



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
张旸 王蒋姜

2020 年 4 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

一季度我国非金融部门信用总量为 260.8 万亿元,同比增长 10.25%,增速较上年末回升 0.46 个百分点。本季度信用总量新增 10.3 万亿元,其中,企业、政府、居民的信用增量占比分别为 75%、16%和 9%,较去年同期分别上升 8 个、5 个百分点和下降 13 个百分点。

从资金流向来看,企业存贷款双双高增,民企融资较国企处于劣势;居民部门贷款乏力、存款高增,下半年整体通胀趋于回落,转通缩的可能性加大;央地政府融资大规模扩张,中央责任进一步强化,地方政府非赤字融资得到较大拓展,基建延续 2 月份的负增长趋势,逆周期政策的对冲力度还需进一步加大;金融体系内部同业活动明显增加,非标监管维持了高压态势,但企业利差套利逐渐抬头。

从偿债压力来看,非金融部门偿债率达到 172.5%,较去年同期提高 21.6 个百分点。企业面临较大的银行贷款还款压力,债券违约潮可能存在滞后,将对市场投资形成较大限制;居民部门的偿债压力明显攀升,就业市场修复压力较大,居民本息偿付额增速持续高于居民可支配收入增速,长期将难以持续;政府部门偿债率升幅并不大,但中央和地方政府收入同比降幅远高于本息偿付额同比,政府部门偿债压力仍较严峻;中小银行流动性分层现象犹存,可能有近三分之一的中小银行面临资本不足风险。

当前必须在遏制疫情的同时保障就业和民生,以中央财政

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

● 张旻

国家金融与发展实验室
宏观金融研究中心助理
研究员

● 王蒋姜

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

为基础，实行大规模财政扩张，并辅之以适应性的货币政策，以政府投资带动市场需求，加强结构性信用供给，货币政策当局加大购买国债的力度，进一步降准降息。

目 录

一、季度资金流向	1
(一) 企业部门	1
(二) 居民部门	3
(三) 政府部门	3
(四) 金融部门	4
二、非金融部门偿债压力分析	5
(一) 企业部门	5
(二) 居民部门	6
(三) 政府部门	7
(四) 金融部门	8
三、政策建议	9

一、季度资金流向

一季度我国非金融部门信用总量为 260.8 万亿元，同比增长 10.25%，增速较上年末回升 0.46 个百分点。同期，广义货币供应量 M2 余额为 208.1 万亿元，同比增长 10.1%，增速较上年末回升 1.4 个百分点；社会融资规模存量为 262.2 万亿元，同比增长 11.5%，增速较上年末回升 0.81 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，但不会计入信用总量中。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。

一季度非金融部门杠杆率达到 266.32%，较去年底上升 13.5 个百分点，其中，企业、居民、政府的杠杆率分别为 153.7%，57.7%，54.9%，较去年底分别上升了 9.6 个、1.6 个、2.3 个百分点。由于逆周期调节的缘故，三个部门的杠杆率均达到了 2007 年有记录以来的最高值。此外，金融部门杠杆率上升了 3 个百分点至 91.3%，与 2008 年 3 季度水平相近。

本季度信用总量有三个明显特征，第一是企业部门存贷款双双高增，第二是居民部门存贷款大幅背离，第三是央地政府融资大规模扩张。一季度信用总量存量新增 10.3 万亿元，较去年同期多增 2 万亿元。其中，企业、政府、居民的信用增量占比分别为 75%、16%和 9%，较去年同期分别上升 8 个、5 个百分点和下降 13 个百分点。

（一）企业部门

第一，企业短期融资增量显著。一季度企业短期贷款、中长

期贷款分别新增2.3万亿元、3万亿元,较去年同期分别多增119%、18%;发行短期、中长期债券规模分别为1.6万亿元、2万亿元,较去年同期分别多增45%、19%。扣除平台贷款及城投债后,企业信用总量存量增加了7.7万亿元,较去年同期多增38%,其中,委托贷款、信托贷款等非银信用仍在收缩。

