

No. 1719

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度 分析报告(第8期)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

<http://www.imi.org.cn/>

國際貨幣網

1937

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. 特朗普税改进度及对美国企业影响深析.....	- 1 -
3. 2018 年主要国际货币的汇率展望.....	- 2 -
（二）国内宏观.....	- 3 -
1. 经济：11 月经济缓慢降温，地产和基建投资依旧不弱.....	- 4 -
2. 通胀：CPI 延续低位，PPI 涨幅收窄.....	- 6 -
3. 金融：信贷依旧旺盛，M2 继续低增.....	- 7 -
（三）商业银行.....	- 8 -
1. 中央经济工作会议对银行业发展有深远影响.....	- 8 -
2. 货币金融数据分析.....	- 9 -
（四）资本市场.....	- 11 -
1. 股市.....	- 11 -
2. 债市.....	- 12 -
二、宏观经济专题：习近平金融治理思想研究.....	- 13 -
核心观点.....	- 13 -
（一）金融与实体经济的关系.....	- 13 -
（二）政府调控与金融市场的关系.....	- 16 -
（三）金融监管与金融发展的关系.....	- 19 -
三、主要经济数据.....	- 22 -

图表目录

图 1：美国企业实际有效税率与法定税率.....	- 2 -
图 2：房地产投资和基建投资依旧保持韧性.....	- 5 -
图 3：11 月进出口双双超预期回升.....	- 6 -
图 4：11 月 PPI 如期回落.....	- 7 -

图 5: 11 月社会融资规模大幅反弹..... - 8 -

图 6: 11 月基础货币投放..... - 10 -

表格目录

表 1: 10 月 M2 增量结构..... - 10 -

表 2: 经济数据一览..... - 22 -

一、国内外经济金融形势研判

（一）海外宏观¹

具体来看，美国经济复苏略有改善，11月制造业 PMI 与服务业 PMI 走低，失业率自年初来持续下降至 4.1%，就业持续改善；11月 PCE 达到 1.59%，较上月有所下滑。欧洲经济复苏步伐减缓，失业率下滑至危机前新低。日本 11 月经济 GDP 增速有所下滑，通胀大幅下滑。

1. 全球主要经济体经济走势分析

（1）美国：经济复苏略有改善 失业率持续下降

美国经济复苏略有改善：第三季度美国 GDP 增速环比折年率由二季度的 3.1% 升至 3.2%，整体经济复苏略有改善。美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 均有所下降；通胀：11 月个人消费支出（PCE）物价指数达到 1.59%，较上月下滑 0.07%。失业率：11 月失业率持续下降至 4.1%，就业状况持续改善。

（2）欧元区：经济基本面数据有所下滑 失业率下滑至新低

欧元区经济增速走低：欧元区第二季度 GDP 同比增速为 2.8%，第三季度下降至 2.4%。制造业 PMI 与服务业 PMI 持续改善：12 月制造业 PMI 60.6，较上月上涨 0.5，继续创下 6 年来新高。通胀上升，核心通胀维持不变：欧元区 11 月调和 CPI 同比较上月略有上升，核心 CPI 与上月持平。失业率下滑至危机前新低。

（3）日本：GDP 增速有所下滑 失业率下滑至新低

经济 GDP 增速下滑：由于私人消费低迷，第三季度日本实际 GDP 按年率有所下滑，制造业 PMI 与服务业 PMI 分化；通胀下滑，核心通胀略有上升：通胀大幅下降，CPI 由上月 0.7% 下滑至 0.2%，核心 CPI 略有上升至 0.8%；失业率继续下滑至新低。

2. 特朗普税改进度及对美国企业影响深析

（1）特朗普最终版税改方案过会 税改落地三个层面

目前美国参众两院再次投票通过最终版税改方案，后期将递交总统特朗普签署，最终在全美施行。税改落地有三个层面，一个是以总统签署为代表的法案层面的落地通过；一个是

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

企业层面真正开始减税的落地实行；第三层面是税改力度。

（2）对美国本地大型企业影响有限，中小型企业受益

美国大企业的实际有效税率并不高，税改措施下企业有效税率的下降将幅度小于预期。税改后实行替代性最低限额税（即用流转税替代），意味着部分小企业投资者原先的个人所得税可以用 20% 的税负代替，税收负担大大降低。

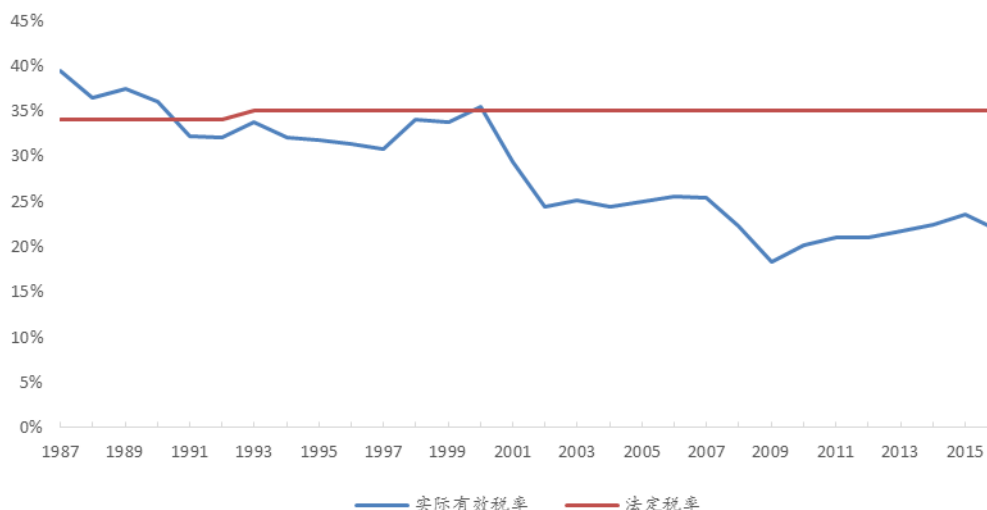


图 1：美国企业实际有效税率与法定税率

资料来源：美国经济分析据，中国人民大学国际货币研究所

（3）促进跨国公司留存海外利润汇回，对新增利润影响并不确定

境外利润汇回税会促使“存量”海外利润回流 对未来“新增”利润影响并不确定。现行“全球征税”体制下，对美国跨国企业来说，100 元海外利润回到美国仅剩 65 美元：在“全球征税”安排下（现行税制），美国企业的海外分支机构如果要将利润汇回美国除缴纳本地所得税外，还要补缴美国企业所得税。

海外存量“利润”回流在 1.5 万亿左右 主要以现金及现金等价物为主。从规模来看，约会有 1.5 万亿左右的海外利润回流：从历史经验来看，2004 年小布什政府便推出了一年期限的一次性税收优惠政策（Tax Holiday），税率仅为 5.25%。

3. 2018 年主要国际货币的汇率展望

综合来看，全球汇率从比烂的逻辑回到比好的逻辑。危机之后，由于各国经济处于衰退的恢复期，全球汇率呈现单边趋势时代（烂中取胜），2017 年全球汇率开始单边扭转，在全球同步复苏的背景下全球汇率进入新一轮定价时代（竞优而胜）。2018 年全球汇率走势判断，英镑>欧元>人民币>美元。

具体来看，欧元持续强势 但难重复 17 年涨幅：虽然政治局势（一体化和分裂力量的博弈）变化仍会引发欧元的波动，但经济稳健复苏+货币政策逐步收紧将为欧元提供上涨动力。由于年初以来的快速上涨透支了未来上涨空间，欧元将难以重复 17 年涨幅。

英镑仍有上涨空间：2018 年英镑最大的不确定来自于英国脱欧谈判的进程，“硬脱欧”是英镑面临的重大风险；但可以确定的是“经济修复趋势”“通胀上行”“央行加息”，以上均支持英镑继续上涨。

