

IMI 宏观经济 月度分析报告

2023 年第 5 期（总第 73 期）

- **海 外：**美就业市场延续韧性，欧元区制造业仍拖累经济
- **宏 观：**国内需求不足制约发展，制造业投资仍有韧性
- **机 构：**“北向互换通”启动，国家金融监督管理总局正式挂牌
- **市 场：**库存周期拐点逐步临近，后续宏观数据与政策博弈需关注

本期推荐：金融科技与银行行为——基于流动性创造视角

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 5 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 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：形成单边贬值趋势的概率不高，且后续可能还具备稳定或略强的基础	- 11 -
(二) 国内宏观	- 11 -
1. 经济：4 月经济数据总体走高，但多数低于预期	- 12 -
2. 通胀：CPI 同比增速继续收窄，PPI 通缩加剧	- 16 -
3. 金融：社融增速同比增速持平，信贷同比维持多增，但均低于市场预期	- 18 -
(三) 商业银行	- 19 -
1. “北向互换通”下的交易于 5 月 15 日启动；国家金融监督管理总局正式挂牌	- 19 -
2. 2023 年 4 月货币金融数据分析	- 20 -
(四) 资本市场	- 21 -
1. 股市：不必过于悲观	- 21 -
2. 债市：资金面较平稳，长端利率小幅下行	- 24 -
二、宏观经济专题：金融科技与银行行为——基于流动性创造视角	- 27 -
(一) 摘要	- 27 -
(二) 引言	- 28 -
三、主要经济数据	- 31 -

图表目录

图 1: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 1.3%	- 5 -
-------------------------------------	-------

图 2: 美国 4 月制造业 PMI 小幅升至 47.1	- 5 -
图 3: 美国 4 月 CPI 同比降至 4.9%.....	- 5 -
图 4: 美国 4 月失业率降至 3.4%.....	- 6 -
图 5: Q1 欧元区实际 GDP 环比折年率 0.3%	- 7 -
图 6: 欧元区 5 月制造业 PMI 降至 44.6, 服务业 PMI 降至 55.9.....	- 7 -
图 7: 欧元区 3 月失业率降至 6.5%.....	- 8 -
图 8: 欧元区 4 月 HICP 同比微幅反弹至 7%.....	- 8 -
图 9: 2023Q1 日本实际 GDP 环比折年率 1.6%	- 9 -
图 10: 日本 5 月服务业 PMI 升至 56.3	- 10 -
图 11: 日本 3 月失业率升至 2.8%.....	- 10 -
图 12: 4 月日本 CPI 同比升至 3.5%.....	- 10 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 3 -
表 2: 4 月 M2 增量的结构	- 21 -

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

美国就业市场延续韧性，核心通胀粘性仍强；官员对于是否暂停加息仍存分歧，政策走向高度依赖经济数据。经济方面，就业市场延续韧性，4月非农就业再超市场预期。通胀方面，核心价格粘性仍强。一是4月二手车价格止跌且大涨4.4%，其反弹一定程度上能对冲房租增速下行；二是4月非住房的核心服务价格多数继续上涨。货币政策方面，5月纪要显示官员内部对于是否继续加息仍存分歧，后续政策走向更依赖经济数据。欧元区制造业继续拖累经济，通胀粘性强；5月如期加息25bp。欧元区制造业趋弱拖累经济，服务业蓬勃发展。5月，欧元区制造业PMI降至44.6，创36个月新低，低于预期的46，前值45.8。5月，欧元区服务业PMI录得55.9，好于预期值55.6，前值56.2。通胀方面，核心通胀粘性强，服务涨价是重要贡献。欧元区4月HICP同比微幅反弹至7%，符合预期，前值6.9%。其中，服务价格上涨对整体CPI的贡献已达40%以上。货币政策方面，5月欧央行如期加息25bp，加息结束的最晚时点或在9月。日本经济整体温和回升，通胀在食品涨价下再次加速；日央行长强调应避免过早收紧政策。5月，日本内阁府发布月度经济报告称，日本经济正在温和复

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

苏。分项来看，私人消费和商业投资均温和复苏，工业生产有回暖迹象。通胀在食品价格推动下再次加速。4月，日本CPI同比反弹至3.5%，符合预期，前值3.2%。但是剔除食品和能源的超级核心通胀依然不到2%。货币政策方面，日央行保持鸽派论调，强调应避免过早收紧货币政策。汇率方面，形成单边贬值趋势的概率不高，且后续可能还具备稳定或略强的基础。主要是三方面因素，一是相对价值中枢当下价格不算太贵；二是政策未显示明显的调控和干预意图，工具储备充足；三是内外因素达成共振（外部美元指数后续缺乏持续走强的动能，内部有基本面和预期面支撑）。

经济体	指标	2021Q4		2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			2023Q2	与上期比较
		1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	2月	3月	4月	
美国	实际GDP增速 (环比折年率, %)	7		-1.6			-0.6			3.2			2.6			1.3				↓
	失业率 (%)	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	3.6	3.5	3.4	↓
	CPI (同比, %)	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	6.0	5.0	4.9	↓
	货币政策	5月纪要显示，美联储官员在“未来是否有必要进一步加息”的问题上存在意见分歧，不过，与会者均强调，未来的货币政策路径将取决于最新的经济数据																		
欧元区	实际GDP增速 (环比折年率, %)	2.3		2.4			3.7			1.5			-0.2			0.3				↑
	失业率 (%)	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.5		↓
	CPI (同比, %)	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	8.5	6.9	7.0	↓

经济体	指标	2021Q4		2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			2023Q2	与上期比较
		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	2月	3月	4月	
	货币政策	5月欧央行如期加息 25bp，加息结束的最晚时点或为 9 月																		
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率，%)	4.7		-1.9			4.7			-1			-0.1			1.6				↑
	失业率（%）	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	2.4	2.5	2.8		↑
	CPI（同比，%）	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	3.3	3.2	3.5	↑
	货币政策	日本央行行长植田和男表示，日本央行必须避免过早收紧货币政策，最重要的任务是稳定、可持续地实现 2%的通胀目标																		

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业市场延续韧性，核心通胀粘性仍强；官员对于是否暂停加息仍存分歧，政策走向高度依赖经济数据

经济方面，就业市场延续韧性，4 月非农就业再超市场预期。4 月新增非农就业人数回升至 25.3 万，大幅超出海外预期的 18.5 万。但考虑到过去两个月数据的显著下修（修正后较此前合计减少 14.9 万），4 月就业的超预期水平似乎需要“打个折扣”。但 2 至 4 月平均每月新增非农仍有 22.2 万，依然好于疫前经济扩张期的水平（2015-18 年新增非农就业人数月均为 19.7 万），显示就业市场依然极具韧性。

