

No. 2324

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告
（第八十期）

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/>

1937

IMI 宏观金融 月度分析报告

2023 年第 12 期（总第 80 期）

- **海 外：**美欧日维持利率不变，全球贸易需求反弹有限
- **宏 观：**经济运行延续平稳，供给端恢复向好
- **机 构：**《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》发布
- **市 场：**11 月股市延续震荡，债市稳增长政策预期升温

本期推荐：商业银行贷款损失准备前瞻性研究——基于预期损失模型的新证据

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 12 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.....	- 1 -
1. 美欧日央行 12 月货币政策会议均维持利率不变	- 1 -
2. 美元指数延续偏弱态势；主要非美货币兑美元升值；CFETS 指数下跌	- 3 -
3. 全球贸易：价的因素可能仍偏弱.....	- 4 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济数据追踪：经济运行延续平稳，供给端恢复向好.....	- 6 -
2. 中央经济工作会议定调明年经济工作.....	- 7 -
3. 财政政策追踪：定调适度加力、提质增效.....	- 8 -
4. 货币政策追踪：定调灵活适度、精准有效.....	- 8 -
5. 房地产市场及政策追踪：销售不及预期，一线城市政策再优化.....	- 10 -
(三) 商业银行.....	- 11 -
1. 监管动态：金管局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》，央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》	- 11 -
2. 重大事件：LPR 维持不变，央行等八部门印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，央行发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，银行业协会发布《远程银行虚拟数字人应用报告》	- 12 -
3. 2023 年 11 月货币金融及社会融资数据分析	- 14 -
(四) 资本市场.....	- 16 -
1. 股市：权益市场延续震荡，周期行业相对占优.....	- 16 -
2. 债市：稳增长政策预期升温，收益率曲线熊平.....	- 18 -
二、宏观金融研究专题： 商业银行贷款损失准备前瞻性研究——基于预期损失模型的新证据	- 21 -
(一) 摘要.....	- 21 -
(二) 引言.....	- 21 -

三、 主要经济金融数据 - 24 -

图表目录

图 1: 近期人民币兑美元震荡偏强, CFETS 下跌.....	- 3 -
图 2: 近期美元指数走弱	- 4 -
图 3: 12 月前 20 天, 韩国出口同比大幅回升至 13%	- 5 -
图 4: 12 月前 26 天, RJ/CRB 商品价格指数均值环比下降 4%至 264.9.....	- 5 -

表格目录

表 1: 11 月 M2 增量的结构	- 14 -
表 2: 11 月社融结构	- 15 -
表 3: 经济金融数据一览	- 24 -

一、国内外宏观金融形势分析

(一) 海外宏观¹

1. 美欧日央行 12 月货币政策会议均维持利率不变

美联储 12 月货币政策会议将目标利率区间维持在 5.25-5.5% 不变，符合市场预期。在货币政策声明中，联储暗示本轮加息周期已经结束：一是，“利率已处于或接近紧缩周期峰值”。二是，“所有与会者认为进一步提高政策利率可能是不合适的”。在经济展望中，认可目前去通胀进展，对明年通胀回落更为乐观。相比 9 月，对明年 Q4 PCE 同比预测从 2.6% 下调至 2.4%，对核心 PCE 同比预测从 2.5% 下调至 2.4%。此外，小幅下调明年经济增速，失业率预测并未调整，将明年四季度 GDP 同比预测从 1.5% 下调至 1.4%，失业率预测持平于 4.1%。在点阵图方面，官员预计明年降息三次，政策利率从 5.4% 降至 4.6%；对比 9 月份，彼时预测明年降息两次，政策利率从 5.6% 降至 5.1%。此次会议最大的变化在新闻发布会，美联储主席鲍威尔表示委员会已开始讨论降息。鲍威尔在 11 月会议时还表示“降息不在考虑范围之内”，此次则承认降息是此次会议的一个讨论话题。引发市场转向交易大幅升温，对 2024 年联储降息次数预期由不足 5 次直接升至 6 次以上。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

欧央行 12 月 14 日召开货币政策会议，维持利率不变，公布 PEPP 缩减计划。利率决议方面，管委会维持主要再融资利率、隔夜贷款利率、存款便利利率分别为 4.5%、4.75%、4% 不变。资产购买计划方面，管委会决定将 PEPP 全额再投资持续至明年上半年，下半年开始，平均每月将再投资规模缩减 75 亿欧元，2024 年底时完全停止 PEPP 再投资。此外，在新闻发布会中，欧央行行长拉加德就市场关注的降息开始时间表示“我们目前根本没有讨论降息”，带来市场宽松预期边际减弱。

