

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

2023年第四季度

中国宏观金融形势分析报告

财政政策继续发力，未来关键是改善市场预期



摘要

第四季度 M1 增速持续下滑，M2-M1 剪刀差走阔；利率中枢明显上升。企业与居民融资需求仍然较弱，新增社融规模较去年同期明显好转但主要依靠政府债券，民营企业债券融资情况不容乐观，而新增信贷规模较去年同期下降，表外融资项目变化不大。

当前，由于收入增速及房地产问题，居民中长期消费类贷款增速仍远远低于疫情之前，且修复进程缓慢。房地产销售低迷严重影响了企业自身造血能力，行业融资情况有待继续修复。民营企业融资问题、利润率下降等限制了企业的投资增速，导致其与国有企业的投资增速差距进一步扩大。

为巩固经济向好态势，宏观调控政策需要继续协同配合，重点在于改善市场预期，提升经济增长的内生动力。一是提升抵押补充贷款（PSL）使用额度。二是公平对待各类型企业，避免各类行业监管政策的剧烈、频繁的变化。三是提升债券市场对民营房企的支持力度，放松对部分优质房企优质项目的资金监管政策，积极落实房地产融资协调机制。

* 北大汇丰智库**组（撰稿人：**）

成稿时间：****年**月**日

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

一、金融形势回顾

1. 货币供应：非银行业金融机构存款增加对 M2 增速形成支撑

M1 增速持续下滑，M2-M1 剪刀差走阔。2023 年 12 月末，广义货币（M2）余额 292.27 万亿元，同比增长 9.7%，去年同期增 11.80%，增速下降 2.10 个百分点；狭义货币（M1）余额 68.05 万亿元，同比增长 1.30%，去年同期增速 3.70%，增速下降 2.40 个百分点。M1 和 M2 同比增速均有所下降，M1 下降更加明显，导致 M2-M1 剪刀差持续走阔（如图 1），当前信用传导不畅的情况未有明显好转。

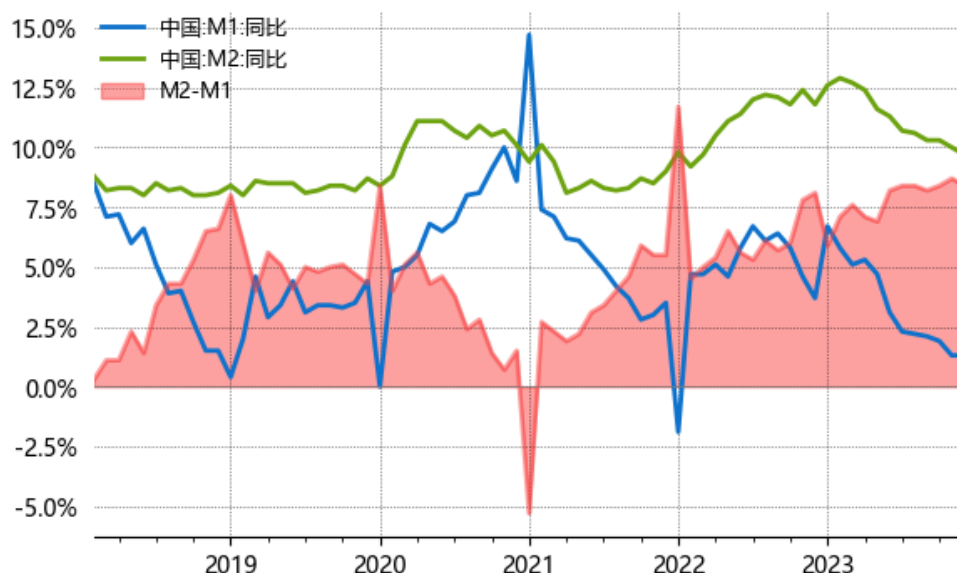


图 1：M2-M1 剪刀差持续走阔

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

非银行业金融机构存款增加，存款定期化趋势持续。一是非银行业金融机构存款明显增加。2023 年四季度，住户存款增加 2.26 万亿元，同比少增 2.36 万亿元；非金融企业存款下降 2300.74 亿元，同比少降 6939.06 亿元；政府存款下降 1356.24 亿元，同比少降 3951.61 亿元；非银行业金融机构存款增加 1.55 万亿元，同比多增 1.22 万亿元，非银行业金融机构存款对 M2 增速形成一定支撑。普益标准数据显示，截至 2023 年四季度末，全市场银行理财机构净值型理财产品存续规模环比上升 3.25%。二是存款定期化趋势尚未改善。从其他存款性公司资产负债表来看，截至 2023 年末，纳入广义货币的单位活期存款同比增加 129.14 亿元，同比增速 0.02%，去年同期增速 1.86%；纳入广义货币的单位定期存款增加 5.90 万亿元，同

