No. 2313

研 究 报 告

IMI 宏观经济月度分析报告（第七十九期）

IMI

微博·Weibo　微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

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

IMI 宏观金融
月度分析报告

2023 年第 11 期（总第 79 期）

- **海　外：美元指数明显下挫，全球贸易需求或偏弱**
- **宏　观：国内工业生产强于预期，通胀延续低位**
- **机　构：《商业银行资本管理办法》发布，M2 增速与上月持平**
- **市　场：权益市场情绪回暖，债市稳增长预期升温**

本期推荐：长江经济带城市绿色创新发展

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 11 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. 欧央行会议纪要显示仍保留继续加息的可能性；美联储如期暂停加息；市场预期日央行明年上半年退出负利率..... - 1 -

2. 美元指数下挫；主要非美货币兑美元升值；CFETS 指数微幅回升- 2 -

3. 全球贸易需求或偏弱..... - 4 -

（二）国内宏观：经济延续弱复苏..... - 6 -

1. 经济数据追踪：经济延续弱复苏，供给端略好于需求端..... - 6 -

2. 中央金融工作会议召开，定调未来金融工作..... - 8 -

3. 财政政策追踪：积极财政政策趋势明确..... - 8 -

4. 货币政策追踪：结构性工具空间更大..... - 9 -

5. 地方政府债务风险化解需建立长效机制..... - 10 -

6. 房地产市场及政策追踪：10 月销售不及预期 ..... - 11 -

（三）商业银行..... - 12 -

1. 监管动态：金管局发布《商业银行资本管理办法》，金管局发布《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》，央行、金管局、证监会联合召开金融机构座谈会..... - 12 -

2. 重大事件：LPR 维持不变，中央金融工作会议在北京举行，银行业协会发布《中国资产托管行业发展报告（2023）》 ..... - 13 -

3. 2023 年 10 月货币金融及社会融资数据分析 ..... - 15 -

（四）资本市场..... - 17 -

1. 股市：权益市场情绪回暖，小盘成长风格占优..... - 17 -

2. 债市：稳增长政策预期升温，收益率曲线熊平..... - 19 -

二、 宏观金融研究专题： 长江经济带城市绿色创新发展..... - 21 -

（一）摘要..... - 21 -

（二）引言..... - 21 -

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

三、 主要经济金融数据 ..... - 24 -

图表目录

图 1: 近期人民币兑美元无明显升值 ..... - 3 -
图 2: 近期 CFETS 指数微幅回升 ..... - 3 -
图 3: 近期美元指数大幅下跌 ..... - 4 -
图 4: 近期欧元、日元兑美元走强 ..... - 4 -
图 5: 10 月，全球制造业 PMI 回落至 48.8 ..... - 5 -
图 6: 11 月前 24 天，RJ/CRB 商品价格指数均值环比下降 1.7%至 276.6 .... - 5 -
图 7: 11 月前 20 天，韩国出口同比下降 2.2% ..... - 6 -
图 8: 11 月上半月，越南出口同比回升至 7.6% ..... - 6 -

表格目录

表 1: 10 月 M2 增量的结构（单位：亿元人民币） ..... - 15 -
表 2: 10 月社融结构（单位：亿元人民币） ..... - 16 -

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

一、国内外宏观金融形势分析

（一）海外宏观金融形势[1]

1．欧央行会议纪要显示仍保留继续加息的可能性；美联储如期暂停加息；市场预期日央行明年上半年退出负利率

11 月 25 日，欧央行公布 10 月货币政策会议纪要。纪要显示当前欧洲央行内部对于未来利率路径的判断包括两个方向：**一是继续在一段时间内维持当前限制性利率水平不变，**“管委会成员一致同意，应继续强调，委员会决心将政策利率设定在足够严格的水平，并维持必要长的时间，以使通胀回落到目标水平”。**二是继续保留加息的可能性，**“委员会应在持续评估数据的基础上做好有必要时进一步加息的准备”。

美联储 11 月 2 日公布货币政策决议，如期暂停加息。美联储将目标利率区间维持在 5.25-5.5%不变，符合市场预期。会议声明中只有两处措辞有所调整：一是，鉴于三季度经济和就业强劲表现，美联储对目前经济的判断从“稳健增长（a solid pace）”变为“强劲增长（a strong pace）”，就业从“有所放缓（slowed）”变为“相比今年早期更为温和（moderated）”。二是，主要受美债利率大幅上行影响，美联储认为目前金融条件更为收紧。将“信贷条件收紧（Tighter credit

[1] 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

conditions）”的表述，拓展为更广义的“金融和信贷条件收紧（Tighter financial and credit conditions）”。

日央行方面，目前市场普遍预期明年上半年日央行将退出负利率。当下日央行短端基准利率-0.1%，隔夜利率掉期显示，市场预期日央行明年 3 月短端基准利率+6.6bps、4 月+8.3bps、6 月+12.8bps，即按照当下市场预期，最晚明年 6 月日央行将退出负利率。

