

No. 2126

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十二期)

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：中期维度人民币贬值的概率较高.....	- 6 -
(二) 国内宏观.....	- 6 -
1. 经济：多因素冲击下主要经济数据表现低迷.....	- 7 -
2. 通胀：CPI 同比继续回落	- 10 -
3. 金融：信贷及社融数据均不及预期.....	- 11 -
(三) 商业银行.....	- 14 -
1. 银保监会披露商业银行二季度监管数据；央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会.....	- 14 -
2. 2021 年 7 月货币金融数据分析.....	- 18 -
(四) 资本市场.....	- 19 -
1. 股市：经济下行压力增加，市场情绪有所恢复.....	- 19 -
2. 债市：资金面稳中略有收敛，追涨性价比不高，逢调整仍是机会	- 23 -
二、宏观经济专题：流动性幻觉与高杠杆之谜	- 26 -
(一) 摘要.....	- 26 -
(二) 引言.....	- 26 -
三、主要经济数据	- 31 -

图表目录

图 1：食品项带动 CPI 同比继续回落	- 11 -
图 2：M1、M2 剪刀差持续走阔	- 13 -
图 3：商业银行净利润同比增速.....	- 14 -
图 4：各类型银行累计净利润同比增速.....	- 15 -
图 5：商业银行净息差.....	- 15 -
图 6：商业银行“关注贷款率+不良贷款率”.....	- 16 -
图 7：商业银行拨备覆盖率.....	- 16 -
图 8：中国的宏观杠杆率与流动性的价值支撑水平.....	- 29 -

表格目录

表 1：7 月 M2 增量的结构	- 18 -
表 2：经济数据一览.....	- 31 -

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

海外经济的修复仍然受到疫情扩散的扰动,尤其是服务业复苏步伐受阻。美国7月通胀维持高位,但8月非农就业表现疲软,疫情对美国经济冲击得以验证,鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的表态偏鸽,Delta病毒对经济的冲击或干扰近期货币政策转向步伐,需要静待经济进一步修复信号。欧元区经济持续复苏、通胀走高,疫情仍然是欧央行决定货币政策立场的重要影响因素。日本经济修复较慢,因疫情防控不到位,其消费一直较为疲软,经济复苏的基础不太牢固。由于经济复苏程度尚弱,即使原材料成本上升推高了通胀,日本央行大概率也不会过早地撤出货币刺激措施

(1) 美国7月通胀持平高位,8月非农就业疲软,杰克逊霍尔年会偏鸽

物价方面,7月美国CPI同比持平前值,小幅超预期。7月美国CPI同比5.4%,预期5.3%,前值5.4%;核心CPI同比4.3%,预期4.3%,前值4.5%。从7月数据看,有四个变化值得关注:

1) 食品价格同比涨幅加速,环比涨幅也较快。7月食品价格同比3.4%,涨幅较6月扩大1个百分点;环比上涨0.7%,这个增速放在

¹ 撰写人: IMI 研究员张瑜

10年维度上看也非常高。在今年美国大旱的背景下，应该关注粮食价格上涨带来的额外的通胀风险。大旱可能带来的粮食减产预期和投机炒作行为会推高粮食价格，粮食价格持续上涨则会推高食品通胀的上行压力。

2) 二手车价格涨势大幅放缓，但在低基数下，同比涨幅仍较高。7月二手车价格环比涨幅仅0.2%，较6月大幅回落10.3个百分点，主要原因或是需求因疫情再次复发而放缓，而不是供给侧明显改善。最新数据显示，美国汽车库存和库销比6月进一步走低，而6月汽车产能利用率仍然未见改善。

3) 房租价格同环比持续走高。在美国CPI中，房租的权重约为33%，其中实际的租金只占9%，而自有住房等价租金约占24%。疫情以来，美国房价供需失衡导致房价直线上涨，同时房租价格同比也直线反弹，从去年2月的1.5%一直上行至今年7月的2.9%。从历史经验看，房价走势领先房租16个月左右，后续美国房租价格同比上行或走平的风险大于下行风险。

4) 受疫情复发影响，运输服务价格同环比涨幅均走弱。7月美国新冠疫情再次复发，每日新增确诊病例大幅反弹。疫情复发限制了美国居民出行意愿，外出就餐人数回落也较6月有所回落，这对运输服务价格带来了较大扰动。公共交通价格环比变化尤为明显，比如机票价格环比从2.7%降至-0.1%，市内公共交通价格环比从1.5%回落至0.8%。后续来看，疫情复发与美国社会重新开放对运输服务价格走势的影响仍需观察。

经济方面，非农就业弱于预期，疫情对美国经济冲击得以验证。8月美国新增非农就业人数23.5万人，远低于预期73.3万人，前值由94.3万人上修至105.3万人；其中，私人部门新增就业24.3万人，政府部门就业减少8万人（主要为州政府教育就业人数减少20.7万人）。从行业结构来看，服务业是造成非农大幅走弱的主因，背后则是疫情对美国经济冲击的“实锤”，若9月疫情仍难得到有效控制，或将带来三季度GDP服务消费弱于预期。不过值得乐观的是，一则除休闲酒店业、教育和保健业外，专业和商业服务、运输仓储、制造业等行业的就业缺口进一步收窄，反映此类行业的需求受疫情冲击不大，因此未来疫情若好转，服务业就业或快速回升，就业市场整体将有明显改善。二则，就业缺口进一步收窄，失业率降至低位。