通胀方面，核心价格粘性仍强，通胀依然顽固。4 月美国通胀读数基本符合预期，整体 CPI 与核心 CPI 环比均上涨 0.4%，符合彭博

一致预期。

细分项看，有三点值得关注：第一，房租同比涨幅见顶回落，意味着贡献最大的通胀力量开始减弱。不过从数据看其回落幅度可能偏慢。4月CPI房租同比8.2%，前值为8.3%，为自2021年2月以来首次回落。第二，二手车价格止跌且大涨4.4%，其反弹一定程度上能对冲房租增速下行，支撑核心通胀韧性。第三，非住房的核心服务价格多数继续上涨，比如娱乐服务、教育通信服务等；医疗和运输服务价格则小幅下跌。

货币政策方面，5月纪要显示官员内部对于是否继续加息仍存分歧，后续政策走向更依赖经济数据。当地时间5月24日，美联储公布5月议息会议纪要。纪要显示，美联储官员虽在5月会议上一致同意加息25bp，但在“未来是否有必要进一步加息”的问题上存在意见分歧。一些与会官员认为，若通胀如期回落、经济增长放缓，则之后不需要进一步加息；但也有部分与会官员认为，通胀离2%的政策目标尚有一定距离，仍需要进一步收紧货币政策。不过，与会者均强调，未来的货币政策路径将取决于最新的经济数据。纪要称，与会者普遍表示尚不确定政策还将收紧多少才是合适的，但更多与会者认为，关键是在5月会议之后“保留一定选择的空间”。



图 1: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 1.3%

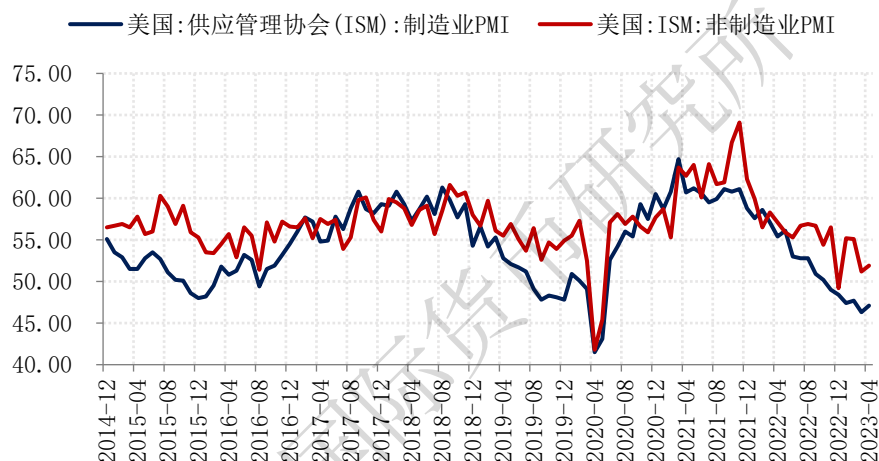


图 2: 美国 4 月制造业 PMI 小幅升至 47.1

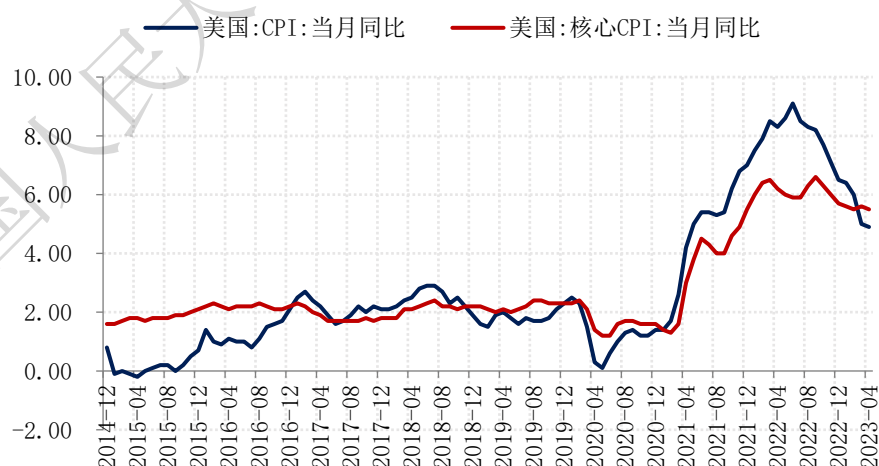
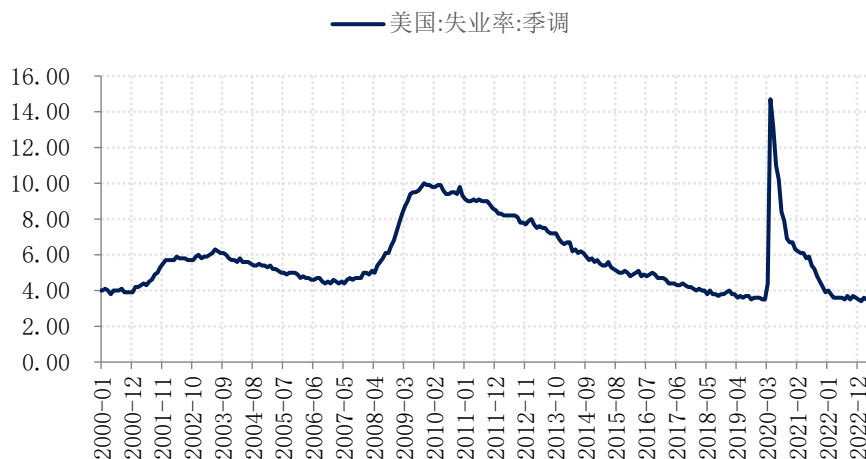


图 3: 美国 4 月 CPI 同比降至 4.9%



(2) 欧元区制造业继续拖累经济，核心通胀粘性强；5 月如期加息 25bp

欧元区制造业趋弱拖累经济，服务业蓬勃发展。5 月，欧元区制造业 PMI 降至 44.6，创 36 个月新低，低于预期的 46，前值 45.8。5 月，欧元区服务业 PMI 录得 55.9，好于预期值 55.6，较前值 56.2 小幅回落，仍处于荣枯线 50 以上的扩张区间。

通胀方面，通胀粘性强，服务涨价是重要贡献。欧元区 4 月 HICP 同比微幅反弹至 7%，符合预期，前值 6.9%。值得关注的是，4 月服务价格上涨对整体 CPI 的贡献已达 40% 以上，主要是两方面原因。一是季节性因素，4 月，伴随气候变暖，以及疫情限制措施的大规模解除，餐饮、旅游等行业经济活动明显增加，需求复苏助推服务价格上涨。二是工资上涨。需要警惕的是后者，因为工资上涨具有刚性，其助推的通胀较难控制。

