

IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 5 期（总第 61 期）



- **海 外：**美通胀见顶鹰派姿态近峰值，欧通胀高位转鹰成预期
- **宏 观：**经济增速全面回落，社融增量大幅低于预期
- **机 构：**LPR 及房贷利率双降，四大行拟开展养老储蓄试点
- **市 场：**A 股开启触底反弹窗口，债市长端利率维持震荡

本期推荐：
中国资本市场：第三种模式

中国人民大学国际货币研究所

2022 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

魏本华 张之骧 赵锡军

主 编：宋 科

执行主编：彭俞超

编 委（按姓氏音序排列）：

黄 楠 彭俞超 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：人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件—— 出口走弱且 PMI 偏弱	- 11 -
(二) 国内宏观.....	- 12 -
1. 经济：受疫情冲击，经济增速全面回落.....	- 12 -
2. 通胀：CPI 同比抬升，PPI 同比继续回落	- 15 -
3. 金融：社融增量大幅低于预期，信贷结构不佳.....	- 16 -
(三) 商业银行.....	- 18 -
1. 5 年期以上 LPR 下降 15 个基点；首套房贷利率下限下调 20 个基点； 四大行拟开展养老储蓄试点.....	- 18 -
2. 2022 年 4 月货币金融数据分析.....	- 21 -
(四) 资本市场.....	- 22 -
1. 股市：探底反弹，难一蹴而就.....	- 22 -
2. 债市：利率维持震荡行情，城投债收益率下行.....	- 25 -
二、宏观经济专题：中国资本市场：第三种模式.....	- 28 -
(一) 引言.....	- 28 -
(二) 内容提要.....	- 28 -
1. 中国资本市场的发展逻辑.....	- 28 -
2. 中国资本市场的历史使命：服务于国家经济战略转型.....	- 29 -
3. 中国资本市场新探索：第三种模式.....	- 30 -
4. 发展第三种模式的重点：以透明度建设为核心.....	- 30 -
三、主要经济数据	- 32 -

图表目录

图 1：2022Q1 美国 GDP 增速修正为-1.5%（注：单位%）	- 4 -
图 2：美国 4 月制造业 PMI 降至 55.4.	- 5 -
图 3：美国 4 月 CPI 同比小幅回落至 8.3%（注：单位%）	- 5 -
图 4：美国 4 月失业率维持在 3.6%（注：单位%）	- 5 -
图 5：Q1 欧元区实际 GDP 增速环比折年率修正为 1.1%（注：单位%）	- 8 -
图 6：欧元区 5 月制造业 PMI 下滑至 54.4.	- 8 -
图 7：欧元区 3 月失业率维持在 6.8%（注：单位%）	- 8 -
图 8：欧元区 4 月 HICP 同比维持在 7.4%（注：单位%）	- 9 -
图 9：2022Q1 日本实际 GDP 环比折年率为-1%（注：单位%）	- 10 -
图 10：日本 4 月制造业 PMI 降至 53.5.	- 10 -
图 11：日本 4 月失业率为 2.7%（注：单位%）	- 11 -
图 12：4 月日本 CPI 同比快速升至 2.5%（注：单位%）	- 11 -

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 -
表 3：经济数据一览	- 32 -

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

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

美国经济软着陆不易；通胀基本在3月见顶；美联储“大姿态”或渐近峰值。经济方面，从中长期趋势来看，美国经济在加息周期中实现软着陆的难度较大。通胀方面：美国4月CPI同比和核心CPI同比分别上涨8.3%、6.2%，较3月回落0.2和0.3个百分点，基本确定3月为本轮美国通胀的高点。货币政策方面，从5月会议纪要看，许多与会者指出总体价格压力或不再恶化，未再释放更鹰信号；叠加近期官员讲话态度转温和，或指向美联储“大姿态”渐近峰值。欧元区经济下行风险加剧；通胀维持高位；欧央行7月加息可能性大增。经济方面：根据IMF产出缺口估算数据，虽然预计2022年欧元区整体情况好于2010年欧债危机时，但最大增长引擎德国情况可能更差，2022年产出缺口约为-1.1%，比2010年-1%的状况略差；尾部国家意大利的产出缺口与2010年相近，可能指向欧元区前景依然面临较大风险。此外，当前需额外关注俄乌冲突带来的欧元区经济下行风险。通胀方面，4月欧元区HICP同比维持在7.4%的历史高位，欧洲央行表示通胀上行风险有所加剧。货币政策方面，高通胀压力下，欧央行7月加息可能性大增。日本经济Q1再度下滑；输入性通胀历激增；

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

央行继续维持政策宽松。经济方面，今年一季度日本实际 GDP 环比折年率录得-1%，这是日本经济继去年第三季度后再现下滑。通胀方面，受全球能源和食品价格激增影响，4 月日本 CPI 同比大幅升至 2.5%，叠加日元兑美元汇率已跌至 20 年低点，进一步加大输入性通胀压力。货币政策方面，日央行坚定维持政策宽松力度不变。

	指标	2021Q1			2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2	与上期比较
		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, %)	6.3			6.7			2.3			6.9			-1.5			-	↓
	失业率 (%)	6.4	6.2	6.0	6.0	5.8	5.9	5.4	5.2	4.7	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	持平
	CPI (同比, %)	1.4	1.7	2.6	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	↓
	货币政策	5 月会议纪要显示，许多与会者指出总体价格压力或不再恶化，未再释放更鹰信号；叠加近期官员讲话态度转温和，例如费城联储行长 Harker 表示在 7 月后加息步伐将是有节制的，或指向美联储“大姿态”渐近峰值。																
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-0.4			9.1			9.3			1.2			1.1			-	↓
	失业率 (%)	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1	7.9	7.6	7.5	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	6.9	6.8	-	↓
	CPI (同比, %)	0.9	0.9	1.3	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	持平
	货币政策	近期公布的欧央行 4 月会议纪要显示，决策者普遍关注通胀蔓延情况，在扭转超宽松政策立场方面基本达成共识，分歧主要存在于应该多快和多大程度扭转立场。																
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-2.2			2.40			-2.8			4.6			-1			-	-
	失业率 (%)	2.9	2.8	2.7	3.0	3.1	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	持平
	CPI (同比, %)	-0.7	-0.5	-0.4	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	↑

	指标	2021Q1			2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2	与上期比较
		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	日央行行长黑田东彦在日本国会回答提问时表示，日元近期快速大幅贬值不是因为日本央行的货币政策，坚信鉴于疫情持续影响经济，日本需要维持宽松政策不变。																

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国经济软着陆不易；通胀基本在 3 月见顶；美联储“大姿态”或渐近峰值

经济方面，从中长期趋势来看，美国经济在加息周期中实现软着陆的难度较大：50 年代以来历次加息周期中仅有 3 次未跟随美国经济进入衰退期，且背后都对应了财政改革或劳动生产率的提升，而当前，财政刺激或受制于今年中期选举后国会分立的掣肘，疫情后的劳动力供给短缺与逆全球化趋势也难以带来劳动生产率的突破，由外生变化所支撑的软着陆或不易实现。前期经济增长的主要动力也都有所降温：消费方面，财政补贴到期叠加前期耐用品消费透支带来居民耐用品消费增长动力放缓；补库方面，2021 年 10 月以来美国库存周期已进入被动补库阶段（已持续 6 个月），从历史规律来看，美国被动补库周期通常延续 10 个月左右，即后续或可再持续半年左右的补库阶段，补库对经济的支撑或也将走弱。房地产投资方面，从观测美国地产景气度的“买、建、库、融”四维度来看，目前地产景气度最高的时点已然过去，新屋销售自年初高位再度回落、一手房库销比由底部回升带来补库需求减弱、30 年抵押贷款利率快速回升至 5.2%创

