



揭开实体融资成本的面纱

Lifting the Veil on Financing Costs in the Real Economy

— 孙 付 丁俊菰

摘 要：实体融资成本的重要性是毋庸置疑的，其不仅是金融与实体之间传导是否通畅、资金供需是否平衡的体现，也关系到企业盈利、融资决策等事项。本文从上市公司财务、社会融资两个角度对我国实体融资成本进行测算，同时考察不同行业融资成本的变动情况，在此基础上归纳总结影响实体融资成本的“四大因素”，并对后续实体融资成本可能的变动趋势进行研判。

关键词：实体融资成本 上市公司财务 信贷 直接融资

Abstract: Financing costs are of critical importance to the real economy. The smooth transmission of financing to enterprises is directly related to profitability and financing decisions. This paper makes detailed calculations on the cost of financing in China's real economy from the perspective of listed companies and social financing. It assesses the changes in financing costs across different industries and examines four key factors in the cost of financing. It also looks at possible changes in trends in financing costs.

Keywords: Real Economy Financing Costs, Financing Costs of Listed Companies, Credit, Direct Financing

实体经济融资成本（简称“实体融资成本”）的重要性是毋庸置疑的。宏观上看，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体现；微观上看，实体融资成本又是企业成本的重要组成部分，关系到企业盈利情况、融资决策等事项。

当前市场上系统分析实体融资成本的研究相对较少。本文尝试

孙付，华西证券宏观首席分析师；丁俊菰，复旦大学经济学博士。

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的面纱。

实体融资成本的测度并非易事

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。

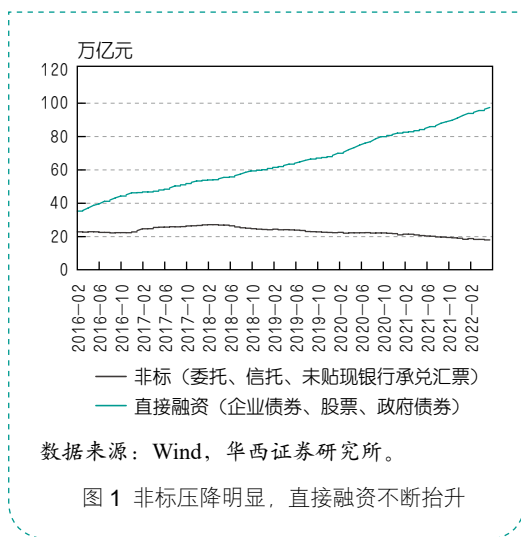
从社会融资统计数据来看，我国实体的融资主要由银行贷款（人民币、外币）、“非标”^①（委托、信托、未贴现承兑汇票）、直接融资（企业债券、政府债券、股票）等三大类构成，并且融资结构在2017年之后发生了不小的变化，总结

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（图1）。

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，表内如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，后有银保监会提出严防“三套利”、整治“四不当”、防范“十风险”，重点指向同业、银行理财、银行委托外部投资等业务。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，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%。

直接融资则在加大，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稳步增加。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



① 非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。（银监发〔2013〕8号）



接融资规模逐步扩大。Wind数据显示，2021年企业股权融资（IPO、增发、配股等）合计18 178亿元，较2020年增加1 395亿元；企业债券融资方面，2021年中期票据、短期融资券的融资规模分别为25 493亿元和5 261亿元，较2020年分别增加2 046亿元和325亿元；企业债与公司债合计发行规模38 917亿元，较2020年增加1 293亿元；政府债券方面，2021年国债、地方政府债合计发行规模约14.28万亿元，较2020年增加7 200亿元。社会融资总数口径下企业债券、股票融资以及政府债券存量规模从2015年的约34万亿元提升至2022年5月的约97万亿元。

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，部分银行甚至存在贷存挂钩和强制捆绑搭售的现象，这部分费用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，银保监会联合五部委发布《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部分反映实体融资成本。

从上市公司财务、社融两个角度分析融资成本

上市公司财务指标测度实体融资成本

带息债务、利息支出与手续费用。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、利息支出与手续费用。其中带息债务是指需要支付利息的企业债务，涉及短期借款、衍生金融负债^①、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。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

