

No. 2106

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告 (第四十七期)

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：关注全球加息周期的启动.....	5 -
(二) 国内宏观.....	8 -
1. 经济：工业生产保持高景气，投资不及预期.....	8 -
2. 通胀：PPI 快速回升，通胀进入上升通道.....	11 -
3. 金融：社融表现强劲，信贷结构继续优化.....	13 -
(三) 商业银行.....	15 -
1. 政府工作报告部署 2021 年重点工作；监管部门进一步规范大学生网 贷.....	15 -
2. 2021 年 2 月货币金融数据分析.....	17 -
(四) 资本市场.....	18 -
1. 股市.....	18 -
2. 债市.....	21 -
二、结构性通货膨胀与通货膨胀预期形成机制.....	24 -
(一) 摘要.....	24 -
(二) 引言.....	25 -
三、 主要经济数据	30 -

图表目录

图 1：春节错位下 M1、M2 增速分化	14 -
----------------------------	------

表格目录

表 1：2 月 M2 增量的结构.....	17 -
表 2：经济数据一览.....	30 -

一、国内外经济金融形势研判

(一) 海外宏观¹

1. 全球主要经济体经济走势分析

美国疫苗接种已突破 1.1 亿剂，新增确诊病例与重症病例人数显著下行，疫情蔓延得到一定控制。虽然二月受寒冬天气影响，美国零售数据大幅下滑，但高频数据显示 3 月美国经济将继续复苏，欧洲 3 月景气指数也达到历史新高。美欧工业产能利用率已经修复至 90% 以上，工业活动复苏快于服务业。欧洲 2 月制造业 PMI 终值 57.9，创 2018 年 2 月以来新高。日本制造业 PMI 也达到了 51.4，站上荣枯线，创 2019 年以来新高。

财政政策方面，1.9 万亿美元“美国救济计划”中的 1400 美元救济金开始发放。拜登酝酿 2 万亿以上的基建投资和针对富人的增税计划，共和党对此表示明确反对。货币政策方面，美联储保持政策不变，提高对经济增长的预期，将利率上升视为积极信号，重申不会干预利率上行。欧洲央行为应对利率上升扩大购债规模，欧洲央行首席经济学家表示，将确保收益率走势与经济表现步调一致，央行不会允许利率过早上升。日本央行将 10 年期国债收益率波动区间调整为 -0.25% 至 0.25%，并删除 6 万亿日元年度 ETF 购买目标。

(1) 美国：疫苗接种顺利持续提速，经济修复预期强化

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

美国疫苗接种已突破 1.1 亿剂，新增确诊病例与重症病例人数显著下行，疫情蔓延得到一定控制，按目前接种速度线性外推，则美国最快可于 7 月末完成 70% 人口全民免疫。美国每日疫苗接种量 7 日均值提升至 240 万剂，单日接种量最高突破 400 万剂，美、英每百人疫苗接种比例达到 33.8、39.8 人。拜登表示，美国将在 5 月底之前拥有足可供所有成年人接种的新冠疫苗。美国总统拜登表示，美国或许可以在他上任 100 天内接种 2 亿剂新冠疫苗，是他最初目标的两倍。

2 月美国制造业修复显著，2 月 Markit 制造业 PMI 终值 59.8，预期 58.9，前值 58.9，ISM 制造业 PMI 录得 60.8，预期 58.8，前值 58.7；工业产值数据修复比例均在 90% 以上，工业活动复苏快于服务业。但受严寒天气影响零售和工业产出不及预期，2 月零售销售环比降 3%，创 2020 年 4 月以来最大降幅，预期降 0.5%，前值升 5.3%；2 月工业产出环比降 2.2%，为 2020 年 4 月以来最大降幅，预期升 0.3%，前值升 0.9%；2 月新屋开工总数年化 142.1 万户，创 2020 年 9 月以来新低，预期 156 万户，前值 158 万户。不过 3 月纽约联储制造业指数录得 17.4，创 2019 年 5 月以来新高，或反映随着天气影响消退，3 月以来经济数据有望重回修复路径。物价方面，美国 2 月未季调 CPI 同比升 1.7%，创近一年来最大升幅，预期升 1.7%，前值升 1.4%；未季调核心 CPI 同比升 1.3%，预期及前值均为升 1.4%。

美国 2 月 PPI 环比升 0.5%，预期升 0.5%，前值升 1.30%；2 月 PPI 同比升 2.8%，预期升 2.7%，前值升 1.70%。

3 月高频数据显示，消费方面：美国出行指数继续回升，美国餐

厅就餐活动继续回升，同时美国近 2 周零售销售增速与电影票房均有所提升，消费端改善显著。**工业生产方面**：近期美国用电量季节性回落但基本持平于正常年份水平，天气因素影响消退后，铁路运输量显著回升，3 月 6 日当周美国粗钢产量恢复至疫情前的 93%。3 月前两周美国服务消费与工业生产均在改善，WEI 指数显著改善。

财政政策方面，拜登 1.9 万亿美元的刺激计划落地，1,400 美元补助金已经开始发放。经合组织预测拜登的刺激计划势将促进美国复苏，把 2021 年美国增长率预测提高逾一倍至 6.5%。财长耶伦表示美国的通胀风险较小，而且是可管理的，部分价格将会如预期的那样上涨。据彭博报道，拜登正在筹划 2 万亿以上的基建投资计划，并希望进行税改为该计划筹集资金。税改计划将对企业和富裕阶层征收更高的税，同时为中产家庭提供减免。美国参议院少数党领袖麦康奈尔表示共和党不可能支持加税来给拜登的大规模基建计划买单。

货币政策方面，此次议息会议未作出任何政策调整：美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变，维持超额存款准备金利率 0.1% 不变，维持隔夜逆回购利率 0% 不变，维持当前资产购买速度，每月购买 800 亿美元国债、400 亿美元 ABS，符合市场预期。美联储主席鲍威尔表示，经济似乎正在加速增长，但全面复苏远未实现，美联储将继续提供政策支持，退出政策前将于市场沟通。联储官员重申国债收益率上升反映了更加光明的美国经济前景，无需对收益率高企担忧，暂不考虑政策行动。

(2) 欧元区经济继续恢复，但须密切关注疫苗接种情况

欧元区工业生产继续回复，各项指标向好。欧元区去年第四季度GDP终值同比降4.9%，预期降5%，初值降5%。1月失业率为8.1%，已经保持三个月不变。1月工业产出同比增0.1%，预期降2.4%，前值降0.8%。1月零售销售环比降5.9%，预期降1.1%，前值升2%。欧元区2月服务业PMI终值为45.7，预期44.7，初值44.7，制造业PMI终值57.9，创2018年2月以来新高。同时工业产值数据修复比例均在90%以上，工业活动复苏快速服务业。通胀方面，欧元区2月CPI终值同比升0.9%，预期升0.9%，前值升0.9%；欧元区3月ZEW经济景气指数为74，创历史新高，前值69.6；现况指数为-69.8，前值-74.6。

