

No. 2405

研究报告



IMI 宏观金融月度分析报告（第八十三期）

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

2024 年第 3 期（总第 83 期）

- 海 外：美欧央行维持利率不变，日央行退出负利率
- 宏 观：国内经济稳中向好，多项数据强于预期
- 机 构：央行研究部署五篇大文章下阶段工作
- 市 场：权益市场延续上涨，债市波动调整

本期推荐：《经济开放、金融开放与双支柱调控的政策工具组合研究》

中国人民大学国际货币研究所

2024 年 3 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. 美欧央行维持利率不变；日央行退出负利率.....	- 1 -
2. 近期美元指数走强，人民币顺势贬值；CFETS 小幅反弹.....	- 2 -
3. 全球贸易：需求景气或边际回升.....	- 4 -
(二) 国内宏观.....	- 5 -
1. 经济数据追踪：经济稳中向好，多项数据强于预期.....	- 5 -
2. 财政与货币政策追踪：重要会议定调 2024 年政策方向	- 7 -
3. 房地产市场及政策追踪：基本面仍较弱，政策延续积极.....	- 8 -
(三) 商业银行.....	- 9 -
1. 监管动态：央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，央行修订发布《征信投诉办理规程》	- 9 -
2. 重大事件：LPR 维持不变，央行召开会议研究部署做好五篇大文章下一阶段工作，央行：稳健的货币政策精准有力，支持经济持续回升向好....	10 -
3. 2024 年 2 月货币金融及社会融资数据分析	- 11 -
(四) 资本市场.....	- 13 -
1. 股市：权益市场延续上涨.....	- 13 -
2. 债市：资金面边际收敛，收益率先上后下.....	- 15 -
二、宏观金融研究专题：经济开放、金融开放与双支柱调控的政策工具组合研究	- 17 -
(一) 摘要.....	- 17 -
(二) 引言.....	- 18 -
三、主要经济金融数据	- 20 -

图表目录

图 1: 近日人民币汇率偏贬波动	- 3 -
图 2: 近日美元指数走强, 欧系货币领跌	- 3 -
图 3: 2 月摩根大通全球制造业 PMI 回升至 50.3	- 4 -
图 4: 3 月前 20 日, 韩国出口同比升至 11.2%	- 4 -

表格目录

表 1: 2 月 M2 余额增量的结构	- 12 -
表 2: 2 月 M2 社融结构	- 12 -
表 3: 经济金融数据一览	- 20 -

一、国内外宏观金融形势分析

（一）海外宏观¹

1. 美欧央行维持利率不变；日央行退出负利率

美联储 3 月议息会议维持政策利率区间在 5.25%-5.5% 不变，同时点阵图显示美联储对今年内降息次数指引仍为 3 次。但相比去年 12 月，对今年降息预测边际下修、分歧缩小，19 位成员中，此次预计今年降息四次及以上的人数只有 1 个，而去年 12 月有 5 个。

欧央行 3 月议息会议维持三大关键政策利率不变，对今年经济增速和通胀预测均遭下调。经济展望下调今年 GDP 增速预期至 0.6%，去年 12 月预计为 0.8%，同时上调 2026 年经济增速预期至 1.6%，此前预期为 1.5%。相当于预期经济复苏进程比原计划推迟。通胀展望中，对今明年 CPI 预测遭下调。今年 CPI 预期下调至 2.3%，去年 12 月预期为 2.7%，明年 CPI 预测下调至 2%，去年 12 月预测为 2.1%。

日央行退出超宽松政策框架，转为正常宽松，以短端政策利率作为主要政策调节工具。政策工具的调整具体包括：①退出负利率。将超额准备金利率定为 0.1%，引导无担保隔夜拆借利率在 0~0.1% 区间运行。相比于负利率政策期间无担保隔夜拆借利率在 -0.1%~0%，本次调整等同于加息 10bp。②撤销收益率曲线控制（YCC），继续实施国债购买，金额定为“与以前大致相同”，即每月为 6 万亿日元左右。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

