

IMI 宏观经济 月度分析报告

2023 年第 7 期（总第 75 期）

- 海 外：美核心通胀降温，欧元区经济低迷超预期
- 宏 观：国内经济复苏相对迟滞，需求扩张仍显不足
- 机 构：LPR 利率继续下调 10bp，央行加大再贷款力度
- 市 场：7 月权益市场情绪低迷，市场结构分化明显

本期推荐：人民币国际化与中国企业的汇率风险

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：后续有望由政策引导型稳定转向内生型稳定.....	- 9 -
(二) 国内宏观.....	- 10 -
1. 经济：复苏相对迟缓，下半年有望企稳回升.....	- 11 -
2. 通胀：CPI 继续下探，PPI 同比降幅进一步扩大.....	- 15 -
3. 金融：社融信贷表现较强，“M2-社融”剪刀差走阔.....	- 16 -
(三) 商业银行.....	- 17 -
1. 1 年期和 5 年期 LPR 报价均下调 10 个基点；央行决定增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元；央行发布《中央银行存款账户管理办法》.....	- 17 -
2. 2023 年 6 月货币金融数据分析.....	- 19 -
(四) 资本市场.....	- 20 -
1. 股市.....	- 20 -
2. 债市.....	- 21 -
二、宏观经济专题：人民币国际化与中国企业的汇率风险	- 24 -
(一) 摘要.....	- 24 -
(二) 引言.....	- 24 -
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 -
图 2: 美国 6 月制造业 PMI 降至 46.0	- 4 -
图 3: 美国 6 月 CPI 同比降至 3.0%.....	- 4 -

图 4: 美国 6 月失业率小幅下降至 3.6%	5 -
图 5: Q1 欧元区实际 GDP 环比折年率下修为-0.4%	6 -
图 6: 欧元区 7 月制造业 PMI 降至 42.7, 服务业 PMI 降至 52.4	6 -
图 7: 欧元区 4 月失业率降至 6.5%	7 -
图 8: 欧元区 6 月核心 HICP 同比升至 5.5%	7 -
图 9: 2023Q2 日本实际 GDP 环比折年率 0.9%	8 -
图 10: 日本 6 月服务业 PMI 升至 49.8	8 -
图 11: 日本 6 月失业率降至 2.6%	9 -
图 12: 6 月日本 CPI 同比小幅升至 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: 6 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

美国就业市场延续韧性放缓的趋势，核心通胀明显降温，7月如期加息 25bp。经济方面，最近三个月，非农新增就业平均为 24.4 万，上半年平均为 27.8 万，而去年平均为 39.9 万，但新增就业并不是失速性地回落，即便 6 月新增就业已是 2021 年以来最低，但仍然高出 2015-18 年的月均 19.7 万。通胀方面，6 月核心 CPI 同比从 5.3% 回落至 4.8%，低于海外预期的 5%。货币政策方面，美联储 7 月会议再次加息 25bp，将目标利率升至 5.25-5.5%。欧元区商业活动低迷程度远超预期；核心通胀小幅上升；7 月加息 25bp 几乎板上钉钉。经济方面，7 月，欧元区制造业 PMI 录得 42.7，6 月为 43.6，创 38 个月新低；服务业 PMI 录得 51.1，较前值 52 大幅回落。通胀方面，6 月，欧元区核心 HICP 同比小幅上升至 5.5%，前值 5.3%。货币政策方面，7 月欧央行继续加息 25bp 几乎板上钉钉，但 9 月是否还会加息尚不明朗。日本经济景气度边际下滑，通胀如期小幅上行。经济方面，6 月，日本制造业 PMI 录得 49.8，降至荣枯线以下，前值为 50.6；7 月，日本服务业 PMI 为 53.9，前值 54。通胀方面，6 月，日本 CPI 同比升至 3.3%，符合预期，前值为 3.2%。

¹ 撰写人：张瑜（IMI 研究员）

经济体	指标	2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4			2023Q1			2023Q2		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	5月	
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-1.6			-0.6			3.2			2.6			1.3			-		-
	失业率 (%)	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	3.4	3.7	↑
	CPI (同比, %)	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	4.9	4.0	↓
	货币政策	6月如期暂停加息, 但鹰派指引超预期																	
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	2.9			3.4			1.5			-0.5			-0.4			-		-
	失业率 (%)	6.9	6.8	6.8	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, %)	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	7.0	6.1	↓
	货币政策	7月加息几乎板上钉钉, 9月是否加息仍不明朗																	
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-2.7			5.6			-1.5			0.4			2.7			-		-
	失业率 (%)	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	2.8	2.7	-	↑
	CPI (同比, %)	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	3.5	3.2	↓
	货币政策	目前外界对于7月日央行是否会调整 YCC 存在较大分歧, 但据称日央行认为目前没有必要对 YCC 采取调整行动																	

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业市场延续韧性放缓趋势, 核心通胀明显降温; 联储如期加息 25bp

经济方面, 就业市场延续韧性放缓的趋势。6月, 美国新增非农就业人数 20.9 万, 低于海外预期的 23 万。就业市场韧性放缓的趋势中, “放缓”的表现是, 最近三个月, 非农新增就业平均为 24.4 万,

上半年平均为 27.8 万，而去年平均为 39.9 万；“韧性”的表现是，新增就业并不是失速性地回落，即便 6 月新增就业已是 2021 年以来最低，但仍然高出 2015-18 年的月均 19.7 万。另一方面，失业率再度小幅下行至 3.6%，从 2022 年 3 月以来，失业率一直在 3.4%-3.7% 的历史低位区间窄幅波动，上行趋势不显。

通胀方面，美国核心通胀明显降温。在去年能源（汽油）和食品价格高基数的影响下，美国 6 月整体通胀大幅下行，CPI 同比从 4.1% 大幅回落至 3%，略低于 3.1% 的海外预期；受本月房租、汽车、周期性服务环比涨价放缓影响，核心 CPI 同比也从 5.3% 回落至 4.8%，低于预期的 5%。环比来看，本月的核心通胀涨价压力回到了疫情前的水平，核心 CPI 上涨 0.2%，略低于预期 0.3%，较 1-5 月份 0.4% 的水平明显下了一个台阶，也是 2021 年二季度美国通胀上行期以来，首次回归至疫情前 0.2% 的均值。

