

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

2023年第二季度

中国宏观金融形势与政策分析报告

资金成本下降，融资需求不足



摘要

二季度货币政策延续宽松，央行降息引导资金利率下降。表外业务恢复态势出现转折，新增信贷居民部门好于企业部门，居民短期贷款回暖、中长期贷款增速企稳，企业短期、票据融资同比少增，实体经济融资需求不足。同业存单收益率回落，发行量有所下降；地方债净融资下降，城投债、产业融资结构分化；股票市场融资规模下降，首发上市融资中高技术企占比较大；外汇市场供求基本平衡，远期净结汇未到期额大幅上升，人民币兑美元汇率走弱。

居民部门的收入预期较为谨慎，进一步减少当期支出，信贷增速下降，在微观基础预期修复进程缓慢的情形下，未来信贷扩表面临较大压力。企业投资下降导致融资意愿降低，同时企业融资能力面临约束。受以收定支的影响，财政支出增长乏力；城投公司净融资下降，难以对基础设施投资增速形成有效支撑。

建议：一是充分发挥货币政策效能，适时降息，发力结构性货币政策工具；二是继续实施扩张性财政政策，提升国债发行规模，特别是增加政策性金融工具额度；三是加强对民营企业支持力度，支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，严格落实针对民营企业的融资支持政策。

* 北大汇丰智库金融组（撰稿人：岑维、程玉伟）

成稿时间：2023年7月31日 | 总第75期 | 2023-2024 学年第1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：央行下调政策利率，流动性保持充裕

二季度货币政策延续宽松，央行下调 7 天公开市场逆回购（OMO）利率 10bp，下调中期借贷便利（MLF）利率 10bp，下调 1 年期贷款市场报价利率（LPR）10bp，进一步加大结构性货币政策使用力度，季度内银行间资金利率中枢下降。

央行下调公开市场逆回购（OMO）利率、中期借贷便利（MLF）利率、贷款市场报价利率（LPR）。6 月 13 日，央行下调 7 天 OMO 利率 10bp 至 1.9%；下调常备借贷便利（SLF）利率，其中隔夜期下调 10bp 至 2.75%，7 天期下调 10bp 至 2.9%，1 个月期下调 10bp 至 3.25%。6 月 15 日，下调中期借贷便利（MLF）操作利率 10bp。6 月 20 日，1 年期贷款市场报价利率（LPR）下调 10bp 至 3.55%；5 年期以上 LPR 下调 10bp 至 4.20%。经济下行压力是此次利率下降的主要原因，5 月份出口下降 0.8%，全国居民消费价格（CPI）同比上涨 0.2%，环比下降 0.2%；核心 CPI 同比上涨 0.6%；PPI 同比下降 4.6%，环比下降 0.9%，需求不足仍是经济面临的主要问题。利率下调有助于向市场传递稳增长的预期，增强企业、消费者的信心，削弱当前投资、消费的负反馈效应；此外，也进一步降低了市场融资成本，减轻企业负担。6 月份数据显示，CPI 同比持平，环比下降 0.2%；PPI 同比下降 5.4%，环比下降 0.8%，稳增长仍面临较大不确定性，有望加大宏观政策调控力度，预期后续可能继续引导长期资金利率下降。

持续提升结构性货币政策使用力度。二季度货币政策委员会例会关于结构性工具部分的表述：“保持再贷款再贴现工具的稳定性，延续实施普惠小微贷款支持工具和保交楼贷款支持计划，继续加大对普惠金融、绿色发展、科技创新、基础设施建设等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度，综合施策支持区域协调发展。”截至 6 月末，结构性货币政策工具余额 6.87 万亿元，比 3 月末增加 500 亿元，其中设备更新改造专项再贷款、碳减排支持工具均有所增加，但 PSL 规模减少 1395 亿元（具体参见表 1）。当前结构性货币政策成为央行向商业银行投放基础货币的重要方式，截至 2023 年 6 月，央行对其他存款性公司债权余额 14.34 万亿，结构性工具余额 6.87 万亿，占比 47.9%，较 3 月末上升 1.4 个百分点；抵押补充贷款（PSL）余额 2.98 万亿，占比 20.78%，较 3 月末下降 0.5 个百分点。未来有望进一步提升

结构性货币政策工具的使用力度，增强部分市场主体融资意愿。

表 1：部分结构性再贷款工具操作情况（截至 2023 年 6 月末） 单位：亿元

政策工具	额度	余额	3-6 月变动	使用占比
支农再贷款	8000	5658	-302	70.73%
支小再贷款	17600	14231	-100	80.86%
再贴现	7400	5950	-111	80.41%
碳减排支持工具	8000	4530	536	56.63%
支持煤炭清洁高效利用专项再贷款	3000	2459	1094	81.97%
抵押补充贷款（PSL）	/	29896	-1395	/
科技创新再贷款	4000	3200	0	80.00%
普惠养老再贷款	400	13	3	3.25%
交通物流专项再贷款	1000	434	80	43.40%
设备更新改造专项再贷款	2000	1694	589	84.70%
保交楼贷款支持计划	2000	5	0	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。

