

中国经济金融展望报告

2023 年第 3 季度（总第 55 期）

报告日期：2023 年 7 月 3 日

要点

- 2023 年上半年，中国国内疫情影响明显消退，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力缓解，国内需求对经济增长的贡献提高，一季度中国 GDP 增长 4.5%，好于市场预期。进入二季度，经济恢复势头有所放缓，内生动力不强、需求不足的问题突出，预计二季度 GDP 增长 6% 左右，其增速高于一季度，主要是由于上年同期基数较低。
- 展望下半年，中国经济增长仍将主要取决于内需的恢复程度。在促消费政策、服务消费加快释放的带动下，消费有望保持温和修复，基建投资将继续较快增长，高技术产业投资对制造业投资增长带来支撑，房地产市场逐步探底修复。总体预计三季度 GDP 增长 4.9% 左右，全年增长 5.4% 左右。
- 考虑到外部环境不确定性仍然较大，国内经济内生增长动力不强，尤其是近期经济恢复弱于预期，应引起高度重视。建议多措并举稳定市场预期；财政政策进一步发力，加大稳增长力度；金融政策要“总量+结构+监管”三重发力，助力经济持续恢复；促进内生动力增强、社会预期改善的良性循环，形成扩大内需合力；关注国际需求不振对外贸企业冲击；稳楼市政策重在持续稳预期、化风险。

中国经济内生增长动能亟待增强



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组 长：陈卫东

副组长：周景彤

成 员：李佩珈

梁 婧

赵廷辰

范若滢

梁 斯

叶银丹

刘 晨

吴 丹

邱亦霖

刘佩忠

王 静

平 婧

曾圣钧(大湾区金融研究院)

联系人：刘 晨

电 话：010-66594264

邮 件：lczs0711@163.com

内生增长动力亟待增强，政策需着力稳预期

——中国银行中国经济金融展望报告（2023 年第 3 季度）

2023 年上半年，中国国内疫情影响明显消退，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力缓解，国内需求对经济增长的贡献提高，一季度中国 GDP 增长 4.5%，好于市场预期。进入二季度，经济恢复势头有所放缓，内生动力不强、需求不足的问题突出，预计二季度 GDP 增长 6% 左右，其增速高于一季度，主要是由于上年同期基数较低。展望下半年，全球经济增速将继续放缓，出口增长面临压力。中国经济增长仍将主要取决于内需的恢复程度。在促消费政策、服务消费加快释放的带动下，消费有望保持温和修复，基建投资继续较快增长，高技术产业投资对制造业投资增长带来支撑。房地产市场逐步探底修复，房地产开发投资降幅缓慢收窄。总体预计三季度 GDP 增长 4.9% 左右，全年增长 5.4% 左右。考虑到外部环境不确定性仍然较大，国内经济内生增长动力不强，尤其是近期经济恢复弱于预期，应引起高度重视。建议多措并举稳定市场预期；财政政策进一步发力，加大稳增长力度；金融政策要“总量+结构+监管”三重发力，助力经济持续恢复；促进内生动力增强、社会预期改善的良性循环，形成扩大内需合力；关注国际需求不振对外贸企业冲击；稳楼市政策重在持续稳预期、化风险。

一、2023 年上半年经济形势回顾与下半年展望

（一）2023 年上半年经济形势回顾

上半年，全球经济下行压力较大，但总体表现好于预期，主要发达经济体延续加息进程，国际金融市场大幅波动，中国面临的外部市场需求总体放缓。国内疫情影响明显消退，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力缓解。前期

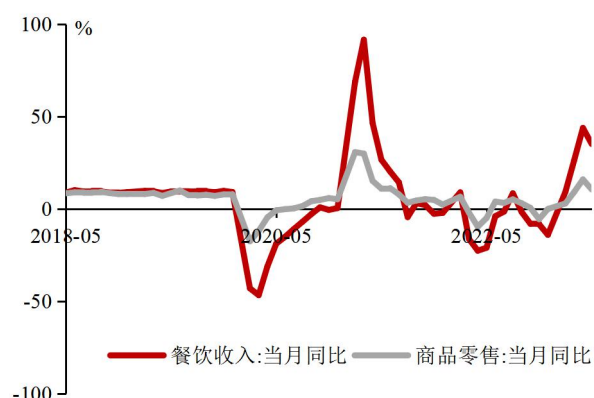
积压需求集中释放，消费尤其是接触性消费显著回升，各项稳经济政策继续靠前发力，基建和制造业投资较快增长，新动能势头依然强劲，新产业新业态较快发展。一季度中国 GDP 增长 4.5%，好于市场预期，其中国内需求对 GDP 累计同比贡献率超过 100%。进入二季度，经济恢复势头有所放缓，内生动力不强、总需求不足的问题突出，这既体现了疫情“疤痕效应”的影响，也叠加了经济转型升级的结构性阵痛。预计二季度 GDP 增长 6% 左右，增速高于一季度，主要是由于上年同期基数较低。回顾 2023 年上半年宏观经济形势，有三大动力和三大挑战值得关注。

1. 三大动力

动力一：消费与服务业是拉动本轮经济复苏的主要动力。受疫情影响减弱、消费场景恢复、前期积压需求释放以及低基数等影响，上半年中国消费呈现较好恢复态势。2023 年 1-5 月社会消费品零售总额累计增长 9.3%，增速较上年同期回升 10.8 个百分点。从 2022-2023 年两年平均增速来看，一季度为 4.5%，4、5 月份逐渐放缓至 3.8%，恢复节奏表现为前快后慢。同时，消费结构分化明显。一是服务消费恢复好于商品消费。旅游、餐饮等接触型消费增长强劲。1-5 月餐饮收入累计增速和 2022-2023 年两年平均增速分别为 22.6%、5.9%，均快于商品零售（7.9%、3.5%）（图 1）。服务消费强势反弹带动服务业生产较快复苏。1-5 月服务业生产指数累计增长 9.1%，比上年同期加快 9.8 个百分点；5 月份非制造业 PMI 指数为 54.5%，高于临界点。截至一季度末，餐饮行业门店数回升至 788 万家，较上年末净增加 13 万家。“五一”假期，全国国内旅游出游合计 2.74 亿人次，实现国内旅游收入 1480.6 亿元，按可比口径分别恢复至 2019 年同期的 119.1% 和 100.7%（表 1）。5 月民航客运量已恢复至 2019 年同期的 94.5%。二是升级类消费需求持续释放。在金价上涨推升消费者投资需求、疫情后婚庆需求释放等因素支撑下，1-5 月金银珠宝类消费累计增速达 19.5%（2022-2023 年平均增速为 7.6%），远高于疫情前水平（2019 年同期为 2.7%）。

此外，1-5 月体育娱乐用品、化妆品类消费分别增长 11% 和 9.7%。三是汽车消费有所回暖。随着前期汽车市场价格战“停火”，消费者观望情绪缓解，多地政府出台购车鼓励政策，汽车消费在经过一季度负增长后，二季度有所回暖，1-5 月累计增长 8.9%。

图 1：餐饮收入增速好于商品零售

表 1：“五一”旅游消费情况¹

	接待游客		旅游收入		人均消费	
	当年表现 (亿人次)	恢复程度 (%)	当年表现 (亿元)	恢复程度 (%)	当年表现 (元)	恢复程度 (%)
2019 年	1.95		1176.70		603.40	
2020 年	1.15	53.50	475.60	36.70	413.60	68.50
2021 年	2.30	103.20	1132.30	77.00	492.30	81.60
2022 年	1.60	66.80	646.80	44.00	404.30	67.00
2023 年	2.71	119.09	1480.56	100.66	540.40	89.56

资料来源：Wind，文化旅游部，中国银行研究院

动力二：基建和制造业投资继续发挥稳增长关键作用。1-5 月全国固定资产投资累计增长 4%。其中，基建和制造业投资增长较快，1-5 月分别累计增长 7.5% 和 6%，拉动固定资产投资增长约 1.6 和 1.8 个百分点。一是财政支出和施工建设保持较快进度，助力基建投资较快增长。上半年财政资金继续前置发力，各地工程项目集中开工复工，建筑业施工进度加快。1-4 月地方政府新增专项债发行额累计达到 16216 亿元，占全年限额的 42.7%（图 2）。在财政资金支持下，项目施工保持较快节奏，建筑业 PMI 持续处于较高景气区间，3 月达到近年来峰值 65.6%（图 3）。二是产业新动能驱动制造业投资增长。一方面，上半年原油、煤炭、钢铁等工业产品价格波动下行降低了原材料加工行业利润，企业投资意愿较弱。另一方面，电动车、锂电池、计算机集成制造等技术密集类产品出口表现好于劳动密集类产品，出口需求结构性变化驱动制造业投资结构转换和提升。据测算，1-5 月份黑色金属冶炼等原材料行业和纺织服装业等劳动密

¹ 此处旅游收入的恢复程度按可比口径计算，剔除了价格变动因素影响。

集型行业投资贡献度²较上年同期明显下降；电气机械及器材制造业、计算机设备制造业等高技术和装备制造业投资贡献率大幅提高至 81.5%（图 4）。

图 2：各年新增专项债发行进度

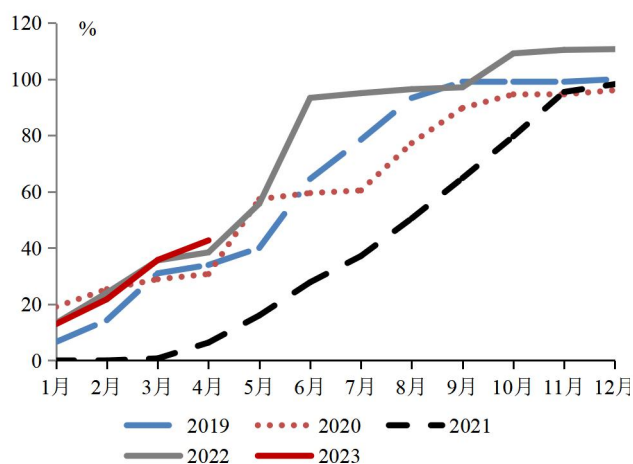


图 3：各年建筑业 PMI

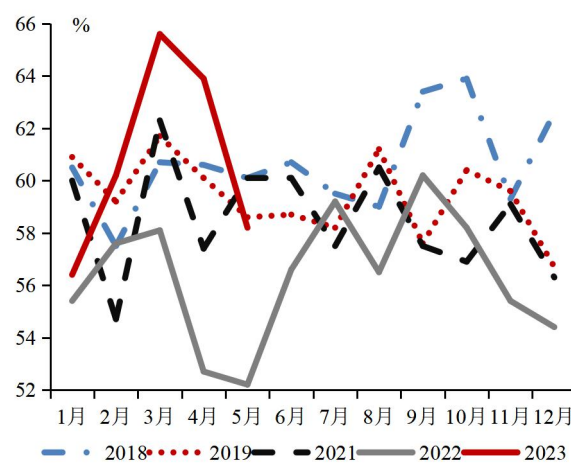
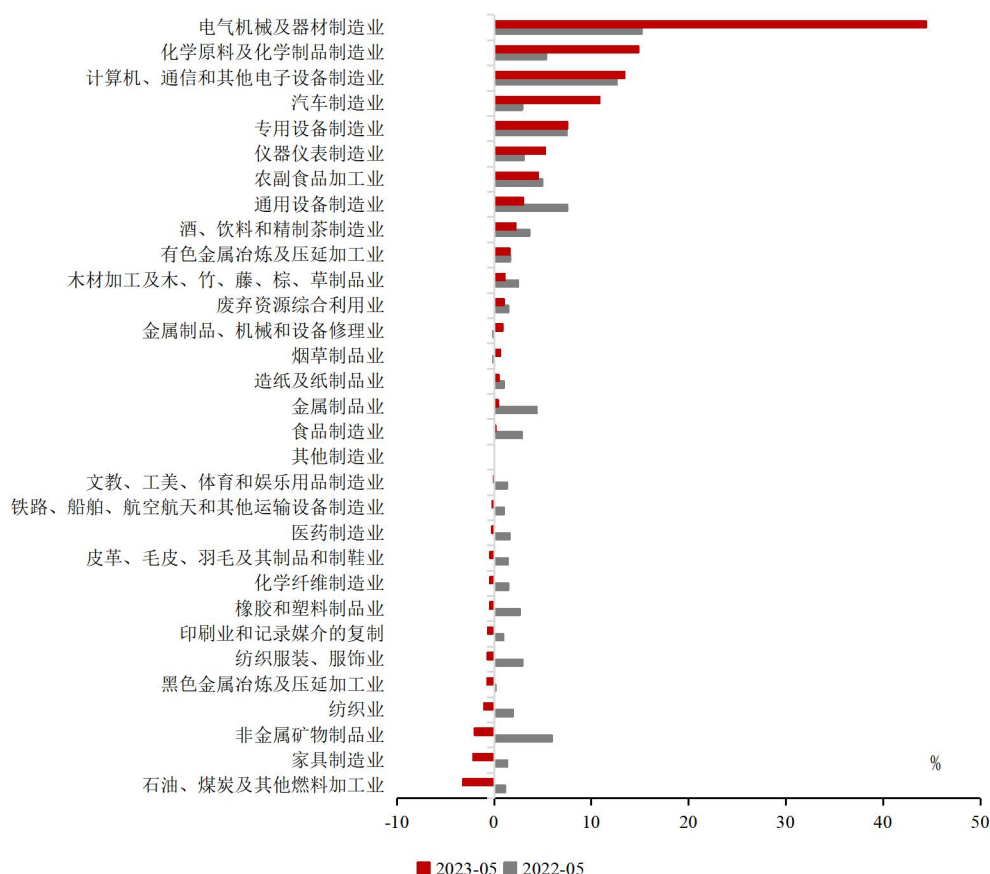


图 4：各行业对制造业投资增速贡献度



资料来源：Wind，中国银行研究院

² 行业投资贡献率=行业投资增速×行业投资完成额占比/制造业投资增速。

动力三：出口产品和目的地市场结构变化。2023 年以来，全球其他出口型经济体出口增速持续负增长，比如 1-5 月韩国、越南出口分别同比下降 13.6%、11.6%。而中国出口好于其他出口型经济体（图 5），也好于市场预期（专栏 1）。1-5 月出口金额累计增长 0.3%（按美元计，下同）。其中，3、4 月单月增速分别达 14.8%、8.5%。中国出口正增长的原因主要有三方面：一是对新兴经济体出口较快增长。1-5 月对东盟、俄罗斯、非洲和拉丁美洲出口占总出口比重达 38.5%，对出口增速贡献为 44.2%。而对欧、美出口延续下降趋势，1-5 月分别累计下降 4.9%、15.1%（图 6）。二是新能源产业链相关产品竞争力持续提高，出口表现亮眼。得益于技术储备和完备的产业链布局，中国新能源相关产业全球竞争力不断提升。1-4 月，出口“新三样”（电动载人汽车、锂电池、太阳能电池）累计增长 59.6%，占总出口比重达到 4.4%，对出口增速贡献率为 88.2%。三是前期积压订单集中交付。2 月新出口订单指数达 52.4%，较上月提升 6.3 个百分点至扩张区间。经 1-2 个月左右的生产周期，这些新订单于 3、4 月集中释放，带动出口高增。

