

IMI 宏观经济 月度分析报告

2023 年第 4 期（总第 72 期）

- 海外：美货币政策临近加息尾声，欧元区核心通胀仍在上涨
- 宏观：国内经济超预期复苏，工业生产持续回升
- 机构：国家金融监管总局首次公开发文
- 市场：股票市场维持存量资金博弈格局，中票收益率下行

本期推荐：货币政策重新寻锚：通货膨胀的概念与度量再研究

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 4 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

张之骥 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：波动为主，或呈现两段论.....	- 10 -
(二) 国内宏观.....	- 11 -
1. 经济：超预期复苏，所有的宏观数据均超出市场预期.....	- 11 -
2. 通胀：CPI 同比上涨，PPI 持续回落.....	- 15 -
3. 金融：新增社融、人民币贷款继续超市场预期.....	- 17 -
(三) 商业银行.....	- 19 -
1. 国家金融监管总局首次公开发文；银保监会规范信托公司信托业务分类；银行业保险业做好全面推进乡村振兴重点工作.....	- 19 -
2. 2023 年 3 月货币金融数据分析.....	- 20 -
(四) 资本市场.....	- 21 -
1. 股市：矛盾中寻找方向.....	- 21 -
2. 债市：长端利率小幅下行.....	- 25 -
二、宏观经济专题：货币政策重新寻锚：通货膨胀的概念与度量再研究.....	- 27 -
(一) 摘要.....	- 27 -
(二) 引言.....	- 27 -
三、主要经济数据.....	- 33 -

图表目录

图 1: 2022Q4 美国 GDP 增速 2.6%(注:单位%).....	- 4 -
图 2: 美国 3 月制造业 PMI 降至 46.3	- 4 -
图 3: 美国 3 月 CPI 同比降至 5%(注:单位%).....	- 4 -

图 4: 美国 2 月失业率升至 3.6%(注:单位%)	- 5 -
图 5: Q4 欧元区实际 GDP 环比折年率-0.2%(注:单位%)	- 6 -
图 6: 欧元区 4 月制造业 PMI 降至 45.5, 服务业 PMI 升至 56.6	- 7 -
图 7: 欧元区 2 月失业率持平于 6.6%(注:单位%)	- 7 -
图 8: 欧元区 3 月 HICP 同比降至 6.9%(注:单位%)	- 7 -
图 9: 2022Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 0.1%(注:单位%)	- 9 -
图 10: 日本 3 月服务业 PMI 升至 54.2	- 9 -
图 11: 日本 1 月失业率升至 2.4%(注:单位%)	- 9 -
图 12: 2 月日本 CPI 同比降至 3.3%(注:单位%)	- 10 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 2 -
表 2: 经济数据一览	- 33 -

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

	指标	2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			与上期比较
		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	2月	3月	
美国	实际 GDP 增速(环比折年率, %)	7			-1.6			-0.6			3.2		2.6				-		-	-
	失业率 (%)	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	3.6	3.5	→
	CPI (同比, %)	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	6.0	5.0	↓
	货币政策	基于当下就业、工资和通胀韧性，预计联储 5 月继续加息 25bp，届时是否进一步收紧政策，要看期间的数据放缓情况																		
欧元区	实际 GDP 增速(环比折年率, %)	2.3			2.4			3.7			1.5			-0.2			-			-
	失业率 (%)	7.3	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	6.6	6.6	6.6	-	↓
	CPI (同比, %)	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	8.5	6.9	↓
	货币政策																			
日本	实际 GDP 增速(环比折年率, %)	4.5			-1.8			4.7			-1.1			0.1			-			-
	失业率 (%)	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	2.4	2.5	-	-
	CPI (同比, %)	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	3.3	3.2	↓

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

指标	2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			与上期比较
	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	2月	3月	
货币政策																			

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业韧性放缓；核心通胀韧性；预计 5 月再加息 25bp

经济方面，就业市场和时薪继续沿有韧性的放缓路径行进。3月新增非农就业人数有所回落，录得 2021 年以来最低增幅，但仍好于彭博预期，也还高于疫情前经济持续扩张阶段的增长水平。3月新增非农就业 23.6 万，2015-2018 年月均新增 19.7 万，2021 年为 60.6 万，2022 年为 39.9 万，最近三个月为 34.6 万。时薪增速继续回落但仍然偏高。截至 3 月，最近三个月时薪同比增速 4.6%，2022 年是 5.3%，当下仍高于 2015-19 年 2.7% 的水平。

通胀方面，整体通胀被高基数拖累，核心通胀仍有韧性。受去年同期俄乌冲突带来的能源价格高基数影响，3 月美国 CPI 同比大幅放缓至 5%，略低于 5.1% 的海外预期；核心 CPI 同比则小幅上行至 5.6%，符合预期。相比于同比读数大幅下降，价格普涨压力的消减幅度却并不明显，整体的通胀宽度仅小幅收窄，而核心通胀宽度甚至略有扩大。核心通胀方面，房租环比增速回落、同比增速基本见顶是一个好信号，但二手车推动的核心商品通胀可能会对冲房租增速下行的影响。3 月，主要住所租金和业主等价租金上涨 0.5%，随着持续租约租金赶上新

租约租金的变化，CPI 口径租金涨幅开始收窄，二季度基数走高，整体租金同比增速基本见顶，后续趋于下行，也会带动核心通胀中枢下台阶，但考虑到就业市场韧性放缓，下行斜率不会很陡峭。此外，3 月二手车价格降幅收窄（-0.9%），对核心商品价格的拖累明显减弱，Manheim 二手车价格对 CPI 口径价格有 2 个月左右的领先，该指数自 1 月以来显著反弹，因此推断后续二手车价格大概率转涨，一定程度上会对冲房租增速下行，支撑核心通胀韧性。

货币政策方面，预计 5 月再加 25bp，年内降息概率不大。复盘 1980 年代至今历次加息周期结束时的数据表现和联储声明，结束加息的必要条件一定是核心通胀降至联储认定的可持续的合意水平。基于当下就业、工资和通胀韧性，预计联储 5 月继续加息 25bp，届时是否进一步收紧政策，要看期间的数据放缓情况（5-6 月会议期间各有两次非农和通胀数据）。预计今年下半年美国核心 CPI 同比仍将维持在 3.5%-4% 区间，这次美国大概率是一轮浅衰退，联储年内降息的概率不大。

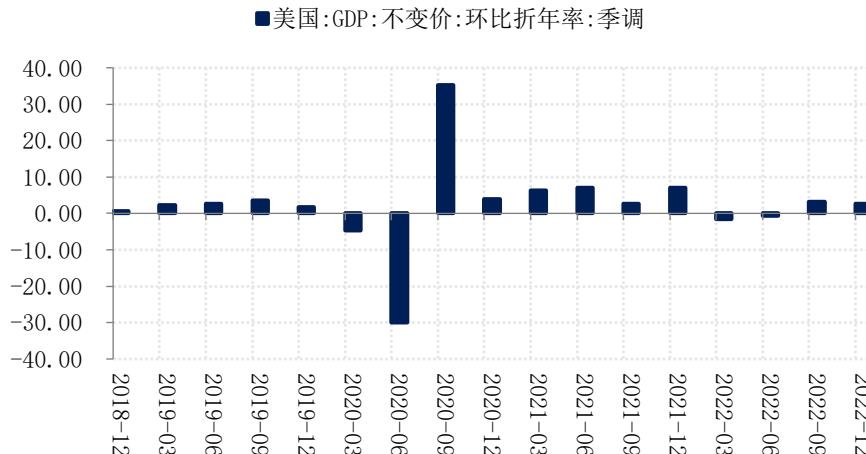


图 1: 2022Q4 美国 GDP 增速 2.6%(注:单位%)

