

No. 2204

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第五十八期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>



IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 2 期（总第 58 期）



- **海 外：**1月FOMC市场解读偏鸽，欧央行意外“放鹰”
- **宏 观：**制造业PMI扩张放缓，新增社融放量回升
- **机 构：**商业银行监管数据披露，保障性租赁住房制度完善
- **市 场：**商品走强压制股市表现，降息落地利率继续下行

本期推荐：流动性覆盖率监管会影响货币政策传导效率吗？
——来自中国银行业的证据

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 2 月

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）：

彭俞超 宋 科 孙 超 王 剑 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：2022 年人民币汇率方向偏贬，但由于不贵，因此幅度可控，有望先贬后升	- 5 -
(二) 国内宏观	- 5 -
1. 经济：1 月制造业 PMI 扩张放缓	- 6 -
2. 通胀：CPI、PPI 双降，通胀压力缓解	- 7 -
3. 金融：社融超预期回升，贷款结构仍待优化	- 8 -
(三) 商业银行	- 9 -
1. 银保监会披露商业银行 2021 年四季度监管数据；保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理	- 9 -
2. 2022 年 1 月货币金融数据分析	- 14 -
(四) 资本市场	- 16 -
1. 股市：稳增长政策陆续出台，商品走强压制股市表现	- 16 -
2. 债市：利率继续下行，信用利差走扩	- 20 -
二、宏观经济专题：流动性覆盖率监管会影响货币政策传导效率吗？	
——来自中国银行业的证据	- 24 -
(一) 摘要	- 24 -
(二) 引言	- 24 -
三、主要经济数据	- 28 -

图表目录

图 2：商业银行净利润同比增速	- 10 -
图 3：各类型银行累计净利润同比增速	- 10 -
图 4：商业银行净息差	- 11 -
图 5：商业银行不良率	- 12 -
图 6：商业银行关注类贷款占比	- 12 -
图 7：商业银行“关注贷款率+不良贷款率”	- 13 -
图 8：商业银行拨备覆盖率	- 13 -

表格目录

表 1：1 月 M2 增量的结构	- 15 -
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

美国经济增速顶点或已过，通胀可能还未见顶，1月FOMC纪要市场解读偏鸽；欧元区经济经济不均衡复苏、通胀率持续攀升，欧央行意外“放鹰”；日本经济缓慢扩张，央行继续施行刺激措施。汇率展望方面，2022年人民币汇率方向偏贬，但由于不贵，因此幅度可控，有望先贬后升。美国1月制造业与非制造业PMI均大幅下行，经济四大隐藏动能——库存、地产、汽车、消费尚未见全面共振，且四大动能中仅库存仍有期待的空间，经济增速顶点或已过；1月CPI走势超预期，价格普涨压力上行，通胀可能还未见顶；1月FOMC纪要未进一步明确紧缩路径，通胀仍是当下货币政策的主要矛盾，市场解读偏鸽。欧元区四季度增速显著放缓，经济复苏不均衡，通胀持续攀升；货币政策方面，欧央行意外“放鹰”，首次加息时点提升至7月，预计全年加息至0%。日本经济缓慢复苏，扩张动力不足，CPI同比继续微弱复苏；货币政策方面，继续施行刺激措施，行长黑田东彦表示将在必要时进行进一步无限制的债券购买，以将债券收益率保持在央行的目标范围内。展望2022汇率，人民币当下强但不贵，幅度可控，有望先贬后升。

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

(1) 美国经济增速顶点或已过，通胀可能还未见顶，1月FOMC纪要市场解读偏鸽

经济方面，1月美国制造业与非制造业 PMI 均大幅下行，疫情对经济冲击较大。1月美国 ISM 制造业 PMI 录得 57.6，预期 57.5，前值 58.7，非制造业 PMI 录得 59.9，预期 59.5，前值 62，均大幅下行。2021 年四季度 GDP 虽大超预期，但经济增速顶点或已过。一则，从经济四大隐藏动能来看，仅库存仍有改善空间，地产或走弱，汽车产业链前景未明，消费虽有超额储蓄支撑但规模预计有限，潜在动能尚未见全面共振，且四大动能中仅库存仍有期待的空间。二则，由于制造业 PMI 领先企业设备投资增长，在制造业 PMI 持续下行的背景下，企业设备投资增长空间或有限。

物价方面，1月走势超预期，价格普涨压力上行，美国通胀可能还未见顶。美国 1 月 CPI 数据再超海外预期，CPI 同比和核心 CPI 同比分别录得 7.5%、6% 的读数，均较前值大幅上行 0.5 个百分点，双双刷新四十年来新高。价格普涨压力再次小幅上行。统计 113 个 CPI 细项的季调环比走势发现，价格普涨压力在前两个月有所减缓后，再次上行至疫情后高位。1 月份，在 113 个 CPI 细项中，有 72.6% 的分项上涨，仅次于去年 4 月、7 月和 10 月；分项环比均值从去年 12 月的 0.35% 上行至 0.71%，仅次于去年 4 月和 10 月。

货币政策方面，1月 FOMC 纪要未进一步明确紧缩路径，通胀仍是当下货币政策的主要矛盾，市场解读偏鸽。相比于 12 月 FOMC 纪要传递出有关加速缩表的信号，1 月 FOMC 纪要则未进一步明确紧

缩的具体路径。针对市场近期关注的 3 月是否加息 50bps，缩表具体在几月落地，1 月 FOMC 纪要均未给出更多信号。具体来看，通胀方面，美联储认为通胀压力在 2021 年下半年有所扩大，预计通胀上行风险更大；就业与经济增长方面，与会者一致认为 Omicron 病毒将对 2022Q1 的经济活动造成压力。整体来看，1 月 FOMC 会议纪要的内容，不论是对经济基本面的判断、还是对货币政策前景的指引，均未向市场传递更多增量信息。美联储转向力度的核心影响变量仍是通胀。

(2) 欧元区经济不均衡复苏、通胀率持续攀升，欧央行意外“放鹰”

欧元区四季度增速显著放缓，经济复苏不均衡，通胀持续攀升。经济方面，欧元区 2021 年经济增长显著但隐忧仍存。欧元区 2021 全年 GDP 同比增幅达到 5.2%，增长显著，受奥密克戎变异毒株蔓延、供应链瓶颈持续等影响，在经历 2021 年二、三季度环比涨幅超 2% 的高增长后，欧元区经济 2021 年四季度增速显著放缓，环比增长 0.3%。综合来看，经济复苏不均衡问题依然存在。数据显示，2021 年四季度，西班牙、葡萄牙、瑞典经济复苏势头相对较好，分别环比增长 2.0%、1.6% 和 1.4%；欧元区第一大经济体德国却因经济占比较高的制造业拖累而表现不佳，环比下滑 0.7%。展望 2022，经济复苏隐忧犹存，通胀方面，2022 年 1 月调和 CPI 同比继续攀升，较前值上行 0.1 个百分点至 5.1%，高于市场预期，并再创历史新高。