图 5：主要出口型国家出口增速

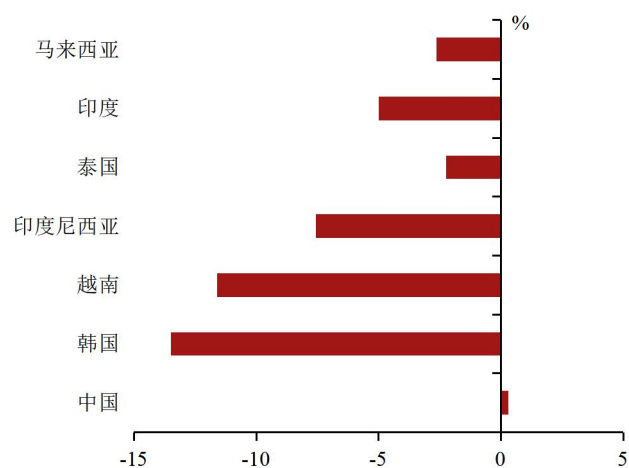
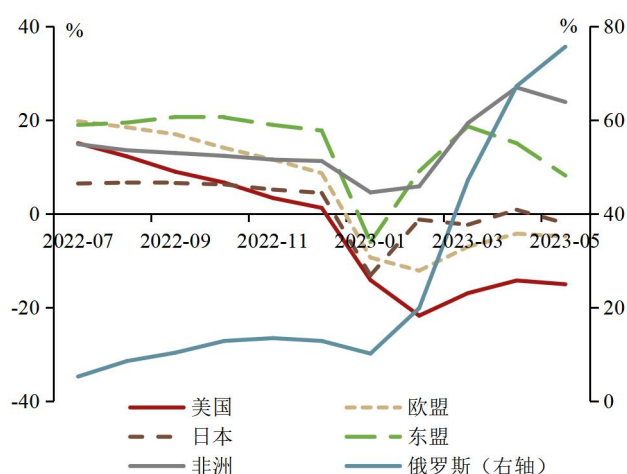


图 6：中国对主要贸易伙伴出口当月增速



注：图 5 中，中国、韩国、越南为 2023 年 1-5 月累计增速，其他为 2023 年 1-4 月累计增速

资料来源：Wind，中国银行研究院

专栏 1：近期中国出口缘何好于预期

第一，中国出口表现好于其他出口型经济体。1-5月，中国出口累计增长0.3%（按美元计，下同）。其中，3、4月单月增速分别为14.8%、8.5%。而其他出口型经济体出口贸易集体减速。2023年4月，印度尼西亚、马来西亚、越南、印度出口分别减少29.4%、17.4%、14.7%、12.7%。

一是大宗商品出口结构差异。中国虽是大宗商品净进口国，但钢铁出口量较大。2023年以来，受俄乌冲突、土耳其地震的影响，中国以外的钢铁产区产量大幅下滑。2023年4月，全球粗钢产量同比下降2.4%。受益于供应链和成本优势，中国钢铁产量稳定，出口报价低于国际市场，明显的价格优势带动中国钢铁出口放量增长。1-5月，中国出口钢材金额累计增长15.1%，对出口增速贡献率为1.3%。马来西亚、印度尼西亚等国主要出口能源、农产品等大宗商品，其价格总体高位回落，且主要进口国库存水平偏高，短期进口需求有限。国际市场供过于求，使这类产品出口走弱。

二是机电产品细分优势差异。中、韩两国机电产品出口的结构性差异正在拉大。韩国高度集中于半导体产业链，集成电路占出口比重达到17%。存储半导体市场持续低迷以及美国半导体法案的“长臂管辖”严重影响韩国半导体出口，进而累及韩国整体出口表现。在中国机电类出口中，集成电路仅占4.6%，“新三样”占比提升较快。在国际绿色转型背景下，新能源产品出口高景气对中国出口增速的拉动作用日益加大，欧盟是中国新能源产品出口的主要目的地。欧盟提出《“REPower EU”能源投资计划》，将2030年可再生能源占比目标从40%提高至45%。计划发布后，中国出口欧盟新能源产品同比增速甚至一度超过90%。

三是出口目的地集中度差异。非欧美市场对中国出口的重要性日渐提升，对俄罗斯、非洲国家、东盟国家出口增长能在一定程度上抵消欧美需求走弱的负面影响。2018年之前，美国、欧洲的终端需求与中国出口增速高度正相关。近年来，中国积极参与区域贸易，持续深化与非欧美国家的经贸合作，“一带一路”效果显现，东盟以及俄罗斯等对中国出口增速的拉动力明显加大。据测算，2018年6月之后，美国PMI、欧元区综合PMI对中国出口增速的边际影响显著下降，越南制造业PMI的边际影响明显提高。

第二，中国出口表现好于前瞻高频数据。海运数据、出口交货值和各国自中国进口数据是市场观察、预测出口变化常用高频前瞻指标。2023年以来，这些高频前瞻指标走势与出口表现存在差异。

一是海运供给改善使运价指数持续走低。2023年1-5月，CCFI运价指数由1255.9下降至952.1，下降幅度为20.1%，与出口表现明显不同。运价指数是运力供给和需求两端共同作用的结果。2020年下半年至2022年下半年，受疫情影响，港口缺员，船舶塞港，海运运输效率大幅降低，运价指数一路飙升。2022年下半年以来，疫情冲击趋于平稳，且此前相关企业加大集装箱、船舶投入，运力短缺明显缓解，海运供给大幅改善，带动运价指数逐渐走低，与中国出口增速呈背离态势。此外，陆路运输对出口的拉动作用逐渐加大。4月，中欧班列累计开行1459列、运送货物16万标准箱，分别同比增长25%、45%。

二是积压订单集中释放加大了出口交货值与出口增速的差异。2023年3、4月工业企业出口交货值同比增速分别为-5.4%、0.7%，远低于出口增速。事实上，出口交货值与出口增速在统计口径上存在差异。（1）范围不同，出口交货值是由规模以上工业企业生产且交给外贸经营部门（包括本地和外地）的产品价值；出口总额是所有外贸经营单位和工业企业自营出口的产品价值。近期中国出口增长较快，小企业和民营企业贡献较大。（2）方法不同，出口交货值对来料加工产品仅计算加工费，而出口额则按出口产品全价计算；出口交货值是按照外贸经营部门的收购价格计算，出口总额则按照离岸价格计算。（3）时期不同。出口交货值为本期生产，并于本期交给外贸经营部门或自营出口的产品价值，出口总额为本期出口的产品总值，对生产时期不做要求。由于出口交货值只统计当期生产的货物值，而前期积压订单集中交付是近期出口高增的重要支撑，因此，近期出口交货值与出口增速差异较大。

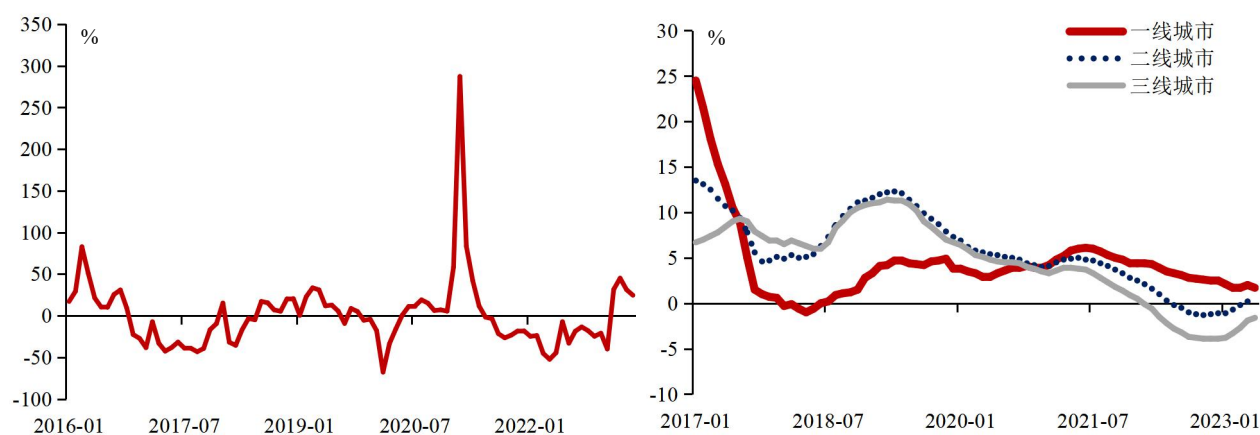
三是转口贸易增加使双边统计差异加大。近期，中、越贸易统计差异有所扩大。2023年3月中国对越南出口增长38.2%，但越南自中国进口仅增长6.8%。事实上，中国出口商品至越南，经加工后再出口至他国，此数据计入中国对越南出口统计，但越南将其认定为转口商品而不计入其进口数据。近

期随着中国产业转移趋势、中美经贸摩擦风险加大，不少中国企业将产品运至越南进行中转后再出口至欧美市场，从而加大了中越贸易统计差异。

2. 三大挑战

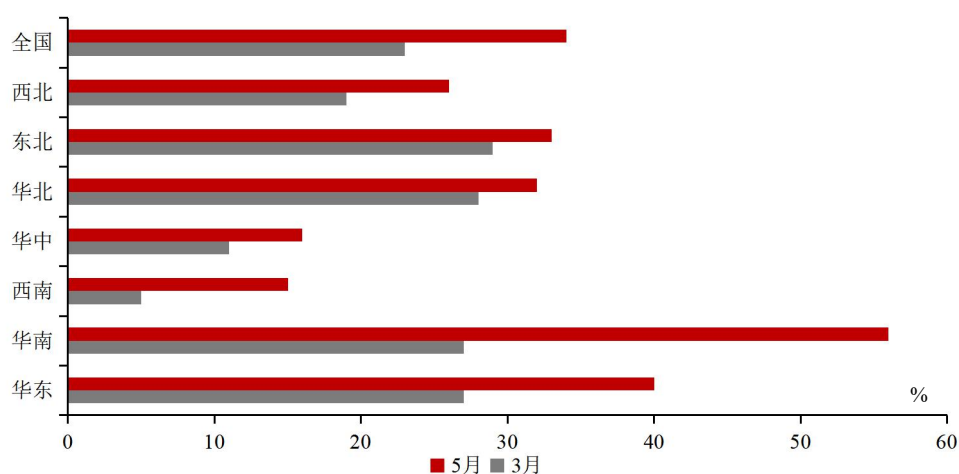
挑战一：房地产市场仍处于筑底阶段，恢复不确定性依然较大。受前期积压需求快速释放、支持政策合力显效等因素影响，一季度房地产市场出现企稳回升迹象。但4月以来销售、投资等关键指标明显回落，市场主体预期不振。1-5月，中国房地产开发投资完成额累计下降7.2%，降幅较2022年扩大3.2个百分点；在上年低基数背景下，商品房销售面积下降0.9%，降幅较2022年同期收窄22.7个百分点。

一是需求端市场恢复缺乏持续性。30个大中城市商品房成交面积同比增速自4月开始转弱，本轮地产销售端复苏力度明显弱于过去（图7），地产销售恢复的持续性有待观察。一方面，收入增长缓慢限制居民消费能力。2023年一季度，居民人均可支配收入同比增长3.8%，较同期GDP增速和上年同期分别低0.7和1.3个百分点。人民银行城镇储户问卷调查显示，2023年一季度未来收入信心指数和就业预期指数虽然有所改善，但仍低于2019年同期4.1和1.4个百分点。另一方面，对房价走势和未来风险的预期存在较大不确定性，限制居民消费信心。据诸葛数据研究中心监测数据，重点50城市场情绪指数自3月份开始连续三个月回落，5月降至-0.69，市场情绪持续低迷。房价走势不确定性持续提升。据中指研究院数据，5月房地产百城价格指数同比下降0.11%，较2022年同期低1.3个百分点。同时，房价区域分化明显，二、三线城市新建商品住宅价格指数弱于一线城市（图8）。

图 7：30 大中城市商品房成交面积同比增速 **图 8：新建商品住宅价格分化**


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是供给端房企信心相对不足。中指研究院数据显示，截至 2023 年 4 月，重点 50 城出清周期为 16.2 个月，较 2022 年末缩短 1.9 个月，但仍处于 2017 年以来较高水平。2023 年以来竣工面积持续好转，但竣工端与新开工端加速背离。2023 年 1-5 月，房屋竣工面积和新开工面积分别同比变动 19.6% 和 -22.6%，增速较 2022 年同期分别提升 34.9 和 8 个百分点。同时，已竣工未销售面积处于历史高位，企业资金情况难以改善，叠加商品房预售拖慢住宅施工进度，企业短期内保交楼压力仍然较大。据百年建筑网调研报告数据，截至 2023 年 5 月，全国各地 1114 个保交楼项目交付率仅为 34%（图 9）。

图 9：3 月、5 月保交楼已交付占比情况


资料来源：百年建筑网，中国银行研究院

挑战二：需求不足限制仍然明显，生产恢复和物价水平整体低迷。上半年居民消费倾向依然较低（图 10），房地产市场尚在筑底，出口较上年同期走弱。5 月 PMI 新订单、新出口订单以及在手订单指数分别为 48.3%、47.2%和 46.1%，均连续两个月落于收缩区间（图 11），需求不足导致生产和物价整体低迷。一是工业生产节奏放缓，内需相关行业表现疲弱。1-5 月规模以上工业企业增加值同比增长 3.6%，2022-2023 年两年平均增速呈逐月回落态势。从结构看，一方面，因房地产市场复苏偏慢，上游钢铁、建材相关行业生产节奏放缓，1-5 月黑色金属矿采选业、非金属矿物制品和黑色金属加工业增加值累计增速较 1-4 月分别回落 1.6、0.8 和 0.5 个百分点。另一方面，因居民商品消费较弱，下游消费品制造业生产经营持续承压。1-5 月农副食品、纺织业、家具业和医药制造业工业增加值同比下降 1.5%、3%、10.3%和 5.4%（图 12）。二是物价水平维持低位。1-5 月中国 CPI 和 PPI 分别同比上涨 0.8%和下降 2.6%。一方面，猪肉和能源价格持续下行是带动 CPI 同比涨幅逐月回落的主因，疫后出行限制解除带动旅游相关服务价格大幅反弹，但受制于收入恢复，其他商品和服务价格保持低位（图 13）。1-5 月核心 CPI 同比上涨 0.7%，低于 2017-2019 年同期 1.9% 的平均涨幅。另一方面，国际油价波动下行，国内外工业产品市场需求偏弱而供应整体充足，加之上年高基数，1-5 月上游采掘工业、原材料工业产品价格分别同比下降 4.6%和 4%，带动 PPI 降幅持续扩大。

图 10：居民消费支出占可支配收入比重

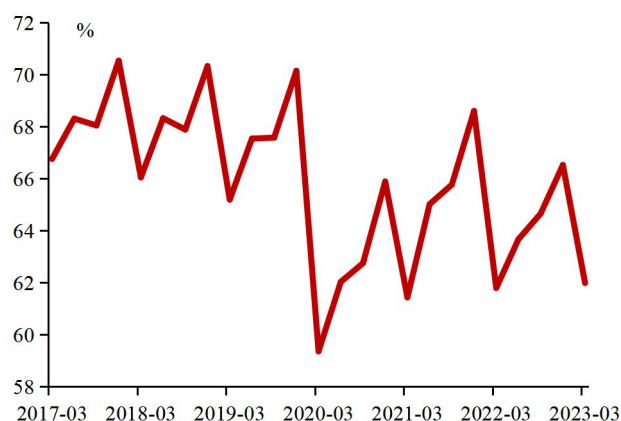


图 11：PMI 主要分项指数

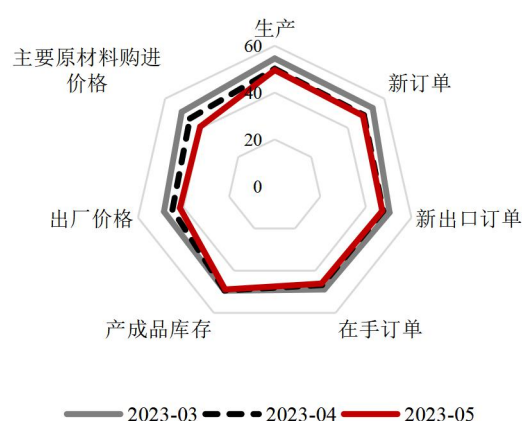


图 12：各行业增加值同比增速

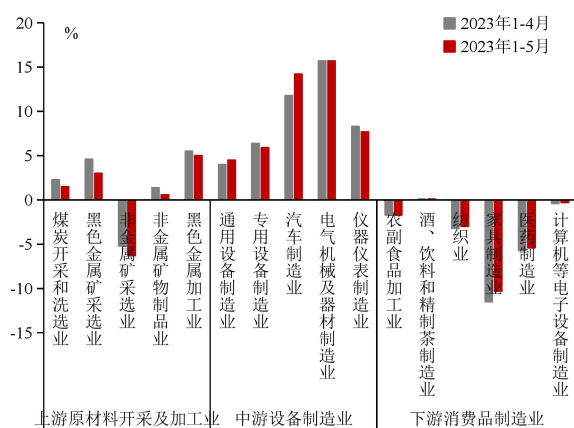
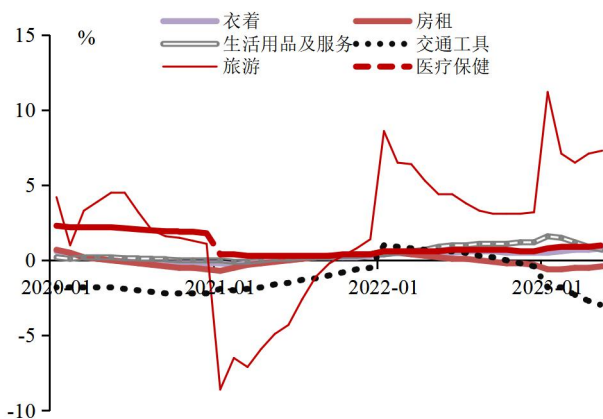


