

IMI 宏观经济 月度分析报告

2023 年第 2 期（总第 70 期）

- **海外：**美就业超预期通胀减速回落，欧元区核心通胀超预期上行
- **宏观：**国内工业生产增速持续放缓，进口增速小幅回升
- **机构：**银保监会、央行发布《商业银行金融资产风险分类办法》
- **市场：**存量博弈阶段经济预期反复，债市期限利差压缩

本期推荐：外生冲击下双支柱调控框架的稳定效应——理论建模及基于全球样本的实证检验

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 2 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）：

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：波动为主，或呈现两段论	- 10 -
(二) 国内宏观	- 11 -
1. 经济：12月防疫放开，四季度经济大幅超预期	- 12 -
2. 通胀：CPI同比和环比均出现上涨，PPI继续磨底	- 16 -
3. 金融：社融大幅度超预期，企业中长期新增贷款继续超预期	- 18 -
(三) 商业银行	- 19 -
银保监会、央行发布《商业银行金融资产风险分类办法》；《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》修订形成	- 19 -
(四) 资本市场	- 20 -
1. 股市：市场窄幅震荡，经济预期反复	- 20 -
2. 债市：长端收益率先下后上	- 23 -
二、宏观经济专题：外生冲击下双支柱调控框架的稳定效应——理论建模及基于全球样本的实证检验	- 26 -
(一) 摘要	- 26 -
(二) 引言	- 27 -
三、主要经济数据	- 29 -

图表目录

图 1: 2022Q4 美国 GDP 增速 2.7%(注:单位%)	- 4 -
图 2: 美国 1 月非制造业 PMI 升至 55.2	- 5 -
图 3: 美国 1 月 CPI 同比降至 6.4%(注:单位%)	- 5 -
图 4: 美国 1 月失业率降至 3.4%(注:单位%)	- 5 -

图 5: Q4 欧元区实际 GDP 环比折年 0.4%(注:单位%).....	- 7 -
图 6: 欧元区 2 月服务业 PMI 升至 53	- 7 -
图 7: 欧元区 12 月失业率持平于 6.6%(注:单位%).....	- 7 -
图 8: 欧元区 1 月 HICP 同比降至 8.6%(注:单位%).....	- 8 -
图 9: 2022Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 0.6%(注:单位%).....	- 9 -
图 10: 日本 2 月服务业 PMI 降至 53.6	- 9 -
图 11: 日本 12 月失业率降至 2.3%(注:单位%).....	- 10 -
图 12: 1 月日本 CPI 同比升至 4.3%(注:单位%).....	- 10 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 3 -
表 2: 经济数据一览	- 29 -

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

美国就业强劲超预期；通胀回落明显放缓；未来将有更多加息。经济方面，美国1月新增非农就业人数51.7万，大幅超出预期18.8万。通胀方面，1月美国通胀回落速度较过去三个月明显放缓，过去三个月，CPI同比与核心CPI同比的每月下行幅度分别约0.6和0.3个百分点，而1月份仅回落了0.1个百分点。货币政策方面，美联储2月会议纪要显示，官员预期未来将有更多的加息。欧元区经济边际好转，通胀继续放缓但核心压力仍存，3月大概率加息50bp。经济方面，暖冬天气和政府支持缓解了能源价格飙升的影响，2022年欧元区“躲过”了经济衰退，Q4实际GDP环比增长0.1%，维持正增。通胀方面，欧元区1月通胀继续放缓，但核心通胀仍在超预期上行。货币政策方面，近期欧洲央行行长拉加德在接受采访时表示，完全有理由相信欧洲央行将在3月份加息50个基点。日本经济复苏缓慢，通胀继续上行但核心涨价仍慢，短期维持超宽松政策。经济方面，2022Q4，日本实际GDP环比折年率0.6%，低于彭博一致预期2%。通胀方面，通胀继续上行，但主要拉动仍是食品和能源，1月对通胀贡献近7成，靠内需拉动的核心通胀涨价还不充裕。货币政策方面，日央行候任行

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

长植田和男表示：“日本目前的潜在通胀还远未达到 2% 的通胀目标，目前继续实行宽松政策是可取的。”

	指标	2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023 Q1	与 上 期 比 较
		8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月		
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	2.7		7			-1.6			-0.6			3.2			2.7			-	-	
	失业率 (%)	5.2	4.8	4.5	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	3.5	3.7	3.6	3.5	3.4	↓	
	CPI (同比, %)	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	8.2	7.7	7.1	6.5	6.4	↓	
	货币政策	美联储 2 月会议纪要显示，官员预期未来将有更多的加息；关于 2 月会议的利率决议，有一些人更倾向于加息 50bp																			
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	9.3		2.2			2.6			3.4			1.2			0.4			-	-	
	失业率 (%)	7.5	7.3	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	-	-	
	CPI (同比, %)	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	9.9	10.6	10.1	9.2	8.6	↓	
	货币政策	欧央行行长拉加德在接受采访时表示，完全有理由相信欧洲央行将在 3 月份加息 50 个基点																			
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-1.4		4.4			-1.7			4.6			-1			0.6			-	-	
	失业率 (%)	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.4	2.3	-	-	
	CPI (同比, %)	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.4	2.6	3.0	3.0	3.7	3.8	4.0	4.3	↑	

指标	2021Q3		2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023 Q1	与上期比较
	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	
货币政策	日银新提名行长植田和男表示：“日本目前的潜在通胀还远未达到 2%的通胀目标，目前继续实行宽松政策是可取的。”																		

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业强劲超预期；通胀回落明显放缓；未来将有更多加息

经济方面，美国就业大超预期。1月新增非农就业人数大幅超出预期。美国1月新增非农就业人数51.7万，好于彭博预期18.8万，12月数据上修为26万。就业数据的超预期一则有数据口径调整的原因。二则，政府部门1月新增7.4万就业人口，集中在地方政府教育领域（新增3.5万人），主要原因在于前期大学劳工罢工人口返岗。三则，就业数据本身是经济的滞后指标，只有当企业明确下游需求回落、订单下降后才会选择大幅减少就业人数，而目前需求仍有韧性、特别是服务业需求较强，同时劳动力市场紧张，招工难度大、成本高，服务业企业大概率选择暂不裁员，且尽可能多招较低成本的员工。

通胀方面，回落速度明显放缓，下行幅度不及预期。1月美国通胀回落速度较过去三个月明显放缓。过去三个月，CPI同比与核心CPI

同比的每月下行幅度分别约 0.6 和 0.3 个百分点，而 1 月份仅回落了 0.1 个百分点。不过服务价格仍在普涨。能源价格由跌转涨（2%）是 CPI 环比回升的最大助力；除二手车（-1.9%）外，核心商品价格普涨；租金涨幅（0.7%）维持高位；工资韧性推动核心服务价格继续普涨，如运输服务（0.9%）、娱乐服务（0.7%）、教育通信服务（0.5%）、公用事业（0.9%）、其他个人服务（0.5%）等。

