

## 中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：赵廷辰 中国银行研究院  
吴丹 中国银行研究院  
电话：010 - 6659 1558

签发人：陈卫东  
审稿：周景彤 李佩珈  
联系人：王静 刘佩忠  
电话：010 - 6659 6623

\* 对外公开  
\*\* 全辖传阅  
\*\*\* 内参材料

疫后中国经济恢复系列研究之一：

## 疫情防控措施优化后金融市场 迎来暖春\*

自2022年11月我国优化疫情防控措施以来，经济复苏态势逐步显现。金融市场也随之开始回暖，市场信心显著提振，境外资金对国内市场的关注程度再度升高。当前，我国金融业呈现出市场利率合理回升、贷款量与质同步提高、汇率回升后趋于稳定、股票交易活跃度增强等亮点。但同时也存在信用债利率非理性升高、居民融资需求偏弱、美联储加息影响人民币汇率稳定、全球经济衰退和地缘冲突等风险可能传导至境内市场等问题。未来金融要进一步加大支持实体经济力度，为经济持续复苏营造良好条件。

## 疫情防控措施优化后金融市场迎来暖春

自 2022 年 11 月我国优化疫情防控措施以来，经济复苏态势逐步显现。金融市场也随之开始回暖，市场信心显著提振，境外资金对国内市场的关注程度再度升高。当前，我国金融业呈现出市场利率合理回升、贷款量与质同步提高、汇率回升后趋于稳定、股票交易活跃度增强等亮点。但同时也存在信用债利率非理性升高、居民融资需求偏弱、美联储加息影响人民币汇率稳定、全球经济衰退和地缘冲突等风险可能传导至境内市场等问题。未来金融要进一步加大支持实体经济力度，为经济持续复苏营造良好条件。

### 一、市场看好经济复苏前景，主要利率合理回升

利率是反映经济前景、折射市场信心的重要先行指标。在通胀稳定情况下，市场利率的变动通常与经济增速的变动保持相对一致<sup>1</sup>。随着防疫措施优化，主要利率由此前的持续走低，逐步回升至合理水平，反映出市场看好经济复苏前景。但信用债利率非理性升高的问题应引起关注。

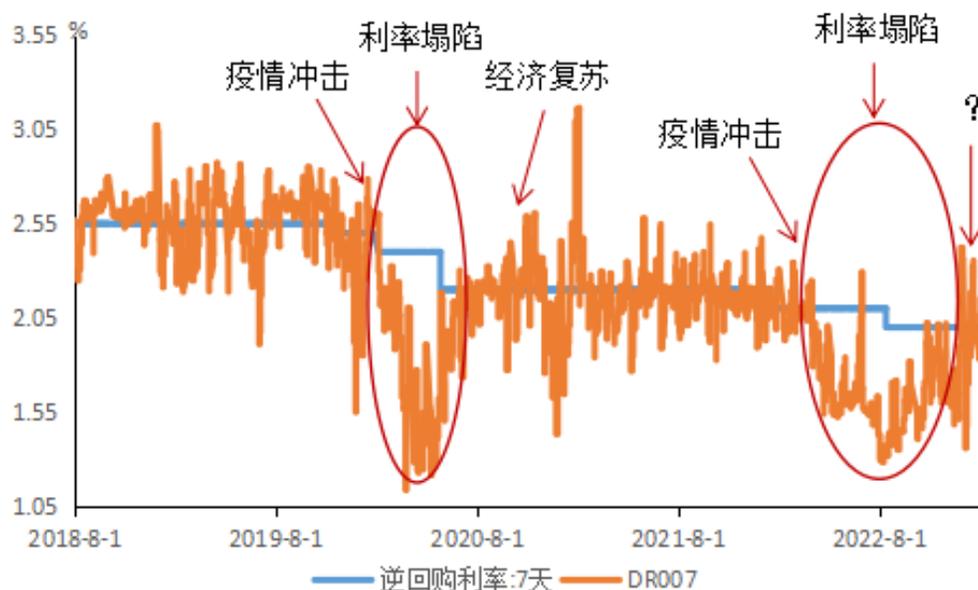
第一，从短期利率来看，融资需求恢复，推动货币市场利率回归围绕政策利率波动的正常状态。在我国短期货币市场中，人民银行通过 7 天逆回购操作投放流动性，通过调节 7 天逆回购利率（政策利率）来引导 DR007 等利率（市场利率）围绕政策利率波动。但在 2022 年 4 月疫情冲击后由于融资需求低迷，货币市场利率快速下行、持续低于政策利率，7-8 月时 DR007 更曾跌破 1.4%，降至历史罕见低位。11 月随着防疫措施得到优化<sup>2</sup>，DR007 开始逐渐回升，进入 2023 年后已基本回归正常的围绕政策利率（目前是 2.0%）波动状态。这种市场利率长期持续低于政策利率的“利率塌陷”现象