第二,企业定期存款高增。企业部门本外币存款余额增加1.78万亿元,同比多增1.52万亿元。从存款结构来看,活期存款减少7352亿,较去年同期少减3419亿元,定期存款增加2.5万亿,较去年同期多增1.2万亿元。企业定期存款高增,主要是受到贷款派生的影响,同时,企业投资意愿仍显疲软。

第三,民企受疫情冲击更大,但是融资较国企而言处于劣势。首先,民企的产能和投资降幅更深。产能从规模以上工业企业的增加值可见一斑,一季度国有控股企业增加值累计同比下降6%,私营企业累计同比下降11.3%。一季度固定资产投资累计同比下降16.1%,民间固定资产投资累计同比下降18.8%。其次,国企在贷款和债券融资方面均占有较大优势,新增融资规模约为民企的1.7倍。根据保监会数据,2018年民营企业贷款余额42.9万亿,扣除住户经营性贷款后约占非金融企业贷款余额的36.8%,而国有企业贷款余额47.7万亿元,约占非金融企业贷款余额的53.6%。此外,根据2019年货币政策报告中提到民营企业贷款增量在企业贷款中占比为42.5%,结合新发行债券主体结构,我们以民营企业在新增贷款中占比40%、在新增债券中占比5.2%,国有企业在新增贷款中占比54%、在新增债券中占比90%的比例进行假设,那么一季度国有企业、民营企业(不含住户经营贷款)的新增融资规模分别为4.64万亿、2.8万亿元,较去年同期增量分别提高1.4万亿(增幅43%)和7330亿元(增幅35%)。据央行数据,中型和小微民营企业融资对银行贷款的依赖程度分别为76%和95%,传统制造业、建筑业和服务业民营企业融资对银行贷款的依赖程度分别是78%、87%和92%。综合来看,民营企业

和小微企业的资金需求仍然较大。

（二）居民部门

第一，居民贷款增长乏力。一季度居民贷款余额同比 13.7%，为 2018 年 4 季度以来最低。居民贷款余额增加 1.2 万亿元，较去年同期少增近 34%，其中，短期贷款新增-509 亿元，余额减少 1.9 万亿元，消费需求大幅疲软；中长期贷款新增 1.26 万亿元，余额增加 3.1 万亿元，余额高增主要是受到了房贷、信用卡等还款延期的政策照顾。一季度房地产销售额降幅较 1-2 月份大幅收窄，按揭贷款利率下行叠加房企“以价换量”利好，以及新基建概念推进城市群预期，促进居民购房需求释放，房地产市场出现回暖迹象。

第二，居民存款高增。居民存款余额增加 6.5 万亿元，同比多增 4739 亿元，其中，活期存款新增 1.36 万亿，同比多增 5575 亿元；定期存款新增 5.17 万亿，同比少增 837 亿元。

第三，通胀小幅回落。3 月份 CPI 同比回落 0.9 个百分点至 4.3%，PPI 同比进一步下降 1.1 个百分点至-1.5%，CPI 和 PPI 的剪刀差小幅走扩，工业产品需求整体走弱。**从通胀结构来看**，食品价格同比降低 3.6 个百分点至 18.3%，主要原因为猪肉价格同比大幅回落 19 个百分点；剔除食品和能源的核心 CPI 微升 0.2 个百分点至 1.2%，消费品价格同比下降 1.7 个百分点至 6.2%。食品通胀回落，核心 CPI 仍稳定在历史低位，消费品价格从去年年中显露通胀势头，但 3 月份回落明显。目前通胀与 2018 年 3 月左右趋势相近，总体来看，随着生猪肉价格下降、商品供应修复，今年下半年整体通胀趋于回落，转通缩的可能性加大。

（三）政府部门

第一，政府信用规模大幅扩张。一季度政府信用规模增加 1.66 万亿元，较去年同期多增 74%。**从中央政府来看**，国债余额增加 1427.8 亿元，打破了往年首季度增量为负的惯例，其中，短