货币政策方面，杰克逊霍尔年会偏鸽，静待经济进一步修复。

1) 美联储不急于Taper，会议表态相较7月FOMC会议并无更多增量的收紧信号，市场即期反应偏鸽。鲍威尔指出他和大多数FOMC委员在7月会议上都认为，如果经济如美联储预期的广泛修复，今年开始放缓资产购买速度可能是合适的；不过美联储不急于迅速采取行动。在后续的演讲中鲍威尔还表示，如果政策收紧时点错误，可能反而对经济有害；会议整体立场显示出对Taper谨慎的态度。

2) 近期美联储多次与市场沟通要将Taper与加息分开看，启动taper不意味着美联储将在2022年加息。由于2013年美联储启动Taper后12个月开始加息周期，因此市场普遍预期如果今年底启动Taper后，则意味着2022年或将启动加息周期。而美联储在7月FOMC会

议纪要以及近期表态中试图打破市场这一预期，此次会议中鲍威尔也表示近期没有直接信号表示美联储应加息。从联邦基金期货市场的表现来看，此次会后市场对 2022 年 12 月加息预期有所下降。

3) 关于经济基本面前景的表述基本延续此前立场。就业方面，劳动力市场仍是喜忧参半，一方面劳动力市场显著改善，就业需求旺盛；另一方面就业缺口仍有 600 万，劳动参与率修复仍偏弱。通胀方面，维持通胀是暂时性的观点，认为近期通胀仅由部分产品推动，不存在广泛且长期通胀的基础，且通胀预期未脱锚。另外，鲍威尔指出目前不存在“工资-价格螺旋上升”的问题。

4) Delta 病毒对经济的冲击或干扰近期货币政策转向步伐，静待经济进一步修复信号。鲍威尔演讲稿中提到“7 月强劲的就就业报告带来经济修复的更多进展，但同时 Delta 病毒也出现进一步扩散，美联储将继续仔细评估经济数据与风险”；可见疫情或是干扰美联储对经济前景评估的因素之一。重点关注后续非农数据修复进展，若就业市场传递出经济进一步修复的信号，则美联储年末启动 Taper 概率仍较大。

(2) 欧元区经济持续复苏、通胀走高，欧央行继续维持宽松货币政策

欧元区经济继续修复。欧元区经济在今年 Q2 继续呈现复苏态势。经济方面，欧元区经济第二季度环比折年增长 8.2%，同比增长 13.6%，较第一季度大幅改善。就业方面，欧元区 7 月失业率下降至 7.6%，较 4 月份下降 0.6 个百分点。通胀方面，欧元区通胀数据大幅攀升。

欧元区 8 月 CPI 同比跃升至 3%，大幅高于 7 月的 2.2%，超出市场预期。此外德国 7 月 CPI 同比 3.8%，更是创近 30 年来新高。

货币政策方面，欧央行公布利率纪要指出，利率指引不一定意味着利率“持续保持较低水平”，并强调有必要修改利率前瞻性指引。欧央行认为，重新制定的前瞻性指引是一项有助于指导欧洲央行追求通胀目标行动的条件。欧央行首席经济学家 Philip Lane 强调，政策制定者决心保持欧元区 19 国的融资条件良好，并暗示一旦疫情紧急计划到期，他们将慢慢决定如何进行债券购买。Lane 补充称：“我们不需要特别多的时间来考虑这个问题，况且下次官员们讨论的时间在 9 月，这离购债结束时间，也就是明年 3 月，非常遥远。同时我们将在秋冬季看到疫情会如何演变，欧央行会在秋天才会考虑经济刺激的问题。”

(3) 日本经济修复速度偏慢，货币政策将继续保持宽松

日本经济修复较慢。日本二季度 GDP 环比折年率为 1.3%，在一季度下跌 3.7% 的背景下，这一修复速度明显偏慢。虽然日本经济增长转负为正，但因疫情防控不到位，其消费一直较为疲软，经济复苏的基础不太牢固。从 PMI 数据看，8 月日本制造业 PMI 为 52.7%，前值 53%，服务业 PMI 为 42.9%，前值 47.4%。PMI 数据进一步体现出经济修复的缓慢和疫情对服务业复苏的扰动。

物价方面，核心 CPI 同比小幅回升。7 月日本 CPI 同比 0.2%，前值 0.2%，核心 CPI 同比 0.4%，前值 0.2%。

货币政策方面，由于经济复苏程度尚弱，日本央行副总裁若田部

昌澄 9 月初表示，即使原材料成本上升推高了通胀，日本央行也不应过早地撤出货币刺激措施。

2. 汇率展望：中期维度人民币贬值的概率较高

对人民币汇率而言：短期来说（周度与月度），准确研判人民币汇率几乎是不可能的，就是自由波动，由内外盘定价机制决定。中期来说（一年维度），汇率波动贬值的概率更高。随着我国经济先见顶点+美国经济仍有上行空间——中美经济周期背离；美国有 taper 的可能性+随着经济动能减弱我国货币政策收紧概率逐渐降低——中美货币政策背离，中美进入经济货币双周期背离下，换句话说经济不如美国好，货币不如美国紧，美元一年内有一波反弹的概率依然较高，人民币汇率波动贬值的概率较高，线性外推押注人民币升值要慎重。

