

No. 2015

研究报告

IMI

# IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十三期)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

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

國際貨幣網

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. 汇率展望：美元和人民币的走势前景取决于疫苗进度和美国国会归属的情景矩阵.....	- 5 -
(二) 国内宏观.....	- 7 -
1. 经济：经济复苏态势延续.....	- 7 -
2. 通胀：猪价下降带动 CPI 继续回落 .....	- 11 -
3. 金融：社融增速继续回升，信贷增速略降.....	- 12 -
(三) 商业银行.....	- 14 -
1. 银保监会披露商业银行三季度主要监管数据.....	- 14 -
2. 网络小贷出新规进行全面整顿规范.....	- 19 -
3. 2020 年 10 月货币金融数据分析.....	- 20 -
(四) 资本市场.....	- 21 -
1. 股市：回归景气，守正待时.....	- 21 -
2. 债市：短期交易性行情正接近尾声，中期利空因素继续修复... ..	- 24 -
<b>二、资本深化、结构转型与技能溢价</b> .....	<b>- 27 -</b>
(一) 摘要.....	- 27 -
(二) 引言.....	- 27 -
<b>三、主要经济数据</b> .....	<b>- 31 -</b>

## 图表目录

图 1：三大投资均有明显改善.....	- 9 -
图 2：M2 与 M1 剪刀差收窄 .....	- 13 -
图 3：商业银行净利润同比增速.....	- 14 -
图 4：各类型银行累计净利润同比增速.....	- 15 -
图 5：商业银行不良率及关注贷款率.....	- 16 -
图 6：各类型银行不良贷款率.....	- 16 -
图 7：商业银行拨备覆盖率.....	- 17 -
图 8：各类型银行拨备覆盖率.....	- 17 -
图 9：商业银行净息差.....	- 18 -
图 10：各类型银行净息差.....	- 18 -

## 表格目录

表 1：10 月 M2 增量的结构.....	- 21 -
表 2：经济数据一览.....	- 31 -

## 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

三季度，海外新冠疫情逐渐得到控制，受益于工业生产和海外需求的修复，海外经济三季度均超预期回升。但进入10月以来，海外新冠疫情复发，对经济活动再次产生限制，主要经济体货币宽松和财政刺激目前尚未加码，预计四季度海外经济修复的速度将明显放缓。在疫情复发的背景下，关注货币政策和财政刺激的边际变化。分经济体看，美国第三波疫情对经济的冲击已经开始显现，11月美国PMI显著走弱，就业指数重回萎缩区间，并且11月非农就业人数大幅低于预期。欧洲严厉的防疫措施缓和了疫情，欧元区经济持续改善，11月服务业PMI超预期，但欧洲复兴基金再生变故，为财政刺激的前景蒙上了阴影。日本三季度GDP大超预期，但是PMI数据、失业率和通胀数据显示后续经济复苏前景仍然严峻。

#### (1) 美国 Q3 经济超预期改善，但第三波疫情对经济的冲击已显现

美国三季度GDP增速超预期，显示经济触底回升。美国三季度GDP环比折年率初值+33.1%，预期+31%，前值-31.4%，为历史最大涨幅，超出市场预期。消费分项对GDP环比拉动率为22.27%，为最主要的正向拉动因素。其中，由于服务业受疫情的影响最大，在疫情

<sup>1</sup> 撰写人：IMI 研究员张瑜

期间几乎全面暂停，因此在三季度经济重启后，服务消费细项的环比拉动率达到 16.04%；而受益于财政补贴带来的个人可支配收入高企，商品消费细项的环比拉动率也达到 9.2%。投资分项对 GDP 环比拉动率为 4.96%，其中设备投资与住宅投资的环比拉动率分别为 3.34%、2.09%，为投资增长的主要动力。

但美国第三波疫情对经济的冲击已经开始显现。月频数据来看，首先，11 月美国 ISM 制造业 PMI 为 57.5，预期 58，前值 59.3。PMI 显著走弱，且就业指数重回萎缩区间。其次，11 月新增非农就业人数 24.5 万人，低于预期的 46.9 万人。非农就业人数大幅低于预期，一方面受到劳动参与降低的影响，疫情冲击下部分低学历就业人口或将长期退出就业市场；另一方面，在第三轮疫情持续冲击下，线下零售、服务业就业受到冲击，在圣诞假期的消费旺季下，零售业就业人数不增反降，服务业新增就业人数显著放缓。高频数据来看，美国餐厅就餐活动逐步小幅回落，出行指数继续下滑，用电量重新回落至去年同期水平之下，且粗钢产量同比负增速疫情后首次出现走阔。

财政政策方面，美国新一轮财政刺激方案有望推出。12 月初，美国众议院议长佩洛西和参议院民主党领袖舒默共同提出 9080 亿美元的跨党派方案，并表示该计划将是两党谈判的基础，提高了年底前两党达成财政刺激协议的可能性，不过该法案的规模低于此前的市场预期。

货币政策方面，关注 12 月美联储议息会议是否调整购债计划。

11 月月中鲍威尔曾表示，美国经济复苏有望继续以“稳健”步伐前

进,但是新冠肺炎确诊病例激增已经构成复苏动能丧失的风险。目前,美联储已延长四项紧急购债计划,同时美联储官员频繁表态,在未来1-2年将维持接近零利率的水平。由于11月就业数据太差,市场预期美联储可能在12月的议息会议上调整购债计划。

## **(2) 欧元区三季度经济复苏超预期, 关注后续财政刺激及货币政策走向**

**欧元区三季度经济复苏超预期。**欧元区第三季度GDP环比增长12.7%,远高于9.6%的市场预期,三季度GDP环比折年率为60.5%。第三季度,欧元区的经济增长整体明显回升,不少国家三季度GDP也实现了正增长,比如德国、意大利、法国、西班牙等。

**高频数据看,欧元区经济持续改善,11月服务业PMI超预期。**欧洲防疫措施的实施缓和了疫情,经济数据也出现了改善的迹象。高频数据来看,英国餐厅就餐活动出现明显反弹,法国、英国、意大利出行指数有所反弹,计划航班数量也略有回升,不过德国防疫措施依然较严,各项高频数据仍延续低位。月度经济数据来看,欧元区11月服务业PMI终值为41.7,预期41.3,前值41.3,制造业PMI终值53.8,预期53.6,前值53.6,均略高于预期,综合来看,四季度欧洲经济受疫情冲击最坏的时刻或已过去。

**财政政策方面,欧洲复兴基金再起波澜。**11月16日,匈牙利和波兰否决了欧盟2021-2027年的预算案,反对的理由是复兴基金的条款影响了其国内法治,此举可能导致总额7500亿欧元的疫情后欧洲经济重建计划无法启动。欧元区财政刺激计划再次波澜,但欧盟其他

国家暗示仍将努力达成解决方案。

**关注12月10日的欧央行利率决议，市场预期欧央行将加码宽松。**

在10月货币政策会议纪要中，多名欧央行官员对欧元区经济二次衰退的忧虑升温，认为第四季经济已经存在风险；欧央行首席经济学家连恩建议欧洲央行明确表示根据其12月更新的评估将酌情重新调整所有工具，以确保融资条件仍然有利于支持经济复苏并抵消负面影响。欧央行管理委员会下一次会议定于12月10日召开，市场普遍预计欧洲央行将延长并扩大规模1.35万亿欧元的紧急资产购买计划。

