

IMI 宏观金融 月度分析报告

2023 年第 10 期（总第 78 期）

- **海外：**地缘政治动荡加剧，全球贸易需求或低位震荡
- **宏观：**万亿国债增发稳信心，货币政策仍趋稳健宽松
- **机构：**LPR 维持不变，《2023 年度中国银行业发展报告》发布
- **市场：**10 月权益市场低迷，债市资金面明显收敛

本期推荐：金融开放与技术创新：理论与实证

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 10 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、国内外宏观金融形势分析..... | - 1 - |
| (一) 海外宏观金融形势..... | - 1 - |
| 1. 欧央行如期暂停加息；美联储或维持利率不变；日央行政策前景具有不确定性..... | - 1 - |
| 2. 美元指数高位震荡；欧元、日元相对美元低位波动；人民币汇率继续高位波动，CFETS 指数微幅回升..... | - 1 - |
| 3. 地缘政治动荡加剧，巴以冲突带来新风险..... | - 3 - |
| 4. 全球贸易需求或低位震荡..... | - 4 - |
| (二) 国内宏观：经济恢复向好态势更趋明显，增发国债提振信心..... | - 6 - |
| 1. 经济数据追踪..... | - 6 - |
| 2. 财政政策追踪：万亿国债增发..... | - 8 - |
| 3. 货币政策追踪：社融增速企稳，货币政策或仍趋于稳健宽松..... | - 9 - |
| 4. “一揽子化债”计划进入实质行落地阶段..... | - 10 - |
| 5. 房地产市场及政策追踪..... | - 11 - |
| (三) 商业银行..... | - 13 - |
| 1. 监管动态：系统重要性银行名单发布，《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》印发..... | - 13 - |
| 2. 重大事件：LPR 维持不变，《2023 年度中国银行业发展报告》发布，存量首套房贷利率下调接近尾声..... | - 14 - |
| 3. 2023 年 9 月货币金融及社会融资数据分析..... | - 15 - |
| (四) 资本市场..... | - 17 - |
| 1. 股市：权益市场低迷，风险偏好回落..... | - 17 - |
| 2. 债市：债券供给增加，货币政策受汇率掣肘..... | - 19 - |
| 二、宏观金融研究专题：金融开放与技术创新：理论与实证 - 21 - | |
| (一) 摘要..... | - 21 - |
| (二) 引言..... | - 21 - |
| 三、主要经济金融数据..... | - 23 - |

图表目录

| | |
|---|-----|
| 图 1: 10 月美元兑人民币汇率继续高位震荡 | 2 - |
| 图 2: 近期 CFETS 指数小幅回升 | 2 - |
| 图 3: 近期美元指数高位震荡 | 3 - |
| 图 4: 近期欧元、日元相对美元保持 | 3 - |
| 图 5: 9 月, 全球制造业 PMI 小幅回升至 49.1 | 5 - |
| 图 6: 10 月前 26 天, RJ/CRB 商品价格指数均值微降至 281.3 | 5 - |
| 图 7: 10 月前 20 天, 韩国出口同比降至 4.6% | 6 - |
| 图 8: 10 月上半月, 越南出口同比降至 0.5% | 6 - |

表格目录

| | |
|-------------------------------------|------|
| 表 1: 9 月 M2 增量的结构 (单位: 亿元人民币) | 15 - |
| 表 2: 9 月社融结构 (单位: 亿元人民币) | 16 - |

一、国内外宏观金融形势分析

（一）海外宏观金融形势¹

1. 欧央行如期暂停加息；美联储或维持利率不变；日央行政策前景具有不确定性

欧央行 10 月 26 日召开货币政策会议，维持三大关键政策利率不变，主要再融资利率、隔夜贷款利率、存款便利利率分别为 4.5%、4.75%、4%。

美联储将于北京时间 11 月 2 日发布政策决议，或维持利率不变。目前联邦基金期货隐含市场预期 11 月会议维持利率不变的概率高达 99.5%。

日央行将于 10 月 31 日召开货币政策会议，是否调整收益率曲线控制政策具有不确定性。据彭博社报道，三位知情人士透露，日本央行将监测市场直到最后一刻，再决定是否在政策会议上调整收益率曲线控制政策，官员们认为有可能调整 10 年期债券收益率上限。

2. 美元指数高位震荡；欧元、日元相对美元低位波动；人民币汇率继续高位波动，CFETS 指数微幅回升

近期美元指数高位震荡。10 月以来，美元指数在经济稳健、通胀粘性和鹰派发声的影响下保持在 105-107 的高位。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

在此背景下，主要非美货币对美元保持弱势。10月以来，欧元兑美元低位波动，汇率均值约为1.06，较9月均值1.07微贬1%；日元兑美元高位盘整，汇率均值约为149.5，较9月均值147.9贬值1.1%。

