

No. 2125

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十一期)

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：中期维度，美元反弹和人民币贬值的概率较高	- 4 -
(二) 国内宏观	- 6 -
1. 经济：GDP 增速平稳，制造业投资继续改善	- 6 -
2. 通胀：CPI、PPI 双双小幅回落	- 10 -
3. 金融：信贷支撑社融数据表现较好	- 11 -
(三) 商业银行	- 13 -
1. 央行宣布全面降准，多部门联合推出减费措施	- 13 -
2. 2021 年 6 月货币金融数据分析	- 16 -
(四) 资本市场	- 17 -
1. 股市：下半年基本面形成盈利支撑	- 17 -
2. 债市：中长期利率走势	- 21 -
二、宏观经济专题：经济转型升级与中央银行的多种政策工具研究	- 24 -
(一) 摘要	- 24 -
(二) 引言	- 24 -
三、主要经济数据	- 28 -

图表目录

图 1：M1、M2 剪刀差持续走阔	- 13 -
-------------------------	--------

表格目录

表 1：6 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

受 Delta 毒株蔓延影响，全球进入第三轮疫情早期阶段。美国 6 月通胀超预期，消费结构向服务业切换；7 月 FOMC 会议维持货币政策不变，但美联储“面鸽里鹰”，目前看仍不宜低估 8-9 月释放 Taper 预期的可能性。7 月欧元区 PMI 继续上行，工业景气高，经济仍在持续修复；而英国为缓解经济持续不景气，于 7 月 19 日彻底解封，取消防疫措施。日本 7 月 PMI 数据偏弱，但物价有所回升。

（1）美国 6 月通胀继续超预期，美联储“面鸽里鹰”

物价方面，6 月美国 CPI 同比超预期。6 月美国 CPI 同比 5.4%，预期 4.9%，前值 5%；核心 CPI 同比 4.5%，预期 4%，前值 3.8%。从“食品、能源、核心 CPI”三大类的视角去拆分结构，主要是新车、二手车、房租和娱乐价格在拉动 CPI 同比继续上行。上述四项对 6 月 CPI 同比的额外拉动分别为 0.07、0.38、0.13、0.05 个百分点，合计 0.63 个百分点，基本能解释 6 月 CPI 同比的进一步走高。海内外市场机构一致预期 5 月为年内 CPI 同比高点，但 6 月数据再超预期，超预期的点主要在于新车和二手车价格。去掉新车和二手车价格的额外拉动，美国 6 月 CPI 同比约为 4.9%，和市场预期基本一致。房价上涨带动

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

房租价格同比涨幅进一步上行，社会重新开放推动娱乐服务价格再走高，这两类价格上涨基本在预期之内；虽然在出行需求释放、汽车芯片短缺的背景下，新车和二手车价格上涨在意料之中，但上涨的幅度却超出了市场预期。6月美国新车、二手车价格同比分别上涨5.3%、45.2%，新车价格涨幅创1987年1月以来新高，二手车价格涨幅创有数据记录以来的新高（1953年1月）。

美国6月零售超预期，消费结构向服务业切换。美国6月零售销售环比+0.6%，预期-0.3%，前值由-1.3%下修为-1.7%。从结构来看，餐饮业、服装饰品、加油站等与出行相关的领域零售销售环比增速显著提升；而家具、建材、娱乐用品等前期销售需求旺盛的宅经济相关产品，5-6月的零售销售增长则出现下滑。随着美国疫苗接种已达到70%的全民免疫比例，近期防疫措施大幅放松，居民出行指数、餐厅就餐、影院票房收入等服务业领域均有显著修复，零售销售结构也进一步向服务业相关领域切换。

货币政策方面，美国7月FOMC会议表明将维持货币政策，新设回购工具。此次议息会议中，美联储维持联邦基金利率0%-0.25%不变，维持当前资产购买速度；另外，美联储新设立分别针对国内与国外的常设回购便利工具SRF、FIMA。市场即期表现来看，会后美元、美债收益率短期走高后回落，美股、黄金上涨，资产反映偏鸽，原因或在于新闻发布会中鲍威尔讲话仍未释放关于Taper更多的信息，近期发布6月FOMC会议纪要、鲍威尔国会听证会讲话也都因未传递进一步紧缩预期而资产价格反应偏鸽。但我们认为考虑到目前美国

经济基本面具备货币政策收紧的环境，同时美联储表态也未发生方向性的转变，目前看仍不宜低估 8-9 月释放 Taper 预期的可能性。

(2) Delta 毒株对欧洲经济复苏仍有一定影响，欧央行继续维持宽松货币政策

受 Delta 毒株蔓延影响，全球进入第三轮疫情早期阶段。7 月 14 日，世界卫生组织总干事谭德塞表示，受 Delta 毒株在全球快速传播的影响，目前，第三轮疫情已经开始。目前 Delta 变异毒株已经出现在全球 111 个国家和地区，全球新增确诊病例数、新增死亡病例数呈现上升之势，全球已进入“第三轮疫情的早期阶段”。即便在毒株的影响下，英国仍于 7 月 19 日彻底解除封锁措施。英国在 7 月 19 日彻底取消了社交距离、居家令、戴口罩等防疫措施。英国首相约翰逊承认解除限制措施可能导致“感染潮”，但他认为经济持续不景气将会带来更大危害，且疫苗的推广会显著降低重症病例数量。

