

No. 1908

研究报告

IMI

财政货币平衡分析精要 (下)

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

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

1937

财政货币平衡分析精要（下）

王剑¹

在上集，我们介绍了财政和货币的起源，随后两者交织，慢慢演进成现行的货币体系。这个体系由财政、央行、银行共同构成，比较复杂，并且存在三者配合的问题，也就是财政货币平衡问题。在下集，我们继续借用虚拟国家的例子，来阐明这一货币体系的运行，以及各方如何调节达到平衡。

一、货币体系的基本运行

在这一部分，我们先从简单的起步，先不纳入财政因素，先理解二级银行体系下的货币体系运行。现实中可能很难找到这样理想化的例子，所以这是一个虚拟的例子，只是用来帮助理解现实。

假设一个国家刚刚开始建立二级银行体系，开办了一家中央银行和一家商业银行。一开始，它们什么都没有，只是两张空白的资产负债表。

央行	
资产	负债

银行	
资产	负债

除了央行和银行之外，这个经济体中还有政府、居民几个角色。注意，这里的居民，包括除央行、银行、政府、外国人之外的全部主体，包括个人、非金融企业、非银行金融机构、资管产品。尤其要注意，在货币分析时，非银行金融机构（比如证券公司）、资管产品（比如一款理财产品）的地位和个人、企业是一样的，因为他们都不能派生货币。我们用“居民”统称这些主体。

1、投放基础货币

然后，现在开始发行货币。首先是央行开始操作。在二级银行制度下，央行一般只向银

¹ 王剑，中国人民大学国际货币研究所研究员，国信证券经济研究所金融业首席分析师

行直接发行货币，而不会直接向政府、居民发行货币（特殊情况除外）。

所谓发行货币，只是央行签发一张“欠条”。上集已经介绍过，信用货币只是欠条，而央行是债务人。央行通过给银行放贷款的形式，把这张“欠条”出借给银行。这种央行向银行发放的贷款，我们暂且全部统称为“广义再贷款”，在我国实践中，包括再贷款、再贴现、逆回购、MLF、TMLF、SLF、PSL 等，这些具体业务品种的期限、质押物等不同，但本质上都是央行给银行再贷款。

但银行在央行也开立有账户，叫准备金账户。银行领到再贷款的资金后，又存回开在央行的这个账户中，形成一笔准备金（存放央行资金）。于是，以 100 元再贷款为例，央行、银行的资产负债表变为：

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 100 元

银行	
资产	负债
存放央行 100 元	再贷款 100 元

上面这一步，央行就完成了 100 元货币的投放。但是，这一步只是在资产负债表上写数字，中间根本没有涉及到真实纸币的交付，并不存在“银行先从央行借到资金，再存回央行”这两个动作。没错，现代信用货币制度下，发行货币就是在电脑系统里写数字（比如上面写个四个 100 元），仅此而已。整个货币系统就是个记账系统。

这个准备金，就是真正意义的由央行签发的货币，叫基础货币。现在这家银行拥有 100 元基础货币，存在央行，它可以派一辆运钞车去央行“取现”，比如取出 50 元，运回自己的金库，用来准备着应对自己客户的提款（但现在它还没有客户）。但是，现在由于电子支付日益发达，这种取现需求其实不大，我们后续的分析暂忽略取现的影响。

2、投放广义货币

然后，这家银行迎来了它的第一位贷款客户，有一家企业来申请贷款 100 元。银行审核后认为这家企业资质不错，同意放款 100 元。这里，关键的一步出现了，正如前面央行给银行发放基础货币一样，银行给企业放贷款，也是同样的操作。企业领到 100 元，又存回它开在银行的账户中，形成存款 100 元（同样，现实中也不存在这两个步骤，而只是在资产负债

