# IMI 宏观金融月度分析报告(第八十五期)

IMI





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

2024 年第 5 期 (总第 85 期)

- 海 外: 5 月 FOMC 维持利率不变,保护主义或影响全球贸易
- 宏 观: 经济内生动能持续修复,一揽子地产支持政策出台
- 机 构: 央行发布 2024 年第一季度中国货币政策执行报告
- <mark>■ 市 场:</mark>权益市场表现较低迷,债市收益率全面调降

本期推荐:《外汇宏观审慎政策与汇率风险敞口》

中国人民大学国际货币研究所

2024年5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

<b>—,</b>	国内	]外宏观金融形势分析	· 1 -
	(-)	海外宏观	- 1 -
	1.	5 月 FOMC 会议维持利率不变、放缓缩表速度; 欧央行 6 月降息	!"几
	无	争议";日央行关注汇率对通胀影响	- 1 -
	2.	美元指数回调;人民币中间价维持基本稳定;CFETS 微跌	- 2 -
	3.	风险:贸易保护主义或影响全球贸易	- 3 -
	4.	±13,53.5 (m)3,53.2 (m)3,53	- 4 -
	( <u>_</u> )	国内宏观	- 6 -
	1.		- 6 -
	2.		- 8 -
	3.	货币政策追踪:"精准有效"配合财政	- 9 -
	4.	房地产市场及政策追踪:一揽子地产支持政策出台	- 9 -
	(三)	货币银行	11 -
	1.	监管动态:央行就非银行支付机构监督管理条例实施细则征求意见	见,
	金	融监管总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》,	个
	人	住房公积金贷款利率及最低首付款比例调整	11 -
	2.	重大事件: LPR 维持不变,央行发布 2024 年第一季度中国货币	<b></b>
	执	行报告,金融监管总局要求银行业保险业做好金融"五篇大文章"-	13 -
	3.	2024年4月货币金融及社会融资数据分析	14 -
	(四)	资本市场	15 -
	1.	股市:权益市场较低迷	15 -
$\langle \rangle$	2.	债市:资金面边际收敛,短端收益率下行	17 -
Ξ,	宏	观金融研究专题: 外汇宏观审慎政策与汇率风险敞口 - 2	20 -
	(—)	摘要	20 -
	(二)	引言	20 -
Ξ,	主導	要经济金融数据	25 -



### 图表目录

冬	1: 人民币汇率指数近期微跌
冬	2: 美元指数指数趋弱,对篮子货币普跌3
冬	3: 4 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 50.35
冬	4:5月上半月,越南出口同比+27.8%5
	表格目录
表	1: 4 月 M2 增量的结构(单位: 亿元人民币)
表	2: 4 月社融结构15
<b>±</b>	2. 经这个酬粉提一些

## 一、国内外宏观金融形势分析

#### (一)海外宏观1

1. 5 月 FOMC 会议维持利率不变、放缓缩表速度; 欧央行 6 月 降息"几无争议"; 日央行关注汇率对通胀影响

5月 FOMC 会议如期维持利率不变,缩表速度放缓;鲍威尔立场中性。5月 FOMC 会议决议基本符合市场预期。美联储将目标利率继续维持在 5.25-5.5%不变;同时放缓缩表速度,将美国国债每月赎回上限从 600 亿美元缩减至 250 亿美元,MBS 每月赎回上限保持在 350 亿美元不变。新闻发布会上鲍威尔表态中性。他驳斥了市场的"滞涨"提法,并且给出后续利率演变的三条可能路径:降息(获得通胀持续降至 2%的更大信心)、降息(劳动力市场意外显著疲软)、维持更久高利率(通胀横盘波动和劳动力市场依然强劲)。

欧央行6月降息"几无争议",且预计后续还有降息,但可能利率不是连续调降。近期公布的4月会议纪要显示,成员普遍认为应该在6月会议前等待数据以确定物价前景。如果在6月会议之前收到的数据证实了3月预测中包含的中期通胀前景,那么委员会将有可能在6月会议上开始放松货币政策。结合近期欧央行官员讲话内容,大多数官员认为6月不会是全年单一的一次性降息。目前市场认为今年最多会有三次降息,或在6月之后降息两次,最有可能在9月和12月。

<sup>&</sup>lt;sup>1</sup> 撰写人: 张瑜(IMI 研究员)

日央行行长植田和男近期表示密切关注日元疲软对通胀的影响, 暗示日元的走势可能影响加息决策。4月会议后的新闻发布会中,植 田和男对日元走弱没有表示出明显的担忧,日元应声大贬。此后,在 与日本首相岸田会面后,植田口风有所转变,表示密切关注日元疲软 对通胀的影响,并暗示未来有可能多次加息,对日元形成一定支撑。

#### 2. 美元指数回调: 人民币中间价维持基本稳定: CFETS 微跌

5月伴随市场对美联储降息预期摆动,美元指数回调。5月1日至24日,美元指数累计下跌1.5%至104.7。背后主要是降息预期波动带来的美元回调,驱动因素有二:一是5月FOMC会后鲍威尔表态被市场解读为偏鸽,二是5月以来公布的经济数据(4月非农就业、一季度GDP)不及预期。

