

No. 2408

研究报告



IMI 宏观金融月度分析报告（第八十六期）

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 6 期（总第 86 期）

- 海 外：美联储上调通胀预测，全球贸易需求或边际放缓
- 宏 观：经济延续复苏，货币政策坚定支持性立场
- 机 构：金融监管总局公布 2024 年规章立法工作计划
- 市 场：权益市场较低迷，债市资金面整体平稳

本期推荐：《中国资本市场的功能转型与估值校正》

中国人民大学国际货币研究所

2024 年 6 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. 6月FOMC会议下调降息预测,上调通胀预测;欧央行如期降息25bp; 日央行计划7月开始缩减购债.....	- 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. 全球贸易:外需或边际放缓.....	- 3 -
(二) 国内宏观.....	- 5 -
1. 经济数据追踪:经济延续回升向好.....	- 5 -
2. 货币政策追踪:货币政策坚持支持性立场.....	- 7 -
3. 房地产市场及政策追踪:地产寻底,支持政策持续推进.....	- 8 -
(三) 货币银行.....	- 10 -
1. 监管动态:央行就行政处罚裁量基准暂行规定征求意见,金融监管 总局公布2024年规章立法工作计划.....	- 10 -
2. 重大事件:LPR维持不变,中国人民银行190个县域派出机构挂牌, 多边央行数字货币桥项目进入最小可行化产品阶段,科技创新和技术改 造再贷款加速落地.....	- 10 -
3. 2024年5月货币金融及社会融资数据分析.....	- 12 -
(四) 资本市场.....	- 14 -
1. 股市:权益市场较低迷.....	- 14 -
2. 债市:资金面整体平稳,收益率全面下行.....	- 15 -
二、宏观金融研究专题: 中国资本市场的功能转型与估值校正.....	- 18 -
(一) 摘要.....	- 18 -
(二) 引言.....	- 19 -
三、主要经济金融数据.....	- 20 -

图表目录

图 1: 6 月人民币汇率指数微涨 0.3%.....	2 -
图 2: 美元指数反弹, 非美货币普贬, 日元领跌	3 -
图 3: 6 月海外主要经济体制造业 PMI 加权均值下滑	4 -
图 4: 6 月, 韩国出口同比下滑, 越南出口同比基本持平上月	4 -

表格目录

表 1: 5 月 M2 增量的结构 (单位: 亿元人民币)	13 -
表 2: 5 月社融结构.....	13 -
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. 6月FOMC会议下调降息预测，上调通胀预测；欧央行如期降息25bp；日央行计划7月开始缩减购债

6月FOMC会议如期维持利率不变，同时下调降息预测，上调通胀预测。6月，美联储将目标利率继续维持在5.25-5.5%不变。点阵图显示官员对今年降息预测从3次降为1次。同时联储上调今年通胀预测，核心PCE价格指数同比预测从2.6%升至2.8%，且对今年经济和就业形势的判断依然乐观，相比3月，对今年经济和失业率的预测依然平稳。

欧央行兑现降息承诺。6月，欧央行如期降息25bp，将三大关键利率（主要再融资利率、隔夜贷款利率、存款便利利率）分别下调至4.25%、4.5%、3.75%。同时，欧央行确认开始以每月75亿欧元的速度缩减PEPP下的证券再投资，并于年底完全停止PEPP再投资。