表上凭空写入数字，比如写入四个 100 元）。

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 100 元

银行	
资产	负债
存放央行 100 元 贷款 100 元	再贷款 100 元 存款 100 元

企业	
资产	负债
存款 100 元	贷款 100 元

企业持有的这笔 100 元存款，就是居民部门的持有货币，称为广义货币。广义货币中的存款是银行的负债端，是居民部门的资产端。

这时，我们发现很有意思的一个问题是，银行并不是把它从央行那拿到的 100 元基础货币去投放给企业的（那 100 元基础货币一动不动还在原处），而是凭空记账，产生了一笔企业存款 100 元。这就叫货币的派生，可以简单理解为凭空产生。所以，广义货币和基础货币根本不是一回事（除非取现之后，见后）。

然后，如果有更多企业来申请贷款，比如又有 400 元申请，银行审核后都答应了，投放了 400 元。那么资产负债表变为：

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 100 元

银行	
资产	负债
存放央行 100 元 贷款 100+400=500 元	再贷款 100 元 存款 100+400=500 元

企业	
资产	负债
存款 100+400=500 元	贷款 100+400=500 元

这样，整个经济的居民部门共有了 500 元广义货币。所以，最终全社会有多少广义货币，主要是由银行派生的。

3、央行的工作

到这里为止，基础货币还没和广义货币发行关联，各自形成两个货币市场，看似各玩各的。但现实中肯定不是这么回事。因为，如果企业要来取现，那么得有现金付给他们，于是银行就要派运钞车先去央行取现。比如，如果企业有 30 元取现需求，那么银行要先去央行取回 30 元现金，报表变为：

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 $100-30=70$ 元 发行现金 30 元

银行	
资产	负债
存放央行 $100-30=70$ 元 库存现金 30 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 500 元

然后银行再把 30 元现金交给企业：

银行	
资产	负债
存放央行 70 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 $500-30=470$ 元

企业	
资产	负债
存款 $500-30=470$ 元 现金 30 元	贷款 500 元

企业手持的现金，则既计入基础货币，又计入广义货币，这是两种货币的交集。不过，现在取现已不多了，以后还可能越来越少，所以其实不构成货币的主体。

但这里有个问题，银行现在总共还拥有 70 元存放央行的基础货币，如果来取钱超过 70 元，这家银行就倒闭了。因此，央行规定，银行的“基础货币/存款”不得低于一定比率，比如 10%，意思是说，一般情况下可能会有 10% 的存款来取现，银行得有准备。这就是法定存款准备金率的由来（目前法定存款准备金率主要用于调节货币，见后）。

那么，现在银行还有 470 元存款，按 10%法定存款准备金率要求，那么必须有 47 元的法定存款准备金，超过 47 元以上的部分，则称为超额存款准备金。

银行	
资产	负债
存放央行 70 元 法定 47 元 超额 23 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 470 元

此时银行可以继续放贷款，但会有个上限，因为它总共只有 70 元基础货币，意思是最多拥有 700 元存款。因此，此时，它最多再放 230 元贷款，然后它的资产负债表变为：

银行	
资产	负债
存放央行 70 元 法定 70 元 超额 0 元 贷款 730 元	再贷款 100 元 存款 700 元

这时它就达到它放贷款的上限了，超额存款准备金消耗完毕，或者说是派生存款的上限。

如上，我们把央行的主要工作归纳成几条：

（1）决定投放的基础货币总量（通过增加或减少再贷款规模来实现）。

（2）通过制定法定存款准备金率等，决定银行的放贷上限，从而决定广义货币总量。

当然，现实中，一般银行不会顶着上限放贷（总会留点超额存款准备金的），因此央行还需要其他手段调节银行高放贷的总量，比如窗口指导、信贷额度等。此外，还有很多其他监管指标会影响银行的放贷，比如资本充足率等，但那些一般不属于货币问题范畴，而是金融监管的问题，本文暂不展开。

（3）央行还需要调节上述各环节的利率，进而影响经济活动，比如各种广义再贷款的利率，以及存款、贷款的利率。但未来利率市场化完成之后，央行理论上只需要调节某几种广义再贷款的利率。利率问题很重要，但也不是本文的重点，可参阅我们另外的报告。