（二）国内宏观²

7 月受内需疲弱、洪水灾害、疫情反复等因素影响，国内经济数据整体疲弱，主要经济数据表现低迷。7 月份规模以上工业增加值同比增长 6.4%，两年平均增速 5.6%，均较上月明显回落，工业生产恢复继续放缓。而投资增速在基建和房地产的拖累下亦边际放缓，其中 1-7 月房地产和基建投资两年平均增速分别为 8.0%和 0.9%，均有下滑，制造业投资则继续小幅改善。消费受疫情反复影响边际下行，餐饮消费复苏偏弱，同时汽车消费对社零的拉动逐渐减弱。7 月进出口

²撰写人：IMI 研究员孙超

数据受高基数影响均有较大幅度回落，内需依旧疲弱。总的来说7月受各种因素冲击影响，经济恢复呈现出不稳固、不均衡情况，在短期冲击因素影响消失后以及宏观政策调节下，国民经济仍将延续稳定恢复态势。

1. 经济：多因素冲击下主要经济数据表现低迷

(1) 工业生产继续边际放缓

7月份规模以上工业增加值同比增长6.4%，较前值下降1.9个百分点，增速进一步放缓，两年平均增速5.6%，较上月回落0.9个百分点，工业生产恢复继续放缓。分项上看，采矿业、制造业以及电力燃气及水生产和供应业7月增速分别为0.6%、6.2%和13.2%，高技术制造业和装备制造业增加值同比分别增长15.6%和6.4%，两年平均增长12.7%和9.7%，增速较高。分行业来看，41个大类行业中有35个行业增加值保持同比增长，大宗商品价格继续保持高位，黑色金属冶炼和压延加工业及有色金属冶炼和压延加工业增速继续下滑，医药制造、金属制品下滑速度较快，拖累整体生产。整体来看，国内疫情出现反复，内需仍处于弱修复过程中，同时大宗商品高位制约着下游企业盈利，使得7月整体工业生产整体偏弱。

(2) 固定资产投资偏弱

1-7月固定资产投资同比增速10.3%，前值12.6%，近两年平均增长4.2%，前值4.5%。分三大类别看，1-7月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为17.3%、12.7%和4.6%，近两年平均增速分别为

3.1%、8.0%和 0.9%，制造业投资两年平均增速继续提升，房地产投资略有回落，基建投资增速依旧低迷。两年复合增速来看，制造业投资增速较前值加快 1.1 个百分点，继续回暖。分行业看，高技术制造业同比增长 27.1%，其中航空、航天器及设备制造业，计算机及办公设备制造业，医疗仪器设备及仪器仪表制造业投资同比增速较快。今年上半年专项债发行整体进度偏慢，基建投资亦大幅减速，而 7 月又受降雨影响，对基建投资进一步形成拖累。随着 8、9 月专项债发行进入提速阶段，预计下半年基建增速有所反弹，但今年基建不在作为托底经济增长的工具，因此基建投资增速或反弹空间有限。1-7 月房地产投资的两年平均增速为 8.0%，较上月回落 0.2 个百分点，房地产整体仍受到政策压制。从销售来看，7 月份商品房销售面积和销售额继续回落态势，一方面商品房放贷趋严，另一方面部分城市放贷利率提升，一定程度上抑制了居民购房需求。同时房地产融资依旧受限，贷款和自筹等资金拉动偏弱，新房开工面积继续下滑。未来房地产严监管常态下，房地产投资增速边际下行趋势不改。

(3) 消费增速边际下行

7 月社零同比增速为 8.5%，近两年平均增速 3.6%，前值 4.9%，消费增速边际下行，主要是受本土疫情影响。7 月份，商品零售同比增长 7.8%，两年平均增长 3.9%，，餐饮收入增长 14.3%，两年平均增长 0.9%，均较前值下降。分项上看饮料类、烟酒类、化妆品类、日用品类、文化办公类、通讯器材类回落明显。房地产相关消费中家具家电、建筑装饰类消费增速依旧低迷。限额以上商品零售来看，汽车

消费对社零的拉动亦走弱。整体来看消费依旧处于缓慢复苏状态，未来汽车产能受芯片不足影响，对社零支撑或进一步减弱，同时受部分地区加强疫情管控导致出行受限影响，消费复苏依旧承压。