### **(3) 日本经济改善但经济状况仍然严峻**

日日本经济三季度强劲反弹，但后续经济状况仍然严峻。首先，实际GDP环比折年率录得21.4%，远超18.9%的市场预期增速，为1980年有可比数据以来最大。虽然经济环比大幅上涨，但是同比依然为负，仍处于衰退期。其次，11月，日本制造业与服务业PMI虽环比在持续改善，仍改善的幅度逐渐变小，并且整体仍处于收缩区间。11月日本制造业与服务业PMI分别录得49和47.8，前值分别为48.7及47.7。再次，日本10月CPI跌入负区间，核心CPI同比从-0.3%至-0.7%，目前已面临着通缩的压力。最后，10月份日本失业率仍在持续走高，较上月提升0.1个百分点至3.1%，就业市场形势仍然严峻。11月月底，日本财务大臣麻生太郎表达了对后续经济形势的担忧，他认为由于新冠疫情影响，日本的经济状况仍然严峻。



## 2. 汇率展望：美元和人民币的走势前景取决于疫苗进度和美国国会归属的情景矩阵

### 美元和人民币的走势前景取决于疫苗进度和美国国会归属的情景矩阵

短期内，受疫苗迅速推出和美国财政救济方案出台前景的刺激，11月美元指数大幅走低，较上月下跌2.11%。第一，疫苗研发进展顺利，短期内能迅速提振全球风险偏好。11月份，疫苗推出进展迅速，以辉瑞、阿斯利康等为代表。目前，英国已成为首个批准Covid-19疫苗的西方国家。在美国和欧盟做出决定之前，英国的监管机构批准了辉瑞联合BioNTech SE研发的新冠疫苗。此外，各主要疫苗公司也在积极申请欧盟和美国的紧急使用授权以寻求疫苗尽快上市。第二，美国国会达成财政刺激方案的预期升温也助美元走跌。12月初，美国众议院议长佩洛西和参议院民主党领袖舒默共同提出9080亿美元的跨党派方案，美国众议院议长佩洛西认为，势头在向着就财政刺激计划达成妥协的方向发展。值得一提的是，12月份美元指数或将受到英国硬脱欧风险的扰动而上升。

展望明年，美元和人民币的走势尚属于“抹黑前进”，要取决于疫苗进度和国会的归属情况。

情景一：疫苗如期上市、国会民主党横扫。在此情景下，疫情控制速度最快，同时拜登各项政见均有望顺利落地。因此经济修复速度最快、财政刺激规模最大、不主张过度绑架货币宽松、但加税政策落

地对资本市场冲击也最大。对资产价格而言，经济基本面修复有望带来美元指数上行，而人民币汇率则相对偏弱。

情景二：疫苗如期上市、国会分立。在此情境下，疫苗仍可较快控制住疫情，但分立的国会或阻碍拜登政策的落地。因此疫情对经济的冲击有望较快消退，但财政刺激规模大概率低于民主党 2.2 万亿美元的计划，对经济的刺激幅度弱于情景一，不过加税政策短期难以落地，对资本市场冲击弱化。对资产价格而言，经济上行或将带来美债收益率上行，加税政策短期难落地叠加经济上行将全面利好美股，不过分立国会带来的美国政策前景不确定性或带来美元指数偏弱，人民币汇率则相对偏强。

情景三：疫苗上市慢于预期、国会民主党横扫。在此情境下，海外疫情或将持续反复，不过民主党各项防疫措施与刺激政策可顺利落地；这将带来经济修复受疫情反复而力度偏弱，不过财政刺激可带来较大拉动、但加税政策落地对资本市场冲击也较大。美元指数或走势震荡，一方面疫苗不及预期或带来美元偏弱，而民主党控制国会又或带来美元偏强，对应人民币汇率则也将有较大波动。

情景四：疫苗上市慢于预期、国会分立。在此情境下，海外疫情或将持续反复，且分立的国会或阻碍拜登政策的落地，财政刺激规模或较小，此种情景对经济的冲击最大，且财政刺激力度也最小。对资产价格而言，美元指数偏弱，人民币汇率则偏强。

另外，利用 CFETS 篮子的压力测试，假设美元指数波动区间在 93-98，CFETS 波动区间在 91-98，则可看到人民币汇率倾向于贬值



的情景更多，波动区间为 6.37-7.25。

## （二）国内宏观<sup>2</sup>

2020 年 10 月国内经济继续保持上行的修复态势，工业生产尤其是制造业持续保持高位，10 月规模以上工业增加值同比增速 6.9%，高于预期，其中制造业工业增加值增速为 7.5%，处于高位。固定资产投资中三大投资增速均有改善，房地产投资小幅上行，基金投资反弹，制造业投资已有提升，内生动力持续恢复。国内经济需求端加速恢复带动消费改善，其中餐饮类收入首次由负转正，汽车零售继续对消费形成支撑。随着国内经济内生动力恢复，国外需求回升支撑短期出口保持较高增速，预计季度经济增速有望继续上行。

### 1. 经济：经济复苏态势延续

#### （1）工业增加值继续提速

10 月规模以上工业增加值同比增速 6.9%，高于市场预期，持平于前值，但需注意的是今年 10 月由于中秋国庆叠加，假期增加，在实际工作日少于去年的同时工业增加值持平上月，表明实际生产有所提升。工业生产超预期增长一方面是由于去年基数较低，另一方面也与制造业持续修复有关。分三大门类来看，10 月采矿业增加值增速较上月上升 1.3 个百分点至 3.5%，制造业略微回落 0.1 个百分点至 7.5%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比回落 0.5 个百

<sup>2</sup>撰写人：IMI 研究员孙超

分点至4%。分行业看，10月41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长。煤炭、铁矿石和螺纹钢价格走高带动黑色产业景气度回升，10月黑色金属、非金属矿物增加值增速分别为11.2%和9.3%；汽车制造业同比增长14.7%，仍处于高位；电气机械和器材制造业同比增长17.6%。10月服务业生产指数同比增长7.4%，比上月上升2.0个百分点，改善较上月明显，主要与国庆中秋叠加假期增多带动出行有关。整体来看，10月生产保持强劲，工业生产已回到正常水平，随着海外生产的持续恢复，未来两月工业生产仍有望处于高位。

## **(2) 投资增速继续走高，制造业投资明显改善**

1-10月全国固定资产投资增速1.8%，前值0.8%，投资增速继续明显回升。房地产投资平稳增长，制造业投资明显改善，基建投资亦有所上行。1-10月房地产开发投资累计同比增长6.3%，较上月继续回升0.7个百分点，略超预期。当月投资同比达到12.7%，高于去年同期。10月单月房地产销售面积和销售额分别增长15.3%和23.9%，较9月明显回暖。1-10月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比为-2.6%、3.0%、-9.2%，均较前值有所回升。1-10月制造业投资跌幅收窄1.2个百分点至-5.3%，10月当月投资增速较上月有所回升。从行业来看，医药制造业、计算机及办公设备制造业投资分别增长22.8%和14.8%；电子商务服务业增长26.5%。往后看，出口的持续强劲、需求逐渐回暖，企业利润的回升将支撑制造业投资继续走强。1-10月基建投资（不含电力）同比增速0.7%，较前值继续提升0.5个百分点，10月当月同比增速为4.4%，较上月回升1.2个百分点，专项债