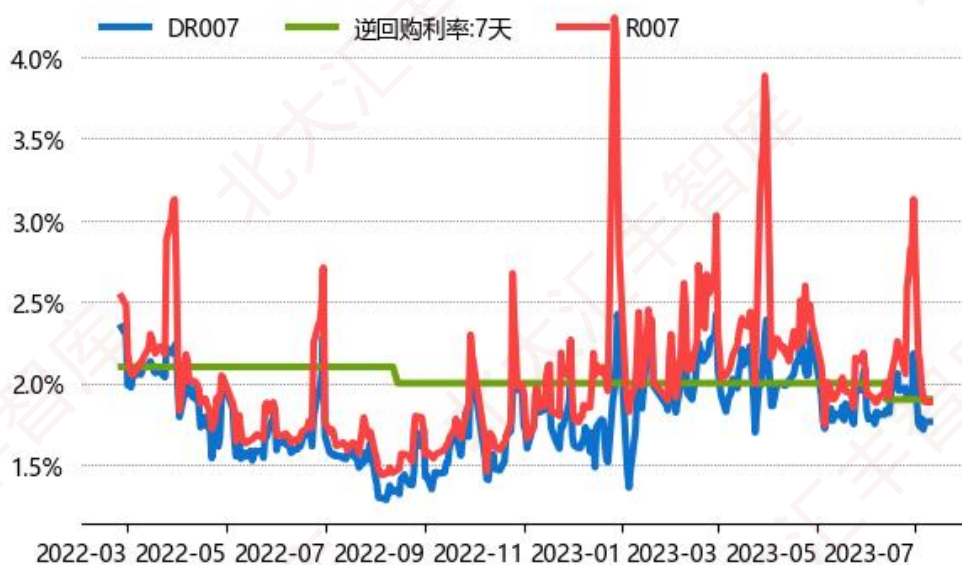


图 1：逆回购利率和 DR007

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

市场利率低于短期政策利率。二季度银行间市场利率中枢下降，波动幅度有所降低（图 1），DR007 利率中枢连续一个月低于 7 天逆回购利率。二季度 DR007 均值为 1.93，环比下行 10.0bp；R007 均值为 2.16，环比下行 10bp，5 月份之后 DR007 已经下降至 7 天逆回购利率（2.0%）之下，截至 6 月 30 日，DR007 利率为 2.1816%。资金供给量降低，4 月、5 月央行的公开市场货币净回笼 1.14 万亿元，但 5 月份 DR007 依然处于政策利率之下，主要原因是经济整体融资需求不足，导致市场利率

呈现向下偏离政策利率的状态。为维护上半年末流动性平稳，6月份央行加大了资金投放力度，6月累计净投放11510亿元，之后DR007有所下降。6月份DR007利率波动一度加大，6月13日央行下调7天OMO利率10bp至1.9%，利率波动有所收敛。

2. 信贷融资：实体经济融资需求不足，信贷增速放缓

(1) 个人存款增速上升、单位存款增速下降

二季度末M2余额287.3万亿元，同比增长11.3%；上半年人民币存款增加20.1万亿元，同比多增1.3万亿元；M1余额69.56万亿元，同比增长3.1%，增速比上月末低1.6个百分点。受M1增速回落影响，M2-M1剪刀差进一步扩大至8.2个百分点，市场活力不足，提振信心的任务十分紧迫。

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1-6月份各来源对M2同比变动的影响，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，1-6月，非金融部门持有的M2的同比增速为9.96%，增速较一季度末提升1.21个百分点；金融部门持有的M2的同比增速为0.76%，较一季度末上升0.1个百分点。

其他金融部门持有M2增速同比下降。6月末金融部门持有M2总量28.31万亿元，占比9.85%，去年同期10.21%，延续占比下行趋势。上半年，对其他金融性公司负债对M2增量贡献率6.72%，对M2增速拉动率为0.76%，去年同期分别为13.17%和1.5%。银行理财产品收益率持续“降温”，普益标准报告显示，截至2023年6月末，全市场存续开放式固收类理财产品（不含现管）、封闭式固收类理财产品近1个月的年化收益率平均水平分别为3.18%、3.80%，环比分别下跌0.49

个百分点、0.65 个百分点。当前市场流动性宽裕，市场利率、非银同业存款规模下降，叠加个人存款规模上升、理财收益率下降等因素，预计金融部门对 M2 增速拉动率将进一步下降。

表 2：M2 结构变动的影响因素

项目	贡献率 (%)		拉动率 (%)	
	22 年 1-6 月	23 年 1-6 月	22 年 1-6 月	23 年 1-6 月
M2 余额	100.00%	100.00%	11.38%	11.29%
M0	4.42%	3.23%	0.50%	0.36%
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	78.47%	88.15%	8.93%	9.96%
其中: 单位活期存款	9.57%	4.05%	1.09%	0.46%
单位定期存款	20.21%	17.26%	2.30%	1.95%
个人存款	48.69%	66.84%	5.54%	7.55%
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	13.17%	6.72%	1.50%	0.76%
其他 (调整项)	3.93%	1.90%	0.45%	0.22%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