4、现实的干扰

以上只是理论模型，现实中会比这个复杂得多。现实中，广义货币、基础货币的来源都更多样。

（1）银行的其他业务活动

银行投放广义货币的方式，我们举例子一般用贷款，但其实，银行对居民部门发生的多种表内资产业务，均有可能派生货币。比如，银行购买企业发行的债券、投放非标甚至购买企业的楼宇、支付员工工资和其他经营费用、给股东分红，都会派生广义货币。

以银行向某企业购买一幢楼宇为例。银行想在某个地方开个网点，看中了当地大街上的一幢楼宇，就找到其业主，一家企业，谈好了价格 100 元。我们假设两者的资产负债表是（忽略其他无关科目）：

银行	
资产	负债

企业	
资产	负债
楼宇 100 元	权益 100 元

交易时，银行只需要在这企业开立本行的账户里写入一笔存款，那么在银行资产负债表上，体现资产端多一幢楼宇，负债端多一笔存款。这笔存款就是派生出来的广义货币。

银行	
资产	负债
楼宇 100 元	存款 100 元

企业	
资产	负债
存款 100 元	权益 100 元

另外一个容易被忽视的货币派生渠道是银行自营资金购买资管产品（包括同业理财、公募基金、资管专户、信托计划等）。因为这些资管产品也是货币意义上的“居民”，它们在银行的存款也计入广义货币（资管产品的募集资金在投资出去前，会存放于产品托管行）。银行购买了某资管产品 100 元，该资管产品便会在其托管行形成 100 元存款（下表假设托管行为本行），这也是新派生出来的广义货币。

银行	
资产	负债
资管产品 100 元	存款 100 元

资管产品

资产	负债
存款 100 元	持有人权益 100 元

（2）外汇占款的影响

但是，具体到我国现实中，央行的基础货币余额 30 万亿元左右，其中高达 21 多万亿元却不是来自于前文例子中的广义再贷款，而是来自于一个非常特殊的渠道：外汇占款。

在过去十多年时间里，贸易顺差和吸引外资导致大量外汇流入我国。比如，某企业从海外客户那赚到了 10 美元，按照过去“强制结售汇”的规定，要将这 10 美元卖给银行，换取人民币 80 元（假设汇率 8），存在自己的账户里，形成了一笔广义货币。然后银行持有了折合 80 元人民币的外汇资产。