<sup>1</sup> 根据宏观经济学观点，如果经济增长前景向好，居民认为未来自己收入将提升，那么他会增加消费、减少储蓄，而企业也愿意扩大投资，导致当前社会总储蓄小于总投资，利率上升；反之如果经济前景不佳，居民普遍认为个人收入将减少，便会减少当前消费、增加储蓄，企业也将收缩投资，导致社会总储蓄大于总投资需求，利率下降。

<sup>2</sup> 2022 年 11 月 11 日，国务院联防联控机制发布《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施科学精准做好防控工作的通知》（简称《通知》），此后全国各地有序优化防控措施。

<sup>3</sup>，在 2020 年 2 月疫情首次暴发时也曾出现，到 2020 年 7 月充分复工复产后 DR007 重回政策利率周围波动（图 1），随即 2020 年下半年经济出现较强复苏。今昔对比，随着本次市场利率走出“塌陷”状态，一定程度上说明当前融资需求正在恢复，经济复苏迹象开始显现。

图 1：疫情冲击两次导致“利率塌陷”



资料来源：人民银行，中国货币网，作者整理，中国银行研究院

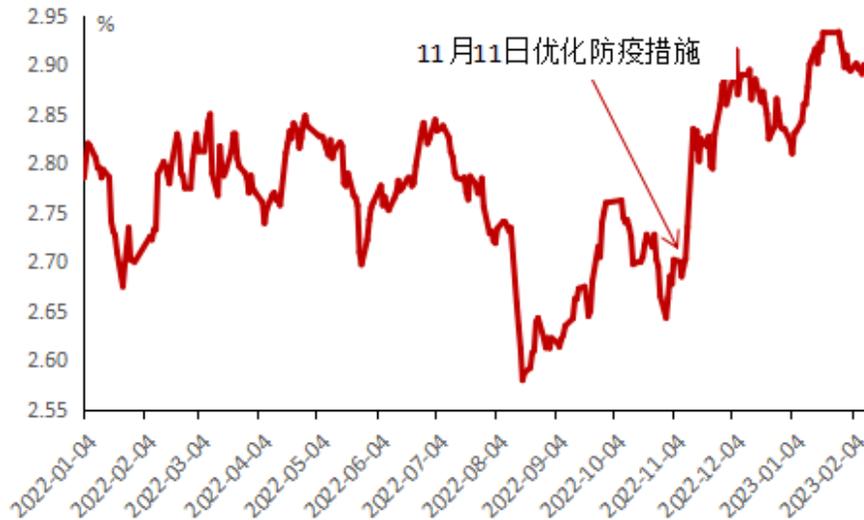
第二，从长期利率来看，市场看好长期经济增长前景，推动 10 年期国债利率快速反弹。在一定程度上，10 年期国债利率反映了长期经济增长的潜力。2022 年 8 月，10 年期国债利率一度跌破 2.60%，达到近十年来罕见低位。2022 年 11 月 11 日发布优化防控措施《通知》后，10 年期国债利率立即由 11 月 11 日的 2.73% 跳升至下一个交易日的 2.83%<sup>4</sup>（图 2）。在当时货币政策没有明显调整的情况下，这反映出防疫措施优化后，市场普遍看好长期经济复苏前景、认为利率将显著回升。此后，10 年期国债利率继续小幅震荡上行，说明经济走势与市场预期基本一致（原因是如果经济走势不及 11

<sup>3</sup> 关于疫情冲击导致货币市场“利率塌陷”的更多分析，具体可见赵廷辰，高度关注货币市场“利率塌陷”现象，宏观观察，2022 年 1 月 12 日。

