

No. 2102

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十六期)

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

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）：

黄 楠 芦 哲 彭俞超 宋 科 孙 超

王 剑 熊 园 虞思燕 张 斌 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：美元或迎来中期反弹.....	4 -
(二) 国内宏观.....	5 -
1. 经济：一季度经济将取得开门红.....	6 -
2. 通胀：高基数下 CPI 同比转负，PPI 继续触底反弹.....	6 -
3. 金融：社融表现强劲，信贷需求旺盛.....	7 -
(三) 商业银行.....	10 -
1. 银保监会披露商业银行四季度主要监管数据；非银支付机构管理办法出新规，互联网贷款监管升级.....	10 -
2. 2021 年 1 月货币金融数据分析.....	17 -
(四) 资本市场.....	18 -
1. 股市：信仰的罪与罚.....	18 -
2. 债市：详解流动性的四个层次.....	21 -
二、中国宏观金融网络与风险：基于国家资产负债表数据的分析.....	24 -
(一) 摘要.....	24 -
(二) 引言.....	24 -
三、主要经济数据	30 -

图表目录

图 1：M2 与 M1 剪刀差大幅收窄	9 -
图 2：商业银行净利润同比增速.....	11 -
图 3：各类型银行累计净利润同比增速.....	11 -
图 4：商业银行净息差.....	12 -
图 5：各类型银行净息差.....	12 -
图 6：商业银行不良率及关注贷款率.....	13 -
图 7：商业银行拨备覆盖率.....	13 -
图 8：各类型银行不良贷款率.....	14 -
图 9：各类型银行拨备覆盖率.....	14 -

表格目录

表 1：1 月 M2 增量的结构.....	17 -
表 2：经济数据一览.....	30 -

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

美国疫苗接种顺利，强化经济复苏预期，通胀预期升温。2月以来单日疫苗接种剂数已提升至200万剂/日，略超预期，因而带来经济复苏预期提升，外资行上调2020年美国GDP增速预期，同时近期美国通胀预期走高至2018年以来新高。欧洲则表现出制造业与服务行业的分化，在防疫政策收紧的影响下服务业持续承压，但并不影响欧洲主要经济体的工业生产持续回升，德法意西Q4工业产值修复已超9成。日本2020年四季度GDP环比折年率为12.7%，制造业继续复苏但服务型稍显不足，CPI降幅从2020年12月创历史记录的-1.2%收窄至-0.6%。

财政政策方面，美国众议院通过了预算协调法案，有利于在3月14日前完成拜登提出的1.9万亿美元“美国救济计划”的国会立法程序。货币政策方面，美欧央行均维持各派立场。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，将利率上升视为积极信号。欧洲央行维持非常宽松的政策取向，称公共部门需要紧急支持。

(1) 美国：疫苗接种顺利，经济修复预期强化

美国疫苗接种顺利，强化经济复苏预期，通胀预期升温。2月以来，美国单日疫苗接种剂数已提升至200万剂/日以上，按此接种速

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

度估算则 7 月末有望实现全民免疫。不过，考虑到目前美国新冠疫苗供应量每周增至 1350 万剂，受制于供给端，按目前最大疫苗供应量估算，则预计 9 月初可实现全民免疫。即不论从疫苗接种效率还是疫苗供应来看，美国有望于 Q3 实现全民免疫，接种速度略超预期，强化经济复苏预期，带来近期通胀预期走高至 2018 年以来新高。

经济数据方面，2 月美国 Markit 服务业 PMI 初值 58.9，预期 57.6，前值 58.3，创 2015 年 3 月以来新高。1 月零售销售环比+5.3%，预期 +1%；建筑许可+10.4%，年率 188.1 万套，为 2006 年 5 月以来的新高。1 月 CPI 同比增速略低于预期，CPI 同比+1.4%，预期+1.5%。

高频数据方面，消费数据方面，美国餐厅就餐活动有所回升。美国出行指数基本持平。美国 2 月消费者信心指数初值低于预期，公布值 76.2，预期 80.8，可能与 1 月就业市场偏弱有关。不过考虑到美国新一轮 9000 亿美元财政救济计划已落地，带来居民补贴提升，后续居民消费支出有望延续高位。工业生产方面，近期美国电量基本与 2020 年同期持平，用电需求不弱；铁路交通运输量高于 2020 年同期。显示出工业生产活动受封锁措施影响有限，2 月 Markit 制造业 PMI 初值 58.5，预期 58.5，前值 59.2，反映美国疫情虽较为严重，但经济仍处于持续修复趋势中。不过近期受美国寒冬天气影响，近两周 WEI 指数走势有所波动。

财政政策方面，新一轮 9000 亿美元财政救济计划已落地，1.9 万亿法案稳步推进。2 月 3 日，美国众议院批准了一项早些时候获参议院批准的预算协调方案，为拜登 1.9 万亿美元的刺激方案铺平了道

路。该方案将限制共和党通过在参议院进行冗长发言阻挠刺激方案的企图，即民主党可以凭借简单多数席位通过刺激法案。参议院多数党领袖舒默表示，参议院将在 3 月 14 日失业救济金到期之前通过刺激法案。

货币政策方面，美联储继续购买资产，延续鸽派表态。美联储主席鲍威尔在国会听证会中表示，即使经济前景改善，美联储仍将保持购债操作；同时淡化通胀担忧，称最近债券收益率上涨表达了市场对经济前景强劲的“信心”。另外，近期美联储官员对通胀走高的表态增加，不过均认为通胀短期的走高不会影响货币政策的立场。

(2) 欧元区工业恢复加快，服务业承压严重

欧元区工业修复优于服务业。欧元区 12 月工业产值低于预期：法国 12 月工业产出环比-0.8%，预期+0.2%，前值-0.9%；德国 12 月工业产出环比 0%，预期+0.3%，前值+0.9%。不过 Q4 欧元区工业产出较 Q3 显著改善，德法意西 Q4 工业产值修复已超 9 成；同时欧元区 2 月制造业 PMI 初值为 57.7，预期 54.3，前值 54.8；服务业 PMI 初值为 44.7，预期 45.9，前值 45.4。通胀方面，欧元区 1 月 CPI 终值同比升 0.9%，预期升 0.9%，前值升 0.9%；就业市场方面，欧元区 12 月失业率环比下降 0.1 个百分点至 8.3%。

货币政策方面，欧央行官员近期表态延续宽松立场，欧洲央行 1 月会议纪要表示有理由对 2021 年复苏前景持谨慎乐观态度；在欧元区，限制性更强、持续时间更长的封锁令短期增长前景承压；公共部门难以摆脱对紧急支持措施的依赖。预计今年上半年欧央行将延续宽