个人存款增速上升，单位定期存款下降。上半年纳入广义货币的个人存款增加 11.94 万亿元，其中二季度增加 20124 亿元，居民存款快速增长势头有所减缓；个人存款对 M2 增量贡献率为 66.84%，去年同期为 48.69%；对 M2 增速拉动率为 7.55%，高于去年同期的 5.54%。居民部门受收入预期下降、住房支出减少等因素影响，个人存款规模持续增加，但从趋势来看二季度居民存款激增趋势有转折迹象。居民定期存款增速显著高于活期存款，上半年居民定期存款同比增长 11.47%，活期存款同比下降 1%。《2023 年第二季度城镇储户问卷调查报告》报告显示，倾向于“更多储蓄”的居民占比 58.0%，比上季度增加 0.1 个百分点。上半年单位活期存款增加 2.3 万亿元，其中 6 月增加 1.97 万亿；单位定期存款增加 4.55 万亿元，其中二季度增加 8611 万亿元，存在单位活期存款定期化倾向，或是企业收入下降导致。当前，企业投资积极性较低，上半年全国固定资产投资（不含农户）同比增速持续下行至 3.8%，规模以上工业增速 3.8%。

（2）新增社融仍以贷款主导，表外业务恢复态势出现转折

上半年社会融资规模增量累计为 21.55 万亿元，比上年同期多 4754 亿元；二季度新增社融 7.02 万亿元，比去年同期少增 1.88 万亿元。如表 3，上半年，表内

新增人民币贷款 15.6 万亿元，占新增社融 72.44%，去年同期为 64.59%，其中二季度新增 4.90 万亿元，去年同期为 5.2 万亿元；表外项目新增社融贡献率均由负转正，其中委托贷款同比增加 743 亿元，信托贷款同比增加 228 亿元，未贴现票据同比增加 852 亿元；新增直接融资规模有所下降，其中企业债券少增 7862 亿元，政府债券少增 12723 亿元，资产支持证券多减 1036 亿元。

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 1-6 月	23 年 1-6 月	22 年 1-6 月	23 年 1-6 月
社会融资规模	210162	215356	100.00%	100.00%
表内	人民币贷款	135749	64.59%	72.44%
	外币贷款	459	0.22%	-0.11%
表外	委托贷款	-53	-0.03%	0.35%
	信托贷款	-3752	-1.79%	0.11%
	未贴现银行承兑汇票	-1767	-0.84%	0.40%
	企业债券	19562	9.31%	5.43%
直接融资	非金融企业境内股票	5029	2.39%	2.13%
	政府债券	46532	22.14%	15.69%
	存款类金融机构资产支持证券	-800	-0.38%	-0.85%
其他	贷款核销	4776	2.27%	1.58%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

表外融资恢复态势出现转折。上半年，新增表外融资 1823 亿元，其中二季度减少 3504 亿元，一季度增加 5327 亿元，表外融资回暖趋势在二季度出现转折，其中新增未贴现承兑汇票连续三月为负。表外融资分项来看，二季度新增委托贷款 61 亿元，一季度为 682 亿元，委托贷款业务增长乏力；二季度新增信托贷款 269 亿元，一季度为减少 41 亿元，在经历持续的房地产贷款规模收缩之后，信托业转型取得一定成效。二季度未贴现承兑汇票减少 3834 亿元，一季度为增加 4686 亿元，但二季度票据融资为增加 879 亿元，一季度票据融资减少而未贴现承兑汇票增加的趋势发生变化，这是实体经济信贷需求转弱的信号。

直接融资占比持续下行。二季度新增企业债券融资 3120 亿元，去年同期为新增 6364 亿元，一季度增加 8580 亿元；上半年政府债券融资贡献率为 15.69%，去年同期 22.14%；二季度新增政府债券 1.55 万亿元，去年同期为 3.07 万亿元。截至

6 月末，多地已披露三季度地方债发行计划发行总额达 1.44 万亿元，预计三季度迎来政府债券发行高峰。另外，由于企业融资积极性不高，低利率导致部分发债需求被信贷融资替代，上半年存款类金融机构资产支持证券规模减少 1836 亿元，其中二季度减少 1074 亿元。

新增信贷居民部门好于企业部门。如表 4，根据金融机构新增人民币贷款统计口径，上半年新增人民币贷款 15.7 万亿，同比多增 2 万亿元，其中二季度新增 5.12 万亿元，同比少增 2166 亿元。上半年，居民部门新增人民币贷款 2.8 万亿元，同比多增 6200 亿元，贡献率上升至 17.8%，其中二季度新增 1.09 万亿元，去年同期为 0.92 万亿元，主要是短期贷款同比多增。上半年企事业单位新增人民币贷款 12.81 万亿元，同比少增 1.4 万亿元，贡献率下降 1.86 个百分点至 81.44%；其中二季度新增 3.82 万亿元，同比少增 0.5 万亿元，企业短期、票据融资同比少增。