<sup>4</sup> 国债期货成交价反映了市场对未来国债价格走势的预期，而债券价格与利率呈反向变动关系。因此短时间内国债期货价格快速下跌，反映了市场认为未来国债价格将会降低、利率将会抬升。

月时的市场预期，国债利率将会再次显著回落）。目前 10 年期国债利率在 2.90% 附近波动，与 2021 年下半年经济复苏时期基本一致。

图 2: 10 年期国债利率走势



资料来源：中债估值中心，作者整理，中国银行研究院

但在利率回升的同时，也出现了“理财赎回潮”导致信用债利率非理性升高的新现象、新问题。2018 年“资管新规”出台后，我国理财产品经历大规模净值化转型，“刚性兑付”、“资金池运作”等积弊得到有效纠治。但转型后理财产品底层资产的盈亏情况将迅速反映在产品净值中，使得过去习惯了保本保息的理财投资者可能出现情绪波动和盲目交易。2022 年我国银行理财规模近 30 万亿元，其中绝大部分配置于债券资产。受防疫措施优化后利率回升等因素影响，11 月债券市场价格明显回落，导致理财产品净值波动，引发大批投资者争相赎回理财产品<sup>5</sup>，对债券价格进一步造成冲击。在“赎回潮”中，风险较大的信用债被抢先抛售，导致信用债利率急剧升高。平均信用利差（信用债利率-利率债利率）一度突破 100BPs，目前有所回落，但仍处历史高位（图 3）。“理财赎回潮”所导致的信用利差非理性扩大是近期出现的新现象，对企业发债融资造成不利影响，该问题应引起有关部门高度重视。

<sup>5</sup> 参见李佩珈，理财产品“赎回”：成长中的烦恼与应对，宏观观察，2023 年 2 月 8 日。

图 3：信用利差（信用债利率-利率债利率）走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

## 二、融资需求开始恢复，贷款量与质同步提升

2022 年受疫情冲击，实体经济融资需求不振，贷款投放较为萎靡，11 月防疫措施优化后贷款形势明显好转。

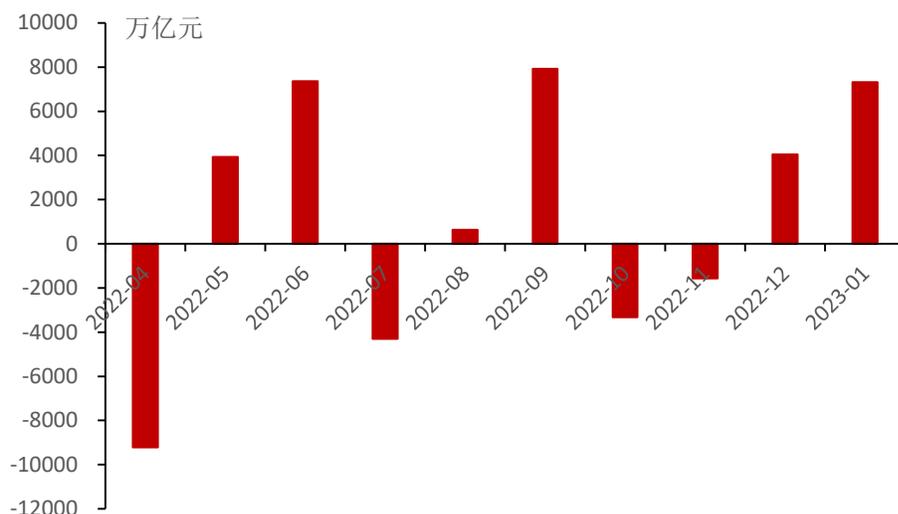
从量的角度来看，贷款同比明显多增。在 2022 年受疫情影响严重的 4-10 月，除受政策因素影响较大的 6 月和 9 月，其他月份社融中的新增人民币贷款较 2021 年同期增长乏力，特别是 4 月和 7 月各大幅少增 0.92 万亿和 0.43 万亿。但到 2022 年 12 月和 2023 年 1 月，贷款分别同比多增 0.41 和 0.73 万亿元。2023 年 1 月新增人民币贷款总量高达 4.93 万亿，创历史新高（图 4），实体经济融资需求显露回暖迹象。