14 年起始的本轮强势美元周期接近尾声 警惕反转：美元不强，仍在 91-97 区间震荡。首先，美元走强的主要逻辑—货币政策紧缩和特朗普政策预期，在 2018 年均面临走弱（加息周期快要结束的预期+特朗普政策对经济提振有限）；其次，从美元篮子角度，欧元和英镑权重高达 70%，2018 年两者仍有上行动能，对美元走强形成掣肘。需警惕，篮子货币如果一致走强，美元一旦跌破 90 很可能形成交易反转而向下超跌。

人民币汇率 6.5-6.7 之间双向波动 尾部概率来看 超涨可能性大于超贬：从机制上来看，外盘依然是人民币汇率变动的最根本因素。外盘来看，整体无忧，美元不强，其余货币不弱，全球主流货币重新定价，人民币将是一个跟随外盘双向波动加大的态势。内部基本面来看，2017 年资本流动已有所改善，结售汇差额转正，外占、外储回升，2018 年整体资本流动偏均衡，资本管制或能见到放松迹象。

（二）国内宏观²

11 月经济走势总体延续了今年一贯以来“稳中缓降”的总特征，地产和基建投资依旧不弱、消费小幅抬升、出口回升、信贷保持旺盛可谓几个超预期之处。展望 2018 年，维持此前观点，我国宏观经济大背景为“经济平+通胀起+政策严”（具体观点请参见 11 月月报）。需要指出的是，政治局会议（12 月 8 日）和中央经济工作会议（12 月 18 日-20 日）所释放的信号值得特别关注。总体看，新时代下，我国将淡化 GDP 增长目标，高质量发展成为硬要求；推动高质量发展，进一步深化供给侧结构性改革是关键主线；经济政策将主打“宽财政+紧货币”，组合拳背后会更加注重节奏，并强化彼此协同；今后 3 年要重点打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，其中：防范化解重大风险的重点是防控金融风险，2018 年将是防控金融风险的关键一年，国企去杠杆、严控地方债和实施资管新规是重点。

²撰写人：IMI 研究员熊园，IMI 助理研究员蒋超

1. 经济：11 月经济缓慢降温，地产和基建投资依旧不弱

（1）工业增加值如期回落，主要工业品产量下滑

11 月工业增加值当月同比 6.1%，较 10 月小幅回落，符合预期。环保限产对工业生产的影响开始显现，中上游和下游工业增加值同比增速均有小幅下滑，其中黑色金属冶炼业同比增速进一步降至-2.8%，但有色金属冶炼业小幅升至 1.6%；下游方面，通用设备和专用设备制造业均有小幅下滑，汽车制造业也小幅降至 9.4%。从主要产品产量来看，生铁、粗钢、钢材、焦炭产量受环保限产影响，产量较上月均有明显下滑，但水泥因建筑开工需求良好，产量较 10 月增加；汽车本月产量同比增速也升至 1.8%。11 月出口交货值同比增加 11.8%，较此前几个月明显回升，外需继续向好。

（2）投资延续下降，地产和基建投资依旧不弱

1-11 月固定资产投资累计增速 7.2%，再创年内新低，较 1-10 月下降 0.1 个百分点、略好于市场预期（7.1%），11 月当月增速 5.8%、较上月回升 2.6 个百分点。其中，房地产投资温和下降（累计增速降 0.3 个百分点至 7.5%），土地购置仍快（由上月的 12.9%回升至 16.3%），高基数消退后销售增速回升（11 月单月同比由负转正，升至 5.3%）；基建投资展望延续平稳，连续 3 个月保持在 15.8-15.9%区间；1-11 月累计投资增速上涨 4.1%，单月同比增长 2.1%，仍然比较疲弱。往后看，当前的低库存和中长期的城镇化、城市群、棚改货币化、租赁住房市场建设能够支撑地产投资，宽财政（专项债）和政治周期（逆周期稳定器）的双重支撑下明年基建投资难以大幅下滑，企业盈利改善和低基数下明年制造业投资也有望温和回升。

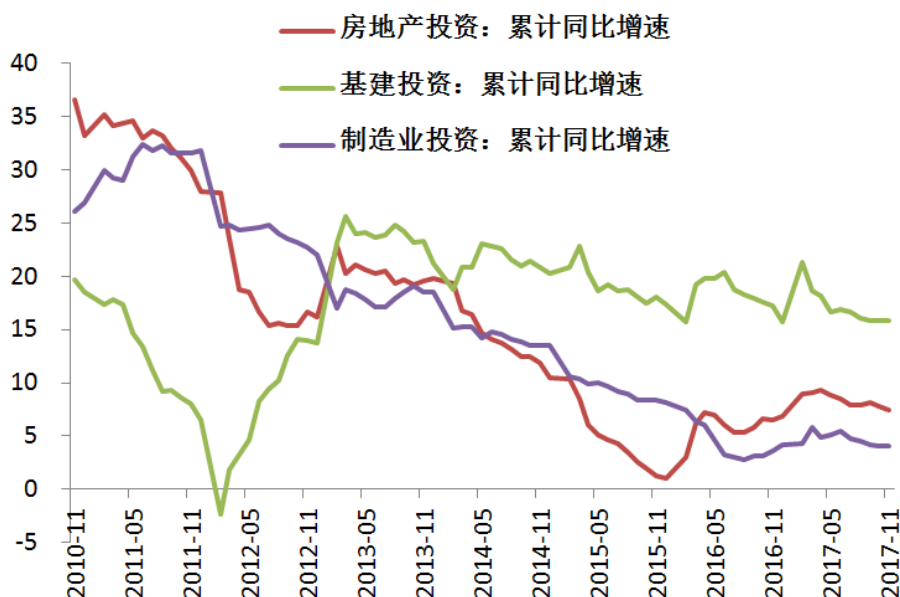


图 2: 房地产投资和基建投资依旧保持韧性

资料来源: Wind

(3) 消费小幅抬升, “双 11” 网购为主因

11 月份消费增速从 10 月份的 10.0% 微幅回升至 10.2%。其中, 双十一相关的日用品、家电等上升; 石油价格的上升对消费贡献较大 (升 2.2 个百分点); 食品部分 CPI 回落幅度较大, 拖累粮油食品消费; 建筑及装潢材料回落 2.5 个百分点, 地产链相关的消费持续走弱。往后看明年, 消费有望温和走好。

(4) 出口超预期回升, 大宗进口回暖

2017 年 11 月, 以美元计, 我国出口同比增速超预期回升至 12.3% (前值 6.9%), 主因外需向好, 欧美经济增长亮眼, 叠加感恩节消费季。出口结构不断优化, 高新技术产品和机电产品出口高增, 供给侧改革初见成效; 11 月我国进口同比增速 17.7% (前值 17.2%), 保持高位运行。虽然基数大幅走高, 但铁矿砂、原油、钢材、铜材等大宗商品的进口数量经历 10 月低谷后补偿性上升, 出口同比总体微升, 国内去产能政策下供需缺口带来的进口替代效应仍在; 出口增幅大于进口, 11 月我国贸易顺差录得 402.14 亿美元 (前值 381.85 亿美元)。往后看, 世界经济持续回暖, 各国减税预期提振企业信心, 进出口形势短期无忧, 中期乐观。伴随翘尾因素上升, 明年年初进出口皆有望迎来“开门红”。