松以支持经济修复，且欧央行受到欧元汇率过高对经济修复的冲击，或将进一步放松货币政策。

(3) 日本经济低迷，疫苗接种启动

日本 2020 年第四季度 GDP 环比折年率为 12.7%。1 月制造业 PMI 为 49.8，前值 50，跌回荣枯线以下；2 月 Markit 制造业 PMI 50.6，前值 49.8，服务业 PMI 为 45.8，前值 46.1；综合 PMI 为 47.6，前值 47.1。1 月 CPI 同比降 0.6%，较前值-1.2%有所回升；核心 CPI 同比降 0.6%，前值降 1%，物价仍然低迷。疫苗接种方面，2 月 14 日，日本厚生劳动省批准使用辉瑞公司研发的新冠疫苗，日本计划到 4 月为 4000 万人接种（覆盖 32%人口）。

2. 汇率展望：美元或迎来中期反弹

1 月 FOMC 会议未作出任何政策调整，延续鸽派立场符合预期；同时美联储强调经济复苏步伐的放缓，表示“最近几个月，经济活动和就业的复苏步伐有所缓和，疲软集中在受大流行影响最严重的部门”，对未来经济增长的看法将“很大程度上取决于病毒的传播过程，以及疫苗的接种进度”，官方层面对经济弱化的表述进一步打击了市场的信心，带来美股进一步大跌；而由于经济走弱，美联储淡化了 Taper 的可能性。

美联储维持联邦基金利率 0%-0.25%不变，维持超额存款准备金利率 0.1%不变，维持隔夜逆回购利率 0%不变，维持当前资产购买速度，每月购买 800 亿美元国债、400 亿美元 ABS，符合市场预期。此

次会议获得委员会成员一致通过。

会议声明强调了近期经济复苏步伐的放缓，并将疫苗纳入对未来经济增长的观察变量。声明中表示，“最近几个月，经济活动和就业的复苏步伐有所缓和，疲软集中在受大流行影响最严重的部门”（12月措辞为近几个月的经济活动和就业有所回升，但仍远低于年初的水平）；对未来经济增长的看法将“很大程度上取决于病毒的传播过程，以及疫苗的接种进度”（12月措辞中未将疫苗纳入观察变量）。同时删除了目前疫情对短期和中期经济的影响，调整为疫情将“持续严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并对经济前景构成相当大的风险。”其余就利率政策以及资产购买政策的表态均未做出调整，此次会议获得 10 位委员会成员一致通过。

2021 年美元指数或将出现 6-12 个月的中期反弹，主要原因有三。一则，2021 年疫苗接种和经济修复提供了美元主动升值的动能。二则，欧洲经济修复路上的不确定性可能促进美元进一步被动升值。三则，欧央行货币政策延续宽松，且欧元汇率快速升值已成为欧央行的重点关注点。

（二）国内宏观²

2021 年 1 月由于春节错位，工作日时间较去年增加，同时国内局部地区出现本土新增的新冠疫情，各地政府鼓励居民“就地过年”，今年春节前后工业生产增长明显，经济继续回升趋势。而从公布的金

²撰写人：IMI 研究员孙超

融数据来看，今年开年月份社融数据表现强劲，企业债券融资逐步改善；在制造业恢复较快推动制造业投资下，企业中长期贷款融资需求旺盛，推动信贷增长且信贷结构持续改善。央行四季度货币政策执行报告强调“引导市场利率围绕央行政策利率波动”，加之 1 月底流动性的短期收紧导致资金价格的高涨，一定程度上是央行在引导市场预期，表明今年货币政策将以稳为准，2021 年全年或属于信用收缩一年，全年社融增速也将回落。

1. 经济：一季度经济将取得开门红

1 月份属于经济数据真空期，加之春节错位，各项数据需 1 月和 2 月合并起来看更为客观。今年受局部疫情影响，各地政府鼓励居民“就地过年”，因春节原因导致的生产波动将降低，加之去年的低基数影响，1-2 月工业生产或将大幅增长。“就地过年”对交通运输业、娱乐旅游业带来一定的负面影响，尤其是交通运输业，根据统计，节前春运发送旅客 2.7 亿人次，较 2020 年同期下滑 76.4%；服务消费呈现地域和结构分化，一二线城市增长明显，而三四线城市则偏弱。进出口方面，考虑到 1 月份海外疫情仍未明显好转以及国内“就地过年”，预计 1-2 月进出口仍将维持高景气。

2. 通胀：高基数下 CPI 同比转负，PPI 继续触底反弹

(1) 高基数下 CPI 同比转负

1 月份 CPI 同比增速-0.3%，前值为 0.2%，CPI 同比由正转负主

要受高基数影响。1 月核心 CPI 同比增速-0.3%，增速继续下降，创历史新低。分类别来看，1 月 CPI 受受冷空气影响，食品价格环比上涨 1.0%，同比上涨 1.6%，其中鲜菜价格同比上涨 10.9%，环比上涨 19.0%，鲜果价格同比上涨 1.3%，而猪肉价格则受高基数影响，同比下降 3.9%。1 月非食品价格同比下降 0.8%，带动 CPI 同比负增长。其中交通通信价格下降 4.6%，主要是由于春节错位影响。1 月是本轮基期轮换下采用新权重的首月，与上轮基数相比，食品烟酒、衣着、教育文化娱乐权重下降，居住、交通通信、医疗保健权重上升，猪肉价格对 CPI 的影响进一步减小。

(2) 大宗商品价格推动 PPI 反弹

1 月份 PPI 同比上涨 0.3%，环比上升 1.0 个百分点，PPI 继续触底反弹。1 月国际原油价格继续上涨，生产资料类同比上涨 0.5%，比较上月下滑 0.5%，环比上涨 1.2%，较上月回落 0.2 个百分点；生活资料价格同比下降 0.2%，降幅较上月收窄 0.2 个百分点，环比上涨 0.2%。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、煤炭及其他燃料加工环比涨幅分别为 8.2%和 5.3%。受拜登政府 1.9 万亿财政刺激政策预期以及疫苗接种超预期的影响，国际大宗商品价格继续上行，将成为未来 PPI 继续回升的动力。

3. 金融：社融表现强劲，信贷需求旺盛

(1) 开年社融表现强劲

1 月份新增社融规模 5.17 万亿元，同比多增 1165 亿，好于市场

预期，社融存量同比增长 13.0%，较前值回落 0.3 个百分点。从结构上看，1 月新增人民币贷款 3.82 万亿，同比多增 3276 亿元；新增表外融资 4151 亿元，其中新增委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票分别同比多增 117、1274、3499 亿元，未贴现银行承兑汇票成为社融超预期的主要因素，往后看，随着监管对于房贷的管控趋严，未来表外票据融资对社融的贡献将走弱。1 月新增政府债券 2437 亿元，同比减少 5176 亿元，成为社融最大拖累项，表明在经济持续好转下，财政刺激力度逐渐减弱。企业债新增 3751 亿元，同比减少 216 亿元，表明“华晨”、“永煤”等信用债违约事件对市场的冲击渐渐减弱，预计未来债券融资规模将进一步提升。1 月股票融资新增 991 亿元，同比多增 382 亿元。

