

IMI 宏观经济 月度分析报告

2020 年第 12 期（总第 44 期）



- **海 外：**海外政策宽松进一步加码，美元指数波动影响提升
- **宏 观：**国内经济复苏态势延续，社会融资或迎来拐点
- **机 构：**系统重要性银行监管落地，首份影子银行报告发布
- **市 场：**股市跨年行情空间大，债市走出超预期表现

本期推荐：“双支柱”调控、政策协调搭配与宏观稳定效应

中国人民大学国际货币研究所

2020 年 12 月

学术指导（按姓氏音序排列）：

贲圣林 曹 彤 管清友 瞿 强 涂永红

魏本华 张之骧 赵锡军

主 编：宋 科

执行主编：彭俞超

编 委（按姓氏音序排列）：

陈玉琳 董熙君 黄 楠 芦 哲 彭俞超

宋 科 孙 超 王 剑 熊 园 张 瑜

朱霜霜

目 录

一、 国内外经济金融形势研判	- 1 -
(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：美元权重调低后，美元指数波动对人民币中间价的影响有所提升.....	- 5 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济：经济复苏态势延续.....	- 7 -
2. 通胀：CPI 同比跌至负值，PPI 同比回升	- 11 -
3. 金融：社融增速或迎来拐点.....	- 12 -
(三) 商业银行.....	- 14 -
1. 系统重要性银行监管正式落地，资管新规明确“一行一策”延期时间表，官方发布首份影子银行报告。	- 14 -
2. 2020 年 11 月货币金融数据分析.....	- 17 -
(四) 资本市场.....	- 18 -
1. 股市：跨年行情空间大，上涨周期已逐步进入尾声.....	- 18 -
2. 债市：债市走出超预期表现，震荡空间较为有限.....	- 22 -
二、 “双支柱” 调控、政策协调搭配与宏观稳定效应.....	- 25 -
(一) 摘要.....	- 25 -
(二) 引言.....	- 25 -
三、 主要经济数据	- 29 -

图表目录

图 1：制造业投资继续改善.....	- 9 -
图 2：M2 与 M1 剪刀差继续收窄	- 13 -

表格目录

表 1：11 月 M2 增量的结构	- 17 -
表 2：经济数据一览.....	- 29 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

海外政策宽松进一步加码。货币政策方面，欧央行增加了资产购买计划规模并延长 TLTRO 利率优惠期，美联储虽然未调整 QE 规模或提高平均购债期限但进一步明确购债计划指引，日本央行延长企业融资优惠政策。财政政策方面，欧盟领导人在欧盟峰会上为欧盟的七年预算和 7500 亿欧元复兴基金计划的扫清了障碍，美国新一轮规模为 9000 亿美元的财政刺激法案落地，日本也推出了第三轮财政刺激计划。政策宽松有望进一步推动海外需求的复苏。

从经济数据看，海外经济也在持续复苏。美国零售和餐饮活动有所改善；欧元区服务业 PMI 大幅回升，制造业 PMI 进一步扩张；日本失业率下降，制造业活动结束连续 19 个月的萎缩。此外，2020 年末，美国、英国、欧盟等主要经济体纷纷开启疫苗接种，虽然近期海外疫情有所复发，但疫苗接种和严厉的防疫措施有助于遏制疫情，经济复苏之路虽有波折，但并未被打断。

(1) 美国：圣诞假期带来零售与餐饮有所改善

消费数据方面，由于圣诞假期来临，近期美国餐厅就餐人数略有回升。12 月 19 日当周，美国红皮书商业零售同比+6.5%，增速有所扩大，不过美国出行指数再度回落，服务消费整体仍低迷。12 月美

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

国服务业 PMI 初值为 55.3，虽仍处于扩张区间，但较前值（11 月为 58.4）大幅回落。工业生产方面，目前美国用电量与去年同期水平基本持平，铁路运输量高于 2019 年同期，工业生产活动大致稳定，12 月 Markit 制造业 PMI 初值 56.5，较前值 56.7 略有回落。

财政政策方面，美国新一轮财政刺激方案推出，有望推动美国个人总收入再次高速增长。12 月 28 日，美国总统特朗普签署新一轮新冠疫情财政刺激法案，总规模约 9000 亿美元。该法案主要包括：进行第二轮现金支票发放，每个成年人和儿童获得 600 美金；对失业者发放每周 300 美元的联邦失业救济金，延长大流行病失业救助计划和大流行病紧急失业补偿计划；为薪酬保护计划注资至少 2840 亿美元；向教育领域投入 820 亿美元帮助重启校园；拨款 450 亿美元用于支持交通系统；拨款 200 亿美元购买疫苗，拨款 80 亿美元用于疫苗分配和分发，拨款 200 亿美元用于新冠检测；130 亿美元用于增加食品券和营养福利。

货币政策方面，12 月美联储议息会议购债指引进一步明确，美联储在资产购买计划上仍维持宽松立场。12 月的美联储议息会议并未调整政策利率，强调维持零利率不变至 2023 年；在资产购买方面，未调整 QE 规模或提高平均购债期限，但进一步明确购债计划指引，由此前的“在接下来的几个月中至少以目前的速度增加美国国债和 MBS 的购买数量”调整为“每月将继续增持国债至少 800 亿美元、MBS 至少 400 亿美元，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展”，修改后的购债计划指引对 QE 退出的条件做出进一步明确。

同时在新闻发布会中鲍威尔也表示，如有必要可以进一步增加购债规模和平均期限，在缩减购债计划前会提供市场指引，表明美联储在资产购买计划上仍维持宽松立场，有助于缓解近期收益率曲线陡峭化的趋势。

(2) 欧元区经济持续复苏，英国脱欧协议达成

欧元区疫情复发，各国收紧防疫措施，但经济数据表现不差。12月以来，英国出现新冠病毒变异毒株，随后扩散至欧元区主要国家。随着疫情的复发，多国限制英国航班入境，伦敦在圣诞前夕也宣布封城。但12月的经济数据表现尚可，显示经济仍在持续复苏中。欧元区12月服务业PMI大幅回升至47.3，前值仅4.7；生产活动进一步扩张，制造业PMI升至55.5，前值为53.8。同时，欧盟的疫苗接种已经启动，或有助于进一步遏制疫情。

