

No. 1712

研究报告

IMI

# IMI 宏观经济月度 分析报告(第5期)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆

國際貨幣網

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

1937

# IMI 宏观经济月度报告

撰写人：张瑜 熊园 蒋超

王剑 芦哲 彭俞超 黄泽清

## 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. 主要国际货币的汇率走势与分析.....	- 2 -
(二) 国内宏观.....	- 3 -
1. 经济：8月经济再度走弱，后续韧性仍强.....	- 4 -
2. 通胀：CPI 反弹仍弱，PPI 延续高位，全年通胀无忧.....	- 6 -
3. 金融：信贷仍旺，房贷尚高，M2 低增正式成为新常态.....	- 7 -
(三) 商业银行.....	- 8 -
1. 银行业经营情况.....	- 8 -
2. 货币金融数据分析.....	- 10 -
(四) 资本市场.....	- 10 -
1. 股市.....	- 10 -
2. 债市.....	- 12 -
二、宏观经济专题：减税能缓解经济“脱实向虚”吗.....	- 14 -
核心观点.....	- 14 -
(一) 研究背景和理论假设.....	- 14 -
(二) 实证模型设计和数据说明.....	- 15 -
(三) 实证分析结果.....	- 17 -
1. 基准模型.....	- 17 -
2. 企业税负的不同度量方式.....	- 18 -

3. 内生性.....	- 19 -
(四) 结论和政策建议.....	- 20 -
三、主要经济数据.....	- 22 -

### 图表目录

图 1: 房地产投资超预期走稳, 基建和制造业投资继续下滑.....	- 5 -
图 2: 出口连续两个月走弱.....	- 6 -
图 3: 8 月 PPI 超预期反弹至 6.3%.....	- 7 -
图 4: 8 月 M2 同比增长 8.9%, 续创有统计以来新低.....	- 8 -
图 5: 银行理财产品余额.....	- 9 -
图 6: 银行理财资产投向.....	- 9 -
图 7: 房地产价格与工业 PPI 对比 (2012-2016 年).....	- 14 -

### 表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标.....	- 1 -
表 2: 变量定义一览表.....	- 16 -
表 3: 固定效应模型估计结果.....	- 16 -
表 4: 替代企业税负指标的回归结果.....	- 18 -
表 5: 两阶段系统 GMM 估计结果.....	- 19 -
表 6: 经济数据一览.....	- 22 -

## 一、国内外经济金融形势研判

### (一) 海外宏观<sup>1</sup>

2017 年上半年，全球经济总体保持复苏态势，国际货币基金组织（IMF）和经合组织（OECD）先后上调 2017 年全球经济增速预期至 3.5%。美国经济复苏略有改善，9 月 FOMC 会议宣布正式启动缩表，同时 12 月加息概率上升；欧洲经济复苏步伐稳健，核心通胀有所上升，货币政策面临转向；日本经济增长强劲但通胀持续低迷，货币政策正常化的步伐将显著慢于美欧。

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

指标	2017 年第一季度			2017 年第二季度			2017 第三季度		与年初比较	
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月		
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)		1.2			2.6			↑	
	失业率 (%)	4.8	4.7	4.5	4.4	4.3	4.4	4.4	↓	
	CPI (同比, %)	2.5	2.8	2.4	2.2	1.9	1.6	1.7	1.9	↓
	货币政策	缩表将在 10 月份启动，年内加息概率上升								
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)		1.9			2.1			↑	
	失业率 (%)	9.6	9.5	9.4	9.2	9.2	9.1	9.1	9.1	↓
	CPI (同比, %)	1.8	2.0	1.5	1.9	1.4	1.3	1.3	1.5	↓
	货币政策	欧央行货币政策面临转向，下半年料将公布缩表计划								
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)		1.0			2.5			↑	
	失业率 (%)	3	2.8	2.8	2.8	3.1	2.8	2.8	2.8	↓
	CPI (同比, %)	0.4	0.3	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	→
	货币政策	通胀水平离目标相较甚远，货币政策正常化步伐会显著慢于美欧								

资料来源：Wind，中国人民大学国际货币研究所

#### 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 联储 10 月启动缩表 12 月加息概率上升

美国经济复苏略有改善：第二季度美国 GDP 增速环比折年率由一季度的 1.2% 升至 2.6%，整体经济复苏略有改善。从生产端来看，美国制造业扩张，8 月 ISM 公布美国制造业 PMI 上升 2.5 个点，至 58.8，高于市场预期 56.5；消费预期下滑：9 月密西根信心指数继续回落，

<sup>1</sup> 撰写人：IMI 研究员张瑜

其中对未来预期分项指标下滑。通胀渐有起色：CPI 自 6 月以来逐步走高，8 月 CPI 达 1.9%，个人消费支出（PCE）物价指数稍有下降。劳动力市场遭遇挫折，美国 8 月新增非农就业 15.6 万人，远低于预期的 18 万；失业率上升 10bp 至 4.4%。

9 月 FOMC 会议决定确定 10 月启动缩表，年内加息预期上升：美联储 9 月会议纪要声明，联储将于 10 月正式启动缩表进程。根据其发布的点阵图显示，美联储预计年内将再加息一次，2018 年还将加息 3 次，市场预期 12 月加息概率从之前的 52% 提高至 72%。与此同时联储预期的较长利率目标水平低于近期目标利率水平，表明此轮加息可能比预期要早一些结束。

### （2）欧元区：经济基本面持续改善 货币政策面临转向

欧元区经济复苏总体稳健：欧元区第一季度 GDP 同比增速为 1.9%，第二季度继续回升至 2.1%。制造业 PMI 持续改善：8 月制造业 PMI 57.4，继续创下近 6 年来新高；消费增速骤降：欧元区最新 8 月零售销售增速环比增速 -0.3%，不及预期 0.2%，较前值下降 0.9%；通胀上升，核心通胀维持不变：欧元区 8 月整体 CPI 同比上升 0.2%，核心 CPI 同比保持不变。就业市场持续改善，欧元区失业率与上月持平依旧保持 9.1%。

欧央行货币政策面临转向：7 月 20 日欧洲央行议息会议宣布维持主要利率及资产购买规模不变，明确表示通缩风险已经消失，并删除了货币政策指引中“可能进一步下调利率”的表述。在核心通胀上行，经济基本面持续改善的背景下，欧央行料将在年内会议中释放缩减 QE（Tapering）的信号。

### （3）日本：增长势头或将放缓 货币政策正常化还有距离

经济增长强劲，后续或有所趋弱：由于个人消费和企业投资增长强劲，第二季度日本实际 GDP 按年率大幅增长。但近期公布的指标显示，其经济活动有所趋弱。首先，PMI 扩张态势减弱，7 月制造业 PMI 为 52.1%，较上月下降 0.3 个百分点。其次，消费增速有所放缓，6 月商业销售额同比增长 3.8%，增速较上月下降 1 个百分点。与此同时，通胀回落，日本 7 月东京 CPI 环比、同比均有不同程度回落。

通胀未显著改善下，货币政策正常化还有距离：7 月 19 日至 20 日，日本央行推迟完成 2% 的通胀目标的时间至 2019 年，并下调了未来一段时间内的通胀预期。在通胀未得到显著持续改善的情况下，日本货币政策正常化的步伐将显著慢于美欧。