与其他非美货币相比，人民币汇率相对偏强。一是人民币对美元贬值幅度相对较小，10月以来，人民币对美元累计贬值幅度0.3%，相对欧元、日元偏低。二是，CFETS指数近期微幅抬升，人民币对主要非美货币微升值，10月以来CFETS微涨0.1%。



图 1: 10月美元兑人民币汇率继续高位震荡

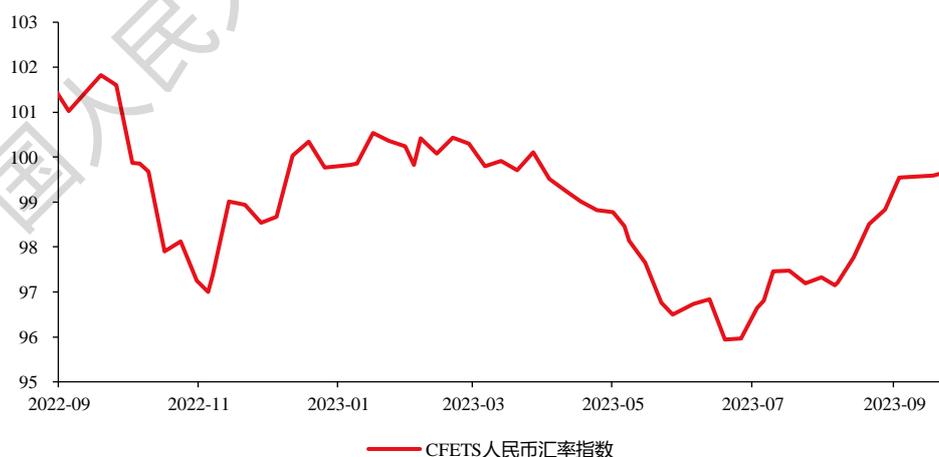


图 2: 近期 CFETS 指数微幅回升

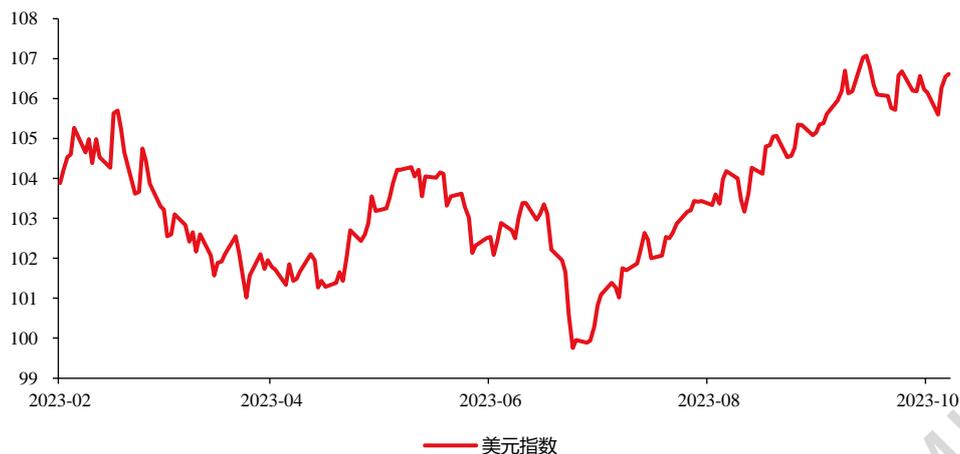


图 3: 近期美元指数高位震荡

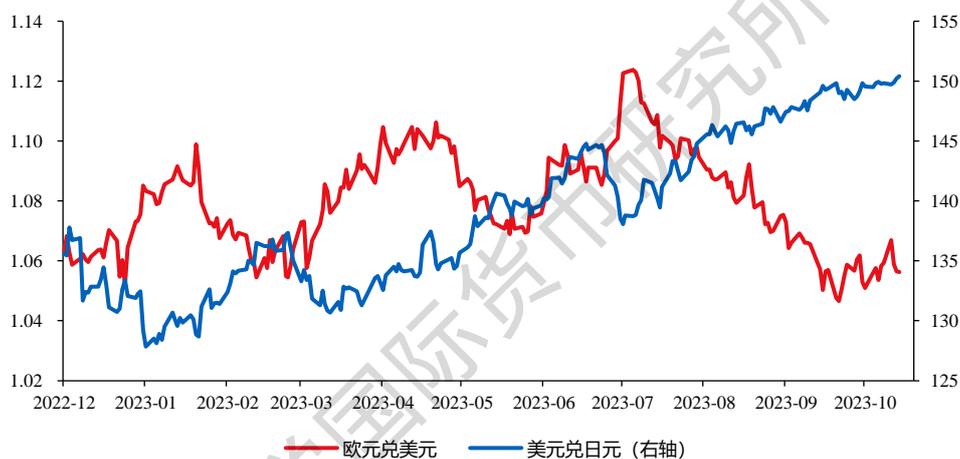


图 4: 近期欧元、日元相对美元保持

3. 地缘政治动荡加剧，巴以冲突带来新风险

近期巴以爆发新一轮冲突，让全球经济面临新风险。主要是三方面：一是油价走高推升通胀的风险。巴以冲突扰动原油供给端，带来油价上行风险，国际能源署（IEA）10月份的报告表示，中东地缘政治紧张局势急剧升级已令市场紧张不安。该地区占到海运石油贸易的三分之一。二是通胀风险带来货币政策的不确定性。近两年主要国家

