

# IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 7 期（总第 63 期）



- **海 外：**美经济进入技术性衰退，欧洲退出负利率时代
- **宏 观：**经济各方面持续改善，社融总量超预期
- **机 构：**监管部门发文促进网贷及信用卡业务健康发展
- **市 场：**市场进入宽基震荡阶段，中票收益率明显下行

**本期推荐：**流动性监管、银行稳健性与货币政策传导

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 7 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

魏本华 张之骧 赵锡军

**主 编**：宋 科

**执行主编**：彭俞超

**编 委**（按姓氏音序排列）：

黄 楠 彭俞超 宋 科 孙 超 王 剑

张 斌 张 瑜 朱霜霜

## 目 录

<b>一、国内外经济金融形势研判</b> .....	<b>- 1 -</b>
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 全球主要经济体经济走势分析.....	- 1 -
2. 汇率展望：人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件—— 出口走弱且 PMI 偏弱 .....	- 11 -
(二) 国内宏观.....	- 11 -
1. 经济：6 月疫情得到控制，经济边际改善.....	- 12 -
2. 通胀：CPI 同比略有上涨，PPI 持续回落 .....	- 16 -
3. 金融：社融增量改善，但信贷结构不佳.....	- 17 -
(三) 商业银行.....	- 19 -
1. 发文进一步促进互联网贷款和信用卡业务的健康发展.....	- 19 -
2. 2022 年 6 月货币金融数据分析.....	- 21 -
(四) 资本市场.....	- 22 -
1. 股市：风格撕裂和看跌期权.....	- 22 -
2. 债市：长端利率小幅上行.....	- 25 -
<b>二、宏观经济专题：流动性监管、银行稳健性与货币政策传导</b> .....	<b>- 28 -</b>
(一) 摘要.....	- 28 -
(二) 引言.....	- 29 -
<b>三、主要经济数据</b> .....	<b>- 32 -</b>

## 图表目录

图 1：2022Q2 美国 GDP 增速-0.9%（注：单位%） .....	- 4 -
图 2：美国 6 月制造业 PMI 降至 53 .....	- 5 -
图 3：美国 6 月 CPI 同比升至 9.1%（注：单位%） .....	- 5 -
图 4：美国 6 月失业率维持在 3.6%（注：单位%） .....	- 5 -

图 5: Q1 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 2% (注: 单位%)	- 7 -
图 6: 欧元区 7 月制造业 PMI 下滑至 49.6	- 7 -
图 7: 欧元区 6 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)	- 7 -
图 8: 欧元区 6 月 HICP 同比升至 8.6% (注: 单位%)	- 8 -
图 9: 2022Q1 日本实际 GDP 环比折年率为-0.5% (注: 单位%)	- 9 -
图 10: 日本 6 月制造业 PMI 降至 52.7	- 10 -
图 11: 日本 6 月失业率降至 2.7% (注: 单位%)	- 10 -
图 12: 6 月日本 CPI 同比降至 2.4% (注: 单位%)	- 10 -

## 表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 2 -
表 2: 5 月 M2 增量的结构	- 21 -
表 3: 经济数据一览	- 32 -

---

# 一、国内外经济金融形势研判

## （一）海外宏观<sup>1</sup>

### 1. 全球主要经济体经济走势分析

美国经济进入“技术性衰退”；通胀再度超预期上行；7月如期加息75bp。经济方面，2022年Q1-Q2美国GDP连续2个季度负增长，但Q1、Q2内需（私人消费+私人投资）对GDP环比拉动率分别为2.5%、-0.02%，未连续两个季度为负，表明虽然Q2数据确实反映了经济的实质性转差。但从内需并不算进入“技术性衰退”，经济指标还没有那么差。通胀方面，6月CPI同比上行至9.1%，再度高于彭博预期8.8%，同时涨价范围扩大（通胀宽度），美国CPI中涨幅超过2%的项目比例（90%左右）已接近或达到1990年代初期和1980年代初期的峰值，涨幅超过5%的项目比例（70%左右）已超过1990年代初期的峰值（60%左右），接近1980年代初的水平（80-90%）。货币政策方面，7月FOMC会议如期加息75bp，市场对美联储加息预期降温。欧元区经济衰退风险上升；通胀再创新高；7月欧央行单次加息50bp。经济方面，7月欧元区经济景气指数从上月103.5降至99，为去年3月以来的最低水平，远低于经济学家此前预期的102，显示欧元区经济面临较大下行风险。通胀方面，6月欧元区HICP同比升至8.6%，再创历史新高。货币政策方面，7月欧央行议息会议单

---

<sup>1</sup> 撰写人：IMI研究员张瑜

次加息 50bp，正式退出负利率时代，彰显对抗通胀决心。日本经济前景趋弱；通胀仍维持高位；日央行继续维持超宽松政策。经济方面，前景趋弱，7月25日，日本内阁府大幅下调2022年经济预期至2%（1月预期为3.2%）。通胀方面，6月日本CPI同比小幅回落至2.4%，仍维持高位。货币政策方面，继续维持超宽松政策。

	指标	2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			与上期比较
		4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	
美国	实际GDP增速 (环比折年率, %)	6.7			2.3			6.9			-1.6			-0.9			↑
	失业率 (%)	6.0	5.8	5.9	5.4	5.2	4.7	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	持平
	CPI (同比, %)	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	↑
	货币政策	7月FOMC政策决议符合市场预期，将联邦基金利率目标区间上调75bp至2.25%-2.5%；缩表继续按计划，9月到期赎回上限提升至950亿美元。															
欧元区	实际GDP增速 (环比折年率, %)	8.9			9.7			1.6			2			-			-
	失业率 (%)	8.2	8.1	7.9	7.6	7.5	7.3	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.6	-	↓
	CPI (同比, %)	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	↑
	货币政策	7月欧央行议息会议单次加息50bp，正式退出负利率时代。															
日本	实际GDP增速 (环比折年率, %)	2.6			-3.2			4			-0.5			-			-
	失业率 (%)	3.0	3.1	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	↑
	CPI (同比, %)	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.4	↑
	货币政策	日本央行7月21日在货币政策会议上决定，维持现行的大规模货币宽松政策。															

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

---

## **(1) 美国经济进入“技术性衰退”；通胀再度超预期上行；7月如期加息 75bp**

经济方面，二季度加息冲击下美国已进入“技术性衰退”，但没有那么差。美国二季度 GDP 环比折年率-0.9%，大幅低于彭博一致预期 0.7%，前值-1.6%。同比增速+1.6%，低于彭博一致预期+2.1%，前值 3.5%。但经济指标没有看起来那么差。以私人消费+私人投资加总衡量美国经济内生需求，以进出口+政府支出加总衡量美国经济逆周期需求。可以看到：2022Q1 经济内生需求仍保持偏强，对 GDP 环比增速的拉动率达到 2.5%；而 Q2 内生需求对 GDP 环比增速的拉动率为-0.02%，经济中正向贡献的因素仅为逆周期需求；因此 Q2 数据确实反映了经济的实质性转差。但从内生需求来看，并未持续两个季度负增长，内需并不算进入“技术性衰退”。