2．美元指数下挫；主要非美货币兑美元升值；CFETS 指数微幅回升

近期美元指数明显下挫。11 月以来，伴随非农、CPI 等主要经济数据不及预期，市场对美国经济、通胀预期下修，10 年期美债利率下行，美元指数大幅下挫，截至 11 月 24 日累计下跌 3%至 103.4。**美元指数走弱背景下，主要非美货币均兑美元升值。**11 月以来，欧元兑美元、日元兑美元分别升值 3.5%、1%。**人民币也顺势走强，近期单一汇率和一篮子汇率均有所升值。**从单一汇率看，人民币兑美元即期汇率升值幅度较大，与中间价差值迅速收敛。11 月以来，人民币兑美元即期汇率累计升值 2.3%至 7.15，中间价则累计升值 0.9%至 7.12。从一篮子汇率看，CFETS 指数近期微幅抬升，人民币对主要非美货币微升值。截至 11 月 24 日的一周内，CFETS 上涨 0.6%至 98.65。

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

图 1: 近期人民币兑美元无明显升值

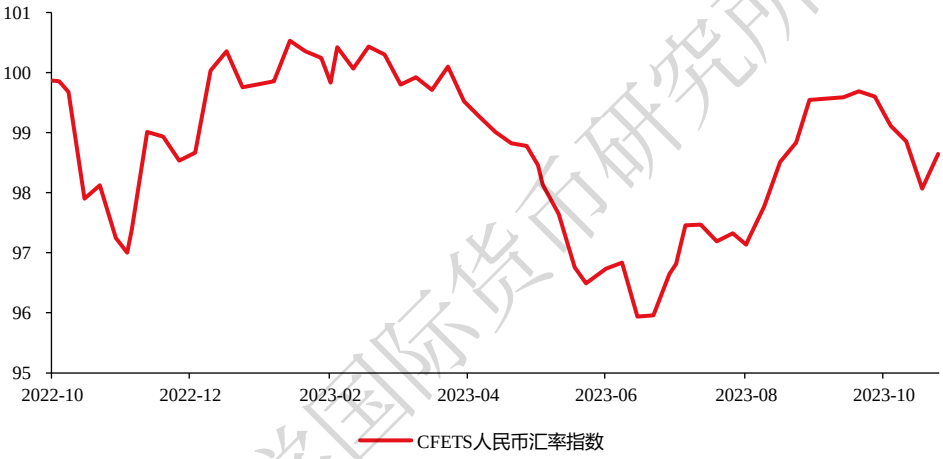

图 2: 近期 CFETS 指数微幅回升

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

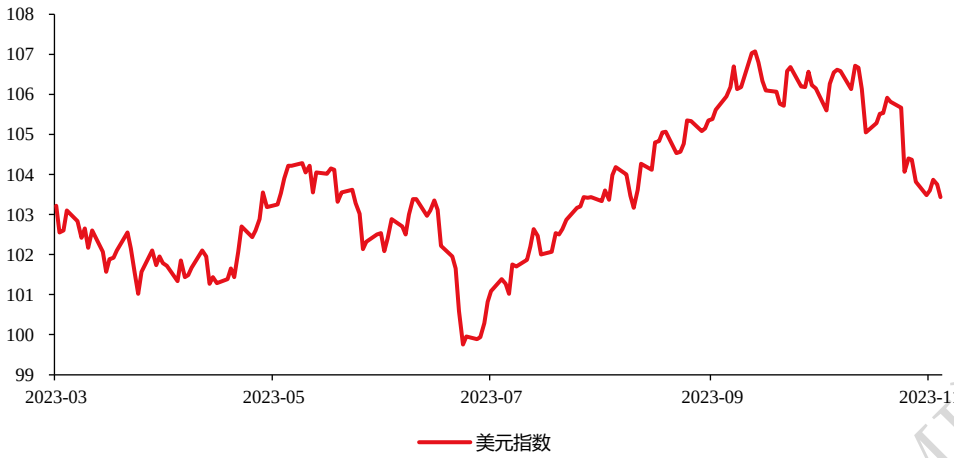

图 3: 近期美元指数大幅下跌

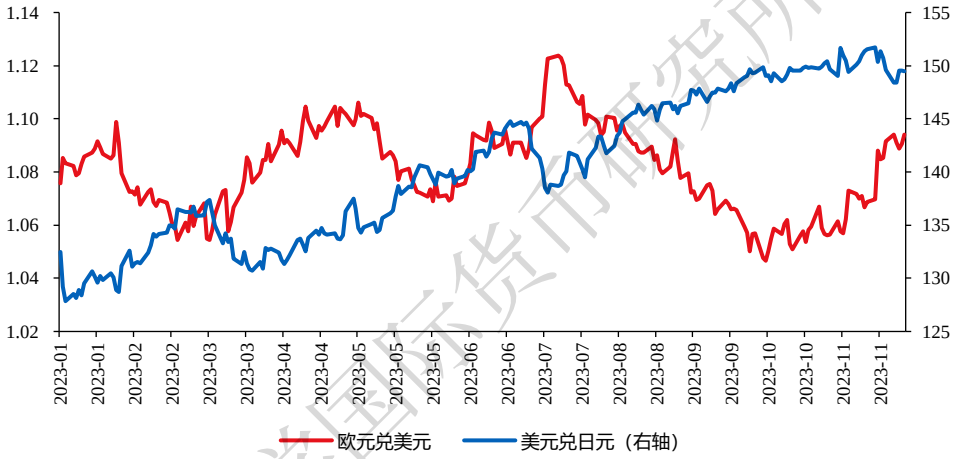

图 4: 近期欧元、日元兑美元走强

3．全球贸易需求或偏弱

近期全球贸易需求或仍偏弱，其中劳动密集型产品的贸易可能相对偏好。从四个指标观察。一是，10 月全球制造业 PMI 有所回落，录得 48.8，前值 49.2，显示全球工业景气偏弱。二是，全球贸易价格的跟踪指标 RJ/CRB 商品价格指数，11 月前 24 天均值较 10 月微降 1.7%，同比下降 1.2%，可能指向 11 月贸易价格有所回落。三是，全

