

No. 1904

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告  
（第二十二期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

## 目 录

|                                     |             |
|-------------------------------------|-------------|
| <b>一、国内外经济金融形势研判</b> .....          | <b>1 -</b>  |
| (一) 海外宏观.....                       | 1 -         |
| 1. 全球主要经济体经济走势分析.....               | 1 -         |
| 2. 2019 年汇率展望：美元或波动下行人民币强势概率增加 易升难贬 | 2 -         |
| (二) 国内宏观.....                       | 4 -         |
| 1. 经济：工业生产放缓，地产基建支撑投资回升.....        | 5 -         |
| 2. 通胀：CPI、PPI 继续处于底部阶段.....         | 9 -         |
| 3. 金融：涨跌互现，关注房地产扰动和货币政策取向.....      | 11 -        |
| (三) 商业银行.....                       | 5 -         |
| 1. 银行业行业信息——行业总量较大，供给结构问题较为突出.....  | 16 -        |
| 2. 2019 年 2 月货币金融数据分析.....          | 18 -        |
| (四) 资本市场.....                       | 20 -        |
| 1. 股市：经济持续下行，A 股结构可期.....           | 20 -        |
| 2. 债市：基本面乏善可陈，资金面波动或会加大.....        | 20 -        |
| <b>二、宏观经济专题：宏观审慎政策、经济周期与银行风险承担</b>  | <b>22 -</b> |
| (一) 内容摘要.....                       | 23 -        |
| (二) 引言.....                         | 23 -        |
| (三) 研究设计.....                       | 25 -        |
| (四) 实证估计与结果分析.....                  | 28 -        |

|                      |               |
|----------------------|---------------|
| （五）影响机制分析.....       | -31-          |
| （六）主要结论与政策启示.....    | -32-          |
| <b>三、主要经济数据.....</b> | <b>- 34 -</b> |

## 图表目录

|   |        |
|---|--------|
| 图 1：地产基建支撑投资回升.....                         | - 7 -  |
| 图 2：出口增速大幅下滑.....                           | - 9 -  |
| 图 3：PPI 企稳回升.....                           | - 10 - |
| 图 4：2003 年-2019 年 2 月国内信贷同比增速.....          | - 11 - |
| 图 5：2003 -2019 年 2 月金融机构短期长期贷款同比增速.....     | - 12 - |
| 图 6：2018 年 1 月-2019 年 2 月单月社融增量及其结构.....    | - 13 - |
| 图 7：2017 年 1 月-2019 年 2 月社融累计值同比增速.....     | - 14 - |
| 图 8：2002-2019 年 2 月 M1、M2 同比增速与剪刀差.....     | - 14 - |
| 图 9：2006-2019 年 2 月 M1 同比增速与商品房销售额同比增速..... | - 15 - |

## 表格目录

|                       |        |
|-----------------------|--------|
| 表 1：2 月 M2 增量的结构..... | - 19 - |
| 表 2：经济数据一览.....       | - 34 - |

## 一、国内外经济金融形势研判

### (一) 海外宏观<sup>1</sup>

#### 1. 全球主要经济体经济走势分析

3月全球经济数据进一步变差。美国3月制造业PMI 52.5（前值53，创21个月低点），欧元区制造业PMI仅为47.6（创69个月低点），其中德国为44.7（创79个月低点）。全球经济进入比差模式，主要央行货币政策也纷纷转向（美联储3月议息会议点阵图预示年内不加息并且宣布停止缩表的计划；欧央行维持利率不变并表示年内不加息，重启长期定向再融资计划；日本央行也扩大了3月资产购买计划规模）。

#### (1) 美国经济增长放缓 通胀不及预期持续走低

**美国经济增长放缓：**2018年第四季度美国GDP增长速率为2.6%，相较于2018年第三季度3.4%的增长率继续放缓。私人库存投资、个人消费开支增速放缓是当季经济增长放缓的主要原因。数据显示，占美国经济总量约70%的个人消费开支增长2.8%，低于前一季度3.5%的增速。从生产端看，美国3月制造业PMI为52.5%，较前值53下降，创21个月以来低点。

**通胀不及预期，持续走低：**2月CPI、核心CPI不及预期（2月CPI同比1.5%，预测同比1.6%；核心CPI1月同比2.1%，预测同比

<sup>1</sup> 撰写人：IMI研究员张瑜

2.2%)，且低于前值（1月CPI同比1.6%）。

**失业率有所下降，但非农人口变动远低于预期：**2月失业率为3.8%，有所回落。2月非农业就业人口增加2万，远低于市场预期（18万）和前值（30.4万）。美联储2019年3月FOMC会议美联储将联邦基金利率目标区间维持在2.25%~2.5%，并下调了2019年的加息预期（从2018年12月预计的2次下调至0次）。同时美联储对经济看法更为悲观，下调了经济和通胀预期，上调了失业率预期。

## **(2) 欧元区经济增速回升，通胀有所上涨**

**欧元区经济增速回升：**四季度GDP增速环比折年率为0.9%，略高于第三季度经济增速0.6%。从生产端看，欧元区制造业PMI指数持续走低，2019年3月制造业PMI下跌至47.6，服务业PMI下跌0.1个百分点至52.7，受汽车产业影响，德国制造业PMI大幅下降至44.7，创79个月低点。

**通胀回落：**2月HICP为1.5%，较上月上涨了0.1个百分点。核心HICP为1%，较上月下降了0.1个百分点。**失业率维持在历史低点：**1月失业率维持在历史低点7.8。

## **(3) 日本经济增速大幅回升，失业率有所回升**

**日本经济增速大幅回落：**2018年第四季度日本GDP增速环比折年率为修正为1.9%，较三季度大幅提高。从生产端来看，2019年3月日本制造业维持在48.9的较低水平。**通胀维持在较低水平：**2月CPI同比不变，维持在0.2%，核心CPI小幅回落至0.7%。**失业率有所回升：**1月失业率回升至2.4%，但仍处于历史低点。

## 2. 2019 年汇率展望：美元或波动下行人民币强势概率增加 易升难贬

### (1) 美元：2019 年或波动下行

总体来看，驱动 2018 年美元上涨的因素有所走弱 2019 年美元或波动下行。2018 年推动美元上涨的因素在 2019 年均有所走弱（强劲的经济增长面临拐点+美联储加息周期结束+美欧利差缩窄下套利资金对美元需求有所减弱），叠加 2019 年美国债务压力来袭，美元全年有波动下行的趋势。欧洲经济是否有超预期变化是短期美元指数波动的来源。

**经济因素：经济峰值已过。**长期来看，美元本质是美国经济实力的综合定价，过去几年美元走势已经超调。短期来看，美元走势取决于主动贬值（美国自身因素）和被动升值（外部因素）之间的博弈。一方面，美国经济进入拐点期（前期刺激政策效果逐渐消退、中期选举后额外扩张的财政政策面临阻力、加息对实体经济的影响逐渐显现、房地产进入下行周期），美元有主动贬值动能。另一方面，年初以来美元升值中近 70%来自于欧元的贬值。如果欧洲经济继续超预期下行，欧元有贬值压力，那么美元将有被动升值的动能，欧洲经济变化是美元短期的波动来源。

**债务因素：债务压力来袭。**长期来看，美国债务规模（国债总额/GDP 比例、国债增速）增长过快的时期往往带来美元走弱。短期来看，目前债务处于高位且增速较快（美国总债务占 GDP 比重超过 120%，过去十年的平均增速是 12.4%）快速增长的债务问题或将引发对美国债务可持续性的担忧，为美元带来贬值压力。

**货币政策因素：加息周期结束。**长期来看，本轮加息本质是回归常态化而非预防经济过热，因此在经济并非过热背景下的加息注定无法长远。短期来看，美债收益率曲线正在抑制美联储加息步伐（美国长短端利差已经收窄至 2007 年以来的最低水平，美债收益率曲线趋于倒挂），随着本轮加息周期结束，货币紧缩对美元的提振效果逐渐熄火。