货币政策方面，7 月如期加息 25bp，联储对经济前景看法更加积极。美联储 7 月会议再次加息 25bp，将目标利率升至 5.25-5.5%。此外，对当下经济的判断，声明中的措辞从 modest 变为 moderate；对未来经济的预测，鲍威尔表示，工作人员已不再预计经济会衰退，存在实现软着陆的路径。而 6 月会议时，联储工作人员还预计今年底至明年初温和衰退是基准情形。



图 1: 2023Q1 美国 GDP 环比折年率 2%

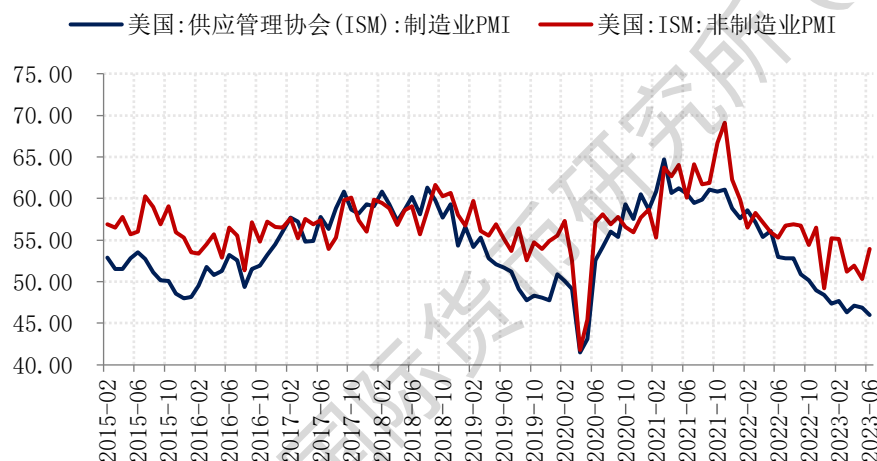


图 2: 美国 6 月制造业 PMI 降至 46.0

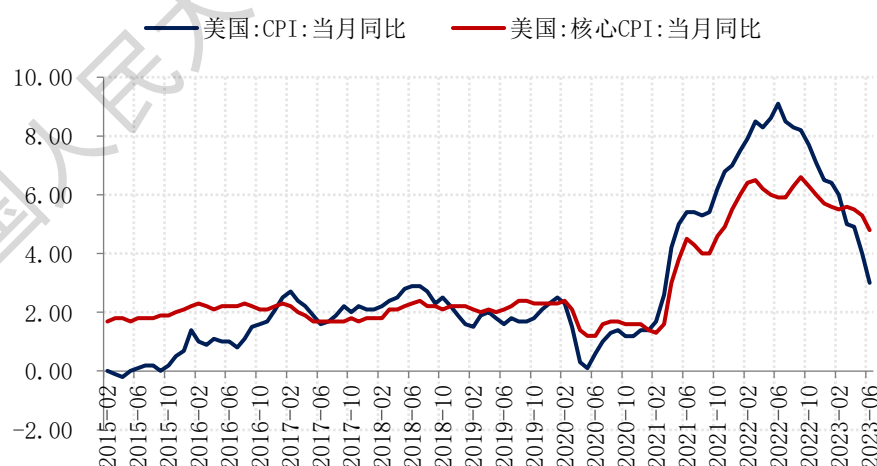


图 3: 美国 6 月 CPI 同比降至 3.0%

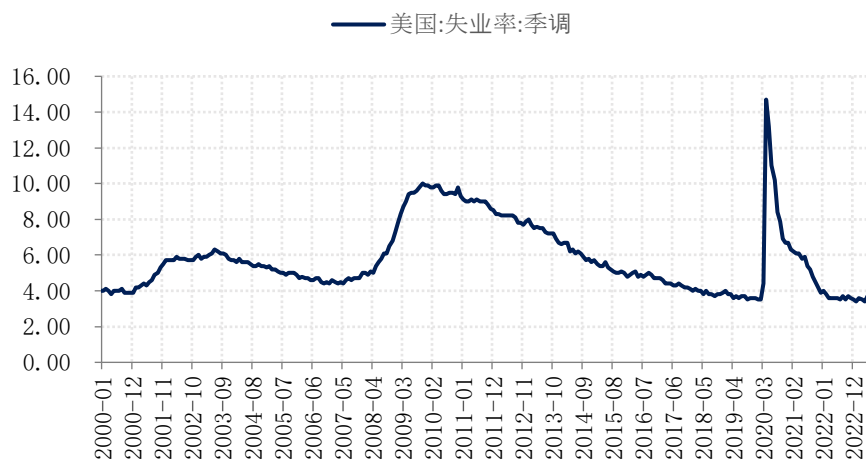


图 4: 美国 6 月失业率小幅下降至 3.6%

(2) 欧元区商业活动低迷程度远超预期；核心通胀小幅上升；

7 月加息 25bp 几乎板上钉钉

欧元区商业活动低迷程度远超预期，制造业创 38 个月来新低，服务业扩张势头明显放缓。7 月，欧元区制造业 PMI 录得 42.7，预期为 43.5，较 6 月的 43.6 进一步下滑，连续 13 个月在 50 荣枯线下方，且创 38 个月来新低，显示制造业前景暗淡；服务业 PMI 录得 51.1，预期值为 51.6，较前值 52 大幅回落，但仍处于荣枯线 50 以上，表明服务业的扩张势头明显放缓。

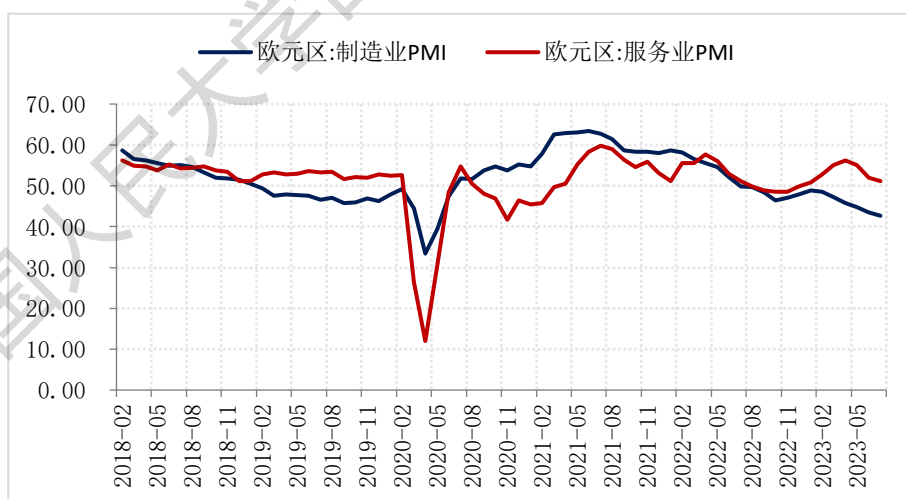
通胀方面，核心通胀有所上行。6 月，欧元区 HICP 同比大幅降至 5.5%，前值为 6.1%；核心 HICP 同比小幅上升至 5.5%，前值 5.3%。