货币政策方面，欧央行意外“放鹰”，首次加息时点提升至 7 月，预计全年加息至 0%。2 月议息会议欧央行并未对货币政策做出实质

性调整，维持三大关键利率与资产购买计划不变。不过欧央行在会议表态中的鹰派程度大超市场预期：通胀方面，拉加德表示欧央行正在更接近 2% 的通胀目标，且通胀风险偏上行；经济增长方面，拉加德表示经济受疫情的影响越来越小，尽管目前感染率很高但对经济的破坏相对较小。货币政策前景方面，拉加德放弃以往会议中 2022 年不太可能加息的表态，表示欧央行做好适时调整货币政策工具的准备，强调加息要在净购债结束后才可能启动。欧央行议息会议后首次加息时点提升至 7 月，全年加息次数提升至 5 次以上，预计年末政策利率或回升至零利率。

(3) 日本经济缓慢扩张，央行继续施行刺激措施

日本经济缓慢复苏，扩张动力不足。2021 全年日本实际 GDP 同比增长 1.7%，在 2019、2020 连续两年萎缩后转为缓慢扩张。疫情反复是经济增长的主要拖累因素，分季度看，前三个季度日本均因疫情实施了紧急状态，总时长超过 200 天。其中，2021Q1 和 Q3 日本经济两度陷入负增长，实际 GDP 环比增速分别为 -2.1%、-2.7%，四季度增速明显回升，实际 GDP 环比折年率录得 5.4%。从拉动项看，2021 年，占日本经济比重 50% 以上的个人消费比同比增长 1.4%；设备投资同比 -0.7%；住宅投资 -1.8%；货物及服务出口同比 11.6%。从内外需对日本经济增长的贡献度来看，2021 年内需对日本经济增长的贡献为 0.7 个百分点，外需的贡献为 1.0 个百分点。往后看，日本经济复苏可能存在动力不足隐忧，2022 年 2 月，日本制造业 PMI 明显下滑，由前值 55.4 降至 52.7；服务业 PMI 已连续三个月下滑，2 月录得 42.7，

创 2020 年 6 月以来新低。此外，日本 2 月经济报告 5 个月来首次下调了对经济的总体评估，或显示经济前景不太乐观。物价方面，CPI 同比继续微弱复苏。2 月日本 CPI 同比 0.8%，前值 0.6%，继续微弱复苏；核心 CPI 同比持平前期，仍为 0.5%。

货币政策方面，日央行继续施行刺激措施。2 月 14 日，日本央行开始以固定利率无限量购买 5 年至 10 年期主权债券，以遏制国债收益率的攀升。这是自 2018 年 7 月 30 日以来，时隔约 3 年半的再一次限价操作。2 月 16 日，日本央行行长黑田东彦在国会回答问题时表示，将继续实施刺激措施，并在必要时进行进一步无限制的债券购买，以将债券收益率保持在央行的目标范围内。

2. 汇率展望：2022 年人民币汇率方向偏贬，但由于不贵，因此幅度可控，有望先贬后升

人民币当下强但不贵，幅度可控，有望先贬后升。目前看，美元兑人民币（USDCNY）单一汇率、CFETS 人民币汇率指数都仅比合理价格中枢略高 2% 左右，属于合理区间，2015 年汇改前是超涨 15% 左右。但当下无论中美息差、还是出口份额都大概率走低，因此汇率方向偏贬。但由于不贵，没有积压欠账，所以幅度可控，有望先贬后升。

（二）国内宏观²

1 月属于经济数据真空期，由于春节错位，通常 1 月和 2 月经济

²撰写人：IMI 研究员孙超

数据在3月合并计算公布。从1月份官方PMI数据来看，1月制造业PMI和非制造业PMI均处于景气区间，但活跃度均有所下降，制造业市场需求持续偏弱，而疫情下服务业的恢复仍有待观察。在前期稳增长政策的持续发力下，1月信贷数据取得“开门红”，新增人民币贷款3.98万亿元，其中企业中长期贷款新增2.1万亿元，创有数据以来新高，实体融资需求回升。社融规模新增6.17万亿，也大超预期。同时也应注意到，居民贷款表现较弱，疫情影响下居民消费及购房意愿仍弱。整体来看，1月金融数据量上有明显提升，但在质上仍有待改善。

1. 经济：1月制造业PMI扩张放缓

1月属于经济数据真空期，从官方公布的1月份PMI数据来看，1月份官方制造业PMI和非制造业PMI数据分别为50.1和51.1，比较前值分别回落0.2和1.6个百分点，表明我国企业生产经营活动虽仍延续扩张态势，但活跃度有所下降。具体来看，1月生产指数为50.9%，高于临界值但较上月回落0.5个百分点，而新订单指数49.3%，较上月回落0.4个百分点，制造业市场需求持续偏弱。而1月份国内疫情散点爆发继续影响着服务业的恢复，居民消费意愿继续减弱。。预期方面，1月生产经营活动预期指数为57.5%，较上月抬升3.2个百分点，制造业企业生产经营或将回暖。整体来看1月份供需双弱，但随着稳增长政策发力，经济或将有所改善。

2. 通胀：CPI、PPI 双降，通胀压力缓解

(1) CPI 弱于季节性

1 月份 CPI 同比增速 0.9%，较前值回落 0.6 个百分点，核心 CPI 同比继续持平于 1.2%。CPI 同比继续下行主要是猪肉在春节来临之时依然供应充足，价格回落。1 月食品项同比下跌 3.8%，跌幅较上月扩大 2.6 个百分点，其中猪肉价格同比下跌 41.6%；1 月非食品价格上涨 2.0%，主要双受石油价格上涨影响。环比来看，鲜菜价格上涨 3.1%，鲜果价格上涨 7.2%，受冬季鲜果鲜菜价格上涨影响，食品价格由上月下降 0.6% 转为上涨 1.4%，非食品价格受油价上涨以及春节前出行增加影响，由上月下降 0.2% 转为上涨 0.2%。目前猪价处于底部区间，由于规模化养殖占比的提升，本轮产能去化周期可能会拉长，虽然发改委表示或将启动猪肉储备收储工作，但猪肉价格短期难有明显反弹，CPI 整体超预期上行概率不大，仍将保持温和态势。