银行	
资产	负债
外汇 80 元	存款 80 元

然后，银行还要把外汇再卖给央行，换取基础货币。

央行	
资产	负债
外汇 80 元	银行存入 80 元

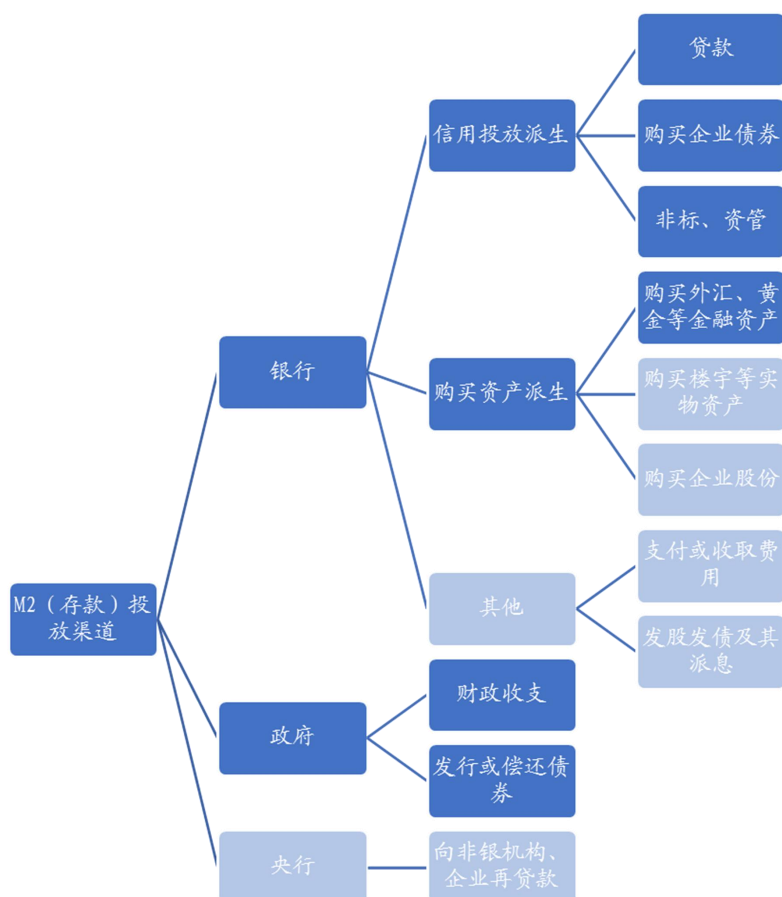
银行	
资产	负债
存放央行 80 元	存款 80 元

可见，这种外汇资金流入的方式，既投放了基础货币，又投放了广义货币，均为 80 元，大家皆大欢喜。而且，这一渠道的货币投放，央行基本没有自主性，而是被动接受，不得不放。我国全部基础货币存量中，这一渠道的来源竟然占到 2/3。但这毕竟是外汇流入的特殊时期的特殊渠道，未来，外汇收支基本平衡之后，这个渠道流入就少了，主流的基础货币投放渠道，仍然是广义再贷款为主。

（3）财政收支活动的影响（见后文）

5、小结

我们在本章的最后，把所有能够派生广义货币的渠道列示于此：



其中，深蓝色的渠道是较为重要的，浅蓝色的则平时发生不多或金额很小，我们日常研究中一般以忽略处理。

二、纳入财政因素

然后，我们开始纳入本报告的另一位主角，财政。财政收支也会影响货币。

上集已述，为了防止财政乱花钱，各国通常立法规定，财政要先在央行开一个账户，称为国库（以下论述参照我国为例，各国可能有所不同）。国库其实是一个单一账户体系，央行总行开有总库，央行各分支行则开有支库，不设央行分支的地方则由央行委托当地银行代理。但整个单一账户体系在央行资产负债上合并体现为“政府存款”科目。

然后，所有收入和支出都要通过这一账户进行（央行因此被称为“国家的银行”），称为国库集中收付制度。即，所有的财政性收入均收入国库，财政性支出时也由国库直接对外支付，各政府部门不得坐收坐支。我国财政制度经过多年改革，已实现绝大部分收支的集中收付。该账户不得透支，但可以通过发行债券的方式，向银行或居民借钱。政府收税、借钱时，便有资金进入该账户，政府支出、还债时，资金便出去。注意，目前我们政府会计不是使用

复式记账法的，所以不用画成资产负债表，就是这么一个账户，现金收付制。

我们现在从前文的央行、银行资产负债表出发，先在央行的负债端开立这一政府账户，即国库，即央行资产负债表上的“政府存款”科目。

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 100 元 政府存款

银行	
资产	负债
存放央行 100 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 500 元

企业	
资产	负债
存款 500 元	贷款 500 元

1、财政收入

由于财政账户不能透支，那么这个政府得先通过收税、发债的方式获取财政收入，然后政府才有钱花。在研究财政问题时，一般把财政收入按性质划分为几类，包括税收收入、非税收入、国有资产收益、国债收入、其他收入等。但在研究货币问题时，划分方式不一样，我们建议按为政府贡献收入的对象来分，分为向居民获取财政收入、向银行获取财政收入，因为两种方式的货币效果是不一样的，前者同时影响基础货币、广义货币，后者只影响基础货币。

向居民获取的财政收入，最为常见的就是收税。比如先从企业（是指除银行之外的企业）或个人这边收取 20 元税收。那么企业持有的存款会减少 20 元。而反映到企业开户银行的资产负债表上，则是右边存款减少 20 元，左边基础货币减少 20 元。而央行的资产负债表上，是基础货币减少 20 元，政府存款增加 20 元。

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 $100-20=80$ 元 政府存款 20 元

银行	
资产	负债
存放央行 $100-20=80$ 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 $500-20=480$ 元

可见，政府的财政收入，收的其实是基础货币。虽然企业感觉自己的“存款”被政府收走的，但那只是表象。实际中，我们也可以认为，政府取走的是银行存在央行的 20 元基础货币，因此银行同步扣减了企业在本行的存款。

