

No. 2311

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第七十七期）

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 宏观金融 月度分析报告

2023 年第 9 期（总第 77 期）

- 海 外：美联储如期暂停加息，欧元区经济下行风险较高
- 宏 观：多项经济数据环比改善，房地产重磅政策密集落地
- 机 构：央行下调金融机构本外币存款准备金率
- 市 场：9 月权益市场情绪不高，债市资金边际收敛

本期推荐：地方融资平台债务风险传导机制与政策应对

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 9 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

张之骧 赵锡军

主 编：宋 科

编 委（按姓氏音序排列）：

宋 科 孙 超 王 剑 张 斌 张 瑜

朱霜霜

目 录

一、国内外宏观金融形势分析.....	- 1 -
(一) 海外宏观金融形势.....	- 1 -
1. 美联储如期暂停加息；欧央行加息 25bps；日央行维持超宽松政策不变.....	- 1 -
2. 美元指数走强；欧元、日元对美元走弱；人民币汇率高位震荡，CFETS 指数走强.....	- 4 -
3. 两党分歧较大，美国政府面临“关门”风险	- 6 -
4. 全球贸易需求景气或边际改善，价格回升.....	- 7 -
(二) 国内宏观：经济底部信号增强，地产或进入政策效果观察期.....	- 9 -
1. 经济数据追踪.....	- 9 -
2. 货币政策追踪：降准如期落地，降息仍可期待.....	- 10 -
3. 财政政策追踪：财政发力仍需加快.....	- 11 -
4. 房地产市场及政策追踪.....	- 12 -
(三) 商业银行.....	- 15 -
1. 监管动态：存量房贷利率下调，本外币同时降准.....	- 15 -
2. 重大事件：LPR 维持不变，存款利率下调.....	- 16 -
3. 2023 年 8 月货币金融及社会融资数据分析	- 17 -
(四) 资本市场.....	- 19 -
1. 股市：权益市场情绪不高.....	- 19 -
2. 债市：资金边际收敛，收益率波动上行.....	- 20 -
二、宏观金融研究专题： 地方融资平台债务风险传导机制与政策应对.....	- 23 -
(一) 摘要.....	- 23 -
(二) 引言.....	- 24 -
三、 主要经济金融数据	- 26 -

图表目录

图 1: 9 月美元兑人民币汇率高位震荡	4 -
图 2: 近期 CFETS 指数回升	5 -
图 3: 近期美元指数走强	5 -
图 4: 近期欧元、日元均对美元贬值	6 -
图 5: 8 月, 全球制造业 PMI 小幅回升至 49	7 -
图 6: 9 月, RJ/CRB 商品价格指数回升至 285.7	8 -
图 7: 9 月前 20 天, 韩国出口同比升至 9.8%	8 -
图 8: 9 月, 越南出口同比升至 4.9%	8 -

表格目录

表 1: 8 月 M2 增量的结构 (单位: 亿元人民币)	17 -
表 2: 8 月社融结构 (单位: 亿元人民币)	18 -

一、国内外宏观金融形势分析

（一）海外宏观金融形势¹

1. 美联储如期暂停加息；欧央行加息 25bps；日央行维持超宽松政策不变

（1）美联储

美联储方面，9月 FOMC 会议，联储将目标利率维持至 5.25-5.5% 不变，继今年 6 月之后的第二次暂停加息，符合市场预期。会议声明有两大变化：一是，对经济增长更为乐观，从 7 月的“moderate pace”转变为“solid pace”。二是，承认就业市场再平衡取得进一步的进展，从 7 月的“robust in recent months”转变为“slowed in recent months but remain strong”。上述两处变化基本在预期之内。其余会议声明内容与 7 月并无二致。

此次议息会议的关键增量信息在于，美联储内部对经济软着陆的预期更强，对明后两年政策利率中枢的估计更高。具体而言：

一是，美联储对经济前景更为乐观。9 月 SEP（经济预测摘要）大幅上调 2023-24 年的经济增速，将今年 GDP 同比预测从 1% 上调至 2.1%，明年 GDP 同比预测从 1.1% 上调至 1.5%。此外，联储大幅下修 2023-25 年的失业率估计，今年失业率从 4.1% 下调至 3.8%，2024 年和 2025 年的失业率均从 4.5% 下调至 4.1%。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

二是，在增长预期上调、失业率预期下修的乐观估计下，对明后两年政策利率中枢的估计比 6 月更“鹰”，利率维持高位的时间更久。明年利率中枢预期从 4.6% 上调至 5.1%，2025 年的利率中枢预期从 3.4% 上调至 3.9%。这意味着，相比于 6 月，明年的降息幅度从 100bp 削减至 50bp，2025 年降息预期则依然保持在 125bp 左右。

三是，在“鹰派”的政策利率预测以及鲍威尔在新闻发布会后表示中性利率可能已上升的背景下，还算友好的是，联储并没有调高长期政策利率中枢。虽然联储官员对长期政策利率预估范围从 2.4-2.6% 升至 2.4-2.8%，但中值依然维持在 2.5%。

（2）欧央行

欧央行方面，9 月货币政策会议，欧央行将三大关键政策利率再次同时上调 25bp，主要再融资利率、隔夜贷款利率、存款便利利率分别上调至 4.5%、4.75%、4%。本次加息操作基本仍在市场预期内。