的发行支撑基建增速。往后看，随着国内经济的持续回暖以及今年“冷冬”气候的影响，四季度基建投资或难见明显回升。

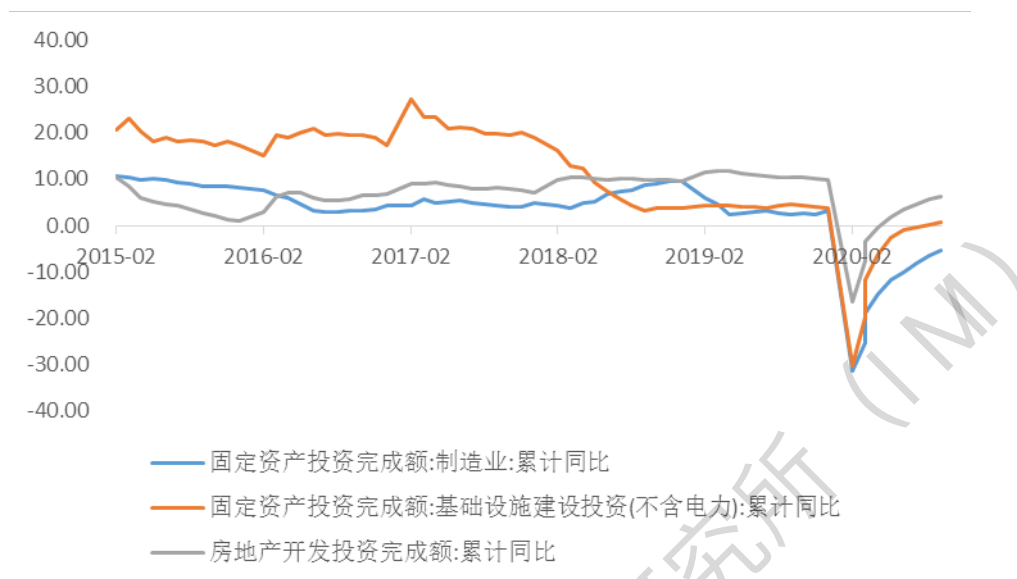


图 1：三大投资均有明显改善

数据来源：Wind，IMI

### (3) 消费复苏加快

8月社会消费品零售总额同比增长3.3%，较上月上升2.8个百分点，消费复苏明显加快。具体来看，汽车零售同比增速达11.2%，较上月有所回落但仍处于较高水平，同时也是社零增速的重要支撑。剔除汽车后的8月社零同比增速2.4%，上月为-0.6%，表明整体消费向好，复苏加快。具体来看，必须消费品中食品、饮料、烟酒类提升较为明显，可选消费中的石油制品增速提升明显，金银珠宝类继续保持高位，而通讯器材类增速出现了明显回落，或与苹果和华为新机发布会推迟到10月导致换机推迟有关。往后看，国内经济需求端正在加速恢复，9月调查的失业率继续下降，居民消费信心增强，对后续消费复苏形成支撑。

#### (4) 出口持续强劲，进口有所回落

按美元计价，10月出口额同比增速为11.4%，高于前值9.9%1.5个百分点，继续保持强劲；进口额同比增速为4.7%，较前值13.2%下滑明显；贸易顺差584亿美元，前值370亿美元。

从出口产品来看，海外疫情反复，但海外的生产经营受影响较小，防疫相关物资出口同比增速仍保持较高水平，但其对出口的贡献减弱，10月纺织品和医疗器械出口同比分别为14.8%和30.0%，较上月增速放缓19.9和0.9个百分点。玩具、家具、服装等出口增速较9月有所增长。从出口地区来看，对美国、欧盟和东盟出口仍是拉动10月出口的主要动力，其中对美和欧盟出口同比增速分别为18.5%和14.5%，对东盟出口增速小幅下降至14.1%。10月海外疫情有所反复，但疫情对经济的负面影响进一步下降，海外经济继续恢复，发达国家制造业PMI持续上升，其中美国PMI水平上涨至59.3%，欧元区上涨至54.8%，日本上涨至48.7%，外需恢复带动出口增长。进口来看，9月进口增速属于超预期反弹，而10月份进口增速回落主要是原油、钢材等大宗商品进口增速回落，其中原油进口额同比下降36%。分地区看，10月对主要贸易地区的进口均有所下降，对美、欧盟和日本进口增速分别下降31.1、25.6和33.9个百分点至-5.7%、-11.4%和-13.2%。展望后期，海外疫情仍严重，一定程度上给进出口带来不确定性，但全球主要国家制造业PMI持续上升生产持续恢复，而我国生产的率先恢复使得我国出口对部分国家仍形成替代，对我国出口形成支撑；而内需的回暖以及海外生产的不断恢复，进口有望回升。

## 2. 通胀：猪价下降带动 CPI 继续回落

### (1) CPI 同比继续回落

10 月份 CPI 同比增长 0.5%，较前值回落 1.2 个百分点，核心 CPI 同比 0.5%，继续持平于前值。食品项价格同比上涨 2.2%，前值 7.9%，食品价格涨幅回落仍是 CPI 持续下行的主要影响因素，其中猪肉价格受同期高基数影响，同比下降 2.8%，前值为上涨 25.5%；鲜菜价格同比增长 16.7%，涨幅亦放缓，鲜果、蛋类价格环比下降 2.1%、1.9%。非食品价格同比增速 0%，与上月相当，环比 0.1%。环比来看，10 月原油价格下降，交通通信价格环比负增长，受益于假期，飞机票、宾馆住宿和旅游价格分别上涨。往后看，随着猪肉价格的持续下跌，叠加去年高基数影响，CPI 有望继续回落，而核心 CPI 或继续保持稳定。

### (2) PPI 未能回升

10 月份 PPI 同比增长-2.1%，与上月持平；PPI 环比亦持平于上月。10 月生产资料价格同比下降 2.7%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点；生活资料价格下降 0.5%，降幅比上月扩大 0.4 个百分点。10 月 PPI 未能修复主要与本月原油价格下降有关，10 月石油和天然气开采业及石油加工、炼焦及核燃料加工业环比分别为-4.9%及-1.6%，较上月均下跌。往后看，经济的复苏对 PPI 的恢复形成拉动，但考虑到去年同期高基数，年内 PPI 持续回升的态势或继续放缓。



### 3. 金融：社融增速继续回升，信贷增速略降

#### (1) 政府债发行支撑社融增量

10 月份新增社融规模 1.42 万亿元，同比多增 5493 亿，符合市场预期。同比多增除主要靠政府债券的放量发行，人民币贷款亦有较高增长。从结构上看，10 月政府债券融资新增 4931 亿元，同比多增 3060 亿，人民币贷款新增 6663 亿，同比多增 1193 亿。10 月非标融资减少 2138 亿元，其中未贴现票据融资减少 1089 亿元。股票融资新增 927 亿元，同比多增 750 亿；企业债债券融资新增 2522 亿，同比多增 490 亿。往后看，由于专项债已完成发行，同时地方债的发行将放缓，政府债券融资增长对社融的支撑已过，年内社融或将回落。

#### (2) 中长贷占比持续提升

10 月份新增人民币贷款 6898 亿元，同比多增 285 亿。从贷款结构来看，企业中长期贷款需求持续强劲，表明国内实体经济持续改善。具体来看，10 月企业新增贷款 2335 亿元，同比少增 1073 亿，其中中长期贷款新增 4113 亿元，同比多增 1897 亿，票据融资规模减少 1124 亿元，同比减少 1338 亿，短期贷款减少 837 亿元，同比多增 341 亿。居民部门中，10 月居民新增贷款 4331 亿元，同比多增 121 亿。其中，居民新增短期贷款同比多增 272 亿元，居民新增中长期贷款同比多增 472 亿元，与 10 月地产销售放缓有关。

#### (3) 货币收紧，M2 有所回落

10 月 M1 同比增速为 9.1%，较上月回升 1.0 个百分点；M2 增速



10.5%，较上月下降 0.4 个百分点，M2 与 M1 剪刀差收窄。M2 增速下降主要与当月政府债券发行回笼资金有关，10 月新增财政存款 9050 亿，同比多增 3499 亿元。非银存款同比少增 5947 亿元，企业、居民存款分别同比多减 1649 和 3557 亿元。而 10 月实体经济继续恢复，企业盈利能力增强，M1 增速有所上行。总体而言 M2 保持高位，未来两月政府债券发行量减少，财政支出力度将加大，预计 M2 将继续维持高位。