## 2. 主要国际货币的汇率走势与分析

### （1）美元：盼反弹为时过早，美元难再美

长期来看，美元的本质是美国经济实力的综合定价，过去几年的美元走势已经超调。无

论是从本轮加息的本质来看（并非以经济过热为基础），还是从长期美国相对全球经济占比来看（新兴市场绝对增速依然在高位），美元都不存在长期超强的根本基本面。

中期来看，货币政策定价现疲态，特朗普光环暗淡。特朗普一篮子政策中最受市场关注的税改和基建目前都进展缓慢。金融市场对于特朗普的定价已经恢复到特朗普上任之前水平。与此同时，货币政策整体定价显现疲态（多次定价+预计波动空间减少+缩表细节明朗）

短期内，欧元、英镑修复动能使美元被动贬值压力仍存。欧元和英镑都是全球外汇市场交易形成的价格。从较长期来看，欧元兑美元和英镑兑美元在公允市场上的定价都与其 GDP 相对美国经济占比趋势一致。

#### （2）欧元：修复动能明显

首先，2014 年之后，欧元相对美国经济占比是提升的，但由于欧版 QE 推行使得欧元汇率跳水。近半年欧元区经济格外亮眼，整体来看目前欧元兑美元定价落后于欧洲兑美经济基本面的走势；其次，货币政策大概率年内转向，QE 缩减或退出，且目前信息较模糊，因此现阶段金融市场定价并不完全；第三，脱欧进入长期谈判磨合期，之前给金融市场带来的情绪大幅缓和；最后，期货市场来看，本轮欧元兑美元空头头寸缩减幅度达过去四年之最，且存在进一步缩减空间，同时多头持仓增加创历史新高。

#### （3）英镑：超跌明显，春天可期

英镑脱欧后累计下跌幅度已经基本接近 1992 年英镑脱钩马克的最大跌幅；货币政策转向，英国由于通胀抬升（6 月通胀为 2.6%）使其加息越来越近；长期来看，英国经济内生基本面比较稳定，脱欧造成的经济前瞻指标的回落已经基本修复。IMF 也提升对英国经济增速的预期，英国“脱欧”谈判进入了漫长博弈期，金融市场对于风险的定价已经基本到位。需重点关注英镑下半年的反弹动能。

#### （4）人民币：存在升值空间

人民币压力缓释，存在升值空间；美元弱与资本管制使资本外流压力减缓；美元弱+美债弱+中美息差保护垫位于高位，外围因素难再掣肘货币政策，债市更多聚焦国内。

## （二）国内宏观<sup>2</sup>

继 7 月大幅下跌后，8 月经济数据再次整体走弱且走弱幅度超出预期，表明需求端的持续复苏被证伪，去产能、去产量的供给收缩显然带不来新周期。总体看，过去两个月经济回

<sup>2</sup>撰写人：IMI 研究员熊园，IMI 助理研究员蒋超

落，既与季节性、高温和洪水、环保限产、高基数（特别是 8 月）等因素有关，也受制于房地产后周期和基建下行周期的双重冲击。站在现在时点往后看，在“PPI 保持高位、房地产投资和基建投资不会失速下滑、全球经济趋于复苏驱动我国外需走好”的三重支撑下，我国经济韧性仍强，全年 GDP 增速前高后低、稳中缓降，三季度降至 6.7-6.8%，全年 6.6% 以上。政策面看，鉴于“防风险、去杠杆、抑泡沫”和金融服务实体经济的政策总基调并未转变、我国经济难以大幅下行、欧美主要发达经济体货币政策已全面趋紧、人民币升值也并不尽然意味着降准等因素，当前我国货币转向宽松时机未到，特别地，具备强烈信号意义的降准政策尚难出台。其实，市场人士是明知不会放松的，呼吁放松货币的真实诉求应该是寄希望于“会哭的孩子有奶吃”。

## 1. 经济：8 月经济再度走弱，后续韧性仍强

### （1）工业生产继续降温，天气、环保限产和高基数是主因

考虑到 8 月工作日和去年同期一样、PMI 生产指数回升、发电耗煤走高、PPI 反弹等因素，普遍预期 8 月工业增加值将有所反弹，但事实上却是比 7 月下降了 0.4 个百分点至 6%，回到年内最低水平。综合来看，不及预期的原因可能是天气因素（高温、洪水）、去年同期高基数和环保限产（黑色金属业、有色金属业增速降幅较大），也部分和人民币汇率走强有关（纺织业增速下滑了 0.7 个百分点）。需要注意的是，尽管上游受限，但中下游生产仍然比较稳定（中下游产品同比增速有所回升，专用设备制造业、电气机械等行业增速也继续反弹）。

### （2）投资增速延续跌势，房地产投资超预期走稳

1-8 月固定资产投资累计增速回落 0.5 个百分点至 7.8%，其中：房地产投资持平前值至 7.9%（此前 3 月连降，8 月当月同比增速更是反弹了 3 个百分点）；基建投资 16.1%（降 0.6 个百分点），制造业投资 4.5%（降 0.3 个百分点），民间投资 6.4%（降 0.5 个百分点），基建、制造业和民间投资均为连续两月下滑；总体来看，在房地产后周期和需求没有实质性复苏的大背景下，投资回落十分正常也符合预期，其中：基建投资下滑明显主因是财政支出放缓（8 月财政支出增速连续两个月下滑并创新低至 2.9%）；制造业投资和民间投资继续乏力，需求复苏再度被证伪；房地产投资意外走稳（预计全年有望保持 5% 左右的较高水平），将进一步对下半年经济形成强支撑。

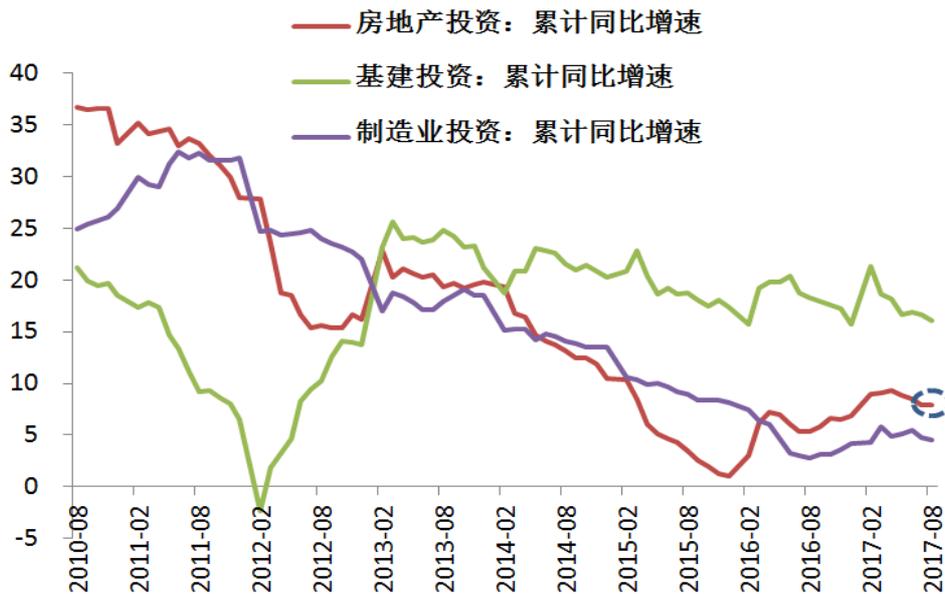


图 1: 房地产投资超预期走稳, 基建和制造业投资继续下滑

资料来源: Wind

### (3) 消费继续回落, 主因是地产链相关消费降温明显

2017年8月, 社会消费品零售总额同比下降0.4个百分点至10.1%, 扣除价格因素实际增长下降0.7个百分点至8.9%, 均低于市场预期。事实上, 今年3月以来, 除去6月单月跳升外, 消费总体呈现稳中放缓态势。具体到8月, 回落的主因是地产链相关消费明显下滑(家电增速由13.1%降至8.4%; 建筑装潢增速由13.1%降至8.8%)。此外, 汽车和石油制品的消费也有所放缓(分别较7月下滑0.2个、1.1个百分点)。往后看, 随着房地产销量回落和汽车消费持续走弱, 消费难以走高。