由于美元指数是因自身因素走弱,美元兑篮子货币普跌。其中,欧系货币由于近期公布的经济数据(如 PMI、一季度 GDP)偏强,相对美元表现最好。5月以来(5.1-24),美元兑英镑、美元兑欧元累计下跌 2%、1.7%。

5月,人民币对美元中间价基本保持稳定,人民币对其他非美货币微贬, CFETS 一篮子汇率走弱。5月前27天,人民币中间价继续维持稳定,在7.1附近窄幅波动,即期汇率维持在7.24附近。与其他非美货币相比,人民币兑美元几无升值,带来 CFETS 一篮子汇率趋弱,其最新读数为5月24日的99.76,相比月初累计跌0.7%。



图 1: 人民币汇率指数近期微跌

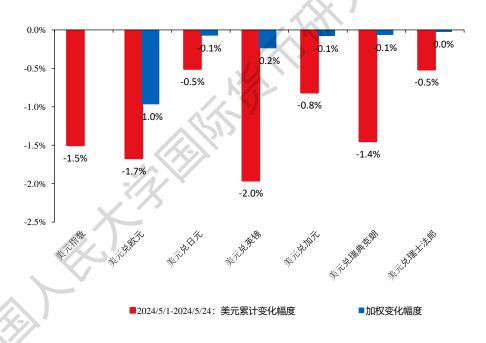


图 2: 美元指数指数趋弱,对篮子货币普跌

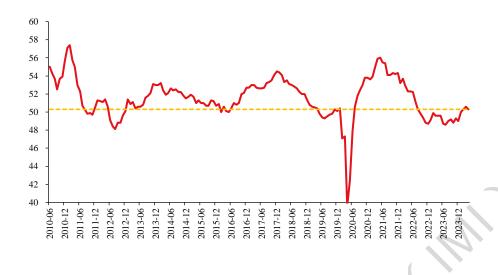
#### 3. 风险: 贸易保护主义或影响全球贸易

近期多国开启加征关税举措,贸易保护倾向边际加强,贸易壁垒 频筑,或影响全球经贸往来。如,4月20日,智利宣布未来6个月中国人民大学国际货币研究所(IMI) -3- http://www.imi.org.cn/

对从中国进口的钢球及用于制造钢球的钢条分别征收 33.5%和 24.9%的临时关税。4月22日,墨西哥宣布对 544个编码商品征收 5%-50%的临时进口关税,有效期 2年,涉及钢、铝、纺织品、服装、鞋类、木材、塑料及其制品等。4月底,巴西宣布将对 11 种钢铁产品进口关税提高至 25%,并引入进口配额制度,进口额超过配额的部分需缴纳 25%关税。政府计划于 6 月初公布具体的进口配额规定。5 月 14 日,美国白宫发布公告称,在现有 301 关税基础上,再对美从华进口的 180 亿美金商品加征关税。

#### 4. 全球贸易: 需求或延续回暖

全球贸易需求或延续回暖。主要是因为:其一,4月摩根大通全球制造业PMI维持荣枯线上,显示全球制造业景气继续扩张。其二,全球贸易"金丝雀"韩国出口5月前20天同比上涨1.5%,同比维持正增,其中半导体出口同比+52%,前值45.5%,保持高景气。其三,越南5月上半月出口同比+27.8%,4月上半月同比为13.5%。



━━ 全球:制造业PMI

图 3:4 月摩根大通全球制造业 PMI 录得 50.3

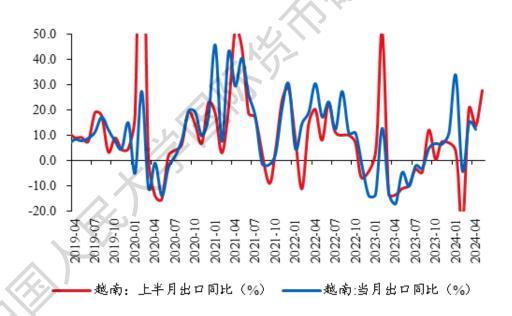


图 4:5 月上半月,越南出口同比+27.8%

#### (二) 国内宏观2

#### 1. 经济数据追踪: 经济延续回升向好

最新公布的 4 月宏观经济数据显示中国国民经济总体上延续回 升向好态势, 生产强于消费, 外需改善强于内需, 经济内生动能持续 修复。

生产方面, 低基数效应叠加生产回暖, 工业增加值增幅超预期。 4月,全国规模以上工业增加值同比增长6.7%,增幅较3月扩大2.2 个百分点。分项看,制造业、采矿业和电热水同比增速分别为7.5%、 2.0%、5.8%,增幅均扩大。高技术产业工业生产今年以来表现亮眼, 4月同比增长11.3%,增幅较3月扩大3.7个百分点。