的央行为抑制通胀不断加息，如果油价推升通胀再起，一些已经暂停加息的央行可能再次启动加息，金融市场的进一步紧缩会加剧信用风险，可能影响金融稳定。三是地缘政治局势的不确定性提高。巴以冲突再次表明了地缘政治的紧张关系。在一个更加不确定和更容易发生冲击的世界中，国际合作正在倒退，全球经济趋向碎片化，不利于国际贸易。

4. 全球贸易需求或低位震荡

近期全球贸易需求或低位震荡。从四个指标观察。一是，9月全球制造业 PMI 继续回升，较前值仅微幅上行 0.1 个点至 49.1，仍在荣枯线以下。二是，全球贸易价格的跟踪指标 RJ/CRB 商品价格指数，10月前 26 天均值较 9 月微降 1.8%，可能指向 10 月贸易价格边际走弱。三是，全球贸易的领先指标韩国出口，10月前 20 天同比较上个月下降 5.1 个百分点至 4.6%。四是，全球主要的劳动密集型产品出口国越南，10 月上半月同比较上个月下降 11.6 个百分点至 0.5%，可能表明 10 月全球劳动密集型产品贸易偏弱。



图 5: 9 月, 全球制造业 PMI 小幅回升至 49.1



图 6: 10 月前 26 天, RJ/CRB 商品价格指数均值微降至 281.3

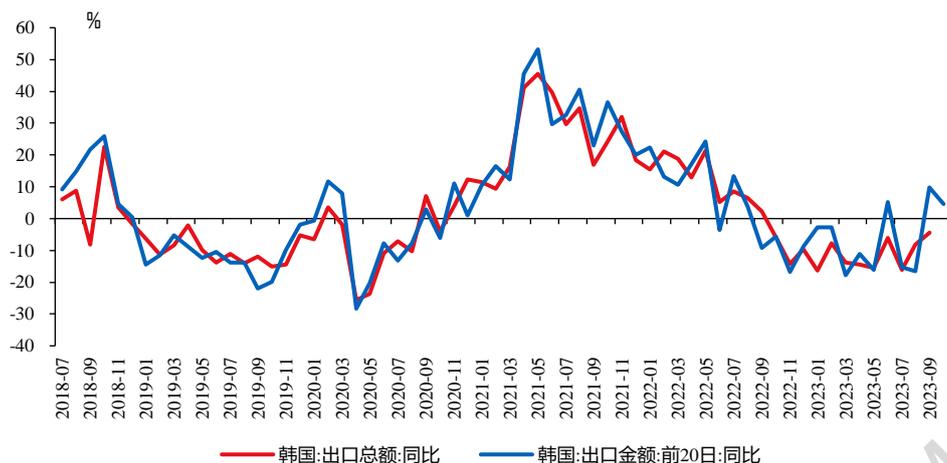


图 7: 10 月前 20 天, 韩国出口同比降至 4.6%

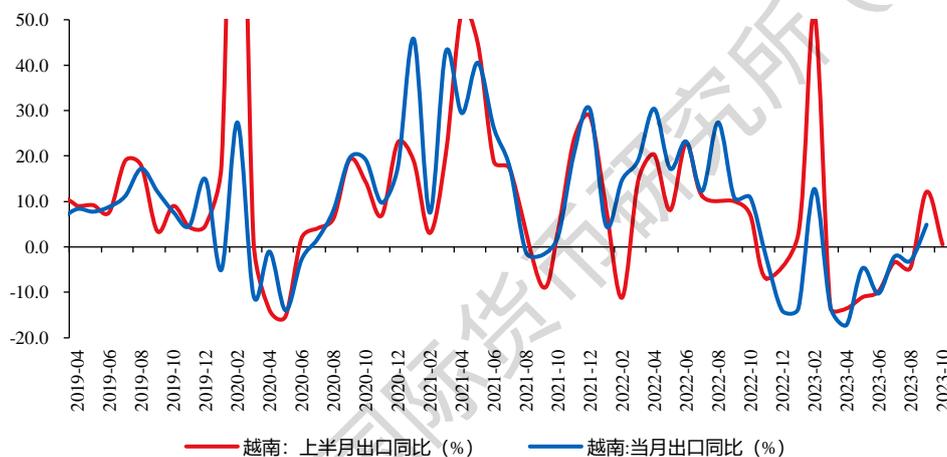


图 8: 10 月上半月, 越南出口同比降至 0.5%

(二) 国内宏观²: 经济恢复向好态势更趋明显, 增发国债提振信心

1. 经济数据追踪

三季度 GDP 实际同比增长 4.9%, 好于预期 4.44%, 前三季度 GDP 实际同比增长 5.2%; 剔除基数影响, 三季度 GDP 两年复合增长率为

² 撰写人: 孙超 (IMI 研究员)