**交易因素：套利需求减弱。**2018 年美元上涨受到套利资金的推动（美欧、美日利差扩大），随着美联储加息进入尾声，美国利率水平趋稳，套利资金对美元需求将有所减弱。

## **(2) 人民币：强势概率增加 易升难贬**

年初以来美元 96 震荡，人民币汇率主动升值 2% 带动 CFETS 指数从 92 回升到 94，回顾过去三年，我们一直认为所谓的“维持一篮子稳定”的锚大概率在 94 左右，当下一篮子正好在锚值左右。

当下是汇率重要的观察时点。一篮子指数目前在 94 锚值左右，仍属于超贬后的合理回升范围，一旦超过 95 仍持续冲高，如没有观察到明显的波动过滤和收盘推动，或有汇率主动引导的可能性。

2019 年汇率的因素排序或为中美 > 美元 > 结售汇基本面：经历三年人民币汇率目前波动率与 G7 货币基本同区间，因此个人企业与金融市场对汇率波动忍耐度明显提升，结售汇基本面即便在 2018 破 7 担忧时也没有发生明显恶化。因此前两个因素造成的银行间交易或更为重要。2019 美元由于经济压力增加+加息马达失火+美债利率回落面临中枢下移，利好汇率。中美，只要不是完全对抗情景，汇率易

升难贬。

## （二）国内宏观<sup>2</sup>

透过对 1-2 月累计数据,2019 年前两月我国工业生产进一步放缓,工业生产承压,在基建发力及房地产韧性的支撑下,固定资产投资保持缓慢回升的态势,我国经济仍居韧性。物价方面 CPI 和 PPI 继续保持低位,但今年以来原油价格持续上涨,加之未来猪价受供给减少影响猪肉价格或将上涨带动 CPI 上涨,需警惕下半年猪油共振下的通胀压力。社融方面,1 月社融放量后 2 月社融数据大幅不及预期,合并数据来看社融增速仍有所反弹。政府工作报告提出社融增速与名义 GDP 增速匹配的目标,在今年名义 GDP 增速下行压力下,社融增速或难有明显反弹。

### 1. 经济：工业生产放缓，地产基建支撑投资回升

#### （1）工业生产放缓，制造业生产回升

2019年1-2月工业增加值累计同比增长5.3%，低于前值6.2%，表明工业生产有所放缓。其中采矿业1-2月月同比增长0.3%，制造业增长5.6%，电力、热燃气及水生产和供应业增长6.8%，三大产业中仅制造业增长较去年12月小幅回升。分企业性质来看，1-2月高技术产业增加值同比增长6.4%，高于全部规模以上工业增加值1.1个百分点，其中3D打印设备、石墨烯、城市轨道交通车辆、新能源汽车等产品产量增长较快；国企增长4.4%，股份制企业增长6.4%，外商企业增长-0.3%，

---

<sup>2</sup>撰写人：IMI 研究员孙超

私营企业增长8.3%，战略性新兴产业增长10.1%。整体来看，受春节因素影响，工业生产进一步放缓；后续受需求影响，工业生产将继续承压。

## **(2) 基建发力及房地产韧性支撑投资企稳**

1-2月固定资产投资同比增长6.1%，继续保持缓慢回升的态势。受前期地方专项债额度的扩大以及积极的财政政策利好，基建投资延续去年四季度以来的企稳态势，1-2月同比增长4.3%，增速比去年全年提高0.5个百分点，成为固定资产投资回升的重要支撑。其中，铁路运输业投资、道路运输业投资及信息传输业投资分别增长22.5%、13%和16.1%，增速比去年全年提高明显。

房地产投资1-2月累计同比增速11.6%，季节性需求回升带来了开发商的赶工潮，支撑地产投资。其中房屋施工累计同比为6.8%，增速较去年全年提高1.6个百分点，但土地购置和销售面积出现不同程度的下滑，1-2月购置土地面积大幅下挫至-34.1%，房地产销售面积降至-3.6%，为2015年6月以来首次为负。土地购置和销售面积的下滑表明后续地产投资受供给和需求两端影响将面临较大压力。

1-2月制造业投资同比增长5.9%，较去年回落3.6个百分点，其中有色金属冶炼及压延加工业2018年全年增长3.2%变为下降10.6%；计算机、通信和其他电子设备制造业，电气机械及器械制造业，铁路、船舶、航空航天等行业也出现下跌；通用设备、专用设备制造业增速有所回升，主要是设备改造升级投资增加。

往后看，基建投资受政策影响仍将维持较高的增长，从而对投资

形成支撑，但受土地购置和销售面积的下滑影响，后续房地产投资或将承压，同时制造业由于需求短时间内难以回暖，投资或难以好转，未来固定资产投资增速面临一定压力。

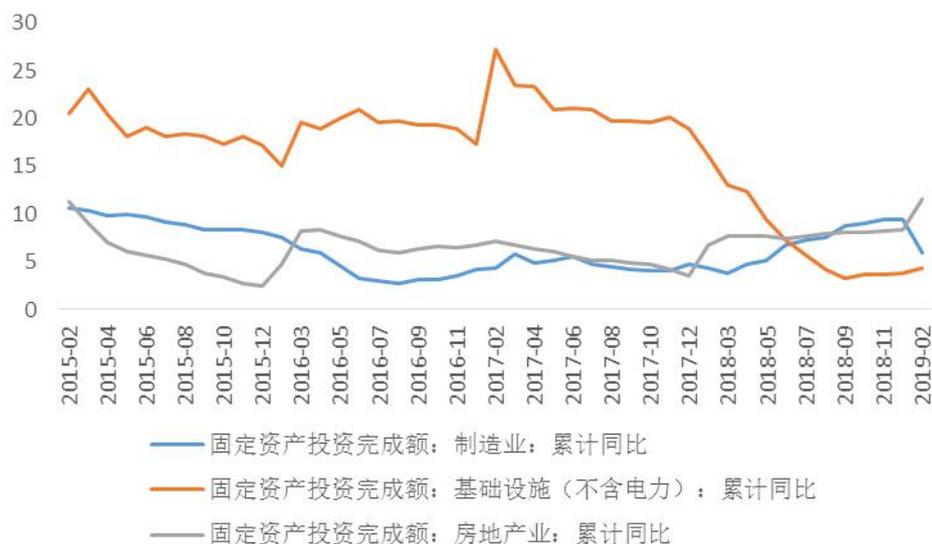


图 1：地产基建支撑投资回升

数据来源：Wind, IMI

### (3) 消费有所企稳但难形成趋势性回暖

1-2月社会消费品零售总额 66064 亿元，同比保持在 8.2% 的低位。按消费类型，1-2 月份，餐饮收入 7251 亿元，同比增长 9.7%；商品零售 58813 亿元，增长 8.0%。春节因素下化妆品和金银珠宝消费显著提速，汽车消费同比增速 -2.8%，降幅有所收窄，而家电类和建筑装潢类房地产相关消费的增速回落明显。整体来看，前期汽车消费对消费的拖累减弱，转而房地产相关消费对消费拖累明显，同时 1-2 月城镇调查失业率达到 5.3%，消费是否能回暖仍有待观察。

### (4) 出口增速大幅下滑，内需疲弱进口不及预期

按美元计价，2019年2月出口金额1,352亿美元，当月同比-20.7%，

跌幅大超预期；进口金额1,311亿美元，当月同比-5.2%；贸易顺差41.2亿美元，环比骤然收缩。从2月单月出口来看，2月对美出口同比增速为-28.6%，降幅较大，主因是春节因素影响及前期贸易抢跑的影响；2月对欧日韩及香港的出口同比增速分别为-13.2%、-9.5%、-6.9%和-26.5%，均出现明显下滑，除春节因素外，还与全球经济增速放缓导致外需疲弱有关，2月份全球制造业PMI下降至50.6，而日本和欧元区均跌落至荣枯线以下，国际需求大幅回落。1、2月合并数据来看，我国出口总额3532.1亿美元，增速-4.6%，与去年底持平。由于去年春节假期在2月中下旬，春节效应对出口的影响体现在去年的3月份，因此在低基数下3月份出口增速或将反弹。

进口来看，2月我国进口增速不及预期，主要受春节扰动、内需偏弱以及大宗商品价格回落等因素影响。2019年1-2月，我国对美国进口同比下降较大主要是贸易摩擦导致部分进口从美国转移至欧日等国。从商品来看，2月份原油、钢材、铜、大豆进口量同比增速分别为21.6%、-20.4%、-11.1%、-17.7%，反映出内需较弱。

