

经济分析系列  
Economic Analysis Series



PHBS 智库  
北京大学汇丰商学院

2023年第一季度

# 中国宏观金融形势与政策分析报告

信贷改善明显，资金传导效率下降



## 摘要

一季度 M2-M1 剪刀差扩大，投资意愿依然较弱，当前政策释放的流动性部分未进入实体经济。由于资管资金回归表内，金融部门持有 M2 同比增速下降，非金融部门存款特别是个人存款上升。社融同比大幅多增，新增社融呈现信贷强势、表外持续回暖、直接融资占比下降的特征。金融市场整体平稳运行，货币市场同业存单发行量保持高位，发行利率有所上升；债券市场国债收益率曲线呈平坦化走势，信用债发行规模及净融资双双下降；股票市场融资规模有所下降，但高技术企业 IPO 融资规模保持高位；外汇供求基本稳定，由于经济修复不及预期、外围金融风险事件、央行货币政策调整等原因，人民币汇率整体走弱。金融监管改革进一步深化，房地产市场监管动态调整，资本市场制度建设、对外开放不断推进。

当前资金传导效率下降，一季度每单位贷款拉动固定资产投资 1.6，过去三年一季度均值为 2.54；居民消费、企投资增速下降，社零增速 5.8%，民间投资同比增速为 0.6%；房地产融资修复进程缓慢，民营房企融资尤其困难，导致房地产开发投资完成额降幅扩大至 6.2%，房屋新开工面积降幅扩大至 19.2%。

经济修复依旧存在压力，未来要加大宏观金融政策调节力度，通过税收优惠、扩大对外开放、深化薪酬分配制度改革等举措稳定市场主体预期，提振市场信心；使用结构性货币政策工具、发行债券等，加大对房地产行业金融支持力度；发挥政策性开发性金融工具的带动作用，出台专项资金贷款政策等，高效使用各类融资工具，促进经济内生增长。

---

\* 北大汇丰智库金融组（撰稿人：岑维、程玉伟）

成稿时间：2023 年 6 月 7 日

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

## 一、货币金融环境

### 1. 货币政策：维持货币宽松，流动性合理充裕

一季度货币政策持续发力，央行降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，中期借贷便利（MLF）加量平价续作，结构工具使用力度进一步加大，银行间资金利率中枢有所上升。

**降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点。**3 月 17 日，央行宣布降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，下调之后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.6%。本次降准主要目的是“推动经济实现质的有效提升和量的合理增长，打好宏观政策组合拳，提高服务实体经济水平，保持银行体系流动性合理充裕”。本次降准距上次仅有 3 个月（2022 年 11 月 25 日宣布降低 0.25 个百分点），且 MLF 加量续作，主要原因是经济恢复力度不及预期，保持流动性充裕有利于加强经济恢复成效，减轻金融机构流动性压力，增强私人部门投资信心。

表 1：部分结构性再贷款工具操作情况（截至 2023 年 3 月末） 单位：亿元

政策工具	额度	余额	1-3 月变动	使用占比
支农再贷款	7600	5960	-44	78.42%
支小再贷款	16400	14331	160	87.38%
再贴现	7050	6061	478	85.97%
碳减排支持工具	8000	3994	897	49.93%
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	1365	554	45.50%
抵押补充贷款（PSL）	/	31291	-291	
科技创新再贷款	4000	3200	1200	80.00%
普惠养老再贷款	400	10	3	2.50%
交通物流专项再贷款	1000	354	112	35.40%
设备更新改造专项再贷款	2000	1105	296	55.25%
保交楼贷款支持计划	2000	5	5	0.25%
房企纾困专项再贷款	800	0	0	0.00%
租赁住房贷款支持计划	1000	0	0	0.00%

数据来源：中国人民银行，北大汇丰智库。

**MLF 连续四个月净投放。**一季度人民银行对金融机构开展 MLF 操作分别为 7790 亿元、4990 亿元、4810 亿元，期末中期借贷便利余额为 51090 亿元，央行连续第三个月超额净投放，中标利率自 2022 年 8 月以来连续 8 个月处于 2.75%

水平。一季度信贷投放靠前发力，同比多增 2.27 万亿元，商业银行流动性需求提高，MLF 加量平价续作充分满足了商业银行中长期流动性需求，同时也释放了货币政策稳增长信号。

**发挥结构性货币政策工具的激励引导作用。**根据 2023 年一季度金融统计数据，截至 3 月末，结构性货币政策工具余额大约 6.82 万亿元，比去年末增加 3754 亿元，其中科技创新贷款大幅增加 1200 亿元，（具体参见表 1），结构工具使用力度进一步加大，精准支持经济恢复过程中的薄弱领域；但目前涉及房地产的房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划仍未使用，仅保交楼贷款支持计划使用 5 亿元。部分结构性货币政策工具属阶段性的支持措施，有明确的实施期限和额度，政策目标如已完成就会适时退出。