比增速 12.77%，去年同期增速 11.88%；纳入广义货币的个人存款增加 16.69 万亿元，同比增速 13.77%，去年同期增速 17.36%。存款定期化趋势表明企业对未来缺乏信心，在投资方面更加保守，一定程度上影响了经济修复速度。

银行间利率中枢上升。第四季度银行间存款类金融机构质押式 7 天回购加权利率（DR007）均值为 1.9，环比上行 5bp；银行间 7 天回购加权利率（R007）均值为 2.4，环比上行 5bp。虽然逆回购利率较上季度下降，但进入第四季度银行间利率波动加大，利率中枢明显上升。四季度银行间流动性紧张的主要原因是政府债券的发行，季度内各月份分别发行 2.64 万亿元、1.91 万亿元、1.27 万亿元，累计 5.82 万亿元。其中，10 月 24 日，国务院决定在四季度增发 1 万亿元国债，用于支持灾后重建和弥补防灾减灾救灾短板。

2. 信贷：企业与居民融资需求仍然较弱

企业中长期融资需求持续放缓。2023 年四季度企业新增贷款 2.23 万亿元，同比少增 3802.38 亿元，企业融资需求尚未出现改善。分别来看，企业短期贷款同比多增 1750.51 亿元，中长期贷款少增 7233.84 亿元，票据融资多增 2190.11 亿元，企业中长期融资需求下降明显（如图 2）。企业融资需求下降的主要原因包括：一是投资增速尚未恢复。四季度末固定资产投资增速累计 3.00%，较上季度末下降 0.1 个百分点，较去年末下降 2.1 个百分点，企业投资速度减缓。从政策来看，四季度陆续出台一系列房地产融资支持政策，但由于销售低迷，房地产开发投资完成额累计同比增速下降 9.6%，较上季度末扩大 0.5 个百分点。新增中长期信贷与去年同期相比少增 7233.84 亿元，但由于季度内企业债券处于净融出状态，企业可能使用银行信贷置换部分到期债券，企业投资受到的影响更大。二是企业效益面临压力。四季度末工业企业利润率 5.76%，环比上季度有所上升，但是较去年同期 6.09% 的利润率明显下降，工业企业需求恢复情况仍不稳定。四季度采购经理人指数（PMI）指标连续 3 月下降至 49.2，处于荣枯线之下，企业投资信心不足。