货币政策方面，5 月欧央行如期加息 25bp，加息结束的最晚时点

或在 9 月。当地时间 5 月 4 日，欧洲央行决定将三大关键利率上调 25 个基点，符合市场预期。往后看，从近期多位欧央行官员表态看，欧央行加息尾声临近，最晚或至 9 月结束。例如，欧洲央行管委 Knot 表示，需要在 6 月和 7 月分别加息 25bp，对 9 月加息持开放态度；欧洲央行管委维勒鲁瓦表示，应不晚于 9 月份结束加息；欧洲央行管委 Villeroy 表示，利率将在未来三次会议上达到峰值，并不一定需要每次会议都加息。

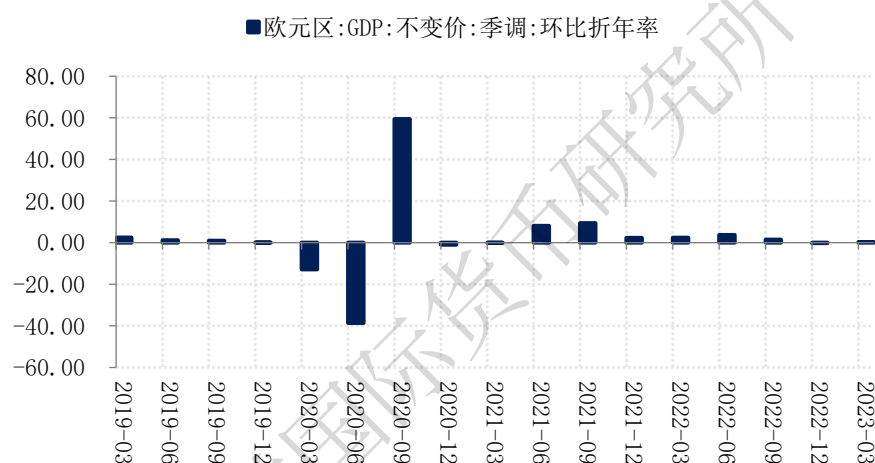
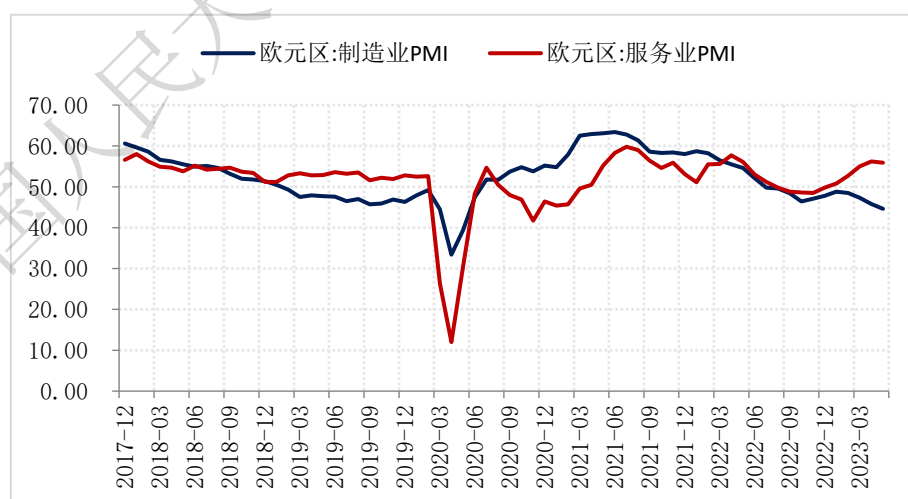
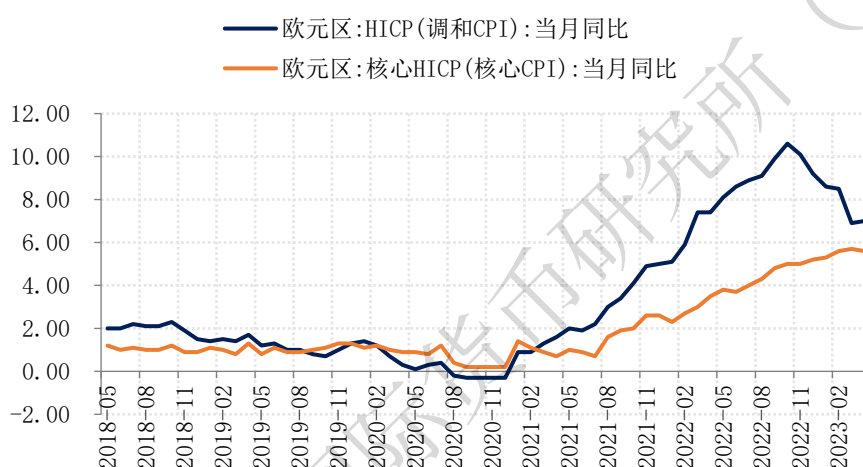
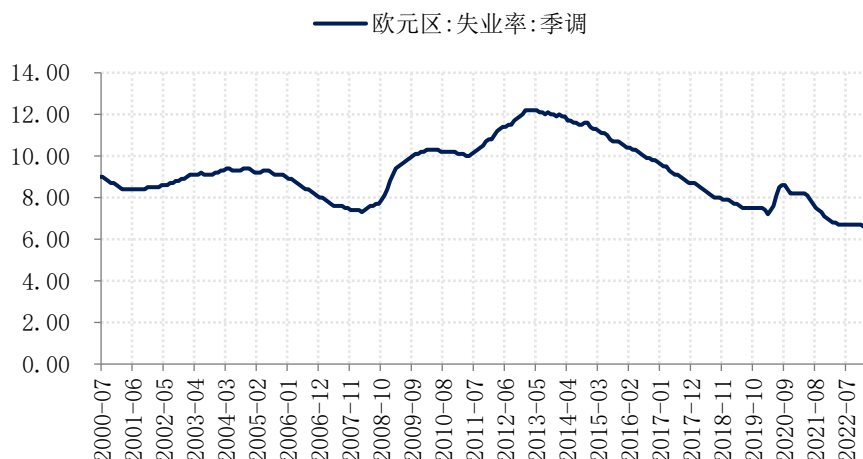


图 5: Q1 欧元区实际 GDP 环比折年率 0.3%





(3) 日本经济整体温和回升，通胀在食品涨价下再次加速；日央行长强调应避免过早收紧政策

经济正在温和复苏。5 月，日本内阁府发布月度经济报告称，日本经济正在温和复苏。分项来看，私人消费和商业投资均温和复苏，工业生产有回暖迹象。从 PMI 看，近期日本制造业、服务业均有反弹。4 月，日本制造业 PMI 录得 49.5，好于前值 49.2。5 月，日本服务业 PMI 升至 56.3，连续第 6 个月走高。

通胀在食品价格推动下再次加速。4 月，日本 CPI 同比反弹至 3.5%，符合预期，前值 3.2%；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比 3.4%，前值 3.2%。但是剔除食品和能源的超级核心通胀依然不到 2%。4 月，食品涨价的同比拉动高达 2.2%，是 4 月通胀上涨的主要拉动。而除能源和食品外的核心商品同比拉动 0.8%，服务同比拉动 0.8%，意味着核心商品与服务通胀仅 1.6%。