货币政策方面，2 月会议纪要显示未来将有更多加息。美联储 2 月会议纪要显示，官员预期未来将有更多的加息。值得注意的是，关于 2 月会议的利率决议，虽然几乎全部与会者同意加息 25bp，但一些人更倾向于加息 50bp，反映联储内部部分官员有更鹰派的倾向，可能带来未来加息节奏的不确定性。

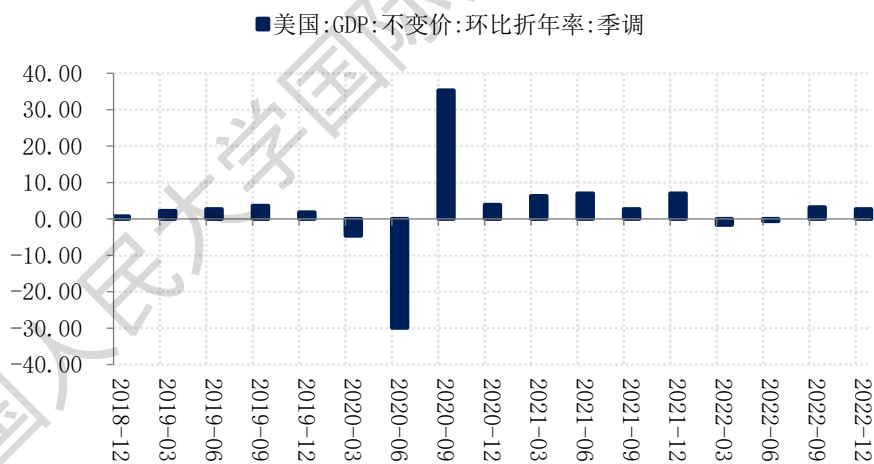
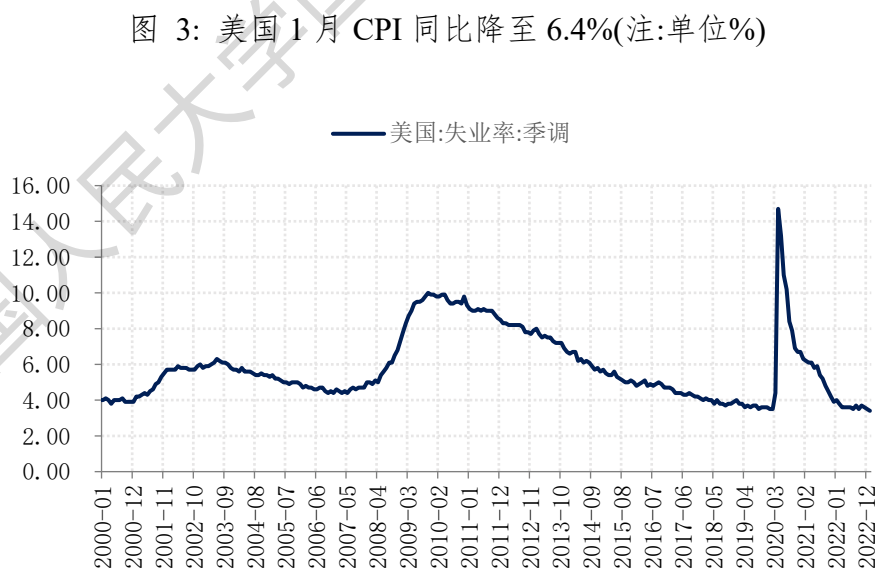
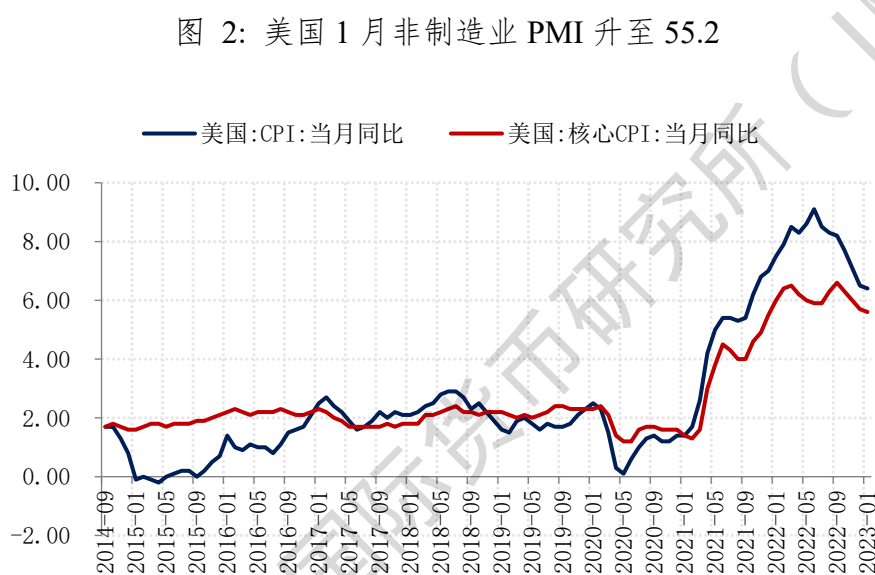
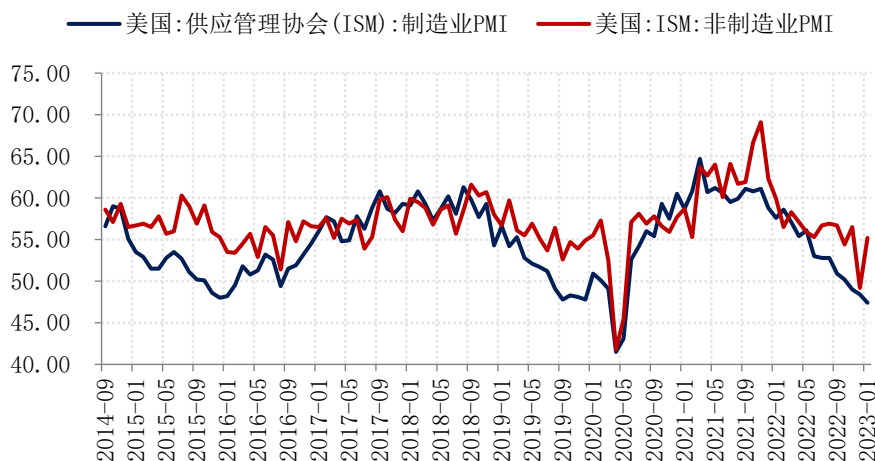