(2) PPI 继续回落

1 月 PPI 同比增速 9.1%，较前值回落 1.2 个百分点，其中生产资料价格上涨 11.8%，涨幅回落 1.6 个百分点，生活资料价格上涨 0.8%，涨幅回落 0.2 个百分点。环比来看，1 月份 PPI 下降 0.2%，其中生产资料价格降幅收窄 1.4 个百分点至 0.2%，生活资料价格持平于上月。具体来看，石油和天然气开采业价格由下降 6.9% 转为上涨 2.6%。往后看，由于俄乌冲突影响，原油价格继续震荡走高，同时或将使得天然气价格处于高位，国际能源价格或继续高位，而国内煤炭保供稳价

取得良好效果，加之高基数影响，PPI 下行趋势或将延续。

3. 金融：社融超预期回升，贷款结构仍待优化

(1) 新增社融放量回升

1 月份新增社融规模 6.17 万亿元，同比多增 9842 亿元，社融总量放量增长，大超市场预期，社融增速 10.5%，较上月回升 0.2 个百分点。新增社融贡献主要来自政府债券及企业债券增量。具体来看，1 月新增政府债券融资 6026 亿元，同比多增 3589 亿；新增企业债券融资 5799 亿元，同比多增 1882 亿，较上月增加 3632 亿，主要受政策引导下实体经济融资动力增强。非标融资方面，委托贷款增加 428 亿元，同比多增 337 亿，信托贷款减少 680 亿，未贴现银行承兑汇票增加 4731 亿，同比少增 171 亿。1 月社融增量超预期，表明前期稳增长的系列政策取得一定成效，同时在政策引导下，金融机构对实体的融资支持得到不断增强，加之今年财政发力将前置，预计一季度社融增速将继续回暖。

(2) 信贷结构仍有待优化

1 月新增人民币贷款 3.98 万亿元，同比多增 4000 亿，信贷取得“开门红”。具体来看，1 月企业中长期贷款新增 2.1 万亿元，创有数据以来新高，降息降准的宽货币政策取得一定成效；而票据融资新增 1800 亿元，企业短贷新增 1.01 万亿，同比多增 4245 亿，票据融资和短贷明显回暖，表明信贷结构仍有待优化。居民端来看，1 月居民贷款新增 8430 亿元，同比减少 4270 亿元。其中新增短贷 1006 亿，

中长贷 7424 亿，同比均明显减少。或表明在疫情持续散点出现环境下，居民整体消费意愿及购房意愿较弱。随着春节过后全国多个地区和城市不同程度上放松了购房的首付比例及房贷利率，或在一定程度上刺激居民购房意愿，对居民中长期贷款有所提振。

(3) M2、M1 剪刀差扩大

1 月 M1 同比增速-1.9%，前值为 3.5%；M2 增速较前值继续上升 0.8 个百分点至 9.8%，M2 快速上涨主要是财政支持加快，同时在政策支持下信贷放量增加派生存款。1 月份人民币存款增加 3.83 万亿元，同比多增 2627 亿元。M1 同比为负主要受春节较早，节前企业发放薪酬与奖金，企业存款更多的转化为居民存款有关，1 月份居民存款增加 5.41 万亿元，同比多增 3.93 万亿元。

(三) 商业银行³

1. 银保监会披露商业银行 2021 年四季度监管数据；保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理

(1) 银保监会披露商业银行 2021 年四季度监管数据

① 行业整体净利润增速继续回升

商业银行 2021 年实现净利润 2.18 万亿元，同比增长 12.6%，增速较前三季度回升 1.1 个百分点；两年平均增速 4.7%，较前三季度回升 3.6 个百分点。

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

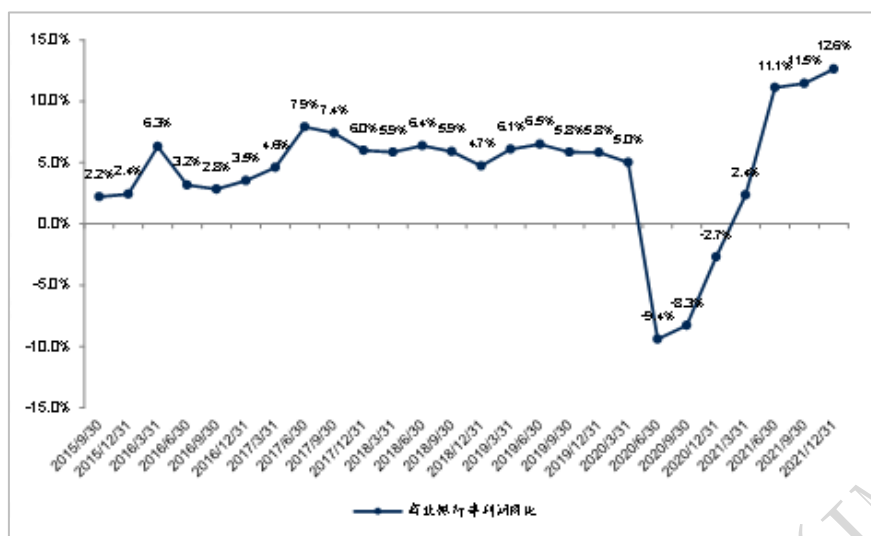


图 1: 商业银行净利润同比增速

数据来源: 银保监会, IMI

分类型银行来看, 同比增速主要是城商行增速回升, 但两年平均增速则主要是大行改善。其中大行 2021 年净利润两年平均增速 7.7%, 较前三季度回升 5.8 个百分点; 股份行净利润同比增长 13.4%, 两年平均增速 4.9%, 增速变化较前三季度不大; 城商行净利润同比增长 11.6%, 增速较前三季度明显回升, 但两年平均增速-2.3%, 增速较前三季度变化不大。

