

IMI 宏观经济 月度分析报告

2023 年第 8 期（总第 76 期）

- **海外：**美核心通胀稳定，日本经济景气度边际下滑
- **宏观：**国内经济亟待政策加码，地产投资仍处低位
- **机构：**金管局召开银行业保险业数据发布会
- **市场：**8 月权益市场情绪低迷，债市收益率全面下行

本期推荐：企业数字化转型、预判性信息披露与股价暴跌风险

中国人民大学国际货币研究所

2023 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

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：短期波动弹性渐进打开，中期核心是经济基本面.....	- 9 -
(二) 国内宏观：经济金融数据偏弱，亟待政策加码.....	- 10 -
1. 经济：各项经济数据普遍走弱，经济上行压力较大.....	- 10 -
2. 通胀：核心 CPI 回升，PPI 降幅收窄.....	- 14 -
3. 金融：社融信贷低于预期.....	- 15 -
4. 个人房贷政策调整落地.....	- 17 -
(三) 商业银行.....	- 18 -
1. 金管局召开银行业保险业上半年数据发布会；央行就银行间债券市场柜台业务有关事项征求意见.....	- 18 -
2. 2023 年 7 月货币金融数据分析.....	- 19 -
(四) 资本市场.....	- 20 -
1. 股市：8 月权益市场情绪低迷.....	- 20 -
2. 债市：降息落地，收益率全面下行.....	- 21 -
二、宏观经济专题：企业数字化转型、预判性信息披露与股价暴跌风险.....	- 24 -
(一) 摘要.....	- 24 -
(二) 引言.....	- 25 -
三、主要经济数据.....	- 28 -

图表目录

图 1: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 2.4%.....	- 4 -
图 2: 美国 7 月制造业 PMI 小幅回升至 46.4.....	- 4 -

图 3: 美国 7 月 CPI 同比升至 3.2%.....	- 4 -
图 4: 美国 7 月失业率小幅下降至 3.5%.....	- 5 -
图 5: Q2 欧元区实际 GDP 环比折年率为 1%.....	- 6 -
图 6: 欧元区 8 月制造业 PMI 小幅回升至 43.7, 服务业 PMI 大幅下滑至 48.3	- 6 -
图 7: 欧元区 4 月失业率降至 6.5%.....	- 6 -
图 8: 欧元区 7 月核心 HICP 同比持平于 5.5%.....	- 7 -
图 9: 2023Q2 日本实际 GDP 环比折年率 0.9%.....	- 8 -
图 10: 日本 7 月制造业 PMI 升至 49.6, 服务业 PMI 降至 53.8.....	- 8 -
图 11: 日本 6 月失业率降到 2.6%.....	- 8 -
图 12: 7 月日本 CPI 同比维持在 3.3%.....	- 9 -

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.....	- 19 -

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 7 月新增非农就业低于预期；核心通胀压力并未反弹；美联储 7 月再加息。经济方面，7 月美国新增非农就业人数 18.7 万，低于海外预期的 20 万。通胀方面，7 月核心 CPI 环比上涨 0.2%，与 6 月一致，继续稳定在疫情前的水平。货币政策方面，美联储 7 月再次加息 25bp，将目标利率升至 5.25-5.5%。欧元区服务业前景快速恶化；核心通胀持平；欧央行官员对于 9 月是否暂停加息存在分歧。8 月，欧元区服务业 PMI 录得 48.3，较前值 51.1 大幅回落。通胀方面，7 月欧元区核心 HICP 同比持平于前值 5.5%。货币政策方面，官员对于 9 月是否暂停加息仍存分歧。日本经济景气度边际小幅下滑，核心通胀下滑；7 月会议调整 YCC。经济方面，7 月日本制造业 PMI 由上个月的 49.8 下降至 49.6，服务业 PMI 由上个月的 54 下降至 53.8。通胀方面，7 月，日本 CPI 同比持平于前值 3.3%；核心 CPI 同比为 3.1%，前值为 3.3%。货币政策方面，7 月 28 日，日央行维持 10 年期国债利率 0%±0.5% 的波动区间不变，但是允许利率超过 0.5%，将购债固定利率定为 1%，实质上基本等同于将 YCC 区间上沿扩大至 1%。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

汇率方面，短期波动弹性渐进打开，中期核心是经济基本面。短期维度上，我们认为，降息后短期汇率波动弹性可能渐进打开，但关键整数位或存在反复拉扯降低投机盘的历史规律，整体汇率走势可控，因此弹性空间具体多大，重点是观察政策的意图和力度，我们判断 7.5 是界。中期维度上，汇率能否实现内生性稳定的关键在经济基本面和美元。内部看，华创宏观周度 WEI 指数显示经济已在磨底中，二季度经济回踩基本结束，PMI 已经触底（7 月制造业 PMI 连续第二个月回升至 49.3%）；外部看，美国加息接近尾声，美元已在强弩之末（年度视角）。综合内外而言，汇率中期具备内生性稳定的强基础。

经济体	指标	2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			2023Q2			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, %)	-0.6			3.2			2.6			2			2.4			↑
	失业率 (%)	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	3.7	3.6	↑
	CPI (同比, %)	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	4.0	3.0	↓
	货币政策	7 月会议美联储再次加息 25bp, 将目标利率升至 5.25-5.5%															
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	3.2			1.5			-0.2			0.1			1.0			↑
	失业率 (%)	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.6	6.6	6.5	-	-	↓
	CPI (同比, %)	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	6.1	5.5	↓
	货币政策	欧央行官员对于 9 月是否暂停加息仍存分歧															
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	5.1			-1.2			0.2			3.7			6.0			↑
	失业率 (%)	2.7	2.8	2.7	2.5	2.6	2.7	2.6	2.4	2.3	2.4	2.5	2.8	2.7	2.7	2.6	↓
	CPI (同比, %)	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	3.2	3.3	↓
	货币政策	7 月 28 日, 日央行维持 10 年期国债利率 0%±0.5% 的波动区间不变, 但是允许利率超过 0.5%, 将购债固定利率定为 1%, 实质上基本等同于将 YCC 区间上沿扩大至 1%															

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业市场韧性边际上重回正轨；核心通胀压力并未反弹；联储 7 月如期加息 25bps

经济方面，就业市场韧性仍在，但边际上重回正轨。7 月，美国新增非农就业人数 18.7 万，低于海外预期的 20 万。边际上的三个变化显示出就业市场再平衡已取得成效，初步回归正轨。第一，总量视角看，新增就业人数延续韧性放缓的趋势，2021 年以来，首次回到疫情前的中枢。第二，就业扩散指数也下行至疫情前的水平。第三，表征就业市场活跃度的离职率指标，多数行业也回到了正常区间。