图 1: 2022Q4 美国 GDP 增速 2.7%(注:单位%)



(2) 欧元区经济边际好转，通胀继续放缓但核心压力仍存，3 月

大概率加息 50bp

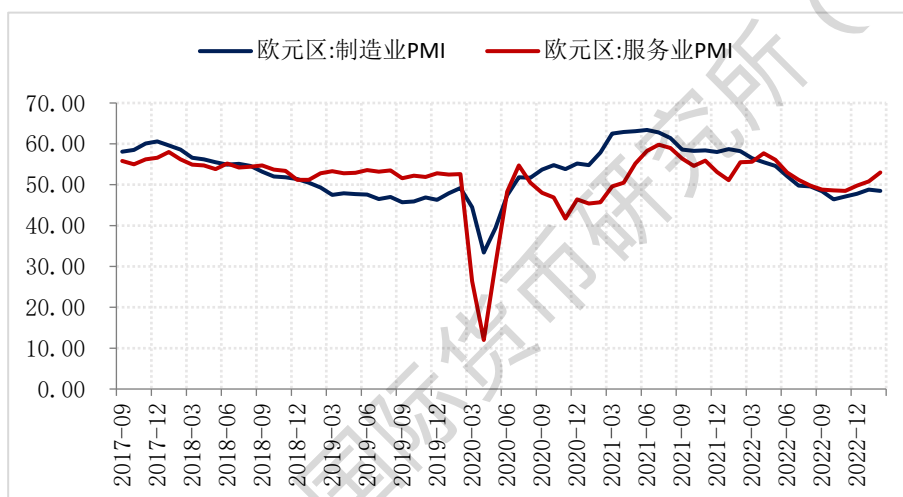
2022 年欧元区经济躲过了衰退风险，今年经济也出现了一些乐观迹象。暖冬天气和政府支持缓解了能源价格飙升的影响，2022Q4 欧元区实际 GDP 环比增长 0.1%，维持正增，而此前经济学家预期四季度欧元区经济将出现萎缩。展望今年，欧盟委员会 2 月 13 日发布的最新展望报告预计 2023 年欧元区将实现 0.9% 的经济增长，去年秋季预估只有 0.3%，基于此预估，欧元区有望躲过此前担忧的年初的技术性衰退（连续两个季度 GDP 环比负增）。对经济展望变得乐观的主要原因在于，一方面最新民调显示对经济增长的信心正在回升，今年 Q1 欧元区出现经济滑坡的风险已经不复存在；另一方面，德国出现严重衰退的风险也明显降低，因为俄罗斯断供天然气后，德国并未出现严重的能源短缺。

通胀方面，继续放缓，但核心通胀压力仍在。欧元区 1 月 HICP 同比降至 8.5%，低于彭博一致预期 9%，去年 12 月为 9.2%。虽然通胀回落速度超预期，反映欧元区整体通胀形势出现了一些乐观迹象，但是通胀放缓主要源自能源价格下降，核心通胀压力仍存。1 月欧元区核心 HICP 同比由前值 6.9% 升至 7%，高于彭博一致预期 6.9%。

货币政策方面，3 月加息 50bp 是大概率，未来或将有进一步加息。近期，欧洲央行行长拉加德在接受采访时表示，完全有理由相信欧洲央行将在 3 月份加息 50 个基点；为了使通胀重回 2%，如有必要将进一步加息。



图 5: Q4 欧元区实际 GDP 环比折年 0.4%(注:单位%)



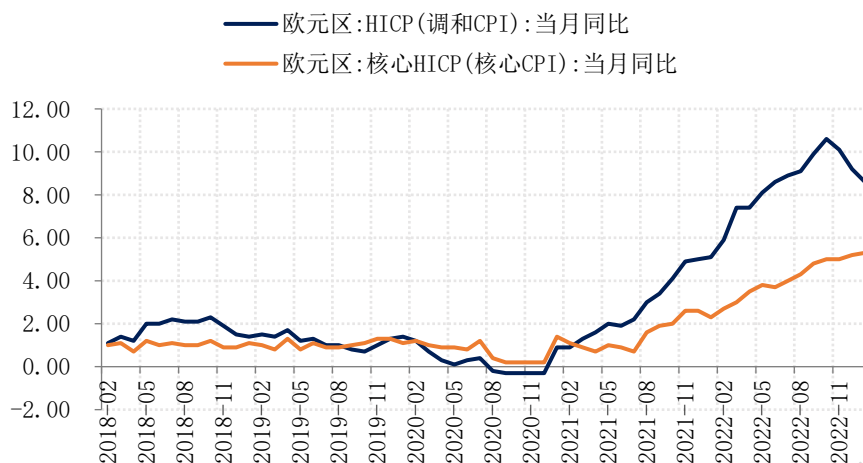


图 8: 欧元区 1 月 HICP 同比降至 8.6%(注:单位%)

(3) 日本经济复苏缓慢，通胀继续上行但核心涨价仍慢，短期维持超宽松政策

经济方面，经济复苏缓慢，2022Q4 增速低于预期。2022Q4，日本实际 GDP 环比折年率 0.6%，低于彭博一致预期 2%，前值由-0.8%修正为-1%。2022 全年经济增长 1.1%，较 2021 年的 1.7%明显下滑。分内外需看，内需拉动减弱，外需对经济拖累加重。内需方面，由于日本国内新冠疫情反复、物价持续上涨，消费和投资虽保持正增长，复苏势头均受到抑制，不及各界预期。2022 全年内需对经济增长拉动仅 1.7%，2021 年为 1.1%；外需方面，2022 年日本出口增幅明显小于 2021 年，同时日元贬值令进口增幅扩大，对经济增长的拖累作用放大，2022 全年净出口对经济增长贡献为-0.6%，2021 年为 1%。

通胀方面，继续上行，但距离实现可持续的 2%的通胀目标仍有差距。1 月，日本 CPI 同比 4.3%，符合预期，前值 4%，虽然远高于

日央行 2% 的通胀目标,但是分项来看,食品和能源仍是最主要拉动,对通胀的贡献接近 7 成,显示通胀主要源自日元贬值带来的进口输入,依靠内需拉动的核心通胀动力依然不充足。

货币政策方面,预计日央行长换届后短期不会调整超宽松货币政策。日央行候任行长植田和男 2 月 24 日在听证会上表示:“日本目前的潜在通胀还远未达到 2% 的通胀目标,目前继续实行宽松政策是可取的。”