财政政策方面，欧洲复兴基金敲定。12月，欧盟领导人在布鲁塞尔举行的欧盟峰会上解决了与波兰和匈牙利的僵局，不仅为欧盟的七年预算生效铺平了道路，而且还扫清了7500亿欧元复兴基金计划的障碍。欧盟委员会主席冯德莱恩在社交媒体上表示，欧盟27个成员国领导人已就欧盟长期预算方案达成共识。总额1.8万亿欧元的长期预算将用于打造一个更具韧性、更加绿色和数字化的欧洲。

英国与欧盟达成脱欧过渡期后协议，英欧关系即将进入新篇章。根据2020年1月英国与欧盟达成的协议，在2020年1月31日正式脱欧后，直至2020年12月31日前为过渡期，过渡期内英国与欧盟所有现行的规则仍保持不变，但不再享有欧盟成员国资格。12月24

日,英国与欧盟达成脱欧协议,避免了明年过渡期结束后英国出现“硬脱欧”、与欧盟经贸关系退回到 WTO 框架之下的风险,从而平息了 4 年以来市场对英国“硬脱欧”的担忧。脱欧协议落地后英镑快速走高,不过由于前几日英国与欧盟已表露出达成协议的预期,同时双方此前的争论点集中在渔业这一较小的领域,因此市场对英欧达成协议已有一定预期,且恰逢圣诞假期,因此资产价格波动并不十分剧烈。

(3) 日本经济持续改善, 第三轮财政刺激计划出台

日本经济在持续改善。第一,日本 12 月制造业活动结束连续 19 个月的萎缩,12 月制造业 PMI 录得 50,自 2019 年 4 月以来首次触及 50 荣枯线,结束了有记录以来持续时间最长的下降,表明制造商正在逐步摆脱新冠病毒大流行的负面影响。第二,11 月份日本失业率为 2.8%,较上月下降 0.3 个百分点,就业市场的严峻形势有所缓解。但是,值得关注的是,日本 11 月 CPI 同比进一步跌至-0.9%,物价的复苏过程仍然低迷。

第三轮财政刺激计划落地,有望进一步推动经济复苏。为缓解新冠疫情对经济造成的冲击,日本政府临时内阁会议 8 日通过第三次大规模经济刺激计划。此次经济刺激计划总规模达 73.6 万亿日元,其中财政支出部分达 40 万亿日元。经济结构转型是刺激计划的重点,与之相关的各种刺激项目总规模约为 51.7 万亿日元,约占到计划总规模的七成。

2. 汇率展望：美元权重调低后，美元指数波动对人民币中间价的影响有所提升

2020年12月31日，中国外汇交易中心发布《关于调整CFETS人民币汇率指数货币篮子权重的公告》，将采用2019年度贸易数据作为权重，重新调整CFETS人民币汇率指数货币篮子的权重，从而进一步增强指数代表性。新版指数自2021年1月1日起生效，此次调整货币篮子权重为2017年以来第三次调整。

此次并未调整币种，仅对各币种的权重做出调整，主要特点为欧元、澳元、马来西亚林吉特、沙特里亚尔权重提升，而美元、韩元权重下降，与贸易额结构变化基本匹配。具体来看，权重下调幅度较大的币种包括美元（下调2.8%），韩元（下调0.8%），瑞士法郎（下调0.34%），而权重上调幅度较大的币种 欧元（上调0.75%），澳元（上调0.69%），马来西亚林吉特（上调0.61%），沙特里亚尔（上调0.55%）。近两年，随着美国占我国贸易权重下降而欧元区提升，CFETS篮子中的美元比重连续2年下调，欧元比重则连续2年上调。

权重调整会影响各币种的系数。根据中间价形成公式， t 日中间价= $t-1$ 日收盘价+（ t 日维持CFETS稳定的隐含中间价- $t-1$ 日中间价）+逆周期因子。利用CFETS指数编制公式，可以推导出一个“内外盘联动分析框架”，即CFETS变动+美元对人民币中间价变动=外盘各币种变动加权值。此次调整CFETS币种权重并不改变这一分析框架，但会改变外盘各币种系数。

但是各币种系数的变化不等于对人民币汇率影响力的变化。美元权重调低后,美元指数波动对人民币中间价的影响有所提升。利用“内外盘联动分析框架”做进一步的分析,假设美元指数主动升值 1%,即美元指数篮子内的所有货币同步升值 1%,在新的 CFETS 系数下,人民币中间价的贬值压力为贬值 0.361%,而在旧的 CFETS 系数下,人民币中间价的贬值压力为贬值 0.355%。导致系数不等于影响力的原因主要是欧元、英镑权重提升。同时,在压力测试的范围中,新系数下美元指数波动导致人民币中间价波动的区间扩大。欧元权重调高后欧元波动对人民币中间价的影响大致不变。假设欧元主动升值 1%,则美元指数将被动贬值 0.58%,在新的 CFETS 系数下,人民币中间价的升值压力为升值 0.208%,而在旧的 CFETS 系数下,人民币中间价的升值压力为 0.205%,可以看到此次权重调整后欧元波动对人民币中间价的影响大致不变,欧元的影响力基本不变。同时,在压力测试的范围中,新系数下欧元波动导致人民币中间价波动的区间也有小幅扩大。

(二) 国内宏观²

2020 年 11 月国内经济较强劲的修复态势,11 月规模以上工业增加值同比增速 7.0%,高于市场预期,其中制造业工业增加值增速为 7.5%,而装备制造业和高技术制造业的均有两位数的高增长,支撑着工业增加值超预期提速。固定资产投资中房地产投资和制造业投资明

²撰写人: IMI 研究员孙超

显改善，基建投资亦略有上行。国内经济需求端加速恢复带动内需持续改善，而主要发达国家的需求回暖带动出口继续保持高增长，11月出口额同比增速为21.1%。整体来看近两月国内经济强劲复苏，同时从12月16日至18日举行的中央经济工作会议亦表明国内政策不会急转弯，明年宏观政策将保持连续性、稳定性和可持续性，后续经济有望继续维持增长态势。

