

No. 2124

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十期)

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：美元指数未来 3-6 个月反弹概率较高	- 5 -
(二) 国内宏观.....	- 7 -
1. 经济：工业生产恢复平稳，制造业投资继续改善.....	- 8 -
2. 通胀：CPI 小幅上行，PPI 涨幅创新高	- 10 -
3. 金融：企业债融资和非标拖累社融走弱.....	- 12 -
(三) 商业银行.....	- 15 -
1. 银行理财市场新规落地，市场加速规范化.....	- 15 -
2. 2021 年 5 月货币金融数据分析.....	- 17 -
(四) 资本市场.....	- 18 -
1. 股市：A 股下半年盈利增速将放缓.....	- 18 -
2. 债市：稳健货币政策下的局部信用收缩.....	- 22 -
二、 宏观经济专题：双支柱下的货币政策与宏观审慎政策效应——	
基于银行风险承担的视角	- 25 -
(一) 摘要.....	- 25 -
(二) 引言.....	- 26 -
三、 主要经济数据	- 32 -

图表目录

图 1：大宗商品价格推动 PPI 涨幅创新高.....	- 12 -
图 2：M1、M2 剪刀差走阔.....	- 14 -

表格目录

表 1：5 月 M2 增量的结构.....	- 17 -
表 2：经济数据一览.....	- 32 -

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 5 月通胀超预期，就业市场修复前景初步验证。6 月 FOMC 议息会议上，美联储已认可疫苗接种对经济前景的积极影响，而当下美联储在 Taper 转向前夕面临着一个“杂技之环”。新冠病毒变种毒株对欧洲经济复苏的威胁加大，但 6 月欧元区 PMI 继续上行，工业景气高，表明经济仍在持续修复。日本疫情再度蔓延，制造业扩张速度放缓。

(1) 美国 5 月通胀超预期，就业市场修复前景初步验证

物价方面，5 月美国 CPI 同比超预期。5 月美国 CPI 同比 5%，预期 4.7%，前值 4.2%；核心 CPI 同比 3.8%，预期 3.4%，前值 3%。从“食品、能源、核心 CPI”三大类视角拆分，主要是运输服务、二手车、发动机燃料、服装和新车价格在拉动，上述五项对 5 月 CPI 同比的额外拉动分别为 0.27、0.22、0.16、0.1、0.05 个百分点，合计 0.8 个百分点，基本能解释 5 月 CPI 同比的进一步走高。发动机燃料价格同比涨幅继续上行，主要是受低基数下国际油价同比走势的影响，运输服务、二手车和新车、服装价格同比涨幅继续扩大，部分是因为基数效应，更多则是社会重开后带来的出行、社交等服务消费不断修复

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

的原因。此外，汽车价格持续上涨也有汽车芯片供应受限的因素存在。

就业方面，就业市场修复前景初步验证。6月美国非农数据高于预期，但失业率出现回升：美国6月新增非农就业人数85万人，预期+72万人，前值上修至+58.3万人，高于市场预期。但5月失业率反而上行至5.9%，弱于市场预期的5.6%，前值为5.8%。6月劳动参与率持平于上月，录得61.6%，预期61.7%。失业人口结构中，永久性失业人口小幅下降29.5万人，暂时性失业人口下降29.1万人。

6月劳动参与率与上月持平、新增就业人口超预期，但失业率反而上升0.1个百分点，这一特殊的组合主要与部分人口重返就业市场+部分人口主动辞职寻找工作机会有关，背后反映了劳动力对就业市场预期的改善。行业层面结构性失业仍存在，比如休闲和酒店业、教育和医疗等行业。时薪层面，6月所有行业时薪均有提升，反映劳动力市场由于需求旺盛、摩擦性失业加大，薪金整体有上行压力。美国新增非农数据4-5月连续低于预期或与劳动力结构性短缺有关，随着失业补贴退出、学生复课，劳动参与率或逐渐提升，就业市场修复虽迟必至，目前来看，6月数据或已开始印证这一变化。若就业市场加速修复的趋势进一步明确，就业市场对美联储Taper的支持将进一步得以巩固。

货币政策方面，6月FOMC会议将超额存款准备金利率由0.1%上调至0.15%，将隔夜逆回购利率由0%上调至0.05%，其余货币政策未做调整。会议声明中弱化疫情对经济的拖累，明确疫苗对经济的积极作用，反映美联储已认可疫苗接种对经济前景的积极影响。

美联储在 Taper 前面临着一个循环：美联储在正式释放 Taper 预期前需要营造一个宽松的流动性环境，从而让金融市场产生流动性宽松的信心，能更平稳的接受 Taper 操作。但在流动性边际变化主导的时候，往往会加剧股债的同向性；这又会带来资本市场的脆弱性增加，并掣肘货币政策转向，进一步带来通胀预期的发酵。为压制通胀预期，美联储则需要释放货币政策转向，而这又需要金融市场宽松的流动性作为条件。由此便形成了美联储在当下转向前夕的“杂技之环”。当下美联储正面临金融市场股债同向性提升的问题（目前美股美债相关系数同向性水平几乎等于 2013 年年底的水平），对美联储的预期管理能力提出了更高的挑战，因此美联储更需要维持宽松流动性环境以呵护金融市场预期。这也导致近期美联储配合财政部，通过财政存款支出加速+美联储单周天量购债的操作，带来金融市场流动性“泛滥”，压制美债名义利率与通胀预期的上行趋势。

复盘 2013 年 Taper 前美联储的操作也可以看到，当下美联储的宽松操作与 2013 年 Taper 前十分类似，因此未来两个月美联储明确 Taper 预期的概率较大。当下这一宽松的背后，实际上是为了后续 Taper 的紧缩做流动性的铺垫。往后看，美联储本轮主动宽松有 2 个主要的跟踪指标：1) ON RRP 交易量，当交易量维持高位，反映金融市场流动性仍充裕；2) 5Y5Y 美元隔夜指数掉期隐含的美国通胀预期，当通胀预期未抬头，则说明充裕流动性对名义利率与通胀预期的压制仍有效。

(2) 变种毒株对欧洲经济复苏威胁加大，但数据显示欧元区经

济仍在持续修复

新冠病毒变种毒株对欧洲经济复苏的威胁加大。Delta 变种毒株的威胁加大，英国推迟解封时间。英国 6 月 10 日至 6 月 16 日新增 Delta 变种冠状病毒感染病例数量达 33630 例，德国的 Delta 变种感染病例数量也在上升。根据官方数据，目前英国新增病例 90%以上为 Delta 变异病毒感染病例。根据原计划，6 月 21 日英国将全面解封，但受到变异病毒影响，6 月 14 日英国首相约翰逊宣布推迟一个月解封，即限制措施持续到 7 月 19 日。而从近期高频数据也看到，随着变异病毒蔓延，英国餐厅就餐、出行指数等均出现回落。除英国外，Delta 变种在欧洲与美国均有较大规模蔓延，目前新增病例中，葡萄牙有 96%、意大利超过 20%、比利时约 16%、德国约 6%为 Delta 变种冠状病毒感染，德国卫生部长施潘表示，Delta 变种新冠病毒最终将占据主导地位；美国总统拜登表示，Delta 变体毒株更容易传播，可能致命，但不太可能触发新的封锁。