整体来看，受前期贸易抢跑及全球经济增速放缓影响，1、2月合并进出口数据总体表现较差。目前中美经贸谈判取得积极进展，未来经贸关系或有所修复，3月份受低基数影响，进出口增速或将反弹，但全年进出口受全球经济下行压力影响，预期进出口将表现疲弱。

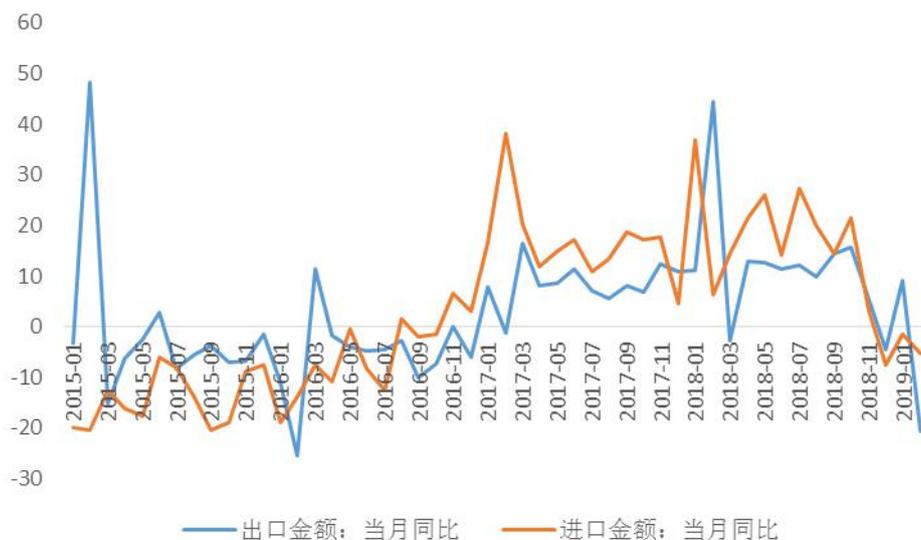


图2: 出口增速大幅下滑

数据来源: Wind, IMI

## 2. 通胀: CPI、PPI 继续处于底部阶段

### (1) 果蔬价格上涨带动 CPI 增长

2 月份 CPI 同比增长 1.5%，较上月回落 0.2 个百分点，环比增长 1%，其中食品价格环比上涨 3.2%，带动 CPI 上涨约 0.63 个百分点，非食品价格环比增长 0.4%，带动 CPI 上涨约 0.36 个百分点。食品分项中，受节日效应和南方地区连续阴雨天气等影响，鲜菜、鲜果和水产品价格分别上涨 15.7%、5.4%和 4.0%，猪肉、牛羊肉价格小幅增长，对 CPI 影响较小；非食品项中，教育文化和娱乐、交通和通信、医疗保健价格分别上涨 1.3%、1.0%和 0.2%，生活用品与服务价格变动不大。

总体来看，春节因素影响下 2 月 CPI 增速维持低位，但猪肉价格或将对 3 月及之后 CPI 产生较大影响。2 月母猪存栏已降 19%，降幅

巨大，随着生猪出栏下降影响猪肉供给，猪价未来的大概率会呈现快速上涨；加上今年南方长期阴雨天气对3月农产品价格将提供额外支撑，3月份CPI增速或将出现上涨。

## (2) 油价回暖支撑PPI企稳

此前我们预期受需求走弱及节后开工较弱影响，2月份PPI或由正转负，而PPI同比增长0.1%，与上月持平，主要是油价回暖提振上游PPI增长。2月份，工业生产者出厂价格同比上涨0.1%，与上月持平。生活资料上涨0.4%，较上月下降0.2个百分点；生产资料同比下降0.1%，源于主要行业产品价格涨跌互现。其中，石油和天然气开采业、黑色金属矿采选业、有色金属冶炼及压延加工业出厂价格增速分别较上月提高4.4%、1.8%、1.0%；而煤炭开采和洗选业、造纸及制品业、非金属矿采选业下降幅度加大。随着生产资料价格环比由负转正，且3月份为开工旺季，PPI环比有望在3、4月再度转为正增长，同比增速也将反弹，通缩压力暂时得到缓解，但PPI和CPI剪刀差持续为负预示着经济下行压力仍存。



图 3: PPI 企稳回升

数据来源：Wind, IMI

### 3.金融：涨跌互现，关注房地产扰动和货币政策取向

#### (1) 信贷：单月贷款增速回落，关注3月中长期贷款变动

2019年2月金融机构新增人民币贷款同比下降20.91%，考虑春节因素，2019年1-2月累计新增人民币贷款同比增长18.12%。人民币贷款的部门结构上，国内信贷对政府债权和对其他金融部门债权同比增速均持续放缓，对非金融部门债权增速持平，反映出金融去杠杆和控制地方债规模持续发力，两者对信贷增量造成拖累。而信贷只是企业融资的一种选择，直接融资和间接融资齐发力，才能有效解决企业融资难、融资贵的问题，分析“宽货币”向“宽信用”转换效果，还需以更长的时间跨度和更全面的融资方式来综合考量。

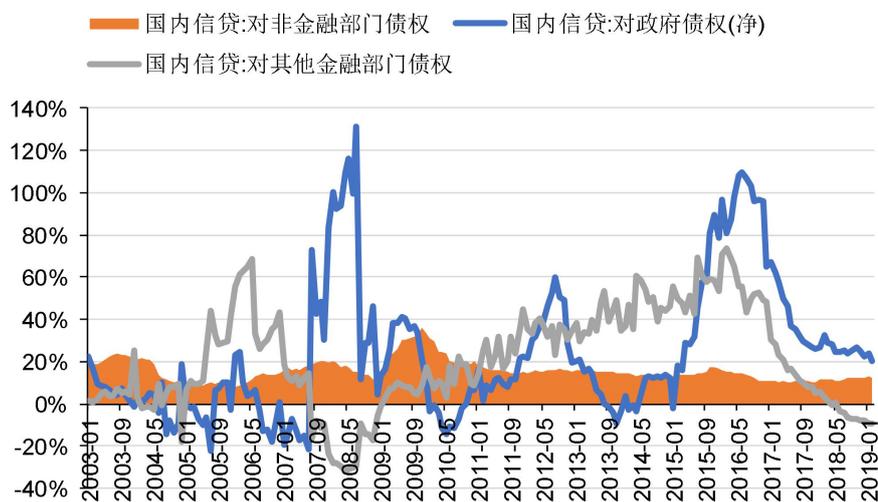


图4：2003年-2019年2月国内信贷同比增速

数据来源：Wind, IMI

期限结构上，2月居民中长期贷款和非金融公司中长期贷款同比增速均明显下降，分别为-30.87%和-22.14%，两者短期贷款同比增速

均有所回升。考虑到春节因素，居民 1-2 月累计中长期贷款同比增长 0.71%，非金融企业 1-2 月累计中长期贷款同比下降 3.81%，未来需关注居民中长期贷款与近期一二线房地产市场回暖的相关关系，及 3 月非金融企业中长期贷款数据。若 3 月非金融企业贷款同比增速仍处于较低区间，则有几种可能：直接融资显著降低企业融资难度和成本、实体经济投资信心和动力不足或宽松货币政策传导不畅。短期来看，资本市场制度改革并非一蹴而就，股票融资和债权融资更利好信贷资源相对丰富的大中型企业；而在后两种情况下，不排除央行推出创新型货币政策或改革货币政策传导机制，以扩大银行信贷投放、引导利率下行。

