

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

2023年第三季度

中国宏观金融形势与政策分析报告

实体融资需求不足，货币政策有望继续宽松



摘要

三季度货币政策持续发力，季度内央行降息、降准，保持宏观流动性合理充裕。整体来看，住户存款高速增长趋势放缓，企业存款定期化趋势明显；居民、企业融资需求较弱，短期、中长期信贷均同比少增，政府发债对新增社融规模产生明显支撑。金融市场方面，三季度同业存单收益率延续回落，净融资规模增加，非法人类产品减持、商业银行增持同业存单；地方债融资提速，城投债、产业债净融资规模均出现地区和行业分化；股票市场融资规模同比下降，但仍领先全球股票市场，高新技术企业融资规模占比较大；银行即期结售汇差额下降，人民币兑美元汇率走弱。

当前居民收入增速承压，消费增长乏力；民营企业融资意愿不强，私人企业固定资产投资增速下滑；部分地区城投企业融资能力受限，导致区域投资增速分化明显，拖累经济增长。

调控政策应重点关注：适时降低贷款基准利率，疏通货币政策传导机制，切实提振市场信心，兼顾宽货币和宽信用。全面取消房地产限购、限价政策，扩大“提升住房公积金覆盖首付资金的比例”政策区域范围，落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制，探索房地产信托投资基金融资模式创新。加大政策性金融工具的使用力度，提高专项债作为项目资本金的比例。

* 北大汇丰智库金融组（撰稿人：程玉伟）

成稿时间：2023年11月25日 | 总第82期 | 2023-2024学年第8期

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

一、货币金融环境

1. 货币政策：政策持续发力，短期内仍有放松空间

为巩固经济回升向好基础，保持流动性合理充裕，三季度货币政策持续发力，季度内央行降息、降准。考虑到当前经济恢复基础并不牢固，后续仍需信贷资金支持，短期货币政策仍有放松空间。

表 1：部分结构性再贷款工具操作情况（截至 2023 年 9 月末） 单位：亿元

政策工具	额度	余额	三季度变动	使用占比
支农再贷款	8100	5991	333	73.96%
支小再贷款	17850	15655	1424	87.70%
再贴现	7400	5289	-661	71.47%
碳减排支持工具	8000	5098	568	63.73%
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	2624	165	87.47%
抵押补充贷款 (PSL)	/	29022	-874	/
科技创新再贷款	4000	3456	256	86.40%
普惠养老再贷款	400	16	3	4.00%
交通物流专项再贷款	1000	451	17	45.10%
设备更新改造专项再贷款	2000	1672	-22	83.60%
保交楼贷款支持计划	2000	56	51	2.8%
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。

三季度央行降息、降准。8月15日，央行宣布7天逆回购操作利率下调10bp至1.8%，中期借贷便利（MLF）利率下调15bp至2.50%；9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点。本次MLF利率下降是继6月13日之后时隔两个月对利率的再度调整，期限结构上长端（1年）下调幅度大于短端（7天），本次非对称利率下调有助于支持长期资金需求，引导1年期和5年期贷款市场报价利率下降，促进稳投资、稳地产。本轮利率下降之后，人民币贷款加权平均利率有望再创新低。季度内央行年内第二次全面降准，释放约5000亿元中长期流动性。8月以来市场流动性明显收紧，9月中旬面临地方债发行、税期高峰等因素，市场短

期资金需求提升，央行选择 9 月中旬降准意在呵护市场流动性，进一步提升货币资金支持经济的力度。

持续提升结构性货币政策使用力度。截至 9 月末，结构性货币政策工具余额 7.02 万亿元，比 6 月末增加 1443 亿元，其中支农、支小再贷款、保交楼贷款等政策工具使用余额增加，政策对上述领域支持力度倾斜，而再贴现、抵押补充贷款等结构性政策工具余额降低（表 1）。由于许多房地产项目债务问题复杂、项目净值等问题，导致商业银行参与积极性不强，当前针对房地产的相关结构性政策工具使用进展缓慢，房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划尚未发放贷款。截至 2023 年 9 月，央行对其他存款性公司债权余额 15.82 万亿，结构性工具余额占比 44.37%，较 6 月末下降约 3.5 个百分点；抵押补充贷款（PSL）余额 2.9 万亿，占比 18.33%，较 6 月末下降 2.5 个百分点。结构性货币政策工具余额占央行对其他存款性公司债权余额下降，但主要是由于抵押补充贷款、再贴现等工具余额下降导致，央行增加了支农、支小再贷款工具投放额度，大力支持农业、小微企业融资，缓解当前环境下涉农涉小两类市场主体的融资难题。