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

球贸易的领先指标韩国出口，11 月前 20 天同比增幅收窄，较上个月下降 2.4 个百分点至 2.2%。四是，全球主要的劳动密集型产品出口国越南，11 月上半月同比有所回升，录得 7.6%，较 10 月上半月同比增速提升 7 个百分点，可能表明 11 月全球劳动密集型产品贸易相对偏强。

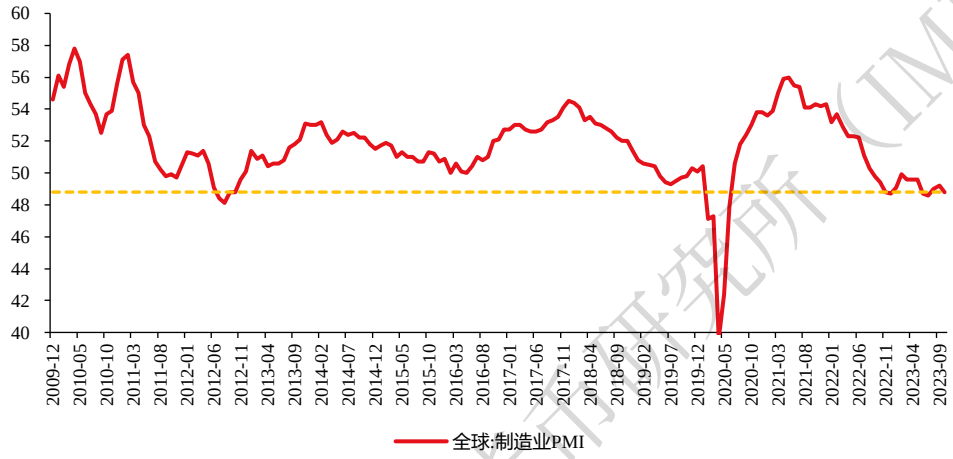

图 5: 10 月，全球制造业 PMI 回落至 48.8

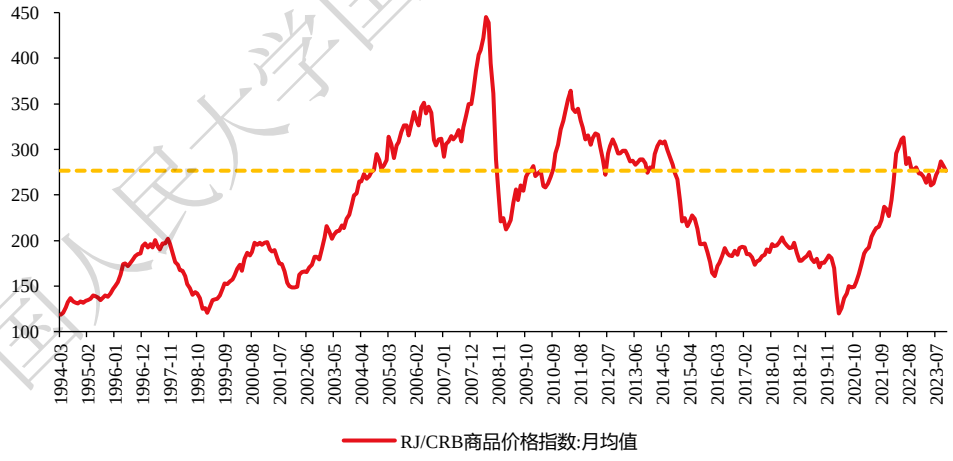

图 6: 11 月前 24 天，RJ/CRB 商品价格指数均值环比下降 1.7%至 276.6

中国人民大学国际货币研究所(IMI)

