

No. 2101

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十五期)

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

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：拜登当选利好美元，还需疫苗接种确认趋势.....	- 3 -
(二) 国内宏观.....	- 4 -
1. 经济：经济复苏态势延续.....	- 5 -
2. 通胀：CPI 同比回正，PPI 继续触底反弹.....	- 9 -
3. 金融：社融增速回落，信贷结构依然良好.....	- 10 -
(三) 商业银行.....	- 12 -
1. 监管持续完善，进一步规范银行理财子公司制度，建立银行业金融机构房地产贷款集中度制度，并规范商业银行互联网存款业务开展.....	- 12 -
2. 2020 年 12 月货币金融数据分析.....	- 15 -
(四) 资本市场.....	- 16 -
1. 股市：只是一次压力测试.....	- 16 -
2. 债市：近期资金面波动的原因.....	- 19 -
二、货币政策与宏观审慎政策双支柱调控下的地方政府债务风险治理.....	- 22 -
(一) 摘要.....	- 22 -
(二) 引言.....	- 22 -
三、主要经济数据	- 26 -

图表目录

图 1：制造业投资显著提速.....	- 7 -
图 2：M2 与 M1 剪刀差走扩	- 11 -

表格目录

表 1：12 月 M2 增量的结构.....	- 16 -
表 2：经济数据一览.....	- 26 -

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

美国虽然疫情依然严重，但经济仍在修复。美国 1 月服务业和制造业 PMI 均高于预期，用电量与 2020 年同期持平，铁路运输量和服务消费均高于去年同期，除消费数据外美国经济各方面表现均呈现复苏态势。欧洲受防疫政策收紧的影响，复苏过程被打断，制造业和服务业 PMI 均低于前值，英德两国餐饮活动停滞，法国考虑全国宵禁。日本经济在 11 月站上荣枯线之后，再度回到低迷轨道，2020 年 12 月 CPI 同比降 1.2%，创 2010 年 9 月以来最大降幅。

政策方面，美国总统拜登正式就职和民主党在国会取得优势，新提出的 1.9 万亿美元“美国救济计划”将更多向居民部门提供救济，防疫政策将在百日之内实现分发 1 亿剂疫苗覆盖 5000 万人口。美联储连续释放鸽派信号，承诺退出购债计划前将充分告知市场。欧洲央行维持非常宽松的政策取向，声称为应对短期的下行风险准备好工具。日本央行下调 2021 财年 GDP 增速预测，并维持货币政策。

(1) 美国：经济延续修复趋势，消费仍显低迷

消费数据方面，美国消费仍延续低迷，无明显改善迹象。1 月 16 日当周美国红皮书商业零售同比+2.2%。不过出行指数稍有回升。1 月美国服务业 PMI 初值 57.5，预期 53.6。工业生产方面，美国用电

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

量与去年同期水平持平，铁路运输量高于 2020 年同期，工业生产活动受封锁措施影响有限，1 月 Markit 制造业 PMI 初值 59.1，预期 56.5，前值 57.1，反映美国疫情虽较为严重，但经济仍处于持续修复趋势中。

财政政策方面，拜登提出新一轮财政刺激方案“美国救济计划”，有望推动美国个人总收入再次高速增长。美国总统拜登提出总额 1.9 万亿美元的“美国救济计划”，相比特朗普的刺激政策，新法案将更多向居民部门提供救济，包括向每人发放 1400 美元的现金支票，提供直接的住房和营养援助，扩大安全可靠的儿童保育和负担得起的医疗保健，提高最低工资标准，扩大失业保险，并向有孩子的家庭和无孩子的工人提供紧急援助。民主党取得参议院微弱优势有利于刺激政策的出台。

联储继续购买资产，延续鸽派表态。美联储在 12 月议息会议纪要及部分官员讲话中提及 Taper 后，近期主要官员表态再度转鸽，尤其是鲍威尔在 15 日的讲话中表示当前还不是讨论退出宽松的时候，承诺在美联储开始讨论收缩购债行动之前会发出大量提示，一定程度打消了市场对美联储提前收紧货币政策的担忧。

（2）欧元区疫情复发，经济再受冲击

欧元区各国收紧防疫措施，经济修复过程受到阻碍。为应对变异病毒，欧洲各国防疫措施又有所收紧，英国、德国餐厅就餐活动几乎停滞，法国计划全国宵禁。1 月欧元区 Markit 制造业 PMI 初值 54.7，预期 54.5，前值 55.2，服务业 PMI 初值 45，预期 44.5，前值 46.4；受疫情封锁措施不断延长的影响，欧洲服务业、工业生产修复过程均

受到一定阻碍。英德制造业 PMI 均低于预期。

欧洲央行维持货币政策不变，重申非常宽松的货币政策立场，紧急债券购买计划规模保持在 1.85 万亿欧元不变；如果能维持有利的融资条件，可能无需完全使用购债额度。拉加德同时表示为应对短期下行风险，准备好在需要时调整所有工具。