图 13：核心 CPI 中商品和服务价格涨幅

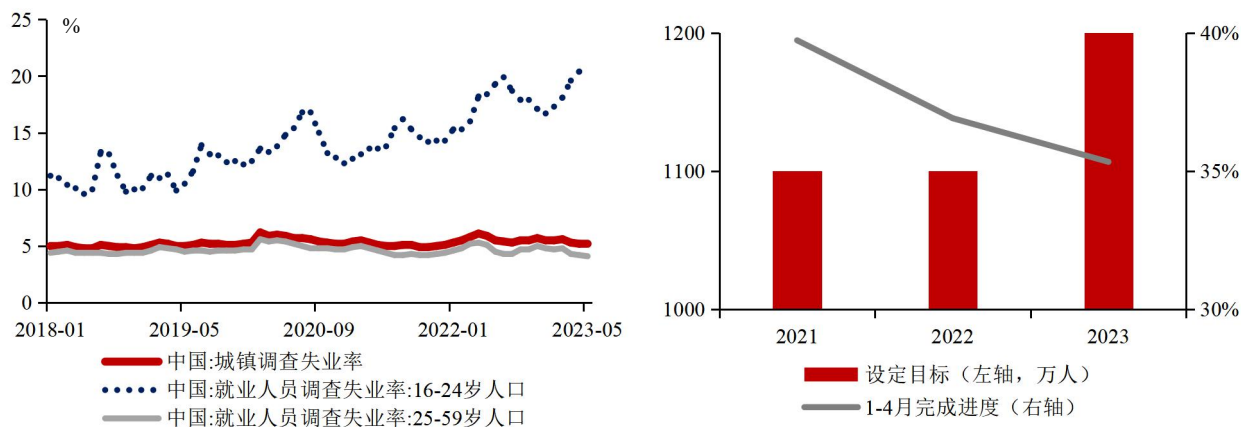


资料来源：Wind，中国银行研究院

挑战三：就业总量和结构性压力仍存。2023年以来，中国就业形势整体改善，3月以来全国城镇调查失业率持续下降，5月达到全年新低（5.2%）（图14）。但是未来，就业在总量和结构方面均面临一定压力。一方面，完成新增就业目标、推动重点群体就业有压力。2023年《政府工作报告》设定“城镇新增就业1200万人左右”的目标，较2022年提高100万人。而当前经济内生动力不足，恢复动能转弱，企业创造就业岗位有限。1-4月城镇新增就业424万人次，虽然同比多增16万人次，但完成进度明显慢于2021、2022年同期（图15）。同时，稳定重点群体就业任务依然艰巨。据教育部数据，2023年全国普通高校毕业生规模预计达1158万人，同比增加82万人，创历年新高。据国家统计局测算，截至5月尚有600万左右青年失业人群。另一方面，劳动力供需两端结构性问题凸显，抬升摩擦性失业持续时间。《2023年春招人才迁徙报告》显示，2023年春招中岗位需求收缩和人才供给饱和现象凸显，人才供需比升至2.4，远高于2022年的1.7和2021年的0.5。劳动力供给方面，经济恢复阶段未来就业形势不确定性加剧，就业者对稳定性的职业偏好持续提升，从业意愿与有限的岗位需求短期难以匹配。根据智联招聘发布的《2023大学生就业力调研报告》，从劳动者的求职意愿来看，国企和民营企业占比分别为46.7%和12.6%，较上年同期分别上升2.3和下降4.8个百分点（图16）。劳动力需求方面，伴随疫

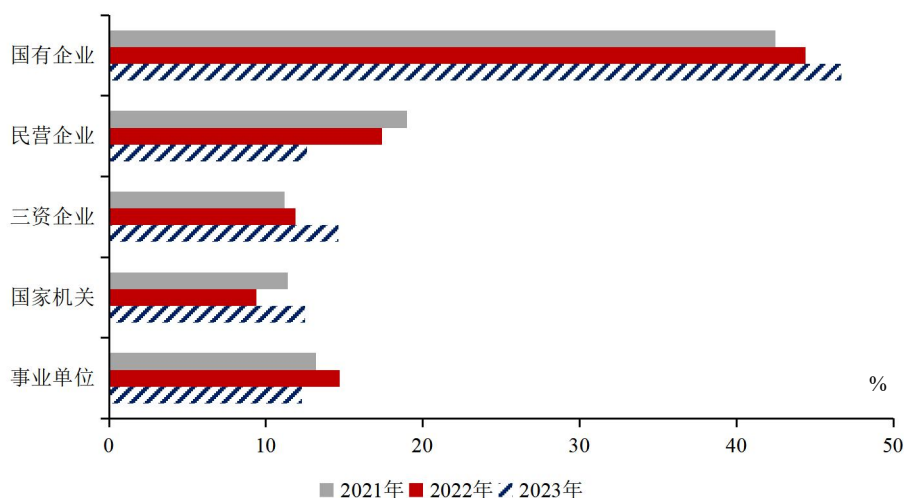
情影响减弱，行业复苏进程有所分化，知识密集程度较低的生活性服务业恢复加快，就业景气度持续提升。据智联招聘数据，2023 年一季度，就业景气指数（CIER）排名前三的行业分别专业服务/咨询、娱乐/体育/休闲和中介服务行业。但是，以制造业为代表的重点行业对就业的拉动作用相对不足。2 月以来，制造业 PMI 从业人员指数持续下行。当前企业经营仍处于恢复期，制造业企业持续控制用工成本，劳动力需求有所收缩。据财新调查数据，缩减用工的制造业企业普遍反映在员工自愿离职后没有填补空缺。

图 14：2018 年至今全国城镇调查失业率 图 15：1-4 月城镇新增就业完成进度



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 16：2021-2023 年应届毕业生期望就业的企业类型



资料来源：智联招聘，中国银行研究院

（二）2023 年下半年经济形势展望

展望下半年，全球经济增速放缓压力增大，中国出口增长面临压力。国内经济恢复仍将更多依赖内需。在促消费政策、服务消费加快释放的带动下，消费有望保持温和修复，基建投资将继续较快增长，高技术产业投资对制造业投资增长带来结构性支撑。房地产市场逐步探底修复，房地产开发投资降幅缓慢收窄。预计三季度 GDP 增长 4.9% 左右，全年增长 5.4% 左右。

第一，消费将保持温和修复，居民消费信心与能力或将稳步提升。随着经济持续修复以及宏观政策进一步发力，消费有望延续复苏态势。但考虑到疫情“疤痕效应”依然存在，居民消费能力和消费意愿的回升仍需时间。预计消费修复的节奏将会是温和的、渐近的。分结构来看，一是服务消费潜力将进一步释放。下半年暑期旺季、亚运会、十一“黄金周”等节假日密集，将为旅游、住宿等服务消费恢复再添生机。二是汽车消费有望企稳。随着国六 b 排放标准³的落地实施，汽车终端价格将恢复稳定，消费者观望情绪有望改善。叠加促进汽车消费政策出台、多家车企推出新车型，有利于汽车消费潜能的进一步释放。6 月 2 日国务院常务会议提出要延续和优化新能源汽车车辆购置税减免政策；6 月 8 日商务部发布《关于组织开展汽车促消费活动的通知》，要求 2023 年 6-12 月开展“百城联动”汽车节和“千县万县”新能源汽车消费季活动。三是住房相关商品消费仍将承压，未来恢复情况取决于房地产市场预期的转变和政策调控效果。总体预计三季度消费增长 5.7% 左右，全年增长 8% 左右。

第二，投资保持平稳增长，基建和制造业投资领先整体增速。一是基建投资保持较快增长。基建投资仍是当前恢复经济和扩大内需的重要抓手。《2023 年一季度中国货币政策执行报告》提出持续发挥政策性开发性金融工具的作用，增强政府投资和政策激励的引导作用，这有望成为下半年基建投资的增量资金

³ 中国推出的国家第六阶段机动车污染物排放标准分为国六 a 和国六 b 两个阶段，实施时间分别为 2020 年 7 月 1 日和 2023 年 7 月 1 日。国六 b 比国六 a 要求更加严格，意味着 2023 年 7 月 1 日起禁止生产、进口、销售不符合国六 b 标准的车型。

补充。二是制造业投资增长有结构性支撑。一方面，利润、产能以及外需因素掣肘制造业投资。受工业产品降价、去库存等因素影响，企业盈利能力受损，产能利用率降低（图 17）。加之全球经济下行导致外需走弱，制造业企业投资扩产能力和意愿将受到一定制约。另一方面，高技术和装备制造业仍将是重要支撑。中央政治局会议、中央财经委员会第一次会议均将加快构建现代化产业体系置于重要位置，加大对新能源汽车、人工智能等产业支持。在打造先进制造业产业集群背景下，信贷政策将持续支持高技术和装备制造业超前投资布局。

三是房地产投资降幅缓慢收窄。商品房销售尚未有实质性好转，房地产投资链前端的拿地和开工积极性依然偏弱，与房地产投资更为相关的施工面积持续“去库存”（图 18），这将对房地产投资复苏形成一定阻力。总体预计三季度和全年固定资产投资分别累计增长 5% 和 5.5% 左右。

图 17：企业利润增速和产能利用率

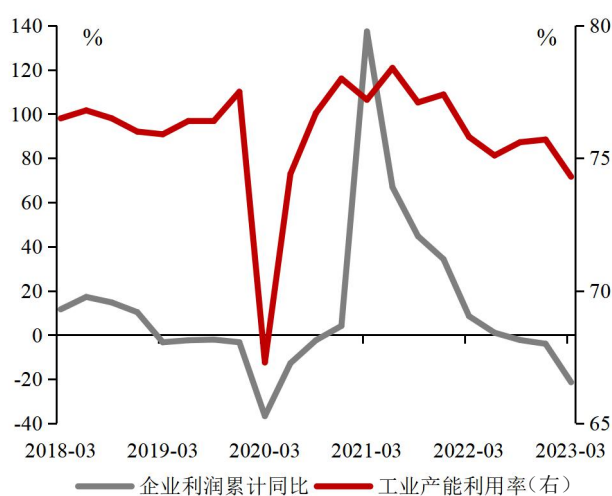
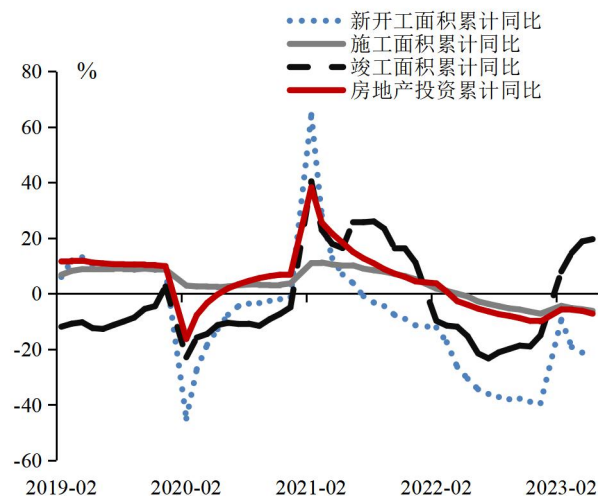


图 18：房地产开发面积及投资增速

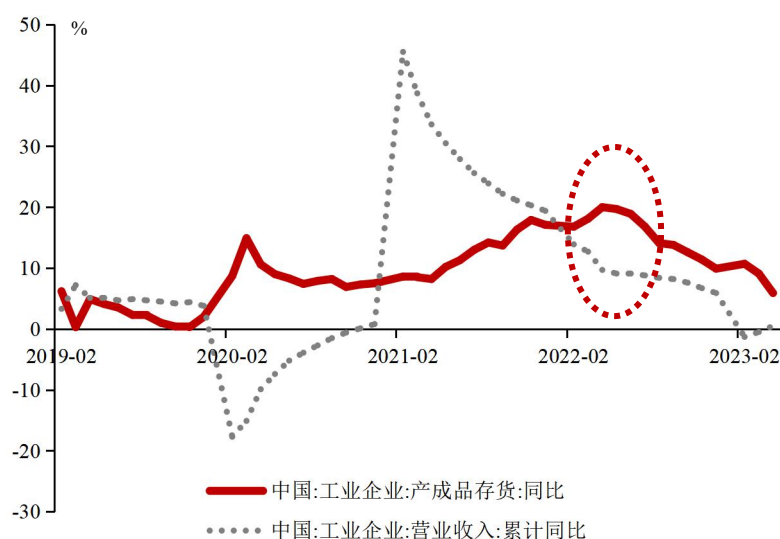


资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，国际市场需求或将进一步放缓，出口增长面临较大压力。一是欧、美终端需求不振。欧、美加息进程尚未结束，对国际需求的抑制作用仍将持续。美国超额储蓄或将于三季度末耗尽，居民消费恐将放缓。此外，美国“友岸化”“近岸化”贸易或将使中国对美国出口降低。二是东盟国家对中国出口支撑作用恐将减弱。东盟主要从中国进口中间品、加工成终端品后再出口至欧美市场，

当前已超越美国成为中国第一大出口贸易伙伴。受国际需求不振影响，东盟出口持续负增长，这已对“中国-东盟”贸易链条产生负面影响。4月以来，中国对东盟出口增速大幅下滑，4、5月单月增速分别为4.5%、-15.5%，处于历史低位。短期内国际需求未见明显提振信号，“中国-东盟”贸易恐将持续走弱。预计三季度中国出口同比下降2.1%左右，四季度在低基数下增速将有所回升，全年增长0.2%左右。

第四，工业生产有所加快，服务业复苏力度仍然可期。一是从历史库存周期平均时长（40个月左右）来看，下半年工业部门有望进入主动补库存周期（图19）。消费温和恢复，基建和制造业投资继续发挥托底经济的支撑作用，市场需求持续恢复将逐步传导至工业企业生产端，带动工业生产持续加快。二是工业生产领域新动能的引领作用有望持续释放。2023年以来，工业发展新动能培育不断深化，制造业高端化、绿色化稳步发展。1-5月装备制造业增加值同比增长6.8%，高于工业增加值3.2个百分点。伴随各地加快部署先进制造领域发展，工业结构持续优化，工业发展新动能将持续释放。三是服务业恢复仍有较大上升空间。1-5月，服务业生产指数2022-2023年两年平均增速为4.1%，低于2019年同期3.2个百分点。伴随接触型消费的进一步复苏，收入改善带动消费能力持续提升，叠加上年低基数，服务业复苏对经济增长支撑作用仍然可期。预计三季度工业增加值、服务业分别增长4.5%、4.8%左右，全年分别增长4.4%、5.8%左右。

