



# 社会融资规模指标：统计特征与完善方向

汪洋 高智杰 刘腾华

**摘要：**2008年全球金融危机之后，为规避金融监管，商业银行表外性质的影子银行业务迅速发展。企业的融资渠道大大丰富，但企业融资难、融资贵的问题仍然存在。为全面反映实体经济部门的融资情况，人民银行推出了社会融资规模指标。2017年，原银保监会开展专项整治，规范各类影子银行业务。这在一定意义上影响了社会融资规模的增速。2020年新冠疫情突袭而至后，社会融资规模与广义货币供应量M2的增速仍存在一定差距，这引起学界关注。本文将详细阐述该指标的发展变化，深入分析其统计特征，并探讨该指标进一步完善的方向。

**关键词：**社会融资规模 货币供应量 统计原则 统计遗漏

## 一、引言

2008年9月国际金融危机爆发后，中国经济同样受到了负面冲击。2008年第四季度和2009年第一季度经济低迷，中国人民银行采取了宽松的货币政策。2009年，全国新增人民币贷款9.6万亿元，M1和M2分别增长32.4%和27.7%。由此，人民银行开始加强信贷投放总量和结构的管理，贷款增速和投向受到严格约束。为规避金融监管，各家商业银行开展了大量表外性质的影子银行业务。其中，委托贷款成为各种贷款出表的重要通道。在银行理财和银信合作业务中，商业银行通过发售

各种理财产品，将理财资金用于购买信托公司的信托计划，后者再以信托贷款方式投向房地产行业 and 地方政府融资平台。与西方国家的影子银行业务不同，中国的影子银行包括同业理财、银行同业特定目的载体投资、委托贷款、信托贷款、证券业资管、保险资管、资产证券化、非股权私募基金、P2P借贷、融资租赁公司、小额贷款公司提供的贷款等（中国银保监会政策研究局课题组和中国银保监会统计信息与风险监测部课题组，2020），这实际上是商业银行绕开贷款规模限额管理对实体经济放款，但这类贷款的融资主体往往是监

汪洋，江西师范大学党委副书记、江西师范大学财政金融学院教授、江西财经大学金融学院博士生导师，国家社科基金重大项目首席专家；高智杰，江西师范大学财政金融学院；刘腾华（通讯作者），江西财经大学金融学院。本文系国家社会科学基金哲学社会科学领军人才项目“多重约束下的中国财政政策、货币政策与汇率政策协调配合研究”（22VRC018）、国家社会科学基金重大项目“中央银行的逻辑与现代中央银行制度的建设”（21ZDA045）、教育部人文社会科学基金规划项目“农产品“保险+期货”模式的统计精算模型与风险分担机制研究”（20YJA790062）、江西省研究生创新基金项目“新常态下社会融资规模指标有效性的研究”（YC2022-s238）的阶段性研究成果。感谢审稿人的宝贵意见，文责自负。



管部门严控的限制贷款部门, 信用风险往往较大。一方面企业的融资渠道大为丰富, 另一方面证券公司和保险公司等非银行金融机构扮演了重要角色, 仅仅统计银行信贷已经不能完整反映金融机构支持实体经济的全貌。社会融资规模指标(以下简称社融)呼之欲出。

改革开放以来, 中国货币政策中介目标主要以数量型指标为主。1978年, 人民银行主要控制新增贷款规模和现金投放。1994年, 人民银行正式按月公布各层次货币供应量指标, 货币政策转向以广义货币量指标为中介目标, 但是仍然保留了对商业银行人民币新增信贷规模的考核。1998年, 受东南亚金融危机的影响, 各商业银行惜贷严重。为刺激经济, 人民银行取消了对人民币新增信贷规模的控制, 仅将其作为一般的统计指标。2010年11月人

民银行开始研究和编制社会融资规模指标(Aggregate Financing to the Real Economy, AFRE)。当年年底, 中央经济工作会议上首次提出要保持合理的社会融资规模。2011年人民银行正式建立社会融资规模增量统计制度, 按季公布社会融资规模增量季度数据, 2012年起改为按月公布; 自2015年起, 开始编制并按季发布社会融资规模存量数据, 2016年起改为按月同时发布社会融资规模存量和增量数据。总的来看, 目前中国社会融资规模指标已形成多层次的指标体系。从社会融资规模指标问世至今, 国内学界对该指标多有讨论。其中, 学者们的关注焦点主要围绕两个方面: 一是统计指标的完整准确性<sup>①</sup>; 二是同样作为数量型指标, 社会融资规模指标与M2在现实中呈现的差异。<sup>②</sup>

中央政府多次提出, 要保持货币供应

① 在统计指标的完整准确性方面, 不少学者认为该指标在统计过程中存在遗漏和重复计算问题。对于统计的遗漏项目, 张春生(2013)认为民间融资、对冲基金和外汇占款等应纳入社会融资规模指标的统计范围。相反, 晏露蓉等(2012)从统计原则出发对外汇占款不应纳入社会融资规模指标统计的原因进行了分析。还有学者提出民间融资也应计入社会融资规模的统计(钟俊, 2011; 张春生和蒋海, 2013)。随着中国经济日益融入世界, 外商来华直接投资日益频繁。部分学者认为外商直接投资在同期社会融资规模增量中的占比仅次于新增人民币贷款, 已成为境内实体经济融资的第二大途径, 应将其纳入社会融资规模指标的统计范围(卜国军, 2013, 2020)。此外, 随着资本市场的进一步发展, 付彤杰和张衍(2021)提出应将风险投资、科创基金等私募股权基金融资纳入社会融资规模的统计范围。对于重复统计的项目, 国内学界的争论主要集中在直接融资、委托贷款与信托贷款等方面(汪洋, 2014; 盛松成等, 2016)。