### (4) 进口改善出口承压, 高增速不再

2017年8月, 以美元计, 我国进口同比增速回升至13.3%(前值11%), 主因内需改善(PMI和新订单均回暖0.3个百分点)和国际大宗商品价格走高(主要是上游产品); 出口同比增速续降至5.5%(前值7.2%), 主因是人民币汇率升值致劳动密集型产品出口不如预期(环比仅1.3%)及对欧日出口增速下滑较快; 8月贸易顺差419.92亿美元, 同比负增16.2%。往后看, 去产能政策下国内需求平稳, 大宗商品价格上涨难以延续, 预计进口增速稳中趋缓; 出口方面, 主要发达经济体复苏势头向好, 但前期人民币持续升值和原材料涨价使企业出口承压, 双边贸易争端带来不利影响, 出口增速或将继续放缓。

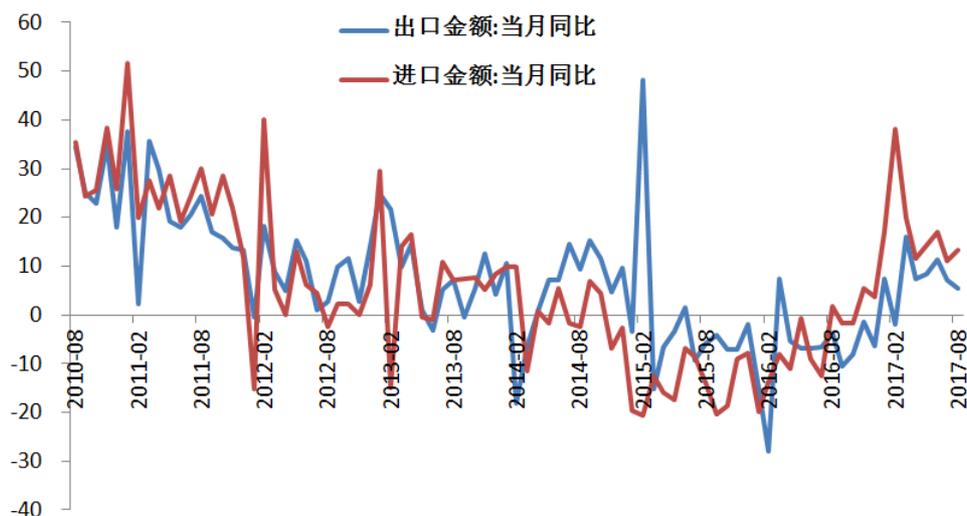


图 2: 出口连续两个月走弱

资料来源: Wind

## 2. 通胀: CPI 反弹仍弱, PPI 延续高位, 全年通胀无忧

### (1) 8 月 CPI 改善, 食品修复超预期

2017 年 8 月, CPI 同比 1.8% (翘尾因素和新涨价因素均约为 0.9 个百分点), 高于前值 (1.4%) 和预期 (1.6%), 环比 0.4% (今年 1 月以来最高), 主因是食品价格修复超预期 (环比 1.2%, 7 个月来首次为正), 高温多雨天气致鸡蛋减产、鲜菜储运高成本, 二者合计拉动 CPI 环比约 0.27 个百分点, 非食品价格则延续季节性上涨。往后看, 中秋、国庆双节临近, 农业供给侧改革和禁养区政策支撑食品价格, 但考虑到高基数及猪价涨幅有限, 预计 9 月 CPI 同比回落至 1.6%, 四季度 CPI 中枢将小幅抬升 (预计 1.6%-1.8%), 全年通胀无忧, 明年 1 季度 CPI 将升至 2.3%-2.5% (主要是低基数)。

### (2) 8 月 PPI 反弹符合预期, 涨幅超预期

5 月底以来钢铁、煤炭等黑色系商品价格反弹走高 (采掘业涨 1.8%, 原材料业涨 1.7%, 加工工业涨 1.0%, 生活资料涨 0.1%, 呈现全面上涨的格局), 滞后效应下支撑 8 月 PPI 超预期反弹至 6.3%。高基数下 9 月份 PPI 将重新转为下跌 (预计 5.8%左右), 四季度仍将快速下行, 全年呈 “M 型” 走势。由于 5 月至 8 月 PPI 超预期走高, 上调年末 PPI 至 2%左右 (此前预期会跌至 1%甚至更低)。

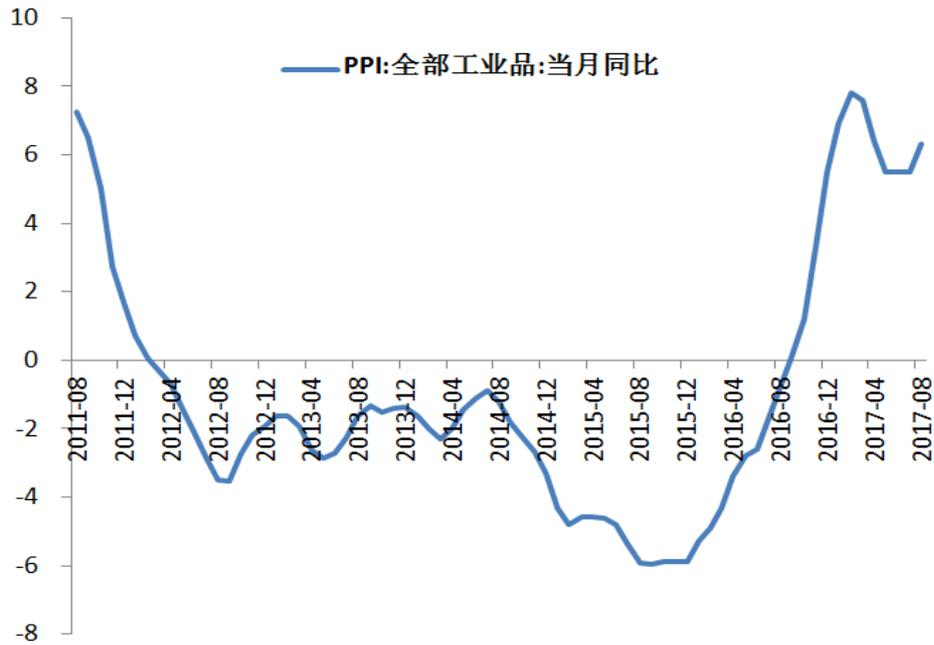


图 3: 8 月 PPI 超预期反弹至 6.3%

资料来源: Wind

### 3. 金融: 信贷仍旺, 房贷尚高, M2 低增正式成为新常态

#### (1) 新增信贷超预期, 企业票据融资和居民短期贷款是主推动

8 月新增信贷 1.09 万亿元 (环比增 2645 亿元, 同比增 1413 亿元), 高于预期 (9463 亿元) 也略强于季节性, 一方面是 8 月票据融资首度转为净增 318 亿元 (较 7 月多增 1980 亿元; 此前连续 10 个月负增长), 另一方面是居民短期贷款规模高增, 8 月居民短期贷款新增 2165 亿元 (较 7 月多增 1094 亿元), 今年前 8 个月累计新增 1.28 万亿元 (是 2016 年全年居民短贷规模的 2 倍), 应是居民房贷受限后转向了消费贷等短期贷款。此外, 居民中长期贷款仍处高位 (8 月新增 4470 亿元), 企业中长期贷款保持平稳 (8 月新增 3639 亿元, 高于上半年月均同比新增规模 2650 亿)。