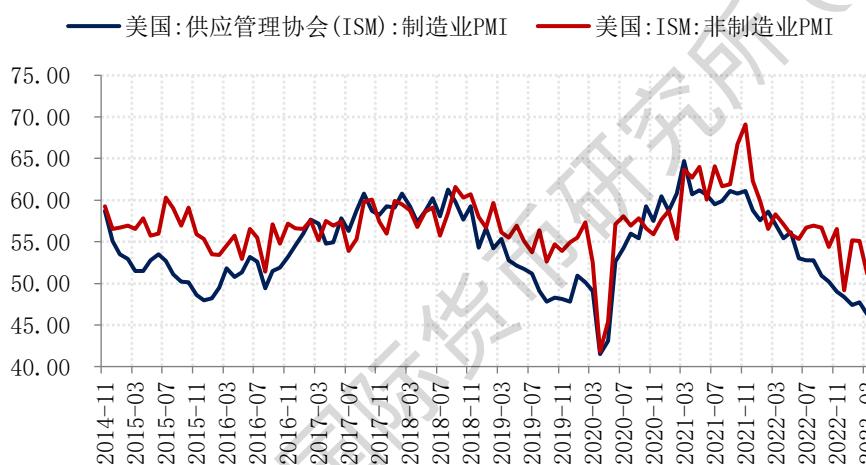


图 2: 美国 3 月制造业 PMI 降至 46.3

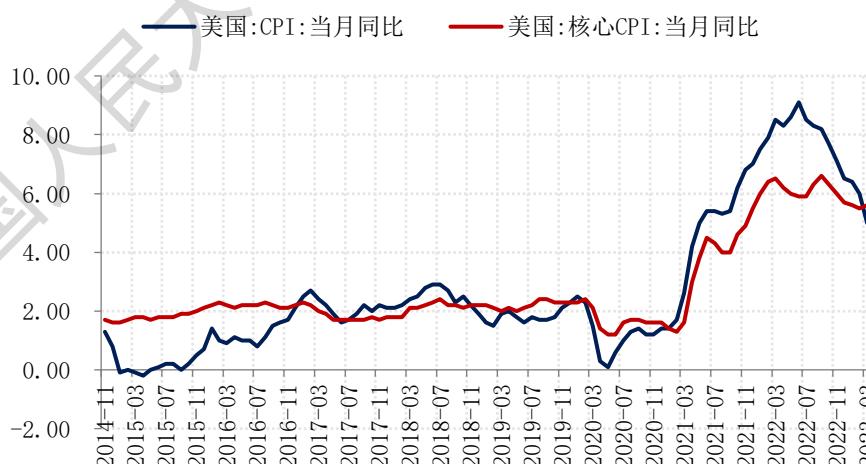


图 3: 美国 3 月 CPI 同比降至 5%(注:单位%)

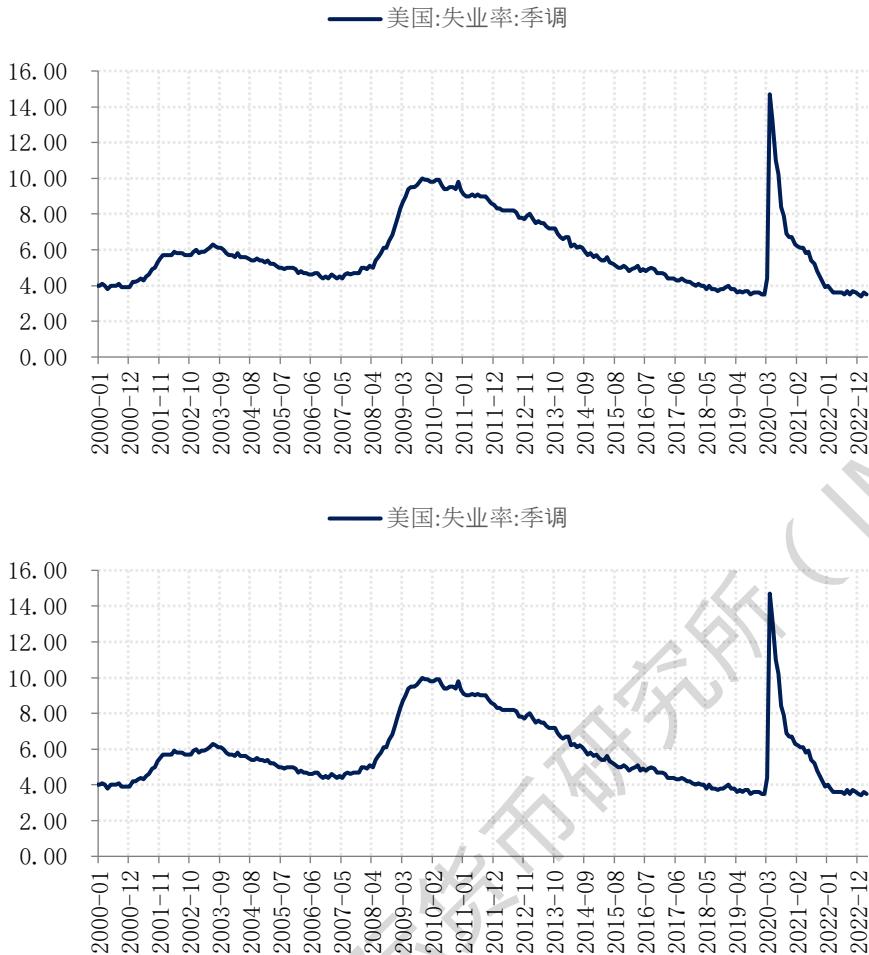


图 4: 美国 2 月失业率升至 3.6%(注:单位%)

(2) 欧元区经济动能分化大，核心通胀仍在上涨

欧元区制造业和服务业表现分化，制造业持续衰弱，而服务业继续走强。欧元区 4 月综合 PMI 初值为 54.4，创下 11 个月新高，高于预期 53.7，前值 53.7。然而分行业看，欧元区制造业继续萎缩，4 月制造业 PMI 初值为 45.5，弱于预期 48，前值 47.3，连续第 15 个月下降，连续第 10 个月在荣枯线 50 以下运行；服务业则在能源补贴、财政扩张等措施推动下继续走强，4 月欧元区服务业 PMI 初值为 56.6，好于预期 54.5，前值为 55，连续第 5 个月走高，连续第 4 个月高于

荣枯线。

通胀方面，整体通胀回落，但核心通胀仍在上涨。3月，欧元区 HICP 同比降至 6.9%，降幅超过彭博一致预期（预期 7.1%），前值 8.5%。整体通胀的下降仍然主要受能源成本下降推动，剔除食品和能源的核心通胀仍在涨价。3月，欧元区核心 HICP 同比 5.7%，2月为 5.6%。

货币政策方面，欧央行官员内部“鹰鸽”分歧加大。欧美银行业风波后，在核心通胀压力以及银行业风险事件带来的信贷紧缩对经济影响不确定性加大的情况下，欧央行官员内部分歧加大。欧央行管委中，鹰派代表如奥地利央行行长 Robert Holzmann 表示支持 5 月再加息 50bp，而鸽派代表如斯洛文尼亚央行行长 Bostjan Vasle.

