

研究部

报告摘要

卢仁扬

rylu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

- 12 月中旬以来，央行越来越强调引导企业综合融资成本稳中有降。和 12 月之前的表述明显存在区别。12 月之前，央行的表述一般为促进实际贷款利率下降，小微企业综合融资成本下降。从央行的语境来看，“实际贷款利率”即指实际利率，“企业综合融资成本”指名义利率。央行的态度更加倾向于引导整个实体经济的名义利率下行。本篇报告试图利用产业债到期收益率（产业债是企业综合融资成本中的重要一部分），一定程度上了解分行业名义利率和实际利率过去一年的变化。
- 回顾过去 4 年利率：上中下游存在明显分化。总的来看，上游制造业各年份的名义利率呈现出波动下降的态势，可能的原因是上游企业以国有企业为主，利率的下行和无风险利率（即国债收益率）的下行相匹配。但 PPI 波动大，扣除了 PPI 波动以后的实际利率波动较大。2019，2020 年的 PPI 下行较多，带动上游行业的实际利率明显攀升，而在 2021 年，由于 PPI 重新反弹，上游行业的实际利率显著下降到非常低的位置。中游制造业各年份的实际利率变动幅度相对较小，主要原因是名义利率和 PPI 变动的一致性较高，所以反应在实际利率的变化较小。下游制造业实际利率在 2018-2020 年间逐年上升，在 2021 年小幅下降（2018 年到 2021 年年均值分别为 4.4%，4.8%，6%，5.6%）。
- 回顾 2021 年产业债到期收益率：上中下游行业名义利率和实际利率在 2021 年整体都呈现下行趋势。名义利率下行的主要原因在于 2020 年永煤事件爆发后，上中下游的名义利率在 2020 年年底经历了快速上行，2021 年信用环境有所修复。同时，本身作为无风险利率（以 5 年期国债收益率为例）在 2021 年全年也下行了近 50BP。两者加总，带动了产业债到期收益率的整体下行。关于实际利率：PPI 上游全年走高，且逐步向下游传导，叠加名义利率的下行，带动了实际利率的整体下行。预计 2022 年，随着央行宽信用措施的实施，产业债到期收益率的名义利率有望继续下行。而在 PPI 向中下游的传导中，可能呈现上游 PPI 高位回落，中下游 PPI 有所走高的态势。上中下游的实际利率呈现分化：上游的实际利率可能明显攀升，而中下游的实际利率则逐步回落。
- 需求：房产需求、土地供应、成交数据同比上月同期涨跌互现。30 大中城市房地产成交面积（12.27-1.07）同比上月同期上涨 2.0%，同比去年同期下降 27.3%。100 大中城市土地供应面积两周数据（12.20-1.02）同比上月同期下降 71.1%，同比去年同期下降 65.8%。100 大中城市土地成交面积（12.20-1.02）同比上月同期上涨 11.5%，较去年同期下降 66.9%。土地成交溢价率（12.27-1.02）为 4.4%，较上周上升 1.1 个百分点。12 月最后一周（12.27-12.31）汽车日均批发 10.2 万辆，相比 11 月末下降 11.2%。
- 生产数据：动力煤价格较上周下降 18.6%，铁矿石、螺纹钢价格分别上涨 1.0%和 1.3%。螺纹钢期货库存较上周上升 134.2%。本周 CRB 商品和布伦特原油分别上涨 0.9%和 2.4%，铜、铝现货分别上涨 0.4%和 1.4%。



-
- **食品价格：**本周猪肉较上周分别下降 1.7%，蔬菜价格较上周上涨 1.2%，鸡蛋价格下降 1.3%，水果价格上涨 2.6%。农产品批发价格 200 指数较上周上涨 0.8%。月度看，猪肉 1 月均价 23.0 元，12 月均价 24.0 元，环比下降 4.2%。鸡蛋 1 月均价 9.9 元，12 月均价 10.1 元，环比下降 2.2%。蔬菜 1 月均价 5.1 元，12 月均价 5.2 元，环比下降 2.9%。水果 1 月均价 6.5 元，12 月均价 6.2 元，环比上涨 4.8%。农产品批发价格 200 指数 1 月均值为 126.9，12 月均值为 126.8，环比上升 0.1%。
 - **流动性：**本周 OMO 投放 400 亿元，到期 7000 亿元，实现净投放-6600 亿元。1 年期 AAA 同业存单利率本周均值为 2.63%，较上周下降 8BP。本周 DR007 有 4 天低于 7 天逆回购利率，1 月 6 日负差值最高，为 26.9BP，1 月 3 日为最低的正差值，为 9.2BP，平均比 7 天逆回购利率低 13.9BP。1 年期 AAA 存单利率均低于 1 年期 MLF 利率，差值最低 26.9BP，最高 33.9BP，平均低 33.5BP。1 年期 AAA 存单利率周均值为 2.63%，较上周下降 8BP。国债收益率短端（1 年期）和长端（10 年期）均较上周分别下降 6BP 和 9BP，分别收报 2.24%和 2.81%。DR007 较上周下降 40BP，收报 2%。本周沪市、创业板分别下跌 0.61%和 4.56%。