(4) 出口增速大幅回落

按美元计价，7月出口总额2827亿美元，同比增速为19.3%，前值32.2%，出口增速大幅回落，一方面于高基数有关，另一方面是机电和高新技术产品出口大幅下滑，剔除基数效应后整体出口增速不弱。进口总额2261亿美元，同比增速28.1%，前值为36.8%，增速也出现回落，与高基数及内需依然偏弱有关。从出口地区来看，7月对欧盟、东盟和日本等经济体出口增速分别下滑10.0、18.6和13.4个百分点至17.2%、14.5%和12.6%，对欧盟和东盟出口回落主要是与该地区受德尔塔病毒的新一轮冲击影响。从两年平均复合增速来看，7月对美国、欧洲和东盟3个主要出口国家及地区的增速分别为13.0%、6.4%、12.0%，分别较上月提升3.7、-3.5和-0.8个百分点。从出口产品来看，防疫物资出口增速明显回落，主要是高基数影响；机电产品和高新技术产品出口明显回落，除基数原因外，也与市场普遍缺“芯”影响。整体来看出口增速虽有所回落但仍保持韧性。进口来看，7月进口同比增速28.1%，两年平均增速12.8%，均较前值明显回落。一方面受高基数影响，另一方面是极端天气下内需疲弱影响。7月铁矿砂、铜矿砂、煤及褐煤的进口金额的两年的复合增速分别为31.9%、23.1%与5.0%，但进口数量均有不同程度的下降。而汽车及汽车底盘进口两年平均增速均出现回落，一方面反映内需疲弱，另一方面也与汽车缺芯

压制了汽车生产有关。整体来看，出口在外需复苏下仍有望保持韧性，但高增速已过；进口方面内需修复较弱，在大宗商品价格上涨趋缓下，进口增速或将继续小幅回落。

2. 通胀：CPI 同比继续回落

(1) 食品项带动 CPI 同比继续回落

7 月份 CPI 同比增速 1.0%，高于市场预期，前值为 1.1%，CPI 同比继续小幅回落。核心 CPI 同比增速 1.3%，与上月提高 0.4 个百分点，或表明 PPI 向 CPI 的传导开始显现。同比来看，7 月食品价格下降 3.7%，较上月 1.7% 的降幅明显扩大，其中猪肉价格继续大幅下降，同比为 -43.5%，仍是 CPI 食品项的主要拖累。环比来看，CPI 上涨 0.3%，其中食品价格环比下降 0.4%，降幅收窄，猪肉环比下跌 1.9%，鲜菜价格受降雨影响有所上涨。7 月非食品项同比上涨 2.1%，涨幅扩大。其中，受油价上涨影响，交通和通信行业 CPI 同比上涨 6.9%；生活用品及服务同比涨幅持平上月。CPI 整体可控，核心 CPI 增速受 PPI 的传导影响有所增长，下半年非食品项或仍将支撑 CPI，但同时猪肉价格对 CPI 拖累将减弱，CPI 将温和抬升。

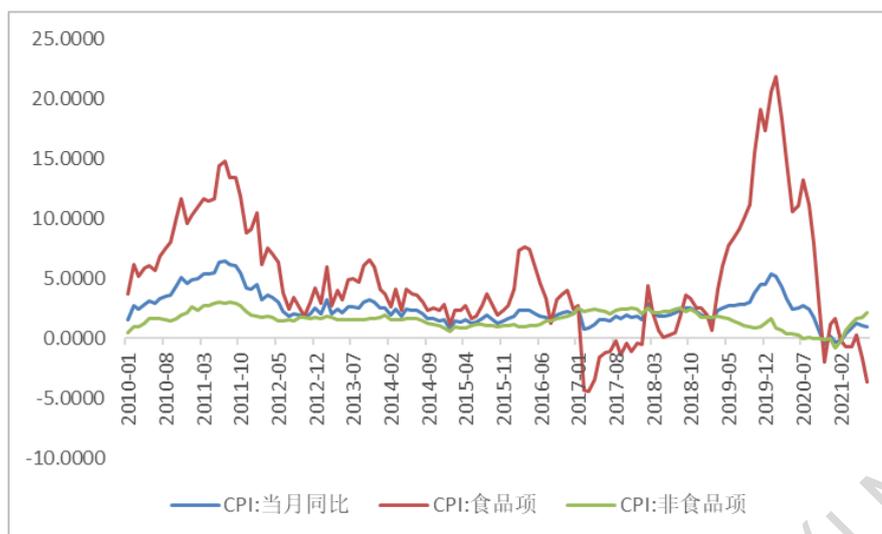


图 1: 食品项带动 CPI 同比继续回落

数据来源: Wind, IMI

(2) PPI 小幅反弹

7 月 PPI 同比增速 9.0%，较上月小幅反弹 0.2 个百分点，继续维持高位，其中新涨价因素为 6.9%，维持高位。分项上看，生产资料同比上涨 12.0%，前值 11.8%，环比 0.6%，前值 0.5%；生活资料同比增速 0.3%，环比-0.2%，均持平前值。环比来看，7 月原油价格继续上涨带动石油和天然气开采业价格上涨 5.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业价格环比上涨 6.6%，黑色金属冶炼和压延加工业价格环比下降 0.2%，有色金属冶炼和压延加工业价格下降 0.1%，继续下降。整体来看，在政策微调下，大宗商品价格高位运行态势降缓解，PPI 有望短期高位震荡后回落。