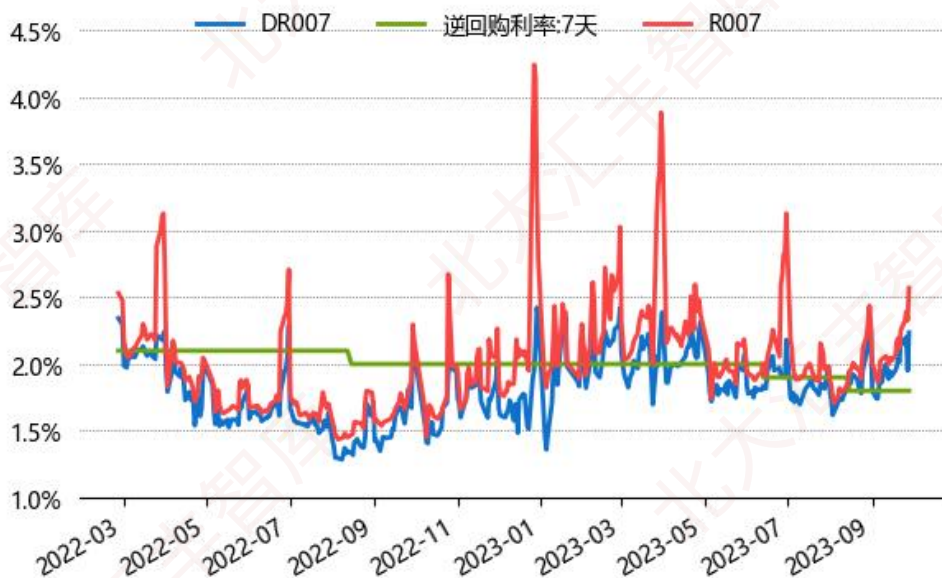


图 1：逆回购利率和 DR007

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

8 月之后资金价格震荡上行。三季度 DR007 均值为 1.88%，环比下降 5bp；R007 均值为 2.01%，环比下降 5pb。但进入 8 月之后，资金利率震荡上行（图 1），上行速度较往年同期较快，截至 9 月末，DR007 利率为 2.2358%，R007 利率为 2.5682%。

从资金面来看，7月份公开市场实现净回笼8460亿元，8月份地方债发行规模放量，在央行提出防止资金空转、稳汇率的背景之下，资金面偏紧。从需求端来看，9月新增人民币贷款2.31万亿元创年内新高，支撑资金利率震荡上升。9月央行降准释放流动性，10月初DR007下降至1.83%，回归7天逆回购利率附近窄幅震荡。

短期货币政策或仍有放松空间。9月CPI同比降至0%，核心通胀同比涨幅持平，通胀依然呈现核心表现好于总量的态势，当前居民收入增速承压，预计四季度CPI仍将承压。9月PPI环比上涨0.4%，同比增速升至-2.5%，工业品价格走弱，预计四季度PPI同比增速低位运行。通胀持续走弱提升资金实际利率水平，不利于扩张信贷规模，三季度货币政策例会，央行表述强调“搞好逆周期和跨周期调节”，短期央行可能会继续降低政策利率，维持宽松基调。

2. 信贷融资：实体经济融资需求不足，仍需加大宽信用政策

三季度末M2余额289.67万亿元，同比增长10.3%，增速比上年同期低1.8个百分点；M1余额67.84万亿元，同比增长2.1%，增速比上年同期低4.3个百分点。人民币贷款余额同比增速10.9%，比上年同期低0.4个百分点。M2-M1剪刀差较二季度末企稳，但信用传导存在较多堵点，仍需加大宽信用政策支持力度。

表 2：M2 结构变动的影响因素

项目	贡献率 (%)		拉动率 (%)	
	22年9月	23年9月	22年9月	23年9月
M2	100.00%	100.00%	12.11%	10.28%
M0	4.16%	3.92%	0.50%	0.40%
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	82.13%	89.87%	9.95%	9.24%
其中: 单位活期存款	9.90%	1.23%	1.20%	0.13%
单位定期存款	20.46%	17.93%	2.48%	1.84%
个人存款	51.77%	70.71%	6.27%	7.27%
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	9.51%	3.68%	1.15%	0.38%
其他 (调整项)	4.20%	2.53%	0.51%	0.26%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

(1) 资金延续从非银机构向存款转移趋势，住户存款高速增长趋势放缓。

使用其他存款性公司资产负债表，可以将 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 用对其他金融性公司负债（计入广义货币的存款）表示；即 $M2 = M0 + \text{对非金融机构及住户负债（纳入广义货币的存款）} + \text{对其他金融性公司负债（计入广义货币的存款）}$ ，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 9 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 $\times 100\%$ ，拉动率 = 各来源贡献率 \times M2 同比增速。根据上述方法测算，三季度末，非金融部门对 M2 拉动率 9.24%，增速较二季度末下降 0.42 个百分点；金融部门对 M2 拉动率 0.38%，较二季度末下降 0.38 个百分点。

资金延续从非银机构向银行转移趋势。9 月末金融部门持有 M2 规模 27.6 万亿元，占 M2 总量比重为 9.53%，去年同期 10.13%，延续占比下行趋势。如表 2，计入广义货币存款的对其他金融公司负债对 M2 贡献率为 3.68%，对 M2 拉动率为 0.38%，去年同期分别为 9.51%和 1.15%。对其他金融性公司负债包括证券公司的客户保证金、券商资管和基金公司存款、住房公积金中心存款等，近年来占比持续下降意味着居民金融资产从资管、证券等投资产品向存款转移，其他金融部门持有 M2 增速同比下降与个人存款对 M2 贡献率上升基本对应，可做进一步的印证。根据 Wind 数据，截至 8 月末我国境内证券投资基金份额 26.96 万亿元，同比增速 8.74%，增速逐步放缓。7 月份中央政治局会议提出“活跃资本市场”，有利于引导居民资金从银行存款转向配置更多金融资产，其他金融部门对 M2 增速贡献率下降趋势有望企稳。