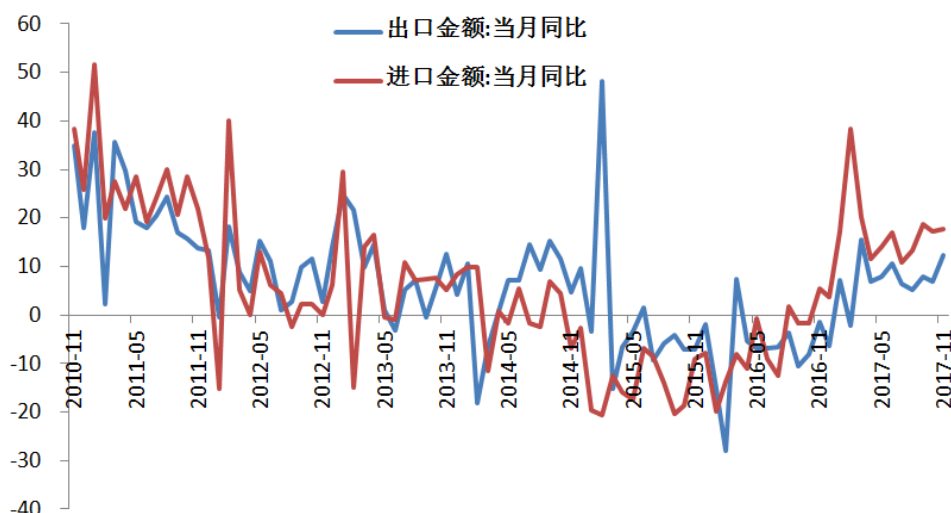


图 3：11 月进出口双双超预期回升

资料来源：Wind

2. 通胀：CPI 延续低位，PPI 涨幅收窄

(1) 鲜菜拖累食品，CPI 回落

2017 年 11 月，CPI 同比涨幅 1.7%，较上月回落 0.2 个百分点，回落符合预期。主因鲜菜价格拖累（气候温和市场供应充足），同比涨幅-9.5%，影响 CPI 同比下降约 0.25 个百分点。受前期高 PPI 传导影响，非食品价格同比涨幅 2.5%，为 6 年来最高。往后看，蔬菜、鲜果进入季节性上升周期，猪肉供需平稳涨跌两难，高基数下 CPI 无近忧，预计 12 月 CPI 回升至 1.9%左右。继续往后看，春节错位伴随翘尾因素明显攀高，明年上半年 CPI 有望摸至 2.7%或更高。

(2) 翘尾回落，PPI 开启下降通道

2017 年 11 月，PPI 同比涨幅大降至 5.8%（前值 6.9%），主因为基数走高。供暖季限产正式实施，钢铁库存达年内最低，国际事件推升原油价格，黑色金属冶压业、石油天然气开采业、石油加工业等相关行业继续保持高增速，但新涨价因素涨幅（0.4 个百分点）不及翘尾因素下降（1.5 个百分点），PPI 同比回落。往后看，PPI 基数进一步攀升，环保限产和去产能力度难以加码，PPI 已进入下降通道，预计 12 月 PPI 将降至 5%以下。展望 2018 年，地产和基建投资延续回落态势，去杠杆、严监管下需求高峰难现，预计全年 PPI 在 3-4%左右。

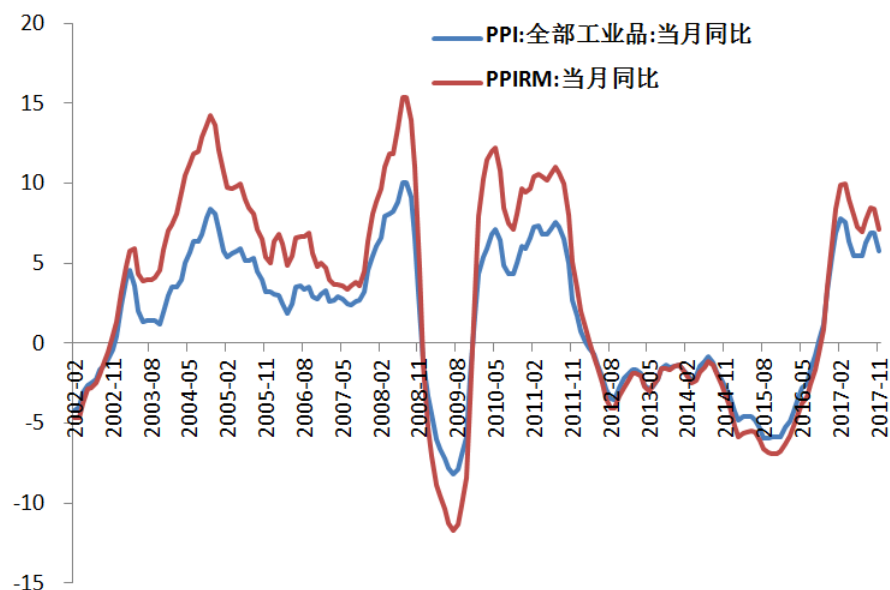


图 4：11 月 PPI 如期回落

资料来源：Wind

3. 金融：信贷依旧旺盛，M2 继续低增

（1）信贷超预期走高，社融大幅反弹

11 月新增人民币贷款 1.12 万亿，大超预期（8000 亿）也远高于前值（6632 亿元），11 月新政社融 1.6 万亿，也大超预期（1.25 万亿）和前值（1.04 万亿）。归结来看，一方面是居民信贷依旧十分旺盛，短贷再度高增；另一方面是政策性银行发力，预计 11 月国开行给扶贫、环保等投放了 2000-3000 亿元。目前 1-11 月的信贷投放量已经超过 12.9 万亿，已超过去年全年的 12.4 万亿，预计 12 月规模将有明显的下滑。往后看明年，中央经济工作会议指出，“保持货币信贷和社会融资规模合理增长”，意味着明年信贷可能和今年一样保持旺盛，只不过更多需要投向实体经济。

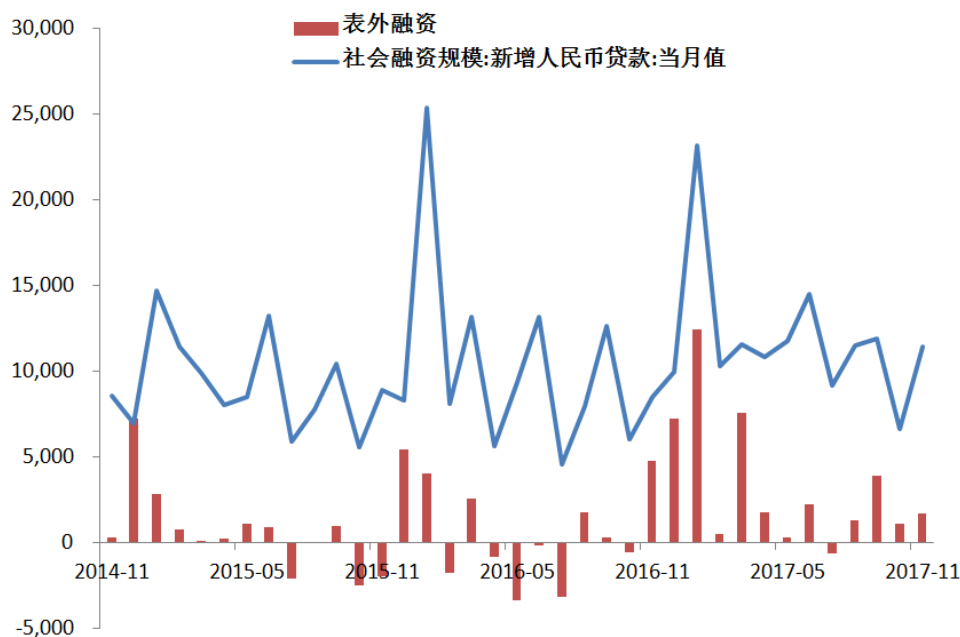


图 5: 11 月社会融资规模大幅反弹

资料来源: Wind

(2) M2 同比小幅回升，明年仍将低增

2017 年 11 月，M2 同比增速小幅升至 9.1%（前值 8.8%），主要是 11 月外汇占款小幅为正（去年同期为负）。往后看，中央经济工作会议定调为“稳健的货币政策要保持中性”，直观来看，明年货币将不松不紧。然而，由于本次会议用“管住货币供给总闸门”取代了去年“调节好货币闸门”的说法，再叠加“强监管、防风险、抑泡沫、去杠杆”仍是各项金融政策的主基调，明年实际的货币大概率是易紧难松，流动性延续紧平衡，我国 M2 同比增速将维持在 9%至 10%的较低水平，“比过去低一些的 M2 增速可能成为新的常态”。

