

金融去杠杆下各行业盈利对融资成本的覆盖水平普遍下降

研发部/孙田原

2017 年以来，因金融去杠杆及监管加强，货币市场和债券市场出现了一定程度的流动性紧张，银行间同业拆借利率及债券发行利率纷纷走高。在债券发行利率高企，融资成本急剧攀升的情况下，债券市场取消发行的规模明显增加。由于贷款利率仍维持低位，显著低于债券发行利率，企业的融资模式逐步由债券直接融资转向银行贷款类间接融资。但银行自身负债端资金成本上升明显且贷款额度有限，预计未来银行贷款利率也将逐渐上升。在供给侧结构性改革推动下，产能过剩行业盈利水平改善明显，盈利水平对融资成本的覆盖倍数有所提升，但仍处较低水平，整体信用风险仍值得关注；除产能过剩行业外，其余大部分行业的盈利水平对融资成本的覆盖倍数出现不同程度下降，财务负担明显加重，不利于企业发展，同时也有可能某些行业形成一定风险。

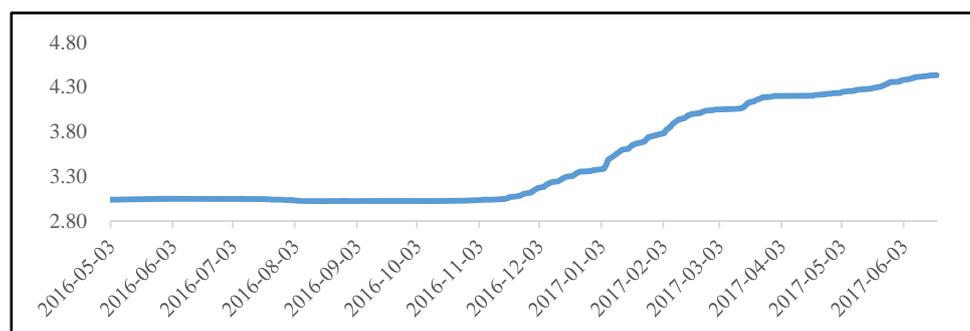
尽管近期央行加大资金投放力度，流动性压力有所缓解，但长期来看金融去杠杆仍将持续推进，货币供给增速将长期维持较低水平，企业融资成本不会出现明显的下降。另一方面，去杠杆将有利于降低系统性风险以及倒逼僵尸企业退出，有利于盘活存量资金，提升资金效率，从而使得实体经济实现健康发展。

一、市场流动性偏紧，利率走高

近年来，商业银行体系内部同业业务大规模扩张，部分商业银行通过同业业务大幅扩张了自身资产规模，并通过委外投资等方式向外投资，通过期限错配等方式进行套利。而 2017 年以来，监管层加强金融业务监管，推进金融去杠杆，商业银行难以继续通过同业负债增加杠杆来扩大货币乘数，同时央行也没有进行大规模的基础货币投放，这使得市场上流动性逐步趋紧，M2 同比增速更是在 5 月份创历史新低，银行间同业拆借利率及信用债发行利率纷纷走高。

货币市场中，SHIBOR(上海同业拆借利率)自 2017 年以来呈逐步上升趋势，5 月下旬，1 年期 SHIBOR 利率较去年同期相比上升超过 100 BP，有史以来首次高于 4.30% 的 1 年期贷款基准利率。