② 对于社会融资规模与M2间的联系, 人民银行调查统计司负责人(2015)就曾指出, 由于社会融资规模增量增速波动较大, 不宜用作比较分析, 而应该以存量社融的增速进行分析。盛松成和谢洁玉(2016)通过实证研究发现存量社融是对M2的有益补充。牛嵩(2017)进一步指出社会融资规模并不能完全替代M2, 而应作为M2的良好补充。盛松成(2017)曾提出两大指标是一枚硬币的两面。从理论上讲, 社会融资规模存量与M2余额应相差不大, 两者的增速应相匹配, 但实际上却存在不小的偏差。还有学者从金融机构行为、金融链条发展的变化、表外融资方式的占比等角度对社会融资规模与M2出现背离的原因进行探究(盖新哲和王一深, 2018; 梁斯, 2019)。盛刚(2020)认为, 未来随着财政支出加快, M2和社融增速之差会逐渐收缩。此外, 王永利(2022)指出社会融资规模与M2并非相互对应的关系, 且由于社会融资规模中包含诸多不影响M2增加的因素, 其增速必将高于M2。



量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配。由于社会融资规模存量与 M2（存量）的基数不同，即便两者保持相同的增速，两者的数量缺口也可能会越来越大。由此引发的相关问题在于，当货币供应量与社会融资规模这两个存量指标增速出现了不一致，人民银行应该如何决策。本文的结构安排如下：第一部分为引言，第二部分是社会融资规模指标的口径调整及其属性定位，第三部分是对社会融资规模与 M2 的对比分析，第四部分是对社会融资规模统计原则的讨论，第五部分是对该指标可能存在的重复计算问题进行探讨，最后是本文的结论与启示。

## 二、社会融资规模指标：统计口径的调整与定位

### （一）社会融资规模指标包括的子项

根据中国人民银行的最新定义，社会融资规模指标的定义为实体经济部门（非金融企业与居民）从金融体系（金融机构与金融市场）中获得的资金支持，具体包括四个部分十三项指标：一是金融机构表内业务，包括人民币贷款和外币贷款；二是金融机构表外业务，包括委托贷款、信托贷款和未贴现的银行承兑汇票；三是直接融资，包括非金融企业境内股票、企业债券和政府债券；四是其他项目，包括投资性

房地产、小额贷款公司和贷款公司贷款、保险公司赔偿、存款类金融机构资产支持证券及贷款核销。在过去 10 余年中，社会融资规模指标的统计口径多次发生变化（具体见表 1）。比如盛松成（2011）提到社会融资规模的构成项“其他融资”子项中包括了“产业基金投资”，但在 2014 年 3 月调查统计司发布的“社会融资规模构成指标的说明”中，“其他”子项并没有包括“产业基金投资”。

社会融资规模按存量与增量分别统计，唯独其中的子项“保险公司赔偿”没有存量指标。从各个子项的性质来看，既包括股权，又包括债权；既有金融机构表内的科目，又有金融机构表外的科目；有的指标是流量（如保险公司赔偿），有的指标则是存量。从金融机构视角看，根据是否有货币创造的能力，金融机构可以分为有货币创造能力的金融机构（如商业银行、信用社等）和没有货币创造能力的金融机构（如保险公司和证券公司<sup>①</sup>等）。汪洋（2014）强调了社会融资规模与货币供应量之间的关系：社会融资规模与货币供应量是一枚硬币的两面，前者是实体经济的资金来源，从金融机构的资产方来统计，后者从金融机构的负债方来统计。但这并不代表社会融资规模与 M2 两者对等，或是统计口径的固定。由于统计视角、范围和创造渠道

<sup>①</sup> 在融资融券业务诞生之后，证券公司也具有了一定的信贷功能。不过与商业银行的信贷功能相比，证券公司的信贷功能仍然受限，即商业银行信贷创造的负债可以作为社会普遍接受的支付手段，而证券公司却没有这一功能。



表 1 社会融资规模统计口径的历年调整

起止时间	修订的内容
2018年7月起	将“存款类金融机构资产支持证券”和“贷款核销”纳入统计，在“其他融资”项下单独列示
2018年9月起	将“地方政府专项债券”纳入统计
2019年9月起	将“交易所企业资产支持证券”纳入社会融资规模的“企业债券”指标
2019年12月起	将“国债”和“地方政府一般债券”纳入社会融资规模统计，与原有“地方政府专项债券”合并为“政府债券”指标。指标数值为托管机构的托管面值

资料来源：中国人民银行网站。

表 2 关于社会融资规模在历年《政府工作报告》中的表述

年份	表述
2011	保持合理的社会融资规模，广义货币增长目标为 16%。健全宏观审慎政策框架，综合运用价格和数量工具，提高货币政策有效性
2012	综合运用各种货币政策工具，调节好货币信贷供求，保持社会融资规模合理增长。广义货币预期增长 14%。优化信贷结构，支持国家重点在建、续建项目和保障性安居工程建设，加强对符合产业政策、有市场需求的企业特别是小型微型企业的信贷支持，切实降低实体经济融资成本
2013	广义货币 M2 预期增长目标拟定为 13% 左右。综合运用多种货币政策工具，调节市场流动性，保持货币信贷合理增长，适当扩大社会融资规模
2014	加强宏观审慎管理，引导货币信贷和社会融资规模适度增长。今年广义货币 M2 预期增长 13% 左右
2015	广义货币 M2 预期增长 12% 左右，在实际执行中，根据经济发展需要，也可以略高些。加强和改善宏观审慎管理，灵活运用公开市场操作、利率、存款准备金率、再贷款等货币政策工具，保持货币信贷和社会融资规模平稳增长
2016	广义货币 M2 预期增长 13% 左右，社会融资规模余额增长 13% 左右
2017	广义货币 M2 和社会融资规模余额预期增长均为 12% 左右
2018	货币政策保持稳健中性，广义货币 M2 增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。稳健的货币政策保持中性，要松紧适度。管好货币供给总闸门，保持广义货币 M2、信贷和社会融资规模合理增长，维护流动性合理稳定，提高直接融资特别是股权融资比重
2019	稳健的货币政策要松紧适度。广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配，以更好满足经济运行保持在合理区间的需要
2020	稳健的货币政策要更加灵活适度。综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社融规模增速明显高于去年
2021	货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定
2022	扩大新增贷款规模，保持货币供应量和社融规模增速与名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定