货币政策方面，7 月加息几乎板上钉钉，9 月是否加息仍不明朗。鉴于在 9 月会议之前还有两份通胀数据、一份第二季度 GDP 和到 2025 年的新的经济预期，官员们越来越不愿意对会议结果做出猜测。有的官员释放偏鸽信号，如：7 月 18 日，传统上立场鹰派的欧央行管

委会成员 Klaas Knot 表示：“对于 7 月，我认为（加息）是必要的，至于 7 月之后的任何事情，最多只存在某种可能性，但绝不是确定的。”有的官员给出中立模糊信号，政策偏向不明显，如，欧洲央行管委 Nagel 表示，7 月必须加息，9 月会议将根据数据做决定。考虑到 7 月加息 25bp 几乎已经板上钉钉，目前，市场更关注 7 月欧央行政策会议会给出什么样的前瞻指引。



图 5: Q1 欧元区实际 GDP 环比折年率下修为-0.4%



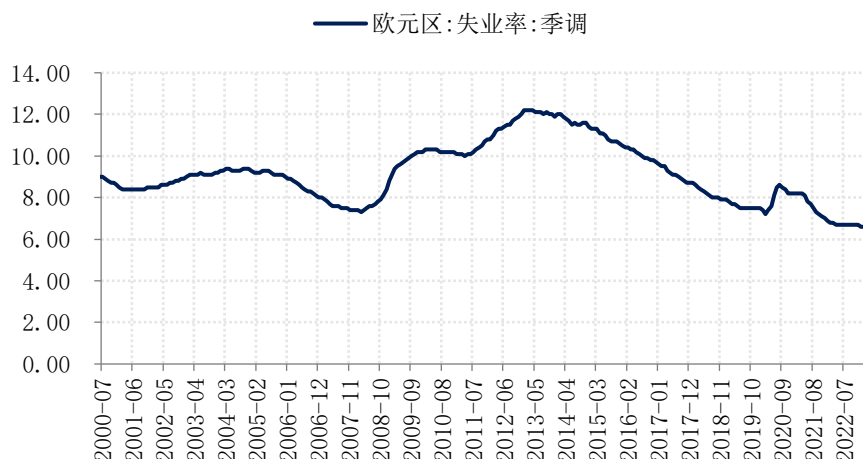


图 7: 欧元区 4 月失业率降至 6.5%

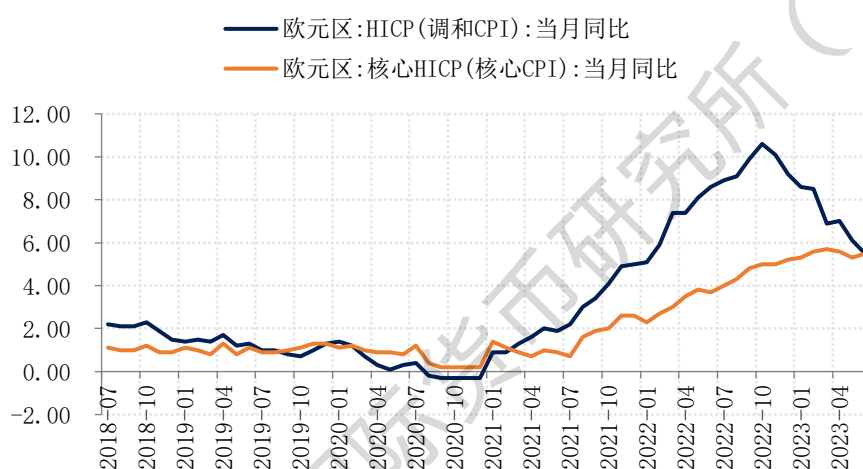


图 8: 欧元区 6 月核心 HICP 同比升至 5.5%

(3) 日本经济服务业景气度边际小幅下滑, 通胀如期小幅上行;

7 月 YCC 是否调整是市场关注焦点

经济方面, 服务业景气度边际小幅下滑, 但仍在荣枯线以上, 或指向经济继续温和复苏。7 月日本 Markit 服务业 PMI 初值录得 53.9, 相比前值为 54 有小幅度的下降, 但仍保持在荣枯线以上。通胀方面, 整体通胀和核心通胀均有所上升。6 月, 日本 CPI 同比升至 3.3%, 前值为 3.2%; 剔除生鲜食品的核心 CPI 同比为 3.3%, 前值为 3.2%。货