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com



目录

一、近期来央行强调引导名义利率稳中有降：	3
二、本文尝试用产业债到期收益率对于分行业名义利率、实际利率进行测算	5
三、具体测算过程	6
四、结论：	13

图表目录

图表 1：央行对于名义利率和实际利率相关表述回顾	3
图表 2：2021 年制造业各行业贷款名义利率与真实利率	7
图表 3：2018-2021 年工业各行业贷款名义利率与 PPI	8
图表 4：2018-2021 年工业各行业贷款真实利率与 PPI 同比	8
图表 5：2018-2021 年制造业各行业名义利率（月度）	9
图表 6：2018-2021 年制造业各行业实际利率（月度）	9
图表 7：2018-2021 年制造业各行业平均 PPI（月度）	10
图表 8：2018-2021 年上游制造业名义利率（月度）	10
图表 9：2018-2021 年上游制造业实际利率（月度）	11
图表 10：2018-2021 年中游制造业名义利率（月度）	11
图表 11：2018-2021 年中游制造业实际利率（月度）	12
图表 12：2018-2021 年下游制造业名义利率（月度）	12
图表 13：2018-2021 年下游制造业实际利率（月度）	13
图表 14：高频数据更新	15

一、近期来央行强调引导名义利率稳中有降：

12月中旬以来，央行越来越强调引导企业综合融资成本稳中有降。和12月之前的表述明显存在区别。12月之前，央行的表述一般为促进实际贷款利率下降，小微企业综合融资成本下降。从央行的语境来看，“实际贷款利率”即指实际利率，“企业综合融资成本”指名义利率。央行的态度更加倾向于引导整个实体经济的名义利率下行。本篇报告试图利用产业债到期收益率，回溯分行业名义利率和实际利率过去一年的变化。

图表 1：央行对于名义利率和实际利率相关表述回顾

日期	发布会议	实际贷款利率	企业综合融资成本	链接
2021/12/30	小微企业金融服务和绿色金融新闻发布会		健全市场化利率形成和传导机制，发挥贷款市场报价利率改革效能，促进企业综合融资成本稳中有降。	小微企业金融服务和绿色金融新闻发布会
2021/12/27	2022 年中国人民银行工作会议	引导 1 年期贷款市场报价利率下行 5 个基点，下调支农、支小再贷款利率 0.25 个百分点	健全市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本稳中有降、金融系统继续向实体经济让利	2022 年中国人民银行工作会议
2021/12/24	货币政策委员会 2021 年第四季度例会	贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币政策传导效率增强，贷款利率稳中有降	推动降低企业综合融资成本	货币政策委员会 2021 年第四季度例会
2021/12/16	金融机构货币信贷形势分析座谈会		保持企业综合融资成本稳中有降态势，不断增强服务实体经济能力	金融机构货币信贷形势分析座谈会
2021/11/20	2021 年第三季度中国货币政策执行报告	人民银行将继续深化利率市场化改革，持续释放 LPR 改革潜力，畅通贷款利率传导渠道，促进贷款利率稳中有降。	增强小微企业信贷市场竞争性，推动小微企业综合融资成本稳中有降。	2021 年第三季度中国货币政策执行报告
2021/9/24	货币政策第三季度例会	继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。		第三季度例会链接
2021/8/23	金融机构货币信贷形势分析座谈会	要促进实际贷款利率下行。	小微企业综合融资成本稳中有降。	金融机构货币信贷形势分析座谈会链接
2021/8/10	2021 年第二季度中国货币政策执行报告	持续优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。	督促银行将政策红利传导至实体经济，确保小微企业综合融资成本稳中有降。	第二季度货币政策执行报告

