

No. 2011

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十一期)

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. 汇率展望：美元进入新一轮贬值周期，人民币走强趋势暂缓.....	- 3 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济：经济仍在稳步改善.....	- 7 -
2. 通胀：CPI 如预期回落，PPI 继续回升	- 10 -
3. 金融：政府债发行支撑社融增量，信贷结构持续改善.....	- 11 -
(三) 商业银行.....	- 14 -
1. 央行规范金融控股公司，小贷行业监管进一步强化.....	- 14 -
2. 2020 年 8 月货币金融数据分析.....	- 16 -
(四) 资本市场.....	- 17 -
1. 股市：市场保持震荡，结构部分改善.....	- 17 -
2. 债市：流动性中性偏紧，资金面扰动因素仍多.....	- 21 -
二、 宏观经济专题：	- 23 -
(一) 内容摘要.....	- 23 -
(二) 引言.....	- 24 -
(三) 文献回顾和研究假说.....	- 28 -
(四) 数据与基本计量模型.....	- 34 -
(五) 实证结果和分析.....	- 38 -
(六) 机制检验和进一步分析.....	- 48 -
(七) 稳健性检验.....	- 55 -
(八) 结论和政策建议.....	- 57 -
三、 主要经济数据	- 61 -

图表目录

图 1：制造业投资大幅改善.....	- 9 -
图 2：M2 与 M1 剪刀差收窄	- 13 -

表格目录

表 1：8 月 M2 增量的结构.....	- 16 -
表 2：经济数据一览.....	- 61 -

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

8-9月以来美欧经济修复进入稳态期。美国零售业、地产业修复领先，基本回到疫情前水平，欧洲服务业则修复较为领先，零售业受到意西等尾部国家拖累，整体弱于美国，但德法也基本回到疫情前水平；工业生产方面，美国较欧元区略有领先；整体来看，目前复工欧强美弱的格局基本得到修复，美欧经济进入稳态期，经济修复斜率均放缓，美国与欧元区的花旗经济意外指数呈现同步回落的趋势。

(1) 经济修复进入平台期，消费回暖有所波动

美国经济修复进入平台期，修复斜率放缓。从美国高频数据与月度经济数据可以看到，截至2020年7月美国地产业、零售业修复100%、服务业修复60%左右，而截至8月美国工业生产修复80%左右；就业市场来看，周度初请失业金人数回落速度减慢、新增非农就业人数修复速度也持续减慢；8月起美国经济修复速度的斜率开始放缓，花旗经济意外指数也开始缓慢回落。另外，由于美国新一轮财政刺激政策迟迟未能落地，而特朗普签署的延长失业救济金的行政令也将到期，带来美国零售业近期呈现出动力不足的迹象，周频的美国红皮书商业零售同比增速在9月重回负增长。

货币政策方面，9月美联储议息会议未对货币政策作出调整，但

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

首次在会议声明中落地平均通胀目标制。在对经济增长的展望中，美联储上调了 2020 年 GDP 预测至-3.7%（6 月预测值-6.5%），但下调了 2021、2022 年 GDP 预测值，表明近期美国经济修复势头强于美联储此前预期，同时美联储对未来经济前景依然谨慎。

（2）欧元区服务业修复优于美国，但通胀跌入负区间

欧元区服务业修复优于美国，不过近期欧元区复工欧强美弱的格局得到修复，美欧经济修复进入稳态期。从欧元区高频数据与月度经济数据来看，目前德法服务业已修复 100%，相比而言美国服务业仅修复 6 成。另外，德法、意西工业生产分别修复 6 成、7 成，略弱于美国；德法、意西零售业分别修复 100%、86%，意西零售业对欧元区整体零售业修复形成拖累。从各行业的经济修复情况来看，目前复工欧强美弱的格局基本得到修复，美欧经济进入稳态期，美国与欧元区的花旗经济意外指数呈现同步回落的趋势。

另外，8 月欧元区 CPI 同比-0.2%，预期+0.2%，进入到通货紧缩状态；同时近期欧元持续升值也引发了欧元区输入型通缩的担忧。尽管 9 月欧央行议息会议中未对货币政策作出调整，但在欧元区通胀低迷、需求疲弱但汇率走强的背景下，欧央行进一步宽松的预期提升。

（3）日本经济依旧低迷，新任首相正式任职

日本经济在疫情后仍未得到有效修复。日本 8 月制造业 PMI 小幅反弹至 47.2，前值 45.5，服务业小幅回落至 45，前值 45.2，但仍在荣枯线以下；8 月日本通胀回落至 0.2%，核心 CPI 降至-0.4%，经济数据仍较为低迷。9 月 16 日菅义伟正式出任日本新任首相，在政

策方面其对进一步加强经济刺激的意愿较为积极，表示将考虑增加对家庭和企业的补贴，来缓解疫情对经济的冲击，同时其表示将在 10 年内不再上调消费税；若新任首相的刺激措施后续能落地，有望促进疫情后日本经济修复。

2. 汇率展望：美元进入新一轮贬值周期，人民币走强趋势暂缓

(1) 美元：短期反弹，长期偏弱

短期：美元指数或将反弹

从美欧经济相对强弱的角度看，一方面欧美经济修复的格局开始进入稳态化。7 月欧元兑美元快速升值，当时的经济背景在于美国因二轮疫情爆发，经济复苏的进度显著弱于欧洲，带来欧强美弱的复工格局。而目前美欧经济在经历了前期的快速修复后，修复的斜率开始放缓，前期欧强美弱的格局基本得到修复，从近期花旗美国与欧洲经济意外指数同步走低也可看出，目前美欧经济修复开始进入稳态化。另一方面，欧元区通胀跌入负值，欧央行或将进一步宽松。8 月欧元区 CPI 同比-0.2%，预期+0.2%，进入到通货紧缩状态；同时近期欧元持续升值也引发了欧元区输入型通缩的担忧，尤其在美联储调整货币政策框架落地后美元进一步出现走弱。在欧元区通胀低迷、需求疲弱但汇率走强的背景下，欧央行进一步宽松的预期提升，或也将逆转欧元近期强势走势。

从美国自身角度看，总统大选即将进入总统辩论的白热化阶段，不确定性推动下的美元反弹概率也在进一步增加；并且从历史经验来

看，美元指数在大选前 2 月强于非大选年。

长期：美元进入新一轮贬值周期

从美元自身的角度看，三个层面反映美国经济实力走弱以及美元的吸引力下降。1) 美国自身的经济实力走弱：美国财政赤字占 GDP 比重与美元指数成正比、美国 GDP 占全球 GDP 的比重与美元指数呈反比，这两项指标衡量了美国经济的健康度以及相较全球的经济实力，目前这两项指标均在走差。2) 美德利差大幅收窄导致美元吸引力弱化：金融危机后由于欧日均实施负利率，大量资金投资美元资产以实现套利交易；而疫情后美联储迅速降息带来美德利差大幅收窄，叠加欧盟复兴基金落地后将发行 7500 亿欧元的欧盟主权债务，也增加了欧盟主权债务的投资范围，对美元资产的投资需求或减弱。3) 美国对外政策的不确定性冲击美元信用，也在弱化美元的吸引力：可以看到 2019 年以来已经出现了美元占全球官方储备比重增速的回落。

从欧元的角度看，更团结的欧洲或在长期带来更强的欧元，对美元也将是压制因素。1) 欧洲国家对民粹主义的警惕性较高，以德国为代表，贝塔斯曼基金会在 2019 年 6 月的民粹主义晴雨表调查中显示，德国选民中约 20.9% 为民粹主义者（2018 年为 32.8%），约为 47.1% 非民粹主义者（2018 年为 31.4%），民众中非民粹主义者比重显著提升。2) 欧元区国家在 2018 年后更为团结。自从英国脱欧、2018 年中美贸易摩擦以来，欧元区内部并未呈现分裂的格局，反而呈现出更为团结的趋势，通过加强合作的方式来提升欧元区整体在国际上的

话语权；例如 2019 年德法签署《亚琛条约》，进一步加强两国合作并推动欧洲一体化建设。3) 欧元区财政一体化迈出重要一步，意味着核心国开始为尾部国财政提供支持。7 月 21 日欧盟就 7500 亿欧元复兴基金达成协议，此次复兴基金的直接拨款将重点向意大利、西班牙等南欧国家倾斜，这也体现了欧洲核心国开始为尾部国财政提供支持。

(2) 人民币：美元止跌反弹背景下人民币走强趋势或暂缓

近期人民币汇率的持续升值主要来自市场因素，并无货币当局干预。从逆周期因子数据可以看出，7 月以来逆周期因子维持退出状态，说明人民币中间价的波动完全来自于市场因素。市场因素中，一方面近期汇率升值基本是跟着美元指数的下行对应正常波动，另一方面，近两周 CFETS 略有走高，带来中间价升值幅度被“放大”；根据内外盘联动的分析框架来看，即：中间价变动可拆分为外盘变动与 CFETS 变动，近期外盘偏弱，人民币中间价本就有升值的动力，同时 CFETS 也有所抬升，因而人民币中间价近期加速升值。

往后看，美元止跌反弹背景下人民币走强趋势或暂缓，秘密或在掉期点里。一方面，上文我们已分析过，后续美元指数大概率触底反弹，影响人民币中间价走强的基础。另一方面，从掉期点的角度看，目前央行或在稳定热钱涌入太快的的问题。因此后续人民币持续快速升值的趋势或将放缓。

如何理解通过掉期点稳定资本流动，首先先记住一个公式：“中美息差-汇率套保成本=外资到手收益”

回顾 2018 年秋：

背景：中美息差一度窄到 30-40bp，是历史极低位，有贬值压力；

现象：swap 掉期点违背常识，出现了陡然降低。

结果：息差虽然下降，但套保成本下降的更快，于是出现外资到手收益率反而回升的情况，外资维持流入，并未发现极端的资本外流。

为什么？通过调控 swap，来呵护资本流动，希望不要外流。

当下的复盘：

背景：中美息差一度高到 270bp，是历史极高位，人民币升值背景

现象：swap 掉期点违背常识，出现了陡然走高。

结果：息差虽然大幅走高，但套保成本上行的更快，于是出现外资到手收益率反而回落的情况。

为什么？调控 swap，稳定资本流动，不要热钱涌入太快。同时为后续中美如有事件冲击，汇率反转到贬值情景，预留了再来一次压低的空间和子弹

（二）国内宏观²

2020 年 8 月规模以上工业增加值同比增速 5.6%，较 7 月回升 0.8 个百分点，工业生产稳步增长主要是由于需求端改善。8 月制造业增加值增速较上月持平，而采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业增速较上月均有明显改善。投资来看，8 月房地产投资依旧是亮点，

²撰写人：IMI 研究员孙超

增速创年内新高，制造业投资迎来大幅改善，基建投资小幅回落但仍具上升动力。8月社零增速同比增长0.5%，较上月上升1.6个百分点，实现正增长。出口在海外经济继续恢复背景下继续改善。整体来看国内生产供给逐步复苏，经济也稳步改善。

1. 经济：经济仍在稳步改善

(1) 工业增加值超预期增长

8月规模以上工业增加值同比增速5.6%，高于市场预期，前值为4.8%，工业生产超预期增长主要是由于需求端改善。分三大门类来看，8月制造业增加值增速持平于上月为6.0%，而采矿业和电力、热力、燃气及水生产和供应业分别较上月上升4.2和4.1个百分点至1.6%和5.8%，改善明显，主要为洪水灾害影响消退，内外需回暖。分行业看，41个大类行业中有29个行业增加值保持同比增长，较上月增加4个。其中汽车、电气机械和器材制造业继续保持较高的增长态势，分别为14.8%、15.1%和10.9%。8月服务业生产指数同比增长4.0%，比上月上升0.5个百分点，改善仍不明显。7月受南方洪水灾害影响，工业增加值上涨势头受阻，8月份水灾影响退去，同时内外需改善，带动生产端改善。

(2) 房地产投资继续强势，制造业投资大幅改善

1-8月全国固定资产投资增速-0.3%，前值-1.6%，继续改善。基建和制造业投资增速均有收窄，其中基建投资累计增速分别较1-7月收窄0.8个百分点至-0.3%；而房地产开发投资则较上月继续回升1.2