币政策方面，目前外界对于 7 月日央行是否会调整 YCC 存在较大分歧，但据称日央行认为目前没有必要对 YCC 采取调整行动。



图 9: 2023Q2 日本实际 GDP 环比折年率 0.9%

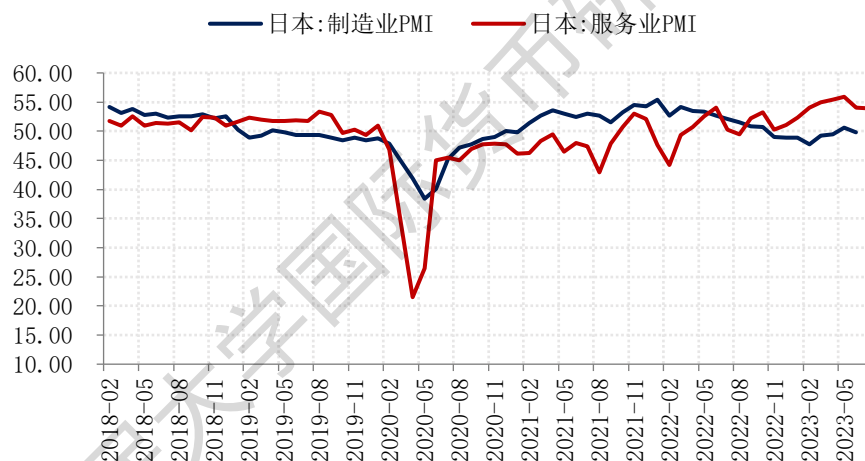


图 10: 日本 6 月服务业 PMI 升至 49.8



图 11: 日本 6 月失业率降至 2.6%

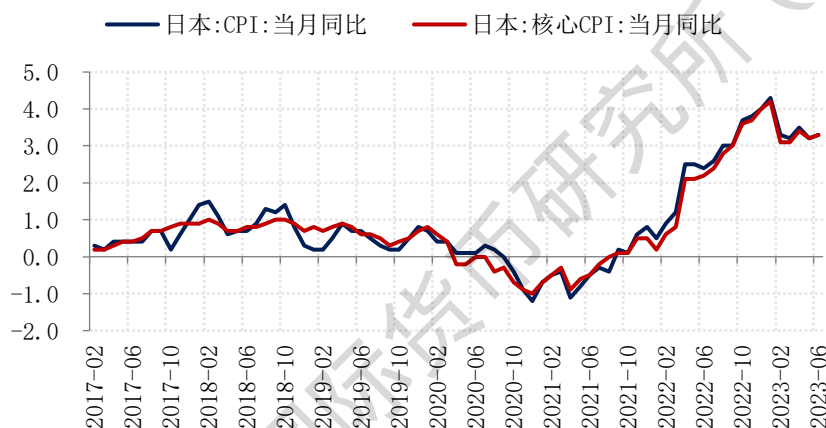


图 12: 6 月日本 CPI 同比小幅升至 3.3%

2. 汇率展望：后续有望由政策引导型稳定转向内生型稳定

短期，从官方近期连续密集出台相关表态、动作来看，短期政策维稳意图逐渐凸显，政策“底”较明确，7.3 是季度阻力位。由于汇率工具刚出手，还有外汇存款准备金率、远期售汇风险准备金率等工具，储备尚充足，如有意图，短期可控性偏强。

中期视角，1) 回头看，当下无论是 USDCNY 单一汇率、还是 CFETS 一篮子汇率，与理论价值中枢的偏离度均较低，偏离幅度都在

3%以内，未积压方向性的贬值压力。2) 当下看，基本面、预期面、交易面尚稳定，并未特别一致地走弱。3) 往前看，汇率既有外部因素、也有内部因素，内部因素定方向，外部因素定幅度。目前，内部方面，我们看到经济有诸多边际乐观的线索，PMI 趋稳，且同环比视角交叉验证，二季度或是经济底部，后续经济有望上行，汇率具备稳定或略升的内部基础。外部方面，美元加息无论是否多一两次都是加息的尾声，出口份额尚未完全回吐，因此人民币后续有望从政策引导型稳定转向内生性稳定。

(二) 国内宏观²

6 月生产表现较好，消费复苏偏弱。具体看，工业生产整体企稳回升，电气机械及器材制造业维持高速增长。投资方面，房地产投资降幅继续扩大，广义基建投资增速小幅提升，制造业投资行业表现分化。消费增速回落，居民储蓄意愿仍较高，消费意愿较低，影响消费支出；相较而言，餐饮消费表现相对较好。往后看，下半年库存周期见底和政策“组合拳”对经济形成一定支撑；但房地产疲软、海外经济衰退导致的外需下滑对经济仍将形成压力。当前通胀压力温和，6 月 CPI 继续下探，主因能源、食品价格下降带动；核心 CPI 涨幅缩小。PPI 方面，同比降幅连续第六个月扩大，创 2015 年 12 月以来的新低，生产资料和生活资料环比双双下降，反映生产放缓、需求不足。往后看，受一揽子政策出台和全球通胀周期共振因素影响，预计 PPI、

² 撰写人：孙超（IMI 研究员）

CPI 有望在 7 月触底，下半年将温和上行。

1. 经济：复苏相对迟缓，下半年有望企稳回升

(1) 当前经济整体仍在筑底过程

二季度 GDP 同比增长 6.3%，增速较一季度提升 1.9 个百分点，但低于市场预期；第一、第二、第三产业 GDP 分别同比增长 3.7%、5.2%和 7.4%；上半年 GDP 同比增长 5.5%。

整体而言，消费、房地产、出口对经济运行拖累明显，基建和高端制造业投资形成一定支撑，生产短期有所企稳。具体看，消费增速回落，居民储蓄意愿仍较高，影响整体消费支出；餐饮消费表现相对较好。投资方面，房地产投资降幅扩大，广义基建投资增速小幅提升，制造业投资行业表现分化。出口增速降幅扩大，外需压力有所显现。工业生产短期企稳，其中电气机械及器材制造业产出增速较高。往后看，下半年库存周期和政策“组合拳”有望形成共振，对经济起到支撑作用；但房地产疲软、海外经济衰退导致的外需下滑对经济仍将形成压力。

(2) 6 月工业生产整体表现较好

6 月工业生产整体表现较好。6 月工业增加值同比 4.4%，增速较 5 月提升 0.9 个百分点；6 月季调环比为 0.68%，前值为 0.63%；1-5 月累计增速 3.8%，较前 5 个月提升 0.2 个百分点，工业生产整体企稳回升。

分三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 1.5%，制造业增

长 4.8%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 4.9%，采矿业增速由负转正，制造业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速较上月均有所提升。从具体行业上看，电气机械及器材制造业增速仍维持 15.4% 高增速，烟草制品业同比增长 19.1%，化学纤维制造业同比增长 9.4%，有色金属冶炼及压延加工业同比增长 9.1%；边际改善最多是烟草制品业，增速较上月提升 15.6 个百分点；受地产影响，家具制造业降幅进一步扩大至 9.3%，上月降幅为 5.5%。分经济类型看，6 月国有控股企业增加值同比增长 5.4%，股份制企业增长 5.9%，私营企业增长 3.2%，私营企业表现弱于国有控股和股份制企业。