③停购 ETF 和 J-REITs。④减购商业票据和企业债，并在大约一年内结束购买。⑤删去通胀超调承诺。日央行认为通胀超调承诺（“继续扩大基础货币，直至不含生鲜食品的 CPI 同比涨幅超过 2%并稳定保持在目标水平以上”）已经满足其实现条件。⑥对政策的前瞻指引修改为：“日央行将以 2%的物价稳定为目标，根据经济活动、物价和金融状况的变化，从持续稳定实现目标的角度出发，酌情实施货币政策，引导短期利率作为主要政策工具。同时，鉴于目前的经济活动和价格前景，日央行预计暂时将维持宽松的金融条件。”

2. 近期美元指数走强，人民币顺势贬值；CFETS 小幅反弹

最近几天美元指数急速攀升，重回 104 上方。3 月 1 日至 25 日，美元指数累计上涨 0.1%至 104.2，其中 21 日以来涨幅达 0.8%。背后主要是两大触发因素：一是欧系央行意外“放鸽”，包括 3 月 21 日瑞士央行意外降息、英央行表态偏鸽等。二是经济数据欧弱美强，3 月 21 日公布的美国成屋销量、PMI 等经济数据超预期，而欧元区 PMI 则不及预期。

美元指数拉升背景下，主要非美货币兑美元贬值，欧系货币贬值幅度相对较大，3 月 21 日至 25 日，瑞士法郎、英镑、瑞典克朗、欧元兑美元贬值幅度分别为 1.4%、1.2%、0.9%、0.8%。

人民币对美元也顺势贬值，但幅度小于其他货币，兑其他货币升值。3 月前 20 天，人民币汇率始终较为稳定，中间价维持在 7.09-7.1 区间，即期汇率在 7.19 附近波动。21 日夜盘美元指数拉升，在此压

力下，22 日当天人民币中间价突破 7.1，即期汇率上破 7.2，收盘价 7.23，创去年 11 月中旬以来新高，较前一日贬值幅度 0.4%。最近两天（24-25 日），人民币汇率趋稳，中间价重回 7.1 下方，即期汇率回落到 7.22。与其他非美货币相比，人民币兑美元贬值幅度相对较小，带来 CFETS 一篮子汇率走强。CFETS 最新读数 3 月 22 日为 99.3，相比一周前上涨 0.4%。

