

No. 2111

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十七期)

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：疫情防控美强于欧决定美元指数持续偏强.....	5 -
(二) 国内宏观.....	6 -
1. 经济：低基数推动下一季度 GDP 高增.....	6 -
2. 通胀：CPI 同比转正，PPI 超预期上行.....	10 -
3. 金融：社融增速下滑，中长期贷款继续高增.....	11 -
(三) 商业银行.....	13 -
1. 附加资本要求向社会公开征求意见；三部门发文进一步防止经营用途贷款违规流入房地产领域.....	13 -
2. 2021 年 3 月货币金融数据分析.....	15 -
(四) 资本市场.....	17 -
1. 股市.....	17 -
2. 债市：信用收缩的成因比表象重要.....	20 -
二、宏观经济专题：	23 -
(一) 摘要.....	23 -
(二) 引言.....	23 -
三、主要经济数据	28 -

图表目录

图 1：一季度 GDP 同比弱于季节性.....	7 -
图 2：高基数下 M2 增速大幅回落	13 -

表格目录

表 1：3 月 M2 增量的结构.....	16 -
表 2：经济数据一览.....	28 -

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

美欧日经济修复加快。从3月经济数据来看，西方主要国家的工业和经济修复速度都在加快。美国就业、CPI和经济景气指数均超预期增长，工业生产和零售业产销旺盛。3月ISM制造业PMI64.7，创1983年12月以来新高。3月季调后非农就业人新增91.6万人，为去年8月以来最大增幅。欧洲3月份PMI超预期大幅上行，制造业PMI初值为62.4，预期57.7，前值57.9；服务业PMI初值为48.8，预期46，前值45.7。德国制造业PMI创历史新高。日本经济复苏，制造业PMI52.7创2018年6月以来新高，CPI上升，失业率下降。

但疫情反复为未来全球经济修复蒙上了一层阴影。新冠变异病毒的传播对全球疫情防控和经济修复的扰动仍然较大，尤其是在欧洲、南非、东南亚和南美洲等地区，很多国家还是在面临着疫情防控和经济恢复的两难困境。法国在4月3日开始再度封锁一个月，德国在4月中上旬也迫于疫情防控压力处于封锁状态。此外，印度、巴西等国家的疫情防控形势不容乐观，尤其是印度，4月22日当周数据显示，印度单日新增确诊病例已经超30万。人们或许应该提高对全球疫情再次爆发风险的警惕。

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

(1) 3 月美国工业生产、就业、零售全面超预期，受疫情反弹影响出行餐饮稍有回落

3 月美国工业生产、就业、零售全面超预期，受疫情反弹影响出行餐饮稍有回落。高频消费数据方面，美国日均新增病例突破 7 万例，出行指数有所回落，电影票房收入也出现回落。但零售销售仍偏强，4 月 10 日当周美国红皮书商业零售同比+13%。工业生产方面：近期美国用电量季节性回落但基本持平于正常年份水平，铁路运输量也处于历史正常水平，4 月 10 日粗钢产量已经恢复至疫情之前的 84%，近两周 WEI 指数持续高企。

月度数据方面，3 月美国经济数据全面超预期。3 月 ISM 制造业 PMI 录得 64.7，创 1983 年 12 月以来新高。其中，新订单指数录得 68，创 2004 年 1 月以来新高。3 月 ISM 非制造业 PMI 为 63.7，创 1997 年有数据统计以来新高，预期为 58.5，前值为 55.3。美国 3 月密歇根大学消费者信心指数终值录得 84.9，创去年 3 月以来新高，预期 83.6，前值 83。物价方面，美国 3 月季调后 CPI 环比升 0.6%，创 2012 年 8 月以来新高，预期升 0.5%，前值升 0.4%；美国 3 月 PPI 环比升 1%，预期升 0.5%，前值升 0.5%；同比升 4.2%，创 2011 年以来新高，预期升 3.8%，前值升 2.8%。就业方面，4 月 10 日当周初请失业金人数为 57.6 万人，低于预期值 70 万人。3 月季调后非农就业人新增 91.6 万人，为去年 8 月以来最大增幅，且远超市场预期的 64.7 万人。3 月失业率降至 6%，创去年 3 月以来新低。

财政政策方面，拜登 3 月 31 日公布规模 2.3 万亿美元、为期八

年的基建投资计划，聚焦于基建、电动汽车、清洁能源投资。在推动该计划通过国会立法程序上，有共和党人表示，规模 6000 亿至 8000 亿美元的计划可能获得两党支持。耶伦希望全球主要经济体就企业最低税率达成协议，以配合美国的新公司税法，达到十年间将把约 2 万亿美元公司利润带回美国，增加约 7000 亿美元联邦收入的目的。货币政策方面，自议息会议以来，鲍威尔反复释放信号，强调加息会在缩减购债计划之后才启动，启动加息的标准是就业和通胀达到目标。而目前的通胀水平低于 2% 的政策目标。芝加哥联储行长 Evans 甚至称乐于见到通胀率在一段时间内达到 3%。另有联储官员表示，75% 的新冠疫苗接种率将是美联储讨论缩减债券购买计划的前提条件之一。

(2) 欧元区复苏高景气，英德产出好于预期，法国再度封锁

英德产出好于预期，法国再度封锁。法国 4 月 3 日开始再度封锁一个月，预计将使年度增长从 6% 下降至 5%，德国延长“封城”至 4 月 18 日。高频数据显示，英国餐饮强劲复苏，德法出行指数下降。月度数据显示，3 月欧元区增长超预期。3 月制造业 PMI 初值为 62.4，预期 57.7，前值 57.9；服务业 PMI 初值为 48.8，预期 46，前值 45.7；综合 PMI 初值为 52.5，预期 49.1，前值 48.8。欧元区 3 月工业景气指数为 2，预期为 0，前值由 -3.3 修正为 -3.1；经济景气指数为 101，预期为 96，前值为 93.4。3 月 CPI 初值同比升 1.3%，较前值 0.9% 大幅提升。分国别来看，英国 2 月 GDP 和工业产出好于预期，英国 3 月制造业 PMI 录得 58.9，预期为 57.9，前值为 57.9。2 月 GDP 同比