通胀方面，6月再度大幅上行，超出市场预期。6月 CPI 同比上行至 9.1%，高于彭博预期 8.8%。从数据结构看，6月 CPI 同比上行 0.5 个百分点，汽油、能源服务（电力和天然气）、房租、医疗和运输服务价格是主要边际拉动项，对 6月 CPI 同比的边际拉动分别为 0.45、0.11、0.06、0.05、0.05 个百分点。糟糕的通胀形势，不仅仅体现为读数的走高（通胀高度），还表现为涨价范围的扩大（通胀宽度），美国通胀高度虽不及 1980 年代初期，但通胀的宽度已经达到了。美国 CPI 中涨幅超过 2% 的项目比例（90%左右）已接近或达到 1990 年代初期和 1980 年代初期的峰值，涨幅超过 5% 的项目比例（70%左右）

已超过 1990 年代初期的峰值（60%左右），接近 1980 年代初的水平（80~90%）。在通胀上行、通胀变宽的时期，通胀读数超预期（彭博一致预期）的概率越大，金融市场隐含波动率的情况也侧面验证了这一点，1990 年以来，通胀上行、通胀变宽的时期，美债和美股的隐含波动率大多也会上升。

货币政策方面，7 月加息 75bp 符合市场预期，市场对美联储加息预期降温。7 月 FOMC 政策决议符合市场预期，将联邦基金利率目标区间上调 75bp 至 2.25%-2.5%；缩表继续按计划，9 月到期赎回上限提升至 950 亿美元。新闻发布会中，鲍威尔首次提及在某个时点可能将开始放缓加息步伐，市场解读边际偏鸽，对美联储加息步伐的预期有所缓和，联邦基金利率期货市场对于年底加息终点的预期由 3.4% 降至 3.3% 左右。

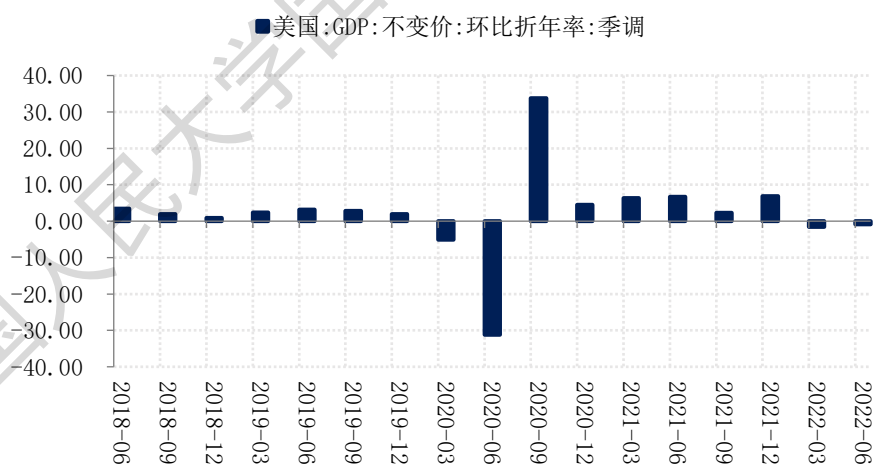


图 1：2022Q2 美国 GDP 增速-0.9%（注：单位%）



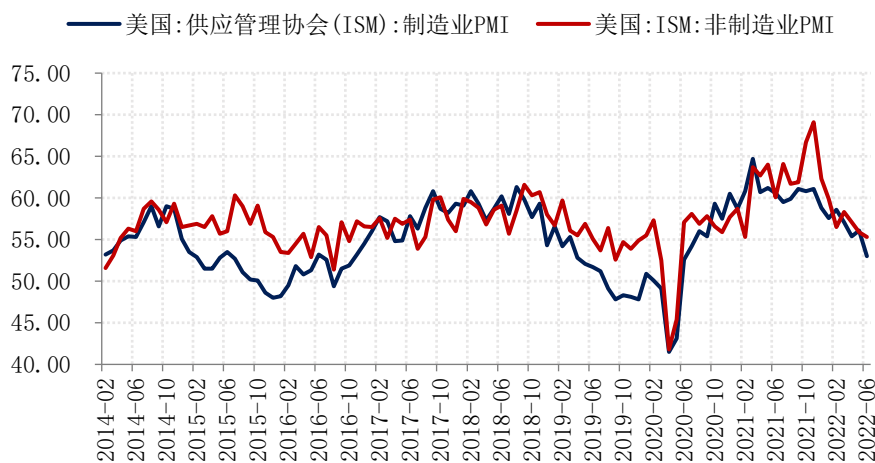


图 2: 美国 6 月制造业 PMI 降至 53

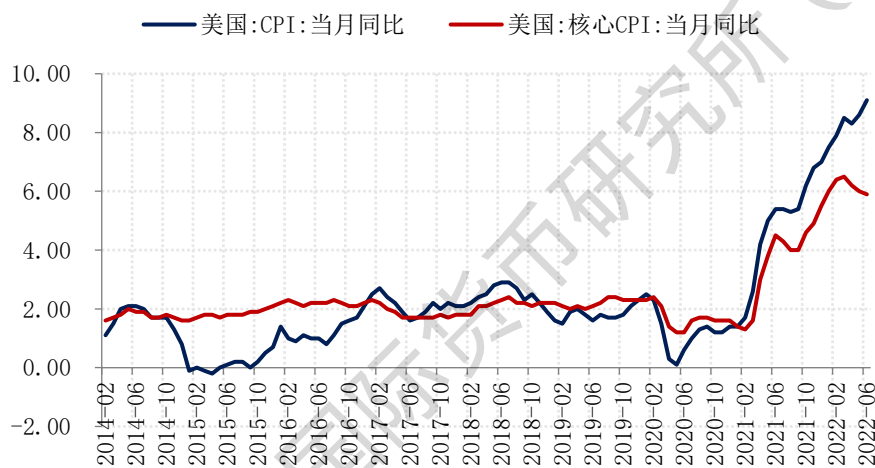


图 3: 美国 6 月 CPI 同比升至 9.1% (注: 单位%)

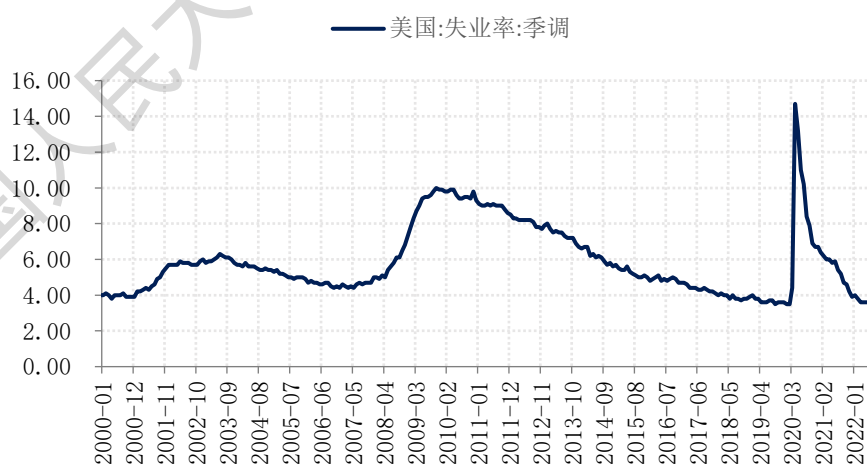


图 4: 美国 6 月失业率维持在 3.6% (注: 单位%)

## (2) 欧元区经济衰退风险上升；通胀再创新高；7 月欧央行单

---

## 次加息 50bp

经济方面，衰退风险上升。俄乌冲突下的能源冲击以及欧洲央行十一年来的首次加息，加剧了市场对欧元区经济衰退的担忧。7月欧元区经济景气指数从上月 103.5 降至 99，为去年 3 月以来的最低水平，远低于经济学家此前预期的 102，显示欧元区经济面临较大下行风险。从主要构成来看，消费者信心领跌，从 6 月的-23.8 下降至 7 月的-27，并触及纪录低点，这意味着居民对前景的担忧情绪正在快速升温。另外，所有受访行业的乐观情绪均出现不同程度的下滑，工业和服务业信心大幅下降，零售和建筑业信心温和下降。

