

揭开实体融资成本面纱

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

宏观助理分析师：丁俊菴

邮箱：dingjs@hx168.com.cn

联系电话：021-50380388

投资要点：

► 上市公司财务、社融两个角度分析实体融资成本

1) 上市公司财务指标角度。利用公式： $\text{融资成本} = (\text{利息支出} + \text{手续费}) / \text{带息债务}$ 。从变动趋势来看，融资成本与一般贷款加权平均利率基本一致，数值与 5 年期中债中短期票据到期收益率接近。

2) 社融角度。利用社融分项融资成本和各自比重算出的实体加权融资成本小幅低于上市公司财务角度（二者变动特征相同），可能是社融角度考虑了政府债券融资所致。2022 年 Q1 实体融资成本约为 4.01%，较 2021 年 Q1 下降 26bp。

► 影响实体融资成本的“四大因素”

1) 经济走势：经济繁荣时，需求旺盛，企业加大投资，货币需求增加，带动利率上升，反之亦然；

2) 货币政策：价的调整对于实体融资成本的影响大于量的调整。

3) 降成本政策：降低不合理成本等。

4) 融资结构：供给端，为融资渠道和方式的变化，近年以来突出表现为“表外融资表内化，直接融资在加大”；需求端，为融资主体获得信用的体量、占比和机制的变化，突出体现在宏观金融政策对房地产和地方政府平台融资的规制。

► 实体融资成本下降的行业差异

1) 本轮实体融资成本自 2019 年阶段性高点下降约 60bp，按 2019-2021 年上市公司平均带息债务 18 万亿元计算，融资成本下降带来的成本节省达 1080 亿元。

2) 并非所有高负债率行业的融资成本都在下降，房地产、商业贸易等行业的融资成本在抬升，而汽车、交运、公用事业等行业的融资成本则出现了明显回落。融资成本的下降会对相关行业的 ROE 产生明显支撑。

► “两个抓手”打开融资成本后续下行空间

1) 存款利率市场化调整，挂钩 10Y 国债与 LPR，能够有效降低银行负债端成本，为后续 LPR 调降打开空间；

2) 结构性货币政策持续发力，精准滴灌重点行业。

风险提示

宏观经济、产业政策出现超预期变化。

正文目录

1. 实体融资成本测度并非易事	4
2. 上市公司财务、社融两个角度分析融资成本	6
2.1. 上市公司财务指标测度实体融资成本	6
2.2. 社融角度测度实体融资成本	7
3. 影响实体融资成本的“四大因素”	9
3.1. 经济形势	9
3.2. 货币政策	10
3.3. 降成本政策	11
3.4. 融资结构	13
4. 实体融资成本下降的行业差异	14
4.1. 负债率高且融资成本下降的行业更多受益	14
4.2. 房地产、商业贸易等行业融资成本抬升	15
4.3. 汽车、交运等行业的融资成本回落明显	15
5. “两个抓手”打开融资成本后续下行空间	16
5.1. 抓手一：存款利率市场化调整，LPR 独立调降增加降成本渠道	16
5.2. 抓手二：结构性货币政策发力，精准滴灌重点行业	18
6. 风险提示	19

图表目录

图 1 表外融资表内化，直接融资在加大 (%)	4
图 2 非标压降明显，直接融资不断抬升 (万亿元)	4
图 3 股权融资规模稳步抬升	5
图 4 债券融资规模同样稳步抬升	5
图 5 实体融资过程可能存在一定的隐性成本	5
图 6 贷款加权平均利率与债券发行利率	5
图 7 2021 年全部 A 股上市公司 (除金融石化) 主要融资渠道规模及占比	6
图 8 手续费对于融资成本的影响不容忽视	6
图 9 上市公司融资成本与加权平均利率趋势上基本吻合，数值上与中债中短期票据收益率更为接近 (%)	7
图 10 中、短期票据发行规模较大 (亿元)	8
图 11 国债、地方政府债招投标利率 (%)	8
图 12 社融角度融资成本与加权平均利率趋势上基本吻合，数值上与中债中短期票据收益率更为接近 (%)	9
图 13 财务角度融资成本与 GDP 同比增速 (年度, %)	9
图 14 社融角度融资成本与 GDP 同比增速 (季度, %)	9
图 15 货币政策通过量和价两个渠道影响实体融资成本 (%)	10
图 16 我国基本形成了市场化的利率体系和传导机制	11
图 17 工业企业财务费用抬升会压缩其利润	11
图 18 货币政策是降成本政策中的重要组成部分	11
图 19 降低企业融资成本的十项举措	12
图 20 融资成本大致经历了三轮周期	13
图 21 信托投向房地产的规模和占比降幅明显	13
图 22 房地产上市公司带息债务逐步回落	14
图 23 信托投向基础产业的规模和占比下降明显	14
图 24 资产负债率超过均值的行业有 11 个	14
图 25 房地产、商业贸易等行业融资成本有所抬升 (%)	15
图 26 房地产行业融资成本与 ROE 整体呈现背离 (%)	15
图 27 汽车、交通运输等行业融资成本明显下降	16
图 28 汽车行业融资成本的抬升会带来 ROE 的下降	16
图 29 26 个一级行业融资成本变动趋势 (2004-2021)	16
图 30 历次 LPR、MLF、OMO 调整情况梳理	17