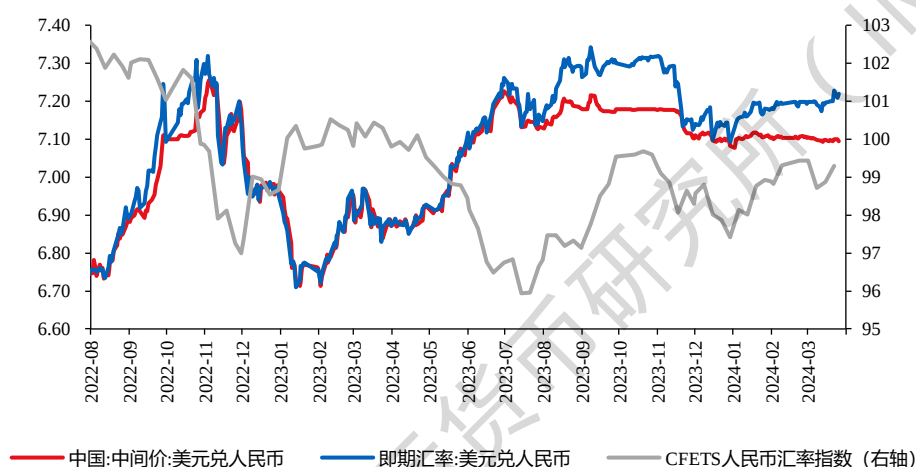


图 1：近日人民币汇率偏贬波动

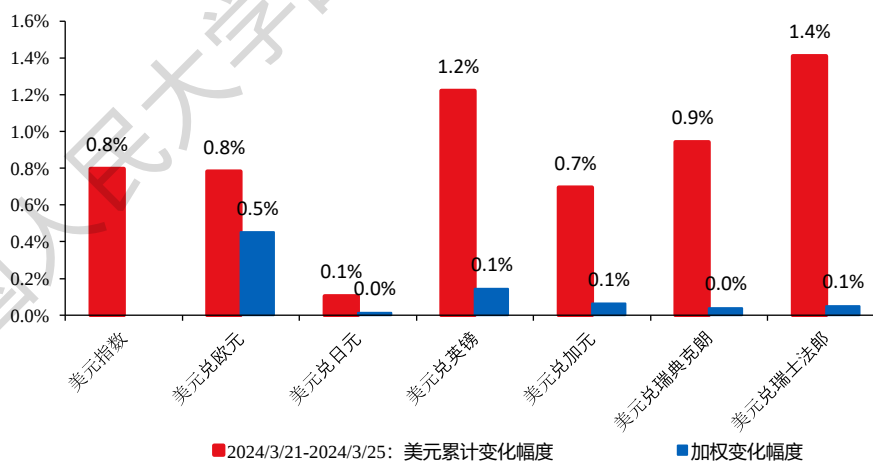


图 2：近日美元指数走强，欧系货币领跌

3. 全球贸易：需求景气或边际回升

全球贸易需求或边际回暖。主要是因为：其一，2月摩根大通全球制造业 PMI 由 50 进一步升至 50.3，显示全球制造业进一步复苏，或拉动贸易需求。其二，全球贸易“金丝雀”韩国出口 3 月前 20 天同比上涨 11.2%，较前值 1-2 月均值-4.5%进一步回升。