7 月欧元区制造业 PMI 小幅回落，但仍处于高位区间，工业景气高，经济仍在持续修复。欧元区 7 月制造业 PMI 为 62.6，前值为 63.4。服务业 PMI 为 60.4，前值为 58.3。综合 PMI 为 60.6，前值为 59.5。

货币政策方面，欧央行 7 月议息会议修改了利率前瞻指引，启用“对称性”通胀目标，允许通胀在过渡期内略高于 2%。拉加德释放了偏鸽派的论调，尤其强调了会吸取欧债危机的教训，不会过早收紧货币政策。

(3) 日本 PMI 数据偏弱，但物价有所回升

日本 7 月综合 PMI 下行，服务业 PMI 低于前值。日本 7 月服务业 PMI 为 46.4，低于前值的 48.0。综合 PMI 为 47.7，前值为 48.9。

6 月物价水平有所回升。6 月日本 CPI 同比 0.2%，前值-0.1%，核心 CPI 同比 0.2%，前值 0.1%。

货币政策方面，日本央行周三公布的会议纪要显示，委员们表示“应继续支持以企业为主的融资，通过‘三项措施’实施宽松货币政策，维护金融市场稳定”。会议纪要中表明，如果加速接种疫苗，日本经济活动或将强于预期。

2. 汇率展望：中期维度，美元反弹和人民币贬值的概率较高

在一年维度，美元反弹概率依然较高，原因有四：

(1) 美元目前弱是因为欧洲疫苗接种提速快于美国，但中期来看，相比于欧盟多国联盟体的组织，美国作为单一国家，其举国能力和资源调配上或仍强于欧洲，未来疫苗接种和疫情控制上与欧洲的差距会缩窄。

(2) 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。

(3) 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。

(4) 主要发达国家序列中，美国经济复苏更强劲、通胀水平更高，后续其大概率是最先做货币政策转向的国家之一，其实美国只要比欧洲收紧的早就大概率是美元走强的情景。

对人民币汇率而言：

短期来说(周度与月度)，人民币汇率的准确研判几乎不可能的，就是自由波动，由内外盘定价机制决定。

中期来说(一年维度)，汇率波动贬值的概率更高。随着我国经济先见顶点+美国经济仍有上行空间——中美经济周期背离；美国有 taper 的可能性+随着经济动能减弱我国货币政策收紧概率逐渐降低——中美货币政策背离，中美进入经济货币双周期背离下，换句话说经济不如美国好，货币不如美国紧，美元一年内有一波反弹的概率依然较高，人民币汇率波动贬值的概率较高，线性外推押注人民币升值要慎重，且出现变化的时间点可能并不遥远，因为美联储 Q3 taper 预期明确的概率不低，美元反弹的时点可能就是未来 2-3 个月。

（二）国内宏观²

7月15日国家统计局公布了今年我国6月经济数据,二季度GDP增速7.9%,两年平均增速为5.5%,较一季度平均值有所回升,GDP平稳增长。6月份规模以上工业增加值同比增长8.3%,两年平均增速6.5%,较上月回落0.1个百分点,工业生产恢复继续放缓,大宗商品价格的持续高位拖累中下游行业增速显著放缓。1-6月制造业投资两年平均增速继续提升,成为“一枝独秀”,房地产投资缓慢下行,而基建投资在专项债发行提速下有所反弹。消费延续复苏态势,必需品消费表现好于非必需品消费,餐饮类消费依旧较弱。进出口增速均大超预期,主要是由于海外经济的复苏对我国出口仍有支撑以及大宗商品价格维持高位。整体来看二季度在出口强劲带动下,制造业投资持续改善,经济运行整体较为平稳。

1. 经济：GDP 增速平稳，制造业投资继续改善

（1）GDP 增速平稳

二季度GDP增速7.9%,两年平均增速为5.5%,较一季度平均值有所回升,表明经济继续稳步恢复。分产业来看,第三产业两年平均增速由一季度的4.7%上升至4.9%,但仍低于去年四季度的6.7%,第三产业恢复仍弱,是GDP增速的主要拖累;而第二产业增速从基本与一季度持平,为6.1%,第二产业恢复较好主要是在外需支撑下出

²撰写人：IMI 研究员孙超

口持续高增长，以及疫情后政策对中小微企业的生产支持；第一产业增长 7.8%，两年平均增速 4.3%，较一季度上升 2.0 个百分点。整体来看，虽然二季度经济增速弱于预期，第三产业依旧对经济拖累明显，但第二产业恢复较好，整体来看经济运行持续稳定恢复。

(2) 工业生产继续放缓

6 月份规模以上工业增加值同比增长 8.3%，较前值下降 0.5 个百分点，增速进一步放缓；两年平均增速 6.5%，较上月回落 0.1 个百分点。工业生产恢复继续放缓，生产高峰已过，已恢复至潜在水平。分项上看，采矿业、制造业以及电力燃气及水生产和供应业 6 月增速分别为 5.1%、15.6%和 12.4%，采矿业和制造业较上月有所上行，两年平均增速分别为 1.2%、6.9%和 8.5%。分行业来看，大宗商品价格的上行影响，处于中下游行业的汽车和运输设备增速下降，成为拖累；医药制造、金属制品、电气机械、通用设备增速较高，两年复合同比增速均在超过 10%，对整体拉动明显。整体来看，6 月工业生产虽继续放缓，但依然具有韧性，但在海外陆续恢复生产情况下，劳动密集型产业增速或将下滑，外需对经济支持将逐渐减弱，而目前内需仍偏弱，三季度工业增加值增速或将延续回落态势。