(2) 信贷需求旺盛

1 月份新增人民币贷款 3.58 万亿元，同比多增 2400 亿，信贷依然需求旺盛。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，1 月企业新增中长期贷款 2.04 万亿元，同比多增 3800 亿，新增短期贷款 5755 亿元，同比减少 1944 亿，新增票据融资大幅减少 5000 亿元。企业中长期贷款需求持续强劲主要是去年制造业恢复较快，推动制造业投资回升。居民部门中，1 月居民部门贷款新增 1.27 万亿元，同比多增 6359 亿。其中居民新增短期贷款新增 3278 亿元，同比多增 4427 亿；新增中长期贷款 9448 亿元，同比多增 1957 亿，主要是由于房地产需求旺盛。当前我国居民部门的杠杆率已攀至历史新高，去年部分城市商品房涨幅较大，使得监管

对居民房地产管控更加重视，央行四季度货币政策报告也指出居民端杠杆率偏高的问题，因此监管层在 1 月加强了对房地产限购、限贷等措施，未来居民中长期贷款或将回落。

(3) M2 增速不及预期

1 月 M1 同比增速大幅反弹 6.1 个百分点至 14.7%；M2 增速超预期回落 0.7 个百分点至 9.4%，M2 与 M1 剪刀差大幅收窄。1 月 M2 增速回落主要是由于财政存款走高以及居民存款低于同期。1 月财政部门新增存款 11700 亿元，较去年多增 7698 亿；居民存款低于同期主要是由于春节错位，今年春节在二月，导致奖金等的发放集中在 2 月，导致 1 月存款较低。而 M1 增速大幅回升也与春节错位直接相关，因此往后看，M1 同比增速将回落。

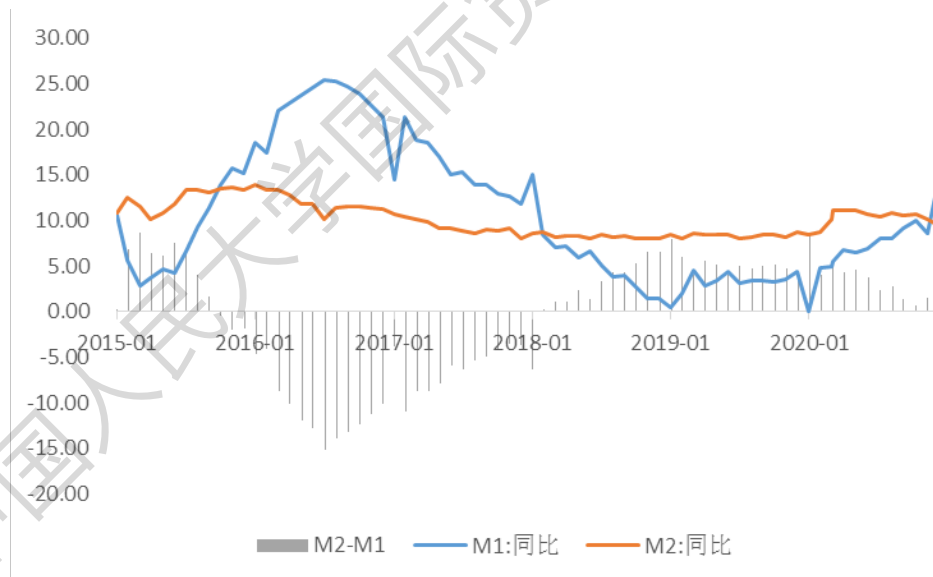


图 1：M2 与 M1 剪刀差大幅收窄

数据来源：Wind，IMI

整体来看，今年开年社融数据表现强劲，政府债券融资减弱但未贴现银行承兑汇票支撑社融增速，同时企业债券融资逐步改善；在制造业恢复较快推动制造业投资下，企业中长期贷款融资需求旺盛，推动信贷增长且信贷结构持续改善；春节错位效应下 M1、M2 走势分化。往后看，受基数影响，2 月社融增速或将有所抬升，但在今年流动性边际收紧的货币政策以及财政刺激减弱的条件下，未来社融增速或将呈现回落态势。

（三）商业银行³

1. 银保监会披露商业银行四季度主要监管数据；非银支付机构管理办法出新规，互联网贷款监管升级

（1）2021 年 2 月 9 日，银保监会披露商业银行 2020 年监管数据，商业银行全年净利润同比下降 2.7%，增速较前三季度回升 5.6 个百分点

商业银行 2020 年实现净利润 1.94 万亿元，同比下降 2.7%，增速较前三季度回升 5.6 个百分点。整体来看，2020 年行业净利润负增长主要是银行主动加大不良确认和核销导致，伴随我国疫情得到控制、社会经济生产逐步回归常态化，银行业整体净利润增速有望回升。

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

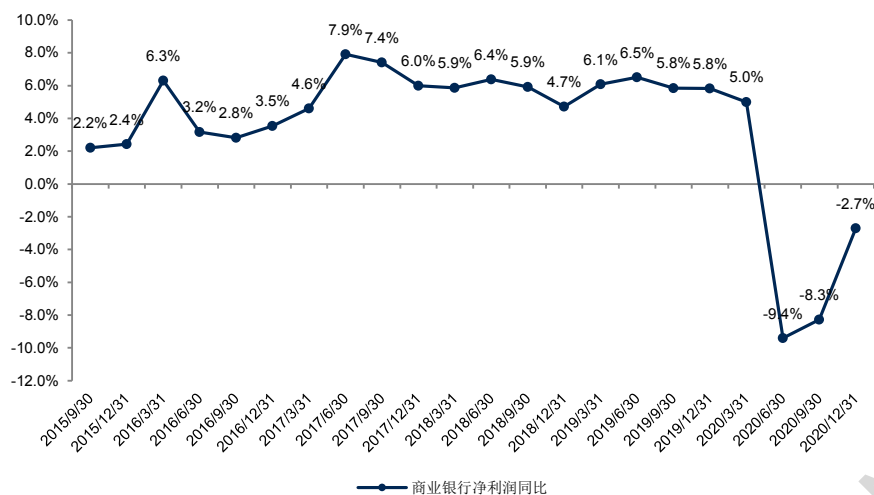


图 2：商业银行净利润同比增速

数据来源：银保监会，IMI

分类型银行来看，大行 2020 年净利润同比增长 3.0%，增速由负转正；股份行 2020 年净利润同比下降 3.0%，较前三季度回升 4.4 个百分点；城商行净利润同比下降 14.5%，降幅扩大。