(3) 日本经济重回低迷轨道

日本经济重回低迷轨道。日本 1 月制造业 PMI 为 49.7，前值 50，跌回荣枯线以下；Markit 服务业 PMI 为 45.7，前值 47.7；综合 PMI 为 46.7，前值 48.5。2020 年 12 月 CPI 同比降 1.2%，创 2010 年 9 月以来最大降幅，预期降 1.3%，前值降 0.9%；核心 CPI 同比降 1%，预期降 1.1%，前值降 0.9%，物价仍然低迷。

货币政策方面，日本央行按兵不动，重申不限制购买日本国债数量，并将 2020、2021、2022 财年 GDP 增速预期分别调整-0.1%、0.3%、0.2%至 2020 财年-5.6%、2021 财年 3.9%、2022 财年 1.8%。

2. 汇率展望：拜登当选利好美元，还需疫苗接种确认趋势

美国参议院选举结果落地，风险矩阵从四种情况收缩为两种，不确定性的来源应主要关注疫苗接种计划能否达成。对美元指数的影响如下。近期美元指数走势与疫苗接种进度相关度较高，若疫苗接种速度提升，年中实现群体免疫的可能性加大，则美元或将触底反弹。根据目前疫苗接种速度提升斜率线性外推，1 月底可提升至 150 万剂/日，对应 10 月初可完成群体免疫，若 1 月末疫苗接种速度可提升至

150 万剂/日以上，增速超预期，可能意味着届时市场对美国疫苗进展与经济修复的预期有望改善，美元指数或迎来触底反弹的时点在中期走强，但不改变长期偏弱的趋势。同时美国经济的修复将会影响中国的出口，从而导致人民币汇率下跌，预计 2021 年人民币贬值幅度最大。若疫苗上市慢于预期，经济修复力度偏弱将带来美股整体偏弱、美债上行压力也显著减弱，美元指数或走势震荡，中国出口份额回落速度偏慢，人民币汇率对应呈震荡走势。

（二）国内宏观²

国家统计局公布的 12 月经济数据显示，2020 年四季度国内 GDP 同比增速为 6.5%，超预期回升，经济复苏态势延续。得益于国内疫情较早得到控制，生产较早得到恢复，今年出口增速处于较高水平，同时房地产投资维持着高景气度支撑着经济增长，2020 年全年实际 GDP 同比增速为 2.3%，我国成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。12 月规模以上工业增加值同比增速 7.3%，亦高于市场预期，得益于海外需求带动的出口大幅改善，4 季度工业增加值高速增长，达 7.1%，同时四季度产能利用率为 78%，国内生产已恢复至疫情前水平。12 月单月房地产投资和制造业投资边际趋缓，但仍处于高位。整体来看国内经济恢复势头良好，2020 经济完美收官，随着国内外需求改善，叠加企业补库存，出口增速或仍将保持高位，同时房地产投资仍具韧性，制造业投资也有望加快，国内经济有望继续保持较高

²撰写人：IMI 研究员孙超

增速。

1. 经济：经济复苏态势延续

(1) 四季度 GDP 增长 6.5%

2020 年四季度国内 GDP 同比增速 6.5%，三季度为 4.9%，2020 年全年 GDP 增速为 2.3%，我国是全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。其中四季度第一产业同比增长 4.1%，较前值上升 0.2 个百分点；第二产业同比增长 6.8%，较前值上升 0.8 个百分点；第三产业同比增长 6.7%，较前值上升 2.4 个百分点，第三产业继续获得较大幅度提升，4 季度服务业生产指数月均增长 7.7%，比 3 季度加快 3.4 个百分点。得益于国内疫情较早得到控制以及国内政策的积极应对，2020 年我国经济表现出了较强的韧性，国内经济增长主要是依靠出口和投资，尤其是房地产投资全年均保持韧性。2021 年上半年受低基数影响，上半年经济增速将获得较好增长，因此更需关注的是经济的环比数据。但同时仍需特别关注的是近期疫情在我国东北等地区又出现反复，加之又临近春节，给疫情防控带来较大挑战，一季度经济增长仍面临着不确定性。

(2) 工业增加值超预期增长

12 月规模以上工业增加值同比增速 7.3%，高于市场预期，前值为 7.0%，4 季度工业增加值月均同比增速达到 7.1%，为近年来最高。4 季度工业增加值高速增长主要得益于海外需求带动的出口大幅改善，以美元计，四季度出口增速 16.9%，大超预期；同时汽车的消费

的增长也带动汽车产业链的工业增速快速增长。分三大门类来看，12月采矿业增加值增速较上月回升2.9个百分点至4.9%；制造业继续保持7.7%的高增速；电力、热力、燃气及水生产和供应业增加值同比加快0.7个百分点至6.1%。分行业看，12月41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长，专用设备制造业和汽车制造业增长较上月有所回落但增速仍较高；黑色金属冶炼和压延加工业、通用设备制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业均有两位数增长；而防疫相关产品生产较上月有所回落。工业生产的加快带动产能利用率进一步回升，四季度产能利用率为78%，比三季度提高1.3个百分点，国内生产已恢复至疫情前水平。

(3) 制造业投资显著提速

1-12月全国固定资产投资增速继续回升0.3个百分点至2.9%，其中地产、制造业和基金投资累计同比增长分别为7.0%、-2.2%和0.9%。12月单月来看，12月固定资产投资单月同比增速为5.9%，其中地产投资增速为9.3%、制造业投资增速10.2%，基金投资增速4.3%，较上月均有回落。2020年全年房地产投资表现出较强的韧性，成为拉动经济增长的重要动力，从12月单月指标来看，12月地产销售面积和销售额分别增长11.5%和18.9%，仍保持在较高水平；12月新开工面积增速6.3%，较11月提升2.1个百分点。后续来看，房地产销售增速一段时间内仍将维持较高水平，但随着货币政策回归正常化，同时受制于监管对房地产的限制，房地产融资仍将面临不小的压力，2021年房地产投资增速或难维持2020年的增长。在出口的高增速带

动下，12 月单月制造业投资增速较上月有所回落，但仍处于较高水平，其中下游设备制造、运输设备、电气等行业同比增大，计算机电子通讯设备同比略下降。考虑到海外的供需缺口或将持续，我国整体出口仍将处于景气区间，支撑这制造业投资继续回暖。12 月基建投资同比增长 4.3%，较前值下降 1.6 个百分点，10 月以来基建投资增速下降，一方面与财政支出进度较慢影响，另一方面也是国内经济恢复良好，基建作为托底的必要性下降。随着国内经济的不断复苏以及出口仍将处于较高增速水平，2021 基建投资增速或将保持在较低水平。

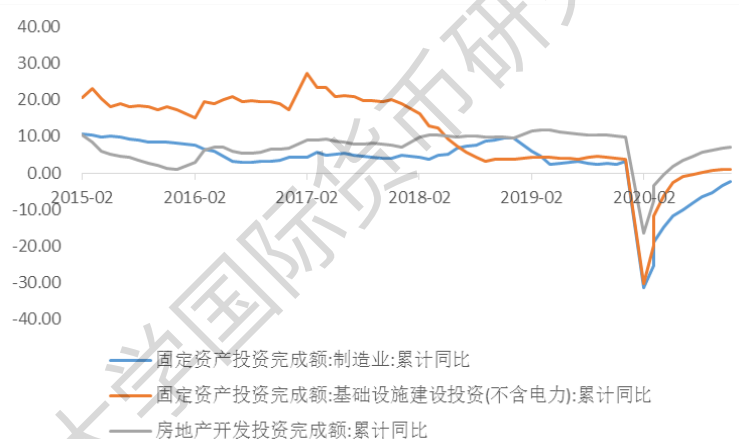


图 1：制造业投资显著提速

数据来源：Wind，IMI

（4）消费复苏放缓

12 月社会消费品零售总额同比增长 4.6%，较上月回落 0.4 个百分点，消费复苏增速放缓。具体来看，前期保持强劲态势的汽车零售增速 12 月大幅放缓，12 月汽车零售额同比增长 6.4%，较上月回落 5.4 个百分点，成为社零的拖累。而房地产销售的改善则带动家电零

售、家具和建材消费增长较上月加快。全年来看，2020 年消费复苏较弱，尤其是餐饮类消费对社零拖累明显。12 月调查失业率为 5.2%，与上月持平，就业形势得以稳定，随着 2020 年国内经济的完美收官，预计 2021 年消费复苏将加快，但短期仍需警惕国内疫情反复对消费的冲击。

(5) 出口高位回落，进口超预期反弹

按美元计价，12 月出口额同比增速为 18.1%，较前值 21.1%略有回落但仍处高位，出口继续保持强劲；12 月进口额同比增速为 6.5%，较前值提升 2.0 个百分点；贸易顺差 782 亿美元，前值 754 亿美元。

从出口产品来看，海外经济持续复苏带来生产端需求，支撑国内出口。海外疫情仍较严峻，防疫相关物资出口同比增速仍保持较高水平，12 月纺织品和医疗器械出口同比分别为 11.7%和 24.3%；玩具、家具、服装等出口增速较 11 月亦有所回落；而高新技术产品出口同比继续上升至 26.6%。从出口地区来看，12 月对美欧出口增速有所回落，对日、韩和东盟出口增速则进一步回升。其中对美出口增速回落至 34.5%，仍属于高位，对欧盟出口增长 4.33%；对东盟的出口增速为 18.37%，前值为 10.0%，对日本出口增长 2.6%。海外生产的持续恢复带动生产端需求的提升，12 月美国和欧元区 PMI 指数分别录得 57.1%和 55.2%，继续高于荣枯线，未来一段时间海外需求将继续保持高位，为我国出口增速维持较高增长提供支撑。进口来看，12 月进口增速 6.5%，超预期回升，对主要贸易伙伴美国、东盟、欧盟、和日本的进口增速均有明显回升。从进口产品来看，机电产品与高新

技术产品增速均有明显上升，同比增速分别为 20.21%和 20.09%；汽车和汽车底盘进口量增长 24.3%，增速较上月回升 35.2 百分点。而主要大宗商品进口增速普遍大幅回落，原油进口同比-43.2%，大豆进口同比为-15.9%。考虑到去年同期由于国内疫情爆发导致进口基数较低，未来随着国内需求持续复苏，进口增速有望继续回升。

2. 通胀：CPI 同比回正，PPI 继续触底反弹

（1）食品价格带动 CPI 回正

12 月份 CPI 同比增速 0.2%，前值为-0.5%，12 月核心 CPI 同比上涨 0.4%，较前几个月略有下降。CPI 同比增速回升主要是受冷空气影响，食品价格上涨影响，12 月食品价格同比上涨 1.4%。由于天气原因导致鲜菜和鲜果运输成本增加，12 月鲜菜和鲜果价格分别上涨 8.5%和 3.5%；而猪肉价格则由于冬季需求增加影响，价格环比上涨 6.5%。受原油价格上涨影响，非食品价格由 11 月环比下降 0.1%转为上涨 0.1%。整体来看，12 月 CPI 同比转正主要是受鲜果和猪肉价格上涨影响，而这两项都属于短期干扰，往后看，猪肉价格受高基数影响，仍将处于下降趋势，预计后续 CPI 整体仍将处于低位。

（2）PPI 继续触底反弹

12 月份 PPI 同比回落 0.4%，降幅较上月收窄 1.1 个百分点，环比上升 1.1 个百分点，PPI 继续触底反弹。受国际原油价格上涨影响，12 月生产资料价格环比上涨 1.4%，同比降幅较上月收窄 1.3 个百分点至-0.5%，；生活资料价格环比上涨 0.1%，同比降幅收窄 0.4 个百

分点至-0.4%。受原油价格上涨及冷空气供暖增加影响，石油和天然气开采、石油加工和燃气生产供应环比涨幅分别为 7.9%、5.3%和 4.1%。当前国内企业处于补库存阶段，同时随着海外经济的持续修复以及美国财政刺激预期的升温，预计后续工业品价格将继续保持强势，PPI 同比回升速度将进一步加快。

3. 金融：社融增速回落，信贷结构依然良好

(1) 社融增速回落

12 月份新增社融规模 1.72 万亿元，同比少增 3830 亿，低于预期，社融存量同比增长 13.3%，较前值回落 0.3 个百分点。从结构上看，同比少增主要是由于表外融资收缩影响，12 月信托贷款同比减少 4601 亿元，同比多减 3509 亿；未贴现银行承兑汇票减少 2216 亿元，同比多减 3167 亿元；委托贷款减少 559 亿，同比少减 757 亿。信用债市场继续受“华晨”、“永煤”等信用债违约影响，企业债新增 442 亿元，同比少增 2183 亿元；股票融资新增 1125 亿元，同比多增 693 亿元。而政府债券仍是社融的主要支撑，12 月新增 7156 亿元，同比多增 3418 亿元。2020 年全年新增社融 34.9 万亿元，只要是为应对疫情的冲击，货币政策相对宽松。随着国内经济的有序复苏，货币政策或将回归正常，信用扩张也将放缓，预计 2021 年社融增速较 2020 年将有所放缓。

(2) 企业贷款结构继续改善

12 月份新增人民币贷款 1.26 万亿元，同比多增 1200 亿，信贷依

然稳定。从贷款结构来看，企业中长期贷款需求持续强劲，贷款结构继续改善。具体来看，12月企业新增中长期贷款5500亿元，同比多增1522亿，短期贷款减少397亿元，新增票据融资增至3341亿。居民部门中，12月居民新增短期贷款新增1142亿元，同比少增493亿，新增中长期贷款4392亿元，同比少增432亿。整体来看12月信贷稳中有升，尤其是企业中长期贷款占比继续提高，表明企业信贷需求仍处于景气区间。

(3) M1、M2 增速均回落

12月M1同比增速为8.6%，较上月回落1.4个百分点；M2增速10.1%，较上月回落0.6个百分点，M2与M1剪刀差走扩。M2增速回落主要是由于财政存款不及预期，12月财政存款减少9540亿元，同比少减1246亿，表明财政支持速度低于预期。12月新增居民存款16735亿元，同比多增8938亿元，或表明居民储蓄意愿增强；新增非金融企业存款10959亿元，同比少增2334亿元。

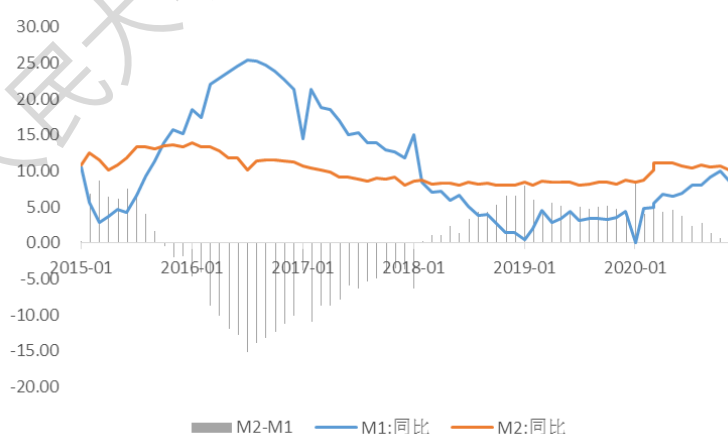


图 2：M2 与 M1 剪刀差走扩

数据来源：Wind，IMI

整体来看，12 月份金融数据表现不及预期，受表外融资收缩以及信用风险事件影响，12 月社融增速有所回落；信贷总量亦季节性回落，但企业中长期贷款继续保持高增，信贷结构持续改善，表明实体经济复苏较好；受财政存款投放不及预期以及企业存款的下降影响，12 月 M2 增速回落至 10.1%，M2 与 M1 剪刀差走扩。往后看，社融已出现拐点，同时随着国内经济复苏较好，预计后续货币政策逐步回归常态化，2021 年全年社融增速较 2020 年将有所放缓。

（三）商业银行³

1. 监管持续完善，进一步规范银行理财子公司制度，建立银行业金融机构房地产贷款集中度制度，并规范商业银行互联网存款业务开展

（1）2020 年 12 月 25 日，中国银保监会发布《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》）

《办法》是《商业银行理财子公司管理办法》（以下简称《理财子公司办法》）的配套监管制度，是银保监会落实资管新规、理财新规、《理财子公司办法》等制度要求的具体举措，有利于规范银行理财子公司理财产品销售业务活动，保护投资者合法权益，促进理财业务健康发展。其中，《理财子公司办法》中对银行理财子公司的产品销售行为进行了部分规定，如规定理财子公司理财产品可以通过银行业金融机构代销，也可以通过银保监会认可的其他机构代销，并遵守关于营业场所专区销售和录音录像、投资者风险承受能力评估、风险

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

匹配原则、信息披露等规定。此外，2011 年发布的《商业银行理财产品销售管理办法》也对商业银行的理财产品销售进行了规范。当前《办法》主动顺应理财产品销售中法律关系新变化，充分借鉴同类资管机构产品销售的监管规定，并根据银行理财子公司特点进行了适当调整。《办法》共八章 69 条，分别为总则、理财产品销售机构、风险管理与内部控制、理财产品销售管理、销售人员管理、投资者合法权益保护、监督管理与法律责任以及附则。

我们认为，《办法》最主要的内容是明确了理财子公司理财产品的代销机构，包括本公司及其他理财子公司、吸收公众存款的银行业金融机构等。《办法》进一步完善了银行理财子公司制度规则体系，有助于理财业务的平稳转型。

(2) 2020 年 12 月 31 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称《通知》）

为进一步落实房地产长效机制、实施好房地产金融审慎管理制度的要求，人民银行、银保监会借鉴国际经验并结合我国国情，研究制定了房地产贷款集中度管理制度，以提高金融体系韧性和稳健性，促进房地产市场平稳健康发展。

具体来看，《通知》明确了房地产贷款集中度管理制度的机构覆盖范围、管理要求及调整机制。人民银行和银保监会根据银行业金融机构的资产规模、机构类型等因素，分档设定了房地产贷款集中度管理要求。其中，房地产贷款余额占比上限和个人住房贷款余额占比上

限分为五档：中资大型银行分别是 40%和 32.5%，中资中型银行分别是 27.5%和 20%，中资小型银行和非县域农合机构分别是 22.5%和 17.5%，县域农合机构分别是 17.5%和 12.5%，村镇银行分别是 12.5%和 7.5%。同时，为体现区域差异，确定地方法人银行业金融机构的房地产贷款集中度管理要求时，可以有适度的弹性。《通知》还设置了过渡期，以保证政策的平稳实施，促进房地产市场和金融市场平稳健康发展。管理要求以法人（不含境外分行）为单位设定并执行，对全国性银行在各地的分支机构不单独设定要求。此外，为支持大力发展住房租赁市场，住房租赁有关贷款暂不纳入房地产贷款占比计算。

房地产贷款集中度管理制度的推出，将推动金融供给侧结构性改革，强化银行业金融机构内在约束，优化信贷结构，支持制造业、科技等经济社会发展重点领域和小微、三农等薄弱环节融资，推动金融、房地产同实体经济均衡发展。

（3）2021 年 1 月 15 日，中国银保监会、中国人民银行发布《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》（以下简称《通知》）

《通知》重点明确了以下内容：一是规范业务经营。《通知》要求商业银行依法合规通过互联网开展存款业务，不得借助网络等手段违反或者规避监管规定。商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务。二是强化风险管理。商业银行应当加强业务风险评估与监测，强化资产负债管理和流动性风险管理，合理控制负债成本。地方性法人银行要坚守发展定位，立足于服务已设立机构

所在区域的客户。三是加强消费者保护。商业银行通过互联网开展存款业务应当强化销售管理和网络安全防护,切实保障金融消费者合法权益。四是严格监督管理。各级监管部门要加大监管力度,对违法违规行为,依法采取监管措施或者实施行政处罚。同时,为避免次生风险,《通知》明确监管部门可根据相关商业银行的风险水平,按照“一行一策”和“平稳过渡”的原则,督促商业银行稳妥有序整改。

商业银行通过非自营网络平台开展存款业务,是互联网金融快速发展的产物,近年来业务规模增长较快。但该业务在发展过程中也暴露出一些风险隐患,涉嫌违反相关监管规定和市场利率定价自律机制相关要求,突破地方法人银行经营区域限制,并且非自营网络平台存款产品稳定性较差,对商业银行的流动性管理也带来挑战。《通知》的印发实施有利于商业银行合规稳健经营,对于弥补制度短板、防范金融风险具有积极意义。

2. 2020 年 12 月货币金融数据分析

2020 年 12 月末,基础货币余额为 33.04 万亿元,全月增加 15910 亿元。其中,现金(货币发行)增加 2938 亿元,银行的存款准备金增加 12542 亿元,非金融机构存款增加 430 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 2368 亿元。此外,财政支出等财政因素投放基础货币 9090 亿元。

12 月末的 M2 余额为 218.7 万亿元,同比增速为 10.1%,较上月降低 0.6 个百分点。按不含货基的老口径计,12 月份 M2 增加 0.93

万亿元。从来源分解,其中对实体的贷款投放派生 M2 约 1.60 万亿元; 财政支出等财政因素投放 M2 约 9090 亿元; 企业债券到期回笼 M2 约 9860 亿元; 银行的 SPV 投资(投放非银、非标等)回笼 M2 约 5543 亿元; 外汇占款回笼 M2 约 329 亿元。

表 1: 12 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	2,721	外占	-329
单位活期	4,228	债券	-9,860
单位定期	-8,121	贷款	15,950
个人	16,701	财政	9,090
非银	-6,220	其他(非银、非标等)	-5,543
合计	9,309	合计	9,309

(四) 资本市场⁴

1. 股市：只是一次压力测试

(1) 基本面更新

国内方面,经济领先指标所回落,但不改经济复苏的主逻辑。本周国家统计局公布了 2021 年 1 月 PMI 数据,制造业 PMI 51.3(前值 51.9),非制造业 PMI 为 52.4(前值 55.7),PMI 数据全面回落,服务业 PMI 数据不及预期。制造业端,供给和需求双双回落,从供

⁴ 撰写人: IMI 研究员黄楠、芦哲

需角度来看，生产较上月下行（-0.7 至 53.5），新订单指数下行（-1.3 至 52.6），需求回落速度更快，出口订单有所下滑，从采购库存的角度，产成品库存短期有所压力，原材料库存存在收缩区内上升（+0.4 至 49），产成品库存在收缩区间内上行（+2.8 至 49），采购量下行（-1.2 至 52），制造业主要原材料、产成品库存量继续回升。服务业端，生活性服务业景气已回落至收缩区间。1 月 PMI 数据来看，经济延续扩张，春节前后是我国制造业传统淡季，加之近期局部聚集性疫情对部分企业生产经营产生一定影响，经济扩张有所边际放缓。有四点值得关注：1）制造业生产、需求相对弱于上月，边际有所趋缓。从行业情况看，农副食品加工、有色金属冶炼及压延加工、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56.0%，行业增长较快；纺织、化学原料及化学制品等行业两个指数均位于临界点以下，产需有所回落。2）春节假日临近，消费品行业回暖明显。假日效应带动消费品行业回暖。消费品行业 PMI 为 52.3%，高于上月 1.8pct，行业增长加快。3）受局部聚集性疫情等因素影响，服务业改善有所边际放缓。服务业 PMI 低于上月 3.7pct，为 51.1%，尽保持恢复态势，但边际有所趋缓。4）进入施工淡季，建筑业 PMI 有所回落。受冬季低温天气及春节假日临近等因素影响，建筑业 PMI 和新订单指数分别为 60.0%和 51.2%，低于上月 0.7 和 4.6pct，建筑业生产活动和市场需求扩张放缓。价格方面，CPI 同比在 12 月如期反弹至 0.2%。在翘尾因素的主导下，CPI 回升趋势预计将持续到 4、5 月份，高点可能超过 2.5%。猪肉价格的大周期将主导 2021 年内的 CPI 走势，目

前市场对于全年猪价下行预期较为强烈。例如生猪现货价格大约 3.6 万元/吨，而新近上市的生猪期货 2022 年 1 月合约的价格仅为 2.3 万元/吨。PPI 同比维持回升态势，预计年内高点 and CPI 一样会在 4-6 月份之间。对 PPI 有一定领先意义的 M1 增速在 12 月份显著回落。

（2）市场回顾和展望

短期来看，随着央行流动性缩量投放，南下资金短期上量，在宏观经济基本面以及通胀预期上没有胜负手的情况下，流动性给予了市场一次压力测试。宏观指标短期因季节性因素趋弱，但不改中期复苏趋势，在 1~2 月份排期的继续追捧核心资产的新发基金给予市场的助力仍没有消失。我们认为目前市场短期不会改变趋势，春节前后一方面可重点关注二月传统胜率较高的通信、电子（成熟制程）以及 2B2G 计算机（信创）等，以及本次调整较多的军工及顺周期品种。

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：近期资金面波动的原因

上周利率小幅下行、曲线平坦，符合预判。1 月税期对资金面有所扰动，央行精准对冲，力促资金面不缺不溢，春节取现等对资金面的扰动弱于往年。同业存单围绕着 MLF 波动是判断短端安全边际的关键。疫情是影响市场的短期核心因素，短期关注国内疫情会否很快平息，以色列等地的疫苗效果是中期希望所在。3-5 月份提防供给、通胀、资金面和疫苗效果等冲击。本周是消息面的平静期，十年国债预计继续在 3.0-3.5% 区间窄幅波动，短期仍浅尝交易机会，但时间对多头略不利，3.1% 之下边打边撤判断不改，重交易不重配置。信用票息的关注度提升，转债前期换券操作收效较好。

(1) “不缺不溢”是近期货币政策的主要目标

上周三为 1 月缴税截止日，年初以来央行多次的“低量”操作，超储率去年底明显下降，让市场普遍担忧税期下的流动性冲击。不过，央行通过大规模公开市场净投放缓解了市场的情绪，也令投资者

认知到央行的边际。当前经济处于“大病初愈”的阶段，人民币升值压力较大，政策上要求不急转弯，意味着货币政策不能过紧。而宏观杠杆率攀升，经济达到潜在增速，房地产近期升温等也制约货币政策继续宽松的空间。“稳字当头”要求货币政策的取向仍是中性。春节前预计央行通过普惠金融降准+MLF 提前续作+OMO 操作度过，降准的概率较低。

(2) 如何根据“不缺不溢”做交易？不宜线性外推

首先，MLF 与存单有互为补充的关系，我们认为存单利率超过 MLF30bp 是超跌，低于 20bp 是超涨。其次，资金面预期跌宕起伏，但整体不宜线性外推。度过税期之后，预计资金面略有好转，转为关注节前扰动。最后，短端利率如果波动空间不大，长端利率也很难出现独立行情。

(3) 当前疫情的局部扩散对债市是最大的支撑因素

近期国内疫情多点爆发，叠加春运即将来临，市场对疫情扩散再度产生担忧，这也是上周长端收益率下行的触发剂之一。与去年前几轮相比，本轮局部扩散疫情有四大特征：第一，本轮疫情本质上是外部疫情日趋严重的内部反映。第二，扩散范围广，爆发时点敏感，区域经济表现将更为不平衡。第三，不同于去年同期，消费和工业生产相互抵消，对经济整体冲击有限。第四，民众及市场对认知加强，并无明显的恐慌情绪，政策反映也较为温和。当然在经济数据的真空期，疫情扩散对债市短期表现整体有利。

(4) 疫情反复对市场的冲击路径比较复杂

首先可以确定的是，疫情反复更加坚定了政策“不急转弯”的取向，宏观政策偏宽松对股债都有利。债券方面，货币政策大概率维持中性。而财政政策如果加码，对债市可能是短多（货币配合）、中空（供给和投资）。股市方面，居民部门消费场景减少，更多资金可能涌入股市，板块有所分化。后续关注河北等地疫情演进情况、扩散程度及对市场情绪的影响。

（5）债市启示

短期看，我们重申前期判断：利率债波动可能增大，但好在疫情降温短期经济、供求错位、政策不急转弯等逻辑尚未充分演绎，长端利率债仍有小幅交易机会。去年 7-8 月的债市情形有助于我们判断利率的极限位置。中期来看，疫苗的分配和效果仍是影响经济和市场节奏的关键：第一，以色列是全民接种的观察样本。第二，通胀在 2 月份之后进入上行通道。第三，供给在 3 月份之后升温是确定性变量。第四，4 月份政治局会议历来容易出现政策的微调。第五，3-5 月份资金消耗旺季才能看出货币政策的真实态度。因此目前是短多、中空的过渡期，重视交易机会而非配置价值。

二、宏观经济专题⁵： 货币政策与宏观审慎政策双支柱调控下的地方政府 债务风险治理

（一）摘要

本文构建了包含普通企业和地方政府融资平台企业“双违约”、货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控的新凯恩斯 DSGE 模型，通过贝叶斯估计研究发现：普通企业和地方政府融资平台企业的风险冲击是我国经济波动的重要来源，二者均会带来产出衰退和违约风险增加。扩张性货币政策在促进经济繁荣的同时，也会导致企业杠杆率的攀升，加大两类企业的债务风险；而基于动态准备金调控的逆周期宏观审慎监管政策，则能有效抑制企业债务规模，并降低两类企业的违约率，同时也会引起实体经济的小幅紧缩。“双支柱”的调控效果优于单一政策工具，且区分普通企业与地方政府融资平台企业的“差别准备金动态调整”的逆周期宏观审慎政策能进一步提高社会福利。

（二）引言

2015 年以来，中国地方政府隐性债务问题日益引起国内外的关注。截至 2019 年 11 月末，中国地方政府显性债务余额为 213333 亿元(数据来源：财政部官网)，相当于当年中国 GDP 的 21%左右，而中金公司在 2019 年估计地方政府的隐性债务余额可能达到 30 万亿元左

⁵撰写人：中山大学国际金融学院李力，中央财经大学财政税务学院温来成，北京大学光华管理学院应用经济学系唐遥，中信改革发展研究基金会张偲。本文选自原载于《经济研究》2020 年第 11 期的《货币政策与宏观审慎政策双支柱调控下的地方政府债务风险治理》。原文链接：

<http://www.cnki.com.cn/Article/CJFDTOTAL-JJYJ202011004.htm>

右，地方政府隐性债务规模的扩大势必会对宏观经济稳定带来威胁。自 2016 年起，中国人民银行开始实施宏观审慎评估体系 (macro prudential assessment, MPA)，初步呈现宏观审慎政策和货币政策“双支柱”的调控框架，这一框架在党的十九大报告中得到了进一步的确立。其中，宏观审慎政策的核心就是要控制信贷规模和稳定杠杆率，防范系统性风险。

根据 Borio(2003)，宏观审慎监管旨在避免金融顺周期波动和跨部门传染带来的系统性风险和不稳定冲击，强调维护整体金融市场的稳定。自从 2008 年金融危机后各国纷纷推出宏观审慎政策以来，各种宏观审慎政策工具也应运而生，大部分政策工具的目标都是为了抑制金融系统资产和负债端的顺周期性(procyclicality)。Claessens (2015)总结了世界各国目前主要使用的宏观审慎政策工具，它们主要包括：逆周期的资本缓冲(countercyclical capital buffer)、杠杆率监管(leverage ratio for banks)、动态贷款损失拨备(dynamic loan-loss provisioning)、贷款价值比(loan-to-value ratio)、存款准备金比例(reserve requirement ratios)等。不少学者对于各种不同的宏观审慎政策工具的具体效果进行了讨论(Vandenbussche et al.,2015; Jim é nez et al.,2017; Kuttner & Shim,2016)。2008 年金融危机后，不少学者对中国宏观审慎监管的政策工具和调控框架等问题也进行了一系列的研究与探索(李文泓，2009; 胡利琴等，2012; 张晓慧，2017)。方意(2016)以及方意和黄丽灵(2019)从系统性风险角度对中国宏观审慎政策的可行性进行了探讨。近年来，不少文献也强调宏观审慎政策与货币政策之间的搭配组

合问题(Angelini et al.,2015; Collard et al.,2017; Silvo,2019)。一般认为宏观审慎政策和货币政策相互配合是福利增进的,尤其在面对金融冲击时,宏观审慎政策能够带来较大的福利改善。一部分国内学者也讨论了货币政策和宏观审慎政策之间的协调问题。例如,马勇(2013)在DSGE 模型中对于货币政策与宏观审慎政策的协调搭配问题进行了讨论。王爱俭和王璟怡(2014)则指出宏观审慎政策在应对金融冲击时能起到辅助货币政策的作用,二者应该互相配合发挥协同效应。

国内外众多研究围绕地方政府债务风险的形成机理(Alesina & Tabellini,1992; D'Erasmus et al.,2016; 龚强等,2011)以及地方政府债务风险的治理防范(Brix,1998; Ma,2002; 郭玉清,2011)进行了有益的探讨。尽管也有一部分学者在DSGE 模型中讨论了中国地方政府债务风险的影响和治理(熊琛和金昊,2018; 梁琪和郝毅,2019),但并未考虑宏观审慎政策的作用。如何运用货币政策与宏观审慎政策“双支柱”调控来防范地方政府债务风险这一重要问题,目前尚无相关研究,而本文恰好填补了这一空白。基于以往学者的研究成果,本文的边际贡献如下:(1)将普通企业和地方政府融资平台(local government financing vehicles, LGFV)企业“双违约”、货币政策和宏观审慎政策“双支柱”调控同时纳入到DSGE 模型中,探讨了货币政策和宏观审慎政策对于地方政府债务风险和宏观经济波动的具体影响。(2)基于DSGE 模型的贝叶斯估计和方差分解技术,测算了地方政府融资平台和普通企业的风险冲击在中国经济波动中的贡献度,并分析了两类企业的风险冲击对经济波动的影响。(3)探究了在不同外生冲击下,货币政策与宏

观审慎政策的搭配组合对社会福利的具体影响，并讨论了“差别准备金动态调整机制”的福利效果，从社会福利视角为我国央行当前实施的“双支柱调控”以及宏观审慎管理下的“差别化监管”提供了理论依据。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20-Apr	20-May	20-Jun	20-Jul	20-Aug	20-Sep	20-Oct	20-Nov	20-Dec
CPI	同比	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2
PPI	同比	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4
制造业 PMI	指数	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9
工业增加值	累计增长	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4	0.4	1.2	1.8	2.3	2.8
规模以上工业企业利润总额	累计同比	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4	0.7	2.4	4.1
固定资产投资完成额	累计同比	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9
社会消费品零售总额	同比	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6
进出口总值	当期值同比	-0.8	-4.8	5.1	6.5	6.0	10.0	4.6	7.8	5.9
M2	同比	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1
社会融资规模	存量(百亿元)	26522	26838	27180	27333	27674	28005	28128	28325	28483
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	16977	14821	18110	9926	12783	18752	6898	14337	12552

⁶撰写人：IMI 助理研究员吴桐雪

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.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI
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）	赵然
IMI Report No.2004	新冠肺炎疫情对中国贸易投资影响分析	IMI
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）	王剑
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）	IMI
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）	王剑



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