在经济展望中，欧央行下调了 2023、2024 年 GDP 增速和通胀预测。①经济预测方面，12 月，欧央行对 2023、2024 年实际 GDP 增速预测分别为 0.6%（9 月预测为 0.7%）、0.8%（9 月预测为 1%）。下调的原因主要是：“2023 年三季度经济数据疲软且经济状况恶化。最近更多的负面结果以及出口前瞻指标显示 2023-2025 年净出口倾向下行。”②通胀预测方面，12 月，欧央行对 2023、2024 年 HICP 同比预测分别为 5.4%（9 月预测值为 5.6%）、2.7%（9 月预测为 3.2%）。下调的原因主要是能源价格意外下行。

日央行在 12 月 19 日召开的货币政策会议上选择按兵不动，维持负利率和收益率曲线控制政策不变。在新闻发布会中，日央行长植田和男对于退出负利率的表态较为谨慎：“还需要看看工资-通胀的良性循环是否会加强。”暗示日央行倾向等待更多数据以确认通胀趋势，

负利率调整的观察窗口可能推后，明年 1 月调整的概率降低，4 月“春斗”工资谈判结果出炉，可能是个重要观察节点。

2. 美元指数延续偏弱态势；主要非美货币兑美元升值；CFETS 指数下跌

近期美元指数延续偏弱态势。12 月下半月以来，由于 FOMC 会议整体释放偏鸽信号，市场降息预期明显升温，美元指数走弱，截至 12 月 26 日累计下跌 1.4%，叠加欧央行表态相对偏鹰，支撑欧元走强，欧元兑美元累计升值 1.5%。

在外部美元偏弱运行背景下，人民币兑美元震荡偏强。美元兑人民币中间价下行至 7.11 以下，7.10 附近徘徊，即期汇率也降至 7.15 以下。但与其他非美货币相比，人民币兑美元升值幅度略低，带来 CFETS 一篮子汇率微贬。12 月以来，截至 12 月 22 日，CFETS 下跌 0.7% 至 97.88。