图 31 MLF 利率与 LPR 利率走势	18
图 32 商业银行净息差与 10Y 期国开债到期收益率	18
图 33 结构性货币政策的三条主线	19
表 1 不同类别债券融资规模（亿元）	7
表 2 涉及降企业成本重要会议、文件梳理	12
表 3 结构性货币政策设立时间、支持对象及规模	19

实体经济融资成本（简称：实体融资成本）的重要性毋庸置疑。从宏观看，实体融资成本是金融与实体之间传导是否通畅、资金供需是否平衡的重要体现；从微观看，实体融资成本又是实体企业成本的重要组成部分，关系到企业盈利情况、融资决策等重要事项。

当前市场上系统分析实体融资成本的研究相对不多。我们尝试从实体经济融资成本测度、影响因素、行业差异以及后续变动趋势等四个方面，揭开实体融资成本面纱。

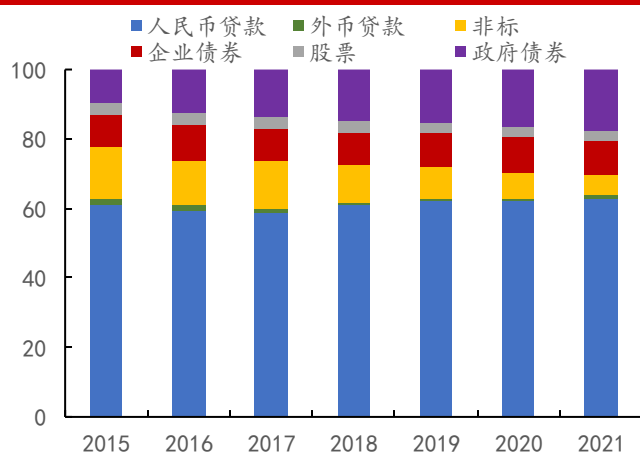
1. 实体融资成本测度并非易事

我国实体经济融资结构呈现多元化、动态化特征，如果仅以某一类别的融资成本去度量整体便可能存在遗漏、低估的问题。

从社融统计数据来看，我国实体的融资主要由银行贷款（人民币、外币）、非标（委托、信托、未贴现承兑汇票）、直接融资（企业债券、政府债券、股票）等三大类构成，并且融资结构在 2017 年之后发生了不小的变化，总结起来大致有两条：一是表外融资表内化，二是直接融资在加大。

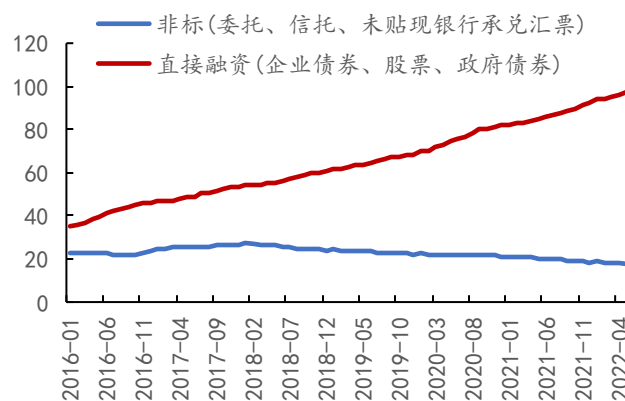
所谓的表外融资表内化，是指受金融强监管以及资管新规等政策影响，非标等表外融资规模持续下降，表内银行贷款则有所增加。2017 年金融领域去杠杆大幕徐徐拉开，监管层密集出台多项措施，着手治理各种金融乱象，先有央行对金融机构的宏观审慎评估（MPA）正式把表外理财纳入广义信贷范围，后有银监会提出严防“三套利”、整治“四不当”、防范“十风险”，重点指向同业、银行理财、委外等业务。同时《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（资管新规）也在 2018 年正式印发，在金融强监管以及资管新规等政策的影响下，表外业务大幅收缩，社融口径下表外融资存量规模从 2017 年的 26.90 万亿元减少至 2021 年的 18.24 万亿元，缩减幅度约 32%。