通胀方面，美国通胀整体小幅回弹，核心通胀稳定。同比来看，7 月 CPI 从 3% 上行至 3.2%，略低于 3.3% 的海外预期；受汽车、医疗服务价格同比降幅扩大、房租涨幅回落的影响，核心 CPI 同比从 4.8% 回落至 4.7%，低于预期的 4.8%。环比来看，本月核心通胀涨价压力并未反弹，核心 CPI 上涨 0.2%，与 6 月一致，继续稳定在疫情前的水平。

货币政策方面，7 月会议再加息。美联储再次加息 25bp，将目标利率升至 5.25-5.5%。就经济前景而言，美联储的看法边际上更积极了。就通胀而言，美联储看法依然偏谨慎。就货币政策而言，不认为今年会降息，依然保持“一会一议”和“数据依赖”的原则。此外，加息结束或降息开启并不需要通胀回到 2%，通胀下行趋势和速度很重要。

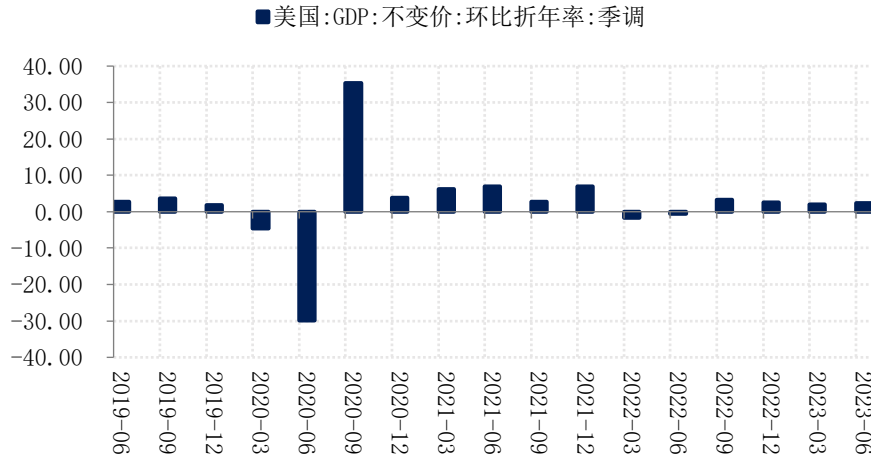


图 1: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 2.4%

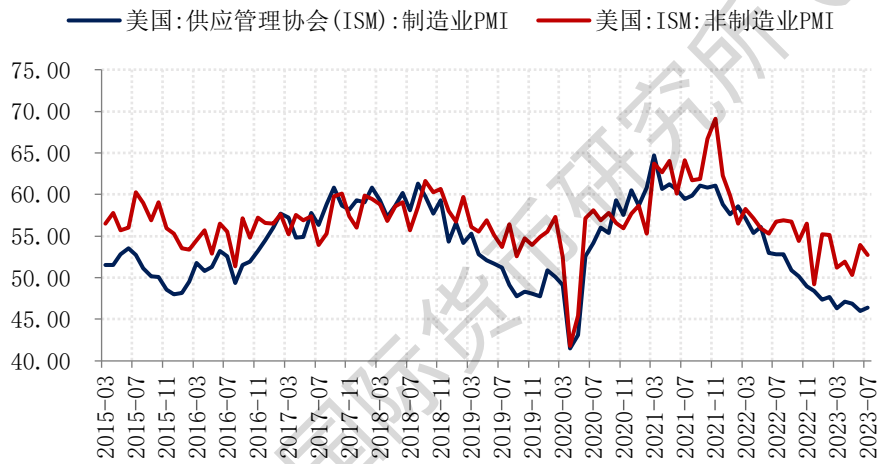


图 2: 美国 7 月制造业 PMI 小幅回升至 46.4

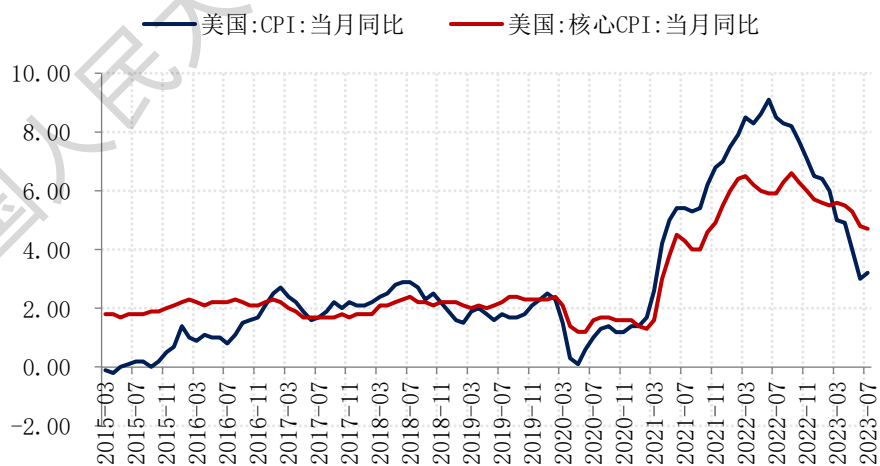


图 3: 美国 7 月 CPI 同比升至 3.2%



图 4: 美国 7 月失业率小幅下降至 3.5%

(2) 欧元区服务业前景快速恶化；核心通胀持平；欧央行官员对于 9 月是否暂停加息仍存分歧

欧元区服务业前景快速恶化。8 月，欧元区制造业 PMI 录得 43.7，好于预期的 42.7，是 7 个月以来的首次改善，但仍在 50 荣枯线下方；服务业 PMI 录得 48.3，较前值 51.1 大幅回落，表明服务业的扩张势头明显放缓。通胀方面，总体通胀进一步下滑，核心通胀持平。7 月，欧元区 HICP 同比降至 5.3%，前值为 5.5%；核心 HICP 同比持平于前值 5.5%。货币政策方面，欧央行官员对于 9 月是否暂停加息仍存分歧。欧洲央行管委森特诺认为，欧洲央行在下次会议上必须谨慎，经济的下行风险已经显现出来。欧洲央行管委内格尔则称，现在考虑暂停加息为时过早。