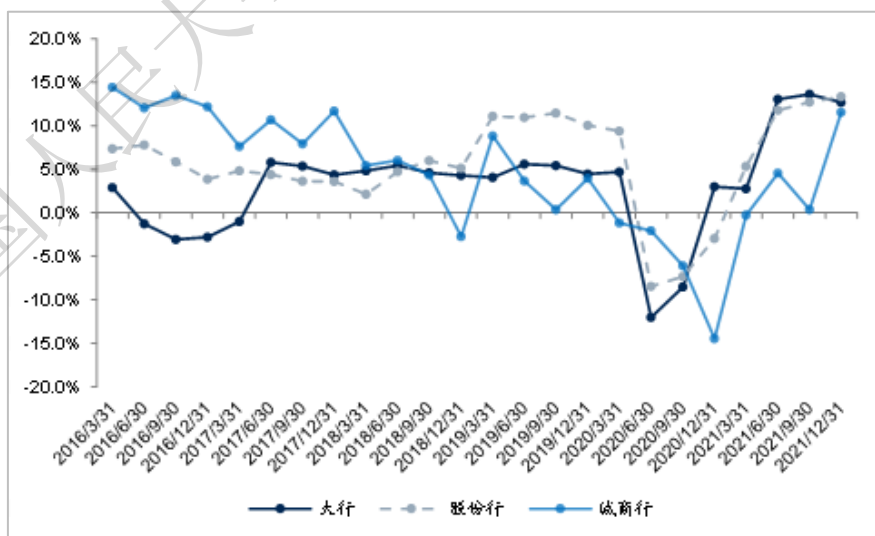


图 2: 各类型银行累计净利润同比增速

数据来源: 银保监会, IMI

②净息差环比稳定

全行业 2021 年四季度净息差 2.08%，环比三季度小幅上升 1bp，基本稳定。分类型银行来看，不同银行变化都不是很大，其中大行净息差环比三季度小幅上升 1bp 至 2.04%，股份行环比下降 2bps 至 2.13%，城商行环比上升 2bps 至 1.91%。

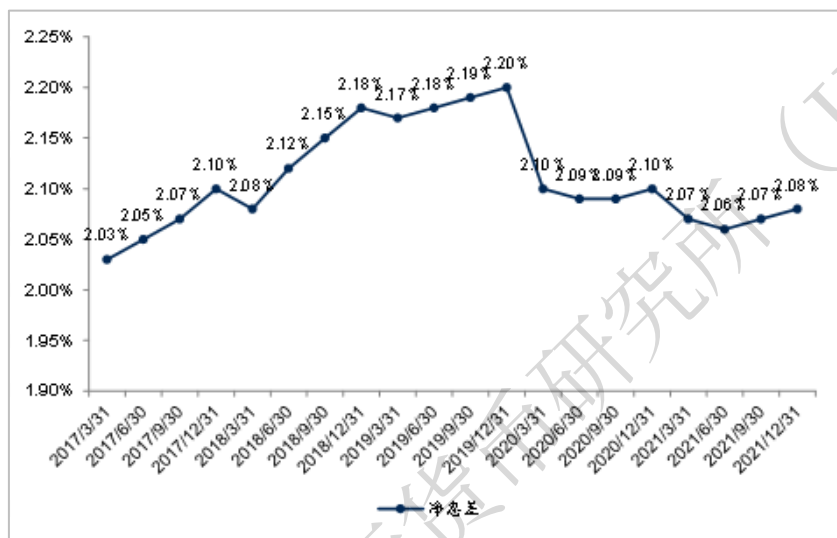


图 3：商业银行净息差

数据来源：银保监会，IMI

③整体资产质量向好，内部有所分化

2021 年末全行业不良率 1.73%，环比三季末下降 2bps；年末关注类贷款占比 2.31%，环比三季末下降 2bps；不良贷款率和关注贷款率持续回落。年末拨备覆盖率 197%，环比三季末持平，是近年来新高。

分类型银行来看，大行改善最明显，年末不良率较三季末下降 6bps 至 1.37%，拨备覆盖率回升 7 个百分点至 239%；股份行保持稳定，年末不良率较三季末下降 3bps 至 1.37%，拨备覆盖率下降 1 个百分点至 206%；城商行压力相对较大，年末不良率较三季末上升 8bps 至 1.90%，拨备覆盖率回升 8 个百分点至 189%。我们在此前的专题