图 1 表外融资表内化，直接融资在加大（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 非标压降明显，直接融资不断抬升（万亿元）

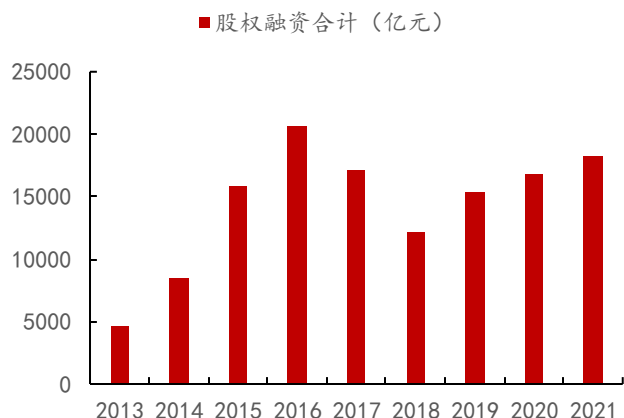


资料来源：WIND，华西证券研究所

直接融资在加大，体现在企业债券、非金融企业境内股票融资以及政府债券的占比的稳步提升。近年来，监管层加大了对实体经济直接融资的支持力度，2019 年科创板开市并试点注册制，2020 年创业板开启注册制试点，2022 年政府工作报告中更是提到“完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制”。

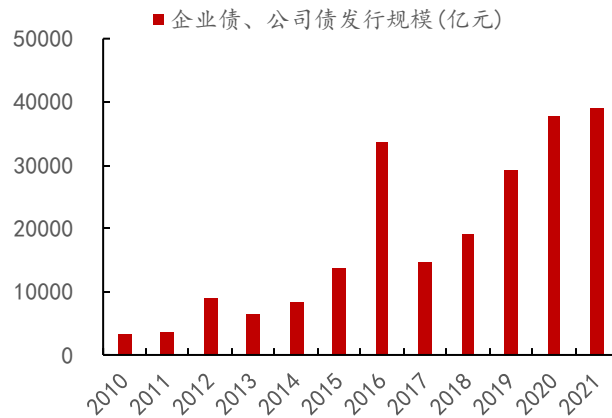
在政策的支持下，我国实体经济的直接融资规模也在逐步扩大，WIND 数据显示，2021 年股权融资（IPO、增发、配股等）合计 18178 亿元，较 2020 年增加 1395 亿元；债券融资方面，2021 年企业债和公司债发行规模 38934 亿元，较 2020 年增加 1301 亿元；政府债券方面，2021 年国债、地方政府债发行规模约 14.28 万亿元，较 2020 年增加 7200 亿元。社融口径下企业债券、股票融资以及政府债券存量规模从 2015 年的约 35 万亿元提升至 2021 年的约 97 万亿元。

图 3 股权融资规模稳步抬升



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 债券融资规模同样稳步抬升

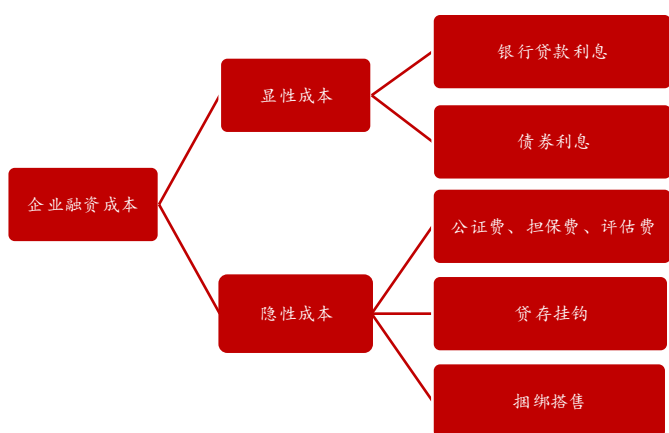


资料来源：WIND，华西证券研究所

实体经济融资过程中除了需要支付利息等显性成本外，还会存在一些隐性成本。据媒体报道，企业在贷款过程中除了需要支付相关的贷款利息之外，还会涉及公证费、担保费、评估费等其他费用，部分银行还存在贷存挂钩和强制捆绑搭售的现象，这部分费用也给企业增加了额外的融资成本。监管层也注意到了这种现象，2020 年 5 月银保监会联合 5 部委发布了《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》，要求银行在信贷环节取消部分收费项目和不合理条件，合理控制综合融资成本。