表 4：金融机构人民币信贷情况

项目	增加（亿元）		贡献率（%）	
	22 年 1-6 月	23 年 1-6 月	22 年 1-6 月	23 年 1-6 月
人民币贷款	136854	157288	100.00%	100.00%
居民户	21800	28000	15.93%	17.80%
短期	6209	13300	4.54%	8.46%
中长期	15600	14600	11.40%	9.28%
企(事)业单位	114000	128100	83.30%	81.44%
短期	29900	38400	21.85%	24.41%
中长期	62200	97100	45.45%	61.73%
票据融资	21100	-8924	15.42%	-5.67%
非银行业金融机构	103	-15	0.08%	-0.01%
其他	951	1203	0.69%	0.76%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

居民短期贷款回暖，中长期贷款增速企稳。二季度居民部门人民币短期贷款同比多增 1381 亿元，消费转暖，4 月和 5 月，社会消费品零售总额增速分别为 18.4% 和 12.7%，高于 3 月的 10.6%。二季度新增居民中长期贷款 5158 亿元，同比多增 258 亿元，随着消费复苏、按揭提前偿还压力减缓，居民中长期贷款扭转同比少增的趋势，但这并非房地产消费出现回暖的信号。中国人民银行最新调查显示，2023 年第二季度，居民买房意愿和房地产企业贷款需求均有所下降。截至 5 月末，商品房销售额累计同比增加 8.4%，按揭贷款累计同比增加 5.77%，房地产消费尚未修复，可能是消费贷款支撑居民中长期贷款企稳。

企业短期、票据融资同比均出现少增。从结构来看，中长期贷款仍是企业部门融资增长的主要贡献项，二季度企业部门新增短期贷款 6700 亿元，同比少增 900 亿元；新增中长期贷款 3.03 万亿元，同比多增 7600 亿元；新增票据融资 879 亿元，同比少增 1.2 万亿元。今年以来，新增票据融资一直处于较低规模，一是由于“票贷比”对银行票据冲量的影响，二是当前银行贷款利率下行且贷款可获得性较好，三是企业融资需求下降所致。另外，非银行业金融机构贷款持续规模下降，延续回落态势。

二、金融市场概况

1. 货币市场：同业存单收益率回落，发行量有所下降

总体流动性充裕，资金利率下降。根据《2023 年上半年银行间本币市场运行报告》，2023 年上半年，银行间货币市场累计成交额 870.51 万亿元，同比增长 24.8%。其中，信用拆借累计成交 74.09 万亿元，同比增长 10.1%；质押式回购累计成交 739.69 万亿元，同比增长 26.5%；买断式回购累计成交 2.73 万亿元，同比减少 0.02%。由于二季度央行下调政策利率、实体经济融资需求不足等因素，货币市场流动性宽裕，利率总体低位运行。二季度 DR007 均值为 1.93%，环比下行 10.0bp；R007 均值为 2.16%，环比下行 10bp。

同业存单发行收益率整体下降。截至 6 月末，同业存单累计发行 12.77 万亿元，较去年同期增加 2.46 万亿元，增幅 24.33%，净融资规模 1989.9 亿元，较去年同期减少 5318.2 亿元，降幅 72.77%。当前实体经济融资扩张动力不足，银行发行同业存单必要性下降。如表 5，上半年，各期限存单收益率较去年同期均有所上升，但二季度同业存单发行利率较 3 月末均下降，以 1 年期同业存单为例，二季度股份行、城商行、农商行平均发行利率分别为 2.64%、2.82%、2.79%，分别比一季度下降 13bp、13bp、12bp。从发行期限占比来看，9M 和 12M 期限同业存单发行占比变化较大，上半年，1M、3M、6M、9M、12M 同业存单发行占比分别为 11.4%、23.9%、14.89%、16.85%、31.81%，去年同期占比分别为 8.1%、18.32%、13.55%、7.14%、50.3%，9M 同业存单发行占比上升，12M 期发行占比大幅下降。本轮同业存单占比变化主要原因是投资机构资产配置短久期化，2022 年末《关于规范现金

管理类理财产品管理有关事项的通知》过渡期结束，要求“现金管理类产品投资组合的平均剩余期限不得超过 120 天”，导致理财产品配置久期随之变化。

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 1-6 月	23 年 1-6 月	22 年 1-6 月	23 年 1-6 月
1	农村商业银行	2.17	2.38	0.88%	0.87%
	国有商业银行	1.84	2.12	0.09%	1.90%
	城市商业银行	2.16	2.33	5.66%	6.30%
	股份制商业银行	1.98	2.16	1.47%	2.34%
3	农村商业银行	2.31	2.50	2.42%	2.28%
	国有商业银行	2.17	2.55	1.05%	5.40%
	城市商业银行	2.31	2.47	7.20%	7.30%
	股份制商业银行	2.18	2.35	7.65%	8.92%
6	农村商业银行	2.45	2.57	2.70%	3.32%
	国有商业银行	2.36	2.48	0.12%	1.45%
	城市商业银行	2.50	2.56	7.18%	7.66%
	股份制商业银行	2.29	2.48	3.55%	2.45%
9	农村商业银行	2.59	2.66	0.97%	1.10%
	国有商业银行	2.30	2.48	0.86%	5.09%
	城市商业银行	2.62	2.68	3.33%	3.79%
	股份制商业银行	2.39	2.56	1.98%	6.87%
12	农村商业银行	2.67	2.73	2.40%	1.42%
	国有商业银行	2.46	2.58	17.97%	10.85%
	城市商业银行	2.71	2.75	10.01%	7.38%
	股份制商业银行	2.47	2.60	19.92%	12.16%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