相比于前次会议，9 月会议声明最大的变化在于新增表述：“根据目前的评估，我们认为关键利率已经达到了能够在足够长时间内维持的水平。”被市场解读为暗示利率已至峰值。隔夜指数掉期显示，市场预期 10 月欧央行在加息概率仅在 20% 左右。即使拉加德在新闻发布会上否认了利率已达峰值的说法，市场对加息的预期概率也未见明显提升。

9 月预测中，欧央行下调今明两年 GDP 预期、上调通胀预期，凸显欧元区经济基本面的滞胀矛盾。经济预测方面，欧央行将 2023、

2024 年实际 GDP 增速预期分别下调至 0.7%（6 月预期为 0.9%）、1%（6 月预期为 1.5%）。欧央行表示，下调的主要原因是：1）调查显示短期经济指标急剧恶化；2）融资条件收紧；3）汇率走强和外需疲软。反映欧元区经济下行风险加剧。通胀预测方面，欧央行将 2023、2024 年 HICP 同比分别上调至 5.6%（6 月预测为 5.4%）、3.2%（6 月预测为 3%），进一步观察发现，上修主要来自能源和食品通胀上行，欧央行对 2023 年剔除能源和食品的通胀预测仍保持 5.1% 未变、对 2024 年的预测下调 0.1 个百分点至 2.9%，虽有下调但仍在较高位置，距离 2% 的中期通胀目标较远，欧元区通胀压力仍不小。

（3）日央行

日央行方面，9 月会议维持 -0.1% 的政策利率和收益率曲线控制政策（YCC）框架不变。会议声明中也未对前瞻指引做出调整。基本符合市场预期。新闻发布会中，日央行行长植田和男未释放更多鹰派信号，针对此前接受《读卖新闻》采访时的回应，也被市场解读为边际偏鸽，日元快速贬值，触及 148.4 的高位。

本次会议后，市场仍认为日央行年内将退出负利率，与会前差异不大。反映本次会议给市场提供的增量信息有限。市场对于日央行 12 月加息退出负利率的预期概率仍在 72.9% 左右，与会前差异不大。

2. 美元指数走强；欧元、日元对美元走弱；人民币汇率高位震荡，CFETS 指数走强

近期美元指数走强，主要货币均对美元贬值。9 月以来，美国经济软着陆预期升温，联储姿态“鹰”派，叠加欧元区经济下行风险较高，市场滞胀担忧发酵，美强欧弱的基本面格局推动美元指数上涨 1.8% 至 106.1。美元走强背景下，主要货币均对美元贬值。欧元、日元对美元分别累计贬值 2%、2.1%。

与其他非美货币相比，人民币汇率相对偏强。表现在两个方面。一是，9 月以来，人民币对美元累计贬值幅度 0.5%，相对欧元、日元偏低。二是，CFETS 指数近期有所抬升，9 月以来累计上涨 1.7%。