个百分点至 4.6%，表现依旧强劲；制造业投资跌幅收窄 2.1 个百分点至 -8.1%，当月同比增速更是由负转正至 5%，较 7 月大幅回升 8.1 个百分点。制造业投资中，医药制造业投资 8 月当月同比高达 38.3%，1-8 月增长 18.3%，高技术制造业和高技术服务业投资分别增长 8.8%、7.2%。制造业投资改善一方面与内外需均有所改善，加之企业利润的同比增长，企业投资增加，另一方面也与去年同期的低基数有关。1-8 月地产投资累计同比增速为 4.6%，投资增速继续上行。房地产投资仍是拉动投资增长的最大动力。8 月当月房地产投资同比增长 11.8%，继续创今年新高。8 月当月房地产施工面积同比 13.2%、新开工面积同比 2.4%，较上月增速均放缓（16.6%、11.3%），同时土地购置面积同比 -7.6%，继续负增长。在对房地产调控的大背景不变的环境下，施工与新开工增速放缓，房地产投资快速上行的动力不足，预计投资增速不久可能见顶。1-8 月基建投资（不含电力）同比下降 1.0%，6、7 月基建增速回落主要是受洪水影响拖累施工，而 8 月基建未见明显回升，可能是受地方政府财政收入影响。

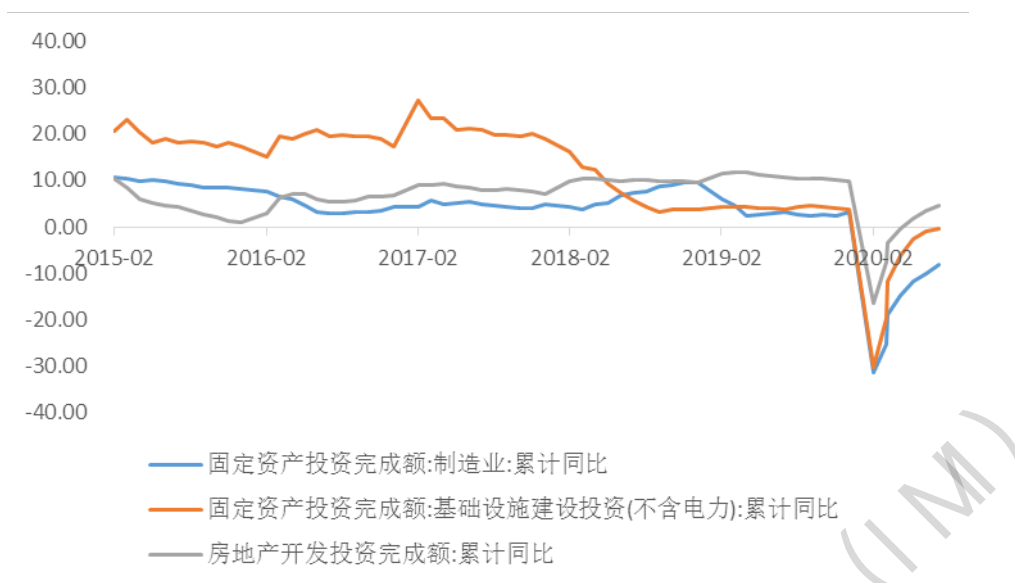


图 1：制造业投资大幅改善

数据来源：Wind，IMI

(3) 消费增速年内首次转正

8月社会消费品零售总额同比增长0.5%，较上月上升1.6个百分点，实现正增长。具体来看，汽车零售同比增速达11.8%，继续保持较高增速同时也是8月社零增速转正的主要原因。剔除汽车后的8月社零同比增速-0.6%，表明消费复苏依然缓慢。8月餐饮业收入同比下滑7.0%，降幅收窄4.0个百分点，餐饮类消费预计在二季度可实现当月转正；其他商品中，通讯器材类、化妆品类、金银珠宝类消费增速较快，分别为25.1%、19%、15.3%；石油制品、家具类和建筑及装潢材料类则继续回落。随着疫情影响的减弱，加之8月份城镇调查失业率较7月有所回落，预计社零增速仍将小幅回升。

(4) 出口持续改善，进口低迷

按美元计价，8月出口额同比增速为9.5%，前值为7.2%，出口继续改善；进口额同比增速为-2.1%，前值为-1.4%，进口继续低迷；

贸易顺差 589 亿美元，前值 623 亿美元。

8 月份海外疫情蔓延有所放缓，疫情对经济的负面影响进一步下降，海外经济继续恢复。从出口产品来看，防疫相关物资出口同比增速继续放缓，其对出口的贡献也下降，8 月医疗器械出口额同比由 7 月的 89% 降至 72%，医药材及药品和纺织制品出口额同比分别下降 4 个百分点和 10 个百分点；随着海外经济活动的恢复，劳动力密集型产品出口改善幅度最大，但高新技术产品同比有所减缓。从出口地区来看，对美国和东盟出口成为拉动 8 月出口的主要动力，同比分别为 20% 和 12.9%，较上月继续明显提升。对欧盟出口继续萎缩，对日本出口也仍处于负值。随着海外经济的恢复，出口有望继续保持高增长。进口来看，8 月进口继续低迷受基数效应及农产品进口放缓影响，8 月农产品进口同比增速由 7 月的 15% 降至 3%，肉类、粮食、大豆均有明显下降。钢材、铜及电子相关产品进口持续回升。往后看，需求增长仍较弱，未来进口增速大幅回升可能性不大。

2. 通胀：CPI 如预期回落，PPI 继续回升

(1) CPI 同比回落

8 月份 CPI 同比增长 2.4%，较前值回落 0.3 个百分点，核心 CPI 同比 0.5%，持平于前值。CPI 进入下行通道，食品价格仍是 CPI 的主要影响因素。其中食品价格同比上涨 11.2%，较前值回落 2.0 个百分点环比增长 1.4%；非食品价格同比增速回升 0.1 个百分点至 0.1%，环比 0.1%。环比来看，食品项中猪肉价格上涨 1.2%，猪肉供给增加

的同时需求增加，价格小幅上涨；蛋类和鲜菜价格上涨 9.4%和 6.4%；食品烟酒类价格环比上涨 1.0%。非食品分项中，受油价回升、暑期出行旺季的带动，交通和运输环比上涨 0.3%。当前经济仍处于复苏阶段，生猪产能释放，猪肉价格有向下压力，年内 CPI 或将维持低位。

(2) PPI 继续回升

8 月份 PPI 同比增长-2.0%，前值-2.4%；PPI 环比增长 0.3%，较上月略回落。生产资料和生活资料价格环比分别上涨 0.4%和 0.1%，变动较小。受工业生产恢复和油价反弹的影响，上游有色金属、燃料动力类价格持续上升，拉动 PPI 小幅回升。在地产投资的高韧性及基建投资加快下，PPI 或仍维持小幅回升态势。

3. 金融：政府债发行支撑社融增量，信贷结构持续改善

(1) 政府债发行支撑社融增量

8 月份新增社融规模 3.58 万亿元，同比多增 18860 亿，高于市场预期。同比多增主要靠政府债券的放量发行提速。从结构上看，8 月政府债券融资增长 1.38 万亿元，同比多增 8729 亿，主要是受特别国债发行影响，今年政府债券发行相对延后，按照财政部要求地方债在 10 月底发行完毕，因此 8 月月地方债发行放量，9、10 月政府债券发行仍将对社融增量形成支撑。8 月非标融资新增 710 亿元，同比多 1725 亿，其中 8 月未贴现银行承兑汇票当月新增 1441 亿元，同比多增 1284 亿元。8 月新增人民币贷款 1.42 万亿元，同比多增 1156 亿元；净融资 3633 亿元，同比多 249 亿，注册制下背景下股票融资 1282 亿元，

同比多 1026 亿元。

(2) 企业中长贷表现强劲

8 月份新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比少增 694 亿，从贷款结构来看，企业中长期贷款持续高增长，票据融资继续拖累整体信贷。具体来看，8 月企业新增贷款 5797 亿元，同比少增 716 亿，但其中中长期贷款新增 7252 亿元，同比多增 2967 亿，票据融资规模减少 1676 亿元，同比多减 4102 亿，短期贷款新增 47 亿元，同比多增 402 亿元。居民部门中，8 月居民新增贷款 8415 亿元，同比多增 1877 亿元。其中，居民新增短期贷款同比多增 846 亿元，居民新增中长期贷款同比多增 1031 亿元，居民中长贷表现依旧良好表明地产销售仍具韧性。

(3) M2 与 M1 剪刀差收窄

8 月 M1 同比增速为 8.0%，较上月回升 1.1 个百分点；M2 增速 10.4%，较上月继续回落 0.3 个百分点，M2 与 M1 剪刀差收窄，企业流动性继续改善。M2 增速回落与 8 月政府债发量发行导致流动性回笼有关。8 月新增财政存款 5339 亿，同比多增 5244 亿，新增企业存款 7491 亿元，新增居民存款 3973 亿元，居民部门新增存款的大幅增长可能与资金流出股市有关。8 月 M1 增速较 7 月提升 1.1 个百分点反映了企业现金流的改善。考虑到 9 月财政支出的投放，M2 或将有小幅反弹。

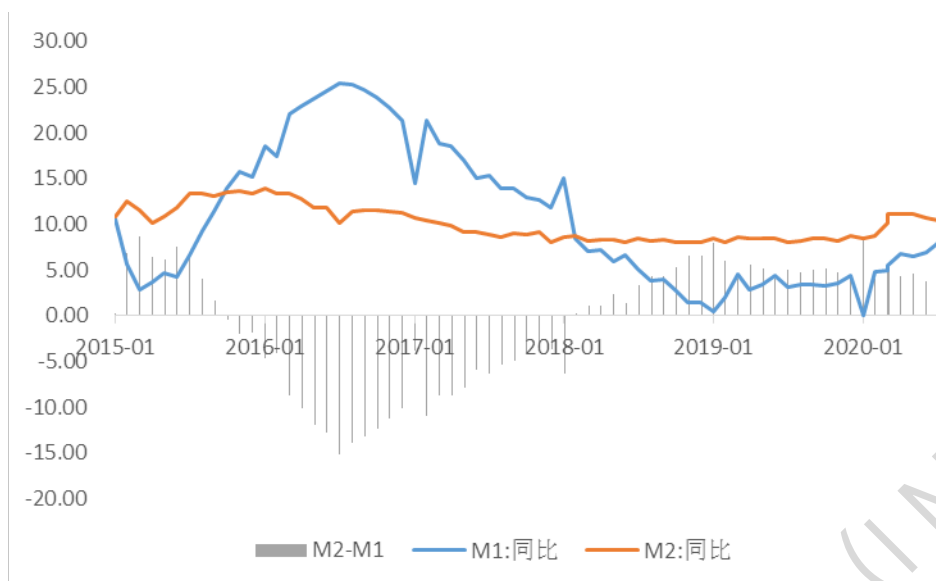


图 2: M2 与 M1 剪刀差收窄

数据来源: Wind, IMI

整体来看,受益于疫情后的逆周期的财政政策和货币政策力度的发力,上半年货币供应整体维持充裕,实体经济也得以有序恢复,而较宽松的货币环境也使得非金融企业杠杆上升。8月政府债券的放量发行支撑社融数据超预期,同时实体经济活力增强,对实体经济贷款力度更大,在贷款规模控制的同时贷款结构持续改善。而房地产销售的回暖支撑居民长期贷款的增长,反映出国内经济整体向好。从5月开始货币政策有所收紧,更加注重结构性支持,企业贷款结构也得以持续改善。随着国内经济形势的好转以及疫情影响的降低,实体经济经营活力明显改善。未来货币政策将更加“保持定力”及注重向小微企业的“精准传导”。

（三）商业银行³

1. 央行规范金融控股公司，小贷行业监管进一步强化

（1）中国人民银行发布《金融控股公司监督管理试行办法》

2020年9月13日，国务院发布了《关于实施金融控股公司准入管理的决定》（国发〔2020〕12号），授权人民银行对金融控股公司开展市场准入管理并组织实施监管。人民银行会同相关部门广泛听取各方意见，制定形成了《金控办法》，自2020年11月1日起施行。

《金控办法》的发布实施，是贯彻落实党中央、国务院决策部署的重要举措；遵循宏观审慎管理理念，以并表为基础，按照全面、持续、穿透的原则，对非金融企业投资控股形成的金融控股公司依法准入并实施监管，规范金融控股公司的经营行为。《金控办法》的实施，继续坚持金融业总体分业经营为主的原则，从制度上隔离实业板块与金融板块，有利于金融控股公司持续健康发展，有利于防范风险交叉传染，有利于进一步促进经济金融良性循环。《金控办法》细化了《准入决定》中金融控股公司准入的条件和程序，进一步明确了监管范围和监管主体，中国人民银行对金融控股公司实施监管，金融管理部门依法按照金融监管职责分工对金融控股公司所控股金融机构实施监管。

总体来看，此次对金控公司监管制度的完善，将对金融机构、非金融企业和金融市场产生正面的影响。由股权架构清晰、风险隔离机

³ 撰写人：王剑（IMI研究员）、田维韦（国信证券）

制健全的金融控股公司作为金融机构控股股东，有助于整合金融资源，提升经营稳健性和竞争力。从长期看，这有利于促进各类机构有序竞争、良性发展，防范系统性金融风险。此外，可以看到的是，《金控办法》的实施，继续坚持金融业总体分业经营为主的原则，从制度上隔离实业板块与金融板块，这有利于金融控股公司持续健康发展，防范风险交叉传染，进一步促进经济金融良性循环。