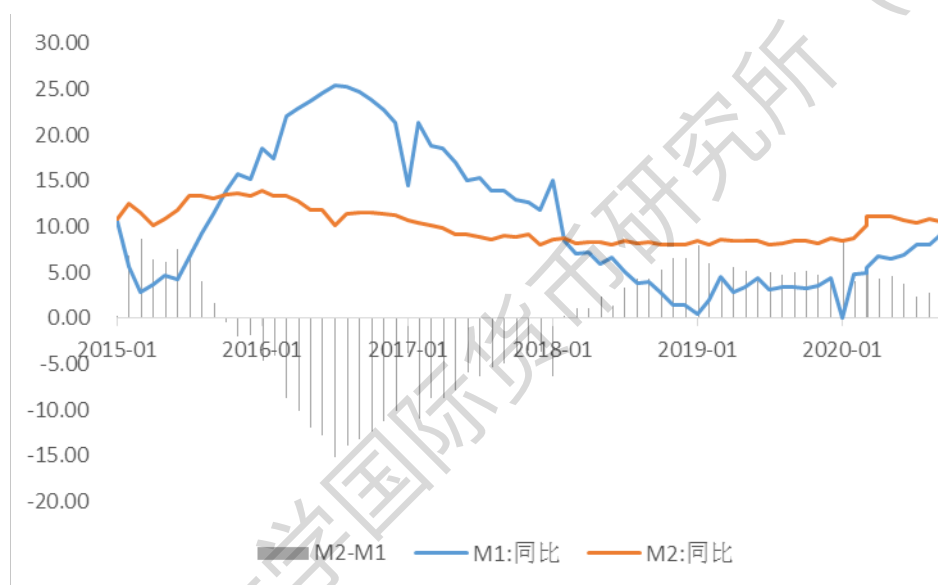


图 2：M2 与 M1 剪刀差收窄

数据来源：Wind, IMI

整体来看，10 月份社融和信贷数据基本符合市场预期，尽管信贷数据总量增长有限，但信贷结构的持续改善表明实体企业的融资需求仍然旺盛。同时 M1 增速有所上行表明企业盈利能力和居民消费意愿增强。往后看，随着年内信贷投放接近尾声，政府债券后续对社融的支撑也将逐步放缓，社融增速或将进一步放缓。

### (三) 商业银行<sup>3</sup>

#### 1. 银保监会披露商业银行三季度主要监管数据

11月10日，银保监会披露商业银行2020年三季度监管数据，银行业净利润同比下降8.3%。

商业银行2020前三季度实现净利润1.51万亿元，同比下降8.3%，增速连续2个季度为负，环比较上半年有所回升。整体来看，行业净利润负增长主要是银行加大不良确认和核销导致。

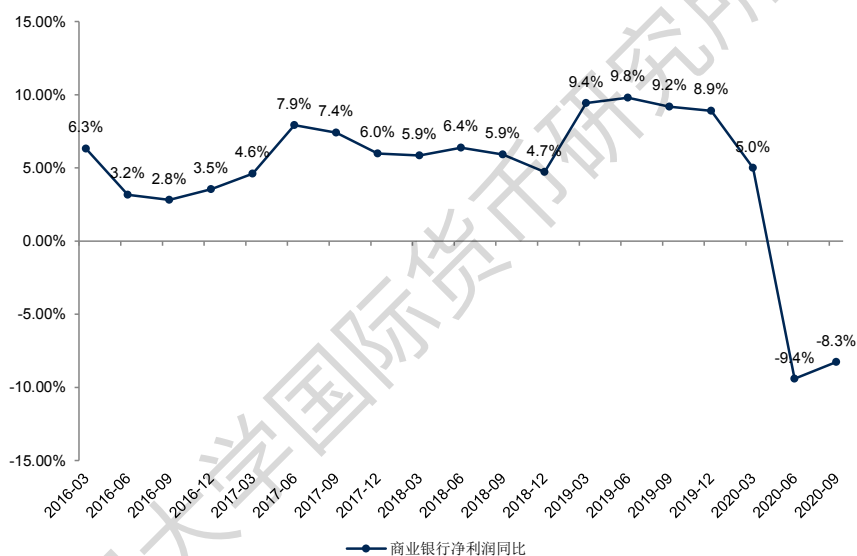


图 3：商业银行净利润同比增速

资料来源：银保监会

分类型银行来看，大行/股份行2020前三季度净利润同比下降8.5%/7.4%，下降幅度较上半年有所收窄；城商行/农商行净利润同比下降6.4%/11.6%，降幅较上半年进一步扩大。

<sup>3</sup> 撰写人：王剑（IMI研究员）、贺晨（国信证券）

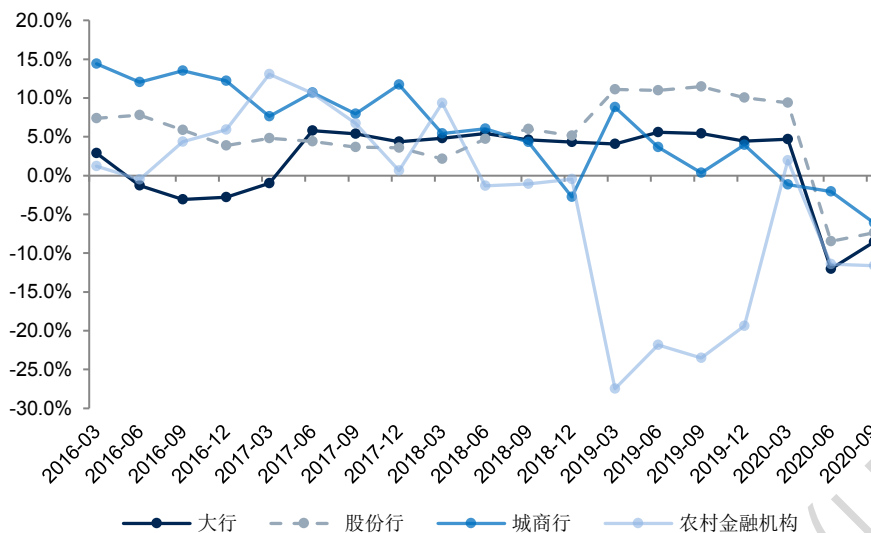


图 4：各类型银行累计净利润同比增速

资料来源：银保监会

**不良多确认、多处置：**2020 年三季度末全行业不良率 1.96%，环比二季度末上升 2bps；三季度末关注类贷款占比 2.66%，环比二季度末下降 9bps；三季度末拨备覆盖率 180%，环比二季度末下降 2 个百分点。从三项数据来看，商业银行仍延续二季度策略，在三季度持续加大不良的确认和处置力度，将大量关注类贷款确认为不良，并进行了核销或转让。“关注贷款率+不良贷款率”合并来看没有上升，反而小幅下降。我们认为这有助于增强银行报表真实性，大规模确认不良也有助于降低未来的不确定性。