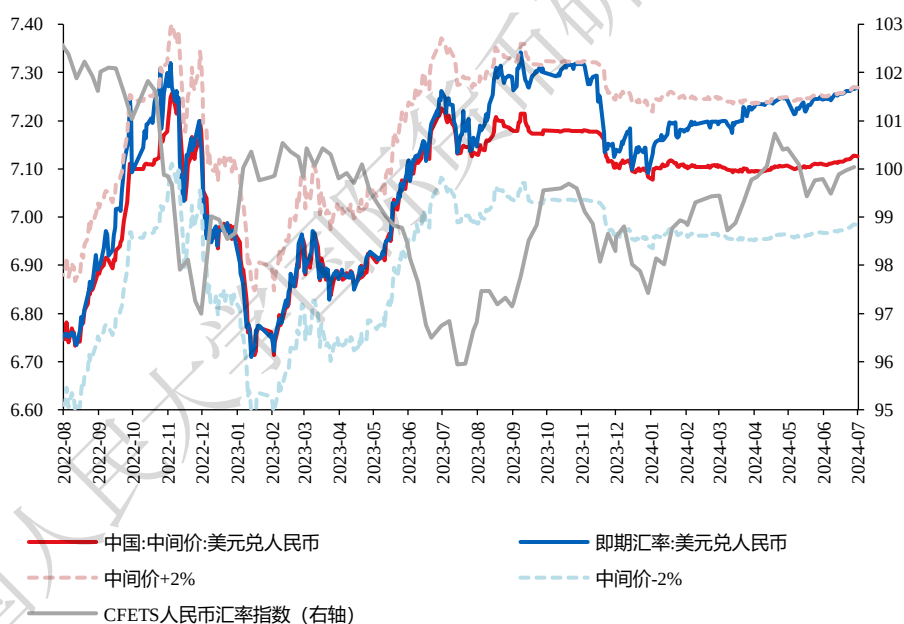
日央行维持无抵押隔夜拆借利率在0-0.1%左右不变，将于7月会议公布未来1-2年的缩减购债计划。在6月货币政策会议后的记者招待会上，日央行行长植田和男暗示缩减购债规模可观，同时保留了7月加息的可能性，表示“7月有可能同时缩减购债和加息”。

¹ 撰写人：张瑜（IMI研究员）

2. 美元指数回调；人民币中间价维持基本稳定；CFETS 微跌

受法国国民议会选举带来不确定性的影响，美元指数反弹，非美兑美元普贬。6月1日至28日，美元指数累计上涨1.2%至105.8。非美货币对美元普跌，其中，日元兑美元、欧元兑美元跌幅居前。

人民币兑美元中间价微幅上调，CFETS一篮子汇率反弹。6月前28天，人民币中间价微幅上调，由7.11升至7.127，即期汇率触及单日波动上沿（中间价+2%），至7.27附近。与其他非美货币相比，人民币兑美元中间价贬值幅度偏小，带来CFETS一篮子汇率走强，最新读数为6月28日100.04，相比月初上涨0.3%。



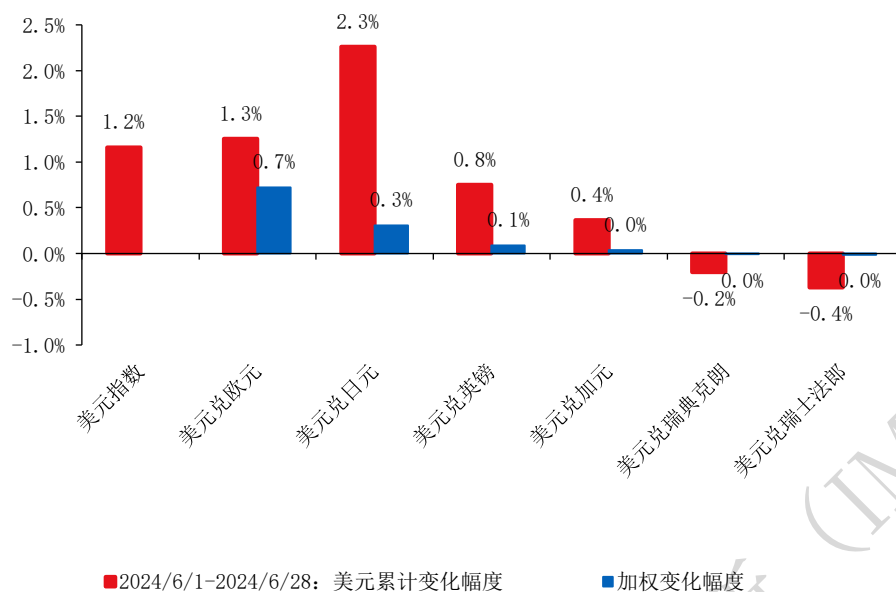


图 2: 美元指数反弹, 非美货币普贬, 日元领跌

3. 全球贸易: 外需或边际放缓

全球贸易需求或边际放缓。主要是因为: 其一, 6 月海外主要经济体制造业 PMI 加权均值回落; 其二, 6 月, 韩国出口同比降至 5.1%, 彭博一致预期 6.3%, 前值由 11.7% 修正为 11.5%。其三, 越南 6 月出口同比 12.9%, 前值 12.9%, 考虑到去年 6 月低基数, 今年 6 月出口两年平均增速相比 5 月其实有所放缓。