报告《十年回顾：资产质量的历史与未来》分析过，这可能跟不同银行客群有关，目前大行的主要客群大型企业偿债能力改善显著，而城商行的主要客群中小企业偿债压力仍然较大。

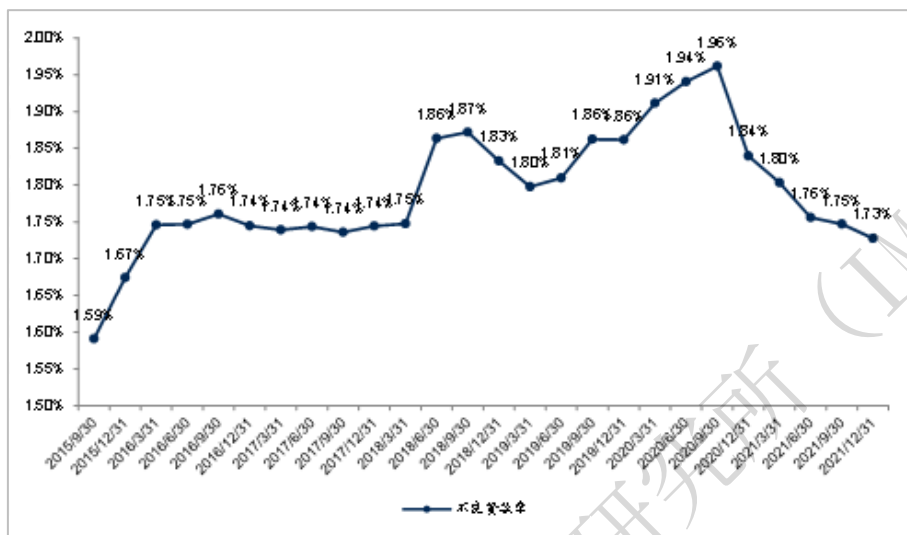


图 4：商业银行不良率

数据来源：银保监会，IMI

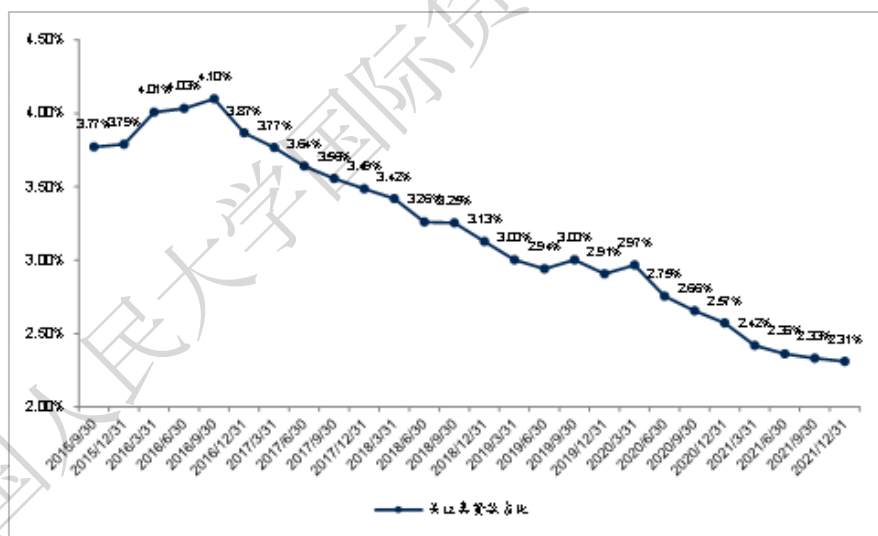


图 5：商业银行关注类贷款占比

数据来源：银保监会，IMI

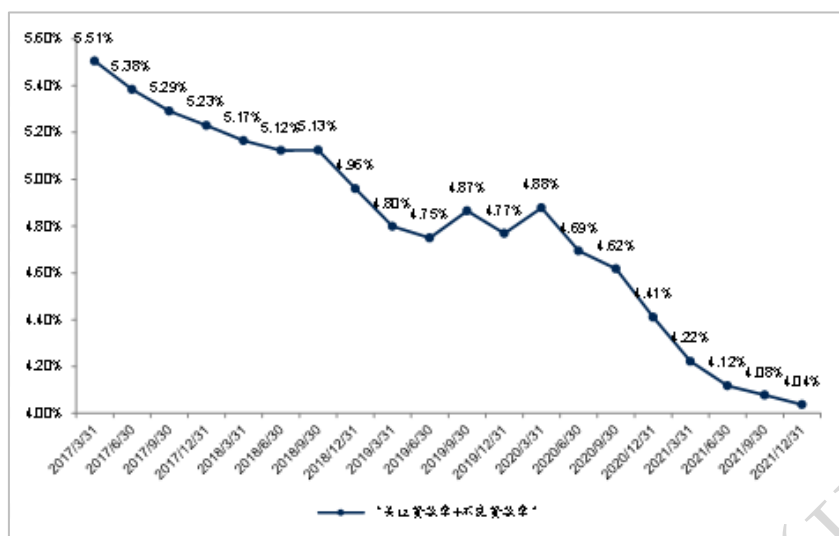


图 6：商业银行“关注贷款率+不良贷款率”

数据来源：银保监会，IMI

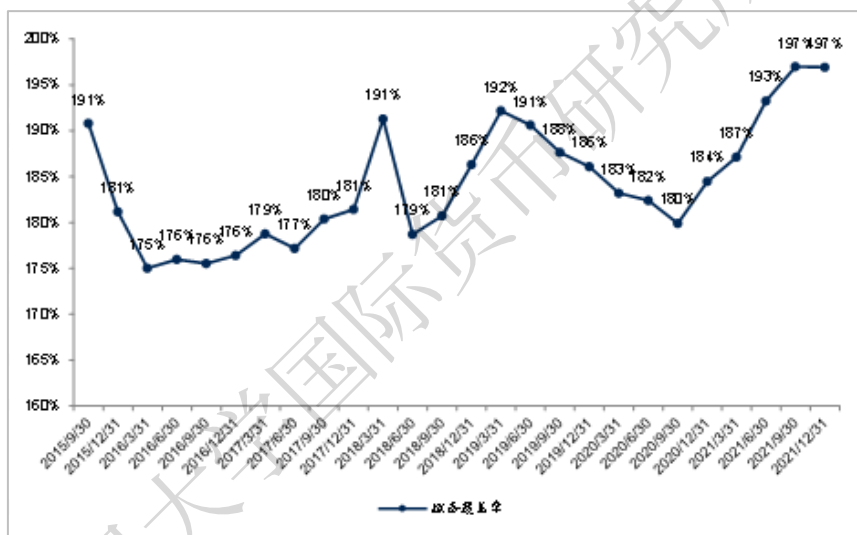


图 7：商业银行拨备覆盖率

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

（2）保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理

为贯彻落实党中央、国务院关于加快发展保障性租赁住房的决策部署，加强相关金融政策支持，2022 年 2 月 8 号，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于保障性租赁住房有关贷款不纳

入房地产贷款集中度管理的通知》，明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，鼓励银行业金融机构按照依法合规、风险可控、商业可持续的原则，加大对保障性租赁住房发展的支持力度。

明确保障性租赁住房项目有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理，有利于银行业金融机构加大对保障性租赁住房项目的信贷投放，支持我国住房保障体系建设，有助于推动建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。下一步，人民银行、银保监会将加快建立完善住房租赁金融制度，继续加大对保障性住房建设和长租房市场发展的金融支持力度，促进房地产业良性循环和健康发展。2020年12月央行发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，对银行的房地产贷款占比和个人住房贷款占比上限进行控制。

《通知》实施之后，银行的房地产贷款规模不断压降，进而导致房企融资渠道受阻，资金链较为紧张。当前保障性住房开发贷占比虽不高，但被剔除房贷集中管理之后，商品房贷款额度将迎来一定程度的释放，房企资金压力得到缓释，融资环境进一步改善。

2. 2022年1月货币金融数据分析

2022年1月末，基础货币余额为33.12万亿元，全月增加1710亿元。其中，现金（货币发行）增加1.57万亿元，银行的存款准备金增加减少1.81万亿元，非金融机构存款增加4111亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币6055亿元，政府债券发行等财政因

素回笼货币 6850 万亿元，“其他资产”增加相应投放基础货币 788 亿元。

1 月末的 M2 余额为 243.1 万亿元，同比增速为 9.8%，较上月提升 0.8 个百分点。按不含货基的老口径统计，1 月 M2 增加 4.32 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 4.20 万亿元；财政支出等财政因素回笼 M2 约 6850 亿元（1 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派生 M2 约 1301 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素派生 M2 约 6456 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，建议与财政因素一起综合考虑）；外汇占款投放 M2 约 333 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	15,364	外占	333
单位活期	-48,948	债券	1,301
单位定期	24,434	贷款	41,978
个人	54,269	财政	-6,850
非银	-1,901	其他（非银、非标等）	6,456
合计	43,218	合计	43,218