图 19：三季度工业部门有望进入主动补库存阶段

资料来源：Wind，中国银行研究院

第五，CPI 涨幅温和回升，PPI 降幅逐步收窄。一是消费复苏带动 CPI 同比涨幅温和上升（图 20）。一方面，年内生猪产能相对充裕，叠加 2022 年下半年猪肉价格基数走高，食品价格涨幅相对温和。另一方面，随着就业和收入情况改善，居民对耐用商品和各类服务消费需求将进一步释放，从而推动核心 CPI 逐步上行。二是国内经济修复叠加基数影响减弱，PPI 降幅逐步收窄（图 21）。受全球需求收缩和主要产地供给收紧的动态调整影响，石油等国际大宗商品价格将持续波动，工业产品价格将随着经济需求修复逐步企稳回升。叠加下半年翘尾因素的负向影响减弱，PPI 降幅逐步收窄。预计三季度 CPI 和 PPI 分别同比上涨 0.7%和下降 2.1%左右，全年分别同比上涨 0.9%和下降 2.2%左右。

图 20：2023 年 CPI 走势及预测

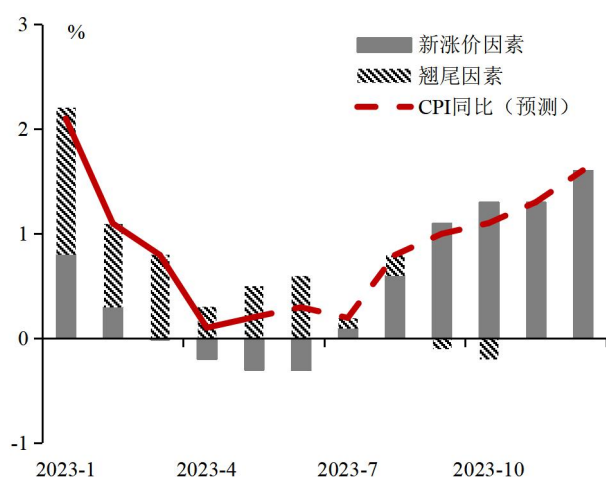
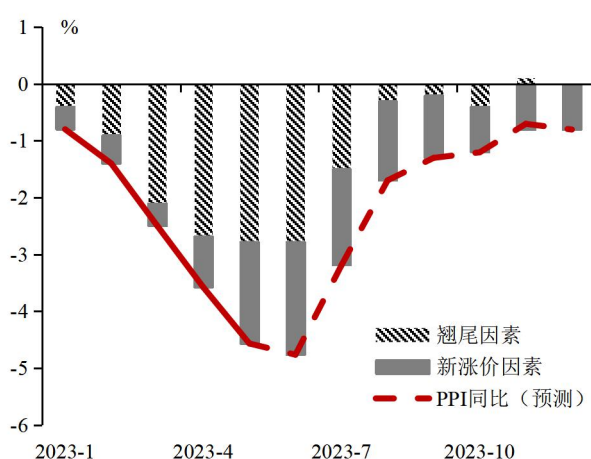


图 21：2023 年 PPI 走势及预测



资料来源：Wind，中国银行研究院

二、2023 年上半年金融形势回顾与下半年展望

（一）2023 年上半年金融形势回顾

上半年，中国推出多项重大金融改革措施，组建中央金融委员会和中央金融工作委员会、成立国家金融监督管理总局，中国金融进入“机构+功能”监管并重新阶段；全面实行股票发行注册制，资本市场基础制度得到进一步完善。与此同时，助力实体经济稳增长仍是当前中国金融货币政策的主要任务，在政策引导、需求回升等因素带动下，信贷与社融呈现量扩、价降的运行特点。但受经济恢复不及预期、欧美银行业“爆雷”事件增多等内外部因素叠加影响，中国汇市和股市等金融市场的波动有所加大。

1. 经济回暖叠加政策发力，货币信贷规模明显走高

2023 年 1-5 月，新增社会融资规模累计 17.31 万亿元，同比多增 1.48 万亿元。其中，新增人民币贷款累计 12.36 万亿元，为历史新高，同比多增 1.84 万亿元，这主要与货币政策持续发力和企业融资意愿提升有关；非金融企业境内股票融资 3895 亿元，同比少增 545 亿元，这主要与二级市场疲弱导致企业融资动力不足有关；政府债券、企业债券同比分别少增 1904 亿元、少增 7989 亿元。

（图 22）。政府债券少增与 2022 年专项债券集中于上半年发行有关，企业债券少增与 2022 年 11 月以来债券市场波动加大导致债市融资成本上升以及信贷投放力度加大对债券形成替代有关。表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）新增 2723 亿元，同比多增 8153 亿元。

图 22：新增社会融资规模构成变化

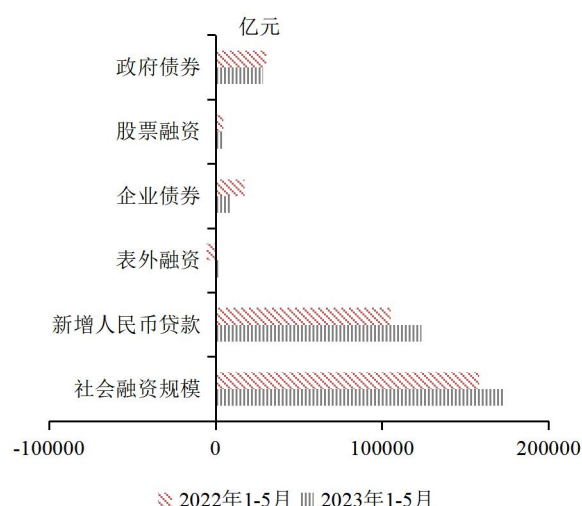
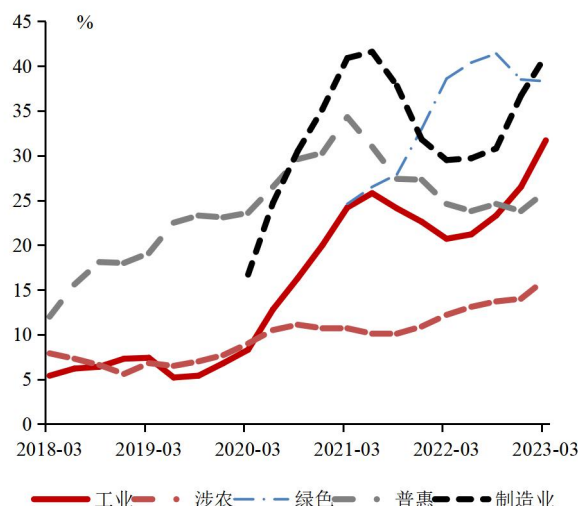


图 23：重点领域贷款余额增速



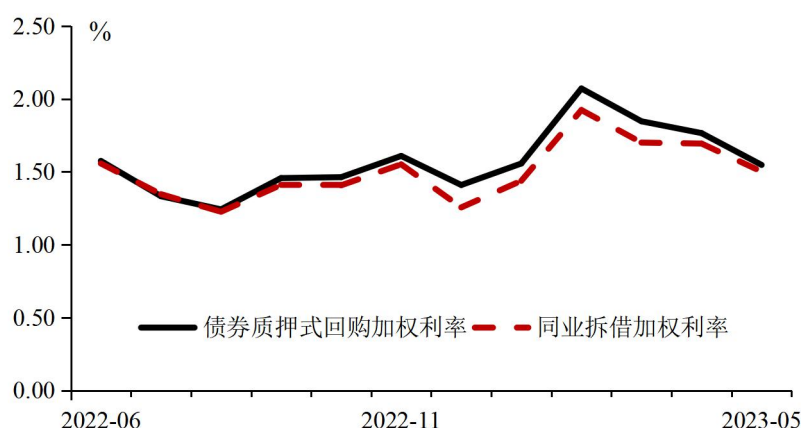
资料来源：Wind，中国银行研究院

信贷结构继续优化，持续加大对经济重点领域和薄弱环节的支持力度。从投向结构看，2023 年一季度末，制造业、普惠小微、绿色、涉农领域信贷余额增速分别为 41.2%、26%、38.3%、16.2%，显著高于全部贷款增速（11.8%）。从期限结构看，企业中长期贷款占比上升，但居民中长期贷款需求仍然疲弱。2023 年 1-5 月新增企业中长期贷款 8.11 万亿元，占新增贷款比重为 64%，比上年同期大幅上升 20.2 个百分点；新增居民中长期贷款 9970 亿元，占新增贷款比重为 7.9%，比上年同期下降 2.7 个百分点。值得关注的是，在中长期信贷大幅多增的同时，企业投资增速并未出现持续上升，二者之间存在一定程度的背离，这意味着信贷资金可能并未有效转化为企业投资（见专题二）。

2. 流动性保持合理充裕，市场利率总体呈下行态势

一是主要政策利率时隔 10 个月后再次下调。6 月，人民银行下调 7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 利率各 10 个 BPs，分别降至 1.9% 和 2.65%。这次降息超出市场预期。二是短期货币市场利率先升后降，出现倒“V”走势。年初经济复苏态势较好，推动质押式债券回购月加权平均利率和银行间同业拆借月加权平均利率明显回升（图 24），2 月分别达到 2.07% 和 1.92% 的阶段高点。但此后受经济复苏不及预期等因素影响，二者不断降低，5 月已分别降到 1.55% 和 1.50%。三是存款利率继续下调。近年来中国不断优化存款利率定价自律机制，并引导利率下行。继 2022 年 9 月国有大行调低存款挂牌利率后，2023 年 6 月国有大行又一次降低存款利率，例如三年期定存利率由 2.6% 降至 2.45%。但受消费信心不足、借贷意愿疲弱等影响，居民部门更倾向存款而不是借贷，存款并未因利率下行而相应下降。2023 年 1-5 月，人民币存款同比多增达 2.4 万亿元，其中定期存款多增较多。存款多增虽然降低了商业银行“高息揽储”压力，但增加了商业银行负债成本。降低存款利率，有助于维持商业银行净息差稳定和增强服务实体经济的能力。

图 24：短期货币市场利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 国债收益率波动下行，债券发行稳步增长

上半年，受流动性合理充裕、货币市场利率持续下行等因素影响，10年期国债收益率波动下行。截至6月20日，10年期国债收益率报收于2.68%，较年初下降14个BPs，同比下降8个BPs。总体看，上半年债券市场运行呈现以下特点：一是债券发行总量稳步增长。截至6月20日，债券发行总量32.5万亿元，同比增长11.4%。具体看，国债发行4.32万亿元，同比增长33.8%；地方政府债发行4.1万亿元，同比下降7%。商业银行债发行6471亿元，同比增长6.8%，其中，商业银行募集资金持续精准助力实体经济重点领域和薄弱环节，小微企业债、“三农”专项金融债以及涉及绿色发展的商业银行债发行量3851亿元，同比增长19.9%。公司债发行1.8万亿元，同比增长25%，企业融资需求有所回暖（图25）。二是期限利差小幅走阔、信用利差波动收窄。截至6月20日，国债期限利差（10年期-1年期国债收益率）为0.78%，较年初上升4个BPs；信用利差（3年期AA+级中短期票据与同期限国开债收益率之差）为0.61%，较年初下降37个BPs（图26）。三是境外机构减持人民币债券。受国内外货币政策分化、中美利差走阔等因素影响，外资持有人民币债券规模及占比有所下行。截至4月末，境外机构持有人民币债券3.17万亿元，占比2.17%，较年初分别减少2210亿元和0.23个百分点。四是信用风险持续收敛。截至6月20日，信用债违约规模87亿元，同比下降70.3%。从信用债违约行业分布看，违约风险主要集中于房地产行业，共有9家房地产企业出现违约，违约规模共计64亿元。

图 25：债券发行规模

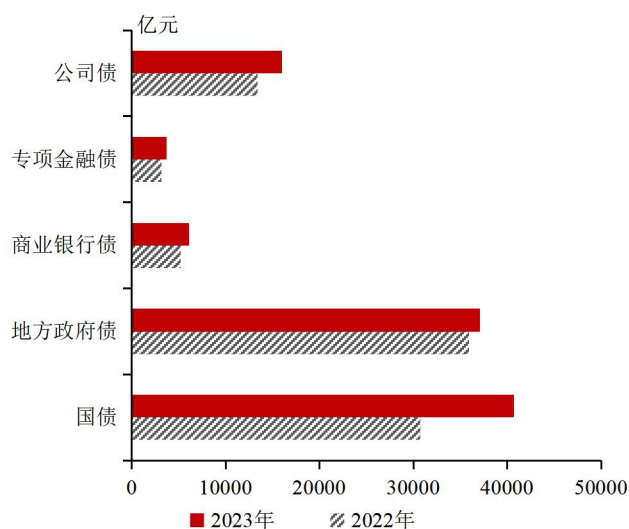
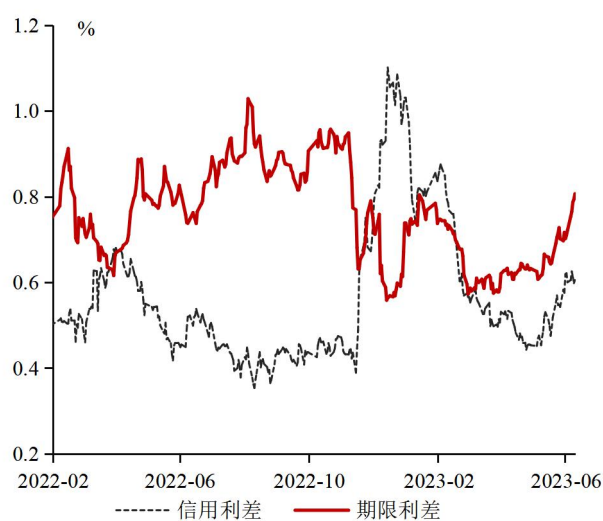


图 26：利差变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 人民币汇率双向波动增强，整体呈现“W”型波动态势

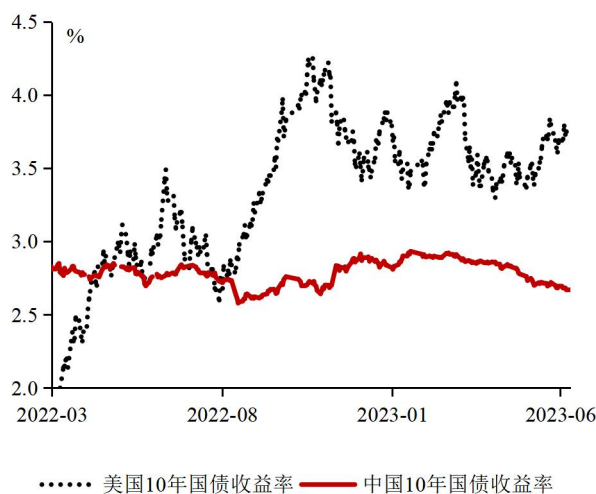
2023 年上半年人民币汇率先快速升值至 6.7 附近，后维持在 6.8-7 区间内双向波动，并于 6 月中旬走贬至 7.1 左右，整体呈双向波动态势（图 27）。截至 2023 年 6 月 20 日，美元兑人民币即期汇率为 7.17。