降 7.8%，预期降 8.3%，前值自降 9.3%修正至降 8.5%；环比升 0.4%，预期升 0.6%，前值自降 2.9%修正至降 2.2%。2 月工业产出同比降 3.5%，预期降 4.4%，前值降 4.9%；环比升 1%，预期升 0.5%，前值自降 1.5%修正至降 1.8%。英国 2 月 CPI 同比升 0.4%，预期升 0.8%，前值升 0.7%；核心 CPI 同比升 0.9%，预期升 1.4%，前值升 1.4%。德国制造业 PMI 创历史新高，3 月初值为 66.6，预期 60.8，前值 60.7；服务业 PMI 初值 50.8，预期 46.2，前值 45.7；综合 PMI 初值 56.8，预期 51.6，前值 51.1。

财政政策方面，欧盟将为复苏计划融资 8000 亿欧元。欧盟官员在声明中说将在 2026 年以前使用绿色债券、欧盟票据等形式每年筹集约 1500 亿欧元，并将在不迟于 2058 年还清。货币政策方面，欧央行 4 月利率会议决定，维持三大基准利率不变，以及 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）规模不变，符合市场预期。表示“二季度 PEPP 的购债速度将继续较年初明显加快”。

（3）日本经济边际改善

经济方面，日本 2 月零售销售环比增 3.1%，预期 0.8%，前值-0.5%。3 月 Markit 制造业 PMI 达到 52.7，创 2018 年 6 月以来新高，服务业 PMI 48.3，均高于预期。3 月失业率也下降到了 2.8%。日本 3 月商品出口同比升 16.1%，预期升 11.6%，前值降 4.5%；进口同比升 5.7%，预期升 4.7%，前值 11.8%。2 月 CPI 也有所上升。日本 3 月国内机床订单为 406 亿日元，同比增长 18.7%，时隔 2 年零 3 个月再次实现同比增长。货币政策方面，日本央行 4 月货币政策审议会议

决定，将基准利率维持在-10个基点，但是却下调了CPI预期涨幅，将2021财年日本去除生鲜食品外的核心消费价格指数（CPI）预期涨幅由此前的0.5%下调至0.1%。

2. 汇率展望：疫情防控美强于欧决定美元指数持续偏强

美元指数对美欧重症病例差值、美欧疫苗接种速度差相关性较高。美元指数对美欧重症病例差值、美欧疫苗接种速度差相关性较高。2020年下半年以来，美元指数与欧美重症病例差值之间的相关性一直较高，当美国重症病例数量增速高于欧洲时，美元指数走势也相对偏弱，这一相关关系目前依然存在。同时，2021年2月中旬以来，美元指数与美欧疫苗接种速度差的相关性也显著提高，美国疫苗接种速度快于欧洲时美元指数也相对偏强。美元指数与疫情之间的相关关系，背后反映的正是疫苗接种速度、疫情控制程度较好的经济体，经济复苏的预期越强、速度越快，对应货币走势也越强。

根据目前美欧疫苗接种速度进行线性外推来估算，美国、英国7月初可实现全民免疫，意大利、法国于2022年初可实现全民免疫，德国则将于2022年4月方可实现全民免疫，未来若欧元区国家疫苗供给与接种速度提升，则实现全民免疫的时点或将提前。因此从目前美欧疫苗接种及疫情发展来看，美国持续强于欧元区，因而美元指数也将持续偏强。未来可能的变化在于欧洲疫苗接种速度是否会加速带来欧洲疫情好转预期大幅提升。

（二）国内宏观²

4月16日国家统计局公布了今年我国一季度经济数据，受低基数影响，一季度GDP增速同比大幅上升至18.3%，但剔除去年疫情导致的低基数影响，以2019年作为基数计算的两年平均增长率为5.0%，增速较去年四季度的6.5%下降明显，主要是受今年“就地过年”影响，第三产业恢复仍较慢，拖累了经济增速。3月份规模以上工业增加值同比增长14.1%，两年平均增速6.2%，较前缀回落，但在外需的支撑下制造业依然表现亮眼。固定资产投资方面房地产投资在仍具韧性，而制造业投资则仍偏弱，基建投资有所改善。消费延续改善且仍有较大改善空间，3月社零名义同比增长34.2%，两年复合增速6.3%，增速进一步较快。出口在全球经济在复苏，海外需求上升下仍有一定支撑。整体来看一季度经济环比弱于季节性，国内消费仍有较大的改善空间，出口支撑下未来工业生产仍有望保持强势复苏。

1. 经济：低基数推动下一季度GDP高增

（1）一季度GDP同比弱于季节性

2021年一季度GDP增速18.3%，主要是去年疫情影响下的低基数影响，与2019年同期相比，两年平均复合增长率5.0%，较去年四季度的增速下滑明显主要受今年春节“就地过年”影响。由于去年同期基数的扰动影响，为更好的对经济数据进行分析，更多的应与2019

²撰写人：IMI研究员孙超

年同期经济数据进行比较，分产业来看，第三产业增速从去年四季度的 6.7% 大幅回落至 4.7%，是一季度 GDP 的主要拖累，主要仍是“就地过年”导致消费疲弱；第二产业增速从去年四季度的 6.8% 下行至 6.0%，第二产业恢复较好；第一产业复合增速 2.3%，较去年四季度回落 1.8 个百分点。整体来看，一季度经济增速弱于预期，第三产业对经济拖累明显，但第二产业恢复较好，整体来看经济运行较为平稳。