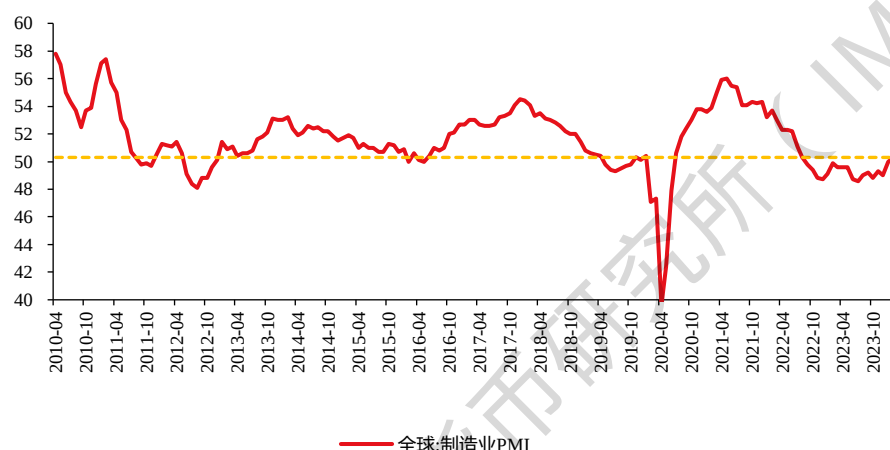


图 3: 2 月摩根大通全球制造业 PMI 回升至 50.3

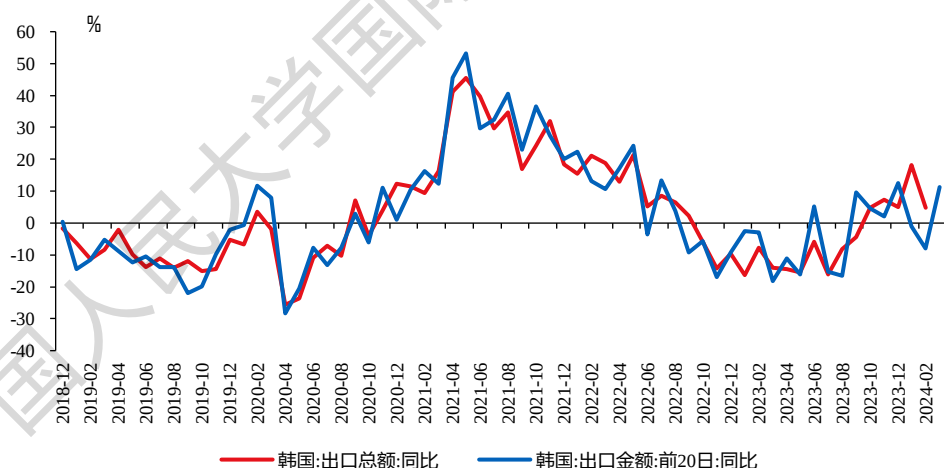


图 4: 3 月前 20 日，韩国出口同比升至 11.2%

（二）国内宏观²

1. 经济数据追踪：经济稳中向好，多项数据强于预期

经济内生动能持续修复，生产需求稳中有升，固定资产投资持续改善，出口显著改善，居民消费价格同比转涨，经济运行平稳，延续回升向好态势。

工业生产好于预期。1-2 月规模以上工业增加值同比增长 7%，预期 4.3%，前值 6.8%。分项看，采矿业、制造业和电热水同比增速分别为 2.3%、7.7%、7.9%，制造业和电热水增长率均高于前值，起到较大拉动作用。值得关注的是，高技术制造业中的电子及通信设备制造业、航空航天器及设备制造业增加值分别增长 12.6%和 14.1%，均为两位数增长。

固定资产投资持续改善。制造业投资增幅扩大，地产投资拖累减少。1-2 月固定资产投资累计同比增长 4.2%，预期 3%，前值（2023 年 1-12 月累计同比）3%。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 9.0%、9.4%、-9%。地产仍为拖累项，但降幅好于预期-12.2%和前值-9.6%。

消费方面，社零增速收窄，餐饮成为拖累项。1-2 月社会消费品零售总额同比增长 5.5%，预期 5.4%，前值 7.4%。分项看，商品、餐饮同比增速分别为 4.6%、12.5%，商品消费增速较为稳定，而餐饮消费增速较前值 30%大幅收窄。

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

出口显著改善。1-2 月我国出口金额合计同比增长 7.1%，远超预期 1.9%，主要受益于全球需求回暖。分区域看，对美国、东盟等地出口拉动较大，对欧盟、日韩等地出口仍偏弱；分商品看，1-2 月机电产品出口增长 8.5%，为主要拉动项，汽车、船舶延续强劲增长态势，家电、家具等地产后周期链出口持续回升。

价格方面，在春节错位影响下，CPI 与 PPI 表现分化。2 月 CPI 同比增长 0.7%，为 2023 年 8 月以来首次转正，前值-0.8%，主要受春节假期食品和服务消费需求增加、部分地区雨雪天气影响食品供应、国际油价上行等因素影响。食品项和非食品项同比均回升。食品项同比-0.9%，跌幅收窄 5.0 个百分点，是带动 CPI 同比转正的主要支撑项；非食品项同比上涨 1.1%，涨幅较上月扩大 0.7 个百分点。核心 CPI 同比上涨 1.2%，涨幅较 1 月扩大 0.8%。2 月 PPI 同比降 2.7%，降幅较前月扩大 0.2 个百分点，主要受春节期间生产放缓、部分工业品市场需求偏弱等因素的影响。

金融数据方面，春节错位影响下，2 月社融与信贷数据表现一般。2 月，全国新增社融 1.52 万亿，低于预期和前值，同比少增 1.64 万亿。结构方面，人民币贷款（社融口径）同比少增 8411 万元，为主要拖累；政府债券、企业债券融资、未贴现银承分别同比少增 2127 万元、2020 万元和 3619 万元。1 月新增人民币贷款 1.45 万亿，低于前值 4.92 万亿，同比少增 3600 万元。结构上，居民部门表现偏弱，2 月居民短期、中长期贷款分别同比少增 6086 万元、1901 万元。企业

信贷相对积极,2月企业中长同比多增1800亿至1.29万亿。1月M0、M1、M2同比分别增长12.5%、1.2%、8.7%,在春节错位影响下,M2-M1增速剪刀差走扩4.7个百分点至7.5%。

2. 财政与货币政策追踪：重要会议定调2024年政策方向

3月5日,李强总理在第十四届全国人大二次会议上作政府工作报告,回顾2023年工作,提出2024年经济社会发展总体要求和政策取向,部署2024年政府工作任务。

政策基调方面,对2023年定调为“经济总体回升向好”,2024年坚持“稳中求进、以进促稳、先立后破”。主要目标为:国内生产总值增长5%左右;城镇新增就业1200万人以上,城镇调查失业率5.5%左右;消费价格涨幅3%左右;居民收入增长和经济增长同步;国际收支保持基本平衡等。大力推进现代化产业体系建设、加快发展新质生产力位列2024年政府工作任务首位,意味着产业转型驱动高质量发展是全年重要目标。