① “衍生金融负债”项目反映企业衍生工具形成负债的期末余额。

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。

上市公司财务角度下，2021年实体融资成本^①约为4.35%，较2020年下降15bps。从变动趋势看，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15bps，较2019年高点下降约46bps。

社融角度测度实体融资成本

社融角度是指利用社会融资的分项融资成本结合各自比重计算出的加权融资成本。由于社会融资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，最近几年我国社会融资呈现“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，因此计算加权成本的时候主要考虑两个部分，信贷成本^②和直接融资成本^③。

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。

政府债券分成国债和地方政府债，分别采用Wind数据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，可以较好地代表国债和地方政府债的发行成本。另外，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。

上述几项的权重采用存量社融占比来度量。之所以选用存量社融占比而非新

① 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：融资成本 = (利息支出 + 手续费) / 带息债务，计算上市公司财务角度下企业的融资成本。

② 采用央行按季度公布的一般贷款加权平均利率（不含票据融资、融资租赁和垫款的贷款）。

③ 以企业债券、政府债券融资成本为主。



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。

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年一季度实体融资成本约为4.01%，较2021年四季度下降15bps，较2021年一季度下降26bps，与上一轮高点2019年三季度（4.62%）相比降幅达60bps。

社融角度下的实体融资成本展现出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，而在数值上与中债中短期票据到期收益率更为接近（图2）。

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显著低于企业债券融资，拉低了整体的融资成本。

影响实体融资成本的“四大因素”

上文通过上市公司财务、社会融资两个角度对实体经济融资成本进行了测算，接下来需要解决的问题是哪些因素影响实体融资成本？结合相关理论，

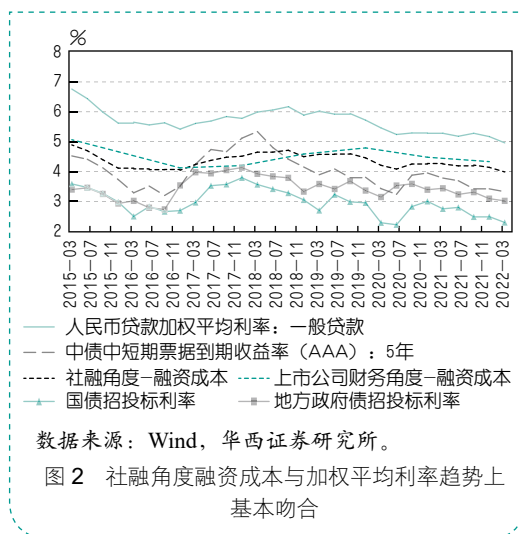
可以总结出四大因素，分别是经济、货币、政策、结构。

经济形势

凯恩斯的流动性偏好理论认为，利率与货币需求同向变动，也即利率是顺周期变量：当经济繁荣时，市场需求旺盛，企业往往选择加大投资、扩大生产，因而货币需求增加，带动利率上升；而当经济萧条时，市场需求疲软，企业投资增产意愿低下，货币需求也相应减少，带动利率下降。实体融资成本理应也符合这一理论，从趋势上看，2007—2008年、2013—2015年、2019—2020年等区间，经济增速的下行均带动了融资成本的回落（图3）。

货币政策

货币政策具有逆周期调节功能，央行通过量、价工具改变金融系统流动性状况，进而影响实体融资成本。



从融资成本的变动趋势来看，价的变化对于实体融资成本的影响要大于量的调整，较为典型的是2016—2019年。

(1) 价动量不动，2016年四季度—2018年一季度，这一时期存款准备金率没有变动，MLF利率则连续上调（由3%升至3.3%），实体融资成本也由4.06%大幅上行至4.67%；(2) 量动价不动，2018年三至四季度，存款准备金率连续下调（由13.5%下调至11.5%），MLF利率并未调整，此时实体融资成本仅出现小幅下行，由4.73%降至4.52%。

当央行同时使用量价工具，也即降准、降息同步进行时，实体融资成本会有一个较为明显的下行，比较典型的为2015年一至四季度以及2019年三季度至2020年二季度，两次的下降幅度均在50bps以上。显然，政策力度决定了利率