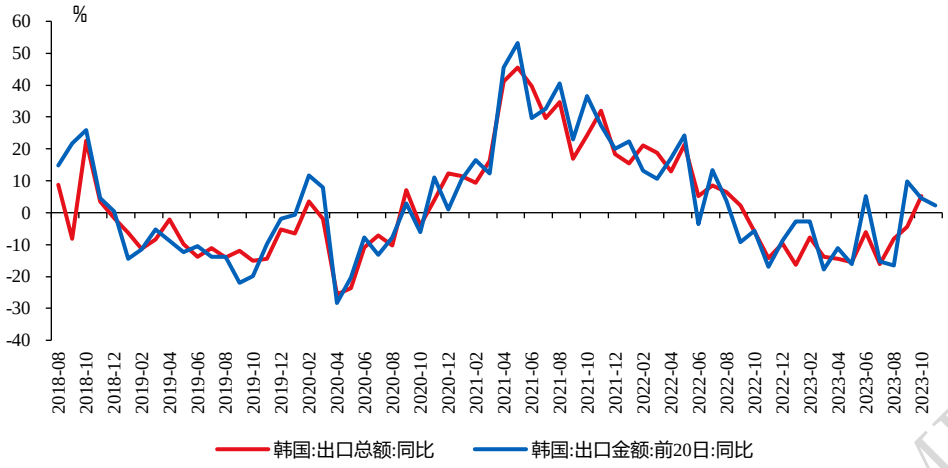

图 7: 11 月前 20 天，韩国出口同比下降 2.2%

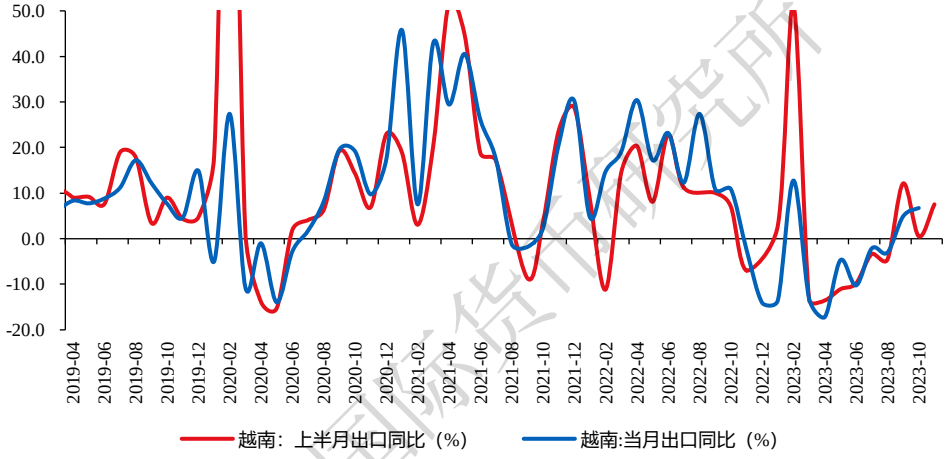

图 8: 11 月上半月，越南出口同比回升至 7.6%

（二）国内宏观[2]：经济延续弱复苏

1．经济数据追踪：经济延续弱复苏，供给端略好于需求端

10 月经济延续弱复苏，供给端略好于需求端。工业生产略强于预期，社零波浪式修复，投资增速边际下滑，通胀延续低位，需求不足仍是最主要问题。

[2] 撰写人：孙超（IMI 研究员）

10 月生产略强于预期。10 月工业增加值同比增长 4.6%，高于前值 4.5%；季调环比增长 0.39%，高于前值 0.36%。分行业看，汽车制造业高位加快，半导体器件专用设备制造业、航空航天器及设备制造业仍保持较快增长，而高技术产业增加值增速受全球需求下滑和美国制裁双重影响回落至 1.8%。受季节性影响，10 月制造业 PMI 受季节性影响下滑至荣枯线下的 49.5。

投资方面，制造业、基建、房地产投资均边际走弱。1-10 月固定资产投资累计同比增长 2.9%，前值 3.1%。其中，广义基建、制造业、房地产投资累计同比增速分别为 8.3%、6.2%和-9.3%，基建和制造业投资增速在季末冲量之后略有回落，地产投资为年内新低。

消费方面，低基数效应下社零同比增速大幅上升。10 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 7.6%，环比季调增速 0.07%，商品和餐饮消费当月同比增速均扩大。家电、装潢、家具等地产后周期商品零售均有边际改善

出口方面，10 月出口同比降幅扩大 0.2 个百分点至 6.4%。出口商品上看，劳动密集型产品增速降幅有所扩大，自动数据处理设备、集成电路均大幅下滑，拖累出口。出口区域上看，东盟和欧盟对我国出口增速拖累明显，美国、南非等国的拖累程度有所减轻。

价格方面，10 月 CPI 同比转服负，PPI 降幅扩大。10 月 CPI 同比-0.2%，低于前值和预期，受农产品供应充足和节后消费需求回落双重影响，食品价格成为主要拖累。剔除能源和食品的核心 CPI 当月

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

同比小幅下降至0.6%。10月PPI同比-2.6%，前值-2.5%，加工工业、食品类以及衣着类是主要拖累项。CPI同比年内有望转正，通胀趋势温和回升态势基本不变。

2．中央金融工作会议召开，定调未来金融工作

中央金融工作会议10月30日至31日举行，分析金融高质量发展面临的形势，部署当前和今后一个时期的金融工作。金融监管方面，以加强中央领导为根本保证，推进金融高质量发展为主题，深化金融供给侧结构性改革为主线，全面加强金融监管和防范化解金融风险为重点。货币政策方面，会议强调保持货币政策的稳健性，更加注重和做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具。汇率方面，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。地产方面，会议首次提及“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”和 “一视同仁 满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，继续强调满足房企合理融资、居民住房需求、支持“三大工程”建设等。地方政府债务风险化解方面，会议提出建立防范化解地方债务风险长效机制，中央加杠杆和剥离城投平台融资属性的大方向或维持。