从质的角度来看，近期新增贷款的含金量较高。主要体现在两方面。第一，贷款多增是在“以票充贷”现象减少的情况下实现的。在金融机构各类贷款中，票据融资收益率偏低，当经济兴旺时银行一般不愿多发放票据融资，以免挤占信贷额度。但在经济衰退时，由于高收益率“资产荒”，而票据融资发放手续简便、不良率较低，尤其是在监管部门督促加大贷款力度时，银行常会大量开展票据融资“以票充贷”<sup>6</sup>。

<sup>6</sup> 关于“以票充贷”现象的更多分析，可参见中国银行研究院发布中国经济金融展望报告（2023 年）中的《专栏二：票据融资与“以票充贷”》。

2022 年疫情冲击后，票据融资一度成为贷款新增的主要途径之一，金额占新增贷款比重多个月份超过 30%，4 月甚至达到前所未有的近 80%。而 11 月以来，该比例逐月降低，特别是 2023 年 1 月票据融资占比降至-8.42%。1 月在票据融资负增长情况下，贷款总量仍创下历史新高，显示有更多较高收益率投资项目再次出现在银行授信选择范围内。

图 4：社融中新增人民币贷款同比多增



资料来源：人民银行，作者整理，中国银行研究院

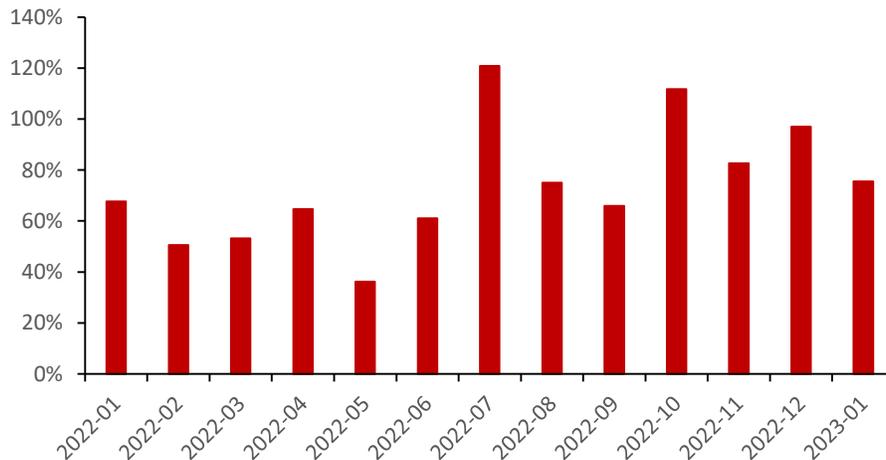
从质的角度来看，近期新增贷款的含金量较高。主要体现在两方面。第一，贷款多增是在“以票充贷”现象减少的情况下实现的。在金融机构各类贷款中，票据融资收益率偏低，当经济兴旺时银行一般不愿多发放票据融资，以免挤占信贷额度。但在经济衰退时，由于高收益率“资产荒”，而票据融资发放手续简便、不良率较低，尤其是在监管部门督促加大贷款力度时，银行常会大量开展票据融资“以票充贷”<sup>7</sup>。2022 年疫情冲击后，票据融资一度成为贷款新增的主要途径之一，金额占新增贷款比重多个月份超过 30%，4 月甚至达到前所未有的近 80%。而 11 月以来，该比例逐月降低，特别是 2023 年 1 月票据融资占比降至-8.42%。1 月在票据融资负增长情况下，贷

<sup>7</sup> 关于“以票充贷”现象的更多分析，可参见中国银行研究院发布中国经济金融展望报告（2023 年）中的《专栏二：票据融资与“以票充贷”》。

款总量仍创下历史新高，显示有更多较高收益率投资项目再次出现在银行授信选择范围内。

第二，贷款新增以中长期为主，有力支持企业扩大投资，引导资金活水注入重点领域和薄弱环节。近 3 个月，中长期贷款占当月贷款比重分别为 83%、97%和 76%（图 5），超过 2022 年疫情严重时期的月平均水平（约 70%），成为支撑贷款同比多增的主要支柱。可从两个角度理解中长期贷款比重升高的重要意义。一是说明企业看好中长期经济增长前景。防疫措施优化后，企业积极更新设备、招募人工，为未来市场进一步复苏靠前布局。不同于主要为企业提供流动资金周转的短期贷款，中长期贷款期限在一年以上，能够较好匹配企业扩大生产的投资需求。二是反映出政策性金融正在发力支持重点领域和薄弱环节。2022 年国家多次强调政策性金融重要性。2022 年 9 月，面向政策性银行、提供中长期融资的抵押补充贷款（PSL）余额筑底反弹，目前合计新增投放约 6000 亿基础货币（图 6），为撬动资金向战略性重点项目<sup>8</sup>发放中长期贷款发挥了积极作用。