近期人民币汇率出现贬值的主要原因，一是美元指数短线走高。由于美国核心通胀涨幅仍高，市场对于美国紧缩路径的预期再上调，美元指数于 6 月初走升至 104 左右。二是中美利差倒挂扩大。5 月中旬以来，由于美国 10 年期国债收益率走升，同时中国 10 年期国债收益率降低，导致中美 10 年期国债利差倒挂有所扩大（图 28）。截至 6 月 20 日，中美 10 年期国债利差走阔至 -109BPs，较 5 月初的 -61BPs 利差再度扩大。三是国内经济恢复基础仍不牢固，且外需疲弱拖累出口，影响经常项目顺差与汇兑收支。据海关总署统计，5 月中国贸易顺差 658 亿美元，较 2022 年同期收窄 16%。据国家外汇管理局数据，5 月银行结售汇顺差 33 亿美元，环比收窄 39%，其中经常项目银行代客结售汇顺差环比减少 38 亿美元至 129 亿美元。

图 27：人民币汇率与美元指数



图 28：中美 10 年期国债收益率



资料来源：Wind，中国银行研究院

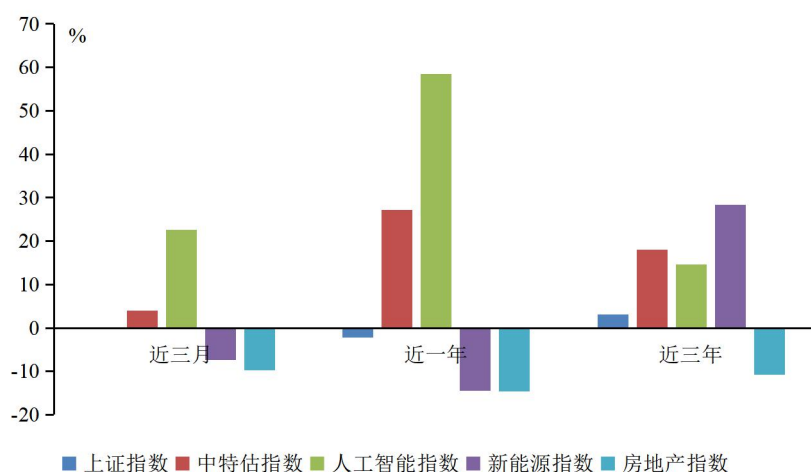
5. 多重因素叠加交织，A 股板块轮动明显

上半年，受疫后经济恢复以及国际政治环境不确定性较高等因素的综合影响，A 股改变了 2022 年波动走低的运行态势，呈现先上涨后震荡走势。分阶段来看，2023 年一季度，伴随着防疫政策的调整以及市场信心修复，A 股波动上行，上证综指涨幅超 5.9%；二季度以来，A 股进入调整阶段，整体震荡幅度加大。截止 6 月 20 日，上证综指报收于 3240.36 点，较 2022 年底上涨了 4.9%。

整体来看，多重因素影响 A 股走势。利多因素包括：上市公司生产有序恢复、盈利同比增长。在全球原材料价格持续走低以及航运市场供给量增加的背景下，企业生产运输成本有所下降，前期积压的订单得到有效释放。根据上市企业一季度经营数据，79.2%的上市公司一季度盈利，53.5%的上市企业一季度盈利实现同比增长。利空因素包括：第一，宏观经济恢复不及预期。二季度以来，中国各主要经济指标走弱，引发市场对经济恢复前景的担忧。第二，中美货币政策分化给 A 股带来了扰动。年初以来美联储虽然放缓了加息步伐，但中美利差倒挂程度却在加深，这加大了资金外流压力，对股市带来了下行压力。

上半年，A 股板块分化明显。一是以金融、电信服务以及能源等央国企为代表的“中特估”⁴企业估值得到修复。受到建设中国特色资本市场政策的影响，叠加市场对国企改革信心的增强，中特估相关企业估值有所提高。Wind 中特估指数在近三月涨幅达 3.9%，涨幅高出大盘 3.8 个百分点（图 29）。二是信息技术板块维持上行。2023 年以来，“ChatGPT”⁵横空出世，开启人工智能技术新的应用之门，引发全球广泛关注和投资者热烈追捧，这也带动中国人工智能板块尤其 ChatGPT 概念股大幅上涨。Wind 人工智能指数于 4 月上旬创造了该指数有统计以来的次高点（最高点出现于 2015 年），其最高日涨幅是同期大盘最高日涨幅的 2.4 倍。三是房地产板块延续弱势。房地产板块在年初短暂的“小阳春”之后再次走跌，上半年房地产板块指数月平均跌幅达到 2.4%（图 30）。

图 29：各板块指数涨跌幅的比较

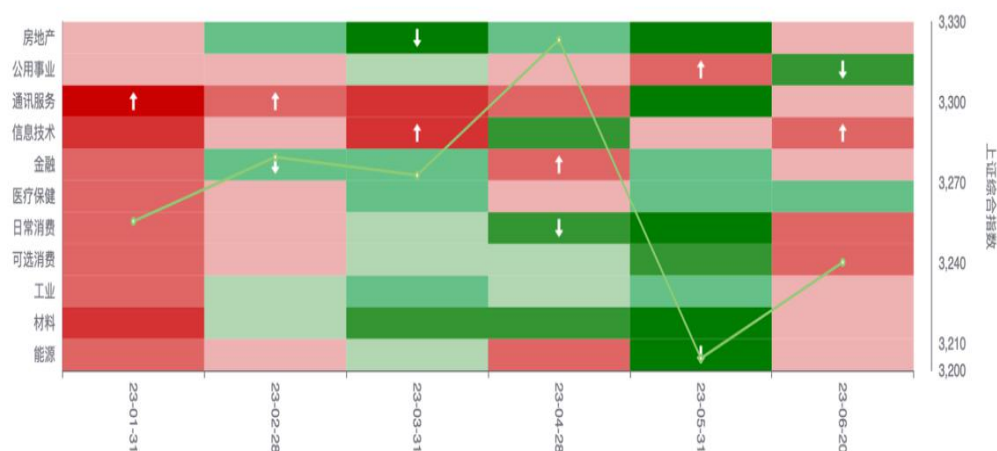


资料来源：Wind，中国银行研究院

⁴ “中特估”是指“中国特色估值体系”的简称，其由证监会主席易会满在 2022 年 11 月 21 日的金融街论坛年会上首次提出的概念，旨在探索建立具有中国特色的估值体系，提升企业估值定价的科学性和有效性，更好地发挥资本市场的资源配置功能。市场普遍认为，部分国有企业和上市银行的估值长期被低估，未来有望回归正常水平。

⁵ “ChatGPT”由美国 OpenAI 公司发布。该软件在发布后的 5 天内，用户数量就超过了 100 万，2 个月内活跃用户数更是突破了 1 亿，成为了迄今为止增长速度最快的应用软件。据 Sensor Tower 的数据，TikTok 达到 1 亿用户用了 9 个月，Instagram 则花了 2 年半的时间。该软件几乎可以完成自然语言处理的所有任务，有着十分广阔的应用前景。

图 30: 各行业指数涨跌势图

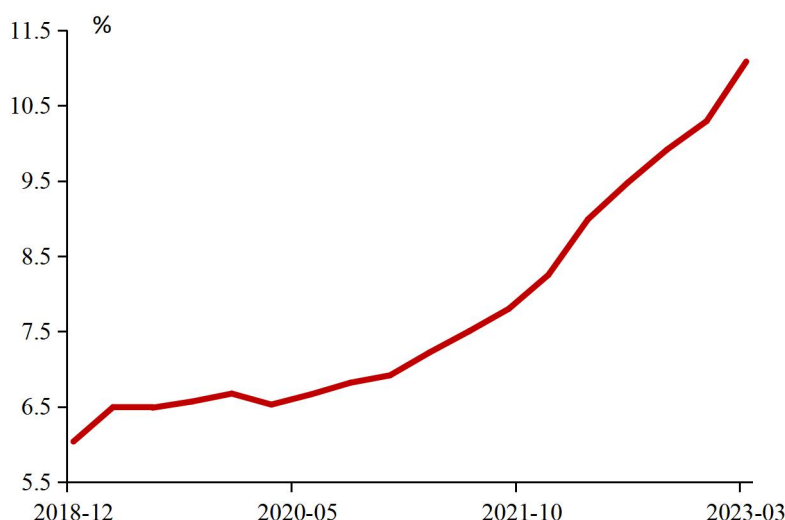


资料来源：Wind，中国银行研究院

6. 绿色贷款较快增长，碳市场建设稳步推进

一是绿色贷款总量延续了 2022 年以来的高速增长。截至 2023 年一季度，全国绿色贷款余额同比增速达 38.3%，明显高于全部贷款同期 11.8% 的增速，在全部贷款中占比升至 11%（图 31）。其中，节能环保产业贷款同比增速高达 53%，近年来全社会逐渐提升对绿色生产和绿色消费的重视程度，带动节能环保产业融资需求快速增加。二是绿色债券发行保持较高水平。根据 Wind 口径，2023 年上半年绿色债券新发行约 5900 亿元，略多于 2022 年同期（约 5800 亿元）。其中，商业银行绿色金融债发行额超过 2000 亿元，同比翻了一番。三是碳市场平稳运行，CCER 重启步伐加快。上半年，全国碳市场碳排放配额价格保持在 57 元/吨左右，月成交量约在 130 万吨左右，均略低于 2022 年同期水平。碳市场分为强制减排交易和核证自愿减排交易（CCER）。2017 年国家暂停了 CCER 交易，近年来各界希望 CCER 重启的呼声不断。2023 年 3 月生态环境部办公厅发文向全社会公开征集 CCER 方法学建议。此外，近期相关部门也多次表示正在抓紧启动 CCER 交易各项准备工作。

图 31：绿色贷款占全部贷款比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2023 年下半年金融形势展望

下半年，中国金融市场有望维持稳健运行。从经济基本面看，经济持续恢复、市场信心回升等都将成为市场利好因素。从政策面看，鉴于复苏基础尚不牢固，预计人民银行将灵活使用公开市场操作、各类借贷便利工具确保流动性合理充裕，维持稳健略宽的流动性环境。

1. 货币社融延续稳步走强，确保对企业资金支持力度不减

展望下半年，资金供给将保持稳定充足，融资环境有望维持稳中偏宽。一是货币社融将保持中高速增长。6月人民银行多次调降主要货币政策工具利率，鼓励金融机构加大信贷投放力度稳经济，这将带动M2、社融维持中高速增长。二是加大对经济重点领域和薄弱环节信贷支持力度。在结构性货币政策工具延续实施带动下，金融机构对相关领域信贷支持力度有望继续保持在较高水平，特别是绿色、高技术制造等领域信贷增速有望维持在30%以上，普惠等领域信贷增速有望保持在20%以上。三是房地产信贷增速企稳仍有难度。房地产市场运行仍然存在不确定性，居民购房动力不足，预计短期内房地产贷款增速企稳

存在一定难度。

2. 市场利率保持较低水平，企业融资成本维持低位

下半年，实体经济融资成本有望保持较低水平。一是政策利率维持低位。即使经济有所反弹，但仍需政策利率保持较低水平支持经济复苏，预计7天逆回购、MLF等政策利率还将保持低位，不排除进一步小幅调降的可能性。二是货币市场利率底部趋稳。经济复苏将带动企业融资需求回暖，从而推动短期货币市场利率企稳。但在较为宽松的货币政策支持下市场利率仍将保持较低水平。三是贷款利率低位运行。企业融资需求回暖将推动贷款利率有所回升，但预计不会过快反弹，下半年贷款利率仍将在低位波动。四是存款利率降息范围或将扩大。2023年6月国有大行又一次下调存款挂牌利率，这很可能会带动下半年中小银行跟随降低存款利率。

3. 债券收益率或将低位运行，企业债券融资保持平稳增长

一是债券总量保持稳步增长。财政持续发力稳经济背景下，利率债供给有望进一步增加。在实体经济稳健复苏带动下，企业债、公司债发行规模有望保持平稳增长。二是债券收益率或将低位运行。从政策面看，在实体经济恢复不及预期的背景下，政策将持续发力，流动性将保持合理充裕，从而带动债券收益率维持低位。从债券配置看，受存款利率下行影响，理财等仍将保持一定规模的债券资产配置，对债券价格形成支撑。三是债券市场风险仍需关注。当前房地产行业仍处在持续出清过程中，整体资产负债水平仍处在高位。在盈利能力持续承压的过程中，房地产行业潜在信用风险仍然存在，未来需密切关注房地产企业的经营情况。

4. 人民币汇率将逐渐企稳，具备稳中走强的基础

一是相关外溢影响有望减弱。虽然近期人民币汇率双向波动幅度加大，但

在 6 月美联储议息会议释放明确信号后，美元指数走强较难持续，中美利差倒挂现象将有所改善。二是国内经济增长将平稳回升。随着宏观政策协同发力，中国经济复苏力度将进一步增强，内生增长动能将持续改善，居民信心将不断修复，经济基本面对外汇市场的支撑作用将逐渐增加。三是跨境资本流动将总体稳定。中国外汇市场供求交易理性有序、韧性显著提升，汇率预期保持平稳，外汇储备规模合理充裕，国际收支格局基本平衡。四是中国宏观政策调控工具丰富充足。2023 年 5 月，中国外汇市场指导委员会（CFXC）召开会议表示，人民银行、外汇局将在必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。人民银行稳汇率政策工具箱丰富，例如“逆周期因子”调节、外汇风险准备金、外汇存款准备金等，为未来人民币汇率波动提供了纠偏保障。

5. A 股延续震荡态势，但结构性机遇犹存

第一，疫情的“疤痕效应”有望逐渐褪去。各项促经济稳增长的政策效果持续显现，消费者信心趋于稳定，预计社会总需求将持续恢复。第二，中特估板块企业估值有望持续修复。2022 年，Wind 中特估板块企业净利润达到 2.7 万亿元，主营业务收入年增长率为 16.3%，但是企业市盈率 PE 值仅为 7.6，仍低于市场平均区间（20-25）。同时，资本市场改革叠加国有企业体制改革将有助于提振投资者信心，这对于中特估相关企业的估值修复具有重要意义。第三，人工智能技术红利将持续释放。近期，ChatGPT 已宣布开放其 API 接口，这有助于其他行业通过利用 ChatGPT 的强大算力优化自身的商业模式，这一联动效应也将为 A 股带来更多结构性投资机会。第四，外部因素或将对 A 股形成扰动。6 月 14 日，美联储宣布暂停加息，但考虑到通胀高企，市场普遍认为美联储 2023 年仍有 25 个基点的加息。芝加哥商品交易所美联储观察工具显示，交易员预期美联储 7 月加息 25 个基点的概率已超过 70%。这预示着中美利差倒挂现象还会持续，再加之人民币汇率波动走低，这使得投资美元及美元资产的收益相对上升，进而有加大资产外流压力，对 A 股形成抑制。

6. 绿色金融融资额有望保持快速增长，CCER 重启值得期待

一是绿色贷款有望保持较快增长。在国家大力支持下，节能环保产业有望保持 50% 的高速增长，基础设施绿色升级、清洁能源等领域融资增长动力依然较强，有望共同支撑绿色贷款延续上半年的较快增速。二是绿色债券发行量或将保持较高水平。近期债券市场利率有所降低，为下半年绿色债券发行创造了更优的价格条件。预计下半年绿色债券发行有望达到 7000 亿元，赶超 2022 年同期水平，全年发行量超过 1.2 万亿。三是 CCER 有望重启。CCER 重启各项准备工作正在有序推进，很可能将于 2023 年下半年重启。届时中国碳市场将形成强制减排市场与自愿减排市场“双轮驱动”格局，为绿色产业资金配置筑牢市场基础。四是碳市场何时扩容仍有待观察。近年来碳市场何时扩容、新纳入哪些行业，一直备受外界关注。目前碳市场纳入了两千多家火力发电企业，未来石化、钢铁、有色、造纸、化工等高排放行业企业有望陆续纳入碳市场交易中。