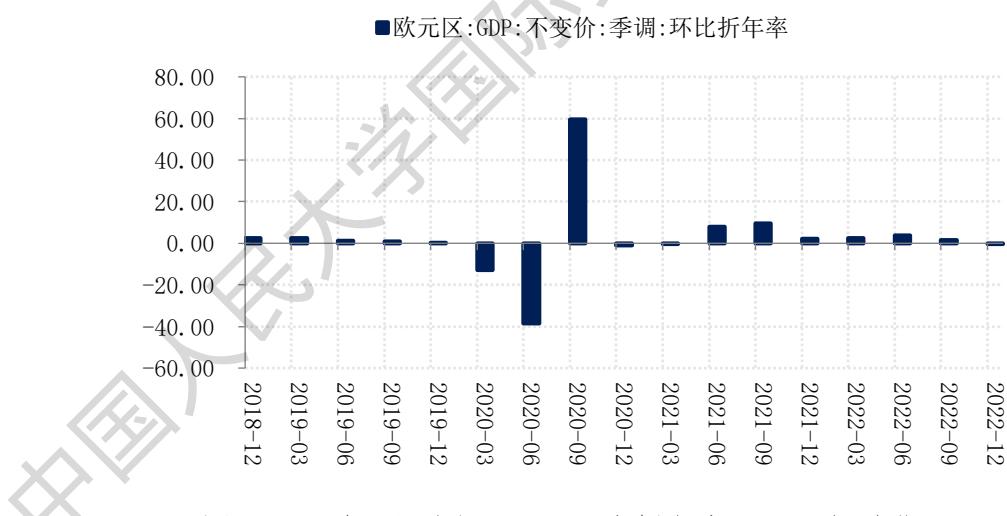


图 5: Q4 欧元区实际 GDP 环比折年率-0.2%(注:单位%)

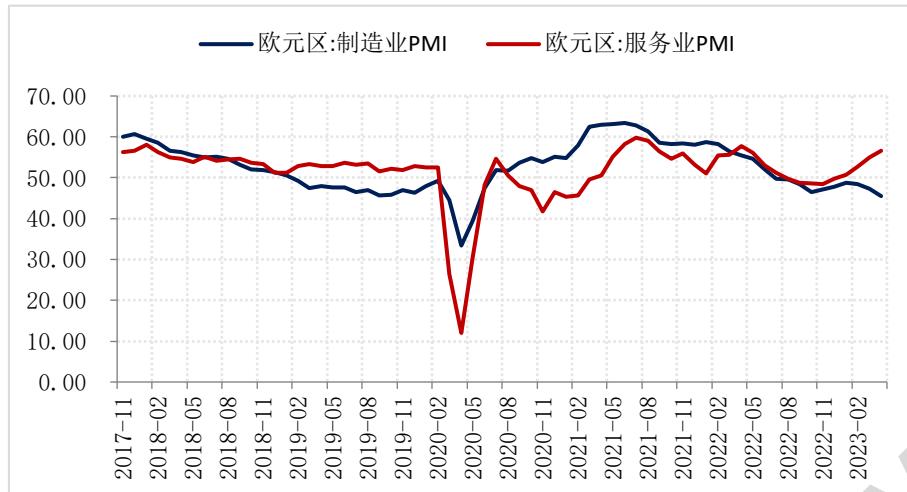


图 6: 欧元区 4 月制造业 PMI 降至 45.5, 服务业 PMI 升至 56.6

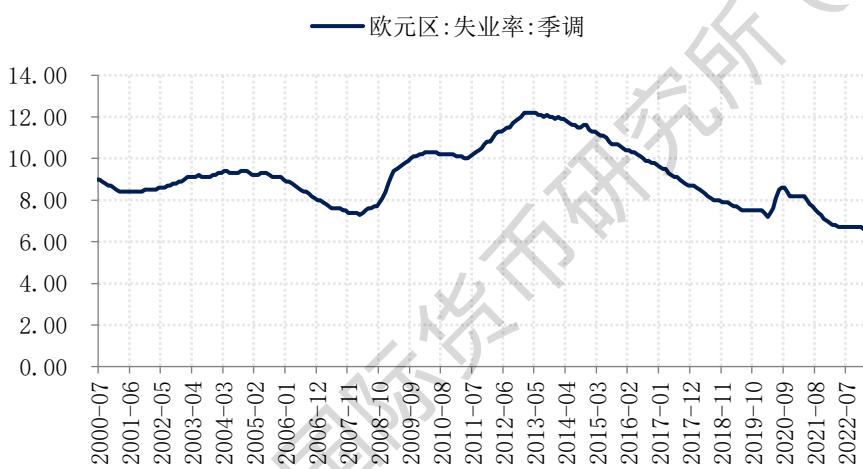


图 7: 欧元区 2 月失业率持平于 6.6%(注:单位%)

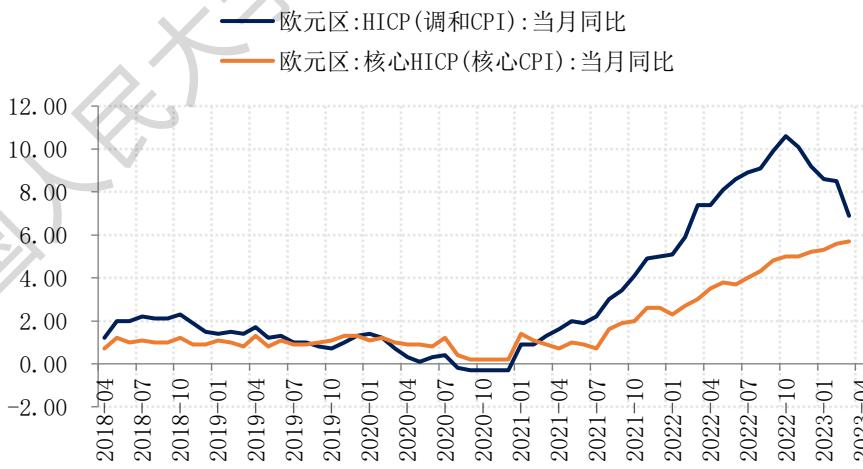


图 8: 欧元区 3 月 HICP 同比降至 6.9%(注:单位%)

(3) 日本经济复苏势头偏软，能源降价带动通胀大幅放缓，3月会议如期未调整货币政策

经济方面，复苏势头不够强劲，前景面临下行风险。由于消费疲软，2022Q4 日本实际 GDP 环比由 0.2%下修为 0%，陷入停滞，勉强避免了衰退。往后看，预计一季度日本经济将小幅回升，主要是受益于重新放开后海外游客涌入、国内游客出行需求受旅游补贴提振，叠加能源补贴也将增加居民可支配收入。但日本经济前景仍然面临下行风险，主要源自外部需求或将减弱，带来出口受抑。

通胀方面，能源降价带动整体通胀大幅放缓，剔除食品和能源的核心通胀小幅上行。政府对能源补贴带动能源价格大幅下行，2月日本整体 CPI 同比大幅放缓至 3.3%，1月为 4.4%；剔除生鲜食品的核心 CPI 同比降至 3.1%，1月为 4.2%。不过更能反映潜在通胀趋势、剔除食品和能源的 CPI 同比小幅上行，2月为 2.1%，1月为 1.9%，可能暗示着日本向达成可持续的 2%价格稳定目标更进一步。

货币政策方面，3月会议如期未调整超宽松货币政策。3月 10 日，日央行召开货币政策会议，此次会议是现任日银行长黑田东彦在任的最后一次会议，未对超宽松政策做调整，维持-0.1%的负利率和 10 年期日本国债收益率波动区间 0±0.5%不变，符合市场预期。



图 9: 2022Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 0.1%(注:单位%)

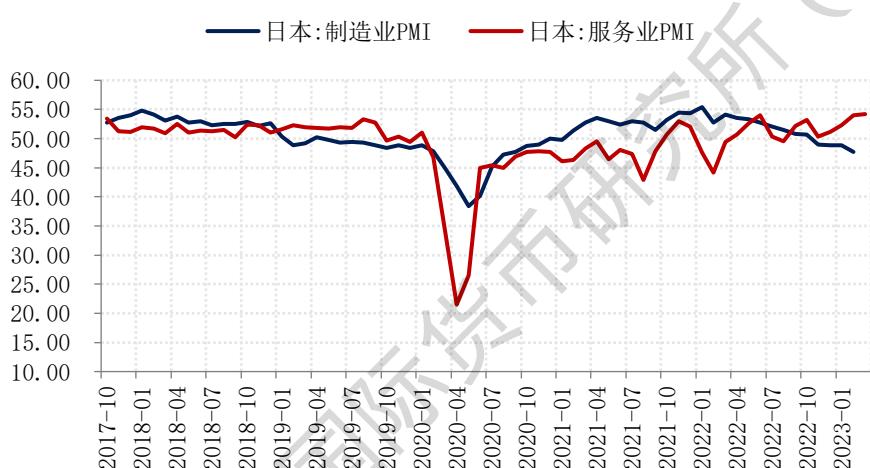


图 10: 日本 3 月服务业 PMI 升至 54.2



图 11: 日本 1 月失业率升至 2.4%(注:单位%)