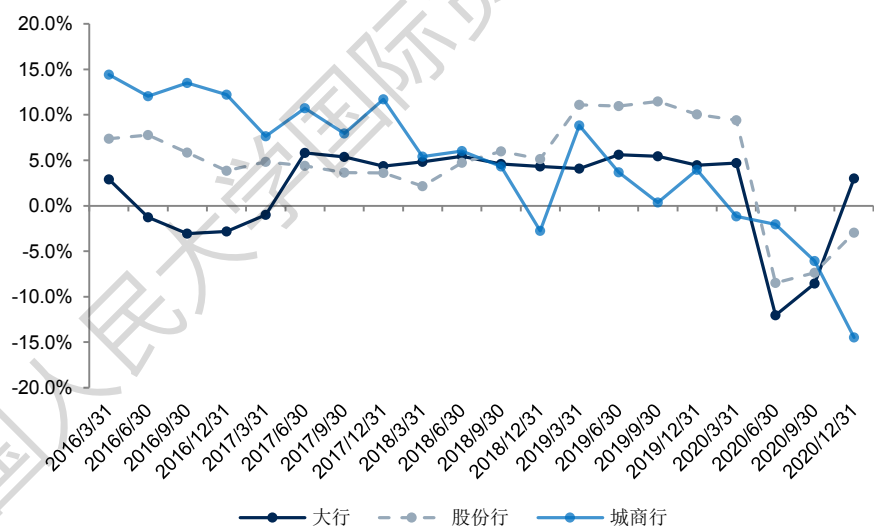


图 3：各类型银行累计净利润同比增速

数据来源：银保监会，IMI

净息差保持稳定。全行业四季度净息差 2.10%，环比三季度小幅回升 1bp，基本稳定，今年四个季度都在 2.09%-2.10%之间波动。分

类型来看，各类型银行净息差也基本稳定。

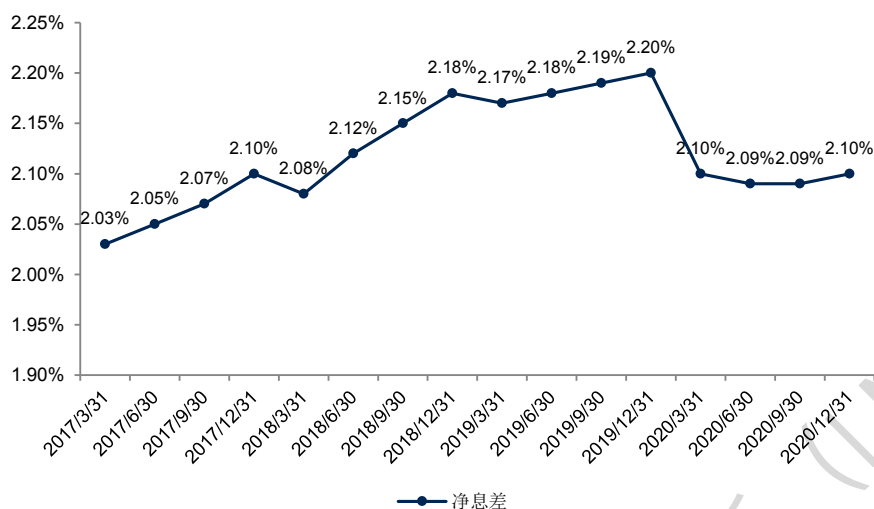


图 4：商业银行净息差

数据来源：银保监会，IMI

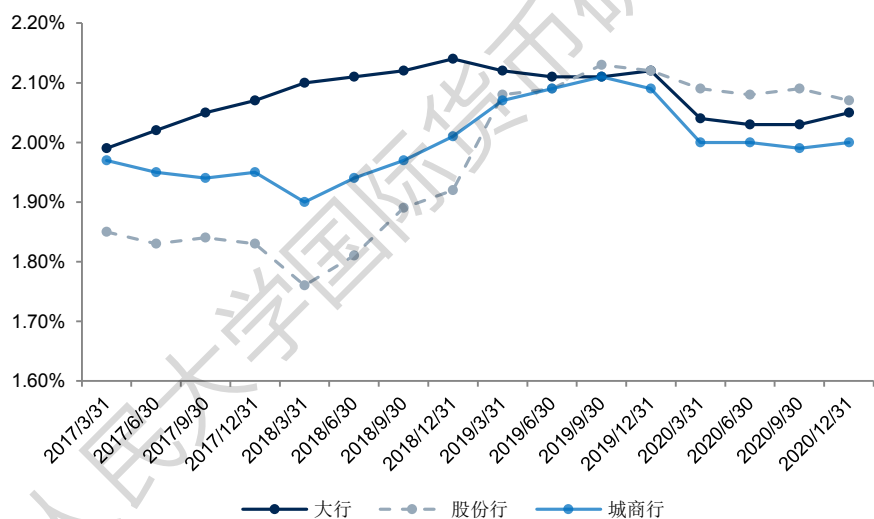


图 5：各类型银行净息差

数据来源：银保监会，IMI

继续加大不良处置力度。2020 年末全行业不良率 1.84%，环比三季度末下降 12bps；年末关注类贷款占比 2.57%，环比三季度末下降 9bps；年末拨备覆盖率 184%，环比三季度末上升 4 个百分点。考虑到商业银