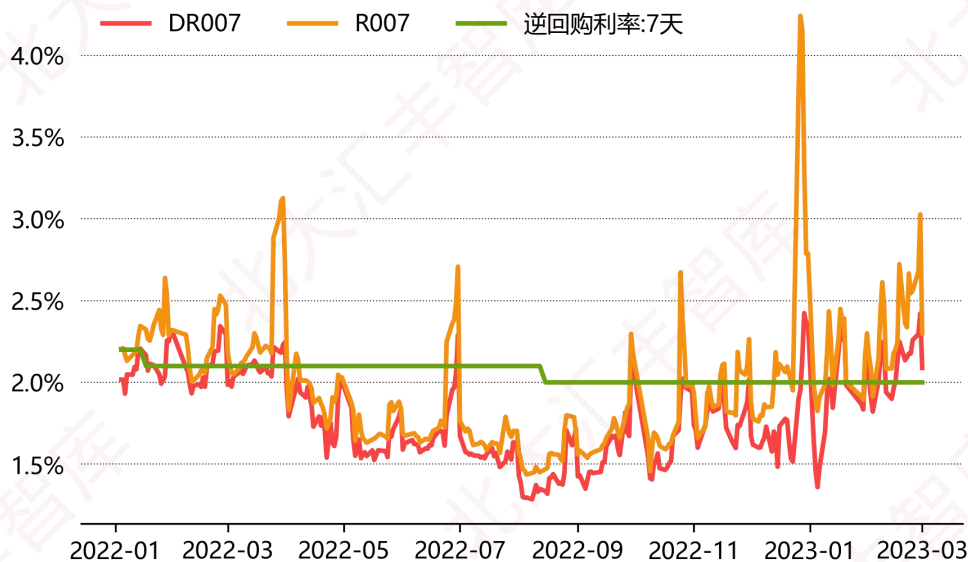


图 1：逆回购利率和 DR007

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**银行间利率中枢上升。**虽然 MLF 操作利率没有变化，但受资金供需变化影响，2 月份之后银行间市场利率波动明显加大（如图 1），利率中枢上升。今年以来 DR007 已回升至 7 天逆回购利率（2.0%），一季度 DR007 均值为 2.03%，环比上行 29.17BP、同比下行 6.79BP。R007 均值为 2.35%，环比上行 31.07BP、同比上行 5.35BP。一是受 2022 年 12 月份净投放额度较高原因影响，2023 年 2、3 月份公开市场操作连续两个月资金净回笼。二是一季度信贷投放规模增加明显，对商业银行准备金造成一定的压力，导致更加依赖央行公开市场操作。三是政府债券发行吸收了较

多流动性，2月社融口径下新增政府债券融资 8138 亿元，比去年同期多增 5400 亿元。四是一季度同业存单到期规模高达 5.95 万亿元，创历史最高季度到期量，机构对资金需求提升。整体来看，当前银行间市场利率仍然低位运行，3月末银行间流动性紧张态势有所缓解。

## 2.信贷融资：稳增长政策延续发力，信贷投放强劲

### (1) 一季度 M2 增长主要受金融机构存款回流增加影响。

3月末，M2 余额 281.46 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；M1 余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%。3月末，M2-M1 的剪刀差扩大，实体经济投资意愿依然较弱，当前政策释放的流动性部分未进入实体经济。

表 2：M2 结构变动的影响因素

	贡献率(%)		拉动率(%)	
	22年 1-3月	23年 1-3月	22年 1-3月	23年 1-3月
M2 余额	100.00%	100.00%	9.72%	12.69%
M0	3.89%	3.30%	0.38%	0.42%
其他存款性公司:对非 金融机构及住户负债: 纳入广义货币的存款	77.14%	68.98%	7.50%	8.75%
其中: 单位活期存款	9.20%	0.13%	0.89%	0.02%
单位定期存款	17.78%	14.97%	1.73%	1.90%
个人存款	50.16%	53.89%	4.87%	6.84%
其他存款性公司:对其 他金融性公司负债:计 入广义货币的存款	17.19%	5.89%	1.67%	0.75%
其他(调整项)	1.78%	21.82%	0.17%	2.77%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

将 M2 来源分为金融部门持有的 M2 和非金融部门持有的 M2 进行结构分析。其中，非金融部门持有 M2 可用其他存款性公司资产负债表科目——对非金融机构及住户负债：纳入广义货币的存款，加上 M0 表示；金融部门持有的 M2 科目——对其他金融性公司负债：其中：计入广义货币的存款表示；即  $M2 = M0 + \text{对非金融机构及住户负债：纳入广义货币的存款} + \text{对其他金融性公司负债：其中：计入广义货币的存款}$ ，对其他金融性公司负债主要指其他金融公司存放款项，包括财

务公司、保险公司、投资基金、证券公司等，按照此方法计算的历年 M2 约有 1.5% 的误差。表 2 计算了 2023 年 1-3 月份各来源对 M2 同比变动的的影响，其中贡献率 = 各来源同比增量/M2 变动总量×100%，拉动率 = 各来源贡献率×M2 同比增速。根据上述方法测算，3 月末非金融部门持有的 M2 的同比增速为 8.75%，而金融部门持有的 M2 的同比增速为 0.75%，非金融部门增速上升，金融部门增速下降，一季度政策前置发力，为 M2 增长提供支撑。