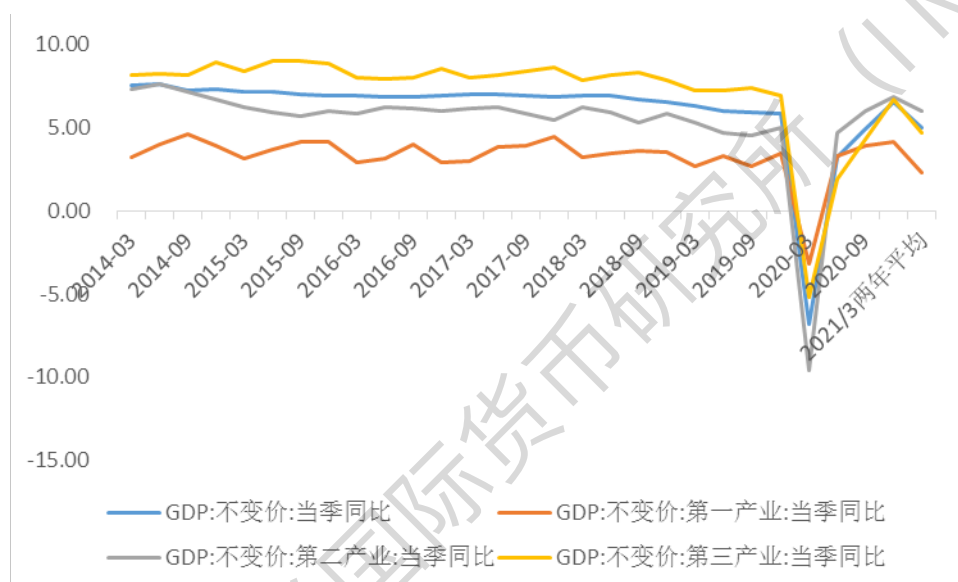


图 1：一季度 GDP 同比弱于季节性

数据来源：Wind, IMI

(2) 工业生产有所回落

3 月份规模以上工业增加值同比增长 14.1%，弱于预期，两年平均增速 6.2%，与“就地过年”导致企业在 1-2 月开工时间较长，从而在 3 月生产相对减弱有关。而一季度规模以上工业增加值两年平均增长 6.8%，较 1-2 月回落 1.3 个百分点。三大门类中制造业表现亮眼，3 月制造业增加值同比增速 15.2%，两年平均增速为 6.4%。制造业中

装备制造业、高技术制造业增加值增长快速，主要是由于我国出口依然强劲。二季度我国出口仍有一定支撑，加之服务业的修复，工业生产有望得到支撑。

(3) 固定资产投资小幅回升

一季度固定资产投资同比增速 25.6%，近两年平均增长 2.7%，较 1-2 月增速有所回升。分三大类别看，制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 29.8%、25.6%和 26.8%，近两年平均增速分别为-1.5%、7.7%和 3.0%，整体看，房地产投资在疫情影响下仍具韧性，而制造业投资则仍偏弱，基建投资有所改善。制造业投资属于顺周期行业，在疫情影响下近两年制造业投资平均增速-1.5%，表现偏弱，但较前值已有改善，随着制造业盈利的不断修复，近期企业中长期贷款持续改善，企业投资意愿提升，预计未来几个月制造业投资将继续回升。基建投资边际改善，3 月基建两年平均增速 5.8%，较 1~2 月大幅回升 6.5 个百分点，主要是今年开工较早以及 3 月新增专项债开始发行。3 月房地产投资依然保持其韧性，3 月平均增长 7.8%，较 1-2 月回升 0.2 个百分点。3 月地产销售面积两年平均增速为 9.9%，较前值有所下滑，但仍处于高景气度，而 3 月房屋新开工面积、竣工面积、土地购置面积均弱于 2019 年同期，长期看在房地产调控趋严环境下，房地产投资或将有所回落。

(4) 消费复苏有望延续

一季度社零同比增速为 34.0%，近两年平均增速 4.7%；3 月社会消费品零售名义同比增长 34.2%，两年复合增速 6.3%，继续恢复。3

月餐饮类消费两年平均增速 0.9%，较前值上升 2.9 个百分点；商品零售两年平均增长 6.9%，较前值上升 3.1 个百分点。4 月全国疫情防控形势持续向好，一季度居民可支配收入的两年复合增速为 7.1%，边际消费倾向为 61.4%，均低于 2019 年同期值，表明居民收入端仍有修复空间，消费和服务业的复苏有望延续。

(5) 出口依然强劲，进口在大宗价格推动下高增

按美元计价，3 月出口总额 2411 亿美元，同比增速为 30.6%，进口总额 2273 亿美元，同比增速为 38.1%，主要是基数作用影响。从出口地区来看，3 月对美欧出口同比分别增长 53.3% 和 45.9%，对东盟和日本出口同比增长 14.4% 和 7.6%。对美欧出口同比高增长一方面与基数效应有关，另一方面也与美欧等经济体保持高景气度有关，3 月美国 PMI 指数录得 64.7，欧元区录得 62.5，较 2 月份进一步改善。从出口产品来看，3 月医疗仪器及器械和纺织纱线及制品分别增长 39.0% 和 8.4%，防疫物资对出口的拉动逐渐减弱，而高新技术产品出口增速 34.9%，继续保持较高增速。进口来看，3 月进口增速同比超预期，一方面与 3 月份大宗商品价格上涨较快有关，其中大豆、铁矿石、铜材和原油分别同比上涨 129.1%、112.5%、77.89% 和 32.73%。另一方面也是国内经济持续修复，对进口形成支撑，3 月国内制造业 PMI 录得 51.9%，较上月提高 1.3 个百分点。整体来看，我国 3 月份外贸数据仍表现较好。未来随着发达国家疫苗接种的加快，美欧生产逐渐恢复，全球进入补库存周期，短时间内仍将对我国的出口形成支撑；进口方面，大宗商品价格仍处于高位，而国内经济复苏带动需求

逐步修复，加之基数效应影响，二季度进口高景气度有望持续。

2. 通胀：CPI 同比转正，PPI 超预期上行

(1) CPI 同比转正

3 月份 CPI 同比增速 0.4%，前值为-0.2%，CPI 同比由负转正。核心 CPI 见底回升至 0.3%。3 月 CPI 同比由负转正主要是受非食品项拉动，3 月非食品项同比由-0.2%上行至 0.7%，环比上涨 0.2%。受油价影响，3 月交通通信价格同比上涨 2.7%，环比上涨 1.3%，推动 CPI 上涨 0.3 个百分点；衣着和居住价格环比也上涨，而生活用品及服务、教育文化娱乐价格则出现回落。3 月食品 CPI 同比下跌 0.7%，主要仍是受猪肉价格同比下跌 18.4%的影响，而鲜菜、蛋类等价格环比亦出现了一定程度的下跌。春节后猪肉消费减少，随着生猪供给逐渐回升，在去年基数的影响下，未来猪肉价格将继续拖累 CPI，未来 CPI 不具备大幅上行基础。