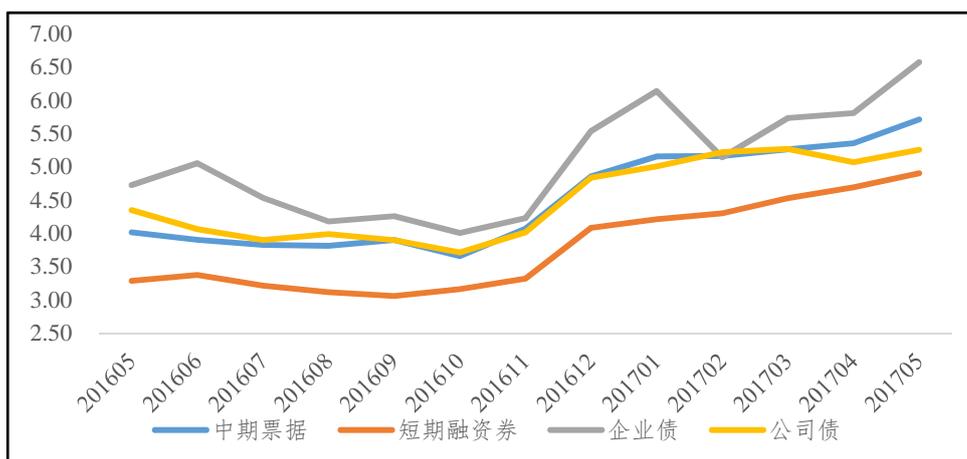
图表 1:1 年期 SHIBOR 利率走势 (单位: %)



数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

债券市场中，2017 年以来，各类债券的月均发行利率整体上升趋势较为明显,从平均发行利率上看，短期融资券、公司债、企业债及中期票据的平均发行利率较去年同期均有 100-200BP 的上涨，上升幅度非常明显。以 5 年期及以上的 AAA 级评级的中期票据为例，其平均发行利率在 2017 年 5 月已上升至 5.2420%，较去年同期的 3.5966% 上升了 164 个 BP，同时也明显高于央行公布的 5 年期以上人民币贷款 4.90% 的基准利率。

图表 2:新发行债券平均发行利率走势(单位: %)

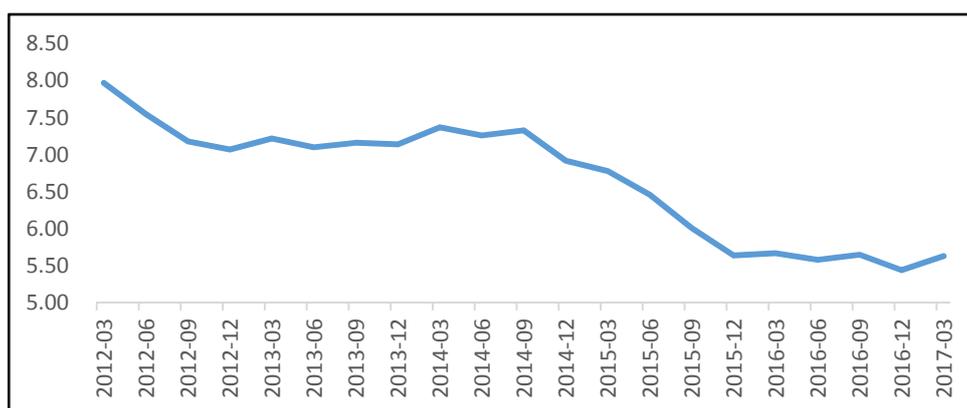


数据来源: Wind 资讯, 新世纪评级整理

二、盈利对融资成本的覆盖水平普遍下滑

对于企业来说，在直接融资方面，债券发行利率逐步走高，较高的发行成本将给发行主体带来较重的财务负担。据 Wind 数据显示，新发行短期融资券的平均发行利率在 2017 年 5 月已上升至 4.90%，而去年同期仅为 3.29%；而 5 年期以上的较长期限的中期票据平均发行利率则也由去年 5 月的 3.60% 上升至目前的 5.24%。在间接融资方面，由于当前银行对优质客户的争夺较为激烈，为了争夺客户，银行近期发放贷款的加权平均利率尚较为平稳，贷款利率未见明显上调，而 4.30% 的短期贷款利率及 4.90% 的长期贷款利率相较于债券发行利率来说处于较低水平。在当前银行贷款利率相对较低的情况下，部分企业开始将融资方式重新向间接融资转变，5 月份人民币贷款规模高于整体社会融资规模便是很好的一个证明。但是由于银行在当前金融去杠杆及监管加强的背景下，自身的流动性也比较紧张，部分中小银行开始在货币市场争夺资金，5 月下旬 SHIBOR 银行间一年期同业拆借利率已经高于一年期的贷款利率，负债端包括存款、同业存单、同业理财等在内的各个资金来源的成本均出现了快速上升。在银行自身资金成本上升以及整体贷款额度受限的情况下，预计未来银行将会调高贷款利率，从而使企业的间接融资成本同样出现明显上升。