#### (2) 社融延续高增, 金融强监管下表外继续转表内

8 月新增社会融资规模 1.48 万亿 (较上月多增 2600 亿元), 超出市场一致预期 (1.28 万亿), 主因是表内融资多增 (社会融资口径 8 月份新增人民币贷款同比与环比分别多增近 3500 与 2300 亿), 另一贡献是 8 月表外票据融资由上月的 -2039 亿转为 242 亿 (由负转正)。受金融监管影响, 表外融资受压, 其中, 信托贷款与委托贷款合计规模同比少增超 1000 亿, 环比少增逾 300 亿。

#### (3) M2 再创新低, 主因是金融去杠杆叠加高基数

继 5 月 (9.6%)、6 月 (9.4%)、7 月 (9.2%) 之后，8 月 M2 同比增速再度走低至 8.9%，成为 1986 年有统计以来最低，主因还是金融去杠杆压制货币派生。基于“防风险、去杠杆、抑泡沫”和金融服务实体经济的政策总基调，预计未来一段时间我国 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”。至于货币取向，市场人士其实是明知不会放松的，呼吁放松货币的真实诉求应该是寄希望于“会哭的孩子有奶吃”。

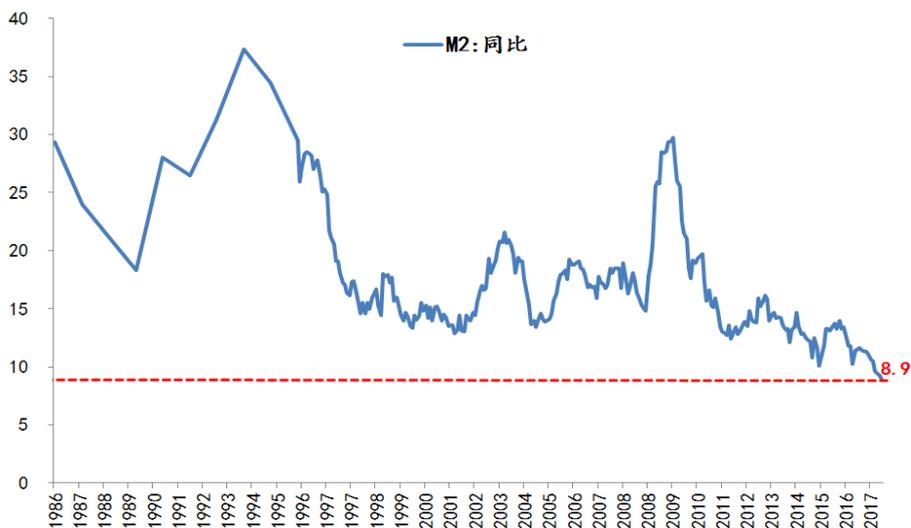


图 4: 8 月 M2 同比增长 8.9%，续创有统计以来新低

资料来源: Wind

### (三) 商业银行<sup>3</sup>

#### 1. 银行业经营情况

银行理财登记托管中心于 9 月 22 日发布了《中国银行业理财市场报告(2017 上半年)》。数据显示，截止 2017 年 6 月，银行理财产品余额为 28.38 万亿元，较年初减少 0.67 万亿元，首次出现下降，反映了金融去杠杆的效果。其中，表外理财余额为 21.63 万亿元，表内为 6.75 万亿元。

<sup>3</sup>撰写人: IMI 研究员王剑

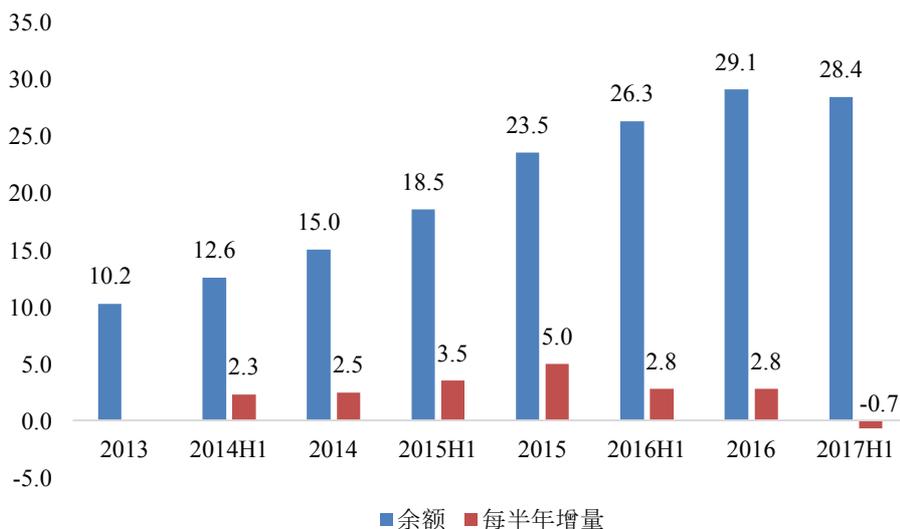


图 5: 银行理财产品余额

资料来源:《中国银行业理财市场报告(2017 上半年)》,中国人民大学国际货币研究所

作为金融去杠杆的重点,同业理财收缩明显。6月末余额为4.61万亿元,上半年降1.38万亿元,为各类产品中降幅最大的。

理财资产的投向上,债券仍然占比最高,达到42.51%;其他标准类资产(拆放同业、买入返售、同业存单)为11.73%。另外非标占比仍有16.14%。这些结构与2016年底较为类似,仅小幅波动,整体上较为稳定。

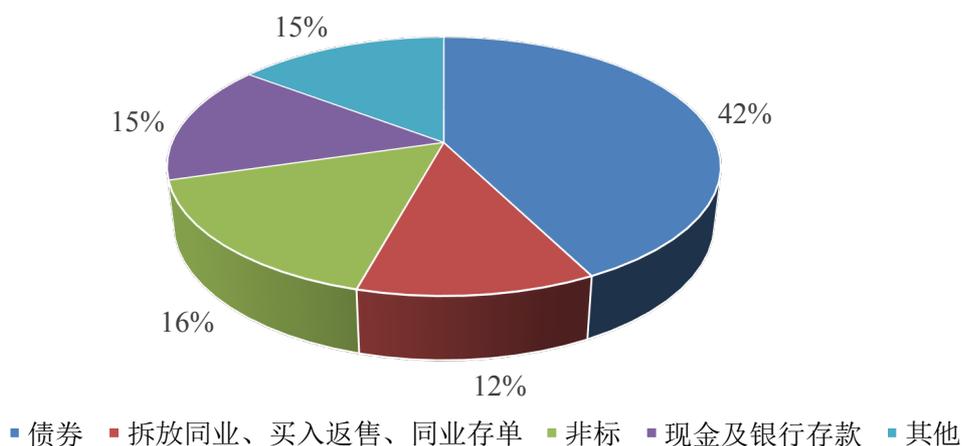


图 6: 银行理财资产投向

资料来源:《中国银行业理财市场报告(2017 上半年)》,中国人民大学国际货币研究所

值得注意的是,报告中指出,理财资产支持实体的力度进一步加大。6月末,理财资金投向实体的余额为20.93万亿元,较2016年末增加了1.28万亿元;占全部理财资产的比例为73.4%,较2016年末显著提升6个百分点。这也一定程度上反映了金融去杠杆、脱虚向

实的效果。我们预计，随着监管继续推进，理财业务上述趋势仍然有可能持续。而且，更为重要的是，未来的大方向最终是打破刚兑、回归资管本源。但在这一最终目标实现前，控制规模、脱虚向实仍是重要监管步骤。