疫苗对 Delta 变种有效，疫苗接种推进有望控制疫情蔓延。最新研究认为，阿斯利康疫苗对 Delta 变种新冠病毒有效性为 92%，辉瑞-BioNtech 的新冠疫苗接种对 Delta 变种的有效性达 96%，疫苗对变异病毒仍有较高的有效性，随着美欧有望于 Q3 实现全民免疫，疫情蔓延有望得到控制。

6 月欧元区 PMI 继续上行，工业景气高，经济仍在持续修复。欧元区 6 月制造业 PMI 为 63.4，前值 63.1。服务业 PMI 为 58，前值 55.2。综合 PMI 为 59.2，前值 57.1。

货币政策方面，欧央行 6 月利率会议决定维持三大基准利率以及 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划规模不变，符合市场预期。此外，欧央行上调了 2021 年和 2022 年的经济和通胀预期。经济方面，从 3 月预测的 4.0%和 4.1%上调至 4.6%和 4.7%。通胀方面，将 2021 年通胀预期上调至 1.9%，较 3 月预测值高了 0.4 个百分点。

(3) 日本疫情再度蔓延，制造业扩张速度放缓

日本制造业 PMI 低于前值，扩张速度放缓。日本 6 月制造业 PMI 录得 52.5，低于前月的 53；服务业 PMI 为 58，高于上月的 46，但仍在萎缩区间。由于防疫措施带来的经济“副作用”，制造业 PMI 扩张速度已经连续三个月放缓。

5 月物价水平有所回升。5 月日本 CPI 同比-0.1%，前值-0.4%，核心 CPI 同比 0.1%，前值-0.1%。

5 月失业率小幅回升。5 月日本失业率录得 3.1%，4 月为 3%。从 3 月以来，日本失业率已经连续 2 个月回升。

货币政策方面，日本央行周三公布 4 月政策会议记录显示，委员们认为，“围绕新冠疫苗接种速度和效果存在不确定性，可能会增加经济活动的下行压力。但发达国家采取的刺激措施有可能加快国内和海外经济的复苏步伐。”

2. 汇率展望：美元指数未来 3-6 个月反弹概率较高

未来 3-6 个月，美元指数反弹的概率较高。根据“内外盘联动分析框架”，美元指数反弹的背景下，人民币汇率会呈现贬值压力，因

此人民币汇率升值或已接近尾声。另外，“内外盘联动分析框架”隐含美元指数主动升值 1%，对应人民币中间价的贬值压力为贬值 0.361%。因此如果未来 3-6 个月美元指数反弹 10%，则人民币中间价的贬值压力约 3.6%，再考虑情绪超调的空间，则假设人民币中间价的贬值压力约 6%，对应当前人民币中间价 6.4，则将贬值得到约 6.8 左右。因此这一轮人民币应对美元指数反弹的安全空间很充足，汇率贬值对市场情绪影响会弱于以往。

看好美元反弹的原因有三：

第一，去年下半年以来，美德利差持续走高，但美元则偏弱，从历史上看这种背离往往以美元指数的追赶作为结果，即美元将上涨。这一原因在于：息差决定资本流动，而资本流动决定汇率，因此汇率与息差的背离最后一般都会由汇率变化来修复。目前美德息差处于历史高位，中期维度资本回流美国的动能仍在，未来如果美国疫情、货币政策前景再进一步明朗，那么美元指数反弹的概率较高。

第二，美联储在未来 2 个月左右大概率会明确 Taper 预期，届时货币政策走向大概率较欧洲央行更为紧缩。同时疫苗接种方面，美国部分地区已完成 70%人口的接种，随着全民免疫的进一步推进，欧洲疫苗接种边际强于美国的格局也有望反转，带来美元指数反弹。

第三，美国财政赤字扩张初期，在中期（1-2 年左右）维度中，财政赤字扩张带来经济增速偏强，往往会带来美元指数走势也偏强，此后在 3-5 年的大周期中才会迎来美元的大幅走弱行情。历史上 1991 年 3 月-11 月、2001 年 4 月-2002 年 4 月、2008 年 8 月-2009 年 3 月

均出现过财政赤字扩张初期美元指数同步走强的情形。而考虑到美国未来还有基建计划等新一轮财政刺激计划可能落地，所以一年维度看，财政对经济提振效应带来强美元的动能可能还没消化完毕，当下只是因为疫情反复对这一动能有所冲击。

（二）国内宏观²

6月16日国家统计局公布了今年我国5月经济数据，5月份规模以上工业增加值同比增长8.8%，两年平均增速6.6%，较前值6.8%有所回落。出口增速回落带动工业增加值恢复放缓，经济或已恢复至潜在水平。制造业投资则继续回暖，1-5月制造业投资两年平均增速0.6%。前值-0.3%，今年来首次转正，高技术制造业投资表现亮眼；房地产投资累计两年平均同比增速8.6%，依然保持其韧性；今年基建不在作为托底经济增长的工具，因此基建投资增速或继续处于低位。消费复苏仍弱且复苏出现错位，5月餐饮收入的两年平均增速较4月加快1.0个百分点至1.4%，但仍未恢复至正常水平。受去年防疫物资出口的高基数影响，出口增速继续回落，而进口则在大宗价格上涨的带动下超预期增长，同比增速达51.1%。5月各项经济数据趋于稳定，多数数据边际变化较小，表明经济已处于平衡状态，达到前值增速水平。

²撰写人：IMI 研究员孙超

1. 经济：工业生产恢复平稳，制造业投资继续改善

(1) 工业生产恢复放缓

5 月份规模以上工业增加值同比增长 8.8%，两年平均增速 6.6%，较前值下降 0.2 个百分点，工业生产恢复放缓，已恢复至潜在水平，小幅回落主要是大宗商品价格的上行一定程度上抑制了中游企业的生产积极性。分行业看，41 个大类行业中有 36 个行业增加值同比实现正增长，其中受疫苗需求旺盛影响，5 月医药制造两年平均增长 16.9%，增速较 4 月提高 5.2 个百分点，金属制品、电气机械、通用设备、专用设备、信息设备等行业工业增加值两年复合同比增速均在超过 10%，恢复强劲；金属制品和电气机械及器材制造业增速回落，汽车制造业受芯片供给短缺影响，同比增速较 4 月回落 7.2 个百分点至 0.5%。整体来看工业生产同比虽有所回落，但仍较为平稳，短期内工业生产或仍受上游原材料价格上涨对中下游需求的抑制影响，工业增加值或仍将小幅回落。