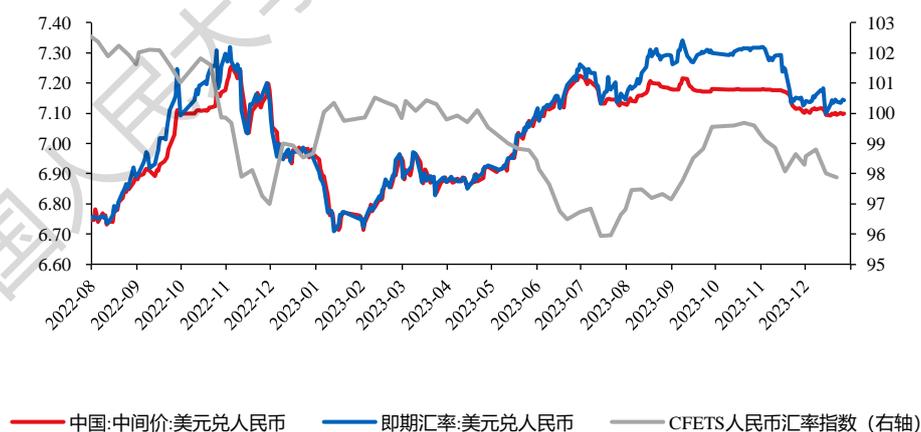


图 1: 近期人民币兑美元震荡偏强，CFETS 下跌

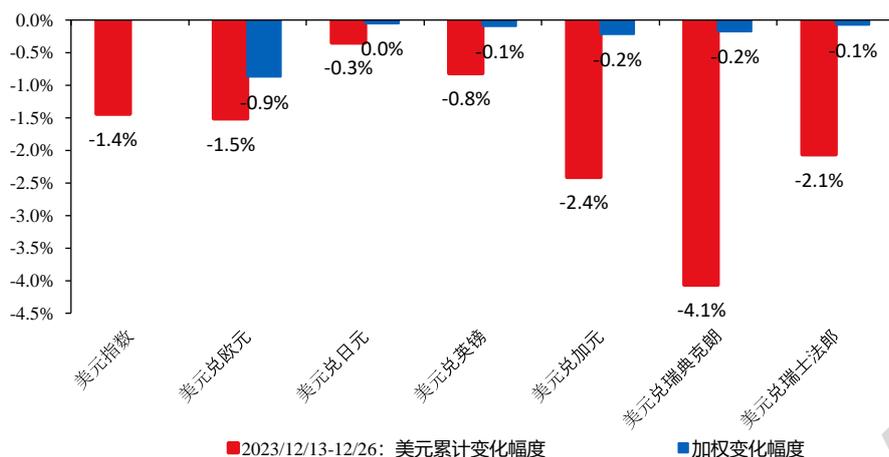


图 2: 近期美元指数走弱

3. 全球贸易：价的因素可能仍偏弱

近期全球贸易需求反弹可能有限，价的因素或仍偏弱。一是，11月全球制造业 PMI 回升至 49.3，仍在荣枯线以下，制造业依然处于萎缩状态，前值 48.8。二是，全球贸易价格的跟踪指标 RJ/CRB 商品价格指数，12 月前 26 日均值较 11 月大幅下滑 4%，同比下降 3.1%，价的因素可能构成较大拖累。三是，全球贸易的领先指标韩国出口，12 月前 20 天同比增速有所反弹，较上个月回升 10.9 个百分点至 13%，部分原因在于基数效应，可能也反映全球半导体周期趋向触底反弹。

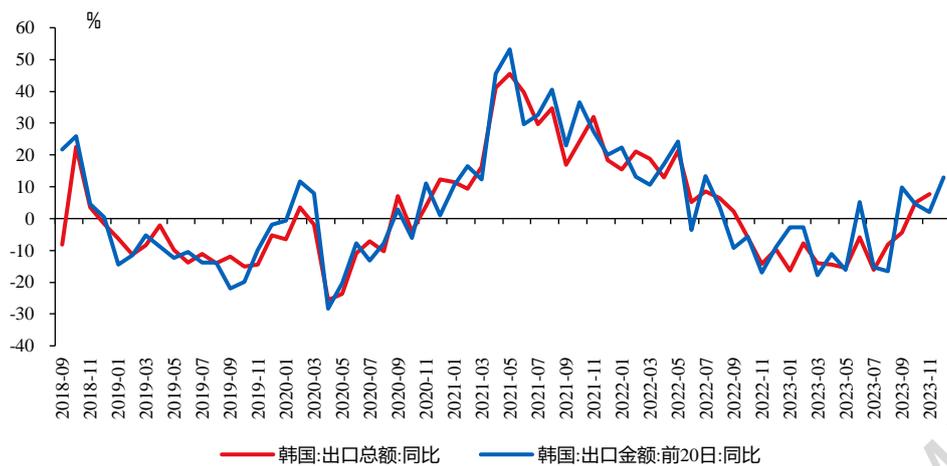


图 3: 12 月前 20 天, 韩国出口同比大幅回升至 13%



图 4: 12 月前 26 天, RJ/CRB 商品价格指数均值环比下降 4%至

264.9

（二）国内宏观²

1. 经济数据追踪：经济运行延续平稳，供给端恢复向好

11 月经济运行延续平稳态势，供给端恢复向好，需求端动能偏弱。在去年同期基数明显下沉的背景下，工业生产和消费表现较强，投资保持稳定，通胀延续低位。

生产方面，11 月工业增加值增长超预期。在去年低基数效应和稳增长政策发力的双重推动下，11 月工业增加值同比增长 6.6%，高于前值 4.6%；季调环比增长 0.87%，高于前值 0.39%。分行业看，制造业表现强劲，汽车制造业增速大幅提升至 20.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增速提升 5.8 个百分点至 10.6%。

投资方面，固定资产投资保持稳定。1-11 月固定资产投资累计同比增长 2.9%，持平前值。其中，广义基建、制造业、房地产投资累计同比增速分别为 8.0%、6.3%和-9.4%，前值分别为 8.3%、6.2%和-9.3%，基建投资增速继续小幅回落，制造业投资增速小幅增长，地产投资环比降幅收窄。

消费方面，低基数效应下社零同比增速大幅上升。11 月社会消费品零售总额同比增速较上月提升 2.5 个百分点至 10.1%，环比季调降 0.06%，商品和餐饮同比增速分别为 8.0%和 25.8%，餐饮收入恢复势头仍强劲，商品零售恢复相对偏弱。

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

出口方面，11月出口当月同比增长0.5%，略超预期。出口商品上看，服装、箱包等劳动密集型产品、家用耐用消费品和机电产品对起正向拉动作用；汽车由于基数因素，增速有所放缓。出口区域上看，欧盟出口同比增速有所下降，对其他区域有不同程度的回升。