财政政策方面,“积极的财政政策要适度加力、提质增效”,与中央经济工作会议保持一致。赤字率拟按3%安排,赤字规模4.06万亿元,拟安排地方政府专项债券3.9万亿元。从今年开始拟连续几年发行超长期特别国债,专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设,今年先发行1万亿。整体符合预期,2024年财政预计温和扩张,财政安排兼顾长期与短期,重点围绕国家重大战略、重点领域。

货币政策方面，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，保持流动性合理充裕，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，促进社会综合融资成本稳中有降，也与此前提法保持一致。结合潘行长在记者会上强调“后续仍然有降准空间”“将把维护价格稳定、推动价格温和回升作为货币政策的重要考量”，货币或延续宽松配合积极财政，年内有望继续降准、降息，结构性政策工具或将发挥更大作用。

3. 房地产市场及政策追踪：基本面仍较弱，政策延续积极

数据方面，景气度小幅回落，销售恢复效果不明显，开发投资持续低迷，整体仍处于调整转型中。2月，国房景气指数92.13，较前值92.40进一步回落。生产方面，房地产开发投资1-2月累计同比为-9.0%，降幅比上年全年收窄0.6个百分点；全国房地产开发资金来源合计累计同比降24.1%，主要受市场量价走低、房企融资收缩等因素影响。新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-29.7%、-11.0%、-20.2%，前值分别为-20.4%、-7.2%、17.0%，降幅均扩大。销售方面，1-2月销售面积、销售金额累计同比分别为-20.5%、-29.3%。价格方面，2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-1.9%、-5.1%，降幅较前值均有所扩大；环比分别-0.4%、-0.6%。

政策方面，政策表态延续积极。政府工作报告强调“优化房地产政策，对不同所有制房地产企业合理融资需求要一视同仁给予支持”、

“加大保障性住房建设和供给”，指向供给端政策加速推进。发改委计划报告强调要实施好差别化住房信贷政策、支持刚性和改善型住房需求，需求端支持政策延续，推进房地产市场平稳健康和高质量发展。

区域政策方面，杭州、天津等地进一步优化地产政策。3月14日，杭州市优化二手住房限购政策，在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格；同时优化增值税征免年限，本市范围内个人出售住房的增值税征免年限统一调整为2年。3月18日，天津市调整个人住房公积金贷款政策，首套房首付调整为20%，二套房首付款调整为30%；同时调整住房抵押率至80%。

（三）商业银行³

1. 监管动态：央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，央行修订发布《征信投诉办理规程》

（1）央行发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》

2月29日消息，央行近日发布《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知》，进一步扩大柜台债券投资品种，优化相关机制安排，以便利居民和其他机构投资者进行债券投资，增加居民财产性收入，加快多层次债券市场发展。通知将于今年5月1日起施行。

（2）央行修订发布《征信投诉办理规程》

³ 撰写人：王剑（IMI研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

3月15日消息，近日，央行修订发布《征信投诉办理规程》，从畅通投诉渠道、明确投诉管辖、精简投诉要件、优化办理流程、规范办理文书等方面对征信投诉办理制度进行了全面修订完善。

2. 重大事件：LPR 维持不变，央行召开会议研究部署做好五篇大文章下一阶段工作，央行：稳健的货币政策精准有力，支持经济持续回升向好

(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3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) 央行召开会议研究部署做好五篇大文章下一阶段工作

2月26日，央行召开会议，贯彻落实中央金融工作会议关于做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章的总体部署，研究部署下一阶段工作。会议强调，下一步，金融部门要进一步增强金融支持力度、可持续性和专业化水平。各金融机构要强化组织保障，明确每篇大文章的牵头部门，统筹协调整体推进工作；优化内部资源配置，完善内部资金转移定价、绩效考核、尽职免责等政策安排，加大对五大重点领域的资金支持；用好用足货币政策工具，将央行再贷款优惠政策通过各金融机构精准传导到各重点领域；提升