二季度信用社是同业存单最大买入方。截至 5 月末，农信社持有同业存单较 3 月末增加 492 亿元，同比增加 9.94%；同期国有大型商业银行持有规模减少 822.79 亿元，同比下降 8.55%；股份制商业银行减少 900 亿元，同比下降 24.15%；非法人类产品增加 4867.94 亿元，同比增加 6.79%，非法人类产品依然是同业存单最大持有者。虽然 4、5 月份信贷投节奏较慢，但 6 月份信贷投放速度明显提升，三季度信贷投放速度可期，未来大型银行同业存单配置需求有所下降。

利率互换曲线整体下行。二季度，FR007 定盘曲线和 Shibor3M 定盘曲线整体显著下行，截至 6 月末，6 个月、1 年期和 5 年期 SHIBOR3M 利率互换定盘均价分别为 2.1675%、2.2225%、2.7725%，分别较 3 月末下降 32bp、37bp、45bp；6 个月、1 年期和 5 年期 FR007 利率互换定盘均价分别为 2.2825%、2.3488%、2.8313%，分别较 3 月末下降 29bp、32bp、37bp，具体如图 2。

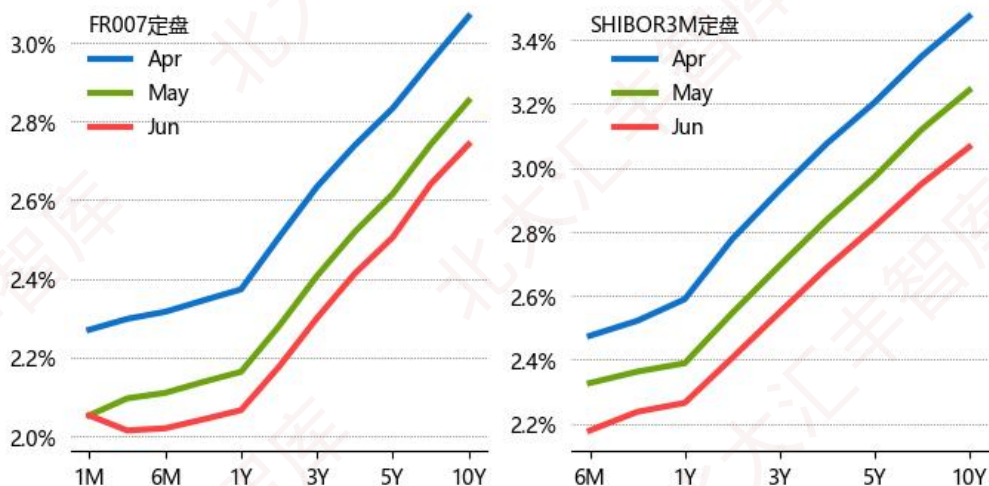


图 2：二季度 FR007 和 SHIBOR3M 利率互换定盘曲线走势

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

2.债券市场：地方债净融资下降，城投债、产业融资结构分化

地方债净融资下降，政金债净融资大幅上升。根据 Wind 数据统计，二季度国债发行 2.3 万亿元，同比增长 27.59%，净融资 0.67 万亿元，同比增长 5.05%。国债净融资规模变化不大，符合季度变化特征。地方债发行 2.3 万亿元，同比下降 34.07%，净融资 0.99 万亿元，同比下降 62.18%。今年以来，一季度地方债发行规模放量，进入二季度发行节奏放缓，地方债务风险事件持续暴露，净融资规模明显下降；6 月各地第二批额度下达，地方债发行节奏加快。政金债发行 1.7 万亿元，同比增长 15.77%，净融资 0.63 万亿元，同比增长 211.11%。政金债净融资规模大幅上升，因季度内到期偿还量较去年同期明显下降。

信用债净融资额大幅下降。二季度公司类信用债（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 3.83 万亿元，同比上升 9.28%；受到期规模较大影响，净融资 1499.71 亿元，同比下降 64.51%。信用债发行利率下降，其中公司债平均票面利率 3.50%，比去年同期上升 12bp，比上季度下降 46bp；中票平均票面利率 3.71%，比去年同期上升 16bp，比上季度下降 38bp。从企业属性来看，国有企业发行 33682.89 亿元，同比增长 57.15%，民营企业发行 1512.58 亿元，同比增长 90.23%。