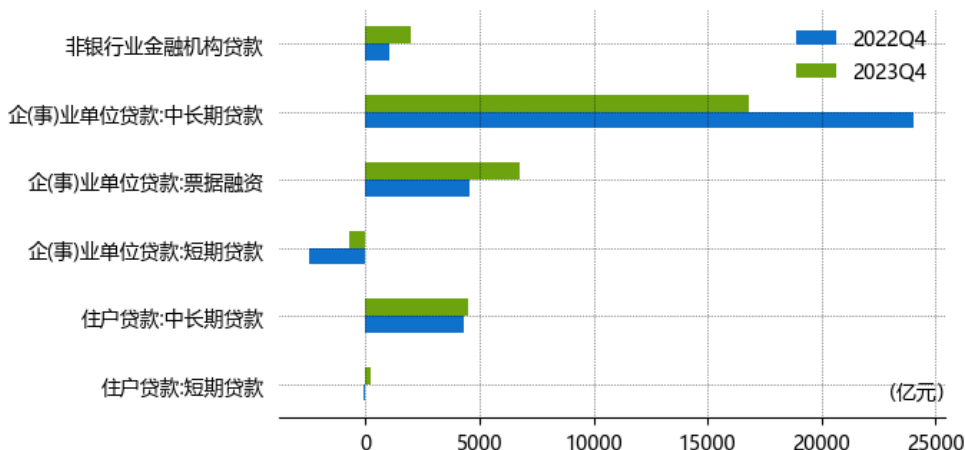


图 2：2023 年四季度金融机构新增贷款结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

居民新增贷款规模未有明显改善。居民短期贷款有所改善，但中长期贷款变化不大。四季度居民贷款新增 4749.25 亿元，同比多增 568.71 亿元，同比增速 6.88%。其中，居民短期贷款同比多增 336.44 亿元，同比增速 12.53%，短期消费贷款同比增速 10.77%，短期经营贷款同比增速 14.34%；中长期贷款多增 232.28 亿元，同比增速 5.05%，中长期消费贷款同比增速 1.9%，中长期经营贷款同比增速 19.84%。居民新增贷款放缓，主要有以下几方面原因。一是居民收入预期并未有明显改善。四季度末居民人均可支配收入同比增速 6.1%，较上季度上升 0.2 个百分点，较去年末上升 3.2 个百分点，基本恢复至疫情前的水平。但消费者就业预期下降，根据国家统计局数据，2023 年四季度末消费者就业预期指数是 79.7，而上季度末指数是 80.7，去年同期 85.6。二是居民预防动机依然较强。四季度住户存款新增 2.26 万亿元，虽然较去年同期下降，但环比变化不大，仍然远高于 2019 年同期 1.17 万亿元的新增规模，当前居民预防动机依然较强。三是居民购房需求持续低迷。国家统计局数据显示，2023 年商品房销售面积下滑 8.5%，70 城二手房价环比全部下跌。从居民购房能力和信心来看，虽然居民收入边际改善，但增速放缓；此外，房价全面下跌以及房企持续暴雷问题，也削弱了居民的购房意愿。

3. 社融：政府债券对社融边际贡献进一步增强

四季度新增社融规模较去年同期明显好转。2023 年末社会融资规模存量为 378.09 万亿元，同比增长 9.5%，去年同比增速为 9.6%，其中第四季度新增社融 6.23 万亿元，去年同期新增 4.2 万亿元，2021 年同期新增 6.58 万亿元。分项来看，四

季度新增信贷 2.70 万亿元，对社融贡献率为 43.35%，去年同期 72.04%；新增政府债券融资 3.65 万亿元，对社融贡献率为 58.46%，去年同期贡献率为 28.83%。虽然面临严格监管，但委托贷款、信托贷款等表外融资情况有所好转，其中新增信托对新增社融贡献率为 1.5%，去年同期是-2.83%，如图 3。