(2) 制造业投资继续改善

1-5 月固定资产投资同比增速 15.4%，近两年平均增长 4.2%，较前值增速略回升。分三大类别看，1-5 月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 20.4%、18.3%和 11.8%，近两年平均增速分别为 0.6%、8.6%和 2.6%，制造业投资两年平均增速今年来首次为正，反映企业利润的持续改善，房地产投资则或受融资受限影响增速将下滑。分行业看计算机通信制造、医药制造、专用设备制造、有色冶炼等行业 5

月份两年平均增速较前值均有不同程度改善；而汽车、纺织业和通用设备则有明显回落。今年以来专项债发行整体进度偏慢，1-5月新增地方专项债 5840 亿元，占全年额度不到 20%。今年基建不在作为托底经济增长的工具，因此基建投资增速或继续处于低位。5月房地产投资的两年平均增速为 9.0%，较 4 月两年平均增速下降 1.3 个百分点，而从销售来看，5 月份商品房销售面积和销售额保持平稳，增速仍然处于高位，5 月商品房销售面积两年平均增长 9.4%，较 4 月两年平均增速上升 1.4 个百分点。政策调控下，房地产融资受限，贷款和自筹等资金拉动偏弱，使得开发商更加依赖销售回款，地产销售数据仍较好。而今年 22 大城市集中拍卖土地的政策一定程度上或对房地产投资产生拖累。

(3) 消费复苏节奏分化

5 月社零同比增速为 12.4%，近两年平均增速 4.5%，较前值上升 0.2 个百分点，但仍偏弱；5 月餐饮类消费两年平均增速 1.4%，较前值上升 1.0 个百分点，有所回暖但仍未恢复至正常水平；商品零售两年平均增长 4.9%，较前值上升 0.1 个百分点；汽车零售同比回到个位数，明显走弱，对社零的拉动作用减弱。饮料、烟酒、化妆品、金银珠宝等消费表现均较强，家具、家电音响等房地产相关消费增速依然较低。当前限额以上消费增速显著高于限额以下消费增速，表明疫情影响下消费复苏出现错位，同时疫情对普通民众的冲击更大，使得其消费恢复较慢，消费增长仍然偏弱。

(4) 出口结构改变，进口超预期增长

按美元计价，5月出口总额2639亿美元，同比增速为27.9%，前值32.3%，继续回落，主要是去年防疫物资的高基数影响；进口总额2184亿美元，同比增速51.1%，前值为43.1%，进口增速超预期，主要是由于大宗价格上涨影响。从出口地区来看，5月对欧美等国家出口增速收窄，主要是由于发达国家疫情获得较好的控制，工业生产持续恢复，对我国需求减弱；而对东盟和印度等国家和地区出口增速回升，主要是其疫情仍未得到有效控制，生产恢复较慢，对中国商品需求较高。从出口产品来看，增速亦出现分化，医疗仪器及器械、纺织纱线、织物及制品等防疫相关物资继续受基数影响增速下降，而玩具、服装、家具等产品出口继续保持高增速。进口来看，5月进口同比增速51.1%，两年平均增速12.4%，主要是受铁矿砂、原油、铜等商品价格上涨影响，进口金额同比分别上涨72.6%、11.6%和43.5%。分地区来看，对美欧增速分别为40.5%和57.7%，对日本、东盟和韩国进口增速分别为33.6%、53.7%和31.9%。整体来看，今年1-5月我国对主要贸易伙伴进出口增速均保持较高增长，尤其是出口在外需复苏下保持强劲，往后看，短期内发达国家经济恢复对我国出口仍有支撑，进口增速则受大宗商品价格高位影响，仍将稳定增长。但整体受去年高基数以及海外供给恢复影响，下半年高增速或难持续。

2. 通胀：CPI小幅上行，PPI涨幅创新高

(1) CPI 同比小幅上行

5月份CPI同比增速1.3%，前值为0.9%，CPI同比继续小幅上

行。核心 CPI 亦回升 0.2 个百分点至 0.9%。同比来看，5 月食品价格上升 0.3%，猪肉价格继续大幅下降，同比为 -23.8%，环比亦下降 11.0%，仍是 CPI 食品项的主要拖累；而出猪肉外的蛋类、水产品、鲜菜、鲜果均出现不同程度上涨，其中蛋类同比涨幅 14.3%。环比来看，CPI 下跌 0.2%，猪肉、鲜菜和鲜果是主要拖累，分别下降 11.0%、5.6%和 2.7%，主要是受供给增加影响。而非食品项同比上涨 1.6%，环比上涨 0.2%，交通通信分项同比上涨 5.5%，涨幅最大，教育文化娱乐、生活用品服务等均略有上涨。整体来看，5 月 CPI 同比继续上涨，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，居民终端消费依旧较弱，PPI 向 CPI 的传导较弱，加上猪肉价格下跌，全年来看 CPI 或不超 2%。

(2) 大宗商品价格推动 PPI 涨幅创新高

5 月 PPI 同比增长至 9.0%，创近十年来新高，较上月提升 2.2 个百分点，环比增长 1.6%。分项上看，生产资料同比上涨 12.0%，前值 9.1%，环比 2.1%，前值 1.2%；生活资料同比增速 0.5%，前值 0.3%，环比 0.1%，与上月持平。同比来看，受低基数影响，工业品价格普遍大幅上涨，石油和天然气开采业同比上涨 99.1%，黑色金属矿采选业上涨 48.0%，动煤炭开采和洗选业同比上涨 29.7%。环比看，受石油相关行业、黑色、有色、煤炭和机械行业拉动 PPI 环比上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 1.7%，涨幅扩大 1.3 个百分点；动煤炭开采和洗选业环比上涨 10.6%，涨幅扩大 7.8 个百分点；黑色金属冶炼和压延加工业价格上涨 6.4%，涨幅扩大 0.8 个百分点。整体看黑色系

价格的上涨推动 PPI 同比创新高，当前国内黑色系涨价主要受供给侧逻辑驱动，日前国家发改委会同相关部门针对大宗商品价格非理性上涨进行供需调节，政策微调下，国内供给侧修复的概率较大，国内黑色系大宗价格涨幅暂缓，6、7 月 PPI 或继续高位运行，而后或将逐步回落，全年呈现“两头低、中间高”的走势。