行年末拨贷比相较三季末有所下降，因此不良率降低以及拨备覆盖率回升可能是在四季度加大不良处置力度导致。

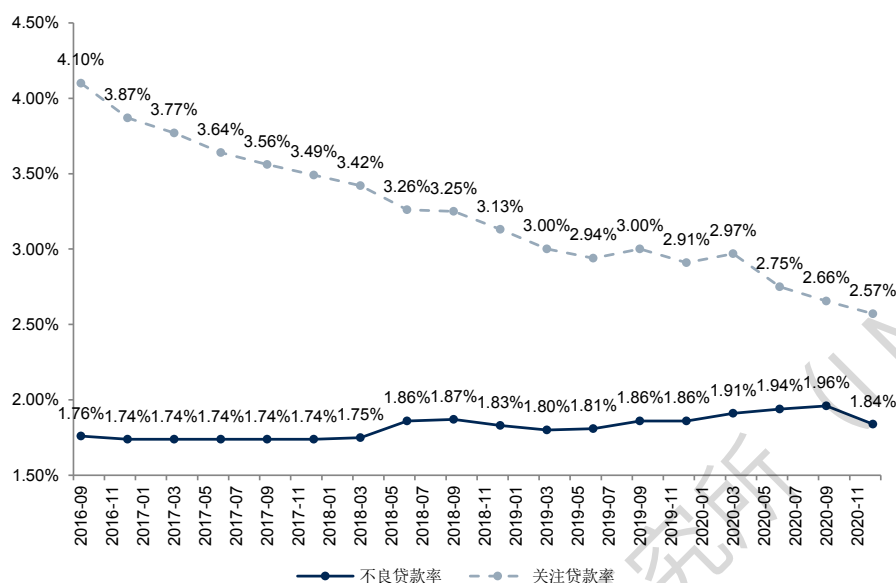


图 6：商业银行不良率及关注贷款率

数据来源：银保监会，IMI

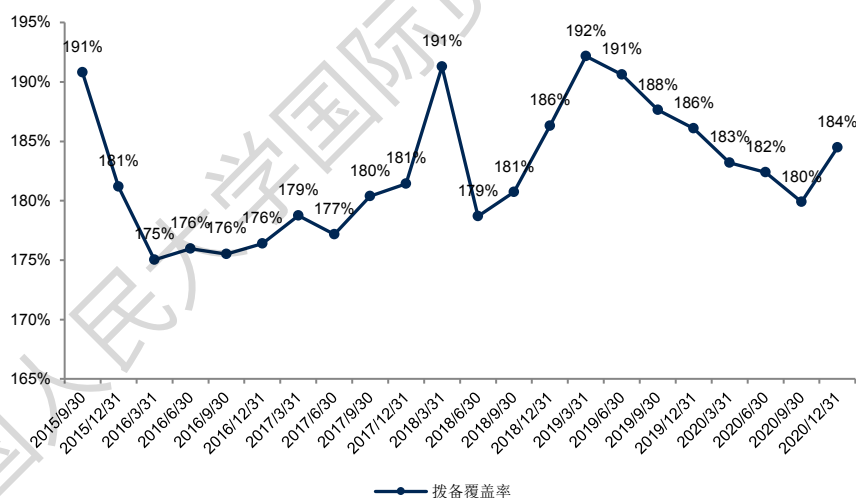


图 7：商业银行拨备覆盖率

数据来源：银保监会，IMI

注：2018 年一季末和 2019 年一季末拨备覆盖率大幅提升系 IFRS9 导致。

分类型银行来看，城商行不良贷款率下降多、拨备覆盖率大幅回升，可能是一些未上市城商行进行了较多的存量风险处置。

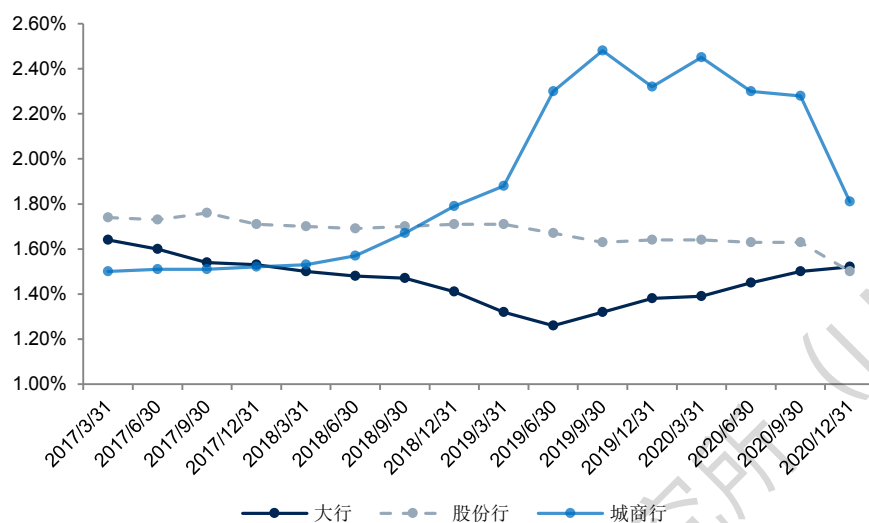


图 8：各类型银行不良贷款率

数据来源：银保监会，IMI

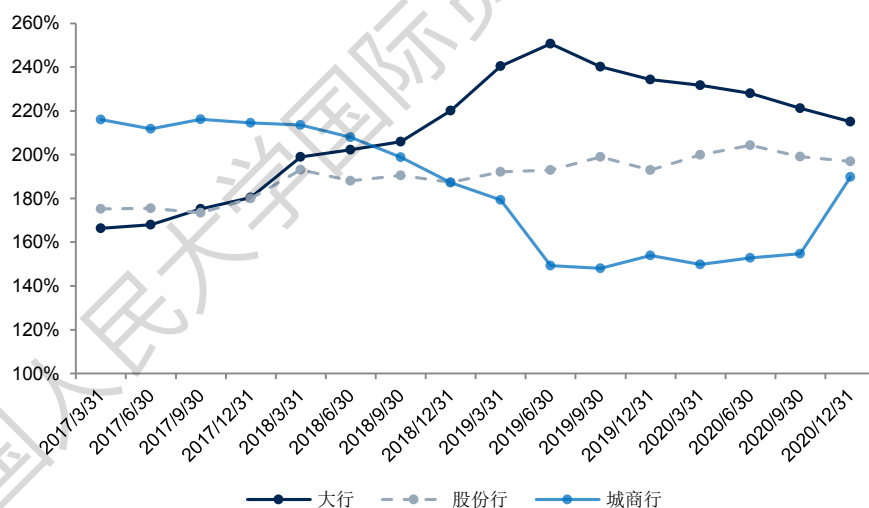


图 9：各类型银行拨备覆盖率

数据来源：银保监会，IMI

(2) 2021 年 1 月 20 日，中国人民银行就《非银行支付机构条例（征求意见稿）》（以下简称“条例”）公开征求意见

为进一步规范支付服务市场，防范支付风险，保障当事人合法权益，人民银行会同有关部门研究起草了《非银行支付机构条例（征求意见稿）》（以下简称《条例》）。从监管思路来看，监管层一是坚持功能监管的理念。强调同样的业务遵守相同的规则，避免监管套利和监管空白。二是坚持机构监管与业务监管相结合。按照“先证后照”原则，对支付机构实施机构监管，同时对支付机构业务经营、关联交易等实施全方位监管。三是坚持穿透式监管。加强对股东、实际控制人和最终受益人准入和变更的监管。

具体来看，《条例》共六章，七十五条。包括：第一章总则，第二章设立、变更与终止，第三章支付业务规则，第四章监督与管理，第五章法律责任，第六章附则。其中，《条例》在总则中指出，要遵循公平竞争、实质重于形式、普惠金融的核心监管原则，按照业务实质确定支付业务新的分类方式。即按照资金和信息两个维度，根据是否开立账户（提供预付价值）、是否具备存款类机构特征，将支付业务重新划分为储值账户运营业务和支付交易处理业务两类，以适应技术和业务创新需要，有效防止监管套利和监管空白。

整体来看，监管层采取回归本源、服务实体经济、防范风险、规范发展的原则，将确保监管的专业性、统一性和针对性，引导支付机构更加注重产品创新和用户服务，更好地满足人民群众和实体经济多样化的支付需求，并防范业务风险。

(3) 2021 年 2 月 20 日，中国银保监会发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》

为推动有效实施《商业银行互联网贷款管理暂行办法》（以下简称《办法》），进一步规范互联网贷款业务行为，促进业务健康发展，切实防范金融风险，银保监会办公厅于 2 月 20 日印发了《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》（以下简称《通知》）。

《通知》主要从以下方面细化审慎监管要求：一是落实风险控制，要求商业银行强化风险控制主体责任，独立开展互联网贷款风险管理，自主完成对贷款风险评估和风险控制具有重要影响的风控环节，严禁将关键环节外包。二是明确三项定量指标，包括出资比例，即商业银行与合作机构共同出资发放贷款，单笔贷款中合作方的出资比例不得低于 30%；集中度指标，即商业银行与单一合作方发放的本行贷款余额不得超过一级资本净额的 25%；限额指标，即商业银行与全部合作机构共同出资发放的互联网贷款余额，不得超过全部贷款余额的 50%。三是严控跨区域经营，明确地方法人银行不得跨注册地辖区开展互联网贷款业务。