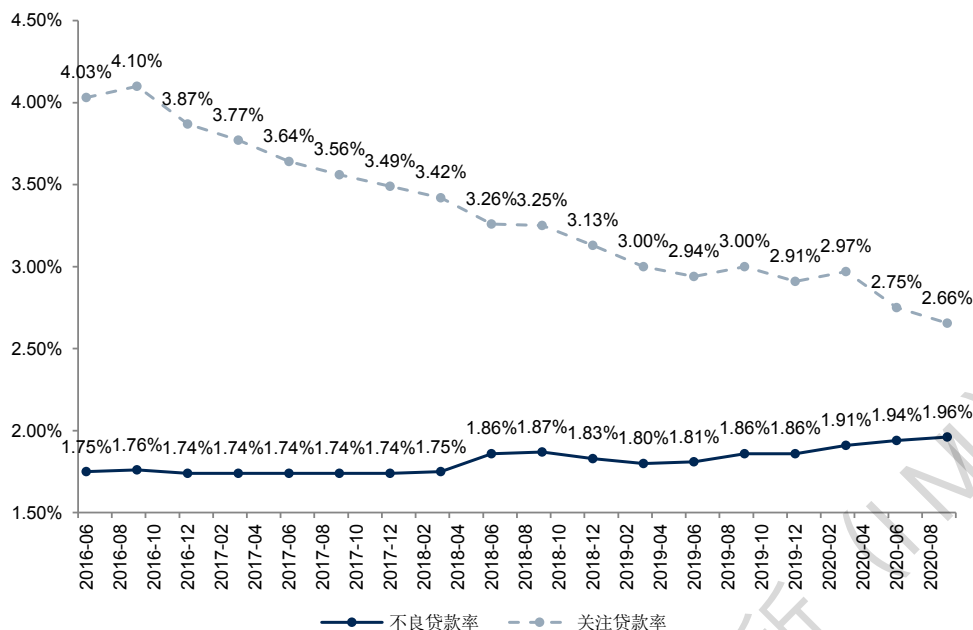


图 5：商业银行不良率及关注贷款率

资料来源：银保监会

分类型银行来看，三季度末与二季度末相比，大行不良率环比上升 5bps，股份行/城商行/农商行不良率环比则下降 1/2/5bps。

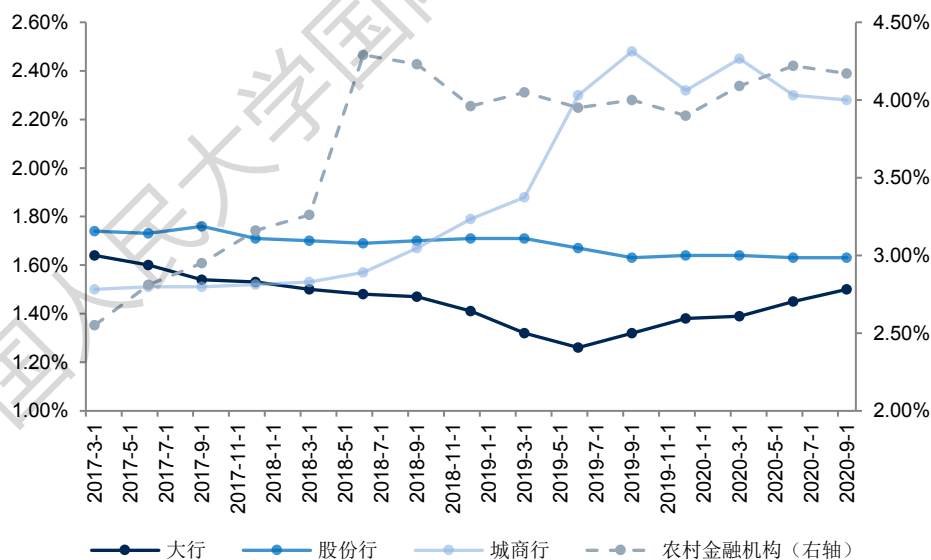


图 6：各类型银行不良贷款率

资料来源：银保监会

拨备覆盖率方面， 三季度末大行/股份行拨备覆盖率环比下降 7/5 个百分点， 城商行/农商行则环比上升 2/0.5 个百分点。

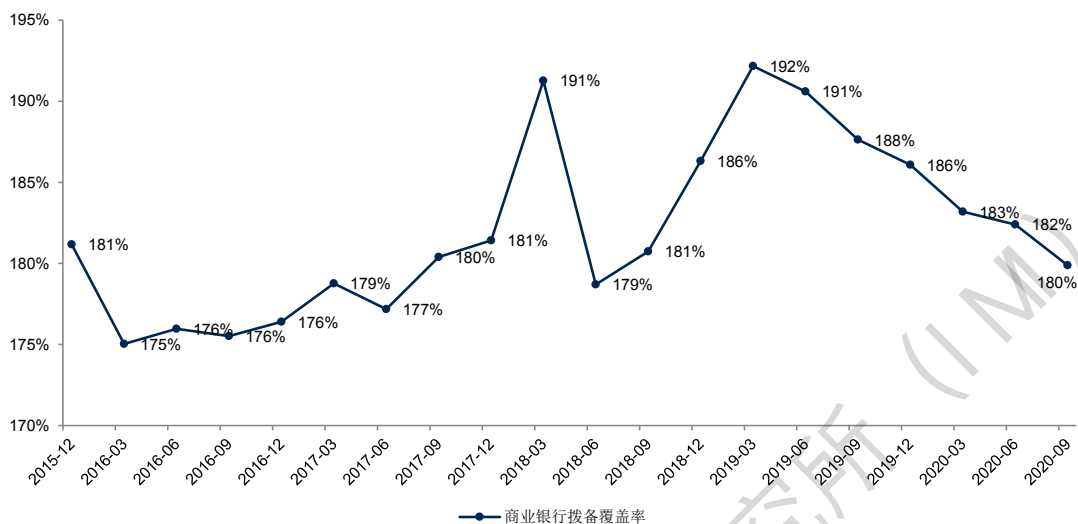


图 7：商业银行拨备覆盖率

资料来源：银保监会，注：2018 年一季末和 2019 年一季末拨备覆盖率大幅提升系 IFRS9 影响导致。

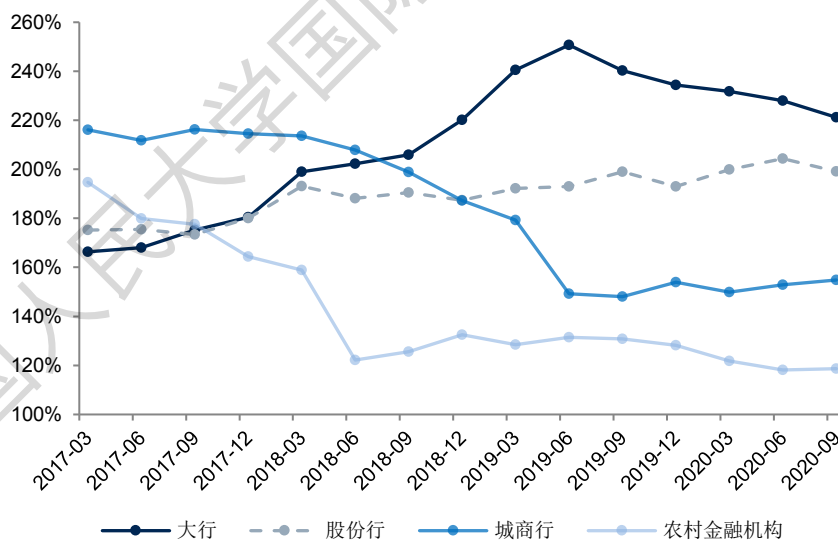


图 8：各类型银行拨备覆盖率

资料来源：银保监会

**净息差下降，主要受农村金融机构影响：全行业三季度净息差**

2.09%，与二季度持平。但较去年同期大幅下降，主要是农村金融机构净息差大幅下降导致。

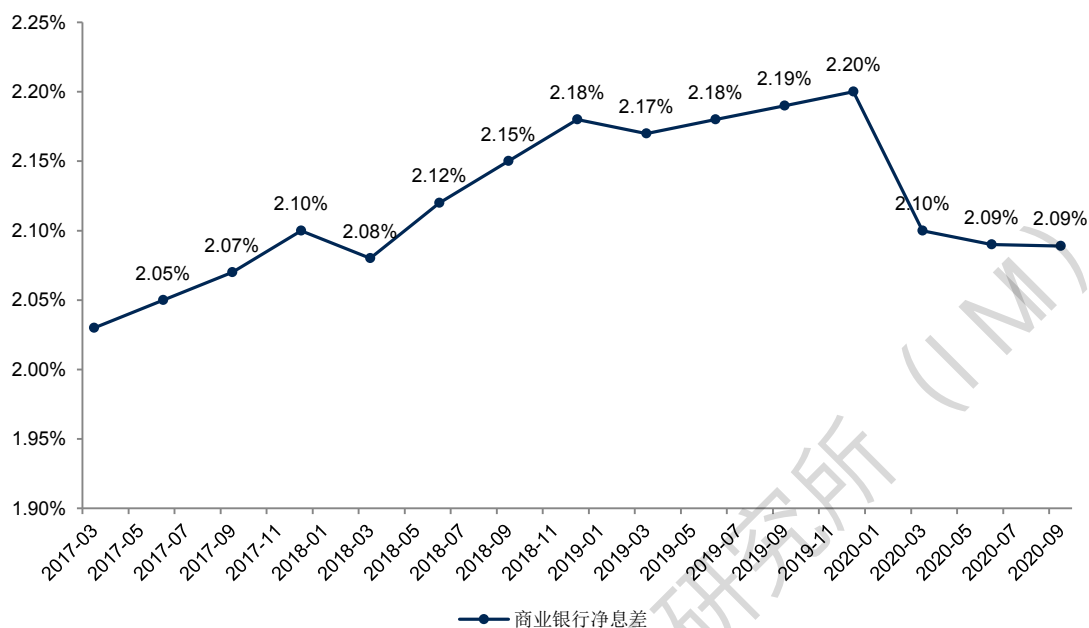


图 9: 商业银行净息差

资料来源：银保监会

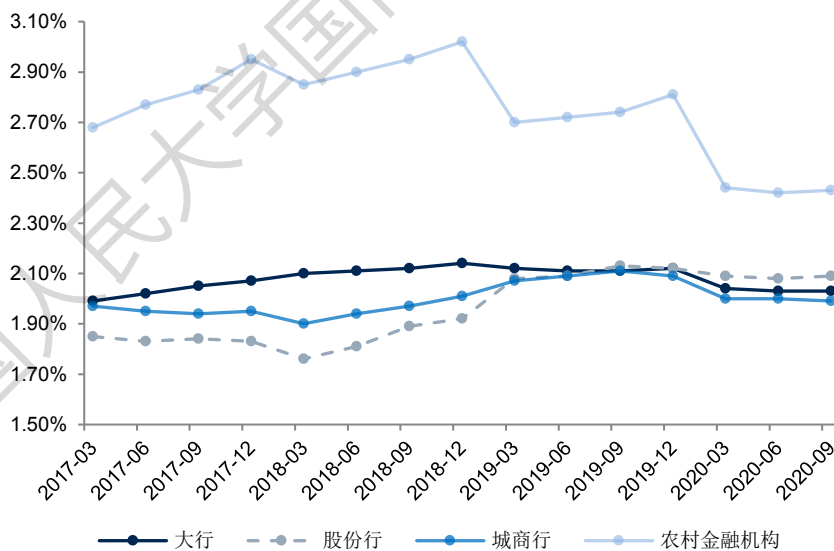


图 10: 各类型银行净息差

资料来源：银保监会



## 2. 网络小贷出新规进行全面整顿规范

11月2日银保监会、人民银行就《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）公开征求意见。

梳理《办法》主要内容，需要注意的主要有如下四点：一是明确监管体制。《办法》规定银保监会负责制定小贷公司网络小贷业务的制度和规则，地方省级金融监管部门负责网络小贷业务的审批、监管和风险处置，但跨省开展网络小贷业务的则由银保监会直接监管。二是明确小贷公司网络小贷业务的准入机制。《办法》规定网络小贷业务需持牌经营，持牌有效期为三年但可以续期，并对申请网络小贷业务的小贷公司及其控股股东设置了准入条件。其中小贷公司跨省开展网络小贷业务的，应由银保监会依法批准。三是明确小贷公司经营网络小贷业务的基本规则。《办法》规定经营网络小贷业务的小贷公司通过非标准化融资形式融入资金的余额不得超过净资产的1倍；通过资产证券化等标准化债权类资产形式融入资金的余额不得超过净资产的4倍。《办法》还规定对自然人的单户网络小贷余额原则上不得超过30万元，不得超过其最近3年年均收入的1/3（以孰低为准）；对法人或其他组织及其关联方的单户网络小贷余额原则上不得超过100万元。在单笔联合贷款中，经营网络小贷业务的小贷公司出资比例不得低于30%。四是其他主要事项。《办法》规定同一投资人及其关联方、一致行动人作为主要股东参股跨省级行政区域经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的数量不得超过2家，或控股跨省级行政区

域经营网络小额贷款业务的小额贷款公司的数量不得超过 1 家。此外，还对溯及力、过渡期安排等做了规定。

我们认为本次《办法》的推出将有利于规范小额贷款公司网络小额贷款业务，防范网络小额贷款业务风险，保障小额贷款公司及客户的合法权益，促进网络小额贷款业务规范健康发展。