4.4%，较二季度上升 1.1 个百分点。9 月当月来看，生产、消费、基建、地产销售、出口等继续改善，经济恢复向好态势更趋明显，地产对经济拖累的隐忧仍在。

生产方面，9 月生产端修复略强于预期，主要是旺季补库和价格变化导致。9 月制造业 PMI 录得 50.2，重回扩张区间，景气面持续扩大。9 月工业增加值同比增长 4.5%，持平前值；季调环比增长 0.36%，较 8 月小幅回落。分行业看，化学原料及化学制品、电气机械及器材制造业增速较高，9 月同比增长分别为 13.4%、11.5%，对应化工和新能源相关产业的景气回升。

投资方面，1-9 月固定资产投资同比增速 3.1%，增速较前 7 个月降低 0.1 个百分点。其中，广义基建、制造业、房地产投资累计同比增速分别为 8.6%、6.2%和-9.1%。基建投资增速继续高位回落，与地方债务压力有关；制造业投资累计同比连续 2 个月回升，高科技制造业增速亮眼；地产仍为拖累项。

消费方面，社会消费品零售总额同比改善超预期。9 月社会消费品零售总额同比增速较上月提升 0.9 个百分点至 5.5%，环比季调增速 0.02%，商品和餐饮消费当月同比增速均扩大。双节临近叠加低基数影响，粮油、食品、饮料、烟酒需求增长，同比增速达 11.2%；地产产业链边际改善，建筑装潢同比降幅收窄。

出口方面，9 月出口同比降 6.2%，前值降 8.8%，降幅进一步收窄。出口商品上看，得益于全球消费电子需求的恢复，机电产品、劳

动密集型产品的出口降幅收窄明显，其中汽车出口仍维持高增速。出口区域上看，对欧盟、日韩出口降幅明显收窄，对出口拖累的减弱；对东盟和美国出口仍是重要拖累项。

价格方面，9月CPI小幅回落，PPI降幅继续收窄。9月CPI同比0.0%，低于前值0.1%和预期0.2%，食品价格下跌是主要拖累，能源涨价与之形成一定对冲；核心CPI同比持平于7月和8月的0.8%，剔除能源和食品后的物价延续稳定。9月PPI同比-2.5%，前值-3.0%，降幅继续收窄主要得益于工业品需求逐步恢复和国际原油价格继续上涨。

2. 财政政策追踪：万亿国债增发

10月24日，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人民代表大会常务委员会关于批准国务院增发国债和2023年中央预算调整方案的决议，明确中央财政将在今年四季度增发2023年国债1万亿元。其中，今年拟安排使用5000亿元，结转明年使用5000亿元。增发的国债全部通过转移支付方式安排给地方，集中力量支持灾后恢复重建和弥补防灾减灾救灾短板，整体提升我国抵御自然灾害的能力。本次国债增发，具体资金使用全部都在地方，也将助于缓解地方财政收支压力，优化财政支出结构和地方政府债务结构。增发后，2023年全国财政赤字由3.88万亿元提高至4.88万亿元，预计财政赤字率由3%提高到3.8%左右。

3. 货币政策追踪：社融增速企稳，货币政策或仍趋于稳健宽松

(1) 政府融资支持社融增速企稳，居民中长期贷款表现较好

9月新增社融4.12万亿，同比多增5789亿元；新增人民币贷款2.31万亿，同比少增1600亿元。总量上，9月信贷社融好于预期、也好于季节性，同比多增主要来自政府债券发行加速和未贴现票据；结构上，居民中长期贷款同比多增2014亿元，扭转连续两个月的同比少增，房地产宽松政策效果开始显现。9月M0、M1、M2同比分别增长10.7%、2.1%和10.3%，增速较上月出现分化。9月M2-M1增速剪刀差维持8.2%高位，资金活化意愿仍有待提高；社融与M2同比增速差缩窄至-1.3%，信用扩张逐步改善。

(2) 重大会议回顾

9月25日，央行货币政策委员会2023年第三季度例召开。在对当前经济形势研判上，强调经济“持续恢复、回升向好、动力增强”。在政策基调上，强调“持续用力、乘势而上，加大宏观政策调控力度”，同时强调“搞好跨周期和逆周期调节”；对于稳汇率的重视程度依旧较高，提法延续此前国务院例行吹风会的表述，“稳定预期，坚决防范汇率超调风险”。总体来看，政策定调基本沿袭此前会议的相关说法，经济仍在修复进程中，货币政策大概率延续平稳宽松，降准降息仍可期待。

10月13日，央行公布9月金融数据并举行第三季度金融统计数据新闻发布会。会议指出，政策基调方面，央行将进一步实施好稳健的货币政策，密切观察前期政策效果，加快推动政策生效，货币政策应对超预期挑战 and 变化还有充足空间和储备，将继续做好逆周期调节，为激活经济内生动力和活力营造适宜的货币金融环境。