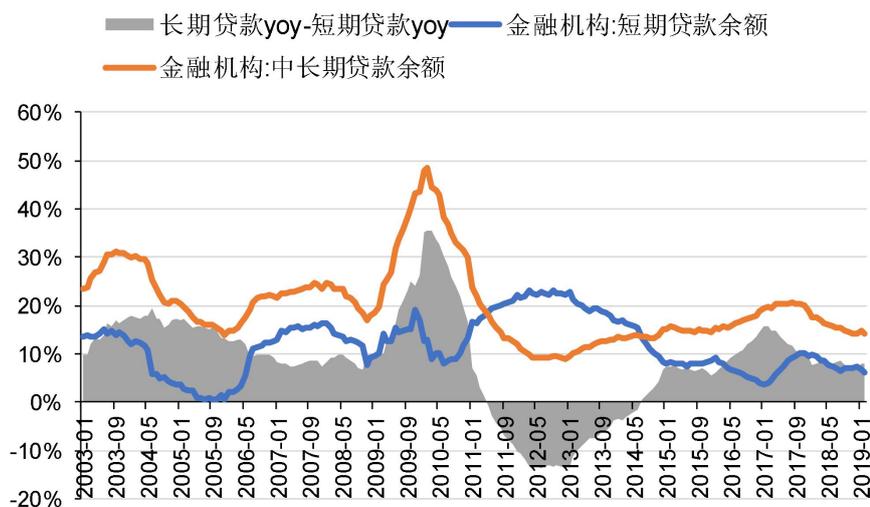


图 5：2003 -2019 年 2 月金融机构短期长期贷款同比增速

数据来源：Wind，IMI

## (2) 社融：狭义非标下降，累计社融同比回升

2月社融同比下降40.89%，结构上看，当月新增人民币贷款同比下降25.08%，当月新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同

比大幅下降，其中未贴现银行承兑汇票下降3103亿元。2月地方政府专项债显著提振当月社融增量，占当月增量的25.19%，此外，当月企业债券融资连续多月为正，2月同比增长25%。考虑到农历春节的扰动，综合分析今年1-2月数据和去年累计同比变动，2019年1-2月累计社融同比增长25.06%，其中人民币贷款同比增长16.9%，狭义非标融资（委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票）同比下降118.1%，企业债券融资同比上升210.53%。由于2019年地方债提前发行，地方政府专项债大幅提振累计社融同比增速。整体上看，1-2月累计社融相较2018年有所提升，地方政府专项债和企业债融资均对新增社融提供支撑，但也要考虑到，地方债提前发行对月度社融同比数据构成扰动，地方债总量的提升而非发行节奏才能真正反映实体经济融资情况。若排除地方政府专项债的扰动，2019年1-2月累计社融同比增长18.66%，略低于前者，但仍为正增长。央行行长易纲在两会答记者问时曾指出，2019年2月与农历新年重合较多，部分2月数据的影响会体现在3月，需将1-3月结合到一起分析。因此，需关注三月社融数据累计同比增速变动情况以充分反映农历春节的扰动。



图6：2018年1月-2019年2月单月社融增量及其结构

数据来源：Wind, IMI

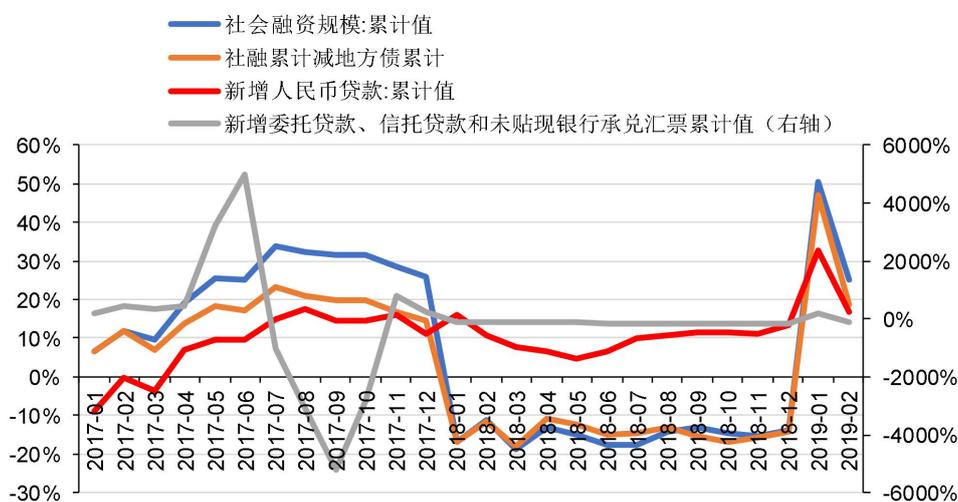


图7：2017年1月-2019年2月社融累计值同比增速

数据来源：Wind, IMI

### (3) M2-M1 剪刀差：关注房地产销售额对 M1 增速的影响

2019年2月M1同比增速2%，M2同比增速8%，M2-M1剪刀差收窄至6%。历史上看，M2统计范围逐步扩大，目前M2主要由M1+城乡居民储蓄存款+企业定期存款+外币存款+信托类存款构成，2016-2018年M2-M1剪刀差为负，2018年以来由正转负，剪刀差剧烈波动的背后需关注使M2和M1走势分化的因素。

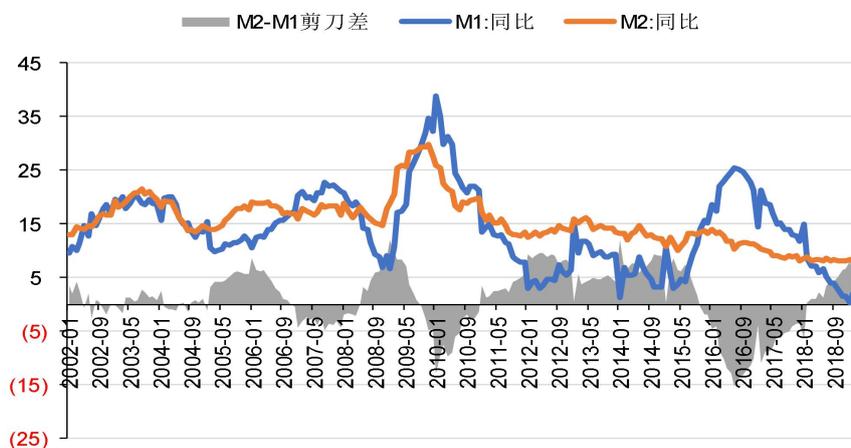


图8：2002-2019年2月M1、M2同比增速与剪刀差

数据来源：Wind, IMI

历史上看，M1同比增速商品房销售额同比增速具有一定的正相关性，背后的原因在于，居民购置房产将使居民存款转化为房地产企业的活期存款，进而导致M2结构发生变化。但我们也要看到，2018年以来M1增速持续下降而商品房销售额增速上下震荡，两者之间相关性有所下降。我们认为，2019年2月一二线城市商品房成交额显著上升，三四线城市成交分化，随着未来房地产政策边际放松，M1增速有望回升，进而缩小剪刀差水平。同时我们也要看到，房地产只是影响M2结构的一个因素，此外我们还要关注居民理财投资主要投向变动、股债跷跷板效应对直接融资的影响和货币政策传导机制的变动。

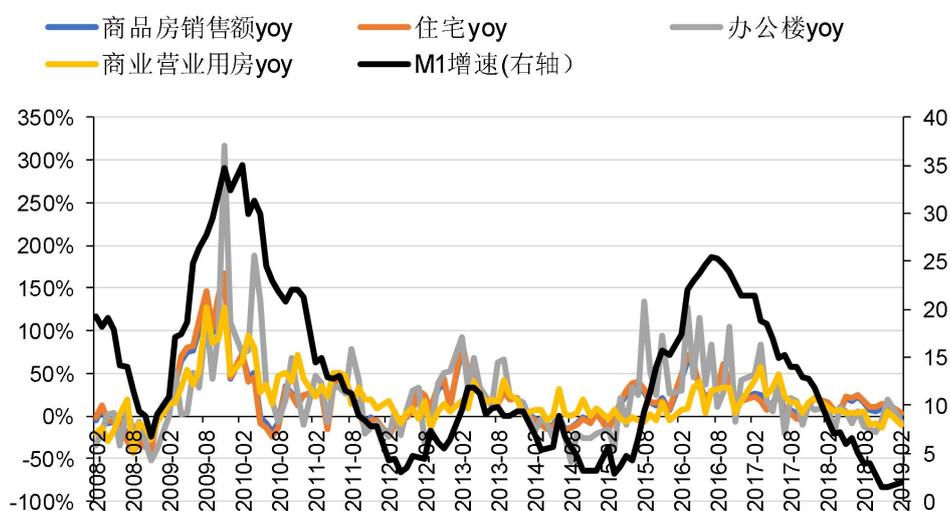


图9：2006-2019年2月M1同比增速与商品房销售额同比增速

数据来源：Wind, IMI

### （三）商业银行<sup>3</sup>

#### 1. 银行业行业信息——行业总量较大，供给结构问题较为突出

金融供给侧结构改革备受关注。2月22日下午，在主持中共中央政治局以完善金融服务、防范金融风险为主题的集体学习时，习近平总书记首次将深化金融供给侧改革放到了极其重要的位置；2月28日，银保监会首席风险官、新闻发言人肖远企表示，银保监会要从五方面深入推进金融供给侧结构性改革，即改善金融攻击、畅通供给渠道、优化金融机构、提高配置效率、降低攻击成本、畅通金融与实体经济的良性循环。随后金融供给侧结构性改革也成为今年两会的热点词汇。