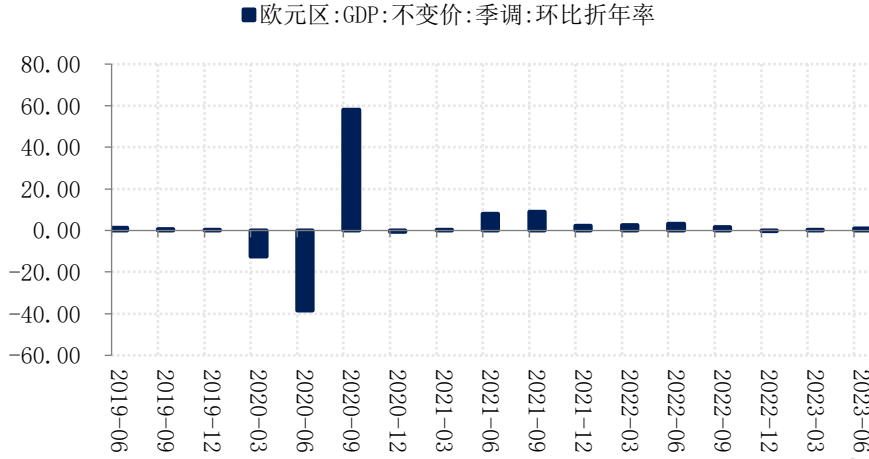


图 5: Q2 欧元区实际 GDP 环比折年率为 1%

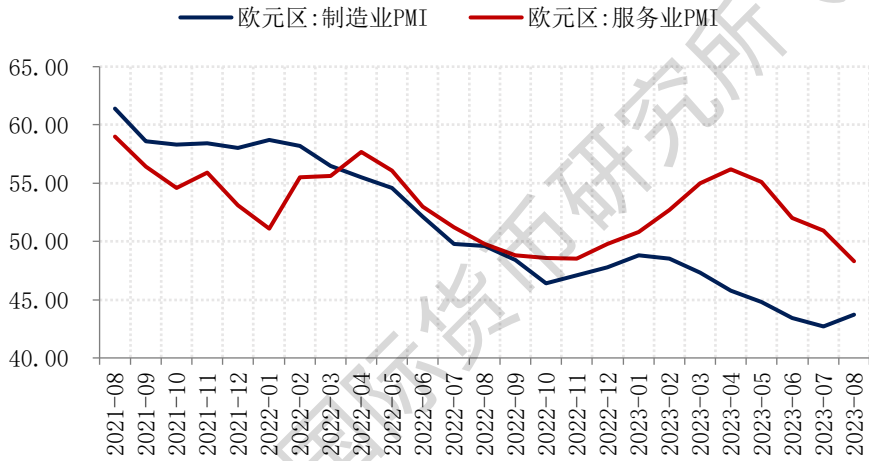


图 6: 欧元区 8 月制造业 PMI 小幅回升至 43.7, 服务业 PMI 大幅下滑至 48.3

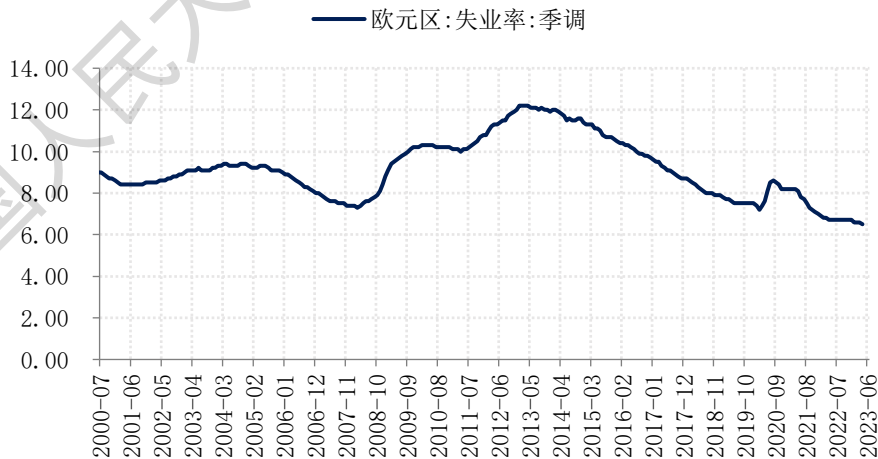


图 7: 欧元区 4 月失业率降至 6.5%

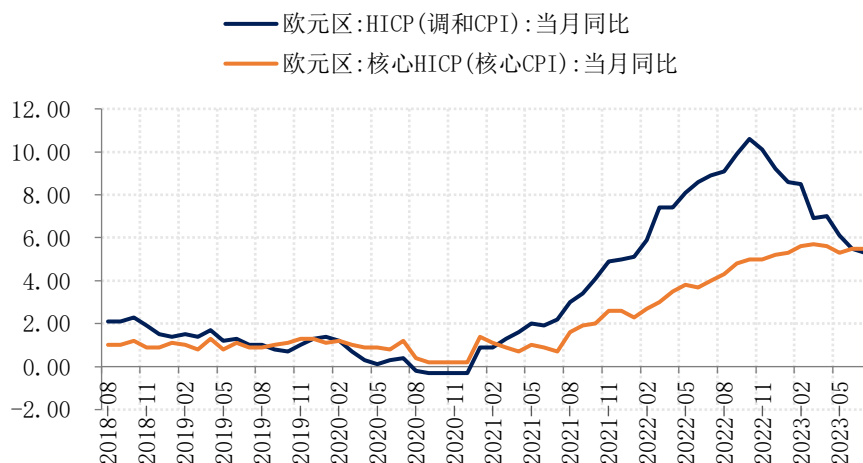


图 8: 欧元区 7 月核心 HICP 同比持平于 5.5%

(3) 日本经济景气度边际小幅下滑，核心通胀下滑；7 月会议调整 YCC

经济方面，制造业和服务业 PMI 小幅下降，或表明日本的经济景气度边际下滑。7 月，日本制造业 PMI 由上个月的 49.8 下降至 49.6，服务业 PMI 由上个月的 54 下降至 53.8。通胀方面，整体通胀维持不变，核心通胀有所下滑。7 月，日本 CPI 同比持平于前值 3.3%；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比为 3.1%，前值为 3.3%。货币政策方面，7 月 28 日，日央行维持 10 年期国债利率 0%±0.5% 的波动区间不变，但是允许利率超过 0.5%，将购债固定利率定为 1%，实质上基本等同于将 YCC 区间上沿扩大至 1%。