如果政府通过收税获取的资金还不够用，还可以发行债券。这里又有两种可能，一是向企业（居民）发债，二是向银行发债（还可能向外国人发债，即举借外债，本文暂不纳入）。但各国法规一般规定，不允许直接向央行发债。

如果是向企业发债，和收税有点类似。比如发行 20 元国债，企业购买，那么企业持有的 20 元存款变成国债。而银行、央行的报表，则和前面收税是一样的。

不一样的情况，是政府向银行发行债券获取财政收入。在我国，政府债券的主要购买方是银行。这时，银行就直接拿基础货币去购买国债，资金从基础货币转入政府的账户。比如，接上例，政府向企业征收了 20 元税收后，还向银行发行了 10 元国债。那么，央行、银行的资产负债表变为：

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 $80-10=70$ 元 政府存款 $20+10=30$ 元

银行	
资产	负债
存放央行 $80-10=70$ 元 国债 10 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 480 元

值得一提的是，银行拿基础货币购买了国债，其存款科目没有任何变化。也就是说，政府直接向银行发行债券，不涉及居民持有的广义货币。注意，银行交税也是同理，银行直接把持有的基础货币缴入国库，即完成了交税。

因此，财政收入的货币效果，如果是向银行获取财政收入，则导致基础货币被收入国库，余额下降；如果是向银行之外的居民获取财政收入，则导致基础货币、广义货币同时下降。

2、财政支出

理解了上述财政收入之后，财政支出就相对简单了，因为这一动作就是前述的财政收入动作的“逆过程”。

比如，政府以发放公务员工资或政府采购的形式支出，那么就是资金从央行的政府存款科目里出来，转到银行存入的基础货币科目。银行的资产端拿到了这基础货币，同时在负债端的公务员存款账户里写入这笔数字，资产负债表平衡。政府偿还债券也是同样。

此外，还有一种非常独特的“财政支出”方式，就是国库现金招标（它的逆过程是国库现金存款到期，则是“财政收入”。此处把财政支出、财政收入加双引号，是因为这实质上并没发生财政的收入或支出，只是在货币效果上和其他财政收入、支出是一样的）。这一行为可以通俗地表达为，在国库资金留存过多时，财政会把钱从国库取出来一部分，像一位普通居民那样把钱存到银行去，为了是让政府获取更多利息收入（因为存在国库利率非常低）。接上表（政府存款还有 30 元），假设现在实施国库现金招标，有 10 元钱存到银行，那么报表就变成：

央行	
资产	负债
再贷款 100 元	银行存入 $70+10=80$ 元 政府存款 $30-10=20$ 元

银行	
资产	负债
存放央行 $70+10=80$ 元 国债 10 元 贷款 500 元	再贷款 100 元 存款 $480+10=490$ 元

所以，这本质是投放基础货币、广义货币的方式。

此处值得一提的是，我们所谓的政府收支，主要是指通过国库进行的部分。根据我国财政管理的有关办法，中央政府、地方政府的绝大部分收支，均已通过国库进行。但仍有少量资金另立账目，不走国库，以单位的名义存于银行，那么在货币分析上，它们的地位和普通存款人一样。另外，平时我们还经常碰到“地方政府融资平台”的问题，它们实质是地方政府从事建设时的融资、投资主体，但是由于本身是普通企业，因此在货币分析上，也是视为一般企业的，也不涉及国库。

三、平衡问题

通过上述原理，我们已认识到，央行负责货币调控事务，财政负责政府收支事务，但是，两个事情共同对货币投放产生影响。可两个部门又有各自的职责和政策目标，不完全一致，有时候可能会干扰对方的目标。因此，货币与财政存在协调问题。注意，此处我们将央行、银行视为一条心，但现实中其实也未必，银行也有自己的行为目标，所以央行的政策通过银行行为去传导时也会出各种问题，但本文因为篇幅关系，也不作展开。