### 3. 2020 年 10 月货币金融数据分析

2020 年 10 月末，基础货币余额为 30.24 万亿元，全月减少 13263 亿元。其中，现金（货币发行）减少 1706 亿元，银行的存款准备金减少 11436 亿元，非金融机构存款减少 121 亿元。全月央行的各项广义再贷款共收回基础货币 2874 亿元。此外，缴税等财政因素回笼基础货币 10120 亿元。

10 月末的 M2 余额为 214.97 万亿元，同比增速为 10.5%，较上月减少 0.4 个百分点。按不含货基的老口径计，10 月份 M2 减少 1.44 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生 M2 约 7396 亿元；缴税等财政因素回笼 M2 约 1 万亿元；企业债券到期回笼 M2 约 564 亿元；银行的 SPV 投资（投放非银、非标等）回笼 M2 约 1.1 万亿元；外汇占款回笼 M2 约 48 亿元。

表 1：10 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-1,334	外占	-48
单位活期	8,205	债券	-564
单位定期	-14,630	贷款	7,396
个人	-9,656	财政	-10,120
非银	3,016	其他（非银、非标等）	-11,064
合计	-14,400	合计	-14,400

#### （四）资本市场<sup>4</sup>

##### 1. 股市：回归景气，守正待时

###### （1）基本面更新

国内方面，经济维持复苏趋势。11 月中国服务业 PMI 从 10 月的 56.8 升至 57.8，强于市场预期 56.4。服务业 PMI 改善表明服务业迎来持续复苏。分项指数方面，11 月财新服务业 PMI 就业子指数从 10 月的 51.8 跃升至 54.2。同期，新订单子指数从 55.6 升至 58.7；新出口订单子指数从 47.3 强劲反弹至 54.7，重回扩张区间，这表明国内服务业内需和外需持续回暖。通胀方面，11 月份猪肉价格均值还在继续下行，同时基数继续抬升；但此后基数效应阶段性回落。正常情形下，CPI 应会在 11 月继续回落，12 月将企稳或小幅回升，下一基

<sup>4</sup> 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲

数压力期会是明年 2-3 月。PPI 方面受同期原油价格回落影响，下跌的部分主要集中于能源类，11 月上旬原油和螺纹钢价格都有较为明显的反弹，煤炭价格也在上行趋势中。整体经济活动短期内面临的“尾部风险”在新冠病例在中国实现“动态清零”下逐步消散。工业增加值同比有所回升，和财政刺激的效果不无关系。产成品库存同比负增长，企业利润增速在 PPI 回升的带动下逐步向零靠拢。同时，汽车制造、电气机械、专用设备、黑色金属等强周期性行业的增加值增速出现了显著提高。黑色金属采矿、专用设备等行业的利润保持了较高的增速。货币与信用方面，M2 同比增速大概率已经进入顶部区间，目前仍显著高于名义 GDP 增速，预计明年将温和回落。社融规模扩张明显，1-10 月份累计新增 31 万亿，已经基本达到易纲行长年初给出的 30 万亿目标。10 月、11 月政府债券的发行量比市场预期的弱，体现了财政政策在实践中的发力空间受限。在整体经济的节奏上预计 GDP 同比数据会在 2021 年一季度冲高到 15% 以上，然后逐步回落；2021 年全年有可能在 8% 左右。

