

IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 8 期（总第 64 期）



- **海 外：**美联储鹰派重回，欧元区经济前景不佳
- **宏 观：**国内产需两端修复表现不足，基建制造业投资保持高增长
- **机 构：**商业银行净息差降幅走阔，央行召开信贷形势分析座谈会
- **市 场：**资金面宽松央行超预期降息，中票收益率整体下行

本期推荐：《双边货币互换能够推动人民币国际化吗》

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 8 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

一、国内外经济金融形势研判.....	- 1 -
(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	- 10 -
(二) 国内宏观.....	- 11 -
1. 经济：疫情影响仍在持续，经济指标表现不及市场预期.....	- 12 -
2. 通胀：CPI 同比继续上涨，PPI 持续回落.....	- 15 -
3. 金融：市场流动性延续宽松，但社融超预期回落.....	- 16 -
(三) 商业银行.....	- 17 -
1. 银保监会发布二季度商业银行经营数据，央行召开货币信贷形势分 析座谈会.....	- 17 -
2. 2022 年 7 月货币金融数据分析.....	- 21 -
(四) 资本市场.....	- 22 -
1. 股市：高处不胜寒和看涨期权.....	- 22 -
2. 债市：整体呈现先强后弱的局面.....	- 25 -
二、宏观经济专题：双边货币互换能够推动人民币国际化吗——兼论 汇率市场化的影响.....	- 28 -
(一) 摘要.....	- 28 -
(二) 引言.....	- 29 -
三、主要经济数据.....	- 32 -

图表目录

图 1：2022Q2 美国 GDP 增速-0.6%（注：单位%）	- 4 -
图 2：美国 7 月制造业 PMI 降至 52.8	- 5 -

图 3: 美国 7 月 CPI 同比升至 8.5% (注: 单位%)	- 5 -
图 4: 美国 6 月失业率维持在 3.5% (注: 单位%)	- 5 -
图 5: Q2 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 2.5% (注: 单位%)	- 7 -
图 6: 欧元区 8 月制造业 PMI 下滑至 49.7	- 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 7 月 HICP 同比升至 8.9% (注: 单位%)	- 8 -
图 9: 2022Q1 日本实际 GDP 环比折年率为 2.2% (注: 单位%)	- 9 -
图 10: 日本 7 月制造业 PMI 降至 52.1	- 9 -
图 11: 日本 7 月失业率降至 2.5% (注: 单位%)	- 9 -
图 12: 7 月日本 CPI 同比降至 2.6% (注: 单位%)	- 10 -
图 13: 商业银行净利润增速	- 18 -
图 14: 商业银行净息差走势	- 19 -
图 15: 商业银行不良率水平	- 20 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 2 -
表 2: 7 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¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

美国就业再超预期，通胀仍有韧性，联储鹰派重回。经济方面，新增非农就业人数再超预期走高。7月新增非农就业人数 52.8 万人，高于彭博一致预期的 25 万人，前值 37.2 万人。通胀方面，预计美国 CPI 同比年内仍在 7% 以上区间运行，核心 CPI 同比则在 6% 附近波动，两者在 8-9 月份均仍有反弹风险，可能要到明年一季度才能看到通胀读数的明显回落。货币政策方面，美联储主席鲍威尔在 8 月 26 日的杰克逊霍尔全球央行年会上强化控制通胀的决心，展露鹰派姿态。

欧元区经济前景不佳，通胀再度飙升，央行转鹰。经济方面，二季度 GDP 同比增长 3.9%，低于预期值 4.0% 及前值 4.0%。通胀方面，7 月 HICP 同比再度升高 0.3 个百分点至 8.9%，且有进一步上行风险。货币政策方面，继 7 月超预期加息 50bp 后，近期多位官员表态支持 9 月至少加息 50bp，同时不排除加息 75bp。

日本经济前景依然不明，通胀再创新高，央行坚持宽松。经济方面，二季度 GDP 环比折年率 2.2%，恢复疫情以前水平。但在新冠确诊病例居高不下以及消费意愿降温等多重因素影响下，日本面临的经济下行风险正在增大。同时 7 月通胀再创新高，CPI 同比录得 2.6%，前值 2.4%。货币政策方面，

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

日本央行行长黑田东彦表示将继续实施宽松政策，直到薪资、物价以稳定和可持续的形式出现上涨。

	指标	2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022 Q3	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	3.5	↓
	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	8.5	↑
	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	8.9	↑
	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	2.5	↓
	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	2.6	↑
	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) 美国就业再超预期，通胀仍有韧性，美联储鹰派重回

经济方面，就业数据再超预期，新增非农就业人数大幅走高。7月新增非农就业人数 52.8 万人，高于彭博一致预期的 25 万人，前值 37.2 万人；其中私人部门新增就业人数 47.1 万人，彭博一致预期 23 万人，前值 38.1 万人。7月失业率录得 3.5%，好于彭博一致预期 3.6%，前值 3.6%，失业率在连续 4 个月稳定在 3.6%后进一步改善。

通胀方面，7月通胀回落幅度超市场预期，但预计美国通胀尤有韧性，下半年通胀读数仍将维持高位。7月 CPI 同比下行至 8.5%，核心通胀持平于 5.9%，读数均低于海外市场预期，自去年初美国通胀上行以来，首次出现。环比由上月的 1.3%转为零增长，是 2020 年下半年以来的最低增速。但从目前情况看，很难下“美国通胀见顶下行”的结论，预计美国 CPI 同比年内仍在 7%以上区间运行，核心 CPI 同比则在 6%附近波动，两者在 8-9 月份均仍有反弹风险，可能要到明年一季度才能看到通胀读数的明显回落。一则，7月通胀读数回落，主因油、气价格下跌所致，但油、气价格波动大，对通胀影响极不稳定。二则，核心通胀涨势放缓主要来自于出行相关商品和服务价格的短期下跌，而占比权重最大的房租价格依然坚挺，这是核心通胀乃至整体通胀韧性的支柱。在就业尤其是服务业就业强劲以及薪资上涨背景下，核心通胀涨价压力仍然较大。

货币政策方面，杰克逊霍尔年会鲍威尔再现鹰态。在 8 月 26 日的杰克逊霍尔全球央行年会上，鲍威尔展露鹰派姿态。其讲话主要内

容包括：其一，强化美联储控制通胀的决心，表示将通胀降低到**2%**是联储的工作重点。同时，鲍威尔表示恢复价格稳定需要一些时间，可能需要经济增长低于趋势的情况持续一段时间，就业市场也有可能走软，他承认这是控制通胀要付出的代价。但他强调恢复价格稳定失败将面临更大的痛苦。暗示目前联储将通胀目标放在首位，即使付出一定经济走软的代价也要降通胀。其二，关于货币政策前景，鲍威尔表示9月再次加息75bp是有可能的，具体加息多少将取决于经济数据。其三，关于就业，鲍威尔重申劳动力市场非常强劲，暗示美联储因经济问题转向的压力还不大。其四，关于通胀，鲍威尔强调尽管7月读数有所回落，但单月数据的改善还远未达到委员会可以确信通胀正在下降的情况。其五，从历史经验角度，鲍威尔指出恢复价格稳定可能需要在一段时间内保持限制性政策立场，历史经验警告美联储不要过早放松政策。同时他强调，历史经验告诉美联储必须坚持(紧缩)，直到工作完成(成功控制通胀)。