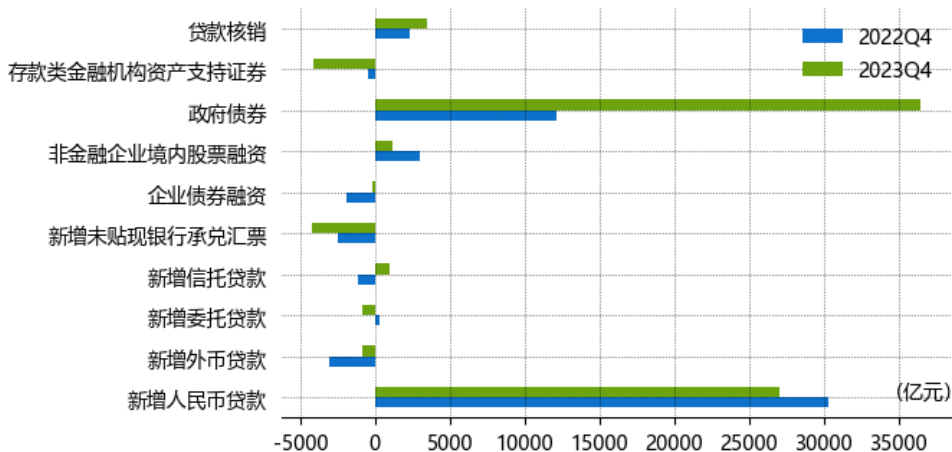


图 3：2023 年四季度新增社会融资规模结构

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

政府债券融资对新增社融形成支撑。2023 年四季度，新增人民币贷款同比下降 10.67%，新增未贴现银行承兑汇票同比增加 66.77%，新增政府债券同比增速为 200.94%，新增企业债券融资较去年同期偏弱。一是政府债券对社融形成支撑。从四季度债券发行情况来看，季度内发行国债 3.55 万亿元，地方政府发行 2.26 万亿元，季度内累计净融资 3.59 万亿元，对社融形成有效支撑，成为最重要的贡献项目。在当前市场主体预期较弱的情形下，融资需求不足压制信贷增速，政府主动负债有利于提振信心，支持社融增长。二是企业债券融资规模下降。四季度民营企业发行债券 2144.12 亿元，净融出 465.49 亿元，民营企业债券融资情况不容乐观。非城投平台国有企业发行债券 7.49 万亿元，净融资 1188.22 亿元；城投平台发行 9442.68 亿元，净融出 1648.58 亿元，交易所、交易商协会对城投债发行注册审批的通过效率有所下降，审批更加严格。央行 2023 年四季度货币政策执行报告首次提出“合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系”，债券发行有望提速。三是新增信贷融资较去年同期明显下降。全年来看，新增信贷占新增社融比例为 62.45%，去年是 65.34%，四季度新增信贷对社融贡献率为 43.35%，虽然 12 月信贷增速贡献率回升至 57.17%，但总体较往年明显下降。银行信贷作为货币政策传导的重要渠道之一，亟待及时疏通。此外，新增委托贷款、信托融资等表外融资项目变化不

大，新增未贴现承兑汇票规模下降，可能对应的是承兑汇票余额的增加。

二、当前存在的一些问题

1. 居民中长期贷款增速修复进程缓慢

2023 年住户贷款同比增速 6.89%，去年同期 5.3%。第四季度住户贷款同比增加 6.89%，短期消费贷款同比增加 10.77%，高于去年同期 6.23%；中长期消费贷款同比增加 1.93%，低于去年同期 2.55%（图 4）。消费需求持续疲软导致全国居民消费价格（CPI）已经连续第 4 个月同比下跌。居民贷款增速较去年有所恢复，但由于收入增速及房地产问题，居民中长期消费类贷款增速仍远远低于疫情之前，且修复进程缓慢。

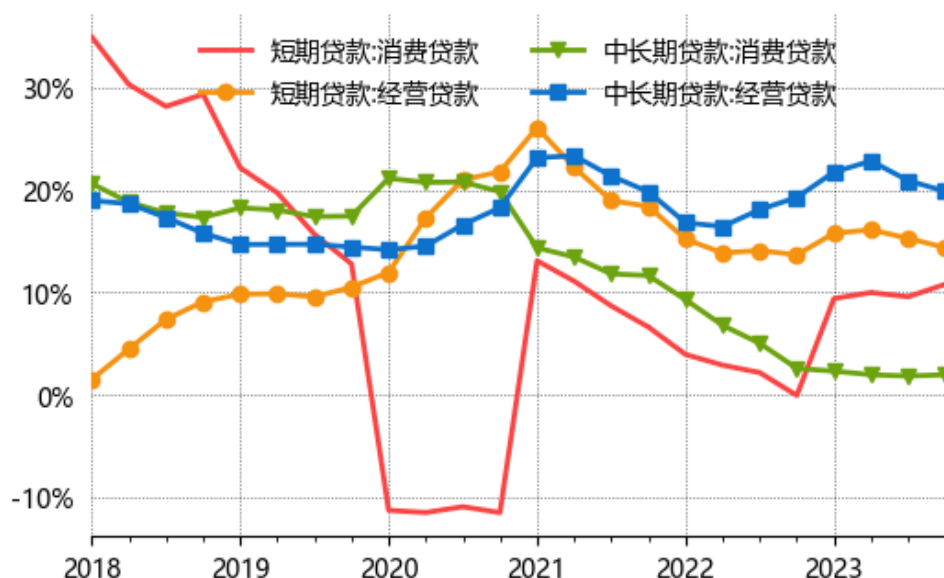


图 4：住户部门贷款同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

一是居民收入预期并未有明显改善。2023 年居民可支配收入同比增加 6.33%，但四季度收入增速较三季度仅上升 0.1 个百分点。2020 至 2023 年，居民人均可支配收入平均增速 6.28%，人均消费支出增速 5.58%，分别低于 2019 年 8.87%、8.59% 的增速。收入增长缓慢导致存款增速放缓，2023 年四季度，住户存款比上季度增加 2.26 万亿元，同比少增 2.36 万亿元。二是购房需求下降。第四季度末，房地产贷款余额同比下降 1%，下降速度较上季度继续扩大。当前居民杠杆率达 63.5%，叠加就业、人口老龄化、房地产价格预期等问题，居民购房需求下降，导致居民部