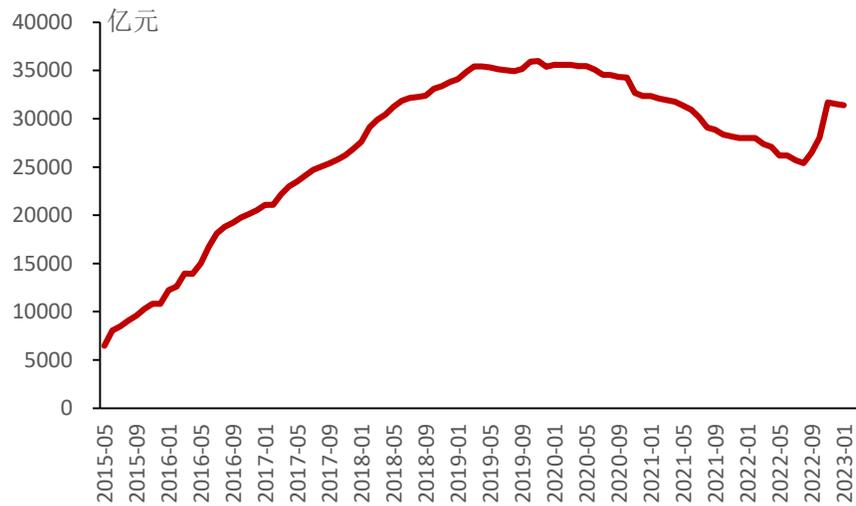
图 5：中长期贷款占贷款比重



资料来源：人民银行，作者整理，中国银行研究院

<sup>8</sup> 例如 2022 年人民银行有关司局负责人表示，政策性、开发性银行运用金融工具重点投向三类项目：一是五大基础设施重点领域，分别为交通水利能源等网络型基础设施、信息科技物流等产业升级基础设施、地下管廊等城市基础设施、高标准农田等农业农村基础设施、国家安全基础设施。二是重大科技创新等领域。三是其他可由地方政府专项债券投资的项目。

图 6：抵押补充贷款（PSL）余额



资料来源：人民银行，中国银行研究院

在贷款投放整体出现良好态势的同时，子项目居民贷款存在隐忧。2022 年全年各月居民贷款同比均为少增，这一问题至今尚未得到根本扭转，2023 年 1 月居民贷款同比大幅少增 5858 亿元，金额之多仅次于 2022 年 4 月。出现该问题的主要原因是房地产市场仍处低谷，居民购房需求疲软，加上部分存量房贷提前还款，导致个人住房贷款增长乏力（2022 年 4 季度甚至罕见的出现总余额不增反降）。此外，居民短期贷款同样低迷，显示出居民消费需求尚未被充分激活。

### 三、跨境资金有序回流，人民币快速升值后回稳

随着疫情防控措施优化调整和稳增长政策的持续显效，市场信心得到大幅提振。去年末市场预期美联储加息周期将步入尾声，人民币汇率波动的外部压力减小。2023 年，人民币汇率波动走势出现新行情，1-2 月，人民币汇率整体经历了先快速升值，后重返双向波动两个阶段。2023 年开年之初，人民币呈现快速升值态势，在年初的 9 个交易日由 6.96 迅速升至 6.71（图 7），同时人民币对一篮子货币向上升值，CFETS 指数走升至 100 点以上。2 月以来，由于美国非农数据表现强劲，非农人口增加 27.3 万远超预期，导致美元指数短线升高，人民币汇率小幅波动回调，整体维持在 6.7-6.8 区间内双向波动。