## 2. 货币金融数据分析

8 月份，人民币信贷全月新增 10900 亿元。结构与此前类似，新增信息量较少。个人中长期贷款 4470 亿元，个人住房贷款为主，与前几个月金额相近，较为平稳。对公中长期贷款为 3639 亿元，较前几个月略为下降。票据贴现为 318 亿元，近几个月首次由负转正。7-8 月为传统信贷偏淡季，因此投放情况较前几个月有所下降，尚不足据此对宏观经济情况给出判断。8 月社融为 1.48 万亿元，仍以信贷为主，其他类别仍未见显著起色。

8 月末 M2 余额为 164.52 万亿元，全月大增 1.62 万亿元，但同比增速为 8.9%，为近年首次跌破 9% 以下。较为明显的一个原因，是去年同期基数较高（2016 年 8 月单月新增 M2 为 1.9 万亿元）。而今年以来，金融去杠杆取得较为明显的成效，因此 M2 增速下降。这一情况可能在此前月份的 M2 数据上得到验证。

从 M2 来源上看，8 月信贷仍是最为主要的 M2 来源，派生了 13500 亿元的 M2（对实体信贷 11500 亿元，外加地方债置换少计了约 2000 亿元的信贷）。此外，财政支出也投放了约 5300 亿元的 M2。但与此同时，还有约 4600 亿元的 M2 回笼。由于缺乏更为详尽的数据，目前暂时无法完全确认这一回笼是什么业务导致，可能有金融去杠杆、同业 CD 发行等因素。

后续，临近季末，银行可能仍然会以安排理财到期的方式，组织时点存款余额，有可能带来季末、季初资金面的波动。

## （四）资本市场<sup>4</sup>

### 1. 股市

十九大召开在即，去产能、环保、房地产政策面持续收。9 月 18 日中共中央政治局召开会议：十九大根据新形势新任务对党章进行适当修改，要把十九大报告确立的重大理论观点和重大战略思想写入党章，再次预告十九大上或将诞生映射国家命运的重要论述与议题。去产能方面，9 月 21 日，发改委下发特急文件，防止已化解的过剩产能死灰复燃。要求各省区认真组织开展 2017 年钢铁煤炭去产能验收工作，把验收作为检验去产能成效的重要手

---

<sup>4</sup>撰写人：IMI 研究员芦哲

段。重点检查淘汰落后不到位、产能退出不彻底、奖补资金使用不规范、虚报任务完成情况、违规批准新增产能等问题的整改和处理情况。近期环保限产成为了淘汰落后产能的重要手段，结合新华社发声“‘环保冲击实体经济’的论调是个伪命题”来看，个别地方去产能工作有待进一步落实，发改委下发特急文件再次体现了中央对于去产能的决断，去产能与环保限产力度仍将延续。具体到环保来看，第四批 8 个中央环保督察组进入督察报告阶段。环保部透露，督察组在督察进驻期间，共收到群众举报 59848 件；进驻期间，共计与 396 名领导干部进行个别谈话，其中省级领导 213 人，部门和地市主要领导 183 人。走访慰问省级有关部门和单位 171 个、调阅资料 8.4 万余份，对 105 个地市（区、县）开展下沉督察。总体来看，第四批中央环保督察告一段落，但环保力度未放松，后续政策方面可关注各个城市逐渐出台的 2+26 城环保限产的文件细则；标的方面建议关注不在限产区域内的周期股，量价都会有保证。楼市调控方面，本周住建部发布支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见，要确保共有产权住房用地供应；要以制度创新为核心，在建设模式、产权划分、使用管理、产权转让等方面进行大胆探索，力争形成可复制、可推广的试点经验。长期有效的房地产政策确立进程加快。此外多个二、三线城市限购政策进一步收紧，除限购再次升级外，重庆、南昌、石家庄、长沙、贵阳多个城市明确规定转让年限。今年前 8 个月，国内商品房销售面积为 9.8 亿平方米，销售额 7.8 万亿，均为历史同期最高水平，房地产政策再度收紧无疑将进一步冷却楼市，为长期有效的房地产政策确立提供缓冲。

监管层统一发声，监管力度进一步加强。本周央行、证监会、保监会均明确表态将进一步加大监管力度：①19 日，央行副行长范一飞在研讨会上表示，央行要充分利用金融科技手段，透过产品复杂表象，厘清业务行为实质，推动监管能力升级。②22 日证监会消息，近日召开稽查执法工作会议，研究部署进一步加大工作力度，坚决查办、严厉打击证券期货违法违规案件。会议要求对资本大鳄利益输送、操纵市场、内幕交易等违法违规行为下狠手、出重拳，严厉惩处，始终保持稽查执法的高压态势。对违法违规行为露头就打、发现就查，绝不手软，绝不姑息。③21 日，保监会新闻发布会表示，进一步加大监管力度，明确“穿透监管”、“实质重于形式”的监管原则，加强关联交易监管；将加强保险资金运用监管；开展保险资金运用风险排查专项整治；保险公司资产负债相关监管政策计划于年底公布，2018 年底全面推行；将加强对重点公司和重点领域的风险监管。④此外，证监会进一步完善并购重组信息披露规则：简化重组预案披露内容，缩短停牌时间；限制、打击“忽悠式”、“跟风式”重组；明确“穿透”披露标准，提高交易透明度，合伙企业应当穿透披露至最终出资人；

配合《上市公司重大资产重组管理办法》修改，规范重组上市信息披露。金融去杠杆、强监管态势进一步深化，警惕年内金融监管再度加强波及市场情绪。

主题动态方面，5G 革命风声再起，债转股稳步推进。5G 方面：华为 5G 技术研发试验第二阶段核心网测试完成。同时，三大运营商接连发生表态支持 5G 发展。按照目前华为试验完成、运营商表态发展 5G 的进程来看，国内厂商在 5G 领域的竞争优势有望进一步增强，同时，作为贯通车联网、物联网、云计算的重要技术基础，5G 或将直接带动电子及通信行业的技术革命，形成全产业链的主题机遇。债转股方面，山西省债转股进入实施阶段：7 家银行与 7 家煤炭、钢铁企业达成市场化债转股意向 1120 亿元；国内首只债转股专项债券落地：陕西金融资产管理有限公司成功发行 5 亿元市场化银行债权转股权专项债券；工行债转股实施机构获批开业；保监会表示，将积极探索险资参与债转股并总结经验，适当时候推出相关政策。

## 2. 债市

本周信用债总发行量较上周有所减少，净融资额回落，各债项发行利率分化。具体而言，金融债（证金债除外）发行量大幅下降，其余券种发行量小幅上升。短融净融资额大幅回正，但由于金融债（证金债除外）净融资额下降太多，本周净融资规模结束前两周升势出现回落。发行利率方面，公司债和短融发行利率较上周分别上行 9.2bp 和 24.1bp；企业债和公司债则分别下行 21.9bp 和 26.2bp。

本周信用债二级市场情绪谨慎，交投活跃度不高，现券收益率涨跌互现。前半周资金面偏紧，债市交投较为清淡；后半周流动性压力有所缓解，但交易热情依然未出现提升。反映出目前债市尚未有明确方向，市场情绪仍然谨慎。本周信用债二级市场收益率多数窄幅震荡，只有短融大幅上调。信用利差收窄，期限利差小幅走扩。

9 月 19 日，全国银行间同业拆借中心发布《关于进一步完善银行间市场定向债务融资工具交易流通的通知》，这是继中国银行间市场交易商协会于 9 月初发布《非金融企业债务融资工具定向发行注册工作规程》及相关文件之后的交易配套措施，有望进一步完善 PPN 发行和交易制度，提升流动性。