(2) 大宗商品价格推动 PPI 超预期反弹

3 月 PPI 同比超预期增长至 4.4%，环比增长 1.6%，主因原材料价格的大幅上涨。分项上看，生产资料同比上涨 5.8%，前值 2.3%环比 2.0%，前值 1.1%；生活资料同比增速 0.1%，前值-0.2%环比 0.2%，前值 0%。环比看，石油和天然气开采业价格上涨 9.8%，带动下游的石油、煤炭及其他燃料加工业价格上涨 5.7%，化学原料和化学制品制造业价格上涨 5.3%，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 4.7%。整体来看在美国等发达国家的大规模财政刺激下，大宗商品和油价继

续上涨，PPI 上游向下游传导，二季度 PPI 同比增速预计还将进一步上升。当前国内市场担忧输入性通胀的压力是否会导致国内的货币政策收紧，而目前来看大宗商品价格不具备长期上涨基础，大宗商品价格在二季度可能将开始回落，同时我国货币政策已经领先于发达国家提前收紧，因此不必过于担心央行因输入性通胀的压力而收紧流动性。

3. 金融：社融增速下滑，中长期贷款继续高增

(1) 社融增速下滑

3 月份新增社融规模 3.34 万亿元，同比少增 1.84 万亿，弱于市场预期，社融存量同比增长 12.3%，较前值下滑 1.0 个百分点。三月社融主要受非标压降以及政府债券发行延后影响。从结构上看，3 月新增人民币贷款 2.78 万亿，成为社融主要支撑项，表明对企业的贷款支持仍有保障；3 月非标融资减少 4129 亿元，同比多减 6338 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少 2297 亿元，同比多减 5115 亿，成为社融的主要拖累，信托贷款减少 1791 亿元，委托贷款减少 41 亿元；3 月企业债券净融资 3535 亿元，同比少增 6396 亿元，股票融资 783 亿元；政府债券净融资 3130 亿元，同比少增 3214 亿元，主要是因为去年地方专项债提前发行导致的高基数，4 月份开始地方政府专项债发行将稳步进行，但总体看今年政府债券对社融的支持力度将有所减弱。整体来看 3 月社融增速回落，但主要是由于去年的社融因疫情影响放量有关，实际社融并不弱，在稳杠杆的政策基调下，社融增速或仍将回落。

(2) 实体经济活跃，企业结构继续改善

3 月份新增人民币贷款 2.73 万亿元，同比少增 1200 亿，信贷需求依然旺盛且结构持续改善。具体来看，2 月企业新增中长期贷款 1.3 万亿元，同比多增 3657 亿，新增短期贷款 3748 亿元，同比少增 5004 亿，新增票据融资减少 1525 亿元，企业中长期贷款仍保持较高增长，表明经济活动依然旺盛，政策对实体经济支持不减。居民贷款方面，3 月居民短期贷款增加 5242 亿元，同比多增 98 亿元；中长期贷款增加 6239 亿元，同比多增 1501 亿元，表明地产销售仍具韧性，同时消费逐步改善。整体看，在稳就业的政策目标下，央行对中小微企业的贷款支持仍将持续，一定程度上对企业信贷形成支撑。而在房地产限购、限贷等措施下，居民中长贷能否保持韧性有待观察。

(3) 高基数下 M2 增速大幅回落

3 月 M1 同比增速 7.1%，较前值回落 0.3 个百分点，回落幅度不大，表明实体经济依然活跃；M2 增速较前值下降 0.7 个百分点至 9.4%，主要是去年 3 月为应对疫情影响，货币政策大幅扩张，带动 M2 增速大幅上行。3 月人民币存款增加 3.63 万亿元，其中居民存款增加 1.94 万亿元，同比减少 4100 亿元，企业部门存款增加 1.73 万亿元，同比减少 1.46 万亿元，政存款减少 4854 亿元。未来受高基数效应以及货币政策边际收紧影响，M2 下行趋势未变，但幅度将放缓。