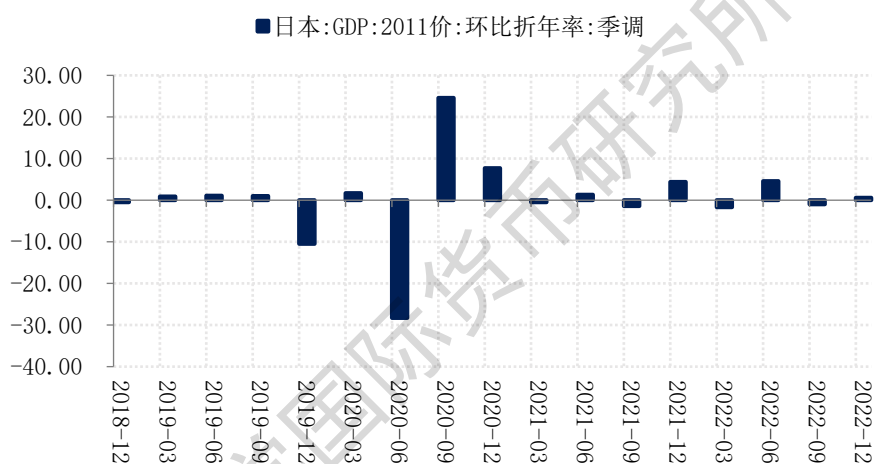


图 9: 2022Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 0.6%(注:单位%)

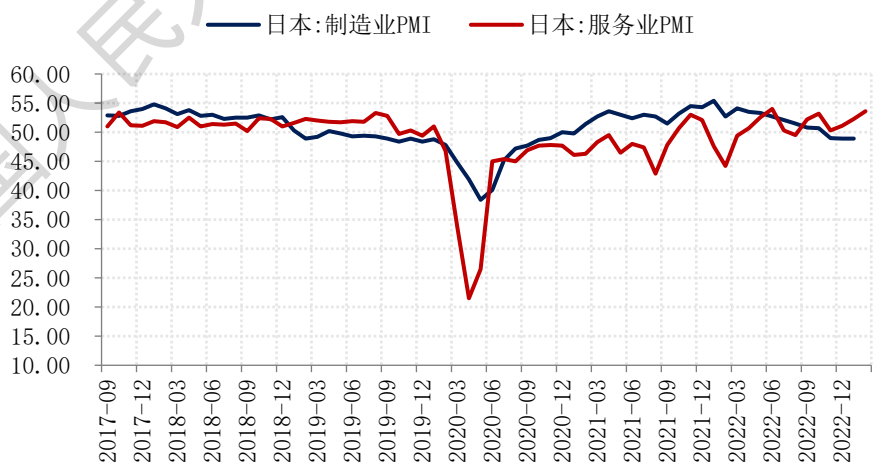




图 11: 日本 12 月失业率降至 2.3%(注:单位%)

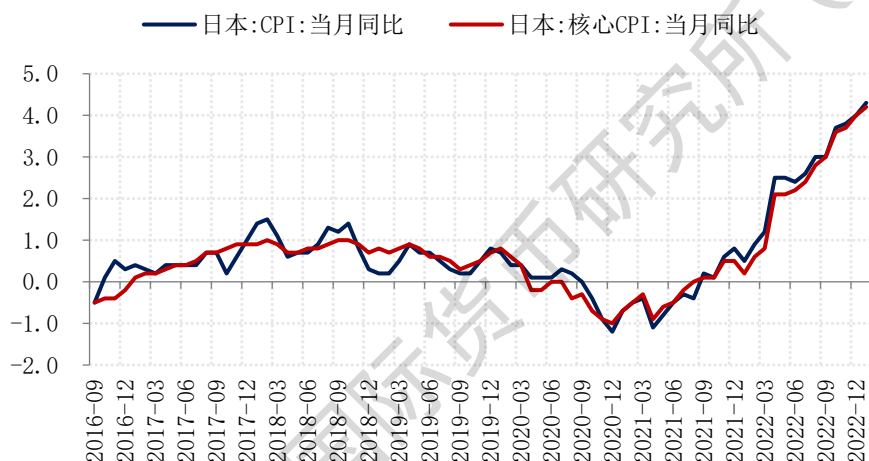


图 12: 1 月日本 CPI 同比升至 4.3%(注:单位%)

2. 汇率展望：波动为主，或呈现两段论

预计汇率未来波动为主，或呈现两段论。

第一段：年初，汇率或有偏贬值运行的可能性。在这一阶段，由于美联储加息短期难以停止，因此预计年初，中美货币政策背离或依然持续，美元可能进一步走高、息差可能维持偏窄、汇率弹性放大、贬值概率更大。

第二段：二季度开始到下半年，汇率稳定或略升。一则，如美国

需求明确回落、通胀明确回归，届时美元指数的支撑因素将弱化。二则，2023 年在全球经济“比差”中我国更有优势。因而在美元指数压制消退、中国经济在全球相对地位走强的背景下，人民币在这一阶段或有望稳定甚至略升。

（二）国内宏观²

国家统计局公布 2022 年四季度和 12 月经济数据，四季度宏观经济数据大幅超预期。12 月防疫放开，感染人数增多，以及欧美衰退背景下外需下滑，对经济产生扰动，但消费、制造业投资、地产投资三大领域韧性超预期。居民消费需求有所复苏，制造业投资增速小幅上升，地产系指标整体改善，竣工端回暖明显。基建投资、工业增加值增速保持相对平稳，助力 2022 年经济顶住压力平稳收官。

通胀方面，1 月 CPI 同比和环比均出现上涨。食品中，受春节等季节性因素影响，鲜菜价格环比同比均大幅上升，但生猪供给持续增加，猪肉价格对 CPI 拖累将继续；非食品项环比由负转正，出行反弹带动旅游价格。核心 CPI 上升，反映出服务消费的增长，特别是服务价格环比涨幅持平疫情前同期均值，指向疫后服务消费强势修复。PPI 方面，同比降幅小幅扩张，环比降幅有所收窄。由于受国际原油价格波动和国内煤炭价格下行的影响，PPI 继续磨底。

² 撰写人：IMI 研究员孙超

1. 经济：12月防疫放开，四季度经济大幅超预期

(1) 四季度经济数据大幅超预期

国家统计局公布 2022 年四季度和 12 月经济数据，四季度 GDP 同比增长 2.9%，全年同比增长 3%。四季度宏观经济数据大幅超预期，但较 2021 年的同比增长 8.1%有明显下降。12 月防疫放开，感染人数增多，以及欧美衰退背景下外需下滑，对经济产生扰动，但消费、制造业投资、地产投资三大领域韧性超预期。居民消费需求有所复苏，制造业投资增速小幅上升，地产系指标整体改善，竣工端回暖明显。基建投资、工业增加值增速保持相对平稳，助力 2022 年经济顶住压力平稳收官。

(2) 工业生产增速持续放缓

12 月工业生产增速持续放缓。12 月工业增加值同比 1.3%，比 11 月降低 0.9 个百分点，12 月季调环比为 0.06%，四季度的月均环比下降 0.02%，全年规模以上工业增加值同比增长 3.6%。