(3) 制造业投资继续改善

1-6 月固定资产投资同比增速 12.6%，前值 15.4%，近两年平均增长 4.5%。分三大类别看，1-6 月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 19.2%、15.0%和 7.8%，近两年平均增速分别为 2.0%、7.2%和 2.4%，制造业投资两年平均增速继续提升，成为“一枝独秀”，反

映企业利润的持续改善；房地产投资则受销售及融资受限影响增速下滑，基建投资有所修复但依旧低迷。分行业看计算机通信制造、医药制造、专用设备制造、运输设备等行业投资增速仍较快，制造业投资增速持续改善一方面是出口持续强劲形成支撑，另一方面是监管对大宗商品快速涨价的压制使得下游制造业投资改善。随着央行在7月份实行全面降准，未来更多的资金将支撑中小微企业的生产，制造业复苏有望进一步迎来改善。今年以来专项债发行整体进度偏慢，5月份以来地方债发行略有提速，带动6月份基建投资同比修复。下半年新增政府债券待发行量较大，三季度专项债发行进入提速阶段，预计下半年基建增速有所反弹，但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反弹空间有限。1-6月房地产投资的两年平均增速为7.2%，较4月两年平均增速下降1.8个百分点，而从销售来看，6月份商品房销售面积和销售额小幅下滑，在房地产政策趋严背景下，居民住房贷款审批亦更为严格，一定程度上抑制了居民购房需求。另一方面房地产融资受限，贷款和自筹等资金拉动偏弱，开发商拿地意愿较弱，新房开工面积下滑。房地产严监管常态下，预计后续房地产投资仍将继续下行。

（4）消费增速继续上行

6月社零同比增速为12.1%，近两年平均增速4.9%，前值4.5%，消费延续上行态势。6月餐饮类消费两年平均增速1.0%，较前值回落0.4个百分点，成为消费的拖累项；商品零售两年平均增长5.3%，较前值上升0.4个百分点；受“缺芯”影响，汽车零售继续走弱，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，消费仍将复苏但可能偏弱。

(5) 出口增速大超预期

按美元计价，6月出口总额2814亿美元，同比增速为32.2%，前值27.9%，市场预期21.4%，出口增速大超预期，主要是海外经济的复苏产生的需求扩张对我们需求仍有“依赖”。进口总额2299亿美元，同比增速36.8%，前值为51.1%，也好于市场预期，主要仍是大宗商品价格处于高位。从出口地区来看，6月对欧盟、俄罗斯、韩国等经济体出口增速明显上升，分别为27.2%、51.1%和36.4%，前值分别为12.6%、24.3%和29.9%，对美出口增速同比由前值的20.6%降至17.8%；对东盟、印度和巴西等经济体出口走弱。从出口产品来看，防疫物资出口增速出现反弹，主要是与欧洲、东南亚等地区变异病毒的蔓延有关，进入7月Delta病毒仍持续传播，预计海外对我国防疫物资需求仍将持续。其他产品中高新技术产品和机电产品对出口继续保持高增速，高新技术产品同比增速13.6%，机电产品增速15.5%，均有所回升。进口来看，6月进口同比增速36.8%，两年平均增速18.8%，一方面是大宗商品价格维持在高位，另一方面国内制造业景气度较好，制造业开始补库存，整体进口需求较好。6月中国对主要贸易伙伴的进口额同比均保持高增长。农产品、铁矿砂、铜矿砂进口金额同比增速持续处于高位，机电产品、集成电路亦保持高位。整体来看，6月

的进出口均远超市场预期，6月出口超预期表明我国生产的替代效应仍高。今年上半年出口在外需复苏下保持强劲，进口则在大宗商品价格高位下保持较高增速。未来需关注6月美国多州陆续取消补贴以及欧洲受Delta病毒持续传播影响对我国进出口产生的影响。

2. 通胀：CPI、PPI 双双小幅回落

(1) CPI 同比小幅回落

6月份CPI同比增速1.1%，前值为1.3%，CPI同比小幅回落。核心CPI同比增速0.9%，与上月持平。同比来看，6月食品价格下降1.7%，对CPI形成拖累，其中猪肉价格继续大幅下降，同比为-36.5%，仍是CPI食品项的主要拖累。环比来看，CPI下跌0.4%，其中食品价格环比下降2.2%，猪肉环比下跌13.6%。6月非食品项同比上涨1.7%，其中，交通和通信行业CPI同比上涨5.8%，主要是油价上涨；生活用品及服务同比小幅下降0.1个百分点。CPI整体可控，核心CPI增速亦较为稳定，下半年猪肉价格基数较低，对CPI拖累将减弱，下半年CPI小幅回落后或将温和抬升。

(2) PPI 见顶回落

6月PPI同比增速8.8%，较上月高点回落0.2个百分点，但增速仍高于预期。分项上看，生产资料同比上涨11.8%，前值12.0%，环比0.5%，前值2.1%；生活资料同比增速0.3%，前值0.5%，环比-0.2%，前值0.1%。环比来看，6月原油价格继续上涨带动石油和天然气开采业价格上涨2.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨3.1%，

黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.7%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.1%，均由升转降。整体来看，在政策微调下，国内黑色系大宗价格涨幅暂缓；而 OPEC+ 在 7 月 18 日发布官方声明，从 8 月开始每月将增产 40 万桶/日，但原油生产的速度仍然慢于全球原油需求的增长，短期内油价仍有支撑，PPI 或仍将在高位。

3. 金融：信贷支撑社融数据表现较好

(1) 表内信贷强劲支撑社融增长

6 月份新增社融规模 3.67 万亿元，同比多增 0.2 万亿，环比增 1.75 万亿。社融存量同比增长 11.0%，与上月持平。6 月社融自今年 2 月以来较去年同期首次新增，社融数据强劲主要是表内信贷新增较多，同时企业债和政府债券融资对社融拖累减弱。6 月新增人民币贷款 2.32 万亿，同比多增 4131 亿元，成为社融主要支撑；非标融资减少 1740 亿元，同比多减 2594 亿元，其中信托贷款减少 1047 亿元，委托贷款减少 473 亿元，未贴现的银行承兑汇票减少 220 亿元，比上月明显收窄。6 月股票融资 957 亿元；企业债券净融资减少 3702 亿元，同比多增 16 亿元，6 月以来地方政府专项债发行开始提速，政府债券净融资 7475 亿元，同比少增 25 亿元，企业债及政府债融资对社融拖累明显减弱。整体来看在表内信贷的带动下，6 月份社融数据表现较好，企业债券融资环境得以改善，同时政府债发行时间整体后移，加之 7 月份央行的全面降准，三季度社融仍有支撑，回来幅度将放缓。

(2) 信贷结构持续改善

6 月份新增人民币贷款 2.12 万亿元，同比多增 3100 亿，新增信贷较强且结构持续改善。具体来看，6 月企业新增贷款 1.46 万亿元，同比多增 5313 亿，其中企业中长期贷款新增 8367 亿元，同比多增 1019 亿，持续多增；新增短期贷款 3091 亿元，同比少增 960 亿，新增票据融资 2747 亿元，同比多增 4851 亿，主要是季末票据冲量。居民部门来看，6 月居民中长期贷款增加 5156 亿元，同比少增 1193 亿元，主要是基数的原因；居民短贷新增 3500 亿元，同比多增 100 亿元。总体来看 6 月金融数据表现强劲，实体经济融资需求旺盛，信贷结构持续改善，央行于 7 月 15 日降低存款准备金率 0.5 个百分点，主要是为了进一步加强金融对实体经济特别是中小微企业的支持，加之部分大宗商品价格的回落，中下游企业利润有望改善，企业整体信贷环境将平稳偏松，支撑下半年企业信贷。

(3) M2、M1 剪刀差继续走阔

6 月 M1 同比增速 5.1%，较前值回落 1.0 个百分点；M2 增速较前值上升 0.3 个百分点至 8.6%，M2-M1 剪刀差继续走阔。M2 增速超预期主要是由于企业信贷及债券融资数据较好，存款增加，6 月企业存款增加 2.47 万亿元，同比大幅多增 1.03 万亿。居民部门存款新增 2.23 万亿，财政存款减少 4002 亿元，同比仍少减，财政扩张力度不如去年。M2 与 M1 间的剪刀差连续两月走阔至 3.1%，经济内生动能边际走弱。

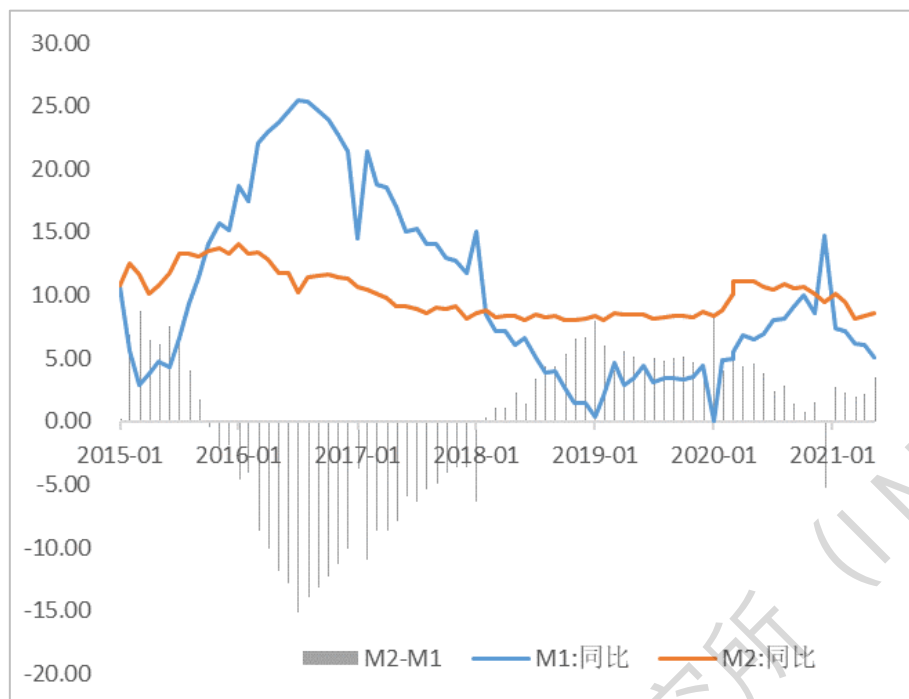


图 1：M1、M2 剪刀差持续走阔

数据来源：Wind，IMI

（三）商业银行³

1. 央行宣布全面降准，多部门联合推出减费措施

（1）央行决定于 2021 年 7 月 15 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点

2021 年 7 月 9 日央行公告，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，央行决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。今年以来部分大宗商品价格持续上涨，一些小微企业面临成本上升等经营困难，