3．财政政策追踪：积极财政政策趋势明确

1-10月，全国一般公共预算收入、支出分别同比增长8.1%、4.6%，基建相关支出增幅扩大；全国政府性基金预算收入、支出分别同比下降16.0%、15.1%，土地依然是政府性基金收支的主要拖累。

前期专项债密集支出，财政部表示将提前下达 2024 年度部分新增地方政府债务额度，合理保障地方融资需求；做好 1 万亿元国债项目审核和预算下达。发改委表示加快实施 1 万亿国债项目建设，尽早形成实物工作量。增发的万亿国债预计将于今年末和明年初逐步落地，财政将步入新一轮发力期。预计明年赤字率超过 3.5%，中央财政加杠杆空间相应打开，基建、地方化债、城中村改造、产业升级是主要方向。

4．货币政策追踪：结构性工具空间更大

10 月新增社融 1.85 万亿，同比多增 9318 亿元，基本符合预期。政府债券是主要拉动项，同比多增 1.28 万亿，前值 4387 亿元；企业债同比少增 1269 亿元，城投债被置换或产生一定影响。10 月新增人民币贷款 4837 亿元，同比多增 1232 亿元，票据新增为主要贡献。居民中长期贷款同比多增 375 亿元，未能延续 9 月的强势反弹，地产宽松政策效果回落；企业中长期贷款同比少增 795 亿元，企业延续疲弱。10 月 M0、M1、M2 同比分别增长 10.2%、1.9%、10.3%，M0、M1 较上月均小幅回落，M2 持平；M2-M1 增速剪刀差继续扩大，较上月增加 0.2 个百分点至 8.4%，资金活化意愿恶化。

货币政策方面，货币配合财政发力总基调不变，结构性政策工具空间更大。10 月底召开的中央金融工作会议强调“始终保持货币政策的稳健性，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱。”总量工具上，财政发力需货币政策配合，降准和降息仍可期待，但空

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

间已经不大。结构性工具的想象空间相对更大，让更多的金融资源投向政策支持领域，如“城中村“改造、”平急两用“公共基础设施建设等方面，长期、低息的创新融资工具等均有想象空间。

5．地方政府债务风险化解需建立长效机制

地方政府债务风险化解方面，10 月底召开的中央金融工作会议强调“建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。”侧重点与前两次会议有所不同，2012 年的金融工作会议侧重于规范地方政府举债融资机制、控制地方债务规模，2017 年则强调严控债务增量。本次会议着重强调“长效机制”、“优化中央和地方政府债务结构”，更符合当前经济形势。长效机制方面，合并监管与联合监管是大趋势。财政部在《2023 年上半年中国财政政策执行情况报告》中提出“稳步推进地方政府债务合并监管”，法定债务和隐性债务合并监管，财政、发改、金融、国资等多部门联合监管，压实责任，防止一边化债一边新增。优化中央和地方政府债务结构方面，中央政府加杠杆是目前较为有效的方式之一。目前我国中央杠杆率显著低于地方，而中央政府举债具有成本低、周期长优势，中央政府有空间也有必要提升杠杆，优化政府债务结构，比如今年四季度增发 1 万亿国债并通过转移支付方式给地方使用的安排。

特殊再融资债发行方面，截至 11 月 23 日，已有 28 地公告发行特殊再融资债，计划发行规模合计 13657.16 亿元（10 月末为 10430.89

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

亿元），贵州、天津、云南、湖南、内蒙古规模超过千亿，其中贵州超过两千亿。整体来看，发行节奏相较 10 月放缓。

6．房地产市场及政策追踪：10 月销售不及预期

10 月房地产基本面数据未能延续 9 月反弹，新开工与施工降幅继续扩大，竣工边际下降，景气度延续下滑。生产方面，1-10 月房地产开发投资累计同比-9.3%，前值-9.1%；全国房地产开发资金来源合计累计同比降 13.8%，降幅较上月进一步扩大 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-23.2%、-7.3%、19.0%，前值分别为-23.4%、-7.1%、19.8%。销售方面，量价跌幅均扩大。1-10 月销售面积、销售金额累计同比分别为-7.8%、-4.9%，百城住宅指数同比下降 0.02%。10 月国房景气指数下行 0.04 至 93.40。10 月以来政策持续维持宽松，11 月增量政策不多， 销售端短暂修复后再次下跌，金九银十销售行情不及预期。

政策方面，10 月底的金融工作会议对地产监管和支持着墨较多，整体围绕对房企合理融资需求、对刚需及改善性需求的支持。强调“促进金融与房地产良性循环，健全房地产企业主体监管制度和资金监管”，首次提出“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”，同时强调加快保障性住房等“三大工程”建设，后续包括保障性住房、城中村改造等推进速度有望加快。11 月中旬的金融机构座谈会讨论多项房地产金融支持政策，再次强调“一视同仁”，并提出了“三个

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

不低于”的指标性要求，政策支持力度延续，助力房企信用风险化解。未来关注重点仍为销售数据及销售向投资转化情况。

区域政策方面，深圳降低二套首付款比例。深圳自 11 月 23 日起调整二套住房最低首付款比例，由原来的普通住房 70%、非普通住房 80%统一调整为 40%；同时对普通住房标准进行优化，更好满足刚性和改善性住房需求。