资料来源：历年《政府工作报告》。

的不同，两者有差异十分正常（盛松成，2017）。经过不断的调整完善，中国社会融资规模已初步形成包括增量社融、存量社融、地区社融等在内的指标体系。

## （二）社会融资规模指标统计口径的变化

2018 年开始，人民银行先后四次修订社会融资规模指标的统计口径，拓展了债权类指标的统计口径，如表 1 所示。

从以上口径的调整来看，其变化主要集中在以下几方面：一是中央政府和地方政府的债券先后被纳入统计；二是金融机构和交易所的“资产支持证券”都纳入社会融资规模；三是“贷款核销”。贷款核销纳入社融统计口径相当于是对以往融资的一种追溯。例如，本年度某地新增银行贷款 100 亿元，同时，贷款核销了 20 亿元，反映在金融机构报表中即为新增贷款 80 亿元。对此，人民银行认为社会融资规模应该取 100 亿元才是合理的，而非取 80 亿元。

## （三）政府部门对社会融资规模指标的定位

从 2011 年开始，历年《政府工作报告》在货币调控的表述中都涉及社会融资规模，如表 2 所示。该指标逐渐从货币政策的监测指标，上升为与货币供应量同等重要的中介目标，并且与 M2 同名义经济增长的关系成了中国宏观金融调控的重要风向标，《中国金融稳定报告》、人民银行各季度的《货币政策执行报告》都有多次提及。特别在 2016 年和 2017 年明确了 M2 和社会融资规模余额的增长率目标。2021 年 3 月，十三届全国人大四次会议通过的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中明确提出，要保持流动性合理充裕，保

持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。社会融资规模指标不仅仅是一个统计指标，由于该指标与实体经济的相关性强，在宏观调控中也发挥了积极作用（盛松成，2023）。近年来，尤其是新冠疫情突袭而至以来，社会融资规模存量与广义货币供应量均呈现出快速增长势头。

根据表 3，自 2016 年人民银行公布社会融资规模存量数据以来，存量社融一直高于 M2 余额。与此同时，2016—2021 年末，存量社融的增速也一直高于 M2。只是在 2022 年，存量社融和 M2 的增速首次出现反转。从增加额来看，社会融资规模的年度增加额均大于 M2 的增加额。此外，M2 和社会融资规模增速均远高于名义 GDP 增速。这两个指标的差异该如何解释，本文将从数量角度出发，对 M2 和社会融资规模指标做进一步的分析。

## 三、社会融资规模与 M2 的对比分析

### （一）社会融资规模与 M2 的数量差异

汪洋（2014）的研究表明：社会融资规模与 M2 是同一枚硬币的两面。理论上两者应相互接近，但在现实中两者却呈现出一定的差异。以 2021 年末为例，社会融资规模存量与广义货币供应量（M2）分别为 314.12 万亿元和 238.29 万亿元人民币，分别较上年同比增长 10.3% 和 9.0%。事实上，自从社会融资规模指标创设起，其同比增速就持续高于 M2。由于表外业务与直接融资的发展，加上统计口径的不断调



表 3 2016—2022 年社会融资规模存量与广义货币供应量 (M2) 增长

年份	社会融资规模存量 (万亿人民币)	同比增速 (%)	广义货币供应量 (M2) (万亿人民币)	同比增速 (%)
2016	155.99	12.8	155.01	11.3
2017	174.64	12	169.02	8.1
2018	200.75	9.8	182.67	8.1
2019	251.31	10.7	198.65	8.7
2020	284.83	13.3	218.68	10.1
2021	314.12	10.3	238.29	9.0
2022	344.21	9.6	266.43	11.8

资料来源: 中国人民银行、Wind。

整 (“政府债券” “存款类金融机构资产支持证券” 与 “贷款核销” 被纳入统计口径), 社会融资规模存量增速常常超过 M2。

从数额上看, 社会融资规模 (存量) 在 2017 年 1 月超过 M2。其主要原因是随着社会融资规模的统计口径的扩大, “政府债券” “存款类金融机构资产支持证券” 与 “贷款核销” 等被逐步纳入社会融资规模统计之中 (表 1)。根据人民银行的相关数据, 若将自 2017 年 1 月起的三者总量剔除, 调整后的社会融资规模存量与 M2 的走势基本相符。但从未调整的社会融资规模存量数据来看, 其与 M2 的走势依旧存在差异。从图 1 来看, 自 2017 年 1 月以来, 存量社融与 M2 余额间的差额甚至有不断放大的态势。在 2017 年 12 月末, 存量社融与 M2 余额之差为 38.91 万亿元。而到 2021 年末, 两者之差扩大到 75.83 万亿元。

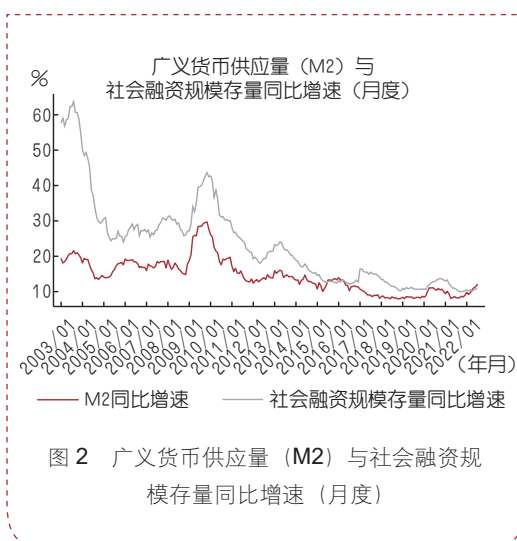
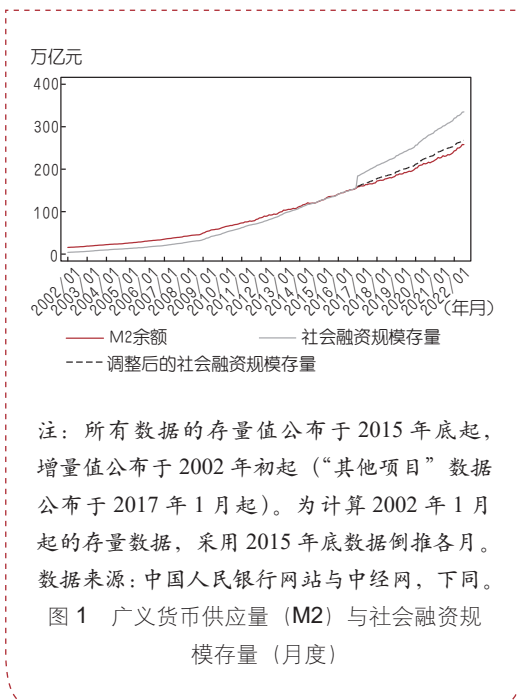
根据图 2, 从增速上看, 存量社会融资规模同比增速往往超过 M2 增速, 即出现 “剪刀差”。2003—2022 年, 近二十年的社会融资规模同比增速年均达 17.2%, 广义货币供

