

No. 2324

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告（第八十期）



IMI 宏观金融 月度分析报告

2023 年第 12 期（总第 80 期）

- 海 外：美欧日维持利率不变，全球贸易需求反弹有限
- 宏 观：经济运行延续平稳，供给端恢复向好
- 机 构：《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》发布
- 市 场：11 月股市延续震荡，债市稳增长政策预期升温

本期推荐：商业银行贷款损失准备前瞻性研究——基于预期损失模型的新证据

中国人民大学国际货币研究所

2023 年 12 月

目 录

一、国内外宏观金融形势分析.....	- 1 -
(一) 海外宏观.....	- 1 -
1. 美欧日央行 12 月货币政策会议均维持利率不变	- 1 -
2. 美元指数延续偏弱态势；主要非美货币兑美元升值；CFETS 指数下跌	- 3 -
3. 全球贸易：价的因素可能仍偏弱.....	- 4 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济数据追踪：经济运行延续平稳，供给端恢复向好.....	- 6 -
2. 中央经济工作会议定调明年经济工作.....	- 7 -
3. 财政政策追踪：定调适度加力、提质增效.....	- 8 -
4. 货币政策追踪：定调灵活适度、精准有效.....	- 8 -
5. 房地产市场及政策追踪：销售不及预期，一线城市政策再优化.....	- 10 -
(三) 商业银行.....	- 11 -
1. 监管动态：金管局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》，央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》	- 11 -
2. 重大事件：LPR 维持不变，央行等八部门印发《关于强化金融支持举措 助力民营经济发展壮大的通知》，央行发布《2023 年第三季度中国货币政策执行报告》，银行业协会发布《远程银行虚拟数字人应用报告》	- 12 -
3. 2023 年 11 月货币金融及社会融资数据分析	- 14 -
(四) 资本市场.....	- 16 -
1. 股市：权益市场延续震荡，周期行业相对占优.....	- 16 -
2. 债市：稳增长政策预期升温，收益率曲线熊平.....	- 18 -
二、宏观金融研究专题： 商业银行贷款损失准备前瞻性研究——基于预期损失模型的新证据	- 21 -
(一) 摘要.....	- 21 -
(二) 引言.....	- 21 -

三、 主要经济金融数据	- 24 -
-------------------	--------

图表目录

图 1: 近期人民币兑美元震荡偏强, CFETS 下跌.....	- 3 -
图 2: 近期美元指数走弱	- 4 -
图 3: 12 月前 20 天, 韩国出口同比大幅回升至 13%	- 5 -
图 4: 12 月前 26 天, RJ/CRB 商品价格指数均值环比下降 4%至 264.9	- 5 -

表格目录

表 1: 11 月 M2 增量的结构	- 14 -
表 2: 11 月社融结构	- 15 -
表 3: 经济金融数据一览	- 24 -

一、国内外宏观金融形势分析

（一）海外宏观¹

1. 美欧日央行 12 月货币政策会议均维持利率不变

美联储 12 月货币政策会议将目标利率区间维持在 5.25-5.5% 不变，符合市场预期。在货币政策声明中，联储暗示本轮加息周期已经结束：一是，“利率已处于或接近紧缩周期峰值”。二是，“所有与会者认为进一步提高政策利率可能是不合适的”。在经济展望中，认可目前去通胀进展，对明年通胀回落更为乐观。相比 9 月，对明年 Q4 PCE 同比预测从 2.6% 下调至 2.4%，对核心 PCE 同比预测从 2.5% 下调至 2.4%。此外，小幅下调明年经济增速，失业率预测并未调整，将明年四季度 GDP 同比预测从 1.5% 下调至 1.4%，失业率预测持平于 4.1%。在点阵图方面，官员预计明年降息三次，政策利率从 5.4% 降至 4.6%；对比 9 月份，彼时预测明年降息两次，政策利率从 5.6% 降至 5.1%。此次会议最大的变化在新闻发布会，美联储主席鲍威尔表示委员会已开始讨论降息。鲍威尔在 11 月会议时还表示“降息不在考虑范围之内”，此次则承认降息是此次会议的一个讨论话题。引发市场转向交易大幅升温，对 2024 年联储降息次数预期由不足 5 次直接升至 6 次以上。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