**资管资金回归表内，其他金融部门持有的 M2 同比增速下降。**从结构来看，3 月末，金融部门持有 M2 占比 9.78%，去年同期 10.28%，占比有所下降。从贡献率来看，2023 年一季度，对其他金融性公司负债对 M2 增量贡献率 5.89%，对 M2 增速拉动率为 0.75%，去年同期分别为 17.19%和 1.67%，下降幅度较大，主要原因是回流表内。2022 年下半年以来，资管产品收益率波动较大，投资者风险偏好下降并开始赎回产品，导致其他金融性公司的资金转回表内。据央行公布数据，3 月末，资管产品直接汇总的资产合计 94.7 万亿元，较年初减少了 1.6 万亿元。根据普益标准统计，截至 3 月末，银行理财市场存续规模为 25.35 万亿元，较 2022 年 12 月末下降 2.3 万亿，理财资金持续回流表内，导致金融部门持有 M2 同比增速下降。

**非金融部门存款特别是个人存款上升。**3 月末，非金融部门持有的 M2 对增量贡献率 68.98%，其中个人存款贡献率 53.89%，对 M2 增速拉动率 6.84%，均较去年同期上升明显。从存款变化来看，一季度人民币存款增加 15.39 万亿元，同比多增 4.54 万亿元，其中住户存款增加 9.9 万亿元。住户存款大幅增加主要受预期不确定性的影响，一方面，收入预期降低，预防性储蓄叠加消费支出减少，其中住房消费影响明显，一季度金融机构房地产贷款余额同比增加 1.3%，去年同期 6%，一季度居民住房支出较少。另外，去年以来资管产品收益率波动较大带来的预期变化，推动理财产品转化为住户部门存款。据央行公布数据，3 月末住户部门投向资管产品的资金余额是 41.59 万亿元，比年初减少了 1.4 万亿元。值得注意的是，3 月住户部门存款同比多增 2051 亿，是 2022 年以来的最低增量，反映居民消费倾向边际改善。1-3 月，单位活期存款对 M2 拉动率从去年的 9.20%下降至 0.13%，一季度非金融企业人民币存款同比增加 9.54%，增速比上季度提高 2.4 个百分点，其中活期存款增速 2.95%，上季度为-0.018%，定期及其他存款增速 13.11%，企业存

款活期化意向较低，投资意愿较弱，对应体现在 M2-M1 剪刀差扩大。

## (2) 银行信贷及表外业务回暖，社融同比大幅多增。

2023 年一季度，社会融资规模增量累计为 14.53 万亿元，比上年同期多 2.47 万亿元，其中 3 月新增社融达到 3.16 万亿元，创历史同期新高。总体来看，一季度表内新增人民币贷款占新增社融规模的 73.68%；表外三项新增社融延续去年以来的回暖态势，其中委托贷款同比多增 220 亿元，信托贷款同比少减 1649 亿元，未贴现票据同比多增 3891 亿元；直接融资方面政府债券同比多增 2478 亿元（具体见表 3）。

表 3：社会融资规模增量变动影响因素

	增加(亿元)		贡献率(%)		
	22 年 1-3 月	23 年 1-3 月	22 年 1-3 月	23 年 1-3 月	
社会融资规模存量	120494	145226	100.00%	100.00%	
表内	人民币贷款	83363	107000	69.18%	73.68%
	外币贷款	1750	606	1.45%	0.42%
表外	委托贷款	461	681	0.38%	0.47%
	信托贷款	-1690	-41	-1.40%	-0.03%
	未贴现银行承兑汇票	792	4683	0.66%	3.22%
直接融资	企业债券	13198	8480	10.95%	5.84%
	非金融企业境内股票	2982	2149	2.47%	1.48%
	政府债券	15822	18300	13.13%	12.60%
	存款类金融机构资产支持证券	-370	-891	-0.31%	-0.61%
	其他	2045	1046	1.70%	0.72%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

新增社会融资规模呈现信贷强势、表外持续回暖、直接融资占比下降的特征。一季度，人民币贷款增加 10.7 万亿，占新增社融规模的 73.68%；多增 23637 亿元，占社融多增规模的 95.57%，是推动社融大增的主要因素。表外融资累计增加 5323 亿元，去年同期是减少 437 亿元，表外融资明显回暖；其中信托贷款规模显著好转，下降 41 亿元，而去年同期下降 1690 亿元，在 2022 年“金融 16 条”提出保持信托等资管产品融资稳定等政策支持下，信托业务规模下降速度明显减缓。另外，未贴现票据规模新增 4683 亿元，同比多增 3891 亿元，与票据融资减少 9803

万亿元呈现此消彼长，实体经济融资需求逐步复苏。直接融资总体走弱，其中企业债券同比少增 4718 亿元；政府债券同比多增 2478 亿元，但对新增社融贡献率从去年同期 13.13% 下降至 12.6%。总体上，人民币信贷增速强劲，是影响社融规模增加的主要原因，也将进一步巩固经济逐步修复的良好态势。

**信贷同比创新高，实体经济融资逐步修复。**根据金融机构新增人民币贷款统计口径，一季度新增人民币贷款 10.6 万亿，同比多增 2.27 万亿元，其中居民户贷款增加 1.71 万亿，同比多增 4500 亿元；企业部门新增 8.99 万亿，同比多增 1.91 万亿元；非银金融机构贷款减少 791 亿元，同比多减 710 亿元（具体见表 4）。一季度 GDP 季调环比上涨 2.20%，同比上涨 4.50%，随着经济回暖，实体经济融资需求将不断提升。