应量平均年增速仅为 14.4%, 如图 2 所示。特别是自 2015 年以来 (之前为估算数据), 两者 “剪刀差” 逐渐缩小, 走势大致相同。然而, 由于统计口径的修订, 2017 年后的社融基数及两者 “剪刀差” 都有所扩大。此外, 由于社会融资规模的存量大于广义货币供应量 (M2), 在前者存在增速优势的情况下, 社会融资规模存量与 M2 的数量缺口可能会持续扩大。2020 年以来, 受新冠疫情冲击和 “三重压力” 影响, 两者的 “剪刀差” 出现了倒挂, 反映出充裕的宏观流动性对收缩的整体融资需求的支持。其中, 除了季节性的调整外, 减税降费与财政支出快速扩充了 M2, 特别是央行上缴的一万亿元利润用于财政纾困、民生支出等。从根本上来讲, 由于统计口径的不同, “剪刀差” 的存在十分正常, 但未来随着统计核算的完善和央行货币政策的调节, “剪刀差” 将逐渐收窄并处于合理区间。

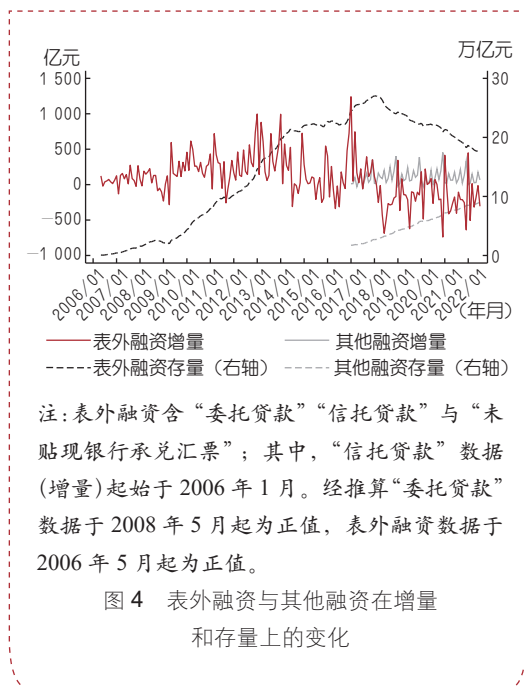
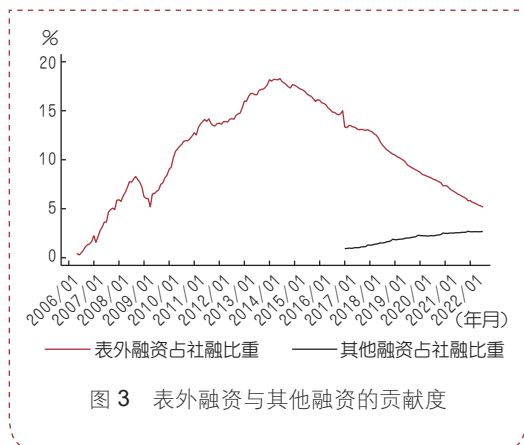
与此同时, 在 2019 年第四季度《货币政策执行报告》的相关专栏中, 人民银行指出货币政策中介目标转为 M2 和社会

融资规模增速与名义 GDP 增速相匹配，是现阶段发挥货币政策逆周期调节作用的重要着力点（人民银行，2020）。此外，2022 年 12 月，中央经济工作会议再次提出“保持广义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”。由于存量社融指标与 M2 余额存在“剪刀差”问题，央行应当以哪一个指标作为货币政策中介目标，以哪一个指标指导货币政策实践，均有待进一步阐释。此外，随着中国货币政策不断由数量型调控转向价格型调控，以“M2 和社融增速与名义 GDP 增速是否匹配”作为货币政策中介目标是一种过渡性的制度安排，抑或是一项长期战略，也有待进一步阐释。值得注意的是，自 2019 年以来，M2 余额和存量社融的增速与名义 GDP 的增速同样存在不小的差异。2019—2021 年，M2 余额、存量社融与名义 GDP 的增速均值分别为 9.27%、11.43% 和 5.53%。从长期来看，M2 余额和存量社融的同比增速均高于名义 GDP。其中，存量社融增速最高。两者与名义经济增速在走势上基本吻合，但数量上还存在一定的差异。如何确保其增速与名义 GDP 相匹配，同样是货币当局有待进一步阐释的问题。

自国际金融危机暴发以来，商业银行的表外业务备受关注。如图 3 所示，表外业务曾是社会融资规模的重要贡献来源，同期比重峰值超过 18%，其发展主要分为两大阶段：扩张时期（2018 年前）与收缩时期（2018 年后）。2018 年以来，随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意



见》等系列政策出台，影子银行面临着更加全面的监管，中国影子银行规模对存量社融的贡献度持续降低。从中国金融业发展的趋势上看，随着金融创新的不断深化，



实体经济资金来源的类型将进一步迈向多元化。互联网金融、影子银行等多重因素将通过不同渠道对社会融资规模指标的总量与结构产生影响。此外,其他融资规模在总体上的占比较小,但呈现逐年稳中有增的态势。

根据图 4,表外业务和其他融资具有明显的周期性特征,其增量的各月波动幅度较大。在存量方面,在 2018 年后,由于“金融去杠杆”政策的推行,2018 年之后表外融资的存量呈现收缩的态势。而其他融资的存量则呈现逐年上升的态势,未来其占社融总体比例及存量将持续上升,但具体细项还待货币当局进一步明晰。