(三) 商业银行³

1. 中央经济工作会议对银行业发展有深远影响

中央经济工作会议 12 月 18 日至 20 日在北京举行，会议基调稳中有进，对经济形势充满信心。对于银行业，有如下四点影响值得关注。

其一，宏观调控的政策取向上，财政政策积极，并确保对重点领域和项目的支持力度。这意味着在战略性行业和政策重点扶持领域布局的银行将继续受益；稳健的货币政策要保持中性，管住货币供给总闸门。因此，明年初的定向降准不代表全年货币政策的立场松动。预

³撰写人: IMI 研究员王剑

计降准等风向标手段将减少使用频率，转而更加频繁地采取公开市场操作和 SLF、MLF 等创新工具。我们预计 2018 年 M2 增速目标或从 12% 降至 10%，社融继续维持 12% 左右增速。在监管趋严、资金面难松的情况下，预计明年银行同业资金仍将偏紧。

其二，将防范风险放在突出位置，对银行业边际冲击不大。会议特别指出，全面建成小康社会的三大攻坚战中，防范化解重大风险被放在首位，并要求加强薄弱环节监管制度建设。这意味着严监管的决心并未动摇，将是未来较长一段时间的趋势，未来在相关领域仍将有新政策落地。但对银行而言，会议更多是表态，没有实质的边际新增内容。今年同业、理财、表外三个重点领域皆受监管，未来更多是逐渐过渡到执行期，还未落地的政策边际上不会有太大冲击。

其三，银行对公业务存在结构性调整机会。会议强调，推动高质量发展今后发展和政策的根本要求。对银行对公业务而言，推动高质量发展意味着大量机遇。一是在传统行业去产能、去库存进程到达新阶段后，必然会有提质增效的需求出现；二是在新兴、高新领域产生新动能；三是此前贫困、落后地区在扶持政策的驱动下，也将改头换面。因此，如经济增速能在明年企稳，则对公业务整体将好于今年，结构更优的银行将脱颖而出。从做大规模转向优化结构，将成 2018 年银行对公业务的主要思路。

其四，银行零售业务长期向好。会议指出我国已经形成世界上人口最多的中等收入群体，并且强调增强消费对经济发展的基础性作用。无论是发达国家的经验，还是我国的经济增长需要，消费都将在未来成为三驾马车中最为重要的动力。从长远看，零售业务具备优势的银行将持续受益。

2. 货币金融数据分析

11 月，全月信贷投放达到 1.12 万亿元。临近年末原本是信贷投放的淡季，这一数字超出市场预期。其中，个人中长期信贷为 4178 亿元，对公中长期信贷为 4275 亿元，依然为两大主力。虽然房地产调控已持续一段时间，但由于信贷投放对销售的滞后性，信贷数据目前仍未见明显回落。近期基建项目也有放缓之势，未来信贷投放可能从基建、房地产逐步转向工业等。

11 月末，基础货币余额为 30.71 万亿元，全月增加 1746 亿元，幅度不大。这个月基础货币投放非常简单，全部由货币政策工具投放。央行各种货币政策工具共投放 3671 亿元（其中又以公开市场操作为主），而其他财政、外占等各种因素则共回笼 1925 亿元。因此，全月

投放基础货币 1746 亿元。后续年底这段时间，财政投放仍有一定发力，因此央行通过货币政策工具投放基础货币的压力并不大。

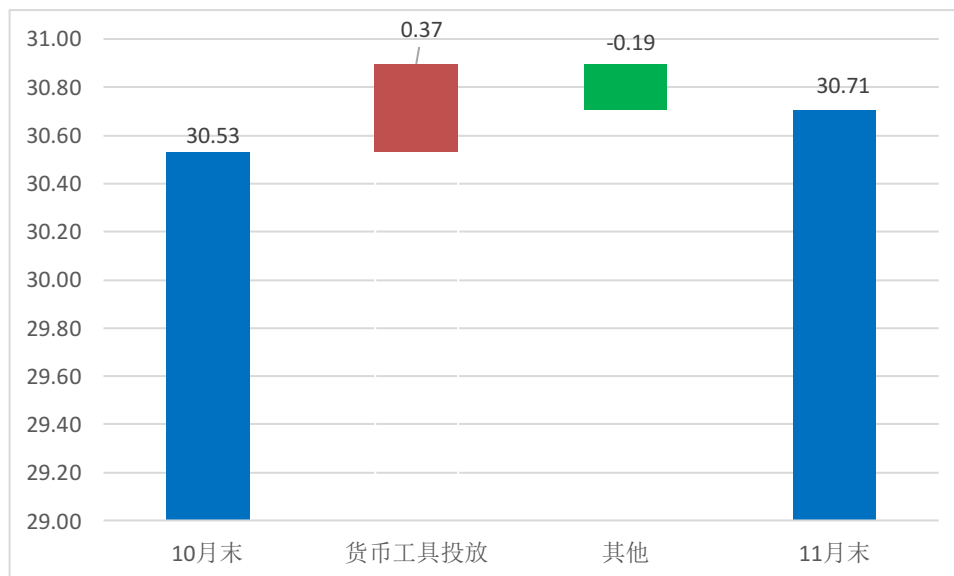


图 6: 11 月基础货币投放

资料来源: Wind

11 月末 M2 余额是 167.00 万亿元，全月增加 1.66 万亿元，同比增速回升至 9.1%。从其来源来看，贷款为主要派生渠道，同时年底财政投放也会形成 M2。但债券和其他渠道几乎相抵，反映出金融去杠杆仍在推进，并将继续成为后期的主基调。

表 1: 10 月 M2 增量结构

存量结构		来源结构	
M0	392	外占	24
单位活期	9195	债券	-1475
单位定期	911	贷款	11400
个人	1369	财政	5181
非银	4712	其他（非银、非标等）	1450
全月	16579	全月	16579

资料来源: Wind, 中国人民大学国际货币研究所

今年因处于持续去杠杆过程中，M2 增速较低。但由于今年的低基数效应，预计明年的 M2 增速将回升至 10%左右。

（四）资本市场⁴

1. 股市

短期市场的调整中枢基本上落在 3300 点的整数关口，这一关口同时也是 120 日线的位置。既然是调整中枢，那么意味着短期市场将围绕这一点位进行震荡，向上和向下的空间都不大。从调整的时间来看，我们认为，围绕 3300 点底部中枢震荡的时间至少持续到 1 月中旬之后，此后才会正式进入春节红包行情。在此之前，震荡格局恐难改变。

政策面上，资管新规过渡期延长传闻给了市场一些喘息的机会，联储加息落地之后，央行无缝对接提高操作利率略超预期，仍需等待 18-20 日的中央经济工作会议对来年的通胀和利率图景进行展望和确认。同时，政治局集体学习大数据、新零售布局方兴未艾、天然气短缺以及二线白酒涨价也给了科技成长股以及消费白马股一些超跌反弹的理由。从目前的情况来看，一些优质个股的调整空间差不多到位了，启动时间也可能先于指数（从目前到 1 月中旬之间），但是目前指数调整的时间还不够，需要等待二次甚至三次探底来确认底部。