城投债、产业融资结构持续分化。二季度城投债发行 1.44 万亿元，同比上升 31.49%，净融入 3144.79 亿元，同比上升 3.38%，变化幅度不大，基本与去年同期

持平。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 82.99%、65.04%、55.08%，而吉林、新疆、云南则有不同程度缩量，由于部分区域城投债信用风险事件发酵，信用资质较弱地区面临一定的融资约束，部分区域未来融资空间有限。根据 Wind 数据，二季度产业债发行规模 2.53 万亿元，去年同期 2.56 万亿元，净融出 3139 亿元，去年同期净融入 284 亿元。从行业分布来看，二季度工业、金融业、公用事业融资规模居各行业前三，分别融资 2.53 万亿元、0.95 万亿元、0.67 万亿元；而医疗保健、电信服务则融资规模较低，仅融资 221 亿元和 13 亿元。

债券市场违约规模环比下降。二季度新增 16 支债券实质违约，违约规模 77.40 亿元，同比下降 75.37%；新增 42 支债券展期，涉及债券规模 657.63 亿元，同比增加 1.43%，违约债券仍主要集中在房地产行业。从总体违约情况来看，新增违约较一季度有所下降，未来债券违约情况主要依赖于房地产市场的修复进程。

3. 股票市场：融资规模有所下降，高技术企业融资占比较大

整体融资规模有所下降。上半年，A 股募集资金 6627.25 亿元，同比下降 10.17%，其中 173 家公司 IPO 上市，融资 2096.77 亿元，同比下降 32.78%；163 家上市公司增发募集资金，融资 3519.41 亿元，同比上升 82.42%。分上市板来看，如表 6，科创板 IPO 融资 876.79 亿元，同比下降 14.16%，创业板 IPO 融资 648.44 亿元，同比下降 20.06%；上交所主板 IPO 融资 276.62 亿元，同比下降 35.51%；深交所主板 IPO 融资 213.71 亿元，同比上升 93.07%。从占比情况来看，2023 年上半年深证主板 IPO 融资规模占比有所上升，但总体融资金额与创业板、科创板差距较大。

表 6：2023 上半年季度 A 股募资情况

板块	22 年 1-6 月		23 年 1-6 月	
	总额 (亿元)	占比 (%)	总额 (亿元)	占比 (%)
上市板				
上证主板	428.93	17.89%	276.62	13.19%
创业板	811.17	33.82%	648.44	30.93%
北交所	25.91	1.08%	81.21	3.87%
深证主板	110.69	4.62%	213.71	10.19%
科创板	1021.43	42.59%	876.79	41.82%

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

高技术企业融资规模占比较高。上半年，A 股以信息技术、生物医药、新材料

为代表的战略新兴产业 IPO 融资 1947.09 亿元，占 IPO 融资总规模的 92.86%，其中新一代信息技术产业融资 752.23 亿元，节能环保产业融资 257.98 亿元，高端装备制造产业融资 266.97 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 46 家和 30 家。上半年 A 股“专精特新”企业 IPO 融资 600.55 亿元，占 A 股 IPO 融资规模比重 28.64%。

表 7：战略新兴产业 A 股 IPO 融资情况

行业	22 年 1-6 月份		23 年 1-6 月份	
	规模 (亿元)	数量 (个)	规模 (亿元)	数量 (个)
数字创意产业	19.94	1	18.910	2
新一代信息技术产业	1380.69	49	752.22	46
新材料产业	326.97	24	211.59	23
新能源产业	201.34	5	117.64	5
新能源汽车产业	51.38	9	98.34	12
生物产业	352.19	27	170.05	16
相关服务业	12.27	2	53.36	4
节能环保产业	92.32	12	257.98	20
高端装备制造产业	240.73	28	266.97	30

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

4. 外汇市场：远期净结汇未到期额大幅上升，人民币汇率走弱

远期净结汇未到期额大幅上升。二季度，银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）顺差 535.96 亿美元，去年同期顺差 147.45 亿美元，同比上升 263.50%。其中，银行即期结售汇顺差 170.37 亿美元，去年同期顺差 264.84 亿美元；银行代客结售汇顺差 213.89 亿美元，去年同期顺差 229.84 亿美元；远期净结汇累计未到期额比 3 月末增加 204.84 亿美元，去年同期为减少 132.59 亿美元；未到期期权 Delta 敞口净结汇余额比 3 月末增加 160.75 亿美元，去年同期为增加 15.19 亿美元，具体如图 3 所示。

分项来看，二季度，货物贸易结售汇顺差 1082.02 亿美元，去年同期为 1227.40 亿美元；服务贸易结售汇逆差 217.06 亿美元，去年同期为逆差 100.61 亿美元。中国 6 月份出口（以美元计价）同比降 12.4%，同时多家航空公司宣布恢复国际航线，根据航班管家测算，6 月份国际航线航班量为 26246 架次，环比提升 6.5%，二季度服务贸易逆差较去年同期明显扩大。直接投资结售汇逆差 186.13 亿美元，去年同期顺差 214.19 亿美元；证券投资项下结售汇顺差 78.42 亿美元，去年同期逆差