进入新世纪以来，我国金融行业规模基本保持上升势头，整体供给量偏大。2000年至2005年，受亚洲金融危机等因素影响，金融业在GDP中所占比重有所下降，由4.8%下降至4.0%；2005年至2015年，尽管全球金融市场动荡，但我国金融业仍然取得了较快的发展，金融业在GDP中所占比重仍稳步上升，由4.0%上升至8.4%；2016年后，受金融去杠杆推进进程的影响，金融业在GDP中所占比重略有回落，由2016年的8.4%下降至2018年的7.9%。跟其他主要发达经济体横向比较来看，我国的这一比例也显得偏高，说明金融业整体供给量偏大。

有效供给不足，无效供给不小，我国金融供给结构有待调整和完

---

<sup>3</sup>撰写人：IMI 研究员王剑

善。虽然我国金融行业总量巨大，但供给结构问题较为突出，具体表现在有效供给依然不足和无效供给体量不小两个方面。

(1) 有效供给不足：民营企业、小微企业、“三农”等领域“融资难、融资贵”。有效供给意为融资应能满足实体经济的迫切需求，服务于实体经济的发展。但在实际操作中，由于中小微企业经营风险较大、信息不对称程度较高，金融中介难以以合理成本对其进行准确风险评估和定价，相关业务一般不具可持续性，中小微企业融资困难已成为普遍存在的世界难题。针对这一难题，国内已出现“人海战术”和大数据授信等信贷服务方法。“人海战术”即银行信贷人员深入基层，利用紧密的调研跟踪或天然的人脉关系，缓解信息不对称情况。在线授信是指随着互联网技术的扩展和大数据时代的到来，互联网银行和大中型银行，基于存载于互联网中的客户数据信息，探索和发展网上授信，以扩大对中小微企业的信贷服务覆盖。

(2) 无效供给不小：“政府信用幻觉”和“土地信用幻觉”下，国有部门和房地产业金融供给过度。基于房地产业资金需求旺盛且风险水平较低、国有部门身后有各级政府隐性担保的认知，金融机构“扎堆”这一领域，投放大量信贷，其中超额部分即为无效供给。特别是在经济下行的情况下，金融中介机构向国有部门和房地产业信贷扎堆的情况加剧，甚至通过所谓的创新业务，绕开监管规定，违规输送资金。这一方面会加剧国有部门的杠杆水平，增大财务风险；另一方面会挤占有效资金投放，降低经济政策效率，不利于经济下行时期逆周期调节的进行。2016年提出的金融去杠杆即为缩减无效供给、弱化

前述两方面不良影响的应对措施。

金融供给侧结构改革旨在提升有效供给，降低无效供给，对金融供给进行针对性弥补。有效供给不足、无效供给不小这两方面问题的解决，正是金融供给侧结构改革的核心目标。在提升有效供给方面，由于银行业务存在规模经济、范围经济效应，大型银行开展小微业务并没有相对优势，因此金融供给侧结构改革将通过适当增设中小微金融企业、推广先进中小微企业信贷技术等方式，促使更多优质中小微金融中介机构的诞生和成长，以增加对中小微企业的融资供给。在降低无效供给方面，金融供给侧结构改革将通过进一步严厉管控对国有部门等过度杠杆部门的融资投入，缩减无效供给，对去杠杆政策进行延申和升华。

开展小微业务可同时支持实体经济和获得较高汇报，小微业务是银行业值得深耕的一片蓝海。公开财务报表显示，2017年盈利能力排名靠前的银行以专耕小微信贷业务的中小微银行为主。这足以说明，小微业务在支持实体经济的同时，可为银行带来可观收益。目前，小微业务市场空间广阔，竞争尚不激烈，这篇蓝海值得探索和深耕。因此，金融供给侧改革有可能对优质中小微银行形成更好的定向业务支持。

## 2. 2019年2月货币金融数据分析

2019年2月末，基础货币余额为30.36万亿元，全月下行9667亿元。其中，现金（货币发行）因春节后资金面收缩，减小了8245

亿元，而银行的存款准备金减少了 543 亿元，非金存款（支付机构备付金）减少 879 亿元。从基础货币来源来看，全月央行的各项货币政策工具到期共回笼基础货币 6149 亿元。此外，缴税等财政因素回笼基础货币 3406 亿元。上述货币政策工具、财政因素构成了基础货币下降的主因，同时其他因素使基础货币略增。

广义货币方面，2 月末的 M2 余额为 186.74 万亿元，同比增速下降至 8.0%。按不含货基的老口径计，为 183.78 万亿元，2 月份净增 3751 亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放，派生了 7641 亿元，但同时财政收支有回笼 3406 亿元，其他渠道影响不大。受节日因素影响，2 月 M2 整体变动不大。

表 1：2 月 M2 增量的结构

| 余额增量结构 |         | 来源增量结构     |        |
|--------|---------|------------|--------|
| M0     | -7,986  | 外占         | 217    |
| 单位活期   | -10,462 | 债券         | -765   |
| 单位定期   | 1,105   | 贷款         | 7,641  |
| 个人     | 13,349  | 财政         | -3,406 |
| 非银     | 7,745   | 其他（非银、非标等） | 64     |
| 合计     | 3,751   | 合计         | 3,751  |

## （四）资本市场<sup>4</sup>

### 1. 股市：经济持续下行，A股结构可期

#### （1）A股反弹休整，结构可期

进入3月，在年初以来市场急涨积累较多获利、上证指数升至3000点整数关口附近投资者对后市分歧明显加大背景下，市场对消息面利空愈加敏感。市场在短期内经历速度快、幅度大的反弹之后，短线波动放大符合A股自身特征，但市场短线休整不妨碍后市结构性的机会活跃。随着一季报预告披露窗口期到来，需要关注两个时间节点来观测A股一季报业绩情况：3月31日前中小板业绩出现较大变动或为负等情况的公司将集中强制披露Q1业绩预告；4月10日前，创业板所有公司集中披露Q1业绩预告。

#### （2）经济下行未止步，二季度有望逐渐筑底

本期数据的主要亮点是社融增速相对去年底有所改善。实体经济数据方面，普遍不及预期。投资整体下滑，只有地产依旧韧性顽强，但大方向走弱不变，基建小幅下滑，但未来仍有发力空间。EMI经济预测指数显示，2019年持续到4月左右，经济仍会呈缓慢回落态势，GDP增速下行至6.2%-6.3%。预计二季度经济有所复苏，但上行时点在模型中并不稳健，这也跟政策发力的抉择有关，总体GDP围绕6.3%略有修复。从逻辑上看，一季度各方压力或将集中释放，宽信用的几个环节尚未疏通，很可能成为周期内的低点。二季度开始，经济会维

<sup>4</sup> 撰写人：IMI研究员芦哲

持低位还是筑底上行，关键在于政策发力点和国际大环境，但至少进一步下滑的弹性较小。

### **(3) 政策方面**

据易行长，货币政策以国内为主。实际上，央行考虑货币政策的时候，主要是价格和数量这些变量，汇率在国内的考虑里面应当是不占重要地位的。央行在国内的货币政策上，比如说存款准备金率、利率多高，都是以国内的经济形势和发展趋势为主考虑的。尽管二月份货币信贷数据低于预期，但 1/2 月合并数据依然显示政策倾向宽松的大方向没有改变，未来需要密切关注政策和资金层面的变化情况。另外，较大规模的减税降费举措既能在短期提振企业盈利，促进消费活力，又能在中长期提升效率、促进结构调整。