表 4：金融机构人民币信贷情况

	增加(亿元)		贡献率(%)	
	22 年 1-3 月	23 年 1-3 月	22 年 1-3 月	23 年 1-3 月
<b>人民币贷款</b>	83400	106000	100.00%	100.00%
<b>居民户</b>	12600	17100	15.11%	16.13%
短期	1943	7653	2.33%	7.22%
中长期	10700	9442	12.83%	8.91%
<b>企(事)业单位</b>	70800	89900	84.89%	84.81%
短期	22300	31700	26.74%	29.91%
中长期	39500	66800	47.36%	63.02%
票据融资	8027	-9803	9.62%	-9.25%
<b>非银行业金融机构</b>	-81	-791	-0.10%	-0.75%
<b>其他</b>	81	-209	0.10%	-0.20%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

分部门来看，居民部门人民币短期贷款多增 5710 亿元，中长期贷款少增 1258 亿元，指向居民短期消费有所复苏，但住房消费依然未有较好的恢复态势。根据 Wind 数据显示，3 月末，商品房销售额累计同比增加 4.1%，但由于去年同期下降 22.7% 导致基数较低，住房销售依然低迷，房地产恢复情况有待观察。结合居民部门存款来看，新增存贷款差达到 8.19 万亿元，较去年同期进一步扩大。企业部门短期贷款多增 9400 亿元；中长期贷款多增 2.73 万亿元，贡献率达 63.02%，去年同期是 47.36%，中长期贷款是企业部门新增贷款的主要项目；票据融资减少 9803 亿元，拖累企业融资增加，去年 8 月前后监管对银行“票贷比”进行窗口指导，



影响延续至今，或是票据融资转换为企业贷款。企业部门信贷快速扩张，主要由于去年以来多项融资支持政策陆续落地，一季度末，本外币企事业单位贷款余额同比增长 14.3%，本外币工业中长期贷款余额同比增长 31.7%。但一季度工业增加值同比增长 3%，较上季度下降 0.6 个百分点，工业增长减缓。非银行业金融机构贷款延续回落态势，规模持续下降。

从融资成本来看，银保监会数据显示，一季度普惠型小微企业贷款平均利率较上年下降 38bp；民营企业贷款平均利率较上年下降 6bp。人民银行公布数据显示，3 月份新发放的企业贷款加权平均利率为 3.96%，比上年同期低 29bp，企业融资成本稳中有降；个人住房贷款方面，3 月份新发放个人住房贷款利率为 5.42%，比年初低 17bp。

## 二、金融市场概况

### 1. 货币市场：存单发行量保持高位，利率中枢向政策利率回归

货币市场流动性总体平稳。根据《2023 年一季度银行间本币市场运行报告》，一季度货币市场成交总量为 386.1 万亿元（环比增加 6%），其中，信用拆借成交 33 万亿元，日均成交 5408 亿元（环比增加 5%）；质押式回购成交 351.9 万亿元，日均成交 5.8 万亿元（环比增加 10%）；买断式回购成交 1.26 万亿元，日均成交 206 亿元（环比减少 16%）。资金利率中枢上行，一季度 DR001、R001 的季度加权均值分别环比上行 31bp、36bp 至 1.56% 和 1.73%；DR007、R007 的季度加权均值分别环比上行 19bp、32bp 至 2.04% 和 2.44%。

同业存单发行量保持高位，发行利率有所上升。根据 Wind 数据，一季度，银行同业存单发行规模达 59924 亿元，同比增长 11.93%，其中 1 到 3 月份分别发行 24536.2 亿元、24832.4 亿元、10555.6 亿元。年初以来信贷投放规模大幅增加，商业银行利用同业存单补充流动性的需求增加，发行规模高位运行；净融资额 23755 亿元，1-3 月分别为 1997 亿元、13536 亿元、8223 亿元。同业存单发行利率有上升趋势，以 1 年期同业存单为例，一季度股份行、城商行、农商行平均发行利率分别为 2.64%、2.82%、2.79%，分别比去年同期上升 8bp、3bp、1bp。3 月份央行宣布降低存款准备金率 0.25 个百分点，短端利率下降，同业存单发行利率随之下

降。从发行期限结构来看，如表 5，季度内 1M、3M、6M、9M、12M 同业存单发行占比分别为 14.09%、21.89%、12.11%、24.28%、27.63%；去年同期分别为 7.04%、20.89%、13.05%、6.36%、52.67%，1 个月期和 1 年期存单发行规模变化较大。

同业存单二级市场方面，农商行及农合行是同业存单最大的买入方。农商行及农合行季度内增加 5236 亿元；国有大型银行是净卖出方，规模减少 501 亿元；3 月份大型商业银行同业存单净买入 367 亿元，可能预示未来一段时间内信贷投放将会放缓。同业存单的配置偏好也表明，农村金融机构与大型商业银行在信贷配置方面存在较大差别，农村金融机构的信贷投放规模与存款吸收能力不匹配。