4. “一揽子化债”计划进入实质行落地阶段

截至10月20日，已有22个地区披露了特殊再融资债发行计划，计划发行规模合计9437.81亿元，其中一般债6923.55亿元，专项债2514.26亿元。已公布的特殊再融资债发行计划中，云南、内蒙古、辽宁（含大连）拟发行总额最高，均在1000亿元以上；其次为天津、贵州、吉林、湖南，均在500亿元以上，发行额向东北、西南及其他短期偿债压力较大的地域倾斜。特殊再融资债密集落地，意味着7月底政治局会议提出的一揽子化债计划进入到实质性落地阶段。

2020年12月开始，部分再融资债券的资金用途由“偿还到期地方政府债券本金”变为“偿还存量债务”，市场将这类债券称为“特殊再融资债券”。本轮特殊再融资债发行之前，特殊再融资债共经历过两次集中发行。第一轮为2020年12月至2021年7月，共发行6502.29亿元，缓解部分债务压力较大区域压力，推动建制县化债试点。第二轮为2021年9月至2022年12月，共发行5589.24亿元，集中在北京、上海、广东等地，主要为助力全域隐性债务清零。

相较前两轮而言，本次特殊再融资债发行规模更大、节奏更快。截至10月20日披露发行额已远超前两轮发行金额。特殊再融资债置换存量债务，一定程度缓解地方政府债务短期的偿付压力，也体现了政策稳定市场的意图，市场也出现了较为明显的信用资质下沉。中长期看，特殊再融资债为“一揽子化债”中实施最快、落地最早的工具，长期偿债能力仍需依靠提升自身造血能力。

5. 房地产市场及政策追踪

(1) 9月基本面数据

9月，房地产主要指标累计同比增速仍延续下行趋势，地产销售跌幅阶段性收窄，价格环比改善，投资依然承压。9月国房景气指数为93.44，较8月进一步下滑0.11。1-9月房地产开发投资累计同比-9.1%，较前值下降0.3个百分点；新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-24.3%、-7.1%、19.8%，前值分别为-24.4%、-7.1%、19.2%；资金来源方面，1-9月全国房地产开发资金来源合计累计同比下降13.5%，降幅较上月扩大0.6个百分点，资金来源同比跌幅进一步扩大，制约投资恢复的持续性。销售方面，9月单月环比改善。1-9月销售面积、销售金额累计同比分别为-7.5%、-4.6%；9月单月商品房销售面积同比下降10.1%，跌幅较上月缩窄2.1个百分点；格环比改善，9月百城住宅价格指数环比上涨0.05%，一、二、三线城市环比分别上涨0.04%、0.06%、0.00%。

(2) 地产政策追踪

城中村改造有序推进。10月12日，据住建部消息，超大特大城市正积极稳步推进城中村改造，分三类推进实施，分别为符合条件的实施拆除新建、开展经常性整治提升和介于两者之间的实施拆整结合。地方层面，深圳市、辽宁省率先官宣，深圳市预计本年度改造完成供应保障性住房2000套，产生投资1.5亿元；辽宁省推进沈阳、大连城中村改造，建立城中村改造项目储备库和项目清单，力争2023年底前启动一批项目。

各市继续跟进“认房不认贷”、放松限购限售等地产支持政策。一线/新一线城市中，上海、成都优化住房公积金个人贷款套数认定标准，杭州优化上城、拱墅等4区限购政策。二线城市中，宁波取消限购并调整限售政策，在今年10月1日之后新办理不动产权证的住房不再限售；支持购房者通过“买新卖旧”方式改善居住条件，出售现有住房用于购买改善型住房的，现有住房停止执行上市交易限制年限规定。此外，舟山、温州、潍坊、合肥等多市跟进，调整优化公积金贷款最低首付比例、提高公积金贷款额度和受益范围等支持政策落地。

往后看，随着政策效果显现，房地产市场有望实现阶段性企稳。需求端仍关注优化部分区域限购限售政策、放宽普宅认定标准等措施，投资端关注后续“城中村”改造推进的力度和节奏。

（三）商业银行³

1. 监管动态：系统重要性银行名单发布，《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》印发

（1）我国系统重要性银行名单发布

近期，央行、国家金融监督管理总局开展了 2023 年度我国系统重要性银行评估，认定 20 家国内系统重要性银行，其中国有商业银行 6 家，股份制商业银行 9 家，城市商业银行 5 家。按系统重要性得分从低到高分分为五组：第一组 10 家，包括中国光大银行、中国民生银行、平安银行、华夏银行、宁波银行、江苏银行、广发银行、上海银行、南京银行、北京银行；第二组 3 家，包括中信银行、浦发银行、中国邮政储蓄银行；第三组 3 家，包括交通银行、招商银行、兴业银行；第四组 4 家，包括中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行；第五组暂无银行进入。