整体来看，《通知》较为严格，但对不同的机构影响不一。对全国性银行和未受经营区域限制的互联网银行、消费金融公司而言，应抓住机遇，在发展自营业务的同时向中小银行输出风控工具和技术；对地方法人银行而言，应面对现实，立足本地，深耕客户，通过精细化管理和精准服务，提升互联网贷款经营水平；对互联网平台而言，应抓紧按照要求整改，调整业务模式，在新规则下寻找新机会。

2. 2021 年 1 月货币金融数据分析

2021 年 1 月末，基础货币余额为 31.68 万亿元，全月减少 13606 亿元。其中，现金（货币发行）增加 6011 亿元，银行的存款准备金减少 19899 亿元，非金融机构存款增加 282 亿元。全月央行的各项广义再贷款共收回基础货币 1283 亿元。此外，财政缴税等财政因素回笼基础货币 14848 亿元。

1 月末的 M2 余额为 221.3 万亿元，同比增速为 9.4%，较上月降低 0.7 个百分点。按不含货基的老口径计，1 月份 M2 增加 2.78 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生 M2 约 3.85 万亿元；财政缴税等财政因素回笼 M2 约 1.48 万亿元；企业发行债券投放 M2 约 122 亿元；银行的 SPV 投资（投放非银、非标等）投放 M2 约 3964 亿元；外汇占款投放 M2 约 92 亿元。

表 1：1 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	5,285	外占	92
单位活期	-5,328	债券	122
单位定期	15,052	贷款	38,452
个人	14,892	财政	-14,848
非银	-2,119	其他（非银、非标等）	3,964
合计	27,782	合计	27,782

（四）资本市场⁴

1. 股市：信仰的罪与罚

（1）基本面更新

国内方面，经济复苏略有放缓。2月我国制造业 PMI 为 50.60，比上月回落 0.7 个百分点，略低于市场预期，但比 2017-2019 年同期略高出 0.2 个百分点。分项来看，新出口订单和在手订单分别较历史水平高出 0.5 和 1.3 个百分点，未来生产经营预期指数回升至 59.20，意味着后续生产持续性较好，原材料库存和产成品库存均处于荣枯线下方且较 1 月明显下降，表明生产端扩张速度放缓主要是受到春节假期影响，总体制造业景气度仍处于扩张区间。2 月非制造业 PMI 指数 51.4，走弱的趋势较 1 月更加明显。从交运和消费数据来看，就地过年政策对非制造业的整体影响较大。通胀方面，1 月份 CPI 环比涨幅扩大，主要系春节临近、局部地区疫情反弹和低温天气等因素影响。而春节错月的高基数效应是 CPI 同比由涨转跌的主因，1 月份 CPI 同比增-0.3%，涨幅较上月回落 0.5pct。PPI 方面，国际大宗商品价格持续上涨，叠加国内经济继续恢复，支撑 PPI 上行。2 月 PPI 环比上涨 1.0%，同比上涨 0.3%，较上月提高 0.7 个百分点。货币与信用方面，1 月社融同比多增 1207 亿元，超出市场预期。从信贷结构看，1 月新增中长期贷款同比增速 24%，较 1 月提高 12%，有力支撑实体经济。但 M2 同比增速超预期回落至 9.4%，与信贷表现向好、人民币

⁴ 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲

居民存贷款变动趋势相背离，考虑到春节前后基金市场受关注程度大幅提升，居民存款可能边际上从银行流向了资本市场。此外，随着经济预期向好和疫情缓解，货币政策逐渐回归常态化也是 M2 增幅放缓的原因之一。

国外方面，1 月美国 CPI 同比增长 1.4%，略低于市场预期的 1.5%；环比增长 0.3%。市场普遍预期，拜登的新一轮财政刺激措施和美联储的持续超低利率政策将强势拉动美国经济复苏，同时推高美国通胀。美联储关注的核心 PCE 价格指数 1 月环比增长 0.3%，同比增长 1.45%，均高于预期，主要受到去年 12 月美国政府通过 9000 亿美元的纾困计划的影响。但尽管个人消费支出提升，美国民众把更多的钱用于储蓄，1 月美国个人储蓄率为 20.50%，较上一期提升 7.1%，较去年同期提高 12.2%。预期该部分储蓄将在经济复苏阶段支撑消费支出增长。2 月美国 Markit 综合 PMI 初值为 58.8，高于前值的 58.7，创 2015 年 3 月以来最高。其中，制造业 PMI 初值 58.5，弱于预期 58.8 和 1 月前值 59.2；服务业 PMI 初值 58.9，高于预期 58 和 1 月前值 58.3，连续七个月扩张并创六年高位。总体而言，服务业表现略好于制造业，将进一步助推美国经济扩张恢复。美国 1 月耐用品订单环比增速由 1.2% 升至 3.4%，高于预期 1.1%，为六个月来最大增幅，延续制造业从去年春季停工后稳步反弹的势头。1 月新屋销售年化总数从 88.5 万户升至 92.3 万户，高于预期 85.6 万户；新屋销售总数环比增速达到 4.3%，高于预期 1.6%，地产周期回暖仍具持续性。在 1 月美国经济修复预期改善的背景下，为抑制美债利率上行，美联储增持美债规模

达当月国债净融资额的 1.1 倍。而疫苗接种和财政刺激促使市场提高对美国 GDP 和通货膨胀的预测，直接导致 2 月美国债券收益率持续的走高。尽管美联储主席鲍威尔以及各官员纷纷表态，宽松的货币政策将持续存在，甚至鲍威尔表示未来三年通货膨胀都很难达到目标，但偿债利率走势仍因以美联储后期公开市场操作力度为判断依据。

（2）市场回顾和展望

从我们二月初指出市场只是面临一次压力测试之后，上证综指继续上扬 6.12%，随着节后第一个完整交易周的开始，美国财政刺激政策的落地，大宗商品大幅上涨，市场对于经济复苏已经完全没有异议。在对周期品业绩的强预期下，拥抱核心资产的资金开始松动，当然真正的溃退始于“第三大酒厂”基金的申购停止，使得万众瞩目的核心资产开始成为无水之源。

往后看，自上而下宏观变量短期已经没有胜负手，货币政策不急转弯和全球经济复苏带来的货币政策正常化已经是市场共识，除非大宗商品上涨的斜率急剧陡峭化可能会带来的货币政策加速收缩。在政策和经济逐步形成对权益资产最不好组合的背景下，市场对于未来方向的演绎无非有三条路径：1）随着核心资产逐步企稳，当下开启弱反弹至 3700~3800；2）继续震荡下行至 3200~3300；3）随着资金缓慢消耗，市场维持震荡在 3500~3600。目前决定市场路径的主要矛盾来源于两点：1）美股的节奏。从去年 10 月份疫苗给市场带来预期以来，罗素 2000 指数持续跑赢标普 500 达 22%，但随着美国十年期国债收益率的上升站上 1.5%，以及二、三季度的经济复苏带来的货币