(3) 6 月固定资产投资主要由基建、制造业拉动，地产投资仍在低位

6 月份全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长 3.8%，前值为 4.0%。其中，广义基础设施投资同比增长 10.71%，房地产开发投资同比下降 7.9%，制造业投资同比增长 6%；1-5 月分别为 10.07%、-7.2% 和 6.0%。6 月房地产投资降幅继续扩大，广义基建投资增速小幅提升，制造业行业表现分化。

1-6 月广义基础设施投资累计同比增加 10.71%，较 1-5 月提升 0.64 个百分点，但狭义基建累计投资（不含电力）增速下滑至 7.2%，前值为 7.5%。分三大基建类别看，电力热力燃气及水的生产和供应投资维持高速，前 6 月累计同比上涨 27.0%，前值为 27.6%；交运仓储和邮政投资大幅提升，前 6 月投资同比上涨 11.0%，增速较前 4 月上升 4.1 个百分点；水利环境和公共设施管理前 6 月投资同比增长

3.0%，较前 5 个月增速回落 1.7 个百分点。在地方债务风险约束等背景下，狭义基建投资增速仍逐步放缓。

1-6 月制造业累计投资增长 6.0%，增速与前 5 个月持平，但 6 月单月增速高于 5 月。分行业看，增速最快的为电气机械及器材、仪器仪表、汽车、有色金属冶炼及压延加工、化学原料及化学制品，增速分别为 38.9%、24.1%、20.0%、14.2%和 13.9%，表现与工业增加值类似。6 月制造业投资边际改善，于产能利用率低位回升因素相关。

1-6 月房地产开发投资累计同比-7.9%，较前值下降 0.7 个百分点。6 月国房景气指数为 94.06，较 5 月下降 0.5。销售面积、销售金额、新开工面积、施工面积、竣工面积累计同比分别为-5.3%、1.1%、-24.3%、-6.6%、19.0%，较前值全面下滑，分别下降 4.4 个、7.3、1.7、0.4、0.8 个百分点。从累计同比数据来看，新开工面积低位回落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。价格方面，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 0.11%、0.02%、0.02%。6 月楼市成交热度有所回落，销售端价格全面回落，销售面积大幅回落。

(4) 消费复苏偏弱，餐饮消费表现相对较好

6 月社会消费品零售总额增速进一步回落，当月同比 3.1%，较 5 月下降 9.6 个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长 3.7%，较上月回落 7.8 个百分点。基数效应显著减弱，6 月社会消费品零售总额增速全面回落，整体表现不及市场预期。结构上看，餐饮和商品同比分别增长 16.1%和 1.7%，较上月分别回落 8.8 和 19 个百分点，餐饮表

现相对较好。从商品类型来看，必选消费好于可选消费。必选中的粮油、烟酒和中医药表现较好，分别增长 5.4%、9.6%、6.6%；可选消费中服装、体娱用品、通讯器材和金银珠宝表现较好，分别增长 6.9%、9.2%、6.6%和 7.8%。

(5) 进出口增速跌幅进一步扩大

以美元计价，6 月份，我国进出口总值 5000.2 亿美元，同比下降 10.1%。其中，出口总值 2853.2 亿美元，同比下降 12.4%，前值降 7.5%；进口 2147.0 亿美元，同比下降 6.8%，前值下降 4.5%。6 月贸易顺差 706.2 亿美元，前值 657.9 亿美元。

出口方面，从出口国别看，6 月出口东盟、欧盟+英国以及美国降幅均在扩大，同比分别为-16.9%，-12.6%和-23.7%，其中出口美国下降最多，出口欧盟+英国边际下降较快。值得关注的是，本月出口俄罗斯地区的出口同比继续回落至 90.9%，拉动出口增长 1.6%（前值 2.1%）。从主要出口商品来看，6 月主要产品均出现负增长。箱包及其类似容器出口增速跌入收缩区间，录得-5.1%，前值为 1.2%，纺织及制品、服装、玩具、家具及其零件、机电产品、高新技术产品出口降幅进一步扩大，降幅分别为 14.3%、14.5%、27.3%、15.1%、9.0%、16.8%，5 月降幅分别为 14.3%、12.5%、23.0%、14.8%、2.1%、13.9%，仅农产品出口增速跌幅减小，录得-6.6%，前值为-7.4%。

进口方面，6 月进口同比降幅进一步扩大，同比降 6.8%，前值降 4.5%，表明国内需求仍偏弱。具体商品来看，6 月原油、钢材、铜材、铁矿、集成电路进口增速依然为负，分别降 1.4%、25.8%、27.2%、

15.1%、13.6%。

2. 通胀：CPI 继续下探，PPI 同比降幅进一步扩大

(1) CPI 继续下探，核心 CPI 涨幅缩小

6 月 CPI 同比上涨 0.0%，前值 0.2%，环比下降 0.2%。核心 CPI 同比上涨 0.4%，涨幅缩小 0.2 个百分点，环比下降 0.2%。细分结构上看，食品价格环比降幅收窄，能源价格环比继续下降，服务环比价格有所回升。食品烟酒 CPI 同比上涨 2.0%，主要贡献为鲜菜、鲜果，分别同比上涨 10.8%、6.4%，鲜菜环比保持正增长；猪肉仍为拖累项，CPI 同比降 7.2%，环比降 1.3%。非食品方面，服务消费好于商品消费，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，交通工具燃料价格跌幅走扩至 17.6%；“价格战”叠加需求疲弱，机动车价格同比跌幅走阔至 4.3%，连续 12 个月同比下跌；地产疲弱环境下，房租价格同比下跌 0.2%，但环比保持 0.1%正增长。

(2) PPI 同比降幅进一步扩大

6 月 PPI 同比下降 5.4%，前值下降 4.6%；环比下降 0.8%，降幅较上月收窄 0.1 个百分点。受今年煤炭等大宗商品价格回落和去年高基数影响，6 月 PPI 同比降幅连续第六个月扩大，创 2015 年 12 月以后的新低。生产资料同比降 6.8%，前值；生活资料同比降 0.5%，前值，生产资料和生活资料环比双双下降，反映生产放缓、需求不足。分行业看，上游弱于下游，石油天然气开采业同比降 25.6%，煤炭开采和洗选业同比降 19.3%，跌幅均走阔。