表 2：2023 年下半年中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2020 (R)	2021 (R)	2022 (R)	2023 (F)				
				Q1 (R)	Q2 (E)	Q3 (F)	Q4 (F)	全年 (F)
GDP	2.2	8.1	3.0	4.5	6.0	4.9	5.6	5.4
规模以上工业增加值	2.8	9.6	3.6	3.0	4.1	4.5	6.0	4.4
服务业增加值	1.9	8.5	2.3	5.4	7.5	4.8	5.5	5.8
固定资产投资额（累计）	2.9	4.9	5.1	5.1	4.0	5.0	5.5	5.5
房地产开发投资额（累计）	7.0	4.4	-10	-5.8	-7.6	-5.0	-3.5	-3.5
消费品零售总额	-3.9	12.5	-0.2	5.8	11.5	5.7	9.5	8.0
出口(美元计价)	3.6	29.6	7.0	0.5	-3.9	-2.1	5.8	0.2
进口(美元计价)	-0.6	30.1	1.1	-7.0	-4.9	2.7	3.0	-1.5
居民消费价格指数（CPI）	2.5	0.9	2.0	1.3	0.2	0.7	1.3	0.9
工业品出厂价格指数（PPI）	-1.8	8.1	4.1	-1.6	-4.3	-2.1	-0.9	-2.2
广义货币（M2，期末）	10.1	9.0	11.8	12.6	12.0	11.8	11.5	11.5
社会融资规模（存量，期末）	13.3	10.3	9.6	10.0	9.8	9.6	10.0	10.0
1 年期 MLF（期末）	2.95	2.95	2.75	2.75	2.65	2.65	2.65	2.65
1 年期 LPR（期末）	3.85	3.80	3.65	3.65	3.55	3.55	3.55	3.55
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.54	6.37	6.95	6.87	7.1	6.8	6.6	6.6

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策取向

（一）多措并举稳定市场预期

近期经济恢复弱于预期，应引起高度重视。做好政策确定性和可预期性管理，建立政策沟通机制，避免政策实施过程对市场预期产生冲击。增强对宏观经济的预警、监测，提高反应的敏捷性、专业性和针对性。坚持“两个毫不动摇”方针并一以贯之，提振民营企业信心，适当延长对中小微企业等重点薄弱领域的帮扶政策，为其恢复提供更多空间。

（二）积极财政政策进一步发力，加大稳增长力度

一是针对财政收支矛盾问题，多渠道弥补资金缺口，适时使用政策性开发

金融工具拓宽准财政政策实施的空间。二是鼓励地方政府发行再融资券、探索发行永续债等方式拓宽资金来源渠道。针对地方政府提供纯粹公共产品产生的债务，可通过发行特别国债对地方债进行置换，降低债务偿付成本；针对其他原因产生的债务，可考虑由商业银行与地方政府密切配合进行债务重组，地方政府可将地方国企混合所有制改革与地方债处置结合起来。三是确保地方债务还本付息。加快推动城投平台市场化转型，通过债转股、债务置换、资产剥离重组等方式化解相关风险。通过省级财政统筹减轻区县级城投偿债压力。四是持续优化中央地方财政收支结构，推动财权事权更好匹配，逐步建立地方举债长效机制。

（三）金融政策要“总量+结构+监管”三重发力，助力经济持续恢复

引导金融机构加大对实体经济支持力度。下半年经济运行对全年经济目标的实现至关重要，也是确保经济得以稳步向上的关键期。货币政策要持续发力，引导金融机构优化信贷安排，确保对工业、基建、制造业等对经济影响较大行业的信贷支持力度，持续提振企业，特别是民营企业的投资和生产信心，挖掘企业资金需求潜力。

调降结构性货币政策工具利率以提升金融机构信贷投放能力。考虑到近年来利率体系整体延续下行态势，6月份也已全面降息，但碳减排支持工具等具有特定用途的结构性货币政策工具利率一直未做调整。可考虑适度调降此类工具的利率水平，以进一步增强金融机构的积极性，加大对相关领域的支持力度。

加大对资金流向的监测和引导。鼓励金融机构强化对资金流向及用途的审核，对企业资质要做好把关，敦促企业将资金更多用于实际生产。

做好应对外部风险的准备和安排。强化对金融市场的动态监管能力建设及监管协调，建立市场全流程日常信息监测、汇集及分析机制，密切跟踪外资流出入及交易情况，加强对资本市场跨境投资行为和资本流动的管理和研判，更

好掌握外资流动的情况。另外，根据汇率走势适时启用外汇风险准备金等宏观审慎工具，防止汇率出现持续性的单边走势，有效维持汇率双边波动。

（四）促进内生动力增强、社会预期改善的良性循环，形成扩大内需合力

一是继续加力推动消费恢复和扩大。创造居民收入与经济增长水平同步增长的环境和条件，以稳定和扩大就业岗位带动居民工资性收入增长，以推动资本市场健康发展带动居民财产性收入增长。进一步减轻居民的纳税负担，根据各地区经济情况差异化上调个税起征点。以供给升级创造消费新增长点，完善并创新消费场景，释放消费潜力。

二是以新场景拓展带动产业和投资，提升民间资本积极性。围绕产业布局挖掘、打造场景创新生态，积极引导教育、科技、卫生、农业等公共部门参与，通过新场景拓展推动产业发展和投资增长。积极采用政策性金融工具、再贷款、PSL等工具加大对基建投资支持，继续释放投资支撑经济增长的关键性作用。同时进一步发挥政府投资带动作用，深化营商环境重点领域改革，促进市场公平竞争和产权保护，树立民间投资标杆示范，稳定社会预期，提振民间资本市场活力。

（五）关注国际需求不振对外贸企业冲击，为其提供多方位服务与支持

一是密切跟踪和评估外部形势变化的影响，及时为外贸企业纾困。2023年外部需求总体放缓将对外贸企业经营带来压力，要做好监测、预警，通过税收支持、提升贸易和融资便利度、支持外贸创新发展等方式帮助企业保市场保订单，继续加快推动内外贸一体化发展，帮助企业多渠道拓展内销市场。

二是加大对企业开拓多元化市场的支持。为出口企业提供综合信息服务，如海外国家关于土地、环保、劳动力等领域的法律法规信息、境外展会信息等，同时借助进博会、贸促会等平台，助力企业更好地拓展海外市场。扩大出口信

保的覆盖面，为向新兴市场经济体出口的企业提供增信支持。积极引导金融机构合作开展“信保+担保”融资模式，在跨境服务、投融资便利等领域先行先试，围绕跨境电商、市场采购等外贸新业态，持续提升外资外贸服务水平。

三是关注国际经贸规则、政经格局变化对相关产业链的影响。密切关注海外重点市场与优势产业相关的政策法规动向，并及时向相关企业进行必要的风险提示。加快推动制度层面的国际交流和对话，积极整合行业组织和链主企业力量，加强在新能源等领域的标准、计量、认证认可、检验检测等体系和能力建设。

（六）稳楼市政策仍有空间，持续稳预期、化风险

针对购房者，可对一线城市适度松绑，调整第二套房的认定标准，灵活推行“认房不认贷”政策，调动“卖一买一”改善需求的积极性。同时，适当加快“带押过户”节奏，推动跨银行系统间针对房产抵押物的信息共享、风险管控、登记系统融合等，提升各部门协同质效。维持居民住房信贷支持力度，给予刚需和改善型需求购房者贷款优惠，并考虑适时再度下调住房公积金贷款利率。针对房企，应继续增强保交楼贷款支持计划、房企纾困专项再贷款、租赁住房贷款支持计划等结构性货币政策工具的执行力度，重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目。

四、专题研究

专题一：解析中国低通胀之谜

新冠疫情以来，全球经历了一轮高通胀。尽管美、欧等主要经济体纷纷通过收紧货币政策来试图抑制高通胀，但通胀高烧依然迟迟不退。与此形成鲜明对比的是，中国一直保持了较低的通胀水平。

（一）从国际对比分析中国低通胀的原因

第一，中、美、欧通胀指标构成本身存在较大不同。由于每个国家衡量通胀的指标构成不同，其影响因素也存在较大差异。要分析不同国家通胀走势背后的原因，首先就要对通胀指标的构成进行拆解。通过对比中、美、欧 CPI 结构，我们发现三者的差异主要表现在以下几个方面：一是食品类项目占比差异较大。中国 CPI 结构中食品类项目占比权重达 30%，要显著高于美（14.4%）、欧（21.5%），尤其是猪肉占比较大（约为 2.2%）。由于猪肉价格存在明显的周期性波动，其对中国 CPI 运行具有重大影响。二是能源类项目占比差异较大。中、美、欧 CPI 结构中，能源项目占比分别为 4%⁶、6.9%和 10.7%，中国 CPI 结构中能源类商品和服务的权重明显更低，能源等大宗商品价格变化对中国 CPI 的推动影响明显弱于美、欧，而更多的是体现在对中国 PPI 的影响上。2023 年 1-5 月，中国 CPI 中的交通和通讯价格同比下降 1.4%，下拉 CPI 涨幅 0.19 个百分点；PPI 中的石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业产品价格分别同比下降 5.4%和 10.7%，分别下拉 PPI 涨幅 0.28 和 0.1 个百分点（图 32、图 33）。三是居住类项目占比差异较大。美国 CPI 结构中住宅占比高达 44.4%，明显高于中国和欧元区。

表 3：中、美、欧通胀指标结构对比

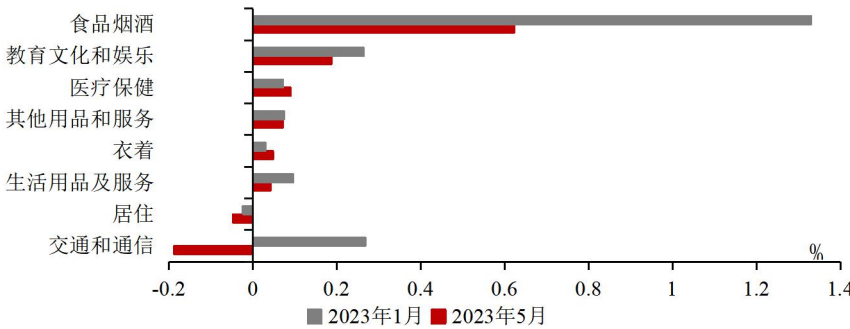
中国（CPI）		美国（CPI）		欧元区（HICP）	
项目	占比(%)	项目	占比(%)	项目	占比(%)
食品烟酒	30.00	食品和饮料	14.38	食品和非酒精饮料	17.25
				酒精饮料	4.27
衣着	6.81	服装	2.48	服装鞋类	5.15
居住	22.12	住宅	44.38	住宅水电燃气	15.08
生活用品及服务	4.74			家具、家用设备和住房日常维护	6.62
				住宿餐饮	9.59
医疗保健及个人用品	11.24	医疗保健	8.11	保健	5.23
交通和通讯	11.25	交通运输	16.74	交通	14.72

⁶ 此处中国 CPI 中能源项目占比为估算值。

		教育与通信	5.85	通信	2.74
娱乐教育文化用品及服务	13.65	娱乐	5.39	娱乐和文化	8.69
				教育	1.02
其它	0.19	其它	2.68	其它	9.65

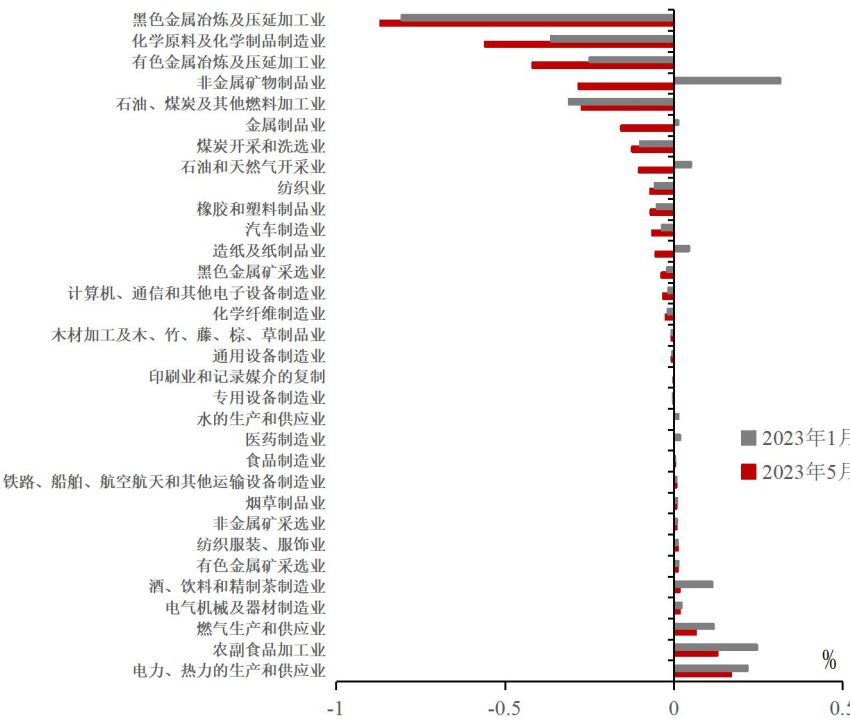
资料来源：中国统计局、美国劳工局、欧盟统计局，中国银行研究院

图 32：各分项对中国 CPI 累计同比的影响



资料来源：Wind，中国银行研究院

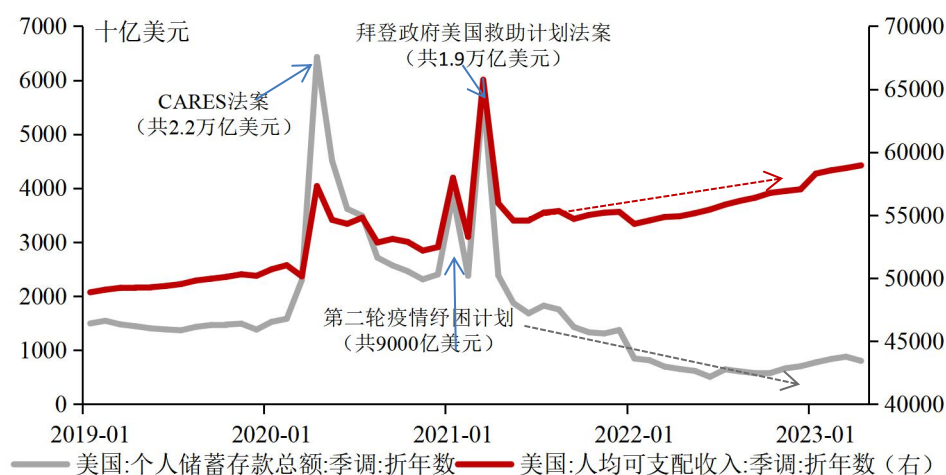
图 33：各行业对中国 PPI 累计同比的影响



资料来源：Wind，中国银行研究院

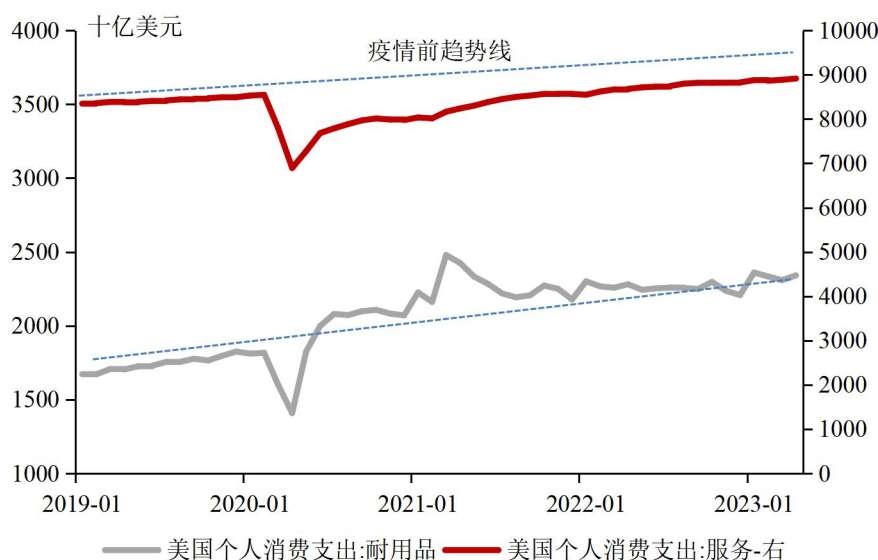
第二，疫情以来中、美、欧经济恢复节奏存在较大差异。在美、欧等主要经济体的经济恢复过程中，消费表现好于生产。由于美、欧等主要经济体实施了较大力度的财政补贴（包括为居民发放现金支票、增加联邦失业金补贴等），居民资产负债表非但没有在本次疫情中受损，收入反而有所增加。截至 2022 年末，美国人均可支配收入为 5.71 万美元，较疫情前（2020 年初）增长了 12.5%。并且疫情期间美国人均可支配收入增长并不是匀速的，增长快的时点恰好分别对应着大规模财政“发钱”（图 34）。随着疫情影响的缓解，居民储蓄逐渐转变为消费，消费需求迅速释放，首先表现为耐用品消费支出的较快恢复。2022 年 4 月美国耐用品消费支出为 2.34 万亿美元，已超过疫情前水平。接着，服务消费支出也随之修复，2022 年 4 月美国服务消费支出为 8.92 万亿美元，还在向疫情前趋势线回归的过程中（图 35）。服务消费的恢复也是 2023 年以来美国经济增长的重要支撑。然而生产端方面，疫情影响下欧美出现的劳动力短缺、运输体系混乱等问题，供应链受到严重冲击，供需矛盾凸显。