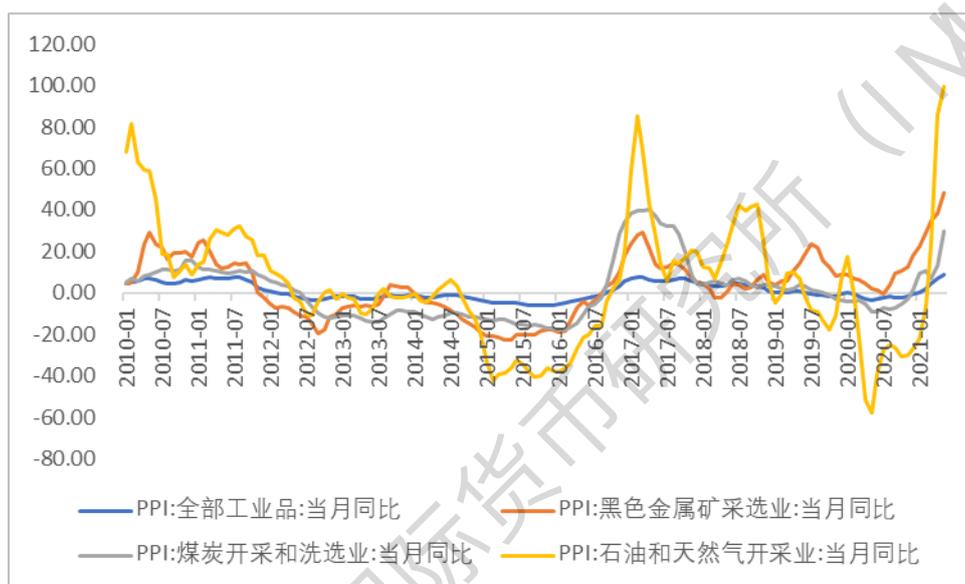


图 1：大宗商品价格推动 PPI 涨幅创新高

数据来源：Wind，IMI

3. 金融：企业债融资和非标拖累社融走弱

(1) 企业债及非标拖累社融走弱

5 月份新增社融规模 1.92 万亿元，同比少增 1.27 万亿，弱于市场预期，社融存量同比增长 11.0%，较前值继续下滑 0.7 个百分点。5 月社融增速同比回落主要受高基数效应影响，其中政府债、企业债和表外融资对社融拖累较大。从结构上看，5 月新增人民币贷款 1.43

万亿，同比少增 1208 亿，信贷仍然较强。非标融资减少 2629 亿元，同比多减 2855 亿元，其中信托贷款减少 1295 亿元，委托贷款减少 408 亿元，未贴现的银行承兑汇票减少 926 亿元，同比多减 1762 亿元，主要是房地产监管趋严下企业开票意愿减弱。5 月股票融资 717 亿元；企业债券净融资减少 1336 亿元，同比多减 4215 亿元，主要是城投融资政策收紧导致城投企业发债尤其是低资质城投发债收紧，同时地产发债融资亦收紧；政府债券净融资 6701 亿元，同比少增 4661 亿元，6 月以来地方政府专项债发行开始提速，政府债券发行规模边际提升。整体来看 5 月非标规模压降明显，同时企业债券融资在城投及地产融资限制的影响下也明显下降，政府债券发行亦减弱，共同构成社融主要拖累。6 月政府债券发行或提速，但结构性紧信用仍将延续，企业债券融资或仍将成为拖累，社融增速或仍将回落。

(2) 短贷拖累信贷增长

5 月份新增人民币贷款 1.5 万亿元，同比多增 143 亿，新增信贷不强。具体来看，5 月企业新增贷款 8057 亿元，同比少增 402 亿，其中企业新增中长期贷款 6528 亿元，同比多增 1223 亿，增量规模较一季度减弱；新增短期贷款 -644 亿元，同比多减 1855 亿，新增票据融资 1538 亿元，同比少增 48 亿。短贷持续较弱同时企业票据融资为正，表明在原材料价格上涨时涨价因素无法向下游传导，导致中游企业利润收缩，企业短期融资需求不强。而中长期贷款表现较好则与政策对保证实体经济融资提供保障，信贷结构持续改善。居民贷款方面，5 月居民中长期贷款增加 4426 亿元，同比少增 236 亿元，表明各地

房地产调控政策下居民中长期贷款增量承压。而居民短贷新增 1806 亿元，同比少增 575 亿元，主要是于监管严查经营贷和消费贷违规流入楼市，同时居民消费意愿较弱。

(3) 非银存款增长带动 M2 回升

5 月 M1 同比增速 6.1%，较前值回落 0.1 个百分点；M2 增速较前值上升 0.2 个百分点至 8.3%，M2-M1 剪刀差走阔。M2 增速超预期主要是由于非银存款增加，5 月月新增非银机构存款 7830 亿元，同比大幅多增 14566 亿，财政存款新增 9257 亿元，同比少增 3843 亿，居民存款亦有所减少，表明居民存款转换为非银存款，同时机构欠配导致资金淤积。

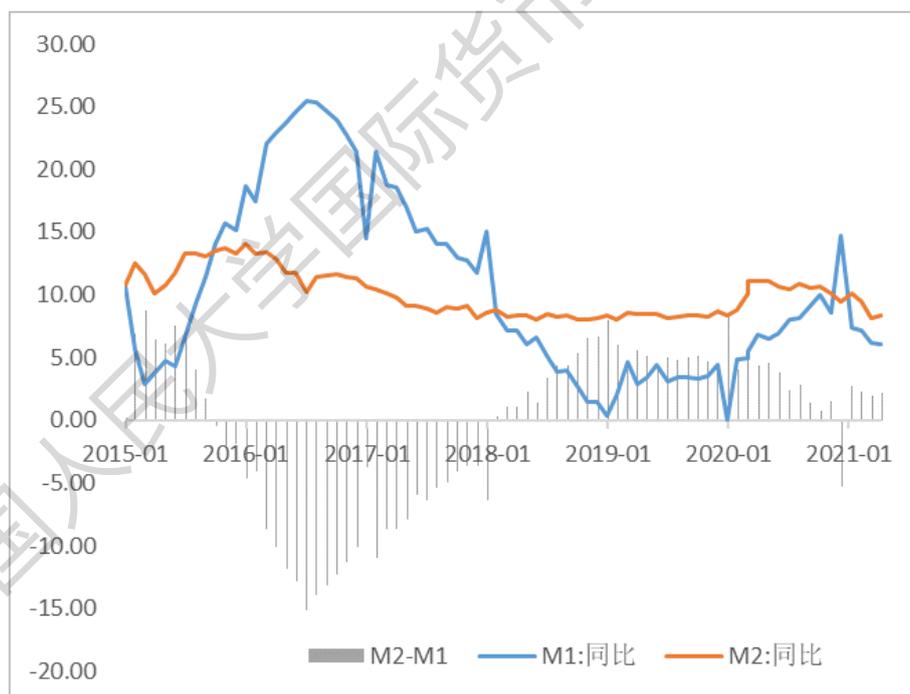


图 2：M1、M2 剪刀差走阔

数据来源：Wind，IMI

（三）商业银行³

1. 银行理财市场新规落地，市场加速规范化

（1）发布《理财公司理财产品销售管理暂行办法》

2021年5月27日，中国银保监会发布《理财公司理财产品销售管理暂行办法》，（以下简称《办法》），自2021年6月27日起施行。《办法》是《理财子公司办法》的配套监管制度。《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监管规定，并根据理财公司特点进行了适当调整，主要包括七方面内容：一是合理界定销售的概念，主要包括以一定形式宣传推介理财产品、提供理财产品投资建议，以及为投资者办理认（申）购和赎回。二是明确理财产品销售机构范围，理财产品销售机构包括销售本公司发行理财产品的理财公司和代理销售机构。代理销售机构现阶段为其他理财公司和吸收公众存款的银行业金融机构。三是厘清产品发行方和销售方责任，要求双方在各自责任范围内，共同承担理财产品的合规销售和投资者合法权益保护义务。四是明确销售机构风险管控责任，要求指定专门部门和人员对销售业务活动的合法合规性进行管理。五是强化理财产品销售流程管理，对宣传销售文本、认赎安排、资金交付与管理、对账制度、持续信息服务等主要环节提出要求。六是全方位加强销售人员管理，从机构和员工两个层面分别提出管理要求。七是切实保护投资者合法权益，要求建立健全投资者权益保护管理体系，