分三大门类看，12 月份，采矿业增加值同比增长 4.9%，制造业增长 0.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7%。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 3.7%，石油和天然气开采业增长 6.7%，黑色金属矿采选业增长 21%，开采专业及辅助性活动增长 22.1%，其他采矿业增长 47%，酒、饮料和精制茶制造业增长 3.4%，化学原料和化学制品制造业增长 11%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 2.8%，有色金属冶炼和压延加工业增长 6.3%，

铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 2%，电气机械和器材制造业增长 10.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 1.1%，废弃资源综合利用业增长 30%，电力、热力生产和供应业增长 8.6%，燃气生产和供应业增长 1.3%。

(3) 12 月基建投资保持高增速，房地产投资延续下滑态势，制造业投资增速小幅下降，部分行业维持较高增速

1—12 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.1%，前值为 5.3%。其中基础设施投资（狭义）同比增长 9.4%，房地产开发投资同比下降 10%，制造业投资同比增长 9.1%；1-11 月分别为 8.9%、-9.8%和 9.3%。12 月基建投资保持高增速，房地产投资延续下滑态势，制造业投资增速小幅下降，部分行业维持较高增速。

基建投资保持高增速。11 月国开行、农发行和进出口银行净新增抵押补充贷款（PSL）3675 亿元，环比增加 2132 亿元，投放规模创 2015 年以来新高，叠加前期加发的 5000 多亿地方专项债限额和政策性开发性金融工具，为基建投资提供较为充足的资金来源。从结构上看，12 月交通运输、仓储和邮政业投资和水利、环境和公共设施管理业投资均保持较高增长，分别增长 9.1%和 10.3%。

房地产投资延续下滑态势。房企拿地积极性不高。购置土地面积 1-12 月累计同比下降 53.4%，土地成交价款累计同比下降 48.4%，跌幅扩大 0.7%。企业拿地积极性仍不高，先行指标购置土地面积增速仍保持负增长。另外，施工端数据依旧不理想，1-12 月房屋施工面积累计同比下降 7.2%，降幅较 1-11 月扩大 0.7 个百分点，房屋新开工

面积累计同比下降 39.4%，房屋竣工面积累计同比下降 15.0%。且住房销售面积 12 月跌幅扩大，1-12 月商品房销售累计同比下降 24.3%，较 1-11 月份跌幅扩大 1.0%。需求端目前受疫情影响，居民收入预期较弱，购房意愿偏低，12 月销售数据依旧较为疲软。

制造业投资增速小幅下降，部分行业维持较高增速。分行业看，电气机械、有色金属冶炼及压延加工业为主要支撑项，二者分别较前值上升 1.2 个、1.5 个百分点至 42.6%、15.7%；运输设备和食品制造业为主要拖累项，二者分别较前值下降 1.5 个、1.2 个百分点至 1.7%、13.7%。高技术制造业韧性强，其中高技术制造业投资增长 22.2%，高技术服务业投资增长 12.1%，明显高于制造业投资增速。

(4) 居民消费需求有所复苏

12 月以美元计价，12 月份，我国进出口总值 5341.45 亿美元，同比减少 8.9%。其中，出口 3060.79 亿美元，同比减少 9.9%，前值-9%；进口 2280.66 亿美元，同比减少 7.5%，前值-10.6%。12 月贸易顺差 780.13 亿美元，同比减少 16.3。

从出口国别看，12 月我国对主要国家和地区出口增速全部下降，对发达国家出口增速下跌幅度较新兴市场国家更高。本月出口东盟同比增长 7.48%，比上月增加 2.3 个百分点，继续成为为我国第一大贸易伙伴。出口美国同比减少 19.51%，比上月高出 5.9 个百分点，出口欧盟减少 17.5%，比上月低 6.9 个百分点。从主要出口商品来看，汽车和汽车底盘、成品油等出口增速有所上升，其余主要商品出口增速大多下跌。农产品出口增速小幅回落但维持正增长，机电产品拖累依

旧，高新技术产品受部分重点城市疫情影响的因素暂未消退。12月农产品、机电产品、高新技术产品出口金额同比分别为3.4%、-12.9%、-25.8%，前值4.6%、-11.4%、-23.9%。而汽车出口金额同比90.7%，前值113.1%，出口数量同比77.4%，前值70.5%。整体上，进口增速小幅回升，可能受基数回落影响。

12月进口同比降幅较11月有所收窄，从绝对进口金额上看，亦有一定程度的边际改善。从结构上看，中间品进口依然维持在低位，而未来在疫情影响减退后，生产端的恢复可能带动中间品进口的回暖。具体表现在汽车、集成电路上，虽然仍然维持负增长，降幅较上月有所收窄。大宗商品方面，原油、铜矿砂、未锻造铜进口金额及数量增速均回落，铁矿砂进口回升。

(5) 出口跌幅进一步加深，进口增速小幅回升

以美元计价，12月份，我国进出口总值5341.45亿美元，同比减少8.9%。其中，出口3060.79亿美元，同比减少9.9%，前值-9%；进口2280.66亿美元，同比减少7.5%，前值-10.6%。12月贸易顺差780.13亿美元，同比减少16.3%。

从出口国别看，12月我国对主要国家和地区出口增速全部下降，对发达国家出口增速下跌幅度较新兴市场国家更高。本月出口东盟同比增长7.48%，比上月增加2.3个百分点，继续成为为我国第一大贸易伙伴。出口美国同比减少19.51%，比上月高出5.9个百分点，出口欧盟减少17.5%，比上月低6.9个百分点。从主要出口商品来看，汽车和汽车底盘、成品油等出口增速有所上升，其余主要商品出口增速

大多下跌。农产品出口增速小幅回落但维持正增长，机电产品拖累依旧，高新技术产品受部分重点城市疫情影响的因素暂未消退。12月农产品、机电产品、高新技术产品出口金额同比分别为3.4%、-12.9%、-25.8%，前值4.6%、-11.4%、-23.9%。而汽车出口金额同比90.7%，前值113.1%，出口数量同比77.4%，前值70.5%。整体上，进口增速小幅回升，可能受基数回落影响。

12月进口同比降幅较11月有所收窄，从绝对进口金额上看，亦有一定程度的边际改善。从结构上看，中间品进口依然维持在低位，而未来在疫情影响减退后，生产端的恢复可能带动中间品进口的回暖。具体表现在汽车、集成电路上，虽然仍然维持负增长，降幅较上月有所收窄。大宗商品方面，原油、铜矿砂、未锻造铜进口金额及数量增速均回落，铁矿砂进口回升。