3. 金融：信贷及社融数据均不及预期

(1) 社融超预期回落

7月份新增社融规模 1.06 万亿元，远低于预期，环比少增 2.61 万亿。社融存量同比增长 10.7%，较上月下滑 0.3 个百分点。7 月社融超预期回落主要是政府债券融资较弱，新增人民币贷款和非标融资亦走弱。具体来看，7 月新增人民币贷款 8391 亿元，同比少增 1830 亿，一方面是房地产严监管下居民贷款下降，另一方面企业融资需求亦减弱；非标融资减少 4038 亿元，同比多减 1389 亿元，其中信托贷款减少 1571 亿元，委托贷款减少 151 亿元，未贴现的银行承兑汇票减少 2316 亿元，季节性收窄。7 月新增股票融资 938 亿元；新增企业债券净融资 2959 亿元；7 月新增政府债券净融资 1820 亿元，主要是当月到期量较大而发行量与上月持平，并未明显提速，拖累社融走弱。7 月底召开的中央政治局会议中提到合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。目前专项债发现量占比不到 4 成，而三季度一般是政府债券发行高峰期，预计 8 月 9 月政府债券融资将放量，支撑社融增速回升。

(2) 中长期贷款表现疲弱

7 月份新增人民币贷款 1.08 万亿元，同比多增 873 亿，新增信贷表现疲弱且中长期贷款下降明显。具体来看，7 月企业新增贷款 4334 亿元，同比多增 1689 亿，其中企业中长期贷款新增 4937 亿元，同比少增 1031 亿，今年以来首次少增，表明企业信贷需求减弱；新增短期贷款减少 2577 亿元，同比多减 156 亿，新增票据融资 1771 亿元，同比多增 2792 亿，银行仍用票据冲量。居民部门来看，房地产调控背景下居民中长期贷款新增 3974 亿元，同比少增 2093 亿；居民短贷

新增 85 亿元，同比少增 1425 亿元。整体来看，7 月降准落地，银行放贷意愿和能力提高，而 7 月信贷数据远不及预期，表明实体经济信贷需求走弱，同时居民部门由于房地产调控政策原因，中长期贷款走弱，制约着居民信贷增长。三季度财政有望发力支撑社融增速，而若三季度经济继续面临下滑压力，加之通胀预期走弱，后续货币政策有望偏宽松，进一步降低实体企业融资成本。

(3) M2、M1 增速均回落

7 月 M1 同比增速 4.9%，较前值回落 0.6 个百分点；M2 增速较前值回落 0.3 个百分点至 8.3%，M2-M1 剪刀差继续走阔。M2 增速回落主要是由于信贷减弱企业和居民存款减少，7 月企业和居民存款均大幅减少，其中居民新增存款减少了 1.36 万亿，非金融企业存款减少 1.31 万亿，财政存款 6008 亿，同比增加 1136 亿，财政投放偏弱。M2 与 M1 间的剪刀差继续走阔，经济内生动能边际走弱。

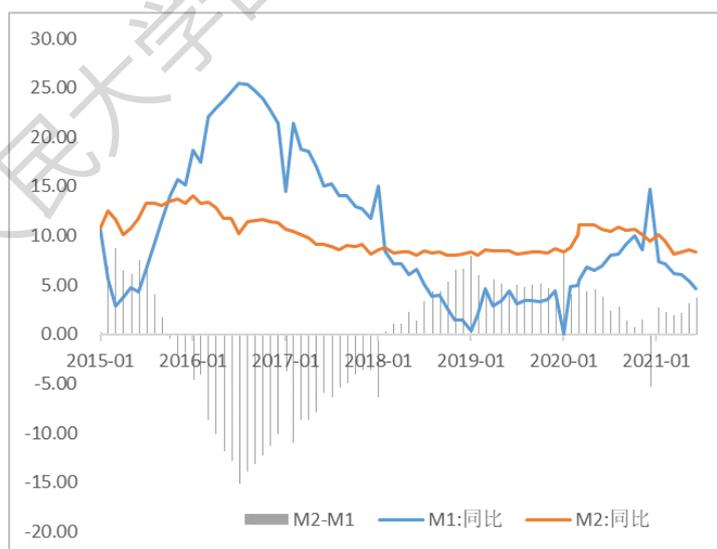


图 2: M1、M2 剪刀差持续走阔

数据来源: Wind, IMI

(三) 商业银行³

1. 银保监会披露商业银行二季度监管数据；央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会

(1) 银保监会披露商业银行 2021 年二季度监管数据

行业整体净利润增速继续回升。商业银行 2021 年上半年实现净利润 1.14 万亿元,同比增长 11.1%,增速较一季度回升 8.7 个百分点。上半年净利润略高于疫情前的 2019 年上半年水平,银行业绩已经恢复常态。