2009 年以来新高。

通胀方面：美国通胀基本在 3 月见顶。美国 4 月 CPI 同比和核心 CPI 同比分别上涨 8.3%、6.2%，较 3 月回落 0.2 和 0.3 个百分点，基本确定 3 月为本轮美国通胀的高点。展望后续，中性预计美国 CPI 同比到年底回落至 5.9% 左右，Q2-Q4 均值为 7.8%、7%、6.1%。我们的中性预测略高于彭博一致预期（Q2-Q4 均值为 7.6%、6.9%、5.8%）。

货币政策方面，美联储“大姿态”或渐近峰值。考虑到通胀基本已经在 3 月见顶，美联储或不再需要通过极度鹰派的紧缩姿态抑制通胀预期，美联储鹰派姿态或有望达到峰值。从 5 月会议纪要看，许多与会者指出总体价格压力或不再恶化，未再释放更鹰信号；叠加近期官员讲话态度转温和，例如费城联储行长 Harker 表示在 7 月后加息步伐将是有节制的，或指向美联储“大姿态”渐近峰值。

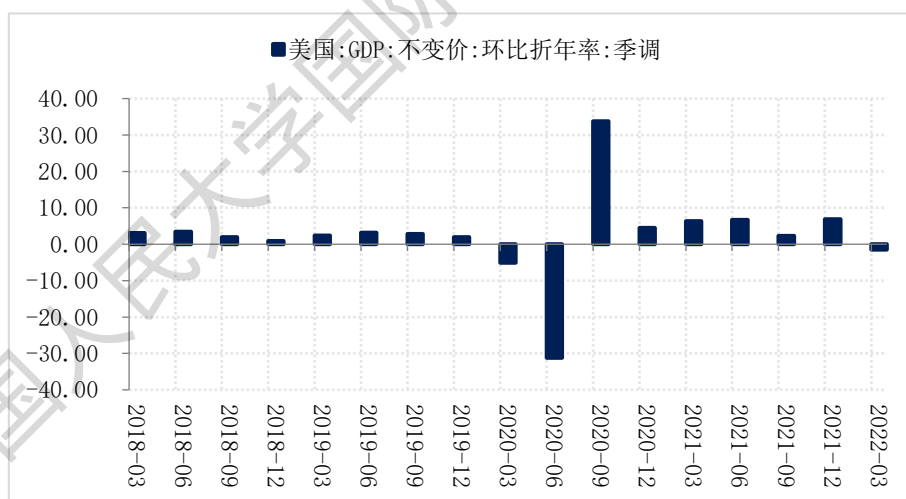
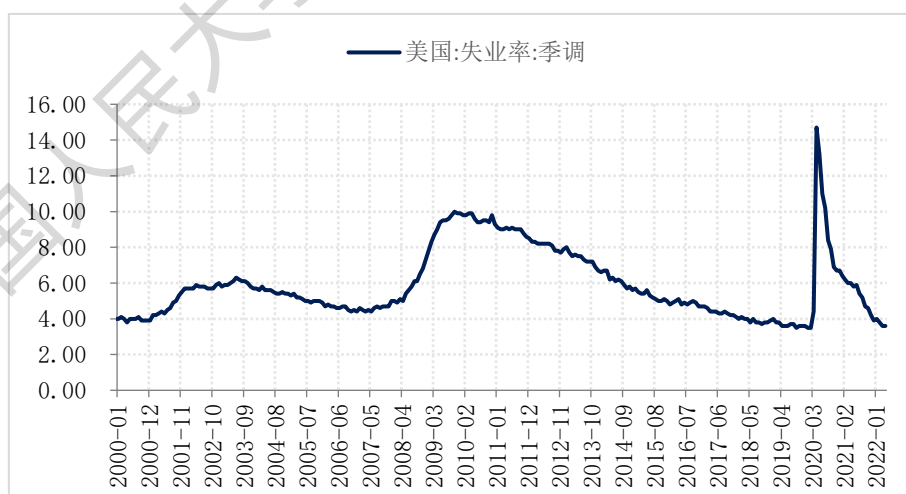
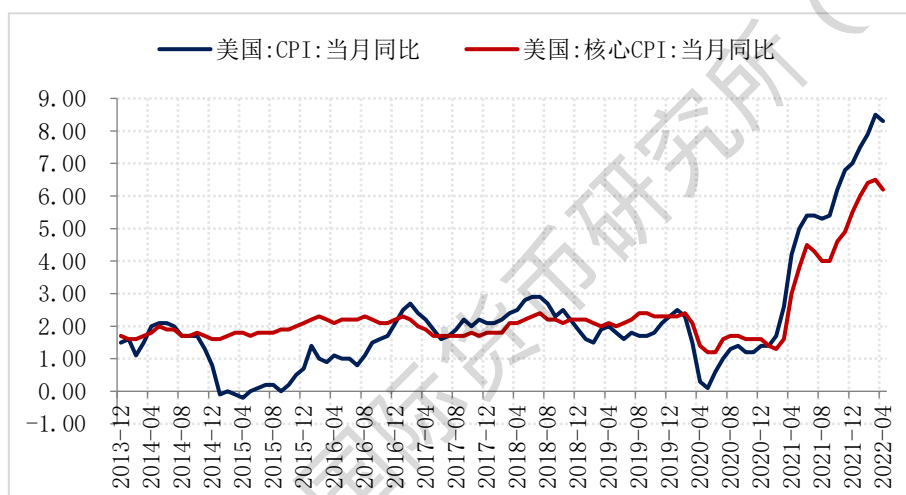
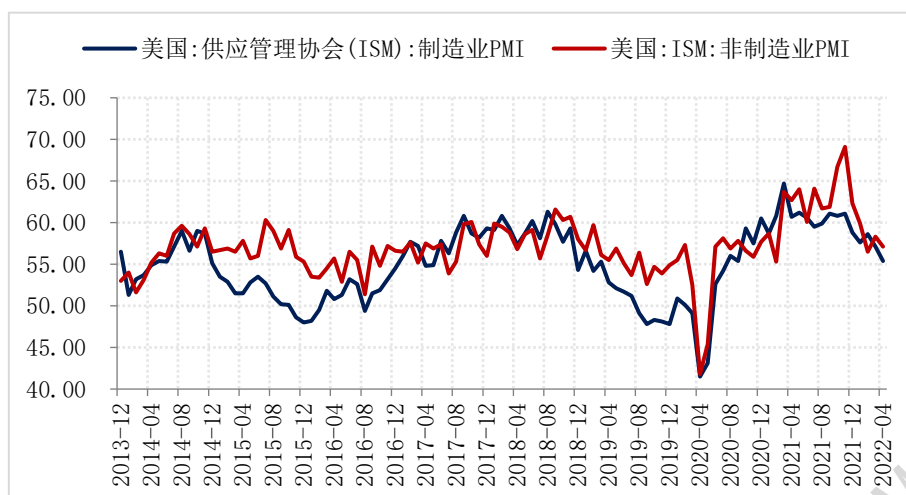