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

中国坚持货币政策的稳定性、有效性，不搞大水漫灌，而是精准发力，加大对小微企业的支持力度。下一步，央行将继续实施稳健的货币政策，坚持稳字当头，保持流动性合理充裕，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，搞好跨周期设计，支持中小企业、绿色发展、科技创新，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。央行有关负责人就下调金融机构存款准备金率答记者问表示，此次降准释放长期资金约 1 万亿元，一部分资金将被金融机构用于归还到期的中期借贷便利（MLF），还有一部分资金被金融机构用于弥补 7 月中下旬税期高峰带来的流动性缺口。此次降准的目的是优化金融机构的资金结构，提升金融服务能力，更好支持实体经济。一是在保持流动性合理充裕的同时，增强金融机构资金配置能力，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。二是调整中央银行的融资结构，有效增加金融机构支持实体经济的长期稳定资金来源，引导金融机构积极运用降准资金加大对小微企业的支持力度。三是此次降准降低金融机构资金成本每年约 130 亿元，通过金融机构传导可促进降低社会综合融资成本。我们判断此次降准并不是因为经济走弱，而是为了进一步巩固经济复苏的动能。从上半年数据来看，今年我国经济整体并不差，但结构有一定分化，中小微企业仍面临一定压力，此次降准释放长期低成本资金，有利于引导银行加大对实体经济的支持力度。

（2）央行、银保监会、发展改革委、市场监管总局联合推出进一步降低支付手续费等措施

2021 年 6 月 25 日，央行公告，为贯彻落实 2021 年《政府工作报告》有关“适当降低小微企业支付手续费”的工作部署以及国务院关于降低自动取款机（ATM）跨行取现手续费的工作要求。近期，在对近 5 万家小微企业、个体工商户进行调研的基础上，央行会同银保监会、发展改革委、市场监管总局，聚焦降费呼声高、使用频度高的基础支付服务，提出 12 项降费措施，并将于 2021 年 9 月 30 日起正式实施，涵盖银行账户服务、人民币结算、电子银行、银行卡刷卡、支付账户服务等 5 方面。此外，央行配合银保监会推出降低自动取款机（ATM）跨行取现手续费长期措施，适应异地养老、医疗等需求，便利百姓现金使用。其中，涉及政府定价及政府指导价的降费措施，由央行会同银保监会、发展改革委、市场监管总局印发《关于降低小微企业和个体工商户支付手续费的通知》明确具体要求；属于市场定价的降费措施，央行、银保监会指导相关行业协会，发挥行业自律机制作用，鼓励引导商业银行、支付机构等加大惠企利民力度。初步测算，全部降费措施实施后预计每年为市场主体、社会公众减少手续费支出约 240 亿元，其中惠及小微企业、个体工商户超过 160 亿元，有助于降低资金流通成本，进一步优化营商环境，促进消费提质扩容，对助力国民经济高质量发展发挥积极作用。我国小微企业和个体工商户市场主体吸纳带动了大量就业，蕴藏了巨大的创新创业活动，通过进一步降低支付手续费，可以降低他们资金流通成本，有效支持市场主体纾困发展，进而激发市场活力。反过来，其实市场主体业务发展以后，也会为支付服务主体提供连绵不断的活水来源，助推支付产业

升级。

2. 2021 年 6 月货币金融数据分析

2021 年 6 月末，基础货币余额为 32.45 万亿元，全月增加 3797 亿元。其中，现金（货币发行）增加 229 亿元，银行的存款准备金增加 2863 亿元，非金融机构存款增加 705 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 1714 亿元，财政支出等财政因素回投放基础货币 1574 亿元。

6 月末的 M2 余额为 231.78 万亿元，同比增速为 8.6%，较上月提升 0.3 个百分点。按不含货基的老口径统计，6 月份 M2 增加 4.19 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 2.49 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 1.05 万亿元（6 月财政净支出数据尚未披露，我们用过去三年均值来估计）；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 5534 亿元；银行信贷投向非银和非标等因素派生 M2 约 1.18 万亿元（该科目主要是轧差项，考虑到财政净支出数据为披露以及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 190 亿元。

表 1：6 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	169	外占	190
单位活期	20,482	债券	-5,534

单位定期	1,391	贷款	24,928
个人	22,558	财政	10,477
非银	-2,741	其他（非银、非标等）	11,798
合计	41,859	合计	41,859

（四）资本市场⁴

1. 股市：下半年基本面形成盈利支撑

（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%，

⁴ 撰写人：IMI研究员孙超、芦哲

景气度回落明显，后续或重新恢复。

通胀方面，6月CPI同比上涨1.1%（前值1.3%），涨幅意外较上月放缓。主要受猪肉价格低迷拖累，6月CPI食品分项同比转负，录得-1.7%（前值0.3%）；CPI非食品分项继续温和回升，同比增速录得1.7%（前值1.6%）。6月PPI同比8.8%（前值9%），主要受低基数效应减弱影响，较上月有所回落。PPI主要分项中，采掘工业、原材料工业涨幅较大，分别上涨35.1%、18%；中下游加工工业和消费类工业品涨幅较小。综合来看，上游通胀压力明显，而上游原材料通胀向下游消费品通胀的传导十分弱，对中游制造业利润的挤压明显。