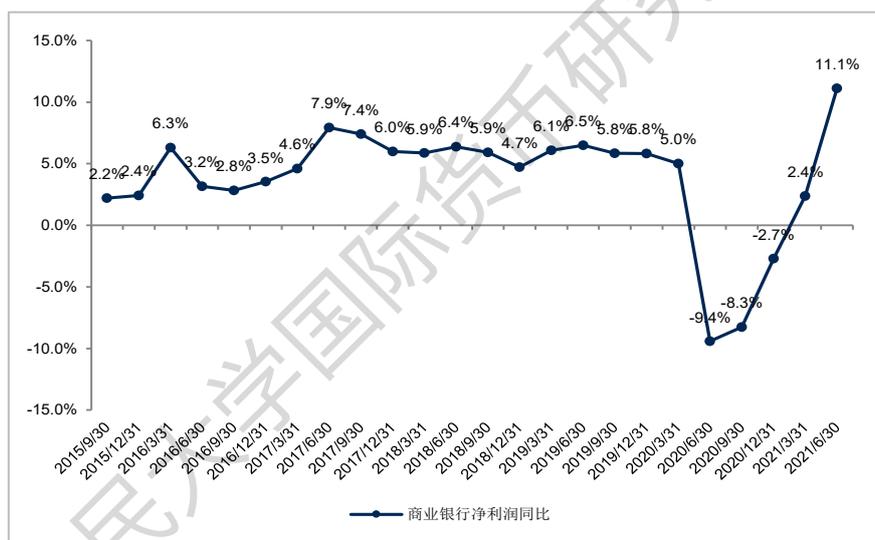


图 3: 商业银行净利润同比增速

数据来源: 银保监会

分类型银行来看,各类型银行增速均明显回升。其中大行 2021 上半年净利润同比增长 13.1%,股份行净利润同比增长 11.8%,城商行净利润同比增长 4.6%。

³ 撰写人: 王剑 (IMI 研究员)、贺晨 (国信证券)

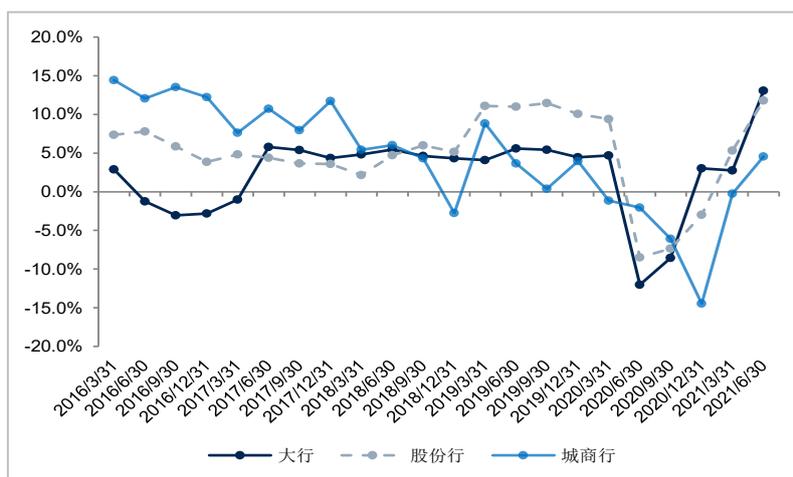


图 4: 各类型银行累计净利润同比增速

数据来源: 银保监会

净息差环比基本稳定, 同比降幅明显收窄。全行业上半年净息差 2.06%, 环比一季度小幅降低 1bp, 基本稳定。同比来看, 今年上半年净息差降幅较去年同期降幅也明显收窄, 有望推动行业收入增速回升。而从分类型银行来看, 大行净息差环比一季度小幅下降 1bp 至 2.02%, 股份行环比下降 4bps 至 2.16%, 城商行环比上升 1bp 至 1.90%。



图 5: 商业银行净息差

数据来源: 银保监会

资产质量指标全面向好。2021 年二季末全行业不良率 1.76%, 环比一季末下降 4bps; 二季末关注类贷款占比 2.36%, 环比一季末下降

6bps; 不良贷款率和关注贷款率持续回落。二季末拨备覆盖率 193%，环比一季末上升 6 个百分点，达到近年来新高。

从分类型银行来看，各类型银行数据均向好，其中大行/股份行/城商行不良率较一季度分别下降 2/3/12bps 至 1.45%/1.42%/1.82%，拨备覆盖率分别上升 6/4/9 个百分点至 225%/208%/191%。

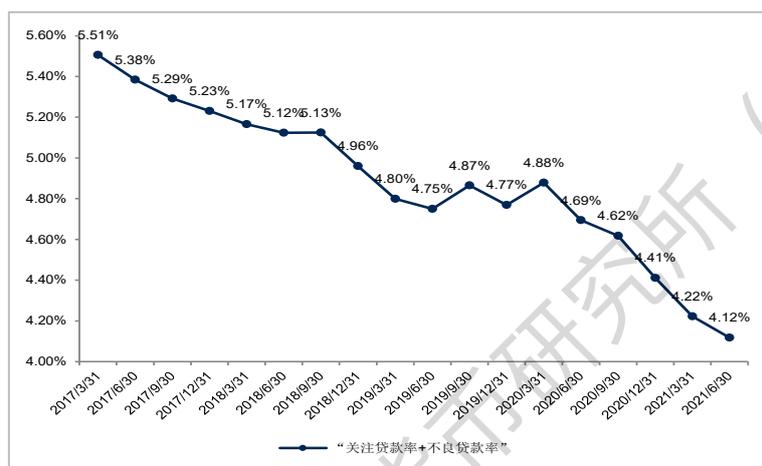


图 6: 商业银行“关注贷款率+不良贷款率”