（四）资本市场⁴

1. 股市：稳增长政策陆续出台，商品走强压制股市表现

（1）基本面更新

2月处于宏观经济数据的空窗期，由于统计局在3月中旬才公布1、2月合并的宏观经济数据，因此2022年年初的宏观经济情况需等待至3月才能有系统性地全面地了解。不过，从社融、景气调查等侧面维度也能一窥当前宏观经济的基本动能。1月新增社融放量，新增社融6.2万亿元，同比多增9842亿元，并且从结构来看社融主要分项表现均不差。景气调查方面，1月PMI略有回落，但仍在50的荣枯线上方。稳增长政策层面，在去年下半年以来房地产部门持续拖累中国经济的背景下，近期也能看到实质性的地产放松动作出来，广州等地国有大行下调了房贷利率加点，部分城市下调购房首付比要求。这是在前期央行调降LPR之后的进一步放松措施。与此同时，各部委的稳增长政策陆续出台，发改委分别就服务业、工业发布稳增长指导意见，显示今年消费、制造业仍是稳增长的重要抓手。我们前期对稳增长政策的落地持一定的谨慎态度，从最新的形势来看，谨慎情绪可以适度消减，展望上对今年的经济增长可以更加积极一点。映射到资产价格上，对股票的看法由前期的审慎上调为中性偏积极，债券市场在经历近期的调整后仍有配置价值。

1月社融数据略超预期，主要受政策推动信贷供给影响。1月份

⁴ 撰写人：IMI研究员孙超

新增社融 6.2 万亿元，新增人民币贷款 4.2 万亿元，分别同比多增约 9800 亿元、3800 亿元。存量社融同比增速录得 10.5%，已连续 3 个月实现回升；M2 增速为 9.8%，较大幅度高于前值（9%）。从整体看，以社融为代表的广义信贷周期有企稳、弱复苏的信号。从结构来看，1 月广义信贷主要分项数据均不差。1 月新增政府债券约 6000 亿元，同比多增约 3600 亿元；新增企业债券约 5800 亿元，同比多增约 1900 亿元。表外的信托贷款和委托贷款录得正增长或降幅大幅减少，1 月新增信托贷款融资-680 亿元，降幅较去年 12 月的-2098 亿元大幅减少；新增委托贷款融资 428 亿元，去年 12 月为-22 亿元。表内的主要贷款分项中，1 月新增居民中长期贷款约 7400 亿元，虽不及去年同期，但较 2016 年-2020 年的 1 月同期均值高出不少，显示政策推动下，居民中长期贷款尤其是居民住房贷款正逐步回到正常轨道；1 月新增企业中长期贷款 2.1 万亿元，较去年同期多增 600 亿元，在实体经济信贷需求较弱的背景下，较强的企业中长期贷款或是被政策主动推动投向基建领域。总结来看，我们认为 1 月的社融数据及其主要分项数据均较强，其背后的推动力应是央行为保增长在供给侧加大推动力度。后续重点关注靓丽的社融数据的持续性问题。

1 月制造业 PMI 录得 50.1，较前值（50.3）回落 0.2 个百分点，但仍高于荣枯临界线。其中，生产指数录得 50.9，较前值（51.4）大幅回落，或是受春节效应提前对开工率的拖累。新订单指数为 49.3，低于前值（49.7）；但新出口订单走强，1 月新出口订单分项录得 48.4，高于前值（48.1），显示出口韧性尚在维持。1 月 PMI 出厂价格和原

材料购进价格分项分别为 50.9、56.4，较前值回升，但主要由于去年 12 月的低基数带来，去年 12 月上述两项指标均落在 50 一下。从业人员指数录得 48.9，低于前值（49.1），前期经济下行传导至就业端的效果逐步显现。从 2008 年以来的历轮经济周期来看，当前 PMI 处于历史的经验上的底部，结合稳增长政策逐步发力，我们对经济景气度的代表性指标——制造业 PMI——的后期走势并不悲观。此外，历史上与 PMI 高度相关的花旗中国意外指数开始向上拉升，我们认为后续 PMI 大概率处于筑底复苏的过程。

价格方面，1 月 CPI 同比和 PPI 同比增速均继续回落。消费价格方面，1 月 CPI 同比增速为 0.9%，较前值（1.5%）回落，CPI 继续在较低位置，反映内需仍在偏低位置。分项来看，CPI 食品同比大幅回落，由前值的-1.2%回落至 1 月的-3.8%，降幅扩大；CPI 非食品分项同比增速略微回落，由前值的 2.1%回落至 1 月的 2.0%。食品 CPI 的回落主要受生猪存栏量过剩导致的猪肉价格走低影响。生产价格方面，1 月 PPI 同比增速为 9.1%，较前值 10.3%明显回落，降幅超过市场预期。值得一提的是，我们用历史上 PPI 是否超预期作为单因子预测股市走势的效果非常显著：PPI 超预期整体利空股市，PPI 同比增速不及预期利多股市。当前 PPI 增速已连续 3 个月低于预期，这是我们对股市保持相对乐观的理由之一。

海外方面，当前市场注意力主要集中在美联储收紧货币政策节奏和乌克兰危机上。自去年 11 月进入全球货币紧缩周期以来，市场对于美联储收紧的预期一路升温，其背后主要是美国通胀数据、通胀预

期居高不下，美联储态度也发生 180 度转向。我们在前期的月报中也提及美联储政策收紧预期带来了风险资产的调整，从最新的情况来看，货币政策收紧预期已经进入一个平台期，2 年期和 10 年期美债收益率分别在 1.6%附近、2%附近止步不前，美元指数也持续一段时间保持在 96 附近，并未继续上行。市场关注的另一大事件在俄罗斯与乌克兰之间的冲突，冲突的范围和程度略微超出了市场的预期，也压制了股票等风险资产表现，而潜在的供给冲击提振了原油、部分农产品等商品价格。后续来看，我们认为短暂的外部冲击过去后，全球风险资产或有反弹需求，而 3 月议息会议前的货币政策窗口期也有助于情绪修复。

(2) 市场回顾与展望

2 月股票市场情绪整体有所企稳，但 2 月下旬“乌克兰危机”爆发以来，市场风险偏好受到抑制。与此同时，乌克兰危机导致原油等大宗商品供给出现问题，作为“商品之王”的油价大幅上涨，带动整体商品走强。商品市场的强势也压制了股市表现。

2 月沪深 300 指数上涨 0.4%（前值下跌-7.6%），创业板指下跌 1%（前值下跌 12.5%），上证指数上涨 3%（前值下跌 7.6%），中证 500 指数上涨 4.1%（前值下跌 10.6%）。2 月外围市场表现不佳，美股三大股指均录得下跌，恒生指数下跌 4.6%。分行业看，2 月涨幅靠前的行业分别为有色金属、煤炭、石油石化、基础化工、钢铁，月涨幅分别为 18.4%、16%、8.7%、8.5%、6.8%。其中有色金属、基础化工在 1 月份跌幅靠前，2 月走势是对前期的修正；煤炭、石油石化则受