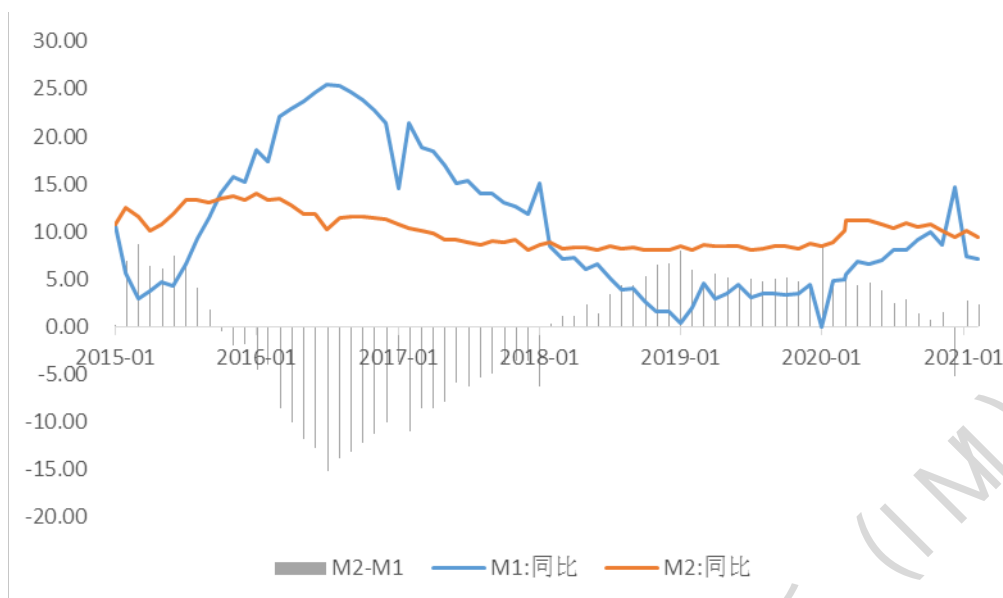


图 2：高基数下 M2 增速大幅回落

数据来源：Wind，IMI

（三）商业银行³

1. 附加资本要求向社会公开征求意见；三部门发文进一步防止经营用途贷款违规流入房地产领域

（1）央行会同银保监会起草《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》

4月2号，央行官网显示，为完善我国系统重要性金融机构监管框架，明确系统重要性银行附加监管要求，人民银行会同银保监会起草了《系统重要性银行附加监管规定（试行）（征求意见稿）》。（以下简称《附加监管规定》）。《附加监管规定》分为总则、附加监管要求、恢复与处置计划、审慎监管、附则等五章，共二十二条，主要

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

内容包括：明确立法目的和工作机制、明确附加监管要求、明确恢复与处置计划要求、明确审慎监管要求。其中，附加监管要求主要包括：

(1) 附加资本要求：系统重要性银行在满足最低资本要求、储备资本和逆周期资本要求基础上，还应满足一定的附加资本要求，由核心一级资本满足。系统重要性银行分为五组，第一组到第五组组内的银行分别适用 0.25%、0.5%、0.75%、1%和 1.5%的附加资本要求。若银行同时被认定为我国系统重要性银行和全球系统重要性银行，附加资本要求不叠加，采用二者孰高原则确定。(2) 附加杠杆率要求：系统重要性银行在满足杠杆率要求的基础上，应额外满足附加杠杆率要求。附加杠杆率要求为其附加资本要求的 50%，由一级资本满足。同时，监管对新进入或组别提升的银行给予过渡期。监管规定银行在进入系统重要性银行名单或者系统重要性得分变化导致组别上升后，经过一个完整自然年度后的 1 月 1 日满足。若银行退出系统重要性银行名单或系统重要性得分变化导致组别下降，立即适用新的要求。短期视角来看，《附加监管规定》对行业整体影响有限，但部分股份行和城商行资本补充压力或有所提升。但长期视角来看，我国银行当前资本内生性能力一般，对资本补充迫切性一直比较高。我国系统性重要银行的扩容将使得更多银行面临更高的资本要求，这将在一定程度上制约扩容银行规模扩张的意愿和能力，不过有利于降低银行的经营风险和助推银行迈向综合化发展。

(2) 中国银保监会办公厅、住房和城乡建设部办公厅、中国人民银行办公厅发布《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通

知》

《通知》从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理方面，督促银行业金融机构进一步强化审慎合规经营，严防经营用途贷款违规流入房地产领域。同时要求进一步加强中介机构管理，建立违规行为“黑名单”，加大处罚问责力度并定期披露。《通知》的发布和实施，是牢牢坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，促进房地产市场平稳健康发展，提升金融服务实体经济质效的重要举措。下一步，银保监会、住房和城乡建设部以及人民银行将密切沟通协作，联合做好《通知》贯彻落实工作，坚决打击经营用途贷款违规流入房地产领域的违法违规行为。当前，一些经营用途贷款被违规挪用于房地产领域，一定程度上挤占了实体经济的信贷资源。《通知》的实施将释放更多信贷资源服务实体经济发展，促进金融与实体经济良性循环，有助于推动我国经济的高质量发展。

2. 2021 年 3 月货币金融数据分析

2021 年 3 月末，基础货币余额为 32.70 万亿元，全月增加 5400 亿元。其中，现金（货币发行）减少 7369 亿元，银行的存款准备金增加 14331 亿元，非金融机构存款减少 1562 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 273 亿元，财政支出等财政因素投放基础货币 5686 亿元。

3 月末的 M2 余额为 227.65 万亿元，同比增速为 9.4%，较上月

下降 0.7 个百分点。按不含货基的老口径统计，3 月份 M2 增加 3.86 万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放（加回核销和 ABS）派生 M2 约 2.91 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 5686 万亿元（3 月财政净支出数据未披露，用财政存款变动来替代，这与实际财政净支出可能存在误差）；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 1697 亿元；银行投放非银和非标等因素派生 M2 约 5626 亿元（该科目主要是轧差项，因财政因素与实际值可能存在误差，外加其他忽略的派生渠道，因此该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款回笼 M2 约 82 亿元。

表 1：3 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-5,381	外占	-82
单位活期	28,007	债券	-1,697
单位定期	-1,452	贷款	29,068
个人	19,570	财政	5,686
非银	-2,142	其他（非银、非标等）	5,626
合计	38,602	合计	38,602

（四）资本市场⁴

1. 股市

（1）基本面更新

国内方面，经济继续保持平稳恢复态势。4月我国制造业 PMI 为 51.1，前值 51.9，出口增速放缓和房地产市场景气度回落是主要拖累因素。从分项看，生产指数和新订单指数均高于临界点，分别为 52.2 和 52.0，但低于上月 1.7 和 1.6 个百分点；原材料库存指数、从业人员指数和供应商配送时间指数均在荣枯线以下，分别为 48.3、49.6 和 48.7，表明经济回升力度偏弱，特别是新订单指数降幅较大，表明市场需求恢复力度不足。非制造业 PMI 方面，4 月非制造业商务活动指数录得 54.9，比上月回落 1.4 个百分点。通胀方面，在基数效应下 3 月 CPI 同比上涨 0.4%，较上月上升 0.6 个百分点；环比-0.5%，较上月下降 1.1 个百分点，主要受猪价和菜价显著回落影响。3 月剔除食品和能源价格的核心 CPI 同比 0.3%，较上月略涨 0.3 个百分点；环比与上月持平，反映终端消费复苏仍然缓慢。国际大宗商品价格拉动，叠加全球货币超发、供需缺口拉大影响，驱动 3 月 PPI 同比上涨 4.4%，较上月上涨 2.7 个百分点；环比上涨 1.6%，创近年来新高。货币与信用方面，3 月份社会融资规模增量为 3.34 万亿元，同比减少 1.84 万亿元；余额增速 12.3%，环比降 1pct，主要受到货币政策回归常态化以及信用环境略有收紧的影响。从社融结构看，表外融资、政府债券、