期、中期和长期国债的发行量分别较去年同期多增 750 亿、1330 亿和 170 亿元，在补充流动性和弥补赤字的同时增进社会需求，**中央责任进一步强化**。此外，抗疫特别国债审议在即，将以更大的宏观政策力度对冲疫情影响。**从地方政府来看**，地方债券余额增加 1.4 万亿元，较去年同期多增 31%，城投债余额增加 6240 亿元，较去年同期多增 141%。继 2018 年 101 号文为地方政府市场化融资释放了积极信号后，专项债、城投债和政信合作规模都持续显著增长，地方政府非赤字融资得到较大拓展。**新基建周期开启后**，地方政府还会面临更重的政策性金融工作。

第二，基建延续了 2 月份的负增长趋势。一季度基建（不含电力）同比下跌 19.7%，较 1-2 月收窄了 10.6 个百分点。**基建仍为逆周期调节的主要发力点**，一季度发行专项债券 11040 亿元，较去年同期增加 66%，其中，投向基建领域比例为 78.2%，远高于 2019 年的 34.1%。**当前基建投资仍以传统基建项目为主**，新基建占比较为有限。假设 2019 年固定资本形成额占名义 GDP 的比重与 2018 年的 43%持平，估算得到固定资本形成额占固定资产投资完成额的比重约为 77%，以该比例进行测算，若今年名义 GDP 同比要达到 6%，那么今年固定资产投资完成额需达到 58.5 万亿元，当前进度仅为 14.4%，而 2018 年、2019 年的同期进度分别为 15.9%和 18.5%。**综合来看，基建布局增进民生概念，逆周期政策的对冲力度还需进一步加大**。

（四）金融部门

去年 5 月份包商银行打破刚兑后，银行间、银行与非银行之间均出现了流动性分层的现象。为了保证金融体系的稳定性，监管部门密集出台系列政策并强调针对非银市场的流动性提供支持，**金融体系内部同业活动明显增加**。今年以来，这种趋势得到延续，一季度金融部门内部相互负债同比大幅提高了 3 个百分点至 7.7%，其中，“对其他金融性公司债权”增加 5 个百分点至 0.24%，与其他负债科目的增幅相近。不过，这并非意味着“非标

套利”再起。今年 R007 与 DR007 的利差中枢持续抬升、资产价格大幅回落，银行加大了对非银市场的流动性支持，但是一季度委托贷款、信托贷款仍然保持收缩，意味着非标监管维持了高压态势。

不过，企业利差套利却有抬头的趋势。一季度中资大型银行加中小型银行的结构性存款规模新增 2.1 万亿元，其中，单位结构性存款新增 1.4 万亿，较去年同期多增 3277 亿元；居民结构性存款新增 6613 亿元，较去年同期多增 1634 亿元。这里有一个值得关注的现象——3 月底单位结构性存款增速 6.38%，较 2 月底提高 7.7 个百分点。3 月份是企业复产期，为何还能投放更多资金到银行理财中？除了企业投资意愿下降外，还有第二种可能，即贷款利率或债券利率与理财收益率之间存在套利空间，低成本融资没有用于生产，而是投入到银行理财中获取利差。举例来看，6 个月 AAA 中短期票据发行利率在 2 月 21 日低至 1.7%，而同期理财产品预期年收益率为 4.05%，且二者利差中枢持续抬升。第二种可能得到证实。企业利差套利将加剧资金空转现象，不仅阻滞了实体经济发展，还加大了金融机构的风险。

二、非金融部门偿债压力分析

假设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。总体来看，非金融部门偿债率达到 172.5%，较去年同期提高 21.6 个百分点，与 2015 年一季度水平值相近。其中，企业部门偿债率升幅显著；居民部门偿债额增速放缓但偿债率攀升；政府部门偿债率升幅不大。

（一）企业部门

首先，企业面临较大的银行贷款还款压力。一季度企业部门偿债率高达 115.2%，较去年同期提高 13 个百分点，与 2015 年

三季度水平相近。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 84%、10.3%、5.2%，较去年同期分别提高 3 个百分点、降低 2.3 个百分点、降低 0.7 个百分点。在经营活动尚未修复的情况下，企业偿债压力大幅攀升，特别是对银行贷款的还款压力，意味着银行的不良贷款率面临冲击，同时银行体系风险加剧。

其次，企业债券违约规模进一步扩大。根据万德信用债数据，3 月底信用债逾期本息规模达到 534.5 亿元，2018 年、2019 年同期分别为 46 亿元、337.1 亿元。其中，一季度民营企业逾期本息 142 亿元，较 2019 年同期减少 174 亿元，较 2018 年同期增加 101 亿元；国有企业逾期本息 377 亿元（北大方正集团违约 367 亿元），去年同期为 21.3 亿元，2018 年同期为 5 亿元。债券违约进一步趋向常态化，违约主体从民企向国企转移。从企业首次违约来看，一季度企业首次违约 65.9 亿元，去年同期为 249.2 亿元，2018 年同期为 45 亿元。其中，一季度民企首次违约 39.3 亿元，分布在综合类行业、中药业和汽车制造业；地方国企首次违约 16.6 亿元，发行人为北大科技园建设开发有限公司，属于综合类行业。本季度企业首次违约情况好于去年同期。不过，交运仓储、综合类、信息技术、电煤水、批发零售等行业的主体评级预警量较去年同期有明显增长，意味着债券违约潮可能存在滞后。

综合分析认为，企业的债务违约风险较高，考虑到延期还款可能会加大违约脉冲，当下需继续采用降息、减税、降费等方式减轻企业的还款压力，继而提高企业的投资信心。

（二）居民部门

首先，居民部门的偿债压力明显攀升。由于分母（当季新增 GDP）剧烈收缩，推升一季度居民部门偿债率达到 50.6%，较去年同期增加 8.2 个百分点。本季度居民本息偿付额约为 10.5 万亿元，同比增速较 2019 年一季度下降 7.5 个百分点至 13%，远高

于居民可支配收入的增速 0.8%。

其次，居民收入和消费同比呈现大幅背离。一季度全国居民人均可支配收入 8561 元，名义同比 0.8%，较去年同期下降近 8 个百分点；人均消费支出 5082 元，名义同比下降 8.2%，较去年同期下降 15.5 个百分点。根据 2017 年以来的同期数据，全国居民人均可支配收入和支出的名义同比相差基本在 1 个百分点左右，可是今年同比差距扩大到了 9 个百分点，说明在收入大幅度下降的情况下，消费出现了更大幅度的下降。鉴于未来经济前景尚不明朗，居民消费行为对收入水平变动较为敏感，报复性消费的可能性较低，消费何时复苏，将更多取决于疫情进展。

再次，就业市场修复压力较大。一季度失业率为 5.9%，较去年年底上升了 0.7 个百分点，较 2 月底降低了 0.3 个百分点。以经济活动人口 8 亿人来算，3 月份开展的复工复产使得近 240 万人回归就业，但是季度新增失业人数仍接近 550 万人。随着复工复产的深入开展，就业形势将会明显回升。不过，考虑到今年城镇新增就业人数可能会超过 1350 万人，在服务业吸纳就业走弱的情况下，今年就业压力和薪资压力仍然较大。

综合分析认为，居民本息偿付额增速持续高于居民可支配收入增速，意味着居民债务长期是难以持续的。此外，根据居民中长期贷款的新增与余额变动推断，约有超过 1.8 万亿的中长期贷款得到延期，考虑到房贷收入比（个人住房贷款余额占住户部门可支配收入的比重）已经从 2005 年的 14% 攀升至 2019 年的 46%，若居民就业、收入未能及时修复，那么居民贷款将面临大批违约，继而会对银行体系产生直接冲击。根据央行《中国区域金融运行报告》，控制人均可支配收入、社会融资规模等因素后，居民杠杆率水平对社会零售品消费总额存在显著的负向效应，当前居民杠杆攀升叠加收入不确定性，消费萎缩情况更加严峻。