门信贷增速，尤其是中长期消费信贷增速较慢。

2. 房地产企业投融资依然面临较大压力

2023 年商品房销售面积下滑 8.5%，70 城二手房价环比全部下跌，当前房地产市场仍处在底部修复阶段。从居民购房能力和信心来看，虽然居民收入边际改善，但增速放缓。销售低迷严重影响房地产行业自身造血能力，行业融资情况有待继续修复，并因此拖累经济增长。

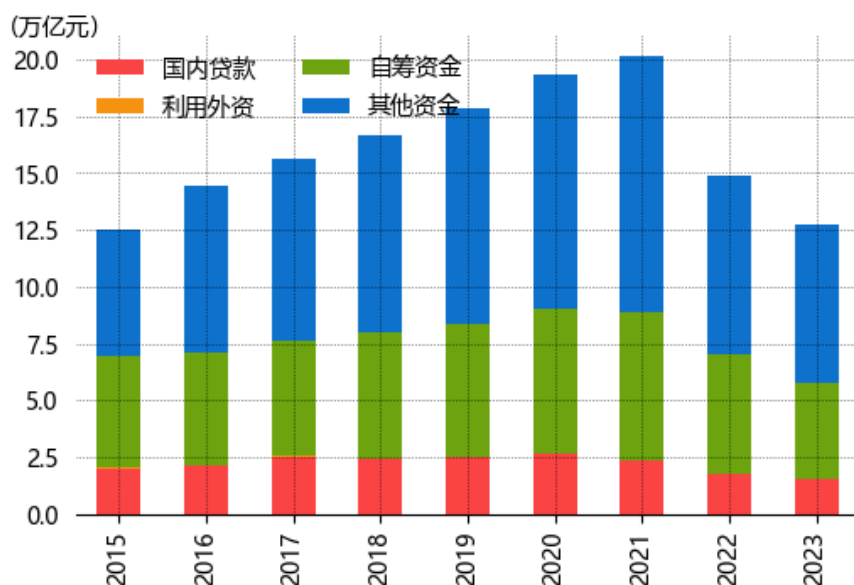


图 5：房地产开发资金来源

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

一是净融资规模下降。截至 2023 年末，房地产开发融资 12.75 万亿元，同比下降 13.6%，连续两年下降（图 5）。分类来看，房地产企业国内贷款规模同比下降 1792 亿元，境内债券净融资规模为 200.71，境外美元债净融出 445 亿美元，港股上市房企配售额度约 280 亿港元，上市 A 股企业共有 5 家企业完成定增募集资金 292.96 亿元。由于房地产销售恢复较慢，2023 年个人按揭贷款增速、定金及预收款增速分别下降 9.1%和 11.9%，当前房企资金面依然面临较大压力。二是房地产开发建设规模下降。销售情况低迷导致房地产行业投资规模下降，2023 年房屋新开工面积 9.54 亿平方米，投资完成金额 11.10 万亿元，分别同比下降 20.40%和 9.60%，其中新开工面积下跌回落至 2007 年水平。房企拿地节奏下降明显，根据中指研究院统计的数据，2023 年百城土地成交金额约 3.16 万亿元，同比下降 24.94%，且主要是中央企业和地方国企拿地，占比达 50.43%，民营房企持续造血能力不足。

3. 国有企业与民营企业投资增速分化

当前民营企业与国有企业的投资增速差距进一步扩大，2023 年国有企业固定资产投资完成额同比增长 4.9%，民营企业同比下降 5%，增速差距 9.9%，远远高于 2019 年 0.91% 的增速差距（图 6）。从占比数据来看，2023 年末，城镇固定资产投资完成额民间投资占比从去年 54.21% 下降至 50.4%。在当前需求疲软、部分领域产能过剩的情况下，企业投资下降是市场自发调整行为，但融资问题、利润率下降等也限制了民营企业投资积极性，另外民营企业对营商环境可能还存在一定的疑虑。