³ 撰写人：王剑（IMI研究员）、贺晨（国信证券）

持续加强投资者适当性管理，把合适的理财产品销售给合适的投资者。八是要求信息全面登记。《办法》的推出对标看齐资管行业统一标准的需要，充分研究借鉴国内外资管产品销售已有的成熟监管标准和实践经验，进一步完善了理财公司的制度，适应了理财产品销售法律关系变化的需要。同时，《办法》坚持“卖者尽责”与“买者自负”的有机统一，强化了投资者适当性管理，切实保护了投资者合法权益。

(2)发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》

2021年6月11日，中国人民银行、中国银保监会联合制定并发布《关于规范现金管理类理财产品管理有关事项的通知》（以下简称《通知》），自发布之日起施行。《通知》与征求意见稿相比，没有太大的变化，主要可以关注以下五方面的内容：第一，在现金管理类产品的投资管理方面：一是规定产品投资范围，二是规定投资集中度要求。第二，在流动性和杠杆管控方面：一是加强投资组合流动性管理，二是加强杠杆管控，三是加强久期管理，四是强化投资者分散程度，五是加强融资交易管理。第三，在估值核算方面：对采用摊余成本法进行核算的现金管理类产品，《通知》明确了现金管理类产品“摊余成本+影子定价”的估值核算要求，要求银行及理财公司按照公允价值进行影子定价，对摊余成本法计算的资产净值公允性进行评估，并根据影子定价和摊余成本法确定的资产净值之间的偏离程度，采取相应调整措施。第四，在认购赎回和销售管理方面：一是加强认购赎回管理，二是加强销售管理。第五，在过渡期方面：根据存量现金管理类产品资产组合实际情况，比照资管新规过渡期顺延1年的精神，

明确过渡期自《通知》施行之日起至 2022 年底，促进相关业务平稳过渡。《通知》有利于促进资产管理行业的公平竞争，防范监管套利，通过明确现金管理类产品监管标准，强化了业务规范管理，增强了银行及理财公司经营的合规性和稳健性，将推动银行存量业务有序整改和理财公司“洁净起步”，避免业务无序发展，防范潜在系统性风险。

2. 2021 年 5 月货币金融数据分析

2021 年 5 月末，基础货币余额为 32.07 万亿元，全月增加 2019 亿元。其中，现金（货币发行）减少 1665 亿元，银行的存款准备金增加 4426 亿元，非金融机构存款减少 741 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 4696 亿元，缴税和政府债券发行等财政因素回笼基础货币 3485 亿元。

5 月末的 M2 余额为 227.6 万亿元，同比增速为 8.3%，较上月提升 0.2 个百分点。按不含货基的老口径统计，5 月份 M2 增加 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 1.49 万亿元；缴税等财政因素回笼 M2 约 1289 亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 3194 亿元；银行信贷投向非银和非标等因素派生 M2 约 4267 亿元（该科目主要是轧差项，考虑到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 213 亿元。

表 1：5 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-1,626	外占	213
单位活期	13,032	债券	-3,194
单位定期	-5,157	贷款	14,919
个人	1,134	财政	-1,289
非银	7,532	其他（非银、非标等）	4,267
合计	14,915	合计	14,915

（四）资本市场⁴

1. 股市：A 股下半年盈利增速将放缓

（1）基本面更新

国内方面，6 月份工业生产恢复放缓，经济整体仍保持平稳恢复态势。6 月我国制造业采购经理指数(PMI)为 50.9，略低于上月 0.1 个百分点，但继续保持在荣枯线以上，表明制造业平稳扩张持续；非制造业 PMI 为 53.5%，较上月下降 1.7 个百分点。分项看，PMI 生产指数 51.9%，较上月下降 0.8 个百分点，表明工业生产恢复放缓；新订单指数为 51.5%，较上个月上升 0.2 个百分点，市场需求小幅修复；小型企业 PMI 指数（49.1），景气度有所改善但仍位于荣枯线以下，而大中企业仍位于荣枯线以上，反映经济恢复的全面性、整体性仍然不够。6 月新出口订单继续小幅回落 0.2 个百分点至 48.1%，连续 2 个

⁴ 撰写人：IMI 研究员孙超、芦哲

月处于收缩区间，除受原材料价格上涨影响外，也与广东疫情有关，未来出口或受海外生产恢复订单回流及高基数影响，增速或将放缓。6月受广东疫情影响，服务业 PMI 大幅下跌 2.0 个百分点至 52.3%，景气度回落明显，后续或重新恢复。通胀方面，5 月 CPI 同比上涨 1.3%（前值 0.9%），继续小幅上行，猪肉价格继续大幅下降，而蛋类、水产品、鲜菜、鲜果均出现不同程度上涨。5 月份核心 CPI 小幅上行但总体来看较为温和，居民终端消费依旧较弱，PPI 向 CPI 的传导较弱。5 月 PPI 同比上涨 9.0%，涨幅比上个月扩大 2.2 个百分点，创近十年来新高，主要受黑色系价格的上涨的推动。货币与信用方面，5 月份社会融资规模增量为 1.92 万亿元，同比少增 1.27 万亿元，主要受政府债、企业债和表外融资对社融拖累较大。5 月新增人民币信贷 1.5 万亿元，同比多增 143 亿元，中长期贷款表现较好，贷款结构持续改善。反映广义流动性的 M2 在 5 月同比增速小幅上升至 8.3%，超出市场预期，主要是由于非银存款增加，5 月新增非银机构存款 7830 亿元，同比大幅多增 14566 亿。5 月金融数据走弱，符合我国货币政策回归常态化的逻辑。央行二季度例会继续强调稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，以及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。随着经济基本恢复至潜在增速水平，社融增速或仍将回落。

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。6 月 Markit 美国综合 PMI 的 6 月初值录得 63.9，较前值 68.7 明显下降。其中制造业 PMI 初值为 62.6，