货币政策方面，欧洲央行终于加快购债以应对债券收益率上行，上周购债净结算额上升211亿欧元，为去年12月初以来最多。行长拉加德称，欧洲央行保留随时调整购债计划的选项。英国央行周四维持基准利率和量化宽松政策不变，重申经济明显复苏之前不会收紧政策。

但须密切关注欧元区疫苗接种情况。近期多名阿斯利康新款疫苗接种者出现血凝块、肺栓塞而导致死亡，因安全性担忧，至少十余个欧洲国家宣布暂停使用阿斯利康疫苗。3月18日，欧洲药品管理局(EMA)发布评估结论称阿斯利康新冠疫苗安全有效，此后德国、法国、意大利等多个国家宣布恢复阿斯利康疫苗的接种。英国首相约翰逊和法国总理卡斯泰公开接种阿斯利康COVID-19疫苗，旨在恢复民众对该疫苗的信心。德国总理默克尔也表示自己将接种阿斯利康疫苗。

(3) 日本制造业修复趋势向好，央行政策调整

日本 2020 年第四季度 GDP 环比折年率为 12.7%。2 月制造业 PMI 为 51.4，前值 49.8，站上荣枯线，创 2019 年以来新高。服务业 PMI 小幅上升至 46.3；2 月 CPI 同比降 0.4%，预期降 0.4%，前值降 0.6%；核心 CPI 同比降 0.4%，预期降 0.4%，前值降 0.6%，物价低迷稍有缓解。

日本央行维持基准利率、10 年期国债收益率目标以及 12 万亿日元 ETF 购买上限不变，但将 10 年期国债收益率波动区间调整为 -0.25% 至 0.25%，此举虽非正式加息，但放宽目标区间后意味着日央行可容忍十年期国债上行至更高水平，相当于变相加息。日本央行称，货币宽松政策将持续更长时间，将在需要时引入新的工具来设定利率限制。

2. 汇率展望：关注全球加息周期的启动

回顾金融危机后全球主要经济体政策利率调整周期，可以看到 2009Q4-2011Q1 期间非美经济体普遍进入加息周期，距离其降息的时点间隔约 1-2 年。而近期，巴西、土耳其、俄罗斯先后加息，成为疫情以来首先进入加息周期的经济体；对照金融危机后的经验，全球加息周期已启动。

(1) 复盘：金融危机期间全球降息-加息周期如何轮动

启动时点：金融危机后非美经济体的加息周期启动时点距离本国降息时点间隔约 1-2 年。金融危机时期，美联储于 2007 年 9 月首次降息，此后金融危机传导至其他非美经济体，多数国家普遍于 2008Q3

前后开始首次降息。而 2009 年开始随着危机缓解后各非美经济体国内经济复苏、通胀走高,自 2009Q4 起非美经济体开始进入加息周期。

危机期间降息幅度普遍在 500bps 左右,加息幅度弱于降息,在 100-200bps 左右。其中,土耳其由于国内隔夜贷款利率水平较高,降息幅度达到 1150bps,加息幅度达到 375bps。而南非、墨西哥在 2007-2011 年期间降息后未加息,直至 2014/2015 年才进入加息周期。

导致危机后非美经济体加息周期启动的原因主要为经济修复、通胀高企。2009-2010 年期间,非美经济体实际 GDP 同比增速回升至 2%-10% (未剔除基数),CPI 同比增速达到 2%-6%,均较危机期间显著改善。同时由于全球经济复苏,2009 年美债收益率显著上行,带来新兴市场资本存在外流压力,加息也可对冲这一负面影响。

(2) 当下:本轮全球加息周期已启动

目前已采取或变相采取加息措施的有四个经济体:

1) 土耳其自去年 9 月起土耳其央行即开始加息,3 月再度加息 200bps 至 19%,国内粮食、燃料价格暴涨、汇率大幅贬值对国内经济造成伤害而加息;

2) 巴西 3 月 18 日巴西央行加息 75bps 至 2.75%,国内粮食、燃料价格暴涨、汇率大幅贬值对国内经济造成伤害而加息;

3) 俄罗斯 3 月 19 日俄罗斯央行加息 25bps 至 4.5%,由于经济显著修复、通胀显著上行导致加息;

4) 日央行收益率曲线控制的目标区间调整至-0.25%至 0.25% (目前为-0.2%至 0.2%),此举虽非正式加息,但放宽目标区间后意味着

日央行可容忍十年期国债上行至更高水平，相当于变相加息。

目前存在加息预期的经济体也有四个：

1) 印度：印度为全球第三大原有净进口国，输入性通胀压力较高。目前彭博 WIRP 估算的央行加息预期显示 4 月加息预期为+144%。印度 2020 年以来已降息 115bps（金融危机期间降息 425bps）。

2) 韩国：出口持续超预期带来经济修复+通胀预期提升。彭博预测显示市场预期 2022 年韩国将加息一次，幅度 25bps。韩国 2020 年以来已降息 75bps（金融危机期间降息 325bps）。

3) 马来西亚：彭博预测显示市场预期马来西亚将在未来 2 年加息 1 次，幅度 25bps。马来西亚 2020 年以来已降息 125bps（金融危机期间降息 150bps）。

4) 泰国：加息背景为疫苗接种下旅游业有望开始复苏。彭博预测显示市场预期泰国将在未来 2 年加息 1 次。泰国 2020 年以来已降息 75bps（金融危机期间降息 375bps）。

(3) 规律总结：危机中全球降息-加息周期的轮动规律

危机发生初期，通常先在发达经济体爆发，带来美英日欧等全球主要需求国率先降息；随着金融危机与经济衰退蔓延至全球，制造国（韩国、东盟国家等）与资源国（巴西、俄罗斯等）开始降息。而经济修复期间，资源国通常率先出现通胀压力，进入加息周期；随后全球需求改善带来制造国经济回暖，进入加息周期；而发达经济体作为最终需求国，通常最后进入加息周期

目前来看，全球已进入到资源国为主的加息周期，巴西、俄罗斯

均已启动加息；后续或将启动制造国的加息周期，市场预期韩国、泰国、印度等将于 1-2 年内加息；而美欧等最终需求国的加息时点或还很远。

（二）国内宏观²

3 月 15 日国家统计局公布了今年我国 1-2 月经济数据，受低基数影响，规模以上工业增加值、固定资产投资增速以及社零增速较同期均出现大幅上涨，为剔除基数影响，更多的通过与 2019 年同期数据进行对比进行分析。其中 1-2 月工业增加值增速近两年平均增长 8.1%，反映工业生产仍保持较高景气度，尤其是制造业投资增速在装备制造业、高技术制造业的高增长下，近两年平均增长 8.4%。而固定资产投资增速近两年平均增长 1.7%，较 2019 年同期增速 6.1% 降幅明显，近两年房地产投资保持韧性，但 1-2 月制造业和基金投资增速则均为负值，整体投资不及预期。失业率季节性上行，城镇新增就业在 1、2 月仍低于 2019 年同期，消费复苏仍缓慢。社融数据仍明显好于预期，尤其是贷款数据快速上行以及银行承兑汇票表现活跃，表明在出口增速持续高增长下实体经济较为活跃。整体来看经济开局较好，但国内消费和投资需求仍未完全恢复。

1. 经济：工业生产保持高景气，投资不及预期

（1）工业生产保持高景气

²撰写人：IMI 研究员孙超

1-2 月工业增加值同比增速 35.1%，考虑到去年同期数据受疫情影响，因此与 2019 年数据进行对比，工业生产较 2019 年同期上行 16.9%，两年平均复合增长率 8.1%，工业生产仍保持较高景气度。分三大门类来看，制造业增加值增速为 39.5%，近两年平均增长 8.4%，增速较高；采矿业工业增加值同比增长 17.5%，近两年平均增长 4.8%；电力燃气和水生产供应工业增加值增长 19.8%，近两年平均增长 5.5%。其中制造业中装备制造业、高技术制造业增加值增长快速，增速分别为 59.9%、49.2%，两年平均增长分别为 10.2%、13.0%。从行业来看，汽车、电气机械、通用和专用设备、电子和医药行业生产走高。整体来看，工业生产依然旺盛，经济开局表现较好，制造业增加值同比增速较高，主要得益于出口持续强劲，后续需警惕海外生产逐步恢复对国内出口的影响。

(2) 固定资产投资不及预期

1-2 月固定资产投资同比增速 35.0%，近两年平均增长 1.7%，较 2019 年同期增速 6.1% 降幅明显。分三大类别看，制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 37.3%、38.3% 和 36.6%，近两年平均增速分别为 -3.4%、7.6% 和 -1.6%，整体看，房地产投资在疫情影响下仍具韧性，而制造业投资和基建投资则仍偏弱。制造业投资属于顺周期行业，在疫情影响下近两年制造业投资平均增速 -3.4%，表现偏弱，但随着制造业盈利的不断修复，从近期企业中长期贷款好于预期来看，企业投资意愿提升，预计未来几个月制造业投资将明显改善。和制造业投资一样，近两年基建投资平均增速亦为负值，表现较弱。考虑到 2021

年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿，比 2020 年有所下滑，同时今年财政赤字规模自 3.6% 缩减至 3.2%，整体看今年基建投资增速仍难有明显增长。与制造业和基建投资均偏弱不同的是，近两年房地产投资保持强劲韧性，平均增长 7.6%，成为固定资产投资的主要支撑力量。从今年 1-2 月数据来看，房地产销售依然旺盛，1-2 月全国商品房销售面积同比增长 104.9%，两年平均增长 11.0%；房屋施工面积同比增长 11%，两年平均增速 6.9%；房屋竣工面积同比增长 40.4%，两年平均增速 4.0%。在“三道红线”的融资端限制，针对房地产的信贷端调控政策不断出台，但调控主要是为了抑制房价过快上涨，2021 年全年房地产投资增速将有所回落，但幅度不会太大。

(3) 消费仍处于缓慢复苏阶段

1-2 月社零同比增速为 33.8%，近两年平均增速 3.2%。整体看餐饮类消费受疫情影响依然较大，1-2 月餐饮类消费同比增长 68.9%，两年平均下降 2.0%，而商品零售同比增长 30.7%，近两年平均增长 3.8%，消费升级类商品中通讯器材类、体育娱乐用品类商品同比增速好于整体消费；在电动车消费带动下，1-2 月份汽车消费仍然较为强势，同比增长 77.6%，拉动着消费增长。1、2 月份全国城镇调查失业率为 5.4%、5.5%，呈上升趋势，当前居民收入水平和消费水平仍然处于较低的位置，消费复苏或仍将缓慢。

(4) 1-2 月进出口仍将维持高景气

按美元计价，1-2 月出口总额 4689 亿美元，同比增速为 60.6%，进口总额 3656 亿美元，同比增速为 22.2%，进出口均大幅好于预期。

贸易顺差 1033 亿美元。1-2 月出口大幅增加除去年同期受疫情影响导致基数低的因素外，另一个原因是海外疫情的持续好转带动海外经济复苏，外需恢复很好的提振了出口，今年 1-2 月出口较 2019 年同期相比增速亦高达 32.7%。从出口地区来看，1-2 月美、欧、日出口增速分别为 87.3%、62.6%、47.7%，较前值均明显上升，而 2 月美、欧和日本等国家的制造业 PMI 亦明显回升，分别为 60.8%、57.9%和 51.4%；对东盟出口同比增速 53%，而对新西兰、巴西等国家出口增速则较低；对俄罗斯和中国香港的出口增速则出现负增长，分别为-12.6%和-7.2%。从出口商品来看，医疗仪器及器械和纺织纱线及制品分别增长 75.3%和 60.8%，高新技术产品和机电产品继续表现良好录得 58.1%的增速。进口来看，1-2 月进口增速超预期也反映出全球产业链的复苏，同时也表明国内工业制造业仍然景气，其中 1-2 月机电、高新技术产品进口同比增速均超过 30%。而今年以来原油、黑色金属等商品价格快速上涨，铁矿石、钢材、铜材、汽车、大豆等产品均出现较大幅度上涨，进一步支撑着进口增速。从进口国别来看，1-2 月从美国、欧盟和日本进口同比上升至 66.4%、15.5%和 26.8%。往后看随着海外疫情的消退，海外经济有望继续恢复，海外需求的复苏在短期内仍将支撑国内出口，上半年出口仍具韧性。

2. 通胀：PPI 快速回升，通胀进入上升通道

(1) CPI 继续小幅下行

2 月份 CPI 同比增速-0.2%，前值为-0.3%，与上月一样，CPI 同

比为负值主要仍是受高基数影响。核心 CPI 同比增速由上月的-0.3% 转为 0。分类别来看，2 月食品价格同比为-0.2%，前值 1.6%，受春节影响，食品项中鲜菜与鲜果价格上涨明显，而猪肉价格则随着生猪出栏持续恢复而继续降低，是 CPI 增速为负的主要原因。2 月非食品同比下降 0.2%，受油价上涨的影响下，交通通信价格环比上涨 1.1%，同比降幅收窄；受就地过年影响，文娱消费需求有所增加，电影及演出票价格上涨 13.0%。整体来看 2 月份 CPI 增速受猪肉价格影响仍为负，核心 CPI 也仍疲弱，但随着基数效应的减弱以及未来工业品通胀预期向食品、服务品价格扩散的可能，CPI 后续有望回升，但猪肉价格的下行以及国内需求仍未明显好转的情况下，对 CPI 或不必要过度担忧。

(2) 大宗商品价格推动 PPI 反弹

2 月份受大宗商品价格快速上涨影响，PPI 同比上涨 1.7%，环比上升 0.8%，PPI 继续快速反弹。其中生产资料同比上涨 2.3%，前值 0.5%；生活资料同比增速-0.2%，前值-0.2%。2 月国际原油价格继续上涨，石油和天然气开采业环比上涨+7.5%，石油、煤炭及其他燃料加工业环比上涨+4.9%，黑色金属、有色金属受需求回升影响，价格继续上行。生活资料中食品类环比上涨 0.2%，衣着和一般耐用品类均环比持平，耐用消费品价格环比下降 0.2%。整体来看在美国等发达国家的大规模财政刺激下，大宗商品和油价继续上涨，海外通胀预期进一步回升，PPI 已进入快速上升通道。

3. 金融：社融表现强劲，信贷结构继续优化

(1) 信贷需求拉动社融增速大超预期

2 月份新增社融规模 1.71 万亿元，同比多增 8392 亿，好于市场预期的 1.07 万亿，社融存量同比增长 13.3%，较前值上升 0.3 个百分点。从结构上看，2 月新增人民币贷款 1.34 万亿，同比多增 6211 亿元；新增表外融资中银行未贴现承兑汇票表现较好，新增 640 亿，同比多增 4601 亿；2 月政府债券净融资额为 1017 亿，同比少增 807 亿元，企业债券净融资 1306 亿，同比少增 2588 亿元。整体来看今年开年以来社融数据仍明显好于预期，尤其是贷款数据快速上行以及银行承兑汇票表现活跃，表明实体经济较为活跃，企业融资需求依然旺盛。但同时也应意识到，在“社融增速与名义经济增长相匹配”的背景下，货币政策将回归常态化，未来社融增速的下行趋势并未改变。

(2) 实体经济活跃，企业贷款需求旺盛

2 月份新增人民币贷款 1.34 万亿元，同比多增 6211 亿，信贷需求依然旺盛。从贷款结构来看，企业中长期贷款需求持续强劲，贷款结构继续改善。具体来看，2 月企业新增中长期贷款 1.1 万亿元，同比多增 6843 亿，新增短期贷款 2497 亿元，新增票据融资减少 1855 亿元，企业贷款结构继续改善。而居民贷款则表现较弱，2 月居民部门贷款新增 1422 亿元，居民中长贷新增 4113 亿元，同比多增 3742 亿，短贷减少 2691 亿元，同比少减 1813 亿。2 月居民中长贷增长表明 2 月房地产销售依然较好。央行四季度货币政策报告也指出居民端

杠杆率偏高的问题，因此监管层在今年来加强了对房地产限购、限贷等措施，往后看居民中长贷规模或有一定程度下降。

(3) 春节错位下 M1、M2 增速分化

2 月 M1 同比增速大幅下降 7.3 个百分点至 7.4%；M2 增速提升 0.7 个百分点至 10.1%，M2 与 M1 增速分化，主要是春节错位影响。2 月 M2 增速回升主要是由于财政支出增加，财政存款降低，2 月财政存款降低 8479 亿元，与上月形成鲜明对比。M1 增速大幅回落主要是春节错位影响，企业春节前发放奖金带动企业活期存款向居民部门转移。未来受高基数效应以及货币政策边际收紧影响，M2 下行趋势未变。

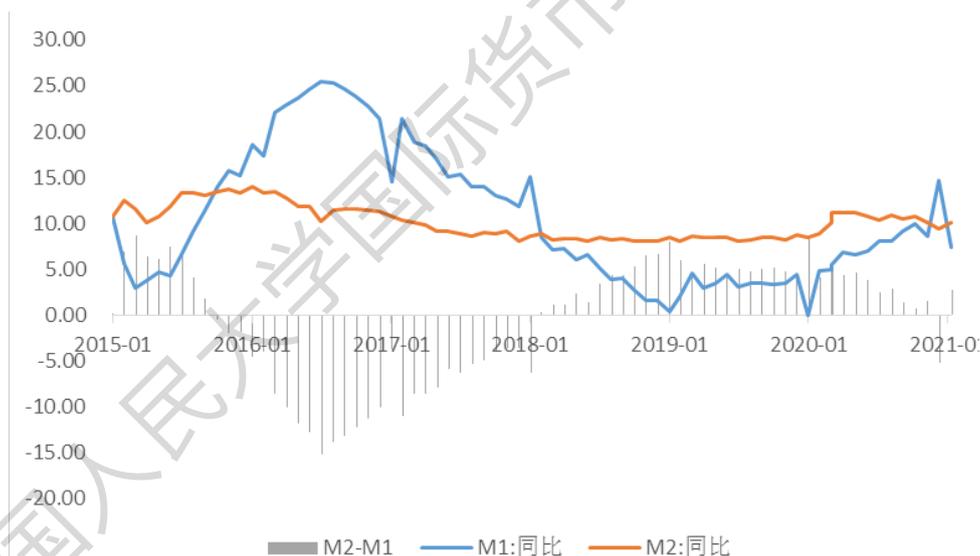


图 1：春节错位下 M1、M2 增速分化

数据来源：Wind，IMI

（三）商业银行³

1. 政府工作报告部署 2021 年重点工作；监管部门进一步规范大学生网贷

（1）《政府工作报告》提供今年宏观经济增长目标、宏观政策取向和重点工作部署

2021 年 3 月 5 日，十三届全国人大四次会议开幕，李克强总理作《政府工作报告》，总结 2020 年工作成绩、“十三五”时期发展成就和“十四五”时期主要目标任务，部署 2021 年重点工作。政府工作报告提出今年发展主要预期目标是：国内生产总值增长 6%以上；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右等。今年要重点做好以下几方面工作：（1）保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间；（2）深入推进重点领域改革，更大激发市场主体活力；（3）依靠创新推动实体经济高质量发展，培育壮大新动能；（4）坚持扩大内需这个战略基点，充分挖掘国内市场潜力；（5）全面实施乡村振兴战略，促进农业稳定发展和农民增收；（6）实行高水平对外开放，促进外贸外资稳中提质；（7）加强污染防治和生态建设，持续改善环境质量；（8）切实增进民生福祉，不断提高社会建设水平。总体来看，GDP 增长目标设定为 6%以上，这是一个范围，并不是一个固定数值，我们认为这是一个比较保守的估计，今年的增速目标是比较容易实现的，设定一个比较保守

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

的经济增长目标也有助于宏观调控更好的平衡好稳增长和防风险的关系。另外，今年政策将回归常态化，政策实施将更加注重结构性调控，突出精准灵活的特性。

(2) 3月17日，银保监会等五部委联合发布《关于进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作的通知》

《通知》从以下四个方面进一步规范大学生互联网消费贷款监督管理工作。一是加强放贷机构大学生互联网消费贷款业务监督管理。明确小额贷款公司不得向大学生发放互联网消费贷款，进一步加强消费金融公司、商业银行等持牌金融机构大学生互联网消费贷款业务风险管理要求，明确未经监管部门批准设立的机构一律不得为大学生提供信贷服务。同时，组织各地部署开展大学生互联网消费贷款业务监督检查和排查整改工作。二是加大对大学生的教育、引导和帮扶力度。从提高大学生金融安全防范意识、完善帮扶救助工作机制、全面引导树立正确消费观念、建立日常监测机制等方面要求各高校切实担负起学生管理的主体责任。三是做好舆情疏导引导工作。指导各地做好规范大学生互联网消费贷款监督管理政策网上解读和舆论引导工作。四是加大大学生互联网消费贷款业务中违法犯罪问题查处力度。近期，部分互联网小额贷款机构通过和科技公司合作，以大学校园为目标，通过虚假、诱导性宣传，发放互联网消费贷款，诱导大学生在互联网购物平台上过度超前消费，导致部分大学生陷入高额贷款陷阱，产生恶劣的社会影响。《通知》以大学生互联网消费贷款业务为重点，进一步加强放贷机构客户营销管理和风险防范要求，加强在校大学生教

育、引导和帮扶力度，合理引导网络舆情，加大违法犯罪行为打击力度，坚决遏制互联网平台精准“收割”大学生的现象，切实维护学生合法权益。

2. 2021年2月货币金融数据分析

2021年2月末，基础货币余额为32.16万亿元，全月增加4734亿元。其中，现金（货币发行）增加3994亿元，银行的存款准备金减少655亿元，非金融机构存款增加1395亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币7687亿元，财政支出等财政因素投放基础货币1.11万亿元。

2月末的M2余额为223.6万亿元，同比增速为10.1%，较上月提升0.7个百分点。按不含货基的老口径计，2月份M2增加2.22万亿元。从来源分解，其中对实体的贷款投放（加回核销和ABS）派生M2约1.36万亿元；财政支出等财政因素派生M2约1.11万亿元；银行购买企业债券到期回笼M2约725亿元；银行的SPV投资（投放非银、非标等）回笼M2约2024亿元；外汇占款投放M2约235亿元。

表 1：2月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	2,299	外占	235
单位活期	-34,376	债券	-725

单位定期	3,869	贷款	13,606
个人	32,611	财政	11,124
非银	17,813	其他（非银、非标等）	-2,024
合计	22,216	合计	22,216

（四）资本市场⁴

1. 股市

（1）基本面更新

国内方面，经济重回复苏轨迹。3月我国制造业 PMI 为 51.9，前值 50.60，大幅回升 1.3 个百分点，略低于去年 11 月的高点 51.2。从分项看，新出口订单指数和进口指数分别为 51.2 和 51.1，高于上月 2.4 和 1.5 个百分点，其中进口指数升至 2018 年 4 月以来的高点，主要系春节后国内市场产需加快释放和世界主要经济体经济继续复苏。生产指数和新订单指数分别为 53.9 和 53.6，较上月上升 2.0 和 2.1 个百分点，示意制造业生产和需求扩张步伐加快，供需差值减小，生产端向需求端回归。值得注意的是，在疫情缓解后全球经济复苏共振、拜登拟推出 3 万亿美元基建刺激计划、美元超发流动性泛滥等因素共同影响下，3 月制造业 PMI 主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为 69.4 和 59.8，较上月上升 2.7 和 1.3 个百分点。3 月非制造业 PMI 指数 56.1，较上月上升 4.9 个百分点，扩张步伐加快。从行业情

⁴ 撰写人：IMI 研究员黄楠、芦哲

况看，铁路、航运、互联网软件及信息技术服务、货币金融服务等行业商务活动指数均在 60.0 以上高位景气水平；受年初局部疫情影响较大的住宿、居民服务等行业商务活动指数回升至景气区间。通胀方面，国内外经济修复不同步导致我国出现 CPI 较低但 PPI 较高的反差。2 月份 CPI 环比上涨 0.6%，涨幅较上月回落 0.4 个百分点，同比下降 0.2%，其中猪肉价格同比下降 14.9%，形成 CPI 的主要拖累。2 月 PPI 同比涨 1.7%，高于预期 1.5%，主要系基数效应和海外供给扰动下生产资料价格走高。货币与信用方面，2 月社融增量为 1.71 万亿元，预期 1.07 万亿元，前值 5.17 万亿元，全面超出市场预期。2 月人民币贷款新增 1.36 万亿元，同比多增 4529 亿元。其中，企(事)业单位贷款增加 1.2 万亿元，占比超九成，一定程度上反映出工业部门盈利改善、相应的固定资产投资需求旺盛。受到信贷投放量高于预期、非银存款明显增加、财政资金投放三方面的支撑，2 月 M2 同比增长 10.1%，超过预期 9.6%。在货币政策“不急转弯”和回归常态化的背景下，预计下一阶段，M2 和社融的增速会与名义 GDP 增速基本匹配，继续支持经济向潜在产出回归，货币政策更加注重灵活精准，平滑和缓释阶段性流动性需求压力。

国外方面，3 月美国 Markit 综合 PMI 初值为 59.1，低于前值 59.5。新订单指数升值 58.7，创 2014 年 9 月以来新高。分项看，制造业 PMI 初值 59，弱于预期 59.5；服务业 PMI 初值 60，略低于预期 60.1。2 月美国 CPI 环比增长 0.4%、同比增长 1.7%，主要受能源价格上涨推动。美联储关注的核心 PCE 价格指数 2 月同比增长 1.41%，低

于预期 1.5%。2 月消费疲弱，很大程度与前期“9000 亿美元财政刺激法案”对美国居民的直接补贴（600 美金/人）主要在 1 月发放完成有关。叠加部分地区的恶劣天气，及全球半导体芯片短缺的双重影响下，美国 2 月耐用品订单月率初值为-1.1%，低于预期的 0.5%，远低于前值 3.5%。2 月美国季调后新屋销售同比小幅增长 8.2%，环比大幅下跌 18.2%，新屋开工数环比增长-10.3%，远低于预期的-1.3%和前值-5.1%。市场表现低迷，但消费者仍具信心。3 月密歇根大学消费者信心指数为 84.9，高于预期（83.6）且较前值（76.8）大幅提升。根据拜登最新一轮“1.9 万亿美元刺激计划”（2021 年美国救助计划法案），大多数美国人将在 3-4 月陆续获得 1400 美元现金支票，预计美国居民商品消费或将迎来新一轮高增长。随之而来的是商品供需缺口进一步拉大及核心通胀走高。而继议息会议上鲍威尔明确 Taper 时间线后，3 月 25 日鲍威尔在接受 NPR 采访时提到将在看到实质性进展时逐步削减资产购买，我们认为，这是鲍威尔在给后期核心通胀的超预期上行预留政策空间。

(2) 市场回顾和展望

在我们上个月提到核心资产成为“无水之源”之后，市场逐步进入到了垃圾时间，自上而下的宏观策略上短期仍然没有了胜负手，投资者都在博弈未来通胀的水平，以及中美央行会对通胀的进一步反应。自下而上，“碳中和”、一季报等等可以作为一些短期博弈的主题线索，但是在新的产业趋势形成以前这些偏短期的线索对于收益贡献了胜于无。

往后看，市场结构和方向的选择无非基于未来两个经济可能出现的情形：1) 经济萎靡，通胀回落：金融条件会放松，核心资产还有机会，这种情形的概率较小；2) 经济强劲，通胀较强：这种情形下，由于目前市场面临核心资产和周期品双高的局面，股票市场创造超额收益的机会较少。短期来看，由于去年一季度疫情的原因，21年一季报大部分行业都录得了较好的业绩，相对收益投资者可以对地产产业链（如家居、建材）以及新能源板块等一季报卓越（翻倍）的行业进行配置。季度维度来看，市场的变盘点主要看美国的流动性的拐点，即美国股重回价值风格，这也有可能给核心资产带来最后的冲击，给绝对收益投资者带来入场的黄金机会。

2. 债市

(1) 核心观点

中西摩擦成为打破近期债市“平衡态”的触发剂，欧洲疫情反复、大宗商品波动也有助力。但交易机构普遍短久期、低杠杆，配置盘经过一个季度的等待后补仓等是深层次因素。中西摩擦让投资者情绪重回 18-20 年，利率上行空间进一步受制约。今年的债市还很难打破 3.0-3.4/3.5% 的波动区间，坚持震荡市的操作思路。当然从短期看，鉴于供给、资金面扰动将至，十年期国债降低到 3.2% 之下后，赔率和胜率都略有弱化，建议观望为主。条款下沉仍好于信用下沉，存单性价比有所弱化，重申杠杆恢复到中性水平。3 月份 PMI、信贷数据，地方债发债计划，4 月份政治局会议精神是近期关注点。

(2) 今年宏观经济的三条主线和背景

宏观经济与利率走势常常出现周期性特征，因此投资者会习惯性地市场与历史年份“对标”。但今年就是今年，与历史存在着截然不同的宏观环境和市场特征。今年宏观经济的三条主线是全球经济错位复苏、通胀交易和国内经济复苏深化，背景是疫苗推广与分配。经济同比指标冲高已无悬念，市场对宏观的争议在于环比是否见顶，通胀是短期还是长期问题。美联储货币政策框架在去年出现变化，弱化通胀，聚焦就业，从通胀-货币政策的链条弱化，中国央行也是如此。

(3) 投资者行为是利率维持平衡态的关键

2月以来债券市场对利空免疫，源于过于一致预期下的低杠杆、短久期行为，风险资产下跌以及资金面持续宽松。其中投资者行为是利率维持平衡态的关键，具体而言：（1）债市普遍性的低杠杆短久期操作导致空头缺少做空筹码，配置盘等待的机会成本逐步升高。（2）今年机构一致选择不承担信用下沉风险，导致可配资产大幅收缩。（3）财政资金投放导致资金面持续宽松，钱多才是硬道理，供给偏弱+资金面充裕成为债市最大的稳定器。

(4) 增添中西摩擦风险后，震荡格局反而更清晰

上周债市短暂的平衡态被打破，中西关系、欧洲疫情反复、大宗商品调整成为利率下行触发剂，其中中西关系影响更深远。但 Risk off 更多是情绪上的带动，核心驱动是来自市场结构的变化。尤其是券商基金等交易型机构之前的久期和杠杆都偏低，而最近回购成交量明显提升，资金面宽松是直接原因。4-6月份的边际变化仍在于供给+资金

面扰动+通胀压力等，政治局会议政策定调是关键，央行一季度例会“不急转弯”的删除不宜过度解读。货币政策基调未变，但资金面最友好时期度过，波动预计有所增加。增添中西摩擦风险后，债市更难打破 3.0-3.4/3.5%的波动区间，继续坚持震荡市的操作思路。

(5) 利率债难以走出震荡市，决定了操作上维持几个原则

1) 鉴于供给即将放量，3.1-3.2%区间短期追涨意义有限，交易盘在供给即将到来之际选择等待，刚性配置资金关注 3-5 年品种。

2) 短期建议转为观望为好，配置盘等待的机会成本较高，可适当沿收益率曲线寻找机会。

3) 近期回购成交量出现快速回升，可能导致央行收紧动作，叠加季末临近银行在 MPA 考核压力之下可能收缩同业拆借规模，4 月面临缴税和供给冲击，建议杠杆策略回归中性。

4) 条款下沉好于信用下沉，继续看好二级资本债，期限三年左右有相对较好的性价比。

5) 货基近期受到较多关注，尤其是银行表内资金。而存单利率明显下行，性价比有所弱化。。

二、宏观经济专题⁵： 结构性通货膨胀与通货膨胀预期形成机制

(一) 摘要

本文从食品与非食品、消费与非消费两个层次对 2001-2019 年期间中国的结构性通胀特征进行刻画，并基于预期形成的传染病学模型和适应性学习模型，将结构性通胀特征纳入通胀预期形成机制的微观基础模型，分别采用单方程回归和 SVAR 模型来实证分析结构性通胀对通胀预期的影响机制。结果显示：居民和专家预期对结构性通胀的即期反应模式相似，食品类和非食品类通胀率均正向驱动通胀预期，不过后者驱动效应高于前者；通胀预期仅受消费类通胀率影响，而非消费类通胀率对预期没有显著驱动效应。同时，通胀预期对结构性通胀冲击的动态响应模式与即期反应整体相似，但存在微妙区别：从食品与非食品类划分来看，居民和专家预期均对非食品类通胀率冲击做出持续正向响应，对于食品类通胀率冲击的响应基本不显著；从消费与非消费类划分来看，居民和专家预期均仅对消费类通胀率冲击做出持续正向响应，对非消费类通胀率冲击无显著响应。研究结果暗示，我国经济主体在形成预期时对非食品类通胀率更加敏感，决策层对通胀预期的引导可以给予相应关注。

⁵撰写人：中国人民大学财政金融学院张成思，中国人民大学财政金融学院田涵晖。本文节选自原载于《经济研究》2020 年第 12 期的《结构性通货膨胀与通货膨胀预期形成机制》。原文链接：
<https://kns.cnki.net/kcms/detail/detail.aspx?dbcode=CJFD&dbname=CJFDLAST2021&filename=JJYJ202012009&v=x7X5dmdiedNo4oVuz8af5OsMr4V3ABVo1%25mmd2BgScroa3ZerqZTWoTRk%25mmd2F0%25mmd2F21H%25mmd2BPtMLd>

(二) 引言

通胀预期是各国价格管理部门和中央银行实施前瞻性货币政策关注的核心指标，通胀预期的形成机制自然成为宏观领域重要研究主题。自 Sargent & Wallace (1975) 将理性预期引入货币政策分析后，加之“卢卡斯批判”(Lucas, 1976) 的提出，理性预期成为宏观经济分析中的主流设定。然而，理性预期假设经济主体具有无偏预期，而无论基于发达市场还是发展中国家的经验分析都表明现实中经济主体的通胀预期并不完全符合理性假设。因此，基于现实经济主体的预期情况探索预期形成机制比单纯假设理性预期对宏观政策制定具有更重要的意义。

学界对通胀预期的形成机制及影响因素的研究视角非常丰富 (Coibion & Gorodnichenko, 2015; Cavallo et al., 2017)，但是对于结构性通胀如何影响预期形成机制的研究并不多见。本文基于中国通货膨胀出现长期结构性分化特征的典型事实，重点关注通胀预期对走势分化的通货膨胀结构性成分如何反应以及各种反应之间是否存在差异。厘清这些问题可以为通胀预期的管理工作和前瞻性货币政策的制定提供更加细致的科学依据。

从现实情况看，中国进 21 世纪以来结构性通胀表现为长期现象，而且结构性通胀与经济主体的通胀预期走势也存在微妙的差异。为了说明问题，图 A 基于中国居民通胀预期的调研数据(数据来源及计算方法在本文第二部分详细说明)和三个同比通胀率指标进行对比，三

个通胀率指标包括消费者价格指数(CPI)、食品类和非食品类通胀率。一方面,分类通胀率之间呈现出明显的分化特征:总体CPI通胀水平比较温和,但是食品类与非食品类通胀率相比,不仅在波动幅度上差别明显,而且在诸多时期波峰波谷以及走势方向上都存在分化特征;另一方面,居民通胀预期与三种现实通胀率指标走势也存在明显差异,通胀预期总体高于非食品类通胀率而明显低于食品类通胀率。虽然通胀预期与总体CPI通胀率在走势上大体一致,但仔细观察可以看到:在通胀高波动时期(如2007—2010年),居民对通胀水平预期不足;而在通胀平稳时期(如2013—2019年),居民预期和现实通胀率常出现反方向变动。以上时序特征暗示,结构性通胀分类指标可能对通胀预期形成机制的影响存在差异。

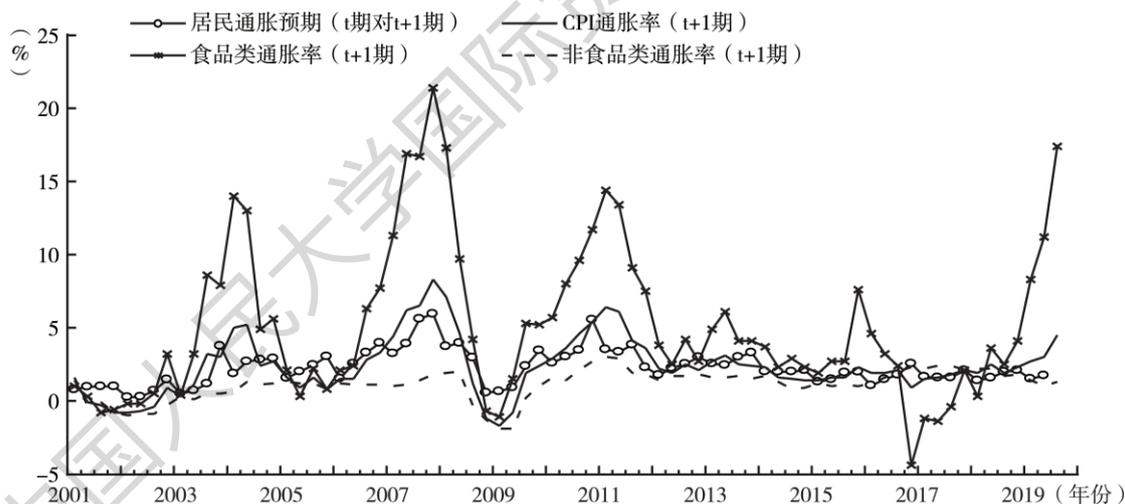


图 A 居民通胀预期与现实通胀率

注:CPI 通胀率、食品类和非食品类通胀率原始数据来自国家统计局;居民通胀预期为 t 期对 $t+1$ 期预期,数据来源和计算方法在本文第二部分说明;样本区间为 2001 年第 1 季度至 2019 年第 3 季度。

从标准定义来看，结构性通胀指经济中不同部门间发展不协调而导致的部门间通胀水平差异，对其涵义的理解可以分为两个层面，一是导致部门间通胀水平差异的结构性因素，二是通胀水平的结构性分化本身。前者是后者的根本原因，后者是前者的外在表现。本文关注的是结构性通胀的第二个层面对通胀预期的影响问题，即通胀指标之间的结构性分化如何影响通胀预期。通胀预期形成机制的研究视角众多，例如居民和专家预期之间的传导(张成思和党超，2015)、公众对政府和政策的信任程度与通胀预期之间的互动关系(李新荣等，2014)、公司意外盈余如何影响通胀预期(孙坚强等，2019)等。然而，将通货膨胀的结构性特征与通胀预期联系起来的文献还比较少。

现实经济主体的预期调研数据分为专家预期和居民预期，二者分别代表专业人士和普通公众对通胀走势的预测。Mullineaux (1980)较早刻画了专家预期性质，而 Van Duyne (1982)则较早从结构性通胀角度考察了居民预期的形成机制，其采用 1962—1977 年的美国数据研究了居民通胀预期对食品类和非食品类通胀率的反应机制，不过所用样本中食品类—非食品类通胀率并未出现本文强调的结构性分化特征。几乎在同一时期，Gramlich (1983)对比居民和专家预期的总结性研究则表明两种预期均受当前和过去通胀率、货币增长率等的影响。

对于具有完全信息且理性的经济主体而言，对某类通胀率做出预测时应该不只是关注对应类别的现实通胀率情况。以对 CPI 通胀率的预期为例，本期 CPI 通胀率不仅受其自身滞后项的影响，还受到滞后期的上游通胀率(如原材料购进价格指数通胀率和生产者价格指数

(PPI)通胀率)的传导作用(张成思, 2010)。因此,除 CPI 通胀率自身外,其他类别的通胀率也有可能包含未来 CPI 通胀率走势的信息;反之,由于 CPI 通胀率对上游通胀率存在反向倒逼机制(杨子晖等, 2013),本期 CPI 通胀率同样对未来其他类别的通胀率具有预测能力。本文研究的结构性通胀对通胀预期形成机制的影响,具体内涵是经济主体在形成通胀预期的过程中,多大程度上利用了各类现实通胀率中包含的关于被预测的未来通胀率的信息。

另外值得关注的是,Carroll (2003)的预期传染模型从微观基础层面对通胀预期形成机制进行了理论推导。Carroll 指出,在每一期(如一个季度)内,只有部分公众通过媒体获得新信息,进而更新其预期,其余人则维持其上次更新信息时的预期不变。因此,当期的公众平均预期由当期更新信息集后做出的预期和上一期的公众平均预期两部分组成。Mankiw & Reis (2002)将这种基于滞后信息进行经济决策的现象称为信息粘性。Carroll (2003)的经验证据表明,每期更新信息的人群比例仅为 27%。近年来不少检验通胀预期形成中信息粘性存在性的研究均给出了肯定的答案(Coibion & Gorodnichenko, 2015)。除了基于传染病学模型的单方程回归外,强调经济主体学习行为的适应性学习模型也是研究通胀预期形成机制的重要框架(如 Malmendier & Nagel, 2016)。

本文在已有研究基础上,考虑了居民预期和专家预期对货币政策制定的信息集不同,区分这两类不同主体的通胀预期,进而分析结构性通胀对通胀预期形成机制的影响。本文首先将中国 2001—2019 年

期间的结构性通货膨胀特征划分为两个层次：第一个层次是消费领域内部核心成分与非核心成分的分化，表现为食品类和非食品类通胀率走势的明显反差；第二个层次是消费领域和非消费领域之间的分化，表现为消费类和非消费类通胀率近年来的趋势背离和早年间水平差异。然后，本文拓展了预期形成的传染病学模型和适应性学习模型，构建了包含结构性通胀因素的通胀预期形成机制微观基础模型，进而基于理论机制设定结构向量自回归(SVAR)模型分析结构性通胀对通胀预期的动态影响机制。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Jun	20- Jul	20- Aug	20- Sep	20- Oct	20- Nov	20- Dec	21- Jan	21- Feb
CPI	同比	2.5	2.7	2.4	1.7	0.5	-0.5	0.2	-0.3	-0.2
PPI	同比	-3.0	-2.4	-2.0	-2.1	-2.1	-1.5	-0.4	0.3	1.7
制造业 PMI	指数	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6
工业增加 值	累计 增长	-1.3	-0.4	0.4	1.2	1.8	2.3	2.8	35.1	
规模以上 工业企业 利润总额	累计 同比	-12.8	-8.1	-4.4	-2.4	0.7	2.4	4.1		178. 9
固定资产 投资完成 额	累计 同比	-3.1	-1.6	-0.3	0.8	1.8	2.6	2.9		35.0
社会消费 品零售总 额	同比	-1.8	-1.1	0.5	3.3	4.3	5.0	4.6		
进出口 总值	当期 值同 比	5.1	6.5	6.0	10.0	4.6	7.8	5.9	17.3	57
M2	同比	11.1	10.7	10.4	10.9	10.5	10.7	10.1	9.4	10.1
社会融资 规模	存量 (百 亿 元)	2717 8	2733 3	2767 3	2800 5	2812 5	2832 5	2847 5	2897 4	2913 6
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	1811 0	9926	1278 3	1875 2	6898	1433 7	1255 2	3578 3	1359 4

⁶撰写人：IMI 助理研究员吴桐雪。表中为空部分为暂未公布数据。

免责声明

本文件由中国人民大学国际货币研究所(以下简称“IMI”)制作, 仅供派发予特定收件人, 不得作为业务招揽或相关商业活动之用。本文件的版权为IMI所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

本文件中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料, 但 IMI 对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本文件中的信息、意见等均仅供收件人参考之用, 而不应视为出售要约、订购招揽或向浏览人士提出任何投资建议或服务。该等信息、意见并未考虑到获取任何人的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。对依据或者使用本文件所造成的一切后果, IMI 及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

《IMI 宏观经济月度分析报告》简介

《IMI 宏观研究月报》是中国人民大学国际货币研究所 (IMI) 推出的系列性月度分析报告。与现有宏观研究报告不同, 本报告更加侧重宏观分析的学术性。报告包括宏观分析、专题分析和数据汇览三大板块。其中, 宏观分析板块包括海外宏观经济金融形势研判、国内宏观经济金融形势分析、商业银行经营情况和金融市场分析等四个部分。专题分析是本报告的特色, 主要针对一些具有重大现实意义的经济金融问题进行深入的理论分析, 提高了本报告的学术内涵。本报告由 IMI 研究员倾力打造, 由各位资深学术委员倾情指导, 是 IMI 的主要学术产品之一。

编号	名称	作者
IMI Report No.2105	后疫情时期中国货币政策挑战	夏乐
IMI Report No.2104	《人民币国际化报告 2020》系列二：国际货币格局变迁中的人民币	IMI
IMI Report No.2103	《人民币国际化报告 2020》系列一：人民币国际化十年 RII 升至 3.03	IMI
IMI Report No.2102	IMI 宏观经济月度分析报告（第 46 期）	IMI
IMI Report No.2101	IMI 宏观经济月度分析报告（第 45 期）	IMI
IMI Report No.2019	IMI 宏观经济月度分析报告（第 44 期）	IMI
IMI Report No.2018	全球供公司所得税税率的新特征及趋势	张文春
IMI Report No.2017	2021 年社融展望：信用收紧之下，社融增速怎么看？	廖志明
IMI Report No.2016	2020 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2015	IMI 宏观经济月度分析报告（第 43 期）	IMI
IMI Report No.2014	2019 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2013	2018 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2012	IMI 宏观经济月度分析报告（第 42 期）	IMI
IMI Report No.2011	IMI 宏观经济月度分析报告（第 41 期）	IMI
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）	赵然
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	IMI
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）	王剑
IMI Report No.1909	IMI 宏观经济月度分析报告（第 28 期）	王剑
IMI Report No.1908	财政货币分析平衡精要（下）	IMI
IMI Report No.1907	财政货币分析平衡精要（上）	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