PPN 新规有以下要点值得关注：①明确流通转让方式，“PPN 定向投资人可在交易系统通过询价、点击成交、请求报价等交易方式，在 PPN 定向投资人范围内开展 PPN 现券交易”，这意味着 PPN 定向投资人可以通过同业拆借中心的交易系统自由交易，将显著改善 PPN 市场

的流动性；②完善定价机制，“具有银行间债市做市商和尝试做市机构资质的 PPN 定向投资人可将 PPN 设为做市券种，并向全市场发送做市报价”，同时，“符合报价商相关条件的 PPN 定向投资人可面向非金融机构合格投资人进行 PPN 报价”，上述规定都有利于完善 PPN 的定价机制，促进 PPN 的发行与交易，提高市场整体活跃度；③提供新“玩法”，“银行间债券市场参与者可将 PPN 作为质押券开展质押式回购交易”，PPN 可质押回购相当于为机构提供了一种新的头寸解决方式，未来将吸引机构更多的参与 PPN 市场，从而降低流动性溢价。

虽然新规对 PPN 市场利好明显，但年初至今 PPN 发行量仅占信用债发行量的 6.8%，因此对信用债整体影响有限，PPN 市场本身也将受制于信用债市场疲软，难以出现显著回暖。目前信用债市场尚未出现明确方向，投资者需耐心等待破局力量。在跨季考核压力下，预计下周机构交易情绪依然不高，节前债市大概率将维持盘整状态。同时，央行公开市场操作“精准投放”特点明显，料 9 月跨季资金面基本无忧。

## 二、宏观经济专题:减税能缓解经济“脱实向虚”吗<sup>5</sup>

### 核心观点

本文选取 2007—2015 年上市公司的面板数据, 对企业税负与金融化行为的关系进行了探索。实证结果表明, 企业实际税负较低的企业, 金融化程度就较低。考虑不同的实际税负度量指标, 采用克服内生性的两阶段系统 GMM 估计方法, 均不改变上述结论。为此, 本文建议应更多推出“营改增”等降低企业税负的税收激励政策, 以抑制企业的金融化行为, 缓解经济“脱实向虚”。

### (一) 研究背景和理论假设

当前, 由于实体经济的投资环境不佳, 越来越多的非金融企业减少了对生产性资产的投资, 而把资本配置在金融资产上, 这种行为被学术界称为“金融化”(张成思、张步昙, 2015)。企业金融化行为表现为资本从实体经济流向虚拟经济, 进而导致实体经济低迷与虚拟经济膨胀并存, 即经济“脱实向虚”(向松祚, 2015)。如图 1 所示, 2012 年以来, 我国房地产价格不断上涨, 工业生产者出厂价格指数 PPI 却长期保持在 100 以下, 实体经济与金融企业之间形成了鲜明的对比。

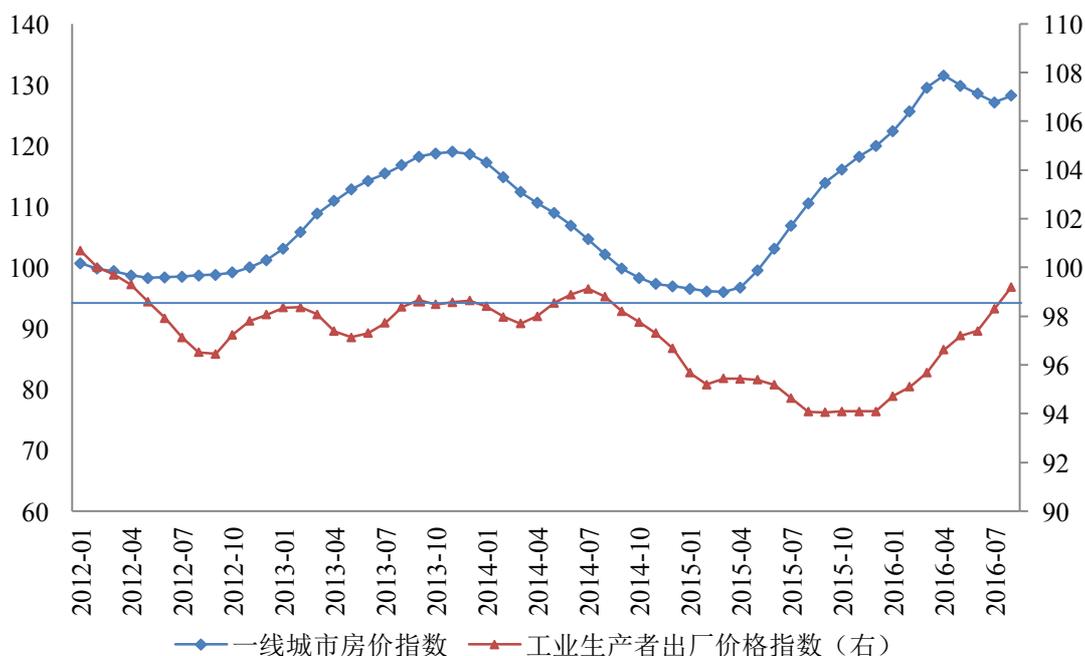


图 7: 房地产价格与工业 PPI 对比 (2012-2016 年)

<sup>5</sup>撰写人: IMI 研究员彭俞超

资料来源：中经网数据库

实体经济是经济发展的基础，金融业是经济发展的催化剂，经济“脱实向虚”将不利于金融和经济的协同发展。实体经济的萎缩将阻碍社会财富的积累，使居民的财富变得虚拟化，贫富差距也会加大。同时，虚拟经济的过度膨胀也将造成经济出现严重问题。因此，抑制企业金融化，促进金融向实体经济的理性回归至关重要。

本文主要从三个方面对企业金融化的驱动因素进行分析。第一，传统生产性行业的利润率下降导致了企业金融化（张成思、张步昙，2015）。低迷的外部需求和逐渐消退的国内制度性红利、人口红利使企业投资于实体经济的利润率下降，企业自发地选择寻找其他的投资渠道。第二，较高的金融投资回报率驱动企业金融化。不恰当的金融创新为金融活动带来较高的收益率，而这种较高的收益率成为了产业投资的机会成本（陈雨露，2015）。实体经济企业难以获得价格合理的融资，被迫放弃了生产性的投资机会。第三，充沛的待投资资本为企业金融化提供了资金支持。从数据上看，盈利性较高的企业由于资金充足、生产性投资机会相对欠缺，也会增加金融投资比重（宋军、陆旸，2015）。根据以上观点，学者们提出了缓解经济“脱实向虚”的对策：注重实体经济的创新和产业升级，加强金融业监管、抑制金融过度创新，提高信贷配置效率等。

此外，本文认为，税收政策也是抑制企业金融化的对策之一。探索减税能否缓解企业金融化行为，有助于完善经济金融化理论，也有助于我国税收政策的制定。

首先，在经济下行、实体经济回报率较低的时期，较高的企业税负会引起企业投资行为的逆向选择。实体经济回报率不高时，较少参与金融活动的企业的税后回报率更低，难以满足企业所有者或投资者的需要。这部分企业被迫退出了市场，留在市场中的只有那些参与了高投资回报金融活动的企业。其次，降低税负对企业投资有激励作用。降低企业实际税负有利于降低企业资本成本，从而促进企业投资增加（马拴友，2001）。毛德凤等（2016）的研究表明，税收激励有效推进了企业新增总体投资水平，《企业所得税法》改革后，企业总体投资规模提高了36.9%。贾俊雪（2014）也发现，降低有效平均税率可显著提升各类企业的进入率。第三，降低税负对企业的投资结构也有一定的影响。企业税负下降，投资成本降低，使企业减少了从事高风险投资的冲动，从而增加相对风险较低的生产性投资。综合以上三个方面，本文提出如下待检验的假设：企业实际税负较低的企业，金融化程度较低。