表 5：同业存单发行情况

期限(月)	发行人类型	收益率(%)		发行占比(%)	
		22 年 1-3 月	23 年 1-3 月	22 年 1-3 月	23 年 1-3 月
1	农村商业银行	2.33	2.48	0.75	0.80
	国有商业银行	1.84	2.31	0.19	1.43
	城市商业银行	2.35	2.40	4.62	8.62
	股份制商业银行	2.21	2.25	1.33	3.18
3	农村商业银行	2.49	2.61	2.20	2.21
	国有商业银行	2.33	2.48	1.13	3.42
	城市商业银行	2.46	2.57	7.07	7.40
	股份制商业银行	2.34	2.43	9.88	8.71
6	农村商业银行	2.60	2.69	2.39	3.04
	国有商业银行	2.39	2.51	0.24	1.30
	城市商业银行	2.62	2.67	6.96	5.12
	股份制商业银行	2.45	2.54	3.21	2.50
9	农村商业银行	2.72	2.73	0.64	1.29
	国有商业银行	2.42	2.61	0.33	6.73
	城市商业银行	2.73	2.75	3.33	4.49
	股份制商业银行	2.47	2.61	1.84	11.37
12	农村商业银行	2.79	2.80	2.54	1.03
	国有商业银行	2.54	2.65	16.88	10.16
	城市商业银行	2.79	2.82	8.19	5.45
	股份制商业银行	2.56	2.67	23.25	10.54

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

利率互换曲线整体上移，降准后下降明显。根据《2023 年一季度银行间本币市场运行报告》，6 个月、1 年期和 5 年期 SHIBOR 3M 互换价格分别为 2.485%、2.5827%和 3.2169%，较上年末分别上行 8bp、13bp 和 9bp；1 年期、5 年期和 10

年期 FR007 互换价格分别为 2.3363%、2.8213% 和 3.0647%，较上年末分别上行 15bp、6bp 和 1bp。年初以来，信贷投放前置，银行贷款规模大幅增长，大型银行在货币市场成为净融出方，根据 Wind 数据，季度内政策性银行和国有大型商业银行在同业存单市场净卖出 2423 亿元，带动货币市场利率上行。3 月份央行宣布降准后利率互换曲线均有所下降，以 1 年期 FR007 利率互换为例，已经从 2 月份高点 2.4549% 下降至 2.3421%。

## 2. 债券市场：收益率曲线平坦化，信用债发行及净融资额下降

**利率债发行利率平稳。**利率债发行方面，根据 Wind 数据，1 月利率债发行 6.13 万亿元，较去年增长 26%，净融资 2.62 万亿元，其中国债发行 2.15 万亿元，同比增长 33%，净融资 2974 亿元；政金债发行 1.87 万亿元，同比增长 33%，净融资 5727 亿元；地方债发行 2.11 万亿元，同比增长 15%，净融资 3624 亿元。发行利率总体平稳，2023 年 3 月财政部发行的国债利率为 2.88%，较去年同期上升 13bp；国开行发行的 10 年期金融债收益率为 3.02%，较去年同期上升 2bp。

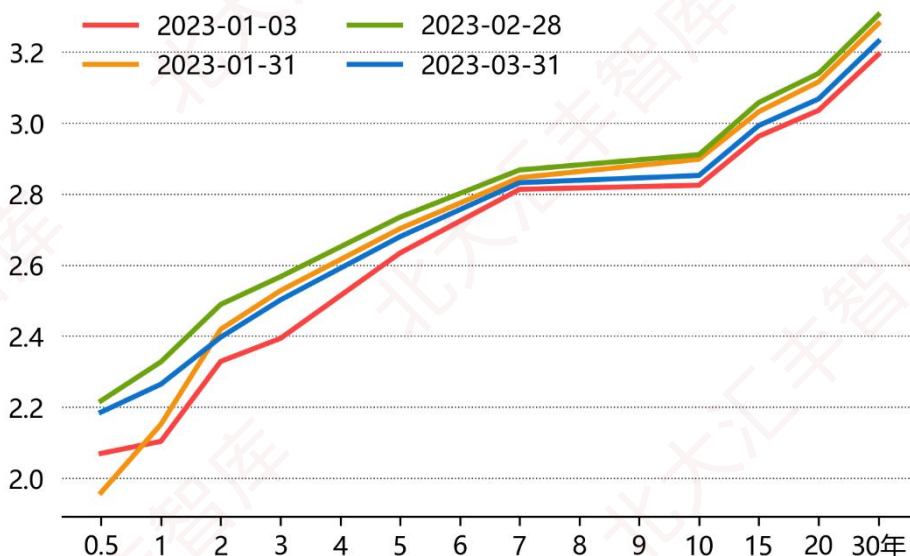


图 2：国债收益率曲线情况 (CFETS)

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**收益率曲线呈平坦化走势。**二级市场方面，截至 3 月末，10 年期国债收益率较年初上升 2.57bp。一季度国债利率呈现区间震荡特点，10 年期国债收益率最低点是 2.8101%，最高点是 2.9292%；其中 1 月份上升趋势，2 月高位震荡，3 月处下行趋势。从期限结构看，如图 2，短端收益率上涨明显，1 年期国债收益率上涨

15bp，国债收益率平坦化。年初经济复苏预期较强，信贷投放大幅增加，短端利率上升，但一季度工业企业利润同比下降 21.4%，社零增速 5.8%，尤其是住房消费反弹较弱，冲击投资信心，进而市场修正经济复苏预期，10 年期国债收益率在 3 月份震荡下行。