图 1：2022Q2 美国 GDP 增速-0.6%（注：单位%）

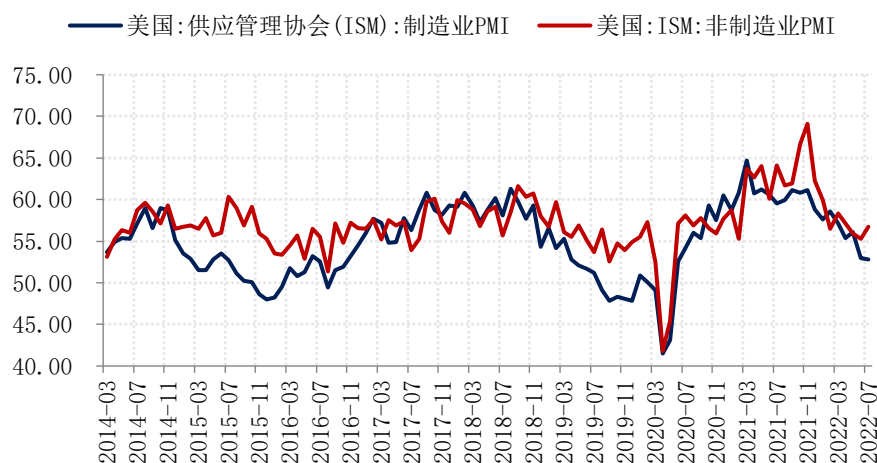


图 2：美国 7 月制造业 PMI 降至 52.8

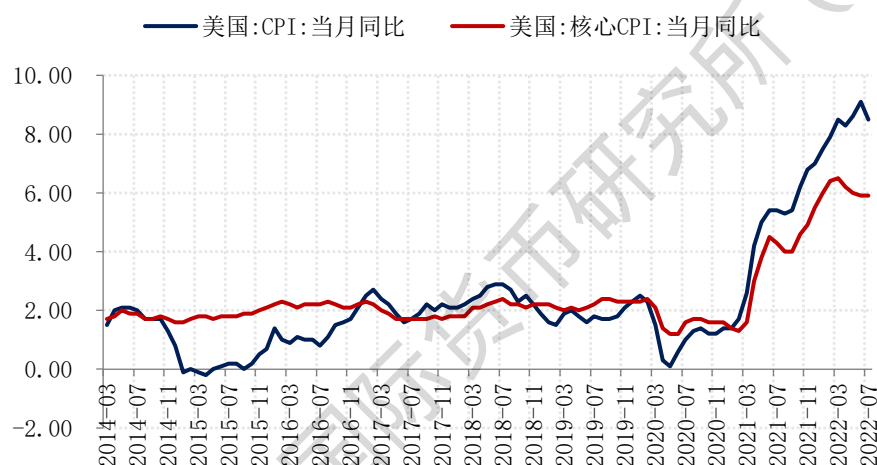


图 3：美国 7 月 CPI 同比升至 8.5% (注：单位%)

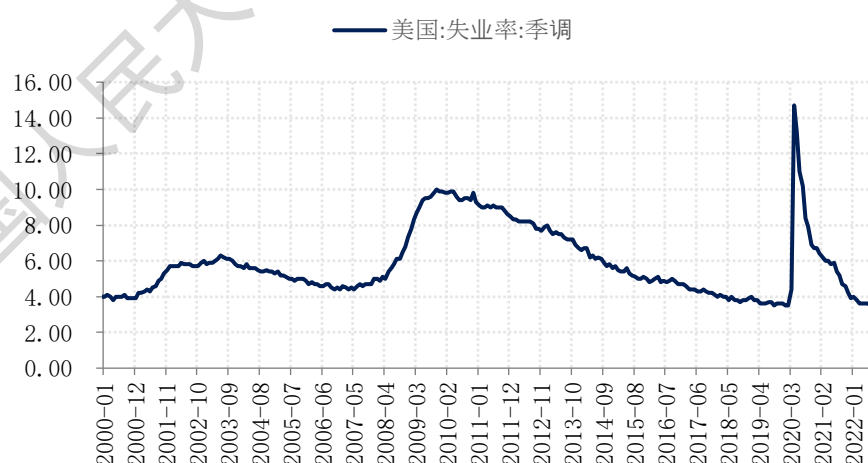


图 4：美国 6 月失业率维持在 3.5% (注：单位%)

(2) 欧元区经济前景不佳，通胀再度飙升，央行转鹰

经济前景不佳。欧元区二季度 GDP 同比增长 3.9%，低于预期值 4.0% 及前值 4.0%。分国别来看，欧洲经济“火车头”德国经济下行风险凸显，二季度 GDP 同比仅为 1.5%。往后看，能源危机使德国深受其累，经济已现疲软迹象。德国 8 月 ZEW 经济景气指数跌至 -55.3，较 7 月的 -53.8 进一步下滑，日益逼近 2008 年 10 月的历史低点 -63。

通胀方面，7 月 HICP 同比再度升高 0.3 个百分点至 8.9%，且有进一步上行风险。在最近的杰克逊霍尔央行年会上，欧央行官员施纳贝尔表示长期通胀预期超过央行目标或“脱锚”的风险正在上升，目前的调查显示，通胀正在削弱公众对央行的信任，这可能进一步推升通胀。

货币政策方面，近期多位欧央行官员表态对 9 月加息 75bp 呈开放态度。7 月会议纪要显示欧央行坚决控制通胀的决心。欧央行意识到即使经济发生衰退，中期通胀或将继续上行，这或许促使欧央行采取更加激进的加息节奏，9 月或将提升加息幅度至 75bp。同时近期多位官员（Knot、Holzmann、Kazaks）表态支持 9 月至少加息 50bp，同时不排除加息 75bp。



图 5: Q2 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 2.5% (注: 单位%)