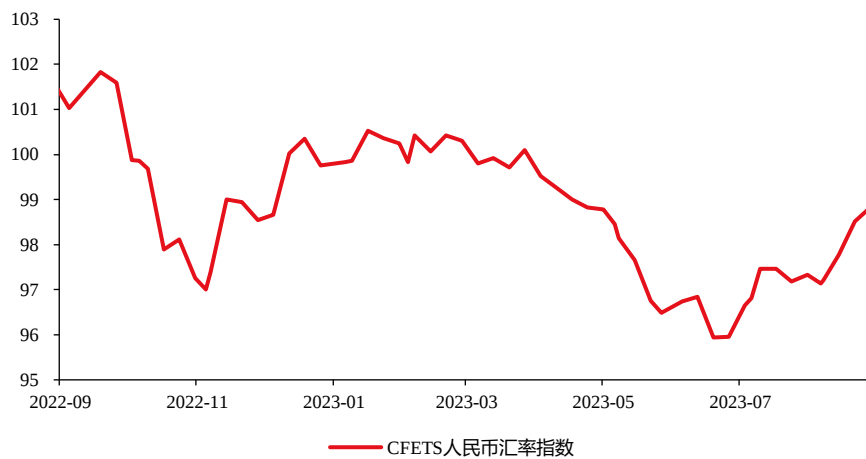


图 2: 近期 CFETS 指数回升

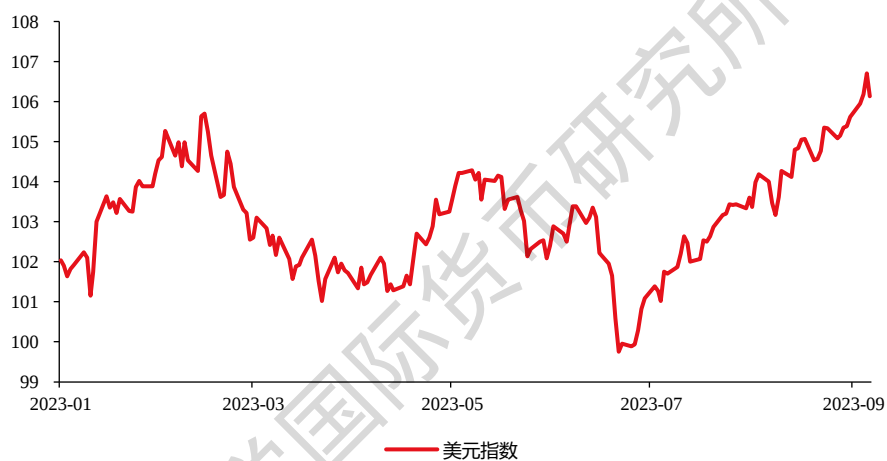


图 3: 近期美元指数走强

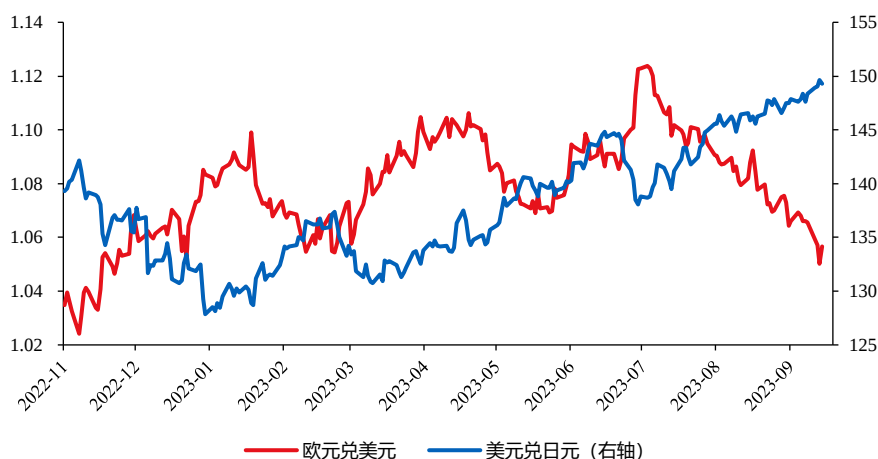


图 4: 近期欧元、日元均对美元贬值

3. 两党分歧较大，美国政府面临“关门”风险

由于两党分歧较大，正常的拨款法案几乎不可能在 10 月 1 日前通过。同时，持续性决议通过的可能性也在下降。美国政府关门的可能性增加。如果在新财年（10 月 1 号）之前没有办法通过新的拨款法案，且持续性决议没有办法即时生效，美国政府将会面临资金缺口（funding gap），导致政府关门（shutdown）。目前来看，虽然美国参议院已经通过一项持续性决议，以让政府可以持续运行到 11 月 17 日（包含给予乌克兰 60 亿美元援助）。但该法案在众议院获得通过的可能性似乎并不大，共和党内的保守派仍然坚持其原有主张。随着政府关门时间的临近，达成协议的难度越来越高。根据 CRFB 9 月 26 日的调查数据，美国政府关门的概率已经高达 87%。

4. 全球贸易需求景气或边际改善，价格回升

近期，全球贸易景气或边际回升。从四个指标观察。一是，反映全球经济景气度的摩根大通全球制造业 PMI，8 月小幅回升至 49，7 月为 48.6，或指向全球贸易需求端边际改善。二是，全球贸易的领先指标韩国出口，9 月前 20 日韩国出口同比增速为 9.8%，7 月为 -16.6%。三是，全球主要的劳动密集型产品出口国越南，9 月出口同比为 4.9%，8 月为 -3%，或指向全球劳密产品贸易的边际改善。四是，全球贸易价格跟踪指标 RJ/CRB 商品价格指数，9 月均值 286.7，较 8 月上涨 3.2%，或指向全球贸易价的因素边际改善。