图 7：人民币即期汇率与 CFETS 指数走升

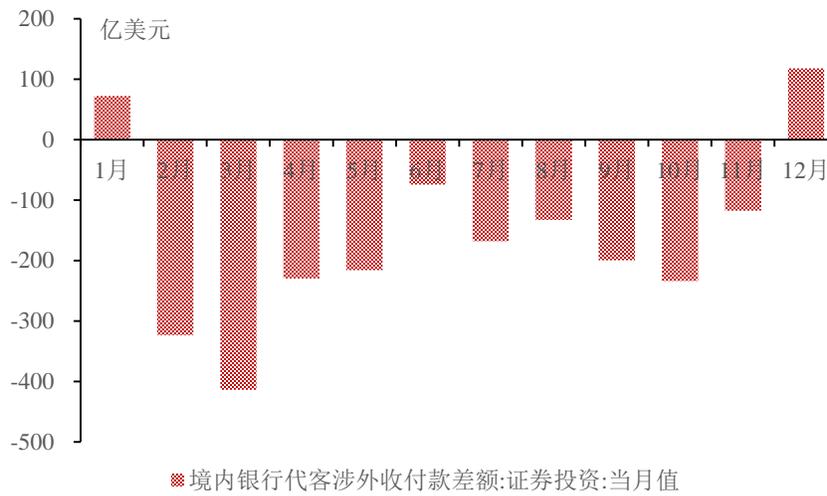


资料来源：Wind，中国银行研究院

人民币汇率在年初快速回升的原因，一是市场信心显著改善。1月-2月中旬，人民币对美元即期询价成交量均值 319.02 亿美元，较去年 12 月的月均值（202.6 亿美元）增加了 57.5%，市场对人民币汇率走势预期显著回升。二是中美利差倒挂问题得到显著缓解，境外机构对境内金融市场持续看好，跨境资金向境内不断回流，推动人民币汇率升值。三是多项支持外资政策见效。更大力度吸引和利用外资是我国今年经济工作的重点内容。年末年初，我国出台了多项支持外资引进政策，海外资金对中国市场投资的便利性大大提升，促进境外资金购买人民币资产增加。

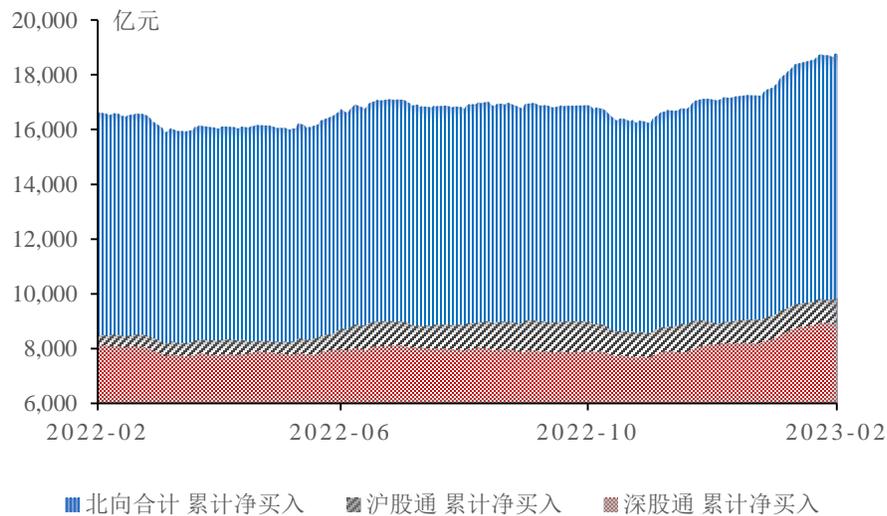
去年末今年初数据显示，短期跨境资金显著流入。一是从银行代客涉外收付数据来看，2022 年 12 月，证券投资项差额出现了显著“由逆转顺”，顺差流入 117.82 亿美元，为全年顺差最高月份（图 8）。二是外资纷纷增持人民币资产。2022 年 12 月境外投资者净增持境内债券和股票分别为 73 亿美元和 84 亿美元。三是在国内经济超预期修复下，年初实现了北向资金大幅流入态势。2023 年 1 月-2 月 12 日期间，沪股通累计净买入增加 775.1 亿元，增幅 8.57%；深股通累计净买入增加 727.8 亿元，增幅 8.89%；北向资金合计净流入 1502.9 亿元，其中 1 月份净流入超过 1400 亿元，创单月最高记录（图 9）。