图表 3：金融机构一般人民币贷款加权平均利率（单位：%）



数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

在企业直接融资成本明显上升及间接融资成本面临上升压力的背景下，若企业自身的盈利水平无法相应提升，那么高企的融资成本将严重制约企业的发展。为了比较现在与去年同期不同融资成本下，企业盈利水平对融资成本覆盖水平的变化，我们选取了按申万行业分类的各行业平均毛利率、总资产报酬率以及投入资本报酬率三个指标，并构建盈利水平指数，来衡量各行业的平均盈利水平。最后，我们将各行业的盈利水平指数分别除以当前及去年同期的新发行短期融资券¹平均发行利率得到各行业的盈利水平对融资成本的覆盖倍数，以此反应各行业盈利水平对融资成本覆盖能力的变化情况。

图表 4：各行业盈利水平指数

行业	2016 盈利水平指数	2017 年化盈利水平指数	行业	2016 盈利水平指数	2017 年化盈利水平指数
国防军工	1.82	0.86	纺织服装	5.53	4.11
建筑装饰	1.47	1.08	休闲服务	6.05	4.15
交通运输	1.38	1.38	房地产	5.5	4.15
商业贸易	2.11	2.19	农林牧渔	5.6	4.38
钢铁	0.66	2.48	通信	5.18	4.49
公用事业	4.08	2.71	电子	4.2	4.51
有色金属	1.03	2.91	食品饮料	4.08	4.62
综合	3.01	2.99	家用电器	5.58	5.06
计算机	4.94	3.29	轻工制造	5.91	6.46
建筑材料	5.42	3.47	化工	5.23	6.78
机械设备	3.36	3.65	传媒	6.3	7.23
采掘	2.23	3.74	医药生物	7.17	7.63
电气设备	4.92	3.96	汽车	7.82	9.57
非银金融	4.41	3.99			

数据来源：新世纪评级计算

¹ 从各类债券发行成本看，短期融资券的成本最低，

图表 5：各行业盈利水平对融资成本覆盖倍数

行业	2016 盈利覆盖倍数	2017 年化盈利覆盖倍数	行业	2016 盈利覆盖倍数	2017 年化盈利覆盖倍数
国防军工	0.55	0.18	纺织服装	1.68	0.84
建筑装饰	0.45	0.22	休闲服务	1.67	0.85
交通运输	0.42	0.28	房地产	1.84	0.85
商业贸易	0.64	0.45	农林牧渔	1.70	0.89
钢铁	0.20	0.51	通信	1.57	0.92
公用事业	1.24	0.55	电子	1.28	0.92
有色金属	0.31	0.59	食品饮料	1.24	0.94
综合	0.91	0.61	家用电器	1.70	1.03
计算机	1.50	0.67	轻工制造	1.80	1.32
建筑材料	1.65	0.71	化工	1.59	1.38
机械设备	1.02	0.75	传媒	1.91	1.48
采掘	0.68	0.76	医药生物	2.18	1.56
电气设备	1.49	0.81	汽车	2.38	1.95
非银金融	1.34	0.81			

数据来源：新世纪评级整理计算

从 2016 及 2017 两年的计算结果比较看，除采掘、钢铁以及有色金属三个行业之外，其余各行业的盈利水平对融资成本覆盖倍数均有不同程度的下降，说明大多数行业盈利水平上升幅度无法很好地覆盖融资成本的上升，财务负担加重。在此情况下，除了各行业盈利水平靠前且历史信用水平良好的部分企业仍有能力及意愿继续融资之外，大多数企业将放弃继续融资来扩大经营规模的动能，这也导致了大量债券取消发行。另一方面，若企业为了维持资金链而不得已继续融资，高于当前企业盈利水平的融资成本将影响企业的整体盈利成果，将对企业的进一步发展造成不利的影响，或陷入恶性循环。