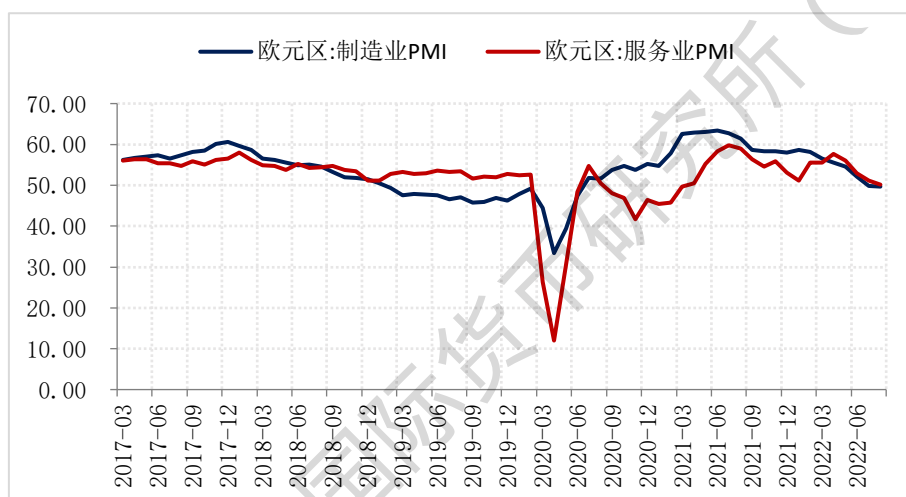


图 6: 欧元区 8 月制造业 PMI 下滑至 49.7

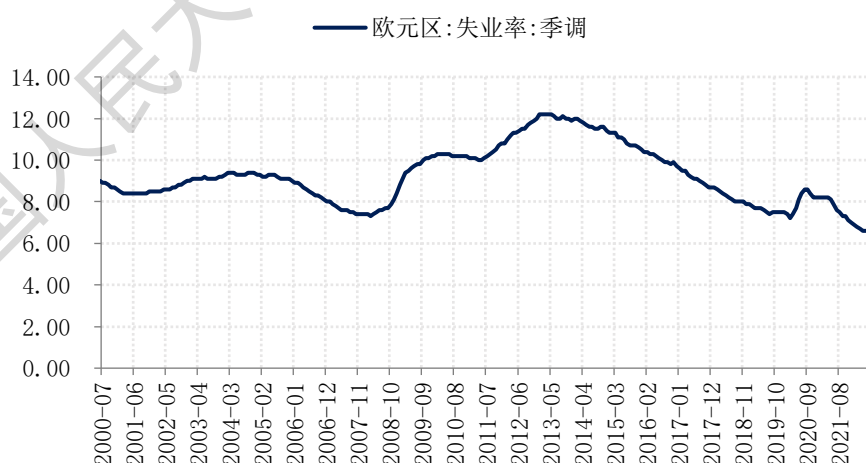


图 7: 欧元区 6 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)

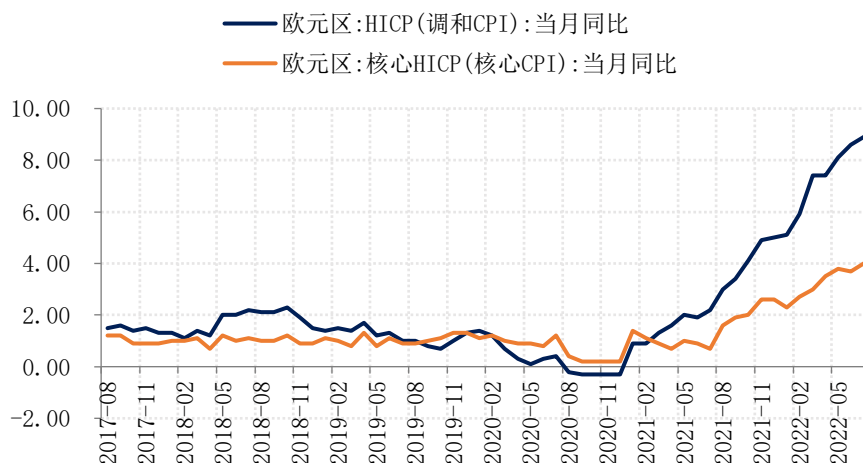


图 8：欧元区 7 月 HICP 同比升至 8.9%（注：单位%）

（3）日本经济前景依然不明，通胀再创新高，央行坚持宽松

经济前景依然不明，二季度日本 GDP 环比增长 0.5%，折合年率 2.2%，恢复疫情以前水平。但在新冠确诊病例居高不下以及消费意愿降温等多重因素影响下，日本面临的经济下行风险正在增大，前景依然不乐观。8 月 30 日，日本单日新增确诊达 15 万，仍居高位。疫情形势严峻叠加随着物价上涨快于工资上涨，消费可能会降温。7 月日本季调后消费者信心指数录得 30.2，已经连续两个月下滑，接近前期 2021 年 1 月的低点。通胀再创新高。7 月日本 CPI 同比录得 2.6%，前值 2.4%。

货币政策方面，日央行坚持宽松政策。在最近的杰克逊霍尔央行年会上，日本央行行长黑田东彦表示将继续实施宽松政策，直到薪资、物价以稳定和可持续形式出现上涨。

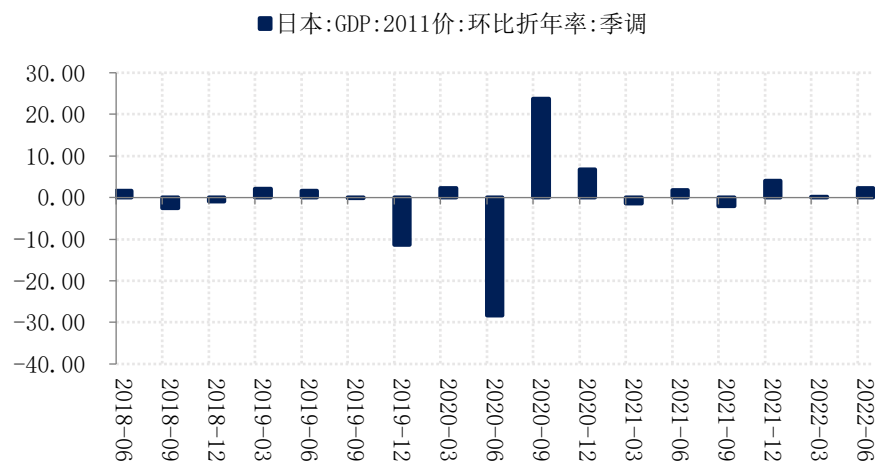


图 9: 2022Q1 日本实际 GDP 环比折年率为 2.2% (注: 单位%)

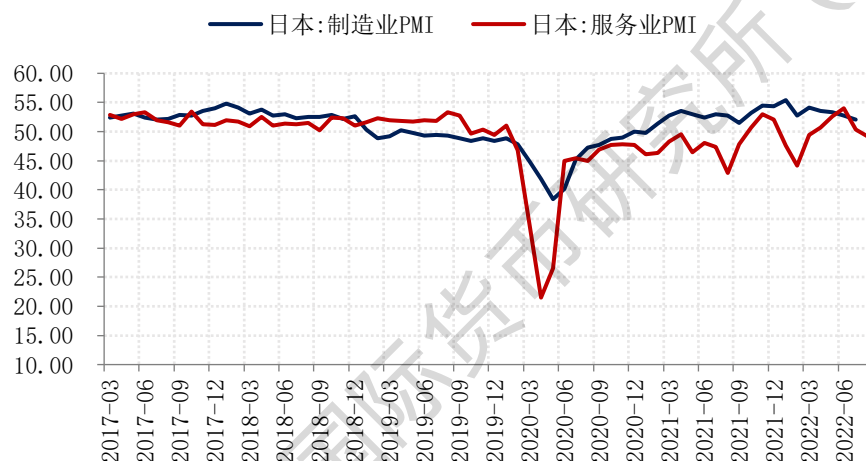


图 10: 日本 7 月制造业 PMI 降至 52.1



图 11: 日本 7 月失业率降至 2.5% (注: 单位%)

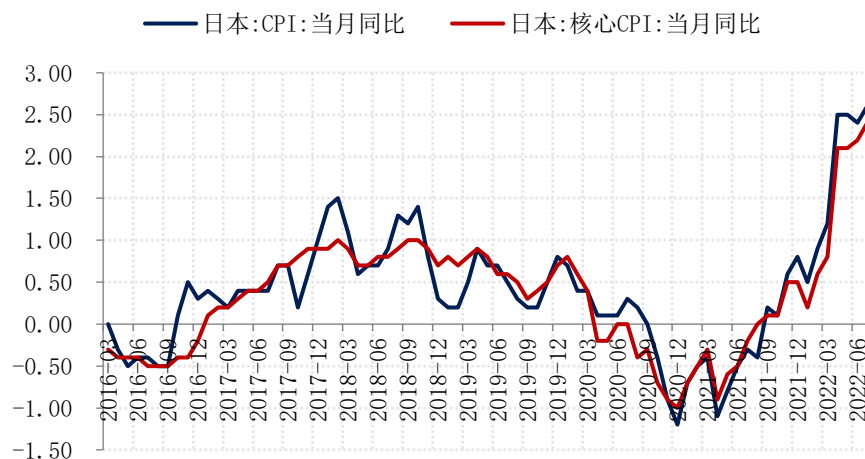


图 12: 7 月日本 CPI 同比降至 2.6% (注: 单位%)

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²

7 月高通胀和利率上行抑制欧美经济，全球经济复苏放缓，国际环境更加严峻复杂。国内疫情尽管总体受控，但是疫情影响仍在持续，多项经济指标表现均不及市场预期，经济数据接近于全面放缓，供需两端修复表现不足，压力依然存在。其中，工业生产增长小幅放缓，但工业生产总体稳定增长；消费需求偏弱；出口、基建和制造业投资保持高增长，形成二次修复的主要拉动，但房地产投资进一步下滑，后续需关注 7 月政治局会议的政策落地情况，地产将是经济能否实质性恢复的关键变量。

通胀方面，7 月，CPI 同比上涨 2.7%，较上月上升 0.2 个百分点，环比上涨 0.5%，较上月上升 0.5 个百分点。食品环比大幅抬升造成此次 CPI 环比回弹，食品同比大幅上升推动本月 CPI 同比上升，主要受猪肉、鲜菜等价格上涨及季节性因素影响。PPI 同比上涨 4.2%，较上月回落 1.9 个百分点，环比下跌 1.3%，较上月下降 1.3 个百分点。生产资料环比和同比回落是造成 PPI 环比和同比下跌的主要原因。从主要行业来看，原油、有色金属等国际大宗商品价格回落带动国内有色金属、化学制品、燃料加工油气开采等相关行业价格下降；煤炭开采价格由涨转为下降；钢铁价格降幅扩大。

² 撰写人：IMI 研究员孙超

1. 经济：疫情影响仍在持续，经济指标表现不及市场预期

(1) 经济数据不及预期

7月国内疫情尽管总体受控，但是疫情影响仍在持续，多项经济指标表现均不及市场预期，经济数据接近于全面放缓，供需两端修复表现不足，压力依然存在。其中，工业生产总体差，但细看行业更差；消费需求偏弱；出口、基建和制造业投资保持高增长，形成二次修复的主要拉动，但房地产投资进一步下滑，后续需关注7月政治局会议的政策落地情况，地产将是经济能否实质性恢复的关键变量。

(2) 工业生产增长小幅放缓

7月工业生产增长小幅回落，但工业生产总体稳定增长。我国规模以上工业增加值同比增长3.80%，较上月回落0.10个百分点，带动1-7月全国规上工业增加值同比增长3.5%，较1-6月小幅上升0.1pct；环比增长0.38%，较上月回落0.46个百分点。

分三大门类看，7月份，采矿业增加值同比增长8.1%，制造业增长2.7%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长9.5%。分行业看，41个大类行业中有25个行业同比正增长，但多数行业增速不同程度回落。增速较高的行业主要是煤炭开采和洗选业增长11%，石油和天然气开采业增长4.5%，黑色金属矿采选业增长4%，有色金属矿采选业增长6.8%，开采专业及辅助性活动增长10.9%，其他采矿业增长36.3%，食品制造业增长2.8%，酒、饮料和精制茶制造业增长10.8%，烟草制品业增长8.9%，印刷和记录媒介的复制业增长0.6%，文教、

工美、体育和娱乐用品制造业增长 2.7%，化学原料及化学制品制造业增长 4.7%，有色金属冶炼及压延加工业增长 2.3，专用设备制造业增长 4%，汽车制造业增长 22.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 7.6%，电气机械及器材制造业增长 12.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 7.3%，仪器仪表制造业增长 7.2%，其他制造业增长 8.8%，废弃资源综合利用业增长 8.6%，金属制品、机械和设备修理业增长 19.6%，电力、热力的生产和供应业增长 10.4%，燃气生产和供应业增长 6.7%，水的生产和供应业增长 2.6%。

(3) 房地产开发投资持续走弱，基建和制造业投资保持高增长

1—7 月份全国固定资产投资（不含农户）完成额累计同比增长 5.7%，前值为 6.1%。其中基础设施建投投资(不含电力)累计同比增长 7.4%，房地产开发投资累计同比下降 6.4%，制造业投资累计同比增长 9.9%；1-6 月分别为 7.1%、-5.4%和 10.4%。7 月基建投资增速继续维持高位，房地产投资继续下滑，制造业投资保持韧性。基建投资和制造业投资的增速是支撑投资稳步增长的主要原因，而房地产开发投资持续走弱使得投资增长弱于预期。

7 月基建投资增速继续维持高位。1-7 月全口径基建投资累计同比增长 9.58%，较 1-6 月小幅上升 0.33%。从结构上看，三大行业增速有所分化，水环公共业累计同比增速则上行至 11.8%，电热燃水累计同比增速为 15.1%，基本与上半年持平，两者维持较快增长；交运仓邮业累计同比增速继续下滑，7 月增速下降 0.4%至 4.2%。今年基建投资作为逆周期调节工具的重要性上升，截至 7 月末，新增专项债

已发行 3.47 万亿元，资金相对充裕。

7 月地产销售和当月购地面积延续了 6 月的态势，新开工面积等继续走弱。根据国家统计局的数据，在销售方面，商品房销售额和销售面积 7 月累计同比分别为-28.8%和-23.1%，较 6 月的-28.9%和 -22.2%有所浮动，变化不大。土地购置面积当月累计同比为-48.1%，前值为-48.3%。房屋新开工面积 7 月累计同比-36.1%，6 月为-34.4%。短期内房地产供需两端受高温、疫情等影响，叠加居民预期疲弱，商品房销售可能会继续下滑。且房企信用压力大，影响拿地意愿、开工和施工进度，房地产市场悲观预期难以快速扭转。

制造业投资增速整体趋缓，但维持较高韧性。7 月制造业 PMI 再次跌至荣枯线以下。制造业投资增速回落至 7.5%，拖动 1-7 月累计同比较之前下降 50bp 至 9.9%。需求不足，预期疲弱是制造业投资增速下降的主要因素。

(4) 消费需求偏弱

7 月社会消费品零售总额 3.59 万亿元，同比增长 2.7%，较 6 月下降 0.4 个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长 1.9%。消费在经历 6 月份一定改善后，7 月出现回落。按消费类型来看，商品消费修复放缓，服务消费仍处于收缩区间，但降幅收窄。7 月商品零售同比增速较 6 月下行 70bp 至 3.2%，餐饮收入同比增速较 6 月上行 2.5%至-1.5%。可选消费多数增速放缓，化妆品、服装、通讯器材、汽车消费修复均显著放缓，其中汽车消费同比增速回落至 9.7%，前值为 13.9%，应与疫后刺激政策影响消退有关。现各地疫情出现不同幅度

的反弹，后续应持续关注疫情对消费的影响。

(5) 出口延续景气增长

按照海关总署的数据，以美元计价，7 月份，我国进出口总值 5646.61 亿美元，同比增长 11%。其中，出口 3329.64 亿美元，同比增长 18%，前值 17.7%；进口 2316.97 亿美元，同比增长 2.3%，前值 1%。7 月贸易顺差 1012.67 亿美元，同比扩大 81.51。

从出口国别看，本月中国对美国、欧盟、日本、东盟出口同比增速分别为 10.97、23.17、19.02、33.49，较前值比较，除美国外其他三大经济体出口增速均有所上升。主要出口商品上，汽车和汽车底盘、汽车零件和通用机械设备等商品出口金额增速明显加快；而手机、集成电路和灯具、照明装置及类似品出口额同比由正转负。从环比上看，较上月仅小幅增长 0.51%，较前两月（分别为 12.61%、7.65%）有明显回落，此表明前期积压的订单集中释放已经基本结束，出口增长的动能有所减弱。

7 月进口增速小幅回升，这主要是由于国内稳增长政策持续加码，一系列促消费、稳投资政策逐渐发力，有利于国内需求复苏，从而支撑进口增速回暖。铁矿砂及其精矿、原油、煤及褐煤、天然气、钢材的进口量累计同比增速分别为-3.4%、-4.0%、-18.2%、-9.6%和-21.5%。

2. 通胀：CPI 同比继续上涨，PPI 持续回落

(1) 食品反弹拉动 CPI 上行

7 月 CPI 同比上涨 2.7%，前值 2.5%，环比增长 0.5%。核心 CPI

同比上涨 0.8%，6 月同比为 1%，环比涨幅扩大 0.1 个百分点，核心 CPI 的涨幅显示出需求复苏温和，总体价格平稳增长的趋势。受猪肉、鲜菜等食品价格上涨及季节性因素影响，食品同比上涨 6.3%，环比上涨 3%，前值分别为 2.9%和-1.6%。食品的同比和环比大幅上升推动本月 CPI 同比和环比的上升。

(2) 大宗回落带动 PPI 下行

7 月 PPI 同比上涨 4.2%，前值 6.1%，环比下降 1.3%，工业品价格整体下行。从大类看，生产资料价格环比下降 1.7%，生活资料价格上涨 0.2%，涨幅与上月比较少了 10 个 bp，生产资料环比回落是造成 PPI 环比下跌的主要原因。从主要行业来看，原油、有色金属等国际大宗商品价格下降使得国内化学制品、有色金属、油气开采、燃料加工等相关行业价格下滑，煤炭开采价格转为下降，钢铁价格跌幅进一步扩大。

3. 金融：市场流动性延续宽松，但社融超预期回落

7 月新增人民币贷款 6790 亿元，社会融资规模增量 7561 亿元，M2 同比 12%，M1 同比 6.7%。7 月社融存量同比 10.7%，比 6 月下降了 0.1 个百分点。

(1) 社融超预期回落，信贷和企业债构成主要拖累

7 月份新增社融规模 7561 亿元，同比少增 3191 亿元；7 月末社融规模存量为 334.90 万亿元，同比增长 10.70%。分项上看，7 月份社融口径人民币贷款、外币贷款（折合人民币）同比分别少增 4303 亿

元、多减 1059 亿元，企业债券净融资同比少增 2357 亿元，此三个分项合计少增 7719 亿元，是本月社融的主要拖累。未贴现银行承兑汇票同比减少 428 亿元，亦对社融形成一定拖累。政府债券净融资同比多增 2178 亿元，非金融企业股票融资同比多增 499 亿元，委托贷款同比多增 240 亿元，信托贷款同比少减 1173 亿元，对社融形成一定支撑。7 月社融口径人民币贷款同比少增，主要是因为今年上半年银行发放的短期贷款大幅高于往年，呈现显著的冲量效应，且 7 月份疫情反复对长期贷款造成了不利扰动。

(2) M1、M2 剪刀差继续收窄

7 月末，M1 余额 66.18 万亿元，同比上涨 6.7%，较上月提高 0.9 个百分点；M2 余额 257.81 万亿元，同比增长 12%，较 6 月上升 0.6 个百分点，是 2016 年 4 月以来的新高点。从 M1-M2 增速来看，7 月末 M1-M2 的同比增速为 -5.3%，增速剪刀差较上期减少 0.3 个百分点，说明货币存款活期化仍在缓慢提升，市场流动性延续宽松。

(三) 商业银行³

1. 银保监会发布二季度商业银行经营数据，央行召开货币信贷形势分析座谈会

(1) 银保监会发布 2022 年二季度银行业主要监管指标数据情况

2022 年上半年，商业银行累计实现净利润 1.2 万亿元，同比增长

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）

7.1%。平均资本利润率为 10.1%，较上季末下降 0.81 个百分点。平均资产利润率为 0.82%，较上季末下降 0.08 个百分点。受疫情冲击和房地产景气度下行影响，二季度商业银行净利润增速有所回落，但仍保持在近几年的较高水平。

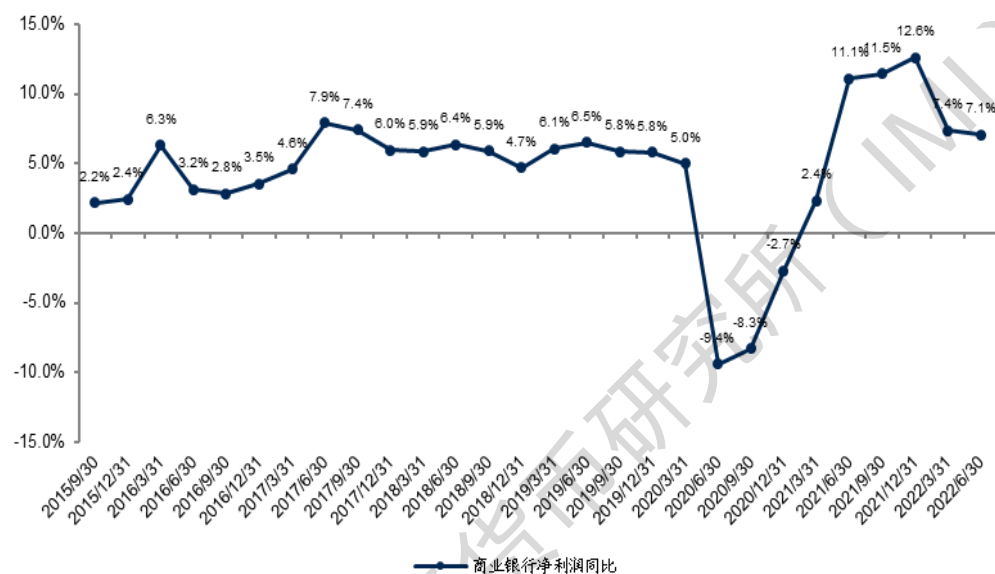


图 13：商业银行净利润增速

2022 年上半年商业银行净息差为 1.94%，环比下降 3bps，其中国有行和股份行分别下降 4bps 和 2bps，城农商行环比持平，主要是国有行与股份行高利率的消费信贷、按揭贷款占比较高，受疫情和地产影响相对较大，贷款收益率有所下行。同时，负债端由于居民资产向定期存款转化，使得存款成本也小幅上行。

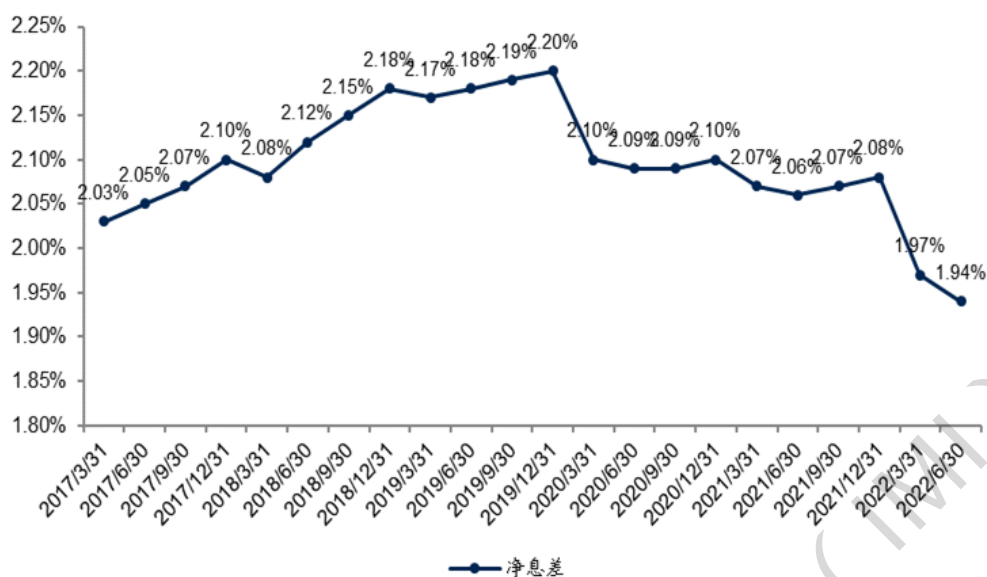


图 14：商业银行净息差走势

2022 年二季度末，我国银行业金融机构本外币资产总额 367.7 万亿元，同比增长 9.4%。期末不良贷款率 1.67%，较上季末下降 0.02 个百分点；拨备覆盖率为 203.78%，较上季末上升 3.08 个百分点。商业银行二季度资产质量保持稳健，下半年随着经济复苏、地产风险逐步化解，银行资产质量将延续改善态势。

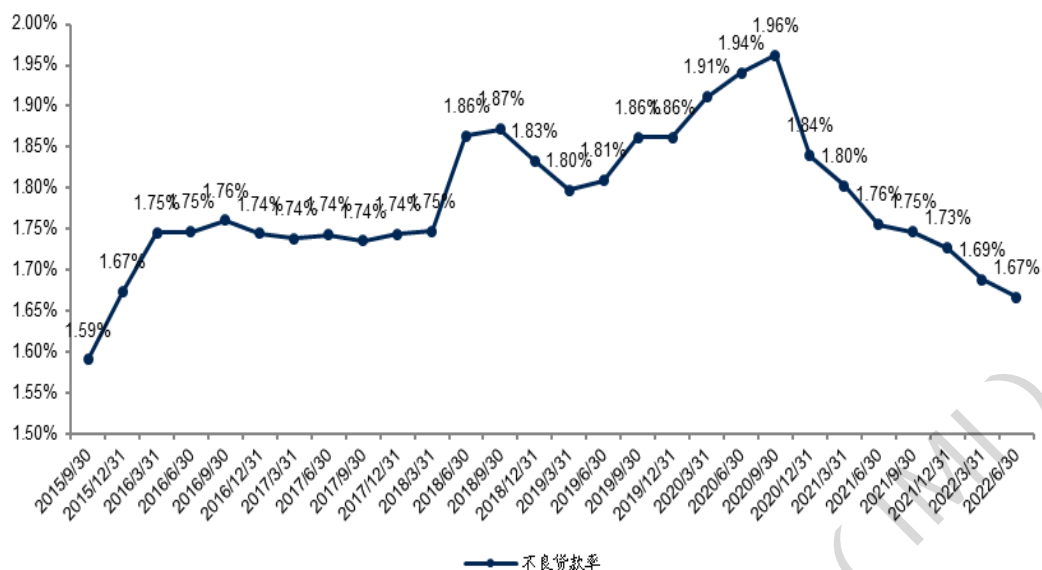


图 15：商业银行不良率水平

（2）央行召开部分金融机构货币信贷形势分析座谈会

为深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，2022 年 8 月 22 日，人民银行行长、国务院金融委办公室主任易纲主持召开部分金融机构座谈会，分析研究当前货币信贷形势，部署推进当前和下一阶段货币信贷工作。会议强调，主要金融机构特别是国有大型银行要强化宏观思维，充分发挥带头和支柱作用，保持贷款总量增长的稳定性。要增加对实体经济贷款投放，进一步做好对小微企业、绿色发展、科技创新等领域的信贷支持工作。要保障房地产合理融资需求。要依法合规加大对平台经济重点领域的金融支持。政策性开发性银行要用好政策性开发性金融工具，加大对网络型基础设施建设、产业升级基础设施建设、城市基础设施建设、农业农村基础设施建设、国家安全基础设施建设等重点领域相关项目的支持力度，尽快形成实物工作量，并带动贷款投放。要坚持市场化、法治化原则，统筹信贷平稳增长和防范

金融风险之间的关系。目前我国经济仍面临一定压力，7月信贷和社融出现大幅下行，央行召开信贷形势分析座谈会一方面有利于督促银行机构加大对实体经济支持力度，另一方面也有利于改善企业和居民部门对经济的预期。

2. 2022年7月货币金融数据分析

2022年7月末，基础货币余额为32.42万亿元，全月减少1.01万亿元。其中，现金（货币发行）增加284亿元，银行的存款准备金减少1.04万亿元，非金融机构存款增加37亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币7170亿元。缴税等财政因素回笼基础货币4375亿元。

7月末的M2余额为257.8万亿元，同比增速为12.0%，较上月提升0.6个百分点，一方面是财政净支出增加对M2增速贡献提升，另一方面是非标压缩规模减少对M2增速拖累大幅缩窄。按不含货基的老口径统计，6月份M2减少3296亿元。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4736亿元；财政净支出等财政因素投放M2约1924亿元；银行自营购买企业债券到期回笼M2约3239亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素回笼M2约6709亿元（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8亿元。

表 2：7月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	498	外占	-8
单位活期	-13,041	债券	-3,239
单位定期	2,243	贷款(加回核销和 ABS)	4,736
个人	-3,448	财政净支出	1,924
非银	10,452	其他（非银、非标等）	-6,709
合计	-3,296	合计	-3,296

（四）资本市场⁴

1. 股市：高处不胜寒和看涨期权

（1）基本面更新

整个 8 月份，市场先上后下，仍然延续震荡行情，结构上从 8 月中开始此前市场风格的极端化逐步缓解。在过去的一个月里，全球和国内疫情均有所改善，但国内防控趋严。出口高频显示 8 月出口或明显低于 7 月，大宗商品价格呈震荡态势。地产销售整体仍然趋弱，消费高频数据显示终端消费仍然偏弱。通胀方面，食品价格对 CPI 的拖累已经开始转为贡献。猪粮比本周继续略上行，生猪存栏数量下降，预示未来猪肉价格同比将继续扩大；高温干旱影响，蔬菜价格环比上行，同比涨幅扩大。目前 PPI 向 CPI 传导加快，尤其是油价导致交通价格上涨；疫情恢复，出行增加，预示服务价格或将上涨。预计今年

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

剩下月份 CPI 有可能会在 3% 之上。生产端通胀，在供给不足情况下，预计大宗商品价格仍高位震荡。预计 8 月份 PPI 或 3.2% 左右，对下游和中小企业挤压继续，判断货币政策不会收紧，总量和结构宽松会继续，但受中美利差倒挂影响，宽松空间受限。月百城房价环比转负，其中一线城市环比负增长较多，但二线城市环比继续正增长；百城房价同比增速继续放缓：7 月房价上涨 0.52%（6 月为 0.88%），涨幅继续放缓。金融环境方面，海外，由于美联储主席鲍威尔在全球央行年会上发表讲话偏鹰，此前因衰退担忧而逆转加息的预期进一步纠正，终点利率水平高与持续时间长的预期则得到强化，美股因此前对美联储鹰派预期不足，调整较大。商品方面，OPEC 减产可能性增加下能源再度走强，全球极端天气影响粮食供应下农产品上涨，工业金属价格也有所回升，黄金则在加息预期上升和美元指数走高影响下小幅回落。国内方面，8 月初以来，R007 利率中枢持续抬升，受海外加息预期抬升与国内经济预期疲弱影响，人民币贬值压力较大，意味着中美利差各期限再度向下的空间受限。后续若美联储加息的幅度与持续性继续超预期，则国内全期限国债利率都会有较大上涨压力，因此后续需关注国内长短端利率抬升对宏观流动性的压力。

经济活动方面，高温限电一定程度上有缓解，25 省耗煤量持续超去年同期，生产结构性改善。地产销售及终端需求仍偏弱。出口高频显示 8 月出口可能较 7 月有所趋弱。8 月份制造业 PMI 仍然处于荣枯线以下，需求从低位小幅回升，生产暂无改善，库存整体仍在去化。

PMI 的边际上行主要与低基数下的环比修复、大宗价格企稳和政策支

持下基建项目的持续落地相关，而外需的韧性叠加人民币汇率贬值对需求也有拉动。产成品库存继续下行，原材料库存略有上升。8月产成品库存下降 2.8 达到 45.2，原材料指数升高 0.1 至 48.0。但需要关注的是当前 PMI “新订单”和“产成品库存”双双偏低，很难用需求改善来解释产成品库存的下降。更合理的解释是，当前制造业企业主动降低了产成品库存。在这种少见现象的背后，是制造业企业弱得反常的预期。

(2) 市场回顾与展望

进入八月以来，在风格极端撕裂的情形下，随着国内以结构宽松成为了政策发力的主要形式，海外联储鹰的意志的延续，从八月中旬开始，风格有了一定程度上的回摆。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 分别录得收益-1.09%、-2.19%、-2.20%、-5.15%的收益。上证 50 经过了连续两个月的下跌，相对于中证 1000 似乎重新回到了四月底“黄金坑”的位置。虽然当下股、债市场对于宏观经济已经十分悲观：十年期国债收益率距离 2020 年 4 月初的历史低点近在咫尺、权益的风险溢价近期也再次回到了历史的极端水平，但是这样的市场价格似乎对于经济形势并没有明显的“错误定价”，投资者认为中国经济即将面临比 4 月疫情更严重的考验。

展望后市，虽然市场受到地产断贷事件、疫情反复、极端天气影响等等因素的扰动，经济复苏一波三折，低估值板块目前也已跌到前期底部附近，对于经济弱复苏的预期已经计入价内。伴随着稳增长政策陆续落地以及“金九银十”的季节性产销旺季叠加低基数效应，预

计后续进一步市场新低的概率较小，更全面的上涨需要等待更为积极的政策信号和宏中观数据上的验证和支撑。市场结构上，一方面“新半军”等人气较高的赛道经过两个月以上的快速上行，随着宁德时代中报利好的兑现，部分重点行业未来景气的确定性与格局出现分歧，在交易拥挤的情形下，该板块有较大的止盈压力；另一方面在更为积极的政策信号和宏观数据验证之前，市场也很难直接进入到全面的低估值顺周期风格切换的行情。因此短期市场的成长板块面临获利回吐的同时，内部轮动在相对收益投资者的博弈下会继续加速，而低估值板块尚需等待更明确的反弹信号，绝对收益投资者可买入看涨期权。

2. 债市：整体呈现先强后弱的局面

（1）资金面宽松，央行超预期降息

流动性方面，央行 8 月逆回购净回笼 60 亿元，其中投放 460 亿元，到期 520 亿元。另 7 天逆回购和 MLF 利率双双降息 10bps，政策利率和资金利率利差收敛。同时缩量 MLF 续作 4000 亿元，净回笼 2000 亿元。资金面维持宽松，整体资金利率水平仍处于低位。8 月 DR001、DR007 平均利率分别为 1.12%、1.42%，较 7 月分别下降 9BP、14BP。

利率债方面，8 月收益下行至低位后小幅反弹。8 月 15 日央行超预期调低政策利率，带动收益率快速下行。10Y 国债收益率下降至 2.58%，10Y 国开债下降至 2.78%。收益率下行至低位后，机构止盈需求有所增加，从而带动收益率从低位反弹。10Y 国债小幅反弹至

2.62%附近，10Y 国开债小幅反弹至 2.80%附近。

(2) 中票收益率整体下行，信用利差走扩

8 月包括短融、中票、公司债、企业债、定向工具在内的非金融企业信用类债券合计发行规模 10,692.06 亿元，净融资额 1,355.60 亿元。与去年同期相比，发行规模减少 1,960.20 亿元，净融资额减少 1,876.49 亿元。

收益率方面，8 月各等级、各期限中票中债收益率普遍明显下行。AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期中债收益率相对 7 月底分别下行 23BP、22BP、24BP 至 2.07%、2.61%、2.97%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期中债收益率相对 7 月底分别下行 22BP、22BP、24BP 至 2.20%、2.79%、3.19%。从信用利差看，8 月信用利差走阔，8 月底 1 年期 AAA、AA+、AA 信用债中信用利差相对 7 月末分别走阔 6BP、7BP、1BP，而 5 年期 AAA、AA+、AA 信用债中信用利差分别走阔 1BP、-1BP、-3BP。据中债估值数据，8 月期限利差小幅压缩，8 月末国债 3Y-1Y、国债 10Y-1Y 期限利差相对 7 月底分布压缩 1BP、1BP。资产荒背景下，中高等级信用债受到机构热逐，信用利差被压缩至历史低位，绝对收益率水平也偏低。

(3) 市场展望及配置建议

8 月份以来，央行超预期降息带动收益率大幅下行，但 LPR 降息落地后，短期内利好出尽，市场也进入到对利多不敏感、对利空敏感的阶段。利率要进一步走低，需要更多、更大的利好因素刺激，例如疫情的不确定性加重、地产领域进一步快速下行或风险事件暴露、货

币政策进一步宽松操作，但是短期来看概率都较低。经济边际向好、政策逻辑重回稳增长、资金面延续收敛，预计债市整体将处于逆风环境，但经济增速仍然处于潜在增速之下，利率反弹的幅度可能也比较有限，货币政策大幅收紧概率不大，建议短期保持谨慎。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

二、宏观经济专题⁵：

双边货币互换能够推动人民币国际化吗——兼论汇率市场化的影响

（一）摘要

作为在“十四五”期间稳慎推进人民币国际化过程中充分发挥双边货币互换作用具有重大意义。本文利用人民币全球跨境支付的真实交易数据研究了双边货币互换对人民币国际化的影响。研究发现：双边货币互换可以通过提供人民币流动性、提升外界对人民币的信心以及增强人民币网络外部性等渠道推动人民币国际化。异质性分析表明，对于“一带一路”沿线国家、与中国贸易往来密切的国家而言，双边货币互换对人民币国际化的推动效果更强。从货币职能角度看，双边货币互换的影响主要体现在交易媒介和计价单位职能上，而对价值贮藏职能没有显著影响。这符合通过构建双边货币互换网络推动人民币在国际贸易投资方面广泛使用，进而提升人民币在全球范围内承担交易媒介和计价单位职能的基本政策逻辑。价值贮藏作为更高层次职能，双边货币互换安排的签订尚无法显著提升其职能发挥。进一步地，本文发现，汇率市场化可以通过“信号效应”增强双边货币互换对人民币国际化的推动作用。本文拓展和丰富了关于双边货币互换的研究，为在新一轮高水平开放进程中协调推进人民币国际化、汇率市场化和

⁵ 撰写人：宋科，中国人民大学财政金融学院副教授，中国财政金融政策研究中心、国际货币研究所研究员，经济学博士；朱斯迪，中国人民大学经济学院博士研究生，国际货币研究所助理研究员；夏乐，中国人民大学国际货币研究所特约研究员，哲学博士。本文节选自原载于《中国工业经济》2022年第6期的《双边货币互换能够推动人民币国际化吗——兼论汇率市场化的影响》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/show/?id=83573>

资本账户开放提供了重要的理论依据与政策启示。。

（二）引言

银行业 2008 年国际金融危机爆发后，现有国际货币体系固有的脆弱性受到普遍关注（高海红和余永定，2010），国际社会开始呼吁改革现行国际货币体系，进一步提高新兴市场国家货币的话语权和代表性，人民币国际化迎来新的发展机遇。自 2009 年跨境贸易人民币结算试点推出以来，从跨境贸易到金融交易再到官方储备，人民币市场化程度和国际认可度不断提升，在推动贸易投资便利化、金融创新发展与服务实体经济等方面发挥了重要作用。在资本账户尚未完全开放的背景下，中国已经初步探索出一条具有鲜明中国特色的货币国际化道路。从货币国际化的历史规律看，货币替代远远滞后于经济替代，是一个长期的过程。同样，人民币国际化也是一个中长期战略，是中国经济发展、市场选择和历史演进的必然（陈雨露等，2005）。在更长的历史时期，要始终坚持市场化导向，积极稳妥地推进人民币国际化。2021 年正式发布的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》明确提出：“稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。”当然，在充分发挥市场作用基础上，稳慎推进人民币国际化需要更多有效政策支撑。作为推进人民币国际化的重要抓手，国际金融危机以来人民币全球需求不断增加，双边货币互换范围和规模不断扩大。截至 2020 年底，中国人民银行总计与 40 个

国家和地区的中央银行或货币当局签署双边货币互换协议，总金额超过 3.99 万亿元。

中国人民银行的双边货币互换主要是为了促进人民币在贸易和投资中的使用，更好地服务实体经济。但是，双边货币互换能否真正推动货币国际化？现有研究尚无一致意见。部分研究认为中国人民银行签订的货币互换协议很少被使用（McDowell, 2019），其更多意味着一种货币盟友关系（李巍和朱艺泓，2014），无助于提升人民币在离岸外汇市场中的使用（Chey and Hsu, 2020）。当然，也有研究认为双边货币互换可以推动货币国际化。双边货币互换可以提升人民币国际支付的概率（Bahaj and Reis, 2020），增加人民币直接使用的内涵边际和人民币间接使用的外延边际（王孝松等，2021）。这意味着，双边货币互换可以为本国货币的海外使用提供流动性支持（Lin et al., 2016），提升国外对本国货币市场稳定的信心（Aizenman et al., 2011），增加本国货币在贸易计价结算中的使用（Song and Xia, 2020; Georgiadis et al., 2021），增强人民币汇率的锚效应等（朱孟楠等，2020），进而提升人民币国际化水平。可以看到，既有文献从不同角度实证分析了双边货币互换的作用，但仍存在一定局限：一是对于双边货币互换促进人民币国际使用的内在逻辑和影响机制，缺乏较为系统的理论阐释和实证检验；二是研究视角仅仅聚焦于双边货币互换对贸易、支付等个别经济金融变量的影响，未能更全面地研究其对人民币国际化及其货币职能的影响。

鉴于此，本文基于人民币全球跨境支付信息，使用真实交易数据

度量人民币国际支付，并结合三大国际货币职能的视角，更为全面和准确地衡量人民币国际化程度。在此基础上，实证研究了双边货币互换对人民币国际化的影响及其作用机制，并使用不同的变量和计量方法验证结论的稳健性。相比已有研究，本文可能的边际贡献在于：①基于 SWIFT 交易数据构建了更可信的人民币国际化度量指标，在此基础上系统地实证分析了双边货币互换对人民币国际化的影响，并验证了基于流动性、信心和网络外部性的影响机制；②在分析双边货币互换对人民币国际化总体影响的基础上，进一步基于交易媒介、计价单位和价值贮藏的国际货币职能进行了结构化分析，为在新阶段顺应货币国际化演进逻辑，稳慎推进人民币国际化提供了经验证据；③研究了汇率市场化对于双边货币互换效果的影响，为当前在新一轮高水平开放进程中，协调推进人民币国际化、汇率市场化和资本账户开放提供了重要的政策启示。

三、主要经济数据⁶

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	21- Nov	21- Dec	22-Jan	22- Feb	22- Mar	22- Apr	22- May	22- Jun	22- July
CPI	同比	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7
PPI	同比	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2
制造业 PMI	指数	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0
工业增加值	累计 增长	10.1	9.6		7.5	6.5	4.0	3.3	3.4	3.5
工业企业 利润总额	累计 同比	38.0	34.3		5.0	8.5	3.5	1.0	1.0	-3.5
固定资产 投资完成 额	累计 同比	5.2	4.9		12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7
社会消费 品零售总 额	同比	3.9	1.7			-3.5	-11.1	-1.5	-0.7	-0.2
进出口总 值	当期 值同 比	26.1	20.3	22.2	8.1	7.5	2.1	11.1	10.3	11.0
M2	同比	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0
社会融资 规模	存量 (万 亿 元)	311.90	314.13	320.03	321.12	325.63	326.47	329.19	334.27	334.90
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	12732	11318	39618	12336	31254	6454	18884	28063	6790

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。