货币与信用方面，6月新增社融3.69万亿元，较上年同期多增2000亿元，同比增量主要受表内人民币贷款拉动，社融口径人民币贷款同比多增4153亿元。6月新增人民币贷款（银保监统计口径）2.1万亿元，略微高于当月的季节性；其中，居民中长期贷款、企业中长期贷款维持稳定，分别新增5156亿元、8367亿元；短期贷款及票据融资明显放量，6月新增9338亿元，去年同期为5347亿元。企业债券和政府债券融资较前月明显好转，6月企业债券净融资同比减少116亿元，政府债券净融资同比增加58亿元，而5月上述两项同比均大幅减少。从存量增速指标来看，6月M2同比增长8.6%（前值8.3%），M2增速已连续两月有所回升；6月社会融资余额同比增长11%（前值11%），社融增速由前期的快速回落到6月的基本企稳，预计下半年在地方政府专项债放量和央行重新实施偏积极的信贷政策的情况下，社融增速有望维持在11%附近，即年内“紧信用”最快

的阶段已经过去。总体来看，6月的社融数据略超预期，而7月初央行意外实施降准操作，释放1万亿元中长期流动性，下半年信贷条件对于经济增长的支撑将有所增强。

国外方面，在经济修复和宽松政策的支撑下，美国经济继续呈扩张态势，但制造业和服务业的修复出现明显分化。根据 Markit PMI 指标，美国7月制造业 PMI 继续向上，初值录得 63.1，高于预期的 62 和前值 62.1，创下历史新高。美国7月 Markit 服务业 PMI 扩张速度放缓，当月初值录得 59.8，低于预期的 64.5 和前值 64.6。通胀来看，5月美国整体 CPI 同比 5.3%，较前月的 4.9% 继续回升；核心 CPI 同比 4.5%，涨幅较前月（3.8%）扩大。CPI 主要分项中，涨幅较大的主要包括交通运输、服装、住宅等，同比涨幅分别为 21.2%、4.9%、3.1%，其他分项涨幅相对有限。就业方面，美国就业市场有所改观，疫苗持续接种、部分州停止或减少发放失业补贴等因素增加了劳动力供给。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。

美联储政策仍然维持宽松的立场，并未提及“缩减购债”。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

截至 7 月 30 日，上证综指本月下跌 5.4%，深证成指下跌 4.5%，沪深 300 下跌 7.9%，创业板指小幅下跌 1.06%。7 月沪深两市成交量明显放大，近 10 日沪市日均成交约 5200 亿元，深市日均成交约 6900 亿元；6 月下旬沪市日均成交 4400 亿元，深市日均成交 5600 亿元。

行业方面，受 7 月最后一周股市下跌影响，本月中信一级行业整体跌多涨少。截至 7 月 30 日收盘，本月跌幅靠前的行业包括食品饮料、消费者服务、农林牧渔、房地产、综合金融等，跌幅达 10% 以上；涨幅靠前的行业包括有色金属、钢铁、国防军工、电力设备及新能源、电子、基础化工，涨幅均超过 5%。

7 月国常会意外降准，央行近期对流动性也持呵护态度，市场流动性整体较为充裕，回购市场日成交规模高达 4.5 万亿元，股市成交量能也明显放大。但是，股市整体缺乏有吸引力的题材，在成交量明显放大的同时，主要指数在价格上停滞不前甚至有所下跌。当前市场的担忧主要体现在三大方面，一是下半年经济向上的空间有限，甚至存在疫情扰动等风险因素，宏观经济景气度有限一方面使得上半年盈利增幅较大的板块的盈利持续性存疑，另一方面从 PMI 与股指估值的同向关系来看，也对股市估值构成压制。二是当前新能源、光伏、医药等热门成长赛道估值已经处于历史较高水平，中信一级行业中，医药估值处于 2010 年以来的历史 88 分位，电力与新能源处于历史

75 分位，偏高的估值降低了股票未来的预期收益率。三是近期决策层密集出台涉及教育、医疗、互联网等涉及民生领域的产业规制政策，相关板块的市场情绪较为低迷，压制其资产价格走势。

展望下半年，国内经济已行至本轮复苏的后半程，下半年财政政策和金融政策力度有望边际增强，年内国内经济基本面有望继续维持在景气区间，从而对股市的盈利形成支撑。利率和流动性方面，下半年货币政策有望保持稳中偏松，叠加非标融资的持续清理，市场流动性整体将保持较为充裕的状态；近期利率已有下行趋势，关注利率下行的空间能否最终打开，从而改善股市分母端条件。经济和流动性环境对股市而言偏中性，没有明显的利好，但近期也难见形成趋势性的利空，股票市场整体还是以结构性行情为主。建议均衡配置成长、消费、周期等板块，控制仓位，高抛低吸。