货币政策方面，日央行长保持鸽派论调，强调应避免过早收紧货币政策。当地时间 5 月 19 日，植田和男周五在东京发表讲话称：“如果仓促改变政策，阻碍朝着实现物价稳定目标 2% 迈进的初步进展（这一目标终于近在眼前），代价可能会极其高昂。”

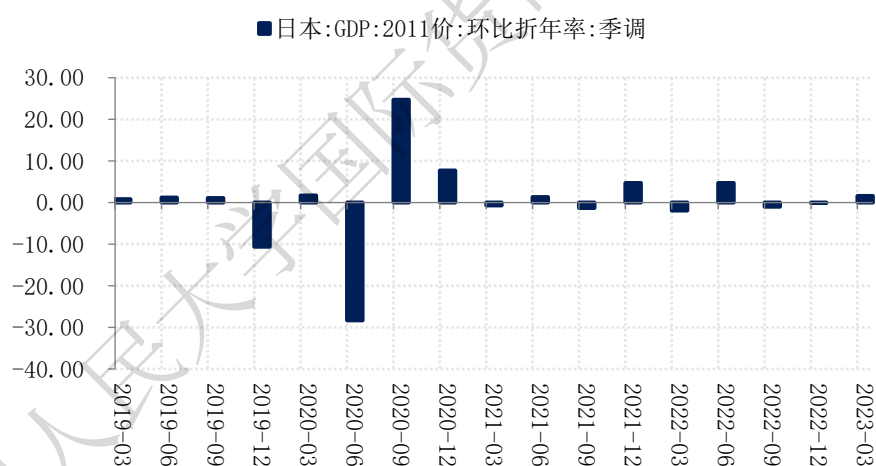
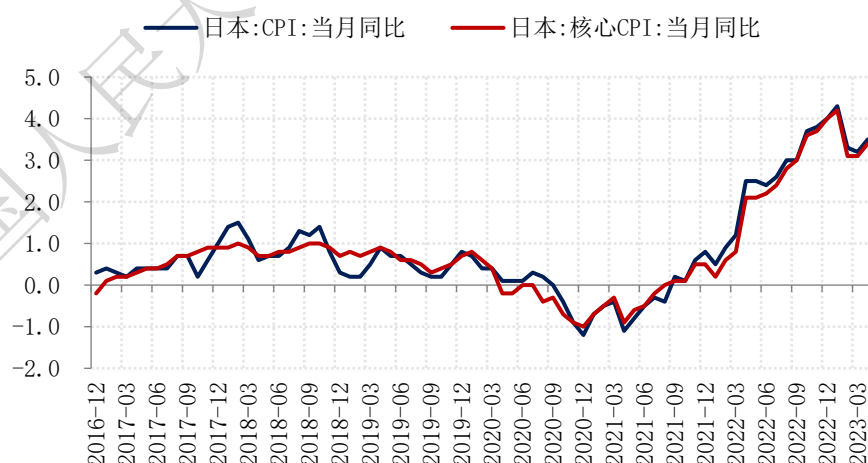
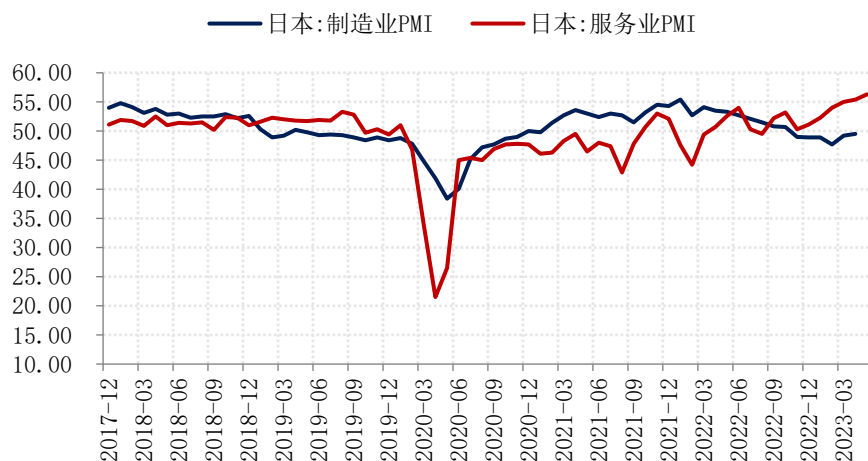


图 9: 2023Q1 日本实际 GDP 环比折年率 1.6%



2. 汇率展望：形成单边贬值趋势的概率不高，且后续可能还具备稳定或略强的基础

综合考虑三方面因素，我们认为汇率形成单边贬值趋势的概率不高，且后续可能还具备稳定或略强的基础。

一是定价上，汇率相对价值中枢不算贵；

二是政策上，没有明显调控和干预意图，工具储备充足；

三是内外因素是否共振。外部压力方面，与欧洲相比，美联储加息或更快结束+美国下半年衰退风险更高，美元后续缺乏持续走强的基础。内部支撑上，一方面，虽然出口下行大方向未改，但近期超预期的出口带来市场对其回落幅度预期的上修，构成基本面的边际向好因素。另一方面，国内经济弱复苏背景下，PMI 虽有波动，但其趋势性回落的证据并不充分，如其可波动性回暖或带动结汇回升，前期积压未结汇资金加速结汇，形成对人民币的支撑。

（二）国内宏观²

2023 年 4 月经济数据总体走高，但多数低于预期，总需求不足仍是制约当前经济发展的主要因素。具体看，工业生产明显放缓，投资增速放缓，基建投资小幅回落，房地产投资回落较快，制造业投资仍有韧性，消费贡献提高，餐饮增速飞升，出口增速虽然有所回落，但仍超市场预期，而进口仍然较弱。往后看，当前经济修复斜率有所

² 撰写人：IMI 研究员孙超

放缓，房地产市场再次进入供需双弱的情况，后续地产下行压力增大，但是结构性回暖特征明显，复苏的基础仍需夯实，未来政策端仍有必要相机抉择并保持一定强度。

通胀方面，4月CPI同比增速继续收窄，PPI通缩加剧。高基数效应叠加物价下行共同导致CPI同比增速继续收窄，鲜菜鲜果价格环比下降，猪肉价格延续下行，非食品项较上月环比小幅回升，旅游分项环比明显上行。PPI方面，4月同比降幅扩大，环比增速有所下降，采掘业原材料价格走势分化，制造业中化纤涨幅最大，石油加工降幅明显。

1. 经济：4月经济数据总体走高，但多数低于预期

（1）经济数据总体走高，但多数低于预期

4月经济数据总体走高，但多数低于预期，总需求不足仍是制约当前经济发展的主要因素。具体看，工业生产明显放缓，投资增速放缓，基建投资小幅回落，房地产投资回落较快，制造业投资仍有韧性，消费贡献提高，餐饮增速飞升，出口增速虽然有所回落，但仍超市场预期，而进口仍然较弱。往后看，当前经济修复斜率有所放缓，房地产市场再次进入供需双弱的情况，后续地产下行压力增大，但是结构性回暖特征明显，复苏的基础仍需夯实，未来政策端仍有必要相机抉择并保持一定强度。