国外方面，目前美国通胀仍低于疫情前水平。10 月美国 CPI 同比增长 1.2%，核心 CPI 同比增长 1.6%，低于 2019 年 CPI 和核心 CPI 增速 1.8% 和 2.2%。美联储关注的核心 PCE 价格指数 10 月同比增长 1.4%，也低于 2019 年增速 1.7%。近几个月美国通胀环比动能有所回落，CPI 环比增速从 7 月 0.6% 回落至 10 月 0%，核心 PCE 环比增速 10 月也降至 0%。9-10 月份，美欧日消费数据持续高增长，疫情扰动未改圣诞季旺盛消费需求。疫苗量产在望支撑消费信心。虽然补贴

暂停导致环比增速回落，但 10 月份美国居民收入同比增速仍保持稳健。工业生产方面，随着销售和新订单回软，疫苗补库周期有望启动，生产和设备周期有望回升。美国住房/汽车/社会总库存均在去化；零售和批发商库存同比降幅已触底收窄，有望逐渐传导至生产端、拉动制造业厂商主动补库存。10 月份美国新屋销售/开工仍然旺盛，地产周期的回暖具有一定延续性，对美国设备更新、拉动外贸均有积极意义。美股盈利方面，相比冲击最大的二季度，美股三季度业绩改善明显，而且改善幅度超出预期。整体看，三季度标普 500 指数 EPS 同比下滑幅度收窄至 8.0% (vs. 二季度-32.3%)，纳斯达克 100 EPS 增速更是从二季度-16.4%抬升至微弱正增长 (0.2%)。行业大类上，由于银行贷款拨备计提的结束，金融板块盈利改善明显，三季度 EPS 同比下滑收窄至 10.3% (vs. 二季度-50.1%)，非金融板块 EPS 同比增速从二季度的-27.4%回升至-7.4%。

## (2) 市场回顾和展望

短期来看，随着北向资金 11 月份创下年度当月最大净买入，今年跨年行情已经开启。宏观经济逐季改善、货币政策仍维持中性短期较难系统性收紧以及海外不确定性落地伴随着海外库存周期的开启、“十四五”规划出台均有助于市场风险偏好的抬升。我们认为从当前到明年春节前仍可沿三个方向适度参与春季攻势：1) 目前在趋势上的顺周期品种，特别是与外需相关的周期板块；2) 政策预期继续升温的新能源、半导体、军工等板块；3) 经过深度回调后，也逐渐显露出投资机会医药、计算机等。



中期来看，宏观层面经济复苏进入中后段，流动性在总体较为宽松的环境下呈现边际收紧态势，与此同时 A 股资金供需伴随企业融资需求上升面临压制。在中期维度上，需要特别关注居民可支配收入增长乏力、债务压力刚性、财政支出能力制约、中美关系恶化带来的需求回落和供给产能过剩矛盾凸显。我们认为宏观基本面整体对权益资产最友好的阶段已经过去：一方面市场估值水平已经在历史高位，经济复苏已经被完全计入价内；另一方面外部风险和估值所隐含亟待验证的业绩压力逐步积聚形成未来的隐忧。

## 2. 债市：短期交易性行情正接近尾声，中期利空因素继续修复

### (1) 短期交易性行情正接近尾声

短期来看，市场进入 12 月“收官之际”，流动性冲击扰动弱化，债市决定因素重回基本面与资金面。上周金融委会议之后，央行、银保监会等相继呵护债市，交易所也出现神秘资金大额投放，助力资金分层缓解及平稳度过月末时点，债市流动性冲击扰动弱化。在这种情况下，债市决定性因素将重回基本面与资金面。本周一将公布 11 月 PMI 数据，从高频数据看，PMI 存在超预期的可能。与此同时，12 月是存单到期量的高峰，存单提价的可能性依然较大。因此，债市的交易性行情可能正在接近尾声。

### (2) 中期利空因素继续修复

中期来看，债市预期之内的利空因素将继续释放，但利率上行空间已经不悲观，明年一季度末关注转机。未来一个季度，基本面继续



修复、PPI 上行、货币政策中性偏紧等预期内的利空因素仍将继续释放，利率仍然存在上行的风险。但市场对经济、货币政策预期较为一致，中美利差仍大，同时流动性冲击之下，近两周利率加速赶顶，央行货币政策及时进行了呵护，因此利率上行空间预计也有限，近期的高点可能成为债市重要的“锚”。明年一季度末到二季度关注 GDP 增速见顶、社融增速下行、存单“锚”向资金“锚”切换等带来的债市转机机会。

### (3) 操作上的考量

第一，流动性冲击扰动弱化，债市决定因素重回基本面与资金面，交易盘短期重回防守反击策略，等待预期之内的利空因素释放。明年债市供求状况有利，利率债净供给减少，而需求力量扩张，配置盘如摊余成本法债基、保险、养老金等建议继续逢高收集筹码。

第二，曲线形态上预计保持平坦化，直到货币政策有所转向，存单利率下行，定价逻辑向回购利率靠拢。三月存单+超长利率债构建哑铃型组合性价比更优，超长利率债明年存在估值有优势、供给量减少且期限更均衡、保费增长等多方面优势。

第三，跨年存单品种利率仍有上行风险，但是存单的性价比和配置价值已经明显提升，建议 12 月中旬开始逐步加大存单配置力度。

第四，信用债方面，金融委表态等推动本轮信用风波渐平息，上周建议把握优质券错杀机会。明年信用环境是基本面好转，但融资条件弱化，建立在信仰基础上的弱国企和尾部城投仍需要重点提防。

第五，上周银行间资金面明显转松，回购利率大幅下行，但是年

底资金面扰动因素犹存，尤其是流动性分层压力较大，仍建议择机锁定低成本资金，杠杆策略中性。

第六，转债建议适度降低仓位，等待大秦等新券供给和上市，继续顺周期板块打底，埋伏可选消费和细分科技龙头，布局十四五收益品种。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

## 二、宏观经济专题<sup>5</sup>： 资本深化、结构转型与技能溢价

### （一）摘要

如何理解收入分配演化机制，对政府调节不同群体间收入分配关系、改善收入分配矛盾具有重要意义。本文在多部门动态一般均衡模型中引入了不同技能劳动力，研究了结构转型在技能溢价变动中的作用。本文发现在产业部门间产品替代弹性较低时，随着资本深化或资本密集型产业技术水平更快提高，生产要素将流向劳动密集型产业；如果劳动密集型产业同时也是技能密集型，那么技能溢价将上升，反之亦然。劳动力数量增长后，如果资本密集型产业同时也是技能密集型，那么即使高技能和低技能劳动力之比提高，技能溢价也可能会上升。本文提出即使不假设资本技能互补或技能偏向型技术等生产特征，结构转型也会改变技能溢价，这为理解收入分配提供了新的理论视角。

### （二）引言

改革开放以来中国经济快速发展，人均收入增幅超过了 20 倍，但是当前发展不平衡不充分问题仍然突出，收入分配差距较大。如何有效实现效率和平等的动态平衡已经成为中国经济高质量发展的一个重要目标，十九届四中全会也把按劳分配为主体、多种分配方式并