## (二) 社会融资规模与 M2 的内在区别

除数量上的差异外,货币供应量与社会融资规模指标的主要区别还体现在反映特征、机构属性划分、指标性质与构成,以及统计规则四个方面。

### 1. 反映特征不同

由于统计方式和设计目的不同,货币供应量可以直接由存款性公司负债端获得,而且存在 M0、M1 和 M2 的差异。在社融统计中,要根据金融概览逐一加总,且人民银行没有提供类似的分层指标。此外,社融指标的构成项还存在属性的差异,既有反映债权债务关系的金融工具,又有反映股权关系的金融工具;既有属于表内科目的金融工具,又有属于表外科目的金融工具;既有金融资产,又有实物资产(如投资性房地产)。然而,货币供应量主要受表内业务的影响,并不存在类似问题。本质上讲,货币供应量反映的是社会流动性水平与整体购买力,社融则反映金融体系为实体经济提供的资金支持,结构性信息更加丰富。

### 2. 机构属性划分不同

机构分类的覆盖面不同,典型的如

政府部门还没有做出比较明确的区分和定义。在货币供应量统计中，定义了货币中性部门 (Money-Neutral Sectors, 既非货币持有部门, 又非货币发行部门), 该部门包括中央政府和非居民部门 (国家统计局, 2013)。货币供应量统计的部门划分相对完整, 但社会融资规模统计的部门划分还不够全面。在 2018 年之后, 政府债券 (地方政府专项债券、国债和地方政府一般债券) 先后都被纳入社会融资规模的统计。此外, 政府产业投资基金仍然没有被纳入社会融资规模指标的统计范畴。

### 3. 指标性质与构成不同

货币供应量是存量指标, 人民银行设立该指标的年度目标值, 但从未提过该指标的年度增加额。这是因为有关季节性波动始终会影响 M2 增量, 诸如企业缴税和财政支出, 而这恰恰是不同于社会融资规模的创造渠道, 故不在后者的统计当中。社会融资规模最初公布的时候, 仅发布增量指标, 到后来发布存量指标。目前官方在分析社会融资规模指标时, 则更多地使用其存量指标。然而, 在增量和存量之间, 社会融资规模指标仍存在构成项的差异。在存量统计时, 保险公司赔偿不包括在内; 在增量统计时, 保险公司赔偿就包括在内。

### 4. 统计规则存在差异

IMF 规定货币供应量的统计包含三个要素: 属于货币总量的金融工具 (Financial

Instruments)、货币持有部门 (Money-Holding Sectors) 和货币发行部门 (Money-Issuing Sectors), 特别是货币持有部门和货币发行部门都必须符合居民原则。或许是因为这一点, 社会融资规模也强调了其持有部门和发行部门也必须符合居民原则。其次, 虽然货币供应量在统计过程中也强调合并原则, 但并不存在重复计算的问题。至于社会融资规模, 合并原则只适用于金融体系 (金融机构与金融市场) 一端。因此, 社融统计中既不包含海外发行的股票和债券, 也不包含从国外金融机构获得的贷款, 更不包含实体经济部门通过买卖关系从中央银行获得的资金。

## 四、关于社会融资规模几个统计原则的讨论

盛松成 (2012) 总结了社会融资规模的五个统计原则, 分别是居民原则 (Residence)、金融原则 (Finance)、合并原则 (Consolidation)、增量统计与计值原则 (Incremental Statistics and Valuation) 与可得性原则 (Availability)。笔者以为, 居民原则、金融原则等值得进一步讨论。

### (一) 居民原则

除了社会融资规模指标外, 国民收入核算统计、货币供应量统计等宏观经济统计均遵循居民原则<sup>①</sup>。根据 IMF 的《货币与金融统计手册》中的货币供应量统计规则,

① 因为翻译的缘故, 居民原则在有的领域也被译为“常住机构单位”。



居民原则即货币供应量构成项的持有部门和发行部门都属于本国居民。不论币种如何，货币供应量是发行部门发行的货币性负债，同时也是持有部门持有的货币性资产。因此，根据该手册，国内金融机构吸收的本国居民的外币存款纳入货币供应量的统计，而人民银行未将外币存款纳入广义货币供应量的统计中。同理，作为货币供应量对标的社会融资规模同样应该遵循居民原则，即社会融资构成项的持有部门和发行部门都属于本国居民。不论币种如何，发行部门和持有部门之间的各种股权和债权融资方式都属于社会融资规模，外币各项贷款就是典型。也正是基于居民原则，盛松成等（2016）指出外商直接投资、外债和外汇占款均不计入社会融资规模。

外商直接投资（FDI）是中国获得海外投资的来源方式之一。为避免表述或理解上的歧义，本文采用“外国来华直接投资”。其资金来源既可能来自其国外母公司的注资，也可能来自专利、设备等入股，还可能是投资利润留存下来的收益再投资。对于中国而言，外国来华直接投资属于中国的外部资金来源，外商投资企业（发行者）是根据中国法律注册的公司，是国内居民，该公司的股本如果来自国外母公司的注资，那么则属于来自非居民的资金；如果是该公司的利润留存，则是自有资金转增股本。按照国内理解的居民原则，则有必要纳入社融的统计。外债（包括国内公司海外上市）做相同理解。

外汇占款属于中央银行资产负债表资

产方的一个科目，是人民银行向国内金融机构买入外汇时投放的人民币资金，属于结售汇业务涉及的科目。对于中国的非金融企业和住户而言，通过结汇从商业银行获得等额的人民币资金；商业银行再把获得的外汇卖给中央银行，同时从中央银行获得相应的人民币资金（具体体现为超额准备金）。当然，商业银行还有可能保留一部分的外汇资金，也就是盛松成等（2016）所说的商业银行的外汇占款。从本质上来看，外汇占款是非金融企业和住户出售外汇资产给中国人民银行，由后者投放的人民币资金，双方属于资金的买卖关系。从中央银行和商业银行资产负债表来看，外汇占款是人民币计价的资产，是外汇资产（储备）的对应物。从非金融企业与住户的资产负债表来看，上述操作表现为外汇资产下降，本币资产增加。

值得进一步讨论的主要问题有两个。第一，实体经济通过买卖关系从金融系统获得的资金是否属于社会融资规模。从事实来看，实体经济通过资金买卖关系获得的资金没有纳入社会融资规模的统计。我们可以理解为央行的外汇占款没有增加实体经济部门的资金总量，只是改变了实体经济部门的资产结构（本外币资产的转化）。第二，盛松成等（2016）认为外汇占款不属于社会融资规模的理由有两点：一是发行主体在本质上属于国外部门，二是外汇占款的增长是被动式的，不属于金融调控的范畴。笔者以为，通过实体经济买卖关系的外汇占款之所以未纳入统计，

主要是因为其并未真正带来融资总量的增加。此外，外汇占款的发行主体是国外部门（表现为外国商业银行的负债），相关资金的持有者为国内居民（即人民银行）。

上述资金均不计入社会融资规模是否合理，笔者认为这可以进一步研究。理由有两点。第一，中国经济已是世界第二大经济体，对外经济依存度已超30%，将外债、海外上市等渠道获得的资金排除在社融指标的统计规模之外并不合适。设计社融指标的目的在于分析和掌握实体经济部门获得的资金规模，若将保险赔付计算在内，则没有充分的理由将海外融资渠道的涉外资金排除在外。第二，货币供应量属于金融机构的负债，其对应的金融机构的资产包括外汇占款。除了买卖关系的解释外，将资产端占比较大且与M2部分对等的外汇占款不纳入社融的核算，居民原则似乎并不充分。总的来看，以上三项内容（外商直接投资、外债和外汇占款）均不符合居民原则，由此引出的一个值得深入探讨的问题在于，统计指标的创设及完善应以理论规则为先，还是以经济现实为先。

### （二）金融原则

盛松成等（2016）认为，所谓金融原则就是实体经济从金融体系获得的资金属于社会融资规模，财政系统获得的资金不能纳入社融统计口径，也就是政府通过发行国债获得的资金不属于社会融资规模。这是因为国债筹集资金的相当部分用于政府的各项日常开支以及弥补财政赤字，而不直接进入实体经济生产领域。因此，国

债的发行与兑付属于财政政策的范畴，而不是属于金融领域的活动。事实上，在2018年9月和2019年12月，社融统计口径发生了两次调整，“地方政府专项债券”“国债”和“地方政府一般债券”先后被纳入统计范围，指标的数值为托管机构的托管面值。因此，金融原则得到了进一步拓展。此外，金融原则还有两个细节需要讨论。第一，金融原则强调实体经济从金融体系获得的资金，但是并没有强调是通过信贷方式获得还是通过买卖方式获得。第二，广义政府部门包括中央政府、地方政府及社会保障基金（也称社会保险基金）。假设地方政府为支持地方经济发展成立产业引导基金（也即“产业基金投资”），对于这些资金是否应遵照国债的原则计入社会融资规模有待进一步分析。事实上，在社会融资规模指标在问世之初，产业基金投资是否纳入统计范畴就有过调整。由此，笔者认为，金融原则的表述仍然不够明确，有待更进一步地探讨。

### （三）合并原则

盛松成等（2016）指出，在统计社会融资规模过程中，不仅要将对金融机构间的债权债务关系合并处理，并且金融机构通过金融市场对实体经济的资金支持与实体经济部门在金融市场的直接融资也要避免重复统计。笔者以为，合并原则的上述表述只强调了金融体系（金融机构与金融市场）一侧，而没有明确是否适用于实体经济部门（非金融企业和住户）一侧。以非金融企业发行的股票为例，如果是实体经



济部门购买了非金融企业发行的股票, 即相当于实体经济部门内部的相互融资。根据目前的统计规则, 上述股票融资已被纳入社会融资规模。换言之, 对于实体经济部门而言, 只要任一非金融企业和住户获得了外部融资, 不管是否通过金融机构还是金融市场, 是否最终来自其他非金融企业和住户, 均属于社会融资规模统计的范畴。由此可见, 合并原则目前还比较缺乏“双边性”, 只是适用于金融体系一端, 而不适用于实体经济部门一端。因此, 笔者认为社融指标的合并原则有可能导致重复计算的问题。这一判断还有待学界的继续讨论, 以下将从委托贷款、信托贷款等出发对社融指标进行分析。

## 五、社会融资规模指标可能存在的重复计算问题

盛松成等(2016)在书中对社融指标的重复计算和遗漏问题进行了解读。笔者将对此做进一步的探讨, 并就社会融资规模指标在涉及金融机构表外业务时, 目前可能仍存在的重复计算问题做进一步的阐述。

### (一) 委托贷款

根据《金融统计指标释义》(张涛, 2011)的定义, 委托贷款是由政府部门、企事业单位及个人等委托人提供资金, 由贷款人(受托人)根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、

监督使用并协助收回的贷款。2008年之后, 委托贷款在很大程度上异化为商业银行规避信贷监管规定的通道, 实际上完全由商业银行主导, 即资金来源和资金运用都由商业银行确定。与此同时, 商业银行给其他通道公司(如证券公司、保险公司)出具隐性担保或抽屉协议, 并承担贷款的信用风险。2014年5月, 人民银行发布《关于规范委托贷款统计相关事宜的通知》(银发〔2014〕154号), 根据统计的需求, 在前述的委托贷款定义的基础上, 增加了“金融机构”作为委托人, 并且将委托贷款划分为两类: 现金管理项下委托贷款和一般委托贷款。2016年《贷款统计分类及编码》中对委托贷款的定义是“指由贷款人委托其他金融机构发放的贷款, 其风险由贷款人承担。”<sup>①</sup>盛松成等(2016)对此进行了进一步的说明——委托贷款主要包括三种形式: 一是企业或个人委托银行将资金贷给其他企业或个人, 二是集团企业委托所属财务公司将资金贷给集团内其他法人机构, 三是金融机构委托银行将资金贷给企业或个人, 并认为前两种应该纳入社会融资规模的统计, 而第三种方式的委托贷款已在其他指标中计算, 故不纳入统计。然而, 关键问题在于前两种方式的委托贷款是否存在重复计算。笔者以为, 第一种类型的委托贷款本质上属于实体经济部门内部机构之间的相互融资, 是否纳入社会融

① 中国人民银行:《贷款统计分类及编码(JR/T0135—2016)》。



资规模的统计可能还有待商榷，其中操作过程所涉及的银行仅承担资金划转功能。本文提供以下两组例子。

第一类较为典型的委托贷款是住房公积金中心发放的住房公积金贷款<sup>①</sup>，其标准名称为“个人住房公积金委托贷款”，是指住房公积金管理中心以其管理的公积金归集资金为来源，委托商业银行向符合条件的借款人发放，专用于购买、建造、翻修、大修自住住房的政策性贷款。2018年1月《商业银行委托贷款管理办法》（银监发〔2018〕2号）中的定义为“住房公积金项下委托贷款是指商业银行受各地住房公积金管理中心委托，以住房公积金为资金来源，代为发放的个人住房消费贷款和保障性住房建设项目贷款。”在中国人民银行统计口径下，“住房公积金贷款”属于“委托贷款——一般委托贷款——受非金融机构委托发放的委托贷款——发放给个人的委托贷款——其中：住房公积金贷款”。对具体承办的商业银行而言，住房公积金委托贷款业务属于银行表外业务，银行作为受托人不承担任何贷款风险，不垫支资金，只收取手续费。企事业单位的职工和住房公积金中心均在商业银行开户，前者向后者缴纳住房公积金存款，后者向其中某些有住房贷款需求的职工发放公积金贷款。职工缴纳公积金的过程，是商业银行

体系负债方的一增一减；住房公积金中心发放公积金贷款，也是商业银行负债方的一增一减。不论哪个过程，商业银行在事实上均不存在信贷扩张。相反，对于纳入社会融资规模统计的人民币各项贷款，商业银行就存在信用扩张，即商业银行资产和负债同时增加。因此，住房公积金委托贷款与人民币各项贷款存在本质差异。

笔者认为，是否将住房公积金贷款纳入社融统计，关键在于如何认定住房公积金中心的机构属性。西方不少国家将功能类似于住房公积金中心这样的机构认定为金融机构，如英国的 Building Society（国内并无统一的译法，可以译作“建筑社”）。在中国，住房公积金中心不属于金融机构，不接受人民银行或者原银保监会（现国家金融监督管理总局）的监管，而是作为普通的企事业单位，并且在各家商业银行开户。商业银行将其存款归类为“一般存款”下的“住房公积金中心存款”，同样需要缴纳法定准备金。2011年，人民银行将“住房公积金存款”纳入广义货币供应量统计。因此，住房公积金委托贷款在本质上更偏向于实体经济内部各经济主体之间的相互借贷。

此外，普通的委托贷款计入社融指标的统计也可能存在问题。假设A、B两家企业均在工商银行开户，A企业资金短缺，B企业资金富裕，双方就一笔100万

<sup>①</sup> 《金融统计指标释义》对“住房公积金”的定义是指国家机关、国有企业、城镇集体企业、外商投资企业、城镇私营企业以及其他城镇企业、事业单位、民办非企业单位、社会团体及其在职职工缴存的长期住房储金，用于职工购买、建造、翻建、大修自住住房。



元的融资期限和利率达成协议, 此时工商银行为受托银行, 完成这 100 万元的资金划转, 到期后, 帮助 B 企业收回贷款本息。如果贷款到期后出现违约情况, 工商银行不承担任何风险和损失。在笔者看来, 这笔委托贷款属于实体经济机构之间的相互融资。当然, 与前述的住房公积金贷款的委托性质还有所不同, 前者还涉及一个机构——住房公积金中心。如果上述这种普通的委托贷款属于社会融资规模, 那么同理可推, 企业之间的应收应付款也应该纳入社会融资规模的统计。

第二种类型的委托贷款涉及的财务公司类似于集团内部的银行 (与普通的商业银行并无差异, 只是业务对象有限制)。按照人民银行的要求, 财务公司的存款也需要缴纳法定存款准备金。因此, 财务公司承办的业务既有委托贷款业务, 也有类似于普通商业银行的贷款业务。如果财务公司办理的是普通的商业银行贷款业务, 那么这属于表内业务, 肯定纳入社会融资规模的计算。如果财务公司办理的委托贷款业务, 与前述的第一种委托贷款情况类似, 即受托将集团内其他公司的资金贷放给另外一家公司, 则该部分委托贷款纳入社会融资规模统计同样也值得商榷。

## (二) 信托贷款

2009 年第一季度之后, 国内房地产市场迅速复苏。为防止泡沫经济的出现, 有关监管部门开始控制信贷资金流入房地产市场, 并限制银行向地方政府融资平台提供融资支持。同时, 商业银行的部分客户

授信业务受到限制。在此背景下, 商业银行开始其监管套利的操作。具体程序表现为: 商业银行通过理财计划募集理财资金 (表外业务), 并与信托公司开展合作 (主要是利用信托公司的牌照优势, 即同时具有参与货币市场与资本市场的能力)。信托公司设立信托计划, 商业银行利用理财资金购买信托公司的信托计划, 信托机构获得资金后向房地产企业 (以及地方融资平台) 发放信托贷款 (借款人、利率、期限等贷款要素实际上均由商业银行确定)。信托机构获得通道费用, 相关的信用风险由商业银行承担。通过信托贷款的名义, 商业银行规避了银行贷款审慎监管的要求。

但是, 倘若购买信托公司信托计划的主体发生改变, 即购买主体由金融机构变成实体经济中的某个部门, 这时信托贷款是否应该纳入社会融资规模指标的统计则有待考量。从资金流向的视角来看, 此时的情形与本文前述的普通委托贷款类似。实体部门 A 在购买商业银行代为发售的信托计划后, 信托公司将资金投向某地方融资平台的项目 B, 其本质仍然是实体经济主体间的互相借贷, 其间同样不涉及信贷扩张。因此, 笔者认为, 信托贷款是否纳入社融的统计范畴应依据信托计划购买人的主体地位。若购买人为实体部门, 则不应纳入统计范畴。

## 六、结论与启示

2008 年全球金融危机之后, 各国先后采取了扩张性的货币政策。2009 年中国的

银行信贷增长远超预期，人民银行加强了信贷监管。为规避金融监管，商业银行的影子银行业务迅速发展。非金融企业的融资渠道大为丰富，银行贷款仅仅是企业的融资渠道之一，有必要设立新的统计指标全面反映实体经济部门的资金来源。2011年人民银行推出了社会融资规模指标，以反映实体经济部门从金融体系（包括金融机构和金融市场）获得的资金规模，并给出了该统计指标的若干原则。起初，人民银行只公布了该指标的增量数据，2015年开始公布该指标的存量数据。2017年起，监管部门集中开展“三违反”“三套利”“四不当”“十乱象”的专项整治，防止金融机构脱实向虚、资金空转，从而大大限制了商业银行开展影子银行业务的发展。从2019年开始，社会融资规模指标超过货币供应量，且增速一直高于后者的增速（2022年的增速出现了反转）。在货币政策从数量调控转向价格调控的过程中，中国出现了两个数量型指标——M2和社会融资规模。这两个指标若是一枚硬币的两面，理论上两者虽非等同，但差异也不宜过大。目前，社会融资规模包括13个子项，统计口径先后经历了四次修订。本文对社会融资规模指标可能存在的若干问题进行了探讨，主要有以下几项研究发现。

第一，在反映特征、机构属性划分、性质与构成以及统计规则上，社会融资规模指标与货币供应量存在较大差异。社会融资规模指标的构成项既有债权与股权金融工具，又有表内与表外科目，将这些项

目同时纳入统计口径可能会影响该指标的合理性。未来货币当局可以考虑进一步完善社会融资规模指标的构成项。

第二，在社会融资规模的统计规则体系中，金融原则的定义还不够清晰，目前合并原则面向金融体系（金融机构与金融市场），而不适用于实体经济部门。在金融机构仅充当金融媒介的情形下，非金融企业从其他非金融企业获得的融资也统计在社融指标中。进一步明晰金融原则，优化合并原则是未来货币当局进一步改进社融指标统计规则的重要方向。

第三，外商直接投资、外债及外汇占款三项内容，均因不符合居民原则而未被纳入社会融资规模的统计中。从实践来看，统计原则并非约束具体口径的绝对准绳。在系统评价外源资金贡献度后，未来货币当局可以结合经济现实，进一步考虑将外商直接投资、外债等流入实体经济的项目纳入社融的统计口径中。

第四，目前已纳入指标统计的表外科目，包括委托贷款和信托贷款均可能存在重复计算的问题。实体经济内部的相互融资（如住房公积金贷款）与社融指标的定义与要求还存在一定的差距，未来货币当局可以结合实际做进一步的调整。同时，未来监管部门需要加大对表外资金的把控力度，进一步完善针对影子银行的信息披露制度。■

学术编辑：韦燕春



## 参考文献:

- [1] 卜国军.境外融资纳入社会融资规模统计浅析[J].上海金融,2013(10):30-32+116.
- [2] 卜国军.境外融资纳入社会融资规模统计研究[J].金融发展研究,2020(01):55-62.
- [3] 付彤杰,张衡.社会融资规模作为货币政策中介目标的有效性分析[J].河北学刊,2021,41(02):157-162.
- [4] 盖新哲,王一涑.M2增速为何与社融走势背离[J].国际金融,2018,439(01):54-59.
- [5] 梁斯.金融数据基础分析框架的辨析与讨论——从流动性到社融[J].清华金融评论,2019,62(01):73-77.
- [6] 牛嵩.社会融资规模和货币供应量与货币政策操作目标间相关关系比较研究[J].上海金融,2017(04):3-11.
- [7] 盛刚.如何看待社融与M2增速背离[EB/OL].(2020-09-15)[2023-06-30].<https://m.gmw.cn/baijia/2020-09/15/1301564459.html>.
- [8] 盛松成,阮健弘,张文红.社会融资规模理论与实践[M].3版.北京:中国金融出版社,2016.
- [9] 盛松成,谢洁玉.社会融资规模与货币政策传导——基于信用渠道的中介目标选择[J].中国社会科学,2016(12):60-82+205-206.
- [10] 盛松成.社会融资规模与货币政策传导[N].金融时报,2012-01-16(002).
- [11] 盛松成.社会融资总量的内涵及实践意义[EB/OL].(2011-02-17)[2023-06-30].<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/2850267/index.html>.
- [12] 盛松成.社融与M2增速背离看金融去杠杆[J].中国金融,2017(21):22-24.
- [13] 盛松成.为什么社会融资规模指标广受欢迎[R].金融时报,2023-09-27.
- [14] 汪洋.社会融资规模指标是否有价值[J].当代财经,2014(10):47-56.
- [15] 王永利.“社融”指标亟需重新调整[EB/OL].(2022-12-27)[2023-06-30].<https://new.qq.com/rain/a/20221227A0161400>.
- [16] 晏露蓉,陈宝泉,吴伟,等.社会融资规模计量与合理性研究[J].上海金融,2012(11):47-52+117.
- [17] 张春生,蒋海.社会融资规模适合作为货币政策中介目标吗:与M2、信贷规模的比较[J].经济科学,2013,198(06):30-43.
- [18] 张春生.社会融资规模适合作为货币政策中介目标吗[J].上海金融,2013(03):52-56+117.
- [19] 张涛,阮健弘.金融统计指标释义[M].北京:中国金融出版社,2011.
- [20] 中国银保监会政策研究局课题组,中国银保监会统计信息与风险监测部课题组.中国影子银行报告[J].金融监管研究,2020,107(11):1-23.
- [21] 钟俊.关于“社会融资总量”指标内涵的深度剖析[J].新金融,2011(11):9-12.

## Indicators of Aggregate Financing to the Real Economy: Statistical Characteristics and Improvements

WANG Yang<sup>1,2</sup> GAO Zhijie<sup>2</sup> LIU Tenghua<sup>1</sup>

(1.School of Finance,Jiangxi University of Finance&Economics;

2.School of Finance , Jiangxi Normal University)

**Abstract** After the global financial crisis in 2008, the off-balance-sheet shadow banking business of commercial banks developed rapidly to avoid financial supervision. Many financing channels have been expanded for enterprises, but the problems of difficult and expensive financing still exist. To comprehensively reflect the financing situation of the real economy, the People's Bank of China (PBC) has launched a social financing scale index. In 2017, the former China Banking and Insurance Regulatory Commission (CBRC) carried out a special rectification program to regularize various shadow banking businesses. This has affected the growth of social financing. Since the outbreak of COVID-19 in 2020, there has been a certain gap between the aggregate financing to the real economy (AFRE) and M2, which has attracted the attention of many economists. This paper describes the development of the indicator, analyzes its statistical characteristics, and explores the possible direction of future improvement of this index.

**Keywords** Aggregate Financing to the Real Economy, Money Supply, Statistical Principles, Statistical Omission

**JEL Classification** E42 E58 E61