## **2. 债市：基本面乏善可陈，资金面波动或会加大**

### **(1) 基本面对债市的支撑有所弱化**

利率债窄幅震荡格局短期持续，票息策略仍略好于久期策略。年初以来，收益率曲线出现了陡峭化的特征，中间段性价比较高，5 年期左右利率债的相对价值较好。进入 3 月，货币政策进入效果观察期，短期流动性出现边际收紧，对债市的影响超过股市影响，尤其是，二季度流动性状况仍存在不确定性。另外，1-2 月宏观经济数据已经基本出炉，显示经济基本面仍是乏善可陈，对债市仍有支撑，但与去年底相比，预期有所企稳，基本面对债市的支撑有所弱化。其次，CPI 年内或已经见底，需要关注通胀读数上升对债券市场的扰动。

## **(2) 资金面方面**

短期内资金面波动可能加大，负债久期应适度拉长。两会后政策的维稳诉求有所下降，前期股市的快速上涨行情也让监管层对资金面过于宽松心存顾虑，尤其是进入到四月份后多重因素叠加对资金面产生较大扰动，因此未来一段时间资金面的波动可能加大，建议在资金利率相对较低时适度拉长负债久期。

## **(3) 政策方面**

宽信用传导不畅、宏观经济下行的警报尚未解除决定了货币政策的基调仍是易松难紧，需要继续维持流动性的合理充裕。总理提出“可应用存准率、利率等工具”，货币政策可能仍将适时扮演救急的角色，给市场以憧憬。同时，央行可能在就利率并轨对商业银行进行调研，利率并轨进程可能加快，在当前的宏观经济环境下，货币政策也需要为利率并轨创造稳健偏宽松的环境。同时，未来在贷款利率并轨实施的过程中央行也有可能适时通过LPR下行的方式引导贷款利率下行。

## 二、宏观经济专题<sup>5</sup>：

### 宏观审慎政策、经济周期与银行风险承担

#### (一) 内容摘要

本文基于中国 227 家商业银行 2005—2016 年非平衡面板数据，实证检验中国宏观审慎政策实施对于银行风险承担的影响。结果表明：宏观审慎政策增强会在一定程度上抑制银行风险承担，而且这种显著的负向关系并不随着银行风险代理变量、经营辐射范围以及是否有外资入股等条件的改变而发生变化。经济周期会对宏观审慎政策的有效性产生非对称性影响，即相比在经济上行时期，在经济下行时期的宏观审慎政策对银行风险承担的抑制作用更强且更为显著。就可能的影响机制而言，本文发现宏观审慎政策通过提高银行盈利能力，从而降低银行风险承担。

#### (二) 引言

20 世纪 70 年代以来，无论是在发达国家还是发展中国家，即便是在现行宏观经济政策框架运行良好的条件下，金融摩擦和市场不完全性等导致的外部性和市场失灵，进而引发金融不稳定也无法避免 (Claessens, 2014)。一方面，价格稳定无法保障金融稳定。传统理论所认为的金融稳定是价格稳定的“副产品”，对于上世纪 70 年代末期以来普遍出现的“金融不稳定悖论”缺乏足够的解释力 (Demirgüç-Kunt & Detragiache, 1997)。另一方面，个体稳健无法保

<sup>5</sup>撰写人：中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心国际货币研究所宋科、李振；中央财经大学中国互联网经济研究院、中国人民大学国际货币研究所赵宣凯（通讯作者）。

障系统稳健。危机前偏重个体而忽略系统性的微观审慎监管与维护金融稳定的需求并不匹配，现实当中无论是发达国家还是发展中国家均在过去的半个多世纪难逃危机的侵蚀。有鉴于此，2008年国际金融危机以来，在现行宏观经济政策框架当中进一步纳入“宏观维度”成为共识。以抑制系统性风险、实现金融稳定为目标的宏观审慎政策，在被提出三十年后重回理论视野，而且还成为英美等主要发达国家金融监管体制改革的主要内容。

有鉴于此，在既有研究基础上，本文所做的创新与拓展在于：一是从微观银行主体行为视角出发，将宏观审慎政策有效性评估的对象从中间目标延伸至银行系统性风险层面，实证分析中国宏观审慎政策对银行风险承担的影响；二是从非对称性效应分析，在经济周期的不同时期，检验宏观审慎政策有效性存在的显著差异；三是从盈利能力角度系统评估宏观审慎政策与银行风险承担之间的潜在影响机制。本文其余部分的结构如下：第二部分是研究设计，包括变量说明、模型设定和样本选择；第三部分实证分析宏观审慎政策能否抑制商业银行的风险承担行为，并在考虑经济周期的基础上进行异质性分析；第四部分重点从盈利能力角度评估潜在的影响机制；第五部分是稳健性检验，首先解决基准模型的内生性问题，然后对本文结论进行稳健性检验；最后总结全文并提出相关政策建议。

### （三）研究设计

在本部分，笔者对本文所用变量、基准模型和所选样本进行重点考察。首先，笔者对选用变量进行定义并进行描述性统计；其次，基准模型给出宏观审慎政策对银行风险承担影响的回归方程；最后，笔者对初始样本进行处理，获得中国 227 家商业银行 2005—2016 年非平衡面板数据。

#### 1. 变量说明

（1）银行风险承担的代理变量。参考 Laeven & Levine（2009）的做法，本文选取 Z 值的自然对数衡量商业银行的偿付能力和违约风险。Z 值的具体计算公式如下：

$$Z - score = (ROA + EquityToAsset) / SdROA$$

其中，ROA 表示商业银行的资产利润率，EquityToAsset 表示权益资产比，SdROA 表示 ROA 的 3 年移动标准差。Z 值越大，表示银行偿付能力越强，违约风险越小，银行越稳定。为避免尖峰后尾的性质对回归结果的影响，笔者对计算得到的 Z 值取自然对数，即  $\ln(Z-score)$ 。本文也分别使用资产利润率 2 年、4 年和 5 年移动标准差计算 Z 值，所得指标用作稳健性检验。同时，笔者也使用资产利润率 3 年移动标准差（SdROA）作为商业银行风险承担的代理变量，SdROA 的数值越大，表示银行风险承担越高。

（2）宏观审慎政策的代理变量。宏观审慎政策既包括防范系统性风险属性的专门工具，还有被赋予宏观审慎职能的微观审慎工具和

货币政策工具，目前国际上较为权威的界定是由 IMF 组织的三次跨国调查，第三次调查数据库于 2018 年 4 月公布，本文也使用此次调查的数据（Lim et al., 2011; Cerutti et al., 2015）。中国是较早进行宏观审慎政策实践的国家，尽管目前官方并未有明确的有关宏观审慎政策的界定，但是大量政策已经在实践当中被证明行之有效。有鉴于此，本文基于 IMF 调查数据库构建宏观审慎政策指数（MPI），逐年对 13 个可能使用的宏观审慎政策工具进行简单得分加总，具体而言，包括存款准备金率、对金融机构征税、资产负债表集中度限制、存贷比、时变/动态准备金、贷款价值比、债务收入比、杠杆率、系统重要性金融机构额外资本要求、流动性要求、差别准备金动态调整机制及其升级版宏观审慎评估体系、外汇贷款限制、外汇流动和跨境资金流动宏观审慎政策框架等（Cerutti et al., 2015）。

为增强本文分析结果的稳健性，笔者选取中国使用频率较高的两类工具——存款准备金率（DepositToReserve）和贷款价值比（LoanToValue），共同作为宏观审慎政策的代理变量。其中，贷款价值比是全球范围内使用频率最高的工具之一，在中国也被频繁作为逆周期操作的工具。一般而言，首套房是为满足居民住房的刚性需求，二套房是为满足居民住房的改善型置业需求，监管当局对购买首套房要求较为宽松，购房享有不同程度的按揭贷款利率优惠，但对居民的二套房需求要求较为严格，一般不存在购房的按揭贷款利率优惠。因此，为更好地反映贷款价值比要求的政策影响，本文选用二套房最低首付比要求的月度均值作为宏观审慎政策的代理变量。2005—2016