图 34：疫情后美国居民储蓄转为消费



资料来源：Wind，中国银行研究院

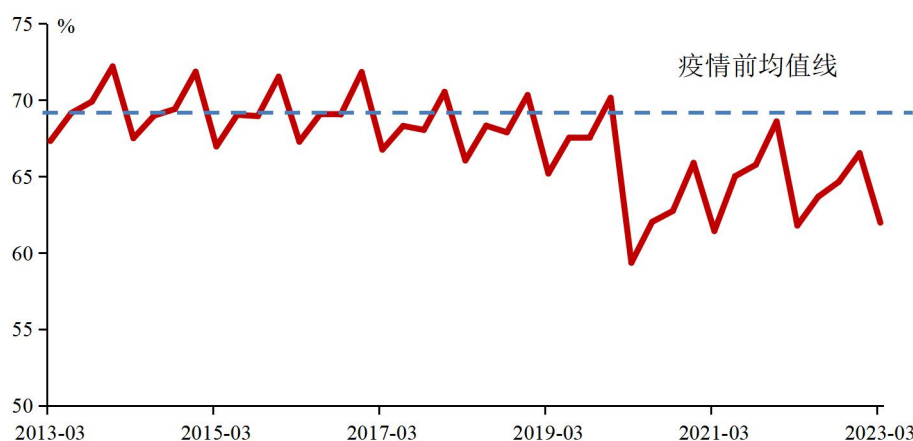
图 35：美国耐用品和服务消费恢复情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

中国的经济修复则是从生产端开始的，供给表现好于需求。在疫情初期，中国便采取了强有力的防控措施，较早地控制住了疫情发展，率先恢复了生产活动和经济秩序。此外，中国疫后救助政策首先是保市场主体，而不是美、欧“撒钱”促消费的模式，这为从源头上解决供给动力不足的问题创造了好的环境。加之中国工业体系完备且韧性较强，疫后中国供给恢复较快。2020-2022 年中国工业增加值增速均值为 5.3%，与疫情前水平（2019 年为 5.7%）基本持平。但由于消费场景的缺失、居民收入受损和市场预期走弱，疫情期间中国居民储蓄意愿上升、消费倾向减弱。居民人均消费支出年均增长从 2017-2019 年期间 8% 降至 2020-2022 年期间 4.4%，下降 3.6 个百分点。在疫情放开后，由于居民收入和消费信心恢复缓慢，消费表现仍不及预期。2023 年一季度，全国居民人均可支配收入增长仅 3.8%，低于同期 GDP 增速；消费倾向（人均消费支出占人均可支配收入的比重）为 62%（图 36），仍低于疫情前水平（2015-2019 年一季度均值为 66%）。

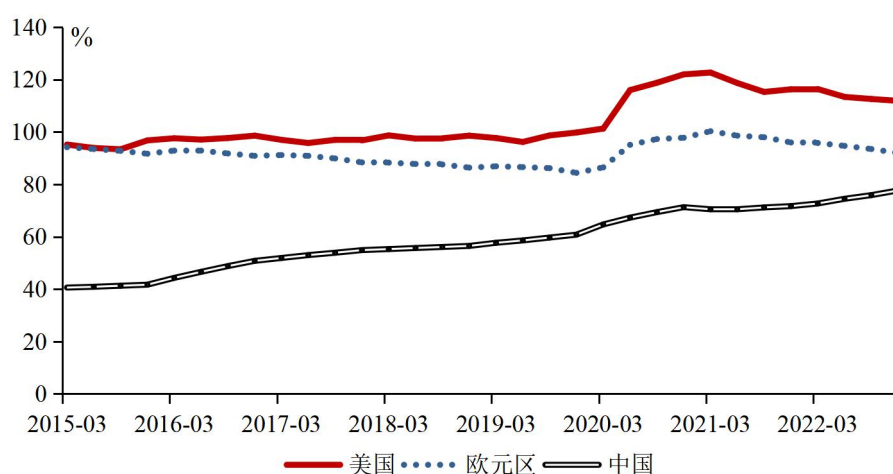
图 36：人均消费支出占人均可支配收入比重



资料来源：Wind，中国银行研究院

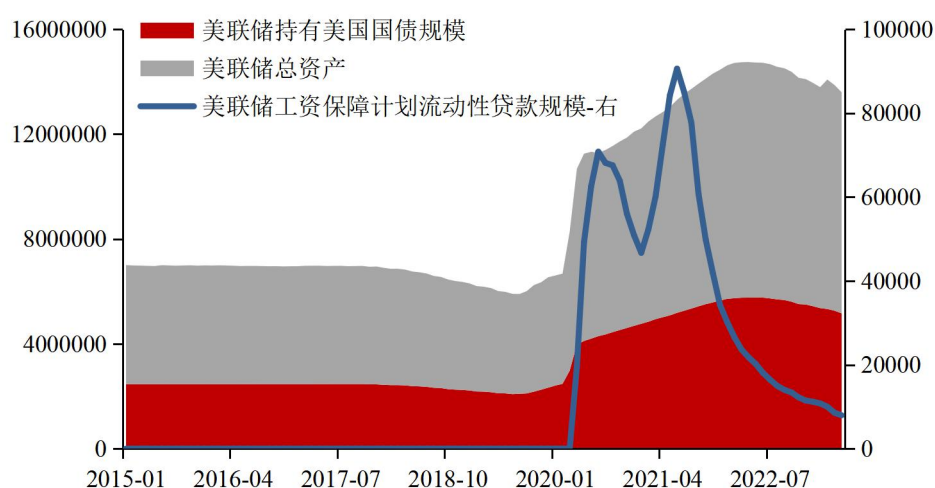
第三，中、美、欧应对疫情冲击的货币、财政政策表现不同。为应对疫情冲击，美、欧等主要经济体推出了超级宽松货币政策和大规模财政刺激政策，二者效果的双重叠加导致大量超发货币流到实体领域，进而推升通胀水平。一方面，史无前例的宽松货币政策使得全球流动性处于极度充裕的状态；另一方面，大规模财政刺激推动财政赤字大幅走高。截至 2021 年末，美联储、欧洲央行资产规模分别为 8.81 万亿美元和 8.57 万亿欧元，分别较疫情前（2020 年初）增长了 109.7%和 83.4%；美国、欧元区的政府部门杠杆率分别攀升至 95.5%和 116.3%（图 37），均位于历史高位。与此同时，货币政策与财政政策还实现了高强度的捆绑，诸多国家出现了财政赤字货币化现象。以美国为例，美联储通过大规模购买国债与市政债券来支持政府融资为财政赤字“买单”，并创设一系列新型信贷工具直接支持企业和居民部门（如工资保障计划流动性贷款、中产阶级贷款计划）。截至 2021 年末，美联储持有美国国债规模达 5.65 万亿美元，较疫情前（2020 年初）增长了 142.7%（图 38）。

图 37：中、美、欧政府杠杆率对比



资料来源：国际清算银行，中国银行研究院

图 38：美联储资产变化情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

中国货币政策的放松则显得较为克制谨慎。疫情以来，中国是全球极少数货币政策始终保持在正常区间的主要经济体，一直坚持实施稳健的货币政策，不搞“大水漫灌”。人民银行资产负债表并无大规模扩张和变化。货币供应量保持稳定增长，2020-2022 年间中国 M2 同比增速保持在 10% 左右，与名义 GDP 增速基本匹配。值得注意的是，2023 年以来中国 M2 增速有所加快，但物价涨

幅反而进一步走低。截至 2023 年 4 月末，M2 同比增长 12.4%，较上年末上行 3.4 个百分点。2023 年 1-5 月，PPI、CPI 累计涨幅分别为 0.8% 和 -2.6%，分别较上年全年下行 1.2 个和 6.7 个百分点。高货币供应量、高信贷投放与低通胀水平间的反差进一步扩大，引起了市场的进一步关注。

第四，中国政府在保供稳价方面采取了强有力的措施。疫情以来，中国政府采取了一系列保供稳价政策，稳定了粮食、能源等重要民生商品市场，进而保障了物价持续运行在合理区间。一是保障煤炭稳供稳价，打击恶意炒作、囤积居奇等违法违规行为。由于煤电提供了中国 60% 以上的发电量，煤炭价格稳定对保持居民企业用电价格稳定发挥了重要作用。二是巩固粮食安全基础，确保粮价合理运行。联合国粮农组织数据显示，2022 年全年，全球食品价格指数升至 143.7 点，为 1990 年有记录以来最高水平，较上年上涨 14.3%。国内外粮价涨幅对比来看，国际小麦、玉米价格月度同比涨幅最高达到 74% 和 36%，而中国小麦、玉米价格走势较为平缓，成品粮零售价格更为稳定，全年 36 个大中城市大米零售价比上年下降 1%，面粉零售价较上年上升 3%。

（二）理性看待中国当前低通胀的影响

第一，低通胀能够为居民消费、宏观政策提供较稳定的环境。一是低物价水平有利于提升居民实际购买力。居民的实际收入增速取决于名义收入和物价上涨幅度的相对差距。当前居民收入处于逐步恢复的调整阶段，低物价水平有利于推动居民实际收入稳定回升，进而增强居民实际购买力，促进消费复苏。一季度，中国居民人均可支配收入实际增速较名义增速回升更快。二是低通胀将给未来宏观政策预留进一步宽松的空间。全球大部分中央银行的目标是控制通胀和经济增长。在经济实践中，需要把握货币政策的方向、节奏和力度，平衡好二者间关系。在高通胀情形下，往往需要人民银行及时采取紧缩货币政策，

这就难免对经济增长造成负面冲击。2022 年以来，美、欧等主要经济体人民银行就一直处于“稳增长”与“控通胀”的两难困境当中。与之相反，中国较低的通胀水平为宏观政策稳增长、稳就业、稳物价留出了更多、更大的发挥空间。中国货币政策不会像美欧等经济体为治理高通胀问题而发生“急转弯”，甚至因过快加息引发金融市场动荡，经济金融市场环境将在稳健的宏观政策引导下保持整体稳定。

第二，当前中国 PPI 下行对企业利润形成整体和结构性影响。企业利润可拆分为营业收入和利润率两个部分，营业收入可进一步分解为产量和价格两方面因素。因此，企业利润增长同时受到量、价、利润率所对应的工业增加值、PPI 以及营收利润率三项指标影响（图 39），且与 PPI 变化呈同向变动（图 40）。整体而言，产品价格长期下行将减弱企业扩大生产的动力，盈利不足则将限制企业投资能力。但同时应该注意到，上中下游产品价格分化有利于调整行业利润分配格局。当前中国上游采掘和原材料行业产品价格下降明显快于中下游行业。2023 年 1-5 月，上游采掘工业、原材料工业和下游生活资料价格涨幅分别为 -4.6%、-4% 和 0.8%。原材料价格回落有利于缓解中下游行业成本压力，重塑不同行业间利润分配格局。2023 年 1-4 月，上游原材料行业中黑色金属冶炼、有色金属冶炼、化学原料和化学制品制造业利润分别同比下降 99.4%、55.1% 和 57.3%，中游设备制造业中通用设备制造业、电气机械及器材制造业、仪表仪器制造业利润分别同比上涨 20.7%、30.1% 和 9.6%，下游消费品行业中汽车制造业、纺织业、文体娱乐用品制造业等行业利润降幅逐步收窄。

图 39：企业利润的量、价、利润率拆分

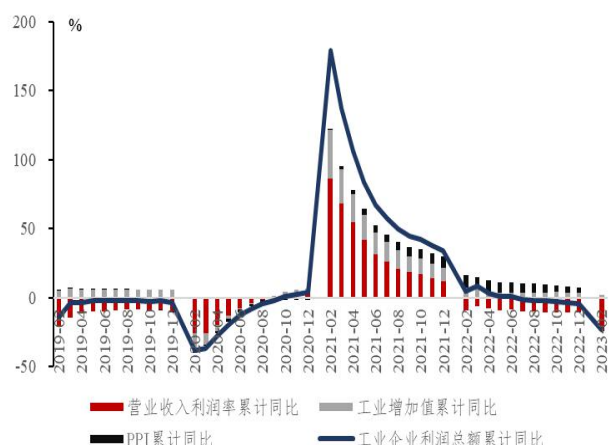
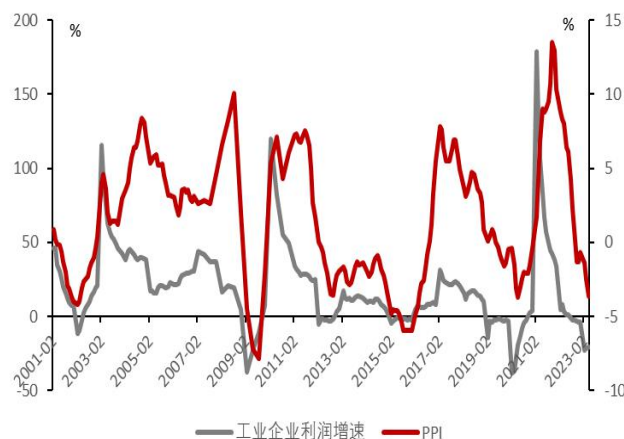


图 40：PPI 与企业利润增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）相关建议与启示

第一，多措并举提振内需、稳固经济复苏基础。低通胀并不是一件坏事，它一定程度上有利于经济平稳运行，但低通胀长期持续所带来的负面影响也不容忽视。当下中国低通胀现象的背后反映了内需不足、经济复苏动力偏弱的事实，需要及时采取措施稳固经济复苏基础。稳定市场预期，加强政府与市场间的沟通，做好政策确定性和可预期性管理。加大稳增长力度，积极财政政策进一步发力，加大对基建投资的支持力度。促进居民收入水平提高，完善并创新消费场景，释放消费潜力。

第二，由于货币供应对通胀的影响存在一定滞后性，需关注未来几年中国通胀走势。从理论上讲，货币供应的变化会通过刺激效应、财富效应等渠道引起通胀的同方向变化。现实中，高通胀现象往往出现在宽松的货币政策周期之后，表现出明显的滞后性。这可能的原因在于，从人民银行释放流动性到推高商品价格，资金需要经历从金融市场到商品市场等多个环节，存在一定的时滞。例如本轮全球高通胀的重要助推因素之一就在于主要经济体前期应对疫情冲击而采取了超宽松货币政策，向市场注入过多流动性。2023年以来中国货币供应