固定资产投资边际回落,制造业为主要支撑。1-4 月,全国固定 资产投资累计同比增长 4.2%, 前值 4.5%。分门类看, 广义基建、制 造业、房地产投资累计同比增速分别为 7.8%、9.7%、-9.8%, 基建与 制造业投资增速小幅回落, 地产投资偏弱态势未改变。

消费方面, 高基数和假期错月影响下, 社零增速继续回落, 餐饮 消费好于商品零售。4月,社会消费品零售总额同比增长2.3%,前值 3.1%。分项看,商品、餐饮同比增速分别为 2.0%、4.4%,必选消费 品表现相对较好,通讯器材、体育娱乐、新能源汽车消费同比高增长。

出口超预期改善,显示外需仍具韧性。4月,出口金额同比增长 1.5%, 预期-0.5%, 前值-7.5%。结构方面, 机电产品和高新技术产品

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> 撰写人: 孙超(IMI 研究员)

增速由负转正,增速分别为 1.5%、3.1%,较前值分别提升 10.3%、5.8%;农产品、纺织及制品、箱包及类似容器、服装及衣着附件、玩具的出口跌幅收窄。出口区域方面,多个主要目的地的出口增速明显上行,其中对东盟出口增长 8.2%,较 3 月的增速提升了 14.4 个百分点;对欧美的出口增速也明显收窄。

价格方面, CPI 同比连续三个月保持正增长, PPI 同比降幅收窄。 4月 CPI 同比增长 0.3%, 预期 0.2%, 前值 0.1%, 主因基数走低带动 翘尾因素上升。分项看, 食品项和非食品项同比分别-2.7%、0.9%, 食品价格增速持平上月, 但猪价同比由负转正至 1.4%, 且表现好于 季节性。4月 PPI 同比-2.5%, 预期-2.3%, 前值-2.8%, 产能利用率较 低的国内煤炭、钢铁价格下行为主要拖累。

金融数据方面,4月新增社融转负。4月,全国新增社融-1987亿,同比少增14235亿元。结构方面,人民币贷款、政府债券、企业债券、未贴现银承分别同比少增1125亿、5532亿、2447亿、3141亿。一方面,政府债发行节奏放缓,拖累社融增速;另一方面,一季度央行货币政策执行强调信贷质量,信贷总量增速放缓并不意味着金融支持实体经济力度减弱。4月新增人民币贷款7300亿,同比多增112亿元,票据融资支撑下的企业部门表现强于居民部门。居民短期、中长期贷款分别同比少增2263亿元、510亿元,反映地产、居民消费仍偏弱。企业短期、中长期贷款同比少增3001亿元、2569亿元;票据贴现利率下行,票据融资同比多增7101亿,一定程度对企业短贷形成虹吸。



4月 M0、M1、M2 同比分别增长 10.8%、-1.4%、7.2%, 前值分别为 11.0%、1.1%、8.3%。M1 负增、M2 大幅回落, 或与停止银行"手工补息"有关。M2-M1 增速剪刀差走阔 1.4 个百分点至 8.6%, 资金活化意愿仍偏弱。

#### 2. 财政政策追踪: 坚持乘势而上

中共中央政治局 4 月 30 日召开会议,分析研究当前经济形势和经济工作,指出"经济实现良好开局",强调已经确定的宏观政策要"靠前发力有效落实"。财政政策方面,会议要求"要及早发行并用好超长期特别国债,加快专项债发行使用进度,保持必要的财政支出强度,确保基层'三保'按时足额支出。"扩内需方面,会议提到"落实好大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案",这是后续扩大内需的重要支点。此外,会议还提到"创造更多消费场景、深入推进以人为本的新型城镇化、实施好政府和社会资本合作新机制"。

超长期国债开启发行,财政发力提速。5月13日,李强总理在支持"两重"建设部署动员视频会议上指出,发行超长国债支持国家重大战略实施和重点领域安全能力建设"两重"领域。同日,财政部发布《2024年一般国债、超长期特别国债发行有关安排》,此次超长期特别国债涉及期限为20年、30年、50年,拟于5至11月分22次发行,平均每次发行规模约为455亿,整体供给较为均匀,对流动性的冲击或低于预期。首次发行时间为5月17日,6月、8月、10月发

行量相对较大。后续在财政发力的支撑下,基建投资增速将继续保持 在较高水平,一定程度对冲房地产下滑的影响。

#### 3. 货币政策追踪: "精准有效"配合财政

货币政策方面,4月政治局会议明确"要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具,加大对实体经济支持力度,降低社会综合融资成本。"相对此前表述,社会综合融资成本由"稳中有降"调整为"降低",同时也是近年来政治局会议首次直接提及利率和存款准备金率等货币政策工具,后续降息降准均值得期待。

5月10日,央行发布《2024年一季度货币政策执行报告》。《报告》认为"开局良好、回升向好是当前经济运行的基本特征和趋势",同时"我国经济发展也还存在一些挑战",与4月政治局会议一致。货币政策的总体定调依然是"灵活适度、精准有效"、"保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。"利率政策继续强调"畅通货币政策传导渠道,避免资金沉淀空转";汇率政策仍强调"坚决防范汇率超调风险"。报告新增"统筹研究消化存量房产和优化增量住房的政策措施",后续金融支持地产的政策力度或继续加码。

#### 4. 房地产市场及政策追踪:一揽子地产支持政策出台

数据层面,4月房地产景气度仍偏低迷,开发投资降幅扩大,销售量价均走弱。4月,国房景气指数92.02,前值92.07。投资方面,

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 9 - http://www.imi.org.cn/

1-4月房地产开发投资累计同比-9.8%,前值-9.5%,降幅进一步扩大;全国房地产开发资金来源累计同比-24.9%,前值-26.0%,在一揽子金融支持地产政策作用下降幅有所收窄。新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-24.6%、-10.8%、-20.4%,降幅全面收窄,前值分别为-27.8%、-11.1%、-20.7%。销售方面,1-4月销售面积、销售金额累计同比分别为-20.2%、-28.3%,前值分别为-19.4%、-27.6%,降幅再次走阔。价格方面,4月,70个大中城市新建商品住宅、二手住宅房屋销售价格指数当月同比分别-3.5%、-6.8%,降幅均走阔。

5月中旬,中央出台一揽子地产支持政策。全国切实做好保交房工作视频会议于5月17日召开,中共中央政治局委员、国务院副总理何立峰指出,商品房库存较多城市,政府可以需定购,酌情以合理价格收购部分商品房用作保障性住房。要继续做好房地产企业债务风险防范处置,扎实推进保障性住房建设、城中村改造和"平急两用"公共基础设施建设"三大工程"。

需求端政策方面: 1)取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限,各省级分行可按照因城施策原则,自主确定是否设定辖区内各城市商业性个人住房贷款利率下限及下限水平。2)降低住房贷款首付比例下限,首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%,二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。3)下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点,5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金



贷款利率分别调整为 2.35%和 2.85%, 5 年以下(含 5 年)和 5 年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于 2.775%和 3.325%。供给端政策方面:央行设立 3000 亿元保障性住房再贷款,利率 1.75%,期限 1 年且可展期 4 次。鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则,支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房,用作配售型或配租型保障性住房,预计将带动银行贷款 5000 亿元。

#### (三)货币银行3

1. 监管动态: 央行就非银行支付机构监督管理条例实施细则征求意见,金融监管总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》,个人住房公积金贷款利率及最低首付款比例调整

#### (1) 央行就非银行支付机构监督管理条例实施细则征求意见

4月22日,央行就《非银行支付机构监督管理条例实施细则(征求意见稿)》向社会公开征求意见。在支付业务规则方面,征求意见稿提出,一是规定储值账户运营、支付交易处理业务分别细分为 I 类、II 类,并明确新旧分类方式对应关系。二是对支付机构制度建设作出规定,要求支付机构应将监管要求全部纳入其公司制度。三是分段阶梯式设置支付机构净资产与备付金日均余额比例。四是明确用户资料和交易记录保管时限、收费调整要求等。

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 11 - http://www.imi.org.cn/

<sup>3</sup> 撰写人: 王剑(IMI研究员),王文姝(北京物资学院经济学院)

# (2)金融监管总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》

5月9日,国家金融监督管理总局发布《关于商业银行代理保险业务有关事项的通知》。金融监管总局表示,通知的实施,有利于更好发挥商业银行和保险公司的优势,促进双方长期深度合作,探索转型发展新路径;有利于拓宽商业银行和保险公司的合作范围,提升银行代理保险业务价值和消费者满意度;有利于丰富银行保险产品和服务,更好满足消费者多元化、多层次保障需求,切实维护消费者权益。

#### (3) 个人住房公积金贷款利率及最低首付款比例调整

5月17日,央行发布《关于下调个人住房公积金贷款利率的通知》,自2024年5月18日起,下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点,5年以下(含5年)和5年以上首套个人住房公积金贷款利率分别调整为2.35%和2.85%,5年以下(含5年)和5年以上第二套个人住房公积金贷款利率分别调整为不低于2.775%和3.325%。;发布《关于调整商业性个人住房贷款利率政策的通知》,取消全国层面首套住房和二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限;发布《关于调整个人住房贷款最低首付款比例政策的通知》,对于贷款购买商品住房的居民家庭,首套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于15%,二套住房商业性个人住房贷款最低首付款比例调整为不低于25%。



2. 重大事件: LPR 维持不变,央行发布 2024 年第一季度中国 货币政策执行报告,金融监管总局要求银行业保险业做好金融 "五篇大文章"

#### (1) LPR 维持不变

央行授权全国银行间同业拆借中心公布,2024年5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3.95%,均与上一期持平。

#### (2) 央行发布 2024 年第一季度中国货币政策执行报告

5月10日,央行发布2024年第一季度中国货币政策执行报告。报告提出,稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系,引导信贷合理增长、均衡投放,保持流动性合理充裕,保持社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配。把维护价格稳定、推动价格温和回升作为把握货币政策的重要考量,加强政策协调配合,保持物价在合理水平。持续深化利率市场化改革,发挥贷款市场报价利率改革和存款利率市场化调整机制作用,推动企业融资和居民信贷成本稳中有降。

#### (3) 金融监管总局要求银行业保险业做好金融"五篇大文章"

5月9日,国家金融监督管理总局发布《关于银行业保险业做好 金融"五篇大文章"的指导意见》,从优化金融产品和服务、发挥银 行保险机构职能优势、完善银行保险机构组织管理体系、做好监管支持等方面对做好金融"五篇大文章"提出明确要求。

#### 3. 2024年4月货币金融及社会融资数据分析

2024 年 4 月末,基础货币余额为 36.28 万亿元,全月减少 8174 亿元。其中,现金(货币发行)减少 549 亿元,银行的存款准备金减少 7533 亿元,非金融机构存款减少 92 亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 8294 亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币 1595 亿元,其他资产回笼基础货币 1724 亿元。

4月末的 M2 余额 301.19 万亿元,同比增长 7.2%。按不含货基的老口径统计,4月份 M2 减少约 4万亿元。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 1902 亿元,财政净支出等财政因素派生 M2 约 888 亿元;银行自营购买企业债券派生 M2 约 608 亿元,银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 4.3 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 231 亿元。

表 1:4月 M2 增量的结构(单位:亿元人民币)

余额增量结构	1	来源增量结构				
M0	100	外占	-231			
单位活期	-25,843	债券	608			
单位定期	5,852	贷款(加回核销和 ABS)	1,902			
个人	-18,624	财政净支出	888			
非银	-1,745	其他(非银、非标等)	-43,427			
合计	-40,260	合计	-40,260			

4月末,社会融资规模存量为389.93万亿元,同比增长8.3%; 2024年前四个月社会融资规模增量累计为12.73万亿元,比上年同期少3.04万亿元。

月末存量 当月增量(亿 项目 (万亿元人 存量增速(%) 元人民币) 民币) 人民币贷款 9.1 3,349 244.92 外币贷款 (折合人民币) -4.2 -310 1.78 委托贷款 89 11.18 -1.3 信托贷款 142 4.12 9.7 未贴现银行承兑汇票 2.59 -4,488 -13.8 企业债券 1,707 0.9 31.78 政府债券 -937 71.06 13.7 非金融企业境内股票融 186 11.53 5.2 存款类金融机构资产支 -1,967 1.06 -43.3 持证券 贷款核销 520 8.92 15.1 社会融资规模增量 -720 389.93 8.3

表 2:4 月社融结构

#### (四)资本市场4

1. 股市:权益市场较低迷

#### (1) 市场回顾

5月,权益市场表现较低迷。指数层面,5月(截至5月24日,下同),上证指数跌0.51%,深证成指跌1.70%,创业板指跌2.14%。5月24日,上证指数、深证成指和创业板指的PE估值分别位于近10

<sup>4</sup> 撰写人: 孙超 (IMI 研究员)

年的 49%、22%和 4%分位数。5 月成交活跃度回落,全 A 日均成交额 8849.2 亿元,4 月为 9162.8 亿元。资金方面,5 月北向资金净流入144.4 亿元;5 月 23 日,融资业务余额 1.50 万亿元,较上月末增加247 亿元。

行业方面,地产大幅领涨,反应一揽子地产政策带来较强预期。近 20 个交易日,中信一级行业指数中,房地产领涨,涨幅 21.81%;农林牧渔(+8.62%)、建材(+7.02%)、轻工制造(+5.61%)涨幅靠前;传媒领跌,跌幅 1.15%;综合金融(-0.9%)、汽车(-0.87%)、石油石化(-0.35%)跌幅靠前。Wind 热门概念指数中,房地产领涨,涨幅为 28.43%;高速铜连接(+20.28%)、水电(+19.07%)、鸡产业(17.99%)涨幅居前;ST 板块领跌,跌幅 9.89%;抖音平台(-4.16%)、锂电电解液(-3.75%)、IGBT(-3.57%)跌幅相对较大。风格方面,大盘指数(-0.28%)强于小盘指数(-2.64%),上证 50(+0.41%)强于创业板指(-2.14%)。

#### (2) 市场展望及配置建议

4月经济数据显示结构化特征趋势延续,工业生产超预期,出口表现亮眼,消费不及预期,固定资产投资边际回落,房地产关键数据指标偏弱。4月政治局会议强调财政政策要"靠前发力有效落实",超长期国债开启发行,有利于加快政府投资,同时拉动民间配套投资,推升实物工作量。5月中旬,中央出台近年来力度最大的一揽子地产支持政策,包括降低首套和二套房贷最低首付款比例,取消全国层面

首套、二套住房商业性个人住房贷款利率政策下限,下调个人住房公积金贷款利率,设立 3000 亿元保障性住房再贷款支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房等方面。本轮地产政策将较大程度助于缓解下行风险、托底经济预期,市场情绪面较为乐观,地产板块大幅上涨。

往后看,海外降息周期开启、国内政策组合发力,地产筑底修复与经济回升预期逐渐增强。在整体估值处于历史低位的背景下,A股权益市场有望继续向好。板块方面,短期建议关注地产及其后周期产业链,如建材、轻工、家电,长期继续关注 AI 大模型、人形机器人、商业航天、生命科学、新材料等"新质生产力"相关赛道。个股方面,建议优先关注 ROE 较高、现金流稳定、股息率较高的企业。

#### 2. 债市: 资金面边际收敛, 短端收益率下行

#### (1) 资金面边际收敛,资金价格先下后上

流动性方面,5月央行延续净回笼,资金面边际收敛,资金价格中枢小幅下移。央行5月(截至5月24日,下同)净回笼3700亿元。其中,逆回购净回笼4400亿元,包括320亿元的投放、4720亿元的到期;MLF到期与投放均为1250亿元,净投放为0;国库现金定存投放700亿元,无到期回笼。资金价格方面,5月资金价格中枢下行,DR001、DR007的平均利率分别为1.75%、1.83,较4月平均值分别下行1.25BP、4.10BP。

#### (2) 短端收益率下行, 期限利差走阔

收益率方面, 5 月利率债收益率多数下行, 短端下行幅度较大。 5 月(截至 5 月 24 日, 下同),1 年期国债到期收益率下行 5.53BP 至 1.64%, 10 年期国债到期收益率上行 1.06BP 至 2.31%; 1 年期国开债到期收益率下行 8.78BP 至 1.8%, 10 年国开到期收益率下行 1.98BP 至 2.38%。

信用债方面, 5 月各等级、各期限中票收益率较大幅度下行。4 月, AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相较 4 月底分别下行 8.71BP、11.72BP、11.61BP 至 2.06%、2.27%、2.41%; AA+中票 1 年 期、3 年期、5 年期收益率相较 4 月底分别下行 8.71BP、13.72BP、 13.61BP 至 2.16%、2.37%、2.51%。

利差方面,5月长久期信用利差压缩,期限利差走阔。5月,1年期 AAA、AA+中票信用利差相对上月末分别走阔 0.07BP、0.07BP 至 25.57BP、35.57BP;5年期 AAA、AA+中票信用利差分别压缩 8.49BP、10.49BP 至 25.53BP、35.53BP。5月,国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y期限利差分别相较上月底走阔 1.47BP、0.29BP、6.59BP。

#### (3) 市场展望及配置建议

4月经济数据显示经济总体上延续回升向好,外需改善强于内需, 生产强于消费,经济内生动能持续修复。4月中共中央政治局会议明 确提出"要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具,加大对实体经 济支持力度,降低社会综合融资成本",直接提及利率和存款准备金

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 18 - http://www.imi.org.cn/



率等货币政策工具,推升市场降息降准期待值。5月中旬,特别国债 发行计划落地,平滑发行而非集中发行减弱对流动性的冲击。

往后看,在经济平稳修复、货币配合财政发力和降低社会综合融资成本大背景下,利率中枢向下的长期趋势未变,短期或呈现震荡。政府债券发行提速,资产荒或将缓和,长期国债利率或将阶段性从低位回升,重点关注债券供给节奏与资金利率中枢。策略上,震荡行情下的久期策略波动加大,票息策略或继续占优。品种上,化债大背景下,城投债短期内风险可控;产业债可挖掘政策提振和景气处在修复通道上的国企;权益市场情绪回暖,可转债仍具一定配置价值,可继续关注转债价格涨幅大幅落后于正股股价涨幅的标的。

# 二、宏观金融研究专题<sup>5</sup>: 外汇宏观审慎政策与汇率风险敞口

#### (一) 摘要

本文构建了微观企业在银行和市场之间进行本外币贷款的决策模型,采用 2010 年第三季度至 2023 年第二季度中国 A 股上市银行和公司的财务数据,检验并探讨了外汇宏观审慎政策对银行和企业汇率风险敞口的影响机制。研究发现,外汇宏观审慎政策总体上收紧将降低银行和企业的汇率风险敞口。相较于企业,银行的汇率风险敞口下降幅度更大。异质性结果表明,外汇宏观审慎政策收紧显著降低了重要商业银行、国有企业和高外部融资依赖企业的汇率风险。进一步研究表明,外汇宏观审慎政策主要通过信贷渠道影响企业的汇率风险敞口。当外汇宏观审慎政策主要通过信贷渠道影响企业的汇率风险敞口下降更多。本文有助于理解外汇宏观审慎政策对银行和企业汇率风险的影响机制,同时为其他新兴经济体实施外汇宏观审慎政策提供了政策启示。

### (二) 引言

2023 年以来,受美联储加息、地缘政治冲突等多种因素影响,人 民币汇率出现了较大幅度的波动。为了维护外汇市场的稳定,中国采

<sup>&</sup>lt;sup>5</sup> 撰写人:何青,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,博士生导师;王偲竹,中国人民大学财政金融学院博士研究生;刘尔卓,首都经济贸易大学财政税务学院讲师。本文原载于《中国工业经济》2024年第3期《外汇宏观审慎政策与汇率风险敞口》。原文链接:https://ciejournal.ajcass.com/Magazine/show/?id=90304



用了一系列外汇宏观审慎政策工具,并取得较好成效。2023 年 7 月 20 日,中国人民银行(简称央行)和国家外汇管理局联合上调了跨境融资宏观审慎调节参数,有效引导了跨境资本的流动,促进了人民币汇率的双向波动和动态均衡。2023 年 9 月 1 日,央行再次动用外汇宏观审慎政策工具,下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点,释放银行体系的外汇流动性。由此可见,外汇宏观审慎政策已成为保持中国外汇市场稳定的重要工具。2023 年 10 月,中央金融工作会议明确指出,加强外汇市场管理,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。央行行长潘功胜在 2023 年 11 月金融街论坛年会上指出,要完善货币政策和宏观审慎政策"双支柱"调控框架,维护外汇市场的稳定运行,保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

事实上,随着中国外汇领域市场化改革的不断推进,银行和企业逐步成为承担汇率风险的主体,汇率风险成为影响银行和企业日常经营的重要因素(He et al. 2021;何青和刘尔卓,2022;张策等,2023)。中国外汇市场宏观审慎政策工具逐渐丰富,外汇宏观审慎政策日益成稳定外汇市场的重要工具发挥作用。这些政策工具如何影响中国微观主体的汇率风险?对金融机构和微观企业的政策传导和汇率风险影响有何差异性?厘清这些问题,对于进一步完善外汇宏观审慎政策,引导金融机构和企业管理汇率风险,维护中国外汇市场的稳定运行至关重要。目前,鲜有研究对相关问题进行较为深人的探讨。



对于新兴经济体而言,跨境资本流动在促进本国就业和经济增长的同时,也可能增加金融体系应对外部冲击的脆弱性。由于传统的微观审慎监管工具不足以保证金融体系的稳定性,越来越多的新兴经济体采用外汇宏观审慎政策来稳定外汇市场,应对跨境资本流动的不利冲击(Beire and Friedrich,2017)。然而,既有研究对外汇宏观审慎政策影响微观主体汇率风险的关注相对较少,对其传导机制的探讨更显不足,目前仅有 Ahnert et al. (2021)基于跨国层面数据评估了外汇宏观审慎政策工具对银行和企业汇率风险的影响。与其他新兴经济体相比,中国在应对外部冲击中积累了丰富的经验,积极采用外汇市场宏观审慎政策管理跨境资本流动,提升金融市场的韧性。理解中国外汇宏观审慎政策对微观部门汇率风险的影响和传导机制,不仅有助于丰富中国从宏观上管理汇率风险的经验,也为新兴经济体合理利用外汇宏观审慎政策管理风险提供了有益参考。

考虑到外汇宏观审慎政策如何异质性地影响银行和企业的汇率风险尚不明晰,本文基于 Ahnert et al. (2021) 的框架,构建了微观企业在银行和市场之间进行本外币贷款的决策模型,研究了外汇宏观审慎政策如何影响中国银行和企业的汇率风险敞口,以及政策作用下汇率风险在银行和企业之间的传导方式。理论模型分析表明,外汇宏观审慎政策收紧促使银行提高外币贷款利率,收紧外汇信贷,降低了其因外汇资产负债错配导致的汇率风险,从而减少了银行的汇率风险敞口。同时,企业外币贷款需求受到抑制,外汇借款减少,微观企业的



汇率风险敞口随之下降。这是外汇宏观审慎政策降低银行和企业汇率 风险的直接渠道。另外,随着外汇宏观审慎政策进一步收紧,虽然银行减少了外币贷款,但是部分企业仍能从市场投资者获取外币借款。 因此,企业的外币借款受到外汇宏观审慎政策收紧的影响较小,企业的汇率风险敞口下降幅度低于银行的下降幅度。进一步地,本文在基准模型中加入贷款依赖度探讨外汇宏观审慎政策的信贷传导机制 (Rajan,1992)。①结果显示,对于银行贷款依赖度更高的企业,当外汇宏观审慎政策收紧时,外币信贷供给压缩,银行更容易凭借自身的信息优势针对性地向这类企业收取更高的外币贷款利率,进而使高贷款依赖度企业的外币贷款规模和汇率风险敞口出现更大幅度下降。

为了验证模型的相关推论,本文在总结中国外汇宏观审慎政策基础上构建了中国外汇宏观审慎政策指数,使用 2010 年第三季度至2023 年第二季度的中国 A 股上市公司和银行数据,检验了外汇宏观审慎政策对银行和企业汇率风险敞口的影响。实证结果表明,外汇宏观审慎政策收紧会降低银行和企业的汇率风险,但银行汇率风险下降更多。异质性结果表明,外汇宏观审慎政策收紧时,国有大行和股份制银行,国有企业以及高外部融资依赖公司的汇率风险敞口下降幅度更为明显。影响机制结果表明,外汇宏观审慎政策收紧限制了银行的外币贷款规模,从而降低了银行层面的汇率风险敞口,而银行贷款依赖度更高的企业汇率风险下降更多。这表明,外汇宏观审慎政策通过银行信贷渠道影响了企业汇率风险,银行贷款依赖度越高的企业的汇



率风险下降越大,银行贷款依赖度越低的企业仍能从市场投资者中获得外汇借款,因而汇率风险下降幅度较小。

本文的边际贡献包括:①基于微观企业在银行和市场间的本外币贷款决策模型,从理论上刻画了外汇宏观审慎政策对中国银行和企业汇率风险敞口的影响,并构建了中国外汇宏观审慎政策指数,实证检验了理论模型。②系统分析了汇率风险对企业汇率风险敞口的作用机制,有助于进一步完善外汇宏观审慎政策。③对于相关政策的制定具有重要的参考意义。异质性结果表明,外汇宏观审慎政策对企业和银行汇率风险敞口的影响程度不同。这说明外币贷款渠道之外,企业因使用外币债券等其他外币融资手段而产生的汇率风险敞口同样应受到监管层面的关注。随着中国资本市场的进一步开放,为了更好地落实高水平对外开放的具体要求,未来外汇宏观审慎政策需要将银行和非银行金融机构统一纳人宏观审慎的监管框架之中。



# 三、主要经济金融数据<sup>6</sup>

表 3: 经济金融数据一览

指标名称	类别	23- July	23- Aug	23- Sept	23- Oct	23- Nov	23- Dec	24- Jan	24- Feb	24- Mar	24- Apr
CPI	同比	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3
PPI	同比	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5
制 造 业 PMI	指数	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4
工业增加 值	累 计增长	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	4.6		7.0	6.1	6.3
工业企业 利润总额	累 计同比	-15.5	-11.7	-9.0	-7.8	-4.4	-2.3		10.2	4.3	4.3
固定资产 投资完成 额	累计同比	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0		4.2	4.5	4.2
社会消费 品零售总	同比	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4			3.1	2.3
进出口总值	当值比	-13.6	-8.2	-6.2	-2.5	0.0	1.4	11.1	-1.1	-5.1	4.4
M2	同比	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2
社会融资规模	存 量 (万 亿元)	365.77	368.61	372.50	374.17	376.39	378.09	384.32	385.71	390.32	389.93
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	3460	13580	23118	7384	10887	11709	49143	14556	30889	7325

<sup>&</sup>lt;sup>6</sup> 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、中央银行监管动态与货币市场分析和资本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.2407	IMI 宏观月度分析报告(第 85 期)	IMI
IMI Report No.2406	IMI 宏观月度分析报告(第 84 期)	IMI
IMI Report No.2405	IMI 宏观月度分析报告(第83期)	IMI
IMI Report No.2404	中国财富管理能力评价报告 (2023)	IMI
IMI Report No.2403	IMI 宏观月度分析报告(第82期)	IMI
IMI Report No.2402	IMI 宏观月度分析报告(第81期)	IMI
IMI Report No.2401	IMI 宏观月度分析报告(第 80 期)	IMI
IMI Report No.2324	2023 天府金融指数报告(简版)	IMI
IMI Report No.2323	揭秘人民币基础资产价格联动与风险传导机制	IMI
IMI Report No.2322	迈向绿色未来: 经济金融的低碳转型之路	IMI
IMI Report No.2321	以供给侧改革夯实人民币国际化的经济基础	IMI
IMI Report No.2320	如何应对人民币国际化进程中的宏观金融风险?	IMI
IMI Report No.2319	资产配置与资本流动: 我国银行国际化风险几何?	IMI
IMI Report No.2318	低碳时代:全球可持续浪潮下的人民币国际化	IMI
IMI Report No.2317	"一带一路"建设中的货币战略	IMI
IMI Report No.2316	碳市场与基建保障:低碳投资如何助力"一带一路"?	IMI
IMI Report No.2315	高惺惟: 防范化解金融风险与金融高质量发展	IMI
IMI Report No.2314	IMI 宏观月度分析报告(第 79 期)	IMI
IMI Report No.2313	IMI 宏观月度分析报告(第 78 期)	IMI
IMI Report No.2312	IMI 宏观月度分析报告(第 77 期)	IMI
IMI Report No.2311	IMI 宏观月度分析报告(第 76 期)	IMI
IMI Report No.2310	IMI 宏观月度分析报告(第75期)	IMI
IMI Report No.2309	IMI 宏观月度分析报告(第 74 期)	IMI
IMI Report No.2308	中国财富管理能力评价报告 (2023 上)	IMI
IMI Report No.2307	IMI 宏观月度分析报告(第73期)	IMI
IMI Report No.2306	IMI 宏观月度分析报告(第72期)	IMI
IMI Report No.2305	IMI 宏观月度分析报告(第71期)	IMI
IMI Report No.2304	IMI 宏观月度分析报告(第70期)	IMI
IMI Report No.2303	中国财富管理能力评价报告(2022)	IMI
IMI Report No.2302	IMI 宏观月度分析报告(第 69 期)	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