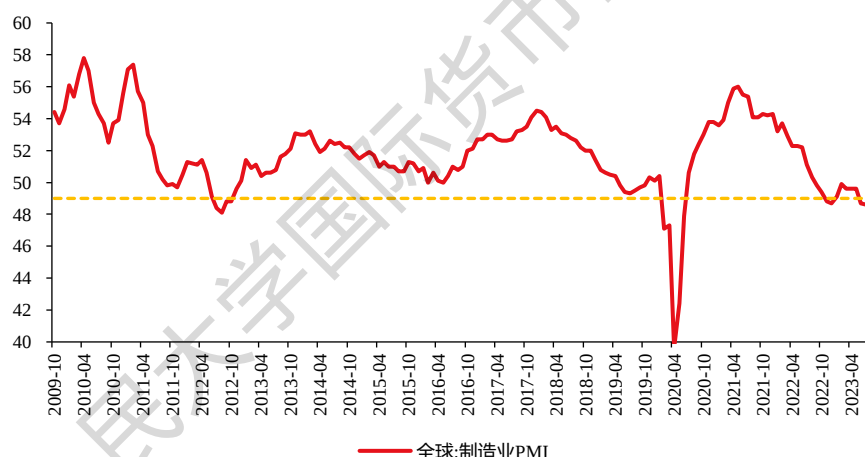


图 5: 8 月，全球制造业 PMI 小幅回升至 49



图 6: 9 月, RJ/CRB 商品价格指数回升至 285.7

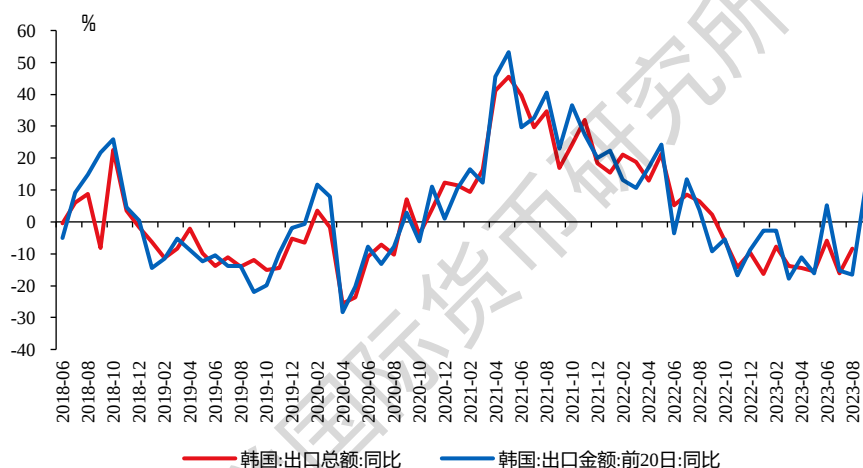


图 7: 9 月前 20 天, 韩国出口同比升至 9.8%

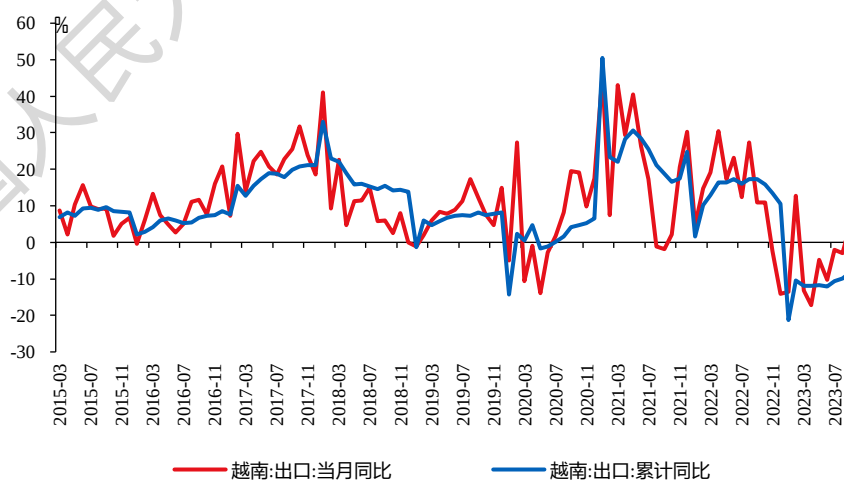


图 8: 9 月, 越南出口同比升至 4.9%

（二）国内宏观²：经济底部信号增强，地产或进入政策效果观察期

1. 经济数据追踪

8 月多项经济数据环比改善，工业生产提速，制造业投资反弹，消费表现亮眼，出口降幅收窄。工业增加值、固定资产投资单月环比增速均达近年同期高点。

生产方面，8 月工业增加值同比增长 4.5%，前值 3.7%；季调环比增长 0.5%，较 7 月有较大回升。各行业表现分化，制造业表现亮眼，同比增长 5.4%，较 7 月提升 1.5 个百分点；受高基数影响，电燃气水同比增速下降 3.9 个百分点至 0.2%。生产端修复强于预期，叠加近几月 PPI、工业企业利润跌幅持续收窄，复苏趋势明显。

投资方面，1-8 月固定资产投资同比增速 3.2%，增速较前 7 个月降低 0.2 个百分点。其中，广义基建、制造业、房地产投资累计同比增速分别为 9.0%、5.9%和-8.8%，地产未现改善迹象，基建投资维持高增速但边际放缓，制造业投资的反弹一定程度对冲了前两者的下滑。

消费方面，8 月社会消费品零售总额同比增速较上月提升 2.1 个百分点至 4.6%，环比季调增速转正，主要带动项为商品消费恢复，而餐饮消费增速自高位小幅回落至 12.4%。主要驱动力量为线下社交需求强势恢复推升汽车、服装鞋帽、化妆品类消费，而建筑装潢、家具家电等地产链消费依旧低迷。

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

出口方面,8月出口同比降8.8%,前值降14.3%,降幅收窄明显。出口商品上看,大部分呈现改善,塑料制品、纺织用品等劳动密集型产品表现改善,汽车、手机表现明显弱于7月。出口区域上看,美国、加拿大、东盟小幅改善。

价格方面,8月CPI同比重回正区间,PPI降幅收窄。8月CPI同比0.1%,前值-0.3%,核心CPI同比持平7月0.8%。通胀触底回升,主要由猪肉价格带动的食品项叠加去年低基数带动,OPEC减产驱动油价上行和生产提速带动PPI上涨。

2. 货币政策追踪：降准如期落地，降息仍可期待

(1) 8月信贷社融好于预期，结构有待优化

8月新增社融3.12万亿,预期2.62万亿,同比多增6524亿元;新增人民币贷款1.36万亿,预期1.10万亿,同比多增1100亿元总量上,8月信贷社融均好于预期、也略高于季节性,同比多增主要来自专项债加速发行;结构上,居民中长贷连续两个月同比少增,房贷需求仍弱,新一轮房地产宽松影响尚未体现;此外,企业中长期贷款也连续两个月同比少增,票据融资同比大幅多增,冲量特征延续。8月M0、M1、M2同比分别增长9.5%、2.2%和10.6%,增速较上月均放缓;M2-M1增速剪刀差同上月持平为8.4%,企业、居民存款活期意愿仍位于低位。