（2）《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》印发

近日，《国务院关于推进普惠金融高质量发展的实施意见》印发，金融监管总局有关负责人就此回答记者提问时表示，近年来小微企业、乡村振兴、巩固拓展脱贫攻坚成果等重点领域金融服务呈现“增量、扩面”的态势，为实体经济发展提供强有力保障。截至 2023 年 8 月末，全国小微企业贷款余额 67.7 万亿元，涉农贷款余额 55.0 万亿元。

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

其中，普惠型小微企业贷款余额 27.4 万亿元，近五年年均增速约 25%。推出利率优惠、财政贴息的脱贫人口小额信贷（原扶贫小额信贷），累计发放 9600 多亿元，支持 2300 多万户次。

2. 重大事件：LPR 维持不变，《2023 年度中国银行业发展报告》发布，存量首套房贷利率下调接近尾声

（1）LPR 维持不变

央行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023 年 10 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.45%，5 年期以上 LPR 为 4.2%，均与上月持平。MLF（中期借贷便利）操作利率是 LPR 报价的定价基础，此前公布的 10 月 MLF 操作利率保持不变，因而 10 月 LPR 报价维持不变符合市场预期。

（2）《2023 年度中国银行业发展报告》发布

日前，中国银行业协会发布的《2023 年度中国银行业发展报告》指出，得益于经济稳定增长和政策支持，银行业总体稳健向好，并在支持实体经济、防范化解金融风险以及持续深化改革等多个方面取得明显成效。截至二季度末，商业银行总资产、总负债规模分别为 344.92 万亿元和 318.59 万亿元，同比分别增长 11.1%和 11.4%。

（3）存量首套房贷利率下调接近尾声

10 月 13 日，央行货币政策司司长邹澜在央行举行的新闻发布会上介绍，降低存量首套房贷利率工作已基本接近尾声。存量首套房贷

利率调整后的加权平均利率为 4.27%，平均降幅 0.73 个百分点。央行调查统计司司长阮健弘在发布会上介绍，随着降低存量首套房贷利率政策落地，9 月末我国存量住房贷款加权平均利率为 4.29%，比上月低 42 个基点，取得了显著的下降幅度。存量房贷利率降低，明显减少了利息负担，增加了投资和消费的信心和能力。

3. 2023 年 9 月货币金融及社会融资数据分析

2023 年 9 月末，基础货币余额为 36.39 万亿元，全月增加 1.04 万亿元。其中，现金（货币发行）增加 3041 亿元，银行的存款准备金增加 6582 亿元，非金融机构存款增加 743 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 1.13 万亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币 728 亿元，其他资产回笼基础货币 151 亿元。

9 月末的 M2 余额 289.67 万亿元，同比增长 10.3%，增速比上月末低 0.3 个百分点。按不含货基的老口径统计，9 月份 M2 增加约 2.71 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 2.7 万亿元，财政净支出等财政因素投放 M2 约 1.6 万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 2322 亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 1.4 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 421 亿元。

表 1: 9 月 M2 增量的结构 (单位: 亿元人民币)

| 余额增量结构 | | 来源增量结构 | |
|-----------|---------------|---------------|---------------|
| M0 | 2,738 | 外占 | 421 |
| 单位活期 | -3,883 | 债券 | -2,322 |
| 单位定期 | 6,816 | 贷款(加回核销和 ABS) | 26,996 |
| 个人 | 25,382 | 财政净支出 | 16,039 |
| 非银 | -3,962 | 其他(非银、非标等) | -14,043 |
| 合计 | 27,091 | 合计 | 27,091 |

9月末，社会融资规模存量为372.5万亿元，同比增长9%；社会融资规模增量为4.12万亿元，比上年同期多5638亿元。2023年前三季度社会融资规模增量累计为29.33万亿元，比上年同期多1.41万亿元。

表 2: 9月社融结构(单位: 亿元人民币)

| 项目 | 当月增量 | 月末存量 | 存量增速 (%) |
|-------------|--------|--------|-------------|
| 人民币贷款 | 25,369 | 232.78 | 10.7 |
| 外币贷款(折合人民币) | -583 | 1.76 | -19.3 |
| 委托贷款 | 208 | 11.36 | 1.3 |
| 信托贷款 | 402 | 3.81 | -1.4 |
| 未贴现银行承兑汇票 | 2,397 | 2.91 | -0.3 |

| | | | |
|-------------------|---------------|--------------|----------|
| 企业债券 | 554 | 31.39 | -0.3 |
| 政府债券 | 9,920 | 66.14 | 12.2 |
| 非金融企业境内股票 融资 | 326 | 11.31 | 9.4 |
| 存款类金融机构资产 支持证券 | -172 | 1.77 | -12.9 |
| 贷款核销 | 1,799 | 8.26 | 13.6 |
| 社会融资规模增量 | 41,227 | 372.5 | 9 |