政策正常化，无论是方向还是风格短期均存在转向的可能；2）资金信心的伤害。短期核心资产的溃退是否会导致投资者无心恋战，赎回撤出，还是转战估值洼地的板块，这会是需要市场逐步给出答案的问题。从板块上看，对于相对收益投资者，我们建议按照三条主线配置：1）金融地产。无论市场如何选择方向，在低估值风格逐步占优的情况下，金融地产均是占优策略；2）科技主线。我们建议可以关注军工、电子、通讯以及计算机，特别是一季报中业绩有可能亮眼的中盘标的；3）顺周期品种。目前来看市场反应和经济复苏的程度仍有一定空间，但是需要投资者紧跟政策（碳中和行动计划）。

2. 债市：详解流动性的四个层次

（1）核心观点

我们此前判断资金和供求两大错位、疫情助攻先后弱化，债市情绪向钟摆的另一侧演绎。流动性是金融资产价格最重要的影响因素之一，但不同语境下含义不同。我们将流动性分为四个层次：全球流动性、狭义流动性、广义流动性、市场流动性。股票投资者对 OMO 的关注反映博弈心态加重，债券投资者继续从量、价、波动和结构四个维度理解资金面。综合来看目前债市仍处于逆风状态，需要有足够的安全边际。美国新一轮财政刺激能否获批及规模值得重点关注，上周五大宗上涨、美债利率上行，提防对国内债市的间接冲击。整体看，目前债市胜率仍不高，赔率有所改善，继续建议多看少动。

（2）流动性的四个层次

上周央行在公开市场持续回笼资金，引发了股市和债市流动性收紧的担忧。流动性是金融资产价格最重要的影响因素之一，不同语境下含义不同。从市场的角度看，我们把流动性分为四个层次。第一层次：全球流动性，核心关注点是美联储的货币政策。第二层次：狭义流动性，即银行间市场资金面，一般通过“量+价+稳定性+结构”进行观察。第三层次：广义流动性或实体经济流动性，由于银行体系信贷额度等在很大程度上决定了实体经济流动性，我们一般将广义流动性和实体流动性相混同使用。第四层次：市场流动性，主要指股市、债市的需求力量。

（3）各层流动性的关系及常见误解

静态的看，广义流动性和狭义流动性往往是此消彼长的关系。动态看，狭义流动性是广义流动性的领先指标。其次，货币政策可以决定信用扩张的潜力，但不能决定信用扩张的效果。最后，债市流动性与狭义流动性相关度高，股市流动性与实体流动性息息相关。实践中关于流动性有诸多常见误解，我们针对几个代表性问题进行讨论：第一，市场流动性与公开市场操作相隔甚远。第二，流动性是个“胆小鬼”，机构行为的同质化往往容易酝酿风险。第三，影响市场表现的因素众多，流动性并不能解释一切。

（4）目前四个层次的流动性状况

美联储距离真正的 QE taper 甚至加息还有较长的距离。后续如果推出新一轮的财政刺激计划，仍需要货币政策的积极配合，短期无忧。

中国货币政策早在去年 5 月份就开始退出，银行间资金面早已经整体

回归中性。宏观流动性最宽松阶段过去，但目前还只是高绝对水平下的增速放缓。市场流动性方面，债市对狭义流动性紧平衡有了较充分预期，供求状况需要提防“面多了不加水”的风险。股市方面，流动性最宽松阶段已经过去，短期仍有资金流入的惯性，估值驱动让位于业绩驱动。

（5）市场启示

1) 公开市场操作量对股、债投资者都不具备特别大的关注价值，股票投资者对于公开市场操作量的关注可能反映了其对“抱团”松动的担忧。2) 债市投资者仍建议从量、价、波动和结构四个维度看待资金面。目前杠杆操作性价比略有恢复，但还不是操作重点。3) 债市对资金面回归中性或紧平衡已经有了充分预期，在同业存单定价中也已经有所反应，后续提防利率债供给引发“面多了不加水”的冲击。股市面临的宏观流动性状况弱化，但海外资金流入、居民存款再配置短期仍有惯性，流动性状况还没有根本转差，估值驱动难度大增，业绩驱动能否接棒是核心。

二、宏观经济专题⁵： 中国宏观金融网络与风险：基于国家资产负债表数据 的分析

（一）摘要

宏观经济部门之间通过资产负债关系相互连接，形成宏观金融网络，金融风险在部门内部和部门之间通过资产负债关联进行传染，使得最终损失被放大。本文运用投入产出分析中的网络矩阵方法构建了违约风险和流动性风险的传导模型，并提出了基于部门比较的系统重要性指数以及基于全局的宏观金融风险指数等量化标准。通过最新的国家资产负债表数据分析发现，2009 年以来系统性风险出现上升趋势，其中金融部门的系统重要性最高，而居民和政府部门相对独立。政策模拟表明，清理僵尸企业会产生 3.8 倍的乘数效应，但同时也会优化宏观金融网络结构，降低系统性风险。鉴于系统性风险自 2008 年起快速上升，我们建议：要坚持结构性去杠杆方向；去杠杆的重点在于调整宏观金融网络结构；在去杠杆过程中谨防处置风险的风险。

（二）引言

自 20 世纪 60 年代全球金融放松管制和金融自由化以来，现代宏观金融体系经历了深远的结构性变化。当前宏观金融体系的基本特征体现在两个方面。一是金融资产普遍超过实物资产，成为社会财富的

⁵撰写人：中国社会科学院经济研究所国家金融与发展实验室刘磊，中国社会科学院金融研究所张晓晶。本文选自原载于《世界经济》2020 年第 12 期的《中国宏观金融网络与风险：基于国家资产负债表数据的分析》。原文链接：<https://manu30.magtech.com.cn/sjjj/CN/abstract/abstract603.shtml>

主要表现形式。中国全社会金融资产与非金融资产的比率从 2000 年的 1.4 上升到 2016 年的 1.9，而英国、美国、日本等发达资本主义国家的这一比率均高于中国（李扬等，2018）。二是微观主体之间通过资产负债关系而相互连接，大量的金融资产和其对应的负债形成了一套金融资产负债表网络。各类金融工具的本质都是两个主体之间的债务索取权或剩余索取权契约。任何两个主体只要发生了这种金融契约，二者的资产负债表即已关联到一起。这样的关联加总在一起，便形成了宏观金融网络（Castrén and Racan, 2014）。

宏观金融网络的显著特征是部门间的相互关联，牵一发而动全身。每个国民经济部门都会在宏观金融网络中遭受损失，且最终损失往往会大于最开始的原始冲击。与之相对应，任何正面的冲击同样也会产生相应的放大效应，在繁荣时期促进宏观经济的进一步膨胀。