创 2007 年以来新高，高于市场预期的 61.5，前值 62.1；服务业 PMI 初值 64.8，不及市场预期的 70。6 月份原材料价格增速放缓但仍处于高位，影响制造业的增长；而就业及高工资问题则制约服务业的增长。通胀来看，5 月美国整体 CPI 同比暴涨至 5.0%，增速创 2008 年 8 月以来新高。5 月美国核心 CPI 未季调年率录得 3.8%，高于市场预期值 3.5%，创 1992 年以来最大增长。数据发布后，市场反应也相对平淡。美联储对此也相对淡定，认为上涨是暂时性的，随着时间的推移 CPI 增速将减弱。受经济刺激及低利率影响，美国楼市继续火爆，房价持续上涨。5 月美国成屋价格中值同比上涨 23.6%，达 35 万美元的历史新高。而受供给不足影响，销量数据持续下滑，美国成屋销售下降 0.9%。5 月新屋销售数量环比下跌 5.9%，远于市场预期的上涨 0.2%，而新屋库存量则出现了上升，表明与成屋不同，新屋销量下跌或主要由于新屋价格暴涨影响。5 月美国零售延续下跌势头，5 月季调环比下跌 1.3%，不及预期下跌的 0.7%，核心零售销售同样不及预期，环比降 0.7%。6 月美国非农新增就业人数增长 85 万人，远超市场预期的 72 万人，失业率 5.9%，较前值 5.8% 小幅上升。随着疫苗接种的持续，美国经济将继续恢复，就业数据将持续好转。6 月 17 日，美联储公布 6 月 FOMC 会议利率决议，美联储将基准利率维持在 0%-0.25% 不变，且维持 1200 亿美元月度债券购买规模不变。从点阵图来看，70% 以上联储官员预计 2023 年会加息，本次 FOMC 立场较市场预期表现鹰派，但仍未在利率决议和鲍威尔发言时正式提及 Taper，鲍威尔也强调高通胀是暂时的，需等到经济取得实质性进展后才会开始讨

论缩减。尽管年内美联储或仍将维持宽松的货币政策操作，但从本次美联储较为鹰派的表态来看，宽松政策的退出或将提前到来，市场或许也将提前反应。

(2) 市场回顾与展望

6月30日A股迎来上半年最后一个交易日，三大指数日终均收涨，其中创业板指收涨2.08%，创近六年来新高；深证成指收涨1.08%，沪指收涨0.5%。6月A股市场保持日均近万亿元的高量成交，其中成交金额占比前5的行业分别是电子、医药、电力设备及新能源、计算机和基础化工，全月市场增量资金不多，科技成长板块成交较为活跃。今年上半年沪指、深证成指和创业板指分别累计上涨3.40%、4.78%和17.22%，创业板指表现强势。近日受华为鸿蒙概念以及新能源的拉动，半导体芯片股以及锂电、光伏等趋势板块延续强势。A股6月解禁规模较5月近乎翻倍至8532亿元，为年内解禁市值规模最大的月份，其中宁德时代3900亿元，中信建投约1737亿元。但“电池茅”宁德时代在解禁日后，股价不降反升，突破500元大关，创历史新高，反映出市场对新能源电池的热度，科技成长类股票受追捧。

5月我国经济数据增长偏弱，国内经济复苏已见顶，我国GDP同比高点已过、年内将逐季回落。往后看，整体需求延续恢复、供需错配有所缓解，增长动能将趋缓，我们认为A股下半年的盈利增速将会放缓。流动性方面，“稳货币+紧信用”，信贷整体趋紧，但企业中长贷预计仍有支撑，对制造业、小微等继续结构性支持将持续。宏观流动性整体不会出现大的转向，市场关注点或更多的聚焦在微观的企

业盈利增速和估值上，在下半年的盈利增速将会放缓下，结构性带来的分化会更加明显。一方面在科技创新和碳中和的政策驱动下，以芯片电子和新能源为主的科技成长股或将仍有较好的表现，另一方面目前金融风格估值仍在底部，后续可能迎来修复性行情，整体较为抗跌，可能是相对较好的选择。

2. 债市：稳健货币政策下的局部信用收缩

(1) 核心观点

上周债市继续窄幅波动，诸多结构性机会已经被充分挖掘。今年以来，局部信用收缩背后的原因是房地产三道红线、地方隐性债务约束、地方债发行后置。今年的社融增速可以看做债市供给的同步指标，而非经济前瞻指标。与18年民企违约潮导致股权质押风险暴露不同，今年局部信用收缩反而降低了理财和货基利率，降低了股市资金成本。后续需要密切关注地方债发行节奏和涉及隐性债务城投流贷受限等冲击。十年期国债利率上行乏力，下行难以突破5月低点，继续保持中性配置。超长利率债仍有配置价值，单期供给缩量带来交易机会。产业债短期仍有结构机会，提防尾部城投等风险。

(2) 传统的“信用收缩”对金融市场的传导路径：基本面、供求与流动性

首先，金融数据是宏观经济重要的先行指标之一，因此信用收缩往往预示着经济下行。其次，融资主体的融资行为直接对应着金融资产创造，因此信用收缩过程往往伴随着债市“资产荒”，但具体影响

还要看货币政策等对债市需求的影响。最后，信用收缩对各个层面的流动性影响各异。17年之前，信用是货币收缩的结果或同步出现。之后，双支柱框架下，紧信用与松货币可能同时存在，比如18年与今年。股市流动性则比较复杂，取决于信用收缩的成因和融资主体的情况。

(3) 2018年信用收缩的逻辑与影响

07、11甚至13年等都是紧货币引发紧信用。但18年信用收缩的根源在于融资主体和融资渠道被动收紧。城投、地产和央企三大融资主体都面临被动收缩压力，资管新规使得非标等融资渠道被动收紧。18年的信用收缩带来几大影响：（1）基建投资增速明显下行，叠加中美贸易摩擦，经济增长预期极度悲观。（2）股市冲击明显，源于民企违约潮和股权质押风险爆发，反过来又加剧股价的下跌和企业的再融资压力。（3）由于融资渠道收紧快于融资需求，货币政策逐步放松，导致广谱利率剧烈分化。（4）融资需求收缩对应的是金融资产供给的减少，促成了2018年下半年出现“资产荒”。

(4) 本轮信用收缩有何不同？

区别一：今年是高绝对增量基础上的局部信用收缩，对基本面的传导作用不及2018年。区别二：2018年资产荒主要来自于民企债“一刀切”和非标减少。今年的剧本是货币政策“稳字当头”+局部信用收缩=债市欠配。风险事件的发生和监管趋严导致城投国企信仰也出现动摇，地方债在稳增长压力小的背景下发行时间后置，进一步加剧缺资产的情况。而货币政策今年稳字当头，机构尤其是非银机构如货

基还在规模扩张，债市需求不减反增。区别三：2018年民企违约潮与股权质押风险相互叠加，对股市冲击更大。而今年紧信用的主体是房地产和地方隐性债务，对股市的直接影响比较小。

(5) 关于信用收缩的几个问题

第一，为何今年社融是债市同步指标？源于地方债、房地产三道红线对社融增速影响较大，但和经济增速关系不大，反而可以反映金融资产供给情况。第二，为何今年的局部信用收缩对股市是利好而非利空？源于18年的信用收缩直接引爆股权质押风险，今年反而导致债市缺资产-理财和货基利率下行，叠加其他政策，导致股市机会成本降低。第三，年内社融增速如何？我们判断三季度仍有压力，四季度可能企稳略反弹。第四，社融增速会影响货币政策吗？当前的社融增速放缓，但绝对水平不低，决定了对货币政策还不会有太大的触动。第五，局部信用收缩可能引发的债务风险仍需要密切关注。