2. 债市：中长期利率走势

(1) 核心观点

我们上周判断隐债政策、地产调控及疫情等助攻债市。我们在 2019 年曾对长期利率走势做过探讨，摆脱城投地产依赖症、资本回报率降低、高杠杆且向政府部门集中、中外债市互通等决定了长期利率中枢将逐步下行，近期的政策强化了这一判断。我们仍认为，债市上半年注重结构性机会，下半年多做 β 机会（利率债）。政治局会议中“窗口期”的表述消失，经济、疫情等决定债市处于顺风阶段。“5 年利率债+超长利率债+产业债短端+中部区域主流平台短端”组合表

现良好，IRS 或有补涨，曲线平坦概率偏大，保持杠杆操作，规避城投下沉。市场走在政策前且浮盈较高，提防过度乐观信号。

(2) 从利率的本质讲起

利率是经济学中的重要概念，三种经典的利率理论为真实利率理论、凯恩斯流动性偏好利率理论和可贷资金利率理论，利率表征的都是资金的价格。在开放经济体下，资金的价格区分为内部和外部价格，内部价格为利率，外部价格为汇率。但自然利率或中性利率在实践中并不实用，业务实践中通常使用的是名义利率，十年国债利率最为常用。长期利率走势的判断对保险等机构资产配置至关重要。

(3) 长期利率走势的决定因素

利率本质上取决于资本回报率，利率黄金准则下实际利率等于经济增速，“名义增长率决定名义利率”，经济增长与通货膨胀是利率水平的主要决定因素，美国和日本的经验表明，利率水平与名义经济增长保持较高的拟合度。不过，在实践中，利率的影响因素更为复杂，中国就存在一个长期利率之谜，中国的利率绝对水平长期低于名义 GDP 增速。原因为：首先，中国曾经存在金融抑制，利率被管制特征明显，利率市场化还没有彻底完成；其次，中国的 GDP 增长呈现“要素堆积”的特征，与企业的资本回报率水平不匹配；第三，中国的储蓄率长期偏高；第四，中国国债存在免税效应。

(4) 长期利率走势的几大新趋势

中国面临的主要矛盾已经发生根本性变化，外部环境日益复杂，顶层设计从“效率”转向“公平”，经济更加注重质量而非数量。这

种背景下，城投、地产两大灰犀牛风险被严控，防止资本无序扩张。这导致，第一，在摆脱“城投地产依赖症”的过程中，城投地产融资需求弱化，高收益资产供给减少。第二，随着中国实现了工业化和原始积累，资本的回报率和稀缺性都在降低，相对而言，劳动力、科技等要素的稀缺性提升。第三，高杠杆且杠杆向政府部门转移导致利率长期趋势易下难上。第四，债市对外开放过程中面临海外市场利率的牵制作用。

(5) 中长期利率趋势判断

债券市场格局的变化决定了未来五到十年，国债收益率的走势会呈现以下几个特征：一是中枢将继续逐步下行，二是城投、地产红利时代结束，三是未来 5-10 年十年期国债中枢可能下降到 2.5% 甚至之下。按照刘世锦等研究，5 年后经济增速可能逐步下降到 5% 附近，通胀水平预计也会比过去二十年低，经济结构不再依附于投资驱动，那么利率下降到 2.5% 甚至更低的水平概率不小。当然，经济的实际增速、改革的进程、通胀的情况、汇率的稳定等都会是不确定性因素，中间过程仍将不乏周期和波动。

二、宏观经济专题⁵： 经济转型升级与中央银行的多种政策工具研究

（一）摘要

本文构建了一个包含新兴产业和传统产业两类厂商的 DSGE 模型，并在中央银行部门引入传统货币政策、宏观审慎政策以及三种包含状态转变的结构性货币政策，分析经济转型升级过程中各种政策工具单独使用或协调搭配的效果。研究发现，在仅使用一种政策的情况下，与不含状态转变的政策相比，包含状态转变的政策能更快地熨平经济波动；在五种政策工具中，再贷款利率政策最有助于经济稳定，而定向降准政策和宏观审慎政策则可以较好地兼顾经济稳定和产业升级两个目标。在使用多种政策的情况下，包含状态转变的政策通过适当组合，可以改善单一政策造成的短期经济波动，从而更好地兼顾多重目标的平衡和实现社会福利最大化。

（二）引言

从全球历史经验来看，经济发展要求经济结构从低端制造业为主向高端制造业和服务业为主转型。随着经济总量的攀升，中国经济增速逐渐放缓，发展方式向集约型转变，经济发展步入新常态，处于结构调整和产业转型的关键节点。经济转型的复杂性、系统性决定了转型过程需要多种政策尤其是货币政策的支持和引导。2021 年政府工

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、国际货币研究所马勇，中国人民大学财政金融学院陈点点。本文节选自原载于《世界经济》2021 年第 7 期的《经济转型升级与中央银行的多种政策工具研究》。原文链接：<https://manu30.magtech.com.cn/sjjj/CN/abstract/abstract688.shtml>

作报告指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向小微企业、个体工商户及新型农业经营主体。可见，支持经济结构转型和产业升级已成为货币政策的重要目标之一。

当前，中国融资结构仍以间接融资为主，信贷资产在金融总资产中的比重超过 70%。出于资产安全性的考虑，银行在分配信贷资源时通常更青睐成熟的大中型国有企业，对风险较高的新兴产业和中小企业的金融服务供给则相对不足。银行信贷在社会融资规模中占比最大，对于解决新兴产业企业和中小企业面临的融资难题依然较为重要（王剑，2018）。这要求货币政策进一步发挥其对资金的导向作用，通过改变信贷资源的配置推动经济结构转型升级。