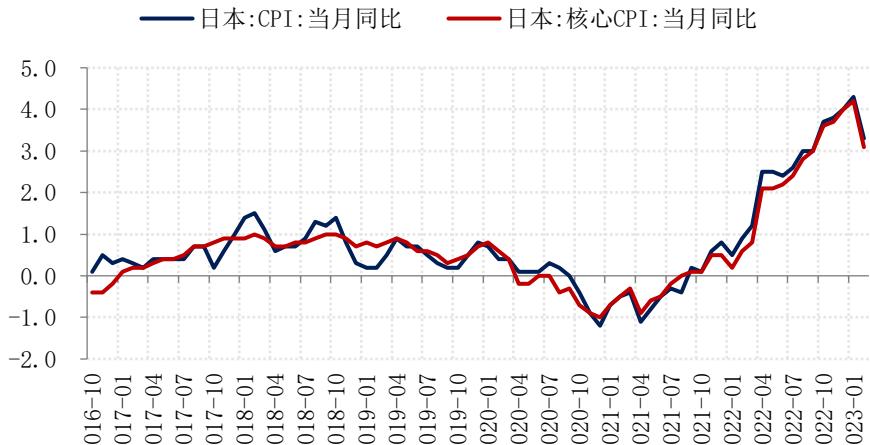


图 12: 2 月日本 CPI 同比降至 3.3%(注:单位%)

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（一季度），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

2023 年第一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，高于市场预期的 4.0%。分产业看，一、二、三产业 GDP 增速分别较前值变动 -0.3、-0.1、3.1 个百分点至 3.0%、3.4%、5.2%，第三产业高斜率改善。工业生产持续回升，社零超预期回暖，固定资产投资增速保持韧性，基建仍是投资的较强支撑，出口强势，大超预期。往后看，经济活动完全恢复至正常状态，存量政策继续发酵、增量政策适度加码并逐渐转向稳健，更注重对企业提供去库存、就业、民营企业信心等复苏相对薄弱环境的结构性支持，内需潜力将较为明显释放。随着中国同东盟、金砖国家、一带一路国家的经贸关系加强，出口将保持相对稳定态势。

通胀方面，3 月 CPI 环比下降，同比上涨，核心 CPI 改善，但食品价格回落，鲜菜价格同比降幅明显，猪肉价格环比降幅收窄；非食品价格表现分化，能源价格下降明显，服务价格有所回升。PPI 方面，受去年同期石油、煤炭、钢材等行业对比基数走高的影响，环比继续与上月持平，同比降幅扩大，PPI 回落主因是生产资料拖累，生活资料韧性延续。

1. 经济：超预期复苏，所有的宏观数据均超出市场预期

(1) 经济超预期复苏

2023 年第一季度实际 GDP 同比增长 4.5%，高于市场预期的

² 撰写人：IMI 研究员孙超

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 11 - <http://www.imi.org.cn/>

4.0%。分产业看，一、二、三产业 GDP 增速分别较前值变动-0.3、-0.1、3.1 个百分点至 3.0%、3.4%、5.2%，第三产业高斜率改善。工业生产持续回升，社零超预期回暖，固定资产投资增速保持韧性，基建仍是投资的较强支撑，出口强势，大超预期。往后看，经济活动完全恢复至正常状态，存量政策继续发酵、增量政策适度加码并逐渐转向稳健，更注重对企业提供去库存、就业、民营企业信心等复苏相对薄弱环境的结构性支持，内需潜力将较为明显释放。随着中国同东盟、金砖国家、一带一路国家的经贸关系加强，出口将保持相对稳定态势。

（2）工业生产持续回升

今年第一季度的全国规模以上工业增加值同比增长 3.0%，比上年四季度加快 0.3 个百分点，较 1-2 月增速回升 0.6 个百分点。其中，3 月工业生产持续回升，3 月工业增加值同比 3.9%，较 1-2 月提升 1.5 个百分点，3 月季调环比为 0.12%，考虑到去年同期的高基数，不宜理解为弱修复。

分三大门类看，3 月份，采矿业增加值同比增长 0.9%，制造业增长 4.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.2%。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 0.7%，石油和天然气开采业增长 2.2%，食品制造业增长 2.5%，化学原料和化学制品制造业增长 7.1%，橡胶和塑料制品业增长 1.7%，非金属矿物制品业增长 3.8%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 6%，有色金属冶炼和压延加工业增长 7%，金属制品业增长 4.8%，通用设备制造业增长 4.6%，专用设备制造业增长 7.3%，汽车制造业增长 13.5%，铁路、船

舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 8.6%，电气机械和器材制造业增长 16.9%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 1.2%，电力、热力生产和供应业增长 5.3%。

(3) 3 月地产投资存下行风险，基建仍是投资的较强支撑，制造业投资同比涨幅收敛

1—3 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.1%，前值为 5.5%。其中基础设施投资（狭义）同比增长 8.8%，房地产开发投资同比下降 5.8%，制造业投资同比增长 7.0%。3 月地产投资存下行风险，基建仍是投资的较强支撑，制造业投资同比涨幅收敛。

一季度房地产开发投资同比增速下降 5.8%，较上年全年回升 4.2 个百分点。施工面积同比下降 5.2%，新开工面积下降 19.2%，竣工面积上升 14.7%，大幅回升。一季度商品房销售面积同比下降 1.8%，较上年全年回升 22.5 个百分点，商品房销售额同比上升 4.1%，较上年全年回升 30.8 个百分点，房地产销售显著回暖，但仍存在下行风险。

一季度广义基建增速为 10.82%，狭义基建（不含电力）增速 8.8%，为固定资产投资主支撑。分行业看，一季度电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增速为 22.3%，交通运输、仓储和邮政业投资增速为 8.9%，水利、环境和公共设施管理业投资增速为 7.8%。从地方政府债发行看，2 月和 3 月发行速度都较快，3 月地方债发行 8900.42 亿元，明显高于 2022 年同期的 6186.67 亿元，其中新增债券约为 6300 亿元，再融资债券约为 2600 亿元。新增债券中，专项债券发行规模为 5438 亿元。从发行进度看，2023 年一季度新增债发行节奏较快。

在政策支持下，预计基建增速仍会在较高水平。

制造业投资在高基数影响下有所回落，但中游装备制造投资韧性较强。3月制造业投资单月同比为6.2%，一季度累计同比则为7.0%，而1-2月同比增长8.1%。其中，中游装备制造依然保持较快增长，专用设备、计算机通信、汽车等行业继续保持两位数以上增速；电气机械业投资增速较上月进一步提升9.4个百分点至43.1%。

(4) 社融超预期回暖

3月社会消费品零售总额同比10.6%，较2月回升7.1个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长10.5%。消费的走强主要是因为线下消费场景修复后，接触型消费明显增多，其中餐饮收入同比增长26.3%，而商品零售同比增长9.1%。从商品类别看，3月份限额以上单位16个商品类别中12类零售额同比保持正增长，较1-2月增加1类，必选消费类产品较稳定，可选消费类产品增速大多回升，而房地产市场相关的家用电器和音像器材类家具类和建筑及装潢材料类同比仍回落，且降幅较前值有所扩大，另外汽车类消费同比上升11.5%，较前值上升20.9个百分点，本月汽车零售对于整体消费的影响也由此前两个月的负向拖累转为正向拉动。往后看，随着各地消费政策效果显现，叠加五一假期临近预计消费表现仍向好。