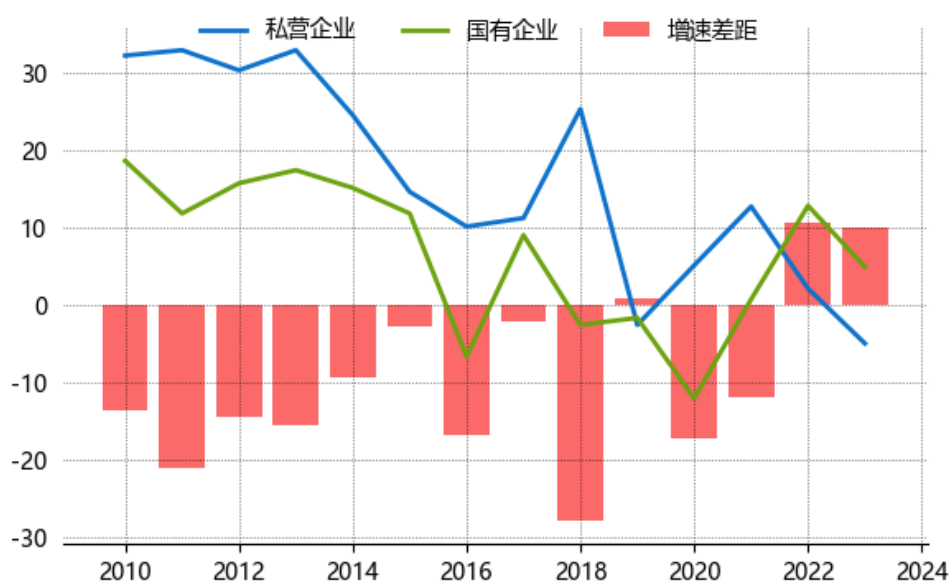


图 6：民营企业与国有企业固定资产投资同比增速

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

一是民营企业、国有企业融资存在差距。根据 Wind 数据，四季度民营企业发行债券 2144.12 亿元，净融出 465.49 亿元；国有企业发行债券 8.43 万亿元，净融出 482 亿元，民营企业债券净融资下降恶化更为严重。民营企业与国有企业信贷融资差距依然较大，2023 年民营企业贷款同比增长 12.6%，较上年末高 1.6 个百分点；金融机构的企事业贷款同比增长 13.02%，民营企业贷款增速仍低于总体增速。二是民营企业盈利能力下降影响投资。国家统计局数据显示，工业企业利润 12 月份同比增速 16.80%，年内累计增速-2.3%，利润总额较去年末有所下降。2023 年末私营工业企业利润率 4.8%，而国有控股工业企业利润率是 6.16%，利润率差距较去年同期进一步扩大，民营企业自身盈利能力下降，叠加市场预期较弱，必然进一步

影响企业投资信心。另外，针对民营企业的准入政策、融资支持政策等，在各地实际执行的过程中和政策预期存在一定偏差，民营企业的发展、生存受到一定的影响，投资意愿下降且难以短期内恢复。

三、政策建议

2023 年财政政策和货币政策协同发力，实施“积极的财政政策和稳健的货币政策”，有效地支持经济发展。一大批减税降费政策持续实施，降低企业运营负担；新增专项债务限额达 3.8 万亿元；制定一揽子化债方案推动化解隐性债务存量。人民银行两次下调金融机构人民币存款准备金率各 0.25 个百分点；金融机构外汇存款准备金率下调 2 个百分点；优化存续的结构性货币政策工具等。

为巩固经济向好态势，宏观调控政策需要继续协同配合，重点在于改善市场预期，提升经济增长的内生动力。一是**实施积极的货币政策**。提升抵押补充贷款（PSL）使用额度，支持“三大工程”等。二是**改善企业预期**。公平对待各类型企业，避免各类行业监管政策的剧烈、频繁的变化。三是**支房地产企业融资**。提升债券市场对民营房企的支持力度，放松对部分优质房企优质项目的资金监管政策，积极落实房地产融资协调机制。

【声明】 本文版权为北大汇丰智库所有



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库主任为北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。