欧央行 12 月 14 日召开货币政策会议，维持利率不变，公布 PEPP 缩减计划。利率决议方面，管委会维持主要再融资利率、隔夜贷款利率、存款便利利率分别为 4.5%、4.75%、4% 不变。资产购买计划方面，管委会决定将 PEPP 全额再投资持续至明年上半年，下半年开始，平均每月将再投资规模缩减 75 亿欧元，2024 年底时完全停止 PEPP 再投资。此外，在新闻发布会中，欧央行行长拉加德就市场关注的降息开始时间表示“我们目前根本没有讨论降息”，带来市场宽松预期边际减弱。

在经济展望中，欧央行下调了 2023、2024 年 GDP 增速和通胀预测。①经济预测方面，12 月，欧央行对 2023、2024 年实际 GDP 增速预测分别为 0.6%（9 月预测为 0.7%）、0.8%（9 月预测为 1%）。下调的原因主要是：“2023 年三季度经济数据疲软且经济状况恶化。最近更多的负面结果以及出口前瞻指标显示 2023-2025 年净出口倾向下行。”②通胀预测方面，12 月，欧央行对 2023、2024 年 HICP 同比预测分别为 5.4%（9 月预测值为 5.6%）、2.7%（9 月预测为 3.2%）。下调的原因主要是能源价格意外下行。

日央行在 12 月 19 日召开的货币政策会议上选择按兵不动，维持负利率和收益率曲线控制政策不变。在新闻发布会中，日央行长植田和男对于退出负利率的表态较为谨慎：“还需要看看工资-通胀的良性循环是否会加强。”暗示日央行倾向等待更多数据以确认通胀趋势，

负利率调整的观察窗口可能推后，明年 1 月调整的概率降低，4 月“春斗”工资谈判结果出炉，可能是个重要观察节点。

2. 美元指数延续偏弱态势；主要非美货币兑美元升值；CFETS 指数下跌

近期美元指数延续偏弱态势。12 月下半月以来，由于 FOMC 会议整体释放偏鸽信号，市场降息预期明显升温，美元指数走弱，截至 12 月 26 日累计下跌 1.4%，叠加欧央行表态相对偏鹰，支撑欧元走强，欧元兑美元累计升值 1.5%。

在外部美元偏弱运行背景下，人民币兑美元震荡偏强。美元兑人民币中间价下行至 7.11 以下，7.10 附近徘徊，即期汇率也降至 7.15 以下。但与其他非美货币相比，人民币兑美元升值幅度略低，带来 CFETS 一篮子汇率微贬。12 月以来，截至 12 月 22 日，CFETS 下跌 0.7% 至 97.88。



图 1：近期人民币兑美元震荡偏强，CFETS 下跌

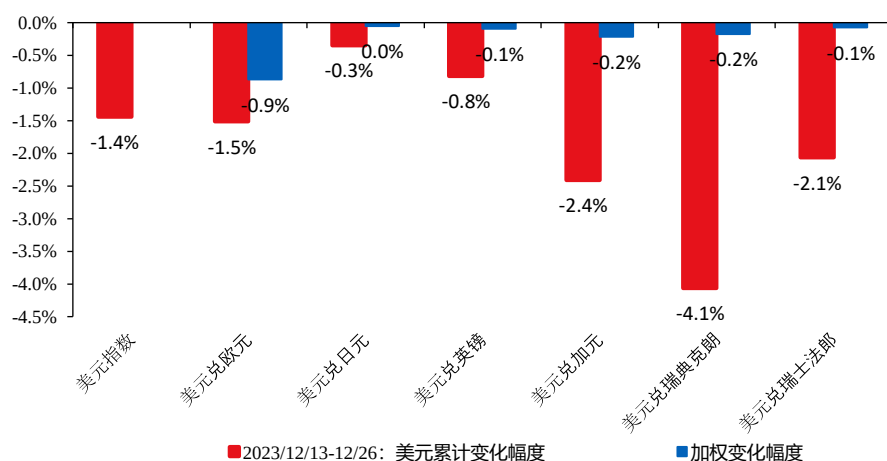
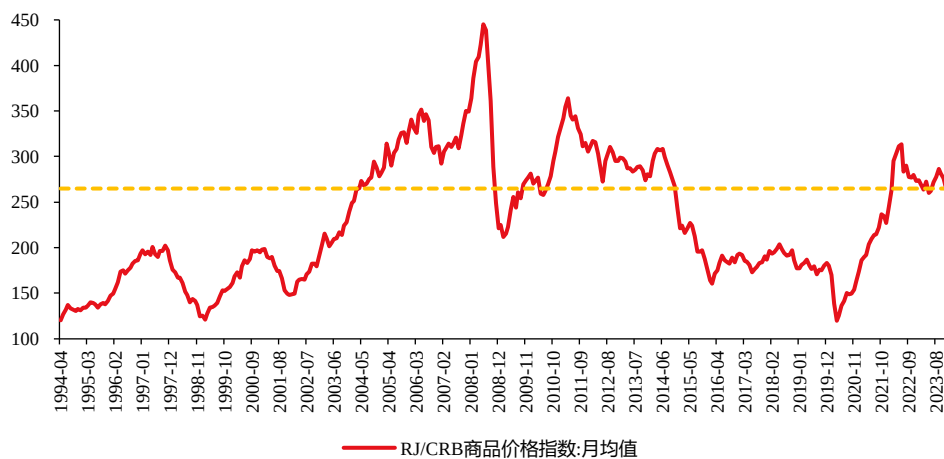
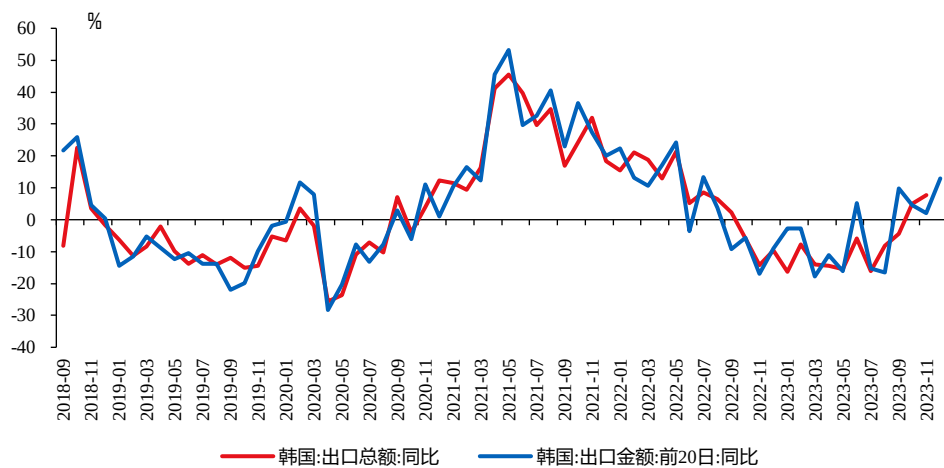


图 2: 近期美元指数走弱

3. 全球贸易：价的因素可能仍偏弱

近期全球贸易需求反弹可能有限，价的因素或仍偏弱。一是，11月全球制造业 PMI 回升至 49.3，仍在荣枯线以下，制造业依然处于萎缩状态，前值 48.8。二是，全球贸易价格的跟踪指标 RJ/CRB 商品价格指数，12 月前 26 天均值较 11 月大幅下滑 4%，同比下降 3.1%，价的因素可能构成较大拖累。三是，全球贸易的领先指标韩国出口，12 月前 20 天同比增速有所反弹，较上个月回升 10.9 个百分点至 13%，部分原因在于基数效应，可能也反映全球半导体周期趋向触底反弹。



（二）国内宏观²

1. 经济数据追踪：经济运行延续平稳，供给端恢复向好

11 月经济运行延续平稳态势，供给端恢复向好，需求端动能偏弱。在去年同期基数明显下沉的背景下，工业生产和消费表现较强，投资保持稳定，通胀延续低位。

生产方面，11 月工业增加值增长超预期。在去年低基数效应和稳增长政策发力的双重推动下，11 月工业增加值同比增长 6.6%，高于前值 4.6%；季调环比增长 0.87%，高于前值 0.39%。分行业看，制造业表现强劲，汽车制造业增速大幅提升至 20.7%，计算机、通信和其他电子设备制造业当月同比增速提升 5.8 个百分点至 10.6%。

投资方面，固定资产投资保持稳定。1-11 月固定资产投资累计同比增长 2.9%，持平前值。其中，广义基建、制造业、房地产投资累计同比增速分别为 8.0%、6.3%和-9.4%，前值分别为 8.3%、6.2%和-9.3%，基建投资增速继续小幅回落，制造业投资增速小幅增长，地产投资环比降幅收窄。

消费方面，低基数效应下社零同比增速大幅上升。11 月社会消费品零售总额同比增速较上月提升 2.5 个百分点至 10.1%，环比季调降 0.06%，商品和餐饮同比增速分别为 8.0%和 25.8%，餐饮收入恢复势头仍强劲，商品零售恢复相对偏弱。

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

出口方面，11月出口当月同比增长0.5%，略超预期。出口商品上看，服装、箱包等劳动密集型产品、家用耐用消费品和机电产品对起正向拉动作用；汽车由于基数因素，增速有所放缓。出口区域上看，欧盟出口同比增速有所下降，对其他区域有不同程度的回升。

价格方面，11月CPI、PPI降幅扩大。11月CPI同比-0.5%，低于前值和预期，主要受到食品和能源价格波动下行影响，剔除食品和能源的核心CPI同比持平前值0.6%。11月PPI同比降幅扩大0.4个百分点至-3.0%，环比由0%降至-0.3%，采掘、加工工业、食品类为主要拖累项。

2. 中央经济工作会议定调明年经济工作

中央经济工作会议12月11日至12日在京举行，全面总结2023年经济工作，深刻分析当前经济形势，系统部署2024年经济工作。

会议指出我国当前经济几大问题，分别是有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患较多、国内大循环存在堵点、外部环境复杂严峻，但经济长期向好的基本趋势没有改变。

对明年经济工作定调方面，明年要坚持“稳中求进，以进促稳，先立后破”，巩固和增强经济回升向好态势，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。积极的财政政策适度加力、提质增效；稳健的货币政策要灵活适度、精准有效。会议部署明年九大重点工作，分别为科技创新与产业现代化、扩大内需、深化重点领域改革、扩大高水平对外开放、防范化解重点领域风险、三农工作、城乡融合区域协调

发展、生态文明建设和绿色低碳发展、保障和改善民生。整体上，经济工作定调高质量发展，强调经济内生增长。

3. 财政政策追踪：定调适度加力、提质增效

1-11 月，全国一般公共预算收入、支出分别同比增长 7.9%、4.9%，全国政府性基金预算收入、支出分别同比下降 13.8%、13.3%，广义财政收入明显改善，政府性基金预算收入降幅放缓，土地财政下滑企稳。

财政政策方面，12 月的中央经济工作会议定调，“积极的财政政策要适度加力、提质增效”，并强调“提高资金效益和政策效果”，相较去年表述“加力提效”而言，明年或更加注重财政政策的落地质量和实施效果。“强化国家重大战略任务财力保障”，“重点支持科技创新和制造业发展”，或明确明年财政政策重点发力的方向，高技术制造业、装备制造业及基建投资仍将是明年国内投资的重要支撑。

4. 货币政策追踪：定调灵活适度、精准有效

11 月新增社融 2.45 万亿，同比多增 4663 亿元，基本符合预期。政府债券仍是主要拉动项，同比多增 4980 亿元；企业债融资改善，同比多增 726 亿元，前值为-1235 亿。11 月新增人民币贷款 1.09 万亿元，同比少增 1200 亿元，企业中长期贷款为主要拖累。居民中长期贷款同比多增 228 亿元，增幅放缓，地产宽松政策效果回落；企业中长期贷款同比少增 2907 亿元，企业延续疲弱。11 月 M0、M1、M2 同

比分别增长 10.4%、1.3%、10.0%，M0 较上月增幅扩大，M1、M2 小幅回落；M2-M1 增速剪刀差扩大 0.3 个百分点至 8.7%，资金活化意愿仍较弱。当前信贷数据特征和经济动能边际放缓，政策宽松的必要性进一步增强。

12 月 21 日起，多家国有大行宣布调整人民币存款挂牌利率，不同期限的定期存款及大额存单利率下调 10BP-25BP 不等，股份制银行随后跟进。在银行净息差持续压缩的背景下，商业银行下调存款利率可一定程度缓解净息差压力，或为资产端利率下降创造一定空间。

货币政策方面，12 月的中央经济工作会议强调“稳健的货币政策要灵活适度、精准有效”，相较去年“精准有力”的表述，货币政策对总量政策的诉求下降，对结构调整和政策协同配合的诉求上升，更加强调对效果的重视。社融与货币供应方面，会议提出“社会融资规模、货币供应量同经济增长和价格水平预期目标相匹配”，而此前均为“保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，经济增长目标和价格水平预期目标，意味着社融与货币量的社会预期管理将会更加定量、更加直接，在价格走弱时期，政策或加大发力来稳定物价走势。此外，会议提出“促进社会综合融资成本稳中有降”，在当前政策利率低于市场利率形势下，降息的空间并不大，更多的是打通政策利率向市场利率最终向社会融资成本的传递。明年货币政策或在积极配合财政政策、提升居民消费等方向发力。

5. 房地产市场及政策追踪：销售不及预期，一线城市政策再优化

11月，地产销售恢复效果不明显，竣工面积同比继续回暖，开发投资持续低迷，景气度小幅回升。生产方面，1-11月房地产开发投资累计同比-9.4%，前值-9.3%；全国房地产开发资金来源合计累计同比降13.4%，降幅较上月收窄0.4个百分点；新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-21.2%、-7.2%、17.9%，前值分别为-23.2%、-7.3%、19.0%。销售方面，量价跌幅进一步扩大。1-11月销售面积、销售金额累计同比分别为-8.0%、-5.2%，但百城住宅指数同比由负转正，增长0.08%。11月国房景气指数上行0.02至93.42。当前整体销售恢复的动能依然较弱。

政策方面，中央金融工作会议强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”后，多部委召开企业座谈会落实相关举措，工行、农行、建行、交行、中信、兴业等多家商业银行与房企召开座谈会，就信贷、债券等融资渠道进行交流，加大融资支持，参会房企既有混合所有制企业，也有民营房企。12月的中央经济工作会议继续强调“坚决守住不发生系统性风险的底线”“积极稳妥化解房地产风险，一视同仁满足不同所有制房地产企业的合理融资需求，促进房地产市场平稳健康发展”。区域政策方面，11月14日，北京、上海先后宣布房地产政策进一步放松，包括优化普通住宅认定标准、下调首套房和二套房的首付比例等，进一步释放居民合理住房需求。北京普

通住宅认定单价显著上调，删除房屋总价上限；上海普通住宅认定剔除价格标准，且不再与房屋总价和地理位置挂钩。首付比例方面，北京将首套房首付比从原本的普宅 35%非普 40%下调为一概 30%，二套房首付比从原本的普宅 60%、非普 80%调整为城六区 50%、非城六区 40%；上海首套房首付比例从 35%下调至 30%，二套房首付比从普宅 50%非普 70%调整为市区 50%、外围 40%。除了放开限购以外，一线城市的房地产调控放松已基本到位，本轮房地产供给侧政策加码的效果仍待后续一段时间进一步观察，预计 2024 年企业端资金支持政策有望继续细化落实。

（三）商业银行³

1. 监管动态：金管局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》，央行发布《银行间债券市场债券估值业务管理办法》

（1）金管局修订发布《银行业金融机构国别风险管理办法》

11 月 24 日消息，为完善银行业金融机构国别风险管理体系，促进银行业平稳健康发展，金融监管总局对《银行业金融机构国别风险管理指引》进行了修订，形成了《银行业金融机构国别风险管理办法》。金融监管总局有关部门负责人表示，发布实施《办法》是完善我国商业银行国别风险管理制度的重要举措，有利于弥补监管制度短板、防范金融风险。下一步，金融监管总局将加强督促指导，做好《办法》

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/217045135143006026>