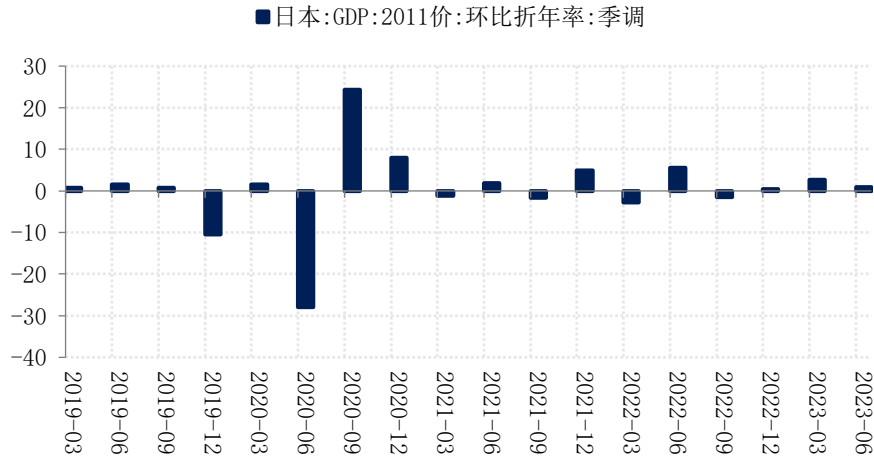


图 9: 2023Q2 日本实际 GDP 环比折年率 0.9%

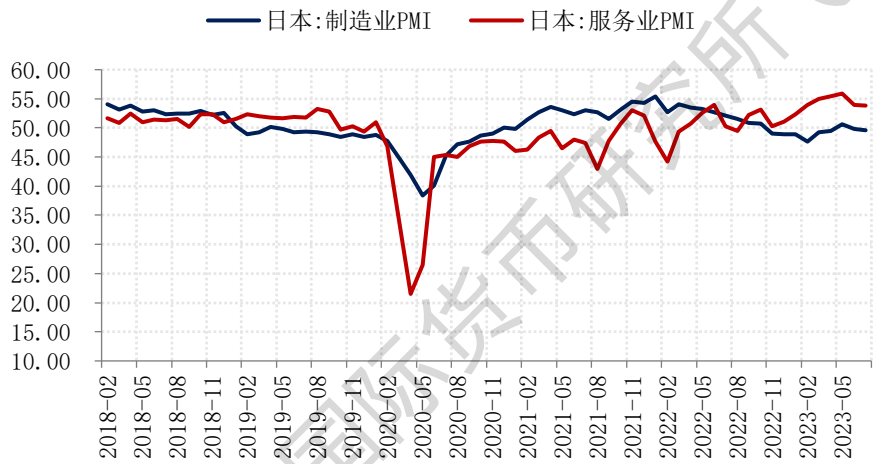


图 10: 日本 7 月制造业 PMI 升至 49.6, 服务业 PMI 降至 53.8



图 11: 日本 6 月失业率降到 2.6%

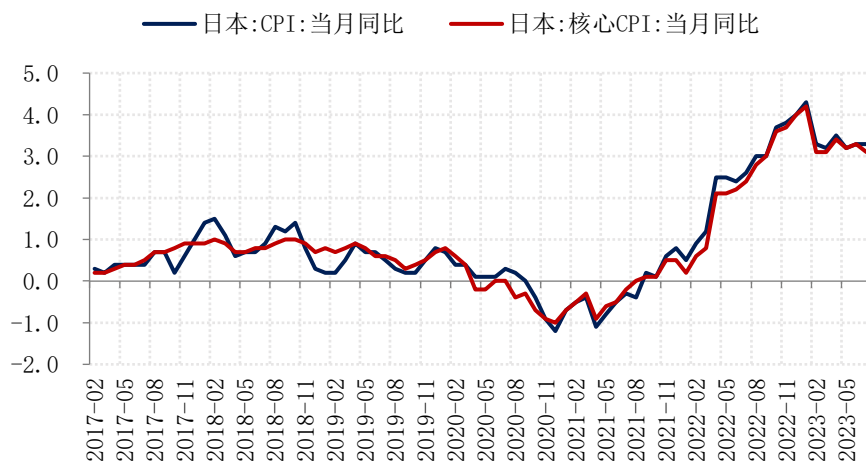


图 12: 7月日本 CPI 同比维持在 3.3%

2. 汇率展望：短期波动弹性渐进打开，中期核心是经济基本面

1、短期维度：第一，当下汇率价格与理论定价偏离度较低，属于在合理定价区间内的正常波动。**第二**，汇率三面（结售汇基本面、预期面、交易面）并未同向叠加趋弱，同时当下央行引导汇率稳定的意图依然比较明确（降息以来华创宏观汇率模型捕捉到的逆周期因子影子变量显著性并未下降），或意味着短期汇率走势将偏向政策引导行情。**第三**，8月15日的超预期降息，指向央行在以我为主和汇率弹性的跷跷板中短期重心偏以我为主。综上，我们认为，降息后短期汇率波动弹性可能渐进打开，但关键整数位或存在反复拉扯降低投机盘的历史规律，整体汇率走势可控，因此弹性空间具体多大，重点是观察政策的意图和力度，我们判断 7.5 是界。

2、中期维度，汇率能否实现内生性稳定的关键在经济基本面和美元。内部看，华创宏观周度 WEI 指数显示经济已在磨底中，二季度经济回踩基本结束，PMI 已经触底（7月制造业 PMI 连续第二个月

回升至 49.3%)；外部看，美国加息接近尾声，美元已在强弩之末（年度视角）。综合内外而言，汇率中期具备内生性稳定的强基础。

（二）国内宏观²：经济金融数据偏弱，亟待政策加码

7 月经济和金融数据大多回落，经济下行压力较大，需求不足仍为核心问题，也应关注到核心 CPI 回升、PPI 边际改善等结构性亮点。工业生产、消费、投资和出口同比增速均不同程度下滑，经济修复边际放缓。工业生产增速小幅回落；基建和制造业投资增速小幅放缓，房地产投资拖累加深；消费仍较低迷，必选相对坚挺；出口同比降幅扩大，外需仍面临较大压力。价格方面，CPI 同比转负，但剔除食品和能源影响后的核心 CPI 企稳回升，必选消费相对坚挺，食品表现亮眼。PPI 方面，降幅开始收窄，呈现边际改善。金融数据不及预期，人民币贷款拖累明显，企业和居民信贷需求走弱。近期增量稳增长政策频出，7 月政治局会议进一步明确了下半年宏观调控将加大力度。往后看，积极的财政政策有望进一步发挥效力，货币政策将延续宽松，随着宏观政策加码并逐渐落地，四季度经济运行状况有望改善。

1. 经济：各项经济数据普遍走弱，经济上行压力较大

7 月各项经济数据同比普遍走弱，工业生产、消费、投资和出口同比增速均不同程度下滑，经济修复边际放缓。具体看，工业生产增速回落，电气机械及器材制造业维持高速；投资端，基建和制造业投

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

资增速小幅放缓，房地产的拖累加深；消费端仍然低迷，必选相对坚挺，餐饮表现亮眼；出口同比降幅扩大，外需仍面临较大压力。往后看，一揽子稳增长政策的推动叠加经济内生动能的修复，地方政府新增专项债的发行和使用都有望提速，提高后续经济环比改善的斜率；但地产疲软和海外需求回落仍将形成压力