2021/7/13	2021 年上半年金融统计数据新闻发布会	价格上，巩固 贷款实际利率 下降成果。	1-6 月 企业贷款利率 为 4.63%，同比下降 0.16 个百分点。5 月，新发放的 普惠小微企业贷款加权平均利率 4.93%，比去年 12 月下降 0.16 个百分点。	上半年金融统计数据新闻发布会
2021/7/5	中国人民银行《关于深入开展中小微企业金融服务能力提升工程的通知》	释放贷款市场报价利率改革促进降低贷款利率的潜力，巩固小微企业贷款实际利率水平下降成果。	在有效控制风险的前提下，银行业金融机构要开发并持续完善无还本续贷、随借随还等贷款产品，提升用款便利度，降低中小微企业融资的 综合财务成本 。	中国人民银行通知
2021/6/25	货币政策第二季度例会	继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动 实际贷款利率 进一步降低。		第二季度例会链接
2021/6/10	易纲	目前国内 利率 水平虽比主要发达经济体高一些，但在发展中国家和新兴经济体中仍相对较低，总体保持在适宜的水平。		陆家嘴演讲链接
2021/5/11	2021 年第一季度中国货币政策执行报告	继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，推动 实际贷款利率 进一步降低。	对实体经济支持力度稳固， 小微企业综合融资成本 稳中有降。	第一季度货币政策执行报告
2021/4/12	2021 年第一季度金融统计数据新闻发布会		从利率看，2021 年 2 月 企业贷款利率 为 4.56%，较改革前的 2019 年 7 月下降 0.76 个百分点，创有统计以来最低水平。 小微企业综合融资成本 稳中有降，有力支持了实体经济。	第一季度新闻发布会链接
2021/3/24	货币政策第一季度例会	优化存款利率监管，推动 实际贷款利率 进一步降低。		第一季度例会链接
2021/2/8	2020 年第四季度中国货币政策执行报告	健全市场化利率形成和传导机制，巩固 贷款实际利率 下降成果。	促进 企业综合融资成本 稳中有降。	第四季度货币政策执行报告
2021/1/31	中共中央办公厅、国务院办公厅《建设高标准市场体系行动方案》		降低 实体经济融资成本 。	国务院办公厅印发方案

2021/1/15	2020 年金融统计数据发布会	一年期 LPR 累计下行 30 个基点，带动 2020 年 全年贷款利率 较 2019 年下降 0.5 个百分点，让利 5600 亿元。下一阶段，人民银行将持续释放 LPR 改革潜力，巩固 贷款实际利率 下降成果。	推动 企业综合融资成本 稳中有降。 国务院新闻办公室举行的新闻发布会
2020/10/21	易纲	普惠小微企业、民营企业、制造业等 贷款利率 均降至历史新低。金融管理部门通过深化 贷款市场报价利率 （LPR）改革促进降低贷款利率、实施两项直达货币政策工具、减少收费等方式，推动金融部门向实体经济让利。	2020 金融论坛讲话
2020/10/14	2020 年第三季度金融统计数据新闻发布会		前八个月金融系统为实体经济减负已超过 1 万亿元，其中通过降低 企业贷款利率 已减负约 5260 亿元， 企业融资成本 明显下降。 第三季度金融统计数据新闻发布会
2020/5/18	中国银保监会等六部委《关于进一步规范信贷融资收费 降低企业融资综合成本的通知》		助贷环节合理控制 融资综合成本 。 六部委发布通知

来源：莫尼塔研究

二、本文尝试用产业债到期收益率对于分行业名义利率、实际利率进行测算

考虑到数据的可得性，主要用信用债到期收益率，结合 PPI 分行业数据估算实际融资利率。但这种方法也并非完美。首先，由于产业债发行利率没有分行业的数据，因此用产业债到期收益率进行近似。但 Wind 里的产业债分类和 PPI 分类并不完全一致，部分行业在 PPI 中并不存在，只能用临近行业进行处理。例如：将“钢铁”分类对应至黑色金属，“化工”分类对应至化学制品、石油加工、化学纤维，“电气设备”对应至电气机械等。第二，产业债分行业到期收益率没有现成的数据，只有兴业研究所做的“信用利差”数据，累加 5 年期国债收益率倒算形成，有一定的误差。第三，到期收益率可能反应企业在那个时间点上市场的估值，能一定程度（但不完全）上能反映企业的债券发行成本。

三、具体测算过程

基于产业债到期收益率计算真实利率：

1、计算过程：为了估计制造业各行业的平均融资利率水平，我们以兴业研究测算的各行业产业债信用利差数据为基础，结合五年期国开债收益率与各行业 PPI 指数，估算得出各行业贷款名义利率与真实利率。具体过程如下：

1) 在兴业研究利差数据库中得到按余额平均的各行业产业债信用利差，为便于后续处理，按平均值将日度信用利差数据变频为年度数据。

（注：兴业研究行业利差指数的构建过程如下：首先，对产业债进行初始筛选，筛选范围包括短融、中期票据、企业债、非私募的公司债，并从中剔除兴业研究口径城投债。第二，对产业债进一步筛选，剔除剩余期限小于 0.5 年的债券、有特殊条款、含权、增信措施的债券以及非固定利率的债券。第三，计算个券利差，即个券收益率减去基准收益率。最后，按照申万（一、二级）行业分组，对个券利差进行加权平均，得到行业层面的平均利差。）