⁴ 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲

企业债券成主要拖累。3月人民币贷款新增2.73万亿元，虽然同比少增1039亿元，但却是除去年3月外的历史同期最高。3月M2同比增速9.4%，环比回落0.7个百分点，主要系流动性拐点下，信用扩张放缓。尽管3月份的金融扩张略有收缩，但一季度总体金融数据依然处于超市场预期的扩张状态，这意味着在中国及全球经济复苏和流动性增加的背景下，广义和狭义流动性均处于比较宽松状态。而央行对到期MLF连续等额续作，也表明“稳货币”的主基调，在经济复苏持续、工业部门局部过热、输入型通胀压力增加的情况下，货币政策预期进一步回归中性的可能性增大。

国外方面，得益于疫情限制放松和疫苗的推出，加之光明的前景和刺激措施，美国的服务业、制造业均快速扩张。4月美国Markit制造业PMI初值录得60.6，好于预期值60.5，前值59.1；美国4月Markit服务业PMI初值录得63.1，显著好于预期值61.9，前值60.4。由于强劲经济复苏及去年疫情导致的低基数影响，美国3月CPI同比增长2.6%，创下2018年8月以来最高；环比增长0.6%，创下2020年7月以来新高，超出市场普遍预期。但值得注意的是，3月汽油价格环比上涨9.1%，同比上涨22.5%，占整体CPI涨幅的一半左右，是3月通胀上行的最大推动力。而剔除波动性食品和能源，3月美国核心CPI环比增长0.3%，同比增长1.6%。受商用飞机预订减少的拖累，3月份美国耐用品订单增加0.5%，预期增长2%；不含运输设备的耐用品订单增长1.6%，符合预期。2月份的极端恶劣天气抑制了美国住房市场需求，3月份全美新屋销售量急剧反弹，新屋销售季调之后为年化

102.1 万户，创下 2006 年以来的最高水平，环比增长 20.69%，同比增长 66.8%。受益于美国政府 1400 美元刺激支票发放，3 月美国零售销售月率增长 9.8%，创去年 5 月以来新高；4 月份密歇根大学消费者信心指数为 86.5，为去年 3 月来新高，同比上升 14.7，环比上升 1.6。美国经济加速的迹象明显，3 月美国新增非农就业 91.6 万人，远远超过市场预期的 64.7 万人；失业率回落至 6.0%。不过，需要注意，美国当前的失业率表现是因为存在高额失业补助，一旦三季度以后失业补助降低，美国的失业率极有可能出现快速下行。4 月 29 日美联储主席鲍威尔也在利率决议公布后的新闻发布会上表示，物价上涨将是短暂的，失业率依然高企，经济复苏仍不均衡、而且远远没有完成，现在还不是开始谈论缩减购债规模的时候，接近零的利率是合适的。

(2) 市场回顾和展望

上周市场大幅反弹，重要指数有不同程度的上涨，其中创业板指涨幅最大，全周收涨 7.58%，沪深 300 上涨 3.41%，而上证综指涨幅相对较小，全周上涨 1.39%。成交方面有所放量，两市全周成交 3.97 万亿元，环比增加 5162 亿元；其中，北上资金继续大规模流入，全周流入 210.24 亿元。行业方面，申万 28 个行业涨多跌少，其中以电气设备、医药生物、食品饮料、电子行业涨幅居前，均超过 4.0%；而商业贸易、纺织服装、房地产、建筑装饰等行业跌幅居前。基金一季报披露完毕，偏股型基金的规模大幅增加，与此同时仓位下降 0.78 个百分点至 77.1%，处于 2018Q4 以来的相对低位。在一季度市场风格出现明显切换的背景下，偏股型基金的行业配置也呈现出一定的高低

切换，主要增配银行、化工、医药生物、电子行业，减配电气设备、非银金融、家用电器等行业。考虑到抱团板块已经历过估值端的下杀，未来能否获得资金的重新青睐，仍需观察业绩端的兑现情况。流动性方面，可关注中央政治局会议对于货币政策的定调。行业配置方面，除了关注以计算机、通信为主的科技板块，以及以银行、房地产、交运板块为主的防御性板块外，还可围绕“国内大循环”主线挖掘业绩仍有支撑的板块择机介入。

我们上个月提出了可能左右市场节奏的两个经济状态可能的情形，目前来看经济沿着我们判断的大概率的情形继续进行。政治局会议给出最关键的信息就是政府不担心经济过热，认为经济仍在合理范围运行，但是核心资产和周期品超额收益的空间并不会因此进一步打开。短期来看市场仍处于垃圾时间，季报期已经反应完全。往后看，未来两个月，市场充分给予了投资者挖掘优秀赛道中二线标的的时间。我们依然认为应超配长期看好新能源、中游制造等板块当中的长期产业性机会，但是短期来看个股发掘重要性远远大于板块的 Beta 效应。

2. 债市：信用收缩的成因比表象重要

(1) 核心观点

信用传导需要兼顾融资主体、渠道等环节，不同原因导致的信用收缩对债市影响迥异。今年是局部信用收缩，总量充裕+结构分化，更多是从融资主体源头着手，货币政策压力减弱。隐性债务和地产监管、地方债发行较慢导致合意金融资产供给减少，而需求端非银扩表

速度未见放缓，从而产生“吃不饱”现象。宏观背景仍指向债市窄幅震荡，供求+资金面贡献节奏和波动。上周税期资金面平稳度过，短端利率和弱区域主流平台债等得到挖掘，符合预判。本周市场活跃度恐下降，建议静待政治局会议，全球疫情、资金面等是正面因素，但存单利率低于 MLF 建议边打边撤，提防供给和资金面扰动。

(2) 债市供求的分析框架在不断迭代

传统框架下，银行表内是债市主体，基本面→政策→市场是债市的经典分析范式。但 2015 年以后，市场结构等发生了极大变化，比如理财和委外机构等大幅扩张。今年更不能简单参考历史，原因在于疫情导致经济偏离潜在增速，疫后的数据解读不能简单参经常规规律。中美货币政策框架也出现了一定调整，弱化通胀因素，因此从基本面到政策到市场还有很远的距离。我们在过去几年不断对传统框架进行“改进”：将投资者群体分为银行和非银；将融资主体的融资行为分为表内和表外；融资主体在不同市场进行融资虽然都体现为社融，但未必贡献非银机构的有效金融资产供给。

(3) 如何理解信用周期、金融资产和债市供求的关系？

我们所处的是分割的金融市场，不同机构可投资范围不同，居民、政府和企业创造金融资产的模式不同。不同时期的信用收缩对应债券市场的供需逻辑完全不同，我们选取历史上典型的三个案例进行探讨：

(1) 2010-2011 年：央行货币、信贷双紧导致信用收缩，股债都是熊市。(2) 2015-2016 年：居民和企业融资需求分化，社融高增与债券牛市并存。(3) 2018 年：融资主体受限下的被动信用收缩，地方政

府、房地产和央企几大信用主体受限+资管新规后融资渠道断裂，引发利率和信用分化。

(4) 如何看待今年的信用环境？

今年的信用环境是总量在高基数基础上增速放缓，面临信用局部收缩与分层。类似 2015 年，隐性债务监管和房地产三道红线带来高收益资产减少。金融系统顺周期的特性强化局部收缩，投资者风险偏好降低，地方债供给偏慢，机构合意资产大幅萎缩。机构扩表的速度未见放缓，欠配压力下各种“洼地”迅速被填平。融资主体控制力增强，宏观双支柱调控框架下，紧货币的压力减弱。基本面略偏不利+货币政策缺少空间=债市窄幅波动，供求+资金面贡献节奏和波动。短期欠配等仍是支撑债市的重要因素，后续关注地方债+二级资本债供给节奏，中长期提防基本面、供给、美联储 QE 提前退出。

(5) 操作建议

4 月份资金面无风无浪，在经济复苏深化、债务到期高峰的背景下，我们认为货币政策稳健的态度并无变化。我们仍按照震荡格局加以应对，二级资本债、短端和超长端利率债洼地机会先后得到充分挖掘，一年期同业存单已经达到 MLF 水平，弱区域短久期主流平台债等也正在被关注，可挖掘机会正在减少。建议静待政治局会议。海外疫情和欠配压力、资金面平稳仍是正面因素，但同业存单已经十分接近 MLF 利率，需要开始考虑边打边撤，同时提防 5 月供给和资金面等扰动。一旦地方债供给回升，银行等赎回货基加上资金面扰动风险，同业存单利率甚至短端有可能止跌回升。

二、宏观经济专题⁵： 全球失衡条件下的货币政策传导机制：基于估值效 应视角

（一）摘要

本文基于 1995-2018 年 43 个代表性国家的跨国分析表明，全球失衡通过估值效应在一定程度上整体增强了货币政策传导效果。外币净资产为正的发达国家受到货币政策冲击后对外净资产会产生估值效应，但不会影响经济增长，而该效应对新兴市场国家经济增长有显著影响，存在货币政策估值效应传导渠道。其中，外币净资产为正的新兴市场国家受到货币政策冲击后产生的估值效应会削弱货币政策传导效果，外币净资产为负的则会强化货币政策的传导效果。在遭到货币政策冲击后，中国对外净资产同样能够产生估值效应，但未显著影响经济增长。本文为全球失衡条件下的货币政策分析提供了新的视角，为进一步推动人民币国际化和国际货币体系改革提供了新的理论和经验证据。

（二）引言

在开放经济条件下，部分国家持续出现经常账户逆差，而另一部分国家持续出现经常账户顺差的全球失衡现象已是常态。伴生于全球化的全球失衡本质上是货币现象，若无货币介入，在“纯”经济实体

⁵撰写人：中国人民大学财政金融学院、中国人民大学国际货币研究所宋科，中国人民大学财政金融学院杨雅鑫，中央财经大学统计与数学学院苏治。本文节选自原载于《世界经济》2021 年第 4 期的《全球失衡条件下的货币政策传导机制：基于估值效应视角》。

中，不会产生任何失衡。国际货币体系因素的介入，不仅使失衡成为可能，而且使这一问题变得高度复杂(李扬和张晓晶, 2013)。自布雷顿森林体系解体以来，以“中心逆差、外围顺差”为特征的“中心—外围”结构成为全球失衡的典型范式(Dooley et al. , 2003、2009)。由于美元本位制具有不对称性(Ronald and Gunther, 2004)，处于中心位置的美国可持续使用美元进行清偿和支付，以弥补经常项目逆差，而处于外围的贸易顺差国出于支付交易、价值储藏和危机预防等动机主要以美国国债形式持有美元资产，由此导致国际投资头寸规模和结构失衡，形成具有可持续的“恐怖平衡”(陈雨露, 2010)。在主权货币作为国际储备货币的国际货币体系下，非储备货币国对国际货币储备的需求，只能通过储备货币国经常账户赤字而非资本净流出的方式得以满足，由此导致全球失衡(王道平和范小云, 2011)。

在现行国际货币体系下，全球失衡在各国对外资产负债表中的表现为对外净资产规模的扩张，以及币种结构和投资结构的错配。在过去的半个多世纪，美国作为逆差国始终处于中心位置，而处于外围的顺差国或地区已经由欧洲、日本转变为以中国为代表的新兴市场国家。美国对外净负债规模已从 1989 年的 337.13 亿美元增长到 2018 年的 96744.43 亿美元，占 GDP 的 47%。其对外负债多为以美元计价的低收益安全资产，而对外资产多为以外币计价的 FDI 和其他权益类资产(Gourinchas et al. , 2010)。中国作为主要顺差国，自 2001 年加入世界贸易组织(WTO)以来，对外贸易迅速扩张，积累了大量海外资产，成为全球第三大对外净资产国。其中，对外资产以外币计价的债权类