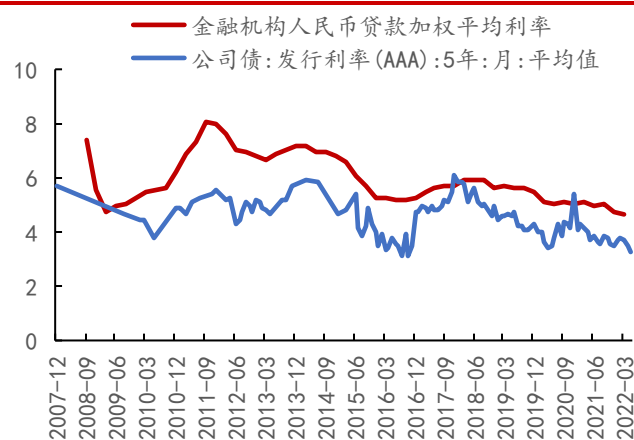
因此，由于上述提到的一些原因，现有公布的金融机构人民币贷款加权平均利率或者公司债发行利率或只能反映部分的实体融资成本。

图 5 实体融资过程可能存在一定的隐形成本



资料来源：华西证券研究所

图 6 贷款加权平均利率与债券发行利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

2. 上市公司财务、社融两个角度分析融资成本

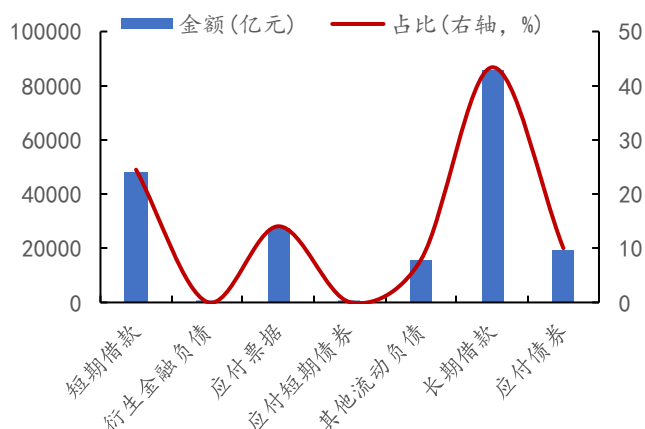
2.1. 上市公司财务指标测度实体融资成本

带息债务、利息支出与手续费。上市公司财务指标中和企业融资关系最为密切的有三个，分别是带息债务、利息支出与手续费。其中带息债务是指需要支付利息的企业债务，这其中涉及短期借款、衍生金融负债、应付票据、短期应付债券、其他流动负债、长期借款、应付债券等科目，基本涵盖了企业主要的融资渠道。

带息债务中，长期借款、短期借款、应付票据等科目占比较高。我们以 2021 年全部 A 股上市公司（除金融石油石化）年报披露的数据为例，长期借款规模最大，8.55 万亿元，占比约 43%；其次是短期借款，4.82 万亿元，占比约 25%；应付票据规模约 2.76 万亿元，占比约 14%；应付债券 1.97 万亿元，占比约 10%。剩余的短期应付债券以及衍生金融负债规模相对较小，占比均未超过 0.1%。