图 1：2022Q1 美国 GDP 增速修正为-1.5%（注：单位%）



(2) 欧元区经济下行风险加剧；通胀维持高位；欧央行 7 月加

息可能性大增

经济方面：经济引擎动力不足，尾部国家增添阻力。首先从整体情况来看，根据 IMF 产出缺口估算数据，虽然预计 2022 年欧元区整体情况好于 2010 年欧债危机时，但最大增长引擎德国情况可能更差，2022 年产出缺口约为 -1.1%，比 2010 年 -1% 的状况略差；尾部国家意大利的产出缺口与 2010 年相近，可能指向欧元区前景依然面临较大风险。其次，具体分家庭消费、企业生产和外贸三方面来看，疫情以来上述三部门修复均疲弱。消费层面，当前欧元区通胀高涨，导致欧元区居民实际购买力走弱，实际收入的下滑一方面客观削弱了居民的实际购买力，另一方面也影响了居民的消费信心，截至今年 4 月，欧元区消费者信心指数录得 -22，与 08 年金融危机后最差时（2009 年 3 月） -22.3 接近。生产方面，根据欧盟委员会商业调查数据，原料/设备短缺成为限制工业生产活动的主要原因，叠加能源和大宗商品价格高企推升工业生产成本，目前欧元区工业生产始终未能修复，工业生产指数大幅低于疫情前均值。外贸方面，由于能源价格飙升，欧元区贸易条件指数快速恶化，根据 ECB 测算，2021Q4 贸易条件恶化对实际 GDP 同比增速拉动 -1.5 个百分点，其中能源部门 -3.5 个百分点，是最主要拖累。

当前需额外关注俄乌冲突带来的欧元区经济下行风险。由于欧元区对俄罗斯能源进口依赖度较高（2019 年欧元区从俄罗斯进口天然气占其最终消耗量达 58%），因此俄乌冲突可能进一步加剧欧元区目

前原材料供应短缺、能源成本高涨的问题，进而加剧经济下行风险。欧盟委员会 5 月预测报告显示，如果俄罗斯切断对欧盟的天然气供应，预计将导致 2022 和 2023 年欧元区实际 GDP 增速较预测基准分别降低 2.5 和 1 个百分点，对应预测增速分别为 0.2%、1.3%，2022 年接近零增，暗示衰退风险增加。

通胀方面，仍在历史高位，上行风险较大。4 月欧元区 HICP 同比维持在 7.4% 的历史高位，欧洲央行表示，经济下行风险大幅增加，同时通胀上行风险有所加剧。俄乌冲突导致能源价格大幅上涨是现阶段高通胀的主要原因。高通胀未来对欧元区的影响将取决于俄乌冲突如何演变，以及欧元区可能采取的制裁措施。

货币政策方面，高通胀压力下，欧央行 7 月加息可能性大增。首先，近期公布的欧央行 4 月会议纪要显示，决策者普遍关注通胀蔓延情况，在扭转超宽松政策立场方面基本达成共识，分歧主要存在于应该多快和多大程度扭转立场。其次，近期欧央行官员密集发声释放 7 月可能首次加息信号，包括之前偏鸽的官员，使得欧央行整体立场更偏鹰派。例如鸽派官员芬兰央行行长 Lane 表示“有必要在第三季度提高关键利率，这可能在 7 月份”。此外，根据隔夜指数掉期数据，市场已经定价 7 月加息 3 次（按每次 0.1 个百分点计算），全年加息 10 次。

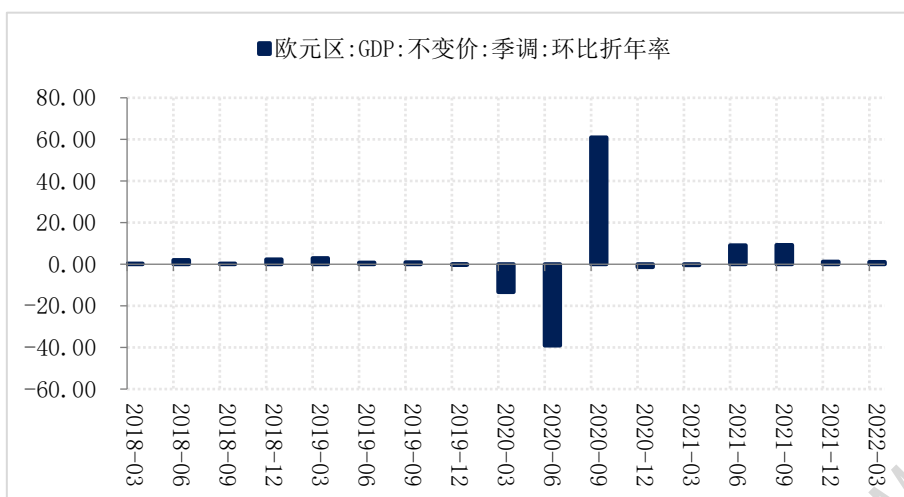


图 5: Q1 欧元区实际 GDP 增速环比折年率修正为 1.1% (注: 单位%)

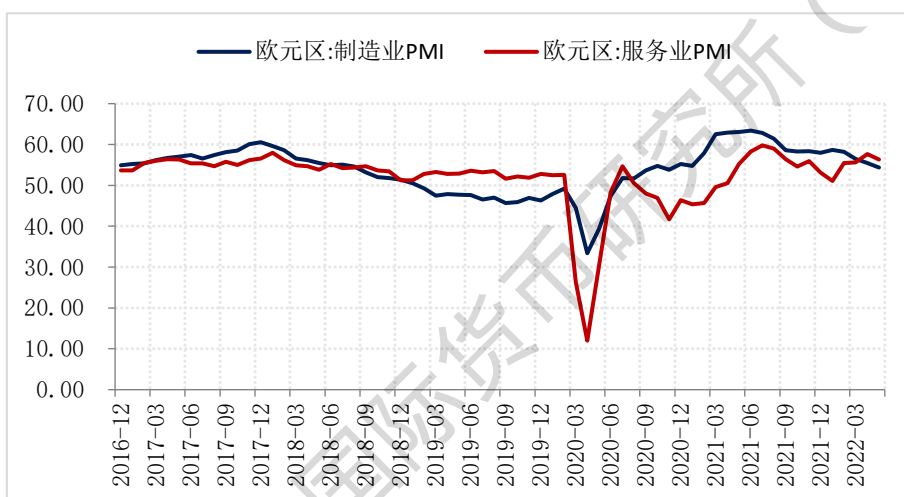


图 6: 欧元区 5 月制造业 PMI 下滑至 54.4

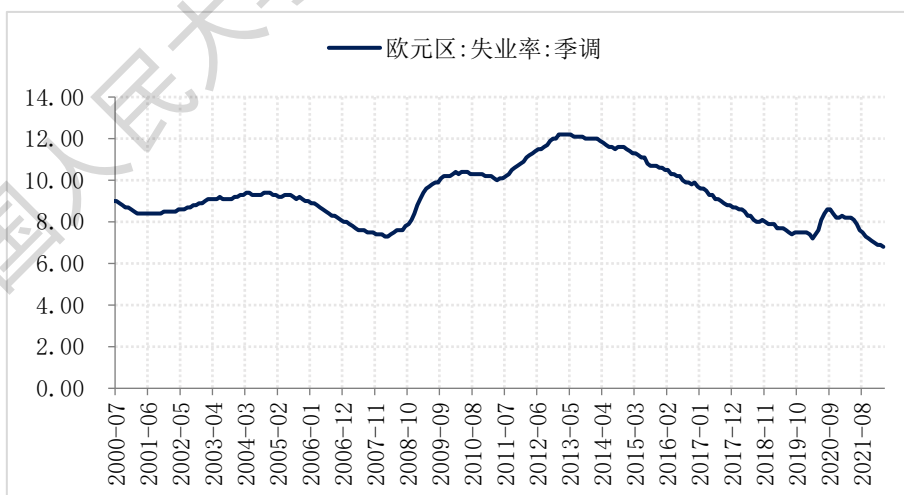


图 7: 欧元区 3 月失业率维持在 6.8% (注: 单位%)