考虑到宏观金融网络的结构因素，传统单一维度的宏观杠杆率分析便显示出其不足之处。现有大量文献探讨了债务与宏观经济的关系。从金融周期的角度来看，宏观杠杆率具有周期性规律。Keynes（1936）认为货币和流动性的存在意味着一个部门的总支出无需受到总收入的限制，企业投资只受企业家对未来期望的影响。当企业家为了增加投资而向银行贷款时，货币和债务便被创造出来，投资也相应上升了。因此在金融周期的假说中，杠杆率上升仅是企业主对未来经济普遍乐观的结果，繁荣期后也必然会对应着衰退期，但这并不能说明过高的杠杆率是有害的。事实上，债务是资产的反面，在宏观经济部门间一定存在着——对应的资产负债关系，高负债的反面正是高金

融资产。中国宏观杠杆率上升与金融资产相对占比上升的趋势是一致的，单纯从宏观杠杆率上升这一个维度来考察宏观金融体系的稳定性是远远不够的。

宏观金融网络的分析方法可以帮助我们扩展分析视角，从部门间资产和负债关联的角度分析宏观金融结构的稳定性。金融网络模型是讨论金融体系面对外生冲击时作用机制的重要理论，最初的金融网络模型主要用于分析银行体系内部的关联。银行的主营业务即是经营资产负债表，吸收存款发放贷款，其网络特征最为明显。

全球金融危机后，越来越多的学者已经意识到宏观部门之间的网络连接是冲击传染的主要途径，建立宏观金融网络模型来探讨宏观金融稳定性是必要的。Castrén and Kayonius (2009) 根据国家资产负债表的分类，将欧元区分为居民、非金融企业、银行、保险、其他金融机构、广义政府和国外 7 个部门，并构建了这 7 个部门间的宏观金融网络模型。宫晓琳和卞江 (2010) 采用类似的方法将中国宏观整体分为 5 个部门：居民、非金融企业、金融、政府和国外部门，并采用中国人民银行（下文简称央行）公布的资金流量表数据来分析部门间的传染效应。这种方法对于研究宏观金融稳定性具有很大的启示意义，也克服了传统方法只关注金融部门自身所带来的局限性。这一方法提出后，被国内学者广泛应用。宫晓琳 (2012)、苟文君等 (2016)、刘磊等 (2019) 都是将宏观金融网络与或有索取权分析法 (CCA) 的方法相结合，讨论了波动率通过对各部门资产市场价值的影响而最终作用于全部国民经济部门和宏观金融风险。与这一思路相似，殷剑峰

(2018)构造了存款和信用所构成的宏观金融网络，讨论信用创造机制和金融扩张乘数。Castrén and Racan (2014)认为宏观金融网络模型的优势主要表现在两个方面。首先，从整体上描绘了国民经济体系之间的金融关系和部门间的风险暴露，对宏观金融系统性风险的研究至关重要。第二，这个网络刻画了各类冲击传染的可能路径和幅度，为宏观政策模拟提供了有力的分析工具。

本文的主要目的在于将宏观金融网络模型结合到中国的经验数据中来，重点分析中国宏观金融体系近 20 年来的变化趋势，并具体讨论重要部门在系统稳定性中所起到的作用。具体来说，一是在网络模型中推导出宏观体系面对外生冲击时的放大乘数模型，并结合中国的数据描绘放大乘数的变动趋势；二是给出每个部门面临冲击时的影响，并由此识别出系统重要部门；三是在这个网络体系中进行相应的政策模拟实验，讨论清理僵尸企业和去杠杆等宏观政策在宏观金融网络中的最终效果。

本文的创新贡献主要体现在两点。首先，本文构造一个反映部门间传染的系统性金融风险指数。现有宏观金融网络文献对于放大机制的假设过于简单，一般仅限定于股权层面上的传染渠道 (Castrén and Kavonius, 2009; Castrén and Racan, 2014; Stolbova et al., 2018; 官晓琳和卞江, 2010; 苟文均等, 2016)。本文借鉴 Leontief (1941) 所开创的投入产出分析法放宽这一假设，形成一个一般意义上既有股权层面也有债权层面上的传染渠道模型。本文采用投入产出模型改造现有的宏观金融网络研究方法，区分各部门在不同资产负债率条件

下，冲击被内部消化和向外传染的比例。我们的分析更贴近于金融传染的经验事实，可以说这种方法既老且新。新是因为投入产出模型尚未被应用于宏观金融网络的分析中，老是因为投入产出模型在产业、能源、环境经济学等领域具有大量应用，Hirschman（1958）最早应用这一模型来识别发展中国家中的核心工业部门，这对我们的分析具有关键的借鉴意义。在投入产出分析法中，既可以从产出反推投入而构建需求侧模型，也可以由投入决定产出而构建供给侧模型，使得在一个体系内同时研究违约风险与流动性风险成为可能（Aldasoro and Angeloni, 2015）。本文仅讨论由资产负债表构成的宏观金融网络中风险的传染及放大效应，并非描绘风险传染的全景。我们认为这一传染路径至关重要，是触发金融危机的主要动力，因此本文的分析方法具有重要意义。

其次，本文首先尝试用中国国家资产负债表数据来构建模型，并模拟分析各类冲击对经济所产生的影响。由于国家统计局尚未完成中国国家资产负债表编制工作，研究者无法准确获得各宏观部门资产负债的数据，国内的这类研究文献只能以其他方式来近似替代解决。如官晓琳和卞江（2010）、苟文均等（2016）以及李俊峰等（2016）均是采用资金流量表数据的累积来替代存量的资产负债表，官晓琳（2012）在用央行信贷收支表等数据首先自行构建了各部门的资产负债表的基础上，再建立宏观金融网络模型进行分析。而根据我们对国家资产负债表的分析，这些近似替代的方法都有着不可忽视的缺陷，其与真实数据间往往差距极大，所得结论有待商榷。李扬等（2018）

发布了基于国民账户体系（System of National Accounts，简称 SNA）编制规则完成的 2000-2016 年一套完整的国家资产负债表。这套数据的公布既填补了中国 SNA 体系下国家资产负债表领域的空白，也为相关的学术研究提供了有力的数据支持。本文率先采用这套数据进行分析 and 政策模拟。

（本文节选自原载于《世界经济》2020 年第 12 期的《中国宏观金融网络与风险：基于国家资产负债表数据的分析》）

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20-May	20-Jun	20-Jul	20-Aug	20-Sep	20-Oct	20-Nov	20-Dec	21-Jan
CPI	同比	2.4	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3
PPI	同比	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3
制造业 PMI	指数	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3
工业增加值	累计增长	-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	-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	-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	-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	-4.8	5.1	6.5	6.0	10.0	4.6	7.8	5.9	
M2	同比	11.1	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4
社会融资规模	存量(百亿元)	26838	27178	27333	27673	28005	28125	28325	28475	28974
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	14821	18110	9926	12783	18752	6898	14337	12552	35783

⁶撰写人：IMI 助理研究员吴桐雪。表中为空部分为暂未公布数据。

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.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
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



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