（2）工业生产明显放缓

4月工业生产明显放缓。4月工业增加值同比5.6%，比3月提高

1.7 个百分点，4 月季调环比为-0.47%。工业生产在低基数作用下，持续上行，但是环比增速转负，生产端压力有所显现。

分三大门类看，4 月份，当月采矿业增加值同比持平，增速较上月下滑 0.9 个百分点；制造业增长 6.5%，增速较上月加快 2.3 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.8%，增速较上月放缓 0.4 个百分点。从具体行业上看，增速较高的行业主要是石油和天然气开采业增长 5.5%，开采专业及辅助性活动增长 1.8%，食品制造业增长 2.9%，酒、饮料和精制茶制造业增长 2%，烟草制品业增长 8.4%，造纸及纸制品业增长 0.6%，石油、煤炭及其他燃料加工业增长 9.1%，化学原料及化学制品制造业增长 7.5%，化学纤维制造业增长 11%，橡胶和塑料制品业增长 2.9%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 4.3%，有色金属冶炼及压延加工业增长 7.4%，金属制品业增长 2.7%，通用设备制造业增长 13.5%，专用设备制造业增长 9.1%，汽车制造业增长 44.6%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 9.5%，电气机械及器材制造业增长 17.3%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 1.8%，仪器仪表制造业增长 13.8%，废弃资源综合利用业增长 18.5%，金属制品、机械和设备修理业增长 22.2%，电力、热力的生产和供应业增长 5.5%，燃气生产和供应业增长 1.2%，水的生产和供应业增长 2.5%。

(3) 4 月投资增速放缓，基建投资小幅回落，房地产投资回落较快，制造业投资仍有韧性

1—4 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 4.7%，前值

为 5.1%。其中基础设施投资（狭义）同比增长 8.5%，房地产开发投资同比下降 6.2%，制造业投资同比增长 6.4%；1-3 月分别为 8.8%、-5.8%和 7%。4 月投资增速放缓，基建投资小幅回落，房地产投资回落较快，制造业投资仍有韧性。

4 月房地产投资回落较快。4 月，房地产开发投资累计同比较前值小幅下降 0.4 个百分点。销售面积、销售金额、新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-0.4%、8.8%、21.2%、-5.6%、18.8%，较前值分别变化增长 1.4 个、增长 4.7 个、降低 2 个、降低 0.4 个、增长 4.1 个百分点从累计同比数据来看，竣工增速上升较快，销售回升但力度不大，新开工、投资继续下行整体仍然偏弱。短期来看，在企业资金压力尚未得到明显改善、销售端修复偏慢、土地成交缩量等因素影响下，房地产投资增速难以在短期内回正。

基建投资小幅回落，增速持续放缓。随着稳增长政策措施落地阶段性放缓，专项债投放在一季度投放较快，进入二季度基建投资增速有所回落，微观数据上看，水泥、钢材等基建消耗商品产量同比回落。在高基数作用下，未来基建增速或逐步放缓。

制造业投资继续减速，仍有韧性。疫后企业快速修复，随着生产、需求报复性冲高反弹之后需求支撑逐步走弱，并且政策落地也有所放缓，制造业投资增速边际回落，高技术产业也高位下行。

（4）消费贡献提高，餐饮增速飞升

4 月社会消费品零售总额同比 18.4%，较 3 月回升 7.8 个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长 16.5%。当月消费修复幅度较大，主

要是受益于低基数和积压需求释放等服务消费恢复等因素。分消费类型来看，4月商品零售3.12万亿元，同比增长15.9%，增幅较上月提升6.8个百分点；餐饮收0.38万亿元，同比增长43.8%，增幅较上月提升17.5个百分点。结构上看，金银珠宝类同比增长44.7%，汽车类同比增长38.0%，服装类同比增长32.4%，体育娱乐用品类同比增长25.7%，化妆品同比增长24.3%，此几类增长较快；建筑及装潢类、文化办公用品类等继续负增长；家具类、食品粮油类持续放缓。往后看，随着政策发力，消费表现有望进一步向好。

(5) 出口增速有所回落，但仍超市场预期，而进口仍然较弱

以美元计价，4月份，我国进出口总值5006.28亿美元，增长1.1%。其中，出口2954.18亿美元，增长8.5%，前值14.8%；进口2052.1亿美元，下降7.9%，前值下降1.4%。4月贸易顺差902.08亿美元。

从出口国别看，本月出口东盟同比增长4.49%，比上月下降30.94个百分点，但东盟仍为我国第一大贸易伙伴和出口地区，占全部出口的比重为15.6%，成为我国出口的重要支柱和增量。出口美国下降6.5%，比上月高出1.18个百分点，出口欧盟增长3.87%，比上月高0.49个百分点。从主要出口商品来看，汽车出口依旧表现最为亮眼，当月出口增速升至195.7%，虽然有去年同期的低基数影响，但绝对金额仍高。大类产品上，机电产品的出口增速虽然回落至10.4%，但是要高于整体出口增速；农产品出口增速回落；高新技术产品出口降幅明显收窄。细分项上，机电产品中的船舶、汽车、通用机械设备出口表现较好，凸显产业链优势；多数劳动密集型产品出口增速明显回

落，如箱包、服装、鞋靴、玩具等等，后续低附加值产品随外需同步回落概率较大。整体上，4月份我国主要出口的商品类别中，整体仍有一定韧性，但后续出口增速或仍将面临下行压力。

4月进口同比降幅较3月继续扩大。从绝对进口金额上看，进口环比亦有一定程度的回落，显示当前我国扩内需仍需要时间。分商品类别来看，农产品、煤、铁矿砂等部分原材料和制造业设备进口增速在2-3月明显改善后大幅下行，钢材、铜材以及纺织纱线降幅加剧。汽车相关进口明显收缩，结合汽车出口来看，国内汽车制造自主能力增强。电子产业链产品延续低迷，下游消费类的美容化妆品进口在前两月改善后再度陷入大幅收缩。后期看，进口受内外需两方面因素影响，叠加价格走弱，增速或持续低迷，但实际进口有望随内需逐渐修复。

2. 通胀：CPI 同比增速继续收窄，PPI 通缩加剧

(1) CPI 同比增速继续收窄

4月CPI同比上涨0.1%，前值0.7%，环比下降0.1%，前值下降0.3%。核心CPI同比上涨0.7%，涨幅与上月持平。CPI同比涨幅收窄主要是去年高基数效应叠加物价下行共同导致。从环比看，CPI由上月下降0.3%转为下降0.1%。其中，食品价格环比下降1.0%，降幅缩小0.4个百分点。食品中，鲜菜涨幅基本持平季节性；鲜果供应充足，跌幅略超季节性；而生猪消费淡季价格下跌，但环比跌幅略超季节性，这可能与猪价仍处周期性底部相关。非食品价格环比上涨0.1%，涨