价格方面，11月CPI、PPI降幅扩大。11月CPI同比-0.5%，低于前值和预期，主要受到食品和能源价格波动下行影响，剔除食品和能源的核心CPI同比持平前值0.6%。11月PPI同比降幅扩大0.4个百分点至-3.0%，环比由0%降至-0.3%，采掘、加工工业、食品类为主要拖累项。

2. 中央经济工作会议定调明年经济工作

中央经济工作会议12月11日至12日在京举行，全面总结2023年经济工作，深刻分析当前经济形势，系统部署2024年经济工作。

会议指出我国当前经济几大问题，分别是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患较多、国内大循环存在堵点、外部环境复杂严峻，但经济长期向好的基本趋势没有改变。

对明年经济工作定调方面，明年要坚持“稳中求进，以进促稳，先立后破”，巩固和增强经济回升向好态势，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。积极的财政政策适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。会议部署明年九大重点工作，分别为科技创新与产业现代化、扩大内需、深化重点领域改革、扩大高水平对外开放、防范化解重点领域风险、三农工作、城乡融合区域协调

发展、生态文明建设和绿色低碳发展、保障和改善民生。整体上，经济工作定调高质量发展，强调经济内生增长。

3. 财政政策追踪：定调适度加力、提质增效

1-11月，全国一般公共预算收入、支出分别同比增长7.9%、4.9%，全国政府性基金预算收入、支出分别同比下降13.8%、13.3%，广义财政收入明显改善，政府性基金预算收入降幅放缓，土地财政下滑企稳。

财政政策方面，12月的中央经济工作会议定调，“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，并强调“提高资金效益和政策效果”，相较去年表述“加力提效”而言，明年或更加注重财政政策的落地质量和实施效果。“强化国家重大战略任务财力保障”，“重点支持科技创新和制造业发展”，或明确明年财政政策重点发力的方向，高技术制造业、装备制造业及基建投资仍将是明年国内投资的重要支撑。

4. 货币政策追踪：定调灵活适度、精准有效

11月新增社融2.45万亿，同比多增4663亿元，基本符合预期。政府债券仍是主要拉动项，同比多增4980亿元；企业债融资改善，同比多增726亿元，前值为-1235亿。11月新增人民币贷款1.09万亿元，同比少增1200亿元，企业中长期贷款为主要拖累。居民中长期贷款同比多增228亿元，增幅放缓，地产宽松政策效果回落；企业中长期贷款同比少增2907亿元，企业延续疲弱。11月M0、M1、M2同

比分别增长 10.4%、1.3%、10.0%，M0 较上月增幅扩大，M1、M2 小幅回落；M2-M1 增速剪刀差扩大 0.3 个百分点至 8.7%，资金活化意愿仍较弱。当前信贷数据特征和经济动能边际放缓，政策宽松的必要性进一步增强。

12 月 21 日起，多家国有大行宣布调整人民币存款挂牌利率，不同期限的定期存款及大额存单利率下调 10BP-25BP 不等，股份制银行随后跟进。在银行净息差持续压缩的背景下，商业银行下调存款利率可一定程度缓解净息差压力，或为资产端利率下降创造一定空间。

货币政策方面，12 月的中央经济工作会议强调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，相较去年“精准有力”的表述，货币政策对总量政策的诉求下降，对结构调整和政策协同配合的诉求上升，更加强对效果的重视。社融与货币供应方面，会议提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，而此前均为“保持广义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”，经济增长目标和价格水平预期目标，意味着社融与货币量的社会预期管理将会更加定量、更加直接，在价格走弱时期，政策或加大发力来稳定物价走势。此外，会议提出“促进社会综合融资成本稳中有降”，在当前政策利率低于市场利率形势下，降息的空间并不大，更多的是打通政策利率向市场利率最终向社会融资成本的传递。明年货币政策或在积极配合财政政策、提升居民消费等方向发力。

5. 房地产市场及政策追踪：销售不及预期，一线城市政策再优化

11月，地产销售恢复效果不明显，竣工面积同比继续回暖，开发投资持续低迷，景气度小幅回升。生产方面，1-11月房地产开发投资累计同比-9.4%，前值-9.3%；全国房地产开发资金来源合计累计同比下降13.4%，降幅较上月收窄0.4个百分点；新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-21.2%、-7.2%、17.9%，前值分别为-23.2%、-7.3%、19.0%。销售方面，量价跌幅进一步扩大。1-11月销售面积、销售金额累计同比分别为-8.0%、-5.2%，但百城住宅指数同比由负转正，增长0.08%。11月国房景气指数上行0.02至93.42。当前整体销售恢复的动能依然较弱。