上半年通胀温和主要受三个方面因素影响，一是国内需求复苏温和，二是外需下滑，使得过去三年积累的制造业产能可以有效应对国内需求，三是受海外加息周期影响，全球通胀共振下行，减轻了我国输入性通胀的压力。展望看，下半年国内宏观政策有望加码，同时全球经济进入阶段性再通胀周期，预计我国整体通胀将筑底温和回升。

3. 金融：社融信贷表现较强，“M2-社融”剪刀差走阔

6月社会融资规模增量42241亿元，高于预期32179，前值15556亿元；M2同比增长11.3%，前值增11.6%；M1同比增3.1%，前值增4.7%，M2-M1增速差继续走阔，资金活化程度仍需改善。

(1) 6月社融信贷表现较强

6月新增社融增量强于预期，新增人民币贷款明显提升，新增企业债券融资由负转正，政府债券融资形成一定拖累。6月社会融资规模新增42241亿元，同比少增9685亿元，但好于市场预期；社会融资规模存量增速9.0%，比5月下降0.5个百分点。6月新增社融中，人民币贷款新增32413亿元，同比多增1873亿元；政府债券新增5371亿元，同比少增10845亿元，主要受专项债发行节奏和高基数影响。直接融资中，股票融资新增700亿元，同比多增111亿元；企业债券新增2221亿，同比少增125亿元。委托贷款、信托贷款分别同比多增674亿元和324亿元，亦为支撑项。

信贷结构方面，居民部门贷款明显好转，企业部门贷款继续维持高位。金融机构6月新增人民币贷款30500亿元，前值13600亿元。

其中，6月居民贷款增加9639亿元，短期和中长期分别新增4914亿元和4630亿元，居民部门贷款明显好转；6月企业部门贷款新增22803亿元，短期、中长期分别新增7449亿元、15933亿元，为近三年来同期最高值。

(2) M1、M2 增速继续回落，M2-M1 剪刀差走阔

6月M2同比增速为11.3%，较上月收窄0.3个百分点，可能因为政府债供给同比偏低导致银行债券投资有所放缓；M1同比增速3.1%，较上月收窄1.6个百分点。6月M2-M1增速的剪刀差走阔至8.2%，前值为6.9%，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。此外，6月“M2-社融”同比增速剪刀差走阔至2.3%，5月为2.1%，指向实体融资需求仍不强，资金在金融体系仍有淤积。

(三) 商业银行³

1. 1年期和5年期LPR报价均下调10个基点；央行决定增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元；央行发布《中央银行存款账户管理办法》

(1) 1年期和5年期LPR报价均下调10个基点

6月20日，央行授权全国银行间同业拆借中心公布，2023年6月20日贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为3.55%，5年期以上LPR为4.2%，均较上一期下降10个基点。这是2022年8月22

³ 撰写人：王剑（IMI研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

日以来，LPR 首次调整。5 年期以上 LPR 与居民房贷利率挂钩，在当前地产销售再度转弱、居民加杠杆意愿持续低迷和稳增长压力依然较大的情况下，5 年期以上 LPR 下调有助于缩窄与往年房贷执行利率的差距，促进房地产市场平稳发展。

(2) 央行决定增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元

6 月 30 日，央行宣布，决定增加支农支小再贷款、再贴现额度 2000 亿元。其中支农再贷款、支小再贷款、再贴现分别增加额度 400 亿元、1200 亿元、400 亿元，调增后额度分别为 8000 亿元、17600 亿元、7400 亿元。这有助于进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度，发挥精准滴灌作用，降低社会融资成本，促进扩大就业，支持经济内生动力恢复。

(3) 央行发布《中央银行存款账户管理办法》

7 月 7 日，央行发布《中央银行存款账户管理办法》，自 8 月 15 日起施行。办法明确，中国人民银行开展中央银行存款账户管理与服务遵循规范审慎原则、高效便捷原则和公正平等原则。对境内外不同类型机构、内外资机构一视同仁，提供公正、平等的账户服务。办法统一了中央银行存款账户的分类、开户条件和评估标准，提升了获得央行账户服务的可预期性和便捷性；明确了央行存款账户开立、变更、撤销及使用管理要求，实施账户全生命周期管理。办法有助于规范中央银行存款账户服务和管理，提高央行货币结算服务的透明度、公平性和可获得性。

2. 2023 年 6 月货币金融数据分析

2023 年 6 月末，基础货币余额为 36.52 万亿元，全月增加 2.1 万亿元。其中，现金（货币发行）增加 539 亿元，银行的存款准备金增加 2 万亿元，非金融机构存款增加 537 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 1.17 万亿元。财政净支出等财政因素投放基础货币 9143 亿元，其他资产回笼基础货币 195 亿元。

6 月末的 M2 余额 287.3 万亿元，同比增长 11.3%，增速比上月末低 0.3 个百分点。按不含货基的老口径统计，6 月份 M2 增加约 4.85 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 3.42 万亿元，财政净支出等财政因素投放 M2 约 1.36 万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 500 亿元，银行自营资金投向非银和非标等因素派生 M2 约 1290 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 89 亿元。

表 2: 6 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	662	外占	-89
单位活期	19,680	债券	-500
单位定期	3,795	贷款(加回核销和 ABS)	34,163
个人	26,879	财政净支出	13,591

非银	-2,561	其他（非银、非标等）	1,290
合计	48,455	合计	48,455

（四）资本市场⁴

1. 股市

（1）市场回顾

7月，权益市场情绪相对低迷。资金供给端，7月（截至24日），融资业务余额1.5万亿元，新成立偏股型基金97.3亿份，北上资金净流入31.6亿元，均较上月回落。资金需求端，7月（截至24日），7月IPO规模325.4亿元，解禁和大股东减持分别为4448.6亿元和393.7亿元，均较上月回落。成交上，全A日均成交额回落至8244.9亿元，6月为9594.2亿元。指数方面，7月（截至24日），上证指数跌1.18%，深证成指跌2.53%，创业板指跌3.07%；上证指数、深证成指和创业板指的PE估值分别位于历史40.04%、1.87%和2.28%分位数。

市场结构分化较为明显，大盘、周期、红利风格相对韧性，成长风格下跌。石油石化、纺织服装、农林牧渔涨幅居前，锆镓、磷化工、化学原料等有色化工概念板块领涨。近20个交易日，石油石化/综合金融/纺织服装/农林牧渔涨幅超5%，煤炭/基础化工/有色金属/房地产/钢铁涨超3%，主要源于市场对稳经济政策预期加大；锆镓/磷化工/