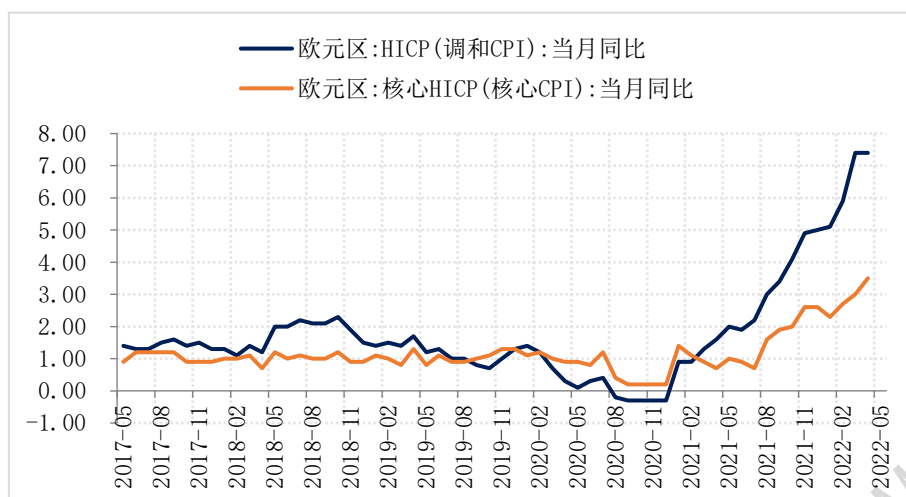


图 8：欧元区 4 月 HICP 同比维持在 7.4%（注：单位%）

（3）日本经济 Q1 再度下滑；输入性通胀压力激增；央行继续维持政策宽松

经济方面，内外需增长乏力，Q1 经济再次下滑。今年一季度日本实际 GDP 环比折年率录得-1%，这是日本经济继去年第三季度后再现下滑。数据显示，内需方面，受疫情影响表现疲软，占日本经济比重二分之一以上的个人消费环比持平。《日本经济新闻》文章称，受疫情影响，日本采取了限制餐饮店营业等防控措施，导致个人消费增长低迷。对外贸易方面，受海外需求拉动，一季度日本出口环比增长 1.1%；受进口价格上涨影响，进口环比增长 3.4%。

通胀方面，输入性通胀压力激增。受全球能源和食品价格激增影响，4 月日本 CPI 同比大幅升至 2.5%，叠加日元兑美元汇率已跌至 20 年低点，进一步加大输入性通胀压力。

货币政策方面，日央行坚持维持政策宽松力度不变。近日日央行行长黑田东彦在日本国会回答提问时表示，日元近期快速大幅贬值

不是因为日本央行的货币政策，并且坚信鉴于疫情持续影响经济，日本需要维持宽松政策不变。

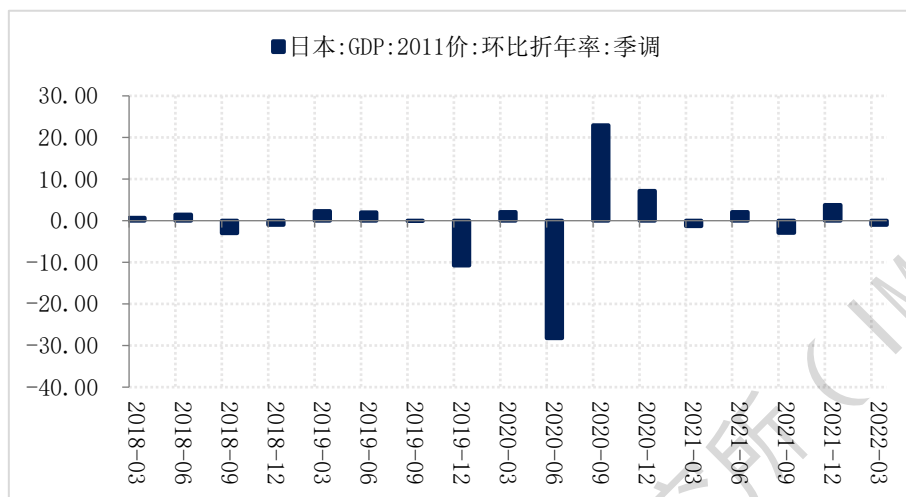


图 9: 2022Q1 日本实际 GDP 环比折年率为-1% (注：单位%)