## （二）实证模型设计和数据说明

为了验证假设，本文构建了企业实际税负与企业金融化的计量模型：

$$Fin_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Tax_{i,t} + \gamma_1 X_{i,t} + \gamma_2 Y_{c,t} + \varepsilon_{i,c,t}$$

其中，i、c、t 分别代表企业、城市和年份；Fin 是企业金融化程度，Tax 是企业实际税负。我们预期 Tax 的系数  $\beta_1$  大于 0，也即企业实际税负与企业金融化程度正相关。X 和 Y 是两个信息集，分别代表企业层面和城市层面除税负之外的影响企业金融化的其他因素。企业层面的信息包括企业规模 Size、财务杠杆率 Leverage 和现金持有比率 Cash，这些是企业投融资决策的重要影响因素。城市层面的信息主要包括经济增长率 GDPGrowth 和房地产投资 HouseInvest。经济增长率反映了某一城市的经济活跃程度，主要是实体经济的发展情况，而房地产投资是企业类金融投资的主要流向之一，该指标反映了类金融投资机会的情况。此外，模型中还控制了个体固定效应、年份固定效应和行业固定效应，分别捕捉未观测的企业异质性特征、经济周期中带来的共同影响和行业的特征性因素。

表 2 详细报告了模型中的变量度量方式和数据来源。参考刘珺等（2014）度量非金融企业参与金融投资的方法，本文采用企业资产负债表中类金融资产平均值来度量非金融企业的金融化程度。选取交易性金融资产、买入返售金融资产、可供出售交易资产净值、发放贷款及垫款和持有至到期投资五个科目作为估算类金融资产的依据。关于企业实际税负，我们采用两种度量方式：一种以企业所得税与主营业务收入之比度量；另一种用所得税与营业税之和除以主营业务收入度量，反映了企业的综合税负情况。企业数据主要来自国泰安上市数据库，城市数据来自《中国城市统计年鉴》。限于数据的可得性，最终本文构建了 2007-2015 年 1 998 家企业总计 7 990 个观察值的非平衡面板数据。囿于篇幅，本文未报告变量的统计描述和相关性矩阵。所有解释变量的相关系数均低于共线性阈值 0.7。

表 2：变量定义一览表

变量名	变量	度量方式	数据来源
<i>Fin</i>	金融化	类金融资产与总资产之比	国泰安上市公司数据库
<i>Tax1</i>	实际税负1	所得税/主营业务收入	国泰安上市公司数据库
<i>Tax2</i>	实际税负2	(所得税+营业税)/主营业务收入	国泰安上市公司数据库
<i>Size</i>	企业规模	企业总资产的自然对数值	国泰安上市公司数据库
<i>Leverage</i>	企业杠杆率	总负债/总资产	国泰安上市公司数据库
<i>Cash</i>	现金持有	现金及现金等价物/总资产	国泰安上市公司数据库
<i>HouseInvest</i>	地区房地产投资	所在城市房地产投资/GDP	《中国城市统计年鉴》
<i>GDPGrowth</i>	地区经济增长率	所在城市GDP增长率	《中国城市统计年鉴》

表 3：固定效应模型估计结果

因变量: <i>Fin</i>	(1)	(2)	(3)
<i>Tax1</i>	0.016*** (0.003)	0.017*** (0.003)	0.034*** (0.007)
<i>Size</i>		-0.002 (0.002)	0.006*** (0.002)
<i>Leverage</i>		-0.013*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
<i>Cash</i>		-0.050*** (0.008)	-0.064*** (0.011)
<i>HouseInvest</i>			0.035* (0.018)
<i>GDPGrowth</i>			-0.039 (0.070)
常数项	-0.154** (0.062)	0.107*** (0.042)	0.021 (0.048)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制
年份固定效应	已控制	已控制	已控制
企业固定效应	已控制	已控制	已控制
样本量	7,990	7,989	4,437
$R^2$	0.054	0.062	0.068

注：括号里报告的是标准差，\*、\*\*、\*\*\*分别代表系数在10%、5%、1%的统计水平上显著，下同。

### （三）实证分析结果

#### 1. 基准模型

表3报告了企业实际税负与金融化的固定效应模型估计结果，其中第（1）列仅以企业实际税负 *Tax1* 作为解释变量，第（2）列添加了企业层面的控制变量，第（3）列添加了城市层面的控制变量。不难发现，企业实际税负的回归系数均为正数，且在1%的显著水平上显著，这表明实际税负较高的企业金融化程度更高。在利润率相同的情况下，当企业实际税负比率较高时，企业获得更少的税后收益。较低的税后收益难以满足股东的要求，使企业被迫选择高收益的投资项目。金融投资活动的收益率更高，且投资周期较短，就成为了高税负企业投资的可以选择的方向。从另一个角度看，当企业实际有效税率下降时，企业从事生产性投资的积极性提高，从而减少了企业的金融化程度。因此，企业税负对企业金融化有正向

影响，降低企业税负有助于抑制企业金融化行为。

关于其他解释变量，企业规模 *Size* 的系数是负的，表明规模小的企业金融化程度更高，这是由于在经济下行时，规模较小的企业对投资机会更敏感，应对投资环境恶化的能力更差，从而有更强的动机从事金融投资业务，这与宋军和陆旸（2015）的结果保持了一致。财务杠杆率 *Leverage* 的系数是负的，在 1% 的显著水平上显著，表明财务杠杆率越低的企业参与金融投资的比重较高，这是因为财务状况相对较差的企业具有更强的冒险动机，投资高风险的金融活动。企业持有现金 *Cash* 的系数为正，反映了企业现金持有与类金融资产持有的替代关系。房地产投资 *HouseInvest* 的系数为正，且在 10% 的显著水平上显著，表明房地产投资比重越高的城市，企业金融化的程度越高。这与预期一致，活跃的房地产市场在一定程度上为企业金融化提供了投资项目。企业金融化投资的大部分会通过金融中介转移至房地产投资中，因此，房地产投资对企业金融化存在着正向促进影响。城市经济增长率虽然不显著，但是其系数为负，在一定程度上反映了实体经济增长与企业金融化程度的负向关系。经济增长主要体现了实体部门的增长，较低的经济增长率反映了实体经济投资机会的匮乏。实体经济投资机会较少，则使企业将更多的资源配置在金融活动中。

## 2. 企业税负的不同度量方式

企业所得税是针对企业的利润征税，对于利润率较低的企业，所得税与企业收入之比可能较低。出于稳健性考虑，我们考察了另一种税负的度量方式，以企业所得税和营业税之和除以企业主营业务收入来度量。表 3 报告了采用这一指标的回归结果。尽管企业税负 *Tax2* 的系数稍有下降，但仍然在 1% 的统计水平上显著为正。也就是说，本文的研究结论是稳健的，实际税负相对较高的企业，金融化程度也相对较高。关于其他解释变量，系数大小有微小变化，但方向和显著性均与表 2 中的结果一致，进一步表明了计量模型的稳健性。

表 4：替代企业税负指标的回归结果

因变量: <i>Fin</i>	(1)	(2)	(3)
<i>Tax2</i>	0.015*** (0.002)	0.016*** (0.002)	0.027*** (0.006)
<i>Size</i>		-0.002 (0.002)	0.006** (0.002)
<i>Leverage</i>		-0.014*** (0.002)	-0.008*** (0.002)
<i>Cash</i>		-0.051***	-0.064***