通胀方面，居高不下，6 月再创新高。6 月欧元区 HICP 同比升至 8.6%，再创历史新高。数据显示，6 月欧元区能源价格同比上涨 41.9%，是推升当月通胀的主因；食品和烟酒价格上涨 8.9%；非能源类工业产品价格上涨 4.3%；服务价格上涨 3.4%。当月，剔除能源、食品和烟酒价格的核心通胀率为 3.7%。

货币政策方面，7 月欧央行议息会议单次加息 50bp，正式退出负利率时代，彰显对抗通胀决心。自 2022 年 7 月 27 日起，欧央行将存款便利利率、主要再融资利率、边际贷款便利利率均上调 50bp，分别至 0%、0.5%、0.75%，这意味着欧元区自 2014 年 6 月步入负利率后，至今正式结束负利率时代。同时货币政策声明中显示，欧央行将放弃货币政策前瞻指引，并以“依赖数据”确定未来货币政策路径。在美联储之后，欧央行货币政策也彰显对抗通胀的决心。



图 5: Q1 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 2% (注: 单位%)

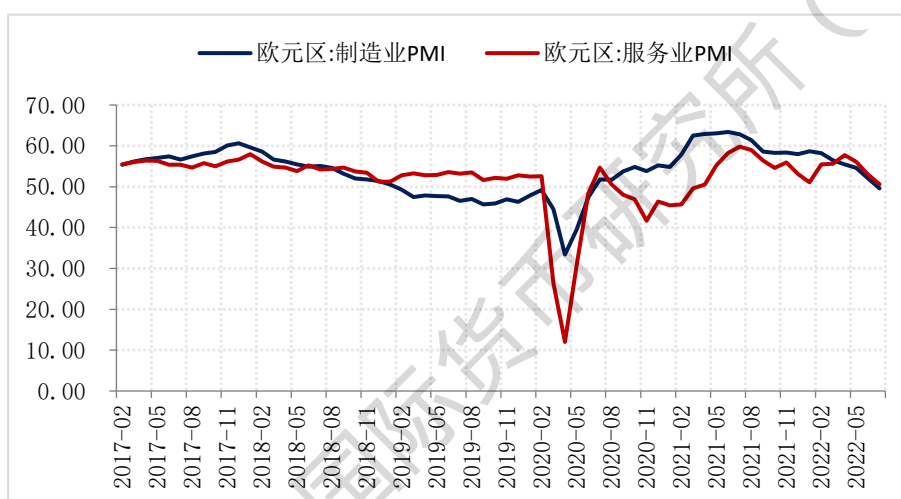


图 6: 欧元区 7 月制造业 PMI 下滑至 49.6

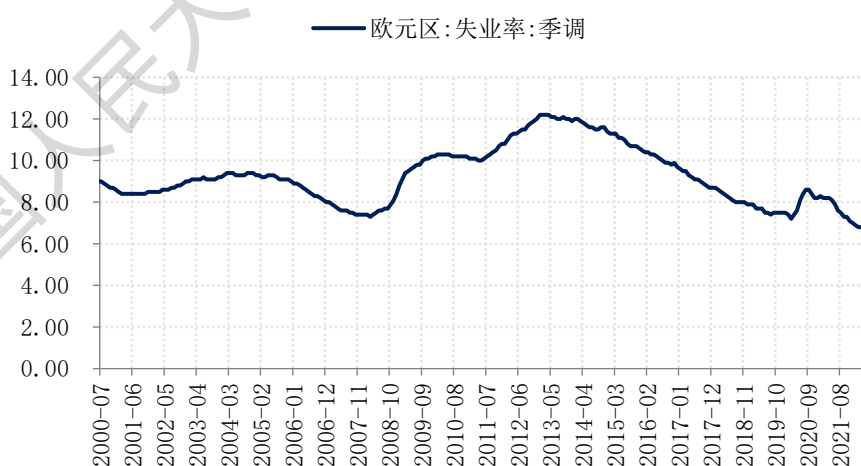


图 7: 欧元区 6 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)

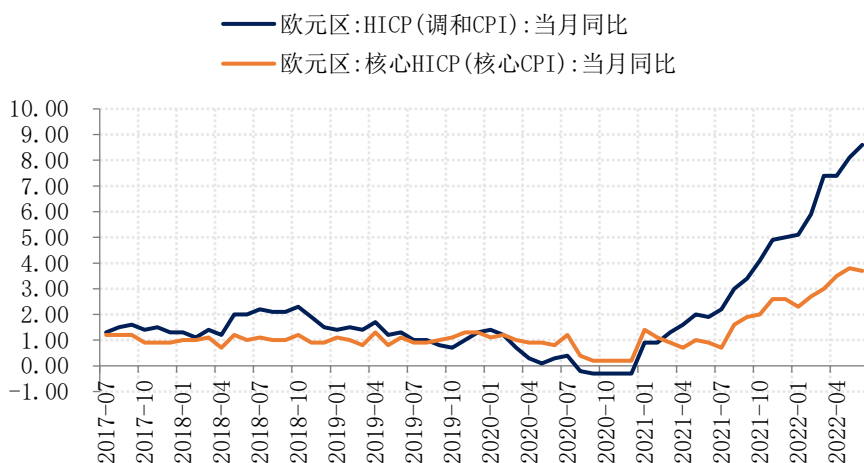


图 8: 欧元区 6 月 HICP 同比升至 8.6% (注: 单位%)

### (3) 日本经济前景趋弱；通胀仍维持高位；日央行继续维持超宽松政策

经济方面，内需动力不足，前景趋弱。7月25日，日本内阁府发布估算称，2022年度经济实际GDP增长率将为2.0%，与1月在内阁会议上确定的展望（3.2%）相比大幅下降。在此次估算中，内需的增长贡献度在整体上从3.0个百分点降至2.3个百分点，显示内需动力趋弱。首先，作为内需的支柱之一、占GDP的约2成的设备投资预期增长2.2%，相比1月时的预期（5.1%）有所下调。由于中国的新冠清零政策和俄罗斯进攻乌克兰等影响，全球的供应链出现混乱，资源价格走高，前景的不确定性正在加强。其次，占GDP过半的个人消费的增速也下调0.4个百分点，降至3.6%。外需明显放缓。此前预计外需将作出0.2个百分点的积极贡献，但此次下调为0.3个百分点的消极贡献。此前预测为5.5%的出口增速下调至2.5%。

通胀方面，6月日本CPI同比小幅回落至2.4%，仍维持高位。受国际市场能源等商品价格持续上涨影响，去年下半年以来，日本物价快速上涨。截至今年6月，核心通胀指数已连续10个月同比上涨。同时，7月日本央行货币政策会议宣布将2022财年（截至2023年3月）通胀预期上调至2.3%，显示日本通胀压力仍较大。

货币政策方面，日央行继续维持超宽松政策。日本央行7月21日在货币政策会议上决定，维持现行的大规模货币宽松政策。7月会议纪要显示，委员一致认为日央行必须保持宽松政策，以持续、稳定的方式实现物价目标与工资上涨。

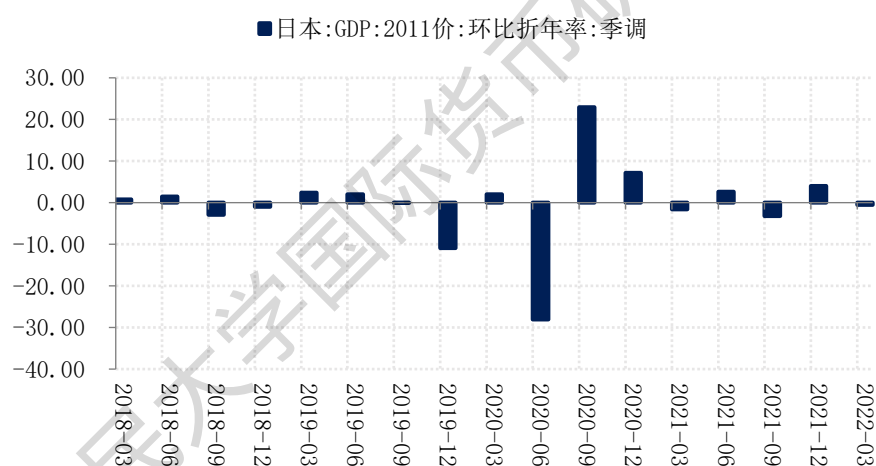


图 9: 2022Q1 日本实际 GDP 环比折年率为-0.5% (注: 单位%)

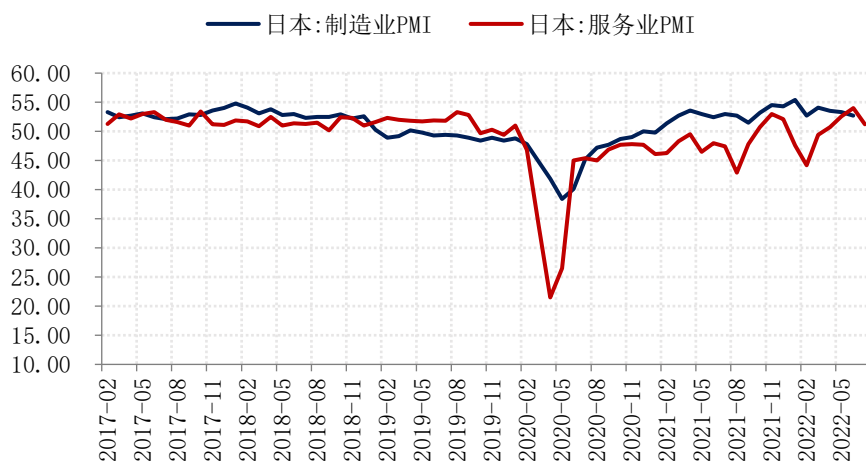


图 10: 日本 6 月制造业 PMI 降至 52.7

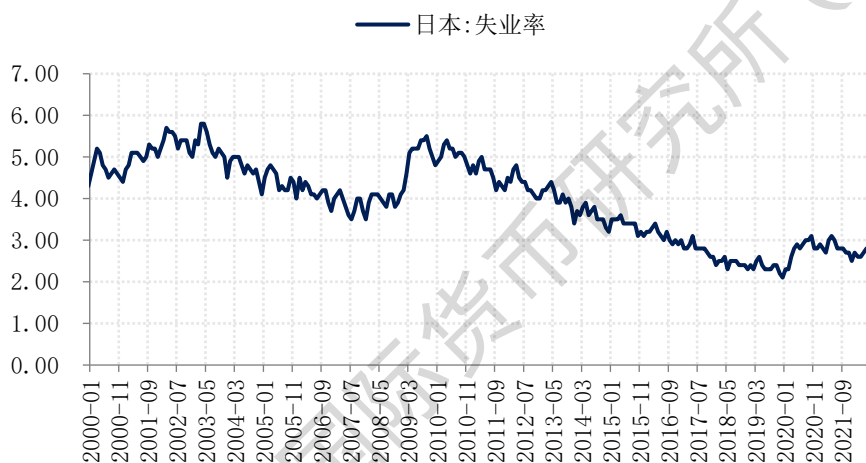


图 11: 日本 6 月失业率降至 2.7% (注: 单位%)

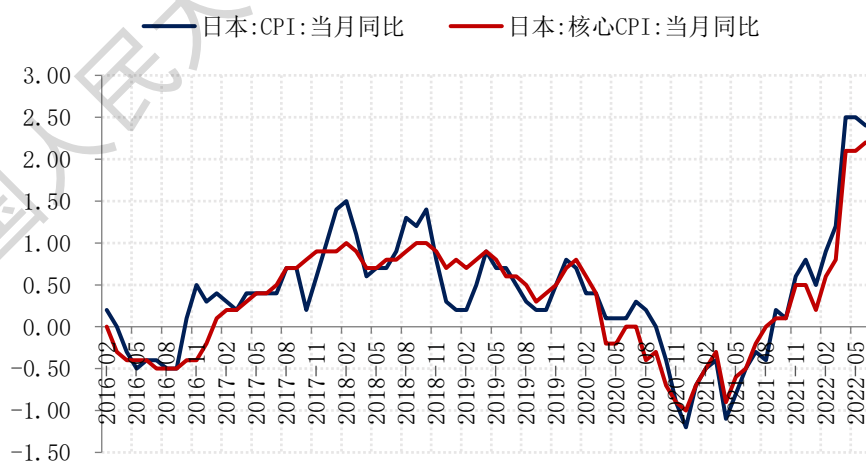


图 12: 6 月日本 CPI 同比降至 2.4% (注: 单位%)

---

## 2. 汇率展望：人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱

汇率中期走势仍取决于内部基本面。我们认为人民币汇率贬值需要达到两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱，一旦 PMI 向上，积压加速结汇有望形成对人民币汇率的支撑。首先，人民币汇率目前有约 3000 亿美元的待积压结汇“护体”，背后存在“底气”。其次，企业结汇意愿高低与订单多少相关，所以结不结汇（出口结汇率-进口付汇率）与 PMI 走势较为一致。因此，存在以下三种情景假定：

情景 a：出口高位+PMI 向上→人民币升值；

情景 b：出口回落+PMI 向上→人民币或走平；

情景 c：出口回落+PMI 向下→人民币走弱

当下由于疫情扰动，3 月 PMI 回落至 50 以下，当下是情景 C，汇率有走弱趋势也属正常现象。但由于存在近 3000 亿美元的积压待结汇，一旦 PMI 向上，即便出口回落，企业积压待结汇加速结汇有望形成对出口顺差回落的有效对冲，经历过 C 后，有达到情景 B 的可能。汇率的关键还是内需。

### （二）国内宏观<sup>2</sup>

6 月疫情得到控制，经济持续边际修复。具体看，受供给约束逐渐解除和外需仍有韧性等因素影响，工业生产、制造业投资、消费等

---

<sup>2</sup> 撰写人：IMI 研究员孙超

---

环比改善，出口保持韧性；受财政赶节奏发力影响，基建投资高位提速；受政策放松、季节性因素等影响，6月地产销售环比改善，但7月高频数据显示地产销售恢复的持续性仍有待观察。往后看，基建仍是逆周期调节的核心抓手，但房地产销售改善的持续性仍待观察、外需回落将导致出口面临压力，疫情仍有很强不确定性，下半年经济恢复的高度可能有限。

通胀方面，6月CPI同比略有上涨，核心CPI仍处于低位，但未来猪肉价格对CPI拖累将减弱，甚至提供正向贡献，同时国际农产品价格上涨将一定程度传导至国内，叠加原油价格去年基数较低影响，CPI面临上行压力。PPI方面，由于基数原因同比仍处于下行通道，而7月以来国际有色金属、黑色金属、能源等大宗商品价格持续走弱，PPI环比预计也持续回落。

## 1. 经济：6月疫情得到控制，经济边际改善

### (1) 经济数据边际修复

6月疫情得到控制，经济持续边际修复。具体看，受供给约束逐渐解除和外需仍有韧性等因素影响，工业生产、制造业投资、消费等环比改善，出口保持韧性；受财政赶节奏发力影响，基建投资高位提速；受政策刺激、季节性因素等影响，6月地产销售环比改善，但7月高频数据显示地产销售恢复的持续性仍有待观察。往后看，基建是逆周期调节经济的核心抓手，但房地产销售持续性仍待观察、外需回落将导致出口面临压力，疫情仍有很强不确定性，下半年经济恢复



---

的高度可能有限。

## **(2) 工业生产环比改善**

6月工业生产继续修复。6月工业增加值同比3.9%，比5月提高3.2个百分点，6月季调环比为0.84%，4-6月的月均环比0.32%，今年疫情前1月、2月、3月环比数据为0.34%、0.51%、0.41%。

工业生产上游行业增速较快。分三大门类看，6月份，采矿业增加值同比增长8.7%，制造业增长3.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长3.3%。从具体行业上看，增速较高的行业主要是煤炭开采和洗选业增长11.2%，石油和天然气开采业增长3.6%，酒、饮料和精制茶制造业增长7.1%，化学原料和化学制品制造业增长5.4%，非金属矿物制品业下降3.7%，有色金属冶炼和压延加工业增长4.9%，通用设备，专用设备制造业增长6.0%，汽车制造业增长16.2%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长6.7%，电气机械和器材制造业增长12.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长11.0%，电力、热力生产和供应业增长3.2%。

## **(3) 6月房地产销售环比改善，但持续性有待观察；基建投资提速，制造业投资保持韧性**

1—6月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长6.1%，前值为6.2%。其中基础设施投资（狭义）同比增长7.1%，房地产开发投资同比下降5.4%，制造业投资同比增长10.4%；1-5月分别为6.7%、-4.0%和10.6%。6月基建投资继续提速，房地产投资下滑，制造业投资保持韧性。

---

6月地产销售有所改善,但持续性有待持续观察;当月购地面积、新开工面积等继续探底。6月商品房销售额同比-20.8%,较5月回升16.9个百分点,根据百强房企7月销售数据,7月地产销售同比仍大幅下降。6月销售好转主要影响因素包括:上海等地疫情缓解、积压购房需求释放;房企冲上半年业绩加大推盘促销力度;房贷利率下行、部分城市购房政策放松等政策释放出边际需求等。6月购地面积、新开工面积增速分别为-52.8%、-45.1%,分别比5月下降9.7个百分点、下降3.2个百分点。

基建投资增速持续提升,短期资金充足。与当前基建有关的资金安排主要有:一是6月底2022年新增地方专项债基本发行完毕;二是601国常会调增8000亿政策行信贷额度支持基础设施建设;三是国务院支持发行2000亿航空业债券、3000亿铁路建设债券;四是央行支持政策性银行发行3000亿债券用于补充投资包括新型基础设施在内的重大项目资本金(但不超过全部资本金的50%),或为专项债项目资本金搭桥。

制造业投资1-6月累计同比10.4%,韧性仍强,技改投资和高新技术产业投资有望持续拉动制造业投资增长。

#### **(4) 消费环比改善**

6月社会消费品零售总额同比3.1%,较5月回升9.8个百分点;除汽车以外的消费品零售额增长1.8%。当月消费修复幅度较大,主要是受益于促销政策发力、积压需求释放、疫情好转助推餐饮等服务消费恢复等因素。结构上看,汽车受益于政策刺激和积压需求释放,

---

6月零售同比13.9%，较5月增长30个百分点；可选消费集体改善，珠宝、化妆品、通讯器材和办公用品等改善幅度均超过10个百分点；疫情缓解、场景约束解除，服装和在外餐饮增速较5月提高约17个百分点。往后看，疫情仍有不确定性、经济景气度较弱、就业收入预期不佳等因素仍将对消费恢复产生不利影响。

### **(5) 出口保持韧性**

以美元计价，6月份，我国进出口总值5645.9亿美元，增长10.3%。其中，出口3312.6亿美元，增长17.9%，前值16.9%；进口2333.2亿美元，增长1%，前值4.1%。6月贸易顺差979.4亿美元，扩大90%。

从出口国别看，本月出口东盟同比增长29.0%，比上月增加3.1个百分点，继续成为增长最快主要地区。出口美国增长19.3%，比上月高出3.6个百分点，出口欧盟增长17.1%，比上月低3.2个百分点。从主要出口商品来看，出行社交相关产品增速维持高位，箱包出口同比增长47.4%、鞋靴同比增长45.8%、服装出口同比增长19.1%；“宅经济”弱化叠加海外地产销售低位，家用耐用消费品需求偏弱，家具出口同比增长-0.1%、家电出口同比-13.0%，灯具同比增长6.2%。消费电子类产品整体依旧低增，手机出口同比增长2.8%。汽车及底盘单月同比增长21.9%，单月增速下滑幅度较大，2022年1-5月其同比增长率达60%。整体上，6月出口增速超预期增长，可能与6月美元兑人民币汇率较高、海外高通胀背景下价格因素有利，以及4月和5月出口订单累积有关。

进口同比增长1.0%，反映内需仍在疫后恢复初期，内需仍弱。原

---

油、铁矿砂、钢材等重要原材料进口数量依旧偏低。6月原油进口数量同比增长-10.6%，铁矿砂进口数量同比增长-0.4%，钢材进口数量同比增长-36.8%。

## 2. 通胀：CPI 同比略有上涨，PPI 持续回落

### (1) CPI 同比略有上涨，核心 CPI 仍处低位

6月CPI同比上涨2.5%，前值2.1%，环比持平。核心CPI同比上涨1.0%，涨幅扩大0.1个百分点。CPI同比涨幅扩大主要是去年基数走低所致。从环比看，CPI由上月下降0.2%转为持平。其中，食品价格下降1.6%，降幅扩大0.3个百分点。食品中，受供应增加、物流好转和囤货需求减少等因素影响，鲜菜、鸡蛋、鲜果和水产品价格分别下降9.2%、5.0%、4.5%和1.6%；受部分养殖户压栏惜售、疫情趋稳消费需求有所增加等因素影响，猪肉价格继续上涨，涨幅为2.9%，涨幅回落2.3个百分点。非食品价格上涨0.4%，涨幅扩大0.3个百分点。非食品中，受国际油价上涨影响，国内汽油和柴油价格分别上涨6.7%和7.2%，涨幅比上月分别扩大6.1个和6.6个百分点；服务消费有所恢复，飞机票和旅游价格分别上涨19.2%和1.2%。6月核心CPI数据反应实体需求仍疲弱。往后看，未来猪肉价格对CPI拖累将持续减弱甚至转为正向贡献，同时国际农产品价格上涨将一定程度传导至国内，叠加原油价格去年基数影响，CPI将面临上行压力。