（四）资本市场⁴

1. 股市：权益市场低迷，风险偏好回落

（1）市场回顾

10月权益市场低迷，主要指数全面下跌，风险偏好回落。资金供给端，10月（截至23日，下同），融资业务余额1.54万亿元，较1月前增加895.33亿元；北向资金净流出371.90亿元，较上月有所增加；新基金发行情绪低迷，新成立偏股型基金11.04亿份，较上月大幅降低。资金需求端，10月IPO规模68.12亿元，较上月大幅回落；解禁和大股东减持分别为2389.04亿元和32.78亿元，较上月均有较大幅度回落。成交上，全A日均成交额上涨至8610.14亿元，9月为

⁴ 撰写人：孙超（IMI研究员）

7568.13 亿元。指数方面，10 月上证指数下跌 5.5%，深证成指和创业板指分别下跌 6.76%、6.94%；10 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 22.66%、19.92%和 0%分位数。

A 股各版块全面下跌。近 20 个交易日，中信一级行业指数中，消费者服务领跌，跌幅达 16.32%；建材、食品板块跌幅超 10%；电子跌幅最小，为-0.71%；汽车、银行、非银金融跌幅在 3%以内。近 20 个交易日，Wind 热门概念指数中，华鲲振宇指数上涨 25.25%，摄像头、减肥药、消费电子代工涨幅超过 4%。

(2) 市场展望及配置建议

展望后市，国内经济底、政策底已基本确认，经济数据持续修复，即将召开的三中全会、中央经济工作会议等可能进一步聚焦经济增长，限制融资、加大分红、平准基金入市等一系列活跃资本市场的政策也可能进一步出台或落实，城中村改造政策仍值得期待；关注地产需求端政策效果和资金面扰动。行业方面，建议关注：1) 基数低且已出现边际改善的行业，重点关注以计算机为代表的 TMT、医药。mRNA 技术斩获 2023 年诺贝尔医学奖，疫苗产业格局或迎来新变革，重点关注疫苗板块。2) 有重磅产业支持的产业，如人工智能算力及应用、汽车智能化，重点关注“智能汽车/无人驾驶”大赛道板块。3) 以存量房的修缮改造为主的城中村改造将推升涂料、防水材料、瓷砖、家居等需求，中期继续关注城中村改造相关物业管理、消费建材、家居等行业。

2. 债市：债券供给增加，货币政策受汇率掣肘

(1) 受税期、政府债券加速发行等多重影响，资金面明显收敛

流动性方面，10月资金面明显收敛，隔夜资金价格较上月上行。央行10月（截至10月23日，下同）净回笼520亿元。其中，逆回购净回笼2910亿元，包括29280亿元的投放、32190亿元的到期；MLF净投放2890亿元，包括7890亿元的投放和5000亿元的到期；国库现金定存到期回笼500亿元。10月DR001、DR007的平均利率分别为1.79%、1.93%，较9月平均值分别上行2.85BP、下行4.15BP。10月为缴税大月，叠加特殊再融资债券集中发行、人民币汇率波动引起的外汇占款变化，机构资金融出较为谨慎，资金面明显收敛。

(2) 收益率波动上行，期限利差曲线熊平

利率债方面，10月收益率整体上行，短端上行幅度大于长端。截至10月23日，1年期国债到期收益率上行17.36BP至2.3%，10年期国债到期收益率上行2.98BP至2.7%；1年期国开债到期收益率上行18.92BP至2.44%，10年国开到期收益率上行0.98BP至2.74%。期限利差方面，10月期限利差继续压缩。截至10月23日，国债3Y-1Y、5Y-1Y、10Y-1Y期限利差分别相较上月底变动-8.54BP、-12.55BP、-16.99BP。

收益率方面，10月各等级、各期限中票收益率继续上行。截至10月23日，AAA中票1年期、3年期、5年期收益率相较9月底分别

上行 14.05BP、8.54BP、5.13BP 至 2.69%、2.96%、3.13%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相较 9 月底分别上行 14.55BP、6.54BP、3.13BP 至 2.8%、3.18%、3.46%。

信用利差方面，10 月信用利差继续压缩，低评级压缩幅度高于高评级。截至 10 月 23 日，1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 9 月末分别压缩 4.69BP、6.99BP 至 29.36BP、39.03BP；5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别压缩 4.43BP、5.28BP 至 48.37BP、73.71BP。

(3) 市场展望及配置建议

9 月经济数据显示基本面复苏确定性进一步增强，叠加政府债券集中发行和人民币汇率波动导致的资金紧张，债市收益率普遍上行。往后看，短期内债市将继续面临资金中性偏紧、宏观数据改善预期和稳增长政策压制，利率或仍以震荡为主，向下空间不大。中期看，经济底部的确认信号不断增强，关注地产政策效果及地方债务风险化解情况。

策略方上，当前收益率曲线已较为平坦，建议短端资产配置为主。扰动因素仍在于供给对银行指标的冲击、资金面、以及年底机构行为等。品种上，长端继续调整空间有限，存单仍具配置价值。信用债方面，在“一揽子化债方案”持续推进、特殊再融资债的重启发行的背景下，城投债短久期下沉策略依然可行，关注边际利好政策区域城投债的超额价值。