住户存款规模高速增长趋势放缓，企业存款定期化趋势明显。9 月末，个人存款对 M2 增量贡献率为 70.71%，去年同期为 51.77%；对 M2 增速拉动率为 7.27%，高于去年同期的 6.27%，居民存款延续增长趋势。央行数据显示，前三季度人民币存款增加 22.48 万亿元，同比少增 2737 亿元。其中，住户存款增加 14.42 万亿元，占比 64.1%。三季度末，住户存款增速 16.32%，二季度末为 17.11%，居民存款大幅增长趋势放缓，但增速依旧高位运行。前三季度单位活期存款较去年末增加

0.39%，定期存款较去年末增加 13.86%，企业存款定期化倾向明显。从月度数据来看，三季度以来企业定期存款同比增速连续下降，定期化趋势减缓。9 月末，企业活期存款同比增速已从二季度末的 2.04% 下降至 0.58%，三季度企业经营延续修复态势，国家统计局数据显示，8 月份工业企业利润同比由负转正，对企业活期存款增速形成支撑。

表 3：社会融资规模增量变动影响因素

项目	增加 (亿元)		贡献率 (%)	
	22 年三季度	23 年三季度	22 年三季度	23 年三季度
社会融资规模	67908	77794	100.00%	100.00%
表内	人民币贷款	43118	39152	63.49%
	外币贷款	-2676	-1123	-3.94%
表外	委托贷款	3352	313	4.94%
	信托贷款	-1061	412	-1.56%
	未贴现银行 承兑汇票	874	1562	1.29%
	企业债券	2817	4641	4.15%
直接 融资	非金融企业 境内股票	3710	2149	5.46%
	政府债券	12576	25817	18.52%
	存款类金融 机构资产支 持证券	-545	-566	-0.80%
	其他	3158	1594	4.65%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

(2) 居民信贷修复进程缓慢，企业融资需求不足

2023 年前三季度社会融资规模增量累计为 29.33 万亿元，比上年同期多 1.41 万亿元；三季度新增社融 7.77 万亿元，比去年同期多增 0.99 万亿元。前三季度，表内新增人民币贷款 19.52 万亿元，占新增社融 66.56%，去年同期为 64.32%，如表 3，其中三季度新增 3.9 万亿元，去年同期为 4.3 万亿元，季度内新增信贷规模较去年同期下降明显，拖累社融增速。表外新增社融主要由未贴现承兑汇票贡献，前三季度同比多增 3310 亿元，其中三季度新增 1562 亿元，同比增速 78.72%；信托贷款好转，三季度新增 412 亿元。前三季度新增直接融资规模同比下降，企业债券、股票分别少增 6079 亿元、1955 亿元，但第三季度新增企业债券、政府债券

融资规模同比增速 64.75%和 105.29%。

未贴现票据、企业债券、政府债券融资对新增社融形成支撑。三季度，新增未贴现票据、企业债券、政府债券融资同比增速 78.72%、64.75%和 105.29%；新增表内信贷同比下降 9.2%，环比下降 20.2%；新增委托贷款、信托融资等变化不大。一是未贴现票据融资规模增加，对新增社融贡献率是 2.01%，去年同期是 1.29%，信贷融资贡献率下降但票据融资贡献率上升，实体经济融资依旧处于修复过程。二是企业债券融资贡献率 5.97%，去年同期 4.15%，未来房地产行业债券融资持续优化，企业债券融资规模年内有望持续增加。三是政府债券融资对社融形成支撑，如表 3，政府债券融资对新增社融贡献率 33.19%，去年同期 18.52%。10 月以来部分地区陆续启动特殊再融资债券发行，四季度政府债券融资规模将对社融形成有效支撑。此外，新增委托贷款、信托融资等表外融资项目变化不大，三季度委托贷款规模同比差异较大，主要因为去年 8 月之后政策性开发性金融工具加速投放，对表外委托贷款形成支撑，但今年至三季度末尚未出台相关工具。

表 4：金融机构人民币信贷情况

项目	增加 (亿元)		贡献率 (%)	
	22 年三季度	23 年三季度	22 年三季度	23 年三季度
人民币贷款	43990	40159	100.00%	100.00%
居民户	12300	10500	27.96%	26.15%
短期	4691	4200	10.66%	10.46%
中长期	7600	6400	17.28%	15.94%
企(事)业单位	30800	28700	70.02%	71.47%
短期	2900	1500	6.59%	3.74%
中长期	24300	21700	55.24%	54.04%
票据融资	3900	5569	8.87%	13.87%
非银行业金融机构	121	-32	0.28%	-0.08%
其他	769	991	1.75%	2.47%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

居民信贷未有明显改善，企业融资需求不足。根据金融机构新增人民币贷款统计口径，前三季度新增人民币贷款 19.74 万亿，同比多增 1.66 万亿元，其中三季度新增 4.02 万亿元，同比少增 3831 亿元。一是居民中长端融资未有明显改善。如表 4，三季度居民部门新增人民币贷款 1.05 万亿元，同比少增 1800 亿元，环比