整体上看，短期市场风险仍未消除，但是最坏的阶段已经过去，逐渐布局具备估值切换潜力的低位价值股。短期来看，具备估值优势的金融股仍是配置助力，前期高位的消费股和科技股龙头经过最近一段时间的调整，有一些已经回到合理估值区间范围之内，可以试探性布局，但是短期仍然难以走出趋势，大概率维持底部震荡走势。而一些估值高企、盈利不佳、成长难判的垃圾股，仍然需要远离。

展望 2018 年，我们认为，整体上仍旧是结构性行情，从节奏上来看，上半年要弱于下半年，或者说，先抑后扬的市场走势。上半年可以预期是春节红包行情，但是持续的时间和力度预计都不会很好。原因在于，短周期回落，通胀和利率回升，叠加监管因素，总体流动性环境不好。年中之后，伴随 MSCI 导致海外资金流入，叠加年中可能出现的货币边际宽松的宏观环境，基本面的短周期回落也将逐渐企稳，此时 A 股将进入再配置机会。

从市场机会上来看，我们仍旧倾向于结构性行情。从中央经济工作会议提供的“高质量”和“创新”的关键词线索来看，主要机会在两个方面：一是换同行业的产能整合和集中度提升带来的机会，龙头企业将会享受估值和盈利提升的戴维斯双击；二是新兴行业技术创新带来的机会，包括芯片半导体、5G、物联网、人工智能、创新药、智能制造和军民融合等。

⁴撰写人：IMI 研究员芦哲

2. 债市

目前市场正处于非银崛起的趋势中：银行持有债券的占比在迅速下降，目前已经降至不足半数，而以基金为代表的非银持有债券的占比则大幅提升。这带来的一个变化是：银行间的资金面已经不再那么关键，货币政策对市场的影响在变弱，相应地，非银的行为则比以往更加重要。

非银影响市场的一个典型的先例是 2015 年 7 月到 2016 年 10 月。当时的货币环境在收紧，融资速度在上升，债券市场的环境已经明确指向利空，但债券市场却在那段时间不断走牛，10 年期国债收益率从 3.08% 大幅降到 2.69%。非常明显的是：那段时间里银行配债的速度在下降，而基金配债速度在上升。

目前与当时的相似之处是：市场的矛盾依然在基金行为上：银行配债的速度明显稳了下来，但基金配债速度还在不断下降。一个观测非银力量的痕迹是长端利率，由于非银的负债期限及成本所限，买卖利率债的期限往往比银行更长，长端利率受非银力量的左右，收益率曲线在下半年以来总体是熊陡的。

银行的配置力量与其超储率水平有关，而基金的配置力量与企业 and 居民的投资准备密切相关。债券型基金的份额增长节奏和居民及企业手中的通货及活期存款的节奏高度相关。在货币政策开始边际收紧后，往往企业和居民的投资准备要过一段时间才会下行（经验上会有四个季度左右），在这段时滞里，基金公司的配置力量还在，银行体系之外的资金在反哺债券市场，而随着非银的崛起的趋势，这个力量对行情的主导作用越来越大。

往后来看，非银力量可能是债市悲观的加速因素。如果债券型基金份额持续往下走，2018 年开始负增长，受托资金持续解构，市场的风险依然存在。当前的一个很大的阻力在于：即使预期在，市场也没有实现预期的资金面。一则商业银行的超储率在 2018 年可能低位盘整，存量资金不足，预期兑现的能力非常弱；二则债券型基金可能持续处于供需两弱的走势，非银的配置力量在货币政策真正宽松前，始终是市场的风险因素。

明年一季度市场确实可能存在一些反弹空间，但我们建议对反弹的幅度心存谨慎。反弹的动力来自于货币政策转为稳健以及 PPI 减速导致企业利润的向下重估。然而，在当前欠资金的状态下，形成反弹的力量可能很弱。我们可以采取适当增加久期（8 年期附近的利率债）的策略去博一下波段，但总体久期还不能调得过长，还应以配置思维为主。

二、宏观经济专题：习近平金融治理思想研究⁵

核心观点

习近平金融治理思想是其治国理政思想的重要组成部分。金融是现代经济的核心，是实体经济的血脉，是关乎国家安全的重中之重。习近平金融治理思想主要体现在正确认识、处理和把握金融与实体经济的关系、政府调控与金融市场的关系、金融监管和金融发展的关系三个方面。研究习近平金融治理思想给我们的重要启示在于：使金融回归本源，服从服务于经济社会发展，是防止发生系统性金融风险的根本举措；在加强金融监管的同时，亦要坚持市场导向，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用；只有遵循金融发展规律，贯彻落实服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革的三项任务，才能实现金融与经济的协调健康发展，助力于中华民族伟大复兴的实现。

2017年7月15日，习近平在第五次全国金融工作会议上指出：“做好金融工作要把握好以下重要原则：第一，回归本源，服从服务于经济社会发展。第二，优化结构，完善金融市场、金融机构、金融产品体系。第三，强化监管，提高防范化解金融风险能力。第四，市场导向，发挥市场在金融资源配置中的决定性作用。”这“四项原则”是习近平金融治理思想的内核，体现了习近平治国理政思想在金融领域的运用。习近平以金融工作“四项原则”为内核的金融治理思想，突出表现在正确处理“三个关系”上，即金融与实体经济的关系、政府调控与金融市场的关系、金融监管与金融发展的关系。本文着重从这“三个关系”方面展开对习近平金融治理思想的研究。

（一）金融与实体经济的关系

金融与实体经济的关系是金融发展理论中的根本问题。金融是实体经济的血脉，是促进实体经济发展的润滑剂，而实体经济则是金融的本源。正确认识和处理好金融与实体经济的关系是推动金融与经济协调可持续发展的前提。任何国家随着经济发展水平的不断提高，金融在经济中的地位也不断增强，金融对实体经济的作用经历了“适应性”、“主动性”和“先导性”三个发展阶段。在金融不断发展的历史进程中，金融服务于实体经济发展的本源性质日益凸显。习近平立足中国经济发展的现实，总结了改革开放以来金融发展的历史经验，提出了“金融要回归本源”的论断，丰富和发展了马克思主义金融发展理论。

⁵撰写人：IMI 研究员彭俞超

2008 年全球金融危机爆发后，在实体经济持续疲软而资产部门持续膨胀的背景下，我国经济中呈现出了“脱实向虚”的趋势。有研究表明，国资委管理的 117 家央企中有 90 多家在不同程度上涉足金融投资，占比为 76%。经济“脱实向虚”的趋势引起了党和国家领导人的密切关注。习近平总书记在第七十届联合国大会上指出，“2008 年爆发的国际经济金融危机告诉我们，放任资本逐利，其结果将是引发新一轮危机。”实体经济是社会实物财富增长的源泉，经济“脱实向虚”不利于金融和经济的协调共同发展。资源过分流向“以钱生钱”的金融活动将造成虚拟经济的过度膨胀，引起经济系统的不稳定。当没有资金的流入来保证它的稳定状态的话，必然造成经济出现严重问题。资源较少流向创造物质财富的生产活动会导致实体经济萎缩，进而使居民的财富变得虚拟化，贫富差距也会加大。由此可见，防范经济“脱实向虚”，促进金融向实体经济的理性回归至关重要。针对经济发展的环境和金融发展的现实，习近平强调，金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措。金融要回归本源，服从服务于经济社会发展，成为我国金融工作的出发点和落脚点，也成为我国加强金融治理的核心环节。