数据来源: 银保监会



图 7: 商业银行拨备覆盖率

数据来源: 银保监会

注: 2018 年一季末和 2019 年一季末拨备覆盖率大幅提升系 IFRS9 导致。

(2) 央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，部署下一步货币信贷工作

8月23日，人民银行行长、国务院金融稳定发展委员会办公室主任易纲主持召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，研究当前货币信贷形势，部署下一步货币信贷工作。会议认为，今年以来，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，我国持续巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，有效实施宏观政策，经济持续恢复增长，发展动力进一步增强。金融部门坚决贯彻党中央国务院决策部署，稳字当头，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，搞好跨周期政策设计，保持了政策连续性、稳定性、可持续性，科学管理市场预期，坚持服务实体经济，贷款平稳增长，信贷结构优化，社会综合融资成本稳中有降。但也要看到，全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋严峻复杂，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，保持信贷平稳增长仍需努力。易纲在总结中强调，要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体。要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。随着各项普惠金融政策的落地，小微企业融资难的情况有所缓解，整体经营状况持续好转，但疫情对小微企业冲击

较大，且复苏过程中存在一些结构性问题，因此政策需要进一步加强对小微企业的支持。近期信贷增速和社融增速下行略快，因此也有必要对下半年及明年经济增长提前做好布局安排，本次会议召开对于接下来保持信贷稳定增长，支持实体经济将起到很好的作用。

2. 2021年7月货币金融数据分析

2021年7月末，基础货币余额为31.06万亿元，全月减少1.39万亿元。其中，现金（货币发行）增加63亿元，银行的存款准备金减少1.42万亿元，非金融机构存款增加250亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币9289亿元，缴税等财政因素回笼基础货币4395亿元。

7月末的M2余额为230.2万亿元，同比增速为8.3%，较上月下降0.3个百分点。按不含货基的老口径统计，7月份M2减少1.7万亿元。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8635亿元，缴税等财政因素回笼M2约4348亿元，银行自营购买企业债券到期回笼M2约2456亿元，银行信贷投向非银到期和非标压缩等因素回笼M2约1.89万亿元，外汇占款投放M2约13亿元。

表1：7月M2增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	371	外占	13
单位活期	-17,483	债券	-2,456

单位定期	3,980	贷款	8,635
个人	-13,722	财政	-4,348
非银	9,758	其他（非银、非标等）	-18,942
合计	-17,097	合计	-17,097

（四）资本市场⁴

1. 股市：经济下行压力增加，市场情绪有所恢复

（1）基本面更新

7月国内经济数据全面回落，除去洪涝灾害和局部疫情爆发等临时性因素扰动外，经济自身的运行动力也是在走弱的。7月制造业PMI录得50.4，较6月的50.9加快回落，且已连续4个月回落。分项指标来看，生产、新订单、新出口订单、原材料库存环比回落，出厂和购进价格环比回升，产成品库存有所回升，反映制造业企业实际经济活动走弱，上游原材料价格上升压制了原材料购进，产成品库存有被动补库存的趋势。从宏观经济数据看，7月份除进出口数据继续保持在高景气区间外，其他经济数据全面走弱。具体而言，7月出口两年平均增速为12.9%，较6月有所回落但仍处于10%以上的高景气区间；社零消费和服务业消费大幅走弱，7月社零消费两年平均增速为3.6%（前值4.9%），服务业生产指数两年平均增速5.6%（前值6.5%）；投资方面同样回落较快，7月制造业投资两年平均增速2.8%（前值

⁴ 撰写人：IMI 研究员孙超、芦哲

6.0%)，房地产投资两年平均增速 6.3%（前值 7.2%），基建投资两年平均增速-1.6%（前值 3.9%）。展望下半年，7 月商品和服务业消费因为疫情因素临时性走弱，下半年消费相对不悲观；而投资端下行的压力则较大，制造业投资在出口见顶和原材料涨价挤压利润之后，难有发力的空间，地产投资则受监管约束继续回落，基建投资可能企稳但不具备大幅上升的条件。总体来看，经济下行的压力是有所增加的，7 月央行已开展降准提前对冲经济下行风险，预计后续还有更多的宽松措施出台。

国内通胀仍处于较强的状态。7 月 PPI 同比 9%，较 6 月出现反弹，与今年 5 月的同比增速持平，需注意的是去年 7 月低基数效应有所减弱，因此今年 7 月的通胀实际上较 5 月份更强。CPI 通胀较为温和，7 月 CPI 同比增长 1%（前值 1.1%），CPI 增速回落主要由于食品价格增速回落带动，非食品 CPI 仍然较强，7 月非食品 CPI 同比增长 2.1%（前值 1.7%），已连续 6 个月处于回升通道。从大宗商品价格和全球通胀形势来看，预计未来 2 个月通胀压力仍将较大，但后续考虑全球需求回落、叠加美联储政策转向治理通胀，2021 年年末通胀压力有望边际缓解。

货币政策方面，短期内央行继续维持中性偏松的政策立场，下半年降准降息仍然可期。中性是指央行仍然维持政策利率不变，偏松是指在现有政策利率的水平上，央行允许资金利率适度低于政策利率，当前国股行 1 年期同业存单利率约 2.65%，较同期限的 MLF 利率低约 30BP。7 月信贷数据全面走弱，实体经济融资需求有限，预计下半

年央行将通过降准降息刺激信贷需求。7月新增社融1.06万亿元，低于往年季节性；新增人民币贷款（银保监口径）1.08万亿元，与往年季节性略微持平；新增政府债券净融资规模1820亿元，大幅低于季节性，广义财政力度仍有待加强。企业债券净融资相对正常，非标融资继续收缩。