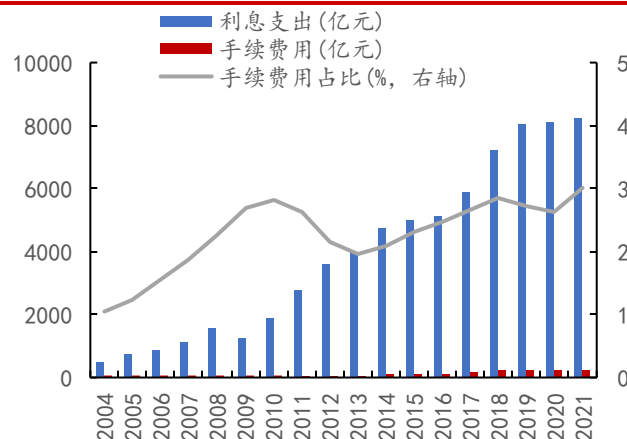
利息支出是企业所支付的由带息债务产生利息费用，而**手续费**则是在借贷过程中产生的公证费、评估费、担保费等费用。从占比来看，手续费占利息支出的比重有逐步上行的态势，2021 年占利息支出金额的 3%，变得愈发不容忽视。

图 7 2021 年全部 A 股上市公司(除金融石化)主要融资渠道规模及占比



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 手续费对于融资成本的影响不容忽视



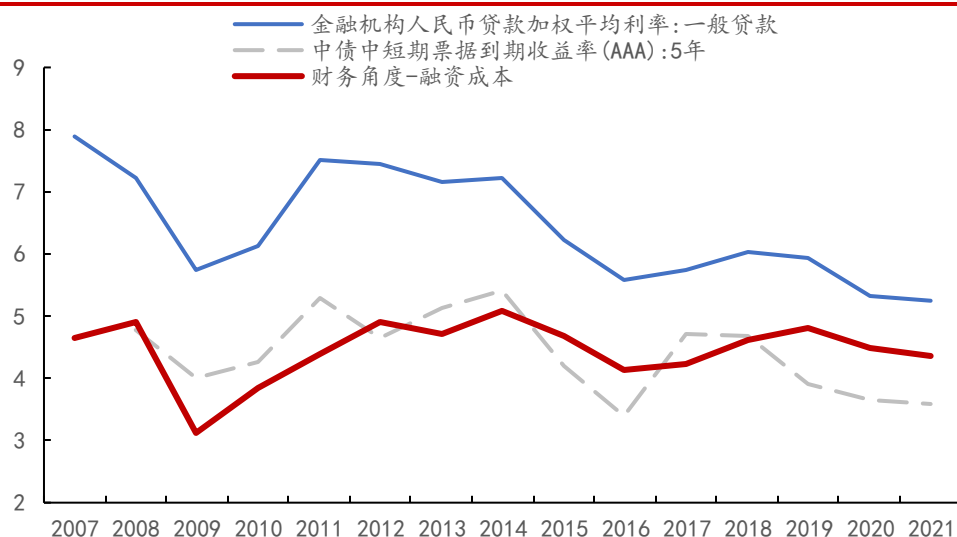
资料来源：WIND，华西证券研究所

上市公司财务角度下，2021 年实体融资成本约为 4.35%，较 2020 年下降 15bp。

我们以除金融石油石化以外的全部 A 股上市公司为样本，根据公式： $\text{融资成本} = (\text{利息支出} + \text{手续费}) / \text{带息债务}$ ，计算出上市公司财务角度下企业的融资成本。

从变动趋势来看，企业融资成本与央行公布的一般贷款加权平均利率基本一致，不过数值与中债中短期票据到期收益率更为接近。2007 年以来，我国大致经历了三轮企业融资成本的升降周期，本轮企业融资成本在 2019 年达到阶段性高点，为 4.81%，随后开始回落，2021 年企业融资成本降至 4.35%，较 2020 年下降约 15bp，较 2019 年高点下降约 46bp。

图9 上市公司融资成本与加权平均利率趋势上基本吻合，数值上与中债中短期票据收益率更为接近（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.2. 社融角度测度实体融资成本

社融角度是指利用社融分项融资成本和各自比重计算出的加权融资成本。由于社融反映的是实体经济从整个金融系统获得的融资总量，所以社融加权融资成本是代表实体经济融资成本的重要指标。

前文提到，最近几年我国社融呈现“表外融资表内化，直接融资在加大”的特征，也就是非标在逐步压降，其压降的份额部分转化成了表内的信贷，而企业债券、股票融资、政府债券等直接融资的占比在逐步提升，因此我们在计算加权成本的时候主要考虑两个部分，信贷成本和直接融资成本。