如何让金融回归本源？习近平论述了四个方面的具体政策措施。第一，要贯彻新发展理念，树立质量优先、效率至上的理念，更加注重供给侧的存量重组、增量优化、动能转换。要创新金融调控思路和方式，继续实施稳健的货币政策，保持货币信贷适度增长和流动性基本稳定，不断改善对实体经济的金融服务。第二，要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。要增强资本市场服务实体经济功能，积极有序发展股权融资，提高直接融资比重。第三，要改善间接融资结构，推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构。要促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能。第四，要建设普惠金融体系，加强对小微企业、“三农”和偏远地区的金融服务，推进金融精准扶贫，鼓励发展绿色金融。要加强对创新驱动发展、新旧动能转换、促进“双创”支撑就业等的金融支持，做好对国家重大发展战略、重大改革举措、重大工程建设的金融服务。

习近平关于“金融回归本源”的思想继承并发展了马克思的金融观。金融能够促进实体经济发展，是习近平“金融回归本源”思想的逻辑起点，它继承并发展了马克思关于银行和信用的观点。在《资本论》中，马克思认为，银行资本和信用制度有助于生产力的发展。在信用制度下，银行将社会闲散资本集中起来形成银行资本，再将这些银行资本投资于企业，加速了商品流通过程和货币流通过程，扩大了再生产的规模和速度，支持了资本主义经济的迅速发展。习近平在马克思关于货币和信用促进生产力发展论述的基础上，依据现代经济发

展的现实，进一步强调了金融支持实体经济发展的作用。

金融必须服务于实体经济，是习近平“金融回归本源”思想的核心内容，它拓展了马克思对脱离实体经济的投机行为的分析。马克思以法国动产信用公司为案例，揭示了一些金融企业的本质在于，不以支持实体经济为目的，大肆利用证券投机交易获利。法国动产信用公司脱离实体经济的投机行为不仅使其自身在 1867 年破产，也导致法国的金融体系遭受了重创。习近平对我国的金融现实作出了研判，认为“大量资金流向虚拟经济，使资产泡沫膨胀，金融风险逐步显现，社会再生产中的生产、流通、分配、消费整体循环不畅。”面对当前经济中出现的金融脱离实体经济的问题，习近平强调，“不论经济发展到什么时候，实体经济都是我国经济发展、我们在国际经济竞争中赢得主动的根基。我国经济是靠实体经济起家的，也要靠实体经济走向未来。”

2008 年全球金融危机以后，西方主流经济学将金融危机的原因归结为金融过度发展和金融监管的缺位，并认为只需要限制金融对经济的负面影响就可以防范金融危机。学者们发现，随着金融发展水平的不断提升，金融发展对经济增长的促进作用会减小或消失，金融发展对经济的负面作用会超过正面作用，从而抑制经济增长。诺贝尔奖获得者罗伯特·席勒认为，现代社会离不开金融，对金融体系进行扩大化、民主化和人性化的改造，就能够形成好的社会。美国金融学会前主席路易吉·津加莱斯也认为，尽管学者们夸大了金融对社会的贡献，但是，只要充分利用金融的积极作用，限制金融的负面影响，就能够促进经济和社会的发展。这些观点实际上只是强调，限制金融的负面作用，就能够防范金融风险，规避金融危机。

“金融回归本源”是防范金融风险的根本举措，这是习近平金融治理思想的核心内容。它有力地批判了西方主流经济学的观点。西方学者虽然认识到了金融对实体经济的双重作用，但是，他们仅仅强调要限制金融对经济社会发展的负面影响，并未从本源上指出金融阻碍经济发展的原因，继续采用提高金融供给的量化宽松货币政策刺激经济发展，忽略了金融与实体经济背离的结构性矛盾。习近平指出，“从全球看，世界经济复苏乏力，美国、欧洲、日本等主要经济体推出多轮量化宽松货币政策，但世界经济尚未从国际金融危机阴影中走出来。究其原因，就是没有对症下药，对复杂的结构问题仅仅使用解决总量问题的药方，原有矛盾没解决，又产生了不少新风险。”“振兴实体经济是供给侧结构性改革的主要任务，供给侧结构性改革要向振兴实体经济发力、聚力。”“我们的政策基点要放在企业特别是实体经济企业上，高度重视实体经济健康发展，增强实体经济赢利能力。”由此可见，为实体经济服务是金融的天职，也是防范金融风险的根本举措。只有引导金融体系回归本源，回归实体经

济，才能从根本上消除金融对实体经济的负面作用。

（二）政府调控与金融市场的关系

正确认识和处理政府与市场的关系，是社会主义市场经济发展中的一个极为重要的理论和实践问题，也是习近平金融治理思想的重要内容。党的十八届三中全会明确提出，处理好政府和市场的关系是经济体制改革的核心问题，要使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用。政府调控与金融市场的关系是政府与市场关系在金融领域的延伸和运用。习近平关于政府调控与金融市场关系的论述，主要表现在以下三个方面。

第一，要坚持金融深化改革和市场导向。习近平强调，要坚持深化金融改革，必须优化金融机构体系，完善国有金融资本管理，完善外汇市场体制机制；完善现代金融企业制度，完善公司法人治理结构，优化股权结构，建立有效的激励约束机制，强化风险内控机制建设，加强外部市场约束。显然，深化金融改革是和市场导向紧密联系在一起的。习近平指出，“中国将按照市场化、法治化方向稳步推进金融改革，培育公开透明和长期稳定健康发展的资本市场，完善风险管理，稳定市场预期，放宽民间资本进入金融领域的限制，更好支持实体经济发展。”

坚持深化金融改革，首要的是要坚持市场在金融资源配置中起决定性作用。市场在资源配置中起决定性作用，是市场经济的一般规律，社会主义市场经济体制的健全和完善必须要遵循这条规律。市场在资源配置中起决定性作用，实际上讲的就是经济效率问题，是推动资源配置依据市场规则、市场价格、市场竞争实现效益最大化和效率最优化。金融资源是货币形态的资本，是经济发展中最重要的要素之一，其配置过程也要服从市场的决定性作用。

其次是要抓住市场配置资源的核心手段即市场价格。在任何一个社会中，资源都是稀缺的，“经济发展就是要提高资源尤其是稀缺资源的配置效率，以尽可能少的资源投入生产尽可能多的产品、获得尽可能大的效益。”金融资源的价格就是利率，利率是引导资金跨行业、跨地区流动的最重要的指挥棒。当某一个行业的生产率较高时，边际资本回报率较高，资金在这个行业也相对更稀缺，该行业融资所能够承担的利率也就较高。这时，利率就会引导资金流向该行业，直至该行业的边际资本回报率下降到与市场利率相同。这就是市场配置金融资源的过程。

此外，还必须看到，价格能够真实地反映供给需求关系是市场能够有效配置资源的前提条件。也就是说，市场中应当具有良好的价格发现机制。在过去较长的一段时间中，我国的

存贷款利率受到政府管制。在这种情况下，市场不能有效地配置资源。针对这一现实，习近平强调，“要消除价格、利率、汇率等经济杠杆的扭曲，强化风险投资机制，发展资本市场”。2015 年，随着存贷款利率上限的放开，我国在形式上完成了利率市场化进程，但是，由于经济中存在着国有银行治理结构不合理、国有银行与国有企业之间的政治关联等问题，市场在配置资源的过程中仍然受到阻碍。银行对不同所有制的企业存在着一定的融资歧视，国有企业享受到了更加廉价的金融资源供给，而民营企业融资更加艰难。因此，为了进一步提高市场配置资源的效率，就要完善现代金融企业制度，完善公司法人治理结构，建立有效的激励约束机制，使金融机构转变为市场化的机构。

第二，要加强政府宏观调控和金融监管。习近平在金融工作会议上指出：“要加强金融监管协调、补齐监管短板。设立国务院金融稳定发展委员会，强化人民银行宏观审慎管理和系统性风险防范职责。地方政府要在坚持金融管理主要是中央事权的前提下，按照中央统一规则，强化属地风险处置责任。金融管理部门要努力培育恪尽职守、敢于监管、精于监管、严格问责的监管精神，形成有风险没有及时发现就是失职、发现风险没有及时提示和处置就是渎职的严肃监管氛围。要健全风险监测预警和早期干预机制，加强金融基础设施的统筹监管和互联互通，推进金融业综合统计和监管信息共享。”在坚持市场导向的同时，也要注重政府在金融资源配置中的积极作用，即宏观调控和金融监管。金融监管就是针对金融体系中可能出现的系统性风险，进行必要的管理和控制。