年，中国对全国范围内的二套房最低首付比要求进行多达 8 次调整。存款准备金率既可以作为货币政策工具又可以纳入宏观审慎政策的范畴。作为货币政策工具，存款准备金率一般会被设置在较低的水平上，经常被其他货币政策工具替代；作为宏观审慎政策时，会被盯住且保持在较高的水平上，已经被很多发展中国家用来防范流动性风险与过度信贷扩张（Lim et al., 2011; Gray, 2011）。2005—2016 年，中国对人民币存款准备金率进行多达 40 次调整。

（4）控制变量。为避免遗漏变量的影响，本文控制一系列宏微观变量。参考 Jiang et al. (2017) 对控制变量的选择，本文使用的银行特质变量有总资产（万元）的自然对数（TotalAssets）、权益资产比（EquityToAsset）、存款资产比（DepositToAsset）、贷款资产比（LoanToAsset）。一般而言，资产规模越大，权益资产比、存款资产比越高，贷款资产比越低，商业银行的风险承担越小。但资产规模对于银行风险承担影响的结论要持谨慎的态度，规模越大的商业银行可能面临更强的监管规制（Delis & Kouretas, 2011）。本文选取四大国有商业银行总资产占银行业金融机构比重（CR4a）、实际 GDP 同比增速（RGDPG）分别控制银行业集中度和宏观经济环境对商业银行风险承担的影响。一般而言，银行业集中度越高、经济增长越缓慢，商业银行承担的风险也越高。在稳健性检验部分，本文还使用面板工具变量（IV）模型和固定效应（FE）模型解决可能存在的遗漏变量问题。

## 2. 样本选择

基于数据的可获得性,本文使用中国 227 家商业银行 2005—2016 年非平衡面板数据。所用银行特征数据均来源于 Wind 数据库、BankScope 及其改版 ORBIS Bank Focus 全球银行和金融机构分析库,以及商业银行年报。初始数据时间为 2003—2016 年,由于计算资产利润率 3 年移动标准差,本文损失两年数据,实际数据期是 2005—2016 年。笔者剔除基准模型所用变量存在缺失值的银行样本。同时,为消除离群值对回归结果的影响,笔者对选用银行特征变量在上下 1%分位点进行缩尾处理。笔者也对银行特征变量在上下 5%分位点进行缩尾处理,所得结果与本文主要结论保持一致。在剔除政策性银行以及数据连续期少于 3 年的商业银行后,按照 2017 年中国银行业监督管理委员会公布的商业银行分类,227 家样本银行包括 5 家国有大型商业银行、12 家股份制商业银行、113 家城市商业银行、68 家农村商业银行、29 家外资法人银行,截至 2016 年底,所用银行样本的总资产占银行业金融机构总资产的比例为 74.9%。因此,本文所选取的银行样本覆盖国内主要商业银行,是一个具有较强代表性的商业银行样本。宏观审慎政策指数和贷款价值比的数据来自世界货币基金组织全球宏观审慎政策调查以及中国人民银行网站,人民币存款准备金率以及其他银行业和宏观经济控制变量数据均来自 Wind 数据库。

#### (四) 实证估计与结果分析

本部分的实证分析分两步进行:第一步,对宏观审慎政策与银行风险承担的关系进行实证分析;第二步,在基准模型的基础上,根据经济周期划分样本,对宏观审慎政策影响银行风险承担进行异质性分

析。

## 1. 宏观审慎政策与银行风险承担

基于回归方程，加强宏观审慎政策会显著降低银行风险承担。笔者使用三种宏观审慎政策代理变量：宏观审慎政策指数（MPI）、人民币存款准备金率（DepositToReserve）、贷款价值比（LoanToValue）作为核心解释变量。在所有情况下，宏观审慎政策与银行风险承担均在 1% 的水平上显著负相关。具体而言，采取的宏观审慎政策强度越大，商业银行风险承担越小，这与 Altunbas et al. (2017) 的结果保持一致。随着人民币存款准备金率和贷款价值比水平的提高，商业银行风险承担越小。从控制变量的符号及显著水平可以发现，商业银行资产规模（TotalAssets）的变大，存款资产比（DepositToAsset）和实际 GDP 增长率（RGDP）的提高，均会显著降低商业银行的风险承担。作为 Z 值重要组成部分的权益资产比（EquityToAsset）在 1% 水平上显著正相关，表明权益资产比的变大会增强银行稳定性。原因在于根据资本缓冲理论，银行资本可以吸收不利冲击，从而降低银行风险承担。笔者使用聚类稳健标准误并在银行层面进行聚类，同时控制银行类型效应和省份效应。总体而言，相关证据表明，随着宏观审慎政策的加强，商业银行风险承担会显著下降。

## 2. 宏观审慎政策、经济周期与银行风险承担

笔者使用 Z 值（Z-score）作为被解释变量，本文参考马勇和姚驰（2017）的做法计算经济周期，即对 GDP 同比增速进行 HP 滤波处

理取得周期波动项，当周期波动项小于零时为经济下行期，否则为经济上行期。从宏观审慎政策（MPI, DepositToReserve, LoanToValue）系数显著性水平可以看出，经济下行时期的银行子样本均在 1% 的水平上显著，经济上行时期的银行子样本的显著性水平较弱。从宏观审慎政策系数大小可以发现，经济下行时期的银行子样本的系数均大于经济上行时期的银行子样本。为进一步验证系数差异在统计意义上的显著性，笔者使用经验 p 值进行检验。经由 Bootstrap 法计算得到的经验 p 值分别为 0.000, 0.000 和 0.000，均至少在 1% 水平上显著，即组间系数的估计值存在显著性差异。

经济周期对宏观审慎政策有效性存在非对称性效应，可能的原因在于：从政策制定部门来看，在经济下行时期，宏观审慎政策制定者更易于做出及时且强有力的逆周期政策调整以应对经济下行可能带来的风险，其政策有效性会显著增强。在经济上行期，由于普遍受到增长“假象”迷惑且管理机制权责不对称等问题的制约，宏观审慎政策制定者难以及时采取逆周期操作，以抑制泡沫化增长所积累的风险。从银行部门来看，在经济下行时期，商业银行对宏观审慎政策的敏感性变大，更容易受到监管政策的影响。商业银行会更加敏感保守，主动降低自身风险，以应对监管政策和经济环境可能带来的负面影响。反之亦反。笔者以房地产市场为例进行说明。在经济上行时期，对于旨在稳定房价的宏观审慎政策，虽然减少了房地产交易量，但出于刺破泡沫的政策“恐惧”，政策执行效力并不明显，从以往政策执行的情况看，较少有证据表明这些政策能抑制房价上涨（IMF, 2014）。

房价的持续上涨会导致信贷扩张、抵押品价值和信贷风险增加，因此，在经济上行时期，宏观审慎政策对于抑制房地产市场过度繁荣和降低银行风险承担的影响较小甚至不显著。但在经济下行时期，为防止经济下行程度加深，政策制定部门更容易在相关政策调整上达成一致，其政策执行效力会更加及时有效，能够有效防止房地产市场紧缩，避免由于抵押物价值下降所导致的银行资产质量的下降和盈利能力的恶化（Crowe et al., 2011）。

此外，笔者使用资产利润率 3 年移动标准差（SdROA）作为被解释变量，经济周期会对宏观审慎政策的有效性产生非对称性影响，即相比在经济上行时期，在经济下行时期的宏观审慎政策对银行风险承担的抑制作用更强且更为显著。

## （五）影响机制分析

在本部分，本文进一步分析宏观审慎政策与银行风险承担之间的潜在影响机制，重点考察宏观审慎政策如何通过盈利能力影响银行风险承担行为。由 Z 值（Z-score）计算公式可知，涉及 Z 值的 3 个重要组成部分分别是商业银行的权益资产比（EquityToAsset）、资产利润率（ROA）、资产利润率 3 年移动标准差（SdROA）。资产利润率 3 年移动标准差是银行风险承担的代理变量，其数值越大，银行风险承担越大。权益资产比与银行风险承担显著负相关，权益资产比越大，银行承担的风险越小。通常而言，银行的盈利能力越高，其承担的风险也越低，从 Z 值的计算公式以及资产利润率和风险指标的皮尔森相关系数符号显著性也可以得到此结论。因此，本文只需要验证宏观审