少增 400 亿元。季度内居民短期贷款延续年内下降趋势，同比少增 471 亿元，居民消费不足；但居民中长期贷款较二季度改善，同比少增 1200 亿元，环比多增 1242 亿元，主要是 9 月份同比、环比均多增。8 月以来购房信贷政策加速出台，包括“认房不认贷”、调整二套房首付比例、贷款利率动态调整机制等陆续落地实施，新房和二手房销售数据均改善。二是企业融资需求不足。三季度新增企业信贷 2.87 万亿元，同比少增 2100 亿元，其中中长期贷款同比少增 2600 亿元。分领域来看，制造业和基建信贷情况相对较好，房地产开发信贷情况延续弱势。根据央行数据，三季度制造业中长期贷款新增 5300 亿元，同比多增 200 亿元；基建中长期贷款新增 8300 亿元，同比少增 800 亿元；房地产风险持续暴露，当前房地产市场状况导致新开工动能不足，房地产开发资金国内贷款同比持续下降。三季度新增票据融资 5569 亿元，同比多增 1659 亿元，环比增加明显。

二、金融市场概况

1. 货币市场：同业存单收益率回落，净融资规模增加

同业存单发行收益率比上半年明显下降。三季度，同业存单累计发行 6.19 万亿元，较去年同期增加 1.4 万亿元，同比增速 29.45%；净融入 2168 亿元，去年同期净融出 1604 亿元。由于 9 月信贷投放再度发力，季度内政府债券融资节奏加快，银行负债端对发行同业存单需求增加，同比去年净融资规模大幅增加。从同业存单发行银行分布来看，股份制商业银行发行占比约 30.85%，国有大型商业银行占比 30.17%，城市商业银行占比 29.81%，农村商业银行占比 7.45%，对比资产规模来看，股份行、城商行发行规模较大。如表 5，三季度，各期限存单收益率较去年同期均上升，以 1 年期同业存单为例，三季度股份行、城商行、农商行平均发行利率分别为 2.33%、2.51%、2.51%，但与上半年相比均明显下降。从发行期限占比来看，3M 和 12M 期限同业存单发行占比变化较大，三季度，3M、6M、9M、12M 同业存单发行占比分别为 26.39%、14.69%、7.9%、39.63%，去年同期占比分别为 9.00%、15.80%、14.3%、48.79%，3M 和 12M 期限同业存单占比增加。

非法人类产品减持、商业银行增持。截至 9 月末，城市商业银行持有同业存单规模 8185 亿元，比去年同期增加 3593 亿元，同比增加 78.28%；股份制商业银行比去年同期增加 1530 亿元，同比增速 74.61%；其他金融机构同比增加 3905 亿

元，同比增速 106.23%；政策性银行持有规模比去年同期减少 3018 亿元，同比下降 41.68%。截至 9 月末，非法人类产品持有同业存单与去年同期相比减少 9830 亿元，同比下降 11.47%，主要由于 9 月份配置规模下降了 3598 亿元。银行理财等广义基金产品规模增速放缓，同时去年末以来面临赎回压力，同业存单配置需求下降。

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 年三季度	23 年三季度	22 年三季度	23 年三季度
1	农村商业银行	1.74%	2.19%	0.82%	0.73%
	国有商业银行	1.20%	1.95%	0.10%	3.41%
	城市商业银行	1.62%	2.09%	8.26%	5.37%
	股份制商业银行	1.37%	2.14%	2.75%	1.62%
3	农村商业银行	1.85%	2.22%	1.88%	2.45%
	国有商业银行	1.67%	2.19%	0.00%	6.41%
	城市商业银行	1.81%	2.21%	5.05%	7.24%
	股份制商业银行	1.56%	2.17%	1.26%	9.50%
6	农村商业银行	2.03%	2.34%	2.26%	2.30%
	国有商业银行	1.80%	2.9%	1.81%	2.75%
	城市商业银行	2.02%	2.37%	6.66%	5.88%
	股份制商业银行	1.87%	2.29%	4.64%	3.48%
9	农村商业银行	2.13%	2.4%	1.91%	0.83%
	国有商业银行	1.95%	2.24%	2.99%	2.12%
	城市商业银行	2.16%	2.4%	4.18%	2.58%
	股份制商业银行	2.00%	2.27%	5.02%	2.29%
12	农村商业银行	2.25%	2.51%	2.13%	1.14%
	国有商业银行	2.00%	2.32%	9.78%	15.50%
	城市商业银行	2.30%	2.51%	17.05%	8.75%
	股份制商业银行	2.06%	2.33%	19.32%	13.96%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

利率曲线小幅上行。三季度，FR007 定盘曲线和 Shibor3M 定盘曲线进入 8 月份之后震荡上行，截至 9 月末，6 个月、1 年期和 5 年期 SHIBOR3M 利率互换定盘均价分别为 2.3175%、2.2650%、2.7238%，分别较 3 月末上升 15bp、4bp，5 年期下降 5bp，长端利率下降；6 个月、1 年期和 5 年期 FR007 利率互换定盘均价分别为 2.0138%、2.0138%、2.4475%，分别较 3 月末上升 2bp，下降 1bp、2bp。当前企