（三）商业银行[3]

1．监管动态：金管局发布《商业银行资本管理办法》，金管局发布《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》，央行、金管局、证监会联合召开金融机构座谈会

（1）金管局发布《商业银行资本管理办法》

11 月 1 日，金融监管总局发布《商业银行资本管理办法》。办法构建了差异化资本监管体系，按照银行规模和业务复杂程度，划分为三个档次，匹配不同的资本监管方案。其中，规模较大或跨境业务较多的银行，划为第一档，对标资本监管国际规则；规模较小、跨境业务较少的银行纳入第二档，实施相对简化的监管规则；第三档主要是规模更小且无跨境业务的银行，进一步简化资本计量要求，引导其聚焦县域和小微金融服务。办法有助于进一步完善商业银行资本监管规则，推动银行强化风险管理水平，提升服务实体经济质效。

[3] 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文姝（北京物资学院经济学院）

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

（2）金管局发布《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》

金融监管总局近日发布《银行保险机构涉刑案件风险防控管理办法》，进一步推动银行保险机构前移涉刑案件风险防控关口，健全涉刑案件风险防控全链条治理机制，遏制涉刑案件高发态势。办法自2024年1月1日起施行。

（3）央行、金管局、证监会联合召开金融机构座谈会

11月17日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。会议认为，要统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长；积极服务保障性住房等“三大工程”建设；配合地方政府稳妥化解存量、严格控制新增；对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷，支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。

2．重大事件：LPR维持不变，中央金融工作会议在北京举行，银行业协会发布《中国资产托管行业发展报告（2023）》

（1）LPR维持不变

央行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023年11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

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

价的定价基础，此前公布的 11 月 MLF 操作利率保持不变，因而 11 月 LPR 报价维持不变符合市场预期。

（2）中央金融工作会议在北京举行

10 月 30 日至 31 日，中央金融工作会议在北京举行。会议指出，要着力营造良好的货币金融环境，切实加强对重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务。优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量。支持国有大型金融机构做优做强，严格中小金融机构准入标准和监管要求。切实提高金融监管有效性，依法将所有金融活动全部纳入监管。会议强调，要全面加强金融监管，有效防范化解金融风险。建立防范化解地方债务风险长效机制。维护金融市场稳健运行，规范金融市场发行和交易行为，合理引导预期。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

（3）银行业协会发布《中国资产托管行业发展报告（2023）》

10 月 25 日，中国银行业协会发布《中国资产托管行业发展报告（2023）》。报告强调，中国银行业资产托管业务将进一步推进变革与转型。一是将专业化、规范化作为银行业资产托管业务未来发展方向，托管银行将进一步落实风险管理和合规展业主体责任，调整业务发展策略和创新方向，实现审慎稳健经营；二是扎实履行为实体经济

服务的责任；三是伴随商业银行向轻型化、财富管理银行转型，资产托管业务也进一步从提供同质化的托管服务向提供差异化的综合金融服务方向转型。

3．2023 年 10 月货币金融及社会融资数据分析

2023 年 10 月末，基础货币余额为 35.07 万亿元，全月减少 1.33 万亿元。其中，现金（货币发行）减少 934 亿元，银行的存款准备金减少 1.11 万亿元，非金融机构存款减少 1195 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 5081 亿元。缴税等财政因素回笼基础货币 1.66 万亿元，其他资产回笼基础货币 273 亿元。

10 月末的 M2 余额 288.23 万亿元，同比增长 10.3%，增速与上月末持平。按不含货基的老口径统计，10 月份 M2 减少约 9487 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 2734 亿元，缴税等财政因素回笼 M2 约 1525 亿元；银行自营购买企业债券派生 M2 约 1581 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）；外汇占款派生 M2 约 907 亿元。

表 1: 10 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	-688	外占	907

单位活期	-3,060	债券	1,581
单位定期	-2,987	贷款（加回核销和ABS）	2,734
个人	-6,439	财政净支出	-1,525
非银	3,687	其他（非银、非标等）	-13,184
合计	**-9,487**	**合计**	**-9,487**

10 月末，社会融资规模存量为 374.17 万亿元，同比增长 9.3%；社会融资规模增量为 1.85 万亿元，比上年同期多 9108 亿元。2023 年前十个月社会融资规模增量累计为 31.19 万亿元，比上年同期多 2.33 万亿元。

表 2: 10 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	4837	233.26	10.7
外币贷款（折合人民币）	152	1.78	-16.7
委托贷款	-429	11.31	0.5
信托贷款	393	3.85	-0.3
未贴现银行承兑汇票	-2536	2.65	-1.8

中国人民大学国际货币研究所(IMI)

企业债券	1144	31.44	-0.7
政府债券	15638	67.71	14.3
非金融企业境内股票融资	321	11.34	8.9
存款类金融机构资产支持证券	-2530	1.52	-24.8
贷款核销	427	8.3	13.6
社会融资规模	**18,452**	**374.17**	**9.3**

（四）资本市场[4]