三、供给侧改革助推产能过剩行业盈利改善，但整体信用风险仍值得关注

在前面所分析的当前各行业盈利水平的数据中，可以看到在近年来政府推进供给侧结构性改革去产能政策后，采掘（以煤炭企业为主）、钢铁以及有色金属三个行业逐步退出低效产能，市场供需关系逐步出清，行业盈利水平得到了明显的提升。即使在当前融资成本显著上升的情况下，其盈利水平对融资成本的覆盖倍数也有所上升。

煤炭企业方面，2016 年，全国共计退出煤炭低效产能 2.9 亿吨，超额完成既定目标，2017 年去产能目标为 1.5 亿吨。在去产能政策推进之后，煤炭市场供求关系明显改善，秦皇岛 Q5500 动力煤年初至今的均价为 613 元/吨、焦煤均价为 1562 元/吨，分别同比上升 61%、122%，价格较实施去产能政策之前上升明显。在煤价回暖、煤炭需求小幅上升的情况下，煤炭行业整体现金流大幅好转，盈利

能力获得显著的提升。今年一季度，全国规模以上煤炭企业盈利 708.7 亿元，相比去年同期的亏损 6.5 亿元，提升十分明显。

钢铁行业方面，2016 年，全国共压减 6500 万吨粗钢产能，2017 年 1-5 月，全国已压减粗钢产能 4239 万吨，完成全年任务的 84.8%。同时，截至 2017 年 6 月 30 日，1.2 亿吨产能的“地条钢”企业被彻底取缔。在整体产能被压缩以及“地条钢”等落后产能被取缔的背景下，钢铁行业供需关系得到明显的改善，钢价明显上升并持续保持高位，钢厂盈利能力得到明显改善。2016 年全国黑色金属冶炼和压延加工业利润总额 1659.1 亿元，同比增长了 232.3%，由 2015 年的负增长转变为大幅正增长；2017 年前 5 月利润总额为 1053.1 亿元，同比继续大幅增长 93.5%。

有色金属行业方面，继煤炭、钢铁两大重要产能过剩行业开始推进供给侧改革之后，有色金属行业调结构去产能的改革也被推上日程，电解铝去产能工作稳步推进，并推动产业结构进一步升级。而同时近期有色金属商品价格有所上涨，行业整体的盈利能力得到一定的提升。而伴随着有色金属行业供给侧改革的正式实施，预计行业盈利能力将得到进一步的提升。

可以看到，在供给侧改革政策实施以后，煤炭、钢铁、有色金属等产能过剩行业的盈利水平得到了明显的提升，行业内企业的现金流得到了很大的改善，信用风险有所下降。但另一方面，这三个行业虽然近期盈利能力上升较快，但绝对盈利水平仍然不高，盈利水平对融资成本的覆盖倍数仍较低，若去产能工作推进不及预期或产品价格出现较大的波动，仍有可能导致信用风险。

除煤炭、钢铁、有色之外的其它行业，盈利水平对融资成本的覆盖倍数均出现了不同程度的下降。其中，房地产、建筑材料及建筑装饰行业受近期房地产调控政策影响，盈利能力出现一定程度的下降，而伴随着融资成本的上升，其覆盖倍数下降更加明显，当未来房地产市场出现明显向下趋势，其盈利能力可能会受到更大的影响，若融资成本长期处于高位，可能会出现一定的信用风险；汽车、生物医药、化工等行业本身盈利能力有所提升，但由于融资成本上升过快，其盈利水平对融资成本的覆盖倍数有所下降，不过如果能维持当前盈利水平，当前的融资成本仍在其可接受的范围之内。

四、短期资金压力或将有所缓解，但长期依然不乐观

2017 年 6 月以来，央行通过 MLF 等方式向市场投放了较多的资金，缓解了 5 月份以来市场上的资金压力，同时在金融去杠杆政策上给予了金融机构 4 至 6 个月的过渡期，短期内市场上的资金压力或将有所缓解。但是金融去杠杆仍然是目前监管层着力推进的重要政策。在政策影响下，货币供应增速将维持在较低水