在社会主义市场经济运行中，市场配置资源的决定性作用是在一定时期、一定范围内有效的，“市场在资源配置中起决定性作用，并不是起全部作用。”市场在配置资源过程中不是万能的，即便在完全竞争条件下，仍然存在着市场缺陷或市场失灵。而系统性金融风险，就是金融领域中的市场失灵。在完全竞争条件下，市场是没有外力干扰的自由市场，市场缺陷或市场失灵主要表现在公共物品、外部负效应等方面。外部负效应如污水排放、环境污染等，是市场经济微观主体在进行生产和消费决策时，往往不考虑对他人、社会和环境的影响而带来的后果，直接将工业废水排入江河中，将工业废气排入空气中，减少生产企业的治理成本，加大社会的成本。外部负效应问题也是市场本身无法解决的。对于金融领域而言，每一家金融机构在投资决策时，都未能考虑其行为对整个金融体系的影响，从而可能导致系统性金融风险，这就是金融活动所产生的外部负效应。系统性风险是指金融机构从事金融活动所在的整个系统（银行系统或市场系统）因外部因素的冲击或内部因素的牵连而发生剧烈波动、危机或瘫痪，使单个金融机构不能幸免，从而遭受经济损失的可能性。每家金融机构在独立决策时，难以通过资产配置的方式分散系统性风险。一旦系统性风险累积到一定程度，就会在

整个金融体系中爆发并快速传染。由此可见，习近平关于在推动金融市场化改革的同时，政府也要加强宏观审慎监管和系统性风险防范的思想，对于健全风险监测预警和早期干预机制、牢牢守住不发生系统性风险的底线、促进金融体系的平稳运行具有重要的指导意义。

第三，要坚持“看不见的手”和“看得见的手”的并重。理论和实践都证明，市场配置资源是最有效率的形式，但是，市场配置资源的有效性是需要市场以外的力量来保证的。对市场在资源配置中的“决定性”作用的定位，决不是对政府作用的弱化，相反则是要通过对政府作用范围、程度的正确界定更好地发挥政府的作用，既防止政府作用的越位、错位，也避免政府作用的缺位、不到位。在社会主义市场经济的发展中，市场的作用和政府的作用是不同的，它们有各自的活动范围和边界、职能和任务、优势和不足。习近平指出：“在市场作用和政府作用的问题上，要讲辩证法、两点论，‘看不见的手’和‘看得见的手’都要用好，努力形成市场作用和政府作用有机统一、相互补充、相互协调、相互促进的格局，推动经济社会持续健康发展。”

关于政府在市场经济发展中的作用，我们要看到政府作用的不可或缺性。习近平对此也有着精辟的论述，“发展社会主义市场经济，既要发挥市场作用，也要发挥政府作用，但市场作用和政府作用的职能是不同的。全会决定对更好发挥政府作用提出了明确要求，强调科学的宏观调控，有效的政府治理，是发挥社会主义市场经济体制优势的内在要求。全会决定对健全宏观调控体系、全面正确履行政府职能、优化政府组织结构进行了部署，强调政府的职责和作用主要是保持宏观经济稳定，加强和优化公共服务，保障公平竞争，加强市场监管，维护市场秩序，推动可持续发展，促进共同富裕，弥补市场失灵。”他认为，一方面，针对市场经济运行过程中市场无法解决的问题，政府必须要发挥其公权力的优势和宏观引导的作用，引导市场朝着积极的方向发展。例如，当金融风险集聚的时候，政府以严格的监管政策和管理措施，化解经济金融风险。另一方面，为了保障市场在配置资源过程中的决定性作用，政府也必须发挥服务和监管的作用。例如，简化公司注册程序和行政审批程序，将证券发行制度由“核准制”转变成“注册制”，这些简化审批程序的措施，有助于提高市场主体的参与积极性和市场运行的效率。同时，政府加大监管力度，对那些违反市场规则和破坏市场秩序的行为予以行政约束和法律惩罚，也有助于保证市场健康安全稳定地运行。

习近平关于政府调控与金融市场关系的论述，使我们清楚地认识到在金融治理中，必须坚持市场导向，使市场在金融资源配置中起决定性作用，与坚持加强政府监管和风险管控并重，兼顾“看不见的手”和“看得见的手”，多措并举，以宏观审慎政策和宏观调控政策防范系统性金融风险，才能优化配置金融资源，使金融服务于实体经济。

（三）金融监管与金融发展的关系

加强金融监管是第五次全国金融工作会议的核心和基调。习近平多次强调防范金融风险的重要性，明确指出，防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题。但是，防范金融风险、加强金融监管与扩大金融开放、加强金融发展并不矛盾，习近平同时也强调，不能因为金融监管而限制了金融开放和发展的步伐，要正确把握金融监管和金融发展的辩证关系。他提出，要扩大金融对外开放，要深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。由此可见，只有在金融发展的目标下加强金融监管，在金融监管的过程中坚持金融发展，才能把金融工作做好、做活、做扎实。这是实现金融安全和经济发展的双重目标。

第一，金融监管在 2008 年金融危机后势在必行。金融安全是国家安全的重要方面。2008 年全球金融危机以来，各国政府都吸取了金融危机的教训，对金融机构实施更加严格的监管制度，主要是贯彻巴塞尔协议 III 所提出的逆周期宏观审慎监管政策。宏观审慎监管政策主要针对金融体系的系统性金融风险，利用资本充足率要求、流动性覆盖要求、风险权重等一系列工具，控制金融机构过于激进的投资行为，提高金融机构的风险防范能力。金融风险的传染力强，破坏力强，一旦发生系统性金融危机，各家金融机构均会在不同程度上受到危机的影响，从而使金融体系遭遇重创，并危害到实体经济的发展。因此，在常规时期，采用一些逆周期监管工具，对金融机构进行必要的良性监管，将有助于防范金融风险，减少金融危机发生的概率。

习近平对金融监管的重视，与我国当前不断积聚的金融风险密切相关。首先，银行间同业拆借市场规模的扩大，中小银行同业负债率的大幅攀升，使中小银行承担风险的能力大幅下降。因银行间同业业务而产生的影子银行活动、金融空转等问题，值得监管层的密切关注。一旦银行间同业拆借市场出现违约，将迅速波及整个金融体系。其次，效率低下、以不断“借新还旧”维持生存的“僵尸企业”是我国当前经济中的重要问题。一些国有、产能过剩的企业“僵而不死”，不仅占用了大量的金融资源，也成为了银行资产负债表中的“定时炸弹”。第三，金融资源“脱实向虚”，流向房地产、股票等资本市场，引起资产价格泡沫，是危害金融体系的另一个重要的风险点。房地产价格快速上涨，挤占了实体经济的资源，不利于实体经济的发展。若房地产价格出现大幅下跌，又可能引起房地产开发贷款和房地产消费贷款的大面积违约，引发系统性金融风险。

面对我国的经济金融形势，习近平提出要求，要守住不发生系统性金融风险底线。他强

调，要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置，科学防范，早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。要推动经济去杠杆，坚定执行稳健的货币政策，处理好稳增长、调结构、控总量的关系。要把国有企业降杠杆作为重中之重，抓好处置“僵尸企业”工作。各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。