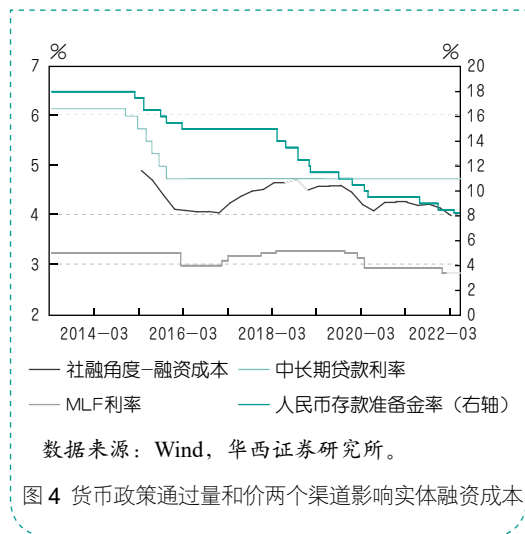
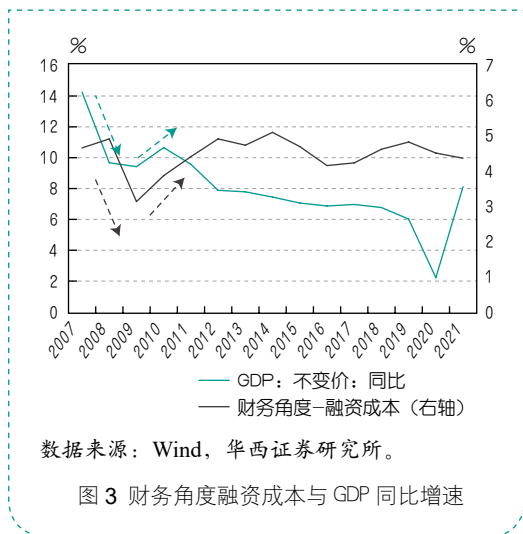
变化程度（图4）。

市场化利率体系的构建将会进一步畅通货币政策向实体融资成本的传导。经过近30年的持续推进利率市场化改革，我国已基本形成了市场化的利率体系和传导机制（图5）。目前，央行的政策利率有两个，短期的是7天逆回购利率，中期的是MLF利率，分别起到引导DR007（银行对外借钱的资金成本）和LPR（银行放贷的参照利率）的作用，而DR007和LPR又分别作用于货币市场利率和信贷市场利率。

当前政策利率由银行向实体的传导路径已经较为通畅，货币政策发挥的调节作用也越来越大。

降成本政策

据测算，2013—2014年是实体融资成本不断攀升，并创下阶段性高点





(5.08%)的时期，融资成本的攀升侵蚀了企业利润，抑制了企业的生产投资活动。为解决这一问题，2014年8月5日国务院办公厅印发《关于多措并举着力缓解企业融资成本高问题的指导意见》（以下简称《意见》），提出十项举措，按照侧重点可以分成三个类别：（1）综合运用多种货币政策工具，维持流动性平稳适度，为缓解企业融资成本高企创造良好的货币环境；（2）降低不合理成本，一方面遏制高息揽储，抑制金融机构筹资成本的不合理上升，另一方面缩短企业融资链条，清理整顿不合理金融服务费；（3）健全多层次资本市场体系，大力发展股权、债券等直接融资。