1、货币政策的目标

理论上，货币政策有几个目标，包括币值稳定、经济增长、国际收支平衡等。我国《人民银行法》第三条规定：“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”但有时不同目标间会有冲突，比如货币宽松去稳定经济时有可能导致货币贬值，因此央行会综合考虑各种因素后进行决策。一般而言，经济下行压力大时，可能要放松货币政策，经济过热时则需要收紧货币。因此，央行会根据她的规定制订货币投放的目标，并通过各种手段将实际投放情况控制好。

仍以经济下行期为例。央行希望通过宽松的货币政策托底经济，其宽松措施主要有几种：

- （1）降低利率：以此来降低银行放贷利率，从而提升居民借款需求，借入资金用于投资；
- （2）降低法定存款准备金率：以此来提高银行的可投放信贷空间。但是，这些货币宽松的政策生效有一个前提，就是还有人愿意申请贷款。而如果经济真的差到一定程度，不管货币如何宽松，都没啥人来申请贷款，于是政策效果就不强。这就是所谓的“流动性陷阱”，货币政策对此作用有限。

2、财政政策的目标

财政的目标分两方面：一方面是日常的财政收支工作，主要用于政府的正常运营，实现其公共目标；另一方面是运用合适的财政政策，起到宏观调控的功能，促进经济增长和合理分配，即功能财政。因此，前者大致是追求收支基本平衡的（比如早期提过的目标是“收支平衡、略有结余”），而后者则很可能带来不平衡。目前，功能财政已成为较主流的财政思想。

当货币政策对拉动经济效果不佳时，凯恩斯学派主张，可以由政府来加大支出的方式来弥补总需求不足，比如说上马基建工程、加大政府购买等方式。但经济不好的时候，财政收入一般不会有好的表现，现在却还要政府加大支出，所以这也往往意味着要扩大赤字。当然赤字不可能无度扩大，因为这可能会导致通货膨胀等其他后果。

但是，同样是扩张，货币政策扩张一般能带动私人部门的经济行为，而财政扩张则是带

动国有部门的投资为主（当然也能直接或间接带动一部分私人部门投资，但也可能挤出私人部门投资）。因此，经济严重过热时则可能财政、货币双紧，经济严重萧条时则可双松，而一松一紧则主要用于调节经济结构，或者维持通胀与经济增长之间的平衡。现实中，很多时候是政策当局相机抉择，很难精准把握。

		财政政策	
		扩张	紧缩
货币政策	扩张	从财政、货币两方面扩大总需求，拉动经济增长，但有通胀风险	财政政策抑制总需求，控制通胀，但宽松货币政策用于保持经济适度增长
	紧缩	财政政策扩大总需求，但同时收紧银根避免过度通胀	从财政、货币两方面抑制总需求，防止经济过热

3、赤字与货币投放

从前文分析可见，财政收支必然会影响基础货币的吞吐（如果是面向银行之外居民的财政收支，同时还会影响广义货币）。财政收入大于支出（财政盈余）时，便会回笼基础货币，收入小于支出（赤字）时，则投放基础货币，这非常类似于早期银行时代之前的政府发行货币的状态，净支出就形成货币投放，而在政府支出之前，社会上没有货币流通着。但现在有了银行之后，尤其是有了二级银行（央行-银行）之后，先由央行发行基础货币，发行量可能较大，因此政府先从这既有的基础货币池子中获取收入，然后才能支出。

如果财政盈余，收入大于支出，则会将外面流通的基础货币进行回笼。而如果财政赤字，收入小于支出，那么对于差额部分，政府也需要通过发行债券的方式先借入。发行债券时，也会暂时回笼基础货币，财政支出时才投放出去。

因此，这便可能会影响央行原先的货币政策，央行则基本上处于配合状态。主要影响几个方面：

（1）总量：财政盈余会回笼基础货币，如果盈余超预期，则会过度回笼基础货币，央行需要额外投放基础去弥补。发生赤字时，如果财政动用了过去留存在国库中的资金，则会导致投放基础货币，如果超出了央行的基础货币目标，央行则需要用相应策略去回笼基础货币。此处，央行基本上处于配合的地位。

