负债中的平均占比为 79.4%，叠加 2018 年下半年开始大行吸储成本的上升，从而对大行负债成本构成上行压力。2014 年至 2019 年上半年，股份行和城商行的负债中，存款、同业资金和发债平均占比分别为 61%/24%/9%和 62%/17%/15%，因而同业融资成本和发债融资成本回落，给股份和城商行节省的成本更多，其负债成本下行也更为明显。

图 6：银行各类型负债在总负债中的占比



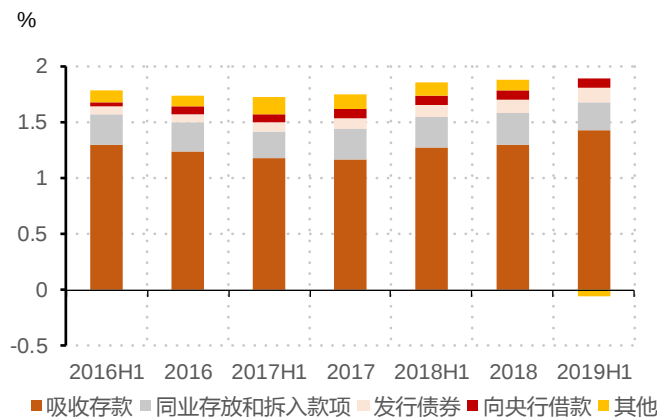
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：各类型负债对银行总计息负债的贡献（各类型计息负债成本率 x 权重）



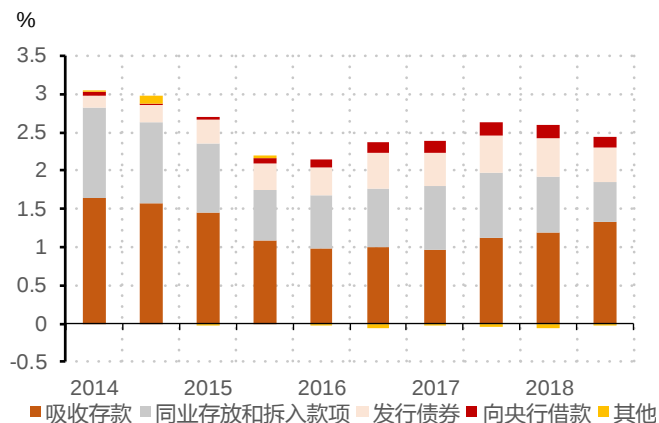
数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：五大行负债成本结构



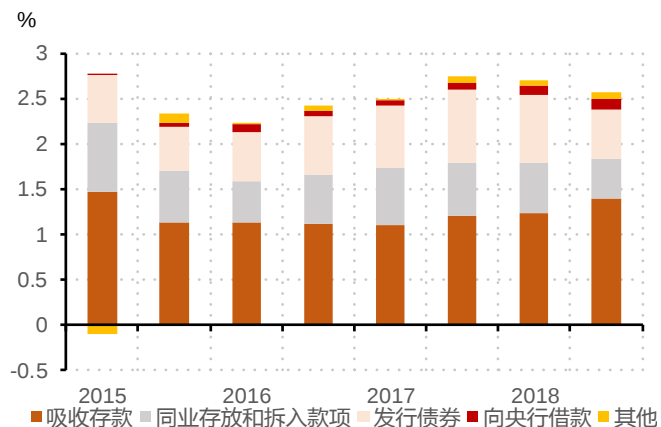
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：股份行负债成本结构



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：城商行负债成本结构



数据来源：Wind，西南证券整理

一般存款利率回升，可以从供需的角度来理解。首先金融监管抑制了“银行的影子”对存款的派生，使得一般存款增长乏力，贷款和存款增速差扩大，存贷比不断攀升在微观层面造成银行对存款争夺更加激烈。银行存在许多非贷款形式的存款派生渠道，比如银行与信托合作的一些类信贷业务。2017 年金融监管收紧，金融去杠杆大力推进，资管新规的出台使得银行通过基金子公司、券商、信托等“银行的影子”所派生的一般存款减少。而由于银行

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7807