近年来，中央经济工作会议、政府工作报告等重要会议或文件中也反复提及降低企业负担，疏通货币政策传导机

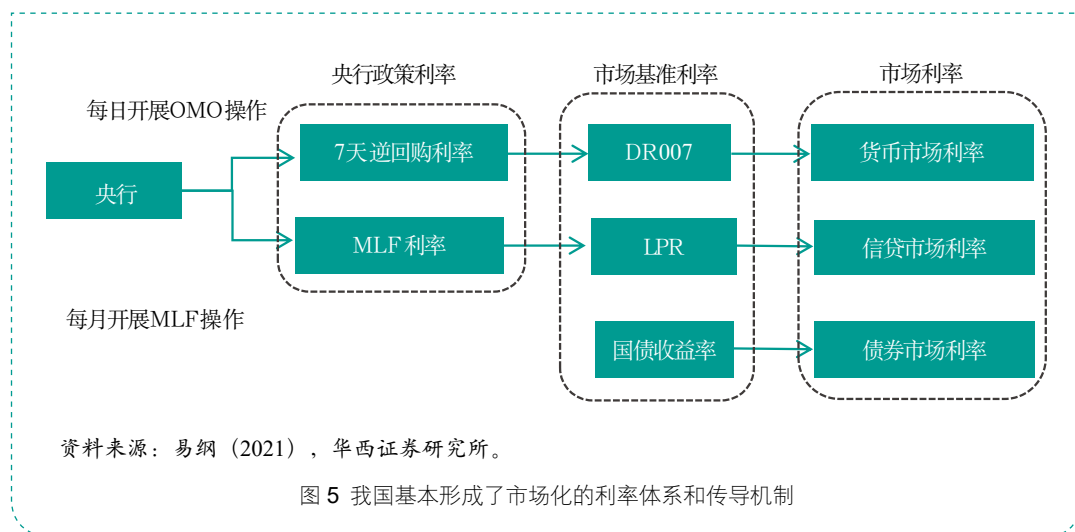
制，取消不合理收费，缓解实体经济融资难融资贵问题，确保综合融资成本实在下降。

融资结构

从变动趋势来看，2004年以来我国实体融资成本大致经历了三轮周期，前两轮融资成本的高点相差不大，而本轮融资成本高点较此前低20bps左右，融资结构的变化或许能在一定程度上解释这一现象。

融资结构变化体现在两方面：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。

首先看房地产。2019年以来，信托投向房地产的金额和占比均出现大幅下滑，



其中投向房地产的信托余额从2.93万亿元降至1.76万亿元，降幅接近40%。另外，从上市公司披露的带息债务来看，2019年以来房地产行业带息债务总规模和占全部上市公司带息债务的比重均有明显回落。

其次看基建。投向基础产业（主要是基建）的信托投资余额在2017年便开始高位回落，而占比也在2020年左右开始了新一轮的下行。截至2022年一季度末，投向基础产业的信托投资余额1.65万亿元，较高点3.17万亿元下降约48%；占比也由2020年三季度的16%下降到2022年一季度的11%。

作为我国重要信用承接主体的房地产、地方融资平台，其高成本融资渠道的规范和融资规模的下降必然带来整体融资成本的回落。

实体融资成本下降的行业差异

负债率高且融资成本下降的行业更多受益

本轮实体融资成本自2019年一季度达到阶段性高点4.77%后开启下行模式，截至2022年一季度末，实体融资成本降至4.20%，整体下降幅度接近60bps。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1 080亿元。

统计上市公司2021年年报披露的资产负债率情况，高于全国平均水平（53%）

的行业有11个，其中资产负债率超过70%的有2个行业，分别是房地产和建筑装饰，60%~68%之间的有3个行业，分别是商业贸易、公用事业、家用电器，而汽车、交通运输、农林牧渔等行业的资产负债率接近58%；钢铁、综合等行业的资产负债率在55%附近。显而易见，负债率越高且融资成本下降幅度越大的行业，受益程度也会越大。

房地产、商业贸易等行业融资成本抬升

从分行业融资成本来看，并不是所有高负债率行业的融资成本都在下降，部分行业出现抬升（图6）。

房地产行业的融资成本自2017年开始就出现了明显上行，上幅约120bps，这主要与监管层推进落实房住不炒的政策有关。2016年底中央经济工作会议首次提出房住不炒，后续又推出针对房企的“三道红线”以及针对银行的“两个上限”等措施，房地产行业面临的融资限制明显增加，从而抬升了其融资成本。从房地产行业的融资成本与ROE的关系来看，融资成本的抬升会在一定程度上带来ROE的下降，2017—2021年区间这一特征尤为明显。不过，当前由于我国面临的经济下行压力仍然较大，监管层对于房地产的调控政策出现了边际放松，其融资成本后续可能会有所回落，进而带动ROE触底回升。