益于全球能源价格走强。2月跌幅靠前的行业分别为家电、证券、白酒、房地产，涨跌幅分别为-5.2%、-3.6%、-2.1%、-1%，这些行业1月跌幅相对有限。从涨跌的行业来看，2月份的市场风格与1月份相比出现了明显的反转。当前市场热点分散，特定行业和主题上涨的持续性不足。

展望后市，商品价格高企是当前股票市场面临的核心矛盾。2022年以来大宗商品价格一路上扬，对应股票指数一路走低，商品的强势压制了股票的表现。后续仍需关注本轮由需求释放（经历 omicron 后西方主要经济体开始放开）、原油等商品供给冲击导致的大宗商品上涨的持续性，如果通胀持续高企（包括全球 CPI、国内 PPI），则对股票市场是不利因素，需要保持较低仓位；而如果后期供给增加导致通胀水平有边际回落，且全球主要央行加息节奏因通胀回落趋缓，则对股票市场形成利好。

2. 债市：利率继续下行，信用利差走扩

（1）降息落地利率继续下行

1月全月央行公开市场净投放 6000 亿元，主要是为维护跨年资金平稳，其中公开市场逆回购投放 1.69 亿元，到期 1.29 亿，MLF 到期 5000 亿元，投放 7000 亿元。12月20日央行下调1年期 LPR 报价后，市场对一季度央行下调 MLF 利率和 5 年期 LPR，加之资金面一直较为宽松，因此 1 月 17 日之前各期限利率均温和下行。在 1 月 17 日当天，MLF 增量续作同时利率调降 10bp，一定程度上略超市场预期。

期，1月20日1年期和5年期的LPR利率又分别下调5bp和10bp，打开利率下行空间，十年国债收益率明显下行并在1月24日突破2.7%。整体来看，1月在央行多次下调不同政策利率的环境下，逐步打开利率下行空间，各主要期限品种收益率下行至历史较低水平，月末1年期国债收于1.95%，较月初下行29BP；10年期国债收于2.7%，月初下行8BP。春节过后，一方面市场对央行继续降息降准预期减弱，同时财政政策发力稳增长以及房地产市场风险的逐步化解，市场宽信用预期得到强化，长端利率稳步上行。2月10日信贷数据“开门红”，显示出前期稳增长政策的落地见效。实体经济融资触底回暖，进一步加速了十年国债收益率上行。同时2月中旬以来部分城市对房地产首付比例及房贷利率有所放松，长端利率继续明显上行，10年国债活跃券收益率逼近2.85%。后受俄乌冲突影响，避险情绪下收益率有所下行。后续来看，投资者对货币政策进一步宽松预期减弱，经济在政策托底下或企稳，短期来看利率或将震荡为主。

(2) 各等级信用利差走扩

受降息以及政策对实体经济融资支持影响，1月各期限发行利率全部下行，信用债发行规模约1.2万亿元，发行规模较上月明显，净融资5048亿，前值1176亿，其中短融和企业债增幅较小，超短融、中票和PPN均大幅增加。1月多数行业信用债融资走高，其中上游周期行业中钢铁、有色、化工等行业发行量增长翻倍，主要受益于稳增长目标下基建托底经济，相关基建项目提前启动。信用利差方面，1月信用债收益率整体下行，但各品种信用利差继续整体走阔。城投债

中，1月城投债发行与净增量仍处于较高水平；利差方面，AA级及以上品种期限利差均走阔；AA-级中，1年期、3年期品种期限利差走阔，5年期、7年期品种期限利差收窄。分期限看，1年期、3年期各品种评级利差均走阔。产业债方面，1月AAA级、AA+级和AA级产业债利差较上个月分别上行2bp、下降5bp和下降8bp，中低等级利差走势较为平稳，高等级利差大幅波动。分行业来看，房地产利差有涨有跌，煤炭利差大幅收窄。整体来看，在稳增长的诉求下，政策对实体经济的融资需求支持力度较大，同时利率的低位也进一步刺激部分高等级评级企业的发债热情，信用债一级发行大幅改善，但同时也看到，收益率下行态势下信用利差持续分化，各等级产业债利差走阔，低等级产业债利差上行幅度相对最大。

(3) 市场展望及配置建议

展望后市，俄乌冲突下地缘政治风险抬升，避险情绪催生国际资金增配美债，短期内对美国国债收益率有所扰动，但美国面临的通胀问题并未解除，因此并不会改变美国收紧货币政策的节奏，美联储加息仍将进行。而国内方面，在稳增长政策的不断发力下，目前货币仍处于较为宽松阶段，同时宽信用得到阶段性落地，城投债和产业债融资有望继续迎来改善。城投债方面，作为地方基础设施建设的重要实施主体，在今年基建托底经济的环境下，城投债融资或将迎来改善，1月城投债发行与净融资量仍处于较高水平，但同时也应看到，经济较弱地区低等级城投债发行仍较弱，城投债信用利差整体仍在走阔，尤其是投资者对部分弱区域地区信用风险担忧仍未减弱，因此城投债

投资仍需控制下沉，可在优质地区进行适度信用下沉。地产债方面，虽然春节后有报道全国性预售资金监管统一办法需关注政策执行速度以及实际释放资金比例，同时部分城市下调购房首付比例与房贷利率，但部分民营房地产面临的融资难以及现金流紧张问题并无实质改善，目前来看房地产信用风险还将继续发生，到期压力大的房企接下来还会面临比较大的兑付考验，因此房地产债投资仍需以优质国企为主，同时可适当拉长久期。

二、宏观经济专题⁵：

流动性覆盖率监管会影响货币政策传导效率吗？

——来自中国银行业的证据

（一）摘要

本文从流动性覆盖率监管要求出发，探讨了流动性监管与货币政策的协调机制问题。我们将流动性覆盖率监管要求纳入传统的 Mont-Klein 模型中，推导出流动性覆盖率监管对货币政策传导效率的影响及其作用机制。在此基础上，采用手工收集的我国 65 家商业银行 2015-2019 年半年度面板数据对理论假设进行实证检验。研究发现，流动性覆盖率监管要求会对货币政策传导效率产生影响，但这种影响取决于流动性监管约束下商业银行流动性管理行为的选择。商业银行主动调整融资结构、增强负债质量的行为在提高银行短期流动性水平的同时，也能显著提高货币政策传导效率，而流动性资产的囤积则可能降低货币政策传导效率。因此，应客观看待流动性覆盖率监管对货币政策传导效率的影响，引导商业银行的流动性管理行为，这将有助于实现流动性监管与货币政策有效传导的“双赢”目标。