### (2) PPI 同比继续回落

6月PPI同比上涨6.1%，前值6.4%，环比持平，同比由于基数

---

原因持续回落。从环比看，生产资料价格由上涨 0.1% 转为下降 0.1%；生活资料价格上涨 0.3%，涨幅与上月相同。国际原油价格变动带动国内相关行业价格上涨，其中石油和天然气开采业价格上涨 7.0%，石油煤炭及其他燃料加工业价格上涨 3.6%，化学纤维制造业价格上涨 2.2%。夏季备煤需求增加，煤炭开采和洗选业价格上涨 0.8%。受投资增速放缓等因素影响，钢材、水泥等行业需求相对较弱，黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 3.1%，非金属矿物制品业价格下降 1.5%。另外，农副食品加工业价格上涨 1.0%，纺织服装服饰业价格上涨 0.6%，电气机械和器材制造业价格上涨 0.5%；有色金属冶炼和压延加工业价格下降 2.1%。往后看，PPI 方面由于基数原因同比处于下行通道，7 月以来国际有色金属、黑色金属、能源等大宗商品价格持续走弱，PPI 环比预计持续回落。

### 3. 金融：社融增量改善，但信贷结构不佳

6 月新增人民币贷款 28100 亿元，社会融资规模增量 51733 亿元，M2 同比 11.4%，M1 同比 5.8%。6 月社融存量同比 10.8%，比 5 月提升 0.3 个百分点。

#### **(1) 6 月社融总量超预期，信贷结构改善，但持续性仍需观察**

6 月社融总量超预期，政府债贡献仍占大头，信贷结构改善，但持续性仍需观察。6 月社会融资规模新增 51733 亿元，同比多增 14716 亿元，社会融资规模存量增速 10.8%，比 5 月上升 0.3 个百分点。6 月社融同比增量中，政府债券、新增人民币贷款、非标融资、企业债券

---

和股票融资分别同比多增 8708 亿元、多增 7358 亿元、少减少 1599 亿元、少增 2111 亿元。信贷结构方面，金融机构 6 月新增人民币贷款 28100 亿元，同比多增 6900 亿元。其中居民贷款新增 8482 亿元，同比少增 203 亿元，居民中长期贷款新增 4166.72 亿元，同比少增 989.28 亿元，前值为少增 3379 亿元；企业贷款新增 22116 亿元，同比多增 7525 亿元，企业中长期贷款新增 14497 亿元，同比多增 6130 亿元，前值为同比少增 977 亿元。6 月社融数据改善，但持续性仍待观察。社融总量高增主要是政府类融资放量与短期积压需求释放为主，还不能说明微观主体融资需求恢复。一是专项债发行量历史新高，同时撬动大量基建配套贷款。二是疫情期间积压需求集中释放，然而地产等需求尚未形成趋势性好转。

## **(2) M1、M2 剪刀差缩窄**

M1 增速创新高，M1-M2 负剪刀差缩窄，经济活力有所修复，持续性有待观察。6 月 M1 同比增长 5.8%，较上月上升 1.2 个百分点，增速创下年内新高。6 月 M1 回升主要源于房地产销售的恢复，一定程度上也反映疫情后实体活力有所改善。不过 7 月以来，楼市销售迅速回落，尤其是前期亮眼的二线城市降幅较大，M1 改善的持续性还需观察。6 月 M2 同比 11.4%，较上月上升 0.3 个百分点。M1-M2 剪刀差由上月 -6.5% 收窄至 -5.6%，也反映 6 月实体经济活力的一定程度修复，但持续性仍有待观察。

---

### （三）商业银行<sup>3</sup>

#### 1. 发文进一步促进互联网贷款和信用卡业务的健康发展

##### （1）银保监会发布《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》

2022年7月15日，银保监会官网公告，为进一步规范商业银行互联网贷款业务经营行为，促进互联网贷款业务平稳健康发展，中国银保监会近日印发《关于加强商业银行互联网贷款业务管理提升金融服务质效的通知》。《通知》延续《商业银行互联网贷款管理暂行办法》和《互联网贷款通知》一以贯之的监管原则，统筹发展和安全，对商业银行提出如下要求：一是履行贷款管理主体责任，提高互联网贷款风险管控能力，防范贷款管理“空心化”。二是完整准确获取身份验证、贷前调查、风险评估和贷后管理所需要的信息数据，并采取有效措施核实其真实性。三是主动加强贷款资金管理，有效监测资金用途，确保贷款资金安全，防范合作机构截留、挪用。四是分类别签订合作协议并明确各方权责，不得在贷款出资协议中混同其他服务约定。对存在违规行为的合作机构，限制或者拒绝合作。五是切实保障消费者合法权益，充分披露各类信息，严禁不当催收等行为。此外，还应加强对合作机构营销宣传行为的合规管理。《通知》过渡期设置与《征信业务管理办法》保持一致，即自发布之日起至2023年6月30日，《商业银行互联网贷款管理暂行办法》过渡期也一并延长，以

---

<sup>3</sup> 撰写人：王剑（IMI研究员）

---

确保互联网贷款业务对实体经济支持力度不减。《通知》进一步细化明确了商业银行贷款管理和自主风控要求，推动商业银行和合作机构规范开展业务合作，促进互联网贷款业务高质量发展。同时，肯定了互联网贷款作为传统线下贷款的重要补充对支持实体经济发挥了重要作用，鼓励商业银行稳妥推进数字化转型，精准研发互联网贷款产品，增加和完善产品供给，提高贷款响应率、优化贷款流程，充分发挥互联网贷款在助力市场主体纾困、降低企业综合融资成本、加强新市民金融服务、优化消费重点领域金融支持等方面的积极作用。

## **(2) 银保监会、人民银行发布《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》**

2022年7月7日，银保监会官网公告，为规范信用卡业务经营行为，落实银行业金融机构及其合作机构管理责任，提升信用卡服务质效，保护金融消费者合法权益，坚持以人民为中心的发展思想，促进信用卡行业以高质量发展更好支持科学理性消费，中国银保监会会同中国人民银行制定了《关于进一步促进信用卡业务规范健康发展的通知》。《通知》共八章三十九条，分为强化信用卡业务经营管理、严格规范发卡营销行为、严格授信管理和风险管控、严格管控资金流向、全面加强信用卡分期业务规范管理、严格合作机构管理、加强消费者权益保护、加强信用卡业务监督管理。主要内容有：一是规范信用卡息费收取；二是切实加强消费者权益保护；三是转变粗放发展模式；四是规范外部合作行为管理；五是进一步推动信用卡线上服



---

务便利化。近年来，银行将信用卡作为零售驱动核心业务，加上互联网支付蓬勃发展等多重因素，银行信用卡总量增速较快，且产品越来越丰富。但随着业务持续扩张，部分银行也出现经营理念粗放、服务意识不强等问题，《通知》的实施从长期来看，将有助于银行信用卡业务提质增效。

## 2. 2022年6月货币金融数据分析

2022年6月末，基础货币余额为33.43万亿元，全月增加9167亿元。其中，现金（货币发行）增加519亿元，银行的存款准备金增加7863亿元，非金融机构存款增加784亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币7324亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币666亿元，其他资产增加投放基础货币49亿元。

6月末的M2余额为258.1万亿元，同比增速为11.4%，较上月提升0.3个百分点。按不含货基的老口径统计，5月份M2增加5.09万亿元。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3.23万亿元；财政支出等财政因素投放M2约2.08万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼M2约3502亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素派生M2约1296亿元（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41亿元。

表 2：6月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	464	外占	-41
单位活期	28,803	债券	-3,502
单位定期	2,587	贷款(加回核销和 ABS)	32,278
个人	24,898	财政净支出	20,823
非银	-5,898	其他（非银、非标等）	1,296
合计	<b>50,854</b>	合计	<b>50,854</b>

#### （四）资本市场<sup>4</sup>

##### 1. 股市：风格撕裂和看跌期权

###### （1）基本面更新

整个 7 月份，在经济复苏节奏博弈及流动性仍然宽松的情形下，市场走出震荡行情。继我们与 6 月份的月报中提出结构比仓位重要以来，在地产断贷和汽车销售环比改善等宏微观事件的催化下，市场风格在大小盘的分化和新能源与传统经济的割裂下不断演绎。在过去的一个月里，全球疫情略有好转，国内疫情略有反弹，预计国内出口季度内将继续维持较好水平，为中期维度的制造业复苏提供较好的外部环境。通胀方面，目前以猪肉为主食品价格对 CPI 的拖累已经开始转为贡献。猪粮比本周继续下行，生猪存栏数量下降，预示未来猪肉价格同比将继续扩大，猪周期已经开始上行，但预计猪肉价格未来将波

<sup>4</sup> 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

---

动上行。预计 7 月 CPI 2.7% 左右。虽然 PPI 向 CPI 传导速度加快，但短期不会对货币政策形成实质制约。但需要注意的是下半年政策总基调从 429 会议的松（加大宏观政策调节力度）转为 728 会议的稳（宏观政策在扩大需求上积极作为），因此我们认为政策最宽松时刻已经过去，货币难以继续放水，当下水管疏通比水龙头开大更重要，财政更多是静态花开，继续加码（特别国债、新增专项债额度）概率不大，稳字当头是主基调。

经济活动方面，7 月制造业 PMI 录得 49.0% 重回收缩区间，非制造业 PMI 也有所回落至 53.8%，由于积压需求释放后恢复动能减弱，叠加疫情反弹，导致经济回踩。供给端，7 月 PMI 生产指数 49.8%，较上月回落 3 个点，结合全国高炉开工率稳定下行，唐山高炉开工率下行，钢铁库存同比增速下行，指向工业生产有一定回落。需求端，7 月 PMI 新订单、新出口订单指数分别回落至 48.5%、47.4%，指向内外需普遍回落。大中小企业景气普遍下行，就业小幅恶化，7 月失业率有可能一定幅度抬升。经济整体开启弱势恢复的模式，在政治局会议政府淡化短期经济增长目标的基调下，市场对于疫后复苏到经济复苏逻辑切换仍需时日。

国外方面，美联储如期加息 75bp 并释放偏鸽信号。美联储 7 月 FOMC 会议再度宣布加息 75bp，联邦基金利率升至 2.25~2.5%，与 2018 年底上一轮加息周期后的最高水平持平，其中基准利率上沿已经触及 6 月 FOMC 会议中给出的 2.5% 的中性利率。美国二季度 GDP 数据再度意外负增长，引发了市场对于美国经济陷入衰退的担忧，资

---

产价格也有明显反应：10 年美债利进一步走低逼近 2.6%、较 6 月中 3.5% 的高点已经回落 82bp，而纳斯达克则连续收涨，较 6 月初底部已经反弹 11.6%。

## (2) 市场回顾与展望

进入七月以来，随着疫后复苏交易的弱化及央行于月初释放“放水”结束的信号，宽基指数上涨最确定的阶段已经过去。在金融条件“合理宽松”的基调下，整个市场进入宽基震荡且结构分化的阶段，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 分别录得收益-8.70%、-7.02%、-2.48%、1.74% 的收益。随着第一阶段机构重仓股反弹到一定高度，市场从机构大市值向小市值风格切换。地产断贷带来的经济回踩以及外围经济衰退预期下成长稀缺的交易促使新经济动能和传统经济板块也在市场表现上进一步拉大。对于下半年经济工作，会议不再坚持实现全年 5.5% 左右经济增长目标，而是提出“力争实现最好结果”，并强调“着力稳就业稳物价”，边际强化了市场对下半年经济弱复苏的预期。对此 A 股市场进一步降低了对稳增长板块及受益于经济复苏逻辑的顺周期板块的偏好。

展望后市，虽然外围经济依然交易经济衰退风险，但国内政府已释放稳增长明确信号、高频数据有所回暖，周期上济领先于外部企稳，A 股的中期低点基本已经确定。板块方面，由于地产断供冲击，疫后复苏向经济全面复苏的逻辑切换不顺，可选消费及地产产业链的复苏还有待时日。市场风格分化和宽基指数波动率不断下行的局面从历史上看很难维持太长时间，往后看似乎大盘方向的选择成为必然，

---

而方向不论上下在未来均有可支撑可演绎的逻辑路径，但是随着细分热门赛道催化的市值股票向泡沫化的路径上逐步演绎，只需相当的风险偏好的弱化都会实现市场“反脆弱性”下跌，所以此处对于小盘宽基指数可以买入看跌期权，同时对于绝对收益投资者，前期由于宏观事件催化导致的深度价值赛道的配置会逐步凸显性价比，值得关注。相对收益投资者在这个位置建议保持均衡配置，等待市场逻辑主线的进一步明朗。

## 2. 债市：长端利率小幅上行

### (1) 资金面十分宽松，长端利率小幅上行

流动性方面，央行7月逆回购净回笼4340亿元，其中投放840亿元，到期5180亿元，另MLF等额等价续作1000亿元。在央行前期降准、持续上缴利润、政府大规模留抵退税、信贷投放不畅等因素影响下，7月资金面十分宽松。7月DR001、DR007平均利率分别为1.21%、1.56%，较6月分别下降23BP、16BP。

利率债方面，7月长端利率下行，国债活跃券220010由2.815%下降6BP至2.755%，十年国开220210收益率下行4.25BP。本月长端利率小幅下行主要受资金面十分宽松、新冠疫情再次扰动、地产危机冲击，以及政治局会议无明显增量经济刺激政策等因素影响。

### (2) 中票收益率下行，信用利差走阔

7月信用债净融资335.52亿元，其中发行9953.71亿元，到期9618.19亿元，净融资相对6月份下降1683.76亿元，相对2021年下

---

降 1868.91 亿元。7 月城投债和产业债净融资规模较 6 月份和去年同期均有明显的下降。收益率方面，7 月各等级、各期限中票收益率普遍明显下行。AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 6 月底分别下行 27BP、27BP、26BP 至 2.16%、2.71%、3.08%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 6 月底分别下行 27BP、25BP、21BP 至 2.27%、2.89%、3.31%。从信用利差看，7 月信用利差普遍压缩，7 月底 1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 6 月末分别压缩 12BP、14BP,而 5 年期 AAA、AA+、AA 中票信用利差分别压缩 17BP、12BP、8BP。据 CFETS 数据，7 月期限利差走阔，7 月末国债 3Y-1Y、国债 10Y-1Y 期限利差相对 6 月底分布走阔 5BP、11BP。整体上看，7 月在资金面持续宽松、疫情扰动、地产危机，以及政治局会议内容利多债市等因素影响下，利率债、信用债收益率普遍下行，而短端收益率下行幅度相对更大，期限利差小幅走阔。

### **(3) 市场展望及配置建议**

7 月政治局会议对经济要求“保持经济运行在合理区间，力争实现最好结果”，对疫情要求“坚持动态清零”、“从政治上看，算政治账”，房地产方面要求“因城施策用足用好政策工具箱，支持刚性和改善性住房需求”，财政上要“用好地方政府专项债券资金，支持地方政府用足用好专项债务限额”，7 月政治局会议无重磅经济刺激政策内容，市场预期下半年经济修复的力度减弱，政治局会议内容利多债市。通胀方面，受“猪周期”、国际粮食价格上涨、原油价格同比上行等因素影响，下半年通胀可能有一定抬升。流动性方面，美联

---

储加息制约利率下行空间，但在经济未明显改善前预计流动性仍将保持宽松。整体上认为债市短期仍将是震荡格局，组合久期上建议仍以防守为主，信用债方面在控制短久期背景下可以在强省份弱城投和弱省份强城投之间继续进行适当信用下沉，挖掘票息收益。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

---

## 二、宏观经济专题<sup>5</sup>： 流动性监管、银行稳健性与货币政策传导

### （一）摘要

作为银行业资本监管的有力补充，流动性监管旨在加强商业银行流动性风险管理能力，维护银行体系安全稳健运行，是中国宏观审慎评估体系的重要组成部分。在此背景下，流动性监管如何发挥审慎监管职能、如何影响货币政策传导过程，成为国内外政策界和学术界关注的热点问题。本文从银行风险承担角度出发，挖掘了流动性监管对银行稳健经营的重要意义，并在此基础上探讨了流动性监管对货币政策的银行风险承担渠道的潜在影响。研究表明：一方面，流动性监管具有显著的稳定作用，即引入流动性监管要求，能够显著提高银行稳健性，且流动性监管与资本监管相辅相成，共同促进了银行稳健性的提升；另一方面，货币政策的银行风险承担渠道在中国显著存在，但流动性监管能够显著抑制宽松货币政策环境下商业银行的风险承担行为，因而有助于货币政策的有效传导。而且，流动性监管对货币政策的银行风险承担渠道的抑制效果在区分银行特征、风险类型、经济环境后存在显著差异。本文的研究结论对于实现流动性监管与货币政策有效传导的“双赢”目标具有重要的指导意义和实践价值。

---

<sup>5</sup> 撰写人：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庄毓敏，中国银行股份有限公司张祎。本文节选自原载于《中国工业经济》2022年第6期的《流动性监管、银行稳健性与货币政策传导》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/Show?id=83282>



---

## （二）引言

银行业监管经历了百年变迁与洗礼，无论是存款保险制度、资本监管还是流动性监管，都致力于保障银行的稳健经营。商业银行经营的特殊性在于，银行通过存贷款期限错配向经济提供流动性，但这种脆弱的资产负债结构蕴含着极大的流动性风险。流动性风险的不断积累又极易引发系统性风险，造成非常严重的经济后果（Reinhard and Rogoff, 2009; Laeven and Valencia, 2013）。因此，银行监管往往致力于纠正这些负外部性问题，以保障银行在面对这些特有风险时保持稳健，并引导商业银行的资产负债管理行为，使商业银行的风险承担动机与更广泛的社会利益相适应。长期以来，资本监管是全球银行业监管的中坚力量。大量研究证据与监管实践表明，资本监管能够在很大程度上提高银行承受资产损失的能力，从而保障银行的稳健经营。然而，2008年国际金融危机暴露出的流动性枯竭与风险传染等问题清楚地表明，资本监管并不能承担全部的金融稳定职能。对此，巴塞尔银行监管委员会于2010年正式推出了全球统一的流动性监管框架，弥补了全球银行业监管中的“缺憾”（BCBS, 2010）。《巴塞尔协议III》（简称“巴塞尔III”）流动性监管框架包含流动性覆盖率（Liquidity Coverage Ratio, LCR）和净稳定资金比例（Net Stable Funding Ratio, NSFR）两项核心指标，分别针对短期和中长期流动性风险监管而设计（BCBS, 2013, 2014）。作为巴塞尔III流动性监管框架的初步探索，原中国银行业监督管理委员会（简称“原银监会”）从2012年

---

起引入 LCR 与 NSFR 两项指标，并为之设定了为期五年的过渡期。2018 年 5 月，中国银行保险监督管理委员会（简称“银保监会”）发布正式版流动性监管新规，明确将这两项指标列为商业银行流动性风险监管指标，对商业银行的流动性风险进行全面监管。与传统流动性指标不同的是，这两项指标作为中国宏观审慎评估体系的重要组成部分，被赋予了宏观审慎监管的内涵。

随着巴塞尔 III 流动性监管框架的落地实施，中国银行业监管标准逐渐由单一的资本监管规则转变为资本监管与流动性监管双重约束的新阶段。由此导致的商业银行行为变化及其对货币政策传导过程的冲击，成为目前监管当局和货币政策当局的普遍担忧(Stein, 2013; Bech and Keister, 2017)。一方面，流动性监管能否有效弥补资本监管的不足并保障银行的稳健经营，仍然没有现实的证据支持；另一方面，流动性监管似乎与货币政策传导之间存在着不可调和的矛盾，流动性监管约束下商业银行采取的流动性管理行为可能会导致银行信贷行为发生变化，进而对货币政策传导甚至实体经济造成不利影响。那么，流动性监管在促进银行稳健经营的过程中究竟发挥了何种作用？流动性监管能否弥补资本监管的不足？流动性监管是否会影响货币政策的传导过程？基于中国银行业真实监管数据样本的实证研究或许能给出答案。这不仅能够为流动性监管实践提供现实的经验支持，也有助于实现流动性监管与货币政策传导之间的协调与平衡。

本文的创新之处在于：①采用手工收集的 LCR 监管披露数据进行实证研究，弥补了流动性监管领域对 LCR 监管研究的缺失，从更

---

全面的视角验证了流动性监管的政策含义与潜在影响。②实证检验了流动性监管对银行稳健性的积极作用，并从流动性监管与资本监管的交互作用入手，揭示，出流动性监管不同于资本监管的独特作用机制，为流动性监管与资本监管实践提供经验支持。③基于银行风险承担渠道的机制再检验，即在统一的理论框架下揭示流动性监管对银行风险承担行为和货币政策的银行风险承担渠道的潜在影响，并基于不同的银行特征、风险类型、经济环境，深入探讨其作用机制，为理解流动性监管与货币政策传导的协调关系提供了新的思路。

本文余下部分的结构安排如下：第二部分是理论分析与研究假设，第三部分是数据来源与研究设计，第四部分的基准模型检验了流动性监管对银行稳健经营的重要意义，第五部分的扩展模型讨论了流动性监管对货币政策的银行风险承担渠道的影响，最后是结论与建议。

### 三、主要经济数据<sup>6</sup>

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	21- Oct	21- Nov	21- Dec	22-Jan	22- Feb	22- Mar	22- Apr	22- May	22- Jun
CPI	同比	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5
PPI	同比	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1
制造业 PMI	指数	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2
工业增加 值	累计 增长	10.9	10.1	9.6		7.5	6.5	4.0	3.3	3.4
工业企业 利润总额	累计 同比	42.2	38.0	34.3		5.0	8.5	3.5	1.0	1.0
固定资产 投资完成 额	累计 同比	6.1	5.2	4.9		12.2	9.3	6.8	6.2	6.1
社会消费 品零售总 额	同比	4.9	3.9	1.7			-3.5	-11.1	-1.5	-0.7
进出口总 值	当期 值同 比	24.3	26.1	20.3	22.2	8.1	7.5	2.1	11.1	10.3
M2	同比	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4
社会融资 规模	存量 (万 亿元)	309.45	311.90	314.13	320.03	321.12	325.63	326.47	329.19	334.27
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	8262	12732	11318	39618	12336	31254	6454	18884	28063

<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 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》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。

