



**NIFD**

国家金融与发展实验室  
National Institution for Finance & Development

# NIFD季报

主编:李扬

## 中国资金流动 ——信用总量分析报告

殷剑峰  
张畅

2020年7月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

# 中国资金流动——非金融部门信用总量

## 摘要

二季度我国非金融部门信用总量为 269.5 万亿元，同比增长 11.46%，增速较上季末提高 1.25 个百分点。二季度 GDP 同比转正，非金融部门杠杆率增幅明显收窄，金融部门杠杆率有所回落。政策性金融的逆周期调节力度加大，金融机构对实体经济的支持力度较强，推动上半年信用总量较去年同期显著多增。

从资金流向来看，企业部门通过银行信贷和债券融资的信用扩张力度仍然较强，但存贷款双双高增的特征说明资金使用效率并不高。经济活动逐步修复，但小型企业的生产经营不容乐观；居民部门贷款需求逐渐修复，房地产市场明显回暖，但低贷高存的特征意味着消费复苏承压。核心通胀保持低位，下半年通缩风险抬升；政府信用规模扩张进一步提速，中央责任持续强化，地方政府非赤字融资得到较大拓展，下半年财政融资力度仍然较大；金融体系内部同业活动明显增加，货币政策工具出现边际收紧，短端及长端利率逐步上行并回归至政策利率附近。

从偿债压力来看，非金融部门偿债率达到 148.2%，较去年同期提高 5.3 个百分点。受益于利率下行及还款期限延长，非金融部门利息偿付额占信用总量增量的比例显著低于去年同期。企业部门债务违约风险相对可控，债券违约潮可能存在滞后；居民部门的偿债压力进一步攀升，收入与消费增速差距未见明显改善，内需修复难度仍然较大；政府部门偿债率创同期新高，中央及地方政府的收入降幅持续大于支出降幅，各级政府均面临较大的偿债压力；银行业金融风险有所抬升，不良贷款风险开始

本报告负责人：殷剑峰

本报告执笔人：

● 殷剑峰

国家金融与发展实验室  
副主任

● 张旸

国家金融与发展实验室  
宏观金融研究中心助理  
研究员

### 【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

逐步暴露。

当前须以稳就业为重点，扎实做好“六稳”、“六保”工作，完善稳就业体制机制，加强中央财政和地方财政紧密配合，推进财政货币政策体制改革。

## 目 录

一、 季度资金流向.....	1
(一) 企业部门：信用扩张力度仍然较强.....	2
(二) 居民部门：贷款需求逐渐修复.....	3
(三) 政府部门：信用扩张进一步提速.....	4
(四) 金融部门：货币政策工具边际收紧.....	4
二、 偿债压力.....	6
(一) 企业部门：债务违约风险相对可控.....	6
(二) 居民部门：偿债压力进一步攀升.....	7
(三) 政府部门：偿债压力严峻.....	8
(四) 金融部门：金融风险有所抬升.....	8
三、 政策建议.....	9

## 一、季度资金流向

二季度我国非金融部门信用总量为 269.5 万亿元，同比增长 11.46%，增速较一季度提高 1.25 个百分点。同期，广义货币供应量 M2 余额为 213.5 万亿元，同比增长 11.11%，增速较一季度提高 0.98 个百分点；社会融资规模存量为 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，增速较一季度提高 1.3 个百分点。三者增速差异较大的主要原因在于，M2 和社会融资规模分别从金融机构的负债方和资产方进行统计，而信用总量从金融部门为非金融部门创造的债务融资工具角度进行统计。以委托贷款和信托贷款为代表的表外融资会增加社融规模和信用总量，但不会派生 M2。境内股票融资会增加社融规模，但不计入信用总量中。相比社会融资规模，信用总量还统计了证券公司、基金子公司、信托公司和保险公司对非金融企业部门、政府部门的非标投资，涵盖了“影子银行”范畴内的信用创造。一季度信用总量与社融存量增速分别高于 M2 增速 7bp、136bp，二季度该增速差距分别扩大至 35bp、169bp，体现了货币政策从“宽货币”向“宽信用”的传导。