⁴ 撰写人：孙超（IMI研究员）

化学原料精选指数涨幅超 8%，另外养殖业相关概念板块亦表现较佳。TMT 跌幅居前。

(2) 市场展望及配置建议

展望后市，国内经济基本面仍处于缓慢修复的进程中，政策端保持一定定力，加大现代化产业体系建设，并从支持民营经济及平台企业发展、绿色低碳转型、城中村建设等方面逐步进行布局；海外方面，欧美加息紧缩进程仍未停止，但整体接近尾声。目前市场整体估值调整至历史低位，下行空间有限，结构性机会仍存在。行业方面，建议关注：1) 短期建议关注超跌反弹与业绩及政策博弈的结构性机会；2) 成长风格中科技创新、数字经济等主题中挖掘业绩增长预期较高的龙头企业；3) 股息率高且具备优质现金流的领域，低估值国央企仍有修复空间。

2. 债市

(1) 资金面显示出收敛迹象，长端利率下行

流动性方面，央行 7 月（截至 7 月 21 日）净回笼 10540 亿元。其中，逆回购净回笼 10570 亿元，投放 1560 亿元、到期 12130 亿元；MLF 净投放 30 亿元，投放 1030 亿元、到期 1000 亿元。7 月资金面整体平稳，银行间流动性仍较充裕。7 月（截至 21 日）DR001、DR007 平均利率分别为 1.29%、1.78%，较 6 月平均分别下行 15BP、10BP。

利率债方面，7 月利率整体下行，国债短端利率下行幅度大于长端。截至 7 月 21 日，1 年期国债到期收益率下行 13.33BP 至 1.7472，

10 年期国债到期收益率下行 2.06BP 至 2.6109%；1 年期国开债到期收益率下行 3.99BP 至 2.0652%，10 年国开到期收益率下行 4.03BP 至 2.7298。长端利率下行主要情绪面和资金面影响，包括投资者止盈、博弈稳经济政策和资金偏紧等因素影响。7 月 24 日，10 年期国债收益率向下突破 2.6%，7 月政治局会议通稿公布后迅速上行 4BP 至 2.63%。

(2) 中票收益率上行，长期信用利差走阔，期限利差普遍走窄

信用债方面，7 月（截至 21 日）信用债（企业债、公司债、短融、中票、定向工具）净融资 747.37 亿元，其中发行 7,830.40 亿元，到期 7,083.03 亿元，净融资相对 6 月同期减少 2276.67 亿元，相较 2022 年同期增长 210.28 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 7 月 21 日，AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 6 月底分别下行 9.79BP、8.18BP、5.76BP 至 2.37%、2.68%、2.99%；AA+ 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 6 月底分别下 10.27BP、8.17BP、6.77BP 至 2.46%、2.95%、3.33%。信用利差方面，7 月信用利差全面下行，短端下行幅度大于长端。截至 7 月 21 日，1 年期 AAA、AA+ 中票信用利差相对 6 月末分别压缩 10.51BP、11.85BP 至 32.26BP、42.61BP；5 年期 AAA、AA+ 中票信用利差分别压缩 5.37BP、4.07BP 至 54.92BP、83.29BP。期限利差方面，7 月期限利差走阔。截至 7 月 21 日，国债 5Y-1Y、5Y-3Y、10Y-1Y 期限利差分别相较 6 月底变动 12.96BP、-1.89BP、12.15BP。整体上看，7 月利多因素较多，债市走

强，机构配置情绪积极。

(3) 市场展望及配置建议

7月重要会议重提“逆周期调节”，明确“加大宏观政策调控力度”，应对当前复杂经济环境，从“扩大内需、提振信心、防范风险”三个层面进行政策部署。在地方政府债务方面，从“严控新增隐性债务”转为“制定实施一揽子化债方案”，对地方政府债务风险的重视程度提升。在房地产方面，会议通稿未提“房住不炒”，同时提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策”，我们预计地产需求端政策有边际优化的空间。整体而言，“扩内需”的优先级提升，对应“产业升级”的优先级相对下降。

往后看，目前货币政策宽松较确定，后续还有加码空间，可能有进一步降准降息预期，在此流动性环境下债市难言转向，上行空间有限，以震荡为主。短期关注宽信用政策预期对债市情绪扰动，关注后续增量政策措施的出台及政策效果，如地产方面，在居民购房需求不足的情况下，政策是否能真正刺激到销售及新开工数据。如高频数据不见改善，市场又将会重新回到博弈货币政策以及配置需求的逻辑上。中期看，实体融资需求弱、信用债配置压力大情况大概率延续。中期关注经济基本面边际变化。

二、宏观经济专题⁵： 人民币国际化与中国企业的汇率风险

（一）摘要

有序推进人民币国际化的过程中要统筹发展与安全。本文基于微观企业视角，评估了人民币国际化的成败得失，研究发现，人民币国际化能够显著降低中国企业的汇率风险，主要体现为对非美元货币的汇率风险，对美元汇率风险的暴露程度则会随着人民币国际化推进而提升。本文的结果在控制宏观经济变量、考虑工具变量以及一系列其他稳健性检验后仍然成立。研究表明，在美元依然处于国际货币体系核心位置时，人民币国际化可以通过非大宗商品计价和对冲工具供给帮助企业缓解其面临的汇率风险，但依然要对美元汇率波动给予高度重视。异质性分析发现，人民币国际化的作用在异质性强的产品、低市场话语权的企业、高国际竞争强度的行业中更为显著。本文的研究在理论上丰富了人民币国际化成本和收益的讨论，拓展了宏观因素如何影响企业汇率风险的相关文献，还在实践上为新时期人民币国际化的推进提供了来自微观企业的证据。

（二）引言

党的二十大报告明确提出有序推进人民币国际化。这表明，人民币国际化从“稳慎推进”步入到“有序推进”的发展新阶段。一方面，

⁵ 撰写人：中国社会科学院金融研究所助理研究员张策；中国人民大学财政金融学院梁柏林；中国人民大学财政金融学院教授何青。本文原载于《中国工业经济》2023年第3期的《人民币国际化与中国企业的汇率风险》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/show/?id=87076>