(1) 7月工业生产增长放缓

7月工业生产维持正增长，但增速回落。7月规模以上工业增加值同比增长3.7%，增速较6月回落0.7个百分点；7月季调环比为0.01%，前值为0.68%；1-7月累计增速3.8%，较前6个月持平。

7月份，三大门类维持正增长，但增速均回落，采矿业、制造业、电力燃气及水生产和供应业增长增加值同比增长分别为1.3%、3.9%、4.1%，前值分别为1.5%、4.8%、4.9%。具体行业看，边际改善最大的有石油、煤炭及其他燃料加工业和黑色金属冶炼及压延加工业，同比增长分别为14.80%、15.6%，增速较上月分别提升8个和7.8个百分点；电气机械及器材制造业增速一直维持两位数增长，但7月增速回落4.8个百分点至10.6%；增速回落最大是烟草制品业，同比-0.8%，增速较上月回落19.9个百分点。受地产影响，家具制造业仍在负增长区间，但降幅呈现边际改善，7月同比-7.7%，前值-9.3%。分经济类型看，7月份，国有控股企业、股份制企业和私营企业增加值分别同比增长3.4%、5.0%、2.5%，私营企业表现弱于国有控股和股份制企业。

(2) 7月基建、制造业增速回落，地产投资仍处低位

1-7 月全国固定资产投资累计同比增长 3.4%，前值为 3.8%。其中，广义基础设施投资累计同比增长 9.41%，制造业投资累计同比增长 5.7%，房地产开发投资累计同比下降 8.5%，1-6 月分别为 10.15%、6.0%和-7.9%，房地产投资降幅继续扩大，广义基建和制造业投资增速放缓。

基建投资增速仍逐步放缓，与政府专项债发行进度放缓有关，叠加极端天气因素扰动。1-7 月广义基础设施投资累计同比增加 9.41%，较前 6 月增速降低 0.74 个百分点。分类别看，电力、热力、燃气及水的生产和供应投资维持高速，前 7 月累计同比上涨 25.4%，前值 27.0%；交运仓储和邮政前 7 月累计投资同比上涨 11.0%，与前值持平；水利环境和公共设施管理前 7 月投资同比增长 1.6%，增速进一步回落，前值为 3.0%。

制造业投资维持韧性。1-7 月制造业累计投资增长 5.7%，较前 6 月增速回落 0.3 个百分点。分行业看，增速最快的仍为电气机械及器材、仪器仪表、汽车、化学原料及化学制品、有色金属冶炼及压延加工，增速分别为 39.1%、21.9%、19.2%、13.7%和 10.2%，表现与工业增加值类似。通用设备、食品、计算机及通信、电气机械及器材出现边际改善，增速分别较前 6 月提升 0.9、0.6、0.4 和 0.2 个百分点。

房地产方面，投资、施工、新开工加速回落，而竣工增速扩大，指向供给端仍然偏弱，“保交楼”推动下竣工面积增速继续维持高位。1-7 月房地产开发投资累计同比-8.5%，较前值下降 0.6 个百分点。7 月国房景气指数为 93.78，较 6 月下降 0.27。销售面积、销售金额、

新开工面积、施工面积累计同比分别为-6.5%、-1.5%、-24.5%和-6.8%，回落速度较前值分别扩大1.2、2.6、0.2和0.2个百分点。竣工面积累计同比增加20.5%，较前值增加1.5个百分点。价格方面，楼市成交仍较低迷，销售端呈现量价齐跌。7月百城住宅价格指数环比下滑0.01%，一、二、三线城市分别环比下滑0.02%、0.03%、0.03%。

(3) 消费表现回落，必选相对坚挺

7月社会消费品零售总额增速全面回落，可选消费回落多于必选消费。7月社会消费品零售总额增速进一步回落，当月同比2.5%，较6月下降0.6个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长3.0%，较上月回落0.7个百分点。结构上，餐饮和商品同比分别增长15.8%和1.0%，较上月分别回落0.3、0.7个百分点，低基数效应下餐饮仍保持高增速，但有所放缓；从商品类型来看，必选消费好于可选消费。必选中的粮油、烟酒和药品表现较好，分别增长5.5%、7.2%、3.7%；可选消费中金银珠宝、化妆品、服装增速分别为-10.0%、-4.1%、2.3%，较上月回落较大；地产链消费仍低迷，建筑装潢材料、家电音响分别同比-11.2%、-5.5%。

(4) 进出口同比降幅扩大

7月份，我国以美元计价进出口总值4,829.2亿美元，同比下降13.6%，降幅较上月扩大3.5个百分点。其中，出口总值2,817.6亿美元，同比下降14.5%，前值降12.4%；进口2,011.6亿美元，同比下降12.4%，前值下降6.8%；贸易顺差806.0亿美元，前值706.2亿美元。

从出口国别看，主要出口地区的同比降幅接近。7月出口东盟、欧盟+英国以及美国降幅均在扩大，同比分别为-21.4%、-18.9%和-23.1%，前值分别为-16.9%、-12.6%和-23.7%，出口美国下降最多，出口欧盟+英国边际下降最快。值得关注的是，7月我国对俄罗斯出口同比增速回落至51.8%，6月、5月分别为90.9%和114.3%，前期低基数效应带来的高增速或较难持续。从主要出口商品来看，7月主要产品均出现负增长。纺织、服装和机电产品分别同比下降-17.9%、-18.7%、-11.9%，形成较大拖累，前值分别为-14.3%、-14.5%、-9.0%。汽车和船舶表现较好，分别同比增长83.3%（前值109.9%）和82.4%（前值-24.0%），汽车增速回落，船舶大幅提升；此外，手机出口同比负转正，增长2.2%，前值为-23.3%；

进口方面，7月进口同比降幅进一步扩大，同比-12.4%，前值-6.9%，指向国内需求仍偏弱。具体商品来看，原材料需求走弱，原油、农产品、钢材、铜矿、铁矿进口同比分别-20.8%、-10.5%、-19.8%、-14.9%、-4.9%；制造业需求收缩，机床、机电同比分别-29.1%和-11.3%。

2. 通胀：核心CPI回升，PPI降幅收窄

（1）CPI同比转负，核心CPI回升

CPI同比转负，主要拖累项为食品与能源，能源边际改善，服务环比继续回暖，剔除食品和原油价格的核心CPI回升。7月CPI同比-0.3%，前值0.0%；核心CPI同比上涨0.8%，涨幅扩大0.4个百分点。结构上看，食品价格降1.7%，非食品价格持平；消费品价格降1.3%，