业融资需求总体不足，同时央行积极呵护市场流动性，总体而言季度内利率互换曲线波动不大，具体如图 2。

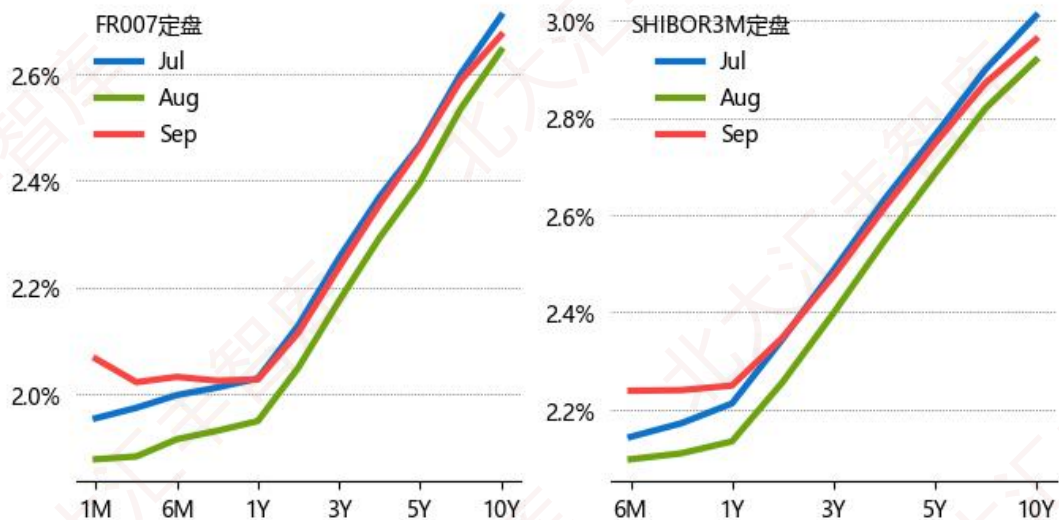


图 2：二季度 FR007 和 SHIBOR3M 利率互换定盘曲线走势

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

2.债券市场：地方债融资大幅增加，城投债、产业债净融资出现地区和行业分化

地方债净融资规模大幅增加，政策性金融债券净融资下降。根据 Wind 数据统计，三季度，国债发行 3.1 万亿元，同比增长 0.99%，净融资 1.4 万亿元，同比增长 27.37%；与去年相比，前三季度国债累计净融资规模未有明显增加，中央层面财政杠杆没有提升。政金债（政策性金融债券）发行 1.3 万亿元，同比下降 22.61%，净融资 0.63 万亿元，同比下降 67.59%；变化较大原因是今年上半年政金债发行节奏较快，三季度以来发行节奏放缓，政金债前三季度累计净融资规模与去年相比变化不大。地方债发行 2.7 万亿元，同比增长 145.66%，净融入 1.1 万亿元，去年同期净融出 379 亿元；7 月 24 日，中央政治局会议提出“加快地方政府专项债券发行和使用”，三季度地方债发行规模明显提速，加码新基建发展。

信用债净融资规模显著改善。三季度，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 3.85 万亿元，同比上升 4.71%，净融入 1943.32 亿元，去年同期净融出 814 亿元，但供给仍然偏紧。三季度，信用债发行利率环比下降，其中公司债利率

3.39%，比上季度下降 11bp；企业债发行利率 4.19%，比上季度下降 29bp；中票发行利率 3.58%，比上季度下降 12bp。从企业属性来看，三季度，国有企业发行 3.56 万亿元，同比增长 64.22%，民营企业发行 1542.29 亿元，同比增长 52.16%。

城投债、产业债净融资出现地区和行业分化。三季度，城投债发行 1.46 万亿元，同比上升 25.82%；净融入 3294.46 亿元，同比上升 38.58%，但较二季度有所下降。从区域分布来看，城投债发行规模排名前三位的分别是江苏省、浙江省、山东省，发行规模分别为 3160 亿元、2076 亿元、1192 亿元，同比分别增长 67.11%、24.25%、79.66%，发行规模占据总规模的 44%，其他弱能级区域城投债融资能力受限，尤其云南、贵州等地的融资环境需重点关注。三季度，产业债发行 2.58 万亿元，同比下降 4.79%，净融出 2132.38 亿元，同比下降 44.08%；季度内 AAA 级债券净融出 2888.14 亿元，整体产业债融资情况仍未有明显改善。从行业分布来看，三季度工业、金融业、公用事业融资规模居各行业前三，分别融资 1.16 万亿元、0.46 万亿元、0.26 万亿元；而医疗保健、电信服务仅融资 213 亿元和 3.5 亿元。

三季度债券信用风险延续暴露。三季度新增 37 支实质违约债券，违约规模 242.94 亿元，同比增加 14.22%；新增 52 支展期债券，涉及债券规模 614.27 亿元，同比下降 18.67%。三季度信用风险暴露仍是集中在房地产行业，涉及房地产开发、房地产金额约 700 多亿元，虽然当前出台了一系列房地产融资支持政策，但在房地产行业景气度持续下降的情况下，企业基本面尚未得到有效改善，房地产行业债券违约风险仍然较高。除房地产业外，部分行业债券违约情况也值得注意，其中医疗保健、信息技术等违约债券余额仅次于房地产业，截至 9 月末违约率分别达到 23.47%、23.02%，高于房地产业的 21.98%。