2. 通胀：CPI同比和环比均出现上涨，PPI继续磨底

(1) CPI同比和环比均出现上涨，核心CPI上升

1月CPI同比上涨2.1%，前值1.8%，环比增速较上月季节性提升0.8个百分点至0.8%。核心CPI同比上涨1.0%，涨幅扩大0.3个百分点。CPI同比涨幅扩大主要是春节假期、优化的防疫政策以及低基数所致。其中，食品价格较前值上行1.4个百分点至6.2%，环比增速较大幅上行2.3个百分点至2.8%。受到春节年货采购需求的影响，鲜菜、鲜果与水产品涨幅均有扩大，分别为19.6%、9.2%、5.5%，此三项是拉动食品CPI环比上行的主力。但是，猪价下跌对冲部分鲜菜

价格上涨的影响，随着生猪供给持续增加，猪肉价格下降了 10.8%，降幅较上个月扩大 2.1%，是本月食品价格的主要拖累。非食品价格同比较前值上行 0.1 个百分点至 1.2%，环比转正，较前值上行 0.5 个百分点至 0.3%。国内疫情防控政策优化调整，叠加春节效应，线下消费景气度提振，旅游价格大幅升高，环比增长 9.3%。受国际油价止跌影响，交通工具用燃料项环比增速回升 3.7 个百分点至 -2.3%，仍处收缩区间但跌幅收窄。居民对消费品的需求依然比较低迷，衣着类环比下行，生活用品及服务价格环比持平。往后看，国家发展改革委在 2 月 6 日发布了猪粮比过度下跌一级预警，国家将启动猪肉储备收储工作，2 月猪肉价格可能会小幅上涨，这将为通胀提供良好的支撑，推动 2 月 CPI 上行，但总体上 CPI 通胀或在 2% 附近徘徊。

(2) PPI 同比降幅小幅扩张，环比降幅有所收窄

1 月 PPI 同比下降 0.8%，前值为 -0.7%，环比增速较前值回升 0.1 个百分点至 -0.4%，主要是受能源价格影响。从环比看，生产资料价格下降 0.5%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点，能源系的原油、煤炭仍构成拖累；生活资料价格下降 0.3%，降幅较上月扩大 0.1 个百分点，食品、衣着和耐用品构成拖累。从制造业细分看，权重占比较大的农副食品、石油加工、化工等均有一定降幅，1 月分别环比下降 1.4%、3.2% 与 1.3%；钢铁增幅明显，1 月环比上升 1.5%。饮料、烟草和医药也小幅上行，分别环比上涨 0.4%、0.5% 和 0.6%；其余项均小幅下跌。往后看，随着国内需求的逐步回暖叠加政策发力，有望对商品需求构成一定支撑，后市 PPI 有望逐步回暖。

3. 金融：社融大幅度超预期，企业中长期新增贷款继续超预期

1月新增人民币贷款49000亿元，社会融资规模增量59800亿元，M2同比12.6%，M1同比6.7%。1月社融存量同比9.4%，比去年12月下降0.2个百分点。

(1) 新增社融大幅度超预期，企业中长期新增贷款继续超预期

1月新增社融大幅度超预期，社会融资规模新增5.98万亿元，好于预期的5.4万亿元，但同比少增1959亿元，社会融资规模存量较上月下降0.2个百分点至9.4%。结构上，社融增量超预期主要是信贷回升拉动，而同比少增则主要来自企业债券和政府债券。1月社融同比增量中，新增人民币贷款、非标融资、企业债券、股票融资和政府债券分别同比多增7312亿元、少增996亿元、少增4352亿元、少增475亿元、少增1886亿元。从社融结构上看，社融主要依靠信贷驱动，企业发债意愿下降，债券融资成拖累项。

信贷方面，金融机构1月新增人民币贷款4.9万亿元，同比多增9200亿元，高于预期。其中，居民贷款新增2572亿元，同比少增5858亿元，居民短期贷款新增341亿元，同比少增665亿元，居民中长期贷款新增2231亿元，同比少增5193亿元；企业贷款新增46800亿元，同比多增34200亿元，企业短期贷款新增15100亿元，同比多增5000亿元，企业中长期贷款新增35000亿元，同比多增14000亿元，企业票据融资新增-4127亿元，同比少增5915亿元。1月企业中长期贷款需求大幅改善，政策支持和基建发力都是重要影响因素。而票据

融资大幅减少，说明实体融资需求稳增长政策的助力出现了明显修复，信贷结构迎来了改善。

(2) M1、M2 均维持较高增速

M1、M2 均维持较高增速，M1-M2 剪刀差较去年 12 月份缩窄，经济活力有所修复，持续性有待观察。1 月 M1 同比增长 6.7%，去年同期为-1.9%，较上月上升 3 个百分点。1 月 M1 回升主要源于去年同期基数走低以及经济转入修复进程，企业经营、投资活动预期修复。1 月 M2 同比 12.6%，去年同期为 9.8%，较上月上升 0.8 个百分点。M1-M2 剪刀差由上月-8.1%收窄至-5.9%，也反映 1 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³

银保监会、央行发布《商业银行金融资产风险分类办法》；《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》修订形成

(1) 银保监会、央行发布《商业银行金融资产风险分类办法》

2 月 11 日，银保监会、央行发布《商业银行金融资产风险分类办法》（以下简称《办法》），自 2023 年 7 月 1 日起施行。《办法》提出，商业银行应对表内承担信用风险的金融资产进行风险分类，包括但不限于贷款、债券和其他投资、同业资产、应收款项等。表外项目中承担信用风险的，应按照表内资产相关要求开展风险分类。金融

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

资产按照风险程度分为五类，分别为正常类、关注类、次级类、可疑类、损失类，后三类合称不良资产。《办法》的制定和发布实施，对推动商业银行准确识别和评估信用风险、真实反映资产质量、提升全面风险管理能力具有重要意义。

(2) 《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》修订形成

2月18日，银保监会、央行发布公告，修订形成《商业银行资本管理办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》）并向社会公开征求意见。修订的重点内容包括：一是构建差异化资本监管体系，二是全面修订风险加权资产计量规则，三是要求银行制定有效的政策、流程、制度和措施，四是强化监督检查，五是提高信息披露标准。《征求意见稿》是对巴塞尔III最终版的响应，其严肃监管资本套利行为，促进风险差异化管理，有助于进一步完善商业银行资本监管规则，推动银行提升风险管理水平，并提升银行服务实体经济的质效。

(四) 资本市场⁴

1. 股市：市场窄幅震荡，经济预期反复

(1) 基本面更新

整个2月份随着大盘修复到相对高位在春节后进入窄幅盘整的区间。过去的一个月里，投资者对于宏观面的博弈逐步加剧。通胀方面，1月CPI同比2.1%，前值1.8%；能源和重要食品价格处于下行