服务价格上涨 1.2%。分项看，食品烟酒 CPI 同比-0.5%，环比-0.6%，主要拖累为猪肉，同比-26.0%，降幅较上月扩大 18.8 个百分点；鲜菜、鲜果价格出现分歧，同比分别为-1.5%和 5.0%。非食品方面，主要拖累项为能源和工业消费品价格。受国际原油价格影响，交通工具燃料价格-13.2%，但边际改善，环比增长 1.9%；机动车价格同比跌幅走阔至 4.4%，连续 13 个月同比下跌；受地产疲弱影响，房租价格同比下跌 0.3%，连续 13 个月同比下跌。

(2) PPI 降幅收窄，需求边际改善

7 月 PPI 同比-4.4%，前值-5.6%；环比下降 0.2%，降幅较上月收窄 0.6 个百分点。生产资料同比-5.5%，前值-6.8%；生活资料同比-0.4%，前值-0.5%；生产资料和生活资料环比双双下降，但降幅收窄，在需求偏弱大环境下呈现边际改善，PPI 或已触底。分行业看，上游弱于下游，石油天然气开采业、煤炭开采和洗选业、黑色金属矿采选业同比分别-21.6%、-19.1%、-7.2%，前值分别为-19.3%、-25.6%、-13.9%，跌幅仍较大但有所收窄。

3. 金融：社融信贷低于预期

7 月社会融资规模增量 5852 亿元，前值 42242 亿元；M2 同比增长 10.7%，前值增 11.3%；M1 同比增 2.3%，前值增 3.1%，M2-M1 增速差继续走阔，资金活化程度仍需改善。

(1) 7 月社融信贷低于预期，人民币贷款拖累明显

7月新增社融增大幅下降，人民币贷款为主要拖累。7月社会融资规模新增5852亿元，同比少增2503亿元，大幅低于市场预期。其中，人民币贷款新增364亿元，同比少增3724亿元，为社融主要拖累；受季节性影响，未贴现银承减少1962亿元，同比少降782亿元；政府债券新增4109亿元，同比多增111亿元。企业债券融资新增1179亿元，同比多增219亿元；非金融企业境内股票融资新增786亿元，同比少增651亿元。表外融资方面，信托融资有所回暖，新增信托贷款230亿元，同比多增628亿元。

信贷结构方面，居民部门短期与中长期贷款均转负，企业信贷边际转弱。金融机构7月新增人民币贷款3459亿元，环比6月少增20037亿元同比少增3498亿元。其中，居民贷款减少2007亿元，同比多减3224亿元；短期和中长期分别减少1335亿元和672亿元，居民部门贷款需求明显转弱。企业部门贷款新增2378亿元，同比少增525亿元；贷款减少3785亿元，同比多增239亿元；中长期贷款新增2712亿元，同比少增747亿元；票据融资新增3597亿元，同比多增461亿元。实体经济复苏进度较慢，居民与企业信心偏弱，叠加6月季末冲量影响，7月社融和信贷表现疲弱。稳地产、促销费等系列刺激政策力度加大，融资需求有望逐渐恢复。

(2) M1、M2 增速继续回落，M2-M1 剪刀差走阔

7月末，M2余额285.40万亿元，同比增速为10.7%，较上月收窄0.6个百分点，可能原因为信贷投放减少，相应派生存款减少，叠加存款利率调降导致的存款流向理财等因素；M1余额67.72万亿元，

同比增速 2.3%，较上月收窄 0.8 个百分点；M2-M1 增速的剪刀差走阔至 8.4%，前值为 8.2%，企业、居民存款储蓄倾向边际增强，投资和消费动力无明显改善。M2 增速放缓意味着资金供给整体下降，但需求下降且低于货币供应增速，货币政策大概率延续宽松格局。

4. 个人房贷政策调整落地

8 月，地产调控“组合拳”出台，稳定楼市预期，提振市场信心。8 月 25 日，住建部、人民银行、金融监管总局联合发布《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》，包括北上广深超一线城市在内的重点城市陆续宣布实施“认房不认贷”政策。8 月 31 日，人民银行、金融监管总局联合发布《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》和《关于降低存量首套住房贷款利率有关事项的通知》，两项《通知》从下调首付比例、降低二套房贷利率下限、下调存量首套房贷利率三项支持政策，将首套和二套住房贷款的最低首付比例下限统一调整为不低于 20% 和 30%；二套住房利率政策下限调整为 LPR+20BP，首套住房利率政策下限仍为 LPR-20BP。

此次地产金融“组合拳”调控政策释放了明确的政策信号，对稳定楼市预期具有重要意义。一是首付比下调、降低二套房利率下限可提振购房需求，销售先行有望带动地产投资回暖。二是存量首套房贷利率下调有助于减轻高利率居民还款负担、改善居民收入预期，助力消费提升、扩大内需。三是房贷利率降低减少居民提前还贷，降低商业银行经营压力。结构上，本次政策调整降低改善需求的购房门槛，

更利于高能级城市真实购房需求的释放，拉动房地产销售复苏。往后看，城中村改造政策落地、加大建设保障房和保交楼政策力度、超一线城市其他限购和限售政策松动等政策仍可期待。后续重点关注楼市反弹的强度和“金九银十”后楼市的上行趋势能否得以延续。

（三）商业银行³

1. 金管局召开银行业保险业上半年数据发布会；央行就银行间债券市场柜台业务有关事项征求意见

（1）金管局召开银行业保险业上半年数据发布会

7月27日，国家金融监督管理总局举行新闻发布会，介绍上半年银行业保险业发展情况与支持实体经济情况。上半年末，银行业金融机构资产总额406.2万亿元，同比增长10.5%；保险公司总资产29.2万亿元，同比增长9.6%。初步统计，上半年，商业银行累计实现净利润1.3万亿元，同比增长2.6%。下阶段，国家金融监督管理总局将着力抓好重点任务落实，牢牢把握高质量发展这个首要任务和构建新发展格局这个战略任务，在转方式、调结构、增动能上下更大功夫，推动银行业保险业工作再上新台阶。

（2）央行就银行间债券市场柜台业务有关事项征求意见

8月4日消息，央行起草了《关于银行间债券市场柜台业务有关事项的通知（征求意见稿）》，向社会公开征求意见。征求意见稿主

³ 撰写人：王剑（IMI研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

要放宽机构投资者通过柜台投资银行间债券市场的有关限制，同时强调对柜台业务开办机构的内控制度、投资者适当性管理等要求，提升机构投资者柜台业务便利度。征求意见稿有助于促进银行间债券市场柜台业务规范发展，切实防范柜台业务风险。

2. 2023 年 7 月货币金融数据分析

2023 年 7 月末，基础货币余额为 34.78 万亿元，全月减少 1.74 万亿元。其中，现金（货币发行）增加 750 亿元，银行的存款准备金减少 1.75 万亿元，非金融机构存款减少 593 亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 7666 亿元。缴税等财政因素回笼基础货币 8281 亿元，其他资产回笼基础货币 2271 亿元。