(2) 降准如期落地

9月14日晚间，央行发布消息，决定于2023年9月15日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。下调后，金融机构加权平均存款准备金率约为7.4%。从时间上看，距上次降准已经间隔半年；从量上看，降准25BP的幅度并不算大，释放中长期流动性约5000~6000亿元。本次降准的原因及影响主要有三方面。基本面上，宏观经济初现企稳，但并不牢靠，市场信心仍然偏弱，此次降准是对经济回暖的确认，也是给后续的财政政策铺量。流动性方面，8月以来政府债发行提速，资金面偏紧，DR007持续运行在OMO之上，此时降准有效缓解短期流动性压力，充分体现央行保持流动性合理充裕的货币政策基调。此外，商业银行净息差持续收窄，相较同为数量型工具的MLF和OMO，降准可一定程度缓解商业银行的净息差压力，有助后续信贷稳定投放。

此外，9月央行重启14天逆回购并下调利率20BP至1.95%，调整后各期限政策利率间的利差保持基本稳定，此次调整更多体现的是缩窄不同期限政策利率间的利差，而非真正意义的降息信号。往后看，基本面仍是降息的核心考量，目前处于政策落地的观察期，如地产修复不及预期，年内仍有进一步降息可能。

3. 财政政策追踪：财政发力仍需加快

1-8月，一般公共预算收入、支出分别同比增长11.5%、3.3%，政府性基金预算收入、支出分别同比下降14.3%、23.3%。8月财政数据反应几个特点：一是一般公共预算收入进度放缓，表明收入恢复动

力还不强。二是公共财政收支进度差收窄，表明后续财政支出仍有较大加速空间。三是政府性基金收入维持低位，仍因土地出让收入增速下滑拖累。8月政府性基金收入同比-18.5%，土地出让收入同比-22.2%，已连续18个月负增长。

从政策面的角度上看，现阶段是7月政治局会议的实质落地阶段。活跃资本市场、提振投资者信息、优化民营企业发展环境、适时调整优化房地产政策均有具体方案相继落地，积极推动城中村改造、实施一揽子化债方案两项政策细则还在推进中。本月重大财政政策包括：中共中央国务院发布《关于支持福建探索海峡两岸融合发展新路建设两岸融合发展示范区的意见》，其中内容包括制定促进闽台融合放宽市场准入特别措施的意见；鼓励福建自由贸易试验区扩大对台先行先试，支持对台小额贸易创新发展；扩大台湾居民居住证身份核验应用范围等。基建和产业方面，政策重点聚焦电力装备、电子信息制造等产业稳增长工作方案，产业方面围绕智能光伏、元宇宙、工业互联网等产业出台了一系列创新发展行动计划，以及金融支持构建高质量充电基础设施体系等。

4. 房地产市场及政策追踪

(1) 8月地产数据未见明显改善

8月，地产景气度进一步下滑，供需两端未有明显改善：投资、施工面积跌幅进一步加深，“保交楼”推动下竣工面积增速继续维持

高位但增速小幅放缓，新开工面积降幅出现边际改善，地产销售仍延续量价齐跌。

根据国家统计局数据，8月国房景气指数为93.56，较7月下降0.21。1-8月房地产开发投资累计同比-8.8%，较前值下降0.3个百分点；新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-24.4%、-7.1%、19.2%，前值分别为-24.5%、-6.8%、20.5%；资金来源方面，1-8月全国房地产开发资金来源合计累计同比降12.9%，降幅较上月扩大1.7个百分点，资金来源同比跌幅进一步扩大，制约投资恢复的持续性。销售方面，楼市成交仍较低迷，销售量价齐跌趋势延续。1-8月销售面积、销售金额累计同比分别为-7.1%、-3.2%，前值为-6.5%、-1.5%；价格方面，8月百城住宅价格指数环比下滑0.01%，一、二、三线城市环比分别-0.12%、0.01%、-0.03%，二线城市呈现边际改善。

(2) 8月末起重磅政策密集落地

7月中央政治局会议对房地产政策定调后，重磅政策陆续落地，各地陆续在8月末、9月上半月密集出台，包括“认房不认贷”、下调房贷政策利率下限、放松限购、限售政策等方面。

“认房不认贷”基本已全部落实。8月25日，住建部、中国人民银行、金融监管总局联合印发《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，此后各地陆续在9月上半月密集出台、推进“认房不认贷”政策。目前基本已全部落实。

部分城市下调房贷政策利率下限。9月9日，广州率先落地调整优化差别化住房信贷政策，调整后首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例为不低于30%，利率下限为LPR-10BP；二套住房商业性个人住房贷款最低首付比例为不低于40%，利率下限为LPR+30BP，成为首个突破LPR的一线城市。

放松限购限售政策跟进。大连、青岛、济南、福州、合肥等多个城市陆续取消了限购和限售政策，苏州对120平以上商品房解除限购，深圳离异三年内再婚或复婚家庭购房按照现有家庭的房产套数计算。