政策方面，中央金融工作会议强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”后，多部委召开企业座谈会落实相关举措，工行、农行、建行、交行、中信、兴业等多家商业银行与房企召开座谈会，就信贷、债券等融资渠道进行交流，加大融资支持，参会房企既有混合所有制企业，也有民营房企。12月的中央经济工作会议继续强调“坚决守住不发生系统性风险的底线”“积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展”。区域政策方面，11月14日，北京、上海先后宣布房地产政策进一步放松，包括优化普通住宅认定标准、下调首套房和二套房的首付比例等，进一步释放居民合理住房需求。北京普

通住宅认定单价显著上调，删除房屋总价上限；上海普通住宅认定剔除价格标准，且不再与房屋总价和地理位置挂钩。首付比例方面，北京将首套房首付比从原本的普宅 35%非普 40%下调为一概 30%，二套房首付比从原本的普宅 60%、非普 80%调整为城六区 50%、非城六区 40%；上海首套房首付比例从 35%下调至 30%，二套房首付比从普宅 50%非普 70%调整为市区 50%、外围 40%。除了放开限购以外，一线城市的房地产调控放松已基本到位，本轮房地产供给侧政策加码的效果仍待后续一段时间进一步观察，预计 2024 年企业端资金支持政策有望继续细化落实。

（三）商业银行³

1. 监管动态：金管局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》，央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》

（1）金管局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》

11月24日消息，为完善银行业金融机构国别风险管理体系，促进银行业平稳健康发展，金融监管总局对《银行业金融机构国别风险管理指引》进行了修订，形成了《银行业金融机构国别风险管理办法》。金融监管总局有关部门负责人表示，发布实施《办法》是完善我国商业银行国别风险管理制度的重要举措，有利于弥补监管制度短板、防范金融风险。下一步，金融监管总局将加强督促指导，做好《办法》

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

贯彻落实工作，引导银行业金融机构在国际化进程中提升竞争力、提高国别风险管理水平。

(2) 央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》

近日，央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》。办法要求估值机构应当始终保持客观中立，持续提升债券估值产品的公允性，建立清晰、规范、透明的数据使用标准和层级，所选用的数据能真实反映市场情况，强调市场波动较大的情况下应谨慎使用数据源并关注价格的可靠性。

2. 重大事件：LPR 维持不变，央行等八部门印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，央行发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，银行业协会发布《远程银行虚拟数字人应用报告》

(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 12 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。

(2) 央行等八部门印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》

11 月 27 日，央行等八部门近日联合印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，提出支持民营经济的 25 条具体

举措。通知明确金融服务民营企业目标和重点。总量上，通过制定民营企业年度服务目标、提高服务民营企业相关业务在绩效考核中的权重等，加大对民营企业的金融支持力度，逐步提升民营企业贷款占比。结构上，加大对科技创新、“专精特新”、绿色低碳、产业基础再造工程等重点领域以及民营中小微企业的支持力度。

(3) 央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》

11月27日，央行发布《2023年第三季度中国货币政策执行报告》。报告显示，今年以来货币政策精准施策、持续发力，为实体经济提供了更有力的支持。报告指出，稳健的货币政策要精准有力，更加注重做好跨周期和逆周期调节，充实货币政策工具箱，着力营造良好的货币金融环境。准确把握货币信贷供需规律和新特点，加强货币供应总量和结构双重调节。同时，报告对货币信贷“总量适度、节奏平稳”进一步展开论述。

(4) 银行业协会发布《远程银行虚拟数字人应用报告》

11月29日，中国银行业协会在第七届中国数字银行论坛发布《远程银行虚拟数字人应用报告》。报告全面展现了远程银行虚拟数字人应用成果。2023年已有11家客服中心与远程银行实现了虚拟数字人应用落地，其中包括：工商银行、建设银行、交通银行、邮储银行、光大银行、招商银行、浦发银行、民生银行、平安银行、杭州银行、长沙银行；5家银行正在筹建中。

3. 2023 年 11 月货币金融及社会融资数据分析

2023 年 11 月末，基础货币余额为 36.32 万亿元，全月增加 1.25 万亿元。其中，现金（货币发行）增加 1529 亿元，银行的存款准备金增加 1.05 万亿元，非金融机构存款增加 425 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 6647 亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币 5524 亿元，其他资产回笼基础货币 6 亿元。