⁴ 撰写人：黄楠（IMI研究员）、孙超（IMI研究员）

周期，猪肉价格继续底部下探拖累 CPI，服务价格改善较为显著，今年节日效应与疫后修复叠加，旅游等价格涨幅较往年更大。1 月服务价格环比上涨 0.8%，创疫情以来的最高值，飞机票、交通工具租赁费、电影及演出票分别环比上涨 20.3%（去年同期 12.4%）、13.0%（去年同期 9.8%）、10.7%，出行类价格涨幅均强于去年同期。PPI 同比-0.8%，前值-0.7%，仍处于底部震荡阶段。能源价格回落继续拖累 PPI，石油和天然气开采业同比 5.3%（14.4%），近几月布伦特原油价格处于 80 美元附近，但由于高基数，价格同比降幅显著扩大；基建相关原材料价格普遍改善，黑色金属冶炼和压延加工业价格改善，钢材价格回暖或与基建有关，年初基建有望在高基数基础上实现“开门红”；中下游价格相对偏弱。目前金融环境仍然友好，预计年内通胀不会成为金融环境转向的原因。1 月我国新增社融 5.98 万亿，新增人民币贷款 4.90 万亿，社融和信贷均超预期增长。M2 同比增长 12.6%，同样显著高于预期。1 月新增社融继续下行，增速下降 0.2pct 至 9.4%。从四大项的贡献度看，社融同比增量的支撑主要来自于信贷，拖累主要来自企业直融、政府债券融资和非标。1 月信贷总量显著提升。企业部门与居民部门分化明显，企业中长贷是信贷同比增量的最大支撑，而居民中长贷持续成为主要拖累。一方面，1 月企业贷款同比多增 1.32 万亿，其中中长贷同比多增 1.40 万亿，创单月新高。另一方面，1 月新增居民贷款同比少增 5858 亿，已连续 15 个月同比负增，其中中长贷同比大幅少增 5193 亿。新增非标融资转正，但同比增量为负。非标当月融资增加 3485 亿，但在高基数下同比少增 996 亿。未贴现承

兑汇票是非标少增的主要拖累项，而信托+委托贷款同比多增 774 亿，表明非标压降力度持续缓和，基建和房地产融资得到多渠道政策支持。企业直融是本月社融的最大拖累。当月企业直接融资增加 2450 亿，同比少增 4827 亿，其中企业债券同比少增 4352 亿。基数效应使政府债券融资再度拖累社融。新增政府债环比增加 1331 亿至 4140 亿元，在去年“财政前置”的基数效应下同比仍少增 1886 亿。货币方面，M2-M1 剪刀差大幅收窄，社融-M2 剪刀差再度负扩张。M2 同比增速较上月回升 0.8pct 至 12.6%，M1 同比增速大幅增加 3.0pct 至 6.7%。

经济活动方面，随着节后跨盛世的大规模人口流动逐步接近尾声，生产修复程度并没有超季节性。纵向来看，复工复产力度在元宵节后一周达到高峰后，进一步修复斜率有所放缓。商品及服务消费方面，以电影行业为代表的服务性行业在春节期间经历脉冲式的修复后，近期出现明显回落。其中春节后的电影票房收入虽然略强于 2022 年，但与 2021 年及疫情前的历史同期相比，仍然偏低。义乌小商品价格指数回升力度也仅仅是偏弱水平。全国整车货运流量弱回升，其中，全国整车货运流量指数有所上升 3.3%，其中一线城市回升较为显著。

(2) 市场回顾与展望

二月以来，市场整体窄幅震荡，宏观博弈加剧，主题行情贯穿。沪指在 3300 上不断持续拉锯。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 分别录得-2.86%、-2.3%、0.82%、2.05%的收益。与我们上月判断一致，整体仍然维持小盘强于大盘，成长强于价值的风格。一方面，市场在经济基本面高频数据存量博弈，另一方面，市场聚焦如 AIGC

等热门板块不断追逐扩散。

展望后市，我们仍认为市场进一步的上涨需要关键节点基本面改善的配合，在地产基本面彻底转向前，市场仍会处于存量博弈的阶段。往后看，在窄幅波动之后，市场会在关键事件的触发下选择方向。因此我们认为一方面，需要提高近期对于产业政策的关注程度，另一方面需要感知政策对于地产的态度，和基本面修复的斜率。后者决定了市场未来的方向和风格，前者则可能发展成为今年相对收益的主线。

2. 债市：长端收益率先下后上

(1) 资金面收敛，长端收益率先下后上

流动性方面，央行2月（到27日）逆回购净回笼6710亿元，其中投放52360亿元，到期62430亿元，另MLF净投放（考虑降准置换回笼）1990亿元。在经济复苏，信贷回暖，资金从银行间流向实体，财政支出延续收敛势等因素影响下，2月以来资金面收敛。2月DR001、DR007平均利率分别为1.72%、2.11%，较1月分别上涨40BP、25BP。

利率债方面，1月长端利率先下后上，国债活跃券220025由2.901%先下降2.891%再到上涨至2.911%，十年国开220220收益率由3.051%上涨4BP至3.091%。本月长端利率的最终上行主要受经济复苏，信贷回暖，资金从银行间流向实体，财政支出延续收敛势，以及3月期间两会召开等因素影响。

(2) 中票收益率短期上行、长期下行，信用、期限利差压缩

2月（截止到27日）信用债（企业债、公司债、短融、中票、定

向工具)净融资 3185.64 亿元,其中发行 8191.05 亿元,到期 5005.41 亿元,净融资相对 1 月份上涨 2673.14 亿元,相对 2022 年同期下降 471.73 亿元。收益率方面,2 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 1 月底分别上行 10.36BP、下行 6.43BP、下行 15.4BP 至 2.82%、3.17%、3.38%;AA+ 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 1 月底分别上行 5.35BP、下行 17.41BP、下行 20.4BP 至 2.92%、3.4%、3.72%。从信用利差看,2 月信用利差普遍压缩,2 月底 1 年期 AAA、AA+ 中票信用利差相对 1 月末分别压缩 10BP、15BP,而 5 年期 AAA、AA+ 中票信用利差分别压缩 19BP、24BP。据 CFETS 数据,2 月期限利差压缩,2 月末 AAA 中票 3Y-1Y、AAA 中票 10Y-1Y 期限利差相对 1 月底分布压缩 17BP、26BP。整体上看,2 月在经济复苏,信贷回暖,资金从银行间流向实体,财政支出延续收敛势,以及 3 月期间两会召开等因素影响下,信用债收益率普遍下行,而短端收益率却上行,信用、期限利差压缩。