二季度 GDP 同比转正，非金融部门杠杆率增幅明显收窄，金融部门杠杆率有所回落。二季度非金融部门杠杆率提高了 6.9 个百分点至 273.1%，增幅较一季度收窄 6.5 个百分点。其中，企业、居民、政府部门的杠杆率分别达到 157%、60%、57%。继一季度后，三个部门的杠杆率进一步达到 2007 年有记录以来的新高。金融部门杠杆率回落 0.76 个百分点至 91.2%。

政策性金融的逆周期调节力度加大，金融机构对实体经济的支持力度较强，推动上半年信用总量较去年同期显著多增。上半年共新增信用总量 19 万亿元，较去年同期多增 5.4 万亿元，其中，企业部门同比多增 4 万亿元，政府部门同比多增 1.67 万亿元，居民部门同比少增 3346 亿元。

## （一）企业部门：信用扩张力度仍然较强

第一，企业部门通过银行信贷和债券融资的信用扩张力度仍然较强，而非标监管保持高压态势，非银融资规模持续萎缩。二季度企业部门新增信用规模 4.1 万亿元<sup>1</sup>，同比多增 2.1 万亿。其中，新增银行信贷 3.6 万亿元，同比多增 1.6 万亿；新增债券余额 9294 亿元，同比多增 5294 亿元；新减非银融资超过 4000 亿元，同比少减 130 亿元。首先，企业短贷需求缓和，中长期贷款同比明显提升。二季度企业短期贷款同比提高 0.42 个百分点至 9.9%，增幅较一季度收窄 4.5 个百分点；中长期贷款同比提高 1.5 个百分点至 13.4%，增幅较一季度提高 1.3 个百分点。其次，企业抓紧低利率、注册制改革等政策红利，积极发债，二季度企业部门债券余额(除去城投债)同比增速提高 3 个百分点至 19%，达到 2017 年以来最高。上半年共计新增企业债券余额 1.97 万亿元，接近去年全年债券增量。再次，非标融资规模继续缩量，委托贷款同比下降 5.7%，信托信用同比增速从一季度的-4.5%扩大至-6.7%。

第二，企业存款延续了一季度定期存款高增的趋势。二季度企业新增存款 3.5 万亿元，同比多增 2 万亿元。其中，新增活期存款 1 万亿元，同比多增 264 亿元，新增定期存款 2.5 万亿元，同比多增 1.98 万亿元。结合一季度来看，上半年企业新增信用规模已经超过去年全年水平，同时，新增定期存款规模几乎是去年全年新增定期存款规模的两倍。企业部门延续了一季度“存贷双高”特征，一定程度上说明当前企业部门的资金使用效率并不高。

第三，经济活动逐步修复。6 月份制造业 PMI 环比回升 0.3 个百分点至 50.9%，结合分项来看，生产及新订单回升、产成品库存回落，反映出需求好转下企业被动去库存；新出口订单及进口回升但仍处于枯荣线之下，意味着国际贸易环境依然困难；从

---

<sup>1</sup> 不含地方政府融资平台。

业人员指数连续三个月回落，**就业形势比较严峻**。此外，不同规模的企业经营出现明显分化，大、中型企业的生产指数回升至枯荣线之上，而小型企业生产指数连续两个月回落至 49.2%。小型企业供给和需求双双收缩，库存却回升且明显高于大中型企业水平，呈现出被动补库存特征。小型企业的生产经营不容乐观。