专业服务能力，深入研究各重点领域产业政策、发展动态、经营模式、风险特征，加快构建可持续的业务模式。

（3）央行：稳健的货币政策精准有力，支持经济持续回升向好

3月7日，央行货币政策司发布专栏文章《稳健的货币政策精准有力 支持经济持续回升向好》。文章提出，下一阶段货币政策要灵活适度、精准有效。总量方面，保持融资和货币信贷合理增长。合理把握债券与信贷两个最大融资市场的关系，准确把握货币信贷供需规律和新特点，综合运用多种货币政策工具，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。加强信贷均衡投放，增强贷款增长的稳定性和可持续性。支持采取债务重组等方式盘活信贷存量，提高资金使用效率。

3. 2024年2月货币金融及社会融资数据分析

2024年2月末，基础货币余额为37.20万亿元，全月减少5296亿元。其中，现金（货币发行）减少25亿元，银行的存款准备金减少5195亿元，非金融机构存款减少76亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币1.29万亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币5643亿元，其他资产增加投放基础货币439亿元。

2月末的M2余额299.56万亿元，同比增长8.7%。按不含货基的老口径统计，2月份M2增加约1.22万亿元。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1.01万亿元，银行

自营购买企业债券到期回笼 M2 约 369 亿元，外汇占款派生 M2 约 848 亿元。

表 1: 2 月 M2 余额增量的结构（单位：亿元人民币）

余额增量结构	
M0	-389
单位活期	-27,893
单位定期	-3,534
个人	32,019
非银	12,031
合计	12,234

表 2: 2 月 M2 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	9,773	241.29	9.7
外币贷款（折合人民币）	-9	1.76	-5.3
委托贷款	-172	11.22	-0.7
信托贷款	571	4.03	7.7
未贴现银行承兑汇票	-3,688	2.68	-9.3

企业债券	1,642	31.53	0.7
政府债券	6,011	70.69	15.1
非金融企业境内股票 融资	114	11.48	6.4
存款类金融机构资产 支持证券	-210	1.32	-31.6
贷款核销	488	8.7	14.8
社会融资规模增量	15,211	385.72	9

（四）资本市场⁴

1. 股市：权益市场延续上涨

（1）市场回顾

3月，权益市场延续上涨。指数层面，3月（截至3月22日，下同）三大指数大幅上涨，上证指数涨1.09%，深证成指涨2.52%，创业板指涨3.44%。3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37.57%、18.78%和3.16%分位数。成交上，全A日均成交10389.98亿元，活跃度进一步提升，2月为9568.17亿元。资金方面，3月22日，融资业务余额1.50万亿元，较月初增加633亿元；北向资金净流入166.03亿元，较上月小幅回落。

⁴ 撰写人：孙超（IMI研究员）

行业方面，本月多数行业上涨。近 20 个交易日，中信一级行业指数中，传媒领涨，涨幅 13.64%；计算机（13.04%）、汽车（12.05%）、通信（10.40%）涨幅均超过 10%；煤炭（-5.40%）、非银金融（-3.63%）、银行（-3.30）跌幅靠前。Wind 热门概念指数，高速铜连接（31.50%）领涨，涨幅超过 30%；华鲲振宇（23.57%）、短剧游戏（22.69%）、光模块（22.68%）涨幅居前。风格方面，小盘指数（2.94%）强于大盘指数（1.04%），创业板指（3.44%）强于上证 50（-0.41%）。

（2）市场展望及配置建议

1-2 月经济数据出现积极变化，生产需求稳中有升，固定资产投资持续改善，出口超预期走强，居民消费价格同比转涨，显示经济内生动能继续修复。两会后政策加快出台落地，大规模设备更新、消费品以旧换新等成为政策亮点。此外，资本市场层面改革政策频出，促进市场健康发展，市场对积极因素的关注度显著提升。全是市场自今年 2 月 5 日低点以来，风险偏好持续修复，市场情绪出现了趋势性的回暖。

往后看，随着财政政策逐步落地、市场风险偏好持续改善等积极因素，A 股估值目前仍位于历史较低位，权益市场值得期待。板块方面，短期建议关注行业补涨机会。中长期建议关注受益两会政策催化的板块，即新质生产力相关的 TMT、先进制造、生物医药、数据要素等板块，设备更新相关的工程机械、铁路设备、电网设备、汽车、家电等板块。