519.66 亿美元。根据 Wind 数据，截至 6 月末，陆股通持仓市值 2.37 万亿元，3 月末为 2.51 万亿元，环比减少 1400 亿元；截至 5 月末，债券通外资持有人民币债券 3.19 万亿元，3 月末持有 3.17 万亿元，4-5 月份增加约 200 亿元，外资持有债券规模有企稳迹象。（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。）

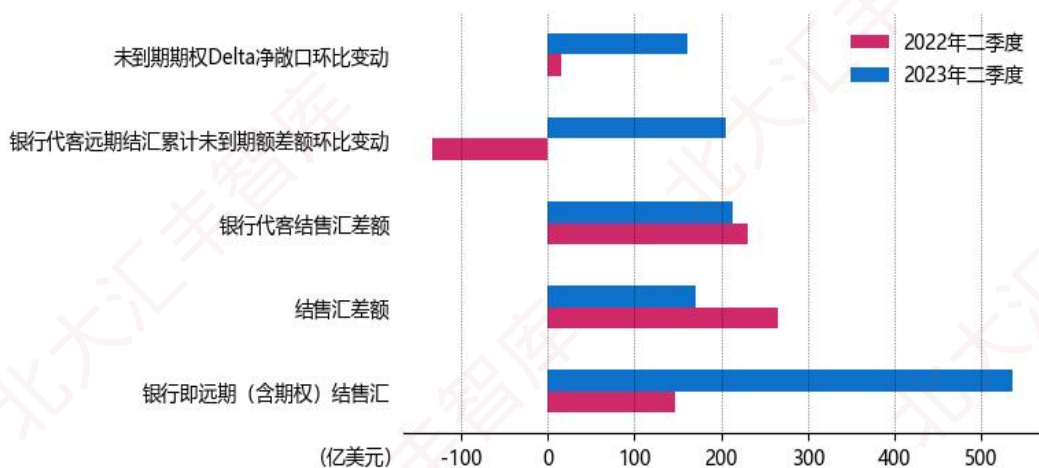


图 3：银行结售汇变动情况

数据来源：Wind，北大汇丰智库。

人民币对美元汇率持续下跌。二季度人民币兑美元汇率延续下跌走势，人民币汇率从 6.8905 跌至 7.2620，累计下跌 3715 个基点；人民币中间价从 6.8805 下跌至 7.2258，累计下跌 3453 个基点；人民币离岸汇率从 6.8878 跌至 7.2677，累计下跌 3916 个基点。主要原因是经济复苏不及预期、中美利差倒挂，6 月份 CPI 同比持平、环比下降 0.2%，PPI 同比下降 5.4%、环比下降 0.8%，经济基本面偏弱；美国经济数据显示，6 月份非农业部门新增就业 20.9 万人，失业率为 3.6%，环比下降 0.1 个百分点，美国经济依旧保持韧性，支撑美元走强。国内政策强调“坚决防范汇率大起大落风险”，“综合施策、稳定预期”或将成为现阶段的汇率管理的重要目标。最新数据显示，7 月份人民币兑美元汇率大幅反弹，但影响未来汇率走势主要因素依然是中国经济增长情况。

三、金融改革政策

1. 监管政策：试点保险转换业务，债券注册制改革全面落地

(1) 《私募证券投资基金运作指引》公开征求意见

4月28日，中基协就《私募证券投资基金运作指引》向社会公开征求意见。

募集要求方面，明确私募证券投资基金初始募集及存续规模不得低于1000万元；规范申赎管理，要求私募证券投资基金开放申赎频率不得高于每月一次；明确基金合同应当约定投资者不少于6个月的份额锁定期安排。

投资要求方面，要求投资单一资产不得超过基金净资产的25%等；禁止多层嵌套；明确同一实控人控制的私募证券投资基金管理人的自有基金、管理的所有私募证券投资基金、担任投资顾问管理的资产管理产品合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的30%。

(2) 试点人寿保险与长期护理保险责任转换业务

银保监会近日印发《关于开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点的通知》，决定自2023年5月1日起开展人寿保险与长期护理保险责任转换业务试点，试点期限暂定两年。

转换业务是指人身保险公司根据投保人自愿提出的申请，将处于有效状态的人寿保险保单中的身故或满期给付等责任，通过科学合理的责任转换方法转换为护理给付责任，支持被保险人在因特定疾病或意外伤残等原因进入护理状态时提前获得保险金给付。

(3) 债券注册制改革全面落地

6月21日，证监会发布《关于深化债券注册制改革的指导意见》以及《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》，债券注册制正式落地。

《深化债券注册制改革指导意见》对深化债券注册制改革作出系统性制度安排，提出了优化债券审核注册体系、压实发行人和中介机构责任、强化债券存续期管理、依法打击债券违法违规行为等4个方面，共计12条措施。《中介机构债券执业指导意见》遵循债券市场发展规律，加强监管，压实责任，明确了服务高质量发展、强化履职尽责、深化分类监管、严格监管执法等4方面原则，并提出了5个方面共14条措施。