不少城市出台购房补贴、提高公积金贷款额度等刺激政策。长春发放购房贷款贴息和消费券，最高补贴3万元支持高校毕业生购房；大连实施购房补贴政策，并解除限购政策与住房上市交易限制；中山降低住房交易税费，多子女家庭购房公积金可上浮30%；淮南公积金贷款最高额度上调至65万元并支持提取公积金付首付等。

往后看，财政政策和产业政策预计将进入效果观察期，如地产恢复不及预期，其他供需政策大概率继续出台。需求端关注优化部分区域限购限售政策、放宽普宅认定标准等措施，投资端关注后续“城中村”改造推进的力度和节奏。

（三）商业银行³

1. 监管动态：存量房贷利率下调，本外币同时降准

（1）央行、金管局发文引导降低存量首套住房贷款利率

8月31日，央行、国家金融监督管理总局发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，引导商业性个人住房贷款借贷双方有序调整优化资产负债，降低存量首套住房商业性个人住房贷款利率。九月初，中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行等密集发布存量首套住房贷款利率调整公告。存量住房贷款利率的下降，对借款人来说，可节约利息支出，有利于扩大消费和投资；对银行来说，可有效减少提前还贷现象，减轻对银行利息收入的影响；同时还可压缩违规使用经营贷、消费贷置换存量住房贷款的空间，减少风险隐患。

（2）央行决定下调金融机构外汇存款准备金率

9月1日，央行决定，自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。通过此次调整，金融机构需要缴纳的外汇准备金减少，外汇资金运用能力提升，美元等外汇流动性的释放也为促进外汇市场平稳运行创造适宜的环境，避免外汇市场非理性波动。

³ 撰写人：王剑（IMI研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

(3) 央行决定下调金融机构存款准备金率

央行决定于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 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约为 7.4%。此次调整有助于保持流动性合理充裕，保持信贷合理增长，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，稳固支持实体经济，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

2. 重大事件：LPR 维持不变，存款利率下调

(1) LPR 维持不变

央行授权全国银行间同业拆借中心公布，9 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，均与上月持平。MLF（中期借贷便利）操作利率是 LPR 报价的定价基础，此前公布的 9 月 MLF 操作利率保持不变，因而 9 月 LPR 报价维持不变符合市场预期。

(2) 多家银行下调存款利率

9 月 1 日以来，国有行及股份行纷纷下调存款利率。北京银行、上海银行、重庆银行、苏州银行等城商行紧随其后，陆续跟进下调定期存款利率，调降幅度最高为 35 基点。

3. 2023 年 8 月货币金融及社会融资数据分析

2023 年 8 月末，基础货币余额为 35.36 万亿元，全月增加 5711 亿元。其中，现金（货币发行）增加 377 亿元，银行的存款准备金增加 4262 亿元，非金融机构存款增加 1072 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。财政净支出等财政因素投放基础货币 449 亿元，其他资产回笼基础货币 2140 亿元。

8 月末的 M2 余额 286.93 万亿元，同比增长 10.6%，增速比上月末低 0.1 个百分点。按不含货基的老口径统计，8 月份 M2 增加约 1.07 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 1.39 万亿元，财政净支出等财政因素投放 M2 约 9990 亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 17 亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 1.3 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 151 亿元。

表 1: 8 月 M2 增量的结构（单位：亿元人民币）

余额增量结构		来源增量结构	
M0	386	外占	-151
单位活期	1,984	债券	-17
单位定期	8,165	贷款(加回核销和 ABS)	13,873
个人	7,894	财政净支出	9,990

非银	-7,730	其他（非银、非标等）	-12,996
合计	10,699	合计	10,699

8月末，社会融资规模存量为368.61万亿元，同比增长9%；社会融资规模增量为3.12万亿元，比上年同期多6316亿元。2023年前八个月社会融资规模增量累计为25.21万亿元，比上年同期多8420亿元。

表 2: 8月社融结构（单位：亿元人民币）

项目	当月增量	月末存量	存量增速 (%)
人民币贷款	13,412	230.24	10.9
外币贷款（折合人民币）	-201	1.82	-16.8
委托贷款	97	11.33	2.4
信托贷款	-221	3.77	-2.9
未贴现银行承兑汇票	1,129	2.67	-8.2
企业债券	2,698	31.46	-0.2
政府债券	11,759	65.15	11.5
非金融企业境内股票融资	1,036	11.28	10.2
存款类金融机构资产	-135	1.79	-12.9

支持证券			
贷款核销	596	8.08	13.6
社会融资规模增量	31,237	368.61	9.0

（四）资本市场⁴

1. 股市：权益市场情绪不高

（1）市场回顾

9月，权益市情绪不高，成交量回落。资金供给端，9月（截至9月22日，下同），融资业务余额1.52万亿元，较1月前增加341.49亿元；北向资金净流出199.33亿元，较上月大幅回落；新成立偏股型基金191.25亿份，较上月改善。资金需求端，9月IPO规模133.16亿元，较上月大幅回落；解禁和大股东减持分别为4156.30亿元和114.45亿元，均较上月回落。成交上，全A日均成交额回落至7224.43亿元，7月为8237.73亿元。指数方面，9月上证指数上涨0.40%，深证成指和创业板指分别下跌2.30%、4.24%；9月22日，上证指数、深证成指和创业板指的PE估值分别位于近10年的41.67%、23.03%和2.50%分位数。