（2）时间：财政发生赤字时，财政会先发债借入基础货币，事后再通过支出投放出去，但中间会有个时间差，会短期内回笼了基础货币。虽然说央行不能直接给政府借钱，但是，债券发行量大的时候，回笼过多基础货币，影响了货币政策，那么央行其实也不得不增加投

放基础货币（比如，投放再贷款支持对那些购买了国债而基础货币不足的银行），这实质上类似于央行间接给财政借款。同时，一年之内，财政收支也有季节性，比如我国企业所得税上缴都安排在每季度第一个月，会集中回笼基础货币和广义货币。这个需要财政收支上更显计划性，并与央行保持沟通，以便央行提前准备货币政策工具给予对冲，保持基础货币合理吞吐，总体基本平稳，不发生大起大落。

（3）结构：即使财政收支大体平衡，基础货币吞吐基本平衡，也可能导致不同银行、不同区域间的结构不平衡。比如，全国财政调剂余缺，发达地区贡献了财税，财政转移支付到欠发达地区，这导致发达地区的银行的基础货币被回笼，而欠发达地区的银行则收到基础货币。而欠发达地区本身资金运用机会少，优质客户少，可能会导致这些地区的银行处于“存差”状态，它们需要将富余的基础货币以证券投资、同业投资等形式运作出去。而发达地区的银行则刚好相反，可能会面临“贷差”。这种情况下，央行、监管部门要指导银行业合理开展同业业务，调剂资金余缺。

参考文献：

黄达《财政信贷综合平衡导论》（2009）

孙国峰《货币创造的逻辑形成和历史演进》（2019）

L•兰德尔•雷《现代货币理论》（2017）

财政部干部教育中心《当代中国财政理论与实践》

菲利克斯•马汀《货币野史》（2015）

郭建龙《中央帝国的财政密码》（2017）

编 号	名 称	作 者
IMI Report No.1907	财政货币平衡分析精要（上）	王剑
IMI Report No.1906	IMI 宏观经济月度分析报告（第 24 期）	IMI
IMI Report No.1905	IMI 宏观经济月度分析报告（第 23 期）	IMI
IMI Report No.1904	IMI 宏观经济月度分析报告（第 22 期）	IMI
IMI Report No.1903	IMI 宏观经济月度分析报告（第 21 期）	IMI
IMI Report No.1902	IMI 宏观经济月度分析报告（第 20 期）	IMI
IMI Report No.1901	信用融冰：2019 年银行业资产负债配置展望	王剑
IMI Report No.1820	2018 年第四季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1819	IMI 宏观经济月度分析报告（第 19 期）	IMI
IMI Report No.1818	政策“暖风”不断——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1817	“滞胀”或仅表象——中国大类资产观察	孙超、徐翔
IMI Report No.1816	IMI 宏观经济月度分析报告（第 18 期）	IMI
IMI Report No.1815	2018 年第三季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1814	IMI 宏观经济月度分析报告（第 16 期）	IMI
IMI Report No.1813	人民币国际化战略与未来展望	IMI
IMI Report No.1812	经济增长持续放缓，宏观政策有所调整	王彬
IMI Report No.1811	IMI 宏观经济月度分析报告（第 15 期）	IMI
IMI Report No.1810	2018 人民币国际化报告（中文发布稿）	IMI
IMI Report No.1809	IMI 宏观经济月度分析报告（第 14 期）	IMI
IMI Report No.1808	IMI 宏观经济月度分析报告（第 13 期）	IMI
IMI Report No.1807	2018 年第二季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1806	IMI 宏观经济月度分析报告（第 12 期）	IMI
IMI Report No.1805	2018 年第一季度宏观经济运行预测	刚健华、张劲帆、唐赫
IMI Report No.1804	IMI 宏观经济月度分析报告（第 11 期）	IMI
IMI Report No.1803	IMI 宏观经济月度分析报告（第 10 期）	IMI
IMI Report No.1802	IMI 宏观经济月度分析报告（第 9 期）	IMI
IMI Report No.1801	金融大监管强化银行特许价值	王剑
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		



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