3.股票市场：整体融资规模下降，高新技术企业融资规模占比较大

A 股整体融资规模下降。虽然今年以来 A 股融资规模同比下降，但仍然是全球新股融资最高的市场，上交所、深交所分别位列全球 IPO 融资前两名。前三季度，A 股募集资金 9832.05 亿元，同比下降 22.92%，其中 264 家公司 IPO 上市，融资 3236.43 亿元，同比下降 33.36%；261 家上市公司增发募集资金，融资 4872.88 亿元，同比下降 1.79%。分上市板来看，如表 6，科创板 IPO 融资 1395.79 亿元，同比下降 28.86%；创业板 IPO 融资 1119.93 亿元，同比下降 19.86%；上交所主板 IPO

融资 395.91 亿元，同比下降 18.58%；深交所主板 IPO 融资 213.71 亿元，同比下降 5.70%。三季度以来，由于 A 股表现持续低迷，监管机构出台了相应的支持政策，阶段性收紧 IPO 节奏，维护资本市场平稳运行。

表 6：2023 前三季度季度 A 股募资情况

上市板	22 年 1-9 月		23 年 1-9 月	
	总额 (亿元)	占比 (%)	总额 (亿元)	占比 (%)
上证主板	486	11.76%	395	12.23%
创业板	1397	33.79%	1119	34.60%
北交所	62	1.52%	111	3.43%
深证主板	226	5.48%	213	6.60%
科创板	1961	47.44%	1395	43.13%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

高新技术产业融资情况较好。前三季度，A 股制造业融资规模大幅领先，累计 1358 亿元，资本市场切实支持实体经济发展。中国资本市场全力服务国家创新战略，前三季度，战略新兴产业 IPO 融资 3078.55 亿元，占 IPO 融资总规模的 95.12%；其中新一代信息技术产业融资 1261.37 亿元，节能环保产业融资 335.76 亿元，高端装备制造产业融资 425.73 亿元，新一代信息技术和高端装备制造产业数量占优，数量分别为 76 家和 48 家，如表 7。前三季度，“专精特新”企业 IPO 融资 1070.82 亿元，占 A 股融资规模比重达 33.09%。

表 7：战略新兴产业 A 股 IPO 融资情况

行业	22 年 1-9 月		23 年 1-9 月	
	规模 (亿元)	数量 (个)	规模 (亿元)	数量 (个)
数字创意产业	42	5	25	3
新一代信息技术产业	2202	100	1261	76
新材料产业	547	41	394	39
新能源产业	224	10	138	7
新能源汽车产业	67	11	163	18
生物产业	599	46	282	25
相关服务业	40	4	53	4
节能环保产业	198	25	336	28
高端装备制造产业	437	40	426	48

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

4.外汇市场：银行即期结售汇差额下降，人民币兑美元汇率走弱

外汇结售汇差额由正转负。三季度，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）逆差 743.20 亿美元，去年同期顺差 175.55 亿美元，大幅下降，如图 3。其中，银行即期结售汇逆差 385.53 亿美元，去年同期顺差 332.49 亿美元；远期净结汇累计未到期额比 6 月末下降 210.34 亿美元，去年同期为下降 195.68 亿美元；未到期期权 Delta 敞口净结汇余额比 6 月末下降 147.32 亿美元，去年同期为增加 38.74 亿美元。外汇供求趋势在 9 月发生变化，9 月银行结售汇实现 82.73 亿美元的顺差，其中自身结汇顺差 13.3 亿美元，代客结汇顺差 69.4 亿美元。