**信用债发行及净融资额双双下降。**一季度公司类信用债（包括企业债、公司债、中期票据、定向工具、可转债、非银保监会主管的资产支持证券、可交换债等）发行规模 3.61 万亿元，同比下降 1.93%，净融资 4849 亿元，同比下降 51.9%，净融资额下降明显；信用债发行利率上升，其中公司债平均发行利率 3.97%，同比上升 45bp，环比上升 54bp，中票发行利率 4.08%，同比上升 47bp，环比上升 61bp。

分类来看，城投债发行规模大幅增加，但净融资额下降，一季度城投债发行 1.61 万亿元，同比增长 20.54%，净融资 5328 亿元，同比下降 4.78%，季度内到期规模较大导致净融资额下滑，在中央加快化解地方隐性债务的背景下，未来城投债融资规模受到债务化解带来的压力，区域融资环境分化。产业债发行 2 万亿元，同比下降 14.64%，净融出 533 亿元，产业债券融资规模不及城投。



图 3：中期票据利差 (AAA 级)

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

信用利差方面，年初利差位于高点，国债收益率持续上行，一季度信用债利差全面收窄。如图 3，以 AAA 级中票为例，3 月末 1 年期利差为 50bp，3 年期利差为 58bp，5 年期利差为 63bp，处于历史中位水平。

债券市场违约规模环比下降。一季度债券市场违约及展期规模 759.23 亿元，环比下 7.87%，同比增长 49%，违约债券主要集中于房地产行业。实质违约 203 支债券，违约规模 153 亿元，规模同比下降 54.46%；展期 230 支债券，涉及规模 606 亿元，同比大幅上升。由于地产业信用链条破坏，居民对房地产预期下降，今年以来住房消费反弹力度不及预期，房地产行业仍面临较高风险，未来债券市场风险压力较大。

### 3.股票市场：融资规模有所下降，大力支持高技术企业

表 6：2023 一季度 A 股 IPO 募资情况

上市板	22 年 1-3 月		23 年 1-3 月	
	总额(亿元)	占比(%)	总额(亿元)	占比(%)
上证主板	56.39	6.20%	173.32	26.63%
创业板	442.38	48.62%	258.03	39.65%
北交所	9.04	0.99%	36.37	5.59%
深证主板	33.22	3.65%	66.13	10.16%
科创板	368.76	40.53%	116.94	17.97%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

整体融资规模有所下降。一季度 A 股募集资金 3555 亿元，同比下降 15.31%，其中 IPO 融资 651 亿元，68 家公司首发上市，分别同比下降 63.82%、20.93%；增发募集 2493 亿元，涉及 94 家上市公司，分别同别变化 106.84%、11.90%，其他融资 411 亿元。分上市板块来看，如表 6，科创板融资 310 亿元，同比下降 54.21%；创业板融资 618 亿元，同比下降 21.37%；深交所主板、上交所主板、北交所共融资 2627 亿元，同比下降 2.08%；北交所 IPO 融资规模较去年同期明显增加，达到 36 亿元，同比增加 302%。

表 7：战略新兴产业 A 股 IPO 融资情况

行业	22 年 1-3 月份		23 年 1-3 月份	
	数量(个)	规模(亿元)	数量(个)	规模(亿元)
数字创意产业	1	19.94	1	6.31
新一代信息技术产业	26	957.56	16	150.89
新材料产业	14	215.92	8	94.26
新能源产业	2	105.65	1	1.38
新能源汽车产业	3	25.68	5	39.46
生物产业	18	277.87	7	43.10
相关服务业	1	7.24	2	36.50

行业	22 年 1-3 月份		23 年 1-3 月份	
	数量(个)	规模(亿元)	数量(个)	规模(亿元)
节能环保产业	3	17.69	11	125.96
高端装备制造产业	8	87.34	8	91.24

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

**大力支持高技术企业上市融资。**一季度以信息技术、生物医药、新材料为代表的战略新兴产业 IPO 融资 589 亿元，占 IPO 融资总规模的 90.52%，其中新一代信息技术产业 151 亿元，节能环保产业 126 亿元，新材料行业 94 亿元，新一代信息技术和节能环保依旧数量占优，数量分别为 16 家和 11 家。由于创业板、科创板、北交所服务于创新创业企业、“硬科技”企业、“专精特新”企业的定位，上述市场近年来融资规模逐步提升，一季度累计 IPO 融资 411 亿元，占 A 股融资规模比重达 63.21%。

#### 4. 外汇市场：外汇供求基本稳定，人民币汇率震荡走弱

**银行结售汇顺差额同比下降，外汇供求基本稳定。**一季度，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）顺差 254 亿美元，去年同期顺差 336 亿美元，同比下降 24.40%。其中，银行即期结售汇逆差 152 亿美元，去年同期顺差 587 亿美元；银行代客结售汇逆差 132 亿美元，去年同期顺差 577 亿美元；远期净结汇累计未到期额比去年末增加 398 亿美元，去年同期为减少 240 亿美元；未到期期权 Delta 敞口净结汇余额比去年末增加 8.98 亿美元，去年同期为减少 133 亿美元。分项来看，一季度货物贸易结售汇顺差 450 亿美元，但服务贸易结售汇逆差 267 亿美元，银行代客涉外收付款逆差 193 亿美元。跨境出行大幅增加导致服务贸易结售汇逆差，一季度，全国移民管理机构共查验出入境人员 6506.5 万人次，同比增长 116.2%。证券投资项下结售汇逆差 57 亿美元，去年第四季度为顺差 16 亿美元，去年同期逆差 108 亿美元，整体处于波动状态。根据 Wind 数据，一季度末陆股通持仓市值 2.68 万亿元，去年同期为 2.46 万亿元，债券通下持有人民币债券 3.2 万亿元，去年同期 3.88 万亿元，一季度外资机构减持债券达 1793 亿元，2022 年至今外资持有债券规模处于下降趋势。（注：银行即远期（含期权）结售汇差额 = 银行结售汇差额 + 远期净结汇累计未到期额环比变动 + 未到期期权 Delta 净敞口环比变动。）

**人民币汇率整体走弱。**一季度，人民币对美元中间价从 6.7130 跌至 6.9666 点，3 月中下旬之后跌幅有所收窄，期间最大振幅 2530 个基点；截至一季度末，境内人民币兑美元中间价为 6.8717。同期，离岸人民币（CNH）与在岸人民币（CNY）汇率差由 2022 年第四季度的 79 个基点缩窄至 70 个基点。一季度人民币兑美元汇率震荡的主要原因：一是随着经济数据的陆续公布，一季度经济恢复不及预期，人民币进入贬值区间，直至兑美元汇率在 6.82 左右震荡。二是外围金融环境变化较大，美国硅谷银行、瑞士信贷等风险事件爆发，弱化美联储加息预期，美元指数走低，从 3 月 7 日 105.6286 点下降至月末的 102.5970 点。三是央行降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，中美货币政策持续分化令人民币汇率承压。

### 三、金融改革政策

#### 1. 监管政策：金融监管机构改革启动，完善资本市场运行机制

##### （1）中央建立首房贷款利率动态调整机制

1 月 5 日，央行、银保监会发布《关于建立新发放首套住房个人住房贷款利率政策动态调整长效机制的通知》，对于新建商品住宅销售价格环比和同比连续 3 个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限。

中国人民银行发布的《2023 年第一季度中国货币政策执行报告》显示，截至 3 月末，83 个城市下调了首套房贷利率下限，较全国下限低 10-40 个基点，12 个城市取消了首套房贷利率下限。首套房贷利率政策的调整优化，带动房贷利率有所降低，3 月新发放个人住房贷款加权平均利率为 4.14%，同比下降 1.35 个百分点。

##### （2）债券做市业务正式启动

2 月 6 日，债券做市业务正式启动，首批做市商包括安信证券、东方证券、国泰君安、国信证券、华泰证券、申万宏源、银河证券、招商证券、中信建投、中信证券、财通证券和国金证券 12 家证券公司。

推出债券做市业务，一方面有利于降低流动性溢价和债券发行成本，完善交易所债券市场功能，进一步发挥债券市场对实体经济的支持作用；另一方面有利于提高定价效率，形成能更加准确反映市场供求关系的债券收益率曲线，为市场定价提供基准参考。

### （3）全面注册制落地

2月17日，中国证监会发布《首次公开发行股票注册管理办法》及相关制度规则，自公布之日起施行，同日证券交易所、全国股转公司、中国结算、中证金融、证券业协会发布多部配套制度规则，相关制度规则共165部。

全面注册制从发行条件、注册程序、信息披露等角度整体重塑企业上市流程，以信息披露为核心，监管不再对企业的价值投资做出判断，其中主板突出“大盘蓝筹”特色，多层次资本市场体系架构愈加清晰。主板注册制相关制度规则主要有以下特点：1）主板新股上市前5个交易日内不设涨跌幅限制；2）引入并优化价格笼子机制，“价格笼子”是指在连续竞价阶段，对限价买单的最高买价、限价卖单的最低卖价设置2%的有效申报价格范围，同时引入10个最小价格变动单位（一个最小价格变动单位为0.01元），超出范围的申报将被“拒单”；3）主板新股上市首日即可纳入融资融券标的；4）上市标准设置多套多元包容的上市指标，取消关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等方面的要求。

### （4）组建国家金融监督管理总局

3月8日，第十四届全国人民代表大会第一次会议审议批准国务院机构改革方案，决定组建国家金融监督管理总局。此次金融机构改革是落实党的二十大提出的“要依法将各类金融活动全部纳入监管”工作部署。

根据国务院关于提请审议国务院机构改革方案的议案，国家金融监督管理总局统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管，统筹负责金融消费者权益保护，加强风险管理和防范处置，依法查处违法违规行为，作为国务院直属机构。主要包括：1）组建中央金融委员会，加强党中央对金融工作的集中统一领导；2）组建中央金融工作委员会，统一领导金融系统党的工作；3）组建国家金融监督管理总局，作为国务院直属机构；4）不再保留中国银行保险监督管理委员会；5）中国证券监督管理委员会由国务院直属事业单位调整为国务院直属机构；6）地方政府设立的金融监管机构专司监管职责；7）不再保留中国人民银行县（市）支行；8）将中央金融管理部门管理的市场经营类机构剥离，相关国有金融资产划入国有金融资本受托管理机构。



## 2.开放政策：沪深港通扩容，资本市场双向开放向纵深推进

### (1) 境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理

2月17日，证监会发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》和5项配套指引，并于2023年3月31日正式实施，境内企业境外上市由行政许可向备案管理转变。

具体细则包含以下内容：1) 对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理，明确境内企业直接和间接境外发行上市证券的适用情形；2) 明确中国证监会依法对境内企业境外发行上市活动实施监督管理和职责权限，明确备案主体、备案时点、备案程序等要求；3) 放宽直接境外发行上市在特定情形下的发行对象限制；进一步便利“全流通”；放宽境外募集资金、派发股利币种的限制。

### (2) 沪深港通扩容

3月3日上交所、深交所分别发布《上海证券交易所沪港通业务实施办法》和《深圳证券交易所深港通业务实施办法》，自3月13日起施行。本次扩容首批将新增纳入沪股通、深股通股票598只、436只，扩容后沪股通、深股通股票数量分别达1192只、1336只。

本次陆股通标的纳入规则有三项重要调整：1) 标的股票扩展为上证A股指数、深证综指；2) 优化标的市值并新增流动性要求；3) 优化更新调整机制，明确半年度定期考察机制，新增月度考察机制。南向方面，外国公司首次被纳入港股通，最终纳入32家公司（4家外国公司）。

## 四、问题与建议

第一，资金传导效率下降。3月末，M2-M1的剪刀差扩大，达7.6%，市场主体投资意愿依然较弱，当前政策释放的流动性部分未进入实体经济。从价格指标来看，M2增加尚未有效传导至价格指标，3月核心CPI同比增长0.7%，处于同期较低水平。从信贷拉动投资的情况来看，一季度固定资产投资完成额10.7万亿元，累计新增本外币中长期贷款6.7万亿元，每单位贷款拉动固定资产投资1.6（固定资产投资完成额/累计新增本外币中长期贷款规模），过去三年一季度均值为2.54，2019年一季度值为3.87，信贷的投资拉动效率明显下降。

第二，居民消费、企业投资增速下降。一季度城镇居民人均可支配收入同比增长 4.0%，社零增速 5.8%，收入增速减缓抑制了居民消费和投资倾向，并选择储蓄更多。央行调查问卷显示，3 月末，更多储蓄的占比达 58.0%，处于较高水平，而更多消费、投资则分别占比 23.2%、18.8%，是近年来的低点。居民预期变化导致存款增加而贷款减少，一季度住户存款增加 9.9 万亿元，中长期贷款少增 1258 亿元，居民资产负债表面临收缩。央行 3 月末企业家调查问卷显示，出口订单增加占比 13.7%，仍处于近年来的低点。一季度工业企业利润同比下降 21.4%，冲击企业投资信心，一季度民间投资同比增速为 0.6%，而同期固定资产投资总额增速为 5.1%，经济恢复基础仍不牢固。

第三，房地产融资修复进程缓慢。根据克而瑞研究中心统计，2023 年前三个月，80 家典型房企融资总量合计 1620.25 亿元，同比下降 27.91%。当前一系列提振行业信心的融资支持政策效果有限，房地产融资修复进程缓慢，民营房企融资尤其困难。Wind 数据显示，以证监会分类为统计口径，一季度房地产业债券发行规模 1578 亿元，其中国有房地产企业发行规模达 1515 亿元，民营企业仅 34 亿元，民营房企融资规模处于低位。融资修复缓慢体现为房企投资动力不足，一季度，在去年低基数的基础上，房地产开发投资完成额降幅扩大至 6.2%，房屋新开工面积降幅扩大至 19.2%。

鉴于当前经济恢复过程中存在上述问题，预计宏观金融政策将延续偏宽松基调，提振市场信心，促进消费和投资全面增长，防止经济滑向通缩。本文建议：

第一，提振市场信心。延续存量支持政策，通过税收优惠、财政贴息等方式扶持企业，给予企业更长的恢复时间，利用政府性融资担保机构激发民营企业投资活力，发挥金融政策的乘数效应。持续扩大对外开放，“营造市场化、法治化、国际化一流营商环境”，高标准落实国际经贸协定，稳定外资预期。持续稳定居民住房消费，深化薪酬分配制度改革，以提高居民收入促进储蓄向消费转化。

第二，加大房地产行业金融支持力度。积极使用保交楼贷款支持计划、房企纾困专项再贷款等结构性政策工具，化解存量风险，妥善处理地产企业债务问题。提升对民营房企债券融资支持力度，拓展民营企业债券融资支持工具支持范围。继续因城施策支持居民部门合理购房需求，降低首付比例，放宽或取消部分一线

城市的限购政策。

第三，高效使用各类融资工具和渠道。发挥政策性开发性金融工具的带动作用，兼顾民营企业和国有企业需求，向具有直接产业拉动效应的投资项目倾斜，扩大政策的惠及面。地方政府可出台专项资金贷款政策，安排财政贴息支持，引导金融机构向具有重大影响的产业、企业提供低成本融资，以政策扶持撬动更多资金支持符合未来发展方向的产业、企业。

**【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。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



**PHBS** 智库  
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: [thinktank@phbs.pku.edu.cn](mailto:thinktank@phbs.pku.edu.cn)

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>