汽车、交运等行业的融资成本回落明显

汽车、交通运输、公用事业等行业的融资成本出现了较为明显的回落（图7）。以汽车行业为例，其融资成本自2018年以来出现明显回落，主要与国家对于汽车尤其是新能源汽车产业的支持有关。从数值上看，汽车行业融资成本从3.98%下降至3.16%，降幅约80bps，按2018—2021年汽车行业平均6 500亿元的带息债务计算，可以直接节省融资成本约52亿元，达汽车行业2018—2021年平均净利润（966亿元）的5.4%。另外，从汽车行业融资成本与ROE的变动趋势来看，融资成本的抬升会在一定程度上带来ROE的下降，反之则反是。而当前正处于融资成本

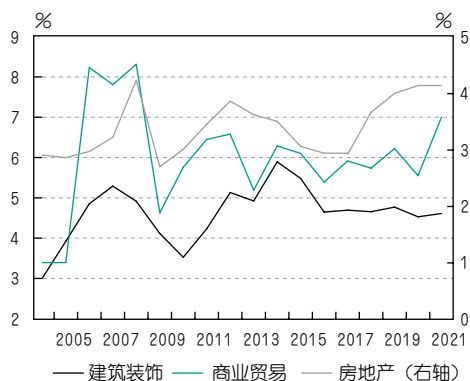
下降带动ROE回升的阶段。

交通运输业、公用事业等行业融资成本的下降与国家近年来加大基础设施投入力度有关。二者融资成本自2019年高点分别下行90bps和60bps。除此之外，农林牧渔、家用电器、化工、机械设备、有色金属等行业的融资成本也有不同程度的下降，同样会对相关行业的ROE产生支撑。

“两个抓手”打开融资成本后续下行空间

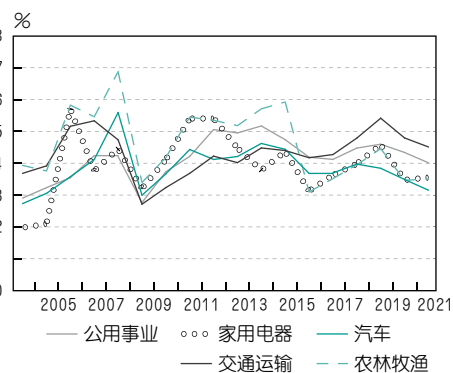
存款利率市场化调整，LPR独立调降增加降成本渠道

存款利率挂钩10年期国债与LPR，LPR^①单独调降成为可能。2022年央行一季



数据来源：Wind，华西证券研究所。

图6 房地产、商业贸易等行业融资成本有所抬升



数据来源：Wind，华西证券研究所。

图7 汽车、交通运输等行业融资成本明显下降

① LPR是商业银行对其最优质客户执行的贷款利率，其他贷款利率可在此基础上加减点生成。

度货币政策报告专栏《建立存款利率市场化调整机制》中提到，“人民银行指导利率自律机制建立了存款利率市场化调整机制，自律机制成员银行参考以10年期国债收益率为代表的债券市场利率和以1年期LPR为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平”。

存款利率与10年期国债和LPR的挂钩使LPR单独调降成为可能，我国现行的利率传导机制是央行通过调降政策利率（MLF）带动LPR下调，进而传导至贷款利率。

从LPR的调降历史来看，除1年期LPR有少数几次单独下调外，其余均与MLF利率同步下调。而当前，在美联储大幅加息、开启缩表等外部因素的扰动下，央行政策利率下调空间受限，因此通过存款利率市场化机制降低银行成本带动LPR下调成为重要的途径。

5年期LPR单独调降落地，后续仍有下调空间。2022年5月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.7%（保持不变），5年期以上LPR为4.45%（调降15bps）。此次5年期LPR调降和之前相比有三点不同。一是幅度最大。LPR改革以来，5年期调降幅度最大的一次，2020年4月也仅调降10bps。二是1年期LPR未动。此前5年期LPR大都与1年期LPR联动调降，且调降幅度为1年期LPR的一半。三是