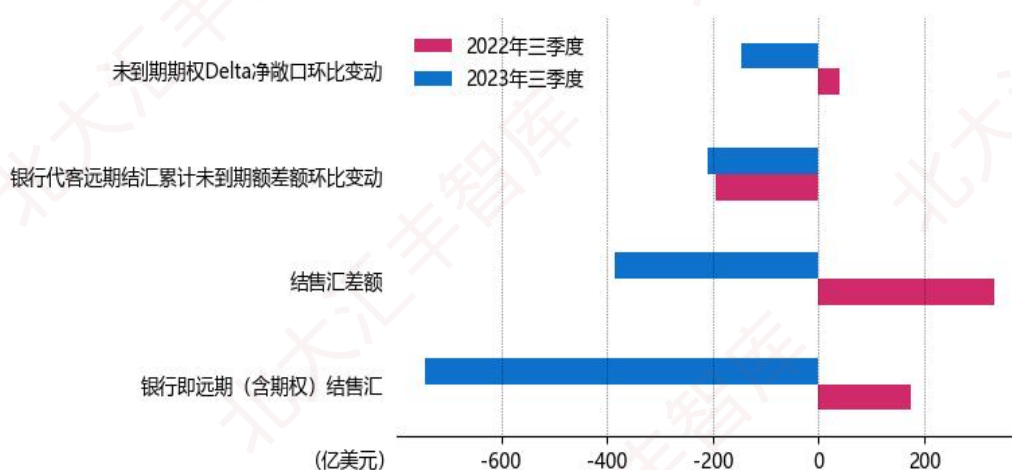


图 3：银行结售汇变动情况

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

分项来看，三季度，货物贸易结售汇顺差 995.91 亿美元，去年同期为 1292.98 亿美元；服务贸易结售汇逆差 319.96 亿美元，去年同期为逆差 157.41 亿美元。当前我国进出口增速仍处于近年来较低水平，海外需求下降是导致出口下降的主要原因，9 月全球制造业 PMI 为 48.7%，仍处于收缩区间；服务贸易延续近两年逆差走势，且逆差规模扩大。直接投资结售汇逆差 464.89 亿美元，去年同期逆差 106.09 亿美元。直接投资规模主要受到不同国家地区直接投资回报率、产业转移等影响，当前中美利差收窄，部分直接投资资金投资的区域目标可能发生变化，稳外资产务艰巨。证券投资项下结售汇逆差 446.11 亿美元，去年同期为逆差 500.44 亿美元。证券投资项下逆差规模与去年同期变化不大，但是相对上半年连续两个季度顺差的情况而言，外资对中国证券市场的投资趋势变化。根据 Wind 数据，截至 9 月末，

陆股通持仓市值 2.19 万亿元，6 月末为 2.37 万亿元，环比下降 1800 亿元；截至 9 月末，债券通外资持有人民币债券 3.19 万亿元，6 月末持有 3.28 万亿元，下降约 900 亿元。（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。）

人民币对美元汇率持续下跌。三季度人民币兑美元汇率 7 月份经历一段时间的升值之后维持在 7.13 左右，八月份之后重新进入下跌通道，人民币即期汇率从 7.2466 跌至 7.3002，累计下跌 536 个基点；人民币中间价从 7.2157 下跌至 7.198，累计下跌 359 个基点；人民币离岸汇率从 7.2544 跌至 7.2956，累计下跌 412 个基点。2023 年 3 季度美元指数大幅走强，反弹了 2.7%，受益于美国经济的良好复苏情况，美元对人民币等其他货币表现出较强的升值趋势。另外，当前中国经济仍处于缓慢的修复进程之中，经济、金融数据不及预期，对人民币汇率造成明显压力，人民币汇率走势仍处于中国经济增长预期较弱的震荡阶段。从银行远期结售汇和未到期期权额度变化情况来看，仍然存在一定的人民币贬值预期，但未来影响人民币汇率走势主要因素是中国经济增长情况，以及美联储加息周期结束预期变化。

三、金融改革政策

1. 监管政策：引导降低存量首套住房贷款利率，优化保险公司偿付能力监管标准

（1）两部门发文引导降低存量首套住房贷款利率

8 月 31，中国人民银行、国家金融监督管理总局日发布通知，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，降低存量首套住房商业性个人住房贷款利率。

根据通知，对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 20%，二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例统一为不低于 30%。二套住房利率政策下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 20 个基点。

（2）金融监管总局优化保险公司偿付能力监管标准

9月10日，国家金融监督管理总局发布《关于优化保险公司偿付能力监管标准的通知》，在保持综合偿付能力充足率100%和核心偿付能力充足率50%监管标准不变的基础上，根据保险业发展实际，优化保险公司偿付能力监管标准。

要求总资产100亿元以上、2000亿元以下的财产险公司和再保险公司，以及总资产500亿元以上、5000亿元以下的人身险公司，最低资本按照95%计算偿付能力充足率；总资产100亿元以下的财产险公司和再保险公司，以及总资产500亿元以下的人身险公司，最低资本按照90%计算偿付能力充足率。

(3) 金融监管总局发布《保险销售行为管理办法》

9月28日，金融监管总局近日发布《保险销售行为管理办法》，自2024年3月1日起施行。办法将保险销售行为分为保险销售前行为、保险销售中行为和保险销售后行为三个阶段，区分不同阶段特点，分别加以规制。

保险销售前行为管理方面，办法对保险公司、保险中介机构业务范围、信息化系统、条款术语、信息披露、产品分类分级、销售人员分级、销售宣传等进行规制。保险销售中行为管理方面，办法要求保险公司、保险中介机构了解客户并适当销售，禁止强制搭售和默认勾选，在销售时告知身份、相关事项，提示责任减轻和免除说明等。保险销售后行为管理方面，办法对保单送达、回访、长期险人员变更通知、人员变更后禁止行为、退保等提出要求。

2.开放政策：放宽外资机构准入条件，大宗交易拟纳入互联互通

(1) 中国拟进一步放宽境外机构入股金融资产管理公司准入条件

7月21日，中国国家金融监督管理总局发布《非银行金融机构行政许可事项实施办法(征求意见稿)》公开征求意见，这份文件拟进一步放宽境外机构入股金融资产管理公司的准入条件。

在落实扩大对外开放部署方面，《征求意见稿》进一步放宽境外机构入股金融资产管理公司的准入条件，允许境外非金融机构作为金融资产管理公司出资人，取消境外金融机构作为金融资产管理公司出资人的总资产要求。简政放权工作也得到推进。《征求意见稿》简化债券发行和部分人员任职资格审批程序，取消非银机构发行非资本类债券审批、金融资产管理公司财务部门和内审部门负责人任职资格核准事项，改为事后报告制，明确资本类债券储架发行机制。