幅扩大 0.1 个百分点。非食品中，汽车等耐用品受厂商去库存影响，燃油小汽车、新能源小汽车和家用器具价格分别下降 1.0%、0.9%和 0.6%；手机受电子产业周期下行的影响，价格也持续低迷；而受去年同期高基数影响，国内汽、柴油价格同比均下降 1.7%。往后看，未目前消费正温和复苏，物价水平偏低，观察高频数据 5 月初蔬菜价格小幅上行，生猪价格位于低位，国家启动猪肉储备收储工作，猪肉价格将有所提升。随着经济持续复苏，预计 5 月 CPI 同比增速将小幅提升。

(2) PPI 通缩加剧

4 月 PPI 同比下降 3.6%，前值下降 2.5%，环比由上月持平到下降 0.5%。分类看，生产资料价格 4 月环比下降 0.6%，生活资料价格环比下降 0.3%。国际原油价格波动，导致国内石油煤炭及其他燃料加工业价格下降 2.3%，化学原料和化学制品制造业价格下降 1.1%。钢材、水泥等行业整体供过于求，导致黑色金属冶炼和压延加工业价格下降 1.0%。受煤炭产能的释放叠加高进口量的影响，煤炭开采和洗选业价格下降 4.0%。往后看，国内经济逐步复苏，煤炭产能较为充足而需求较弱导致价格下降，目前基建项目持续推进，工业品下游需求回暖，工业品价格有望回升。预计 5 月 PPI 同比仍将位于底部，保持负增长。

3. 金融：社融增速同比增速持平，信贷同比维持多增，但均低于市场预期

4 月新增人民币贷款 7188 亿元，社会融资规模增量 12171 亿元，M2 同比 12.4%，M1 同比 5.3%。4 月社融存量同比 10.0%，和上月持平。

(1) 社融增速同比增速持平，信贷同比维持多增

4 月社融增速同比增速持平，信贷同比维持多增，但均低于市场预期。4 月社会融资规模新增 12171 亿元，同比多增 2844 亿元，社会融资规模存量增速 10.0%，和上月持平。4 月社融同比增量中，人民币贷款同比多增 815 亿元，外币贷款同比多增 441 亿元，企业债券同比少增 809 亿元，政府债券同比多增 636 亿元。信贷结构方面，金融机构 4 月新增人民币贷款 7188 亿元，同比多增 734 亿元。其中居民部门贷款减少 2411 亿元，同比少增 241 亿元；企业部门新增 6839 亿元，同比多增 1055 亿元；非银金融机构新增 2760 亿元，同比少增 80 亿元。分部门看，居民部门短期贷款同比多增 601 亿元，中长期贷款同比少增 842 亿元。当前经济增速放缓，居民贷款的反弹是消费和房地产逐渐恢复的必然结果。4 月受低基数效应与央行降准影响，人民币贷款继续同比多增，但经济内需修复动能有所减弱。增量不及市场预期，预计后续社融增量或较稳定。

(2) M2-M1 剪刀差收窄

4 月 M1 同比增长 5.3%，较上月上升 0.2 个百分点，显示企业盈

利增速可能有小幅好转。4 月 M2 同比 12.4%，较上月下降 0.3 个百分点，主要是由于居民存款同比多减，可能反映居民可支配收入增长放缓、以及个税增速较高下财政存款同比多增的综合影响。M2-M1 增速剪刀差缩小 0.5 个百分点至 7.1%，企业、居民存款活期意愿比例边际提升，投资和消费动力有所增加。

（三）商业银行³

1. “北向互换通”下的交易于 5 月 15 日启动；国家金融监督管理总局正式挂牌

（1）“北向互换通”下的交易于 5 月 15 日启动

4 月 28 日，央行制定并发布《内地与香港利率互换市场互联互通合作管理暂行办法》（以下简称《办法》）。《办法》适用于“北向互换通”，即香港及其他国家和地区的境外投资者经由香港与内地基础设施机构之间在交易、清算、结算等方面互联互通的机制安排，参与内地银行间金融衍生品市场。“北向互换通”下的交易于 2023 年 5 月 15 日启动。初期，全部境外投资者通过“北向互换通”开展利率互换交易在轧差后的名义本金净额每日不超过人民币 200 亿元，后续可根据市场情况适时调整额度。“北向互换通”的启动是我国金融市场高水平对外开放的重要举措，不仅助力香港融入国家发展大局，而且为我国资本项目全面可兑换探索积累丰富的中国经验。

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

(2) 国家金融监督管理总局正式挂牌

5月18日，国家金融监督管理总局在京正式挂牌，我国金融监管机构改革迈出重要一步。国家金融监督管理总局党委书记李云泽表示，国家金融监督管理总局将全面落实服务实体经济，管控金融风险，深化金融改革三大任务，依法将各类金融活动全部纳入监管，努力消除监管空白和盲区，大力推进央地监管协同，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。组建国家金融监督管理总局，优化和调整金融监管领域的机构职责，对于加强和完善现代金融监管、解决金融领域长期存在的突出矛盾和问题，具有十分重要的意义。

2. 2023年4月货币金融数据分析

2023年4月末，基础货币余额为35.17万亿元，全月减少1.24万亿元。其中，现金（货币发行）减少34亿元，银行的存款准备金减少1.28万亿元，非金融机构存款增加391亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币8726亿元。缴税等财政因素回笼基础货币3666亿元，其他资产回笼基础货币22亿元。

4月末的M2余额为280.85万亿元，同比增长12.4%，增速比上月末低0.3个百分点。按不含货基的老口径统计，4月份M2减少约9030亿元。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4503亿元，财政净支出等财政因素投放M2约759亿元；银行自营购买企业债券到期回笼M2约1559亿元，银行自营资金投向非

银和非标等因素回笼 M2 约 1.27 万亿元（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 1 亿元。

表 2: 4 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	313	外占	1
单位活期	-8,611	债券	-1,559
单位定期	8,522	贷款(加回核销和 ABS)	4,503
个人	-12,108	财政净支出	759
非银	2,854	其他（非银、非标等）	-12,734
合计	-9,030	合计	-9,030

（四）资本市场⁴

1. 股市：不必过于悲观

（1）基本面更新

5 月经济仍呈弱复苏趋势，耗煤量和发电量平稳，地铁客运量略有回落，地产数据下行。通胀方面，4 月 CPI 数据低于市场预期，需求偏弱，猪肉价格短期低位震荡，下半年预计企稳回升，鲜菜的价格波动存在明显的季节性特征，3-6 月蔬菜大量上市，价格逐步回落。