MLF利率未动。此前5年期LPR均与MLF联动调降，此次非对称调降是存款利率市场化降低银行成本进而带动LPR下调的有效实践。

2022年央行一季度货币政策报告中指出，工农中建交邮储等国有银行和大部分股份制银行均已于2022年4月下旬下调了其1年期以上期限定期存款和大额存单利率，部分地方法人机构也相应作出下调。根据新近调研数据，4月最后一周（4月25日—5月1日），全国金融机构新发生存款加权平均利率为2.37%，较前一周下降10个基点。从央行的表述可以看出，目前参与调整存款利率的主要以国有银行和大型股份制银行为主，可以预见的是，随着存款利率市场化机制的不断完善，中小银行也会逐步跟进，银行负债端成本将会有效降低，净息差或将小幅抬升，为后续LPR调降打开空间。

结构性货币政策发力，精准滴灌重点行业

结构性货币政策将继续发挥牵引带动作用。央行2022年一季度货币政策报告中指出，继续发挥好结构性货币政策工具的牵引带动作用。

当前央行的结构性政策工具有三条主线。第一，此前一直推进的支农支小再贷款，重点支持“三农”、小微企业等主体的融资需求，后续再贷款额度仍会进一步增加。第二，针对绿色、科



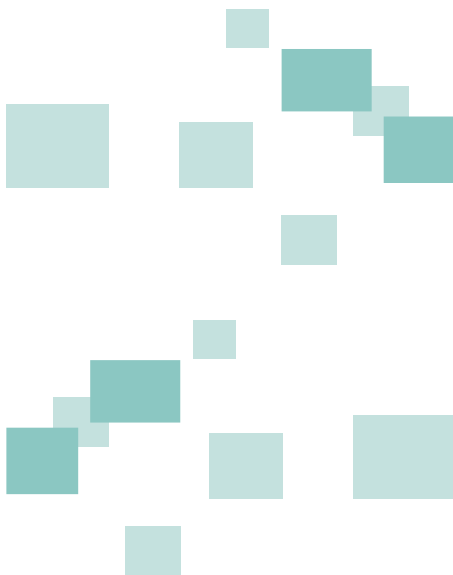
技、普惠养老等行业的再贷款，包括煤炭清洁高效利用专项再贷款、碳减排支持工具、科技创新和普惠养老专项再贷款等。第三，针对疫情困难行业，例如住宿餐饮、批发零售、文化旅游等接触型服务业及其他有前景但受疫情影响遭遇困难行业的支持力度。2022年5月6日，央行货币政策司在研究报告《结构性货币政策工具精准出击，助力市场主体纾困和实体经济发展》中指出，2020年以来，结构性货币政策工具累计投放基础货币2.3万亿元。

结构性货币政策兼具总量和结构调节双重功能。2022年6月23日在“中国这十年”系列主题新闻发布会上，中国人民银行副行长陈雨露表示，结构性货币政策工具是兼具总量调节和结构性调节双重功能的，通过结构性功能能够实现精准滴灌的政策效果，同时又能够对总量提供作出贡献。在精准滴灌的作用下，预计后续涉及三条主线行业的融资

成本将会进一步下降。

综合“两个抓手”效果并结合我国实体融资成本周期波动特征，预计后续实体融资成本仍有一定下行空间，重点支持行业的融资成本下行空间可能会更大。^[N]

学术编辑：韦燕春



参考文献：

- [1]白景明,赵全厚,封北麟,等.降低实体企业融资成本调研报告[J].财政科学,2019(12):23-54.
- [2]易纲.中国的利率体系与利率市场化改革[J].金融研究,2021(9):1-11.
- [3]赵雪芳.稳健货币政策支持经济大盘稳定——陈雨露在中宣部“中国这十年”系列主题新闻发布会上答记者问[J].中国金融,2022(10):10-11.
- [4]中国人民银行货币政策分析小组.2022年第一季度中国货币政策执行报告[R].中国人民银行货币政策执行报告,2022-05-09.
- [5]中国人民银行货币政策司课题组.结构性货币政策工具精准出击，助力市场主体纾困和实体经济发展[R].中国人民银行工作论文, 2022-05-06.