这是对人民币国际化过去成绩的肯定。根据中国人民大学国际货币研究所历年发布的《人民币国际化报告》，2010—2021 年人民币国际化指数整体呈现上升态势。另一方面，“有序推进人民币国际化”也强调现阶段人民币国际化迎来了难得的历史机遇。近年来，美国的财政赤字连年攀升，透支了美元的全球信用。根据美国国会预算办公室（CBO）发布的《财政预算与经济展望（2022—2032）》，2032 年美国将累计 15.6 万亿美元政府赤字，约占当年 GDP 的 6.1%。美国的宽松政策已引发一系列尾部风险和外溢效应，对全球经济尤其是新兴市场国家产生了巨大冲击，受到众多学者的关注（Aizenman and Ito, 2020；赵宣凯等，2022）。全球对美元霸权的不满和质疑自 2008 年国际金融危机以来便开始涌现，变革当前国际货币体系的呼声此起彼伏（周小川，2009；Lu and Liu, 2020）。在欧债危机、英国脱欧等一系列事件接连发生的背景下，中国成为全球经济增长的最大贡献国、第二大经济体，人民币成为国际结算货币的进程不断加快。

与此同时，中国企业作为新时代构建新发展格局、推动高质量发展的主力军，也对人民币国际化充满期待（王雅琦等，2021；江小涓等，2022）。党的二十大报告强调，高质量发展是全面建设社会主义现代化国家的首要任务，需要加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。伴随着更加市场化的人民币汇率形成机制和复杂多变的世界政治经济格局，企业面临的汇率风险^①也在加大。根据 He et al.（2021）的测算，受到显著汇率风险影响的中国企业由 2015 年前的 12.1% 上升至 2015 年后的 20.7%。若以人民币国

际化举措为代表的宏观制度能够在整体上改善企业面临的汇率风险，中国企业则能够更加自由地利用两个市场、两种资源实现国际竞争力和企业经营水平的提升，带动企业在高水平的对外开放中实现更好发展，加快建成世界一流企业。因此，从微观企业主体的视角出发，评估宏观汇率政策的成效，讨论汇率波动如何传导和作用于企业，让宏观经济政策更好地服务于实体经济，是现阶段政策制定部门迫切需要厘清的问题。

然而，现有的研究多聚焦于何种因素影响人民币国际化（彭红枫和谭小玉，2017；宋科等，2022），这类研究常常默认人民币国际化是一个“必然有利”的决策，从而思考如何尽快实现人民币国际化的现实路径。然而，鲜有文献对人民币国际化的成本和收益进行系统考量，特别是基于微观企业的角度。在国际上，无论是“特里芬难题”，还是反思美元“过度责任”对本国贸易和就业的冲击，都说明货币国际化会给货币发行国带来潜在成本，如何平衡货币国际化的成本和收益，是一国决定是否推动本国货币国际化的经济因素。本文尝试从中国企业的汇率风险出发，分析人民币国际化对微观企业汇率风险的影响，评估人民币国际化进程中的成败得失，帮助企业更好地理解中国政府推动人民币国际化的思路，并为中国推行人民币国际化提供了一种风险研判思路。

本文的贡献在于：①从微观企业汇率风险切入，丰富了人民币国际化成本和收益的讨论。现有文献在讨论人民币国际化的成本和收益时，主要是从政府视角分析数字人民币、双边互换协议、“一带一路”

倡议等人民币国际化现实路线举措的得失，评价人民币国际化的困难和出路，较少学者从微观企业的角度对人民币国际化的成本和收益进行系统考量，本文的研究有助于理解和评估人民币国际化进程对中国企业产生的影响。②延伸和拓展了宏观经济变量如何影响企业汇率风险的相关文献。现有文献已从企业国际化经营、对冲行为、公司治理等多个维度展开了对企业汇率风险影响因素的探讨。然而，上述研究隐含了国际货币体系不发生变化的假设，而欧元的成立、全球金融危机等冲击事件让原有的机制和逻辑备受挑战（Bartov et al., 1996; Salomao and Varela, 2022）。本文立足中国，从人民币国际化的角度讨论了宏观因素如何影响微观企业的汇率风险，对既有汇率风险的文献进行了补充。③为人民币国际化进程中该如何统筹发展与安全，提供了来自微观企业视角的补充。作为世界第二大经济体、最大的进出口贸易国，适时、逐步、审慎推动人民币国际化是中国维持自身政治经济利益和承担国际责任的必然选择（张明和李曦晨，2019）。人民币国际化的推进应在发展和安全中取得平衡，在美元依然占据国际货币体系核心位置时，中国应继续关注人民币兑美元汇率变动产生的潜在风险。

三、主要经济数据⁶

表 2: 经济数据一览

指标名称	类别	22- Sept	22- Oct	22- Nov	22- Dec	23- Jan	23- Feb	23- Mar	23- Apr	23- May	23- Jun
CPI	同比	2.8	2.1	1.6	1.8	2.1	1.0	0.7	0.1	0.2	0.0
PPI	同比	0.9	-1.3	-1.3	-0.7	-0.8	-1.4	-2.5	-3.6	-4.6	-5.4
制造业 PMI	指数	50.1	49.2	48.0	47.0	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49.0
工业增加值	累计 增长	3.9	4.0	3.8	3.6		2.4	3.0	3.6	3.6	4.4
工业企业 利润总额	累计 同比	-2.3	-3.0	-3.6	-4.0		-22.9	-21.4	-20.6	-18.8	-16.8
固定资产 投资完成 额	累计 同比	5.9	5.8	5.3	5.1		5.5	5.1	4.7	4.0	3.8
社会消费 品零售总 额	同比	2.5	-0.5	-5.9	-1.8			10.6	18.4	12.7	3.1
进出口总 值	当期 值同 比	3.4	-0.4	-9.5	-8.9	-15.1	1.3	7.4	1.1	-6.2	
M2	同比	12.1	11.8	12.4	11.8	12.6	12.9	12.7	12.4	11.6	
社会融资 规模	存量 (万 亿 元)	340.65	341.42	343.19	344.21	350.93	353.97	359.02	359.95	361.42	365.45
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	24738	6152	12136	13983	57602	18121	38879	7188	13628	30495

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。