图 8：2022 年证券投资项下银行代客涉外收付差额



资料来源：国家外汇管理局，中国银行研究院

图 9：2023 年沪股通与深股通外资净买入增加



资料来源：Wind，中国银行研究院

展望未来，人民币汇率整体将呈现双向波动、稳中有升的走势。在经济基本面稳健复苏，各项经济指标不断好转，外资持续看好境内资产等多项利好因素叠加下，人民币汇率仍具备升值潜力。但外部不确定性因素仍在，例如 2023 年 1 月美国消费者价格指数 CPI 环比上涨 0.5%，同比上涨 6.4%，高于市场预期。美联储发声将维持鹰派态

度，推高加息峰值预期，联邦基金利率或将在更长时间内维持在高位。整体来看，2023 年人民币汇率将呈现震荡走升态势，且波动区域将基本稳定在合理均衡水平。

#### 四、资本市场逐步回暖，股市交易活跃度提升

防疫优化之前，我国经济基本面受到一定程度冲击，且公司本身微观层面的经营状况影响较大，股市价格整体震荡走低。在防疫政策全面优化后，资本市场回暖信号显著，交易活跃度显著提升。自去年 10 月底以来，A 股触底反弹，市场资金回流迹象明显。步入 2023 年，A 股市场总体上延续了上涨态势，1-2 月中旬，A 股三大股指均实现累计上涨，其中上证综指、深圳成指和创业板指数的涨幅分别达到 6.6%、7.1% 和 9.3%（图 10）。

图 10：2023 年 A 股三大股指齐上涨

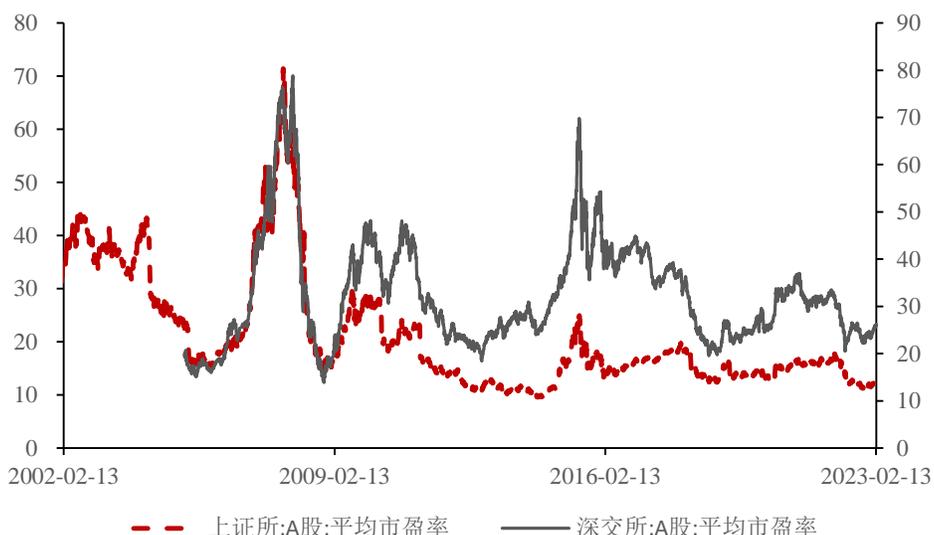


资料来源：Wind，中国银行研究院

推动股市回暖的利好因素，一是投资者信心修复。由于对中国经济增长前景的信心抬升，多家机构上调对中国经济的增长预期。在 2023 年 1 月的《世界经济展望报告》中，IMF 大幅上调了对今年中国经济的增长预期，从 4.4% 调至 5.2%；同时表示防疫措施优化调整将显著改善中国经济增长前景，并为全球经济增长提供动力。二是境外机构纷纷看多境内资本市场，对投资人民币资产热情提升。随着美联储加息周息趋