（三）政府部门

首先，政府部门的偿付高峰普遍发生在二、三季度，因此，

一季度政府部门偿债率升幅并不大。本季度政府部门偿债率达到 6.7%，较去年同期提高 0.3 个百分点。政府部门本息偿付额为 1.4 万亿元，同比下降 0.79%，其中，城投债偿付 6589 亿元，较去年同期减少 154 亿元；国债偿付 4234 亿元，较去年同期增加 417 亿元；地方政府债偿付 2094 亿元，较去年同期减少 373 亿元。

其次，从纵向财政来看，与去年同期相比，中央财政收支顺差明显收窄，地方财政收支逆差小幅收窄。受到减收增支的影响，一季度中央政府财政收入和支出累计同比分别为-16.5%和 3.7%，收支顺差较去年同期收窄 4435 亿元至 1.4 万亿元；而地方政府收入端持续承压，支出端仍然受到较大掣肘，财政收入和支出累计同比分别为-12.3%和-7%，财政收支逆差较去年同期小幅收窄 108 亿元至 2.3 万亿元。

再次，从横向财政来看，大部分地区财政收入恶化。截至 2020 年 2 月份，全国 28 个省份地区累计财政收入负增长，只有西藏、浙江、云南的财政收入保持正增长。由于各地区受疫情影响不同、产业结构不同，各地方财政表现出现较大分化，因此，地方财政政策更需因地制宜。

综合分析认为，虽然本季度政府部门偿债率较去年同期升幅不高，但是中央和地方政府收入同比萎缩幅度远高于本息偿付额同比，政府部门偿债压力仍较严峻。长期来看，政策性金融行为更趋于常态，政府部门的债务雪球只会越滚越大。面对收支缺口，当务之急是全面、深入地研究政府债务管理问题，建立有效的债务管理体制。

（四）金融部门

中小银行流动性分层现象犹存。今年银行间市场利差波动幅度持续加大且中枢抬升，延续了 2019 年以来的趋势。以 6 个月同业存单为例，城商行与股份制银行的发行利差在 3 月 12 日达到 101 个 BP，甚至高于去年 6 月下旬包商银行事件后的 83 个 BP；农商行与股份制银行的发行利差在 3 月 25 日达到 104 个

BP，甚至高于去年 7 月下旬的 102 个 BP。中小银行是纾困中小企业融资的重要渠道，中小银行间的利差走扩，将进一步影响中小企业的融资成本。

根据人民银行数据，一季度全国 4000 多家中小银行中，高风险机构大概有 532 家，主要为农信社，农村合作银行和村镇银行，2400 多家资本充足率在 13%以上，3400 多家资本充足率 10%以上。考虑到监管红线为 10.5%，意味着可能有三分之一的小银行面临资本不足风险。

综合分析认为，虽然 4 月份央行定向降准将进一步增加中小企业的资金实力，但是今年以来央行打击高息揽储降低了中小银行的吸储优势，中小企业违约风险又不断地在中小银行体系集聚，整体来看，中小银行面临较大的金融风险。

三、政策建议

经济复苏取决于疫情进展，当前全球疫情拐点尚不明确，经济形势不容乐观，必以就业为先，加大“六稳”工作力度，以中央财政为基础，实行大规模财政扩张，并辅之以适应性的货币政策。具体有以下措施：**第一**，以政府投资带动市场需求，稳定和扩大就业，稳定居民收入。以基建、特别是新基建为抓手，推进国土整治、老旧小区改造和城市群建设。**第二**，加强结构性信用供给，对受疫情影响较大的企业、尤其是民企和中小企业实行进一步的减税降费，促进企业尽快修复就业吸纳能力。**第三**，对因疫情而停工失业的中小企业就业人员、困难家庭实施补贴政策。**第四**，实施以中央财政为主导的财政扩张政策，放宽中央财政赤字，增加中央财政在基础教育、基本医疗、社保和养老领域的支出。中央财政和地方财政紧密配合，加大中央财政对疫情地区地方财政的一般转移支付力度，缓解地方财政压力。**第五**，降低银行负债端成本，加大对中小银行的流动性支持。**第六**，采取适应财政扩张的货币政策，货币政策当局加大购买国债的力度，进一步降准降息。

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。