1. 经济：经济复苏态势延续

(1) 工业增加值超预期提速

11月规模以上工业增加值同比增速7.0%，高于市场预期的6.8%，亦高于前值6.9%，工业增加值超预期提速，4季度GDP增速也有望超预期。10月工业生产超预期增长部分原因是由于去年基数较低，而11月工业增加值同比增速在基数效应消失的情况下依然保持高增长，则更加显现出工业生产稳步回升。分三大门类来看，11月采矿业增加值增速较上月放缓1.5个百分点至2.0%，制造业回升0.2个百分点至7.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比加快1.4个百分点至5.4%。分行业看，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长，而其中装备制造业和高技术制造业保持两位数的高增长，分别为11.4%和10.8%。医药制造业增加值同比增长13.6%，较上月上升5.4个百分点。10月服务业生产指数同比增长8.0%，比上月上升0.6个百分点，继续改善。整体来看，11月生产继续保持强劲，工业生产已回到正常水平，内需改善，工业和服务业生产将继续

改善。

(2) 投资增速继续走高，制造业投资继续改善

1-11月全国固定资产投资增速2.6%，前值1.8%，投资增速继续明显回升。房地产投资和制造业投资明显改善，基建投资亦略有上行。1-11月房地产开发投资累计同比增长6.8%，较上月继续回升0.5个百分点。当月投资同比为10.9%，较上月有所下降，主要受前期房地产政策及房地产融资收紧影响。10月单月房地产销售面积和销售额分别增长12.0%和18.6%，较上月均有下降。整体来看房地产投资增速单月走弱，但累计增速年内仍将持续上升。1-11月制造业投资跌幅收窄1.8个百分点至-3.5%，继续改善。11月当月投资增速较上月大幅回升至12.4%。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27.3%和20.4%，高技术产业投资同比增长11.8%。往后看，随着发达经济体补库需求回升，出口或持续强劲，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。1-11月基建投资（不含电力）同比增速1.0%，较前值继续提升0.3个百分点，专项债的发行支撑基建增速，前11个月，发行专项债券3.55万亿元。随着专项债发行到位和财政资金落地，在12月16日至18日举行的中央经济工作会议提出“加大新型基础设施投资力度，扩大制造业设备更新和技术改造投资。实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造”。2021年投资有望继续保持较好增长。

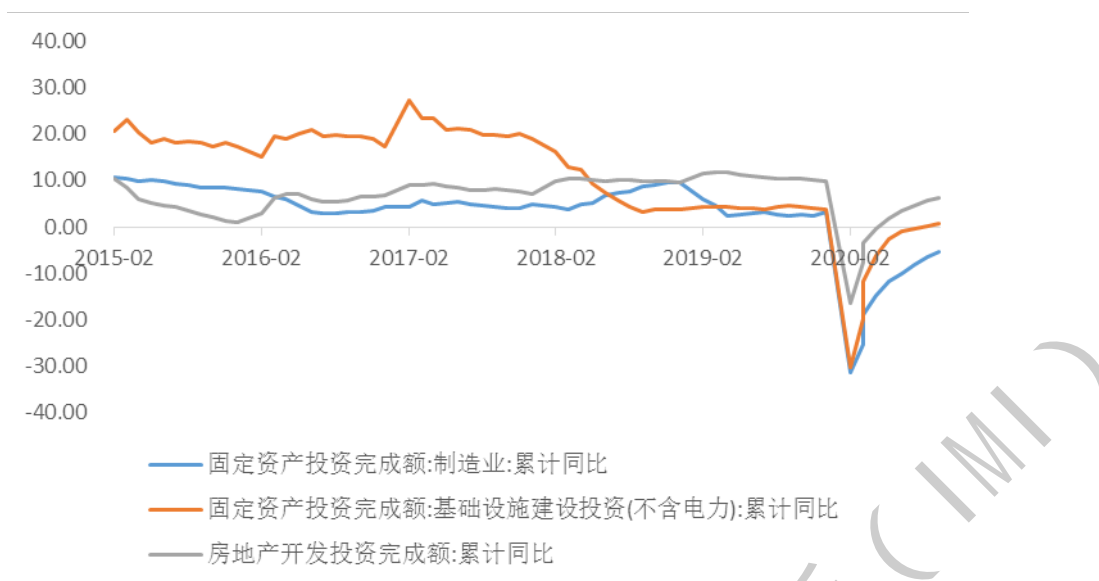


图 1：制造业投资继续改善

数据来源：Wind, IMI

(3) 消费复苏放缓

11 月社会消费品零售总额同比增长 5.0%，较上月上升 0.7 个百分点，消费复苏增速放缓。具体来看，受益于鼓励汽车消费政策影响，汽车零售继续保持强劲，同比增速达 11.8%，是社零增速的重要支撑。通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类等消费升级类商品同比分别增长 43.6%、32.3%、24.8%，保持较高增速，通讯器材类的高增速或与今年苹果、华为等电子产品推迟发布，11 月销售放量有关。值得关注的是，餐饮收入同比-0.6%，再次转负，或与进入冬季以来国内部分地区爆发本土疫情新增病例有关。整体来看消费仍在持续改善，线下消费仍有较大的修复空间。而 11 月调查失业率为 5.2%，比上月降低 0.1 个百分点，表明就业有所改善，而在 12 月 16 日至 18 日举行的中央经济工作会议中指出“扩大消费最根本的是促进就业”，随着明年经济增长态势的进一步好转，居民收入水平及消费意愿也将继续回

升，对后续消费复苏持续构成支撑。

(4) 出口持续强劲，进口基本持平

按美元计价，11月出口额同比增速为21.1%，大幅高于前值11.4%，也超出了市场预期，出口继续保持强劲；11月进口额同比增速为4.5%，较前值4.7%略微下滑；贸易顺差754亿美元，前值584亿美元。

