

No. 2012

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告  
（第四十二期）

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：美元进入选前波动期，人民币仍以波动为主.....	- 3 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济：经济复苏态势延续.....	- 6 -
2. 通胀：CPI 继续回落，PPI 小幅下跌 .....	- 11 -
3. 金融：社融、信贷超预期.....	- 12 -
(三) 商业银行.....	- 14 -
1. 银行监管进一步完善，监管当局明确总损失吸收能力管理办法，修 订商业银行法.....	- 14 -
2. 2020 年 9 月货币金融数据分析.....	- 17 -
(四) 资本市场.....	- 18 -
1. 股市：回归景气，守正待时.....	- 18 -
2. 债市：美国大选前波动增大，趋势逆转条件不充分.....	- 21 -
<b>二、宏观经济专题：</b> .....	<b>- 24 -</b>
(一) 《中国实体企业金融化：货币扩张、资本逐利还是风险规避？》引言 .....	- 24 -
(二) 《房价如何影响货币政策传导？》导读.....	- 27 -
<b>三、主要经济数据</b> .....	<b>- 29 -</b>

### 图表目录

图 1：房地产投资或已见顶.....	- 9 -
图 2：M2 与 M1 剪刀差走扩 .....	- 13 -

### 表格目录

表 1：9 月 M2 增量的结构.....	- 18 -
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<sup>1</sup>

#### 1. 全球主要经济体经济走势分析

9-10 月以来，美国经济平缓修复、欧洲修复倒退、日本则小幅回暖。美国经济中制造业延续较为平缓，服务业修复基本停滞，地产仍继续维持高景气度。欧洲则因二次疫情引发法国、意大利等国的部分城市再度封城，经济修复节奏出现倒退，10 月服务业 PMI 在荣枯线以下进一步萎缩，美欧之间呈现欧弱美强的格局。而日本 9 月以来经济数据则呈现出小幅改善的迹象，PMI 出现回升，出口同比增速与通胀数据也有所回暖，尽管目前经济整体仍疲弱，但方向上出现改善。

#### (1) 经济数据改善斜率趋缓，大选前财政刺激落地无望

月频数据来看，美国地产景气度仍高。9 月成屋销售年化总数为 654 万户，创 2006 年 5 月以来最高水平，营建许可总数为 155.3 万户；新屋开工年化总数为 141.5 万户，预期 145.7 万户。另外 10 月 Markit PMI 继续改善，制造业 PMI 创新高，初值为 53.3，略低于预期 53.4，前值为 53.2，Markit 服务业 PMI 初值为 56，预期为 54.6，前值为 54.6。通胀数据依然偏强，9 月 CPI 同比录得 1.4%。

高频数据来看，目前美国各项高频数据基本呈现平稳状态，服务业修复趋缓，第三波疫情对美国经济的冲击未显现。零售业方面，美国红皮书商业零售同比增速+2.5%，增速进一步提升。服务业方面，

<sup>1</sup> 撰写人：IMI 研究员张瑜

美国餐厅就餐人数、出行指数与航班数量继续延续平稳走势，未见进一步改善。工业生产方面，美国粗钢产量继续缓慢回升、用电量与铁路运输量较去年同期略有回升。综合来看，截至 10 月 17 日 WEI 指数录得-3.8，环比进一步改善，且较 Q2 最低值修复超 5 成，近期美国经济仍延续缓慢修复，第三波疫情的冲击尚有限。

**财政政策方面**，近期民主党与共和党就新一轮财政刺激政策表态十分反复，对市场情绪影响较大；不过目前看来两党在大选前达成协议的概率不大。财政刺激计划的搁浅或将带来居民消费后劲不足、部分行业如航空业等以及小型企业加大裁员的风险。

**货币政策方面**，预计 11 月美联储议息会议大概率仍将按兵不动。近期市场对拜登胜选的预期提升，而拜登若上任或将加大财政刺激力度，进而推升通胀，在这一预期影响下近期美债收益率曲线明显陡峭化，不过后续美联储是否会因长端利率走高而加大购债量尚需根据大选结果而定。

## **(2) 欧元区二轮疫情严重，服务业进一步萎缩**

**欧元区服务业进一步萎缩。**从最新发布的欧元区各国 10 月 PMI 初值来看，10 月欧元区服务业 PMI 初值 46.2，预期 47，前值 48；德国服务业 PMI 初值 48.9，预期 49.2，前值 50.6；法国服务业 PMI 初值 46.5，预期 46.8，前值 47.5；受到二次疫情冲击，10 月服务业 PMI 进一步萎缩，高频数据也显示欧洲各国餐厅就餐、出行指数、计划航班数量进一步下滑。不过制造业 PMI 则相对稳健，月频数据也可看到，欧洲主要国家 8-9 月的工业生产则进一步改善，德法、意西 8 月

工业产值数据修复 76%、92%，较 7 月显著改善。

**10 月欧央行大概率按兵不动，未来或有进一步宽松预期。** 预计 10 月欧央行大概率按兵不动，不过考虑到目前欧央行 CPI 仍为负，且在疫情冲击下经济修复的不确定性再度抬升，未来欧央行或将进一步宽松，包括延长 PEPP 操作、进一步扩大 PEPP 规模等。

### **(3) 日本经济数据小幅改善**

日本经济数据开始出现小幅改善。9 月日本制造业与服务业 PMI 环比 8 月均回升，分别录得 47.7，46.9，前值分别为 47.2，45，10 月制造业 PMI 初值录得 48，环比 9 月进一步提升，尽管目前 PMI 仍在荣枯线以下，但已呈现出改善的趋势。另外，日本 9 月通胀数据也有所改善，核心 CPI 回升至 -0.3%，前值 -0.4%，9 月出口同比增速也显著改善至 -4.9%，前值 -14.8%。不过目前日本失业率数据仍未见改善，8 月失业率进一步提升至 3%。

## **2. 汇率展望：美元进入选前波动期，人民币仍以波动为主**

### **(1) 美元：进入大选结果落地前的波动期**

美元指数将进入大选结果最终落地前的波动期。尽管 11 月 3 日为大选投票日，但今年选民可以通过现场投票或者邮寄投票的方式进行投票。由于新冠疫情的大流行，据华尔街日报等媒体报道，今年可能有一半选民将通过邮寄投票的方式投票。目前有 26 个州只计算在 11 月 3 日当天及以前到达的邮寄选票，但已经有 24 个州和华盛顿特区明确表示将邮寄投票确认日期延迟至 11 月 3 日以后，延迟时间因

州而异，延迟时间最长的是华盛顿特区，邮寄投票的确认日延长至11月23日。但是，所有的州和华盛顿特区的邮寄选票必须在11月3日以前寄出才有效，即邮戳日期不得晚于11月2日。而在选举日之后接受选票的州，占了全国538张选举人票中的344张票，占比64%，这可能造成在11月3日无法立刻决出总统获胜者，进而延长了大选不确定性的持续时间。

另外，除邮寄选票的截止日外，在选票结果出炉后，若特朗普败选，则有可能发起对选票有效性和合法性的质疑，并向最高法院提起诉讼。由于支持特朗普的选民倾向于现场投票，而支持民主党的选民倾向于邮寄投票，所以特朗普已经多次对邮寄投票表达了质疑的态度，因此若特朗普败选，发起选票诉讼的概率较大，而这也将继续提升大选结果的不确定性，支撑美元指数波动偏强。

## **(2) 人民币：央行退出逆周期操作，短期汇率仍以波动为主**

10月10日央行退出远期售汇风险准备金，政策目的主要为汇率升值趋势中的顺势而为，不改波动趋势。央行远期售汇风险准备金共调整过四次，分别是——2015年8月31日，为应对贬值压力，将风险准备金从0%提升到20%；2017年9月8日，在升值中顺势退出为0%；2018年8月6日，中美关系恶化，贬值压力再起，再次将风险准备金提升至20%；2020年10月10日，汇率重回升值，再次顺势退出为0%。该工具是央行对开展代客远期售汇业务的金融机构（主要是银行）收取的外汇风险准备金，本质是通过增加或降低银行交易成本来间接调控结售汇行为，具有推拉绳子的特征：即增加远期售汇



风险准备金率，是拉绳子，可以直接有效应对贬值压力和释放预期；反之调降退出，是推绳子，并不能直接有效应对升值压力。

具体来说，提升准备金时：假如央行向银行征收远期售汇合约风险准备金→银行有部分美元被占用，损失拆借利率→银行售汇成本增加→银行必然（注意这里是必然）转嫁该部分成本至企业→企业购汇成本增加→远期售汇合约减少→银行为平盘即期购汇降低→即期人民币贬值压力缓释。

降低准备金时：假如央行向银行降低远期售汇合约风险准备金→银行该部分成本降低→可能（注意这里是可能）转嫁到企业→企业远期购汇需求上行→银行为平盘即期购汇增加→即期人民币升值压力缓释。

但二者的区别和所谓的推拉绳子非对称特征就体现在，银行成本增加必然转嫁给企业，所以应对贬值压力提升准备金率是有效的“拉绳子”；但银行成本降低是否会让利给企业，这个具有不确定性，更多取决于当时的结售汇供求情况，所以应对升值压力降低准备金率是比较难的“推绳子”。

央行此举的目的更像是前期逆周期的合理推出，通过复盘也可知该工具仅在短期对市场情绪有效，但无法改变长期趋势，汇率长期趋势仍由中美息差和基本面决定，2015年与2018年的两次调升都并没有阻断汇率的贬值趋势，仅在月度维度上对交易情绪有明显影响。

因此短期汇率预计仍以波动为主。人民币汇率当下的关键在于美元，美元的关键在于欧美的相对走势和全球不确定性。由于大选、总

统疫情、后续权力交接等不确定性仍大，美元接近短期贬值底部或迎来 3 个月维度的美元波动反弹，人民币短期大概率也会迎来 3 个月维度的波动。

## （二）国内宏观<sup>2</sup>

国家统计局公布的 9 月经济数据显示，2020 年三季度国内 GDP 同比增速为 4.9%，经济复苏态势延续但略低于市场预期。国内疫情较早得到控制，生产较早得到恢复，使我国出口在三季度外需回暖时维持着较高的出口增速，同时房地产投资维持着高景气度支撑着经济增长。9 月规模以上工业增加值同比增速 6.9%，高于市场预期，前值为 5.6%，其中制造业工业增加值增速较上月上升 1.6 个百分点至 7.6%，改善明显。年内投资增速首次转正，房地产投资继续保持高韧性，制造业投资平稳增长，而基建投资则因资金不到位影响低于预期。三季度国内需求继续修复，消费复苏明显加快，汽车消费继续高增长，居民消费信心增强。三季度经济整体继续平稳增长，经济向好趋势不变，但仍需管住宿四季度美国大选以及全球疫情的反复给经济复苏带来的不确定性。

### 1. 经济：经济复苏态势延续

#### （1）三季度 GDP 增长 4.9%

2020 年三季度国内 GDP 同比增速 4.9%，二季度为 3.2%，国内

<sup>2</sup>撰写人：IMI 研究员孙超



经济继续恢复但三季度 GDP 仍低于预期。其中第一产业同比增长 3.9%，较前值上升 0.6 个百分点；第二产业同比增长 6.0%，较前值上升 1.3 个百分点；第三产业同比增长 4.3%，较前值上升 2.4 个百分点，提升幅度最大。三季度经济继续回升一方面是国内疫情较早得到控制且未出现二次爆发，因此在三季度外需回暖时我国出口保持着较高增速，同时三季度的投资增速持续回升，尤其是房地产投资保持高位，支撑着经济增长。而数据不及预期则主要是由于服务业尤其是餐饮旅游业恢复较慢，同时基建投资低于预期。总体来看国内经济继续修复，且 9 月单月来看经济回升态势明显，且服务业修复加速，对四季度经济继续回暖保持乐观。

## **(2) 工业增加值超预期增长**

9 月规模以上工业增加值同比增速 6.9%，高于市场预期，前值为 5.6%，工业生产超预期增长部分原因是由于中秋假期的影响今年 9 月比去年多两个工作日，也有内外需在 9 月均继续改善有关。分三大门类来看，9 月制造业和采矿业增加值增速分别较上月上升 1.6 和 0.6 个百分点至 7.6% 和 2.2%，制造业改善明显主要是近几月出口表现强劲；而电力、热力、燃气及水生产和供应业分别较上月回落 1.3 个百分点至 4.5%。分行业看，制造业及与内需相关的行业改善明显，其中汽车制造业和电气机械及器材制造业改善明显，继续维持高位，汽车制造业当月同比增速为 16.4%，较上月继续上升 1.6 个百分点；农副食品加工业、食品制造业、纺织业、医药制造业也均明显反弹。9 月服务业生产指数同比增长 5.4%，比上月上升 1.4 个百分点，改善较

上月明显，服务业的回升也反映出消费的复苏。往后看，虽然海外疫情仍有反复，但国内外经济复苏仍在持续，带动需求的回暖，预计未来生产仍将维持在一定高位。

### **(3) 房地产投资或已见顶，基建投资不及预期**

1-9月全国固定资产投资增速0.8%，前值-0.3%，投资增速年内首次转正。房地产投资继续保持高韧性，制造业投资平稳增长，而基建投资则低于预期。1-9月房地产开发投资同比增长5.6%，较上月继续回升1个百分点，当月投资同比达到12%，高于去年同期。但需要注意的是，9月单月房地产销售面积和销售额分别增长7.3%和16.0%，较8月明显放缓，从10月以来30大中城市商品房销售的高频数据来看，10月房地产销售同比或继续回落，房地产销售未见“金九银十”现象。1-9月房屋新开工、施工、竣工面积累计同比为-3.4%、3.1%、-11.6%，分别较前值变动0.2、-0.2、-0.8个百分点，表明在房地产政策尤其是融资收紧后，地产的景气度开始出现回落。往后看，政策对房地产调控的大背景不变，同时货币政策也将继续保持稳健中性，四季度房地产景气度将继续回落。1-9月制造业投资跌幅收窄1.6个百分点至-6.5%，但9月当月投资增速较上月回落2个百分点至3%，8月制造业投资增速高达5%主要受低基数影响，基数效应在9月消失导致9月当月出现回落。从行业来看，食品加工、金属制品、汽车制造业投资当月同比增速有较大幅度提升。1-9月基建投资（不含电力）同比增速0.2%，较前值提升0.5个百分点，9月当月同比增速为3.2%，较上月回落0.8个百分点。地方政府债在8月和9月均处于较高水平，

但受制于地方政府财政收入及资金到位的影响，近两月的基建投资均低于预期。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。

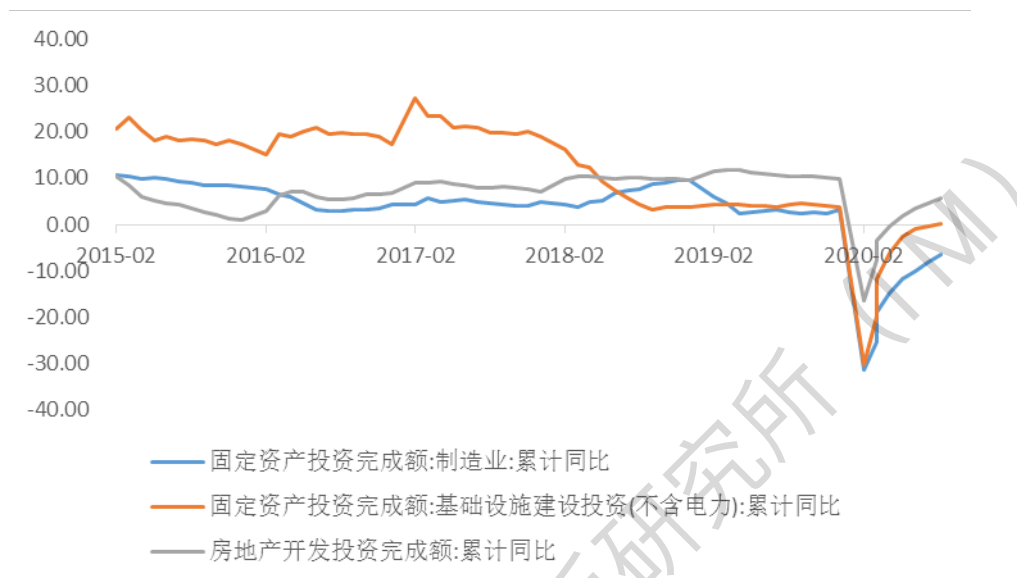


图 1：房地产投资或已见顶

数据来源：Wind，IMI

#### (4) 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。

### **(5) 出口持续强劲，进口超预期反弹**

按美元计价，9月出口额同比增速为9.9%，前值为9.5%，继续保持强劲；进口额同比增速为13.2%，前值为-2.1%，进口超预期反弹；贸易顺差370亿美元，前值589亿美元。

从出口产品来看，防疫相关物资出口同比增速继续放缓，其对出口的贡献也下降，9月纺织品和医疗器械出口同比分别为34.7%和30.9%，较上月增速放缓12.3和8.0个百分点。高新技术产品同比放缓7.7个百分点至4.2%。从出口地区来看，对美国和东盟出口成为拉动9月出口的主要动力，其中对美和东盟出口同比增速小幅提升，分别为20.5和14.4%，对欧盟和日本出口增速小幅下降，分别为-7.8%和-2.7%。9月份疫情对经济的负面影响进一步下降，海外经济继续恢复。出口持续强劲主要是我国在疫情得到有效控制后生产率先得到稳定恢复，加之全球产业链生产恢复带动海外对部分产品的需求增加影响。进口来看，9月超预期反弹一方面是由于同期基数较低的原因，同时9月份钢铁、大豆价格上涨以及进口量的增加，带动整体大宗商品进口增加。同时人民币的升值也在一定程度上带动进口的增加。分地区看，9月对主要贸易地区的进口均大幅提升，对美、欧盟和日本进口增速分别提升22.9、15.7和14.3个百分点至24.7%、11.1%和13.4%。展望后期，一方面10月份海外疫情仍存在反弹，一定程度上给进出口带来不确定性，但全球经济的恢复或不会因此而停止，人民币升值的升值一定程度上对出口形成限制，但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；而内需的回暖以及中美第一阶段贸易协议支撑下，进口有望持续回升。

## 2. 通胀：CPI 继续回落，PPI 小幅下跌

### (1) CPI 同比继续回落

9 月份 CPI 同比增长 1.7%，较前值回落 0.7 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 7.9%，前值 11.2%，食品价格仍是 CPI 持续下行的主要影响因素，其中食品价格中猪肉价格同比上涨 25.5%，较前值大幅回落 27 个百分点，环比下跌 1.6%；畜肉类、鲜菜价格同比上涨 22.6%和 17.2%，鲜果、蛋类价格同比下降 6.9%、15.8%。非食品价格同比增速 0.1%，与上月持平，环比 0.2%。环比来看，衣着价格环比增长 0.9%，教育文化和娱乐价格环比增长 0.8%，交通通信价格环比下降 0.2%。往后看，核心 CPI 同比持平于上月，为 0.5%，表明终端需求仍相对疲软，随着生猪供应不断增加，猪肉价格还将下降，带动 CPI 继续保持下行趋势。

### (2) PPI 小幅下跌

9 月份 PPI 同比增长-2.1%，前值-2.0%；PPI 环比增长 0.1%，生产资料价格环比上涨 0.2%，生活资料环比下降 0.1%，增幅较上月回落，主要与原油价格下跌有关。9 月石油和天然气开采、石油煤炭和其他燃料加工价格由涨转跌，环比分别下降 2.3%和 0.5%。9 月份油价的下跌干扰了 PPI 的回升，但由于房地产和基金等终端需求德韧性，四季度 PPI 回升态势不变。



### 3. 金融：社融、信贷超预期

#### (1) 政府债发行支撑社融增量

9 月份新增社融规模 3.48 万亿元，同比多增 9630 亿，高于市场预期。同比多增仍主要靠政府债券的放量发行。从结构上看，9 月政府债券融资增长 1.01 万亿元，同比多增 6326 亿，按照财政部要求地方债在 10 月底发行完毕，预计 10 月仍将有 6000 亿以上的政府债券增量，对社融增量形成支撑。9 月非标融资新增 26 亿元，同比多 1151 亿，其中表外票据融资 1502 亿元，同比多增 1933 亿，是社融超预期的主要原因，主要是由于银行压降表内票据融资导致表内转表外。信托贷款融资-1159 亿，非标融资对实体经济支持力度减弱。股票融资新增 1140 亿，同比多增 851 亿；企业债债券融资新增 1422 亿，同比少增 1009 亿。往后看，由于去年 10 月社融基数较低，而今年 10 月份仍将有 6000 亿以上的政府债券增量，因此预计 10 月社融增速仍将维持高位。

#### (2) 企业中长贷持续强劲

9 月份新增人民币贷款 1.90 万亿元，同比多增 2047 亿，高于预期。从贷款结构来看，企业中长期贷款需求持续强劲，表明实体经济投资需求持续改善。具体来看，9 月企业新增贷款 9458 亿元，同比少增 655 亿，主要受票据融资拖累。其中中长期贷款新增 10680 亿元，同比多增 5043 亿，票据融资规模减少 2632 亿元，同比多减 4422 亿，短期贷款新增 1274 亿元，同比少增 1276 亿元。居民部门中，9 月居



民新增贷款 9607 亿元，同比多增 2057 亿。其中，居民新增短期贷款同比多增 687 亿元，居民新增中长期贷款同比多增 1419 亿元，居民中长贷表现依旧良好表明地产销售仍具韧性。

### (3) 财政支出加快支撑 M2 小幅回升

9 月 M1 同比增速为 8.1%，较上月小幅回升 0.1 个百分点；M2 增速 10.9%，较上月回升 0.5 个百分点，M2 与 M1 剪刀差走扩。M2 增速回升一方面与 9 月份季末财政支持加快有关，另一方面也是社融和信贷的超预期增长的结果。9 月财政存款减少 8317 亿元，同比多减 1291 亿，主要是财政支出加快；新增企业存款同比多增 5201 亿元，新增居民存款多增 4004 亿元，符合季节性规律。

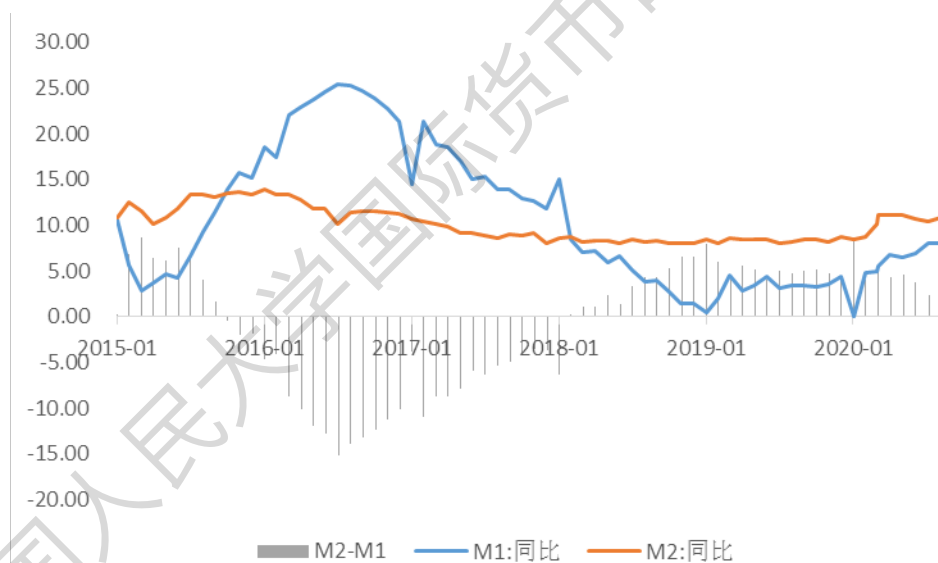


图 2: M2 与 M1 剪刀差走扩

数据来源: Wind, IMI

整体来看，9 月份社融规模和增速再超市场预期，信贷结构亦持续改善，经济继续修复，货币政策也有宽松转向中性。随着海外疫情的二次冲击以及美国大选的不确定性，年内货币进一步收紧可能性较

低，同时近期央行阮健弘提到，“应该允许宏观杠杆率有阶段性的上升，扩大对实体经济的信用支持”。货币政策料将保持中性，四季度信贷和社融增速将维持平稳。

### （三）商业银行<sup>3</sup>

#### 1. 银行监管进一步完善，监管当局明确总损失吸收能力管理办法，修订商业银行法

##### （1）9月30日，中国人民银行、银保监会发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法（征求意见稿）》

2020年9月30日，中国人民银行、银保监会发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法（征求意见稿）》，主要包括以下内容：一是明确总损失吸收能力规则的基本原则，我国全球系统重要性银行进入处置阶段时，可以使用合格的资本和债务工具，通过减记或转为普通股等方式吸收损失。二是明确外部总损失吸收能力的风险加权比率和杠杆比率的计算方法及达标要求。三是明确外部总损失吸收能力的构成，以及可计入外部总损失吸收能力的资本工具和非资本债务工具的合格标准。四是明确外部总损失吸收能力的扣除项。五是明确由中国人民银行依法对我国全球系统重要性银行总损失吸收能力情况进行监督检查，并对总损失吸收能力的非资本债务工具的发行进行管理。六是要求我国全球系统重要性银行通过公开渠道向投资者和公众披露总损失吸收能力相关信息，并保证信息的真实性、准确性

<sup>3</sup> 撰写人：王剑（IMI研究员）、贺晨（国信证券）

和完整性。七是明确了特殊情况下我国全球系统重要性银行达标时限等内容。

总体来看,《管理办法》的出台进一步增强了我国金融体系的稳定性和健康性,确保我国全球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。同时,有利于我国全球系统重要性银行提早制定规划,采取综合措施满足总损失吸收能力要求。长远看,实施总损失吸收能力管理,将进一步完善我国商业银行的风险处置机制,对提高大型商业银行风险抵御能力、强化市场约束、增强金融体系的稳健性具有积极意义,有助于拓展商业银行主动负债品种,提高我国直接融资比重,促进多层次资本市场发展。

## **(2) 9月30日,中国人民银行、银保监会联合发布《关于建立逆周期资本缓冲机制的通知》**

《通知》从我国实际出发,参考国际惯例及巴塞尔银行监管委员会的有关要求,明确了我国逆周期资本缓冲的计提方式、覆盖范围及评估机制。同时,根据当前系统性金融风险评估状况和疫情防控需要,明确逆周期资本缓冲比率初始设定为0,不增加银行业金融机构的资本管理要求,自2020年9月30日起施行。建立逆周期资本缓冲机制,是健全宏观审慎政策框架、丰富宏观审慎政策工具箱的重要举措,有助于进一步促进银行业金融机构稳健经营,提升宏观审慎政策的逆周期调节能力,缓解金融风险顺周期波动和突发性冲击导致的负面影响,维护我国金融体系稳定运行。我们预计,伴随未来宏观经济金融

形势、杠杆率水平、银行体系稳健性等因素变化，逆周期资本缓冲比率将会定期评估和调整，要以动态的视角看待逆周期资本缓冲比例。

### **(3) 10月16日，中国人民银行发布《中华人民共和国商业银行法（修改意见稿）》**

《中华人民共和国商业银行法》（以下简称《商业银行法》）修改工作已列入十三届全国人大常委会立法规划和2020年立法工作计划。本次《商业银行法》的发布是为落实立法任务要求，加强金融法治顶层设计的客观要求。具体来看，《商业银行法》主要修改内容包括八方面：一是完善商业银行类别，扩大立法调整范围，明确村镇银行法律地位，为未来出现的新型商业银行预留法律空间。二是建立分类准入和差异化监管机制，完善商业银行市场准入条件，增加对股东资质和禁入情形的规定。三是完善商业银行公司治理，落实商业银行公司治理要求。四是强化资本与风险管理，落实《巴塞尔协议III》资本监管要求，确立资本约束原则，明确宏观审慎管理与风险监管要求。五是完善业务经营规则，突出金融服务实体经济。六是规范客户权益保护，对商业银行营销、信息披露、风险分级与适当性管理、个人信息保护、收费管理等客户保护规范作出具体规定。七是健全风险处置与市场退出机制，建立风险评级和预警、早期纠正、重组、接管、破产等有序处置和退出机制。八是加大违法处罚力度，强化问责追责，增强立法执行力和监管有效性。

总体来看，本次《商业银行法》的修订是对银行监管制度的进一步完善，将对金融企业、非金融企业及金融市场产生正面的影响。针

对近期中小银行风险事件中暴露出的公司治理机制和风险处置机制不健全等问题，《商业银行法》强化了内部控制与资本约束，健全了处置与退出安排，有助于提升银行经营稳健性和竞争力，同时提高金融市场稳定性。此外，建立分类准入和差异化监管机制，也有助于构建多层次、广覆盖、有差异、大中小合理分工的银行机构体系，从制度层面引导商业银行找准定位，多元化、专业化发展，推动金融供给侧结构性改革，促进市场良性竞争。同时注意到，本次《商业银行法》仍强调商业银行在境内不得从事信托投资和证券经营业务，不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资，但又指出“国家另有规定的除外”，仍为银行参与证券业经营留下一道后门，表明监管当局对推进银行全面混业经营的态度仍较为审慎。若后续推进银行综合化经营，以给几家银行发放券商牌照、试点参与证券业务的可能性较大。

## 2. 2020年9月货币金融数据分析

2020年9月末，基础货币余额为31.56万亿元，全月增加17473亿元。其中，现金（货币发行）增加2629亿元，银行的存款准备金增加13148亿元，非金融机构存款增加1696亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币9846亿元。此外，财政支出等财政因素投放基础货币8019亿元。

9月末的M2余额为216.41万亿元，同比增速为10.9%，较上月提高0.5个百分点。按不含货基的老口径计，8月份M2增加2.49万



亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生 M2 约 2.14 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 8019 亿元；企业债券到期回笼 M2 约 4632 亿元；银行的 SPV 投资（投放非银、非标等）投放 M2 约 180 亿元；外汇占款回笼 M2 约 60 亿元。

表 1：9 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	2328	外占	-60
单位活期	-1,305	债券	-4,632
单位定期	7,406	贷款	21,401
个人	19,577	财政	8,019
非银	-3,078	其他（非银、非标等）	180
合计	24,908	合计	24,908

#### （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，经济复苏略有放缓，但维持恢复趋势。10 月制造业 PMI 为 51.4，较上月下降 0.1，显示制造业仍在稳步扩张。从分项看，新订单指数为 52.8，与上月持平，连续第 8 个月处于扩张空间，生产、原材料库存、从业人员指数均小幅下降。9 月非制造

<sup>4</sup> 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲



业商务活动指数为 56.2，较上月上升 0.3，为连续第三个月上升。其中，服务业商务活动指数为 55.5，较上月上升 0.3。建筑业商务活动指数为 59.8 较上月下降 0.48。9 月 CPI 同比增 1.7%，涨幅较上月回落 0.7pct；环比增 0.2%，涨幅较上月回落 0.2pct。9 月 PPI 同比增 -2.1%，降幅较上月扩大 0.1pct；环比增 0.1%，涨幅较上月回落 0.2pct。从中观景气上看，随着冬储需求启动以及澳美进口政策扰动的共同影响，本月动力煤价格较为强劲，在 10 月份钢材传统消费旺季的推动下，本月螺纹钢价格小幅走强；在赶工及旺季的叠加下，全国水泥价格延续此前上涨趋势。随着利率回到疫情前的高位，我们预期未来货币政策大概率维持平衡，边际很难继续趋紧。

国外方面，美国 10 月 PMI 继续回升，商业活动进一步恢复。尽管美国疫情陷入三次爆发，但美国经济持续复苏。10 月 Markit 综合 PMI 初值为 55.5，高于前值的 54.3，刷新 2019 年 2 月以来记录。其中 10 月制造业 PMI 初值为 53.3，创 21 个月新高，略低于预期 53.5，但高于前值的 53.2；10 月服务业 PMI 初值为 56，高于预期的 54.6 和前值的 54.6，为 20 个月新高。总体而言，服务业表现略好于制造业，引领美国经济进一步扩张恢复。美国劳动力市场持续修复，但实际失业水平仍有待观察。美国至 10 月 17 日当周首次申请失业金人数为 78.7 万人，3 月以来首次低于 80 万人，远低于预期值的 87 万人，前值为 84.2 万人。至 10 月 10 日当周持续申请失业金人数 837.3 万人，已是连续 7 周下降，显著低于预期值得 962.5 万人，前值为 939.7 万人，为连续第 4 周下降。值得注意的是，首次申请失业救济和续请人

数持续下降并不能完全代表失业率的下降。一方面，由于常规失业救济项目到期，新的“疫情紧急失业补助”（PEUC）项目遭受青睐；另一方面，随着各州失业金申请资格的调整，首次申请失业救济人数将不包括失去申领资格的失业人士。

## （2）市场回顾和展望

短期来看，随着季报期的结束市场逐步进入“垃圾”时间。在这个阶段，自上而下，宏观上没有胜负手，而自下而上，个股集中度继续提升。回顾 10 月份市场，指数仍然维持横盘震荡的状态，交易热度和上月持平。板块方面，顺周期可选消费录得较高收益，同时伴随着低估值因子的一定修复。受风险偏好的压制，科技板块乏善可陈，反弹更多集中于一线龙头个股。展望 2020 年最后两个月，市场流动性很难继续大幅收紧，但是资金面上会一定程度受到机构投资者兑现收益的压力，当下指数层面很难有大级别方向上的选择。配置上我们建议相对收益投资者，可以一方面对低估值大金融板块继续保留一定配置，另一方面，开始逐步对明年一季度的春季攻势进行布局，新能源、智能化包括顺周期的工程机械中的优质标的均能成为布局点。

中期来看，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。因此在操作策略上建议绝对收益投资者降低预期收益率目标，更多追求安全边际与确定性。

## 2. 债市：美国大选前波动增大，趋势逆转条件不充分

### (1) 疫情+选前综合症下的情绪化交易

近期海外股市大幅调整，VIX 指数上升，源于两大因素：欧洲疫情卷土重来，默克尔宣布新社交禁令，法国疫情数屡创新高；美国大选前综合症，特朗普开展最后一波集会攻势，并成功任命新的大法官，为未来的争议判决留下悬念，而新一轮财政刺激计划继续搁浅。在美国大选前夕，只有波动增大是确定性的，市场预计将充满情绪化操作。有如 2016 年美国大选前夕，美股、黄金暴涨暴跌，直到确认事实之后，特朗普交易出现，风险偏好快速提升。在短期充满不确定的环境下，更应注重安全边际。

### (2) 资金面紧张，存单利率上行

上周资金面比我们预计的更为紧张，可能源于：1、十月是缴税大月，缴税走款持续时间超预期，财政资金没有及时投放；2、银行面临 LCR 指标压力；3、大盘 IPO 打新导致资金扰动，“双 11”在即，银行提升备付。我们认为货币政策仍将保持中性，但资金面的稳定性仍偏弱。存单利率的上行源于存单到期量大、资金面紧及股份制行压降结构性存款压力。不过，存单利率下限可能是 MLF，上限取决于 MLF 的量和存单本身供求。目前存单利率已经超过 MLF 25-30bp，与信用债的相对性价比不弱，可能已经临近短期顶部区域。但目前仍看不到大幅下行的可能性，预计继续保持高位。

### (3) 交易盘的逻辑

交易盘在经济数据“利空”披露后趁数据真空期把握交易机会。市场目前对债市中性偏谨慎的预期空前一致，但以债基为代表的交易盘久期都不长。利率债供给压力高峰即将过去（但国债供给本身仍不少），短期利空似乎有限。潜在的正面预期差主要在于：1、下周的美国大选仍然扑朔迷离，市场在博弈会否出现超预期情景；2、欧美疫情再次爆发，美国新一轮财政刺激计划迟迟没有达成，会不会影响全球经济和市场情绪，目前来看确定性似乎更强；3、人民币近期走强，外资可能仍是债市的边际力量。

#### （4）选前博弈更加激烈

本周美国大选结果将揭晓，揭盲之际交易盘不太敢重仓博弈。民主党横扫（拜登当选总统+民主党控制国会）是对债市的最差组合，该情景的概率近日有所下降，但看似概率仍不小。虽然欧美疫情出现反复，但是美债利率并未明显下行。而我国 PMI 超预期、资金面紧张和存单利率上行导致交易盘的底气不足。结合基本面和消息面因素，交易性机会的把握难度增大。

#### （5）债市趋势逆转条件还不够充分

债市对基本面和货币政策的预期较为充分，调整最快的时期已过去。明年基数效应导致经济增速走高，市场已有预期，监管也不会太敏感，债市赔率有所改善。但从社融增速、GDP 走势、PPI 等指标看，时间仍感觉不充分。超长利率债对保险，摊余债基对银行等开始具备配置价值。交易盘建议坚持防守反击思路，每次到四季度“锚”或者有确定性事件驱动，小幅尝试交易机会。明年一季度末或其后，货币政

策预期趋于稳定，市场定价的逻辑有可能从存单切换到资金利率（息差），债市空间有可能才会真正打开。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

## 二、宏观经济专题： 货币政策与实体企业金融化

### （一）《中国实体企业金融化：货币扩张、资本逐利还是风险规避？》引言<sup>5</sup>

近年来，中国非金融企业的金融市场参与度日益增加，特别是短期流动性金融资产在企业投资组合选择中似乎更受青睐，企业资金不断涌入金融渠道，学界将此现象定义为“实业部门金融化”或“实体企业金融化”，而实务界和决策层则常使用“资金脱实向虚”等来形容宽松货币政策环境下非金融企业的金融投资行为特征<sup>6</sup>。由于这些表象问题背后蕴含着深层次的中国经济增长模式转型升级以及市场经济体制框架进一步完善等重大问题，有必要对其进行科学深入的研究。

实体企业金融化的典型表现是金融投资增加而实业投资（固定资产投资）下降。从国家管理层面来说，大量实体企业通过多种形式参与金融投资，尽管有利于金融业和实体经济间的互动，但也容易助长资金“脱实向虚”，甚至导致风险在实业和金融业间交叉传递。业界对实体企业金融化现象同样极为关注，在评论性资料中针对实业部门金融化问题提出各种对策建议，例如压缩货币供应总量（朱云来，2017），限制金融部门的规模和利润率（成家军和成雨，2016）等。然而，这些建议大多基于对企业金融化驱动因素的主观判断或理解不

<sup>5</sup>撰写人：中国财政金融政策研究中心、中国人民大学财政金融学院张成思、郑宁。本文选自原载于《金融研究》2020年第9期的《中国实体企业金融化：货币扩张、资本逐利还是风险规避？》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/Y2020/V483/I9/1>



够全面，要么认为货币扩张造成了企业投资决策中出现“投无可投”便投资金融资产的结果，要么认为金融化就是资金“脱实向虚”，因为资本具有逐利天性，所以金融投资与实业投资收益率之差的扩大造成了实体企业金融化。

尽管以上评论尚缺乏科学严谨的论证，但归纳起来形成了实业部门金融化的两点代表性驱动因素：一是货币扩张，二是投资收益率差引发的资本逐利。作为示例，图1描绘了2007年至2018年间中国A股上市公司中非金融企业加总平均后的金融资产占企业总资产的比率、金融资产与固定资产投资的收益率差（金融资产收益率减去固定资产投资收益率）、货币供应总量M2的同比增长率以及金融资产收益率中位数的折线图。

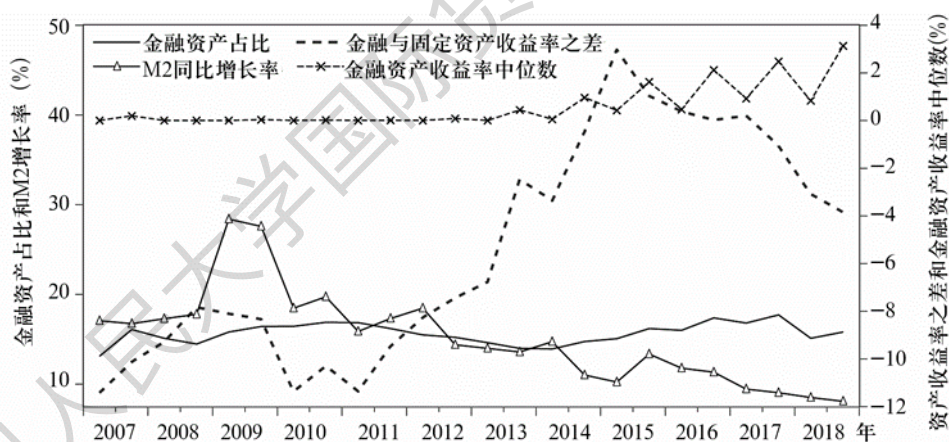


图1 金融资产占比、金融资产与固定资产投资收益率差、M2同比增长率及金融资产收益率中位数

注：资产占比与收益率差基于A股上市非金融企业数据；原始数据来源于Wind资讯数据库，经作者计算。

首先，图1中金融资产占比指标经历了2007—2010年以及2014—2017年两个阶段的上升。其次，金融资产投资与固定资产投资

资的收益率差在样本区间内总体处于上升趋势，不过在两个时期内有较明显的降幅：一是 2009 至 2010 年间出现的短暂下降；二是自 2015 年到 2018 年间大幅度的下降。再次，在 2014 年之后，相比企业金融资产占比，M2 增长率的走势出现了微妙变化：金融资产占比上行而货币增长率下行，这可能反映出 2014 年以后中国金融去杠杆与经济结构调整的效果。另外，金融资产收益率的中位数显示，2015 年以来实业部门的金融资产收益率总体水平有所提升。值得说明的是，图 1 是基于所有企业样本的平均值，由于企业所属行业类别不同，其经营方式、投资决策等在不同行业间差别较大，所以加总平均的结果只是提供一个总体的直观示例，更细致的信息还需要通过涵盖企业个体和时间序列维度的微观面板数据进一步揭示。

从学术层面看，已有研究关注到中国实体企业的金融化趋势，并通过设立投资组合选择模型，分析中国非金融企业的金融化驱动因素，发现实业投资的相对风险主导了中国实体企业的金融化（如张成思和郑宁，2018，2019）。不过，已有文献尚没有考虑宏观货币因素对微观企业金融化的可能影响，而把宏观因素纳入理论模型将不可避免地使模型解析表达式复杂化，并影响对微观企业金融化驱动机理的诠释。根据我们对文献的掌握，有两篇论文关注到货币因素对微观企业金融化的可能影响，一是徐光伟和孙崢（2015）关于货币政策信号与企业投资行为关系的实证研究，基本结论是货币政策信号可以影响实体企业的投资行为，也就是说货币政策与实体企业金融化有联系。二是陈享光（2016）关于货币资本与金融化的逻辑推演研究，基本结

论是金融化本质上是货币资本扩张导致的。但都没有给出货币因素驱动企业金融化的理论机制和经验证据。由于金融化问题中存在宏观与微观的融合机制（张成思，2019），因此宏观货币因素是否影响实体经济金融化的问题亟需得到科学严谨的验证。

以上问题并非只与研究国别相关，而是反映在底层的理论模型构建上。有鉴于此，本文在考虑资产投资利差的情况下，构建引入货币因素的企业投资组合选择模型，并且同时考虑金融资产投资和固定资产投资的风险特征，在理论模型层面推导出企业金融化的影响因素，进而探索货币扩张、资本逐利和风险规避是否以及如何驱动中国实体企业的金融化。虽然我们的研究集中于中国的实体企业，但本文的理论模型对研究其他国家的类似问题提供了一个合理且可供借鉴的框架。

## （二）《房价如何影响货币政策传导？》导读<sup>6</sup>

本文将重点集中于房价增长，以解释货币政策的无效性。本文从替代的角度，同时考虑到房价增长和房价不确定性，从而解释房价与货币政策之间的关系。通过构建包括金融资产和固定资产投资的理论模型，我们发现扩张性货币政策不仅促进了总投资，同时也导致了对金融资产的替代。然而，房价增速或房价不确定性的上升将降低货币政策产生的替代效应。这些命题得到了 2009 年第一季度至 2018 年第

<sup>6</sup>撰写人：Yumei Guo, School of Finance, Central University of Finance and Economics, Xianjing Huang, School of Finance and Insurance, Guangxi University of Finance and Economics, and Yuchao Peng, School of Finance and Belt & Road Finance Institute, Central University of Finance and Economics。本文选自原载于《International Review of Financial Analysis》2020 年第 72 期的《How does house price influence monetary policy transmission?》。原文链接：<https://doi.org/10.1016/j.irfa.2020.101595>

三季度中国非金融上市公司的实证数据的支持，其结果对于多种模型设定和实证检验方法均是稳健的。我们的研究表明，房地产调控政策应与货币政策相协调，以最大限度地提高固定资产投资。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

### 三、主要经济数据<sup>7</sup>

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Jan	20- Feb	20- Mar	20- Apr	20- May	20- Jun	20- Jul	20- Aug	20- Sep
CPI	同比	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7
PPI	同比	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1
制造业 PMI	同比	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5
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
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
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
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
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
M2	同比	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9
社会融资 规模	存量 (百 亿元)	2563 6	2571 8	2622 4	2652 2	2683 8	2718 0	2733 3	2767 4	2800 7
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值(亿 元)	3337 4	9057	2853 4	1697 7	1482 1	1811 0	9926	1278 3	1875 2

<sup>7</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.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
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



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