从政策制定和实施的角度来看，何种货币政策能更好地助力经济转型升级也是需要深入研究的重要课题。以美国为代表的西方国家将货币政策视为一种总量政策（李波等，2015），较少对其进行结构性运用。而在国内，基于总量调控的传统货币政策无法有效解决国民经济重点领域和薄弱环节的融资难题（刘元春等，2016），如何在传统总量货币政策的基础上增加新的结构性定向调控功能，成为中国人民银行近年来探索的主要方向之一。2008 年国际金融危机之后，面对流动性整体充裕但存在结构性短缺的情况，人民银行尝试推出了一系列具有结构性调控功能的新型货币政策工具，如针对“三农”和中小微企业的定向降准措施、针对商业银行和金融结构的借贷便利工具、“支农支小”再贷款等，这些政策工具为解决经济中的结构性问题提供了

新的思路和方法。

从已有研究来看，彭俞超和方意（2016）发现结构性货币政策可以定向影响金融机构的运营成本、调整信贷结构，从而同时实现经济稳定和产业结构升级的目标。马理等（2015）结合中国信贷配给特征构建商业银行的跨期效用函数，认为只有在其他政策的配合下，商业银行才会做出符合“调结构”政策目标的行为选择，比如将定向降准提供的有限流动性用于农业贷款。郭晔等（2019）基于微观企业数据，发现针对“三农”和小微企业贷款的定向降准政策确实具有结构调整效应。欧阳志刚和薛龙（2017）发现常备借贷便利和中期借贷便利等结构性货币政策对民营企业有显著的调控效果。陈长石与刘晨晖（2019）的研究显示，抵押补充贷款已取代 M2 成为影响房地产价格的主要政策工具。上述研究表明，结构性货币政策具有一定的结构调整效应，但调控效果尚待进一步优化。

尽管上述研究在探索结构性货币政策的调控效应方面做了颇具启发性的工作，但是依然存在两个方面的不足：一是在理论建模方面，对宏观结构性问题的研究需要建立在动态随机一般均衡（DSGE）的基本框架之上，才能有效分析主要经济、金融变量之间的动态反馈关系，但目前基于 DSGE 方法的文献还相对较少；二是在研究对象方面，已有研究主要针对单一的结构性货币政策工具讨论其调控效应，而在同一个框架下探讨中央银行多种政策工具组合（包括总量工具和结构性工具的组合、不同结构性工具之间的组合）效应的文献还非常少，将传统货币政策、宏观审慎政策和结构性货币政策置于同一个框

架下探讨其协调搭配文献更是基本处于空白状态。

针对现有文献的不足，本文尝试构建一个区分新兴产业和传统产业的 DSGE 模型，为分析经济转型升级过程中的中央银行“多工具协调搭配”问题提供一个基础性的理论框架。基于贝叶斯参数估计和脉冲响应的分析发现：在仅使用一种政策的情况下，考虑状态转变的政策比不考虑状态转变的政策能更快熨平经济波动，其中，再贷款利率政策最有助于经济稳定，定向降准政策和宏观审慎政策则可以较好地兼顾经济稳定和产业升级两个目标；在使用多种政策的情况下，包含状态转变的政策通过适当地政策组合，可以降低单一政策所造成的短期经济波动。此外，传统货币政策与定向降准政策的组合，可以在短期内提升新兴产业比重。从政策工具的协调搭配来看，如果中央银行按照比较优势原则，让传统的货币量规则专注于经济稳定目标，同时让结构性货币政策专注于经济结构调整，则可以更好地实现社会福利最大化的目标。本文的社会福利分析还发现，使用结构性货币政策的福利损失往往随着政策平滑程度的提高而递增。因此，使用结构性货币政策时可以根据实际情况灵活调整，不必过度拘泥于政策惯性效应的约束。总体来看，这些发现与已有的相关文献结论形成了有效互补（如彭俞超和方意，2016；欧阳志刚和薛龙，2017；郭晔等，2019），可以进一步增进我们对中央银行多种政策工具组合运用及相关问题的认识。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Oct	20- Nov	20- Dec	21- Jan	21- Feb	21- Mar	21- Apr	21- May	21- Jun
CPI	同比	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1
PPI	同比	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8
制造业 PMI	指数	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9
工业增加值	累计增长	1.8	2.3	2.8	35.1	24.5	20.3	17.8	15.9	
工业企业利润总额	累计同比	0.7	2.4	4.1		178.9	137.3	106.1	83.4	66.9
固定资产投资完成额	累计同比	1.8	2.6	2.9		35.0	25.6	19.9	15.4	12.6
社会消费品零售总额	同比	4.3	5.0	4.6		34.2	17.7	12.4	12.1	
进出口总值	当期值同比	4.6	7.8	5.9	17.5	57.2	24.0	26.6	26.9	22.0
M2	同比	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6
社会融资规模	存量（百亿元）	28125	28325	28475	28974	29136	29456	29615	29798	30156
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	6898	14337	12552	35783	13594	27303	14685	14964	21196

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.2124	IMI 宏观经济月度分析报告（第 50 期）	IMI
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



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