2.开放政策：“北向互换通”正式启动，部分区域试点对接国际高标准开放

（1）粤港跨境汽车保险“等效先认”政策落地

5月1日，香港特区政府公布“港车北上”实施安排，为配合“港车北上”，香港保险业监管局已协调香港保险公司落实粤港跨境汽车保险“等效先认”政策。

7月1日起，经“港车北上”进入广东省行驶的香港私家车车主或司机，向香港保险公司投保“等效先认”保单，受保范围将可扩大至内地的法定汽车第三者责任保险，即车主无须分别购买两地保单，来往粤港两地更方便。目前已有16家香港保险公司即将推出“等效先认”产品。

（2）“北向互换通”正式启动

5月15日，“北向互换通”启动。“互换通”指境内外投资者通过香港与内地基础设施机构连接，参与两个金融衍生品市场的机制安排，初期先开通“北向通”。

北向互换通初期可交易品种为利率互换产品，报价、交易及结算币种为人民币。初期全部境外投资者通过“北向互换通”开展利率互换交易在轧差后的名义本金净额每日不超过200亿元人民币，上海清算所与场外结算公司之间净头寸对应的“互换通”资源池风险敞口上限为40亿元人民币。

（3）京沪海南等自贸区自贸港将率先试点对接国际高标准开放

6月29日，国务院发布《关于在有条件的自由贸易试验区和自由贸易港试点对接国际高标准推进制度型开放若干措施的通知》，率先在上海、广东、天津、福建、北京等具备条件的自贸区和海南自贸港，试点对接相关国际高标准经贸规则。通知从推动货物贸易创新发展等六个方面提出33项具体内容。

在推进服务贸易自由便利方面，通知指出，除特定新金融服务外，如允许中资金融机构开展某项新金融服务，则应允许试点地区内的外资金融机构开展同类服务。在优化营商环境方面，试点地区应允许真实合规的、与外国投资者投资相关的所有转移可自由汇入、汇出且无迟延。

四、问题与建议

一是居民部门信贷增速下降。上半年居民定期存款同比增长 11.47%，活期存款同比下降 1%，存款呈定期化趋势，显示居民对未来收入预期较为谨慎，进一步减少当期支出。从居民部门贷款来看，短期贷款增速有所回暖，但上半年居民中长期贷款同比少增 1000 亿元，二季度居民中长期消费贷款是 2006 年以来首次单季负增长，购房意愿持续低迷。二季度 GDP 同比增速低于 Wind 一致性预期，在微观基础预期修复进程缓慢的情形下，居民部门信贷扩表面临较大压力。

二是企业融资需求下降。今年 1-6 月，全国固定资产投资增速 3.8%，但民间固定资产投资下降 0.2%，二者增速差额达到 4%，企业融资意愿下降，二季度企业部门新增短期贷款 6700 亿元，同比少增 900 亿元。上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 3.8%，企业收入、利润增长面临压力；房地产价格下行，企业融资抵押品价值下降，对企业融资能力形成约束。

三是政府财政支出增速受限。1-5 月，一般公共预算支出和政府性基金支出增速分别为 5.8%和-12.7%；5 月，一般公共预算收入增速下降 4.7%，财政收入增速转负，受以收定支的影响，财政支出增长乏力。另外，地方城投公司融资同样面临约束，虽然上半年城投债净融资规模达 8873 亿元，但主要分布在浙江、江苏、山东等偿债能力较好的地区，下半年有近 1.6 万亿元城投债到期，城投公司难以对基础设施投资形成有效支撑。

为应对当前融资需求不足问题，建议：

一是充分发挥货币政策效能。当前 CPI 和 PPI 增速较低，对应居民和企业的实际融资成本上升，变相加重了企业还本付息负担，不利于实体经济需求修复。在“不搞强刺激”的基调下，市场主体观望情绪较浓，消费、投资需求谨慎。一是适时降息，降息举措可在一定程度上对企业抵押资产价值形成支撑，保持企业融资能力和意愿。二是持续发力结构性货币政策工具，支持经济领域中的薄弱环节，缓解房地产需求不足产生的信贷缺口。

二是继续实施扩张性财政政策。地方债务高企，且上半年政府基金性收入下降，地方政府扩大财政支出空间有限，但 2022 年国债占 GDP 比重仅 21.8%，政金债净融资 1.2 万亿元，财政政策依然有提升空间。一是提升国债发行规模，直接创

造需求，同时带动私人消费和投资，推动经济进入持续回升的良性循环。二是提升政策性金融工具额度，有效带动民间投资。

三是加强对民营企业支持力度。根据 Wind 统计数据，2023 年上半年民营企业信用债净融出 896 亿元，相应的民企需要使用其他融资渠道偿还到期债券，加剧民企违约风险。一是支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资，提升债券市场对民企的支持力度。二是地方政府要严格落实针对民营企业的融资支持政策，降低民营企业融资成本；强化实施竞争中性政策，给予民营企业更大的发展空间。

【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

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