

No. 2212

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第六十六期）

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 10 期（总第 66 期）

- **海 外：**美核心通胀韧性不减，欧元区经济衰退风险上行
- **宏 观：**三季度 GDP 增速明显回升，工业生产小幅改善
- **机 构：**央行下调首套个人住房公积金贷款利率
- **市 场：**A 股市场盈利底或已至，债市长端利率小幅下行

本期推荐：汇率敏感性会影响企业贷款利率吗？——基于中国上市公司的分析

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 10 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）：

黄 楠 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：波动为主，或呈现两段论	9 -
(二) 国内宏观	10 -
1. 经济：三季度 GDP 增速明显回升，经济恢复速度有所加快	10 -
2. 通胀：CPI 略有上涨，PPI 继续回落	15 -
3. 金融：政策性工具支撑社融延续改善	16 -
(三) 商业银行	18 -
1. 央行调整远期售汇业务外汇风险准备金率；下调首套个人住房公积金贷款利率	18 -
2. 2022 年 9 月货币金融数据分析	19 -
(四) 资本市场	20 -
1. 股市：市场盈利底或已至，后市不必过于悲观	20 -
2. 债市：长端利率小幅下行	23 -
二、宏观经济专题：汇率敏感性会影响企业贷款利率吗？	26 -
(一) 摘要	26 -
(二) 引言	26 -
三、主要经济数据	30 -

图表目录

图 1：2022Q3 美国 GDP 增速 2.6%（注：单位%）	4 -
图 2：美国 9 月制造业 PMI 降至 50.9	4 -
图 3：美国 9 月 CPI 同比升至 8.2%（注：单位%）	4 -
图 4：美国 9 月失业率维持在 3.5%（注：单位%）	5 -

图 5: Q2 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 3.3% (注: 单位%)	- 6 -
图 6: 欧元区 10 月制造业 PMI 下滑至 46.6	- 6 -
图 7: 欧元区 8 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)	- 6 -
图 8: 欧元区 9 月 HICP 同比升至 9.9% (注: 单位%)	- 7 -
图 9: 2022Q2 日本实际 GDP 环比折年率为 3.5% (注: 单位%)	- 8 -
图 10: 日本 9 月制造业 PMI 降至 50.8	- 8 -
图 11: 日本 9 月失业率降至 2.7% (注: 单位%)	- 8 -
图 12: 9 月日本 CPI 同比持平 3% (注: 单位%)	- 9 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 2 -
表 2: 9 月 M2 增量的结构	- 19 -
表 3: 经济数据一览	- 30 -

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

美国内需持续下滑,核心通胀韧性不减,11月加息75bp成共识。欧元区经济衰退风险上行,通胀居高不下,10月如期加息75bp。日本经济持续承压,通胀维持高位,货币政策维持超宽松。美国:经济方面,美国2022年三季度GDP环比折年率2.6%,高于彭博一致预期1.9%,但从结构来看却呈现出内需增长乏力的前景:反映真实内生需求的分项(私人消费+私人固定投资)对Q3环比折年率的拉动仅0.08%,连续三个季度回落。通胀方面,租金、医疗服务和运输服务价格涨幅扩大,由劳动力市场紧张带来的服务价格涨价压力不减,核心通胀韧性持续凸显。货币政策方面,市场普遍预期11月会议加息75bp,CME显示11月加息75bp的概率高达86%。欧元区:经济方面,据欧洲央行10月公布的专业人士调查报告预测,今年Q3、Q4以及明年一季度欧元区经济环比都将出现负增长,显示经济衰退风险上行。通胀方面,9月欧元区HICP同比飙升至9.9%,8月为9.1%。货币政策方面,10月如期加息75bp,欧央行行长拉加德表示未来几次会议可能将继续加息,12月决定QT关键原则。日本:经济方面,9月日本制造业PMI降至50.8,连续6个月下滑,接近荣枯线,显示

¹ 撰写人: IMI 研究员张瑜

经济动能持续减弱。通胀方面，9月日本CPI同比持平于3%，居于2014年10月以来最高位，显示日本通胀压力仍存。货币政策方面，继续施行超宽松政策，10月日央行维持利率水平不变，将短期利率维持在负0.1%的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。

	指标	2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			与上期比较
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	
美国	实际GDP增速(环比折年率, %)	5.4			5.2			4.7			4.6			4.2			↓
	失业率(%)	5.4	5.2	4.7	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	↓
	CPI(同比, %)	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	↓
	货币政策	市场普遍预期11月会议加息75bp, CME显示11月加息75bp的概率高达86%。															
欧元区	实际GDP增速(环比折年率, %)	9.3			2.1			2.4			3.3			-			-
	失业率(%)	7.7	7.5	7.4	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	-	↓
	CPI(同比, %)	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	9.9	↑
	货币政策	10月如期加息75bp, 欧央行行长拉加德在新闻发布会上表示, 未来几次会议或继续加息, 将在12月决定缩表的关键原则。															
日本	实际GDP增速(环比折年率, %)	-1.8			3.9			0.2			3.5			-			-
	失业率(%)	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5	2.6	2.7	↓
	CPI(同比, %)	-0.3	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.4	2.6	3.0	3.0	↑
	货币政策	10月日央行维持利率水平不变, 将短期利率维持在负0.1%的水平, 并通过购买长期国债, 使长期利率维持在零左右。															

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国内需持续下滑, 核心通胀韧性不减, 11月加息75bp成

共识

经济方面，内需持续下滑。美国 2022 年三季度 GDP 环比折年率 2.6%，高于彭博一致预期 1.9%，前值上修为-0.6%。尽管三季度 GDP 超预期改善，但从结构来看却呈现出内需增长乏力的前景：反映真实内生需求的分项（私人消费+私人固定资产投资）对 Q3 环比折年率的拉动仅 0.08%，连续三个季度回落；而三季度 GDP 主要拉动项为逆周期需求（净出口+政府支出），对 Q3 环比折年率的拉动录得 3.2%，前值 0.9%。

通胀方面，再超海外预期，核心通胀韧性不减。环比来看，汽油价格跌幅收窄，对 CPI 拖累有所减弱。汽油价格下跌 4.8%，跌幅收窄 5.6 个百分点，拖累 CPI 约 0.21 个百分点。更重要的是，租金、医疗服务和运输服务价格涨幅扩大，由劳动力市场紧张带来的服务价格涨价压力不减，核心通胀韧性持续凸显。9 月租金上涨 0.8%，前值为 0.7%，影响 CPI 上涨 0.25 个百分点；医疗保健服务（1%，前值 0.8%）涨幅有所扩大；运输服务（1.9%，前值 0.5%）价格涨幅明显扩大。