各板块分化明显。近20个交易日，中信一级行业指数中，煤炭板块领涨，涨幅达12.51%；通信/电子/石油石化/汽车涨幅也在5%以

⁴ 撰写人：孙超（IMI研究员）

上；电力设备/传媒/电力及公用设备/农林牧渔/房地产/综合金融跌幅靠前，但整体跌幅不大，均在 3% 以内。市场反复震荡更多因内外资对经济和市场观点分化导致的资金变化，而非基本面逻辑。在财政政策密集推出的情况下，9 月北向资金净流出 199.33 亿元，平均单日净流出额高达 12.46 亿元，反应海外投资者信心不足。

(2) 市场展望及配置建议

展望后市，9 月经济数据大概率继续边际改善，地产、城中村和化债仍有超预期政策落地的可能性，但地产需求端政策效果需要进一步观察，经济回升的斜率均有待确认。2024 年城中村改造政策有望超预期，以存量房的修缮改造为主的城中村改造将推升涂料、防水材料、瓷砖、家居等需求。行业方面，短期建议关注新能源、互联网、消费、医药板块的白马品种；中期建议关注城中村改造相关物业管理、消费建材、家居等行业。

2. 债市：资金边际收敛，收益率波动上行

(1) 政府债发行提速，9 月资金面边际收敛

流动性方面，9 月资金面边际收敛，DR 价格较上月上行较多。央行 9 月（截至 9 月 22 日，下同）净回笼 480 亿元。其中，逆回购净回笼 2390 亿元，包括 28400 亿元的投放、30790 亿元的到期；MLF 净投放 1910 亿元，包括 5910 亿元的投放和 4000 亿元的到期。9 月

DR001、DR007 的平均利率分别为 1.75%、1.93%，较 8 月平均值分别上行 10.49BP、6.07BP。

(2) 收益率波动上行，期限利差曲线熊平

利率债方面，9 月收益率整体上行，短端上行幅度大于长端。截至 9 月 22 日，1 年期国债到期收益率 28.4BP 至 2.19%，10 年期国债到期收益率 11.82BP 至 2.68%；1 年期国开债到期收益率上行 22.71BP 至 2.28%，10 年国开到期收益率上行 5.07BP 至 2.74%。期限利差方面，9 月期限利差继续压缩。截至 9 月 22 日，国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y 期限利差分别相较上月底变动-10.79BP、-14.3BP、-15.38BP。

期限利差方面，9 月各等级、各期限中票收益率普遍上行。截至 9 月 22 日，AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 8 月底分别上行 15.26BP、14.4BP、11.66BP 至 2.54%、2.84%、3.05%；AA+ 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 8 月底分别上行 15.76BP、21.41BP、11.66BP 至 2.65%、3.1%、3.39%。

信用利差方面，9 月短端信用利差继续压缩，长端信用利差继续小幅走阔。截至 9 月 22 日，1 年期 AAA、AA+ 中票信用利差相对 8 月末分别压缩 2.63BP、0.45BP 至 32.04BP、43.16BP；5 年期 AAA、AA+ 中票信用利差分别走阔 1.49BP、3.34BP 至 48.51BP、76.63BP。调整后的票息吸引力凸显，买盘再度显现。

(3) 市场展望及配置建议

8 月经济数据略超预期，叠加地产需求政策密集落地，收益率普遍上行。此外，央行决定于 2023 年 9 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.25 个百分点，预计释放中长期流动性约 5000~6000 亿元。本次降准更多被市场理解为平滑发债、缴税等短期扰动因素，为后续财政政策发力提供流动性支持，经济底部确认性增强。

往后看，短期内债市面临资金中性偏紧、宏观数据改善预期和稳增长政策压制，利率向下空间有限。中期看，经济底部的确认信号不断增强，关注地产政策效果及地方债务风险化解情况。策略上，利空敏感阶段，建议配置短端资产，防守为主。品种上，同业存单的锚是 MLF，目前仍具配置价值；二永债仍面临供求关系考验，但调整是中期配置机会；城投债配置以短久期为主，关注化债进展。

二、宏观金融研究专题⁵：

地方融资平台债务风险传导机制与政策应对

(一) 摘要

本文基于明斯基理论框架和地方融资平台运行的现实基础，通过构建包含“土地金融”和“庞氏融资”特征的 DSGE 模型，对地方融资平台债务的形成机理、地方融资平台的违约风险，以及地方融资平台债务解决过程中的政策选择等问题做了初步分析。结果表明：当财政政策因经济下行发力而产生融资需求时，地方政府可以通过地方融资平台打通从金融部门汲取资源的路径，从而产生实质上宽信用的效果，这可以在一定程度上熨平经济波动；尽管背靠政府信用的地方融资平台可以通过借新还旧的庞氏融资来维持流量平衡，但其庞氏融资能力并非一成不变，而是会随着债务的积累而逐渐减弱，一旦地方融资平台的庞氏融资能力下降超过一定程度，经济波动的潜在风险就会明显上升；当地方融资平台的庞氏融资能力较弱时，债务本金削减政策在降低存量债务时会影响金融稳定，而宏观审慎政策能提升金融稳定，二者组合使用可以达到同时改善金融稳定和地价稳定的效果，从而间接拓宽财政政策和房地产刺激政策的回旋余地；当地方融资平台的庞氏融资能力基本丧失时，一旦发生货币紧缩，会引发比较严重的