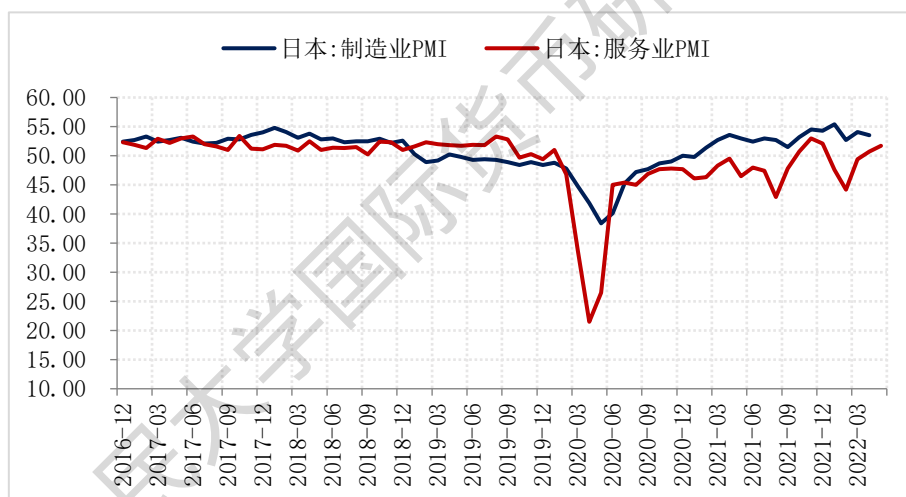


图 10: 日本 4 月制造业 PMI 降至 53.5

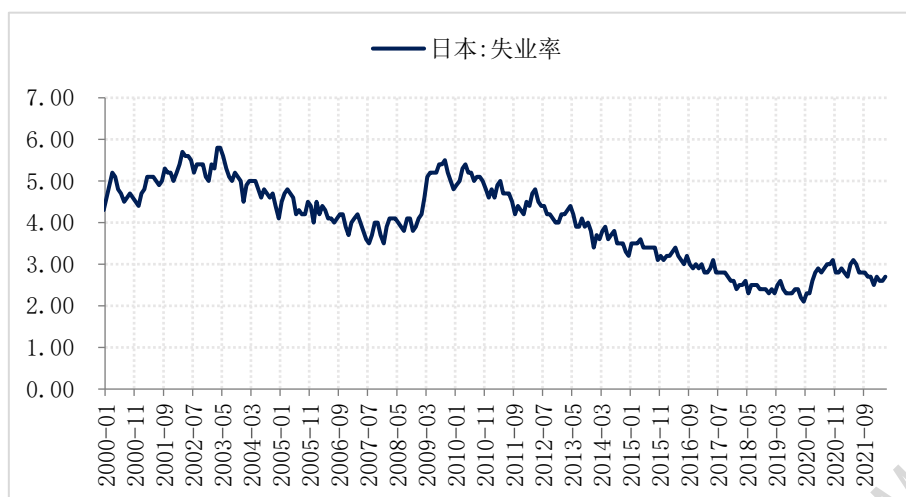


图 11：日本 4 月失业率为 2.7%（注：单位%）

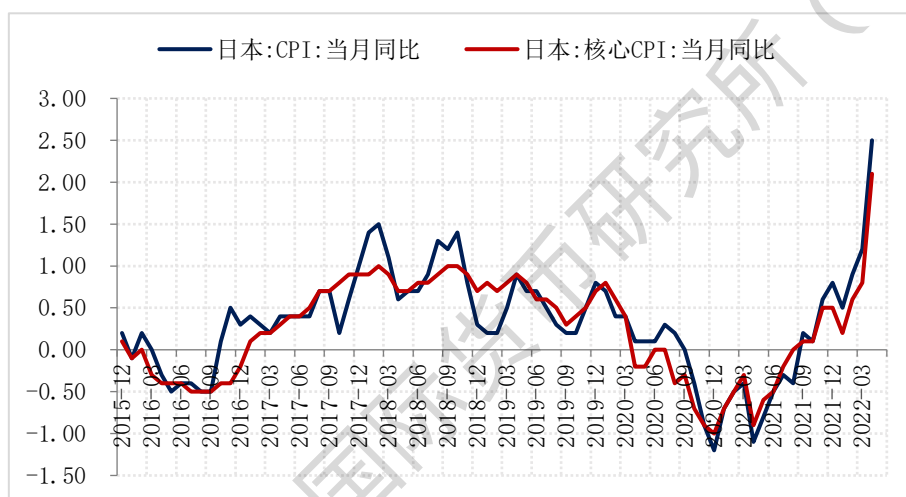


图 12：4 月日本 CPI 同比快速升至 2.5%（注：单位%）

2. 汇率展望：人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱

汇率中期走势仍取决于内部基本面。我们认为人民币汇率贬值需要达到两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱，一旦 PMI 向上，积压加速结汇有望形成对人民币汇率的支撑。首先，人民币汇率目前有约 3000 亿美元的待积压结汇“护体”，背后存在“底气”。其次，企业结汇意愿高低与订单多少相关，所以结不结汇（出口结汇率-进口付汇

率) 与 PMI 走势较为一致。因此, 存在以下三种情景假定:

情景 a: 出口高位+PMI 向上→人民币升值;

情景 b: 出口回落+PMI 向上→人民币或走平;

情景 c: 出口回落+PMI 向下→人民币走弱

当下由于疫情扰动, 3 月 PMI 回落至 50 以下, 当下是情景 C, 汇率有走弱趋势也属正常现象。但由于存在近 3000 亿美元的积压待结汇, 一旦 PMI 向上, 即便出口回落, 企业积压待结汇加速结汇有望形成对出口顺差回落的有效对冲, 经历过 C 后, 有达到情景 B 的可能。汇率的关键还是内需。

(二) 国内宏观²

4 月全国出现疫情的区域较多, 上海疫情严重, 封控严格, 疫情影响了消费场景、居民投资及消费意愿, 区域封锁影响了产业链上下游供给, 房地产从销售、拿地到新开工同比增速均大幅下滑, 基建和制造业投资增速回落, 出口增速回落, 社零增速回落, 整体上 4 月经济数据全面回落, 经济下行压力加大。随着疫情逐步得到控制, 后续经济有望逐步恢复, 但居民的投资、消费的能力和意愿均已受到影响, 短期经济可能难以出现明显反弹。

1. 经济: 受疫情冲击, 经济增速全面回落

(1) 经济数据大幅回落

² 撰写人: IMI 研究员孙超

4 月全国出现疫情区域较多，特别是上海区域疫情严重，长三角区域制造业产业链受到冲击，投资、消费、出口等经济数据均大幅下行，经济面临的下行压力很大。稳增长政策持续加码，随着疫情逐步得到控制，复工复产持续推进，后续经济有望逐步恢复。但疫情已明显影响了居民的投资和消费意愿，短期经济可能难以出现明显反弹。

(2) 工业增加值增速转负

4 月份规模以上工业增加值同比-2.9%，较 3 月下降 7.9 个百分点。分三大门类看，采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业同比增速分别为 9.5%、-4.6%和 1.5%，增速均明显回落，上游增速下降幅度小于下游。分行业来看，煤炭开采和洗选业、通用设备制造业、专用设备制造业、汽车制造业当月同比增速分别为 13.2%、-15.8%、-5.5%、-31.8%，分别较前值下降 3.5 个、15.1 个、13.1 个、30.8 个百分点。4 月上海疫情严重，作为上海的支柱产业的汽车制造业、通用设备制造业、专用设备制造业受影响更严重。

(3) 房地产销售同比大幅下降，基建和制造业投资增速回落

1-4 月固定资产投资累计同比增速 6.8%，前值 9.3%，固定资产投资增速下滑。具体来看，1-4 月基建（狭义）、房地产、制造业投资累计增速分别为 6.5%、-2.7%和 12.2%，前值分别为 8.5%、0.7%、15.6%，房地产投资增速继续下滑，基建和制造业投资虽增速下滑但保持一定韧性。

制造业投资增速回落，但仍有韧性。1-4 月通用设备制造业、专用设备制造业、电气机械和器材制造业、计算机及通信和其他电子设备

备制造业、食品制造业、农副食品加工业投资增速均在 20%以上，另外化学原料和化学制品制造业、金属制品业增速也较快。但除受疫情影响外，当前经济增长仍面临“三重压力”，后续制造投资仍面临下行压力。

房地产从销售、投资、新开工数据全面下滑。销售方面，商品房销售面积和金额 4 月同比分别为-39.0%和-46.6%，较 3 月的-17.7%和-26.2%进一步下滑。土地购置面积当月同比为-57.28%，前值为-41%。新开工面积 4 月同比-44.2%，3 月为-22.3%。疫情对居民的购房意愿、购房能力及购房场景都产生了很大影响。

基建投资受疫情影响短暂下滑，财政部要求地方专项债要在 6 月底之前基本发完，另外城投平台融资政策边际放松，基建投资作为逆周期调节经济的重要抓手，疫情得到控制后增速有望迅速反弹。

(4) 消费受疫情冲击明显

4 月社会消费品零售总额同比下降 11.1%，前值为-3.5%。其中，除汽车以外的消费品零售额同比下降 8.4%。可选消费下降幅度较大，化妆品、金银珠宝、通讯器材等 4 月同比下降幅度超过 20%，另外汽车消费同比下降幅度达到 31.6%；必选消费相对稳定。4 月份疫情严重，疫情通过场景、物流、居民收入和预期等途径对消费产生明显影响。

(5) 受疫情影响，出口数据转弱

按美元计价，4 月份出口总值 2736.2 亿美元，同比增长 3.9%，前值为 14.7%，进口总值 2225.0 亿美元，与上年同期持平，前值为-

0.1%。

受疫情影响，4月出口增速大幅回落。分地区看，4月中国对美国、欧盟、日本、东盟出口增速分别为9.4%、7.9%、-9.4%、7.8%，较前值分别回落13.0个、13.5个、19.1个、2.8个百分点；分别产品看，纺织纱线和织物及其制品、服装及衣着附件、机电产品、高新技术小产品出口同比增速分别为0.86%、1.89%、-0.1%、-5.0%，分别下降21.4个、8.6个、11.2个、14.6个百分点。进口方面，主要产品进口金额同比增速涨跌不一，价格因素发挥支撑作用。

整体上4月由于受到疫情冲击，国内部分区域生产经营停滞，全国生产供应链受阻，港口运营活动亦受到影响，出口增速下跌明显，而内需偏弱，以油价为代表的部分产品进口金额上行是主要受价格扰动的影响。

2. 通胀：CPI 同比抬升，PPI 同比继续回落

(1) CPI 同比抬升

4月份，受国内疫情及国际大宗商品价格持续上涨等因素影响，CPI 同比上涨2.1%，前值1.5%，环比上涨0.4%。CPI 食品同比1.9%，回升3.4个百分点，环比上涨0.9%。其中，猪价环比1.5%，连续3个月回落后小幅反弹；菜价环比-3.5%，春夏应季蔬菜大量上市，供给相对充足；鲜果价格环比5.2%，为近年来同期最高涨幅；粮食价格环比0.7%，涨幅为历史偏高水平，主要系俄乌冲突导致国际小麦玉米价格高位运行。CPI 非食品同比2.2%，持平于前值，环比0.2%，受国际