1) 信贷成本，我们采用的是央行按季度公布的一般贷款加权平均利率。

2) 直接融资成本，以企业债券、政府债券融资成本为主。

其中，企业债券以5年期AAA的中债中短期票据到期收益率来度量。一方面，从规模来看，中、短期票据融资的规模较大，代表性较好。以2021年为例，中期票据和短期融资券融资规模分别为3.45万亿元和5.23万亿元，占企业债券融资总额的约66%。另一方面，从期限来看，5年期中期票据发行规模的占比约20%，与其他期限相比占比较高，并且处于发行期限的中间位置。因此我们选用5年期AAA的中债中短期票据到期收益率来度量企业债券。

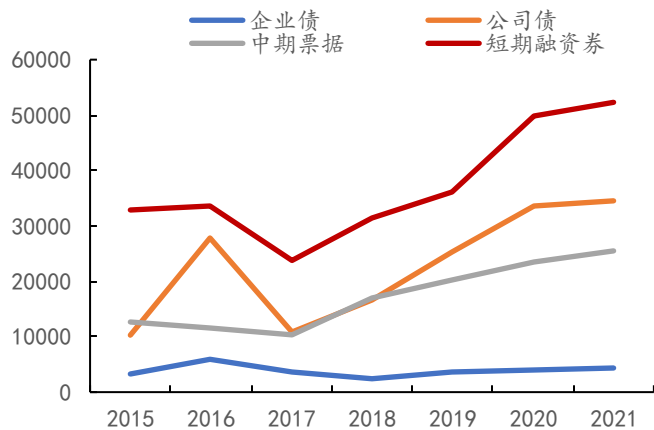
表1 不同类别债券融资规模（亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
企业债	3421	5925	3730	2418	3624	3926	4399
公司债	10283	27859	11024	16575	25438	33697	34525
中期票据	12728	11414	10341	16962	20308	23446	25492
短期融资券	32806	33675	23765	31275	36254	49986	52301

资料来源：WIND，华西证券研究所

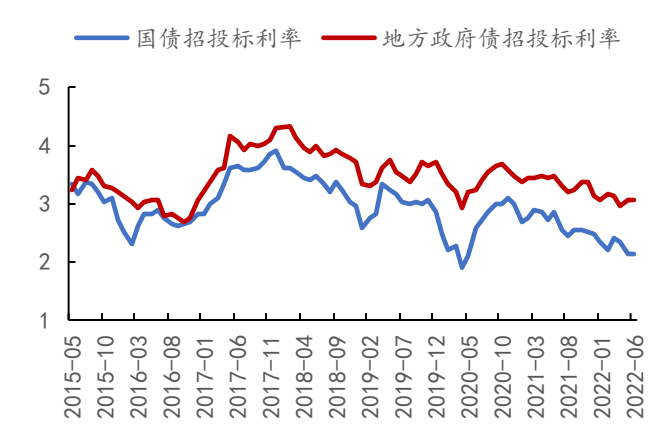
政府债券分成国债和地方政府债，分别采用 WIND 统计的国债招投标利率和地方政府债招投标利率来度量，这两个利率均为发行债券票面利率的加权平均利率，权重为实际发行规模占比，可以较好的代表国债和地方政府债的发行成本。另外，我们以国债和地方政府债发行规模的比值作为政府债中二者的权重。

图 10 中、短期票据发行规模较大（亿元）



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 11 国债、地方政府债招投标利率（%）



资料来源：WIND，华西证券研究所

上述几项的权重采用存量社融占比来度量。而之所以选用存量社融占比而非新增占比，主要是近年来非标的新增占比基本为负，债券融资新增在部分月份也有负值，导致新增信贷占比超过 100% 的月份时有发生。因此，选用存量社融占比更为合适。

按照上述加权方式计算社融角度下的实体经济融资成本：

社融角度下，2022 年 Q1 实体融资成本约为 4.01%，较 2021 年 Q4 下降 15bp，较 2021 年 Q1 下降 26bp，与上一轮高点 2019 年 Q3（4.62%）相比降幅达 60bp。

社融角度下的实体融资成本展现出了与上市公司财务角度下企业融资成本基本一致的特征：变动趋势上，与央行公布的一般贷款加权平均利率基本一致，而在数值上和中债中短期票据到期收益率更为接近。

需要强调的是，社融角度计算出的融资成本小幅低于上市公司财务角度的成本。以 2021 年为例，上市公司财务角度下计算的融资成本为 4.35%，而社融角度下计算的融资成本则为 4.20%。主要原因可能是社融角度考虑了政府债券融资，而政府债券融资的成本一般低于企业债券融资，因此拉低了整体的融资成本。

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_43334

