

# 经济预测分析

第 31 期

国家信息中心

2021年07月23日

---

## 社会流动性总体平稳 资金成本稳步下降

**内容摘要：**2021年上半年，金融运行总体平稳，社会流动性扩张边际略有收敛，居民、企业和政府存款增速“此消彼长”，银行信贷投放体现“有保有压”，市场利率与社会融资成本走低，人民币对美元汇率双向波动增强。下半年，金融运行面临的外部风险因素增多，GDP同比增速将放缓至5%—6%，物价走势整体可控，企业债务违约风险较为突出。货币政策应“稳”字当头，适时适度向略偏宽松微调，保持流动性平稳充裕，推动社会融资成本稳中有降，维护人民币汇率基本稳定，加强跨境资金监测监管。

## 一、上半年金融运行情况及特点

### （一）货币供应总闸门边际略有收敛

2021年上半年，货币政策“稳”字当头，从去年疫情下的“逆周期”宽松向中性、常态化回归。除中小微企业贷款阶段性延期还本付息和普惠小微信用贷款支持两项“直达实体经济的货币政策工具”延期至2021年底外，基本上未有新增政策出台。下半年伊始，央行于7月15日全面降准0.5个百分点。在货币政策引导下，货币供应量增速延续去年下半年以来的高位略有回落之势。6月末，广义货币M2余额同比增长8.6%，比上年末和上年同期低1.5个和2.5个百分点，但比2019年同期高0.1个百分点；狭义货币M1同比增长5.5%，比上年末和上年同期低3.1个和1个百分点，但比2019年同期高1.1个百分点。

### （二）债券净融资和表外融资拉低社会融资规模增量

上半年社会融资规模增量累计为17.74万亿元，比上年同期少3.13万亿元，比2019年同期多3.12万亿元。从构成看，对实体经济发放的人民币贷款增长相对平稳，上半年累计增加12.94万亿元，同比多增6135亿元。风险较高的影子银行规模仍受到严控，上半年包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票在内的表外融资累计减少8436亿元，同比多减8699亿元。受地方专项债发行节奏放缓、信用债违约风险上升致使企业发债遇冷等影响，债券净融资减少较多。上半年政府债券净融资2.45万亿元，同比少1.34万亿元；企业债券净融资1.49万亿元，同比少1.87万亿元。股票融资持续活跃，上半年非金融企业境内股票融资4955亿元，同比多2494亿元。

### （三）居民、企业和政府存款增速“此消彼长”

受疫情冲击，去年人民存款增长呈现企业和居民存款增长加快、政府财政存款负增长的格局。随着疫情得到控制、社会经济活动恢复和货币政策向常态回归，这一增长格局今年发生变化。一是企业存款增速显著下滑。6月末，非金融企业存款余额同比增长5.3%，比上年末和上年同期下降5.6个和6.1个百分点，比2019年同期低1.4个百分点。企业存款增速大幅下滑主要受到信贷投放力度减弱、企业发债规模减少、生产恢复和原材料价格上涨增加企业流动资金消耗等因素影响。二是居民储蓄存款增速有所下降。6月末，储蓄存款余额同比增长11.6%，比上年末和上年同期低2.3个和2.7个百分点。上半年就业稳定，居民收入增加，有利于居民储蓄存款增长。但国内疫情防控有力和一系列促消费政策实施推动居民消费持续恢复，相应压低储蓄存款增速。三是财政存款加快增长。6月末，财政存款余额同比增长19.8%，比上年末和上年同期高10.2个和24.3个百分点。财政收入恢复性增长、专项债资金存在一定闲置是财政存款增长加快的重要原因。

#### **（四）银行信贷投放体现“有保有压”**

6月末，人民币贷款余额同比增长12.3%，比上年末和上年同期低0.5个和0.9个百分点，比2019年同期低0.7个百分点。信贷增长结构体现了“有保有压”的要求。一方面，贷款投放对居民消费、企业投资、中小微企业和个体工商户、绿色低碳等重点领域支持力度加大。上半年，伴随居民消费恢复，住户短期消费贷款累计增加1.12万亿元，同比多增2.23万亿元；用于支持固定资产投资的非金融企业中长期贷款累计增加6.64万亿元，同比多增1.78万亿元；面向个体工商户的住户经营贷款累计增加1.80万亿元，同比多增5931亿元；6月末普惠小微贷款余额17.7万亿元，同比增长31%，比同期各项贷

款增速高 18.7 个百分点。一季度末，全国本外币绿色贷款余额同比增长 24.6%，高于同期各项贷款增速 12.3 个百分点。另一方面，房地产贷款仍受到严格监管。在“房地产贷款集中度管理”和监管层严查贷款违规流入房地产市场政策压力下，房地产贷款增速持续下降。截至 4 月末，银行业房地产贷款同比增长 10.3%，比上年末低 1.3 个百分点。主要用于购房按揭的住户中长期消费贷款上半年累计增加 3.46 万亿元，同比少增 1.21 万亿元。

### **（五）市场利率与社会融资成本走低**

今年以来，央行政策利率保持不变，积极引导银行间市场利率保持平稳。其中，7 天逆回购利率一直保持在 2.2%，1 年期中期借贷便利（MLF）操作利率保持在 2.95%。作为贷款基准利率的贷款市场报价利率（LPR）已连续 15 个月保持不变。为推动金融向实体经济让利，降低企业融资成本，6 月份人民银行推出进一步降低支付手续费等措施，市场利率定价自律机制优化了存款利率自律上限的确定方式，将存款基准利率由“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”，通过降低商业银行负债端成本来帮助其降低对实体企业的贷款收益要求。

在政策引导下，上半年市场利率保持平稳，但经过去年下半年的回升后，整体仍高于上年同期。同业拆借和质押式回购月加权平均利率稳定在 2% 附近，6 月份为 2.09% 和 2.07%，比上年同期高 84 个和 78 个 BP（基点，1 个基点等于 0.01%）。作为代表性利率，隔夜上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）大部分时间在 1.8%—2% 的区间内波动，银行间 7 天质押式回购加权平均利率则大部分时间在 2%—2.4% 的区间内波动。债市方面，国债到期收益率总体平稳，信用利差有所收窄。1 年期和 10 年期国债到期收益率 6 月末降至 2.45% 和 3.08%，比上年末低 3 个和 7 个 BP，但比上年同期高 31 个和 24 个 BP。社会

融资成本持续小幅回落，上半年企业贷款合同平均利率为 4.41%，同比下降 0.28 个百分点。Wind 数据显示，6 月份公司债、企业债和中期票据发行利率分别为 5.18%、4.12%和 4.19%，分别比上年 12 月下降 48 个、35 个和 41 个 BP。

### **（六）人民币对美元汇率双向波动增强**

经过 2020 年下半年以来的持续升值后，2021 年上半年人民币对美元汇率有升有贬、双向波动特征愈发明显，汇率弹性更为增强。1—2 月人民币汇率整体在 6.42—6.50 区间内维持窄幅震荡，3 月在美债收益率走高带动美元阶段性走强的影响下，人民币对美元汇率承压走贬，4—5 月份重回升值通道。对于人民币过快升值，央行加强预期引导并于 5 月 31 日宣布上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，加之 6 月下旬以来美元指数触底反弹，6 月份人民币对美元汇率升势告一段落。按照即期汇率计算，上半年人民币对美元累计升值 1.2%，人民币对非美货币升值幅度更为明显，对欧元升值 4.6%，对日元升值 8.5%，CFETS 人民币汇率指数上半年升值 3.3%。

## **二、下半年金融运行面临的环境和问题**

### **（一）外部风险因素增多，需防范外部冲击**

全球经济复苏不均衡、发达国家超宽松政策负面溢出效应显现、疫情导致全球性供给弹性下降等外部环境变化带来全球性通胀压力和各国货币政策转向调整，使国际经济金融形势更为不确定不稳定，加大我外部输入性风险。一是加大输入性通胀风险。一方面发达经济体为应对疫情所采取的“大放水”政策刺激消费需求，另一方面疫情冲击全球粮食生产、原材料生产和全球供应链造成供给下降。两方面作用相叠加带来阶段性供需错位，推动粮食、工业金属等国际大宗商

品价格快速上升，引发“芯片荒”，带来全球通胀压力。4月份，38个OECD成员国CPI同比上涨3.3%，创下2008年10月以来最大涨幅；G20成员国CPI同比涨幅达3.8%，为一年多来最高水平。二是加大跨境资金流动和汇率波动风险。美国通胀压力短期上升尤为显著，CPI月度同比涨幅由1月份的1.4%升至6月份的5.4%，创2008年8月以来的新高，下半年将维持在4%以上。迫于短期通胀压力，美联储可能提前边际收紧政策，可能于今年三季度宣布缩减购债规模并于四季度开始执行。美联储货币政策调整转向，将对全球外汇市场和跨境资本流动格局产生重要影响。下半年美元指数可能由弱转强，新兴市场也将面临国际资本流出和本币贬值压力。三是加大国际金融市场波动传染风险。以美联储为首的发达经济体央行“大放水”进一步推升股市和债市估值。例如，截至2021年6月末，道琼斯工业指数和标普500指数较2020年3月末累计上涨57.4%和66.3%，不断创下历史新高。国际金融市场估值过高，美联储政策调整可能诱发较大回调，并对国内金融市场形成一定冲击。

## （二）我国通胀水平总体可控，货币政策宜保持中性

今年以来，我国生产领域通胀压力明显上升，PPI快速上升，月度同比涨幅由1月份的0.3%提升至6月份的8.8%。本轮PPI的快速上涨主要受到国际大宗商品价格快速上涨的推动和传导，我国经济恢复带来需求增加与地方环保政策导致供给受限等因素使煤炭、钢铁、有色金属等出现供需缺口也支撑了生产资料价格的上涨。但本轮PPI快速上升不会加剧全面通胀，我国通胀水平整体仍温和可控。主要原因在于：一是当前物价形势存在显著的结构分化，PPI难以向CPI有效传导。PPI上涨在产业链上下游之间存在明显分化，生产资料价格上半年累计同比上涨6.8%，但生活资料仅上涨0.1%。用于消费的生

活资料与CPI密切相关。我国较强的供给能力与尚未完全恢复的消费使生产资料价格上涨无法有效传导到生活资料，也就很难进一步传导到CPI。上半年CPI累计同比上涨0.5%。二是国际大宗商品价格不具备长期持续上涨基础。本轮国际大宗商品价格急涨是阶段性供需错位的结果，背后大多是与疫情和政策有关的短期性和突发性因素，也存在流动性过剩和投机炒作等金融因素。未来随着海外疫苗接种推动经济社会活动恢复，美联储政策转向并逐步收紧流动性，上述支撑因素作用会减弱乃至消除。三是我国生产供应稳定，猪肉价格处于低位，粮食连续丰收，农产品自给率高，货币闸门边际略有收紧，一系列保供稳价措施将进一步显效，这些都使CPI具有稳定基础。预计下半年PPI月度同比涨幅“达峰”后高位运行，CPI月度同比涨幅温和回升，PPI全年上涨6.5%，CPI上涨1.5%。

面对当前的物价形势，货币政策宜保持中性。一方面，当前的通胀压力上升是结构性的、不是全面的，是阶段性的、不是长期的。货币政策无需对通胀压力过于关注、过度反应而采取从紧操作。另一方面，全球疫情发展与供应链恢复仍存在不确定性，美联储提高通胀容忍度和绿色转型助长通胀上升，我国货币政策也不能转向全面宽松，刺激短期需求并加剧通胀预期。

### **（三）国内需求相对疲弱，“稳增长”仍需金融支持**

今年以来，我国经济保持稳定恢复，但经济恢复不均衡、基础不稳固，尤其是需求端明显分化，“三驾马车”中出口强于投资和消费。上半年以美元计价出口2020—2021年两年平均增长13.8%，比2019年同期高13.7个百分点；城镇固定资产投资、社会消费品零售总额两年平均增速为4.4%和4.5%，比2019年同期低4个和1.3个百分点。出口面临的外部环境复杂多变，下半年面临回落压力。一旦出口增速

回落幅度过大，国内需求不能及时“补位”，经济下行风险将显露并加大。一是未来欧美疫苗大规模接种带来的经济解封可能不利于我国出口。主要原因在于社交限制放宽和解除带来的消费需求恢复将主要集中在服务方面，对其商品需求反而会形成一定挤出。此外，我国企业提前复工复产和海外疫情蔓延导致其他国家企业停产停工带来的出口“替代效应”是推高出口增速的重要原因，欧美供给端复产复工将减弱这一“替代效应”。二是投资增长恢复结构不尽合理。2020年二季度以来，受益于宽松的货币政策，房地产市场表现火爆，房地产开发投资继续成为拉动投资增长的主要动力。与之相比，制造业投资仍较为低迷，基建投资在2020年以来中央政府发行特别国债、大幅扩大地方专项债规模的情况下，增长却不尽如人意。上半年制造业投资两年平均增速为2.6%，比2019年同期低0.4个百分点，基础设施投资两年平均增长2.4%，比2019年同期低1.7个百分点。三是消费恢复是“慢变量”。目前疫情对居民收入及消费的影响仍未消除，上半年全国居民人均可支配收入两年平均实际增速为5.2%，低于2019年同期1.3个百分点。受疫情冲击大的文体娱乐等接触型聚集型服务消费仍未恢复常态。

总体来看，当前经济恢复不均衡、基础不稳固，加之基数效应作用，下半年我国经济增速将高位回落，GDP经济增速将放缓至5%—6%，年底“稳增长”压力可能重新显现。尤其是在大宗商品价格快速上涨推高上游能源原材料价格的背景下，中小微企业成本压力凸显，现金流和资金链受到冲击，经营更为困难。金融调控要在“用好稳增长压力较小的窗口期”、坚持“防风险”的同时，按照跨周期调节思路保持政策对经济增长的支持力度，把握好“稳增长”与“防风险”的平衡。

#### （四）债券市场资金面承压，企业债务违约风险上升

下半年美联储提前收紧政策、地方专项债集中发行、商业银行流动性趋紧等利空因素将使债市资金面承受一定压力。一是美联储边际收紧政策将带来全球流动性拐点，加大我国跨境资金流出压力，减少债市外资注入。在全球流动性泛滥的背景下，海外投资资金加速流入我国债市。截至今年5月底，外国投资者持有的中国国债已达约2.1万亿元人民币，同比增长46%。从经验来看，美国货币政策的边际收紧将引发新兴市场资本外流。前期外资大举进入我国债市，后期也容易转化为大举流出的风险。二是地方专项债集中发行加大市场资金面压力。上半年新增专项债发行进度仅为27.79%，显著低于2019年和2020年同期的64.5%和59.5%。按照预算安排，下半年还有2.64万亿的专项债额度待发，专项债发行节奏将明显提速，三季度有望迎来发行高峰。三是银行体系整体流动性偏紧。目前银行存贷比高企，超储率较低，反映出银行面临一定资金压力。3月末，金融机构超储率为1.3%，同比低0.6个百分点，6月末商业银行人民币存贷比为78.1%，较年初上升1.3个百分点。四是MLF大规模到期带来资金回笼压力。下半年MLF到期数量高达4.15万亿元，远高于上半年的1万亿元，也高于去年同期的2.55万亿元。

债市资金面承压将使企业债券发行更为困难，加剧企业债务违约风险暴露，给央行流动性和预期管理带来挑战。近年来，企业债券违约逐步常态化。疫情发生后，越来越多的国有企业、大型企业也面临债务逾期风险。据Wind数据统计显示，上半年共有77只债券实质违约，违约债券余额合计760余亿元，远超去年同期水平，其中，近半数违约债券发行主体为国有企业，包括海航集团、华夏幸福、清华紫

光等大型企业。下半年，经济复苏分化与 PPI 快速上涨加大中下游行业和中小企业经营压力，“五道红线”融资监管加大房地产企业资金链断裂风险，债券市场资金面趋紧加大债市流动性风险，企业债务违约风险将凸显。

### **三、下半年金融运行展望与政策建议**

#### **（一）货币政策“稳”字当头，适时适度向略偏宽松微调**

考虑到我国经济增速在潜在产出增速附近，完成全年增长目标几无压力，物价走势整体可控，重点领域风险仍然突出，货币政策要与新发展阶段相适应，坚持稳健基调，不急转弯，发挥好跨周期调节作用，保持对经济恢复的必要支持力度。下半年货币政策要适时适度向略偏宽松方向微调，在多重目标中，要更为注重“稳增长”。目前金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%，仍有一定下调空间。未来可择机进一步降准来增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源，提升金融服务支持实体经济的能力。

#### **（二）保持流动性平稳充裕，推动社会融资成本稳中有降**

综合考虑降准等政策因素、去年同期基数因素和地方专项债加快发行和使用等，预计下半年社会流动性将保持平稳充裕，M2 增速稳定在 8%—9%，社会融资规模存量增速稳定在 11%—12%。预计下半年名义 GDP 增速在 10%左右，社会流动性扩张符合货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的要求。央行流动性管理要力促市场流动性“量增价稳”，密切关注地方债发行、企业缴税等短期影响因素，综合运用公开市场操作等多种政策工具，保持合理充裕的市场资金环境，维护市场利率平稳运行。落实好降低实体经济尤其是中

小微企业融资成本的各项政策，推动金融机构进一步向实体经济让利。综合施策，帮助银行降低资金成本，疏通银行内部利率传导机制，释放存贷款利率改革促进降低贷款利率的潜力。推动金融机构减费让利惠企利民，规范手续费收取，切实做到“降费不降服务”。

### **（三）提高政策精准性，加强结构性调控**

在保持总量政策适度的前提下，货币政策与监管政策相结合，继续强化结构性调整要求，引导和督促商业银行信贷投放聚焦支持实体经济和促进就业，积极发展普惠金融和绿色金融。运用好直达实体经济的政策工具，落实好金融支持中小微企业的各项政策措施，建立健全银行对小微企业“敢贷、能贷、会贷”机制，引导扩大信用贷款、首贷、中长期贷款、无还本续贷等业务规模，推广随借随还贷款，确保小微企业综合融资成本合理持续下降。设立支持碳减排货币政策工具，以稳步有序、精准直达的方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，加强房地产信贷调控，保持对违规业务的高压态势，保持房地产贷款合理增长，支持合理自住需求、遏制投资投机性需求。

### **（四）维护人民币汇率基本稳定，加强跨境资金监测监管**

下半年美国经济增速加快与美联储边际收紧政策将提振美元走势，人民币对美元升值压力将明显缓解，四季度可能出现一定贬值压力。但我国经济基本面的持续向好和较高的中美利差对人民币汇率形成支撑。预计下半年我国外汇市场供求有望保持基本平衡，人民币对美元汇率仍将以双向波动为主，总体稳定在 6.4—6.7 的区间。外汇管理要积极防范美联储政策调整的溢出效应，引导企业和金融机构树

立“风险中性”意识，加强预期管理，维护人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。同时，加强跨境资金流动的高频监测，密切关注外部环境发展变化，适时运用外汇存款准备金率调整等各类外汇宏观审慎政策工具，对外汇供求进行逆周期调节，防范跨境资金流出与人民币贬值预期相互强化的风险。

（执笔：李若愚）

---

**编辑部地址：**北京三里河路58号国家信息中心预测部

**联系电话：**68557142, 68557122

**电子邮箱：**[gxfx@sic.gov.cn](mailto:gxfx@sic.gov.cn)

**邮编：**100045

**传真：**68558210