1．股市：权益市场情绪回暖，小盘成长风格占优

（1）市场回顾

11 月权益市场小幅回暖，主要指数走势分化。资金供给端，11 月（截至 11 月 24 日，下同），融资业务余额 1.60 万亿元，较 1 月前增加 1242.13 亿元；北向资金净流出 83.81 亿元，较上月大幅回落；新基金发行情绪回暖，新成立偏股型基金 176.23 亿份，较上月大幅降低。资金需求端，11 月 IPO 规模 72.04 亿元，较上月小幅增加；解禁 2408.75 亿元，大股东减持 118.09 亿元，均较上月有所增加。成交上，全 A 日均成交额上涨至 9015.43 亿元，10 月为 8268.51 亿元。指数方

[4] 撰写人：孙超（IMI 研究员）

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

面，11 月上证指数上涨 0.74%，深证成指和创业板指分别下跌 0.25%、1.54%；10 月 23 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 27.59%、20.94%和 1.17%分位数。

本月股市整体反弹力度较弱，小盘成长风格占优。近 20 个交易日，Wind 中国行业指数中，文化传媒领涨，涨幅超过 15%；电脑硬件、教育、互联网、生物科技等涨幅超过 5%；保险领跌，跌幅超过 5%；汽车、工程机械、贵金属等跌幅靠前。Wind 热门概念指数中，最小市值涨幅超过 60%，抖音平台涨幅超过 30%。

（2）市场展望及配置建议

经济基本面延续弱复苏态势。工业生产略好于预期，消费波浪式修复，投资增速边际下滑，通胀延续低位，需求不足仍是当前最主要问题。政策方面，财政政策持续发力，10 月公共财政支出和全国政府性基金支出提速；货币政策配合，保持流动性合理充裕。随着内外需求回暖及政策发力，经济基本面持续修复趋势不变。

往后看，A 股市场仍可保持乐观，关注基本面修复情况。行业方面，建议关注：1）温和复苏趋势下基本面有望先行改善的行业，如白酒、汽车零部件等行业以及景气度提升的出口链相关行业。2）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，中期继续关注城中村改造相关物业管理、消费建材、家居等行业。3）继续关注基数低且已出现边际改善的行业，如以计算机为代表的 TMT、医药。4）11 月 20 日，四部委联合召开科技金融

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

工作交流推进会，进一步明确了深化金融供给侧改革的重点方向，聚焦科技创新的重点领域。科技创新将是我国经济转型阶段的重要支撑，中长期看好以 AI 产业链为代表的科技板块的发展潜力。

2．债市：稳增长政策预期升温，收益率曲线熊平

（1）资金面压力趋缓

流动性方面，11 月资金面压力趋缓，但需留意季节性扰动。央行 11 月（截至 11 月 24 日，下同）净投放 1140 亿元。其中，逆回购净回笼 5260 亿元，包括 58060 亿元的投放、63320 亿元的到期； MLF 净投放 6000 亿元，包括 14500 亿元的投放和 8000 亿元的到期；国库现金定存净投放 400 亿元。11 月 DR001、DR007 的平均利率分别为 1.77%、1.94%，较 10 月平均值分别下行 1.64BP、4.65BP。10 月末跨越资金空前紧张，11 月央行净投放，流动性压力有所缓解，但仍需留意季节性扰动。

（2）收益率先下后上，期限利差继续压缩

利率债方面，11 月收益率先下后上，短端上行幅度大于长端。11 月（截至 11 月 24 日，下同），1 年期国债到期收益率 12.12BP 至 2.33%，10 年期国债到期收益率 0.7BP 至 2.7%；1 年期国开债到期收益率 11.64BP 至 2.48%，10 年国开到期收益率 4.18BP 至 2.77%。期限利差方面，11 月期限利差继续压缩，国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y 期限利差分别相较上月底变动-4.87BP、-6.11BP、-11.33BP。。

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

收益率方面，11 月各等级、各期限中票收益率表现分化，短端上行长端下行。11 月，AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 10 月底分别 3.7BP、0.83BP、-5.69BP 至 2.72%、2.91%、3.08%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 10 月底分别 1.71BP、-2.17BP、-9.69BP 至 2.81%、3.1%、3.36%。

信用利差方面，11 月信用利差继续压缩，低评级压缩幅度高于高评级。11 月，1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对上月末分别压缩 11.34BP、11.22BP 至 25.4BP、35.38BP； 5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别压缩 17.77BP、18.03BP 至 40.15BP、64.9BP。

（3）市场展望及配置建议

短期看，债市仍将受政策信号偏积极、利率债供给和资金面边际收紧的多重扰动，利率或仍以震荡为主。中期看，经济底部的确认信号不断增强，关注地产销售修复情况、特殊再融资债和 1 万亿国债对社融支撑作用。

策略上，当前收益率曲线平坦，短端估值吸引力大于长端，关注短端的交易机会。品种上，长端继续调整空间有限，存单仍具配置价值，二永利差也有相对吸引力。在“一揽子化债方案”持续推进的大背景下，城投债短久期下沉策略依然可行。