货币政策方面，市场普遍预期 11 月会议加息 75bp，CME 显示 11 月加息 75bp 的概率高达 86%。同时，9 月职位空缺数大幅回落的同时，失业率仍维持强劲，劳动力供需紧张格局或在缓解但尚未反映在时薪增长中。在紧俏的劳动力市场支撑下，美联储鹰派难减。



图 1: 2022Q3 美国 GDP 增速 2.6% (注: 单位%)

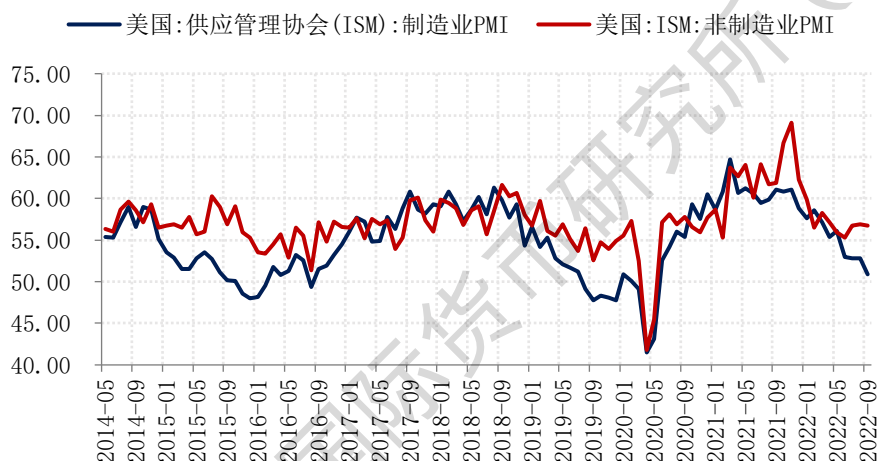


图 2: 美国 9 月制造业 PMI 降至 50.9

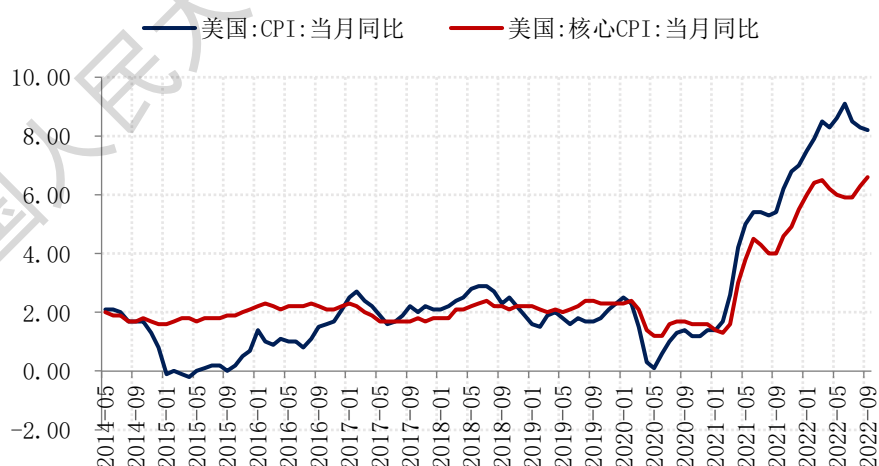


图 3: 美国 9 月 CPI 同比升至 8.2% (注: 单位%)

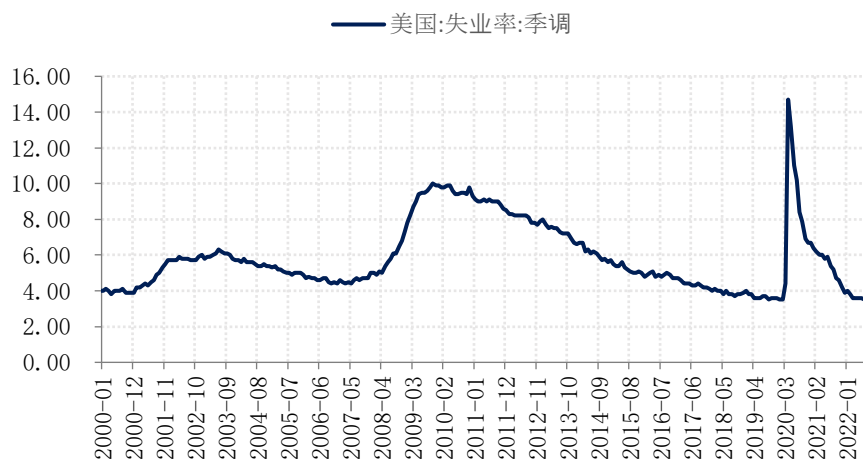


图 4: 美国 9 月失业率维持在 3.5% (注: 单位%)

(2) 欧元区经济衰退风险上行，通胀居高不下，加息或将继续

经济衰退风险上行。欧元区 10 月制造业 PMI 再度下滑至 46.6，显示经济前景萎靡。此外，据欧洲央行 10 月公布的专业人士调查报告预测，今年 Q3、Q4 以及明年一季度欧元区经济环比都将出现负增长，三个季度累计跌幅为 0.7%。明年全年欧元区经济只能微增 0.1%。

通胀居高不下。9 月欧元区 HICP 同比飙升至 9.9%，8 月为 9.1%，环比上行 0.8 个百分点，显示通胀压力加剧。货币政策方面，10 月如期加息 75bp，12 月决定 QT 关键原则。此外，欧央行行长拉加德在新闻发布会上表示，未来几次会议或继续加息，将在 12 月决定缩表的关键原则。



图 5: Q2 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 3.3% (注: 单位%)