<sup>5</sup>撰写人：中山大学岭南学院郭凯明、杭静，北京大学光华管理学院颜色。本文选自原载于《经济研究》2020 年第 9 期的《资本深化、结构转型与技能溢价》。原文链接：

<https://www.cnki.com.cn/Article/CJFDTotal-JJYJ202009007.htm>

存上升为了社会主义基本经济制度。那么，影响收入分配演化的经济动因又是什么呢？值得注意的是，造成中国收入不平等程度变化的一个重要原因是劳动力市场技能溢价，即高技能和低技能劳动力的工资差距在持续扩大(Zhang et al., 2005; 宋冬林等, 2010; 徐舒, 2010; 陆雪琴和文雁兵, 2013; 杨飞, 2017; 卢晶亮, 2017)。而在技能溢价上升的同时，中国产业结构也发生了快速转型。如果生产过程中不同技能劳动力的密集程度在不同产业之间存在差别，那么产业相对规模的变动就必然会影响对不同技能劳动力的相对需求，进而导致技能溢价变动。从这一视角出发，本文在一个多部门动态一般均衡模型中引入不同技能劳动力，将结构转型和技能溢价同时内生，提出结构转型也是影响技能溢价的重要因素，为理解中国收入分配演化提供了新的理论视角。

本文提出，资本深化、劳动力增长和技术进步等因素都会推动结构转型，其影响方向取决于产业部门的产品替代弹性。通过影响结构转型，这又进一步导致了技能溢价变动，其变动方向取决于产业部门的产品替代弹性和生产要素密集程度。本文详细展示了结构转型和技能溢价变动方向的前提条件，并分析了背后的理论机制。之后使用中国宏观经济数据校准了模型参数，对模型的动态转移过程进行了数值模拟，发现本文提出的理论机制在定量上是显著且稳健的。

现有研究通常将技能溢价上升现象解释为技能偏向型技术或资本技能互补等生产特征，这些特征使高技能劳动力的相对需求随着资本深化或技术进步而提高，从而推动技能溢价上升(Acemoglu,

1998;Krusell et al., 2000;董直庆等, 2014)。这些研究忽略了结构转型对技能溢价的影响。Burstein & Vogel(2017)和 Cravino & Sotelo(2019)等研究提出, 国际贸易使不同国家发挥比较优势, 集中在不同技能密集程度的产业进行生产, 从而影响了技能溢价。Hanetal.(2012)、张明志等(2015)的实证研究表明, 国际贸易对中国技能溢价的确有重要影响。除了国际贸易外, Buera & Kaboski(2012)提出, 对技能密集型服务的相对需求上升, 在扩大服务业整体比重的同时也提高了技能溢价。Bueraetal.(2018)提出, 技能密集型产业的相对规模扩大会提高技能溢价。这些文献部分说明了结构转型对技能溢价的影响, 但是并没有在存在资本深化和技术进步的多部门动态一般均衡模型中将结构转型和技能溢价同时内生。本文利用这样一个模型, 强调了即使不引入资本和技能的互补性或技术进步的方向性等假设, 资本深化和技术进步带来的结构转型本身也会推动技能溢价变动, 因而为技能溢价和工资收入不平等提供了新的理论解释。

本文还发展了结构转型与收入分配的关系研究。本世纪以来, 在Kongsamut et al.(2001)、Ngai & Pissarides(2007)和 Acemoglu & Guerrieri(2008)等文献推动下, 结构转型领域形成了以现代宏观经济学多部门增长模型为理论和实证研究工具的标准范式, 在结构转型的形成动因和经济影响等领域发展迅速, 取得了一系列重要成果。但是, 直接关注结构转型对收入分配特别是技能溢价的影响的研究还处于起步阶段。Caselli & Coleman(2001)提出, 美国劳动力从农业具有比较优势的南部地区流向制造业具有比较优势的北部地区, 需要首先积累



技能，这就形成了天然的劳动转移成本。如果这一成本下降，就会推动结构转型，进而缩小地区收入差距。Acemoglu & Guerrieri(2008)和 Alvarez-Cuadrado et al.(2017)提出，资本深化过程会推动结构转型，从而影响了资本和劳动的相对收入。郭凯明(2019)提出，人工智能等新一代技术也会通过影响结构转型，进而导致劳动收入份额变动。Buera & Kaboski(2012)和 Buera et al.(2018)也提出了结构转型会影响技能溢价。但是，这些研究要么没有直接关注技能溢价，要么没有全面展示资本深化或技术进步等因素通过结构转型影响技能溢价的理论机制，本文深入分析了这一理论机制的影响方向和前提条件，从这一角度发展了结构转型的收入分配影响的理论研究。

本文余下部分安排如下：第二部分建立基本模型，第三部分对模型的静态均衡进行理论分析，第四部分对模型的动态均衡进行定量分析，第五部分对模型做拓展讨论，第六部分总结。

### 三、主要经济数据<sup>6</sup>

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Feb	20- Mar	20- Apr	20- May	20- Jun	20- Jul	20- Aug	20- Sep	20- Oct
CPI	同比	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5
PPI	同比	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1
制造业 PMI	同比	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4
工业增加 值	累计 增长	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4	0.4	1.2	1.8
规模以上 工业企业 利润总额	累计 同比	-38.3	-36.7	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4	0.7
固定资产 投资完成 额	累计 同比	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8
社会消费 品零售总 额	同比	-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3
进出口 总值	当期 值同 比	-9.5	-0.8	-0.8	-4.8	5.1	6.5	6.0	10.0	4.6
M2	同比	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5
社会融资 规模	存量 (百 亿元)	2571 8	2622 4	2652 2	2683 8	2718 0	2733 3	2767 4	2800 5	2812 8
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值(亿 元)	9057	2853 4	1697 7	1482 1	1811 0	9926	1278 3	1875 2	6898

<sup>6</sup>撰写人：IMI 助理研究员文锡炜

## 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.2014	2019 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2013	2018 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2012	IMI 宏观经济月度分析报告（第 42 期）	IMI
IMI Report No.2011	IMI 宏观经济月度分析报告（第 41 期）	IMI
IMI Report No.2010	IMI 宏观经济月度分析报告（第 40 期）	IMI
IMI Report No.2009	人民币国际化报告 2020 ——上海如何建设全球金融中心（发布稿）	IMI
IMI Report No.2008	IMI 宏观经济月度分析报告（第 39 期）	IMI
IMI Report No.2007	IMI 宏观经济月度分析报告（第 38 期）	IMI
IMI Report No.2006	IMI 宏观经济月度分析报告（第 37 期）	IMI
IMI Report No.2005	IMI 宏观经济月度分析报告（第 36 期）	IMI
IMI Report No.2004	新冠肺炎疫情对中国贸易投资影响分析	赵然
IMI Report No.2003	IMI 宏观经济月度分析报告（第 35 期）	IMI
IMI Report No.2002	IMI 宏观经济月度分析报告（第 34 期）	IMI
IMI Report No.2001	IMI 宏观经济月度分析报告（第 33 期）	IMI
IMI Report No.1912	天府金融指数报告	IMI
IMI Report No.1911	IMI 宏观经济月度分析报告（第 31 期）	IMI
IMI Report No.1910	IMI 宏观经济月度分析报告（第 30 期）	IMI
IMI Report No.1909	IMI 宏观经济月度分析报告（第 28 期）	IMI
IMI Report No.1908	财政货币分析平衡精要（下）	王剑
IMI Report No.1907	财政货币分析平衡精要（上）	王剑
IMI Report No.1906	IMI 宏观经济月度分析报告（第 24 期）	IMI
IMI Report No.1905	IMI 宏观经济月度分析报告（第 23 期）	IMI
IMI Report No.1904	IMI 宏观经济月度分析报告（第 22 期）	IMI
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



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