二、宏观经济专题⁵：

双支柱下的货币政策与宏观审慎政策效应 ——基于银行风险承担的视角

(一) 摘要

本文基于有限责任制下银行风险承担行为的理论模型，分析了双支柱框架下的货币政策和宏观审慎政策的调控效应。理论分析表明：货币政策的放松刺激了银行的风险偏好，导致银行部门总体风险水平的上升；相反，以资本约束和杠杆率监管为代表的宏观审慎政策能够有效抑制银行的过度风险承担。并且，货币政策与宏观审慎政策存在相互作用，一方面，宏观审慎监管能够部分抵消货币政策的银行风险承担渠道的影响；另一方面，货币政策的放松恶化了宏观审慎监管所面临的权衡。在此基础上，本文基于我国 69 家商业银行 2009~2018 年的面板数据，对理论模型的结论进行了检验。实证结果表明：首先，货币政策的银行风险承担渠道得到了经验数据的支持，并且这一影响存在显著的关于银行资本水平的门槛效应。其次，宽松货币政策下，银行资本水平的门槛值有所上升；而较为严格的宏观审慎监管则降低了门槛值。并且，宏观审慎监管不仅直接降低了银行风险，而且有效抑制了银行在宽松货币政策下的过度风险承担。最后，货币政策影响银行风险承担的门槛效应在不同性质的银行中存在差异，相比于国有

⁵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马勇，中国人民大学财政金融学院姚驰。本文节选自原载于《管理世界》2021 年第 6 期的《双支柱下的货币政策与宏观审慎政策效应——基于银行风险承担的视角》。原文链接：
http://hfgga18b022a7db144df6sqppvq99kwovo6pco.fhaz.libproxy.ruc.edu.cn/kcms/detail?v=3uoqIhG8C44YLTIOAiTRKibYIV5Vjs7iy_Rpms2pqwbFRRUtoUImHVSb2EDSRMRtAZ4mdEe6JJwfTWmyYs6_I5vYwgBJL8s&uniplatform=NZKPT

和股份制商业银行，城市和农村商业银行的风险承担行为对货币政策更为敏感。

（二）引言

2008 年的金融危机暴露出货币政策在应对系统性金融风险和维护金融稳定上的缺陷，许多学者更是将此次金融危机的爆发归咎于长期低利率政策下的风险累积。在对现有政策框架的反思中，宏观审慎政策的重要性和关注度顺势提升。不同于货币政策的主要目标在于维持价格稳定，宏观审慎政策主要针对的是防范系统性金融风险、维护金融稳定。因此，理论而言，货币政策和宏观审慎政策的合理搭配，有助于解决单一政策的多目标困境。正因如此，包含货币政策和宏观审慎政策的新型政策框架，在维护金融稳定方面被寄予了厚望，各国相继推出一系列宏观审慎政策工具，以期发挥宏观审慎政策对于货币政策风险外溢效应的补充作用。

自 Borio 和 Zhu（2008）首次明确提出货币政策的银行风险承担渠道以来，这一传导机制引发了学界的广泛讨论，学者们从不同角度对这一效应进行了解释。总体来看，宽松货币政策导致银行风险上升的影响机制主要有以下 4 个方面：一是估值、收入与现金流效应。这一效应指的是，利率的降低会推动资产和抵押品价值的提高，从而带动银行收入和利润的增加。然而，这也影响了银行对违约率以及违约损失率等的识别，导致银行风险感知度的下降和风险容忍度的上升（Adrian and Shin, 2010）。二是利益追逐效应。这一效应主要是由

于市场利率与粘性目标收益率之间的矛盾所导致的。在利率较高时，银行可以通过投资安全性资产达到目标收益率的要求；然而，在利率较低时，由于契约制度和“货币幻觉”等导致的收益率的粘性，迫使银行转向高风险资产以达到预期的目标收益率（Rajan, 2006）。三是杠杆效应。利率的下降使得银行持有资本的收益下降，并且，在受到外部冲击时，银行会优先调整资产规模而非改变股权加以应对（Adrian and Shin, 2009），因此，利率的降低导致了银行风险资产规模的增加和杠杆率的上升。四是央行沟通与反应函数。央行货币政策的透明度以及可预测性的提高可以降低不确定性，提高银行资产定价和负债能力（Blinder et al., 2008），然而，在长期宽松货币政策下，这将导致银行风险承担的动机增强（Borio and Zhu, 2008）。同时，商业银行对央行在危机时采取救助措施的预期也会形成保险效应（insurance effect），加强了银行过度风险承担的动机（Farhi and Tirole, 2012）。上述效应都表明宽松货币政策会导致银行风险的上升，但是，也有学者提出了不同的观点。De Nicolò 等（2010）指出，宽松货币政策带来的利润上升提高了银行的特许权价值，从而有助于降低银行的道德风险，使得银行风险承担下降。同时，在信息不对称和有限责任制度下，政策利率会通过银行资产负债表的负债方产生风险转移效应（Dell' Ariccia et al., 2010）。这一效应可表述为，政策利率的降低导致存款利率下降，银行的债务成本降低，而当这一影响只是部分传导到贷款利率时，银行的利润上升，利益追逐效应减弱，特许权价值提高，道德风险下降，从而减弱了银行风险承担的动机。

部分学者构建理论模型对货币政策的银行风险承担渠道展开了具体研究。例如，Dell'Ariccia 等（2010）以银行监督的努力程度作为银行风险的衡量标准，分析了有限责任下货币政策对银行风险承担的影响，指出在银行可以调整自身资本结构的情况下，宽松的货币政策会导致银行杠杆率的提高和监督努力程度的降低，即银行风险承担上升。然而，当银行拥有固定的资本结构时，货币政策对银行风险承担的影响取决于银行的资本水平。金融危机后，随着宏观审慎政策的重视度提升，部分学者也将宏观审慎纳入理论模型开展了相关研究。其中，Valencia（2014）在动态模型下分析了不同条件下政策利率对银行风险承担的影响，提出资本金要求和贷款价值比上限等宏观审慎政策工具有利于降低银行过度风险承担的激励。Agur 和 Demertzis（2019）研究发现，受制于维护金融稳定和维持信贷规模之间的权衡，监管机构所采取的宏观审慎监管无法完全抵消货币政策的银行风险承担渠道的影响，从而指出，即使宏观审慎监管能够起到抑制金融风险的作用，货币政策也依旧会影响金融稳定。

近年来，更多学者基于实证研究，试图为货币政策的银行风险承担渠道提供经验数据的支持。其中，Al-tunbas 等（2010，2012）基于美国和欧元区上市银行资产负债表的季度数据，对货币政策的银行风险承担渠道进行了验证，发现低利率导致了银行风险的增加。Jiménez 等（2014）采用两阶段模型进行研究发现，较低的利率会使得资本水平较低的银行审批通过更多具有较高事前风险的公司的贷款申请，同时会以较低的抵押要求向这些公司授予更大的贷款额度，然而，这些