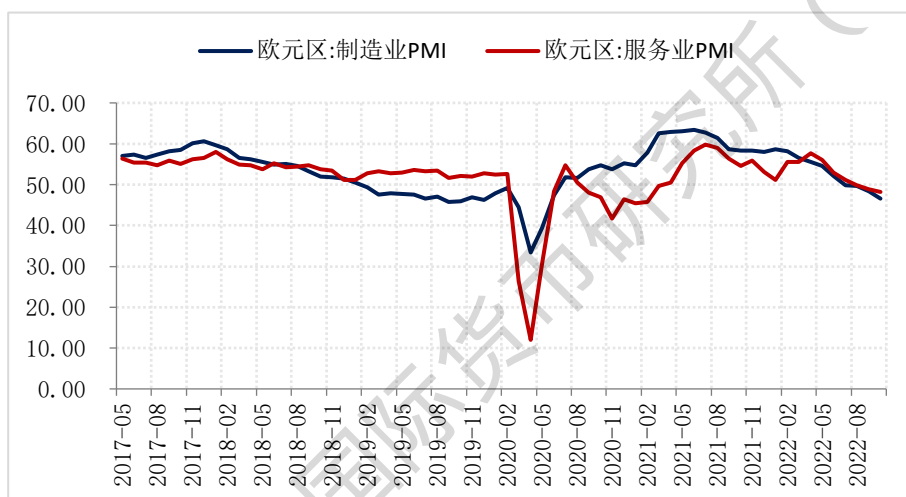


图 6: 欧元区 10 月制造业 PMI 下滑至 46.6

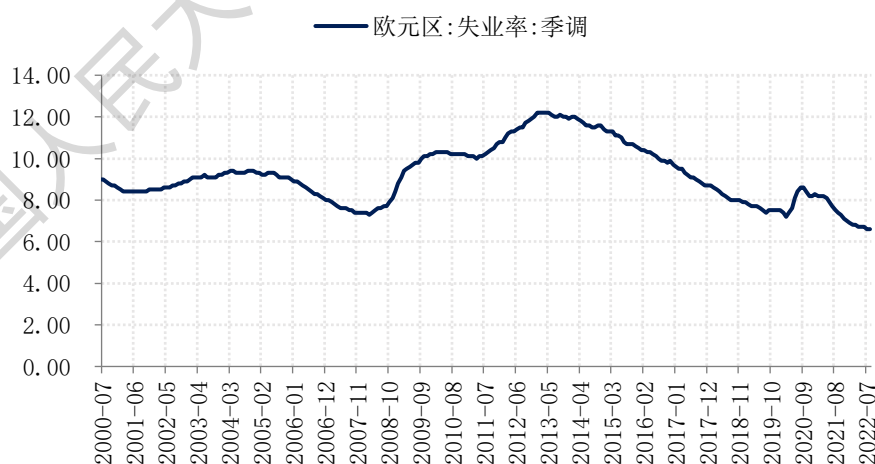


图 7: 欧元区 8 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)

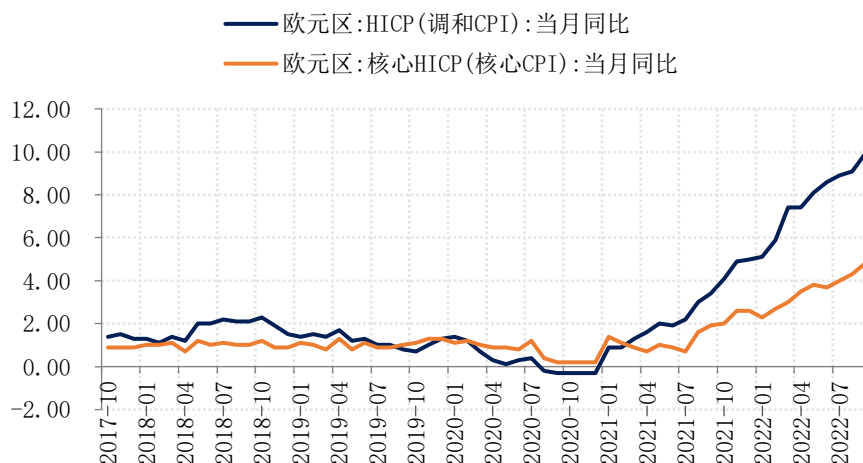


图 8: 欧元区 9 月 HICP 同比升至 9.9% (注: 单位%)

(3) 日本经济持续承压，通胀维持高位，货币政策维持超宽松

经济持续承压。9 月日本制造业 PMI 降至 50.8，连续 6 个月下滑，接近荣枯线，显示经济动能持续减弱。此外，由于日元大幅贬值，社会生产生活成本居高不下，消费受抑。10 月，日本消费者信心指数跌至 30.8, 9 月为 31.2。**通胀维持高位。**9 月日本 CPI 同比持平于 3%，居于 2014 年 10 月以来最高位，显示日本通胀压力仍存。此外，10 月日本央行发布的预测报告将本财年核心消费价格指数上涨预期由 7 月的 2.3% 大幅上调至 2.9%，也反映今年日本通胀压力不小。**货币政策方面，继续维持超宽松政策不变。**10 月日央行维持利率水平不变，将短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。



图 9: 2022Q2 日本实际 GDP 环比折年率为 3.5% (注: 单位%)

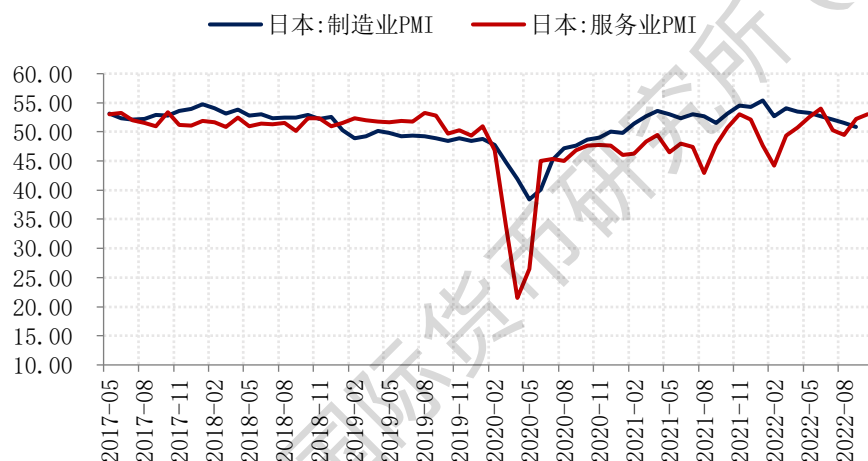


图 10: 日本 9 月制造业 PMI 降至 50.8



图 11: 日本 9 月失业率降至 2.7% (注: 单位%)

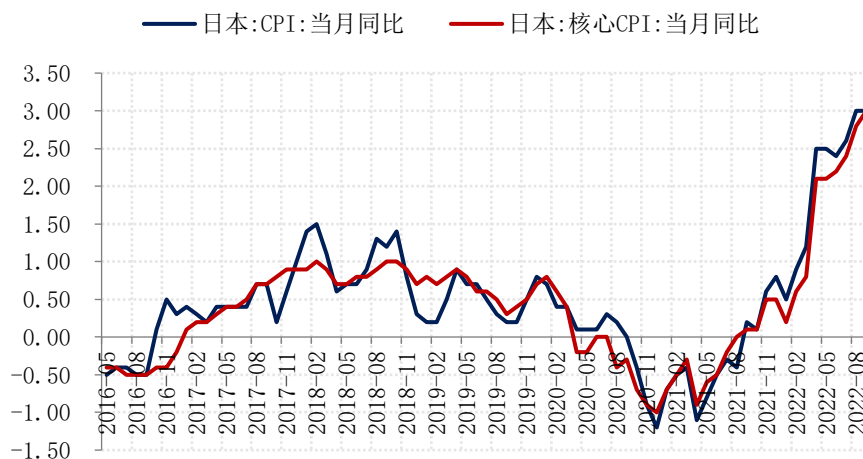


图 12: 9 月日本 CPI 同比持平 3% (注: 单位%)

2. 汇率展望：波动为主，或呈现两段论

预计汇率未来波动为主，或呈现两段论。

第一段：现在到明年年初，汇率或有偏贬值运行的可能性。在这一阶段，由于美联储加息短期难以停止，因此预计到明年年初，中美货币政策背离或依然持续，美元可能进一步走高、息差可能维持偏窄、汇率弹性放大、贬值概率更大。

第二段：明年二季度开始到下半年，汇率稳定或略升。一则，如美国需求明确回落、通胀明确回归，届时美元指数的支撑因素将弱化。二则，2023 年在全球经济“比差”中我国更有优势。因而在美元指数压制消退、中国经济在全球相对地位走强的背景下，人民币在这一阶段或有望稳定甚至略升。

（二）国内宏观²

受稳增长政策发力,疫情减弱影响,三季度 GDP 同比增长 3.9%,二季度同比增长为 0.4%,三季度 GDP 增速略超市场预期。前三季度国内生产总值 870269 亿元,按不变价格计算,同比增长 3.0%,比上半年加快 0.5 个百分点,宏观经济转入回稳向上过程。9 月工业增加值增速大幅上行,已基本恢复到一季度水平。社会消费品零售同比下降但是环比提升明显。三大类投资中,地产和制造业投资均有小幅回升,而基建投资保持快速增长,反映出前期盘活专项债、政策性金融工具等政策措施的效果持续显现,有效对冲了房地产投资下滑带来的影响。整体上看,三季度经济回升明显,但距离常态增长水平还有一定差距。

通胀方面,9 月 CPI 同比回升,且也环比上行,食品价格继续走高,非食品价格平稳,核心 CPI 仍然低迷。9 月通胀环比上行主要是由于食品价格带动的,蔬菜平均价格超出正常水平,猪肉价格重新走高,供给仍然紧张。PPI 方面,受到国际原油供给稳定以及需求回落的影响,价格继续下挫。9 月份 PPI 同比回落加快,环比小幅下行,大宗商品价格回落速度减弱。

1. 经济：三季度 GDP 增速明显回升,经济恢复速度有所加快

（1）三季度 GDP 增速明显回升

² 撰写人: IMI 研究员孙超

受稳增长政策发力,疫情减弱影响,三季度 GDP 同比增长 3.9%,二季度同比增长为 0.4%,三季度 GDP 增速略超市场预期。前三季度国内生产总值 870269 亿元,按不变价格计算,同比增长 3.0%,比上年加快 0.5 个百分点,宏观经济转入回稳向上过程。9 月工业增加值增速大幅上行,已基本恢复到一季度水平。社会消费品零售同比下降但是环比提升明显。三大类投资中,地产和制造业投资均有小幅回升,而基建投资保持快速增长,反映出前期盘活专项债、政策性金融工具等政策措施的效果持续显现,有效对冲了房地产投资下滑带来的影响。整体上看,三季度经济回升明显,但距离常态增长水平还有一定差距。

(2) 工业生产继续小幅改善

9 月工业生产继续小幅改善。9 月工业增加值同比 6.3%,比 8 月提高 2.1 个百分点,9 月季调环比为 0.84%,7-9 月的月均环比 4.77%,1-9 月份,规模以上工业增加值同比增长 3.9%。主要是市场上小企业数量收缩,大企业数量持续扩张所导致的,再叠加去年 9 月因限电而导致的低基数,规模以上工业增加值改善超预期。

工业生产下游制造业整体表现还是逊于中上游。分三大门类看,9 月份,采矿业增加值同比增长 7.2%,制造业增长 6.4%,电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 2.9%。从具体行业上看,增速较高的行业主要是煤炭开采和洗选业增长 7.7%,石油和天然气开采业增长 4.5%,黑色金属矿采选业增长 22.3%,非金属矿采选业增长 2.1%,开采专业及辅助性活动增长 2.4%,其他采矿业增长 21.3,农副食品加

工业增长 1.5%，食品制造业增长 2.7%，酒、饮料和精制茶制造业增长 5.5%，烟草制品业增长 9.1%，造纸及纸制品业增长 2.5%，印刷和记录媒介的复制业增长 2.5%，化学原料和化学制品制造业增长 12.1%，化学纤维制造业增长 5%，橡胶和塑料制品业增长 1.4%，非金属矿物制品业增长 0.8%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 10.6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 7.8%，金属制品业增长 1.3%，通用设备制造业增长 2.3%，专用设备制造业增长 4.9%，汽车制造业增长 23.7%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.6%，电气机械和器材制造业增长 15.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 10.6%，仪器仪表制造业增长 9.5%，其他制造业增长 1.4%，废弃资源综合利用业增长 16%，金属制品、机械和设备修理业增长 16.6%，电力、热力生产和供应业增长 2.2%，燃气生产和供应业增长 9.2%，水的生产和供应业增长 2.7%。与中上游的同比加快改善相对，下游制造业（如农副食品加工业、纺织业等）的表现则不及前者，这表明居民消费意愿整体还是偏弱，对下游相关的工业企业生产的拉动力不足。

(3) 9 月基建投资进一步提速，制造业投资展现较高韧性，受上年同期基数下行影响，房地产投资降幅收窄

1—9 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.9%，前值为 5.8%。其中基础设施投资（广义）同比增长 16.1%，房地产开发投资同比下降-12.1%，制造业投资同比增长 10.7%；1-9 月分别为 11.2%、-8.0%和 10.1%。9 月基建投资继续提速，房地产投资下滑，制造业投资保持较高韧性。

尽管受上年同期基数走低,以及 9 月楼市边际回暖等影响,9 月商品房销售面积、销售额同比降幅均有所收窄。9 月商品房销售额累计同比-26.3%,较 8 月下降 1.6 个百分点,后端销售面积及开工面积当月同比降幅均有所收窄,竣工面积同比降幅则有所扩大,由同比-2.5%降至-6.0%。短期内房地产投资降幅或不会进一步扩大,但仍将处于两位数下滑局面。这意味着地产低迷仍是四季度宏观经济下行压力的主要来源。

在近期政策性开发性金融工具快速落地,银行基建配套贷款发放力度加大,以及各地重大项目开工、施工节奏加快带动下,基建增速持续维持高位,主要受到电热燃气及水的支撑。9 月来看,电热燃气及水行业单月投资增速从 8 月的 14.5%大幅上行至 9 月的 34.5%,交通运输、仓储和邮政业增速从 8 月的 9.2%上行至 9 月的 13.3%,但水利公共设施增速则回落了 9.4 个百分点至 11.6%。

制造业投资在去年同期的高基数下,本月制造业投资同比增幅依然略有扩大,可能是受到宽松的信贷环境的支撑。分行业来看,前三季度累计同比靠前的主要为电气机械和器材制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业等工业行业,这与国内产业结构持续优化的方向相符。

(4) 消费同比增速下滑

9 月份,社会消费品零售总额 37745 亿元,同比增长 2.5%,增速回落 2.9 个百分点,累计同比 0.7%,前值为 0.5%。其中,除汽车以外的消费品零售额 33532 亿元,增长 1.2%,增速下降 3.1 个百分点。

按销售类型分，9月份，商品零售 33978 亿元，同比增长 3.0%，增速下降 2.1 个百分点；餐饮收入 3767 亿元，同比下跌 1.7%，跌幅扩大 10.1 个百分点。结构上看，汽车消费的拉动力有所减弱但持续正向拉动社零，9 月零售同比 14.2%，较 8 月下降 1.7 个百分点；可选消费回落较为明显，其中化妆品下降 3.1%，家用电器和音像器材类下降 6.1%，家具类下降 7.3%；服务业景气度受疫情影响更为明显，拖累社零；粮油、食品、饮料、烟酒类刚性消费保持韧性，而酒类的消费同比显著下行。往后看，汽车购置税减免政策对于汽车消费的拉动力将持续，并延续其在社零上涨的重要作用。

(5) 出口趋势性回落

以美元计价，9 月份，我国进出口总值 5607.67 亿美元，增长 3.4%。其中，出口 3227.55 亿美元，增长 5.7%，前值 7.1%；进口 2380.12 亿美元，增长 0.3%，前值 0.3%。9 月贸易顺差 847.44 亿美元，当月同比为 24.53%。

从出口国别看，本月出口东盟同比增长 29.49%，比上月增加 4.36 个百分点，继续成为增长最快主要地区。东盟新兴经济体通胀处于温和水平，经济具有较强韧性，RECP 的逐步推进带动东盟部分需求转向我国，且我国部分产业链向东盟的转移也增加了对我国原料及中间品的需求。美国下降 11.56%，比上月低了 7.79 个百分点，出口欧盟增长 5.6%，比上月低 5.49 个百分点。日本增长 5.9%，比上月低 1.82 个百分点。从主要出口商品来看，大部分消费品的出口出现不同程度回落；高能耗产品，如陶瓷、玻璃等非金属材料以及铜、铝等有色金

属出口需求复合同比保持一定韧性，黑色金属则下降较快；份额最大的机电产品同比增长 6.1%，比上月下降 8.7 个百分点，但是复合同比增长 14.3%，比上月高出 1.2 个百分点，显示韧性仍在。

受国际粮食价格影响，进口大豆、食用植物油进口金额累计同比增速分别较 8 月提升 2.1 和 5.5 个百分点。能源类产品是支撑进口同比增长的主要因素，原油、成品油、煤及褐煤、天然气进口金额累计同比增速分别为 47%、16%、43.3%、43.9%，维持高增长。未来在欧盟的能源压力不能显著缓解的背景下，进口欧盟或将继续下降，而对美进口则将保持韧性。

2. 通胀：CPI 略有上涨，PPI 继续回落

(1) CPI 略有上涨，核心 CPI 走低

9 月 CPI 同比上涨 2.8%，前值 2.5%，环比上涨 0.3%。核心 CPI 同比上涨 0.6%，跌幅扩大 0.2 个百分点。CPI 同比涨幅扩大，CPI 创两年半以来新高，主要受食品价格上涨贡献。核心 CPI 走低反应内需尚弱。其中，9 月 CPI 食品价格同比 8.8%，涨幅较上月扩大 2.7 个百分点，环比增加 1.9%。食品中，猪价同比上涨 36%，涨幅较上月扩大 13.6 个百分点，供给仍然紧张；蔬菜平均价格超出正常水平；其他食品方面，鸡蛋、食用油价格继续走高，水果价格回升。非食品价格上涨 1.5%，涨幅减少 0.2 个百分点。非食品中，服装价格上行 0.9%，属于服装价格季节性上行，但原油价格走低，交通工具用燃料价格下行，旅游价格下行。在全球衰退正在上演，原油价格水平下半年可能

继续回落，中央继续投放冻猪肉储备和高温天气对鲜菜供应短期扰动减弱的情况下，9月CPI同比涨幅可能会是年内高点，四季度CPI可能会明显回落，年内CPI继续上涨的概率较小。

(2) PPI 继续回落

9月PPI同比上涨0.9%，前值2.3%，同比由于基数原因持续回落。环比下降0.1%，较上月明显收窄1.1个百分点，大宗商品价格回落速度减弱。生产资料生活资料继续分化，体现价格上的传导。生产资料当月同比上涨0.6%，前值为2.4%，环比-0.2%，生活资料当月同比上涨1.8%，前值为1.6%，环比0.1%。主要行业中，价格涨幅回落的有石油煤炭及其他燃料加工业、石油和天然气开采业、化学原料和化学制品制造业，煤炭开采和洗选业、非金属矿物制品业的价格由涨转降；黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业价格降幅扩大；而电力热力生产和供应业、农副食品加工业价格涨幅扩大。预计10月份PPI环比小幅下行，下游开工虽然稍有好转，但是速度较慢，黑色系产品价格仍然不振，且国际原油受到供给稳定以及需求回落的影响，价格继续下挫。

3. 金融：政策性工具支撑社融延续改善

9月新增人民币贷款25686亿元，社会融资规模增量35271亿元，M2同比12.1%，M1同比6.4%。9月社融存量同比10.6%，比8月提升0.1个百分点。

(1) 政策拉动下的基建相关信贷与表外融资改善是社融修复的

主要原因

9月新增社融3.5万亿，超出市场一致预期2.8万亿，主要贡献项是信贷、委托贷款和信托贷款，表明在增量政策工具落地的过程中，基建配套融资大幅提升。新增人民币贷款同比大幅多增8100亿，其中中长期贷款同比多增5329亿，短期贷款同比多增4560亿，票据融资同比少增2180亿。企业中长贷超季节性回暖，主要来自增量工具的直接助推及其撬动作用。居民贷款仍然疲弱，收入前景不明叠加房地产市场信心不足，导致居民资产负债表持续收缩。虽然本月社融超预期增长，但仍需注意到购房需求、消费需求不足，住户部门贷款新增乏力等现象。四季度，随着政策性开放性金融工具落地，社融有望继续维持高速增长。

(2) M1 与 M2 同比差值边际收敛

9月M1同比6.4%，较上月回暖0.3个百分点。M2同比12.1%，较上月小幅回落0.1个百分点，较去年同期上升3.8个百分点，M2-M1剪刀差边际收敛，货币活化程度有所改善，但仍处于低位。可能与去年同期基数变动及当月企业生产积极性回升，企业对未来预期好转有关，但是否能够体现市场主体对未来经济预期的边际改善仍有待观察。央行货币操作调整的方向已经明确，政策的选择是宽信用和宽货币，但宽松货币组合的效果现阶段仍不太理想。

（三）商业银行³

1. 央行调整远期售汇业务外汇风险准备金率；下调首套个人住房公积金贷款利率

（1）中国人民银行决定将远期售汇业务的外汇风险准备金率调整为 20%

为稳定外汇市场预期，加强宏观审慎管理，中国人民银行决定自 2022 年 9 月 28 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 上调至 20%。这一政策进一步释放了加强汇率预期管理和调控的信号，定向调节使货币政策更具前瞻性、灵活性、准确性，在国际经济形势不确定性极强的今天，有助于防范系统性金融风险。

（2）央行下调首套个人住房公积金贷款利率，部分城市首套住房贷款利率下限可放宽

中国人民银行决定，自 2022 年 10 月 1 日起，下调首套个人住房公积金贷款利率 0.15 个百分点，5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别调整为 2.6% 和 3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即 5 年以下（含 5 年）和 5 年以上利率分别不低于 3.025% 和 3.575%。9 月 29 日，人民银行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。符合条件的城市政府，可自主决定在 2022 年底前阶段性维持、下调或取消当地新发放首套住房贷款利率下限。这

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）

一政策措施的出台，有利于支持城市政府“因城施策”用足用好政策工具箱，促进房地产市场平稳健康发展。在当地政策范围内，银行和客户可协商确定具体的新发放首套住房贷款利率水平，有利于减少居民利息支出，更好地支持刚性住房需求。

2. 2022 年 9 月货币金融数据分析

2022 年 9 月末，基础货币余额为 34.18 万亿元，全月增加 1.62 万亿元。其中，现金（货币发行）增加 1755 亿元，银行的存款准备金增加 1.41 亿元，非金融机构存款增加 347 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 1.11 万亿元。财政净支出投放基础货币 3310 亿元，其他资产增加投放基础货币 2766 亿元。

9 月末的 M2 余额为 262.7 万亿元，同比增速为 12.1%，较上月下降 0.1 个百分点。按不含货基的老口径统计，9 月份 M2 增加 3.22 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 2.70 万亿元；财政净支出等财政因素投放 M2 约 1.14 万亿元；银行自营购买企业债券派生 M2 约 4871 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 1.10 万亿元（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）；外汇占款回笼 M2 约 31 亿元。

表 2：9 月 M2 增量的结构

余额增量结构	来源增量结构
--------	--------

M0	1,469	外占	-31
单位活期	-1,511	债券	4,871
单位定期	10,186	贷款(加回核销和 ABS)	26,997
个人	24,117	财政净支出	11,439
非银	-2,041	其他（非银、非标等）	-11,056
合计	32,221	合计	32,221

（四）资本市场⁴

1. 股市：市场盈利底或已至，后市不必过于悲观

（1）基本面更新

整个 10 月份，市场重新开始震荡下跌。过去一个月里，全球疫情下行，国内疫情恶化，且无症状感染者增加，管控趋严，预计 10 月出口继续弱化。地产仍然趋弱，终端消费数据没有明显改善，从社融的居民短贷及中长贷的数据也能得以佐证。通胀方面，9 月 CPI 数据低于市场预期。生猪存栏数量下降，预示未来猪肉价格同比将继续扩大；蔬菜价格环比下行，同比涨幅转负；本周粮食价格同比涨幅继续稳定。目前 PPI 向 CPI 传导加快，尤其是油价上涨导致交通价格上涨，疫情恢复，出行增加，预示服务价格或将上涨，预计 10 月 CPI 2.4%左右。大宗商品价格高位震荡，品种走势有所分化，对下游和中小企业挤压继续，预计 10 月份 PPI 在-1.1%左右。目前经济恢复偏弱，

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

货币政策仍然保持合理充裕，不具备转向条件，但是随着监管层在《党的二十大报告辅导读本》中的发声，最宽松的时候可能已经过去。

经济活动方面，生产结构性改善，上下游盈利结构继续向好，上游盈利占比自 2021 年 7 月以来首次降至 50% 以下。10 月官方 PMI 弱于市场预期 2022 年 11 月 01 日 10 月官方制造业和非制造业 PMI 分别从 9 月的 50.1 和 50.6 回落至 49.2 和 48.7，双双弱于市场预期。同期，服务业 PMI 也从 48.9 降至 47.0，触及 6 月以来新低。外部需求趋弱、防疫力度收紧、房地产市场降温是此前数月经济复苏面临的主要阻力。制造业 PMI 走弱主要受到 10 月新订单指数从 9 月的 49.8 降至 48.1 的拖累，表明需求端前景疲弱。分行业来看，纺织、木材加工及家具制造、化学纤维及橡胶塑料制品等行业生产和新订单 PMI 均下降 5.0 个百分点以上，或与疫情反弹抑制社交商品需求、地产低迷拖累地产后周期品类等因素有关。农副食品加工、石油煤炭及其他燃料加工、医药、汽车制造等行业生产指数和新订单指数均连续两个月位于扩张区间，其中汽车基本延续前期态势，农副食品加工表现较好，和今年北半球气候条件较差（高温干旱）、海外（如美国）禽流感等有关，与该行业原材料采购价格和产品销售价格同步上涨形成相互验证。考虑到冬季临近以及传播性更强的新冠变异毒株，国内疫情防控力度或将收紧，全球经济放缓或促使出口增速进一步回落，而由于综合解决方案尚未出台，房地产市场或将继续降温。10 月官方制造业 PMI 普遍走弱。

（2）市场回顾与展望

进入十月以来，市场整体震荡下跌，风格上再次进入极度分化的行情。创业板指、深证成指、上证综指、中小板指、沪深 300、上证 50 表现分别为-1.68%、-3.50%、-3.59%、-3.94%、-6.93%、-10.85%。中期矛盾仍在的基础上，短期由于全国各地疫情散点爆发加剧，叠加高频数据和工业品价格下跌显示经济活动仍然疲弱，总体加重市场对国内经济下行压力的担忧，同时由于部分交易拥挤度较高的重点行业（如新能源、消费）披露三季度业绩不及预期，引发机构抛售，同时加上外资因对地缘政治风险的担忧持续流出 A 股，使得整体 10 月份市场情绪不振，持续走弱。

展望后市，虽然整体 10 月市场悲观情绪蔓延，随着市场对于盈利底的逐步确认，空头压力得以释放的基础上，我们认为后市不需要过于悲观。虽然未来业绩的恢复仍需过程，疫情防控及内、外需求的不足仍可能抑制上市公司业绩的改善步伐，但由于当前市场已经处于“内忧”之下的底部区间，从 2016 年之后的情况来看，市场的底部通常与盈利的底部位置大致重合，在目前这个位置市场易涨难跌。对于之后的市场，基本面的二次拐点将至关重要。首先，经济数据的筑底回升将会是市场逐步企稳的基础，而三季度之后企业盈利也将会逐步的修复，业绩的风险将会逐步缓释。其次，内部扰动因素包括疫情、地产以及后续政策方向的不确定性将会逐步消除。此外，海外的风险也将逐步修复，中期选举将会是一个值得关注的拐点。不过上涨可能不是一蹴而就的，市场可能仍然会在震荡中前行。在配置方向上，从上而下来看，基于经济周期、景气趋势、流动性、风险偏好、估值等

几个方面因素综合考虑，相对收益投资者可以着重关注安全主线（对军工、计算机和半导体国产化的相关领域），对于绝对收益投资者，可以更多关注地产产业链等传统部门环节中低位优质龙头公司在宽信用逐步落地背景下的困境反转。

2. 债市：长端利率小幅下行

（1）资金面维持宽松，长短端利率月中窄幅震荡后大幅下行

流动性方面，央行 10 月逆回购净回笼 580 亿元，其中投放 9590 亿元，到期 10170 亿元，10 月 26 日单日逆回购投放 2800 亿元，续创近八个月新高。另 MLF 等额等价续作 5000 亿元。在国内疫情多地散发、国内通胀压力较小、10 月中下旬央行加大公开市场投放等因素影响下，10 月资金面保持均衡偏松。10 月 DR001、DR007 平均利率分别为 1.31%、1.63%，较 9 月分别上行 1BP、3BP。

利率债方面，10 月长短端利率月中窄幅震荡后大幅下行。1 年期国债利率下行 12.3BP 至 1.73%，10 年期国债利率下行 10.2BP 至 2.64%；1 年期国开债利率下行 9.9BP 至 1.86%，10 年期国开债利率下行 6BP 至 2.77%。本月长短端利率月中窄幅震荡后大幅下行主要受央行维护资金面平稳依旧偏积极、新冠疫情再次扰动、经济延续弱修复走势，以及美债利率大幅上行后回落等因素影响。

（2）中票收益率下行，信用利差分化

10 月信用债（企业债、公司债、短融、中票、定向工具）净融资为 1125.67 亿元左右，其中发行 10385.62 亿元，到期 9259.95 亿元，

净融资相对 9 月份上涨了 1731.38 亿元,相对 2021 年同月上涨 635.43 亿元。10 月城投债和产业债净融资规模较 9 月份和去年同期均有明显的上升。收益率方面,10 月各等级、各期限中票收益率普遍明显下行。AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 9 月底分别下行 3.17BP、10.74BP、8.84BP 至 2.11%、2.56%、2.9%; AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 9 月底分别下行 2.18BP、6.75BP、8.84BP 至 2.25%、2.77%、3.14%。从信用利差看,10 月信用利差分化,10 月底 1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 9 月末分别压缩 1.8BP、0.8BP,而 5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别上涨了 0.9BP、0.9BP。10 月期限利差亦分化,5 年期和 3 年期的 AAA 中票期限利差为 35BP,较 9 月上行 3BP; 5 年期和 3 年期的 AA 中票期限利差为 64BP,较 9 月下行 4BP; 5 年期和 1 年期 AAA 中票的期限利差为 79BP,较 9 月下行 4BP。整体上看,10 月在资金面持续宽松、疫情扰动、地产危机,以及经济延续弱修复走势等因素影响下,一级净供给增加,一级市场估值收益率下行为主。二级信用债成交减少,信用、期限利差分化,收益率也以下行为主。

(3) 市场展望及配置建议

10 月经济金融数据预计整体表现较为一般,当前债市核心交易逻辑由货币政策宽松预期切换至经济悲观预期,预计短期内经济悲观预期难扭转,对债市环境偏利好。而从资金利率的历史表现来看,四季度资金利率中枢季节性整体偏上行,11 月资金利率预计整体平稳,资金面对债市扰动预计有限。11 月重点关注财政支出和宽信用进展。

但是人民币贬值的大环境下，货币政策宽松预期短期内兑现概率较低，预计债市短期仍以震荡为主，11 月债市预计震荡偏强，债市行情未完。后续需重点关注美联储议息会议后市场预期的波动，继续关注风险偏好变动。久期策略有望仍占优，推荐流动性好的十年利率债和超长债。

二、宏观经济专题⁵： 汇率敏感性会影响企业贷款利率吗？——基于中国 上市公司的分析

（一）摘要

本文基于中国 A 股上市公司 2009-2018 年的数据，测算了企业价值对人民币汇率变动的敏感性。在此基础上，实证检验了汇率敏感性（企业价值对汇率变动的敏感程度）对企业贷款利率的影响和作用机制。研究发现：汇率敏感性与企业贷款利率之间显著正相关，且这种关系在拥有境外收入、境外投资和使用外汇衍生品的公司中更加显著。进一步分析发现，对于存在密切银企关系、较大的股东债权人利益冲突以及抵押品价值较低的企业，汇率敏感性与贷款利率之间的正相关关系更加显著。本文研究结果表明，随着我国市场化改革的进一步深化，贷款利率将会更加显著地反映企业的汇率敏感性特征。这种效应对于存在海外业务、银行更了解借款公司信息，以及违约可能性更高的公司更加明显。本文研究对于增强我国企业应对汇率风险能力，完善金融机构风险定价能力，引导金融机构服务实体企业具有一定参考意义。

（二）引言

自我国 2005 年实行汇率制度改革以来，人民币汇率形成机制不

⁵ 撰写人：中国人民大学财政金融学院教授、中国财政金融政策研究中心何青，首都经济贸易大学财政税务学院刘尔卓。本文节选自原载于《金融研究》2022 年第 8 期的《汇率敏感性会影响企业贷款利率吗？——基于中国上市公司的分析》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract1075.shtml>

断市场化，人民币对世界主要货币的波动幅度逐渐扩大，形成了“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度”。2015 年“8·11 汇改”进一步完善了人民币汇率的中间价形成机制，发挥了市场在人民币汇率形成中的决定性作用，人民币汇率在合理均衡水平上更加富有弹性。伴随着人民币汇率弹性的增强，人民币汇率波动对企业经营绩效的影响日益显著。特别是近年来，随着中美之间贸易摩擦的加剧，人民币汇率波动进一步加大，我国企业的日常经营对汇率变动越来越敏感，汇率风险已经成为影响企业日常经营和管理的重要因素（He et al., 2021a）。如何防范和化解汇率风险对企业经营造成的不利影响是当前亟待解决的重大问题。回答这一问题的关键在于深入了解我国企业的汇率敏感性特征，厘清其对企业投融资等行为的影响和作用机制。对该问题，目前尚缺乏系统研究。

在我国以银行为主导的金融体系下，银行的信贷资金是企业资金的重要来源。企业的贷款利率直接影响了企业的投资决策，进而影响了企业的经营绩效和长期竞争力（He et al., 2017），这使得银行信贷成为汇率敏感性影响企业经营管理的重要渠道。那么，汇率敏感性对企业的贷款利率影响如何？作用机制是什么？这是本文关注的重点问题。企业的贷款利率反映了银行对企业的经营风险和贷款违约可能性的预期。国内外学者对我国企业贷款利率影响因素的研究主要集中于宏观上的经济政策的不确定性，制度环境和产业政策（宋全云等，2019；Ashraf and Shen, 2019）；微观上的银行所有权制度，银企关系，公司信息披露等层面（王雄元和曾敬，2019）。然而，鲜有学者

对汇率敏感性与企业贷款利率之间的关系进行深入研究。特别是，随着汇率波动不确定性的增加、利率市场化改革的进一步深入，厘清汇率敏感性与企业贷款利率之间的关系，不仅有利于增强我国企业应对汇率风险的能力，也对提升金融机构的风险定价能力，引导金融机构服务实体企业具有重要的政策指导意义。

本文使用中国上市公司 2009-2018 年所有 A 股主板上市公司的数据，研究了汇率敏感性对企业贷款利率的影响。研究表明，汇率敏感性与企业贷款利率之间显著正相关。负向汇率敏感性较正向汇率敏感性与公司贷款利率的正相关关系更加显著，这表明，公司贷款利率更多反映了汇率敏感性所带来的潜在贷款违约风险，特别是负向汇率敏感性所引致的潜在贷款违约风险。调节效应检验中，境外收入更高、境外子公司投资更多和外汇衍生品使用更多的公司，汇率敏感性与公司贷款利率的正相关关系更加显著。这在一定程度上说明，我国企业境外经营的风险分散能力较差，且可能存在外汇衍生品的误用。基本结论在使用广义矩估计方法（GMM），加入替代指标，以及分组回归等方法下依然稳健。

进一步地，我们比较了不同银企关系、不同抵押品价值以及不同股东和债权人利益冲突的公司中，汇率敏感性与企业贷款利率关系的异质性，从而探究汇率敏感性影响企业贷款利率的潜在机制。我们发现，更密切的银企关系和更大的股东债权人利益冲突下，汇率敏感性与公司贷款利率的正相关关系更加显著。而更低的抵押品价值下，汇率敏感性与企业贷款利率的正相关关系更加显著。

相较既有研究，本文的贡献在于：首先，详细论证了汇率敏感性对我国企业贷款利率影响的程度和机制。研究成果对商业银行应对汇率风险，降低信贷市场的融资成本，引导金融服务实体经济具有积极意义。其次，探究了汇率敏感性对于公司贷款利率的影响机制。基于美国市场，Francis and Hunter (2012)探讨了汇率敏感性和贷款利率的关系，然而影响机制尚不清晰。本文在此基础上，进一步讨论了企业的境外经营、投资以及外汇衍生品使用对公司汇率敏感性与贷款利率的调节效应。本文还通过实证证据从银企关系、公司的抵押品价值和股东债权人利益冲突这三个视角对汇率敏感性影响贷款利率的作用机制进行了解释。

三、主要经济数据⁶

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	22- Jan	22- Feb	22- Mar	22- Apr	22- May	22- Jun	22- July	22- Aug	22- Sept
CPI	同比	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8
PPI	同比	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9
制造业 PMI	指数	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1
工业增加值	累计增长		7.5	6.5	4.0	3.3	3.4	3.5	3.6	3.9
工业企业利润总额	累计同比		5.0	8.5	3.5	1.0	1.0	-1.1	-2.1	-2.3
固定资产投资完成额	累计同比		12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9
社会消费品零售总额	同比			-3.5	-11.1	-1.5	-0.7	-0.2	0.5	0.7
进出口总值	当期值同比	22.2	8.1	7.5	2.1	11.1	10.3	11.0	4.1	3.4
M2	同比	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1
社会融资规模	存量（万亿元）	320.03	321.12	325.63	326.47	329.19	334.27	334.90	337.21	340.65
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	39618	12336	31254	6454	18884	28063	6790	12541	24738

⁶ 撰写人：IMI 助理研究员张必佳。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.2211	IMI 宏观月度分析报告（第 65 期）	IMI
IMI Report No.2210	IMI 宏观月度分析报告（第 64 期）	IMI
IMI Report No.2209	中国财富管理能力评价报告（2022H1）	IMI
IMI Report No.2208	IMI 宏观月度分析报告（第 62 期）	IMI
IMI Report No.2207	IMI 宏观月度分析报告（第 61 期）	IMI
IMI Report No.2206	IMI 宏观月度分析报告（第 60 期）	IMI
IMI Report No.2205	IMI 宏观月度分析报告（第 59 期）	IMI
IMI Report No.2204	IMI 宏观月度分析报告（第 58 期）	IMI
IMI Report No.2203	中国财富管理能力评价报告 (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	赵然
IMI Report No.2133	独立董事的激励、惩罚与保护	许荣
IMI Report No.2132	双碳目标下如何发挥好绿色债券市场的作用	田昕明
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	王剑
IMI Report No.2130	IMI 宏观经济月度分析报告（第 55 期）	IMI
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	张瑜 郭彪
IMI Report No.2121	从事实角度看人民币汇率机制	
IMI Report No.2120	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	



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