11 月末的 M2 余额 291.2 万亿元，同比增长 10%，增速比上月末低 0.3 个百分点。按不含货基的老口径统计，11 月份 M2 增加约 3.18 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 1.05 万亿元，财政净支出等财政因素派生 M2 约 1.23 万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 1220 亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素派生 M2 约 9486 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 762 亿元。

表 1: 11 月 M2 增量的结构

余额增量结构 (单位：亿元人民币)		来源增量结构 (单位：亿元人民币)	
M0	1,660	外占	762
单位活期	-452	债券	-1,220
单位定期	3,605	贷款(加回核销和 ABS)	10,507
个人	9,044	财政净支出	12,284

非银	17,962	其他（非银、非标等）	9,486
合计	31,819	合计	31,819

11 月末，社会融资规模存量为 376.39 万亿元，同比增长 9.4%；社会融资规模增量为 2.45 万亿元，比上年同期多 4556 亿元。2023 年前十一个月社会融资规模增量累计为 33.65 万亿元，比上年同期多 2.79 万亿元。

表 2: 11 月社融结构

项目	当月增量 (亿元人民币)	月末存量 (万亿元人民币)	存量增速 (%)
人民币贷款	11,120	234.37	10.7
外币贷款（折合人民币）	-357	1.72	-16.7
委托贷款	-386	11.27	0.2
信托贷款	197	3.87	1.2
未贴现银行承兑汇票	203	2.67	-1.7
企业债券	1,330	31.48	-0.4
政府债券	11,512	68.86	14.9
非金融企业境内股票融资	359	11.38	8.4
存款类金融机构资产	-1,355	1.39	-30.7

支持证券			
贷款核销	742	8.37	13.6
社会融资规模增量	24,547	376.39	9.4

（四）资本市场⁴

1. 股市：权益市场延续震荡，周期行业相对占优

（1）市场回顾

12月，权益市场延续震荡行情，主要指数下跌。资金供给端，12月（截至12月22日，下同），融资业务余额1.59万亿元，较11月末增加0.01亿元；北向资金净流出315.96亿元，较上月大幅增加；新基金发行情绪回暖，新成立偏股型基金183.83亿份，较上月小幅改善。资金需求端，12月IPO规模108.69亿元，较上月有所增长；解禁2673.74亿元，大股东减持173.88亿元，均较上月有所增加。成交上，全A日均成交7994.59亿元，活跃度有所下降，11月为8845.45亿元。指数方面，12月上证指数下跌3.79%，深证成指和创业板指分别下跌5.2%、5.03%；12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18.4%、17.61%和0.0%分位数。

行业方面，本月多数行业收跌，周期行业相对占优。近20个交易日，中信一级行业指数中，煤炭领涨，涨幅3.11%；房地产领跌，

⁴ 撰写人：孙超（IMI研究员）

跌幅 11%；食品饮料、综合金融、建材、汽车等跌幅相对较大，超过 5%；电力及公用事业、纺织服装、有色、交运跌幅相对较小，均在 3% 内。近期部分地区煤炭生产和运输受降雪天气影响较大，寒冷天气提振用煤需求，煤炭板块景气预期改善。TMT 方面，12 月 22 日，国家新闻出版署发布《网络游戏管理办法（草案征求意见稿）》，提及网络游戏不得设置每日登录、首次充值、连续充值等诱导性奖励等，游戏、数字媒体等细分板块下跌较多。概念板块中，特斯拉发布二代人形机器人，或因使用 PEEK 材料后实现大幅减重，PEEK 材料广受关注，PEEK 材料概念板块领涨，近 20 个交易日涨幅达 22.21%。

（2）市场展望及配置建议

当前国内稳增长持续发力，美联储降息预期有所增强。国内方面，11 月经济数据显示基本面延续弱复苏，供给端恢复向好，需求端动能偏弱。在去年低基数背景下，工业生产和消费表现较强，投资保持稳定，通胀延续低位。12 月中央经济工作会议定调积极，要求“稳中求进、以进促稳、先立后破”，积极的财政政策要适度加力、提质增效，明年九大重点工作之首为科技创新与产业现代化，高端制造、机械设备有望成为明年财政重点支持领域。海外方面，美国三季度 GDP 终值由 5.2% 下修至 4.9%，三季度核心 PCE 物价指数由 2.3% 下调至 2%，市场降息预期增强。半导体、消费电子、家电、汽车及零部件等出口有望持续改善。

往后看，权益市场仍可保持乐观，关注经济基本面修复进程、海外美债利率趋势拐点。行业方面，建议关注：1) 随着年末节假日来临，短期可关注白酒、家电、食饮等消费板块。2) 温和复苏趋势下基本面有望先行改善的行业和海外景气度提升有望先行受益的出口链相关行业，如消费电子、家电、汽车及零部件等。3) 继续关注“三大工程”相关的消费建材、家居等地产链板块。