## **(二) 居民部门：贷款需求逐渐修复**

**第一，居民贷款需求逐渐修复。**二季度居民部门新增信用规模 2.35 万亿元，增量为 2005 年有记录以来最高，其中，新增短期贷款 8047 亿元，同比多增 2312 亿元，新增中长期贷款 1.54 万亿元，同比多增 1691 亿元。不过，与去年相比，今年上半年居民短贷增量仍显疲软，而中长贷大幅多增，上半年居民短期贷款同比少增 1.8 万亿元，中长贷同比多增 1.6 万亿元，主要是受到房地产市场回暖的影响。二季度二线、三线城市房价明显下降，在 70 个大中城市新建商品住宅价格指数中，一线城市同比增速 3.3% 与一季度持平，二线城市同比较一季度下降 0.5 个百分点至 5.3%，三线城市同比较一季度下降 0.7 个百分点至 4.6%，**在房企“以价换量”利好下，销售数据降幅明显收窄**，销售面积和销售额的累计同比分别回升 17.9 个和 19.3 个百分点至 -8.4% 和 -5.4%，**房地产库存逐渐消化**，商品房待售面积累计同比回落 0.3 个百分点至 1.8%，**房地产的紧融资环境有所缓解**，房地产开发资金累计同比回升 11.9 个百分点至 -1.9%，房地产开发投资累计同比回升 9.6 个百分点至 1.9%。**按揭贷款利率下行叠加城市群建设预期，促进居民购房需求释放，房地产市场明显回暖。**

**第二，居民存款高增。**二季度居民新增存款 1.8 万亿元，同比多增 1.1 万亿元。其中，新增活期存款 3041 亿元，同比多增 790 亿元，新增定期存款 1.5 万亿元，同比多增 1 万亿元。上半年居民新增信用规模低于去年同期<sup>2</sup>，但新增定期存款规模接近

---

<sup>2</sup> 居民信用统计包含银行贷款以及 P2P 贷款规模。



去年全年新增定存规模水平。“低贷高存”是上半年居民部门的典型特征，消费复苏仍面临较大压力。

**第三，CPI 同比进一步回落。**二季度 CPI 累计同比下降 1.1 个百分点至 3.8%，其中，食品累计同比下降 4.1 个百分点至 16.2%，非食品累计同比下降 0.4 个百分点至 0.7%，核心 CPI 下累计同比下降 0.1 个百分点至 1.2%。**食品通胀持续回落，核心 CPI 处于 2013 年有记录以来最低。**此外，6 月份 CPI 单月同比上涨 2.5%，翘尾因素影响 3.34%。**随着下半年食品价格回落、翘尾因素影响减弱，通缩风险抬升。**

### **(三) 政府部门：信用扩张进一步提速**

**第一，政府信用规模扩张进一步提速。**二季度政府部门新增信用规模 2.4 万亿元，较去年同期多增 8751 亿元，同比增速 13.2%，为 2017 年四季度以来最高。今年上半年，**中央政府责任明显强化**，新增国债余额 9762 亿元，增量为 2007 年有记录以来同期最高；**地方政府非赤字融资大幅扩张**，地方政府债券余额较去年同期多增超过 40%，城投债余额较去年同期多增 118%。截至 6 月份，新增地方政府债券完成了全年发行计划的 58.9%，意味着下半年财政融资力度仍然较大。

**第二，基建增速大幅回升，但尚未转正。**二季度基建投资累计同比回升 3.2 个百分点至 -0.07%，基建（不含电力）同比回升 3.6 个百分点至 -2.7%。固定资产投资完成额累计同比降幅回升 3.2 个百分点至 -3.1%，其中房地产开发投资完成额增速已经率先转正。下半年新增专项债额度还有约 1.55 万亿待发行，随着“新”、“老”基建项目加速落地，将对固定投资形成有力支撑。

### **(四) 金融部门：货币政策工具边际收紧**

今年以来，金融体系内部的同业活动明显增加，二季度金融部门内部相互负债的同比增速进一步提高 0.1 个百分点至 7.79%，再达 2017 年四季度以来新高。其中，“对其他存款性公司负债”

同比下降 2.1 个百分点至 7.74%，意味着再贴现、再贷款、逆回购等货币政策工具的宽松状态出现边际收紧；“对其他金融性公司债权”提高 1.3 个百分点至 1.54%，金融体系对非银机构的流动性支持力度不减。

一季度央行通过 OMO、MLF 等货币政策工具，引导短端及长端利率大幅走低。二季度防疫形势持续向好，经济呈现恢复态势，货币政策逐步恢复常态，短端及长端利率逐步上行并回归至政策利率附近。一方面，短端利率倒挂压力明显减轻。公开市场 7 天逆回购利率于 2 月 3 日降至 2.4%，后又于 3 月 30 日降至 2.2% 并维持至今。受政策利率引导，DR007（存款类机构质押式 7 天回购加权利率）大幅下行并与 7 天逆回购利率形成长期倒挂，3 月 24 日 DR007 甚至低至 1.1379%。5 月份以来 DR007 中枢不断抬升，6 月下旬 DR007 逐步回升至 2.1% 以上，与 7 天逆回购利率的倒挂程度大大减轻（图 1）。另一方面，长端利率上行明显。1 年期 MLF 于 2 月 17 日降至 3.15%，后于 4 月 15 日降至 2.95%。10 年期国债收益率被引导下行，于 3 月 9 日达到 2.5349% 的低点。5 月份 10 年期国债收益率开始大幅上行，并于 6 月 23 日回升至 2.98%（图 2）。

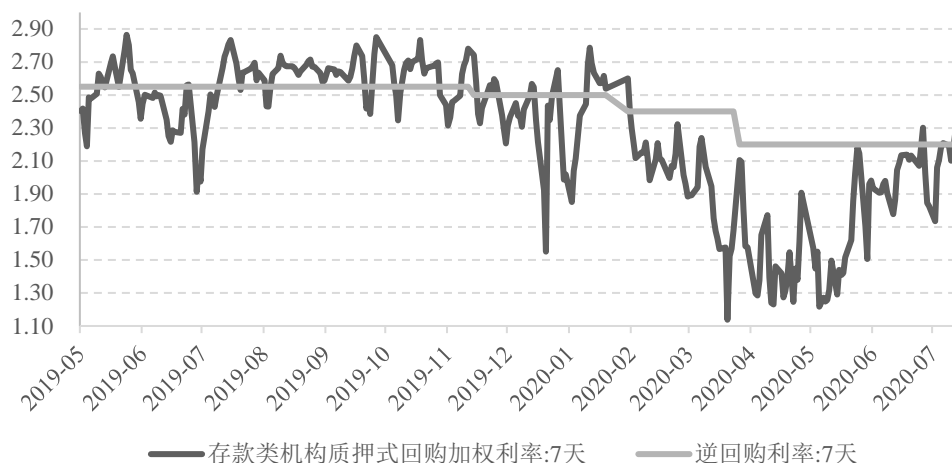


图 1 DR007 与 7 天逆回购利率走势

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

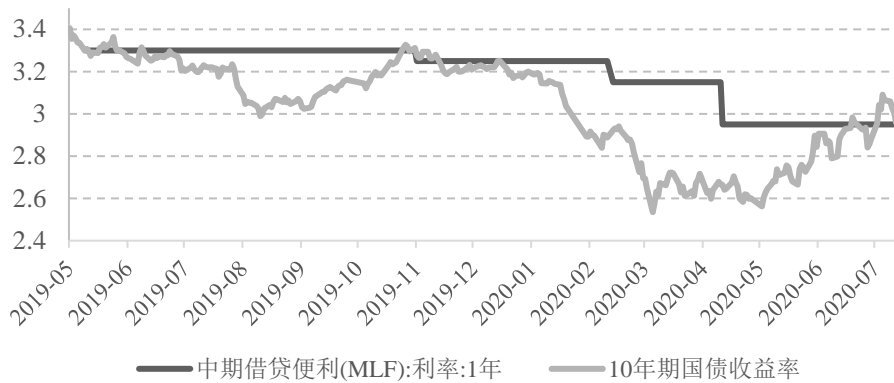


图2 1年期MLF与10年期国债收益率走势

数据来源：Wind，国家金融与发展实验室。

## 二、偿债压力

假设<sup>3</sup>加权平均贷款利率为5.1%，我们根据信用总量数据进一步计算了非金融部门的季度本息偿付额，并将新增债务本息偿付额与新增GDP之比定义为偿债率，进而测算各部门的偿债压力。二季度非金融部门偿债率达到**148.2%**，较去年同期提高5.3个百分点，不过仍低于2014年、2015年去杠杆前的同期水平。受益于利率下行及还款期限延长，二季度非金融部门利息偿付额占信用总量增量的比例为**33.6%**，显著低于去年同期的**53%**。

### （一）企业部门：债务违约风险相对可控

二季度企业部门偿债率为95.1%，考虑到2016年至2019年同期的偿债率分别为107.5%、99.3%、95.4%、94.6%，**本季度企业部门的偿债压力并不算大**。本季度企业本息偿付额约为23.8万亿元，其中，信贷本息偿付额、非银融资本息偿付额、企业债券本息偿付额占比分别为82%、11%、7%，较去年同期分别提高1.6个百分点、降低2.4个百分点、提高0.8个百分点。**企业的银行还款压力相对突出**。

上半年企业债券首次违约情况好于去年同期。上半年企业债

<sup>3</sup> 一季度加权平均贷款利率为5.08%，二季度数据暂未披露，故假设二季度加权平均贷款利率为5.1%。

券逾期本息规模为 717 亿元，较去年同期增加了 32%。其中，民营企业逾期本息 257 亿元，较去年同期减少 245 亿元，国有企业逾期本息 404 亿元，较去年同期增加 372 亿元，**虽然民企为主要违约主体，但是国企违约金额更多**。从企业首次违约来看，上半年企业首次违约 163 亿元，较去年同期减少 371 亿元，**这说明当前企业债券违约多为往年存量风险释放，今年以来债券市场风险相对比较稳定**。不过，各行业的债项评级预警量较去年同期有显著增长，**债券违约潮可能存在滞后**。

此外，企业利润修复形势向好，5 月份规模以上工业企业利润同比由负转正至 6%。综合分析认为，**企业的债务违约风险相对可控，但仍需密切监测信用风险的变动情况**。

## **(二) 居民部门：偿债压力进一步攀升**

二季度居民部门偿债率为 41.1%，为 2007 年有记录以来同期最高。居民本息偿付额为 10.3 万亿元，其中超过 95% 为本金偿付。

**居民收入与消费增速差距仍然较大**。二季度全国居民人均可支配收入累计实际同比下降 1.3%，降幅较一季度收窄了 2.6 个百分点；人均消费支出累计实际同比下降 9.3%，降幅较一季度收窄了 3.2 个百分点。根据 2017 年以来的数据，全国居民人均可支配收入和支出的同比基本相差在 1 个百分点左右，而二季度收入、支出的增速差距在 8 个百分点，几乎与一季度持平，未见明显改善。结合二季度社会消费品零售总额累计同比下降 11.4%，可以看出**内需修复难度仍然较大**。

**当前就业形势依然严峻**。6 月份城镇调查失业率为 5.7%，较一季度下降 0.2 个百分点。上半年城镇新增就业人数同比少增 173 万人，农村外出务工劳动人数同比少增 655 万人。全国 20-24 岁大专及以上学历人员调查失业率达到 19.3%，比上年同期上升 3.9 个百分点。**城镇失业率恢复较慢，农民工、毕业生等重点群体的就业形势不容乐观**。此外，6 月份就业人员平均工作时间基