7 月末的 M2 余额 285.4 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.6 个百分点。按不含货基的老口径统计，7 月份 M2 减少约 1.84 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 470 亿元，缴税等财政因素回笼 M2 约 1566 亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 5580 亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 1.19 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 91 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	710	外占	91
单位活期	-19,087	债券	-5,580
单位定期	3,560	贷款(加回核销和 ABS)	470
个人	-8,215	财政净支出	-1,566
非银	4,595	其他(非银、非标等)	-11,852
合计	-18,437	合计	-18,437

(四) 资本市场⁴

1. 股市：8 月权益市场情绪低迷

(1) 市场回顾

8 月，权益市场情绪低迷。资金供给端，8 月（截至 8 月 23 日，下同），融资业务余额 1.48 万亿元，北向资金净流出 748.28 亿元，均较上月回落；新成立偏股型基金 105.49 亿份，较上月小幅改善。资金需求端，8 月 IPO 规模 527.10 亿元，较上月增加；解禁和大股东减持分别为 4253.78 亿元和 224.65 亿元，均较上月回落。成交上，全 A 日均成交额回落至 7889.29 亿元，7 月为 8462.12 亿元。指数方面，8 月上证指数、深证成指和创业板指分别下跌 6.46%、9.22%和 8.84%；8 月 23 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 28.73%、22.89%和 2.18%分位数。

⁴ 撰写人：孙超（IMI 研究员）

8月市场普遍下跌。近20个交易日，中信一级行业指数中仅非银金融小幅上涨；传媒/煤炭/银行/电力及公用事业/计算机/石油石化跌幅在3%以内；医药/电子/电力设备与新能源/基础化工/汽车/机械跌幅靠前，均在5%以上。市场弱势震荡，核心症结仍在于投资者信心不足、风险偏好萎靡、市场情绪脆弱。

(2) 市场展望及配置建议

展望后市，政策有望持续发力，风险偏好有望持续改善。基本面方面，若美债利率企稳，国内货币、财政、资本市场政策加码，极具性价比的A股市场有望磨底后向上，回归理性价值。7月政治局会议定调，“活跃资本市场，提振投资者信心”，8月证监会相关负责人接受采访时公布一揽子活跃资本市场、提振投资者信心的措施，均向市场传递了监管部门明确的决心和坚定的信心，资本市场迎来新一轮政策支持发力周期。目前市场整体估值仍在历史低位徘徊，下行空间有限，结构性机会仍存在。行业方面，短期建议关注医药、半导体板块中超跌反弹与业绩及政策博弈的结构性机会；中期建议关注盈利稳定、且抵御市场波动能力较强的红利低波资产。

2. 债市：降息落地，收益率全面下行

(1) 资金面整体平稳，长端利率下行大于短端

流动性方面，央行8月（截至8月23日）净投放3550亿元。其中，逆回购净投放3540亿元，投放12610亿元、到期9070亿元；MLF净投放10亿元，投放4010亿元、到期4000亿元。8月资金面

整体平稳，中旬受税期与政府债券缴款影响边际收紧。8月（截至22日）DR001、DR007平均利率分别为1.56%、1.79%，较7月平均分别上行20.0BP和下行1.6BP。

利率债方面，8月长端利率较大幅度下行，短端国债收益上行。截至8月22日，1年期国债到期收益率上行9.07BP至1.90%，10年期国债到期收益率下行11.39BP至2.55%；1年期国开债到期收益率下行2.34BP至2.01%，10年国开到到期收益率下行11.2BP至2.66%。期限利差方面，8月期限利差整体压缩。截至8月22日，国债3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y期限利差分别较上月底压缩11.26BP、17.01BP、18.38BP。长端利率下行幅度更大，指向基本面预期偏弱。

（2）中票收益率较大幅下行

净融资方面，8月（截至22日）信用债（企业债、公司债、短融、中票、定向工具）净融资1,341.64亿元，其中发行9,132.05亿元，到期7,790.41亿元；净融资相对7月同期增加377.65亿元，较2022年同期增加96.50亿元。

收益率方面，7月各等级、各期限中票收益率普遍下行。截至8月22日，AAA中票1年期、3年期、5年期收益率相对7月底分别下行13.44BP、12.39BP、13.46BP至2.28%、2.63%、2.91%；AA+中票1年期、3年期、5年期收益率相对7月底分别下行14.09BP、18.4BP、12.47BP至2.37%、2.79%、3.22%。信用利差方面，8月短端信用利差继续压缩，长端信用利差小幅走阔。截至8月22日，1年期AAA、AA+中票信用利差相对7月末分别压缩8.72BP、9.68BP至

27.88BP、37.73BP；5年期AAA、AA+中票信用利差分别走阔2.84BP、1.42BP至50.02BP、76.67BP。

(3) 市场展望及配置建议

8月15日，央行下调1年期MLF利率15BP至2.5%，下调7天逆回购利率10BP至1.8%，当日1年期和10年期国债收益率分别下行2.35BP、4.55BP。非对称式调降，一方面表明当前经济所面临的压力仍较大，内需不振仍是核心问题；另一方面也表明降低实体企业的融资成本和债务负担的意图，为后续的“稳增长”发力提供更多空间。8月21日，公布的1年期LPR下调10BP，5年期LPR则未作调整，当日1年期和10年期国债收益率分别下行1.25BP、2.04BP。在地产需求尚待改善的情况下，5年期LPR维持不变略不及预期。

往后看，债市利率或先下后上。短期看，基本面持续寻底以及流动性的持续宽松或对债市起到强力支撑，年内降准仍可期待，短期利率易下难上。长期看，降息落地，新一轮宽信用预期升温，经济刺激政策逐步落地带动经济气温稳回升只是时间问题。短期关注债市止盈情绪扰动，中长期关注地方债务风险化解和经济基本面边际变化。

二、宏观经济专题⁵： 企业数字化转型、预判性信息披露与股价暴跌风险

(一) 摘要

在数字经济发展热潮下，资本市场对企业数字化转型的热情与憧憬是否酝酿了股价泡沫？年报中的数字化信息披露是否导致未来股价暴跌风险提高？基于2012—2019年A股上市公司的年报文本和财务数据，本文采用自然语言处理中的依存句法分析，创新性地将年报中的数字化相关信息划分为与宏观环境和未来展望相关的预判性内容，以及反映过去数字化行为的行动性内容。实证结果发现，上市公司披露的数字化相关信息将提高未来股价暴跌风险，并且该影响主要体现在预判性数字化信息披露上。进一步研究表明，普通投资者受从众心理影响，盲目追捧“数字化”相关概念，对预判性内容中的数字化信息过度反应、错误预期，是引发股价暴涨暴跌的主要原因。而这种不加甄别的高度关注显著降低了股价信息含量，加剧了股市同涨同跌，并且其引发的股票市值上涨也难以维持。本文的政策建议是，要加强投资者教育，防范市场过度反应，在经济数字化转型中维护金融市场稳定，更好地促进传统产业转型升级。