从出口产品来看，海外疫情反复，防疫相关物资出口同比增速仍保持较高水平，但其对出口的贡献继续减弱，11月纺织品和医疗器械出口同比分别为21.0%和38.2%，较上月增速加快6.2和8.2个百分点。玩具、家具、服装等出口增速较10月亦有所增长；高新技术产品出口同比大增21.1%，较10月提升16.9个百分点。从出口地区来看，11月对主要贸易国家和地区的出口增速均有所改善，其中对美、欧盟和东盟出口同比增速分别为46.1%和8.6%和10.0%；对巴西、印度出口也维持高增速，而对日本、俄罗斯和南非出口同比增速则出现回落。海外需求阶段性加速恢复，美国和欧元区PMI指数11月分别录得57.5%和53.8%，出口数据有望保持回暖。进口来看，11月进口同比增长4.5%，整体平稳。海外疫情的反复对海外供给形成冲击，同时原油、大豆等商品价格仍然处于相对低位。11月铁矿砂及其精矿、钢材、原油进口数量同比增速分别为8.3%、78.3%、-0.8%，与上月相当。展望后期，RCEP协议的签订以及全球主要国家制造业PMI持续上升生产持续恢复，对我国出口形成一定支撑；而拜登政府对中美贸易关系的态度有待观察。

2. 通胀：CPI 同比跌至负值，PPI 同比回升

(1) CPI 同比跌至负值

11 月份 CPI 同比增速-0.5%，较前值回落 1.0 个百分点，核心 CPI 同比继续维持在 0.5%。CPI 同比增速跌至负值主要是受高基数及猪肉价格下降影响。食品项价格同比下降 2.0%，前值 2.2%，主要是由于猪肉供给的恢复带动猪肉价格持续下跌。猪肉价格下降 12.5%，带动畜肉类价格下降 7.3%；而鲜菜价格和鲜果价格同比则有不同程度上涨。环比来看，11 月食品价格环比下跌 2.4%，其中，11 月猪肉价格环比下跌 6.5%，肉禽及其制品环比下跌 4.7%。生猪生产持续恢复，生猪供给有望继续增长，但由于临近元旦，猪肉需求也将明显增加，猪价短期内可能反弹，但不影响猪肉价格的下降趋势，预计明年上半年猪肉价格将继续下跌带动 CPI 下行。

(2) PPI 略有回升

11 月份 PPI 同比回落 1.5%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点，环比上涨 0.5%。11 月生产资料价格同比下降 1.8%，降幅比上月收窄 0.9 个百分点；生活资料价格同比下降 0.8%，降幅比上月继续扩大 0.3 个百分点。其中，有色金属冶炼和压延加工业和黑色金属冶炼和压延加工业同比分别上涨 4.1%和 2.0%；石油和天然气开采业同比下降 29.8%。环比来看，受国际原油价格上涨影响，石化产业链价格同比降幅较 10 月缩窄，而农副食品加工业受食品价格下降影响，同比涨幅缩窄。往后看，经济的复苏对 PPI 的恢复形成拉动，PPI 修复上行

趋势不改，随着油价和生产继续复苏，PPI 将继续触底反弹。

3. 金融：社融增速或迎来拐点

(1) 社融增速或迎来拐点，债券发行遇冷

11 月份新增社融规模 2.13 万亿元，同比多增 1406 亿，符合市场预期，社融存量同比增长 13.6%，较前值回落 0.1 个百分点。从结构上看，同比多增仍主要靠政府债券的发行和人民币贷款，11 月政府债券融资新增 4000 亿元，同比多增 2284 亿，人民币贷款新增 1.53 万亿，同比多增 1676 亿。10 月非标融资减少 2044 亿元，其中未贴现票据融资减少 626 亿元，信托贷款减少 1387 亿元。股票融资新增 771 亿元，同比多增 257 亿；受“华晨”、“永煤”等信用债违约影响，信用债一级市场发行遇冷，11 月企业债债券融资新增 862 亿，同比少增 2468 亿。往后看，地方债的发行将放缓，政府债券对社融的支撑减弱，而近期信用债市场的风险事件压制这信用债融资增长，社融增速或将小幅回落。

(2) 信贷结构继续改善

11 月份新增人民币贷款 1.43 万亿元，同比多增 456 亿。从贷款结构来看，企业中长期贷款需求持续强劲，贷款结构持续改善。具体来看，11 月企业新增贷款 7812 亿元，同比多增 1018 亿，其中中长期贷款新增 5887 亿元，同比多增 1681 亿，表明出口持续改善，工业企业利润增加，企业投资需求回暖；新增短期贷款 734 亿元，同比少增 909 亿。居民部门中，11 月居民新增贷款 7534 亿元，同比多增 703

亿。其中，居民新增短期贷款同比多增 2486 亿元，同比多增 344 亿元，或与“双十一”居然增加消费有关；居民新增中长期贷款同比多增 5049 亿元，房地产销售略有改善。

(3) M1、M2 增速均回升

11 月 M1 同比增速为 10.0%，较上月回升 0.9 个百分点；M2 增速 10.7%，较上月回升 0.2 个百分点，M1、M2 增速均有回升，M2 与 M1 剪刀差继续收窄。M2 增速略有回升与当月财政资金投放有关，11 月财政存款减少 1857 亿元。11 月人民币存款增加 21000 亿元，其中居民存款增加 6334 亿元，同比增加 3868 亿元，企业部门存款增加 8483 亿元。而 11 月实体经济继续恢复，企业盈利能力增强，M1 增速有所上行。随着工业企业利润的不断改善，经济持续修复，同时后续财政支出仍将拉动 M2 增速，预计 12 月 M2 增速仍将小幅回升。

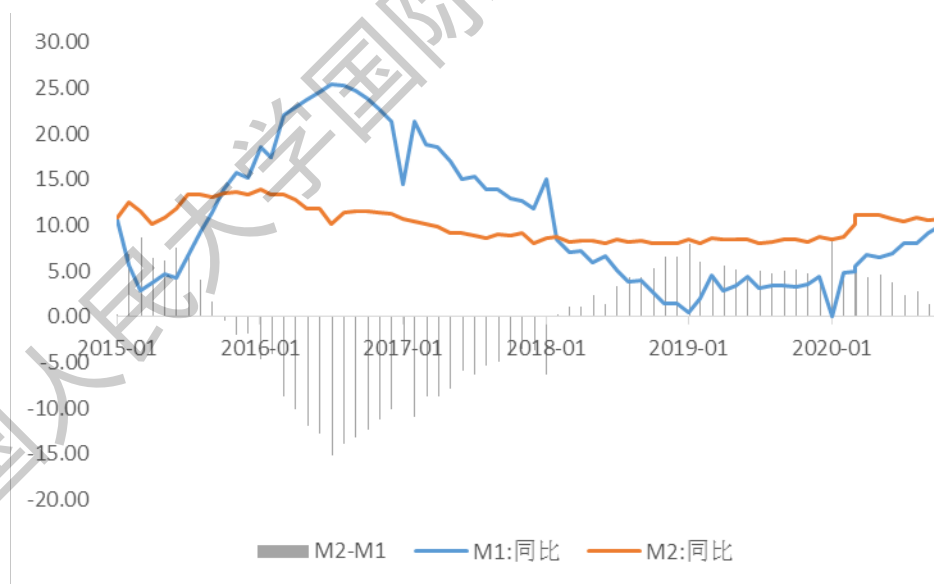


图 2: M2 与 M1 剪刀差继续收窄

数据来源: Wind, IMI

整体来看，11 月份社融和信贷数据表现不俗，尽管近期信用债

市场的风险事件是信用债融资收缩明显，但政府债券的发行和人民币贷款的增长对社融仍形成支撑。信贷结构的持续改善表明实体企业的融资需求仍然旺盛。而 11 月实体经济继续恢复，企业盈利能力增强，M1 增速有所上行。随着工业企业利润的不断改善，经济持续修复，同时后续财政支出仍将拉动 M2 增速。在 12 月 16 日至 18 日举行的中央经济工作会议中指出“保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。”继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，预计明年社融信贷增速或有所放缓，但仍将维持较高水平。

（三）商业银行³

1. 系统重要性银行监管正式落地，资管新规明确“一行一策”延期时间表，官方发布首份影子银行报告。

（1）12 月 4 日，中国人民银行、银保监会发布《系统重要性银行评估办法》。

为完善我国系统重要性金融机构监管框架，建立系统重要性银行评估与识别机制，人民银行会同银保监会正式发布了《系统重要性银行评估办法》（以下简称《评估办法》），主要包括以下内容：一是明确评估目的。识别出我国系统重要性银行，每年发布名单，根据名单对系统重要性银行进行差异化监管，切实维护金融稳定。二是确定评估方法。采用定量评估指标计算参评银行的系统重要性得分，再结

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

合其他定量和定性信息作出监管判断。具体来看,《评估办法》明确了我国系统重要性银行的评估方法、评估范围、评估流程和工作分工,从规模、关联度、可替代性和复杂性四个维度确立了我国系统重要性银行的评估指标体系。三是明确评估流程。每年确定参评银行范围,收集参评银行数据进行测算,提出系统重要性银行初始名单,结合监管判断,对初始名单进行必要调整,经国务院金融稳定发展委员会确定后发布。

《评估办法》将于 2021 年 1 月 1 日起正式实施。人民银行后续将会同银保监会制定系统重要性银行附加监管要求,从附加资本、杠杆率、大额风险暴露、公司治理、恢复处置计划、信息披露和数据报送等方面对系统重要性银行提出监管要求,还将建立早期纠正机制、健全资本内在约束机制,提升银行抵御风险和吸收损失的能力,提高自救能力。总体来看,《评估办法》的出台进一步增强了我国金融体系的稳定性和健康性,确保了我国系统重要性银行进入处置阶段时,具有充足的损失吸收和资本重组能力,防范系统性金融风险。

(2) 12 月 10 日,据《21 世纪经济报道》披露,部分大中银行的理财中确有困难的资产,可酌情妥善处理,最晚可宽至 2025 年。

《21 世纪经济报道》12 月 10 日披露,监管此前与部分银行以窗口指导形式沟通过部分难消化老资产的解决期限问题,如果超过 2021 年底资管新规过渡期尚未处置完,可采取“一行一策”的措施,最晚放宽到 2025 年。我们认为本次消息报道不能理解为新提法,而是 7 月监管部门宣布将资管新规过渡期延长至 2021 年底的延续,是对“一

行一策”、“妥善安排”的进一步明确（此前监管表示对于 2021 年底前仍难以完全整改到位的个别金融机构，金融机构说明原因并经金融管理部门同意后，进行个案处理，列明处置明细方案，逐月监测实施，并实施差异化监管措施），有助于稳定市场预期、维护流动性环境平稳。

(3) 12 月 10 日，银保监会政策研究局和统计信息与风险监测部组成的课题组发布《中国影子银行报告》。

《报告》从中国影子银行的判断标准、范围和分类，问题与危害，治理与成效，监管方向与重点等多个角度进行了详细的分析与阐述。广义影子银行主要包括：银行同业特定目的载体投资、委托贷款、资金信托、信托贷款、银行理财、非股票公募基金、证券业资管、保险资管、资产证券化、非股权私募基金、网络借贷 P2P 机构、融资租赁公司、小额贷款公司提供的贷款，商业保理公司保理、融资担保公司在保业务、非持牌机构发放的消费贷款、地方交易所提供的债权融资计划和结构化融资产品。《报告》指出，影子银行的主要问题主要分为四方面：一是金融信用中介活动处于银行监管体系之外，信贷发放标准显著低于银行授信；二是业务结构复杂、层层嵌套和杠杆过高；三是信息披露不完整，透明度低；四是集中兑付压力大，金融体系关联性和风险传染性高。

总体来看，《报告》的发布有助于市场正确认识、防范影子银行带来的系统性风险，有助于监管进一步治理市场秩序，净化金融市场不规范业务，实施一致性监管。预计监管下一步将健全统计监测、严

防反弹回潮、建立风险隔离、完善监管制度，并慎重开展综合经营，对商业银行经营要求将进一步强调以审慎经营为根本。

2. 2020年11月货币金融数据分析

2020年11月末，基础货币余额为31.45万亿元，全月增加12138亿元。其中，现金（货币发行）增加528亿元，银行的存款准备金增加12150亿元，非金融机构存款减少539亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币10242亿元。此外，财政支出等财政因素投放基础货币2123亿元。

11月末的M2余额为217.2万亿元，同比增速为10.7%，较上月提高0.2个百分点。按不含货基的老口径计，11月份M2增加2.42万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生M2约1.73万亿元；财政支出等财政因素投放M2约7451亿元；企业债券到期回笼M2约2499亿元；银行的SPV投资（投放非银、非标等）投放M2约1928亿元；外汇占款投放M2约59亿元。

表 1：11月M2增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	557	外占	59
单位活期	8,893	债券	-2,499
单位定期	-1,071	贷款	17,252
个人	6,415	财政	7,451

非银	9,398	其他（非银、非标等）	1,928
合计	24,191	合计	24,191

（四）资本市场⁴

1. 股市：跨年行情空间大，上涨周期已逐步进入尾声

（1）基本面更新

国内方面，经济随着产成品库存增速触底回升，伴随着工业生产和价格的强劲，整体经济逐步从被动去库存的阶段向主动补库存的阶段推进，整体继续维持复苏趋势。12月，中国制造业 PMI 为 51.9，较上月回落 0.3；非制造业活动指数为 55.7，较上月回落 0.9；综合 PMI 产出指数为 55.1，较上月回落 0.6。尽管 PMI 较上月环比有所回落，单与历史水平相比，均维持在较高水平，其中制造业 PMI 为 2011 年以来历史同期最高值。黑色金属、橡胶制品、金属制品等偏上游的制造业得增加值增速出现了显著提高。黑色采矿、专用设备等行业利润保持了较高的增速。汽车销量的增长对消费增长的贡献非常显著，前者和疫情、行业自身的周期、政府补贴都有关系。耐用消费品的跨年度周期性比较明显，预计明年汽车销售对消费总量的拉动作用可能转弱。就业市场在逐步恢复，调查失业率在 5.5% 之下继续回落，不过 PMI 分项显示企业招聘意愿还不是很强。如果分三级产业来看，目前第二产业增速的修复比较充分、第三产业的增速的修复

⁴ 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲

还有较大的空间。后者是明年的一个看点。投资方面，固定资产投资的增速已近 10%，剔除价格因素之后的实物工作量增速还要更快一些。从企业中长期贷款和财政存款的变化情况看，投资增速在年内有望维持稳定或略升。医药制造业、纺织业和计算机、通信和电子行业的固定资产投资均较为活跃。从资本品进口的情况来看，国内投资需求在恢复，已经接近 2017 年末、2018 年初的高位。从总量数据和物料数据看，房地产与基建活动的增速已经开始高位回落，后继上行空间不大。通胀不是目前宏观变量影响市场的主要矛盾，CPI 同比在 11 月跌入负值，主要受猪肉价格影响，预计接下来会进入回升阶段，核心 CPI 连续数月在 0.5% 附近徘徊，后期有望跟随 PPI 走势温和回升。PPI 同比维持回升态势，M1 的走势决定了 2021 年 PPI 前低后高的走势。主要大宗商品的绝对价格水平在高位震荡数个月后，出现了一轮向上突破的行情，突破的具体时点和海外疫苗传出乐观消息时点基本一致。

国外方面，目前海外经济活动呈现复苏态势，但环比的势头开始回落。部分国家和地区的疫情在秋冬季有所反复，但有效疫苗的推出使得市场对于有中期经济前景的预期开始逐步稳定。12 月份，二次疫情对增长和贸易的扰动逐步被疫苗量产接种、美国财政刺激落地等积极变量所对冲，欧美各国外贸需求维持旺盛，全球制造业周期回升迹象更加明显。美国经济韧性仍在，但考虑应对疫情带来的潜在不确定性，宽松货币政策和抗疫财政刺激等短期难以退出，政策仍继续护航经济增长，助力居民风险偏好修复。货币政策方面，主要央行继续

扩表，流动性环境维持宽松，真实利率走低。12 月份美联储、欧央行与日本央行扩表幅度分别为 2.6%、1.5%和 0.9%；11 月美欧日 M2 同比增速继续上行；美联储、欧央行、日本央行 12 月议息会议均维持宽松货币基调不变。美联储短期维持对通胀回升的“容忍度”、短期流动性保持相对宽松，有望支持美债利率曲线进一步陡峭化。经济数据上，美欧日制造业出货、机械订单等指标逐渐回升，补库存和设备投资周期有望共振。美国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。本轮全球制造业周期回升可能体现为补库存设备投资周期的叠加，工业生产价格、全球贸易、总需求、产能周期的回升可能更有持续性。欧美外贸需求继续回升、进口改善大于出口，供需缺口依赖东亚国家加大生产-出口来填补。美国进口升幅大于出口、日本出口升幅大于进口，欧美供需缺口短期扩大，拉动疫情控制较成功、生产重启较好的东亚国家出口。日本 11 月出口同比增速进一步修复、已接近去年同期水平，贸易顺差大幅扩大，已达到近 10 年来高位。中国对美出口同比增速也继续上升。

（2）市场回顾和展望

短期来看，随着央行强调“不急转弯”以及 11~12 月份疫苗催化下外资的持续流入，资金面短期较为充裕给予了今年跨年行情更多的空间。宏观经济逐季改善，同时短期流动性最紧得时候已经过去，在 1~2 月份已经排期的继续追捧核心资产的新发基金在基本面的空窗期会继续市场更多的助力。我们认为从当前到春节前可沿两个方向适

度参与春季攻势：1) 目前在趋势上的核心资产，落脚点主要是食品饮料（关注节前价格环比），新能源车（关注上海2月底新政）以及核心资产中较为便宜的军工板块；2) 蓝筹搭台，成长唱戏。从市场情绪、流动性、政策催化、基本面改善等角度看，此前被压制的成长板块有望成为阶段性市场主攻方向。重点关注二月传统胜率较高的通信（关注1月下旬拜登团队对中态度）、电子（成熟制程）以及2B2G计算机（信创）等。

中期来看，主动补库存的开启使得宏观层面经济复苏进入中后段，随着货币政策和经济复苏动能双重边际拐点的到来，我们对A股目前的定位是已到牛市后段，从结构行情向全面行情扩散（7~8月）、从景气板块到低估值板块赚钱效应扩散，都是牛市后半段的特征，这一过程通常伴随指数上涨速率的加快和成交量持续放大。权益资产随着其整体估值水位的抬升、长端利率对经济周期回升的充分反映，权益资产从自身的绝对估值、到相对债券的收益率优势近乎已被抹平，本轮市场总量的上涨周期也逐步进入尾声。支持市场的因素：企业盈利上行周期（保障因素）、宽松的流动性与金融条件从绝对意义上均未被逆转。不利因素在于：流动性边际拐点下，绝大部分方向和个股的估值均已达到历史高位的现实，使得不愿离场的资金只能面临越来越收缩的投资机会更随着不断拥抱核心资产的新发基金宣泄进攻冲动。战略性撤退信号来源于以下三个方面：1) 系统性货币政策转向信号，通常伴随社融增速和M2显著向下的拐点；2) 估值洼地（主要在银行、周期等方向）修复完毕，股债相对收益率优势抹平；

3) 市场不受控制的 90 度斜率上涨，成交量迅速放大到一个难以持续的热度从而引起监管的负反馈。

2. 债市：债市走出超预期表现，震荡空间较为有限

(1) 核心关注点

本周核心关注点是 12 月 PMI、月底再融资地方债发行、一季度地方债发行计划、年底资金面等。首先，本周四将公布 12 月制造业 PMI 数据，从发电量等高频数据来看，12 月 PMI 预计表现仍较为强劲。第二，12 月底将增发若干再融资地方债，关注本周再融资地方债发行对资金面和供求关系的影响。第三，根据地方债发行规定，月底可能会公布明年一季度地方债发行计划，关注地方债提前下达额度。最后，近期央行货币政策呵护态度超预期，存单利率也出现明显下行，但对年底阶段资金面扰动因素仍存，继续关注资金面与存单利率的变化。

(2) 债市走出超预期表现

债市在“一致性预期”中走出超预期表现，我们对此早有预警。11 月份，利率先上后下、上行空间有限几乎成为投资者对于明年债券市场走势的一致预期。我们在债券策略周报《债市一致预期的形成与应对》中提及，过于一致的预期往往需要警惕，源于惯性思维、市场不可测以及反身性等，地方债发行节奏、本轮信用违约、存单见顶等可能导致债市在明年一季度提前出现交易性机会。从 11 月底以来的债市表现来看，债市走出超预期表现，主要源于货币政策呵护态度

超预期、资金面异常宽松、地方债发行计划迟迟未落地等，与我们的预判十分接近。

(3) “超长+超短”是最佳组合

应对比预测更重要，“超长+超短”组合后下注五年期。我们在10月就提醒投资者，超长地方债的发行即将结束，需要提前进行配置。在11月16日我们在年度展望中提出“超长+超短”是最佳组合，存单利率超过MLF利率30bp就是最清晰的安全垫，超长债的转机在于保费开门红、财库36号文要求降低超长债比重、“30-10”年期利差保护足。往后看，鉴于政策“不急转弯”，明年一季度地方债发行计划迟迟未落地，可能导致1月份地方债发行量偏少，进而对配置盘的节奏产生影响，加上1月份是经济数据的真空期，我们认为投资者短期仍可以略偏积极。五年期最容易受益于沿着曲线找机会，同时可以博弈人民币升值、拜登当选下外资增持，兼顾“不急转弯”下进退自如。

(4) 操作上的考量

第一，市场趋势性不强，博弈特性会较为明显，我们之前判断市场都认为十年期国债3.5%是上限，3.4%就要参与。而市场普遍预期3.0%难以突破，3.1%可能就是重要阻力位。

第二，短期核心是政策取向“不急转弯”，具有短多中空的意味。长期（超过一年）来看，经济潜在增速下台阶，全球各国宏观杠杆都大幅攀升，中外利差仍较大，利率中枢逐步下行无悬念。经济处于转型周期，周期特性在淡化，货币政策腾挪空间有限，震荡空间较为有

限，类比 2019 年。

第三，“超长+超短”构建哑铃型组合得到较好验证。上周建议对该操作进行适度获利了结，转为下注五年期国开债。3-4 月份建议通过衍生品构建期差收窄交易。

第四，信用债方面，仍面临融资条件弱化、理财整改弱化需求两大风险，信评一刀切，一级市场仍处于半冻结状态，债基赎回对个别区域城投产生冲击。好名字、短久期信用债仍是机构一致选择，此外主流平台、顺周期的产业债、优质地产债适度拉长久期、ABS 等品种有挖掘空间，继续关注错杀品种修复机会。

第五，跨节资金较为宽松，保持适度杠杆策略，3-4 月份建议收缩杠杆操作，应对政策重新评估可能和债务及连锁反应风险、地方债供给对资金面的扰动。

第六，转债面临股市区间震荡、转债估值偏贵、供给三大压力，我们之前建议保持中低仓位，我们推荐的个券获得明显超额回报。后续关注股市春季躁动和转债本身估值分化，总体仍聚焦个券，可适当关注因信用资质一般被一刀切、其实并无真正违约风险、正股存在亮点的“临界”评级品种，尤其是其中被“错杀”的优质新券。

二、宏观经济专题⁵：

“双支柱”调控、政策协调搭配与宏观稳定效应

（一）摘要

本文通过构建包含金融部门和“双支柱”调控政策的 DSGE 模型，系统考察了货币政策和宏观审慎政策的组合在不同经济金融冲击下的宏观经济和金融稳定效应。相关分析得出了三个基本结论：一是纳入宏观审慎政策的“双支柱”调控框架确实比单一使用货币政策具有相对更好的经济和金融稳定效应；二是“双支柱”调控框架在应对金融冲击时的稳定效应表现得更加明显，这说明宏观审慎政策确实是通过金融稳定渠道发挥作用的，从而与货币政策侧重实体经济（产出和通胀）的稳定效应形成了有效互补；三是不论是在价格型的货币政策工具下，还是在数量型的货币政策工具下，“双支柱”调控框架都较单一使用货币政策具有更好的经济金融稳定效应，这说明“双支柱”调控框架的有效性不依赖于货币政策工具的改变而改变，在具体的政策工具组合方面具有较为普遍的适用性。

（二）引言

党的“十九大”报告提出，要健全货币政策和宏观审慎政策的“双支柱”调控框架，守住不发生系统性风险的底线，维护经济和金融体系的整体稳定。从理论上讲，传统的货币政策框架擅长于总量控制，

⁵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马勇、付莉。本文选自原载于《金融研究》2020年第8期的《“双支柱”调控、政策协调搭配与宏观稳定效应》。原文链接：

<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract771.shtml>

虽然在维护经济金融稳定方面承担着基础性的作用，但以CPI为锚的政策框架无法对特定领域的金融失衡和系统性风险进行有效防范；相比之下，宏观审慎政策能够在货币政策基础上进行有针对性的调整，更好地实现金融稳定和防范系统性风险的目标。因此，在新的经济金融发展背景下，宏观调控在客观上也需要增加新的工具来更好地实现多重政策目标。货币政策和宏观审慎政策之间的相互协调配合，既是对传统货币政策框架的补充和完善，也有助于兼顾彼此关联而不尽相同的多个政策目标（如经济稳定和金融稳定）。目前，我国的“双支柱”政策框架刚刚建立，宏观审慎政策指标和工具体系还在逐步优化，货币政策和宏观审慎政策之间的分工、协调和配合等相关问题亟待深入研究。

近年来的很多研究显示，金融冲击会导致经济金融变量的波动，而宏观审慎政策和货币政策的有效配合能更加有效地应对金融冲击，促进经济和金融体系的共同稳定。比如，Beau et al. (2013) 基于对美国和欧洲的研究发现，宏观审慎政策能够降低金融冲击和金融失衡引发的价格波动和产出波动，从而成为货币政策的有效补充。De Paoli & Paustian (2013) 也认为，货币政策和宏观审慎政策的协调配合有助于中央银行同时实现价格稳定和金融稳定的目标。Taylor & Zilberman (2016) 的研究区分了金融冲击和实体经济冲击，他们发现，当经济面对信贷冲击时，宏观审慎政策在促进经济和金融稳定方面比传统货币政策更为有效，而当经济面对供给冲击时，货币政策和宏观审慎政策的有效配合则是最优选择。在 Nier & Kang (2016) 的

研究中，宏观审慎政策和货币政策之间具有互补效应，二者之间的协调配合将有助于降低政策实施所导致的副作用，从而提升政策效果。不过，也有一些学者提出，货币政策和宏观审慎政策在搭配使用过程中可能存在一些问题，比如，Fisher et al. (2017) 认为，虽然从理论上讲，货币政策和宏观审慎政策的协调配合是最优选择，但由于实施过程中可能面临的种种复杂性问题，最终的调控效果是不确定的。

在国内研究方面，近年来关于宏观审慎政策和“双支柱”调控框架的理论和实证研究也在不断丰富完善（王国静和田国强，2014；马勇和陈雨露，2017；马勇和谭艺浓，2019）。在一项较早的相关研究中，马勇和陈雨露(2013)通过构建包含金融部门和金融摩擦的 DSGE 模型，研究了货币政策、信贷政策和监管政策之间的协调搭配问题，发现三种政策之间通过合理的组合和搭配，可以更好地稳定经济和金融体系，同时降低单一政策所面临的多目标困境和政策负担。王爱俭和王璟怡(2014)通过将资本监管要求和贷款约束条件（贷款价值比，LTV）纳入 DSGE 模型，研究了货币政策和宏观审慎政策之间的配合问题，其研究结果显示，当经济面临金融冲击时，宏观审慎工具的运用能够促进货币政策实施效果的提升。根据李天宇等(2017)的研究，“双支柱”调控政策可以抑制繁荣时期的信贷杠杆过快攀升，从而促进经济和金融体系的稳定。马勇和陈雨露(2017)的研究进一步强调，“双支柱”调控框架有利于实现中央银行维护金融和实体经济共同稳定的目标，但在处理复杂失衡问题时，工具选择、政策实施力度以及双支柱之间的协调还有待于实践的探索和完善。在范从来和高洁超

(2018)的研究中，逆周期的金融监管政策有利于经济金融的稳定，同时，货币政策力度与金融监管强度之间的协调配合能够更好地体现政策组合的灵活性，形成政策合力。

应该指出，在对宏观审慎政策的研究不断丰富的背景下，对于宏观审慎政策的加入是否有利于抵御经济金融冲击，以及逆周期调节工具在宏观审慎政策中的作用等问题，还存在一些争议和进一步研究的空间。特别是，对于在“双支柱”框架下，货币政策和宏观审慎政策之间如何形成合理有效的配合，目前的研究还比较少。有鉴于此，本文尝试基于 Taylor & Zilberman (2016) 的模型基础，结合中国经济实际情况，构建四部门 DSGE 模型，并在以下三个基本方面对已有文献形成补充和扩展：一是引入抵押品约束，并在传统 DSGE 框架中引入包括违约概率、不良贷款率和抵押物回偿率等在内的关键金融变量，明确不同的金融冲击来源以及金融和实体经济之间的内生性传导机制；二是在 DSGE 框架下明确引入和更加细致地刻画同时包含货币政策规则和宏观审慎政策规则在内的政策模块，从而为“双支柱”调控体系的分析提供基础性的建模设计；三是基于上述改进的模型框架，在考察多个备选宏观审慎政策“钉住变量”的基础上，更加全面地分析宏观审慎政策的加入是否有助于更好地实现金融和实体经济的共同稳定。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Mar	20- Apr	20- May	20- Jun	20- Jul	20- Aug	20- Sep	20- Oct	20- Nov
CPI	同比	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5
PPI	同比	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5
制造业 PMI	同比	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1
工业增加 值	累计 增长	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4	0.4	1.2	1.8	2.3
规模以上 工业企业 利润总额	累计 同比	-36.7	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4	0.7	2.4
固定资产 投资完成 额	累计 同比	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6
社会消费 品零售总 额	同比	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0
进出口 总值	当期 值同 比	-0.8	-0.8	-4.8	5.1	6.5	6.0	10.0	4.6	7.8
M2	同比	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7
社会融资 规模	存量 (百 亿元)	2622 4	2652 2	2683 8	2718 0	2733 3	2767 4	2800 5	2812 8	2832 5
金融机 构新增人 民币贷款	当月 值(亿 元)	2853 4	1697 7	1482 1	1811 0	9926	1278 3	1875 2	6898	1433 7

⁶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。