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教授马勇；中国人民大学财政金融学院章洪铭。本文原载于《中国工业经济》2023 年第 8 期的《地方融资平台债务风险传导机制与政策应对》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/show/?id=88157>

金融不稳定，此时 LTV 政策的效果显著减弱，而盯住信贷的资本充足率政策可能是更好的政策选择。

（二）引言

地方融资平台债务问题是近年来社会各界关注的焦点问题之一，该问题由于同时关联财政、金融与实体经济，在运行机理上具有相当程度的复杂性，但迄今为止较少有研究运用一般均衡理论模型对地方融资平台进行详细刻画，并系统性地讨论其中的内生关联问题。特别是，在以地方融资平台债务为主的地方政府债务风险逐渐成为中国经济金融体系中的“灰犀牛”的背景下，理解地方融资平台债务的形成和演变机理、防范地方融资平台债务风险过度积累成为亟待解决的现实问题。为此，本文基于明斯基理论框架和地方融资平台运行的现实基础，尝试通过构建包含“土地金融”和“庞氏融资”两大特征的 DSGE 模型，讨论地方融资平台债务的形成机理、地方融资平台的违约风险以及地方融资平台债务解决过程中的政策选择等问题。

基于已有文献的不足和未涉及之处，本文尝试通过构建一个包含“土地金融”和“庞氏融资”特征的 DSGE 模型，运用明斯基思想分析中国经济金融系统的互动机制，并在此基础上考察地方融资平台庞氏融资能力转弱乃至可能发生违约的动态过程，以及债务治理过程中的相关政策选择问题。

本文的边际贡献主要有三个方面：①在理论建模上，本文模型不仅纳入了“土地金融”的事实特征，而且考虑了以过度负债和借新还

旧为主的“庞氏融资”特征，对地方融资平台和金融部门之间的关联关系做了更加细致地刻画，为研究地方融资平台债务问题提供了一个更具事实基础的模型框架；②在机制分析上，本文结合明斯基思想来分析，将地方融资平台庞氏融资能力的变化视作一个动态过程，深入分析了庞氏融资能力由强到弱过程中的理论机制，并进一步考察了允许地方融资平台在庞氏融资能力较弱时发生违约的情况，为现实问题分析提供了明斯基理论的视角；③在政策分析上，本文详细探讨了弱庞氏融资能力下的宏观审慎政策与债务本金削减政策，并研究了地方融资平台基本丧失庞氏融资能力时的政策效果，是对现有债务治理工具和宏观审慎政策研究的有效补充，也为后续的债务治理提供了前瞻性指引。总体看，本文的理解框架为分析地方融资平台债务问题及其经济金融影响提供了一些新的思路，同时本文的分析结论对于理解如何有效处置地方融资平台的债务违约风险问题具有一定的启示意义。

三、主要经济金融数据⁶

表 3: 经济金融数据一览

指标名称	类别	22- Nov	22- Dec	23- Jan	23- Feb	23- Mar	23- Apr	23- May	23- Jun	23- July	23- Aug
CPI	同比	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	0.3	0.1
PPI	同比	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0
制造业 PMI	指数	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7
工业增加值	累计增长	3.8	3.6		2.4	3.0	3.6	3.6	4.4	3.7	4.5
工业企业利润总额	累计同比	-3.6	-4.0		-22.9	-21.4	-20.6	-18.8	-16.8	-15.5	-11.7
固定资产投资完成额	累计同比	5.3	5.1		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2
社会消费品零售总额	同比	-5.9	-1.8			10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6
进出口总值	当期值同比	-9.5	-8.9	-15.1	1.3	7.4	1.1	-6.2	-10.1	-13.6	-8.2
M2	同比	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6
社会融资规模	存量(万亿元)	343.19	344.21	350.93	353.97	359.02	359.95	361.42	365.45	365.77	368.61
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	12136	13983	57602	18121	38879	7188	13628	30495	3460	13580

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 宏观金融月度分析报告》简介

《IMI 宏观金融月度分析报告》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.2310	IMI 宏观月度分析报告（第 76 期）	IMI
IMI Report No.2309	IMI 宏观月度分析报告（第 75 期）	IMI
IMI Report No.2308	IMI 宏观月度分析报告（第 74 期）	IMI
IMI Report No.2307	中国财富管理能力评价报告 (2023 上)	IMI
IMI Report No.2306	IMI 宏观月度分析报告（第 73 期）	IMI
IMI Report No.2305	IMI 宏观月度分析报告（第 72 期）	IMI
IMI Report No.2304	IMI 宏观月度分析报告（第 71 期）	IMI
IMI Report No.2303	IMI 宏观月度分析报告（第 70 期）	IMI
IMI Report No.2302	中国财富管理能力评价报告（2022）	IMI
IMI Report No.2301	IMI 宏观月度分析报告（第 69 期）	IMI
IMI Report No.2215	IMI 宏观月度分析报告（第 68 期）	IMI
IMI Report No.2214	2022 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2213	IMI 宏观月度分析报告（第 67 期）	IMI
IMI Report No.2212	IMI 宏观月度分析报告（第 66 期）	IMI
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



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