(5) 出口强势，大超预期

以美元计价，3月份，我国进出口总值5429.88亿美元，增长7.4%。其中，出口3155.89亿美元，增长14.8%，前值-1.3%；进口2273.99亿美元，下降1.4%，前值为上升4.2%。3月贸易顺差881.91亿美元，

市场预期顺差 444.03 亿美元。

从出口国别看，本月东盟仍是是我国第一大贸易伙伴，3月对东盟出口同比 35.43%，拉动整体出口增长 5.37%。出口美国下降 7.7%，前值 1-2 月为 -21.8%，出口欧盟增长 3.4%，前值 1-2 月为 -12.2%。从主要出口商品来看，机电产品对总出口金额的同比拉动率达到 7.2%，表现较好的是汽车、家电和通用机械设备，表现相对较弱的是手机和电脑两项，意味着全球消费电子景气度尚未有明显恢复。劳动密集品出口金额同比改善同样非常明显，箱包、鞋靴出口数量、金额均有上行，其主要原因可以更多从供给端解释，尤其是这类对劳动力需求比较高的行业，在疫后获得供给修复的程度会更深。整体上，3 月出口增速强势反弹，而且是在基数较高的情况下实现的，其主要缘于去年底积压的出口在 2、3 月份集中释放，叠加各地因地制宜实施的系列稳外贸政策支持。

3 月进口同比 -1.4%，1-2 月为 -10.2%。环比来看，3 月进口环比 15.3%，相比 2018-2022 年的 29.9%、26.1%、15.6%、35.2%、21.8%，处于相对偏低水平。从进口结构上看，以煤及褐煤进口增长 150.7%、成品油进口增长 110.5%、原油进口增长 22.5%、天然气进口增长 11.1%，这些工业原材料进口量出现了大幅上涨，表明我国经济复苏势头良好。

2. 通胀：CPI 同比上涨，PPI 持续回落

（1）CPI 环比下降，同比上涨，核心 CPI 改善

3 月 CPI 同比上涨 0.7%，前值 1.0%，环比下降 0.3%，前值下降

0.5%。核心 CPI 同比上涨 0.7%，涨幅扩大 0.1 个百分点。CPI 环比降幅收窄且超出季节性，结构上呈现“食品价格环比降幅收窄，能源价格下降明显，服务价格有所回升，核心 CPI 同比改善”等特点。食品方面，猪肉价格环比延续负增长，但低基数对其同比增速形成支撑，猪肉对 CPI 同比的正向拉动作用小幅提高；受天气转暖供给增加影响，鲜菜价格季节性下跌，导致 CPI 同比下降约 0.2 个百分点。非食品方面，受高基数和海外需求放缓影响，油价拖累非食品价格同比增速回落 0.3 个百分点，但服务业需求有所恢复，核心 CPI 低位小幅回升，预计未来服务业继续恢复可期，但核心 CPI 仍处于 1%以下，反映出居民需求恢复依然偏慢，核心 CPI 持续低迷。往后看，随着国内经济的复苏、需求回暖，CPI 有望温和回升，但出现持续通胀的概率较低。随着疫情对猪肉需求抑制作用减弱，未来猪肉价格有望趋于稳定，加上 2022 年上半年猪肉基数偏低，预计上半年猪肉将继续对 CPI 形成正向拉动，但力度可能会偏弱。

（2）PPI 环比继续与上月持平，同比降幅扩大

3 月 PPI 同比下降 2.5，前值下降 1.4%，环比持平，同比由于基数原因持续回落。从同比看，生产资料价格由下降 2.0%转为下降 3.4%；生活资料价格上涨 0.9%，前值为 1.1%。PPI 回落主因生产资料拖累，生活资料韧性延续。生产资料环比由涨转平，受原材料、采掘拖累明显，加工工业环比由负转正；生活资料环比由负转正，耐用消费品、一般日用品、衣着环比分项均较上月上涨 0.4 个百分点以上，食品环比持平于-0.1%。分行业来看，基建等重点项目施工需求仍旺，重点项

目加快推进，钢材、水泥等行业价格有所上涨，其中黑色金属冶炼和压延加工业、水泥制造价格均上涨 1.3%。输入性因素推动国内石油、有色金属相关行业价格下行，石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业、有色金属冶炼和压延加工业等价格环比降幅在 0.3%-0.9%之间。天气转暖导致用煤需求下降，煤炭开采和洗选业价格下降 1.2%。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，但受基数走高影响，上半年原油价格对 PPI 的拖累作用大概率有所增强。

3. 金融：新增社融、人民币贷款继续超市场预期

3月新增人民币贷款 38900 亿元，社会融资规模增量 53800 亿元，M2 同比 12.7%，M1 同比 5.1%。3月社融存量同比 10%，比 2 月提升 0.1 个百分点。

（1）3月新增社融、人民币贷款继续超市场预期

3月金融数据总量结构上双双改善，社融增量录得历年 3 月最高值，金融体系向实体经济的信用投放力度已超过疫情时期，此前偏弱的居民贷款明显回暖，企业贷款维持强劲。3月社会融资规模新增 5.38 万亿元，同比多增 7235 亿元，社会融资规模存量增速 10%，比 2 月上升 0.1 个百分点。3月社融同比增量中，新增人民币贷款（社融口径）3.95 万亿元，同比多增 7211 亿元，是 3 月社融的主要支撑项。

外币贷款同比多增 188 亿元，企业债券同比少增 462 亿元，政府债券同比少增 1052 亿元。虽然企业和政府债券融资同比仍然维持少增，

但较年初已有明显改善。信贷结构方面，金融机构3月新增人民币贷款38900亿元，同比多增20800亿元。其中居民贷款新增12447亿元，同比多增10366亿元，居民中长期贷款新增6348亿元，同比多增5485亿元，前值为少增1368亿元；企业贷款新增27000亿元，同比多增10900亿元，企业中长期贷款新增20700亿元，同比多增9600亿元，前值为同比少增23900亿元。3月社融增速呈现上行态势，强劲的信贷为主要贡献项，企业债券和政府债券对社融构成一定拖累。3月信贷总量超预期，结构继续优化，居民贷款显著改善，企业中长贷维持高增。居民短贷的同比多增主要系居民消费边际改善、消费性质的短期贷款需求增加，居民中长期贷款的同比多增，主因3月商品房销售端的进一步改善。同时基建投资、制造业投资旺盛带动企业中长期贷款多增。

(2) M1、M2 同比均下降，剪刀差扩大

M1、M2同比均下降，剪刀差扩大，经济活力仍然不足。3月M1同比增长5.1%，较上月下降0.7个百分点，受高基数影响的M1增速回落幅度要大于M2。3月M2同比12.7%，较上月下降0.2个百分点，主要由于贷款多增带动存款派生，而去年同期基数较高，影响M2增速回落。M1-M2剪刀差由上月的-7.1%进一步下滑为-7.6%，反映出企业信心未完全恢复，实际投资意愿依然偏弱，实体经济活跃度的改善需要政策的继续加持。

（三）商业银行³

1. 国家金融监管总局首次公开发文；银保监会规范信托公司信托业务分类；银行业保险业做好全面推进乡村振兴重点工作

（1）国家金融监管总局首次公开发文

3月28日，银保监会网站发布《2023年度国家金融监督管理总局（银保监会）部门预算》方案。该方案是银保监会首次以国家金融监管总局名义发布的公文。方案显示，国家金融监管总局（银保监会）2023年收支总预算为1063081.87万元。《预算》提到，2023年执法办案项目实施将总结以往经验，优化实施组织形式：一是对部分银行保险机构开展综合性检查、专项检查、稽核调查、后续整改评估等；二是统筹组织部分地方中小银行交叉检查，提高现场检查的独立性；三是深化线上检查，坚持向科技要检查力，加大线上检查的广度和深度；四是加大案件查处力度，严格执行《关于加强金融违法行为行政处罚的意见》及有关文件要求，依法从严加大行政处罚力度，提高违法违规成本；五是坚持穿透原则，查深查实案件，对涉案业务链条上所有机构的违法违规问题一并查处；六是持续跟踪督导，将重点业务领域，案件高发多发的重点地区，多次涉案的重点机构作为查处重点，做实做细，切实发挥现场检查的“尖刀利剑”作用，牢牢守住不发生系统性金融风险的底线。

³ 撰写人：王剑（IMI研究员），王文姝（北京物资学院经济学院）

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 19 - <http://www.imi.org.cn/>

(2) 银保监会规范信托公司信托业务分类

3月24日，银保监会发布《关于规范信托公司信托业务分类的通知》强调，信托公司受托人定位，根据各类信托服务的实质，以信托目的、信托成立方式、信托财产管理内容为分类维度，将信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类，并在每一大类业务下细分信托业务子项，规范每项业务的定义、边界、服务内容和禁止事项，明确分类工作的责任主体和工作要求。《通知》有助于厘清各类信托业务边界和服务内涵，引导信托公司以规范方式发挥信托制度优势，丰富信托本源业务供给，巩固乱象治理成果。

(3) 银行业保险业做好全面推进乡村振兴重点工作

4月14日，银保监会发布《关于银行业保险业做好2023年全面推进乡村振兴重点工作通知》。要求银行业保险业强化农村金融服务能力建设，构建层次分明、优势互补的机构服务体系，加大涉农金融内部资源倾斜力度。针对涉农经营主体的融资需求特点，创新差异化的金融产品和服务，发展首贷、信用贷以及中长期贷款，提升涉农金融数字化服务水平。加强涉农信贷的贷后管理，防范涉农信用风险，避免过度授信、违规收费等行为。《通知》圈重点、聚合力，意在为乡村振兴注入金融动能。

2. 2023年3月货币金融数据分析

3月末，广义货币（M2）余额281.46万亿元，同比增长12.7%，

增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 3 个百分点；狭义货币（M1）余额 67.81 万亿元，同比增长 5.1%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点；流通中货币（M0）余额 10.56 万亿元，同比增长 11%。一季度净投放现金 961 亿元。

3 月末，本外币贷款余额 230.66 万亿元，同比增长 11.1%。月末人民币贷款余额 225.45 万亿元，同比增长 11.8%，增速分别比上月末和上年同期高 0.2 个和 0.3 个百分点。3 月末，本外币存款余额 280.17 万亿元，同比增长 12.2%。月末人民币存款余额 273.91 万亿元，同比增长 12.7%，增速分别比上月末和上年同期高 0.3 个和 2.7 个百分点。

（四）资本市场⁴

1. 股市：矛盾中寻找方向

（1）基本面更新

短期经济仍将延续弱复苏的格局。生产持续复苏，25 省电厂耗煤量继续走高，4 月旬度发电量仍表现快速增长。消费表现平稳，地产销售环比下行，成交量维持低位，汽车销量低位徘徊，但同比改善，观影量稳定。2023 年 4 月，官方制造业 PMI、建筑业 PMI 与服务业 PMI 分别为 49.6、63.9 和 55.1，环比分别下降 2.7、1.7 和 1.8 个点。制造业 PMI 景气度明显低于历史同期，服务业与建筑业则处于历史高位水平。时隔 3 个月，制造业 PMI 再度降至荣枯线以下，从各分

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 21 - <http://www.imi.org.cn/>

项指数看，制造业具有典型的主动去库存特征。特别是制造业新出口订单指数连续两个月回落，4月跌破荣枯线降至47.6，意味着3月出口的异常强劲难持续。相对于制造业，4月非制造业的景气度更高，支撑经济弱复苏，推动因素包括基建投资在稳增长中继续扮演关键角色、服务业的积压需求释放等。今年“五一”出行人数高增，有望推动5月服务业PMI进一步回升。4月官方制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数均环比下降0.9，表明在需求相对偏弱、企业预期仍待修复的情况下，企业新增用工的意愿走低，稳就业必要性进一步提升。通胀方面，消费端，3月CPI仍低于市场预期，主要是需求不足导致。生猪存栏数量保持低位略上行，预计猪肉价格未来将波动，但或不会继续大幅冲高，粮食价格同比涨幅继续下行。市场预计4月CPI0.4%左右。3月百城房价环比开始上涨，其中一、二线环比涨幅扩大，三线城市环比降幅收窄；但百城房价同比降幅继续扩大。生产端，大宗商品整体震荡下行，南华、CRB指数和同比增速均高位波动下行，品种有分化。上游价格：铁矿石价格略有下行，原油价格波动下行；动力煤价格略下行；有色金属价格波动下行，品种有分化，其中锌和铜价格均波动下行。中游价格：螺纹钢价格稳定略下行，主要化工品价格波动下行，品种有分化。在供给不足情况下，预计大宗商品价格仍高位震荡。市场预计4月份PPI或-3.1%左右。金融环境，4月流动性压力较3月相近，货币端仍维持宽松。4月前半段，降准资金释放和财政支出为资金市场投放了较为充足的流动性，资金面较为宽松，4月中旬MLF超量续作2000亿，整体税期对资金面扰动不大，但税

期后，受税期走款影响银行融出意愿，同时央行公开市场操作呵护力度略有转弱，资金利率小幅走高，但整体 4 月资金面较为平稳。4 月以来票据利率大幅回落，或暗示 4 月信贷数据有所减弱。海外方面，美国经济增速不及预期，绝对水平仍不算差。2023 年 1 季度，美国 GDP 不变价环比折年率为 1.1%，较去年四季度的 2.6%明显放缓，不及市场预期的 2.0%。但剔除基数影响后，美国 1 季度 GDP 年化同比增速仍有 1.8%，所以美国经济或仍处于从高于潜在增速水平向潜在增速附近回落的过程。尽管经济表现不及预期，但美联储较为关注的 PCE 价格指数，一季度环比折年率为 4.2%，高于去年 4 季度的 3.7%；尤其是剔除了食品和通胀的核心 PCE 环比折年率由去年四季度的 4.4% 上升至 4.9%，超市场预期（4.7%）。因此，美国当前核心通胀压力仍大，这也一定程度解释了为何在美国公布弱于预期的经济数据后，美元反而有所反弹，10 年期美债利率回升至 3.5%以上，黄金价格开始大跌。在经济仍有韧性，以及通胀不确定性仍强的情况下，治理通胀仍将是美联储的核心目标。5 月美联储大概率仍将继续加息 25BP；6 月是否加息需要关注核心通胀走势以及就业薪资变化。

（2）市场回顾与展望

在长期主义的宏观经济政策下，市场对于短期“大开大合”的宏观调控不再报以期待，对全年经济弱复苏的环境逐渐形成了相对一致的预期，非制造业复苏整体好于制造业复苏。过去的一个月，市场维持存量资金博弈的格局，23Q1 公募基金股票仓位再创历史极高值，若后续公募份额没有显著增长下，存量博弈的格局将继续演绎。大部

分宽基指数震荡下跌，上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 以及创业板指分别录得 0.60%、-0.54%、-1.55%、-2.22%、-3.12%，而上证综指的月涨幅为 1.54%，其部分贡献源于中字头央企（7.61%）和与人工智能相关的泛 TMT 赛道（传媒 13.7%、通信 2.4%）。在国内复苏斜率趋缓，且流动性宽松的环境下，似乎泛 TMT 和中字头成为最为正确的赛道。从公募基金的持仓数据可以看到板块间最大的变化来自于高端制造的加速减配以及 TMT 的加速增配。

展望后市，由于三月份以来，泛 TMT 和中字头为代表的的市场主线积累了极大的超额收益，国内市场一方面需要面对短期由于前期超涨主题带来极端分化的再平衡需求；另一方面需要面对中期国内经济弱复苏的确定和海外衰退的可能性。虽然短期市场仍有压力，但是随着海外流动性边际改善，季报期后国内经济与业绩的预期逐步夯实，市场的核心关注点将再次由阿尔法回归到贝塔。绝对收益投资者建议适当增加仓位。对于相对收益投资者，一方面建议从经济复苏链条中最确定性的线索：回看基本面，地产链销售端恢复中规中矩、但开工端仍非常缓慢，消费链线下人流全面超越疫情前，出行链修复最为顺畅，但大件可选消费品普遍低于预期，工业生产温和恢复；另一方面关注政治局会议支持的科技发展与产业升级方向：新能源汽车、充电桩、储能、配套电网、人工智能等方向，鼓励平台企业创新。因此我们短期建议可适当超配 1) 基本面空间修复较大的医美、出行链等；2) 前期受伤较为严重且有业绩基础的赛道板块。

2. 债市：长端利率小幅下行

（1）资金利率自低位持续上行，长端利率小幅下行

流动性方面，央行 4 月（截止到 24 日）逆回购净回笼 7650 亿元，其中投放 4990 亿元，到期 12640 亿元，另 MLF 等价续作 1700 亿元，净投放 200 亿。在货币政策力度边际转弱、税期走款、资金较为拥挤导致债市敏感度增加等因素影响下，4 月资金资金利率持续上行。4 月 DR001、DR007 平均利率分别为 1.45%、1.97%，较 3 月相差无几。

利率债方面，4 月长端利率下行，国债活跃券 230004 由 2.86% 下降 4BP 至 2.82%，十年国开 220220 收益率由 3.05% 下降 3BP 至 3.02%。本月长端利率小幅下行，本周小幅上调主要是受货币政策力度边际转弱、税期走款、资金较为拥挤导致债市敏感度增加等因素影响。

（2）中票收益率下行，信用利差普遍压缩，期限利差走窄

4 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 -478.3 亿元，其中发行 12,135.72 亿元，到期 12,614.02 亿元，净融资相对 3 月份下降 2010.74 亿元，相对 2022 年同期下降 2793.63 亿元。收益率方面，4 月各等级、各期限中票收益率普遍小幅下行。AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 3 月底分别下行 5.37BP、7.77BP、8.76BP 至 2.71%、3.0%、3.21%；AA+ 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 3 月底分别下行 5.37BP、4.76BP、11.75BP 至 2.82%、3.14%、3.43%。从信用利差看，4 月信用利差普遍压缩，

4月底1年期AAA、AA+中票信用利差相对3月末分别压缩7.64BP、7.64BP，而5年期AAA、AA+中票信用利差分别压缩9.56BP、12.55BP。据CFETS数据，4月期限利差走窄，4月末AAA中票5Y-1Y、AA+中票5Y-1Y期限利差相对3月底分布压缩2.1BP、5.35BP。整体上看，随着理财赎回潮逐渐平息，对票息资产的需求较为旺盛，而且受低息信贷的替代因素影响下，利率债、信用债收益率普遍下行，而信用债信用利差普遍压缩，期限利差走窄。

(3) 市场展望及配置建议

五一假期临近，回购资金的期限被动拉长，利率下行空间有限。虽然月末是财政集中支出的时候，会向市场释放大量资金，且现在处于宽信用初期，资金面大概率维持稳定，但跨月前夕银行资金融出意愿一般较低，预计资金波动率会变大。

4月以来，信用债收益率整体下行。当前信用利差压缩至历史低位，久期策略性价比有所降低。考虑到负债端的不稳定性，银行理财更加偏好流动性好、信用风险可控的品种，因此高等级中短久期品种仍具有一定安全边际。从品种来看，近期地产企业支持政策持续出台，但主要集中于对优质国企的支持，估值有望进一步修复；民营地产融资环境难言改善。城投债在严监管背景下，供给端难以放量发行，且融资结构上呈现向高等级、强区域地区平台集中趋势，安全边际仍然较高，但弱区域及弱资质城投债的估值波动风险加大。

二、宏观经济专题⁵:

货币政策重新寻锚：通货膨胀的概念与度量再研究

(一) 摘要

传统货币政策以消费者价格指数通胀率作为名义锚。但是，消费价格对货币政策调控较弱的反应度与其他典型价格指标形成了鲜明对比。将传统通胀概念与度量拓展到消费者价格之外的维度是否能更好地实现货币政策最终目标尚缺乏科学证据。本文基于我国货币政策“稳物价、促增长”的最终目标构建理论模型，考察通胀调控目标由消费类拓展到非消费类和资产价格类维度之后，货币政策钉住哪种通胀指标组合方式可以最有效地实现货币政策最终目标。同时基于2000—2020年期间的时序数据估计SVAR模型，进而运用反事实仿真方法分析货币政策选择不同通胀调控目标对应的经济动态特征。结果表明：货币政策面临经济增长与价格稳定之间的权衡取舍，货币政策寻锚问题的着力点在于同时考虑消费类和非消费类价格，而资产价格则不宜作为钉住目标纳入通胀度量范畴。

(二) 引言

通货膨胀指标是货币政策的传统名义锚，也是宏观政策施政参考的重要依据，对国计民生具有重大意义。党的二十大报告强调现代中央银行制度建设的重要性，而货币政策名义锚的合理选择也是现代中

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张成思；中国人民大学财政金融学院博士研究生田涵辉。本文原载于《经济研究》2023年第1期的《货币政策重新寻锚：通货膨胀的概念与度量再研究》。原文链接：https://kns.cnki.net/kcms2/article/abstract?v=3uoqlhG8C44YLTOAiTRKu87-SJxoEJu6LL9TJzd50l4qqhMgY5XoMjBVarlRHyorlnuw3l_PZg6qsrhHpVz3NcmE4i9RuLj

央银行制度建设中的重要一环。从货币政策调控角度看，通货膨胀的合理度量关键性地决定了货币政策调控的时机选择，对于政策实施效果影响巨大。因此，从货币政策角度考虑如何对通货膨胀进行合理度量值得深入研究。后金融危机时期至今的近十年以来，传统的通货膨胀指标对经济周期的敏感性下降，尤其是消费者价格指数（CPI）通胀率长期维持较低水平（周小川，2020）。通胀率对经济周期的敏感性下降意味着降低企业真实融资成本（名义利率减去通胀率）需要更大的努力，此时货币政策对实体经济的调控可能更加困难。

2020 年初以来，中国经济受到新冠肺炎疫情的冲击，中国人民银行推出了一系列应对疫情冲击的宽松政策，包括发放专项再贷款，开展中期借贷便利操作，降低贷款市场报价利率等，并在接下来的一年内均保持较为宽松的立场。有意思的是，CPI 通胀率对宽松政策的反应与其他代表性价格变化（通胀）指标形成了鲜明的对比。图 1 展示了几种典型的价格同比变化率指标在 2020 年 1 月至 2021 年 1 月的时间区间内相对于 2020 年 1 月水平的变化情况。除了 CPI 通胀率外，本文还选择了非消费类通胀率（GDP 中居民消费以外成分的价格变化）、房地产价格通胀率、股票价格通胀率和基金价格通胀率作为比较对象。这四个通胀指标所反映的价格变化都 CPI 通胀率形成互补关系。可以看出，在中央银行实施一系列宽松政策（图中阴影区域）之后，除 CPI 通胀率之外的通胀指标均在一年内陆续恢复至初始水平以上。相比之下，CPI 通胀率不仅没有回升，反而在一年之内较初始水平下降了 5.7%，疫情冲击下 CPI 通胀率对宽松货币政策的反应似乎

与传统理论预测并不一致。

CPI 通胀率对货币政策调整的反应弱于其他通胀指标并非疫情冲击下的特例，而是更长周期内的规律性现象。在实践中，我们通过估计 CPI 通胀率、非消费类通胀率、房地产价格通胀率和股票价格通胀率对货币政策冲击的脉冲响应函数发现，CPI 通胀率对货币政策冲击的响应情况不仅与两种资产价格通胀率不同，而且与概念内涵相对接近的非消费类通胀率也表现出明显差异。