平，市场整体融资规模预计仍不乐观，企业融资成本将不会出现明显下降，较高的融资成本对实体经济将造成一定不利影响。另一方面，金融去杠杆有利于降低整体系统性风险，有利于经济平稳发展；而且融资成本的上升及融资规模的下降也有利于淘汰一部分僵尸企业，使得资金可以更好的流向运营状况良好的企业，有助于调整产业结构，增强企业整体盈利能力，有利于实体经济健康发展。

附录：三项盈利能力指标统计数据：

附表 1：各行业平均毛利率（单位：%）

行业	2016 毛利率	2017Q1 毛利率	行业	2016 毛利率	2017Q1 毛利率
有色金属	8.46	9.6	食品饮料	16.56	19.08
建筑装饰	11.35	10.33	医药生物	20.31	19.11
商业贸易	10.71	10.49	汽车	19.68	21.16
钢铁	10.73	11.05	电气设备	20.35	21.55
交通运输	12.23	11.26	轻工制造	23.43	21.88
农林牧渔	14.63	11.74	建筑材料	25.6	22.25
国防军工	13.69	12.01	家用电器	21.62	22.55
公用事业	15.81	12.57	计算机	18.04	24.03
纺织服装	13.9	14.09	传媒	24.38	25.53
机械设备	15.35	15.73	通信	26.02	25.9
采掘	18.68	18.04	房地产	27.56	27.74
电子	16.25	18.09	非银金融	30.15	30.67
化工	19.06	18.19	休闲服务	33.16	31.1
综合	19.34	18.22			

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附表 2：各行业平均总资产报酬率（单位：%）

行业	2016 总资产报酬率	2017 年化总资产报酬率	行业	2016 总资产报酬率	2017 年化总资产报酬率
非银金融	2.45	1.70	采掘	2.42	3.91
国防军工	2.45	1.89	钢铁	2.03	3.99
休闲服务	3.68	2.18	电子	4.58	4.52
建筑装饰	2.63	2.26	传媒	5.29	4.59
交通运输	2.43	2.37	食品饮料	4.51	4.64
计算机	4.99	2.43	有色金属	3.35	4.73
房地产	4.02	2.47	纺织服装	6.06	4.98
综合	3.12	2.65	农林牧渔	6.24	5.27
建筑材料	4.40	3.04	家用电器	5.91	5.28
电气设备	4.36	3.13	轻工制造	5.40	5.80
通信	4.01	3.36	医药生物	6.65	6.50
商业贸易	3.51	3.63	化工	4.91	6.67
机械设备	3.75	3.75	汽车	7.17	7.95
公用事业	4.63	3.85			

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

附表 3：各行业平均投入资本报酬率（单位：%）

行业	2016 投入资本报酬率	2017 年化投入资本报酬率	行业	2016 投入资本报酬率	2017 年化投入资本报酬率
家用电器	3.75	2.39	采掘	2.5	6.02
休闲服务	6.39	3.26	食品饮料	6.92	7.17
国防军工	5.37	3.45	纺织服装	12.17	7.42

行业	2016 投入 资本报酬率	2017 年化投 入资本报酬率	行业	2016 投入资 本报酬率	2017 年化投入 资本报酬率
建筑材料	6.59	3.92	综合	3.45	7.58
计算机	8.86	3.98	电气设备	9.57	8.06
钢铁	2.69	4.52	电子	7.81	8.3
建筑装饰	4.55	5.07	机械设备	7.39	9.24
商业贸易	5.02	5.17	农林牧渔	10.69	10.79
有色金属	0.38	5.2	轻工制造	7.09	10.96
公用事业	7.14	5.23	化工	10.29	12.81
通信	6.55	5.27	医药生物	13.29	19.27
非银金融	4.84	5.44	传媒	9.65	19.66
交通运输	3.95	5.57	汽车	15.97	23.04
房地产	7.06	5.73			

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理