缓或结束，海外流动性预期改善，美债收益率进入下降通道，外资配置比例不断回升。截至2023年1月底，外资持有A股规模及占比分别为2.53万亿元、3.55%，较去年10月已回升4337亿元、增加0.15%。三是大盘低估值优势令市场具有较大升值空间，尤其低估值蓝筹股具有较高投资性价比。从市盈率来看，1-2月上交所A股平均市盈率为12.16，仍显著低于前五年间（2018-2022年）的平均值14.56，大幅低于2002年以来的平均值21.18（图11）。以滚动市盈率（TTM）来衡量，沪深300、上证50等优质蓝筹代表的估值也均低于近十年以来的平均水平。四是从行业来看，新能源产业链、医药生物等高景气度行业交出亮眼业绩，相关板块市场关注度提升。2月9日，A股2672家上市公司披露了2022年年报业绩预告，其中新能源产业链上市公司展现了较好的盈利能力，多家A股医药生物企业实现了超预期净利润增幅。

图 11： 上证所与深交所 A 股平均市盈率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

此外，随着我国进入高质量发展阶段，央企国企在国计民生领域的主导作用进一步凸显。近期证监会主席易会满多次提及加快构建“中国特色估值体系”的概念，将针对央企国企估值偏低的问题，增加估值考核，推动市场对央国企估值认知改善，促进市场资源配置效率提升。高质量改革估值体系对市场资金构成较强吸引力，投资者对央国企以及相关投资产品的关注程度增加。

2023 年中国资本市场的利好因素较多，且市场尚未完全反映较强预期，存在许多新的机遇，整体具有相对较高的投资价值。2 月 1 日全面注册制改革正式启动，将进一步促进 IPO 规模和数量的扩张。2 月 13 日，北交所融资融券业务开闸，有助于吸引股市增量资金，进一步改善市场流动性和定价效率。绿色新能源、科技创新、生物医药等领域仍然蕴含较好的投资机会。同时，投资者仍需警惕全球经济陷入衰退的可能性，乌克兰危机等海外动荡局势也将冲击市场情绪，影响资产价格波动，存在风险隐患。

## 五、金融业进一步支持经济企稳复苏的政策建议

当前我国经济金融已步入复苏轨道，但疫情所造成的“疤痕效应”依然存在，经济金融持续回暖的基础仍不牢固。下一步为增强复苏动力，金融机构应做好以下几方面工作。

**第一，加大支持实体经济力度，促进扩大内需。**积极创新消费场景，合理增加消费信贷，支持住房改善、新能源汽车、养老服务、教育医疗等消费。在国家引导下加强交通、能源、水利、信息等基础设施领域资金支持，加大对核心科技研发和战略性新兴产业的投资力度。大力支持中小微企业发展，特别是对那些受疫情冲击较重、目前正在积极恢复的行业，应及时满足企业融资需求，促进经济活力和居民就业早日恢复。

**第二，妥善处理“理财赎回潮”和信用利差非理性扩大问题。**金融机构应加强理财产品流动性管理，有效应对赎回风险。加强投资者沟通，减少“追涨杀跌”等非理性投资。合理调整债券、股权等不同类型资产配比，避免单一资产市场波动对理财产品产生过大冲击。避免“理财赎回潮”反复出现，推动债券市场信用利差回归合理水平，促进企业债券融资早日回归正轨。

**第三，研判汇率波动的潜在影响因素，积极引导外汇市场预期。**密切关注主要发达经济体货币政策调整节奏，加强跨境资本流动风险监测，研判外部风险的内溢影响，及时做好汇率风险预案。金融机构要不断提升自身外汇风险管理能力，积极引导企业强化风险中性理念，丰富外汇避险工具，提高外汇衍生品套期保值水平，助力企业灵

活运用工具降低汇兑风险。

**第四，积极帮助企业拓宽融资渠道，综合分析风险与收益。**随着全面注册改革落地，金融机构应积极帮助符合融资条件的优质企业上市，支持企业通过发行股票等方式拓宽融资渠道，但要注重信息披露流程的规范性。同时加强股市行情研究，提升专业投资素养，充分运用各类风险管理工具，合理配置权益类资产类别和权重，以帮助客户获得稳健的投资收益回报。

**第五，关注房地产、地方政府债务等领域风险。**稳定房地产开发贷款投放，支持个人住房贷款合理需求，配合做好“保交楼”、受困房地产企业风险处置等工作，促进房地产业平稳健康发展。强化尽职调查，不得以任何方式配合新增地方政府隐性债务，配合地方政府依法合规化解存量隐性债务。密切关注地方政府债务风险的等级、财政信用等情况，对债务率高的地区应加强区域风险管理。