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

二、宏观金融研究专题[5]：
长江经济带城市绿色创新发展

（一）摘要

本文定量分析 2017—2020 年长江经济带绿色创新发展的现状、成就及影响机制,运用经济学“投入—产出”分析框架,以城市为对象,从八个维度评估长江经济带绿色创新发展水平,并实证检验绿色创新投入对产出的促进作用。研究发现:长江经济带 110 个城市的绿色创新发展水平呈现整体上升趋势;不同维度的绿色创新投入具有显著不同的绿色创新产出效应,其中创新制度的促进作用最大;地方财政增加创新制度宣传、科研投入支出,可有效强化创新制度和研发投入对绿色创新产出的促进效应;保持创新制度和研发投入的稳定性是取得产出促进效应的关键。本文丰富了绿色创新发展的应用研究,为推动长江经济带绿色创新发展提供了新的思路和有益启示。

（二）引言

改革开放以来,依靠充分和高效的要素投入驱动,中国经济实力和综合国力快速提升,发展成为世界第二大经济体。但进入 21 世纪的第二个十年,面对百年未有之大变局,依赖要素投入的传统增长模式已难

[5] 撰写人：中国人民大学财政金融学院教授、IMI 副所长涂永红；中国人民大学财政金融学院任屹颖；中国人民大学财政金融学院教授郭彪。本文原载于《经济理论与经济管理》2023 年第 10 期的《长江经济带城市绿色创新发展》。原文链接：https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=Eo9-C_M6tLmKMbrXQnrlVotOs09bmz2SNpb-YZ43M0DAk9TYnSaaccT-CtyOyvzr-0V-xWV7hTiqlnI0I5AreWobzkPjg4K9KcuVoofbgQXu7aMjmWgdXZ6_0iimRsCGkMjn-UMQc1U=&uniplatform=NZKPT&flag=copy

以为继。党的二十大报告提出:“高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务。”“完善科技创新体系,坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位。”“加快发展方式绿色转型,推动经济社会发展绿色化、低碳化是实现高质量发展的关键环节。”

长江经济带生态和战略地位重要,是中国经济发展的巨大引擎。推动长江经济带发展必须从中华民族长远利益考虑,走生态优先、绿色发展之路。近年来,长江经济带各省份和有关部门深入贯彻落实党中央决策部署,促进经济创新发展、全面绿色转型,其力度之大、规模之广、影响之深前所未有。如何评价长江经济带创新发展和生态环境的转折性变化?如何衡量长江经济带绿色创新的投入与产出及其之间的影响?这些问题关系到长江经济带的协同发展,关系到我国绿色低碳循环发展模式的建立。目前,国内研究多集中于优化评价指标体系的指标选取,延展评价指标层次(王彩明和李健,2019;邝嫦娥和文泽宙,2019;鲍涵等,2022),从而对绿色创新绩效进行有效评价与分析。借鉴既有研究,本文首先从宏观视角综合考虑经济、创新、生态环境要素,从绿色创新投入和产出两个维度构建指数,对不同城市的绿色创新发展情况进行综合评价。其次,本文利用城市面板数据和固定效应模型,实证检验绿色创新投入对产出的促进作用。最后,本文结合宜宾市的案例分析解释实证结果。

本文可能的创新主要有以下三点:(1)引入评价绿色创新发展新的思路和方法。尝试在每一个维度和指标设计中将创新驱动和绿色发展

深度融合。将创新成果转化指标纳入绿色创新投入维度,更能准确反映创新驱动成效。在绿色创新产出维度体现子指标的层层递进逻辑关系,凸显绿色创新发展的内在协同性。(2)增加研究层次和视角,探索从城市层面综合研究绿色创新发展。不同于常见的从产业或企业层面研究绿色创新行为、能力表征指标和评价方法,本文尝试从更加宏观的城市层面进行研究,便利长江经济带不同区位、不同规模的城市扬长避短、相互学习和比较,并为地方政府制定完善制度和相关政策提供充分的理论依据。(3)通过实证研究揭示不同维度绿色创新投入对产出的具体成效和影响机制,进一步丰富绿色低碳发展的应用研究,为长江经济带城市合理高效安排绿色创新投入提供新的思路和实践方案。

中国人民大学国际货币研究所(IMI)

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	23-Jan	23-Feb	23-Mar	23-Apr	23-May	23-Jun	23-July	23-Aug	23-Sept	23-Oct
CPI	同比	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	0.3	0.1	0.0	-0.2
PPI	同比	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6
制造业 PMI	指数	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5
工业增加值	累计增长		2.4	3.0	3.6	3.6	4.4	3.7	4.5	4.5	4.6
工业企业利润总额	累计同比		-22.9	-21.4	-20.6	-18.8	-16.8	-15.5	-11.7	-9.0	-7.8
固定资产投资完成额	累计同比		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9
社会消费品零售总额	同比			10.6	18.4	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6
进出口总值	当期值同比	-15.1	1.3	7.4	1.1	-6.2	-10.1	-13.6	-8.2	-6.2	-2.5
M2	同比	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3
社会融资规模	存量（万亿元）	350.93	353.97	359.02	359.95	361.42	365.45	365.77	368.61	372.50	374.17
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	57602	18121	38879	7188	13628	30495	3460	13580	23118	7384

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

[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。

中国人民大学国际货币研究所（IMI）

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC
中国人民大学国际货币研究所

编　号	名　称	作　者
IMI Report No.2312	IMI 宏观月度分析报告（第 78 期）	IMI
IMI Report No.2311	IMI 宏观月度分析报告（第 77 期）	IMI
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

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