		(0.008)	(0.011)
<i>HouseInvest</i>			0.035*
			(0.018)
<i>GDPGrowth</i>			-0.023
			(0.071)
常数项	-0.153**	0.115***	0.021
	(0.062)	(0.042)	(0.048)
行业固定效应	已控制	已控制	已控制
年份固定效应	已控制	已控制	已控制
企业固定效应	已控制	已控制	已控制
样本量	7,985	7,984	4,432
R <sup>2</sup>	0.057	0.066	0.067

### 3. 内生性

企业税负能够通过影响企业的投资决策影响企业的金融化程度，但是，与此同时，企业金融化程度也能影响企业的收益，进而影响企业的税负水平，因此，企业税负与金融化之间可能存在着互为因果的内生性问题。参考 Blundell & Bond (1998)，本文采用两阶段系统矩估计法 (Two-step System GMM) 来克服内生性问题。系统 GMM 估计方法采用内生变量的滞后项作为内生变量的工具变量，在一定程度上能够避免互为因果关系带来的估计偏差。

表 5 报告了企业税负与金融化的两阶段系统 GMM 估计结果。AR (1) 和 AR (2) 分别是一阶和二阶自回归检验：AR (1) 显著，则表明估计模型存在内生性问题；AR (2) 不显著，则表明内生性问题被有效克服。过度工具变量检验 Hansen Test 的 P 值均超过 0.1，表明本文选择的工具变量不存在过度问题。

表 5 第 (1) 列和第 (2) 列中分别检验了两种企业税负指标对金融化的影响。不难发现，两者的系数仍然大于 0，且在 1% 的显著水平上显著，表明在考虑内生性的情况下，企业实际税负上升仍然能够正向推动企业金融化程度提高，因而本文的估计结果是稳健的。此外，该回归系数略有下降，这表明，企业税负与金融化之间的确存在着内生性问题。

表 5：两阶段系统 GMM 估计结果

因变量： <i>Fin</i>	(1)	(2)
<i>Tax1</i>	0.011*** (0.003)	

<i>Tax2</i>		0.013*** (0.003)
<i>Size</i>	-0.008* (0.004)	-0.002 (0.005)
<i>Leverage</i>	-0.011*** (0.004)	-0.008 (0.005)
<i>Cash</i>	-0.378*** (0.056)	-0.338*** (0.054)
<i>HouseInvest</i>	-0.027 (0.053)	0.017 (0.050)
<i>GDPGrowth</i>	-0.408*** (0.145)	-0.619*** (0.187)
常数项	0.011*** (0.003)	
行业固定效应	已控制	已控制
年份固定效应	已控制	已控制
企业固定效应	已控制	已控制
样本量	4,437	4,432
AR(1) p值	0.000	0.000
AR(2) p值	0.252	0.192
Hansen检验p值	0.110	0.135

#### (四) 结论和政策建议

2008年国际金融危机之后，面对实体经济收益率不断下降、金融部门和资产部门回报率不断上升的情况，越来越多的企业将资源配置到金融活动中，导致我国经济呈现出了“脱实向虚”的趋势。然而，实体经济是经济增长和财富积累的源泉，实体经济收益率下降不利于经济健康稳定发展。习近平总书记2017年4月在广西视察时指出：“一个国家一定要有正确的战略选择，我国是个大国，必须发展实体经济，不断推进工业现代化、提高制造业水平，不能脱实向虚。”

企业税负高低是影响企业生产投资积极性的重要因素，对企业的金融化行为有着重要的影响。本文利用2007-2015年的上市企业数据，对企业实际税负和经济金融化的关系进行了实证检验。回归结果表明，企业实际税负较低的企业，金融化程度就较低。考虑不同的实际税负度量指标，采用克服内生性的两阶段系统GMM估计方法，均不改变上述结论。由此可见，降低企业实际税负能够防范企业“脱实向虚”，促进企业从事实体经济投资，促进实体经济增长。

基于上述结论，本文有以下几点具体的政策建议：

第一，坚持税负结构性改革，促进企业“降成本”。税负结构性改革主要指调整法人税负与自然人税负的结构比例关系（涂京骞、涂龙力，2017）。目前，我国法人税负占总税负的大部分，也就是说，企业承担了社会总税负的绝大部分。调整宏观税负结构，降低法人税负，将有助于实现“三去一降一补”五大任务中的“降成本”，有助于促进企业积极地进行实体经济活动。与此同时，提高自然人税负比例，也有助于政府利用税负手段缩减贫富差距，加强二次分配对调整收入公平的作用。

第二，深化“营改增”改革，降低企业实际税负。“营改增”是深化财税体制改革的重要内容。抵扣机制是增值税的核心优势。只有将抵扣机制贯穿全行业，重复征税的弊端才能从制度上得以消除（李万甫，2017）。进一步扩大“营改增”试点范围，能够有效地避免重复征税，降低企业实际税负。更重要的是，明确增值税的应税收入，将从事金融投资的收入也纳入到应税收入中，有助于引导企业减少金融投资，增加对主营业务的投资。

第三，加大税收优惠政策力度，鼓励企业从事实体经济投资，促进经济“脱虚向实”。财税政策是供给侧结构性改革的重要手段之一。发挥财税政策引导企业投资，将有助于经济实现结构转型。当前经济中，企业投资“脱实向虚”也是十分重要的结构性矛盾。以税收优惠政策鼓励企业尤其是中小企业从事实体经济投资，将有助于经济“脱虚向实”。具体地，加大研发费用加计扣除的力度促进企业创新，有针对性地实施固定资产加速折旧促进企业从事固定资产投资等，都能够起到抑制企业从事金融投资的作用。

### 三、主要经济数据<sup>6</sup>

表 6: 经济数据一览

指标名称	类别	17-Mar	17-Apr	17-May	17-Jun	17-Jul	17-Aug
CPI	同比	0.9	1.2	1.5	1.5	1.4	1.8
PPI	同比	7.6	6.4	5.5	5.5	5.5	6.3
PMI	同比	51.8	51.2	51.2	51.7	51.4	51.7
工业增加值	同比	6.8	6.5	6.5	7.6	6.4	6.0
工业企业利润总额	累计同比	28.3	24.4	22.7	22.0	21.2	21.6
固定资产投资完成额	累计同比	9.2	8.9	8.6	8.6	8.3	7.8
社会消费品零售总额	同比	10.9	10.7	10.7	10.9	10.4	10.1
进出口金额	同比	18.2	9.70	11.3	13.8	8.8	8.9
M2	同比	10.60	10.50	9.6	9.4	9.2	8.9
社会融资规模	当月值 (亿元)	21189	13900	10625	17762	12200	14791
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	10200	11000	11100	15400	8255	10900

<sup>6</sup>撰写人: IMI 副研究员黄泽清



编 号	名 称	作 者
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、 韦祎
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 —海峡两岸金融改革问题研究发布稿（第二部分）	蔡颖义、涂永红、胡波、 钱宗鑫、吴雨微
IMI Report No.1614	人民币国际化与特里芬难题的辩证反思—海峡两岸金融改革 问题研究发布稿（第一部分）	王芳、张晋源
IMI Report No.1613	主要发达国家去杠杆经验和中国经济去杠杆研究	罗煜
IMI Report No.1612	全球直销银行创新发展与未来趋势	张继元、曲双石
IMI Report No.1611	创新视角下全球金融科技的内涵、发展状况及未来趋势	樊旻旻、曲双石
IMI Report No.1610	Fintech：金融科技企业的数字革命	杨望、曲双石



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