贷款的事后违约可能性也更高。基于美联储商业贷款的调查数据，Buch 等（2014）、Paligorova 和 Santos（2017）、Dell' Ariccia 等（2017）使用不同的方法进行研究，结果均发现，利率的降低会导致银行风险承担的上升。此外，Gambacorta（2009）、Gaggl 和 Valderrama（2010）、Ioannidou 等（2015）、Chen 等（2017）等基于不同国家和地区的实证研究也证实了货币政策的银行风险承担渠道的存在。同时，部分研究也考虑了银行特征的影响。例如，Delis 和 Kouretas（2011）研究发现，利率对银行风险的影响在权益资本较高的银行中有所减弱，而在表外项目较高的银行中则有所加强。也有学者关注了宏观审慎政策对银行行为的影响。其中，Lim 等（2011）对不同宏观审慎工具的有效性进行了较为全面的实证研究，发现贷款价值比上限、动态拨备率等大多数宏观审慎工具在缓解信贷和杠杆率的顺周期上有显著效果，同时在限制期限错配上也发挥了作用。此外，在双支柱调控愈发受到重视的背景下，也有研究比较了货币政策和宏观审慎政策实施效果的差异以及相互作用。Zdzienicka 等（2015）的研究表明，货币政策和宏观审慎政策都会显著影响金融稳定，但是货币政策的影响更加持久；相反，宏观审慎工具的作用则更为直接，但是作用的持续时间通常也更短。

国内研究方面，江曙霞和陈玉婵（2012）在 Dell' Ariccia 等（2010）构建的 DLM 模型的基础上，引入存款准备金率考察了货币政策对银行风险承担的影响，发现货币政策的银行风险承担渠道效应受到银行资本水平的影响。金鹏辉等（2014）研究发现，宽松货币政策导致银

行风险资产的增加和贷款审批条件的降低，鼓励了银行的风险承担，同时指出，我国货币政策对银行风险承担的影响体现在银行的资产选择上，而非银行的负债选择。此外，徐明东和陈学彬（2012）、张强等（2013）、牛晓健和裘翔（2013）基于中国商业银行的实证研究均支持了货币政策的风险承担渠道的存在。在对宏观审慎政策有效性的研究方面，邹传伟（2013）的研究表明，《BaselIII》提出的逆周期资本缓冲能够降低银行的破产概率，同时也能起到抑制信贷供给顺周期性的作用。方意（2016）的研究表明，钉住贷款价值比、产出存贷比、信贷存贷比的宏观审慎政策是有效的，并且进一步指出，钉住目标和监管对象的一致性为宏观审慎政策有效的前提。马勇和姚驰（2017）基于中国商业银行的面板数据研究得到，监管压力能够促使银行增加资本缓冲、降低风险资产规模，支持了宏观审慎政策的有效性。在货币政策和宏观审慎政策的协调方面，马勇和陈雨露（2013）通过构建一个包含内生性金融体系的DSGE模型研究得到，基于宏观审慎的货币政策、信贷政策和金融监管之间的合理搭配使用，能够降低单一政策的多目标困境，有助于实现金融稳定的政策目标。王爱俭和王璟怡（2014）同样使用DSGE模型分析得到，逆周期资本缓冲能够发挥维护金融稳定的作用，并且，宏观审慎政策能够对货币政策起到辅助作用，特别是在受到金融冲击时，这一作用最为明显。范从来和高洁超（2018）则对银行资本监管与货币政策的最优配合问题进行了研究，发现货币政策与银行资本监管两者力度的高低搭配能够降低福利损失，然而，两者力度的双高搭配则会导致福利损失的最大化。

从已有文献的梳理可以发现，货币政策的银行风险承担渠道得到了大多数实证研究的支持，部分宏观审慎政策工具的有效性也得到了验证。然而，现有研究对于银行资本水平在货币政策的银行风险承担渠道中所起的作用缺乏足够的关注，并且，关于双支柱调控框架下宏观审慎政策对这一传导渠道的影响的研究更为匮乏。在信息不对称和有限责任制度下，银行资本水平的提高可以减轻道德风险，因而对银行风险承担行为有着显著影响。同时，在金融危机后，宏观审慎政策工具的种类和应用愈加丰富，被视为防范系统性金融风险的重要手段，双支柱调控框架也在维护金融稳定上被寄予厚望。

较之已有文献，本文可能的“边际贡献”主要表现在以下几个基本方面：（1）通过对有限责任制下具有不同资本水平银行的风险资产选择行为进行理论建模，分析货币政策和宏观审慎政策对银行风险承担行为的影响；（2）在货币政策和宏观审慎政策各自对银行风险承担影响的理论分析基础上，进一步考察双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策在影响银行风险上的相互作用；（3）基于面板门槛回归模型，对理论模型得到的结论进行实证检验，在考察货币政策对银行风险承担关于银行资本水平的门槛效应基础上，通过对货币政策环境和宏观审慎政策环境进行区分，进一步考察货币政策和宏观审慎政策对这一门槛效应的影响；（4）通过在实证模型中引入货币政策和宏观审慎政策的交互项，实证分析双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策的相互作用；（5）通过对银行性质加以区分，考察货币政策对银行风险承担的非线性影响在不同性质银行间的差异性。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20-Sep	20-Oct	20-Nov	20-Dec	21-Jan	21-Feb	21-Mar	21-Apr	21-May
CPI	同比	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3
PPI	同比	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0
制造业 PMI	指数	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0
工业增加值	累计增长	1.2	1.8	2.3	2.8	35.1	24.5	20.3	17.8	
工业企业利润总额	累计同比	-2.4	0.7	2.4	4.1		178.9	137.3	106.1	83.4
固定资产投资完成额	累计同比	0.8	1.8	2.6	2.9		35.0	25.6	19.9	15.4
社会消费品零售总额	同比	3.3	4.3	5.0	4.6			34.2	17.7	12.4
进出口总值	当期值同比	10.0	4.6	7.8	5.9	17.5	57.2	24.0	26.6	26.9
M2	同比	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3
社会融资规模	存量 (百亿元)	28005	28125	28325	28475	28974	29136	29456	29615	29798
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	18752	6898	14337	12552	35783	13594	27303	14685	14964

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.2123	《人民币国际化报告 2020》系列十一：打造世界一流金融制度环境的突破口—营造富有国际竞争力的税收环境	IMI
IMI Report No.2122	《人民币国际化报告 2020》系列十：形成具有国际影响力的“上海价格”体系	IMI
IMI Report No.2121	从事实角度看人民币汇率机制	张瑜
IMI Report No.2120	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	郭彪
IMI Report No.2119	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	类承曜
IMI Report No.2118	IMI 宏观经济月度分析报告（第 49 期）	IMI
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高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



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