⁵ 撰写人：中央财经大学金融学院副教授彭俞超；中央财经大学金融学院王南萱；中央财经大学商学院副教授顾雷雷。本文原载于《财贸经济》2023年第5期的《企业数字化转型、预判性信息披露与股价暴跌风险》。原文链接：<http://cmjj.ajcass.org/Magazine/Show?ID=964>

（二）引言

党的二十大报告指出，“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”。随着实体经济的数字化转型不断深入，越来越多的企业开始拓展数字化的应用场景，进行数字经济的相关投资和研发。一方面，应用信息技术有助于企业改善内外部信息不对称，降低委托代理成本，提高组织能力(Bloom 等，2014；祁怀锦等，2020)；另一方面，应用信息技术也激发了创新活力，促进企业节能减排和专业化分工，提高了绩效水平(杨德明、刘泳文，2018；张三峰、魏下海，2019；袁淳等，2021)。与此同时，资本市场也对企业的数字化转型行为积极反馈。已有研究发现大数据应用有助于上市公司提高市场价值(张叶青等，2021)，并带来了更高的股票流动性(吴非等，2021)。然而，市场对数字经济发展的热情与憧憬是否正在酝酿股价泡沫？

事实上，早在 20 世纪末，非理性繁荣便催生了美国股市的“互联网泡沫”。近年来，党和国家陆续出台了一系列相关政策引导“产业数字化”，传统实体企业的数字化转型受到市场的广泛关注。然而，市场的高度关注并不必然造成股价泡沫，Drake 等(2012)研究表明投资者的高关注度有利于私人信息传递到股价中，从而提高股价信息含量。股价信息含量越高的公司，异质性信息越能得到充分反映，股价暴跌风险越小(Hutton 等，2009)。因此，投资者是关注个股异质信息，

还是受宏观环境干扰盲目追捧数字化概念，决定了股价中是否存在泡沫。

当前，国内关于企业数字化转型的研究普遍使用上市公司年报“管理层讨论与分析”(Management Discussion and Analysis, MD&A)中“数字化”相关内容的披露程度作为衡量指标(杨德明、刘泳文, 2018; 吴非等, 2021; 袁淳等, 2021)。然而，MD&A的部分内容是对宏观经济环境的描述和企业未来发展前景的展望(Muslu 等, 2015; 李子健等, 2022)，并不都体现企业已完成的转型结果。根据 MD&A 的文本特征，并基于语言技术平台(Language Technology Platform, LTP)的依存句法分析，本文创新性地将文本划分为反映企业已有数字化特征的行动性内容，以及与数字经济整体发展情况、国家政策倡导等宏观因素更为相关的预判性内容。

现有股价暴跌风险和信息披露的相关研究主要关注管理层隐藏负面消息的动机，如高管在职消费、期权行权获利等(Xu 等, 2014; Kim 等, 2011)，以及通过监管制度缓解信息不对称的作用，如外部审计、退市监管等(Callen 和 Fang, 2017; 林乐、郑登津, 2016)。也有文献指出，投资者情绪高涨可能造成股价泡沫，并引发股价暴跌风险(刘圣尧等, 2016; 李梦雨、李志辉, 2019)。然而，鲜有文献辨析投资者对信息的关注类型。事实上，关注个股异质信息并产生合理预期，使信息充分融入股价并不会引发股价暴涨暴跌。本文揭示了只有当投资者受从众心理影响而对预判性数字化信息披露产生过度反应或错误预期时才会引发股价暴涨暴跌。与本文最相关的是赵璨等(2020)的

研究，他们同样关注到上市公司披露“互联网”相关信息而引发股价暴跌风险的现象，认为企业的夸大披露行为是造成股价暴跌风险的主要原因，而外部投资者过度关注这一影响渠道没有得到支持。与他们的研究不同的是，本文基于更长时间的样本，发现信息的披露类型及投资者反应是导致股价暴跌风险的新机制。

本文的边际贡献主要体现在以下几个方面：第一，本文采用自然语言处理(Natural Language Processing, NLP)中的依存句法分析，创新性地划分了上市公司的预判性数字化信息披露和行动性数字化信息披露，并详细辨析了两部分信息的实质内涵，指出行动性数字化信息披露更能表征企业已落实的数字化转型程度，而预判性数字化信息披露与数字经济整体发展情况、国家政策倡导等宏观因素更为相关；第二，不同于已有文献大多强调企业数字化转型的积极作用，本文揭示了资本市场可能存在由“数字化”热潮引发的股价泡沫，发现在投资者非理性、缺乏甄别能力的情况下，上市公司的数字化披露行为可能导致金融市场风险；第三，有别于以往文献采用管理层隐藏负面消息来解释股价暴跌的原因(Jin 和 Myers, 2006; Hutton 等, 2009)，本文从投资者的视角出发，辨析了投资者对信息的关注类型，提出只有在投资者受从众心理或宏观环境的干扰，产生对“数字化”概念的盲目追捧而不关注异质信息时，才会引发股价暴涨暴跌。

三、主要经济数据⁶

表 2: 经济数据一览

指标名称	类别	22- Oct	22- Nov	22- Dec	23- Jan	23- Feb	23- Mar	23- Apr	23- May	23- Jun	23- July
CPI	同比	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0	0.3
PPI	同比	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4	-4.4
制造业 PMI	指数	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0	49.3
工业增 加值	累计 增长	4.0	3.8	3.6		2.4	3.0	3.6	3.6	4.4	3.7
工业企 业利润 总额	累计 同比	-3.0	-3.6	-4.0		-22.9	-21.4	-20.6	-18.8	-16.8	-15.5
固定资 产投资 完成额	累计 同比	5.8	5.3	5.1		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8	3.4
社会消 费品零 售总额	同比	-0.5	-5.9	-1.8			10.6	18.4	12.7	3.1	2.5
进出口 总值	当期 值同 比	-0.4	-9.5	-8.9	-15.1	1.3	7.4	1.1	-6.2	-10.1	
M2	同比	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	11.3	
社会融 资规模	存量 (万 亿 元)	341.4 2	343.1 9	344.2 1	350.9 3	353.9 7	359.0 2	359.9 5	361.4 2	365.4 5	365.7 7
金融机 构新增 人民币 贷款	当月 值 (亿 元)	6152	12136	13983	57602	18121	38879	7188	13628	30495	3460

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。