2. 债市：资金面边际收敛，收益率先上后下

(1) 资金面收敛，资金价格上行

流动性方面，跨年后央行持续净回笼，资金面边际收敛，资金价格上行。央行3月（截至3月22日，下同）净回笼13930亿元。其中，逆回购净回笼13790亿元，包括1210亿元的投放、15000亿元的到期；MLF净回笼940亿元，包括3870亿元的投放、4810亿元的到期；国库现金定存投放800亿元。3月DR001、DR007的平均利率分别为1.74%、1.86%，较2月平均值分别上行4.15BP、0.47BP。

(2) 收益率波动调整，期限利差走势分化

收益率方面，3月利率债收益率走势分化，大多数品种收益率下行，长端下行幅度大于短端。3月（截至3月22日，下同）1年期国债到期收益率下行2.46BP至1.76%，10年期国债到期收益率下行3.24BP至2.31%；1年期国开债到期收益率上行7.64BP至1.91%，10年期国开到期收益率下行2.70BP至2.42%。信用债方面，3月各等级、各期限中票收益率均上行，短端上行幅度大于长端。3月，AAA中票1年期、3年期、5年期收益率相对2月末分别上行6.61BP、6.21BP、0.72BP至2.34%、2.52%、2.62%；AA+中票1年期、3年期、5年期收益率分别上行6.61BP、9.21BP、1.91BP至2.44%、2.65%、2.80%。

3月信用利差走势分化。3月，1年期AAA、AA+中票信用利差相对上月末分别压缩1.03BP、1.03BP至42.64BP、52.64BP；5年期

AAA、AA+中票信用利差分别变动-0.94BP、0.25BP 至 31.91BP、49.91BP。3 月期限利差走势分化，国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y 期限利差分别相较上月底变动-0.64BP、2.11BP、-0.78BP。

(3) 市场展望及配置建议

3 月发布的经济数据出现积极变化，出口、CPI 等数据超预期，但债市对经济数据反应相对钝化，在年初机构配置需求的扰动下，利率债收益率普遍下行。MLF 报价维持不变，或表明央行有效把握稳健的货币政策、保持流动性合理充裕的态度。政府工作报告对政策定调与此前保持一致，“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，“促进社会综合融资成本稳中有降”，结合潘行长在记者会上强调“后续仍然有降准空间”，货币政策大概率延续宽松配合积极财政，年内仍有望继续降准、降息。

往后看，在经济基本面没有明显改善的情况下，债市短期预计仍维持震荡，二季度扰动因素主要为利率债供给节奏和汇率波动对宽松货币节奏的影响。中期看，债市走势暂无转向的基础。策略上，久期策略波动较大，票息和品种策略或更占优。品种上，随权益市场回暖，可转债仍具有较高配置价值，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，博弈下修机会仍为可行策略。

二、宏观金融研究专题⁵： 经济开放、金融开放与双支柱调控的政策工具组合 研究

（一）摘要

本文通过在传统的 DSGE 模型中引入不完全开放的金融市场和受到外汇管制的银行部门，为研究开放条件下外生冲击的传导以及中央银行的政策应对策略提供了一个新的分析框架。基于中国经济的模拟分析表明，在中国目前的经济和金融开放水平下，通过合理搭配使用纳入金融稳定目标的拓展型货币政策、动态贷款价值比（LTV）监管和动态资本充足率要求，中央银行可以更好地平衡经济稳定与金融稳定的目标，从而降低政策损失水平，但具体的政策组合与相应的盯住目标需要根据外生冲击的性质予以确定。例如，在存款人住房偏好冲击下，盯住贷款总量的拓展型货币政策搭配其它两种宏观审慎政策工具的政策组合是较为合适的；而在国外房价冲击下，传统货币政策与其它两种宏观审慎政策工具的搭配则是相对更优的政策组合。进一步的分析还发现，经济开放度和金融开放度的变化会影响上述最优政策组合的经济和金融稳定效应，使其得到不同程度的强化或削弱，这意味着中央银行在运用双支柱政策调控时，需要将经济和金融开放的

⁵ 撰写人：马勇，经济学博士，中国人民大学财政金融学院教授，博士生导师，国际货币研究所特约研究员；姜伊晴，博士研究生，中国人民大学财政金融学院；郭锐，博士研究生，西南财经大学中国经济研究中心。