本恢复至疫情前的水平，体现出企业开工已经基本摆脱疫情影响。

综合来看，若居民就业、收入未能及时修复，那么居民贷款违约风险攀升，继而会对银行体系产生直接冲击。

### **（三）政府部门：偿债压力严峻**

二、三季度普遍是政府部门一年之中的偿债高峰。二季度政府部门偿债率达到 9.5%，为 2007 年有记录以来同期最高。政府部门本息偿付额为 2.4 万亿元，同比多增 2432 亿元，其中，国债偿付 5743 亿元，同比多增 154 亿元；地方政府债偿付 7703 亿元，同比多增 624 亿元；城投债偿付 8748 亿元，同比多增 1452 亿元。以上三项融资工具的本息偿付额均创下同期最高。

今年以来，中央及地方政府的收入降幅持续大于支出降幅，政府部门财政压力不断加大。结合一般公共预算以及政府性基金预算这两本账来看，为了加大对重点领域的财政支持，中央政府大力压减本级支出，二季度中央总财政收入累计同比下降 14%，降幅较一季度收窄 2.8 个百分点，财政支出累计同比下降 4.5%，较一季度回落 6.6 个百分点；地方政府收入降幅收窄，支出保持力度，二季度本级总财政收入累计同比下降 5%，降幅较一季度收窄 6.8 个百分点，财政支出累计同比 1.2%，较一季度回升 5 个百分点。

根据季节性特征，三季度政府偿债率大概率会进一步上行。综合来看，各级政府均面临较严峻的偿债压力。当前政策性金融行为趋于常态，面对收支缺口，需全面、深入地研究政府债务管理问题，建立有效的债务管理体制，保持财政的可持续性。

### **（四）金融部门：金融风险有所抬升**

银行业金融风险有所抬升。二季度我国金融机构不良贷款率较年初上升 0.08 个百分点，拨备覆盖率较年初下降 4 个百分点，意味着不良贷款风险开始逐步暴露。面临银行信贷资产质量下降

的影响，近期监管部门集中发文，要求增加拨备提取并拓宽不良贷款处置渠道，以充分发挥金融机构的逆周期调节作用。

**中小银行流动性明显改善。**以6个月同业存单为例，城商行与股份制银行的发行利差均值从3月份的68bp下行至6月份的41bp，农商行与股份制银行的发行利差均值从3月份的49bp下行至6月份的26bp。**中小银行是纾困中小企业融资的重要渠道，银行间市场利差收窄，有利于降低中小企业的融资成本。**近日银保监会会同相关部门积极推进中小银行深化改革和补充资本工作，将进一步帮助中小银行防范化解金融风险。

### 三、政策建议

国内疫情基本得到控制，而全球疫情拐点尚不明确。二季度我国经济稳步复苏，生产活动明显修复。不过，当前内外部环境复杂交织，我国经济发展仍面临较多挑战，须以稳就业为重点，扎实做好“六稳”、“六保”工作，加强财政政策与货币政策的协调配合，将供给侧改革向纵深推进。

**第一，完善稳就业体制机制，**稳就业是增加居民收入、激发消费活力的重要基石，可以通过多渠道搭建劳务合作平台，针对农民工、毕业生等不同群体拟定精准援助方案，加大就业培训和创业扶持力度，鼓励企业加强就业吸纳，合规落实稳岗返还、就业补助以及失业保险等多项补贴。

**第二，加强中央财政和地方财政紧密配合，**加大中央财政对财政困难地区的一般转移支付力度，缓解地方财政压力。推进财政事权和支出责任划分改革，强化中央在基础教育、基本医疗、社保和养老领域的支出责任。建立地方政府债务风险预警机制，可以设立一个地方政府债务金融机构，用以拓宽地方政府资金来源，强化地方政府债务透明度。

**第三，推进财政货币政策体制改革，**为了应对经济下行压力，国债发行量相应上升，如何与之配合成为央行面临的重要挑战。一方面，通过购买国债，使得国债成为顶级安全资产，且发行利

率可控，货币当局可以作为财政当局的支撑，降低其融资成本。另一方面，通过发行国债置换央行过多的付息准备金，并提供替代外汇资产的公开市场业务工具，财政当局也可以成为货币当局的支撑，优化其的资产负债结构。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。