油价上涨，汽油和柴油上涨价格较大；服务价格环比 0.1%，同比上涨 0.8%，同比增速走低 0.3 个百分点，主要受疫情影响，服务消费受冲击明显。4 月扣除食品和能源价格的核心 CPI 稳中有降，同比上涨 0.9%，涨幅比上月回落 0.2 个百分点，实体需求弱。整体来看当前猪肉价格低位仍使 CPI 增速处于低位，但未来猪肉价格对 CPI 拖累将减弱，同时国际农产品价格上涨将一定程度传导至国内，CPI 或将保持上升态势。

(2) PPI 同比继续回落

4 月 PPI 同比上涨 8.0%，前值 8.3%。从环比看，PPI 上涨 0.6%，涨幅比上月回落 0.5 个百分点。其中，生产资料价格环比上涨 0.8%，涨幅回落 0.6 个百分点；生活资料环比价格上涨 0.2%，涨幅与上月相同。国际原油、有色金属等大宗商品价格高位震荡，国内相关行业价格涨幅回落。其中石油煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 3.5%，涨幅回落 4.4 个百分点；有色金属冶炼和压延加工业价格环比上涨 0.8%，涨幅回落 1.9 个百分点。5 月以原油为代表的大宗商品价格总体高位震荡，叠加基数原因，预计 5 月 PPI 环比涨幅收窄、同比继续回落。

3. 金融：社融增量大幅低于预期，信贷结构不佳

4 月新增人民币贷款 6454 亿元，社会融资规模 9102 亿元，M2 同比 10.5%，M1 同比 5.1%。4 月社融存量同比 10.2%，比 3 月回落 0.4 个百分点。

(1) 4 月社融增量大幅低于预期

4 月社融大幅低于市场预期，结构上主要受信贷拖累。具体看，4 月社会融资规模 9102 亿元，同比少增 9468 亿元，4 月新增人民币贷款 6454 亿元，同比少增 8246 亿元。4 月政府债券融资 3912 亿元，同比多增 173 亿元。非标融资同比少减 519 亿元、企业债券融资同比少增 145 亿元，企业股票融资同比多增 352 亿元。

(2) 信贷结构不佳

贷款结构上，居民贷款负增长，企业贷款总量不足，期限结构业不佳。4 月居民贷款新增-2170 亿元，为历史同期首次净减少，同比多减 7453 亿元，其中居民短期和中长期贷款分别同比多减 2221 亿元、5232 亿元。4 月非金融企业贷款新增 5784 亿元，同比少增 1768 亿元。4 月企业短期贷款和票据融资分别新增-1948 亿元和 5148 亿元，同比分别少减 199 和多增 2437 亿元，中长期贷款 2652 亿元，同比少增 3953 亿元。4 月社融总量和信贷结构均不佳，疫情是首要原因，其次地产行业本身仍处于下行阶段、前期信贷项目过分挖掘以及留抵退税等因素业对当月社融总量和信贷结构产生了不利影响。

(3) M1、M2 剪刀差扩大

4 月 M2 同比增长 10.5%，与前值相比回升 0.8 个百分点；M1 同比增长 5.1%，与前值相比回升 0.4 个百分点。4 月 M1-M2 剪刀差负向小幅走阔，可能表明在疫情冲击下资金使用效率有所恶化。4 月新增财政存款少于往年同期，一方面可能是受税基减少和减税降费影响，财政收入有所减少；另一方面可能是财政通过加大支出托底经济的力

度有所加大。

（三）商业银行³

1. 5 年期以上 LPR 下降 15 个基点；首套房贷利率下限下调 20 个基点；四大行拟开展养老储蓄试点

（1）5 年期以上 LPR 下降 15 个基点；首套房贷利率下限下调 20 个基点

2022 年 5 月 20 日，央行最新公布的贷款市场报价利率（LPR）结果显示，1 年期 LPR 报 3.7%，与上次持平；5 年期以上品种报 4.45%，较上次下降 15 个基点。

这是自从 LPR 报价形成机制改革以来，5 年期以上 LPR 的最大单次降幅，也是首次出现 1 年期 LPR 不降、5 年期以上 LPR 下降的非对称变化。作为中长期贷款定价的参考，5 年期以上 LPR 下降在一定程度上有助于降低企业中长期贷款成本，激发中长期融资需求，提振实体经济恢复生产、扩大投资的信心。在疫情影响下，实体经济经营困难，5 年期以上 LPR 下降在一定程度上体现了金融部门为实体经济纾困。

但考虑到 5 年期以上的企业中长期贷款以及基建贷款整体占比较小，因此此次 5 年期以上 LPR 下降主要影响的是个人住房贷款。而在 LPR 公布的前一周，人民银行、银保监会于 5 月 15 日发布《关

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，对于贷款购买普通住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。政策调整后，首套房贷利率下限由原先的不低于相应期限贷款市场报价利率，调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点。

将上述两条新闻结合来看，首套房贷利率下限下调 20 个基点，主要作用于新发放的商业性个人住房贷款；而 5 年期以上 LPR 下降 15 个基点，既对新增的住房按揭贷款产生影响，又能惠及存量的住房贷款。五年期 LPR 已经降至 4.45%，那么按照新政策下调 20 个基点，部分地区的首套房贷利率最低达到 4.25%。这有助于减轻居民的房贷压力，支持刚性和改善性住房需求，促进房地产市场平稳发展。

(2) 四大行拟开展养老储蓄试点

2022 年 5 月 13 日，银保监会通气会上相关负责人介绍，为进一步丰富第三支柱养老金融产品供给，银保监会正在会同人民银行研究推出特定养老储蓄业务试点。初步拟由工、农、中、建四家大型银行在部分城市开展试点，单家银行试点规模初步考虑为 100 亿元，试点期限暂定一年。特定养老储蓄产品包括整存整取、零存整取和整存零取三种类型，产品期限分为 5 年、10 年、15 年和 20 年四档。

在个人养老金制度建设的新格局下，保险公司、公募基金、理财公司均推出相应的养老金融产品，且通过试点取得一定成效或反馈。即将试点的养老储蓄业务则是商业银行结合自身优势和特点，积极参

与养老金制度建设的尝试。特定养老储蓄业务兼顾普惠性和养老性，产品期限长、收益稳定，本息有保障，可满足低风险偏好居民的养老需求。养老储蓄产品可充分体现养老属性，稳定的收益以及较长的产品期限符合居民长期养老需求和生命周期特点。从而有助于打通商业银行储蓄存款与养老金融之间的转化路径，提升银行在投管业务的份额。

与目前正在试点的其他养老金融产品相比，养老储蓄侧重“保本保收益”，期限长，波动小但是收益率可能相对较低，因此更适合风险偏好较低的客户。一方面，养老储蓄产品期限长，试点产品期限分为5年、10年、15年和20年四档。而商业银行资产投向以固收领域为主，权益类资产占比较低，我国债券市场又缺乏相匹配的长期资产，因此养老储蓄产品恐难实现较高的收益率。二是灵活性相对不足。试点养老储蓄产品主要包括“整存整取”“零存整取”和“整存零取”三类，且在资产配置选择上较为单一，产品灵活性和个性化方面不及养老目标基金、养老理财等其他养老金融产品。

(3) 央行下调金融机构存款准备金率

4月15日，中国人民银行宣布，将于4月25日下调金融机构存款准备金率0.25个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。同时，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25个百分点。法定存款准备金率是银行的资金成本，降准通过降低实际存款利率而间接减少了负债成本。通过降准来降低资金成本，以及上

文提到的通过少提拨备来降低信用成本，都是从银行的成本端发力，想办法降低银行的成本，最后，再通过降低对企业客户的利率或收费，将节省下来的成本让渡给企业，从而实现降低综合融资成本的目标。因此，从政策意图上看，当局有意让银行维持利润，这样才有能力覆盖可能的风险、补充资本、进行分红。否则，如果银行盈利能力太差，就会影响到其股票估值，进而影响银行的经营以及对实体经济的支持。

2. 2022 年 4 月货币金融数据分析

2022 年 4 月末，基础货币余额为 32.68 万亿元，全月减少 8635 亿元。其中，现金（货币发行）增加 119 亿元，银行的存款准备金减少 9097 亿元，非金融机构存款增加 344 亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 9188 亿元，财政支出等财政因素投放货币 1327 亿元，其他资产减少 268 亿元。

4 月末的 M2 余额为 249.97 万亿元，同比增速为 10.5%，较上月提升 0.8 个百分点。按不含货基的老口径统计，4 月份 M2 增加 2314 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 3884 亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 8086 亿元；银行自营购买企业债券派生 M2 约 801 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 1.03 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）；外汇占款回笼 M2 约 176 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	485	外占	-176
单位活期	-9,409	债券	801
单位定期	9,041	贷款	3,884
个人	-7,055	财政	8,068
非银	9,252	其他（非银、非标等）	-10,263
合计	2,314	合计	2,314

（四）资本市场⁴

1. 股市：探底反弹，难一蹴而就

（1）基本面更新

整个 5 月份，A 股市场经历今年以来最像样的一次反弹，在风偏的修复下，基本所有版块雨露均沾，整体风格成长优于价值。通胀方面，目前以猪肉为主食品价格仍拖累整体 CPI，3、4 月份疫情爆发，物流受阻，囤货增加，蔬菜、猪肉价格均有上行，目前有明显抬头趋势。受俄乌战争影响，粮食价格仍在高位徘徊，预期 5 月 CPI 继续抬升。本月大宗商品价格高位波动，特别的是油价 5 月持续升高，需关注输入性通胀风险，以及上游资源品价格对中下游企业的影响。总体上，南华指数、CRB 指数和同比增速均高位波动，略有上行。在供给不足情况下，预计大宗商品价格仍高位震荡，但煤炭限价政策下或

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

难在上行冲高，预计 5 月份 PPI 或仍维持高位，但是对于货币政策在总量和结构上宽松不会造成影响。

5 月制造业 PMI 指数录得 49.6%（前值 47.4%），非制造业商务活动指数 47.8%（前值 41.9%），综合 PMI 产出指数录得 48.4%（前值 42.7%），略高于预期。疫情冲击缓解，供需两端景气度均有所回升。生产和新订单 PMI 分别为 49.7%和 48.2%，较上月回升 5.3 和 5.6 个百分点，有所恢复但仍低于枯荣线。行业来看，专用设备、汽车等前期生产能力受损较为严重的行业生产 PMI 升至枯荣线以上，后续有望实现补产增产；石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品、黑色金属冶炼及压延加工等上游采掘或原材料行业新订单 PMI 上升至扩张区间。

国外方面，5 月以来，美股 2022 年一季度业绩已基本披露完成，从基数效应和增长放缓的角度来看，美股盈利放缓本身也在意料之内，但是叠加通胀和紧缩的担忧，一季度业绩期披露期间部分龙头公司盈利及未来指引大幅不及预期引发了市场对于后续增长大幅放缓甚至衰退的担忧，例如亚马逊、苹果、沃尔玛及塔吉特等，加剧了近期美股的抛售。美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值 57.5，低于修正后前值（59.2）和预期（57.7）。分项来看，供应时间、购进价格、就业有所抬升，显示价格压力持续走高，供应矛盾再度加剧；新订单、新出口订单、产出、库存等有所回落，产能或仍受供应短缺的限制。5 月 Markit 服务业 PMI 初值回落至 53.5，低于前值 55.6，为今年 1 月以来的最低水平，显示消费者需求或有所下降。欧元区 5 月制造业 PMI 初值

54.4，低于前值 55.5，创 2020 年 11 月以来最低水平。分项来看，供应时间抬升明显，供应压力进一步增加；购进价格回落，但仍处于相对高位，通胀压力仍存；库存水平有所抬升，新订单及在手订单回落。5 月 Markit 服务业 PMI 初值回落至 56.3，低于前值 57.7。通胀方面，4 月美国 CPI 同比 8.3%（前值 8.5%），核心 CPI 同比 6.2%（前值 6.5%）均见顶回落，但该数据并未好于预期。

（2）市场回顾与展望

五月以来，A 股市场迎来了今年最像样的一次反弹，从财经委喊话加强基础设施建设及政治局会议召开表达稳增长、稳预期的关切，市场于近 2800 的点位终于开启触底反弹的窗口。随着宏观环境边际的重要变化，市场总体的交易逻辑开始切换，风偏逐步得以一定程度上的修复。在上海疫情管控逐步见效、复工复产逐步推进、海外利率和通胀阶段性见顶、国内稳增长政策持续推出并有望真正落地的变化下，我们认为市场总体在这个阶段已经探明了本轮熊市的底部，并在 5 月份已兑现了一部分反弹行情。从长期来看，风险还未完全消散，俄乌战争的持续、新冠疫情的演绎以及中美关系的不确定性仍然存在，但短期不会成为市场交易的主要矛盾。

展望后市，随着经济企稳回升的预期升温，市场风偏的修复，短期市场的风险得以缓释，但市场的反转很难一蹴而就，这次我们很难看到 2020 年同样由于疫情导致的“深 V”反转。一方面，由于过去一段时间油价持续上行以及美股盈利放缓导致外部环境短期隐忧仍然存在，另一方面，由于这次疫情冲击更复杂，企业和居民受损严重，

受疫情干扰下的基本面回暖并不顺畅等因素，短期基本面数据（地产、信贷）还未明确证实反转，这些都构成了短期市场迅速收复前四个月跌幅的压制因素，因此在宽基指数经历 10% 的反弹之后，短期市场大概率会形成一定程度的轮动行情。对于绝对收益投资者，我们建议短期控制仓位，优化结构，谨慎追高。对于相对收益投资者，我们认为在复苏主线下，必选消费和绿电板块接下来会成为稳增长的受益资产。在数据逐步验证，明确经济拐点的基础上，地产产业链也可以加大关注。

2. 债市：利率维持震荡行情，城投债收益率下行

（1）资金面十分宽松，长端利率维持震荡

央行 5 月逆回购净回笼 100 亿元，其中投放 2000 亿元，到期 2100 亿元，另 MLF 等额等价续作 1000 亿元。尽管央行 5 月份公开市场资金净回笼，但在 4 月底降准和央行持续上缴利润、政府大规模留抵退税、信贷投放不畅等因素影响下，5 月资金面相对 4 月份进一步宽松。5 月 DR001、DR007 平均利率分别为 1.36%、1.63%，较 4 月份分别下降 12BP、19BP。

利率债方面，5 月上旬、中旬债市整体比较纠结，利多方面因素主要是资金面十分宽松、4 月经济数据大幅回落，利空方面主要是疫情逐步得到控制、央行下调首套房贷利率基准下限以及 5 年期 LPR 的下调引发市场对宽信用的担忧，5 月上旬、中旬十年国债活跃券收益率在 2.8% 附近窄幅震荡。5 月下旬国务院召开“稳住经济大盘”工

作会议，会议指出当前经济面临的下行压力大，债市做多情绪升温，十年国债活跃券 220003.IB 收益率最低下行至 2.74%。而 5 月底上海和北京本土新冠疫情均近尾声，上海 6 月 1 日全面解封并出台多项措施重振经济，叠加 5 月 PMI 强于预期，5 月最后两个交易日十年国债活跃券 220003.IB 收益率上行至 2.79%。

(2) 中票收益率下行，中长端信用利差进一步压缩

5 月信用债净融资-79.31 亿元，其中发行 6777.71 亿，到期 6527.47 亿元，净融资相对 4 月份下降 2456.5 亿元。5 月份受年报数据发布影响，历年 5 月份净融资相对 4 月份均有明显下滑，2017、2018、2021 年净融资额均为负。