慎政策与银行盈利能力的正相关关系，就可以说明宏观审慎政策通过改变盈利能力从而影响银行风险承担。

笔者使用资产利润率（ROA）、资本利润率（ROE）作为银行盈利能力的代理变量，同样使用宏观审慎政策指数（MPI）、人民币存款准备金率（DepositToReserve）、贷款价值比（LoanToValue）作为核心解释变量。在所有情况下，宏观审慎政策与银行盈利能力均在1%的水平上显著正相关，表明随着宏观审慎政策的加强，商业银行盈利能力会显著上升。一方面原因可能在于宏观审慎政策的加强，会促使银行更加聚焦主营业务、提高资产质量和风险管理水平，从而直接提高银行的盈利能力。另一方面原因可能是由于宏观审慎政策降低信息不对称带来的负面效应。商业银行为追求利益最大化可能存在过度风险行为，由于信息不对称的存在使得银行债权人索取风险补偿，从而提高银行的筹资成本并降低盈利能力。在宏观审慎政策加强后，商业银行会更加严格的约束自身可能的过度风险行为，这会间接通过缓解债权人和银行之间的不信任，从而降低银行融资成本并提高盈利能力。

## （六）主要结论与政策启示

本文使用中国 227 家商业银行 2005—2016 年非平衡面板数据，实证检验中国宏观审慎政策实施对于银行风险承担行为的影响。在充分讨论内生性问题的基础上，本文还使用不同的银行风险代理变量和不同的银行子样本等方法对基准模型进行稳健性检验，结果表现出较强的稳健性与一致性。具体结论如下：第一，宏观审慎政策与银行风

险承担存在显著的负向关系。宏观审慎政策的增强会在一定程度上抑制银行风险承担，反之亦反。这种显著的负向关系并不随着银行的风险承担代理变量、经营辐射范围以及是否有外资入股等条件的改变而发生变化。第二，经济周期会对宏观审慎政策的有效性产生非对称性影响，即相比在经济上行时期，在经济下行时期的宏观审慎政策对银行风险承担的抑制作用更强且更为显著。第三，宏观审慎政策会通过盈利能力来改变银行的风险承担行为。加强宏观审慎监管政策，会导致银行盈利能力的显著提升，进而抑制银行风险承担。

从银行风险承担的角度来理解宏观审慎政策的有效性对于中国具有重要的现实意义和政策启示。不仅仅考虑到银行在中国金融体系结构和宏观经济政策传导中的重要作用，更为重要的是，在党的十九大报告中明确提出要“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”，将宏观审慎政策提升到同货币政策并列的地位，而且旨在加强金融监管协调的国务院金融稳定发展委员会也于2017年全国金融工作会议上宣布设立的情况下，加强并完善宏观审慎政策框架势在必行。在此过程当中，要特别注意宏观审慎政策实施对于银行体系系统性风险的影响。一方面，要注重宏观审慎政策的协调搭配，以及区分经济上行时期与下行时期的政策选择，同时，通过对政策的预调微调来改善银行的风险承担行为，以确保守住不发生系统性金融风险的底线。另一方面，在宏观审慎政策实施过程当中，不仅要注重银行风险指标的变化，更要考虑银行盈利能力等指标变化及其影响银行风险承担行为的内在传导机制，并在此基础上尽快完善宏观审慎政策框架的中间

目标和最终目标体系。

### 三、主要经济数据<sup>6</sup>

表 2：经济数据一览

| 指标名称                | 类别          | 18-Au<br>g | 18-Spt | 18-Oct | 18-No<br>v | 18-Dec | 19-Jan | 19-Feb |
|---------------------|-------------|------------|--------|--------|------------|--------|--------|--------|
| CPI                 | 同比          | 2.3        | 2.5    | 2.5    | 2.2        | 1.9    | 1.7    | 1.5    |
| PPI                 | 同比          | 4.1        | 3.6    | 3.3    | 2.7        | 0.9    | 0.1    | 0.1    |
| 制造业 PMI             | 同比          | 51.3       | 50.8   | 50.2   | 52.8       | 49.4   | 49.5   | 49.2   |
| 工业增加值               | 累计增<br>长    | 6.5        | 6.4    | 5.9    | 5.4        | 5.7    | 5.3    |        |
| 规模以上工业<br>企业利润总额    | 累计同<br>比    | 16.2       | 14.7   | 13.6   | 11.8       | 10.3   | -14.0  |        |
| 固定资产投<br>资完成额       | 累计同<br>比    | 5.3        | 5.4    | 5.7    | 5.9        | 5.9    | 6.1    |        |
| 社会消费品<br>零售总额       | 同比          | 9.0        | 9.2    | 8.6    | 8.1        | 8.2    | 8.2    |        |
| 进出口总值               | 当期值<br>同比   | 12.9       | 19.8   | 18.9   | 9.1        | -1.2   | 9.0    | 10.2   |
| M2                  | 同比          | 8.2        | 8.3    | 8.0    | 8.0        | 8.1    | 8.4    | 8.0    |
| 社会融资规<br>模          | 存量(百<br>亿元) | 19524      | 19727  | 19789  | 19930      | 20075  | 20508  | 20568  |
| 金融机构新<br>增人民币贷<br>款 | 当月值<br>(亿元) | 13038      | 13800  | 6970   | 12494      | 10839  | 32289  | 8857   |

<sup>6</sup>撰写人：IMI 助理研究员孟源祎

## 免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

## 《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所 (IMI) 推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

| 编 号                | 名 称                     | 作 者        |
|--------------------|-------------------------|------------|
| IMI Report No.1903 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 21 期) | IMI        |
| IMI Report No.1902 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 20 期) | IMI        |
| IMI Report No.1901 | 信用融冰: 2019 年银行业资产负债配置展望 | 王剑         |
| IMI Report No.1820 | 2018 年第四季度宏观经济运行预测      | 刚健华、张劲帆、唐赫 |
| IMI Report No.1819 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 19 期) | IMI        |
| IMI Report No.1818 | 政策“暖风”不断——中国大类资产观察      | 孙超、徐翔      |
| IMI Report No.1817 | “滞胀”或仅表象——中国大类资产观察      | 孙超、徐翔      |
| IMI Report No.1816 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 18 期) | IMI        |
| IMI Report No.1815 | 2018 年第三季度宏观经济运行预测      | 刚健华、张劲帆、唐赫 |
| IMI Report No.1814 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 16 期) | IMI        |
| IMI Report No.1813 | 人民币国际化战略与未来展望           | IMI        |
| IMI Report No.1812 | 经济增长持续放缓, 宏观政策有所调整      | 王彬         |
| IMI Report No.1811 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 15 期) | IMI        |
| IMI Report No.1810 | 2018 人民币国际化报告 (中文发布稿)   | IMI        |
| IMI Report No.1809 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 14 期) | IMI        |
| IMI Report No.1808 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 13 期) | IMI        |
| IMI Report No.1807 | 2018 年第二季度宏观经济运行预测      | 刚健华、张劲帆、唐赫 |
| IMI Report No.1806 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 12 期) | IMI        |
| IMI Report No.1805 | 2018 年第一季度宏观经济运行预测      | 刚健华、张劲帆、唐赫 |
| IMI Report No.1804 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 11 期) | IMI        |
| IMI Report No.1803 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 10 期) | IMI        |
| IMI Report No.1802 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 9 期)  | IMI        |
| IMI Report No.1801 | 金融大监管强化银行特许价值           | 王剑         |
| IMI Report No.1719 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 8 期)  | IMI        |
| IMI Report No.1718 | 扼守闸门: 货币史诗 2007-2017    | 王剑         |
| IMI Report No.1717 | 货币沉浮: 2018 年银行业资产负债配置展望 | 王剑         |
| IMI Report No.1716 | 《中国财富管理发展指数》报告          | IMI        |
| IMI Report No.1715 | IMI 宏观经济月度分析报告 (第 7 期)  | IMI        |
| IMI Report No.1714 | 天府金融指数报告 (发布稿)          | IMI        |
| IMI Report No.1713 |                         |            |



中国人民大学国际货币研究所  
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn