

No. 2118

研究报告

IMI

# IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十九期)

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：美欧疫苗接种速度的相对差异带来美元指数短期偏弱.....	- 5 -
(二) 国内宏观.....	- 5 -
1. 经济：工业生产延续回升，制造业投资明显回暖.....	- 6 -
2. 通胀：CPI 小幅上行，PPI 延续上行 .....	- 9 -
3. 金融：社融增速大幅回落，贷款结构依旧良好.....	- 10 -
(三) 商业银行.....	- 12 -
1. 银保监会披露 2021 年一季度经营数据；央行发布《2021 年第一季度货币政策执行报告》 .....	- 12 -
2. 2021 年 4 月货币金融数据分析.....	- 16 -
(四) 资本市场.....	- 18 -
1. 股市：当前行情尚在“鱼身” .....	- 18 -
2. 债市：资金面的“另类机理”与中性回归.....	- 22 -
二、宏观经济专题： .....	- 25 -
(一) 摘要.....	- 25 -
(二) 引言.....	- 26 -
三、主要经济数据 .....	- 29 -

## 图表目录

图 1：M1、M2 增速均明显回落 .....	- 12 -
图 2：2021 年一季度商业银行净利润同比增长 2.4% .....	- 13 -
图 3：不同类型银行 2021 年一季度净利润增速.....	- 13 -
图 4：2021 年 3 月末商业银行不良率 1.80%，关注率 2.42%.....	- 14 -
图 5：2021 年一季度商业银行净息差为 2.07% .....	- 15 -
图 6：不同类型银行 2021 年一季度净息差水平.....	- 15 -

## 表格目录

表 1：4 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<sup>1</sup>

#### 1. 全球主要经济体经济走势分析

美国疫苗接种进展积极，美国已完成美国总统拜登接种 2 亿剂新冠疫苗的目标，成年人至少接种一剂疫苗的比例超过 50%。虽然 4 月美国制造业 PMI 低于预期，但经济修复步伐仍在持续。随着 3 月美国新一轮财政刺激落地，消费者支出再度大幅提升，消费者信心指数持续走高，同时疫苗接种覆盖比例提高也带来服务业高频数据逐步改善。欧洲疫苗接种提速，欧委会预计到 7 月能为欧盟 70% 的成年人接种疫苗。4 月欧元区 PMI 略不及预期，但仍在扩张区间，工业景气高，显示经济仍在持续修复。日本疫情再度蔓延但尚未阻碍经济复苏。

##### (1) 美国 4 月通胀超预期，经济修复步伐仍在持续

美国疫苗接种进展积极。截至当地时间 4 月 21 日，已完成美国总统拜登接种 2 亿剂新冠疫苗的目标，成年人至少接种一剂疫苗的比例超过 50%。4 月 26 日美国卫生部门宣布恢复使用强生新冠疫苗。美国疾控中心允许完成疫苗接种的民众在户外不戴口罩。

美国制造业 PMI 低于预期，4 月美国 ISM 制造业 PMI 录得 60.7，低于预期 65，低于前值 64.7。分项来看：生产方面，4 月生产指标有所回落，新订单、产出分项分别回落 3.7、5.6 个百分点至 64.3、62.5，

<sup>1</sup> 撰写人：IMI 研究员张瑜

不过，新出口订单则相对稳定，小幅回升 0.4 个百分点至 54.9；供应商交付小幅回落 1.6 个百分点至 75，交付速度或小幅提速，但仍相对较缓。价格方面，4 月物价分项大幅上行 4 个百分点至 89.6，为 2008 年 6 月以来最高值，反映了通胀加速上行压力。库存方面，近期呈现低位运行。4 月自有库存与客户库存分项分别回落 4.3、1.5 个百分点至 46.5、28.4。

但美国经济修复步伐仍在持续。消费层面，随着 3 月美国新一轮财政刺激落地，消费者支出再度大幅提升，消费者信心指数持续走高，同时疫苗接种覆盖比例提高也带来服务业高频数据逐步改善（数据详见报告第二章）。生产层面，在《美国 PMI 为何持续创新高？——海外双周报第 1 期》中我们总结过：经济衰退后 PMI 普遍领先工业产值触顶，同时目前核心资本品新增订单仍在走高，该指标领先制造业投资约 1 个季度，反映制造业投资仍将向上。

**4 月美国通胀大超预期，就业略不及预期。**美国 4 月季调后 CPI 同比升 4.2%，预期 3.6%，前值 2.6%，创 2008 年 10 月以来新高。二手车和卡车价格环比增长 10%，创 1953 年以来最大增幅。美国 5 月密歇根大学消费者信心指数初值 82.8、预期 90.4、前值 88.3。消费者预期未来一年通胀率将升至 4.6%，为十年来最高。美国 4 月 PPI 同比 6.2%，预期 5.8%，前值 4.2%；美国 4 月核心 PPI 同比 4.1%，预期 3.8%，前值 3.1%。**就业方面**，5 月 8 日当周初请失业金人数为 47.3 万人，预期为 49 万人，前值为 49.8 万人，为 2020 年 3 月 14 日当周以来最低值。美国 4 月季调后非农就业人口增 26.6 万人，预期增 97.8

万人，前值由增 91.6 万人下修为增 77 万人；4 月失业率为 6.1%，预期为 5.8%。

财政政策方面，拜登公布“美国家庭计划”，其主要内容包括约 5060 亿美元的教育投资、4950 亿美元的幼托、带薪假和食品援助计划和 8000 亿美元针对家庭的减税，总规模为 1.8 万亿美元，实施时间长达 10 年。“美国家庭计划”的增税部分包括增加税务局的审计力度和提高个人所得税税率，初步预计可在 10 年内筹资 1.5 万亿美元。在基建方案问题上，美国国会两党议员赞成建立一个类似于“建设美国债券”的新借款计划，以帮助刺激基础设施项目支出。共和党参议员和白宫未能在周二的谈判中就新基础设施计划规模和资金来源等问题达成协议。货币政策方面，美联储 4 月政策会议纪要称有必要继续以接近零的利率和资产购买来支持经济，但随着复苏深入，未来可能很快就放缓资产购买进行讨论。会议对通胀基本持有乐观态度，预计近期物价压力将随着时间的推移而在今年剩余时间里消退。总体上延续了之前的政策信号，承诺缩减购债前的市场沟通，并淡化对通胀的担忧。但是，达拉斯联储主席多次表示应尽早缩减购债，警示美联储购债计划会导致金融市场失衡的风险。

## **(2) 欧洲疫苗接种提速，欧元区经济延续复苏**

欧洲疫苗接种提速，欧委会预计到 7 月能为欧盟 70% 的成年人接种疫苗。欧盟此前因疫苗供应短缺和停用引起血栓的阿斯利康疫苗，接种进度滞后。在 4 月下旬欧盟调整疫苗采购计划后，欧盟疫苗接种速度明显加快，截至 5 月 3 日，德国、法国每日接种剂量约分别为 65

万剂、40 万剂。欧委会主席冯德莱恩表示，到今年 7 月能为欧盟 70% 的成年人接种疫苗。欧委会还于 5 月 3 日提议，对已完成新冠疫苗接种的人员或来自疫情形势良好国家的公民，欧盟成员国可以放宽入境旅行限制。同时疫苗供应方面有望获得更充足的保障，辉瑞和 BioNtech 预计 2021 年将多向欧盟提供 1 亿剂新冠疫苗，欧委会与辉瑞和 BioNtech 签署协议，将在 2021-2023 年购买多达 18 亿剂辉瑞-BioNtech 新冠疫苗。

**4 月欧元区 PMI 略不及预期，但仍在扩张区间，工业景气高，显示经济仍在持续修复。**欧元区 4 月制造业 PMI 终值为 62.9，预期 63.3，初值 63.3；服务业 PMI 终值为 50.5，预期 50.3，前值 49.6；综合 PMI 初值为 53.8，预期 53.7，前值 53.2。欧元区 4 月工业景气指数为 10.7，预期为 4.0，前值为 2.0。

**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**，欧央行会议纪要显示，欧洲央行官员们认为近期融资条件收紧对欧元区而言为时过早。欧洲央行行长拉加德对 CNBC 表示，如有必要，央行会扩大和延长紧急债券购买计划。对于债市的波动欧央行会坚决使用所有工具一直收益率上涨。

### **(3) 日本经济边际改善**

日本疫情再度蔓延，3、4、5 月日均新增确诊病例数分别为 1369 例、3928 例和 5605 例。但经济复苏进程没有受到明显影响。日本 3

月零售销售环比增 1.2%，预期 0.6%，前值 3.1%。3 月 CPI 延续自 2020 年 12 月以来的上升势头达到了 -0.2%。4 月 Markit 制造业 PMI 达到 53.6，创 2018 年 6 月以来新高，服务业 PMI49.5，也高于预期。3 月失业率降至 2.7%。日本 4 月商品出口同比升 38%，预期升 30.8%，前值升 16.1%；进口同比升 12.8%，预期升 9%，前值 5.7%。货币政策方面，日本央行 4 月货币政策审议会议决定维持 -0.1% 的基准利率不变，维持其购买日本房地产投资信托基金(J-REIT)的承诺，并取消了 6 万亿日元（550 亿美元）的 ETF 买入下限，保持 12 万亿日元的买入上限。

## 2. 汇率展望：美欧疫苗接种速度的相对差异带来美元指数短期偏弱

近期美国疫苗接种速度慢于欧盟，美国每日每百人疫苗接种量 0.59 剂，欧盟则提升至 0.68 剂，这一差异背后的经济意义在于欧洲经济修复速度的边际变化强于美国，因此欧元相对美元存在走强压力，美元指数则被动走弱。疫情以来，疫情的相对情况成为汇率定价的边际工具变量——疫情刚开始是确诊人数之差，2020 年下半年是重症人数之差，2021 年开始为疫苗接种速度之差。

## （二）国内宏观<sup>2</sup>

5 月 17 日国家统计局公布了今年我国 1-4 月经济数据，4 月份规模以上工业增加值同比增长 9.8%，两年平均增速 6.8%，在出口高增

<sup>2</sup>撰写人：IMI 研究员孙超

速的拉动下，国内工业生产景气度进一步回升。制造业投资同样明显回暖，1-4月制造业投资两年平均增速-0.3%。前值-3.4%，降幅继续收窄；房地产投资同比增速21.6%两年平均增速8.4%，依然保持其韧性。消费继续复苏但幅度放缓，4月社零同比增速为17.7%，近两年平均增速4.3%，较前值回落2.0个百分点；外贸数据继续保持较好增长，外需持续回暖带动出口高增长。整体来看外需好于内需，在出口的拉动下，经济延续复苏，工业生产、投资均呈现良好的复苏趋势，而消费复苏仍有修复空间。

## 1. 经济：工业生产延续回升，制造业投资明显回暖

### (1) 工业生产延续回升

4月份规模以上工业增加值同比增长9.8%，两年平均增速6.8%，较前值提升0.6个百分点，工业生产延续回升，主要是受益于出口持续高增长。分行业看，41个大类行业中有37个行业增加值同比实现正增长，其中通用设备制造业、汽车制造业以及电器机械及器材制造业的增加值同比增速超过30%，装备制造业和高技术制造业两年平均同比分别增长11.2%和11.6%，保持高增速，主要与相关产品出口增速持续强势有关。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。

### (2) 制造业投资明显回暖

1-4月固定资产投资同比增速19.9%，近两年平均增长3.9%，较1-3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 23.8%、21.6%和 18.4%，近两年平均增速分别为-0.4%、8.4%和 2.4%，整体看，房地产投资在疫情影响下仍具韧性，而制造业投资较 1-3 月已有明显改善。制造业投资属于顺周期行业，海外疫情好转，海外需求回复拉动我国出口增长，制造业投资与生产均逐步改善。今年以来企业中长期贷款持续改善，出口仍有支撑，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。基建投资平稳增长，专项债的发行对后续基金投资增速仍有支撑，但在严控地方政府债务的大背景下，目前来看基建投资上行空间有限。1-4 月房地产投资同比增速 21.6%两年平均增速 8.4%，依然保持其韧性。4 月房地产投资当月同比 13.68%，两年复合当月同比 10.27%，较前值有所回暖。1-4 月房地产施工面积同比增长 10.5%，新开工面积增长 12.8%，竣工面积 17.9%，整体仍弱于 2019 年同期。热点城市调控政策仍趋严，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。

### **(3) 消费延续复苏但节奏放缓**

4 月社零同比增速为 17.7%，近两年平均增速 4.3%，较前值回落 2.0 个百分点；4 月餐饮类消费两年平均增速 0.4%，较前值回落 0.5 个百分点；商品零售两年平均增长 4.8%，较前值回落 2.1 个百分点；汽车零售同比增长 16.1%，两年平均 7.7%，增速较高。家具、家电音响等房地产相关消费增速依然较低。4 月全国城镇失业率降至 5.1%，低于 5.5%的目标值，同时今年五一假期 5 天，同时随着国内疫苗接种稳步推进，居民出行及消费意愿较强消费和服务业的复苏有望延续。

### **(4) 外需持续回暖带动出口高增长**

按美元计价，4月出口总额2639亿美元，同比增速为32.3%，前值03.6%，继续高增长，主要是外需持续回暖；进口总额2211亿美元，同比增速43.1%，前值为38.1%，亦保持高增速，主要是价格及基数作用影响。从出口地区来看，4月海外经济持续复苏，欧美日等国家制造业景气度均较高，4月美国、欧元区和日本PMI分别录得60.7、62.9和53.6，外需持续修复同时海外供给偏弱，支撑我国出口维持高增速。4月对美国和欧盟出口同比增速为31.25%和23.8%，对东盟、巴西和印度出口增速为42.25、65.5%和143.8%，对印度等国家的高增长主要是由于印度及相关国家疫情严重拖累其生产活动。从出口产品来看，玩具、服装、家具等日常需求产品呈高增长，医疗仪器及器械、纺织纱线、织物及制品等防疫相关物资受基数影响增速下降。

进口来看，4月进口同比高增速一方面受去年基数回落影响，另一方面也与原油、铜等大宗商品价格上涨以及国内经济持续修复有关。去年4月国内需求仍处于恢复期，同时海外疫情开始蔓延导致国际供应受阻，导致去年4月进口增速负增长形成低基数。同时4月原油、铁矿石、钢材、铜材、等商品分别上涨73.2%、89.6%、32.5%和67.2%。整体来看，4月我国进出口数据仍然表现亮眼。随着疫苗接种比例的上升，未来全球经济仍将持续复苏，短期内外需回升仍对出口有支撑。但随着海外生产的恢复，订单也或将回流。而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 小幅上行，PPI 延续上行

### (1) CPI 同比小幅上行

4 月份 CPI 同比增速 0.9%，前值为 0.4%，CPI 同比继续小幅上行，符合预期。核心 CPI 亦回升 0.4 个百分点至 0.7%。4 月食品价格下降 0.7%，猪肉价格的高基数使得猪肉价格继续大幅下降 21.4%，仍是 CPI 食品项的主要拖累；鸡肉和鸭肉价格分别下降 8.0%和 2.0%，羊肉和牛肉价格分别上涨 9.4%和 4.1%，鲜菜、鲜果同比出现下滑。环比来看，CPI 下跌 0.3%，受供给增加影响，猪肉价格和鲜菜价格环比分别下降 11%和 8.8%。而非食品项同比上涨 1.3%，环比上涨 0.2%，飞机票、旅行社收费、交通工具租赁费和宾馆住宿价格环比分别上涨 21.6%、5.3%、4.3%和 3.9%，教育文化娱乐、交通通信、其他用品及服务价格略有上涨。整体来看，4 月 CPI 上涨符合预期，猪肉价格仍是食品项主要拖累，核心 CPI 小幅上行但总体来看较为温和，PPI 向 CPI 的传导较弱。

### (2) 大宗商品价格推动 PPI 继续上行

4 月 PPI 同比超预期增长至 6.8%，较上月提升 2.4 个百分点，环比增长 0.9%。分项上看，生产资料同比上涨 9.1%，前值 5.8%，环比 1.2%，前值 2.0%；生活资料同比增速 0.3%，前值 0.1%，环比 0.1%，前值 0.2%。同比来看，受低基数影响，石油和天然气开采业上涨 85.8%，黑色金属冶炼和压延加工业上涨 30.0%，有色金属冶炼和压延加工业上涨 26.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业上涨 23.8%，化学原料和

化学制品制造业上涨 17.5%。环比看，石油和天然气开采业价格上涨 0.4%，涨幅回落 9.4 个百分点；化学原料和化学制品制造业价格上涨 2.1%，涨幅回落 3.2 个百分点。受需求增加和铁矿石等原材料成本上升影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 5.6%，涨幅扩大 0.9 个百分点。整体来看在美国等发达国家的大规模财政刺激下，工业品价格继续上行至高位，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。目前 PPI 对 CPI 的传导有限，整体来看全年国内通胀可控。

### 3. 金融：社融增速大幅回落，贷款结构依旧良好

#### (1) 社融增速大幅回落

4 月份新增社融规模 1.85 万亿元，同比少增 1.25 万亿，弱于市场预期，社融存量同比增长 11.7%，较前值下滑 0.6 个百分点。4 月社融增速同比大幅回落主要受高基数效应影响。从结构上看，4 月新增人民币贷款 1.28 万亿，较去年同期明显减少，但较 2019 年同期则有所增加，信贷仍然较强。4 月非标融资减少 3693 亿元，同比多减 3714 亿元，其中未贴现的银行承兑汇票减少 2152 亿元，成为社融的主要拖累，信托贷款减少 1328 亿元，委托贷款减少 213 亿元。4 月企业债券净融资 3509 亿元，同比少增 5728 亿元，股票融资 814 亿元；政府债券净融资 3799 亿元，同比多增 382 亿元，4 月地方政府专项债发行开始提速。整体来看 4 月非标规模压降明显，同时企业债券融资在高基数的影响下也明显下降，共同构成社融主要拖累。在货

币信贷政策中性偏紧的情况下，社融增速或仍将回落。

## **(2) 企业贷款结构继续改善**

4 月份新增人民币贷款 1.47 万亿元，同比少增 2300 亿，信贷需求小幅回落但结构持续改善。具体来看，4 月企业新增中长期贷款 6605 亿元，同比多增 1058 亿，但较上月少增 6695 亿，几近腰斩。新增短期贷款-2147 亿元，同比多减 2085 亿，新增票据融资 2711 亿元，同比少增 1199 亿。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由去年的短期限支持变为长期贷款支持。居民贷款方面，4 月居民中长期贷款增加 4918 亿元，同比多增 500 亿元，但环比少增 1321 亿，表明各地房地产调控政策下房贷有所降温。而居民短贷新增 365 亿，环比少增 4877 亿，主要是于监管严查经营贷和消费贷违规流入楼市。整体看，在货币政策“不急转弯”但是整体收紧的背景下，政策对企业长期贷款需求仍有支持，而短贷在监管下或仍将走弱。

## **(3) M1、M2 增速均明显回落**

4 月 M1 同比增速 6.2%，较前值回落 0.9 个百分点，继续回落；M2 增速较前值下降 1.3 个百分点至 8.1%，一方面是信贷增速继续下滑，另一方面是 4 月财政存款大幅增加，4 月财政存款较上年同期大幅多增 5248 亿。4 月人民币存款减少 7252 亿元，同比多减 2 万亿元，其中居民存款减少 1.57 万亿元，主要是由于房地产贷款限制以及五一假期导致居民取现需求增加，企业部门存款减少 3556 亿元，政存款增加 5777 亿元。

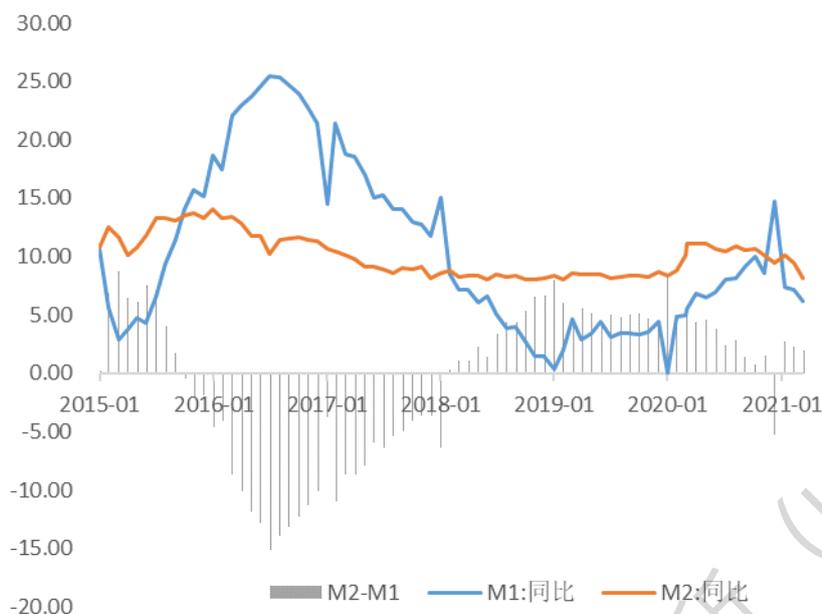


图 1：M1、M2 增速均明显回落

数据来源：Wind，IMI

### （三）商业银行<sup>3</sup>

1. 银保监会披露 2021 年一季度经营数据；央行发布《2021 年第一季度货币政策执行报告》

#### （1）商业银行一季度净利润同比增长 2.4%

5 月 11 日银保监会发布 2021 年一季度银行业保险业主要监管指标数据。2021 年第一季度商业银行累计实现净利润 6143 亿元,同比增长 2.4%，较 2020 年增速提升 5.1 个百分点。一季度平均资本利润率为 11.28%，较上季末上升 1.8 个百分点，平均资产利润率为 0.91%，较上季末上升 0.1 个百分点。

<sup>3</sup> 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

大型商业银行、股份行、城商行和农村金融机构 2021 年一季度净利润同比分别增长 2.8%、5.3%、-0.2%和-0.4%，较 2020 年增速分别提升-0.3 个、8.3 个、14.3 个和 14.2 个百分点，各类型商业银行业绩分化差距较大。

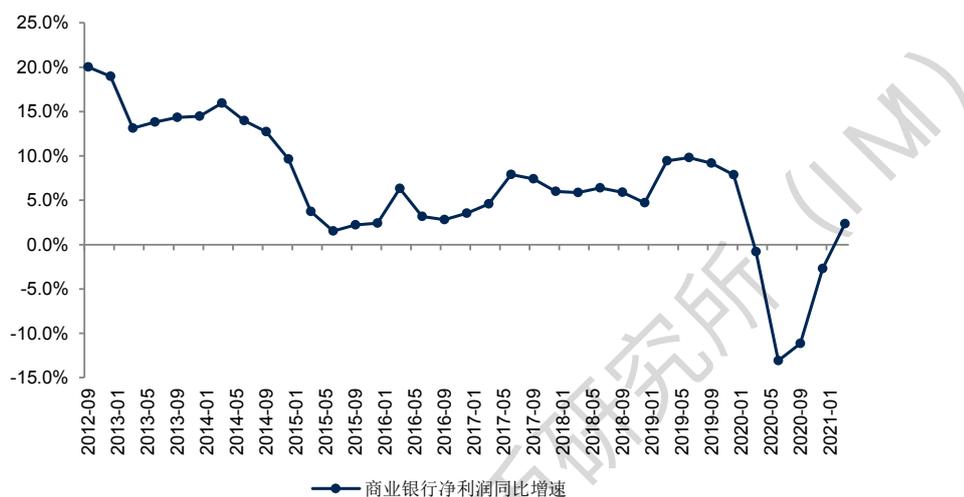


图 2: 2021 年一季度商业银行净利润同比增长 2.4%

数据来源: iFinD

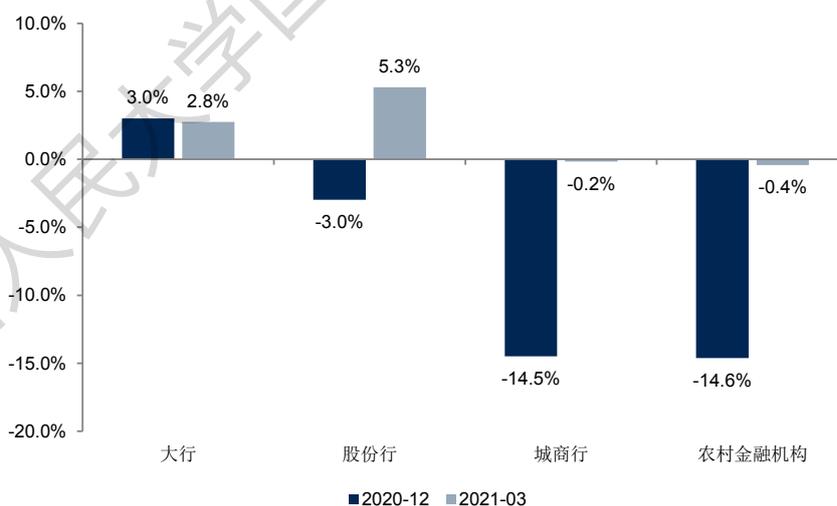


图 3: 不同类型银行 2021 年一季度净利润增速

数据来源: iFinD

商业银行延续“多确认、多计提、多核销”的原则，2021年3月末商业银行不良率为1.80%，较年初下降4bps，关注率为2.42%，较年初下降55bps。经过2020年不良严确认以及多核销后存量包袱大幅减轻，同时随着经济持续复苏，商业银行不良生成压力也大幅减轻，轻装上阵的商业银行2021年资产质量压力较小。

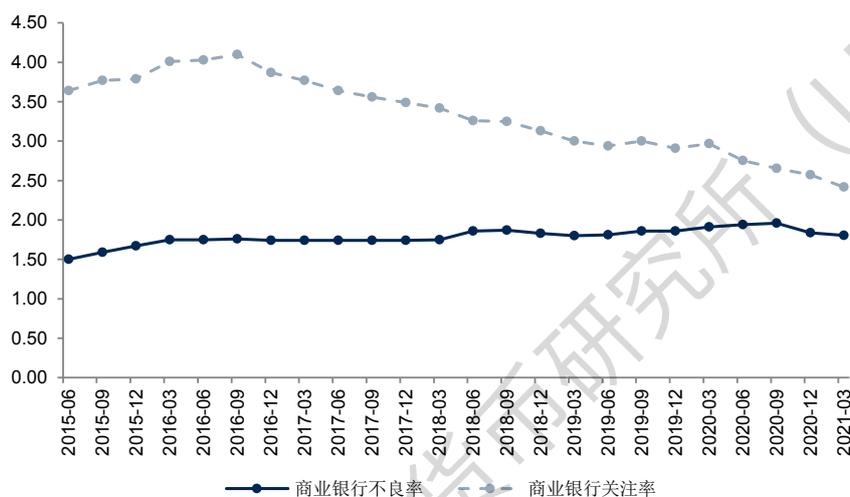


图 4：2021 年 3 月末商业银行不良率 1.80%，关注率 2.42%

数据来源：iFinD

2021 年一季度商业银行净息差为 2.07%，同比和环比均收窄 3bps。其中大型商业银行、股份行、城商行和农村金融机构一季度净息差分别是 2.03%、2.20%、1.89%和 2.20%，同比分别收窄 1bp、提升 12bps、收窄 11bps 和收窄 24bps，环比 2020 年分别收窄 1bp、提升 13bps、收窄 10bps 和收窄 29bps。大行净息差表现稳定，股份行逆势扩张主要受益于同业负债利率下降和资产端的灵活摆布，农村金融机构净息差大幅收窄主要是小微企业信贷利率大幅下降。



图 5: 2021 年一季度商业银行净息差为 2.07%

数据来源: iFinD

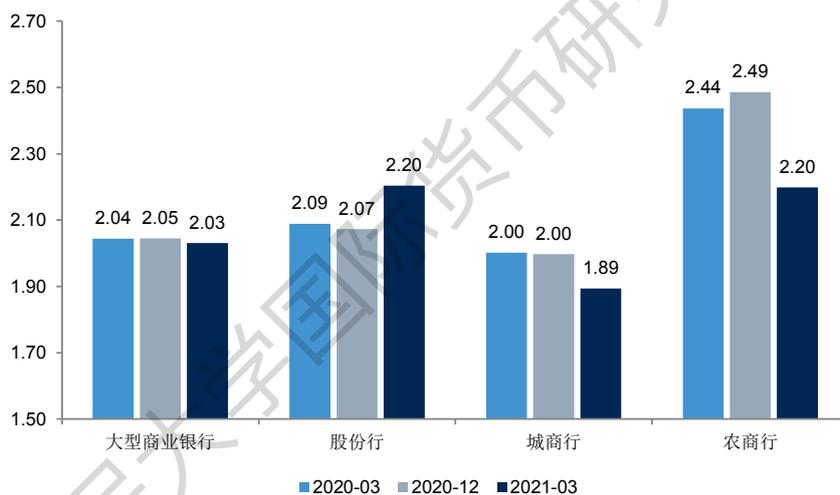


图 6: 不同类型银行 2021 年一季度净息差水平

数据来源: iFinD

## (2) 央行发布《2021 年第一季度货币政策执行报告》

5 月 11 日央行发布《2021 年第一季度货币政策执行报告》(以下简称报告), 报告针对国内外经济形势、物价形势、外围货币政策环境、当前和未来货币政策的工作重点等进行了全面分析与指引。报

告指出，目前我国经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，也要看到，外部环境依然复杂严峻，我国经济恢复不均衡、基础不稳固，仍面临不少风险挑战，要坚定信心，攻坚克难，巩固恢复性增长基础，努力保持经济社会持续健康发展。下一阶段，央行将坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，贯彻党的十九届五中全会、中央经济工作会议精神，落实《政府工作报告》要求，按照党中央、国务院的决策部署，坚持稳中求进工作总基调，稳字当头，立足新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，坚持跨周期设计理念，兼顾当前和长远，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳定预期，精准实施宏观政策，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，强化对实体经济、重点领域和薄弱环节的支持，以适度的货币增长支持经济高质量发展。因此我们认为由于经济复苏尚不稳固，外部环境仍旧复杂严峻，对于下一阶段的政策思路，央行延续了“稳字当头”。我们认为公开市场操作以及中期借贷便利加息的可能性都比较低；央行也会让市场利率围绕政策利率进行波动。在信用扩张方面，央行维持了去年四季度的要求，“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定”。

## 2. 2021年4月货币金融数据分析

2021年4月末，基础货币余额为31.87万亿元，全月减少8278亿元。其中，现金（货币发行）减少1409亿元，银行的存款准备金减少7651亿元，非金融机构存款增加782亿元。全月央行的各项广

义再贷款共回笼基础货币 166 亿元，财政支出等财政因素回笼基础货币 7036 亿元。

4 月末的 M2 余额为 226.2 万亿元，同比增速为 8.1%，较上月下降 1.3 个百分点。按不含货基的老口径统计，4 月份 M2 减少 1.49 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 1.35 万亿元；缴税等财政因素回笼 M2 约 7036 万亿元（4 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 3335 亿元；银行投放非银和非标等因素回笼 M2 约 1.82 万亿元（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）；外汇占款投放 M2 约 174 亿元。

表 1：4 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-744	外占	174
单位活期	-9,951	债券	-3,335
单位定期	6,346	贷款	13,470
个人	-15,828	财政	-7,036
非银	5,230	其他（非银、非标等）	-18,220
合计	-14,946	合计	-14,946

## （四）资本市场<sup>4</sup>

### 1. 股市：当前行情尚在“鱼身”

#### （1）基本面更新

国内方面，经济仍保持平稳恢复态势。5月我国制造业采购经理指数(PMI)为51.0，略低于上月0.1个百分点，继续保持在荣枯线以上，表明制造业平稳扩张持续。分项看，新订单指数为51.3，较上个月回落0.7个百分点，市场需求增长有所放缓；小型企业PMI指数(48.8)明显低于大、中型企业(51.8、51.1)，且位于荣枯线以下，反映经济恢复的全面性、整体性仍然不够。5月份，非制造业商务活动指数为55.2%，较上月上升0.3个百分点，非制造业扩张步伐有所加快。通胀方面，4月CPI同比上涨0.9%（前值0.4%），略低于市场预期的1%，主要系国内生猪供给基本恢复，猪肉价格大幅下降。4月份扣除食品和能源价格的核心CPI同比上涨0.7%，涨幅比上月扩大0.4个百分点，连续3个月上升。4月PPI同比上涨6.8%，超出市场预期，涨幅比上个月扩大2.4个百分点，为近40多个月份的高点，主要系铁矿石、有色金属等国际大宗商品价格上涨带动各国工业品价格增速回升。货币与信用方面，4月份社会融资规模增量为1.85万亿元，比上年同期少1.25万亿元，主要受新增人民币贷款和企业债券融资以及信托监管高压延续的影响。4月新增人民币信贷1.47万亿元，同比少增2300亿元。其中，对实体新增信贷1.28万亿元，同

<sup>4</sup> 撰写人：IMI研究员芦哲

比少增 3399 亿元，贷款余额增速回落至 12.3%。反映广义流动性的 M2 在 4 月同比增速大幅回落至 8.10%、环比下降 1.30 个百分点（创 2016 年 7 月以来单月最大降幅），主要系去年同期增加了流动性投放——造成较高基数。再加上今年 4 月财政支出力度恢复疫情前常态，明显低于去年，导致 M2 增速超预期下滑。尽管 4 月金融数据全面低于预期，但是市场普遍认为这是政策回归常态化的进一步印证。伴随着一季度宏观经济较快修复，“紧信用”过程或有所加快，广义货币供应量正在延续去年下半年以来的总体下行势头，符合稳定宏观杠杆率的政策方向。

国外方面，在经济修复和宽松政策的支撑下，美国的服务业、制造业持续扩张，双双创下历史新高。5 月美国 Markit 综合 PMI 初值从上月的 63.5 飙升至 68.1，为 2009 年有纪录以来的最高水平。其中，制造业 PMI 初值为 61.5，高于市场预期的 60.2，前值 60.5；服务业 PMI 初值 70.1，远高于市场预期的 64.5，前值 64.7。利好经济数据同时也带来了通胀担忧，4 月美国整体 CPI 同比大增 4.2%，超出市场预期的 3.6%，增速创 2008 年 9 月以来新高。4 月美国核心 CPI 未季调年率录得 3%，同样远高于预期值 2.30%和前值 1.60%，创 1996 年 1 月以来最大增长。4 月美国耐用品订单初值-1.3%（预期值 0.8%），是自 2020 年 4 月以来的首次下跌。低抵押贷款利率刺激房地产市场需求，房源短缺持续推高住房价格，4 月美国新屋、成屋销售虽然在低基数效应下同比增长均显著（分别增 48.3%、33%），但环比下跌 5.9%、2.66%。此外，新屋价格中位数同比大增 20.1%，成屋价格中

位数同比上升 19.1%——创下历史最高记录。由于财政刺激支持力度减弱，4 月美国零售季调环比零增长，低于预期的 1%，密歇根大学最新公布的 5 月消费者信心指数也出现回落。4 月美国失业率环比上升 0.1 个百分点至 6.1%，非农业部门新增就业人数 26.6 万，远低于上月的 77 万人和市场普遍预期的 100 万人。预期随着经济缓步回升至疫情爆发前的水平，高通胀和高失业率仍未美国需要解决的首要问题。美联储最新公布的 4 月 27 至 28 日 FOMC 会议纪要中，多次强调美国经济距充分就业和物价稳定两大目标取得进一步的实质性进展仍有距离。联储官员将通胀上升的原因归结于经济重新开放、需求上升以及供应链紧张等，并认为上述因素的暂时影响消退后，通胀压力将“有所缓解”。尽管有“调整货币政策”的议论声存在，但美联储内部主流观点依然是经济需要刺激政策的支持，在复苏更加稳固之前，预期货币政策支持将持续。

## **(2) 股指上涨方向不改但斜率平缓，而股市题材涌现强化结构市特征**

近日股市题材涌现，板块轮动此起彼伏。公募 REITs、三胎政策、印花税猜想、华为鸿蒙等题材基本主导了上周股市的板块表现。但股指却在高点附近保持震荡，未能实现更进一步突破。原因可能是：1) 国内外通胀仍有制约、6-7 月解禁潮来临，只是担忧缓解但流动性整体还难言有利；2) 指数又积累了一定短期涨幅，部分投资者趁势兑现收益，尤其是大宗涨价驱动的顺周期板块，钢铁、有色等最明显；3) 技术面不算友好，短期动量达到高点、RSI 指标出现背离，MACD

偏小等，因此弱题材品种大幅回调，如钠电池等。当然，外资流入等趋势仍在，股指中期大概率继续保持低斜率上行趋势。

### **(3) 股市研判：行情尚在“鱼身”，六月仍有望再现多强格局**

我们认为本轮行情尚在“鱼身”。理由是：1) 6-7月是传统上题材最丰富的时间窗口，历史上虽然多受资金面波动压制但板块表现并不差，常现“多强”格局；2) 目前增量资金以长线、配置性资金为主（外资+公募），两融、量化盘等碍于技术面因素参与度反而一般，预计市场波动不会太大、主流板块表现可能更稳；3) 前期利空多数已被消化、市场情绪也未达到极端，加上宏观环境整体友好，指数很难出现突然走弱或大幅回调的情景。后市看，六月很可能再现多强格局，寻找投资者偏好重叠与共振或是最佳选择。例如长线资金最看重优质赛道，中线资金更追求行业高景气，短线则重于强势题材。

### **(4) 行业配置：把握赛道+景气+题材三个抓手**

板块方面，我们建议重点关注：1、社交经济，关注民族消费品牌、大众消费等；2、估值回调后，与正股盈利能力匹配度显著修复的主流赛道。如军工（自主可控与进口替代、新型武器装备放量周期、军工信息化和新材料成长）、电气设备（新能源车、风光设备、硅片）；3、盈利修复较强的方向，如交运（航空）、医药生物（龙头药企的估值修复机会、疫苗及产业链供应商二季度起业绩有望逐渐兑现、医疗器械海外需求回升以及高景气的CXO龙头）；4、大金融，重点关注银行；5、低估值成长股，关注计算机和通信。

## 2. 债市：资金面的“另类机理”与中性回归

### (1) 核心观点

我们提出本轮资金面宽松的机理：非银“钱多”+杠杆不高+对银行指标消耗降低。后续央行需要主动投放，届时资金边际成本会有所上行，非银作为更低层次的流动性解决不了超储率低导致的不稳定性，资金面中性回归和收敛正在出现。下半年存单供需矛盾加大，MLF 仍是重要的定价锚。我们延续中期策略看法，债市仍在区间震荡当中，十年期国债 3.0%是偏下限的水平，不建议在该位置更激进，但欠配压力决定了短期调整空间应不大。欠配资金正填平各个洼地，尝试挖掘过剩产能短端、中部区域城投、ABS 等机会。本周关注 PMI、疫情、大宗价格等，中期变数仍在于地方债供给节奏等。

### (2) 资金面宽松的“新机理”

本轮资金面宽松和央行投放几乎没有关系，超储率也并不高。而贸易高顺差可能带来结汇增加，从而形成基础货币投放的逻辑也未得到数据验证。我们认为资金面宽松的内在机理在于：第一是财政资金超季节性投放，去年财政资金的大量结余在今年上半年集中支出。第二是利率债发行节奏偏慢导致银行配债和预防性资金需求下降。第三也是最重要的一点，非银“钱多”+杠杆不高，非银规模扩张较快但合意资产持续萎缩，低杠杆意味着资金需求较弱，对银行融出资金的依赖度降低，银行流动性指标摩擦减弱。

### (3) 资金面常态收敛可能正在出现

首先，目前超储水平下，央行快则在 6 月份就需要主动投放资金，届时流动性边际成本会有所上行。其次，非银“钱多”的局面难以持续，作为更低层次的流动性解决不了超储率低导致的不稳定性。决定资金面的根本是资金供求，超储率偏低自然就面临不稳定性。最后，地方债和 MLF 到期影响增大，资金面波动大概率增加，地方债发行节奏是关键。

#### **(4) 如何看待同业存单的供求关系？**

3 月以来存单利率持续下行，呈现“供需两旺”格局。供给端方面，银行尤其是大行的流动性缺口和负债端压力较大。而需求端旺盛主要源于：1) 今年二季度之后，机构面临小型资产荒，银行自营和理财大量通过货基过渡，存单需求力量短期被放大；2) 上半年机构对债市预期较一致，心态上普遍偏谨慎，操作上久期较短，偏好存单等资产的配置；3) 货基膨胀，现金管理类理财产品监管正式稿待出台，银行整改压力下，对存单需求阶段性上升。展望未来，银行缺存款、超储率偏低的格局下存单供给压力持续存在，需求环境则更为复杂。随着 8 月到期量增加，MLF 仍是同业存单重要的定价锚。

#### **(5) 策略观点**

机构欠配压力之下，各类价值洼地已被迅速填平。而目前欠配压力仍没有根本逆转，意味着：虽然面临资金面收敛等扰动，但利率短期调整空间还不会太大；未来关注的结构性机会主要在过剩产能产业债短端、中部区域城投债、ABS 和 REITs 等。我们延续中期策略看法，十年期国债 3.0% 是主流运行区间偏下限的水平，资金面大概率

中性回归，不建议在该位置更为激进，杠杆较高的投资者考虑降低部分杠杆水平，并尝试挖掘上述结构性机会。本周关注 PMI 数据和螺纹钢可能上涨这一风险点，中期变数仍在于地方债供给节奏，同业存单围绕着 MLF 波动是大概率事件，决定债市仍在区间震荡当中。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

## 二、宏观经济专题<sup>5</sup>： 金融周期对房地产价格的影响 ——基于 SV-TVP-VAR 模型的实证研究

### (一) 摘要

本文利用 2004—2016 年的季度数据构建金融周期综合指数，用以描述金融场景气程度；使用 SV-TVP-VAR 模型，围绕金融周期对我国房地产价格的影响进行实证研究。结果表明，金融周期对房地产价格的影响具有明显的时变性特征：2008 年以前金融市场繁荣对房价有稳定推升作用，2008 年后该影响持续弱化；与之类似，实体经济对房价的影响同样自 2008 年起逐渐减小。这意味着，在经济增长方式转变和经济结构调整的过程中，我国房地产价格对经济金融冲击的敏感度已经大幅下降，金融扩张可能难以再通过房地产市场有效带动实体经济的繁荣，相反，其反而可能导致银行贷款不良率的攀升，在金融系统内积累系统性风险。我国针对房地产的宏观调控政策不仅对控制贷款不良率的提高体现出积极作用，而且自 2008 年国际金融危机以来，产出及房价的随机波动率均呈显著下降趋势，风险得到有效控制。未来应更加重视房地产市场调控在宏观审慎政策框架中的重要地位，遏制房地产金融化泡沫化势头，防范房地产市场引发金融危机。

<sup>5</sup>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钱宗鑫，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心王芳，中信建投证券股份有限公司资本市场部孙挺。本文节选自原载于《金融研究》2021 年第 3 期的《金融周期对房地产价格的影响——基于 SV-TVP-VAR 模型的实证研究》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract851.shtml>

## （二）引言

改革开放四十多年来，我国社会主义市场经济建设取得巨大成就。进入 21 世纪以后，作为城镇化进程重要载体的房地产业在国民经济中位置突出，成为拉动经济的主要引擎之一。由于房地产是银行信贷的重要抵押品，广义信贷等金融周期指标与房地产价格的相互影响机制将金融与实体经济进一步紧密联系起来。然而，在全球性金融危机冲击下，随着我国经济从高速增长逐渐转变为高质量发展，以及货币政策与宏观审慎政策“双支柱”调控框架的确立，特别是在住房金融宏观审慎政策付诸实施的情形下，金融周期对房地产价格的影响是否有所不同就成为一个有趣的问题。

Carey (1990) 和 Wheaton (1994) 构建的金融周期和房地产周期分析框架对金融周期、房地产周期与经济周期的关系做了初步探讨。他们的研究首先明确了几个基本判断：房屋供给短期内可以认为相对恒定，在长期则具有可调节性；银行贷款或广义货币余额随抵押物（主要为房屋）价值的变化而变化；房地产价格基于其未来回报的折现值或同类其他资产的价格而变化，并可以对市场环境做出较快反应。其次分析了房地产市场与金融等其他市场相互间的影响机制：房地产价格会对影响其自身折现值或同类其他资产价值的金融冲击做出反应，也会对影响市场环境的经济冲击做出反应，交易量则在短期内变化较慢。最后指出影响房地产价格的因素主要有两类：一类为外部冲击，如产出、货币供应量、股票价格、利率、资本流动等；另一类为房地

产行业自身冲击，房价的变动可能会进一步引发外部冲击从而对其自身产生影响。可见，房地产价格既与房地产市场自身有关，也与金融市场运行有紧密联系。

总体来看，直到 2007 年以前，我国房地产市场整体上仍处于起步阶段，发展较为平稳，房地产价格呈现稳健上升趋势，未出现大幅波动。但是在全球经济下行和金融危机影响下，房价波动明显加剧。值得注意的是，房价过快上涨不仅成为社会关注热点，也导致了一系列针对性调控政策的出台。房地产市场发展阶段的转换，意味着金融周期对房地产价格的影响可能呈现出时变性特征。

中国在不断深化的金融改革过程中实现了金融业的蓬勃发展。一方面，金融中介体系日渐完善。另一方面，金融监管、宏观调控的专业性以及工具多元性都有明显进步，在认识金融周期与经济周期关系、应对外部市场冲击等方面积累了经验。那么，在金融体系逐渐走向成熟的过程中，特别是在金融业运行的市场化程度、国际化水平不断提高的情况下，在特定监管或调控政策的影响下，金融周期本身可能也具有时变性特征。

从研究方法看，金融周期对房地产价格影响的潜在时变性和金融周期本身的潜在时变性意味着分析框架应该考虑这种潜在的时变性。VAR、SVAR 等传统定量分析方法，适用于变量之间保持恒定关系的研究。但是对于我国房地产市场和金融市场这种既有明显周期性又附带时变性特征的情况，传统方法很可能遗漏关键的时变信息。鉴于此，本文选用时变参数向量自回归模型（SV-TVP-VAR），证实金融周

期对房地产价格的影响具有明显的时变性，即 2008 年后金融冲击推升房价的影响持续弱化，实体经济冲击对房价的影响同样逐渐减小，从而更加准确地刻画金融周期与房地产价格二者关联性在时间维度上的演变过程，为在复杂环境下的决策行为提供科学参考。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

### 三、主要经济数据<sup>6</sup>

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Aug	20- Sep	20- Oct	20- Nov	20- Dec	21- Jan	21- Feb	21- Mar	21- Apr
CPI	同比	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9
PPI	同比	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8
制造业 PMI	指数	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1
工业增加 值	累计 增长	0.4	1.2	1.8	2.3	2.8	35.1		24.5	20.3
工业企业 利润总额	累计 同比	-4.4	-2.4	0.7	2.4	4.1		178. 9	137. 3	106. 1
固定资产 投资完成 额	累计 同比	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9		35.0	25.6	19.9
社会消费 品零售总 额	同比	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6			34.2	17.7
进出口 总值	当期 值同 比	6.0	10.0	4.6	7.8	5.9	17.5	57.2	24.0	26.6
M2	同比	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)	2767 3	2800 5	2812 5	2832 5	2847 5	2897 4	2913 6	2945 6	2961 6
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	1278 3	1875 2	6898	1433 7	1255 2	3578 3	1359 4	2730 3	1468 5

<sup>6</sup>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.2117	《人民币国际化报告 2020》系列九：上海建设全球金融中心的 微观举措	IMI
IMI Report No.2116	《人民币国际化报告 2020》系列八：上海全球金融中心建设的 机遇与挑战	IMI
IMI Report No.2115	《人民币国际化报告 2020》系列七：改革开放以来金融创新的 先行者	IMI
IMI Report No.2114	国际资本市场形势分析	钱宗鑫
IMI Report No.2113	《人民币国际化报告 2020》系列六：国际中心城市建设与货币 国际化	IMI
IMI Report No.2112	《人民币国际化报告 2020》系列五：上海全球金融中心五位 一体的协同发展模式	IMI
IMI Report No.2111	IMI 宏观经济月度分析报告（第 48 期）	IMI
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 展和水平开放的引领作用	IMI
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 47 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）	张文春
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	廖志明
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	IMI
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）	



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