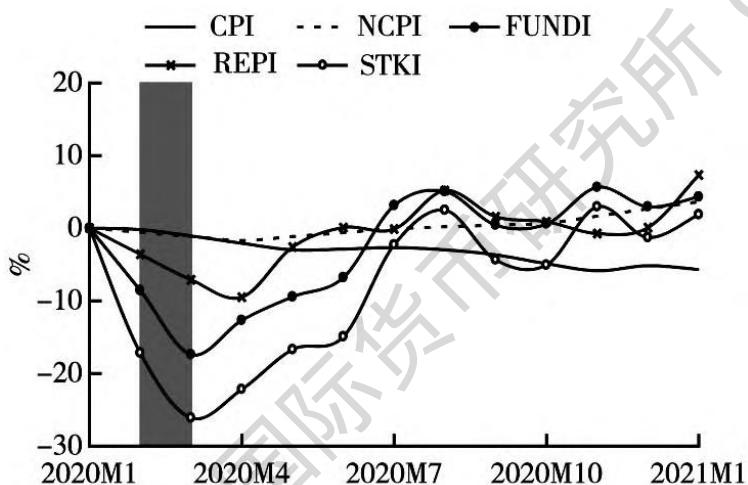


图 13. 新冠肺炎疫情冲击后通胀指标的变化

注：图中报告的是 CPI 通胀率（CPI）、非消费类通胀率（NCPI）、房地产价格增长率（REPI）、股票价格增长率（STKI）和基金价格增长率（FUNDI），样本区间为 2020 年 1 月至 2021 年 1 月内相对 2020 年 1 月水平的变化情况（横轴日期中的 M 表示月份）。阴影区域为中国人民银行为应对新冠肺炎疫情冲击实施宽松货币政策的时期。原始数据来源于国家统计局和上海证券交易所。

传统上货币政策仅钉住 CPI 通胀率进行逆周期调控。然而，CPI 通胀率对货币政策调控较弱的反应力对传统调控策略的及时性和精准性提出了挑战：如果 CPI 通胀率对货币政策调控的反应明显且迅速，说明货币政策的变化能够在较短时间内有效传导至最终目标，此时传导路径上的中间变量带来的信息增量就不明显，以 CPI 通胀率为

单一名义锚即可。但是，CPI 通胀率反应明显弱于许多其他重要价格变化指标的情况意味着 CPI 通胀率不能及时、全面反映货币政策的调控效果，此时其他价格变化指标中包含的关于货币政策传导的信息就变得十分重要。在这种情况下，将其他价格变化指标排除在货币政策决策信息集外就可能忽略关于未来经济状态的信息，这种信息缺失可能关键性地影响决策层对经济形势的判断，造成货币政策调控力度和时机的把控失效。

从通货膨胀概念与度量的角度看，周小川（2020）提出，通货膨胀指标可以从更丰富的角度进行考虑。名义锚作为货币政策在通货膨胀层面的反馈变量，探究是否有必要将其拓展到 CPI 以外的价格变化指标对货币政策最终目标的实现具有重要意义。同时，根据《中华人民共和国中国人民银行法》的要求，我国货币政策的最终目标是“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”。因此，货币政策名义锚的选择有必要同时考虑价格稳定和经济增长两方面目标。本文基于 CPI 通胀率和其他通胀指标对货币政策调控的反应存在显著差异典型事实，重点关注将备择通胀指标纳入货币政策名义锚是否有助于提升“稳物价、促增长”最终目标的实现效果，尝试从货币政策调控角度为通胀概念和度量的拓展提供科学依据。

根据基本定义，CPI 度量的主要居民消费价格，国内生产总值（GDP）中除居民消费以外的资本形成、政府消费和净出口构成了非消费类商品产出。非消费类价格隐含于广义价格指标（即 GDP 平减指数）之内，可以通过折算获得。2000—2020 年期间，非消费类商品

产出在 GDP 中的平均占比超过六成（61.3%），密切关注反映非消费类商品供求情况变化的非消费类通胀率对实现货币政策的经济增长目标具有显著意义，非消费类价格与消费价格之间的传导作用也会深刻影响价格稳定目标。因此，货币政策的寻锚问题首先有必要考虑是否应当将非消费类通胀率纳入货币政策的通胀调控目标。此外，考察是否应当将资产价格通胀率纳入货币政策名义锚也很有必要。资产价格的代表是房地产价格和金融资产价格。房地产价格的变化首先会影响居民生活成本，虽然目前在我国 CPI 篮子中以居住类科目有所反映，但是住房权重相对较小，而随着城镇化发展，城市可用地变得很稀缺且价格高昂，使得 CPI 指标可能低估住房因素；另一方面，由于房地产常被作为企业融资的抵押品，其价格波动还会影响企业融资能力，进而通过金融加速器机制对经济产出造成深远影响。金融资产价格的变化一方面通过托宾 Q 效应影响企业进行实业投资的动机；另一方面通过财富效应影响居民的消费倾向，同样对总产出产生明显作用。基于以上说明，不同类别的通胀指标存在明显差别。这些差别是否意味着中央银行需要在货币政策调控过程中将通货膨胀的概念与度量拓展到非消费类、资产价格类等更宽泛的指标，至少从简单的数据对比很难给出明确答案。

从文献进展来看，在周小川（2020）的重要研究之前，学界对通货膨胀概念与度量的拓展问题也有一些研究，多数文献从资产价格是否应该纳入货币政策分析框架进行分析。瞿强（2001）、易纲和王召（2002）是较早研究资产价格是否应该纳入中国货币政策分析框架的

经典文献。如今再读这两篇文献仍有深刻启发，同时也暗示出经过 20 年发展变化之后再论通货膨胀概念与度量拓展问题的重要意义。易纲和王召（2002）的建议与周小川（2020）的提议本质上是一致的，即货币政策不仅应该关注资产价格，而且应该从一定程度上将其作为钉住目标。基于我国典型资产市场自 2000 年以来的巨大发展变化的事实，当前对这种提议再次进行深入研究显得更加重要。

本文将传统 CPI 通胀指标作为基准指标，将与 CPI 定义具有明确互补性的非消费类价格、房地产价格、股票价格和基金价格的变化率作为备择指标，以《中华人民共和国中国人民银行法》关于货币政策最终目标来设立货币政策目标函数的理论模型，然后基于货币政策调控传导机制设立结构向量自回归模型（SVAR），进而运用 2000—2020 年期间的相关变量数据进行模型估计与反事实仿真模拟，来计算货币政策钉住哪种通胀指标组合方式可以最有效地实现货币政策最终目标。接着，我们对比现实政策与典型最优通胀指标组合下经济变量的统计特性与对结构冲击的脉冲响应函数，从而说明货币政策面临的权衡取舍以及最优通胀指标组合提升货币政策调控效率的具体渠道。

三、主要经济数据⁶

表 2: 经济数据一览

指标名称	类别	22-Jun	22-July	22-Aug	22-Sept	22-Oct	22-Nov	22-Dec	23-Jan	23-Feb	23-Mar
CPI	同比	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7
PPI	同比	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5
制造业 PMI	指数	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9
工业增加值	累计增长	3.4	3.5	3.6	3.9	4.0	3.8	3.6		2.4	3.0
工业企业利润总额	累计同比	1.0	-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	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3	5.1		5.5	5.1
社会消费品零售总额	同比	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9	-1.8			10.6
进出口总值	当期值同比	10.3	11.0	4.1	3.4	-0.4	-9.5	-8.9	-15.1	1.3	7.4
M2	同比	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7
社会融资规模	存量(万亿元)	334.27	334.90	337.21	340.65	341.42	343.19	344.21	350.93	353.97	
金融机构新增人民币贷款	当月值(亿元)	28063	6790	12541	24738	6152	12136	13983	57602	18121	

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。