2) 根据兴业研究对利差指数构建方法的说明，数据库中信用利差的基准收益率为与个券同期限的国开债收益率。因此，我们将各行业信用利差年度数据与五年期国开债到期收益率换算为同单位后相加，得到各行业近似的名义利率。

3) 在 Wind 宏观经济数据库中得到各行业年度工业生产者出厂价格指数（PPI），将名义利率扣除对应行业的 PPI，计算得出各行业实际利率。计算公式为：各行业实际融资利率=各行业信用利差+五年期国开债收益率-（各行业年度 PPI 指数-100）/100。

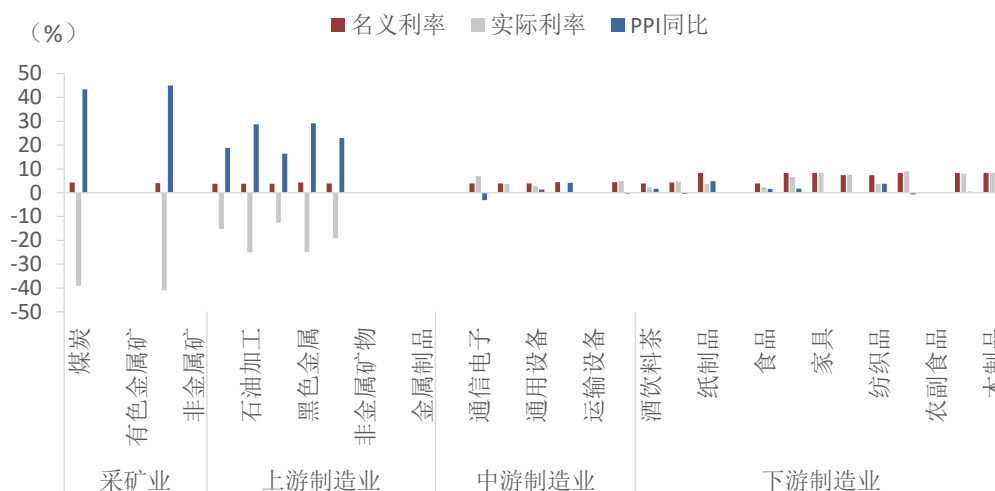
由于兴业研究使用的行业口径与制造业上、中、下游行业分类有一定出入，我们在计算过程中对临近行业进行了对应。例如，将兴业研究数据库中的“钢铁”分类对应至黑色金属，“化工”分类对应至化学制品、石油加工、化学纤维，“电气设备”对应至电气机械等。

2、计算结果

1) 上下游名义利率相差较小，考虑了 PPI 的分化后，实际利率的相差较高。

2021 年的分行业名义利率真实利率对比：分行业名义利率在 4.4%-7% 之间，其中上、中游名义利率较为接近，下游名义利率则较高，延续了过去几年的上行趋势。大宗商品价格上涨带动上游 PPI 高企，均值提升至 13.2%，使上游真实利率明显偏低，约为 -8.83%。中、下游 PPI 均值则较稳定，分别为 0.44%、0.8%，计算出平均真实利率分别为 3.99%、6.19%。

图表 2：2021 年制造业各行业贷款名义利率与真实利率



来源：Wind，莫尼塔研究

2) 回顾 2018-2021 名义利率，实际利率的变化

总体来看，2018-2021 年上游制造业名义利率水平较为稳定，但真实利率变化幅度较大，主要受到价格指数周期性波动的影响。中游制造业的名义利率与真实利率较为接近，总体均呈下降趋势，波动幅度小。下游制造业名义利率均高于真实利率，近三年间逐年上升。

回顾 2021 年产业债到期收益率：上中下游行业名义利率和实际利率在 2021 年整体都呈现下行趋势。名义利率下行的主要原因在于 2020 年永煤事件爆发后，上中下游的名义利率在 2020 年年底经历了快速上行。2021 年信用环境整体好转。同时，本身作为无风险利率（以 5 年期国债收益率为例）在 2021 年全年也下行了近 50BP。两者加总，带动了产业债到期收益率的整体下行。**关于实际利率：**PPI 上游全年走高，且逐步向下游传导，带动了实际利率的整体下行。预计 2022 年，随着央行宽信用措施的实施，产业债到期收益率的名义利率有望继续下行。而在 PPI 向中下游的传导中，可能呈现上游 PPI 高位回落，中下游 PPI 有所走高的态势。上中下游的实际利率呈现分化：上游的实际利率可能明显攀升，而中下游的实际利率逐步回落。

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_35895