海外主要经济体制造业PMI加权平均

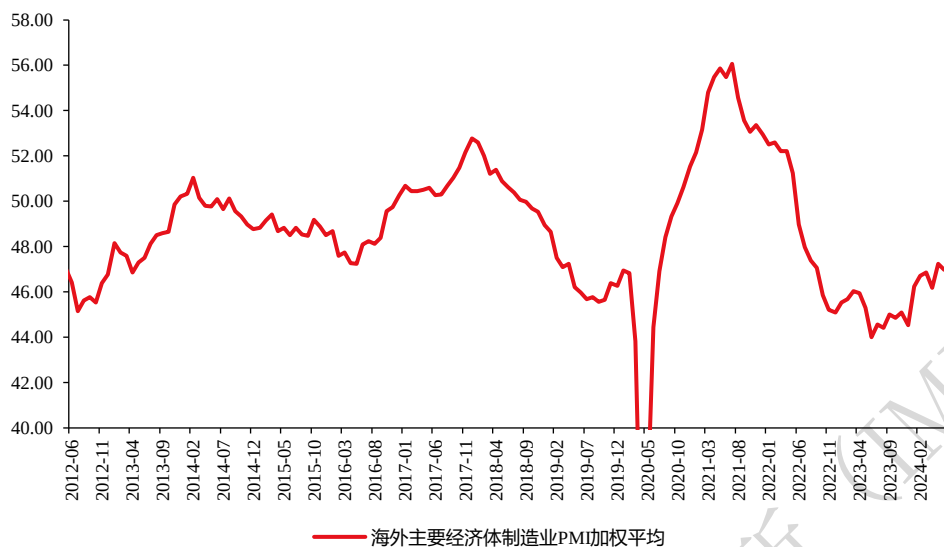


图 3: 6 月海外主要经济体制造业 PMI 加权均值下滑

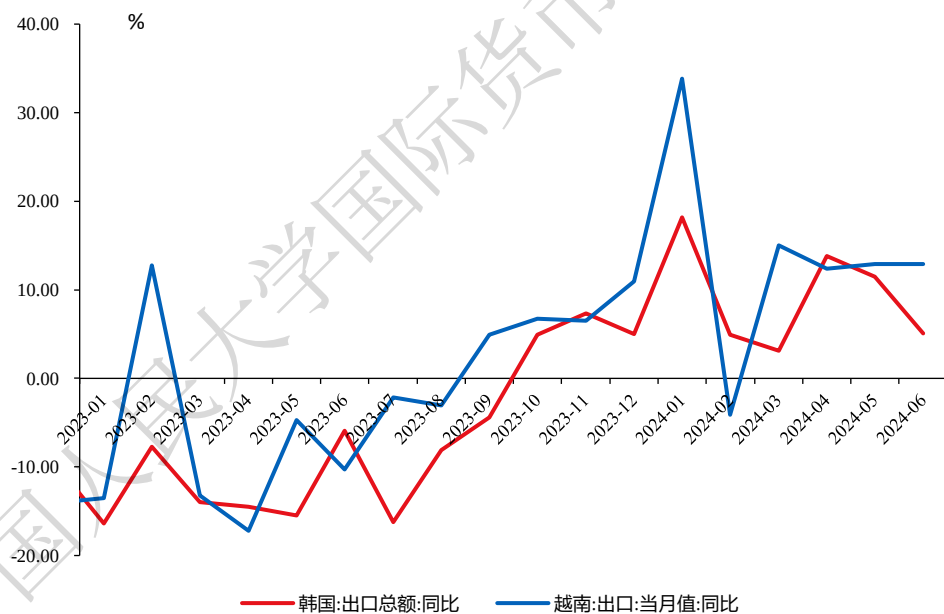


图 4: 6 月，韩国出口同比下滑，越南出口同比基本持平上月

（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 5 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，工业增加值同比增速走低，投资边际回落，社会消费品零售同比增速扩大，出口超预期改善。

生产方面，5 月，全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，低于前值 6.7%和预期 6.0%。分项看，制造业、采矿业和电热水同比增速分别为 6.0%、3.6%、4.3%，上游行业工业增加值增速表现好于中游行业和下游行业。高技术产业增速高位回落 1.3 个百分点至 10%，仍维持较高增速。

固定资产投资边际回落，制造业为主要支撑。1-5 月，全国固定资产投资累计同比增长 4.0%，低于前值 4.2%和预期 4.0%。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 6.7%、9.6%、-10.1%，较前值均有所走弱。基建投资受专项债和特别国债发行持续偏慢边际回落，制造业投资仍为主要支撑。

消费方面，假期效应下社零增速扩大，餐饮消费好于商品零售。5 月，社会消费品零售总额同比增长 3.7%，前值 2.3%，预期 4.5%。分项看，商品、餐饮同比增速分别为 3.6%、5.0%，餐饮好于商品。受假日带动以及旧换新配套政策陆续落地，家电、化妆品、通讯器材表

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

现较好，同比增速分别为 12.9%、18.7%、16.6%；汽车类、建筑及装潢材料类、金银珠宝类等增速为负，消费动能仍偏弱。

出口超预期改善，进口相对疲弱。5 月，出口金额同比增长 7.6%，前值 1.5%，预期 6.4%。全球制造业景气度回升、外需回暖，叠加低基数，出口表现好于预期。出口商品方面，家用电器、集成电路增速较高，机电产品、高新技术持续改善；出口区域方面，对个主要经济体出口均好转，对美出口增速由负转正至 3.6%，对欧盟、日本出口降幅收窄。进口方面，5 月进口增长 1.8%，前值 8.4%，预期 4.5%。其中，能源进口下降 12.9 个百分点至-2%，机电产品进口下降 2.4 个百分点至 9.1%。

价格方面，CPI 连续 4 个月正增长，PPI 环比增速转正。5 月 CPI 同比增长 0.3%，预期 0.4%，前值 0.3%，已连续四个月正增长。分项看，食品项和非食品项同比分别-2.0%、0.8%，食品价格降幅收窄 0.7 个百分点，为 CPI 改善主要支撑。受生猪产能调减等因素影响，猪肉、鲜菜分别上涨 4.6%、2.3%，涨幅均扩大；鸡蛋、鲜果和食用油价格降 8.5%、6.7%和 5.1%，降幅均收窄。5 月 PPI 同比-1.4%，预期-1.5%，前值为-2.5%；环比涨 0.2%，为去年 11 月以来首次环比正增长。涨价动能主要集中在上游，国内定价的煤炭、钢铁和国外定价的有色等价格上行拉动 PPI 环比上行。

金融数据方面，5 月新增社融 2.06 万亿，同比多增 5088 亿元，总体符合季节性。结构方面，人民币贷款同比少增 4022 亿元，为主要拖累；政府债券、企业债券分别同比分别多增 6695 亿元、2429 亿

元，政府债发行节奏加快为主要支撑。5 月新增人民币贷款 9500 亿元，同比少增 4100 亿元。企业短贷同比少增 1745 亿，明显弱于历史同期，是主要拖累之一；企业贷款趋势延续 4 月，中长期贷款同比少增 2698 亿，而票据融资同比多增 3152 亿。信贷放缓一方面因“手工补息”叫停导致部分套利业务减少，同时也反映实体融资需求不足。M0、M1、M2 同比增速分别为 11.7%、-4.2%、7%，M2-M1 增速剪刀差走扩 2.6 个百分点至 11.2%，资金活化意愿继续下滑。

2. 货币政策追踪：货币政策坚持支持性立场

6 月 19 日，央行行长在陆家嘴论坛上发表主题演讲，强调优化中间变量、健全利率调控机制、二级市场国债买卖纳入货币政策工具箱等方式加强我国货币政策的支持性立场。

(1) 优化货币政策调控的中间变量。一是逐步淡化对数量目标的关注，货币政策目标由过去的具体数值转为“增速与名义经济增速基本匹配”等定性描述，更加注重发挥利率调控的作用。二是考虑对 M1 统计口径进行动态完善，如将个人活期存款以及一些流动性很高甚至直接有支付功能的金融产品纳入范围，更好反映货币供应的真实情况。

(2) 健全市场化的利率调控机制。一是通过明确核心政策利率以简化政策利率体系，减少市场参与者的操作成本和不确定性，7 天期逆回购操作利率或承担此职能。二是持续改革和完善贷款市场报价利率(LPR)机制，提高 LPR 报价质量，进而引导金融机构合理定价，

支持实体经济融资需求。三是在保证利率走廊弹性和灵活性的前提下，适度收窄利率走廊的宽度有利于给市场传递更加清晰的利率调控目标信号。

(3) 逐步将二级市场国债买卖纳入工具箱。二级市场开展国债买卖或将作为基础货币投放渠道和流动性管理工具。潘行长同时强调，将国债买卖纳入货币政策工具箱不代表要量化宽松。重启国债买卖将进一步发挥国债收益率作为市场基准利率的引导作用。

(4) 健全精准适度的结构性货币政策工具体系。结构性货币政策工具应坚持“聚焦重点、合理适度、有进有退”的基本原则，定位于常规总量工具的有益补充，通过内嵌激励机制，以市场化方式引导金融机构优化信贷结构，并注重防范道德风险。

短期来看，央行依旧强调“灵活运用利率、存款准备金率等政策工具”，货币政策仍处在总量宽松空间内。考虑到欧美降息预期走弱，汇率压力仍较大，降息短期或并不紧迫。中长期来看，货币政策框架有望由数量型和价格型并存逐步向价格型为主进行转变，淡化总量增速的目标诉求，更加关注利率传导机制和效率。

3. 房地产市场及政策追踪：地产寻底，支持政策持续推进

数据层面，5月，房地产景气度整体偏低迷，开发投资重回两位数降幅，新开工与竣工面积降幅收窄，住宅价格环比下行。5月，国房景气指数92.01，前值92.02。投资方面，1-5月房地产开发投资累计同比-10.1%，前值-9.8%，降幅进一步扩大；全国房地产开发资金来

源累计同比-24.3%，前值-24.9%，金融支持地产政策作用下，降幅已连续2个月收窄。新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-24.2%、-11.6%、-20.1%，前值分别为-24.6%、-10.8%、-20.4%，新开工与竣工面积降幅再度收窄。销售方面，1-5月销售面积、销售金额累计同比分别为-20.3%、-27.9%，前值分别为-20.2%、-27.9%，销售额降幅收窄。住宅销售价格并未明显改善，5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环比分别-0.7%、-1.0%。

政策方面，中央层面围绕去库存和保障房政策推进。国务院常务会议指出，要顺应人民群众对优质住房的新期待，着力推动已出台政策措施落地见效，继续研究储备新的去库存、稳市场政策措施，完善“市场+保障”住房供应体系。央行在保障性住房再贷款工作推进会上指出，设立保障性住房再贷款，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存量商品房用作保障性住房配售或租赁，着力推动保障性住房再贷款政策落地见效，加快推动存量商品房去库存。住房和城乡建设部在收购已建成存量商品房用作保障性住房工作视频会议上表示，各地要推动县级以上城市有力有序有效开展收购已建成存量商品房用作保障性住房工作。

（三）货币银行³

1. 监管动态：央行就行政处罚裁量基准暂行规定征求意见，金融监管总局公布 2024 年规章立法工作计划

（1）央行就行政处罚裁量基准暂行规定征求意见

5 月 23 日消息，为进一步推进严格公正文明执法，促进规范行使行政处罚权，中国人民银行起草了《中国人民银行行政处罚裁量基准暂行规定（征求意见稿）》，现向社会公开征求意见。征求意见稿裁量基准共四章二十六条，具体规定了行政处罚裁量基准的定义、裁量阶次划分、裁量基准适用等事项。

（2）金融监管总局公布 2024 年规章立法工作计划

5 月 31 日，金融监管总局公布 2024 年规章立法工作计划。其中包含修订《银行业金融机构董事（理事）和高级管理人员任职资格管理办法》、制定《金融机构合规管理办法》、《金融控股公司监督管理办法》等。

2. 重大事件：LPR 维持不变，中国人民银行 190 个县域派出机构挂牌，多边央行数字货币桥项目进入最小可行化产品阶段，科技创新和技术改造再贷款加速落地

（1）LPR 维持不变

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文姝（北京物资学院经济学院）

央行授权全国银行间同业拆借中心公布，2024 年 6 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）中国人民银行 190 个县域派出机构挂牌

5 月 28 日，中国人民银行 190 个县域派出机构挂牌。中国人民银行表示，下一步，中国人民银行县域派出机构将认真贯彻落实党中央关于金融工作的方针政策和决策部署，实施好辖区货币政策和宏观审慎管理，做好人民币发行、流通管理，经理国库，金融支持乡村振兴，跨境人民币和外汇管理等各项工作，全力服务经济高质量发展。

（3）多边央行数字货币桥项目进入最小可行化产品阶段

6 月 5 日，由国际清算银行（香港）创新中心、泰国银行（泰国央行）、阿联酋中央银行、中国人民银行数字货币研究所和香港金融管理局联合建设的多边央行数字货币桥（mBridge，下称“货币桥”）项目宣布进入最小可行化产品（MVP）阶段。货币桥项目致力于打造以央行数字货币为核心的高效率、低成本、高可扩展性且符合监管要求的跨境支付解决方案，通过覆盖不同司法辖区和货币，探索分布式账本技术和央行数字货币在跨境支付中的应用，实现更快速、成本更低和更安全的跨境支付和结算。

（4）科技创新和技术改造再贷款加速落地

6月14日，从央行了解到，科技创新和技术改造再贷款正加速落地。2024年4月，央行联合科技部等部门设立5000亿元科技创新和技术改造再贷款，其中1000亿元额度专门用于支持初创期、成长期科技型中小企业首次贷款，激励金融机构更大力度投早、投小、投硬科技。近期，央行与科技部依托“创新积分制”评价，遴选了首批近7000家符合条件的企业，向21家全国性银行推送。各银行快速响应，迅速行动，首笔科技创新贷款近日已发放，后续其他贷款将陆续投放。

3. 2024年5月货币金融及社会融资数据分析

2024年5月末，基础货币余额为35.76万亿元，全月减少5146亿元。其中，现金（货币发行）减少540亿元，银行的存款准备金减少4445亿元，非金融机构存款减少161亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币1208亿元。缴税等财政因素回笼基础货币5486亿元，其他资产回笼基础货币5亿元。

5月末的M2余额301.85万亿元，同比增长7%。按不含货基的老口径统计，5月份M2增加约9050亿元。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8505亿元，财政净支出等财政因素派生M2约5242亿元；银行自营购买企业债券到期回笼M2约1631亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素回笼M2约2876亿元（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190亿元。

表 1: 5 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	-248	外占	-190
单位活期	-12,975	债券	-1,631
单位定期	5,643	贷款（加回核销和 ABS）	8,505
个人	4,088	财政净支出	5,242
非银	12,542	其他（非银、非标等）	-2,876
合计	9050	合计	9050

5 月末，社会融资规模存量为 391.93 万亿元，同比增长 8.4%；2024 年前五个月社会融资规模增量累计为 14.8 万亿元，比上年同期少 2.52 万亿元。

表 2: 5 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	8,197	245.74	8.9
外币贷款（折合人民币）	-487	1.73	-7.2
委托贷款	-9	11.18	-1.3
信托贷款	224	4.14	9.4
未贴现银行承兑汇票	-1,330	2.45	-13
企业债券	285	31.84	1.9
政府债券	12,266	72.28	14.7
非金融企业境内股票融资	111	11.54	4.6
存款类金融机构资产支持证券	-426	1.02	-44.6
贷款核销	734	8.99	15.2
社会融资规模增量	20,648	391.93	8.4

（四）资本市场⁴

1. 股市：权益市场较低迷

（1）市场回顾

6 月，权益市场整体表现低迷，指数全面下跌。指数层面，6 月（截至 6 月 24 日，下同），上证指数跌 4.01%，深证成指跌 4.70%，创业板指跌 4.08%。6 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 年的 38%、16% 和 2% 分位数。本月成交活跃度回落，全 A 日均成交额 7399.09 亿元，5 月为 8476.78 亿元。资金方面，6 月北向资金净流出 330.87 亿元；截至 6 月 24 日，融资业务余额 1.50 万亿元，较上月末减少 296 亿元。

行业方面，多数行业下跌。近 20 个交易日，中信一级行业指数中，仅电子上涨（+0.4%）。综合板块领跌，跌幅达 18.3%；房地产（-14.9%）、轻工制造（-13.6%）、农林牧渔（-13.5%）、商贸零售（-13.2%）跌幅靠前。Wind 热门概念指数中，车路云领涨，涨幅为 6.3%；IGBT（+4.6%）、半导体（+4.2%）、先进封装（+3.6%）涨幅居前；动物保健领跌，跌幅 22.3%；ST 板块（-20.9%）、水产（-18.3%）、猪产业（-17.8%）跌幅靠前。风格方面，6 月（截至 24 日），大盘指数（-2.96%）强于小盘指数（-7.43%），上证 50（-2.36%）强于创业板指（-4.08%）。

⁴ 撰写人：孙超（IMI 研究员）

(2) 市场展望及配置建议

5 月经济数据公布，大规模设备更新及消费品以旧换新政策带动下社零增速同比有所回升，固定资产投资增速低于前值，地产投资仍是主要拖累。证监会主席吴清 6 月在陆家嘴论坛发表主旨演讲，强调资本市场高质量发展的重点任务。同日，证监会发布深化科创板改革的八条措施，健全发行承销、并购重组、股权激励、交易等制度机制，更好服务科技创新和新质生产力发展。

往后看，下半年随海外降息周期开启、国内政策组合发力，经济增速预期保持保持较高位，权益市场有望震荡走强。板块方面，建议关注：1) 行业景气度向上的航运、核电、水电燃气、煤炭等板块；2) 以科技和成长赛道为主的新质生产力方向，如 AI 大模型、商业航天、生命科学、高端机械等；3) 高股息和经济修复受益行业，如家电、银行、食品饮料等。

2. 债市：资金面整体平稳，收益率全面下行

(1) 资金面整体平稳

流动性方面，6 月资金整体平稳，央行延续净回笼。中下旬因政府债发行和税期，资金面阶段性收紧；24 日央行开始净投放，跨季资金面波动可能较小。央行 6 月（截至 6 月 25 日）净回笼 810 亿元。其中，逆回购净投放 440 亿元，包括 7660 亿元的投放、7220 亿元的到期；MLF 净回笼 550 亿元，包括 1820 亿元的投放、2370 亿元的回

笼；国库现金定存到期回笼 700 亿元。资金价格方面，6 月（截至 6 月 24 日），DR001、DR007 的平均利率分别为 1.77%、1.85%，较 5 月平均值分别变动 1.16BP、-0.52BP，走势出现分化。

（2）收益率全面下行，信用利差压缩

收益率方面，6 月利率债收益率全面下行。6 月（截至 6 月 24 日，下同），1 年期国债到期收益率下行 5.29BP 至 1.59%，10 年期国债到期收益率下行 4.75BP 至 2.25%；1 年期国开债到期收益率下行 4.83BP 至 1.76%，10 年国开到期收益率下行 6.0BP 至 2.33%。

信用债方面，6 月，中票收益率继续下行，中长端下行幅度大于短端。6 月，AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 5 月底分别下行 5.32BP、7.98BP、8.31BP 至 2.02%、2.16%、2.3%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 5 月底分别下行 5.31BP、7.98BP、8.31BP 至 2.12%、2.26%、2.4%。

利差方面，6 月，信用利差压缩，3Y-1Y、5Y-1Y 期限利差压缩。6 月，1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对上月末分别压缩 0.49BP、0.48BP 至 28.18BP、36.19BP；5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别压缩 1.35BP、1.35BP 至 22.89BP、32.89BP。国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y 期限利差分别相较上月底变动-0.26BP、-0.66BP、0.54BP。

（3）市场展望及配置建议

5 月经济数据显示经济延续弱复苏，工业增加值同比增速走低，投资边际回落，社零同比增速扩大，出口超预期改善。6 月 19 日，央

行行长在陆家嘴论坛上发表主题演讲，强调我国货币政策的支持性立场。货币政策而言，OMO 政策利率重要性将提升，利率走廊宽度未来或将适度收窄，央行通过二级市场买卖国债调控长端利率，最终传导至贷款利率和实体经济需求。短期来看，在商业银行净息与汇率双重压力下，在美联储降息落地前，国内降息的概率较小。

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仍未变，短期或呈现震荡。重点关注机构行为变化、利率债发行节奏。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。券种方面，城投债短期内风险可控，可关注中高层级区域适度拉久期增厚收益；产业债可挖掘公用事业等偏高景气度行业与修复通道上的国企；二永债可挖掘中长久期优质城农商行；转债市场情绪明显回落，建议待评级调整落地和情绪出清后可关注错杀和修复性机会。

二、宏观金融研究专题⁵： 中国资本市场的功能转型与估值校正

（一）摘要

财富管理功能是确保投资者财富增值和市场稳健发展的关键。中国资本市场要从融资市场向投资市场转型，为投资者提供与风险相匹配的收益，由此进入股权分置改革 2.0 时代。要实现功能转型，中国资本市场需要修复市场估值能力。在资产定价的一般理论逻辑基础上，市场估值的校正需要弥补法制的缺陷和不足，压缩制度性套利空间，减少市场噪声交易干扰。因此，可以按照以下思路推进中国资本市场改革：首先，市场估值校正需要准确的功能定位、良好的估值环境、合格的市场主体；其次，中国上市公司既要重视利润增长和科技创新的价值提升作用，发挥并购重组的价值发现功能，还要融合股东在环境保护、社会责任承担等方面的价值追求；再次，在全面实行注册制的背景下，中国资本市场还需要一些配套改革，包括退市制度的完善、机构投资者的能力建设、长期投资者培育等；最后，在人工智能等新技术的运用和推广下，监管部门要积极应对量化交易带来的挑战。

⁵ 撰写人：吴晓求，中国人民大学中国资本市场研究院院长、财政金融学院教授；方明浩（通讯作者），上海财经大学金融学院讲师；许荣，中国人民大学财政金融学院暨财政金融政策研究中心教授。本文原载于《财贸经济》2024 年第 6 期《中国资本市场的功能转型与估值校正》。DOI: 10.19795/j.cnki.cn11-1166/f.20240613.005

（二）引言

资本市场作为现代金融体系的核心，在服务实体经济、促进科技创新、增加居民财产性收入等方面至关重要。长期以来，中国资本市场以融资为主，为企业发展和经济增长做出了巨大贡献，然而，其投资属性一直较弱，未充分发挥财富管理的潜力。目前，资产价格偏低、股票收益不佳、投资者信心不足等问题日益突出。长远来看，财富管理是资本市场中关乎投资者财富增值、市场健康发展、经济稳健增长的关键。因此，中国资本市场需要明确市场定位、营造良好的估值环境、培育优秀的市场主体，从而推动市场功能的转型和估值体系的校正。这不仅对活跃资本市场、健全资本市场功能至关重要，也对加快建设金融强国、推动中国式现代化具有积极作用。

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- Aug	23- Sept	23- Oct	23- Nov	23- Dec	24- Jan	24- Feb	24- Mar	24- Apr	24- May
CPI	同比	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1	0.3	0.3
PPI	同比	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8	-2.5	-1.4
制造业 PMI	指数	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8	50.4	49.5
工业增加值	累计 增长	3.9	4.0	4.1	4.3	4.6		7.0	6.1	6.3	6.2
工业企业 利润总额	累计 同比	-11.7	-9.0	-7.8	-4.4	-2.3		10.2	4.3	4.3	3.4
固定资产 投资完成 额	累计 同比	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0		4.2	4.5	4.2	4.0
社会消费 品零售总 额	同比	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4			3.1	2.3	3.7
进出口总 值	当期 同比	-8.2	-6.2	-2.5	0.0	1.4	11.1	-1.1	-5.1	4.4	5.1
M2	同比	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3	7.2	7.0
社会融资 规模	存量 (万亿元)	368.61	372.50	374.17	376.39	378.09	384.32	385.71	390.32	389.93	391.93
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值(亿元)	13580	23118	7384	10887	11709	49143	14556	30889	7325	9452

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、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.2408	IMI 宏观月度分析报告（第 86 期）	IMI
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	高惺惺：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



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