实际状态纳入考虑。本文的分析为理解开放条件下的双支柱调控策略以及不同政策工具之间的组合搭配等问题提供了有益的启示。

（二）引言

党的“十八大”以来，随着中国经济转型升级和金融市场化改革的不断推进，金融和实体经济开始深度交融，金融稳定成为宏观调控不可或缺的重要内容。为此，党的“十九大”提出了“健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架”的战略部署，旨在通过双支柱政策的协调配合，促进金融和实体经济的共同稳定。与此同时，经过加入WTO之后20多年的开放发展，中国的经济和金融体系已经深度融入全球体系，开放条件下的宏观调控呈现出一些新的特点和需要。在此背景下，两个值得深入研究的关联问题是：随着中国经济和金融开放程度的不断提高，中国的经济和金融稳定将受到何种影响，中央银行的双支柱调控又该如何予以应对？

从已有研究来看，关于经济开放、金融开放和宏观政策调控之间的关系，主要的文献包括以下三大类：第一类文献致力于研究开放条件下宏观经济金融动态的文献，主要考察经济开放度变动（Watson, 2016; 肖祖沔等, 2020）、金融开放度变动（Ma, 2016; 马勇和王芳, 2018; 李小胜等, 2022）、或二者同时变动（Ma et al., 2022）对宏观经济金融波动产生的影响；第二类文献致力于研究开放条件下的货币政策，主要考察经济开放和金融开放对货币政策有效性的影响（Faia and Iliopoulos, 2011; 马勇和陈雨露, 2014; 于春海和张斌, 2020）；

第三类文献关注开放条件下货币政策和宏观审慎政策的组合搭配，由于宏观审慎政策的调控目标是防范系统性金融风险，这类文献集中在金融开放条件下讨论双支柱政策的搭配问题（Unsal, 2013; Mendicino and Punzi, 2014; Funke et al., 2018; 芦东等, 2019; 司登奎等, 2019; 马勇等, 2021）。

总体来看，已有文献主要单方面讨论经济或金融开放对政策调控的影响，较少研究在同一框架下同时考察经济和金融开放对宏观经济金融波动的影响，而在此基础之上研究双支柱框架下的多种政策工具搭配的文献就更为匮乏。有鉴于此，本文尝试通过在传统的 DSGE 模型中引入不完全开放的金融市场和受到外汇管制的银行部门，为研究开放条件下外生冲击的传导以及中央银行的政策应对策略提供了一个新的分析框架。本文的边际贡献主要包括以下三个方面：（1）本文在理论模型中同时纳入了经济开放度与金融开放度等要素，为研究经济金融开放对宏观经济和政策调控的影响提供了一个基础性的统一分析框架；（2）本文重点考察了双支柱下多种不同政策工具的组合搭配，突破了传统文献主要集中于两种政策工具的研究，为理解多目标、多工具条件下的双支柱调控模型提供了新的理论依据与政策参考；（3）本文进一步讨论了双支柱调控在不同经济开放度和金融开放度下的政策效应变化，这为理解一些重要的制度变迁（如经济和金融开放）与中央银行政策调控之间的关系以及如何保持二者之间的协调一致性提供了一定的借鉴和启示。

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- May	23- Jun	23- July	23- Aug	23- Sept	23- Oct	23- Nov	23- Dec	24- Jan	24- Feb
CPI	同比	0.2	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7
PPI	同比	-4.6	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7
制造业 PMI	指数	48.8	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1
工业增加值	累计增长	3.6	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	4.6		7.0
工业企业利润总额	累计同比	-18.8	-16.8	-15.5	-11.7	-9.0	-7.8	-4.4	-2.3		10.2
固定资产投资完成额	累计同比	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0		4.2
社会消费品零售总额	同比	12.7	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4		
进出口总值	当期值同比	-6.2	-10.1	-13.6	-8.2	-6.2	-2.5	0.0	1.4		
M2	同比	11.6	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	
社会融资规模	存量(万亿元)	361.42	365.45	365.77	368.61	372.50	374.17	376.39	378.09	384.29	385.72
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	13628	30495	3460	13580	23118	7384	10887	11709	49143	21362

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.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	高愷惟：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
IMI Report No.2301	IMI 宏观月度分析报告（第 68 期）	IMI
IMI Report No.2215	2022 天府金融指数报告（发布稿）	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