(2) 大宗交易拟纳入互联互通机制

8月12日，中国证监会和香港证监会发布联合公告称，推动大宗交易（非自动对盘交易）纳入互联互通机制达成共识，即境外投资者通过沪股通、深股通参与上海证券交易所、深圳证券交易所的大宗交易，境内投资者通过港股通参与香港联合交易所有限公司的非自动对盘交易。通过沪股通和深股通进行的大宗交易以及通过港股通进行的非自动对盘交易将同步开通。

(3) 深圳合格境外有限合伙人试点征求意见

9月7日，深圳市地方金融监管局发布《深圳市合格境外有限合伙人（QFLP）试点办法（征求意见稿）》。

根据试点办法，试点基金可依法依规投资以下范围：未上市公司股权；上市公司非公开发行和交易的普通股，包括定向发行新股、大宗交易、协议转让以及可转换为普通股的优先股和可转债；可作为上市公司原股东参与配股，以上如构成对境内上市公司战略投资的，应符合《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的有关规定；不良资产投资；为所投资企业提供管理咨询；法律法规允许的其他业务。试点基金可采用基金中基金（FOF）形式运作。

(4) 外资公募首只绿色基金即将发售

9月18日，路博迈中国绿色债券型证券投资基金已获得证监会准予注册的批复，并起正式发售。这只主动管理 ESG 债基是外商独资公募发行的第一只绿色基金。

路博迈中国绿色债券型证券投资基金是第一只合同中约定不低于 80% 资产投资于“贴标绿”的主动管理型绿色债券基金，基金投资于“贴标绿”不低于基金资产的 80%，其余将投资于“投向绿”。基金所投信用标的主要为 AAA 评级，隐含评级 AA+及以上，信用风险相对较低。

四、问题与建议

一是居民消费增长乏力。三季度居民存款延续增长趋势，对 M2 拉动率达 7.27%，但储蓄多消费少，短期、中长期贷款增速处于低位，季度内短期贷款同比少增 1447 亿元，中长期贷款同比少增 1200 亿元，消费能力和购房意愿不强。整体上看，三季度最终消费对 GDP 贡献率达 94.8%，拉动 GDP 上涨 4.6 个百分点，但主要是服

务零售增速较高且受去年同期基数较低影响，9月份社零消费同比增速5.5%，社零增速仍然偏低。9月份，全国城镇调查失业率为5.0%，连续两个月下降，但仍处于较高水平，居民收入增速承压，储蓄动机强烈；结合9月份CPI同比持平数据，居民消费需求整体不足的现象依然比较突出。

二是民营企业融资意愿下降。数据显示，民营企业融资水平依然和央企国企差距较大。信贷融资方面，前三季度企（事）业单位的新增贷款是15.68万亿元，民营企业贷款新增6.7万亿元。民营企业投资动力较弱，1-9月，全国固定资产投资完成额37.5万亿元，同比增长3.1%，但民间固定资产投资同比下降0.6%。房地产开发投资是影响民间投资的重要因素，1-9月，房地产开发投资累计同比下降9.1%。在当前内外部需求环境未有明显好转情形下，短期企业投融资意愿偏弱。

三是地区投资增速分化较大。截至2023年9月末，中国各地区城投企业带息债务达71.2万亿元，且区域分布不均衡，广西、陕西等地存量城投企业债务占GDP比重较高，偿债压力巨大。前三季度，全国城投债净融资1.12万亿元，同比上升9.8%；从区域分布来看，前三季度融资情况较好的江苏省、浙江省、山东省净融资规模分别为1892亿元、1926亿元、1425亿元；而部分弱能级区域城投债融资能力受限，如广西、陕西分别净融出128亿元，净融入182亿元。城投企业融资能力分化直接影响是地区固定资产投资增速分化，以存量带息债务/GDP比重较高的广西、陕西等地区为例，2023年1-9月，上述地区固定资产投资完成额累计分别下降13.2%、8.7%，远低于全国固定资产投资完成额水平。

结合经济修复趋势来看，当前宏观调控政策应重点关注：

一是延续宽松货币政策。当前企业盈利能力下降，通胀水平较低，企业能够承担的利息水平和实际承担的利息水平依然不相匹配，降低了企业的投融资意愿。建议根据国内外政策、经济形势的变化，适时降低贷款基准利率，提升企业融资能力，支撑经济逐步修复；疏通货币政策传导机制，给予民营企业等各类市场主体更大发展空间，优化营商环境，切实提振市场信心，增强企业融资意愿，兼顾宽货币和宽信用。

二是加大房地产融资支持力度。当前房地产企业融资情况未有明显改善，居民购房消费观望情绪较浓，对固定资产投资增速拖累明显。建议全面取消房地产

限购、限价政策，扩大“提升住房公积金覆盖首付资金的比例”政策区域范围，落实新发放首套房贷利率政策动态调整机制；探索房地产信托投资基金融资模式创新，妥善解决大型房企违约风险。

三是继续实施积极的财政政策。由于地区城投平台公司融资能力差异较大，导致区域固定资产投资增速分化，影响区域经济发展，财政政策需要持续发力，对冲城投平台影响。建议加大政策性金融工具的使用力度，增加PSL额度支持政策性机构为基础设施重点领域设立金融工具和提供信贷支持；发挥专项债的资金撬动作用，提高专项债作为项目资本金的比例。

【声明】 本文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

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