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，价格整体下行

流动性方面，12月资金面转松，资金价格整体下行。央行12月（截至12月22日，下同）净回笼3890亿元。其中，逆回购净回笼10990亿元，包括40540亿元的投放、51530亿元的到期；MLF净投放8000亿元，包括14500亿元的投放和6500亿元的到期；国库现金定存净回笼900亿。12月DR001、DR007的平均利率分别为1.64%、1.82%，较11月平均值分别下行12.51BP、15.7BP。

(2) 收益率先下后上，期限利差压缩

利率债方面，12月收益率短暂上行后持续向下，国债长端下行幅度略大于短端。12月（截至12月22日，下同），1年期国债到期收益率下行5.85BP至2.28%，10年期国债到期收益率下行7.75BP至2.59%；1年期国开债到期收益率下行9.58BP至2.41%，10年国开到期收益率下行3.21BP至2.73%。期限利差方面，12月期限利差继续

压缩，国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y 期限利差较上月底变动分别为-2.75BP、-3.89BP、-2.05BP。

收益率方面，12 月各等级、各期限中票收益率均下行，长端下行幅度大于短端。12 月，AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率较上月末分别下行 3.81BP、11.93BP、10.37BP 至 2.72%、2.82%、3.01%；AA+ 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率较上月末分别下行 3.65BP、15.93BP、14.87BP 至 2.82%、2.97%、3.22%。

信用利差方面，12 月信用利差整体走阔。12 月，1 年期 AAA、AA+ 中票信用利差相对上月末分别走阔 8.0BP、10.18BP 至 34.39BP、45.98BP；5 年期 AAA、AA+ 中票信用利差分别走阔 1.44BP、压缩 3.95BP 至 45.98BP、64.99BP。

(3) 市场展望及配置建议

12 月，收益率在短暂上行后持续向下。11 日至 12 日，中央经济工作会议定调明年经济工作主基调，无过多超预期政策。21 日起，多家国有大行和股份制银行先后宣布调降人民币存款挂牌利率，不同期限的定期存款及大额存单利率下调 10BP-25BP 不等，银行净息差压力有所缓释，为后续贷款利率下调提供了一定空间，受此影响，长债延续强势。

往后看，货币政策整体仍需发力配合积极政策，债市无大的调整风险。短期看，降准降息落地前，短端资产在资金面宽松预期中或迎

来修复。中期看，货币政策配合宽财政，资金面转松后利率仍有下行空间，关注超预期的增量地产刺激政策与宽信用政策。

策略上，当前收益率曲线仍平坦，短端资产性价比较高。品种上，存单仍具配置价值，可关注存单骑乘策略。短久期银行二永利差处相对高位，有一定吸引力。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，可关注中高等级城投拉久期策略。

二、宏观金融研究专题⁵： 商业银行贷款损失准备前瞻性研究——基于预期损失模型的新证据

（一）摘要

本文基于中国 160 家商业银行 2013—2020 年数据，研究预期损失模型的应用对银行业计提前瞻性的影响。2018 年预期损失模型应用以后，运用模型的非上市银行和城商行相对于未应用组的计提前瞻性显著提升，且应用效果在抗风险能力较弱的银行中表现更加突出。前瞻性提升有助于缓解银行的顺周期性风险，但在部分子样本中不显著。机制分析表明，使用预期损失模型的银行管理预期的视角从未来盈利转向未来损失，计提的信号传递动机因此下降。运用模型以前计提前瞻性较弱、信号传递动机较强的银行，运用以后表现出前瞻性显著提升与信号传递动机变弱。因此，银行体系的逆周期调节仍需多政策合力调控。

（二）引言

计提贷款损失准备是商业银行风险管理中的重要措施。2008 年全球金融危机以前，银行计提贷款损失遵循“已发生”原则，即对已有明确减值证据的贷款计提贷款损失准备。这一理念在 2008 年全球

⁵ 撰写人：中国人民大学财政金融学院博士研究生黄东霞；中国人民大学财政金融学院副教授邓凯骅。本文原载于《国际金融研究》2023 年第 11 期的《商业银行贷款损失准备前瞻性研究——基于预期损失模型的新证据》。原文链接：<https://doi.org/10.16475/j.cnki.1006-1029.2023.11.008>

金融危机期间暴露出了过度顺周期的缺陷，导致金融危机传播范围广泛且危害巨大（Huizinga & Laeven, 2012; Bischof et al., 2021）。鉴于此，国际会计准则理事会（IASB）在 2009 年提出“预期”概念，鼓励银行在估计贷款损失时考虑更多的前瞻性信息。相比“已发生损失”模型，“预期损失”模型的一个重要调整是提前了贷款减值的会计确认时点，不再以发生实质性减值事件作为判定贷款减值的条件，而是综合评估贷款质量未来可能会下降的潜在风险。财政部参考 IASB 于 2009 年提出的国际会计准则 IFRS9，于 2017 年 4 月发布了《关于印发修订〈企业会计准则第 22 号——金融工具的确认和计量〉的通知》，鼓励并要求我国商业银行分批次于 2018 年起将预期损失模型应用于信用资产减值的判断中。

国内外已有大量研究表明，商业银行经营具有顺周期性，会成为影响金融体系稳定的重要因素。经济繁荣时期，银行倾向于增加信贷供给，这会间接降低借款人的信用审批门槛；经济衰退时期，银行倾向于紧缩信贷供给，借款人的信用审批条件被抬高。这不仅会放大经济波动，还会加剧风险积累。作为逆周期调节重要组成的前瞻性风险管理，有助于熨平银行经营风险随经济周期的波动^①。因此，探讨预期损失模型能否提高银行计提前瞻性并推动风险管理的逆周期调节具有重要意义。

基于银行年报、新闻和政策说明资料，本文手工整理了 2013—2020 年期间中国 160 家商业银行关于预期损失模型的使用情况。实

证结果表明，使用预期损失模型后我国商业银行整体前瞻性显著提升，其中非上市银行和城商行计提前瞻性改善明显，且模型效果在抗风险能力较弱的银行中更加显著。此外，前瞻性提升有助于缓解银行风险的顺周期性，但在部分子样本中效果不显著。进一步分析发现，使用预期损失模型以后银行的预期管理视角从未来盈利向未来损失转变，计提的信号传递效果减弱，增强了银行经营风险的顺周期性。模型使用以前计提前瞻性较差、信号传递动机较强的银行，在模型使用以后表现出更显著的前瞻性提升与信号传递动机减弱。使用交错 DID 动态效应检验、更换研究样本、更换政策冲击时间、更换解释变量、安慰剂检验、增加控制变量等方式进行稳健性检验，结果均支持以上结论。

本文的主要贡献为：第一，本文对预期损失模型的应用效果进行了评估，对现有文献进行了补充。文章从多角度对实证结论的异质性、作用机制和稳健性进行分析，并提出有针对性的政策建议。第二，现有文献多是对计提前瞻性、顺周期性或计提动机的单独考察，不能对三者的关系进行研究。而本文通过研究预期损失模型的动态实施过程，发现计提动机会影响前瞻性风险管理的效果，并分析了其对周期性的影响。

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- Feb	23- Mar	23- Apr	23- May	23- Jun	23- July	23- Aug	23- Sept	23- Oct	23- Nov
CPI	同比	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5
PPI	同比	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0
制造业 PMI	指数	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4
工业增加值	累计增长	2.4	3.0	3.6	3.6	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3
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	-4.4
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	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	10.1
进出口总值	当期值同比	1.3	7.4	1.1	-6.2	-10.1	-13.6	-8.2	-6.2	-2.5	
M2	同比	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)	353.97	359.02	359.95	361.42	365.45	365.77	368.61	372.50	374.17	376.39
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	18121	38879	7188	13628	30495	3460	13580	23118	7384	10887

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.2323	2023 天府金融指数报告（简版）	IMI
IMI Report No.2322	揭秘人民币基础资产价格联动与风险传导机制	IMI
IMI Report No.2321	迈向绿色未来：经济金融的低碳转型之路	IMI
IMI Report No.2320	以供给侧改革夯实人民币国际化的经济基础	IMI
IMI Report No.2319	如何应对人民币国际化进程中的宏观金融风险？	IMI
IMI Report No.2318	资产配置与资本流动：我国银行国际化风险几何？	IMI
IMI Report No.2317	低碳时代：全球可持续浪潮下的人民币国际化	IMI
IMI Report No.2316	“一带一路”建设中的货币战略	IMI
IMI Report No.2315	碳市场与基建保障：低碳投资如何助力“一带一路”？	IMI
IMI Report No.2314	高惺惟：防范化解金融风险与金融高质量发展	IMI
IMI Report No.2313	IMI 宏观月度分析报告（第 79 期）	IMI
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



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