（二）引言

作为对 2008 年国际金融危机的有力回应，巴塞尔委员会在夯实“三大支柱”的基础上构建了全球统一的流动性监管框架，并将其纳入《巴塞尔协议III》（下文简称“巴塞尔III”），用于弥补传统资本

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庄毓敏，中国银行总行张祎。本文节选自原载于《金融研究》2021 年第 11 期的《流动性覆盖率监管会影响货币政策传导效率吗？——来自中国银行业的证据》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/Y2021/V497/I11/1>

监管主导的银行监管框架的不足。其中包含的两个核心指标流动性覆盖率 (Liquidity Coverage Ratio, 简称“LCR”) 和净稳定资金比例 (Net Stable Funding Ratio, 简称“NSFR”), 分别从短期和长期视角对银行流动性水平提出了最低监管要求, 旨在降低极端压力情景下的资产抛售和银行挤兑风险。相较于 NSFR 而言, LCR 的监管目标更为直接: 通过要求商业银行持有充足的合格优质流动性资产 (High-quality Liquidity Assets, 简称“HQLA”) 以覆盖压力情景下未来至少 30 天的现金净流出量 (Net Cash Outflows, 简称“NCOF”)。因此, LCR 被定义为 HQLA 与 NCOF 的比值, 最低监管要求为 100%。尽管国外学者的前期理论研究为流动性监管规则的设计提供了逻辑基础 (Diamond and Rajan, 2005; Calomiris et al., 2015; Allen and Gale, 2017), 但现有研究尚未完整揭示流动性监管新规的潜在影响路径。在此背景下, 政策界和学术界仍然对流动性监管的潜在影响存在疑虑, 这也在一定程度上影响了流动性监管的全球实施进程。从现有研究来看, 国内外学者往往将 NSFR 监管指标作为流动性监管的代理变量, 探讨流动性监管对银行行为、货币政策传导及宏观经济产出的潜在影响 (Scalia et al., 2013; 罗煜等, 2020)。而国内外学者对 LCR 监管的认识还停留在理论探讨与理论研究层面 (Stein, 2013; Bech and Keister, 2017), 目前关于 LCR 监管潜在影响的经验证据还十分匮乏, 较难为流动性监管的实践及其与货币政策的协调提供现实经验支持。因此, 如何合理评估 LCR 监管要求对银行间市场运行效率以及货币政策传导效率的影响, 成为当前流动性监管领域亟待解决的焦点问题。由于

现金及存放中央银行款项是商业银行 HQLA 中一级资产的主要组成部分，而结构性流动性短缺是我国货币政策操作框架的重要特征（孙国峰，2004），因此 LCR 监管与存款准备金政策之间存在着密切联系。LCR 监管约束引入以来，部分商业银行面临着较大的流动性管理压力，这些管理行为与货币政策调控作用相互叠加，共同影响了商业银行的信贷行为。我国 2013 年的“钱荒”事件以及后续银行间市场多次流动性紧张状况的出现也引发了国内学者关于流动性监管制约货币政策传导过程的担忧（张旭，2018）。那么，流动性监管是否真的会阻碍货币政策的传导过程？流动性监管，尤其是 LCR 监管要求对货币政策传导效率的影响机制是什么？如果流动性监管与货币政策传导过程确实存在潜在冲突，应如何实现两者之间的协调关系？流动性监管要求是我国宏观审慎框架的重要一环，对这些问题的探索也对我国宏观审慎与货币政策的协调机制设计有所裨益。本文的学术贡献在于：第一，创新性地将流动性覆盖率监管要求纳入 Monti-Klein 模型中，不仅拓展了传统银行经济学模型的应用范围，也从银行层面揭示了准备金政策在银行体系的利率传导机制。第二，采用手工收集的我国 65 家商业银行 LCR 监管披露数据，实证检验了 LCR 监管对货币政策传导效率的潜在影响及其作用机制，为商业银行流动性监管理论研究提供了新的证据，弥补了现有流动性监管文献中 LCR 监管研究的缺失。第三，基于理论和实证研究，梳理了流动性监管与货币政策传导之间的逻辑关系，并客观地评价了流动性监管对货币政策传导效率的影响，以期为流动性监管的全球实施提供中国经验，并为宏观

审慎监管框架下流动性监管与货币政策的协调机制设计提供有益参考。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	21- May	21- Jun	21- Jul	21- Aug	21- Sep	21- Oct	21- Nov	21- Dec	22- Jan
CPI	同比	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9
PPI	同比	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1
制造业 PMI	指数	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1
工业增加值	累计增长	17.8	15.9	14.4	13.1	11.8	10.9	10.1	9.6	
工业企业利润总额	累计同比	83.4	66.9	57.3	49.5	44.7	42.2	38.0	34.3	
固定资产投资完成额	累计同比	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	
社会消费品零售总额	同比	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	
进出口总值	当期值同比	27.2	22.1	11.5	18.9	15.3	17.9	20.5	16.7	13.3 ⁷
M2	同比	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8
社会融资规模	存量（百亿元）	29798	30156	30247	30529	30805	30945	31190	31413	32005
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	14964	21196	10832	12152	16630	8262	12732	11318	39618

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。

⁷该数据为 2022 年 1-2 月累计同比。

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.2203	中国财富管理评价报告 (2021Q4)	IMI
IMI Report No.2202	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 57 期)	IMI
IMI Report No.2201	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 56 期)	IMI
IMI Report No.2135	2021 天府金融指数报告 (发布版)	IMI
IMI Report No.2134	中美货币政策前景与展望	
IMI Report No.2133	独立董事的激励、惩罚与保护	赵然
IMI Report No.2132	双碳目标下如何发挥好绿色债券市场的作用	许荣
IMI Report No.2131	商业银行的科技浪潮：从电子银行、网络银行到互联网银行	田昕明
IMI Report No.2130	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 55 期)	王剑
IMI Report No.2129	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 54 期)	IMI
IMI Report No.2128	《人民币国际化报告 2021》——双循环新发展格局与货币国际 化 (发布稿)	IMI
IMI Report No.2127	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 53 期)	IMI
IMI Report No.2126	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 52 期)	IMI
IMI Report No.2125	IMI 宏观经济月度分析报告 (第 51 期)	IMI
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



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