量增速出现抬升，并未表现为当前通胀水平的抬升，但需要关注可能存在的时滞效应。

专题二：中长信贷与投资增速背离的原因及建议

2023 年以来，信贷投放规模大幅多增但并未带动投资增速持续上行，关于信贷资金的流向问题引发市场关注。

（一）年初以来资金供给规模明显走高

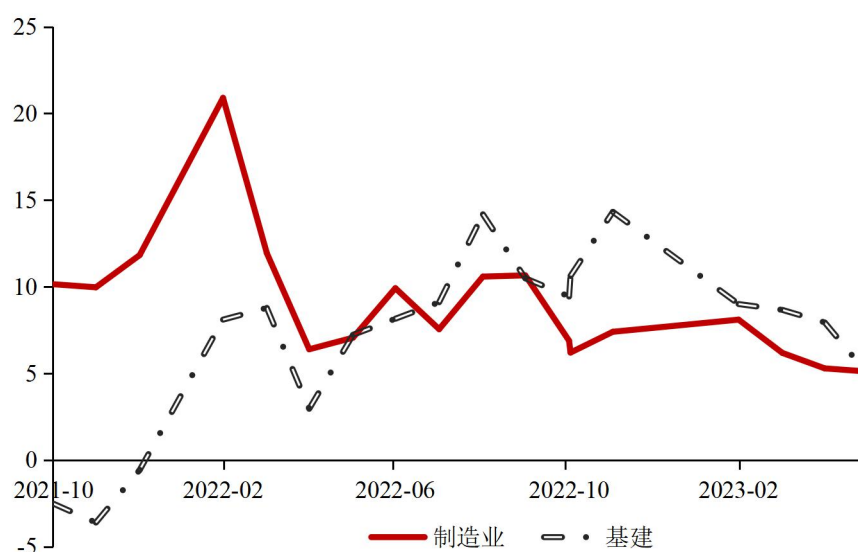
年初以来，随着经济持续恢复，企业融资意愿提升，加之货币政策持续发力，引导金融机构加大对实体经济支持力度，带动信贷规模明显走高。2023 年 1-5 月，金融机构新增人民币贷款达 12.67 万亿元人民币，同比多增 1.8 万亿元。

但信贷资金的大幅供给并未带动投资增速持续上升。信贷资金投放高速增长的背后，是中长期贷款的连续大幅多增。从资金需求角度，企业使用短期贷款主要用于临时性资金周转、货物结算等，使用中长期贷款主要是为扩大再生产，这与经济活动关系更加密切。因此，企业中长期贷款数据是反映企业对未来经济预期情况的重要参考指标。自 2022 年 8 月起，企业中长期贷款便出现持续多增，显示企业对未来经济预期乐观。2023 年年初以来，企业中长期信贷创记录的大幅多增也被认为是企业预期未来经济将会持续复苏的信号。2023 年 1-5 月，新增企业中长期贷款 8.11 万亿元，占新增贷款比重为 64%，同比大幅上升 20.2 个百分点。

与中长期贷款高增并不同步，企业投资增速出现下行。由于中长期贷款主要作用是支持企业投资和扩大再生产，因此，与之关系密切的投资增速可以被认为是中长期信贷是否有效转化为投资的判断依据。2023 年以来，在中长期贷款持续保持多增的同时，投资增速并未与之同步，而是有所下降。例如，制造业、基建增速由 1-2 月的 8.1%、9% 降至 5 月的 5.1%、4.9%（图 41）。中长期信贷资金并未持续转化为企业投资，这意味着企业对经济未来预期可能并未如

中长期信贷数据般强劲。

图 41：制造业和基建投资增速同比变化（%）



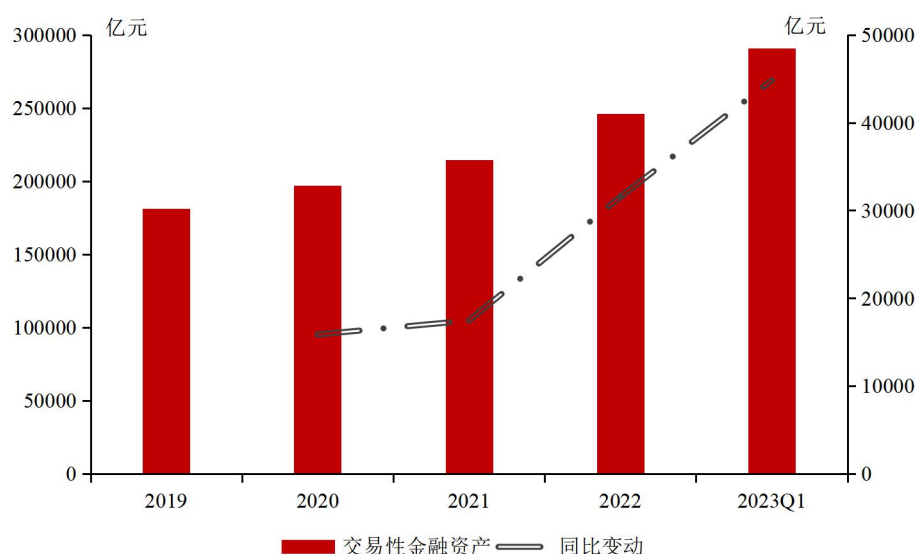
资料来源：Wind，中国银行研究院

特别地，4月份以来，中国中小企业信心指数、预期指数自4月份起也开始掉头向下，意味着企业对未来经济转暖的预期出现阶段性变化，一季度经济恢复的强劲势头未能延续，但4月、5月企业中长期贷款依然多增了4017亿元、2147亿元。

（二）资金闲置规模上升导致使用效率下降

在经济增长不及预期影响下，信贷大幅多增、企业投资动力不足导致现金管理需求大幅上升。选择2019-2023年一季度数据披露相对完整的上市公司进行分析。结果发现，1646家上市公司持有的交易性金融资产规模由2019年末的18.11万亿元增长至2023年一季度的29.07万亿元，大幅增加10.96万亿元。特别地，自2022年以来，企业购买交易性金融资产规模出现明显上升，2022年同比增加了3.15万亿元，2023年一季度比2022年末大幅增加了4.48万亿元，已超过2022年全年（图42）。这意味着企业获取资金后可能并未完全用于生产投资，不少资金又回到了金融体系内。

图 42：上市公司持有交易性金融资产及同比变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

在疫情防控政策持续优化带动下，企业稳步推动复工复产，资金需求也在逐步恢复，但企业生产投资需要一定的时间周期。年初金融机构信贷额度较为充足，信贷投放动机和能力本身较强，加之政策引导，从而带动短时间内资金出现集中、大规模投放。但相较于企业稳步恢复的资金需求来说，资金整体供过于求从而出现闲置，不少企业在拥有大量资金的情况下，并未将所有资金用于实际生产环节，而是加大了对各类理财产品的购买，试图获得低风险收益，这在一定程度上弱化了资金使用效率，降低了政策调控效果。

企业购买理财产品获取收益本身属正常现象。但在经济恢复期，企业大量购买理财而不从事实际生产会拖累经济恢复进程，从长远看对企业经营也存在较大负面影响。特别地，企业获取的低成本资金本身即有政策驱动因素，在获取低息贷款情况下，不从事实际生产转而购买理财获益存在不合理之处，这需要积极采取措施进行引导。

（三）政策建议

一是根据经济恢复需要，引导金融机构合理平滑信贷投放节奏。信贷大幅

多增但企业投资偏弱，在带动宏观杠杆率上升的同时并未推动经济增速明显上升，这会进一步加剧企业负担。未来应根据企业资金需求意愿变化灵活调整对商业银行的信贷投放考核要求，平滑信贷投放节奏。

二是引导金融机构做好资金审核。要引导商业银行强化贷后资金管理，对资金用途严格审核，对企业资质要做好把关，避免为达到监管要求而忽视资金用途，有效提升资金使用效率。

专题三：“北向互换通”上线与相关策略研究

5月15日，“北向互换通”在香港正式上线交易，中国金融市场对外开放迎来又一重要里程碑。

（一）互换通业务的发展历程和重要意义

互换通的底层业务是人民币利率互换协议(IRS)，指交易双方约定在未来一定期限内，根据约定数量的人民币本金交换现金流的行为，其中一方现金流根据浮动利率计算，另一方现金流根据固定利率计算。

2006年，人民银行发布开展人民币利率互换交易试点的通知，首笔人民币互换业务落地。2008年，人民银行发布了正式开展人民币利率互换业务的通知，参与机构拓展到所有银行间债券市场参与者。2014年，人民币利率互换集中清算业务在银行间市场清算所股份有限公司推出，标志着中国场外金融衍生品集中清算机制开始运行。2017年，增加了银行间回购利率（FDR）互换产品以及5年以上利率互换品种，中国人民币利率互换交易规模跃上新台阶，达12万亿元。

2022年7月，内地与香港宣布启动利率互换市场互联互通合作，根据“互换通”业务，境内外投资者可经由内地与香港金融市场基础设施机构在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，在不改变交易习惯、有效遵从两地市场法律法规的前提下，便捷地完成人民币利率互换交易和集中清算。2023年4

月 28 日，人民银行表示，为规范开展内地与香港利率互换市场互联互通合作相关业务，保护境内外投资者合法权益，维护利率互换市场秩序，制定并发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》，自 2023 年 4 月 28 日起施行。本次首先开展的是“北向互换通”，即香港及其他国家和地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，参与内地银行间金融衍生品市场。

2023 年 5 月 15 日，内地与香港利率互换市场互联互通合作正式上线运行，中国人民银行、香港证监会、香港金管局联合举办了启动仪式，首日共有 20 家“北向互换通”报价商与 27 家境外投资者达成人民币利率互换交易 162 笔，名义本金总额 82.59 亿元人民币，覆盖境外银行、境外券商、境外资管产品等各个类型境外投资者。

此次“北向互换通”业务有几个特征：一是初期可交易品种为利率互换产品。“北向互换通”利率互换的报价、交易及结算币种为人民币。使用外汇参与交易和清算的机构，可在香港人民币业务清算行及香港地区经批准可进入境内银行间外汇市场进行交易的境外人民币业务参加行办理外汇资金兑换；二是境外投资者可通过中国人民银行认可的境外电子交易平台与境内电子交易平台连接，向境内电子交易平台发送交易指令。最终交易在境内电子交易平台达成，交易一经达成即视为交易已完成确认。存续合约的转让应当通过境内电子交易平台开展；三是根据金融市场基础设施原则要求及各自中央对手清算风险管理制度分别管理境内、境外两端清算参与者风险，并共同管理相互之间的净额风险；四是“北向互换通”实行额度管理，并根据市场情况适时调整。“南向互换通”有关规定另行制定。这也代表着业务的可延续性。

互换通业务具有重要意义：

一是跨境资本管理体系更加完善。作为全球首个衍生产品市场的互联互通

机制，“北向互换通”为中国资本项目的改革开放增添了不少色彩。从沪深港通、债券通、理财通、ETF通、双向资金池，到如今的“北向互换通”，中国金融对外开放步伐从未停歇，跨境资本通道越来越丰富，运行机制也更趋健全。

二是香港国际金融中心地位更加巩固。“北向互换通”是中央支持香港发展，推动内地与香港合作的重要举措，有利于巩固香港国际金融中心 and 离岸人民币枢纽地位。香港也将继续发挥“防火墙”和“试验田”的功能，助力内地金融市场高质量对外开放，为新时代创新发展和联通国际市场积累经验。

三是人民币国际化步伐加快。“北向互换通”初期可交易品种为利率互换产品，涉及的报价、交易及结算币种均为人民币，这将进一步丰富境外人民币资产“生态圈”，有利于在更大范围推动人民币国际化发展。

（二）互换通上线对金融市场的影响

1. 促进人民币利率互换市场的发展

利率互换作为主要的利率衍生品之一，能够满足境外投资者对冲利率风险的需求。自人民币利率互换于2006年2月9日推出以来，国内人民币利率互换交易快速发展，名义本金成交额不断上升，已经成为银行间市场最主要的衍生产品。2022年利率互换名义本金总额达21万亿元。但人民币利率互换发展空间仍然很大，对比全球范围内利率互换名义本金交易量，人民币利率互换市场在全球市场中占比仅为2.62%，而美国利率互换名义本金规模在全球市场中占比56.8%。目前人民币利率互换市场在全球范围内占比仍较低，银行可以借助“北向互换通”上线的重大机遇，利用境内银行间市场的高流动性及多元化参与主体的优势，加大互换通业务的宣传推广力度，更有效地拓展海外市场。

2. 重塑中国投资市场在全球的比较优势

“北向互换通”为国际投资者对冲利率风险提供衍生品工具。境外投资者

持有境内人民币计价债券资产增加，而全球利率环境步入高波动阶段，使国际投资者对于投资组合的风险管理工具产生强烈需求。过去债券通的投资者主要运用离岸市场的 NDIRS（离岸非交割利率互换）或 TRS（信用挂钩互换）等方式对冲利率风险，而“北向互换通”提供了更加丰富、便捷、安全、有效的渠道。通过香港的金融基建和中介机构，投资者进入流动性较好的在岸利率互换市场，可以更有效地管控利率风险，减少利率波动对其持有人民币计价债券投资组合的影响。当前人民币币值和国内债券价格、投资回报均表现较稳定，人民币资产的分散化投资价值显现，在当前形势下，“北向互换通”能够助力债券市场更好地满足国际投资者安全、灵活的投资需求。

3. 提升外资在境内债券市场的投资占比

“北向互换通”利好境内债券市场发展。截至 2023 年 3 月末，境外机构持有银行间市场债券 3.21 万亿元人民币，持仓只占内地债券市场不足 3%。其中国际投资者以配置利率债为主，外资在境内的固收资产近三分之二集中于国债，信用债的配置比重有待提升。海外养老基金一类的机构投资者，在进行投资布局时要充分考虑一个市场中风险对冲的可操作性和有效性，而“北向互换通”能够为观望中的境外投资者提供进入中国市场的投资保障，从而激发外资增持信用债的潜在需求，进一步提升内地债市对外开放水平。

（三）相关策略建议

1. 提高衍生品金融服务专业水平

作为衍生品市场的重要组成部分，中国银行间衍生品市场规模与日俱增，交易品种也日益丰富，交易机制持续优化。此次参与“北向互换通”的境内投资者都是具有较强定价、报价和风险管理能力的专业境内金融机构法人，它们的参与对境内银行的衍生品金融服务提出了更高要求。各银行与金融机构间相互学习、借鉴、融合，也有助于境内和香港市场整体金融服务水平的进一步增

强。

2. 把握跨境金融服务机会

在“北向互换通”业务场景下，上海清算所与场外结算公司之间的跨境资金结算主要通过人民币跨境支付系统办理，初期全市场每日交易净限额为 200 亿元，清算限额为 40 亿元。其中场外结算公司可在境内银行开立人民币基本存款账户和人民币“互换通”结算专用存款账户（NRA 账户），为境内银行提供跨境清算、存款账户服务机会。同时，香港地区的人民币换购业务也是一大业务增长点，为银行提供更多获客、活客的机会。

3. 促进境内外金融机构加强联动合作

“北向互换通”的服务对象主要为海外金融机构，但一些境外机构也归属于境内跨国金融集团，因此境内银行与香港银行间的合作将在业务发展中起到重要作用，比如推荐客户、办理衍生品业务切分集团额度等。境内银行可以给予香港银行及时的支持和配合，而香港银行可以积极为境内银行创造、导流跨境清算、托管等服务机会，实现业务共赢及可持续发展。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66594264

传真：+86-10-66594040