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

五一居民出行热情高涨，服务消费基本恢复至疫情前水平。预计后续随着居民出行进一步修复，服务分项对于 CPI 的拉动也会逐步显现。全年 CPI 呈现 U 型态势，4 月或是最低点，预计 5 月 CPI 0.4% 左右。PPI 方面，大宗商品波动下行，南华指数波动向下，受需求疲软影响，地产链相关商品如铁矿石、螺纹钢、水泥等均偏弱运行，预计 5 月 PPI -3.7% 左右。4 月百城房价同比降幅与上月持平：4 月房价上涨 -0.07%，降幅与上月持平；其中一二线均较三月有所回落，一线 -0.17%，二线 0.19%，三线 -0.64%。需求方面，地产销售环比下行，绝对量低位，汽车同比持续改善，观影量稳定上升。消费整体向好，但仍受大环境的不确定性和收入制约。生产方面继续复苏。25 省电厂耗煤量高于去年同期。唐山高炉开工率略下行，铁矿石、钢铁、煤炭仍处于去库阶段。2023 年 1-4 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 20328.8 亿元，同比下降 20.6%，实现营业收入 41.07 万亿元，同比增长 0.5%。预计短期内生产仍表现为弱复苏。金融环境，5 月货币端仍维持宽松。本周央行超量续作 MLF，净投放资金 230 亿元。资金价格小幅回升，大行净融出规模高位回落，银行间市场杠杆率高位回落。央行发布 2023 年一季度货币政策执行报告，整体延续稳健基调，新增“总量适度，节奏平稳”，“保持利率水平合理适度”。海外方面，鲍威尔与伯南克对话货币政策，释放 6 月加息停止信号；白宫与国会共和党原则上就提高债务上限、避免政府关门达成协议。

(2) 市场回顾与展望

整个 5 月份，市场情绪在地产和基建等数据走弱、地方债务问题

以及美国债务上限谈判带来的多重压力下，逐步从经济弱复苏预期向衰退预期演绎。上证指数 5 月 9 日达到年内高点后开始回调，近期调整明显。从其他指数来看，2 月以来万得全 A、沪深 300、创业板指就已开始调整。自年内高点至今万得全 A 指数最大跌幅 8.3%，上证综指最大跌幅 7.3%，沪深 300 最大跌幅 10.6%，创业板指最大跌幅 16.8%。从行业指数层面看，本轮调整有先有后，多数行业自 2 月以来陆续步入调整，前期热度较高的数字经济、中特估相关行业较晚调整，如数字经济指数于 4 月中旬开始调整，至今为止最大回撤为 18%；中特估指数为 12.3%。从具体行业来看，数字经济板块的传媒、通信于 4 月末 5 月初步入调整，传媒至今为止最大回撤为 19.4%，通信为 14.6%。

展望后市，在宏观环境的悲观预期已被市场定价的基础上，随着预期中库存周期拐点逐步临近，以及现实中失业率和地方债务问题可能触及不能容忍政治底线，加上高层调研背后的政策预期，后续宏观数据和政策上的博弈有可能再次成为市场的关注点。在季度维度上，宏观层面无非可能出现两种情形：（1）强政策或强数据的逐步兑现。随着理财资金的逐步入市，市场上的绝对收益投资者在利率曲线呈现“牛平”的情况下，亟待寻找绝对收益类的权益资产，那么过去半年调整充分且有一定景气支撑的板块如新能源、军工等品种以及经济顺周期的品种有可能成为绝对收益投资者的关键战场，市场也随之会迎来中级行情程度的反转；（2）继续维持弱宏观。市场可能随着 AI 及中特估的调整进入弱势盘整阶段，板块轮动持续，赚钱效应较弱。随

着股债收益差再次逼近-2X 标准差，海外流动性环境的边际改善，股市资金面的逐步回暖，企业主动去库逐步向被动去库的转移，以及 7 月中下旬召开部署经济工作的政治局会议的时间点逐步临近，虽然我们不知道数据和政策孰先孰后，我们认为现阶段不必过于悲观，随着时间推移和市场结构的调整，赔率和胜率大概率会站在第一种情形这边的。

2. 债市：资金面较平稳，长端利率小幅下行

(1) 5 月流动性相对宽松，资金面较平稳，长端利率小幅下行

流动性方面，央行 5 月逆回购净回笼 7110 亿元，其中投放 760 亿元，到期 7870 亿元，另 MLF 净投放 250 亿元。在信贷投放预计环比改善、央行呵护流动性态度不改、税期资金面也较稳定等因素影响下，5 月流动性相对宽松，资金面较为平稳。5 月 DR001、DR007 平均利率分别为 1.46%、1.97%，较 4 月分别下降 25BP、32.4BP。

利率债方面，5 月长端利率下行，国债活跃券 230004 由 2.76% 下降 4.1BP 至 2.719%，十年国开 230205 由 2.9225% 下降 3.85BP 至 2.884%。本月长端利率小幅下行主要受经济金融数据整体表现偏弱、政治局会议无超预期政策出台、国内权益市场表现偏弱等因素影响。

(2) 中票收益率下行，信用利差和期限利差走阔

5 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-2144.19 亿元，其中发行 6796.55 亿元，到期 8940.74 亿元，净融资相对 4 月份下降 3,479.68 亿元，相对 2022 年同期下降

1,980.51 亿元。收益率方面，5 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 4 月底分别下行 18.42BP、7.8BP、10.4BP 至 2.49%、2.88%、3.09%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 4 月底分别下行 19.41BP、3.81BP、13.4BP 至 2.59%、3.05%、3.27%。从信用利差看，5 月信用利差普遍扩大，5 月底 1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 4 月末分别压缩 5.45BP、4.46BP，而 5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别扩大 2.32BP、2.57BP。据 CFETS 数据，5 月期限利差走阔，5 月末 AAA 中票 5Y-1Y、AA+中票 5Y-1Y 期限利差相对 4 月底分布扩大 8.02BP、6.01BP。整体上看，5 月在信贷投放预计环比改善、央行呵护流动性态度不改、税期资金面也较稳定等因素影响下，利率债、信用债收益率普遍下行，而信用债信用利差和期限利差普遍走阔。

(3) 市场展望及配置建议

6 月是传统的信贷投放月，继 4 月信贷表现不佳、5 月信贷预计仍不强劲后，6 月信贷投放可能有所放量，对银行间流动性有所消耗，信贷对资金面的扰动增强。6 月资金面预计边际收敛，但弱复苏预期短期内难以扭转，偏紧的资金面对债市的影响或更集中于短端，长端利率仍需观察经济预期和权益资产表现。

从交易维度上看信用债，考虑到信用利差水平偏低，虽然还有压缩空间，但幅度确实有限，因此整体继续压信用利差的策略可以暂停加仓。城投债方面，本月中低等级各期限城投信用利差继续下行，各等级城投债信用利差已位于历史较低分位数，在债务压力有所缓释前

对于弱区域主体深度下沉仍应保持谨慎，后期重点关注估值调整风险以及风险区域信心修复进展。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

二、宏观经济专题⁵：

金融科技与银行行为——基于流动性创造视角

(一) 摘要

当前，稳妥发展金融科技、加快金融机构数字化转型，已经成为构建现代金融体系和更好服务实体经济的重要抓手。本文基于流动性创造视角，考察金融科技发展对银行行为的影响及其作用机制。结果表明：(1)金融科技发展带来的外部竞争效应大于技术溢出效应，对银行流动性创造产生抑制作用。这主要体现在对资产端流动性创造和表外流动性创造的负向影响，但对负债端流动性创造没有显著影响。金融科技的覆盖广度和使用深度的增加均会抑制银行流动性创造，但其数字化程度提高则会促进银行流动性创造。(2)金融科技发展通过经营效率和风险承担等渠道影响银行流动性创造，即金融科技发展通过降低银行成本效率和利润效率，以及抑制银行总体违约风险承担、资产风险承担和资本短缺风险承担，从而对银行流动性创造产生负向影响。(3)随着金融科技发展，大型银行或高数字化银行均会增加流动性创造，但高市场化地区银行的流动性创造受到更加明显的抑制。本文为在新时期正确把握金融科技与传统银行关系，进一步稳妥推动金融科技发展，提供了经验证据和决策参考。

⁵ 撰写人：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、国际货币研究所副所长宋科；北京雁栖湖应用数学研究院、珠海复旦创新研究院、中国人民大学国际货币研究所李振；美国乔治华盛顿大学商学院教授杨家文。本文原载于《金融研究》2023年第2期的《金融科技与银行行为——基于流动性创造视角》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract1148.shtml>

（二）引言

近年来，随着大数据、云计算、区块链和人工智能等数字技术发展及其在金融领域的广泛应用，金融科技已经成为当前推动金融发展和服务实体经济的重要力量。在党的十九大报告提出“加快建设实体经济、科技创新、现代金融、人力资源协同发展的产业体系”的基础上，党的二十大报告明确指出“加快发展数字经济，促进数字经济和实体经济深度融合，打造具有国际竞争力的数字产业集群”，进一步理顺了现代金融与实体经济的关系，也为推动现代金融与科技创新深度融合以及金融科技未来发展指明了方向。在当前构建新发展格局过程中，要充分发挥金融科技在资源配置当中的重要作用，利用技术创新激活市场主体，赋能实体经济发展。特别地，中国人民银行先后发布的《金融科技(FinTech)发展规划(2019-2021 年)》《金融科技发展规划(2022-2025 年)》，更是进一步明确了金融科技发展的任务和路径，提出要稳妥发展金融科技，加快金融机构数字化转型，更好地满足数字经济时代提出的新要求、新任务。可见，当前深刻把握金融科技发展及其与传统金融的关系，进一步推动构建现代金融体系，成为金融更好地服务实体经济和推动高质量发展的关键。

既有文献表明，金融科技在缓解信息不对称、降低金融服务成本、提高经营效率和提升金融可得性等方面发挥着越来越重要的作用，同时也深刻影响并改变着传统金融的产品和服务模式，特别是传统金融机构的经营活动 (Philippon, 2015; Claessens et al., 2018; Buchak et

al.,2018;Stulz, 2019;谢平和邹传伟, 2012;吴晓求, 2015;黄益平和黄卓, 2018;盛天翔和范从来, 2020;黄益平和邱晗, 2021;宋科等, 2022)。根据现代金融中介理论, 银行在经济活动中发挥着风险转换和流动性创造两个核心功能(Bhattacharya and Thakor, 1993)。目前, 部分文献讨论了金融科技对银行风险承担的影响(Cheng and Qu, 2020;顾海峰和杨立翔, 2018;邱晗等, 2018;郭品和沈悦, 2019;战明华等, 2020), 但对银行流动性创造影响因素的研究却鲜有涉猎。事实上, 银行通过流动性负债为非流动性资产提供资金, 从而在资产负债表上创造流动性(Berger and Bouwman, 2009)。在此过程中, 银行满足了存款人对流动性的需求和企业对长期融资承诺的需求(Gatev and Strahan, 2006), 还通过提供信用承诺等方式, 在资产负债表外创造流动性, 使企业能够有效地制定长期投资策略(Kashyap et al., 2002)。银行通过流动性创造可以改善资本配置, 促进实体经济增长(Berger and Sedunov, 2017)。那么, 金融科技能否影响银行流动性创造功能? 传统银行的业务模式和行为逻辑是否会进一步变革? 厘清上述问题具有重要的理论价值和现实意义。

鉴于此, 本文使用 2011-2020 年中国 145 家商业银行的非平衡面板数据, 基于流动性创造视角, 系统分析金融科技与银行行为之间关系。相较已有研究, 本文可能的边际贡献在于: ①全面考察金融科技发展对银行流动性创造的影响及其作用机制, 不仅丰富了金融科技对传统银行行为的研究, 同时也对银行流动性创造影响因素分析进行了有益补充。目前, 金融科技对传统银行影响的研究主要集中在银行风

险承担领域，较少关注金融科技与银行流动性创造之间关系。②基于Berger and Bouwman(2009)提出的方法并结合中国商业银行的实际业务情况，编制各家银行流动性创造指标。在此基础上，不仅考察金融科技对银行流动性创造的总体影响，还进一步分析金融科技对银行流动性创造组成部分的影响，以及金融科技子维度对银行流动性创造的影响。③拓展金融科技影响银行流动性创造的传导渠道研究，考察金融科技发展如何通过银行经营效率和风险承担等渠道影响银行流动性创造。④将样本银行分为大型银行、高数字化银行和高市场化地区银行，并据此深入分析不同银行间金融科技对流动性创造的非对称影响。

三、主要经济数据⁶

表 2: 经济数据一览

指标名称	类别	22- July	22- Aug	22- Sept	22- Oct	22- Nov	22- Dec	23- Jan	23- Feb	23- Mar	23- Apr
CPI	同比	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1
PPI	同比	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6
制造业 PMI	指数	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2
工业增加值	累计 增长	3.5	3.6	3.9	4.0	3.8	3.6		2.4	3.0	3.6
工业企业 利润总额	累计 同比	-1.1	-2.1	-2.3	-3.0	-3.6	-4.0		-22.9	-21.4	
固定资产 投资完成 额	累计 同比	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1		5.5	5.1	4.7
社会消费 品零售总 额	同比	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8			10.6	18.4
进出口总 值	当期 值同 比	11.0	4.1	3.4	-0.4	-9.5	-8.9	-15.1	1.3	7.4	1.1
M2	同比	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4
社会融资 规模	存量 (万 亿 元)	334.90	337.21	340.65	341.42	343.19	344.21	350.93	353.97	359.02	359.95
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	6790	12541	24738	6152	12136	13983	57602	18121	38879	7188

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。