收益率方面，5 月各等级、各期限中票收益率普遍下行。AAA 中票 1 年期、5 年期收益率相对 4 月底分别下行 12BP、14BP 至 2.36%、3.21%；AA+中票 1 年期、5 年期收益率相对 4 月底分别下行 10BP、15BP 至 2.45%、3.36%。从信用利差看，由于短端无风险利率下行幅度更大，5 月底 1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 4 月末分别走阔 10BP、11BP，而 5 年期 AAA、AA+、AA 中票信用利差分别缩窄 7BP、8BP、13BP，中长端信用利差进一步压缩。城投债品种信用利差体现出与中票相同的特征。期限利差方面，由于短端资金利率下行幅度较大，相对 4 月底，5 月末国债 3Y-1Y、国债 10Y-1Y 期限利差分别走阔 11BP、9BP。

整体上，反映出 5 月份在流动性极度宽松背景下，资产荒加剧，在信用债中短期限品种信用利差被压缩至低位后，市场对长端信用债

偏好提升。

(3) 市场展望及配置建议

当前经济下行压力加大，稳增长政策不断加码。3 月份政府工作报告要求“适度超前开展基础设施投资”。4 月份央行“23 条”政策措施要求“支持地方政府适度超前开展基础设施投资，依法依规保障融资平台公司合理融资需求”，5 月初国务院发布《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，目标 2025 年以县城为重要载体的城镇化建设取得重要进展，县城短板弱项进一步补齐补强。此外，5 月份以来银行间流动性十分宽松，资产荒加剧，城投债收益率进一步下行。往后看，政策面，经济下行压力加大背景下基础设施建设的作用不断提升；资金面，在经济尚未明显企稳回升背景下预计将持续宽松，在城投债信用利差已普遍较薄背景下，可以考虑将城投平台信用资质做进一步下沉，久期方面仍建议以中短期为主。

二、宏观经济专题⁵： 中国资本市场：第三种模式

（一）引言

中国资本市场经历了 30 多年的探索，发挥了政府的顶层设计优势，吸收了发达资本市场的规范理论与发展经验，融入了中国经济发展的实践基础与现实需要，正在形成一种有别于传统意义上的市场主导和银行主导的金融体系的第三种模式。本文从中国资本市场的发展逻辑、历史使命以及新模式探索三个方面，系统梳理了资本市场功能的变化及其与中国经济战略转型的深度耦合关系。在此基础上，深入分析当前中国经济发展的新目标、新路径，总结提炼出服务中国经济战略的市场与银行“双峰”主导型金融体系架构下的资本市场发展新模式。发展第三种模式，要将透明度建设作为资本市场改革和发展的重点，充分运用法律机制和市场机制的互补性优势，协同推进资本市场基础设施的完善。

（二）内容提要

1. 中国资本市场的发展逻辑

自创立之初，中国资本市场就承担起满足社会直接融资需要的功能。并始终肩负着为中国实体经济服务的使命。这是由中国的经济体

⁵ 撰写人：中国人民大学中国资本市场研究院院长、财政金融学院教授吴晓求，中国人民大学财政金融学院教授、长江经济带研究院高级研究员何青，中国人民大学经济学院博士后方明浩。本文节选自原载于《财贸经济》2022 年第 5 期的《中国资本市场：第三种模式》。原文链接：
<http://cmj.ajcass.org/Magazine/Show?ID=839>

制和所处的发展阶段所决定的。不同于发达国家的资本市场，中国资本市场从世界发展最快经济体的土壤中孕育而出，缺乏漫长历史的自然演进过程，更没有在犯错和纠错中实现蜕变的转折点。导致早期市场可能出现功能较为单一、制度存在一定缺陷的问题。然而，无论股票发行、对外开放等制度性变革，还是法律制度、多层次资本市场等基础设施建设，中国资本市场长期顺应经济发展战略的需要，既为经济高速发展提供了增长动力，又为高质量发展模式转型推动着科技创新的进步。

2. 中国资本市场的历史使命：服务于国家经济战略转型

改革开放以来，中国在探讨沿海地区对外开放时，提出了“国际大循环”战略。但随着经济规模的快速增长和世界经济形势的变化，中国经济的内部结构也在随之发生变化。表现为对国际市场的依赖程度相对下降，国内市场对经济增长的贡献率则相应地提升。我们需要进一步挖掘中国经济增长的内生性动力，以国内需求作为发展的出发点和落脚点，加快构建完整的内需体系，扩大内需和促进消费。

从基础设施建设、传统工业企业到科技创新、新兴产业，中国经济增长的内生驱动力正在由投资驱动向消费驱动转型。由此需要构建强大的内需体系。具体有两种途径。一是通过国产技术和产品对国外技术和产品进行替代，提升国内产业链、供应链的地位以达到扩大内需的目的。二是通过运用全新的技术创造新的产品和服务，打破国外技术封锁和垄断，实现供给的增加和落后技术的替代。这两种途径都

依赖于国内企业大批量的科技创新。服务科技创新、推动产业升级转型成为中国资本市场发展的新使命。

3. 中国资本市场新探索：第三种模式

中国资本市场过去的发展模式是以融资为主的、金融压抑的、制度缺陷的。现如今，中国资本市场的发展面临三个方面的需要。一是日益多样化的市场需求。二是提升市场财富管理功能的要求。三是积极响应国家发展战略转型的需要。中国进入高质量发展阶段，既要向创新驱动战略转型，推动产业升级，又要维护供应链、产业链安全，构建起强大的内需体系。与此同时，中国要构建现代金融体系。一方面，必然要顺应金融“脱媒”的趋势，充分发挥市场配置资源的效率优势。另一方面，在中国长期以银行体系主导的社会融资模式下，仍需要有效利用信贷资金的规模优势。由此，中国正在探索出一种与经济发展战略相适应的、市场与银行“双峰”主导型金融体系下的资本市场发展新模式。

4. 发展第三种模式的重点：以透明度建设为核心

保持市场竞争性和信息有效性的法制化和透明度，是资本市场存在和发展的基础性要求。透明度建设主要从三个方面入手。一是法律法规的完善和细化。二是监管部门执法能力的提升。三是市场自律体系的形成。前两项都与法律体系密切相关，所以透明度建设可以进一步分为法律机制和市场机制。

法律机制不仅强调法律制度的完善，而且重视如何在法制框架下有效、合理地判罚违规违法行为。行政监管能够促进法律威慑力的形成，并推动法制约束力的内生性，由此引发市场自律行为。随着市场的不断扩大，监管资源越来越显得捉襟见肘，导致监管压力越来越大。在行政监管资源有限的情况下，合理有效的市场机制成为推动透明度建设的重要内生力量。市场机制中起基础性作用的是竞争机制和激励机制。二者共同决定企业或个人的市场回报或机会成本的大小。

三、主要经济数据⁶

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	21-Aug	21-Sep	21-Oct	21-Nov	21-Dec	22-Jan	22-Feb	22-Mar	22-Apr
CPI	同比	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1
PPI	同比	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0
制造业 PMI	指数	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4
工业增加值	累计增长	13.1	11.8	10.9	10.1	9.6		7.5	6.5	4.0
工业企业利润总额	累计同比	49.5	44.7	42.2	38.0	34.3		5.0	8.5	3.5
固定资产投资完成额	累计同比	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9		12.2	9.3	6.8
社会消费品零售总额	同比	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7			-3.5	-11.1
进出口总值	当期值同比	18.9	15.3	17.9	20.5	16.7	19.3	6.1	5.8	0.1
M2	同比	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5
社会融资规模	存量（百亿元）	30529	30805	30945	31190	31413	32003	32112	32563	32646
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	12152	16630	8262	12732	11318	39618	12336	31254	6454

⁶ 撰写人：IMI 助理研究员肖雨。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。