资产为主，尤其是以美元计价的债权类资产为主，而对外负债则以权益类负债为主。随着对外资产负债规模的扩张和国际投资头寸结构失衡程度加剧，一国对外金融资产和负债存量因汇率和资产价格波动而产生明显估值变化，形成估值效应，并且能够在净国际投资头寸变动中发挥着与经常账户余额同等重要的作用(Lane and Milesi-Ferretti, 2005; Gourinchas and Rey, 2005)。Gourinchas and Rey (2007)通过构建外部失衡跨期调整模型发现，外部失衡不仅可以通过传统贸易渠道调整，还可以通过估值效应渠道（也称“金融调整渠道”）进行调整。肖立晟和陈思翀(2013)进一步发现金融调整渠道能显著地解释中国约 12%的外部失衡动态变化。更为重要的是，存量估值效应（或称经济暗物质）会对现行国际货币体系中的中心国家与外围国家产生非对称性的财富效应。作为美国平衡国际收支的重要手段，估值效应为美国带来巨大的国际经济利益，并对经济发展水平较高、经济开放程度也较高的新兴市场国家“剪羊毛”(丁志杰，2014)。丁志杰和谢峰(2014)测算了美国、其他发达国家以及“金砖五国”的估值效应，结果发现除美国外，大部分国家的估值效应都为负值，造成财富损失，而且以估值效应形式转移至美国的财富大都来自发展中国家。此外，全球失衡还可通过估值效应渠道影响国内货币政策传导机制。在全球失衡条件下，一国遭受货币政策冲击后，汇率波动和资产价格波动会导致本国对外净资产存量的本币价值发生变化，产生估值效应，进而对持有对外资产负债的实体部门的消费、投资和生产决策造成影响。早期 Bernanke and Mark (1995)提出的货币政策资产负债表传导渠道认为，

企业净资产规模会影响抵押资产的价格和企业信誉，进而影响其融资能力。Mishkin (2001)在分析货币政策的汇率传导渠道时，认为货币政策导致的汇率波动会造成涉外金融机构和非金融企业的净资产存量的本币价值发生变化，即产生估值效应，进而影响总需求。Meier (2013)和 Simone (2019)认为随着全球失衡加剧，各国对外资产负债规模增加，货币政策冲击导致汇率波动引致的估值效应规模也会逐渐增加，对家庭财富和企业资产负债表产生较大影响，并最终影响到消费和投资支出。Meier (2013)将家庭部门持有的对外净资产包含在预算约束内，构建了一个两国开放经济模型。数值模拟结果显示，受到货币政策冲击后，汇率波动产生的估值效应导致货币政策的传导效果增加了1%。而且随着对外资产负债规模逐渐增大，货币政策冲击对消费、投资、进口和产出的影响越来越明显。Georgiadis and Mehl (2016)采用61个国家对外净资产的币种结构数据来验证估值效应对货币政策传导效果的影响。结果表明，币种结构对GDP脉冲响应值有显著的负向影响，受到货币政策冲击后产生的估值效应会增强货币政策的传导效果。Simone (2019)将估值效应包含在对外投资总收入中，使用贝叶斯VAR模型验证了美国和加拿大的货币政策对外资产负债表传导渠道。不难看出，已有文献开始聚焦全球失衡通过估值效应对国内货币政策传导机制的影响，但仍存在一定不足：（1）相关研究主要分析了由汇率波动引起的估值效应，忽视了资产价格波动引起的估值效应。

（2）研究对象多为发达国家和对外净资产国，很少涉及对外净债务国。（3）目前中国国际投资头寸存在着投资结构和币种结构不对称

现象，对外资产负债规模也在不断扩张，但中国货币政策的传导机制是否会受到影响还未有可信的系统分析。相较于已有研究，本文可能的边际贡献在于：（1）分别测算了所有样本国家以本币计量和以美元计量的对外资产负债存量所产生的估值效应，并通过模型解释了两种估值效应之间存在差别的原因，同时还测算了以对外净资产币种结构为权重的金融汇率波动率；（2）通过理论机制分析厘清了外部失衡条件下货币政策的估值效应传导渠道，并使用面板 VAR 模型进行了检验，进一步丰富了相关文献；（3）系统对比分析了发达国家、外币净资产为正或负的新兴市场国家的货币政策估值效应传导渠道的异质性，并单独使用贝叶斯 VAR 分析了中国外部失衡通过估值效应对货币政策传导效果的影响，为中国推进新一轮高水平对外开放和人民币国际化提供了新的理论和经验证据。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20-Jul	20-Aug	20-Sep	20-Oct	20-Nov	20-Dec	21-Jan	21-Feb	21-Mar
CPI	同比	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4
PPI	同比	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4
制造业 PMI	指数	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9
工业增加值	累计增长	-0.4	0.4	1.2	1.8	2.3	2.8	35.1		24.5
规模以上工业企业利润总额	累计同比	-8.1	-4.4	-2.4	0.7	2.4	4.1		178.9	50.2
固定资产投资完成额	累计同比	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9		35.0	25.6
社会消费品零售总额	同比	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6			34.2
进出口总值	当期值同比	6.5	6.0	10.0	4.6	7.8	5.9	17.3	57	34.2
M2	同比	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4
社会融资规模	存量 (百亿元)	27333	27673	28005	28125	28325	28475	28974	29136	29455
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	9926	12783	18752	6898	14337	12552	35783	13594	27303

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.2110	发展绿色金融高效助力“碳中和”	蓝虹
IMI Report No.2109	新格局、新动力：十四五时期中国经济和资本市场解析	钟正生
IMI Report No.2108	《人民币国际化报告 2020》系列四：充分发挥上海对高质量发	IMI
	展和高水平开放的引领作用	
IMI Report No.2107	《人民币国际化报告 2020》系列三：人民币国际化进程稳步向前	IMI
IMI Report No.2106	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2105	后疫情时期中国货币政策挑战	夏乐
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
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）	赵然
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	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）	



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