第二，金融的开放和发展是开放型经济发展的趋向。在我国全面深化改革、扩大对外开放的进程中，金融不断开放和发展是大势所趋。顺应历史潮流，不断扩大金融领域的开放和国际合作，是提高金融服务实体经济、提升金融效率的重要举措。提高开放型经济水平是习近平金融治理思想的重要内容之一。习近平在 2013 年博鳌亚洲论坛中强调：“中国经济发展前景广阔，中国将坚定不移推进改革开放，加快转变发展方式，坚定不移奉行对外开放政策，继续为外国企业提供更好的环境和条件，中国的发展将为世界作出更大贡献。”这是因为，唯有不断地扩大对外开放，加强国际间经贸合作，把中国置身于国际经济舞台中，才能更加积极健康地发展中国经济，提高中国的国际地位，促进区域共同发展。过去 40 年，在不断地对外开放过程中，国家综合实力不断提高，对外贸易不断增多，对外直接投资也不断增加，中国企业积极走出去，在国际市场中占得一席之地。我国取得的这些成就都是建立在对外开放的基础上的，由此可见，深化改革、扩大开放是促进我国经济长期发展的重要国策，金融的开放和发展就是题中之义。

金融领域的对外开放主要包括汇率形成机制改革、人民币国际化、资本账户开放、“一带一路”金融合作等方面。针对我国当前的金融开放情况，习近平指出，扩大金融对外开放，就要深化人民币汇率形成机制改革，稳步推进人民币国际化，稳步实现资本项目可兑换。要积极稳妥推动金融业对外开放，合理安排开放顺序，加快建立完善有利于保护金融消费者权益、有利于增强金融有序竞争、有利于防范金融风险的机制。要推进“一带一路”建设金融创新，搞好相关制度设计。此外，进一步推动我国金融体系完善和发展也十分重要。在加强金融监管的同时，也要积极发展资本市场，完善资本市场的融资功能，提高直接融资比重。要改善间接融资结构，推动国有大银行战略转型，发展中小银行和民营金融机构。要促进保险业发挥长期稳健风险管理和保障的功能。要优化金融资源空间配置和金融机构布局，大力发展中小金融机构，不断增强金融服务实体经济的可持续性，着力强实抑虚。

第三，金融监管与金融发展具有统一性。习近平指出：“为实体经济服务是防范金融风

险的根本举措。”也就是说，金融支持实体经济发展就是最好的风险防范措施，金融监管也要以金融支持实体经济发展为根本目的。从操作层面看，金融监管与发展可能存在着一一定的冲突，但是从全局层面看，金融监管和发展的目标则是一致的。

“脱实向虚”是我国经济面临的最主要的金融风险。“现在，伴随着经济增速下调，各类隐性风险逐步显性化，地方政府性债务、影子银行、房地产等领域风险正在显露，就业也存在结构性风险。”其中，最重要的就是影子银行风险和房地产风险。借助银行同业业务而产生的影子银行活动，金融空转问题，是银行体系的风险所在。而资金流向房地产市场和股票市场，引起房地产市场和股票市场的过度繁荣，是资本市场的风险所在。这两类风险一旦爆发，都会引起系统性金融危机，损害实体经济的发展，而这两类问题的核心则是资金脱离实体经济，流向虚拟经济。这里的虚拟经济既包括金融体系的内部流转，也包括二级资本市场的交易投机活动。显然，虚拟经济繁荣不利于经济发展。虚拟经济挤占了实体经济的金融资源，推高了实体经济的融资成本，使实体经济难以发展。虚拟经济繁荣也增加了金融风险。层层拉长的金融中介链条，使资金经过若干轮的传导才能到达最终的位置，风险链条与收益链条不匹配，金融风险被累积和放大。繁荣的虚拟经济如同无本之木，无水之源，当没有新的金融资源支持虚拟资本膨胀时，金融危机就会爆发。因此，在当前的经济形势下，防范金融风险的根本举措就是使金融回归本源，支持实体经济的发展。

为实体经济服务是防范金融风险的根本举措，并不是说，金融支持实体经济就不会产生金融风险。事实上，实体经济也存在风险，引导资金“脱虚向实”，金融风险并不能被完全消除。金融风险的来源是多维度的，虚拟经济膨胀所引发的金融风险更多的是系统性的，单家金融机构无法应对的金融风险，对金融体系和经济发展的破坏力更强。而对于实体经济本身产生的风险，如创新失败的风险，市场供需变化的风险等，金融机构能够通过其自身的金融手段，分散这些风险，使这些风险得到控制和化解。这些实体风险对金融体系进而对实体经济的危害是相对有限的。我们看到，在当前的经济形势下，习近平提出的“金融回归本源”是克服威胁最大的系统性金融风险的最有效举措。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	17-Jun	17-Jul	17-Aug	17-Sep	17-Oct	17-Nov
CPI	同比	1.5	1.4	1.8	1.6	1.9	1.7
PPI	同比	5.5	5.5	6.3	6.9	6.9	5.8
PMI	同比	51.7	51.4	51.7	52.4	51.6	51.8
工业增加值	同比	7.6	6.4	6.0	6.6	6.2	6.1
工业企业利润总额	累计同比	22.0	21.2	21.6	22.8	23.3	21.9
固定资产投资完成额	累计同比	8.6	8.3	7.8	7.5	7.3	7.2
社会消费品零售总额	同比	10.9	10.4	10.1	10.3	10	10.2
进出口金额	同比	13.8	8.8	8.9	12.7	11.2	15.6
M2	同比	9.4	9.2	8.9	9.2	8.8	9.1
社会融资规模	当月值 (亿元)	17762	12200	14791	18199	10387	16000
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	15400	8255	10900	12700	6632	11200

⁶撰写人：IMI 副研究员黄泽清

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1719	IMI 宏观经济月度分析报告（第 8 期）	IMI
IMI Report No.1718	扼守闸门：货币史诗 2007-2017	王剑
IMI Report No.1717	货币沉浮：2018 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1716	《中国财富管理发展指数》报告	IMI
IMI Report No.1715	IMI 宏观经济月度分析报告（第 7 期）	IMI
IMI Report No.1714	天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.1713	IMI 宏观经济月度分析报告（第 6 期）	IMI
IMI Report No.1712	IMI 宏观经济月度分析报告（第 5 期）	IMI
IMI Report No.1711	百舸争流 --- 驰骋国际市场的中外资银行	《银行国际化系列报告》 课题组
IMI Report No.1710	IMI 宏观经济月度分析报告（第 4 期）	IMI
IMI Report No.1709	IMI 宏观经济月度分析报告（第 3 期）	IMI
IMI Report No.1708	《人民币国际化报告 2017》发布稿	IMI
IMI Report No.1707	IMI 宏观经济月度分析报告（第 2 期）	IMI
IMI Report No.1706	IMI 宏观经济月度分析报告（第 1 期）	IMI
IMI Report No.1705	中国外汇储备适度规模测算报告	宋科、杨雅鑫
IMI Report No.1704	人民币国际化动态与展望	IMI
IMI Report No.1703	欧盟的未来：以改革促前行	赵雪情
IMI Report No.1702	扬帆起航——走向国际的中资保险公司	IMI
IMI Report No.1701	2017 年 2 月中国经济金融形势评论	张超、张家瑞、黄泽清、 韦伟
IMI Report No.1619	多重举措促进资本市场开放，为人民币加入 SDR 献礼 ——东盟人民币接受程度季度评价（2016 年 3 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1618	人民币国际化进程走出低潮，重新扬帆起航 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 2 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1617	人民币汇率跌宕起伏，国际化进程遭遇低潮 ——东盟人民币接受程度季度评级（2016 年 1 季度）	曹彤、杨丰
IMI Report No.1616	两岸金融合作机制探讨 ——海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第三部分）	蔡颖义、何青、钱宗鑫
IMI Report No.1615	两岸金融改革经验与制度借鉴	蔡颖义、涂永红、胡波、 钱宗鑫、吴雨微



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn