

IMI 宏观金融 月度分析报告

2024 年第 4 期（总第 84 期）

- **海外：**美联储调整货币政策预期回落，日本下调 GDP 增速
- **宏观：**经济延续回升态势，价格对名义增长仍有一定拖累
- **机构：**央行召开 2024 年金融稳定工作会议
- **市场：**权益市场盘整涨跌互现，债市收益率大幅下行

本期推荐：《央行数字货币与现金：替代还是共存》

中国人民大学国际货币研究所

2024 年 4 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. 美联储官员普遍认为近期无需调整货币政策；欧央行 6 月降息可期； 日央行 4 月会议“放鸽”	- 1 -
2. 美元指数继续走强；人民币中间价基本稳定；CFETS 上涨.....	- 3 -
3. 全球贸易：需求景气或延续边际回升态势.....	- 4 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济数据追踪：经济延续回升态势，价格对名义增长仍有一定拖累	- 6 -
2. 财政政策追踪：提振需求仍待财政发力.....	- 8 -
3. 货币政策追踪：发力稳增长，坚定“防空转”.....	- 9 -
4. 房地产市场及政策追踪：基本面仍较弱，政策延续积极.....	- 10 -
(三) 货币银行.....	- 11 -
1. 监管动态：金融监管总局发布《关于做好 2024 年普惠信贷工作的通 知》，央行、金融监管总局印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》， 央行等七部门发文进一步强化金融支持绿色低碳发展.....	- 11 -
2. 重大事件：LPR 维持不变，央行设立科技创新和技术改造再贷款，支 持科技创新、技术改造和设备更新，央行召开 2024 年金融稳定工作会议	- 13 -
3. 2024 年 3 月货币金融及社会融资数据分析	- 14 -
(四) 资本市场.....	- 16 -
1. 股市：权益市场盘整.....	- 16 -
2. 债市：资金面边际收敛，收益率大幅下行.....	- 17 -
二、宏观金融研究专题： 央行数字货币与现金：替代还是共存- 20	
-	
(一) 摘要.....	- 20 -
(二) 引言.....	- 21 -

三、 主要经济金融数据 - 24 -

图表目录

图 1: 人民币汇率指数上涨	- 4 -
图 2: 美元指数篮子货币中, 日元跌幅居前	- 4 -
图 3: 3 月摩根大通全球制造业 PMI 回升至 50.6	- 5 -
图 4: 4 月前 20 日, 韩国出口同比升至 11.1%	- 5 -

表格目录

表 1: 3 月 M2 增量的结构 (单位: 亿元人民币)	- 15 -
表 2: 3 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. 美联储官员普遍认为近期无需调整货币政策；欧央行 6 月降息可期；日央行 4 月会议“放鸽”

基于对抗通胀进展“停滞不前”的担忧，美联储官员普遍认为近期无需调整货币政策。3 月美国 CPI、PPI、PCE 价格指数等通胀数据依然“火爆”。美联储半年度金融稳定性报告更是直言：通胀居高不下和利率长期处于高位是金融稳定的主要风险。基于对抗通胀进展“停滞不前”的担忧，美联储多位高级官员表态，认为基于最新数据，短期内无需调整货币政策。如，芝加哥联储主席古尔斯比表示，今年以来，通胀数据连续三个月高于预期“不容忽视”；美联储在通胀方面的进展已经停滞。享有 FOMC 永久投票权的纽约联储主席威廉姆斯表示，短期内无需调整货币政策，货币政策处于良好状态。他承认，仍需相当时间才能让美国通胀回落至美联储 2% 的目标，但对于通胀将继续逐步回落到 2% 仍有信心。里士满联储主席巴尔金则表示，通胀数据加重了对我们是否看到通胀趋势发生转变的疑问，他有点不愿意宣布美联储抗通胀胜利。美联储降息的时机将取决于即将公布的数据，慢慢看看通胀是否放缓是明智之举。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

欧央行4月议息会议继续按兵不动，同时发出放松货币政策的信号，或于6月开启降息。在4月议息会议上，欧央行继续维持再融资利率、存款机制利率和边际借贷利率在4.50%、4.00%和4.75%不变。同时，本次会议声明中新增了有关降息条件的表述：“如果管委会对通胀前景的最新评估、潜在通胀的动态和货币政策传导的力度，能够进一步增强ECB的信心，使其相信通胀正以持续的方式向其目标靠拢，那么降低当前货币政策限制水平将是合适的。”传达出较为明确的鸽派信号。此外，近期欧央行高级官员也纷纷表态，传导“降息很快就来”的信号。如，4月16日，欧央行行长拉加德明确表示：“如果没有重大冲击，我们将朝着必须调整紧缩货币政策的时刻迈进。”4月23日，欧央行副行长金多斯接受法国《世界报》采访时表示：“如果没有意外，欧洲央行将在6月利率会议上降息，但需要对后续的政策行动非常谨慎，并考虑美联储在降低通胀方面的进展。”

日央行4月货币政策会议维持利率不变，资产购买（长期国债、商业票据、公司债券）将继续按3月会议的决议进行。4月会议维持利率不变符合市场预期；但在资产购买计划方面，本次会议前，市场对于日央行缩减购债规模有一定预期，4月会议显然使市场缩表预期落空，整体偏鸽。此外，本次会议日央行发布了最新的经济 and 价格前景展望，在展望中，日央行上调了2024-2025财年通胀预测，并下调2024财年GDP预测。2024财年和2025财年的核心CPI（剔除新鲜食品）预测分别上调0.4pct和0.1pct至2.8%和1.9%，主要是因为近

期地缘冲突导致油价上涨以及日本政府取消能源补贴；新增的 2026 财年的核心 CPI 预测（剔除新鲜食品与能源）为 2.1%，超过日央行 2% 的通胀目标，主要是因为春斗工资增速大幅回升，超过市场预期。2024 财年 GDP 预测下调了 0.4% 至 0.8%，主要是因为近期消费不及预期。

2. 美元指数继续走强；人民币中间价基本稳定；CFETS 上涨

4 月，美元指数继续偏强运行，回到 106 上方。4 月 1 日至 26 日，美元指数累计上涨 1.5% 至 106.1。背后主要是美国基本面韧性超预期（包括 3 月非农就业人数、ISM 制造业 PMI 超预期等），以及通胀粘性凸显（3 月 CPI 和 PCE 物价指数超预期等），导致市场对美联储的降息预期不断降温、预期美联储首次行动时间推后。美元指数篮子中，低息货币（如日元）贬值幅度较大。4 月 1 日至 26 日，日元对美元累计贬值幅度达 4.6%。

4 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升值，CFETS 一篮子汇率走强。4 月前 26 天，人民币中间价较为稳定，在 7.1 附近的窄幅区间波动，即期汇率则在 7.23 附近波动。与其他非美货币相比，人民币兑美元贬值幅度较小，带来 CFETS 一篮子汇率走强，其最新读数为 4 月 19 日的 100.73，相比月初累计上涨 1%。



图 1: 人民币汇率指数上涨

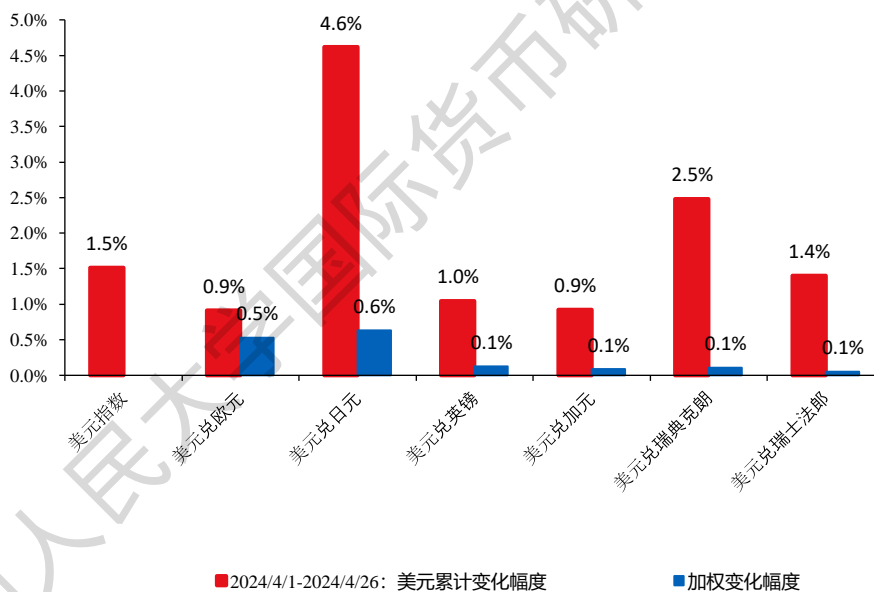
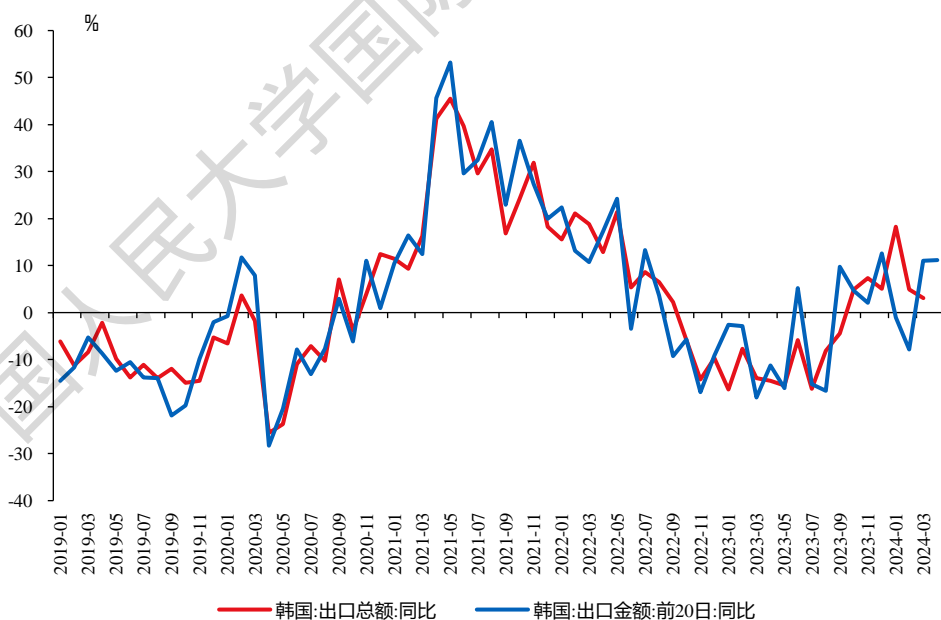
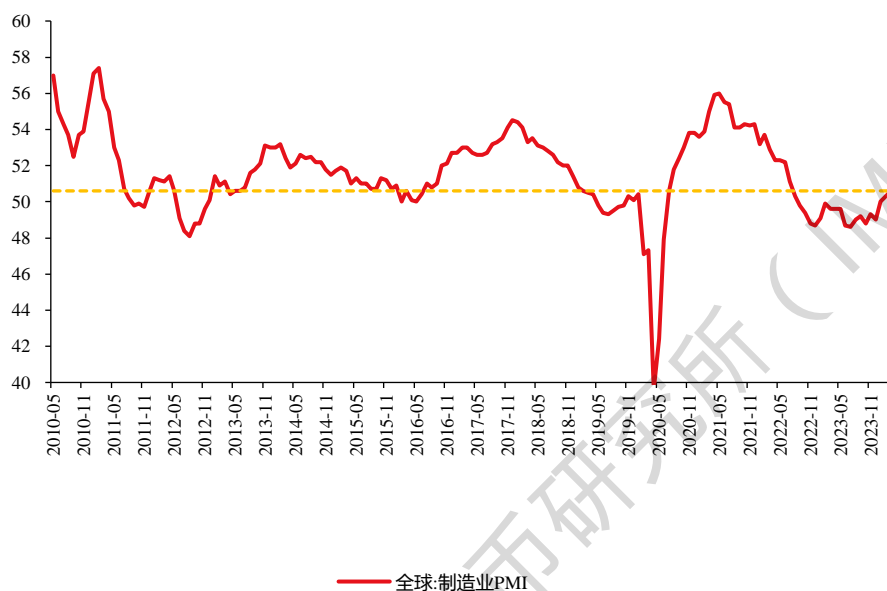


图 2: 美元指数篮子货币中, 日元跌幅居前

3. 全球贸易: 需求景气或延续边际回升态势

全球贸易需求或继续边际回暖。主要是因为: 其一, 3月摩根大通全球制造业 PMI 由 50.3 进一步升至 50.6, 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4月前20天同比上涨11.1%，较3月前20天的同比11%小幅回升。其三，越南4月上半月出口同比+13.5%，维持高位。



（二）国内宏观²

1. 经济数据追踪：经济延续回升态势，价格对名义增长仍有一定拖累

国民经济总体上延续回升向好态势，主要指标稳中有升，经济内生动能持续修复。一季度，国内生产总值同比增长 5.3%，高于前值 5.2%和预期 4.9%，主要拉动来自消费和出口；名义 GDP 增速 4.2%，平减指数仍为负（约为-1.1%），这一分歧是微观感受偏冷和宏观增速超预期背离的主要原因。

生产方面，工业增加值边际回落。一季度全国规模以上工业增加值同比增长 6.1%，较前值（1-2 月累计增速）回落 0.9 个百分点。分项看，一季度采矿业、制造业和电热水同比增速分别为 1.6%、6.7%、6.9%，均较前值回落，但值得关注的是，规模以上高技术制造业增加值同比增长 7.5%，比去年四季度加快 2.6 个百分点，高质量发展继续取得新进展。

固定资产投资延续改善。一季度全国固定资产投资同比增长 4.5%，高于前值（1-2 月累计同比增速）4.2%和预期 4.4%。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 8.8%、9.9%、-9.5%，基建投资增速小幅放缓，制造业投资仍为主要贡献，地产投资偏弱态势未改变。

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

消费方面，高基数叠加节日效应消退，社零增速回落，餐饮消费好于商品零售。一季度社会消费品零售总额同比增长 4.7%，增速较 1-2 月累计增速下滑 0.8 个百分点。3 月当月社零总额同比增长 3.1%，增速较 2 月下滑 2.4 个百分点，商品、餐饮同比增速分别为 2.7%、6.9%，必选消费品、体育娱乐用品、家电表现相对较好。

出口在高基数效应影响下超预期下滑。3 月出口金额同比-7.5%，预期-2.1%，前值 5.5%，高位回落主因在于上年同期基数较高。出口金额较 2 月环比增长 27%，高于历史同期，表明外需回升向好的态势并未发生根本性改变。结构方面，重点商品仍延续 2 月态势，船舶、机电、汽车等均录得同比增长；出口区域方面，对日本、韩国、东南亚的出口表现相对较好，而对欧美出口相对较弱。

价格方面，3 月 CPI 同比增长 0.1%，前值 0.7%，预期 0.3%。分项看，食品项和非食品项同比分别-2.7%、0.7%，食品价格为主要拖累，主要因节后价格季节性回落，叠加气温较往年高带来的鲜果鲜菜供给充足。3 月 PPI 同比-2.8%，前值-2.7%，预期-2.7%，走势与国际大宗商品价格背离，核心拖累来自于地产链需求低迷，钢材、水泥、煤炭等价格下行。

金融数据方面，3 月社融与信贷数据表现较弱。3 月，全国新增社融 4.87 万亿，同比少增 5192 亿元。结构方面，人民币贷款（社融口径）、政府债券为主要拖累，分别同比少增 6567 亿元、1389 亿元；企业债券和未贴现银承为主要支撑项，分别同比多增 1188 亿元、1758

亿元。3月新增人民币贷款3.09万亿，同比少增8000亿元，居民、企业部门表现均偏弱。3月居民短期、中长期贷款分别同比少增1186亿元、1832亿元；受高基数、平滑信贷要求、实体需求低迷等多重因素影响，企业短期、中长期贷款同比少增1015亿元、4700亿元。3月M0、M1、M2同比分别增长11.0%、1.1%、8.3%，前值分别为12.5%、1.2%、8.7%。春节效应消退，M2-M1增速剪刀差收窄0.3个百分点至7.2%。预计二季度信贷资源将继续向企业部门倾斜，总体信贷有望边际回暖。

2. 财政政策追踪：提振需求仍待财政发力

4月出炉了2024年一季度财政收支情况，全国一般公共预算收入同比下降2.3%，剔除去年同期中小微企业缓税入库抬高基数、去年年中出台的部分减税政策存在翘尾减收效应两项特殊因素影响后的增速为2.2%左右，仍保持恢复性增长势头。全国一般公共预算支出同比增长2.9%，一季度公共财政支出完成全年预算进度的24.5%，节奏与去年同期基本相当。一季度全国政府性基金预算收入、支出同比分别下降4%、15.5%，主要受制于土地出让收入增速连续下滑、一季度专项债发行进度偏慢的双重约束。整体看，在当前内需偏弱环境下，提振需求仍待财政发力。

4月，设备更新、消费品以旧换新等领域政策持续推进。4月11日，国新办举行国务院政策例行吹风会介绍《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》有关情况，从加大财政支持、完善税收支

持、优化金融支持、加强要素保障、强化创新支撑五个方面明确了强化政策保障的具体措施。4月12日，财政部发布《关于开展县域充换电设施补短板试点工作的通知》，明确2024至2026年，将按照“规划先行、场景牵引、科学有序、因地制宜”的原则，开展“百县千站万桩”试点工程，加强重点村镇新能源汽车充换电设施规划建设。

往后看，在“以进促稳、先立后破”的政策基调之下，财政政策发力方向仍大概率围绕“三大工程”与新质生产力。财政部在3月新闻发布会上明确表示，全力支持以科技创新引领产业创新，支持开展颠覆性技术、前沿技术研究，重点支持科技创新和制造业发展；统筹运用财政专项资金和政府投资基金等政策工具，支持战略性新兴产业发展壮大，传统产业加快转型升级。

3. 货币政策追踪：发力稳增长，坚定“防空转”

4月3日，央行发布2024年一季度货币政策委员会例会公报。货币政策取向方面，整体基调保持“精准有效”，此前“做好逆周期和跨周期调节”的表述调整为“做好逆周期调节”，删除“跨周期”表述或意在突出货币政策将在稳增长方向持续发力。在“充实货币政策工具箱”方面，强调以结构性支持为主，适当增加支农支小再贷款额度、加大对大规模设备更新和消费品以旧换新的金融支持等。

本次例会公报首次提出“关注长期收益率的变化”，受市场高度关注。年初以来，在全面降准落地、政策宽松预期升温、“资产荒”等多重因素综合作用下，10年期国债收益率一路下行，一度较大幅度

向下偏离政策利率水平。央行喊话“关注长期收益率的变化”或旨在引导市场回归理性，防止市场反转及引发的理财赎回潮等潜在冲击。

4. 房地产市场及政策追踪：基本面仍较弱，政策延续积极

数据层面，地产景气延续回落，销售降幅收窄，开发投资持续低迷，整体仍处于调整转型中。3月，国房景气指数92.07，前值92.12。投资方面，1-3月房地产开发投资累计同比-9.5%，前值（1-2月累计同比）-9.0%，降幅进一步扩大；全国房地产开发资金来源累计同比-26%，前值-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-27.8%、-11.1%、-20.7%，前值分别为-29.7%、-11.0%、-20.2%。价格方面，3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-2.7%、-5.9%，降幅均走阔。销售方面，1-3月销售面积、销售金额累计同比分别为-19.4%、-27.6%，前值分别为-20.5%、-29.3%，降幅有所收窄，或为“以价换量”效应。

政策层面，商业银行对房地产第一批“白名单”项目完成审查。据证券时报，截至3月末，商业银行对房地产融资协调机制推送的全部第一批“白名单”项目完成审查，其中审批同意项目数量超过2100个，总金额超过5200亿元。购房者对新房期房无法按时交付的担忧或为新房销售延续弱势的一大原因，在协调机制的推动下，“白名单”项目资金陆续到位将一定程度助于恢复居民购房信心。

区域政策层面，4月各大城市地产支持政策延续密集落地。一是继续优化公积金贷款政策。北京、广州相继公布调高公积金贷款额度上限，北京住房公积金最高贷款额度上调至160万元；广州一人购买自住住房、两人或两人以上购买同一套自住住房的最高额度分别调整至70万元、120万元。此外，湖南湘潭、贵州黔南州、安徽宿州、内蒙古自治区鄂尔多斯等多地相继优化住房公积金政策。二是持续推进“以旧换新”。郑州启动二手住房“卖旧买新、以旧换新”的试点工作，首批报名参加“以旧换新”的现房楼盘提供现房房源7987套。

（三）货币银行³

1. 监管动态：金融监管总局发布《关于做好2024年普惠信贷工作的通知》，央行、金融监管总局印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》，央行等七部门发文进一步强化金融支持绿色低碳发展

（1）金融监管总局发布《关于做好2024年普惠信贷工作的通知》

3月28日，金融监管总局发布《关于做好2024年普惠信贷工作的通知》，明确2024年普惠信贷总体目标，即保量、稳价、优结构。通知要求银行业金融机构完善体制机制，通过单列信贷计划、绩效考核倾斜、内部资金转移定价优惠等方式，保持普惠信贷业务资源投入

³ 撰写人：王剑（IMI研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

力度。增强数字化经营能力，优化信贷审批模型，构建“信贷+”服务模式。保持农村基础金融服务全覆盖，推动农村基础金融服务提质升级。提高残疾人、老年人等特定群体享受金融服务的便利性等。

(2) 央行、金融监管总局印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》

4月3日消息，央行、金融监管总局联合印发《关于调整汽车贷款有关政策的通知》，优化汽车贷款最高发放比例，加大汽车以旧换新场景金融支持。通知明确，自用传统动力汽车、自用新能源汽车贷款最高发放比例由金融机构自主确定；商用传统动力汽车贷款最高发放比例为70%，商用新能源汽车贷款最高发放比例为75%；二手车贷款最高发放比例为70%。

(3) 央行等七部门发文进一步强化金融支持绿色低碳发展

4月10日消息，近日，央行联合国家发展改革委、工业和信息化部、财政部、生态环境部、金融监管总局和中国证监会印发《关于进一步强化金融支持绿色低碳发展的指导意见》。指导意见提出的主要目标是，未来5年，国际领先的金融支持绿色低碳发展体系基本构建；到2035年，各类经济金融绿色低碳政策协同高效推进，金融支持绿色低碳发展的标准体系和政策支持体系更加成熟，资源配置、风险管理和市场定价功能得到更好发挥。

2. 重大事件：LPR 维持不变，央行设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技创新、技术改造和设备更新，央行召开 2024 年金融稳定工作会议

(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 4 月 22 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) 央行设立科技创新和技术改造再贷款，支持科技创新、技术改造和设备更新

4 月 7 日消息，央行设立科技创新和技术改造再贷款，激励引导金融机构加大对科技型中小企业、重点领域技术改造和设备更新项目的金融支持力度。科技创新和技术改造再贷款额度 5000 亿元，利率 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次，每次展期期限 1 年。发放对象包括国家开发银行、政策性银行、国有商业银行、中国邮政储蓄银行、股份制商业银行等 21 家金融机构。

(3) 央行召开 2024 年金融稳定工作会议

4 月 15 日消息，近日，央行召开 2024 年金融稳定工作会议。会议强调，金融稳定系统要继续按照“稳定大局、统筹协调、分类施策、精准拆弹”的方针，把握好权和责、快和稳、防和灭的关系，持续有效防控化解重点领域风险。要加强从宏观视角对金融稳定总体形势的

分析，健全风险监测评估体系，完善系统性风险认定机制，强化风险提示和早期预警。要有力有序有效处置存量风险，进一步健全具有硬约束的风险早期纠正机制，遏制增量风险。要持续完善风险处置机制，强化金融稳定保障体系，构建防范化解金融风险长效机制，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

3. 2024年3月货币金融及社会融资数据分析

2024年3月末，基础货币余额为37.10万亿元，全月减少1068亿元。其中，现金（货币发行）减少5659亿元，银行的存款准备金增加6122亿元，非金融机构存款减少1531亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币6684亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币6463亿元，其他资产回笼基础货币934亿元。

3月末的M2余额304.8万亿元，同比增长8.3%，增速比上月末低0.4个百分点。按不含货基的老口径统计，3月份M2增加约5.40万亿元。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3.39万亿元，财政净支出等财政因素派生M2约1.33万亿元；银行自营购买企业债券派生M2约2481亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素派生M2约3791亿元（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501亿元。

表 1: 3 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	-3,799	外占	501
单位活期	23,692	债券	2481
单位定期	6,478	贷款(加回核销和 ABS)	33,919
个人	28,390	财政净支出	13,270
非银	-799	其他(非银、非标等)	3,791
合计	53,962	合计	53,962

3 月末，社会融资规模存量为 390.32 万亿元，同比增长 8.7%；社会融资规模增量为 4.87 万亿元。2024 年一季度社会融资规模增量累计为 12.93 万亿元，比上年同期少 1.61 万亿元。

表 2: 3 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	32.920	244.59	9.2
外币贷款（折合人民币）	543	1.81	-3.6
委托贷款	-465	11.17	-1.3
信托贷款	681	4.1	9.6
未贴现银行承兑汇票	3,550	3.03	-3.1
企业债券	4,545	31.83	1.3
政府债券	4,626	71.15	14.7
非金融企业境内股票融资	227	11.51	6
存款类金融机构资产支持证券	-588	1.26	-34.1
贷款核销	1,587	8.86	15.1
社会融资规模增量	48,675	390.32	8.7

（四）资本市场⁴

1. 股市：权益市场盘整

（1）市场回顾

权益市场涨跌互现。指数层面，4月（截至4月24日，下同），上证指数涨0.12%，深证成指跌1.59%，创业板指跌2.9%。4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41%、16%和1%分位数。成交上，4月成交活跃度回落，全A日均成交额8878.0亿元，3月为10156.3亿元。资金方面，4月24日，融资业务余额1.49万亿元，较上月末减少105亿元；北向资金净流出190.53亿元，上月为净流入。

行业方面，近20个交易日，中信一级行业指数中，家电领涨，涨幅6.2%；有色金属（+5.39%）、石油石化（+4.92%）、交通运输（+4.01%）、银行（+3.86%）涨幅靠前；房地产领跌，跌幅15.27%；传媒（-11.53%）、计算机（-9.78%）、综合（-9.21%）、消费者服务（-7.58%）跌幅靠前。Wind热门概念指数中，航运领涨，涨幅为+9.95%；黄金珠宝（+9.4%）、钴矿（9.19%）、央企煤炭（9.20%）涨幅居前；ST板块（-19.78%）、抖音平台（-19.08%）、WEB3.0（-17.16%）、华鲲振宇（-16.28%）跌幅较大。风格方面，大盘指数（-0.43%）强于小盘指数（-2.16%），上证50（+0.38%）强于创业板指（-2.90%）。

⁴ 撰写人：孙超（IMI研究员）

(2) 市场展望及配置建议

4月发布的一季度经济数据整体稳中向好，GDP同比增速超预期，但仍存在结构分歧，固定资产投资延续改善，高基数效应下消费与出口出现回落。资本市场政策方面，“新国九条”重磅落地，在新股上市发行、上市公司监管、退市机制、强化机构监管、加强交易监管等环节进一步明确资本市场的机制和方向，强监管、防风险、促高质量发展成为主线，将增强中长期场外资金入市信心。

往后看，权益市场短期内仍以结构震荡行情为主，行业轮动加快，在上市公司监管趋严、分红要求持续提高的背景下，红利股有望继续占优，建议关注绩优的高股息蓝筹股。中长期看，在房地产转型、新旧动能切换时期，战略性新兴产业和未来产业作为形成和发展新质生产力的重点领域或具较高配置价值。板块方面，仍建议关注新质生产力相关的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，收益率大幅下行

(1) 资金面边际收敛，资金价格先下后上

流动性方面，4月央行延续净回笼，资金面边际收敛，资金价格先下后上。央行4月（截至4月24日，下同）净回笼9900亿元。其中，逆回购净回笼8400亿元，包括340亿元的投放、8740亿元的到期；MLF净回笼700亿元，包括1000亿元的投放、1700亿元的到

期；国库现金定存净回笼平 800 亿元，包括 700 亿元的投放、1500 亿元的到期。资金价格方面，在防止资金空转的背景下，今年以来资金利率平稳但偏高。4 月资金价格先下后上，DR001、DR007 的平均利率分别为 1.74%、1.84%，较 3 月平均值分别下行 0.58BP、5.43BP。

(2) 收益率大幅下行，信用利差压缩

收益率方面，4 月利率债收益率全面下行，国债短端下行幅度较大，国开长短下行幅度较大。4 月（截至 4 月 24 日，下同），1 年期国债到期收益率下行 5.29BP 至 1.67%，10 年期国债到期收益率下行 1.74BP 至 2.27%；1 年期国开债到期收益率上行 0.24BP 至 1.84%，10 年期国开到到期收益率下行 6.53BP 至 2.35%。4 月中上旬，在市场对超长期特别国债发行时点预期延后，股债跷跷板效应、资产荒延续等因素下，长端利率震荡走强。4 月 24 日，央行第三次喊话长债风险，收益率开始全线反弹，当日长期先国债单日上行超 5bp。

信用债方面，3 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 年期收益率相对 3 月底分别下行 25.6BP、23.62BP、21.26BP 至 2.07%、2.27%、2.41%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 3 月底分别下行 25.61BP、27.62BP、29.26BP 至 2.17%、2.37%、2.53%。

利差方面，4 月信用利差大幅压缩，期限利差走势分化。4 月，1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对上月末分别压缩 25.84BP、25.85BP 至 22.76BP、32.76BP；5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别压缩 9.97BP、

17.97BP 至 25.61BP、37.61BP。4 月，国债 3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y 期限利差分别相较上月底变动 0.67BP、-4.8BP、3.55BP。

(3) 市场展望及配置建议

一季度经济数据陆续发布，GDP 同比增长超预期，但房地产数据仍表现不佳，消费与出口出现边际回落，债市中期支撑逻辑仍在。往后看，“资产荒”局面仍未出现缓解迹象，理财和基金等机构依旧面临欠配，债市二季度的核心矛盾仍为利率债供给节奏和汇率波动对宽松货币节奏的影响。策略上，震荡行情下的久期策略波动加大，票息和品种策略或更占优。品种上，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： 央行数字货币与现金：替代还是共存

(一) 摘要

在数字化时代的货币新格局下，本文重点探讨央行数字货币的兴起与现金的未来，并基于零售型央行数字货币对现金的不同替代程度系统分析其形成的经济效应。结果表明：第一，央行数字货币的产生是由数字化时代内在需求推动的，是技术进步和中央银行发展的必然结果，其中零售型央行数字货币将与现金长期共存，并对现金需求和经济金融体系产生深远影响；第二，零售型央行数字货币对现金需求的影响存在不确定性。基于支付工具选择理论，从交易便利性和持有收益性来看，零售型央行数字货币将对现金产生替代，但考虑到匿名性与普惠性需求，零售型央行数字货币难以完全替代现金；第三，通过不完全替代现金和银行存款，零售型央行数字货币将对银行体系、金融稳定、货币政策等方面产生影响，而在完全替代条件下，负利率政策的可行性与有效性需要重新评估。基于此，各国应该充分认识央行数字货币发行可能带来的利与弊，更为准确地把握零售型央行数字货币及其与现金的关系，并在试点中基于本国实际不断进行检验和修正，以逐步形成更为科学合理的货币新格局。

⁵ 撰写人：宋科，国际货币研究所副所长，中国人民大学财政金融学院教授，中国财政金融政策研究中心、金融科技研究所研究员；孙翼，中国人民大学金融科技研究所副研究员；本文原载于《学术研究》2024年第2期《央行数字货币与现金：替代还是共存》。原文链接：
https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=yqeyU9EK6jS71U97TgpTHbFqKArnbuWkZnL4pU41CbVyxDy-rJoPIV3YD_YT_Ye5TSNNcS6IIOrG7Vr02KXZK2DuKePOD7lorzaJI-cgGAHzDzEm462ChMmA_pP0yUq6&uniplatform=NZKPT&flag=copy

（二）引言

近年来，虚拟货币和稳定币等私人数字货币的出现与发展极大地刺激了各国对于央行数字货币（CBDC）的研究与试点。据国际清算银行（BIS）调查，近年来各国对央行数字货币的态度普遍从谨慎保守转变为积极探索，热情不断高涨。截至 2023 年初，全球 93% 的中央银行都在积极从事央行数字货币的研究工作，超过一半的央行正在开展试验和试点工作。其中，零售型央行数字货币从最初被定位为数字化时代替代现金的支付工具至今，至少已经在 88 个国家和地区开展了相关项目。那么，潜在的问题在于，随着零售型央行数字货币逐渐普及，它能否在未来新的货币格局下完全替代现金？抑或与现金长期共存？厘清上述问题，对于正确把握并分析央行数字货币未来走势及其宏观经济效应，科学有效进行现金管理具有重要理论价值与现实意义。

从更为广泛的历史经验来看，银行卡、移动支付等非现金支付方式的普及并未对现金形成完全替代。例如，自 2011 年我国移动支付加速发展以来，M0 依然保持每年 5% 左右增长，基于小额支付场景的移动支付对现金形成一定程度的增量替代而非总量替代，且以替代现金交易媒介职能为主，而非价值贮藏职能。近年来，在非现金支付冲击下，美元、欧元、日元、英镑、韩元等货币的现金流通量不降反升。目前，相对比较统一的认识在于，零售型央行数字货币作为现金的补

充，将在相当长时间内与现金并行使用、逐步替代、长期共存，尚无法在短期内实现对现金的完全替代。

事实上，零售型央行数字货币与现金都是货币当局的负债，以国家信用作为支撑，具有法偿性和强制性，且大都采用“中央银行—商业银行”的二元模式进行发行与回笼。零售型央行数字货币能够“复制”现金的绝大部分功能，但差异性又决定了两者既存在替代逻辑又有共存的必要。从替代逻辑看，基于效率提升与成本节约取向的现金形态转变，零售型央行数字货币相较于现金具有显著的交易便利性与持有收益性，进而能够在很大程度上替代现金，即使对于是否要对零售型央行数字货币持有计付利息尚未定论。此外，借助零售型央行数字货币的技术可控性，又能够使得监管部门更好管控洗钱、恐怖融资等风险，符合政策替代逻辑。从共存逻辑看，作为典型的零息匿名债券，现金的匿名性与价值贮藏便利性等功能无法被零售型央行数字货币完全“复制”。实际上，现金具有“两个 80%”的特征，即美国、中国、日本等国家约 80%以上纸币都以大面值纸币形式存在，全球范围内约 80%以上现金职能体现在价值贮藏而非交易媒介。除了基本的交易性现金需求和预防性现金需求之外，大量现金需求来自于避税、腐败、非法移民和恐怖融资等非法地下经济活动。在这些逃避国家监管的非正式经济中，现金成为重要媒介。此外，居民在合规交易中也同样需要匿名性。许多国家一直将合理的隐私保护作为零售型央行数字货币设计的关键特征，但这种匿名都是以风险可控为前提的有限匿

名，完全匿名的央行数字货币是不可行的。值得一提的是，2020年3—11月的疫情初期，M0平均同比增长在10%以上，远高于近年的5%，表现出明显的“异常增长”，而且公众取现频率更低、额度更大，2020年中国现金取现额度全球最高。可能的原因除了公众在危机时期的避险需求之外，也与2020年初以来数字人民币加速推进，其强监管性、可控匿名等特征改变了公众对于现金替代的监管预期有关。

可以看到，尽管匿名性对于央行数字货币的研发与推广非常重要，但是央行数字货币的匿名探索不能违反反洗钱、反恐怖融资及反逃税等监管规定。零售型央行数字货币与非正式经济和资产的匿名性需求产生冲突，使得现金无法被完全替代，存在长期共存的客观趋势。此外，现金作为现代社会最基础的货币形态，是无门槛的支付手段，与用户身份没有关联，可随时随地完成交易，具有最广泛的适用性。能够满足支付基础设施水平较低地区以及老年人、残障人士等特殊群体的支付需要，可以作为预防技术失灵的应急工具，使得现金具有不可替代性。

当前，在新型技术加速迭代并不断赋能货币形态转变的大背景下，无论是基于零售型央行数字货币与现金共存（不完全替代），还是极端情况下完全替代的情形，有必要对其可能带来的宏观经济效应进行准确分析与预判，进而在无损经济秩序和金融稳定的条件下稳慎推进现金数字化与现金管理。

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- Jun	23- July	23- Aug	23- Sept	23- Oct	23- Nov	23- Dec	24- Jan	24- Feb	24- Mar
CPI	同比	0.0	-0.3	0.1	0.0	-0.2	-0.5	-0.3	-0.8	0.7	0.1
PPI	同比	-5.4	-4.4	-3.0	-2.5	-2.6	-3.0	-2.7	-2.5	-2.7	-2.8
制造业 PMI	指数	49.0	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	49.0	49.2	49.1	50.8
工业增加值	累计 增长	3.8	3.8	3.9	4.0	4.1	4.3	4.6		7.0	6.1
工业企业 利润总额	累计 同比	-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	3.8	3.4	3.2	3.1	2.9	2.9	3.0		4.2	4.5
社会消费 品零售总 额	同比	3.1	2.5	4.6	5.5	7.6	10.1	7.4			3.1
进出口总 值	当期 同比	-10.1	-13.6	-8.2	-6.2	-2.5	0.0	1.4	11.1	-1.1	-5.1
M2	同比	11.3	10.7	10.6	10.3	10.3	10.0	9.7	8.7	8.7	8.3
社会融资 规模	存量 (万 亿元)	365.45	365.77	368.61	372.50	374.17	376.39	378.09	384.32	385.71	390.32
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值(亿 元)	30495	3460	13580	23118	7384	10887	11709	49143	14556	30889

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。