(3) 市场展望及配置建议

3 月是跨季月,从历史上同期来看,3 月资金中枢小幅上移是大概率事件,但从 22 年四季度的货币政策执行报告来看,央行强化了经济隐忧、弱化了通胀表述,预计短期内货币政策取向仍偏宽松,虽然 3 月资金面仍有小幅压力,但公开市场预计仍以净投放为主,资金利率趋势性上行的概率不大,且波动预计较 2 月收敛,预计债市被资金利率小幅上行扰动的风险有限。

2 月债市收益率先上后下、整体震荡偏强,信用债表现较好,核

心仍是地产疲软，叠加权益震荡偏弱，长端整体表现较好，但资金面收紧之下短端承压明显。3月债市长端仍有压力，不确定性主要来自于外围，中美关系的变化最为重要。随着美国利率水平重回限制性，后续美国经济高景气度或难延续，美元美债继续上行空间已经较为有限，外围环境收敛接近尾声。3月以美元为代表的外围形势或许对国内债市并不友好。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

二、宏观经济专题⁵：

外生冲击下双支柱调控框架的稳定效应——理论建模及基于全球样本的实证检验

(一) 摘要

本文研究事前的货币政策和宏观审慎政策在应对外生冲击时的宏观经济金融稳定效应。理论分析表明：事前的宽松货币政策放大了外生冲击下银行部门的风险上升程度，而宏观审慎政策的收紧则能够增强银行部门的稳健性；同时，货币政策和宏观审慎政策在双支柱调控框架下存在相互作用，表现为宏观审慎政策能够部分抑制宽松货币政策导致的银行过度风险承担，由此减弱由事前宽松货币政策所引起的银行部门风险上升，进而起到对货币政策风险外溢效应的缓冲作用。在经济稳定效应方面，长期的低利率政策会加重经济遭受外生冲击时的产出下降，而逆周期调节的宏观审慎政策则可以通过抑制银行信贷和投资的顺周期性，减轻经济系统所遭受的冲击。此外，宏观审慎监管削弱了货币政策与外生冲击下产出下降之间的负相关关系，而且这一作用在宽松货币政策下更为明显。基于新冠肺炎疫情冲击这一独特的研究窗口，实证分析显示：事前宽松的货币政策确实放大了外生冲击下银行部门风险的上升程度和经济产出的下降幅度，而事前收紧的宏观审慎政策则增强了银行部门在应对外生冲击时抵御风险的能力，

⁵ 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、国际货币研究所研究员马勇；上海对外经贸大学金融管理学院讲师姚驰。本文原载于《中国工业经济》2022年第12期的《外生冲击下双支柱调控框架的稳定效应——理论建模及基于全球样本的实证检验》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/show/?id=84521>

从而减缓了外生冲击所导致的产出下降。

（二）引言

宏观 2008 年国际金融危机之后，学术界和政府部门逐渐形成共识，需要制定宏观审慎政策，以弥补货币政策在应对系统性金融风险方面的不足，从而防范金融脆弱性累积，维护金融和经济稳定。与此同时，越来越多的文献开始评估宏观审慎政策工具的作用机制和政策效果，研究货币政策和宏观审慎政策在双支柱调控框架下如何发挥作用、是否能够实现政策目标，以及货币政策和宏观审慎政策之间是否有适当的协调。然而，迄今为止，评估双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策的调控效应面临的一个挑战是，在宏观审慎政策工具被逐渐广泛应用的十多年里，大规模的经济衰退和金融危机并未发生，难以基于现实数据评估双支柱调控框架在应对危机方面的有效性。在此背景下，现有研究主要从理论上分析双支柱调控框架的作用机制（Agur and Demertzis, 2019; 马勇和姚驰, 2021），基于数据的检验也主要围绕双支柱调控框架在常规时期是否能够实现其政策目标展开（Bruno et al., 2017; 黄继承等, 2020），对于双支柱调控框架在应对冲击方面的研究也主要是基于一般均衡模型的数值模拟（Gelain and Ilbas, 2017; 马勇和付莉, 2020），针对双支柱调控在应对外生冲击下的经济金融稳定效应的实证研究仍处于空白。

新冠肺炎疫情为评估双支柱调控框架在应对极端负面冲击时的政策效果提供了一个独特的研究窗口，这一突发且影响广泛的疫情冲

击为探讨十多年来逐渐发展的双支柱调控框架在应对经济和金融市场压力剧增时的政策效果提供了机会。各个国家和地区事前的宽松货币政策是否放大了疫情冲击下的金融压力和经济衰退？更多使用宏观审慎工具是否减轻了疫情冲击带来的金融和经济压力？货币政策和宏观审慎政策是否发挥了协同作用？本文从理论模型和实证检验的角度对这些问题做了回答，不仅弥补了现有文献关于双支柱调控框架在应对危机的有效性检验方面的研究空白，而且能够为健全双支柱调控框架、维护经济和金融稳定提供一定的理论依据和实践指导。

本文可能的边际贡献主要包括：①不同于已有文献主要针对双支柱调控框架在常规时期的作用机制进行理论建模，本文主要对事前的货币政策和宏观审慎政策在应对外生冲击时的经济和金融稳定作用展开分析；②研究双支柱调控框架的文献大多基于 DSGE 模型来分析，本文的理论模型则主要着眼于微观主体的行为，通过刻画货币政策和宏观审慎政策对银行部门和家庭部门行为的影响，推导出货币政策和宏观审慎政策对相关变量的影响机制；③在对货币政策和宏观审慎政策各自外生冲击应对能力的分析基础上，本文探讨了双支柱调控框架下货币政策和宏观审慎政策之间可能的相互作用；④基于疫情这一新的外生冲击事件，本文基于经验数据，研究了事前的双支柱调控框架在应对极端负面冲击时的经济和金融稳定效应。

三、主要经济数据⁶

表 2: 经济数据一览

指标名称	类别	22- May	22- Jun	22- July	22- Aug	22- Sept	22- Oct	22- Nov	22- Dec	21- Jan
CPI	同比	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1
PPI	同比	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8
制造业 PMI	指数	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1
工业增加 值	累计 增长	3.3	3.4	3.5	3.6	3.9	4.0	3.8	3.6	
工业企业 利润总额	累计 同比	1.0	1.0	-1.1	-2.1	-2.3	-3.0	-3.6	-4.0	
固定资产 投资完成 额	累计 同比	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1	
社会消费 品零售总 额	同比	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8	
进出口总 值	当期 值同 比	11.1	10.3	11.0	4.1	3.4	-0.4	-9.5	-8.9	
M2	同比	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6
社会融资 规模	存量 (万 亿 元)	329.19	334.27	334.90	337.21	340.65	341.42	343.19	344.21	
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	18884	28063	6790	12541	24738	6152	12136	13983	

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。