(2) 中国银保监会发布《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》

2020年9月16日银保监会办发布《关于加强小额贷款公司监督管理的通知》，主要包含以下内容：一是规范业务经营，提高服务能力。在小额贷款公司业务范围、对外融资比例、贷款金额、贷款用途、经营区域、贷款利率等方面提出要求。二是改善经营管理，促进健康发展。从小额贷款公司资金管理、催收管理、信息披露、保管客户信息、积极配合监管等方面作出规范。三是加强监督管理，整顿行业秩序。指导各地明确监管责任、完善监管措施、建设监管队伍、实施分类监管、加大处罚力度等。四是加大支持力度，营造良好环境。鼓励加强政策扶持、银行合作支持、加强行业自律，促进行业可持续发展。银保监会有关部门负责人表示，《通知》对小额贷款公司行业亟待明确的部分经营规则和监管规则作出规定，有利于遏制监管套利、促进规范监管、推动行业健康发展。我们预计，后续关于小贷行业监管办法细则等或将加速出台，小贷行业逐步进入规范化健康发展阶段。

2. 2020年8月货币金融数据分析

2020年8月末，基础货币余额为29.82万亿元，全月增加997亿元。其中，现金（货币发行）增加268亿元，银行的存款准备金增加441亿元，非金融机构存款增加288亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币7158亿元。此外，缴税等财政因素回笼基础货币5235亿元。

8月末的M2余额为213.68万亿元，同比增速为10.4%，较上月下降0.3个百分点。按不含货基的老口径计，8月份M2增加1.36万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放派生M2约1.52万亿元；缴税等财政因素回笼M2约5235亿元；企业债券发行投放M2约3575亿元；银行的SPV投资（投放非银、非标等）投放M2约117亿元；外汇占款回笼M2约38亿元。

表 1：8月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	133	外占	-38
单位活期	9,921	债券	3,575
单位定期	2,453	贷款	15,156
个人	4,023	财政	-5,235
非银	-2,956	其他（非银、非标等）	117
合计	13,574	合计	13,574

（四）资本市场⁴

1. 股市：市场保持震荡，结构部分改善

（1）基本面更新

国内方面，经济延续 8 月份以来的恢复态势。9 月 PMI 为 51.5，较上月大幅回升 0.5 个百分点。分项来看，生产、新订单明显走强，而进口、新出口订单分别上行 1.4、1.7 个百分点。从高炉开工率、粗钢产量、发电量等生产数据，以及商品房、乘用车、家电销售等消费数据来看，经济回升的趋势仍在延续。8 月 CPI 同比增 2.4%，涨幅较上月回落 0.3pct，环比增 0.4%，涨幅较上月回落 0.2pct。8 月 PPI 同比增-2.0%，降幅较上月收窄 0.4pct，环比增 0.3%，涨幅较上月回落 0.1pct。总体看，当前 CPI 回落主要受猪肉价格高基数影响，而 PPI 回暖的驱动则更侧重于周期性因素。8 月金融数据超市场预期，社融新增 3.58 万亿，比一致预期高 9000 亿，存量同比增速升至 13.3%；社融口径信贷新增 1.42 万亿，存量增速连续 4 个月保持在 13.3%的高位；但 M2 同比增速超预期回落至 10.4%，连续第 2 个月增速回落。8 月经济数据显示实体经济复苏延续，但复苏的斜率仍然相对平缓，且存在不均衡不充分的问题，这种宏观环境仍然不支持货币政策实质性收紧。

国外方面，美国 9 月 Markit 制造业 PMI 符合预期，仍在扩张区间。美国 9 月 Markit 制造业 PMI 初值 53.5，与预期值相符，高于前

⁴ 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲

值的 53.1，创 20 个月新高，其中制造业产出分项指数录得 53.3，创 10 个月新高；9 月 Markit 服务业 PMI 初值 54.6，低于预期的 54.7，低于前值的 55。PMI 数据显示美国经济仍在延续复苏趋势，但服务业 PMI 数据较上期略有下滑，疫情反复后续仍有可能持续拖累服务业复苏。但美国 8 月耐用品订单不及预期。8 月耐用品订单环比增速 0.4%，远低于前值 11.7%，低于预期值的 1.5%。8 月耐用品订单（除运输类）环比增速 0.4%，低于前值 3.2%，低于预期值的 1%。耐用品订单已连续 4 个月出现反弹，虽然市场已经预期经历 3 个月的大幅反弹后，耐用品订单增长会有回落，但本期增长与预期值仍有较大差距。美国消费者信心指数回升。美国密西根大学 9 月消费者信心指数初值为 78.9，高于 8 月初值 74.1，高于市场预期 75。消费者现况和预测指数也都远超市场预期和上期值，消费者信心指数的回升源于美国疫情逐渐好转以及美联储宽松的货币政策，也代表消费者对美国经济复苏的较高预期。但库存和零售销售数据低于预期。8 月零售销售环比增速为 0.6%，低于预期的 1.0%。剔除汽车和汽油后，零售销售增速为 0.7%，低于预期的 0.9%。表明虽然汽车和原油价格一定程度拖累了消费，但美国整体的消费恢复仍然慢于预期。从生产端来看，今年 4 月以来，受疫情影响，美国零售库存和批发库存销售比均滑坡式下跌，开始被动去库存。未来随着生产端、消费动力增长，企业将由被动去库存转为主动补库存。7 月营运库存达到预期数值的 0.1%，高于上期值的 -1.1%。在本周的众议院金融服务委员会上，美联储主席鲍威尔表示“货币和财政政策共同起作用，复苏会加速。帮助受疫

情打击的人群的援助措施，应该由白宫和国会来解决，而不是美联储”。在美联储已经转向平均通胀目标制的背景下，市场已经预期美国货币宽松将长期延续，但从9月的议息会议声明和近期的联储官员发言来看，美联储难有进一步宽松计划。

短期来看，我们维持上一个月月报的观点，市场目前的主要矛盾仍在结构上。在这个阶段，自上而下，宏观上没有胜负手，而自下而上，也很难找到20%以上板块级别的机会。市场三季度实际上完成了一轮除金融地产外全面普涨的行情，经济修复逻辑不断 price in 带动市场整体估值水平又显著上了一个台阶，致使非金融整体已经达到接近历史极值水平，在剩余流动性伴随信用扩张逐步流向实体的趋势下，股票市场估值进一步扩张面临明显瓶颈，客观上需要用一段时间等待估值消化，而后期10月份可预见的蚂蚁金服上市、美国大选、疫苗三期结果均会对市场运行造成影响，因此我们认为市场大概率还是呈现震荡行情。

（2）市场回顾和展望

回顾9月份，市场运行处于垃圾时间，由于市场位置较高，导致其整体的运行节奏不断受风险事件扰动，同时在货币政策继续边际收紧的预期下，资金面热度持续回落，前期高估值的核心资产不断受到打压，9月末A股成交额降至5400亿元附近，换手率持续下行，成交热度降至五月左右水平。全月上证综指上涨-5.23%，沪深300上涨-4.75%，创业板指下跌-5.63%，板块方面电力设备及新能源、汽车、煤炭、非银金融、家电跌幅较小，商贸零售、轻工制造、计算机、通

信、农林牧渔跌幅较大。随着经济复苏已成一致预期，流动性的压制和较高的估值水平成为了本月权益市场调整的主要动因，随着市场节前热情的逐步降温，外资持续流出，此前市场结构的极致化得到了部分缓和。

中期来看，我们认为宏观基本面整体仍处于对权益资产相对有利的阶段：一方面中期维度下经济复苏和企业盈利回升的脉络依旧清晰（但提示四季度二次疫情反复可能带来的阶段性扰动，中上游工业品需求的小幅放缓），另一方面流动性逐步回归常态的过程中仍保持合理友好环境（且四季度有一定边际放松的可能），增长和流动性之间相互平衡促进的格局没有被打破。与此同时，政策呵护的市场态度仍然坚定，居民财富增配权益资产的趋势没有改变，“十四五”规划作为双循环战略最核心的政策抓手会在中期维度给市场带来重要的投资线索。当前市场面临最大的问题主要来自于自身估值水平过高，站在当前的位置，从非金融板块中，我们甚至找不出季度维度会有 20% 以上级别绝对涨幅的板块。因此在操作策略上建议绝对收益投资者降低预期收益率目标，追求安全边际与确定性。

（3）行业配置

行业配置上，由于四季度风险事件较多，在流动性环境较此前变差，我们建议两个配置方向：1) 大金融板块的配置：大金融从未缺席历史上任何一轮复苏周期，2012Q4 和 2014Q4 是央行放水后率先上行的品种，2016-2017 年更是顺周期板块的主攻方向，当前板块处于估值的历史底部位置，加上年底的日历效应，大金融作为现金替代

性价比较高； 2) 高景气赛道的优质个股：科技是十四五规划的重中之重，在科创板政策继续推进等多方催化下，我们建议中期赛道配置不变，对电子、新能源中的优质标的进行超配。

2. 债市：流动性中性偏紧，资金面扰动因素仍多

(1) 票息策略为主，久期坚持防守反击

流动性中性偏紧、供需矛盾等仍存在，短端吃票息+跟随市场情绪适度拉长久期的防守思路仍是主流。在经济渐进复苏、货币政策回归常态的大背景下，债市熊转牛的触发剂尚不具备，但经过 5 月以来的调整后，赔率已有所改善，配置盘可以逐步开始考虑入场，交易盘则需严守安全边际的纪律、随着近期市场风险偏好阶段性趋弱进行小幅试探，但无疑交易难度较大，需要控制好仓位与流动性。

(2) 资金面扰动因素仍多，杠杆操作仍不能激进

目前短端资金市场利率与信用债收益率均稳定在 5 月以来偏高水平，息差尚可，3 年期 AA+中票加 0.4 倍杠杆持有一年就可实现超过 5%左右的回报（包含票息收入与曲线下滑带来的资本利得），风险收益比有所回归。但 10 月资金面的扰动因素如利率债供给、流动性分层等仍存，或仍以紧平衡为主，目前看来杠杆操作仍不宜过于激进。

(3) 持有期回报模拟：情景分析偏好曲线中段

我们按一个季度后国开债收益率曲线牛陡、牛平、熊陡、熊平构造了 4 种情景，加上收益率曲线保持当前水平不变的中性情景，按我

们的预测概率赋以权重，加权平均后作情景分析。目前在全球风险偏好有所回落、债市偏悲观情绪阶段性缓解的背景下，后市保持震荡的可能性较高。情景分析后，曲线中段（3-5 年期）略优于其他部分，该期限段的性价比相对稍高。当然，假设当中没有考虑杠杆能力、流动性等问题，完全取决于收益率的基本假设。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

二、宏观经济专题⁵：

经济政策不确定性与银行贷款损失准备计提

(一) 内容摘要

银行贷款损失准备计提的顺周期特征加剧金融系统的不稳定，受到学界和业界的广泛关注，监管机构逐步要求银行采取前瞻性的计提策略以应对贷款损失准备的顺周期特征，经济发展越来越受到宏观经济政策不确定性的影响，银行是否考虑当前经济政策不确定性，对贷款损失准备进行前瞻性计提？本文选取 2004—2017 年中国 126 家商业银行数据，研究经济政策不确定性对银行贷款损失准备计提的影响。实证分析发现，经济政策不确定性与贷款损失准备计提显著正相关，经济政策不确定性越大，贷款损失准备计提越多，在考虑地级市领导人更替、银行高管更替、宏观经济层面遗漏变量，以及使用工具变量的内生性分析后，结果保持稳健。异质性分析发现，这一效应在上市银行、外资持股比例较高、中小银行中表现更为明显。从银行风险管理角度的机制分析发现，不良贷款越多、风险储备越少的银行，经济政策不确定性增加时，计提的贷款损失准备越多，说明风险预防动机是其主要目的。进一步的分析发现，银行在经济政策不确定性较高时增加计提，有助于稳定银行收益、降低银行破产风险。本文的研究从经济政策不确定性的视角，为中国银行贷款损失准备计提的理论和实践提供了新的解释。

⁵撰写人：西南财经大学金融学院申宇、任美旭、赵静梅。本文选自原载于《中国工业经济》2020 年第 4 期的《经济政策不确定性与银行贷款损失准备计提》。

（二）引言

近年来，为应对经济结构转型、经济增速下滑、国际金融危机等的冲击，中国政府采取了包括货币政策、财政政策和产业政策等在内的多项举措，旨在熨平经济周期波动，维持经济平稳快速发展。然而当宏观经济目标面临多方面的抉择，经济政策本身就具有一定的不确定性。现有研究发现，经济政策不确定性在微观方面抑制企业投资，降低并购活动，阻碍资本结构调整，增加企业风险和信息不对称；在宏观方面抑制就业，引起宏观经济波动（Baker et al., 2016; Gulen and Ion, 2015; Nguyen and Phan, 2017; Nagar et al., 2019; 王朝阳等, 2018）。在中国以间接融资为主导的金融体系中，银行信贷在支持实体经济发展，缓解企业融资约束等方面发挥着重要的作用。当刺激性政策出现，银行信贷成为扩张性经济政策传导的主要渠道，相对于一般企业，银行受不确定性的影响会更明显，对政策的敏感度也更高，经济政策不确定性对宏观经济波动以及企业微观行为的影响，最终会通过降低银行信贷质量、增加流动性风险等渠道传导到银行层面（Bordo et al., 2016; Berger et al., 2018）。当预期到经济政策不确定性的影响时，银行会不会提前对此做出准备？本文试图从银行贷款损失准备计提的视角对这一问题进行探析。

2008 年金融危机之后，学界和业界对金融业的顺周期行为进行了深入研究。现有研究认为，基于“已发生损失模型”的贷款损失准备计提制度，加剧金融系统的不稳定，对金融危机具有推波助澜的作用，

是引发金融危机的重要原因之一（FSF，2009）。贷款损失准备计提顺周期的特点，使得银行在经济上行期少计提，而在经济下行期信用风险恶化、不良贷款增多时有大量的损失准备需要计提，降低了资本充足率并提高了银行风险。对贷款损失准备计提行为的理论和实证研究大多基于经济周期视角（FSF，2009；Beatty and Liao，2009；Ozili and Outa，2017；丁友刚和严艳，2019），然而当前国内外宏观经济越来越受到短期经济政策不确定性的影响（陈昆亭等，2012；方福前等，2017；刘尚希和武靖州，2018），经济政策不确定性对企业的影响传导到银行层面，银行又该如何应对？2011年中国银行保险监督管理委员会（原中国银行业监督管理委员会，以下简称中国银保监会）发布的《商业银行贷款损失准备管理办法》指出，银行不仅要依据经济周期，还需要根据宏观经济政策、产业政策等因素对贷款损失准备进行动态调整，提升贷款损失准备的动态性和前瞻性，增强风险防范能力，促进商业银行稳健经营。2014年7月，国际会计准则理事会（简称IASB）提出“预期损失模型”要求商业银行在评估信用风险、确认预期贷款损失时，不仅要考虑历史信息，更需要将现行经济状况、影响金融资产预期现金流的因素考虑在内。那么，商业银行在进行贷款损失准备计提时，是否会将当前宏观经济政策波动的影响考虑在内，贷款损失准备计提是否具有前瞻性，贷款损失准备计提是否可以有效地预防经济政策不确定性可能对银行风险的影响？这是本文所要研究的主要问题。

经济政策不确定性增加时，银行贷款损失准备计提面临两方面的

抉择。一方面，经济政策不确

定性对企业投融资、盈利能力以及宏观经济波动带来了负面冲击，可能促使银行计提更多的贷款损失准备，以应对未来可能发生的信用风险。同时，银行增加贷款损失准备计提，不仅可以应对未来可能出现的银行呆坏账核销增多带来的流动性危机，而且也可以实现银行利润在当期和未来的再分配，达到抑制银行收益波动，降低银行风险的目的（Fudenberg and Tirole, 1995; DeFond and Park, 1997）。

另一方面，银行在经济政策不确定性增加时也可能会隐藏风险，降低贷款损失准备计提。银行信息透明度受到学界和监管机构越来越多的关注（Beatty and Liao, 2014; Acharya and Ryan, 2016; Granja, 2018），而贷款损失准备计提是银行向投资者提供信息的重要手段（Liu and Ryan, 1995; Beatty and Liao, 2014），高管的业绩压力、地方政府的隐性担保、银行挤兑风险都会促使银行在经济政策不确定性增加时隐藏风险。

在中国，经济政策不确定性究竟是增加还是抑制了银行贷款损失准备计提，银行在经济政策不确定性面前是会“未雨绸缪”还是“刻意隐藏”？本文利用中国商业银行2004—2017年的数据，采用 Baker et al. (2016) 开发的中国经济政策不确定性指数作为经济政策不确定性的代理变量，实证分析经济政策不确定性和银行贷款损失准备计提之间的关系。研究发现，经济政策不确定性的增加促进了银行贷款损失准备的计提，说明在经济政策不确定性面前，增加贷款呆坏账准备是银行应对不确定性风险的措施，银行会对未来可能出现的信贷资产减值

做出正向反馈。本文考虑时间截面上可能影响贷款损失准备计提的因素，将地级市领导人更替、银行高管更替、宏观经济景气指数、银行业景气指数和企业景气指数加入回归模型，结果都未发生改变。为了进一步控制内生性问题，本文还参考彭俞超等（2018）、陈胜蓝和刘晓玲（2018）的研究构造了工具变量，主要的回归结果依然保持稳健。

进一步地，本文从银行风险水平和风险抵御能力两个角度进行机制分析。实证发现，银行风险越大，风险抵御能力越弱，经济政策不确定性增加时计提的贷款损失准备也就越多，说明预防风险是贷款损失准备计提的主要原因之一。那么，计提的贷款损失准备对银行风险又有什么影响呢？实证分析发现，经济政策不确定性和贷款损失准备计提增加了银行收益的波动性和银行破产风险，但是两者的交互项显示，经济政策不确定性较高时多计提贷款损失准备可以有效抑制银行收益的波动，降低破产风险。这一结果表明，银行在经济政策不确定性较高时多计提贷款损失准备可以促进银行对未来风险的防控。

本文可能的边际贡献有以下四点：①金融危机之后，如何有效改进贷款损失准备计提的顺周期特征，提升贷款损失准备的动态性和前瞻性是监管机构面临的重要问题。本文从宏观经济政策不确定性的视角出发，发现银行会将经济政策不确定性可能带来的信用风险考虑在内，进行前瞻性计提。②政府出台的经济刺激政策旨在降低经济波动，而本文发现经济政策不确定性本身带来的不确定性预期促使银行多计提损失准备，收缩流动性，在一定程度上抵消刺激性政策的扩张效果，这就要求政府在制定相关经济政策时力求保持连续性，稳定市场

预期，降低政策本身的不确定性带来的负面影响。③本文的研究证实银行贷款损失准备计提具有一定的前瞻性，并且经济政策不确定性增加时多计提可以抑制银行收益波动，降低破产风险，本文的研究结论为监管者和银行高管前瞻性风险准备计提提供实证依据。④发现风险较低、风险抵御能力较强的银行在经济政策不确定性增加时会减少贷款损失准备计提，一定程度上可以缓解因银行流动性“囤积”，提高信贷标准等“惜贷”行为给经济带来的负面影响（Bordo et al., 2016; Berger et al., 2018），这就要求银行和监管机构加强银行风险治理，更好地服务实体经济。

本文余下的部分安排如下：第二部分是文献回顾和研究假说，第三部分是数据与基本计量模型，第四部分是实证结果和分析，第五部分是机制检验和进一步分析，第六部分是稳健性检验，最后一部分是结论和政策建议。

（三）文献回顾和研究假说

1、银行贷款损失准备计提研究

2008年金融危机以前，学术界对贷款损失准备计提的研究集中于银行计提贷款损失准备的目的及其影响因素。例如，学者研究发现银行通过贷款损失准备计提主要达到资本管理、收益平滑和信号传递等目标（Ahmed et al., 1999; Beatty and Liao, 2014; 陈超等, 2015）。对其影响因素的研究也涉及银行的公司治理、审计、地区文化差异以及金融生态环境等方面（Cornett et al., 2009; Kanagaretnam et al.,

2011；张敏等，2014）。

然而在金融危机之后，越来越多的学者意识到贷款损失准备计提的顺周期性对金融周期的推动作用，对其研究也集中到贷款损失准备计提顺周期带来的影响以及如何抑制顺周期行为。根据“已发生损失模型”的要求，只有在发生可能导致未来贷款损失事件时，银行才确认贷款损失准备金，促使银行在经济上行期少计提。而在经济下行期，不良贷款增多，信用风险恶化，当贷款损失准备不能够弥补衰退期的贷款损失时，大量的损失准备需要计提，这就降低了资本充足率，提高了银行风险（FSF，2009；Ozili and Outa，2017）。Beatty and Liao（2009）指出在经济衰退期间贷款违约增加，贷款损失准备计提的增加促使银行收缩信贷投放，加剧经济衰退。然而他们发现贷款损失准备确认的及时性可以降低衰退时期的资本紧缩效应。Agénor and Zilberman（2015）通过建立动态随机一般均衡模型发现，在已发生损失模型下，贷款损失准备的顺周期性促使银行在经济繁荣时忽视风险，在经济衰退时放大风险，如果采用动态贷款损失准备计提策略，可以有效抑制经济周期波动的影响。丁友刚和严艳（2019）发现，中国商业银行贷款拨备计提存在明显的顺周期特征，并且这种顺周期性在经济上行时期会传导至信贷市场从而放大信贷供给。金融危机之后，对动态贷款损失准备计提的呼声愈发激烈，在动态贷款损失准备计提下，银行在经济繁荣时，多计提贷款损失准备，而在经济衰退期使用繁荣时计提的贷款损失准备弥补贷款损失，达到减少银行利润波动，防止信贷萎缩的目的（Balla and Mckenna，2009）。

基于经济周期的视角，研究银行贷款损失准备计提已经受到多数学者的关注，并且也取得了一定的成果。而如何有效改进贷款损失准备计提的顺周期特征，提升贷款损失准备的动态性和前瞻性是监管机构面临的重要问题。中国银保监会 2011 年发布的《商业银行贷款损失准备管理办法》以及国际会计准则理事会 2014 年提出的“预期损失模型”，均要求商业银行采取前瞻性的贷款损失准备计提策略，将未来可能影响金融资产现金流的因素考虑在内。当前经济发展越来越受到经济政策不确定性的影响（Baker et al.,2016），特别是在政府逐渐简政放权，市场逐步在资源配置中起到决定性作用的情况下，经济波动多源于内部改革与政策冲击（刘尚希和武靖州，2018）。近年来，为应对经济结构转型、经济增速下滑、以及国际金融危机的冲击，中国采取了包括货币政策、财政政策和产业政策等在内的多项举措来保持经济的平稳快速发展。这些政策的出台在抑制宏观经济衰退的同时，也给经济带来不确定性冲击。经济政策不确定性所引起的宏观经济波动，企业投融资活动异常，最终会对银行的行为产生影响。

2、研究假说

经济政策不确定性主要通过两种渠道对银行产生影响。一是经济政策不确定性通过对企业的影响，增加银行贷款违约率。经济政策不确定性在微观层面抑制企业投资，降低企业并购活动，增加企业的风险和不对称，企业盈利、成长能力以及偿债能力下降，破产风险增加。微观层面冲击传导到银行，促使银行面临贷款本息无法按时收回的信用风险，增加未来贷款违约概率。二是经济政策不确定性降低

银行经营稳定性，增加银行风险。当前中国银行同质化严重，中间业务不发达，多数银行的盈利依然主要依靠存贷款利差（巴曙松等，2013）。而银行受经济政策波动和借贷主体羊群行为的干扰，难以准确识别借款人的借贷风险和还款能力（彭俞超等，2018），进而抑制信贷扩张，降低信贷资产质量，加剧金融机构流动性紧缩（Bordo et al., 2016），为控制风险，银行会降低风险资产尤其是贷款增速，计提坏账准备抑或是增加权益资本。从理论上讲，银行在面临未来不确定性时，可以通过增发、配股、发行次级债等方式补充资本，提高资本充足率水平，也可以通过多计提的方式提高拨备覆盖率。但是，由于补充资本的方式受到监管层的监管、审批比较严格，周期相对较长，而银行对贷款损失准备计提的自由裁量权相对较大，所以在面临短期不确定性时，贷款损失准备计提是银行预防风险的主要方式。

然而，在面对经济政策不确定性时，贷款损失准备计提也存在不确定性。一方面，经济政策不确定性对宏观经济波动和企业微观行为的影响，最终会通过银行信贷质量传导到银行层面。为了应对经济政策不确定性可能带来贷款违约增多、流动性趋紧等问题，银行可以通过前瞻性的信贷管理措施来应对政策不确定性风险。贷款损失准备可以在一定程度上吸收未来贷款坏账损失，达到缓冲风险的作用。同时，贷款损失准备是银行进行盈余管理的主要方式之一，在经济政策不确定性增加时，银行增加贷款损失准备的计提，不仅可以应对未来可能出现的银行呆坏账核销增多带来的流动性危机，而且也可以实现银行利润在当期和未来的再分配，从而达到抑制银行收益波动，降低银行

风险的目的 (Fudenberg and Tirole, 1995; DeFond and Park, 1997)。另一方面,隐藏风险的动机则可能会促使银行在经济政策不确定性增加时减少贷款损失准备计提。贷款损失准备计提会给市场传递关于银行经营状况的信号 (Liu and Ryan, 1995; Beatty and Liao, 2014),而金融机构倾向于隐藏坏消息,在中国商业银行受到地方政府隐性担保情况下,这种情况可能会更加严重 (施华强和彭兴韵, 2003)。经济政策不确定性增加时,银行管理层有动机通过减少贷款损失准备计提来隐藏风险,原因有三点: ①贷款损失准备计提会侵蚀银行利润,高管职业压力促使银行保持良好的绩效水平 (Barro and Barro, 1990; Kothari et al., 2009; Jenter and Kanaan, 2015); ②经济政策不确定性增加时,储户预期未来经济状况变差,为了资金的安全,往往会选择绩效相对较好,规模大、安全性高的银行,银行有动机隐藏风险释放积极信号; ③银行大量计提贷款损失准备类似于财务“大洗澡” (BigBath),降低银行风险抵御能力,容易引发银行挤兑风险。根据以上分析,本文提出两个对立的假说:

H1a: 在其他条件一定的情况下,经济政策不确定性越大,银行贷款损失准备计提越多。

H1b: 在其他条件一定的情况下,经济政策不确定性越大,银行贷款损失准备计提越少。

信用风险是银行面临的主要风险,经济政策不确定性给宏观经济、企业生产经营带来的影响,通过信贷质量传导到银行,为了应对未来可能发生的信用风险上升,银行通过计提贷款损失准备、提高拨

备覆盖率、增加核心资本等方式应对不确定性带来的风险，并且银行也会降低主动风险承担以抑制不确定性带来的负面影响（顾海峰和于家珺，2019）。一方面，当风险水平较高时，银行不仅面临很大的经营风险，也吸引了监管层的关注，促使其保持相对稳健的经营，提高风险储备，以避免风险扩散。同时，经济政策不确定性预示着银行未来可能面临更大的信用风险，风险水平原本较高的银行对信用风险的吸收能力有限，要求这些银行在损失发生之前多计提贷款损失准备以提高风险抵御能力。另一方面，从银行风险抵御能力看（银行有较低的拨备覆盖率或资本充足率），风险抵御能力越弱的银行，在不确定性面前面临的风险也就越大，银行也会通过多计提损失准备将未来可能出现的信用风险覆盖。因此，本文提出：

H2：在其他条件一定的情况下，经济政策不确定性增加时，风险水平越高的银行计提的贷款损失准备越多。

H3：在其他条件一定的情况下，经济政策不确定性增加时，风险抵御能力越弱的银行计提的贷款损失准备越多。

银行在经济政策不确定性增加时，多计提贷款损失准备主要目的是预防风险，那么效果如何？Collins et al.（1995）研究发现银行会通过贷款损失准备计提来平滑利润，管理层在利润水平高时多计提贷款损失准备，而在利润水平低时少计提贷款损失准备，达到稳定银行收益的目的，贷款损失准备计提是银行盈余管理的主要方式之一（Beatty and Liao, 2014；陈超等，2015）。银行在经济政策不确定性增加时多计提贷款损失准备，不仅可以应对未来可能出现的呆坏账核销增多

带来的流动性危机，而且也可以实现银行利润在当期和未来的再分配，从而达到抑制银行收益波动，降低银行风险的目的(Fudenberg and Tirole, 1995; DeFond and Park, 1997)。因此，本文提出：

H4：在其他条件一定的情况下，经济政策不确定性较高时期多计提贷款损失准备可以有效降低银行风险。

为了更好地理解理论分析框架，本文设计了下面的逻辑框架（如图 1 所示）。

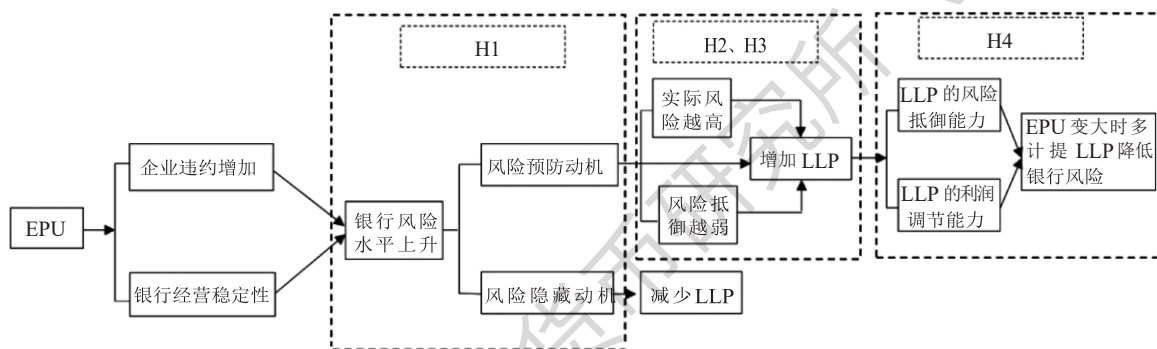


图1 本文的逻辑框架

注：EPU指经济政策不确定性，LLP指贷款损失准备计提。

（四）数据与基本计量模型

本文的研究主要涉及银行财务数据和经济政策不确定性指数。银行财务基础数据来源于 Wind 数据库和 BankScope 数据库，对于两个数据库存在差异或者缺失的数据，再回查各个银行的年报进行补充修正。由于这两个数据库均未记录银行贷款损失准备计提明细科目，本文依据银保监会官网披露的中国国有、股份制和城市商业银行目录，从各家银行官网下载 2004—2017 年各银行年报数据，并从银行财报

上手工搜集相关指标，最终得到 2004—2017 年 126 家银行总计 910 个观察样本。本文使用的经济政策不确定性指数（Economic Policy Uncertainty）来自 Baker et al.（2016），他们根据中国香港《南华早报》的每日新闻内容构建了中国经济政策不确定性指数，直接刻画了中国宏观经济政策整体的不确定性。

1、贷款损失准备计提

贷款损失准备计提反映出银行对未来信贷损失的预测，银行会通过贷款损失准备计提对未来可能的信用损失进行预防，本文参考 Ahmed et al.（1999）、Balboa et al.（2013）、陈超等（2015），以贷款损失准备计提占银行期初总资产的比重作为被解释变量。

$$LLP_{i,t} = \text{LoanLossProvision}_{i,t} / \text{Asset}_{i,t-1} \quad (1)$$

2、经济政策不确定性指数

Baker et al.（2016）根据中国香港《南华早报》每日新闻内容中同时包含“中国”“经济”“政策”以及“不确定性”四个关键词的相关报道文章占当月文章总数量的比重，构建月度中国经济政策不确定性指数（EPU 指数）（http://www.policyuncertainty.com/china_epu.html）。目前国内学者将该指数广泛运用于资本市场、公司金融研究（顾夏铭等，2018；彭俞超等，2018；王朝阳等，2018）。本文采用每年月度平均经济政策不确定性指标的对数值，度量当年的经济政策不确定性情况，该指数越大，说明当年经济政策不确定性越高。

3、回归模型

参考 Balboa et al.（2013）、陈超等（2015）的研究，本文构建

模型 (2) 回归分析。控制变量中, *Size* 是银行规模, 用总资产的自然对数衡量; *EBTP* 衡量银行的盈利能力, 用计提贷款损失准备及税费前的利润占期初总资产的比重来衡量; *Loan* 是贷款总额; *Loang* 是贷款增速, 等于本期贷款总额和期初贷款总额的差额占期初总资产的比重; *NPL* 是不良贷款比率, 等于本期不良贷款余额占期初总资产的比重; *NPLg* 是不良贷款增长率, 等于本期不良贷款和期初不良贷款的差额占期初总资产的比重; *NPL_Cov* 是银行贷款拨备覆盖率, 等于银行计提的拨备余额和不良贷款余额之比, *CapRaito* 为银行资本充足率, 用这两个变量来衡量银行风险抵御程度。在银行公司治理层面, 控制了银行前三大股东股权集中度 (*ShareHHI*), 前三大股东中国家股和外资股比重 (*Statown* 和 *Foreown*)、银行的审计师事务所是否是国内前五大会计师事务所 (*BigFive*)。

$$\begin{aligned}
 LLP_{i,j,t} = & \beta_0 + \beta_1 EPU_t + \beta_2 Size_{i,t-1} + \beta_3 EBTP_{i,t} + \beta_4 Loan_{i,t-1} + \beta_5 Loang_{i,t} + \beta_6 NPL_{i,t} + \beta_7 NPLg_{i,t} \\
 & + \beta_8 NPL_Cov_{i,t} + \beta_9 CapRaito_{i,t} + \beta_{10} ShareHHI_{i,t} + \beta_{11} Statown_{i,t} + \beta_{12} Foreown_{i,t} \\
 & + \beta_{13} BigFive_{i,t} + \beta_{14} AveGdp_{j,t} + \beta_{15} Gdp_{j,t} + \beta_{16} LoanShare_{j,t} + \beta_{17} Loan_GDP_{j,t} \\
 & + \beta_p \sum Prov + \beta_r M_t + \sigma_{i,t}
 \end{aligned} \tag{2}$$

在地方经济发展层面, 本文主要控制了地区经济发展水平 (*Gdpg*)、地区人均 GDP (*AveGdpg*)、银行贷款市场份额 (*LoanShare*) 以及当地贷款占 GDP 比重 (*Loan_GDP*)。其中, 贷款市场份额等于银行贷款总额占地区市场贷款总额的比重, 这四个变量用来控制银行市场份额以及地区经济发展水平对银行贷款损失准备计提的影响, 同时也控制了省份效应。

需要特别说明的是, 由于本文的经济政策不确定性数据是年度数

值，对所有样本银行而言，每年对应的 EPU 值一样，如果控制时间效应，会出现年份虚拟变量和 EPU 共线性的情况，从而造成本文 EPU 系数无法估计（Gulen and Ion, 2015；王朝阳等，2018）。然而如果不控制年份，无法消除时间效应对回归结果的影响。国内学者王朝阳等（2018）在使用 Baker et al.（2016）的指数研究 EPU 对企业资本结构调整的影响时在模型中控制了宏观经济变量货币供应量、企业家信心指数来控制年份效应的影响。为了尽量解决这一共线性问题，本文参考 Gulen and Ion（2015）、王朝阳等（2018）的研究，在回归模型中尽可能增加时间截面上的变量，以控制可能产生的内生性问题，在模型（2）中以 Mt 代表。具体的，本文从地级市领导人更替、银行高管更替以及宏观经济预期、企业和银行景气度等多个方面控制时间截面上可能存在的遗漏变量对本文主回归结果的影响。同时，在稳健性检验部分从多个角度对时间效应进行控制。⁶

4、描述性统计⁷

为控制异常值对主要结果的影响，本文对主要的连续变量进行前后 1% 的缩尾处理。银行贷款损失准备计提占总资产比重（LLP）均值 0.52%，最小值为 0.02%，最大值达到 1.81%，不同银行贷款损失准备计提差异明显。经济政策不确定性指标（EPU）均值为 5.18，标准差为 0.49，最小值为 4.19，而最大值达到 5.90，EPU 具有一定波

⁶ 特别感谢匿名审稿人对本文可能存在时间虚拟变量与 EPU 共线性问题的建设性意见。由于加入时间虚拟变量会带来 EPU 和时间效应共线性问题，造成 EPU 系数无法估计，本文最终并没有控制时间效应，而是选择控制宏观层面的变量来替代时间效应。本文依据审稿人意见，对这一问题进行了一定的更改，在文章稳健性分析部分，试图控制年份效应的影响。

⁷ 全部变量的描述性统计可在《中国工业经济》网站（<http://www.ciejournal.org>）下载。

动性。计提贷款损失准备及税费前利润占期初总资产比重 (*EBTP*) 均值为 2.19%，最大值达到 5.01%，说明 *EBTP* 占银行总资产比重较大，拨备对银行利润有明显的影响。不良贷款占总资产比重 (*NPL*) 均值为 0.65%，最大值达到 3.71%，个别银行资产质量低，存在很大的风险。商业银行资本充足率水平 (*CapRaito*) 均值为 12.90%，最小值为 6.90%，最大值达到 26.40%，说明银行资本充足率存在很大差异，但整体上，银行资本充足率基本达到监管要求。前三大股东中，国家股占比 (*Stateown*) 均值为 5.87%，政府依然占据中国商业银行股东比较重要的位置，商业银行受政府的影响依然比较严重。从市场环境控制变量来看，银行贷款市场份额 (*LoanShare*) 均值为 19.30%，最小值为 1.51%，最大值达到 89.02%，这说明中国商业银行在贷款市场份额上存在比较大的差距，这可能受到银行规模、银行经营状况等因素的影响。地区经济增速 (*Gdpg*) 均值为 9.81%，中位数为 9.40%，符合中国近些年经济发展状况。地级市领导人更替 (*CityDirTurn*) 和商业银行高管更替 (*BankDirTurn*) 概率分别为 39.70% 和 20.80%。宏观经济层面的控制变量，宏观经济景气指数的先行指标 (*MacroPI*) 和企业景气指数 (*FirmPI*) 标准差均小于 0.10，而银行业景气指数 (*BankPI*) 标准差达到 0.11，说明银行业景气度波动相对较大。

(五) 实证结果和分析

1、经济政策不确定性和贷款损失准备计提

表 1 汇报了根据模型 (2) 得到的回归结果⁸, (1) — (3) 列被解释变量均为贷款损失准备计提占期初总资产比重 (*LLP*), 第 (1) 列回归只加入了银行财务层面的控制变量。(2)、(3) 列依次加入了银行治理和地区经济层面的控制变量, 回归结果及稳健性标准误调整后的 *t* 值报告在表 1 中, 在表 1 的分析中没有控制年份效应, 也并没有加入宏观层面的控制变量。(1) — (3) 列的回归结果显示, 经济政策不确定性指数 (*EPU*) 系数为正, 并且均在 1% 的显著水平下不为 0, 说明经济政策不确定性越强, 银行贷款损失准备计提也就越多, 银行会将未来可能出现的信用风险考虑在内, 实现前瞻性计提, 实证结果支持了本文的 H1a。经济政策不确定性的增强, 抑制宏观经济增速, 降低企业投资和盈利能力, 进而增加银行贷款坏账, 降低银行利润, 增加银行风险, 出于风险控制和收益稳定性考虑, 银行会多计提贷款损失准备金, 在平滑利润的同时也降低收益波动性, 降低银行风险水平。

⁸ 本文未将控制变量的实证结果列示在表格中, 完整的结果可在《中国工业经济》网站 (<http://www.ciejournal.org>) 下载。

表 1 经济政策不确定性和银行贷款损失准备计提

	(1)	(2)	(3)
	LLP	LLP	LLP
EPU	0.0014***	0.0014***	0.0013***
	(6.46)	(6.27)	(5.49)
银行财务层面控制变量	是	是	是
银行治理层面控制变量	否	是	是
地区经济层面控制变量	否	否	是
Prov	是	是	是
Adj.R2	0.37	0.37	0.38
F	10.88	10.32	9.65
N	910	910	910

注：*、**、***分别表示在10%、5%、1%的水平显著；结果经White标准误调整；限于篇幅，本文没有列示控制变量的回归结果。以下各表同。

2、内生性分析

(1) 考虑遗漏变量的影响。本文在表 1 的回归分析中因为共线性的原因并没有加入时间效应，然而由于时间截面上存在很多可能影响贷款损失准备计提的因素，不加入模型可能会影响回归结果估计的准确性。参考 Gulen and Ion (2015) 以及王朝阳等 (2018) 的研究，本文从地级市领导人更替、银行高管更替、宏观经济预期、企业和银行景气度等多个方面，控制时间截面上可能存在的遗漏变量对本文主回归结果的影响。

本文首先考虑了因地方领导人或商业银行内部高管更替带来的不确定性，可能给研究结果带来的影响。国内外学者使用国家或地区领导更替作为经济政策不确定性的代理变量，他们指出在领导人更替前后，财政政策、税收政策、货币政策以及产业政策等会发生变化，

从而给经济带来不确定性。例如，Julio and Yook (2012) 以世界各国国家领导人选举的数据衡量政策不确定性，发现在选举期间公司投资明显下降，并且在选举结果更加难以预测的国家更为明显。国内学者陈德球和陈运森 (2018) 从地方领导人更替视角衡量政策不确定性，他们发现地方领导变更时，当地的上市企业会提高盈余程度来应对未来可能的政策成本，并且这一现象在有政治关联、政府质量较低以及最终控制人为民营企业的样本中更为明显。同时，银行在高管更替年份也可能会通过贷款损失准备计提的方式来操纵利润。Bornemann et al. (2015) 发现在 CEO 更替年份，银行会显著增加自由裁量贷款损失准备计提，表明在 CEO 更替年份银行盈余操纵行为明显存在。申宇等 (2018) 指出，银行高管在更替年份的盈余操纵既可以将更替当年业绩差归咎于前任高管的经营不善，又可以通过盈余操纵调节当前和未来的利润水平，达到提高更替后银行绩效的目的。通过以上分析可以看出，地级市领导人更替前后带来的未来经济政策不确定性可能会同时影响本文的 *EPU* 指标和贷款损失准备计提，可能是一个重要的遗漏变量。而银行高管更替的盈余操纵行为，虽然不会给经济政策带来不确定性影响，但却可能给银行贷款损失准备计提带来影响，这两类遗漏变量均会对 OLS 的估计结果带来偏误，因此，考虑地级市领导人更替和银行高管更替带来的影响是必要的。

基于以上分析，本文将地级市领导（市长或市委书记）更替 (*CityDirTurn*) 和银行高管（董事长或行长）更替变量 (*BankDirTurn*)

分别加入到回归模型（见表 2）⁹。表 2 中（1）、（2）列为单纯考虑地级市领导人更替带来的不确定性以及银行高管的影响，（3）、（4）列在前两列的基础上加入了经济政策不确定性指标（*EPU*）。可以看出地方领导更替和银行高管更替变量系数均为正，但在统计上并不显著，但经济政策不确定性变量系数依然为正，并且在 1% 的显著水平下不为 0，说明排除地方领导更替以及银行高管更替的影响之后，经济政策不确定性对贷款损失准备计提的影响依然存在。

表 2 遗漏变量：考虑地方领导更替、银行高管更替的结果

	(1)	(2)	(3)	(4)
	LLP	LLP	LLP	LLP
<i>EPU</i>			0.0012*** (5.00)	0.0013*** (5.51)
<i>CityDirTurn</i>	0.0001 (0.72)		0.0000 (0.05)	
<i>BankDirTurn</i>		0.0001 (0.57)		0.0002 (0.97)
<i>ControlVar</i>	是	是	是	是
<i>Prov</i>	是	是	是	是
<i>Adj.R2</i>	0.36	0.36	0.38	0.38
<i>F</i>	8.18	8.45	9.09	9.48
<i>N</i>	850	910	850	910

进一步地，本文在回归模型里加入宏观经济景气指数的先行指标（*MacroPI*）、银行业景气指数（*BankPI*）以及企业景气指数（*FirmPI*）。

¹⁰ 宏观经济景气指数是通过对企业进行定期的问卷调查，并根据企

⁹ 本文的地级市领导人更替数据和银行高管更替数据均来自手工整理，通过中央和地方政府官网搜集、整理地方领导人任职信息，通过商业银行年报披露的高管任职信息确认银行高管更替情况。本文在考虑地级市领导人更替对银行贷款损失准备计提的影响时，没有将五大国有商业银行的样本纳入回归分析，主要原因在于国有商业银行业务遍布全国，地级市对其影响有限。

¹⁰ 宏观经济景气指数（*MacroPI*）和企业景气指数（*FirmPI*）数据来源于 CEIC 数据库，本文采用月度平均代替年度值。银行业景气指数（*BankPI*）来源于中国人民银行公布的季度银行业调查数据，本文采用季度平均代替年度值。

业家对企业经营情况及宏观经济运行状况的判断和预期来编制，反映企业的生产经营状况、经济运行状况，预测未来经济的发展变化趋势，该指数被称为宏观经济“晴雨表”或“报警器”，是国家制定相关宏观经济政策、货币政策、财政政策等重要的参考因素，因而宏观经济景气指数会对经济政策产生明显影响。同时，对银行而言，经济景气度也会对银行行为产生影响。经济景气度较低时，经济运行下行趋势明显，银行为了预防风险，会计提贷款拨备，以应对未来可能的贷款损失，将其考虑到回归模型也是必要的。银行业景气指数和企业景气指数是细分的行业内景气指数，分别反映了银行家对银行总体经营状况判断的扩散指数，以及企业生产经营状况、企业家对宏观经济环境的感受。这两个指标属于行业景气指标，会对宏观经济政策制定带来影响，也会对银行的行为产生影响。例如，银行业的景气度会影响宏观货币政策制定，银行也会在行业景气度较低时通过拨备计提调整利润，影响贷款投放。由此分析，宏观经济景气指数、银行业景气指数以及企业景气指数是同时影响贷款损失准备计提和经济政策不确定性的变量，需要加入回归模型，以尽量避免遗漏变量对回归结果的影响。表 3 中，（1）—（3）列分别加入了三个指数，（4）—（6）列在此基础上加入了经济政策不确定性指数，（7）列同时加入三个指数和经济政策不确定性指数。

表 3 遗漏变量：宏观和企业层面遗漏变量的影响

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	LLP	LLP	LLP	LLP	LLP	LLP	LLP
EPU				0.0011*** (4.80)	0.0011*** (4.64)	0.0012*** (5.09)	0.0011*** (4.63)
MacroPI	-0.0501*** (-5.25)			-0.0423*** (-4.47)			-0.0314** (-2.46)
BankPI		-0.0045*** (-3.40)			-0.0029** (-2.15)		0.0004 (0.21)
FirmPI			-0.0080*** (-4.26)			-0.0070*** (-3.76)	-0.0037 (-1.41)
ControlVar	是	是	是	是	是	是	是
Prov	是	是	是	是	是	是	是
Adj.R2	0.38	0.37	0.37	0.39	0.38	0.39	0.39
F	9.28	9.11	9.51	9.80	9.86	10.20	9.84
N	910	910	910	910	910	910	910

(1) 列结果显示，宏观经济景气指数 (*MacroPI*) 系数为负，并且在 1% 的水平下显著，说明当宏观经济景气度越好，银行计提的贷款损失准备就越少，贷款损失准备计提呈现出一定的顺周期特征。(4) 列中加入经济政策不确定性之后，*EPU* 系数依然保持不变且显著，说明控制宏观经济趋势的影响之后，经济政策不确定性对贷款损失准备计提的影响依然存在。银行业景气指数 (*BankPI*) 反映了银行家对银行总体经营状况的判断，该指标越大，说明银行总体经营状况越好。

(2) 列的结果显示，银行经营状况越好，计提的贷款损失准备也就越少，(5) 列中将经济政策不确定性指标加入模型之后，*EPU* 系数依然保持稳健。(3) 列结果显示，企业景气度越好，银行计提的贷款损失准备越少，说明企业效益越好，能够及时还本付息，银行产生的坏账也就越少，可以抑制贷款损失准备计提，(6) 列中加入经济

政策不确定性之后, *FirmPI* 和 *EPU* 系数依然保持不变且显著。(7) 列加入三个景气指数的控制变量之后, *EPU* 系数为 0.0011, 表 1 的(3) 列中的系数为 0.0013, 说明对 *EPU* 系数的影响也较小。综上, 在控制宏观经济景气指数先行指标(*MacroPI*)、银行业景气指数(*BankPI*)、企业景气指数 (*FirmPI*) 之后, 经济政策不确定性 (*EPU*) 系数依然为正, 且在 1%的显著水平下不为 0, 说明剔除宏观经济预期、银行自身以及企业景气三方面因素之后, 主要结果依然稳健。

表 2 和表 3 的研究表明, 地级市领导人更替或银行高管更替并没有对贷款损失准备计提带来影响, 而宏观层面的经济景气指数、银行业景气指数以及企业景气指数确实会对贷款损失准备计提产生影响。在之后的分析中, 本文在模型中加入这三个景气指数, 分别从宏观经济、银行和企业三个层面着手, 以尽可能消除时间截面因素对实证分析结果的影响。

(2) 工具变量分析。①参考彭俞超等 (2018) 的研究, 选择与中国具有密切贸易往来的主要国家 (主要包括美国、日本、韩国、英国、法国、德国和意大利) 以进出口总额占比加权的经济政策不确定性指标作为中国经济政策不确定性的工具变量, 具体的回归结果列示在表 4 的 (1) 列。②参考陈胜蓝和刘晓玲 (2018) 的研究, 选择滞后一期的美国经济政策不确定性指标和全球经济政策不确定性指标作为工具变量, 具体的结果列示在 (2) 列。工具变量的有效性检验表明, (1)、(2) 列均不存在识别不足和弱工具变量问题, 说明工具变量的选择比较合理。根据表 4 的回归结果, 在使用工具变量之后,

主要的回归结果依然保持稳健。

表 4 内生性分析：工具变量法

	(1) LLP	(2) LLP
EPU	0.0010*** (3.57)	0.0010*** (3.35)
ControlVar	是	是
Prov	是	是
识别不足检验 (chi (2))	401.95	360.17
弱工具变量检验 (F)	1780.79	777.07
Adj.R2	0.39	0.39
F	9.59	9.57
N	910	910

3、异质性分析

(1) 银行上市与否、外资股东持股。表 5 中 (1) 列加入了银行上市与否的虚拟变量 (IPO)，银行上市和经济政策不确定性的交互项 (EPU_IPO)，从回归结果可以看出，上市银行贷款损失准备计提明显小于非上市银行，这里可能的原因是上市银行受到监管和中小股东监督的作用，其通过贷款损失准备计提进行盈余管理的动机减弱，然而上市银行和经济政策不确定性的交互项系数为正，并且在 1% 显著水平下不为 0，说明当面临经济政策不确定性提高时，上市银行会多计提贷款损失准备以应对未来收益的波动，通过对盈余管理达到利润的跨期分配，进而抑制股价的波动。(2)、(3) 列分别加入了银行第一大股东外资股占比，前三大股东外资股占比，以及它们和经济政策不确定性的交互项 (EPU_Foreign)，(2)、(3) 列的回归结果显示，在加入外资股东持股占比和经济政策不确定性的交互项

(EPU_Foreign) 之后，外资股东持股占比越大，对银行贷款损失准备计提的抑制越明显，但是当经济政策不确定性增强时，外资持股比例越大，贷款损失准备计提也就越多，这其中主要原因可能在于，外资股东在加强中国商业银行公司治理，防范银行风险等方面起到重要作用，从而外资持股会对银行的盈余管理行为也即贷款损失准备计提产生一定抑制作用。然而，当经济政策不确定性增强时，为了应对未来可能引发的银行风险，外资股东占比越大，越会促进银行多计提贷款损失准备。

(2) 银行类型。从表 6 可以看出，对于国有大型商业银行（下文简称国商行）而言，EPU 系数并不显著，而对股份制商业银行（下文简称股份行）和城市商业银行（下文简称城商行）而言，EPU 系数为正，并且在 1% 的水平显著。这一结果表明，经济政策不确定性对国商行的影响并不明显，而股份行和城商行在经济政策不确定性增强时，会倾向于多计提贷款损失准备。主要的原因可能在于，国商行从规模、公司治理、风险管理，风险抵御能力等方面强于股份行和城商行。同时，按照 2012 年财政部颁布的《金融企业准备金计提管理办法》要求，一些大的银行逐步采取逆周期的动态拨备计提策略，因而经济政策不确定性对国商行的影响并不是那么明显。

表 5 异质性分析：上市银行、外资持股对贷款损失准备计提的差异性分析

	(1) 银行上市与否 LLP	(2) 第一大股东外资股占比 LLP	(3) 前三大股东外资股占比 LLP
EPU	0.0009*** (3.24)	0.0009*** (3.71)	0.0009*** (3.21)
EPU_IPO	0.0009*** (2.68)		
EPU_Foreign		0.0090*** (3.60)	0.0043** (2.46)
IPO	-0.0049*** (-2.91)	-0.0005* (-1.74)	-0.0005 (-1.63)
Foreown	0.0005 (0.42)	-0.0460*** (-3.46)	-0.0218** (-2.40)
ControlVar	是	是	是
Prov	是	是	是
Adj.R2	0.40	0.40	0.40
F	10.22	10.28	9.86
N	910	910	910

表 6 不同类型银行的差异性分析

	(1) 国商行 LLP	(2) 股份行 LLP	(3) 城商行 LLP
EPU	-0.0002 (-0.34)	0.0016*** (2.77)	0.0007** (2.54)
ControlVarProv	是 是	是 是	是 是
Adj.R2	0.57	0.58	0.41
F	8.83	8.43	10.85
N	60	145	705

(六) 机制检验和进一步分析

前文分析发现，银行在经济政策不确定性增加时会多计提贷款损失准备，并且在考虑遗漏变量和内生性因素之后，主要的结论依然保

持稳健。本文将对其中的机制进行检验，同时也对银行在经济政策不确定性时期的计提所产生的经济效果进行分析。正如理论分析部分提到的，银行在不确定性增加时多计提，主要是为了预防未来可能出现的信用风险，下面将从不良贷款比率、拨备覆盖率和资本充足率三个角度对这一机制进行分析。

1、经济政策不确定性、不良贷款率和贷款损失准备计提

经济政策不确定性会增强宏观经济波动，抑制企业投资和现金流的稳定性，进而增加银行信用风险。银行为了控制未来风险，会加大贷款损失准备金的计提以应对未来可能出现的信用风险，风险越大的银行，在经济政策不确定性增加时也就可能计提更多的贷款损失准备。在表 7 中，本文以银行不良贷款率衡量银行风险，对 H2 进行验证。表 7 的 (1) 列加入了经济政策不确定性和银行不良贷款比率的交互项 (EPU_NPL)，结果显示， EPU_NPL 系数为正，并且在 1% 的显著水平下不为 0，说明当银行面临经济政策不确定性增强，并且不良贷款率也比较大时，会倾向于多计提贷款损失准备以应对未来可能增加的信用风险，银行计提贷款损失准备有一定的前瞻性。在 (2)、(3) 列中，按照不良贷款率的大小，根据三分位数将样本分为三组，不良贷款率最大的组记为 $NPLHigh$ ，不良贷款率最小的组记为 $NPLLow$ ，不良贷款率处于中间的为对照组，在模型中加入经济政策不确定性和这两个虚拟变量的交互项 ($EPU_NPLHigh$ 和 EPU_NPLLow)，以考察在不同风险下，银行贷款损失准备计提的差异。

(2)、(3)列的结果显示,当银行不良贷款比率较低(高),经济政策不确定性增强时,银行会倾向于少(多)计提贷款损失准备,不同风险水平的银行呈现出差异性特征。经济政策不确定性增强时,银行会收缩信贷规模,“囤积”流动性,同时执行更为严格的信贷标准,以对未来可能的损失进行防范(Bordo et al., 2016; Berger et al., 2018),银行的“惜贷”行为会进一步加强经济政策不确定性带来的负面影响。

(2)、(3)列实证发现,对于风险较低的银行,在经济政策不确定性增强时,会降低贷款损失准备计提,银行有更多的盈余补充资本,进而在不确定性增强时,依然可以有足够的资本金进行放贷,在一定程度上缓解经济政策不确定性带来的负面影响。

表 7 经济政策不确定性、不良贷款率和贷款损失准备计提

	(1) LLP	(2) LLP	(3) LLP	(4) LLP
EPU	0.0002 (0.53)	0.0011*** (4.70)	0.0010*** (4.07)	0.0010*** (4.19)
EPU_NPL	0.1258*** (4.78)			
EPU_NPLLow		-0.0002*** (-3.70)		-0.0002*** (-3.24)
EPU_NPLHigh			0.0002*** (2.79)	0.0001** (2.30)
ControlVar	是	是	是	是
Prov	是	是	是	是
Adj.R2	0.42	0.40	0.40	0.40
F	10.65	10.07	9.89	9.95
N	910	910	910	910

2、经济政策不确定性、拨备覆盖率和贷款损失准备计提

银行风险角度的分析表明,风险较大的银行在经济政策不确定性

增强时会增加贷款损失准备计提，下面将从银行抵御风险的能力角度进行研究。选择银行拨备覆盖率和资本充足率作为银行抵御风险的代理指标，对本文的 H3 进行验证。表 8 中（1）列加入了经济政策不确定性和拨备覆盖率的交互项（*EPU_Cover*），回归结果显示 *EPU_Cover* 系数为负，并且在 1% 的显著水平下不为 0，说明在经济政策不确定性一定时，拨备覆盖率越大的银行会降低贷款损失准备的计提。（2）、（3）列根据银行拨备覆盖率的大小，将样本按照三分位数分为三组，拨备覆盖率最大的组记为 *CovHigh*，最小的组记为 *CovLow*，处于中间的组为对照组，将 *EPU* 和两个虚拟变量的交互项（*EPU_CovHigh*、*EPU_CovLow*）分别加入模型，以研究不同拨备覆盖率的银行在面临经济政策不确定性时的差异。

从（2）、（3）列回归结果可以看出，银行拨备覆盖率越高（低），在经济政策不确定性增强时，银行会减少（增加）贷款损失准备的计提。经济政策不确定性增强时，拨备覆盖率较低的银行会通过增加贷款损失准备的计提来增加风险储备，增强风险抵御能力。然而拨备覆盖率本来很高的银行，可以在一定程度上抵御未来可能信用风险增加的不利影响，减少贷款损失准备计提，使得它们在经济政策不确定性增加时也可以持续为企业提供贷款支持。

表 8 经济政策不确定性、拨备覆盖率和贷款损失准备计提

	(1)	(2)	(3)	(4)
	LLP	LLP	LLP	LLP
EPU	0.0011*** (4.87)	0.0011*** (4.72)	0.0010*** (4.31)	0.0011*** (4.33)
EPU_Cover	-0.0001*** (-3.83)			
EPU_CovHigh		-0.0001* (-1.67)		-0.0000 (-0.58)
EPU_CovLow			0.0002*** (3.69)	0.0001*** (3.43)
ControlVar	是	是	是	是
Prov	是	是	是	是
Adj.R2	0.41	0.39	0.40	0.40
F	10.10	9.70	10.00	9.79
N	910	910	910	910

3、经济政策不确定性、资本充足率和贷款损失准备计提

本文将经济政策不确定性和资本充足率的交互项 (EPU_CapRaito) 加入模型 (1)，同时在 (2)、(3) 列，将资本充足率根据三分位数分为三组，将资本充足率高的组记为 CapHigh，资本充足率低的组记为 CapLow，分别将经济政策不确定性和两个虚拟变量的交互项 (EPU_CapHigh、EPU_CapLow) 加入模型，具体结果列示在表 9 中的 (2)、(3) 两列。(1) 列结果显示，在经济政策不确定性一定时，资本充足率大的企业会降低贷款损失准备的计提，(2)、(3) 列的结果显示，资本充足率越低，在经济政策不确定性增加时，银行越会增加贷款损失准备的计提，但在资本充足率较高的银行，对贷款损失准备计提的影响不明显。这一结果表明，银行预防经济政策不确定性带来的信用风险是增加贷款损失准备计提的

主要动机。

4、进一步分析：经济政策不确定性、贷款损失准备计提以及对银行的影响

银行在经济政策不确定性增加时，多计提贷款损失准备主要目的是预防风险，那么，这种行为是否会起到相应的效果呢？下面从银行收益波动性、银行破产风险两个角度进行分析，对 H4 进行验证。具体结果见表 10。

(1)、(2) 列被解释变量为银行资产收益率 (ROA) 的波动情况，本文选择连续三年银行 ROA 的标准差作为被解释变量。主要解释变量有经济政策不确定性 (EPU)，贷款损失准备计提额 (LLP) 以及两者的交互项 (EPU_LL)，在这里主要关注交互项的符号，如果符号为负，说明银行在经济政策不确定性增加时多计提贷款损失准备是有利于降低银行收益波动的。(1) 列被解释变量为下一期的资产收益率波动性，交互项系数为负，并且在 5% 的显著水平下不为 0，说明银行在经济政策不确定性增强时，多计提贷款损失准备可以有效抑制收益波动性，银行的行为达到了应有的效果。但是在第二期，交互项系数虽然依然为负，但是并不显著性增强时，多计提贷款损失准备可以有效抑制收益波动性，银行的行为达到了应有的效果。但是在第二期，交互项系数虽然依然为负，但是并不显著。

表 9 经济政策不确定性、资本充足率和贷款损失准备计提

	(1) LLP	(2) LLP	(3) LLP	(4) LLP
EPU	0.0019*** (4.95)	0.0011*** (4.61)	0.0011*** (4.61)	0.0011*** (4.59)
EPU_CapRaito	-0.0074*** (-2.69)			
EPU_CapHigh		-0.0000 (-0.94)		-0.0000 (-0.64)
EPU_CapLow			0.0001** (2.24)	0.0001** (2.15)
ControlVar	是	是	是	是
Prov	是	是	是	是
Adj.R2	0.40	0.39	0.40	0.39
F	9.83	9.57	10.00	9.73
N	910	910	910	910

表 10 经济政策不确定性、贷款损失准备计提与银行收益波动、银行风险

	收益波动		银行破产风险	
	(1) T+1期收益波 动 SD_ROA	(2) T+2期收益波 动 SD_ROA	(3) T+1期破产风 险 ZScore	(4) T+2期破产风 险 ZScore
	LLP	0.3694** (2.36)	0.1118 (0.62)	-201.4179* (-1.91)
EPU_LL	-0.0660** (-2.25)	-0.0248 (-0.70)	36.2268* (1.81)	-9.8012 (-0.41)
EPU	0.0003 (1.37)	-0.0001 (-0.41)	-0.1804 (-1.37)	0.2111 (1.28)
cons	-0.0921*** (-4.00)	-0.0260 (-0.98)	77.3566*** (4.77)	23.9742 (1.22)
ControlVar	是	是	是	是
Prov	是	是	是	是
Adj.R2	0.30	0.30	0.22	0.23
F	8.82	9.20	7.05	7.84
N	776	688	773	685

(3)、(4)列被解释变量为银行破产风险，本文参考张健华和王鹏(2012)的研究，以银行Z值衡量破产风险，具体的计算公式如下。在公式(3)中，ROA代表银行总资产收益率，CapRaito为资本充足率， $\delta(ROA)$ 为总资产收益率的波动率，ZScore值越大，银行风险越小。在具体的回归中，将ZScore取对数。¹¹

$$ZScore = \frac{ROA + CapRaito}{\delta(ROA)} \quad (3)$$

(3)列回归结果显示，经济政策不确定性和贷款损失准备计提的交互项(EPU_LL P)系数为正，并且在10%的显著水平下不为0，说明在经济政策不确定性期间多计提的贷款损失准备可以有效抑制银行风险。银行的贷款损失准备计提达到了相应的目的。同时从(2)、(4)列的结果也可以看出，银行的这一行为对收益波动和风险的影响只有短期效应并没有长期的持续性。

(七) 稳健性检验

在稳健性检验分析中对主回归和机制分析的结果进行检验，主要从以下四个方面展开：¹²

1、替换被解释变量

本文参考张敏等(2014)的研究计算银行自由裁量贷款损失准备计提作为被解释变量，以及参考Beatty and Liao(2014)、丁友刚和严艳(2019)的研究，使用期初贷款余额对贷款损失准备计提做规模化处理。替换被解释变量之后，主要的回归结果保持稳健。

¹¹ 本文取连续三年银行资产收益率(ROA)、资本充足率(CapRaito)均值计算银行Z值。

¹² 稳健性检验结果可在《中国工业经济》网站(<http://www.ciejournal.org>)下载。

2、替换经济政策不确定性指标

本文主回归使用的是 Baker et al. (2016) 构建的经济政策不确定性指数, 该指标以中国香港地区较为流行的《南华早报》为基础, 部分学者认为该报纸在报道中国经济状况时可能会有刻意夸大的情况, 且单独一份报纸难免有所偏差。鉴于此, 采用 Huang and Luk (2018) 以及 Steven et al. (2019) 结合中国实际情况, 在 Baker et al. (2016) 估计方法的基础上, 选取内地报纸构建的专门针对中国的经济政策不确定性指数进行稳健性分析。主回归结果依然稳健。

3、计量方法的重新选取

银行固有特征可能会对贷款损失准备计提产生影响, 例如, 不同银行风险偏好存在差异。本文采用固定效应模型对主回归结果进行分析。同时考虑银行前期贷款损失准备计提可能会对后一期的贷款损失准备计提产生影响, 贷款拨备的动态调整会促使银行计提拨备时考虑上期拨备计提情况, 本文构建了动态面板模型对主要结果进行估计, 在主回归模型中加入被解释变量贷款损失准备计提的滞前一阶项, 采用系统 GMM 方法进行估计。重新选择计量方法之后, 主回归结果依然保持稳健。

4、考虑时间效应的影响

在本文的分析中, 通过控制宏观变量以求达到剔除时间截面上因素对实证结果的影响, 然而不考虑时间因素依然可能会对结果带来影响。这里从三个角度对稳健性进行分析。①本文的样本期间为 2004—2017 年, 将近 14 年的时间中, 2007 年中国会计政策发生变更,

2008 年经历全球金融危机，同时 2012 年财政部印发《金融企业准备金计提管理办法》的通知，要求金融机构采取逆周期计提拨备的方法。为控制这些因素的影响，本文仅以 2012—2017 年的样本进行回归。

②考虑删除一个时间虚拟变量，而把其余的时间虚拟变量代入回归模型，以此来控制时间效应的影响。③考虑到变量在时间维度上的关联性，参考 Nguyen and Phan (2017) 的研究方法，对回归结果标准差采用时间维度上的聚类调整，以此得到更加稳健的回归结果。

（八）结论和政策建议

1、研究结论

近年来，随着经济发展进入新常态，中国经济面临稳增长、稳就业、稳投资、调结构、惠民生、防风险的多重挑战，金融领域面临去杠杆、去嵌套、去通道，回归金融服务实体经济的多重任务。与此同时，单边主义和贸易保护主义抬头，中国经济发展面临多方面的挑战，给宏观经济政策的制定和实施带来挑战，经济面临的政策不确定性风险越来越大。本文将宏观经济政策的波动和银行微观行为联系在一起，研究发现经济政策不确定性会促进银行贷款损失准备的计提，说明银行在计提贷款损失准备时会将未来经济所带来的不确定性风险考虑在内，具有一定的前瞻性。在考虑地级市领导人更替、银行高管更替，控制宏观、银行和企业层面遗漏变量的影响之后，主要回归结果依然稳健。本文还发现，上市银行以及外资股东持股较多的银行会在经济政策不确定性较大时增加贷款损失准备计提。本文从银行风险

以及风险抵御能力两个角度进行机制分析，发现在经济政策不确定性增加时，风险水平越高，银行会增加贷款损失准备计提；风险储备水平越低，银行会增加贷款损失准备计提，说明风险预防动机是银行在经济政策不确定性增加时多计提的主要原因之一。进一步研究发现，银行在不确定性高时多计提贷款损失准备的行为对减少银行收益波动性、降低银行风险产生积极作用。同时，多个角度的稳健性分析证实本文结论的稳健

2、 启示与建议

(1) 银行以经济政策不确定性为标准进行前瞻性的计提是可行的。中国政府频繁采用经济政策干预经济，存在政策缺乏连贯性以及不同部委和不同地方政府经济政策缺乏统一性等问题。这些经济政策带来的不确定性往往导致实体部门“首尾难顾”，信贷需求的降低也影响到银行信贷政策的实施，进而影响银行风险和盈利能力。本文的研究发现，银行根据经济政策不确定性进行计提，不仅提高了银行盈利空间，也降低了银行破产风险，经济政策不确定性下的损失计提对银行具有积极的效应。因此，从金融系统风险防控、金融安全能力提升的角度，本文建议监管机构提高银行贷款损失计提考核效率，增强银行预期管理，将经济政策不确定性纳入到“预期损失模型”。监管机构的政策制定，需要系统分析中国经济政策不确定性以及实体经济、金融机构对不确定性的反应，综合考虑“确认损失”和“预期损失”的影响，以此提高银行风险监管水平。

(2) 加强银行体系对经济政策不确定性的识别和评估，引导信

贷资金的高效率配置。一般来讲，经济政策不确定性增强时，银行会收缩信贷规模，“囤积”流动性，同时执行更为严格的信贷标准，防范未来可能的损失（Bordo et al., 2016; Berger et al., 2018），银行的“惜贷”行为会进一步加强经济政策不确定性带来的负面影响。本文发现，银行股权、抗风险能力对经济政策不确定存在异质性差异，隐含着银行业监管机构可能对中国经济政策不确定缺乏必要的准备和要求。如果存在严重的经济政策不确定，银行业的恐慌性计提可能造成资金的流动性危机，甚至诱发危害国家安全的重大金融事件，因此迫切需要监管机构制定详细的经济政策不确定预案，一方面根据不同银行的特征，指导银行差异化的贷款损失计提，另一方面配合其他货币、财政措施提高银行应对不确定性的能力，保证银行资金流动性，提高信贷配给效率。

(3)中国经济政策需要加强政策的连续性和预期管理。一直以来，中国经济政策具有典型的“相机原则”，对于国内外宏观经济、政策冲击，这种政策具有较高的灵活性和自由度，但是在经济转型过程中，“相机原则”会带来两个问题：一是经济政策的不确定较高，经济政策辐射面的预期、实施时间的差异，以及地方政府在“自由裁量权”下的实施效果，都存在极高的不确定性；二是经济政策的不连贯性扭曲了实体经济和银行的预期管理，例如，在2008年全球金融危机冲击时，中国政府在短时期内出台多项货币政策，造成流动性过剩的局面。本文的研究发现，经济政策不确定性影响了银行的计提模式，实际上对银行资源配置效率是一个较大的挑战，经济政策不确定性波动剧烈，

冲击了银行信贷资源配给，如果应对不及时，反而会诱发银行体系的金融不安全。因此，本文建议：①政府在经济政策的制定时，要保持一定的一致性和连贯性，让实体经济和金融机构形成比较一致的预期，降低经济政策不确定性的负面影响；②金融监管机构需要做好预期管理，通过前瞻性地指导金融机构进行政策调整，提高金融安全质量；③提高经济政策制定原则、政策实施的透明度，引导信息精确解读，高效率配置资源。

(4)深化中国银行业开放程度，提高外资股份对银行业的积极影响。本文研究发现外资持股比例越高的银行，经济政策不确定冲击下的贷款损失计提越高，银行抗风险能力越强，这一结果也表明，股权越开放的银行，风险控制能力越强。近年来，中国政府已经逐步放开银行业外资股份的比例上限，对金融行业的全面开放已经提上日程。然而，公众对于外资股份对中国银行业的积极影响尚存争议，本文的研究从一个角度证实外资股份有助于中资银行的风险控制，对公众的不解之处提供了一个释疑。本文建议监管机构需全面认识和评估外资股份对中国银行业的影响，多角度、多方面提供新的理论和经验证据，提高银行业开放程度。

三、主要经济数据¹³

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	19- Dec	20- Jan	20- Feb	20- Mar	20- Apr	20- May	20- Jun	20- Jul	20- Aug
CPI	同比	4.5	5.4	5.2	4.3	3.3	2.4	2.5	2.7	2.4
PPI	同比	-0.5	0.1	-0.4	-1.5	-3.1	-3.7	-3.0	-2.4	-2.0
制造业 PMI	同比	50.2	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.0	51.5
工业增加 值	累计 增长	5.7	-13.5	-8.4	-4.9	-2.8	-1.3	-0.4	0.4	
规模以上 工业企业 利润总额	累计 同比	-3.3	-38.3	-36.7	-27.4	-19.3	-12.8	-8.1	-4.4	
固定资产 投资完成 额	累计 同比	5.4	-24.5	-16.1	-10.3	-6.3	-3.1	-1.6	-0.3	
社会消费 品零售总 额	同比	8.0	-20.5	-15.8	-7.5	-2.8	-1.8	-1.1	0.5	
进出口 总值	当期 值同 比	12.7	-9.5	-0.8	-0.8	-4.8	5.1	6.5	6.0	
M2	同比	8.7	8.4	8.8	10.1	11.1	11.1	11.1	10.7	10.4
社会融资 规模	存量 (百 亿元)	2513 1	2563 6	2571 8	2622 4	2652 2	2683 8	2718 0	2733 3	2767 4
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值(亿 元)	1138 2	3337 4	9057	2853 4	1697 7	1482 1	1811 0	9926	1278 3

¹³撰写人：IMI 助理研究员文锡炜

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。

编号	名称	作者
IMI Report No.2010	IMI 宏观经济月度分析报告（第 40 期）	IMI
IMI Report No.2009	人民币国际化报告 2020 ——上海如何建设全球金融中心（发布稿）	IMI
IMI Report No.2008	IMI 宏观经济月度分析报告（第 39 期）	IMI
IMI Report No.2007	IMI 宏观经济月度分析报告（第 38 期）	IMI
IMI Report No.2006	IMI 宏观经济月度分析报告（第 37 期）	IMI
IMI Report No.2005	IMI 宏观经济月度分析报告（第 36 期）	IMI
IMI Report No.2004	新冠肺炎疫情对中国贸易投资影响分析	赵然
IMI Report No.2003	IMI 宏观经济月度分析报告（第 35 期）	IMI
IMI Report No.2002	IMI 宏观经济月度分析报告（第 34 期）	IMI
IMI Report No.2001	IMI 宏观经济月度分析报告（第 33 期）	IMI
IMI Report No.1912	天府金融指数报告	IMI
IMI Report No.1911	IMI 宏观经济月度分析报告（第 31 期）	IMI
IMI Report No.1910	IMI 宏观经济月度分析报告（第 30 期）	IMI
IMI Report No.1909	IMI 宏观经济月度分析报告（第 28 期）	IMI
IMI Report No.1908	财政货币分析平衡精要（下）	王剑
IMI Report No.1907	财政货币分析平衡精要（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



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