二、宏观金融研究专题⁵： 金融开放与技术创新：理论与实证

（一）摘要

本文拓展了 Howitt & Aghion (1998) 提出的创造性毁灭模型，发现金融开放对经济体的技术创新存在积极影响，且主要通过以下两个渠道实现：一是助力国内金融体系深化发展，帮助本国企业拓宽融资渠道、降低生产成本，减少创新项目投资过程中的资源损耗，促成技术创新活动；二是增强本土创新主体对海外创新资源和市场的利用，提高其创新能力。基于 67 个经济体 1997—2017 年面板数据的实证分析证明了理论模型的基本结论，并检验了金融开放影响技术创新的两个渠道，为理解金融开放如何影响创新提供了新的视角和证据，对于分析金融开放的经济影响具有一定的参考价值。

（二）引言

地方长期以来，创新都被认为是技术进步和经济可持续发展的重要保证，如何有效鼓励研发、提升创新能力是学术界关注的重要问题。大量文献从银行发展、金融市场发展、金融结构等视角出发，探讨了金融对研发和创新的支持作用，但少有研究系统地考察金融开放对经济体技术创新的影响和作用机制。近年来，中国金融开放程度不断提

⁵ 撰写人：中国人民大学财政金融学院院长、IMI 理事长庄毓敏；中国工商银行总行国际业务部储青青。
本文原载于《国际金融研究》2023 年第 9 期的《金融开放与技术创新：理论与实证》。DOI：
[10.16475/j.cnki.1006-1029.2023.09.007](https://doi.org/10.16475/j.cnki.1006-1029.2023.09.007)

升，与国际金融市场的联系愈发紧密，理解金融开放如何影响本土技术创新对于判断金融开放的经济影响、指导中国金融改革和创新型增长的实践具有重要参考价值。

基于此，本文拓展了 Howitt & Aghion (1998) 提出的创造性毁灭模型，推导金融开放对创新的影响机制和作用路径，并利用 67 个经济体 1997—2017 年的面板数据进行实证分析并提出政策建议。本文其余部分安排如下：第一部分为文献综述，第二部分构建创新内生增长模型，推导金融开放对创新的影响机制和作用路径；第三部分利用跨国面板数据考察金融开放对技术创新的影响，并从金融发展渠道和海外创新资源利用渠道的角度对金融开放影响技术创新的渠道进行实证检验；第四部分进行总结，并提出政策建议。

三、主要经济金融数据⁶

表 3: 经济金融数据一览

| 指标名称 | 类别 | 22- Dec | 23- Jan | 23- Feb | 23- Mar | 23- Apr | 23- May | 23- Jun | 23- July | 23- Aug | 23- Sept |
|----------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|-------------|
| CPI | 同比 | 1.8 | 2.1 | 1.0 | 0.7 | 0.1 | 0.2 | 0.0 | 0.3 | 0.1 | 0.0 |
| PPI | 同比 | -0.7 | -0.8 | -1.4 | -2.5 | -3.6 | -4.6 | -5.4 | -4.4 | -3.0 | -2.5 |
| 制造业 PMI | 指数 | 47.0 | 50.1 | 52.6 | 51.9 | 49.2 | 48.8 | 49.0 | 49.3 | 49.7 | 50.2 |
| 工业增加值 | 累计增长 | 3.6 | | 2.4 | 3.0 | 3.6 | 3.6 | 4.4 | 3.7 | 4.5 | 4.5 |
| 工业企业利润总额 | 累计同比 | -4.0 | | -22.9 | -21.4 | -20.6 | -18.8 | -16.8 | -15.5 | -11.7 | |
| 固定资产投资完成额 | 累计同比 | 5.1 | | 5.5 | 5.1 | 4.7 | 4.0 | 3.8 | 3.4 | 3.2 | 3.1 |
| 社会消费品零售总额 | 同比 | -1.8 | | | 10.6 | 18.4 | 12.7 | 3.1 | 2.5 | 4.6 | 5.5 |
| 进出口总值 | 当期值同比 | -8.9 | -15.1 | 1.3 | 7.4 | 1.1 | -6.2 | -10.1 | -13.6 | -8.2 | |
| M2 | 同比 | 11.8 | 12.6 | 12.9 | 12.7 | 12.4 | 11.6 | 11.3 | 10.7 | 10.6 | |
| 社会融资规模 | 存量 (万亿元) | 344.21 | 350.93 | 353.97 | 359.02 | 359.95 | 361.42 | 365.45 | 365.77 | 368.61 | 372.50 |
| 金融机构新增人民币贷款 | 当月值 (亿元) | 13983 | 57602 | 18121 | 38879 | 7188 | 13628 | 30495 | 3460 | 13580 | 23118 |

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 宏观金融月度分析报告》简介

《IMI 宏观金融月度分析报告》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。