海外方面，美国通胀仍然维持较强水平，美国就业市场恢复有所加快，年内美联储政策转向相对确定，需关注其对新兴市场国家资产价格的风险。美国7月CPI同比增长5.3%，核心CPI同比增长4.2%，在低基数效应逐步消退之后，美国通胀数据整体仍继续走高。美国就业市场近期出现了加快恢复的迹象，7月美国新增非农就业94.3万人（前值93.8万人），新增非农就业已连续3个月加速增加；7月美国失业率由上月的5.9%大幅回落至5.4%，劳动参与率也有所回升（7月为61.7%，6月为61.6%）。近3月美国就业市场的加快恢复主要是劳动力供给端条件有所改善，疫苗的普遍接种、财政补贴逐步退出、部分州降低失业补贴等因素使得美国居民重返就业岗位。我们测算，如果新增非农就业继续按照100万人/月的恢复节奏，则就业指标在今年10月底可达到美联储沟通缩减购债的门槛；如果新增非农就业按照80万人/月的恢复节奏，则11月底可达到美联储沟通缩减购债的门槛。美国货币政策转向对新兴市场国家资产价格的风险值得关注，近期为应对资本外流和汇率压力，韩国、智利、巴西、俄罗斯和墨西哥等新兴市场经济体已开始加息。

(2) 市场回顾与展望

8月市场情绪整体有所恢复，截至8月27日，本月上证指数上涨3.67%，收报3522点；沪深300上涨0.33%，收报4827点；创业板指下跌5.32%，收报3257点。行业间分化有所收窄，8月中信一级行业月度涨跌幅标准差为5.8%，低于上月的10.6%。分行业看，周期板块涨幅居前，本月煤炭、基础化工、钢铁、有色金属涨幅均超过10%；而前期强势的新能源和芯片板块则有所松动，8月电力与新能源行业上涨3.8%（前值上涨9.7%），电子行业下跌5.3%（前值上涨5.7%）；医药和白酒板块继续走弱，8月医药行业下跌7.8%（前值下跌10.4%），食品饮料行业下跌2.7%（前值下跌18.9%）。

8月煤炭、钢铁、有色、化工等周期行业板块涨幅较大，或与上半年周期行业盈利大增有关，而当前正好是中报季；与此同时，8月下旬疫情导致部分商品品种供给出现扰动，对商品情绪有所提振，从而传导至股票的周期板块。后续来看，美联储货币政策转向、国内需求下行风险增加、政策层采取保供稳价措施等因素皆不支持大宗商品价格继续大幅走强，我们对商品整体持谨慎态度，对应到股票市场周期类板块在当前时点以降低仓位做防御为主。8月医药、白酒板块继续回调，一方面由于本身这两大板块估值较高，此外市场对于医药集中采购、白酒设置价格天花板等政策风险仍然较为担忧，反映在估值上则是继续给出偏谨慎的估值。近两年新能源汽车和光伏板块受益于国内和全球的“碳中和”趋势，市值出现倍数级增长，且估值在历史分位上处于较高水平，后期这些板块增长预期难以避免出现二阶导回落，需警惕股价回调风险。

当前经济仍处于下行初期，经济回落的风险可能并未完全在股市中定价，短期内我们对于股票持偏谨慎的观点，建议降低仓位。鉴于下半年流动性整体处于宽松状态，且无风险利率进一步下行的空间有望打开，因此当前股市也不存在系统性风险。后期则关注无风险利率下行空间打开后，对利率相对较敏感的板块，如券商、成长。

2. 债市：资金面稳中略有收敛，追涨性价比不高，逢调整仍是机会

(1) 核心观点

2015年后外汇占款系统性减少，基础货币投放方式从被动转向主动，从数量转为价格，货币政策取向是核心。目前央行的实际调控框架是“市场利率围绕政策利率波动”。展望未来，货币政策稳字当头没有改变，但美联储和通胀制约宽松力度，资金面较二季度稳中略有收敛，短期隔夜与7天利差收窄有利于抑制加杠杆行为。我们近期判断“追涨性价比不高，逢调整仍是机会”，小波段操作小有收获。继续保持“超长利率债+3、5年利率债+产业债适度拉长久期+中部区域城投债短端+二级资本债调整中布局+转债个券”的组合建议。本周关注点是MLF续作情况、8月份经济数据和地方债供给等。

(2) 回顾历史，我国的基础货币投放方式经历了从被动到主动两个阶段

第一阶段：2014年以前，外汇占款持续高增，是基础货币的主要投放方式。第二阶段：2015年之后，外汇占款系统性减少，公开市场操作重要性提高，投放方式从被动转为主动。基础货币形成方式的根

本改变，导致国内资金面的大背景从“资金面容易过剩”向“资金面相对短缺”转变。对于市场而言，则意味着资金面的预判难度加大，央行的态度更加重要。由于信贷投放-缴准-消耗超储等机制，如果央行不主动投放资金，容易出现资金缺口，并使得主动权牢牢掌握在央行手中。在新的框架下，央行主动投放反而可能说明资金面已经出现缺口，未必是放松，反之亦然。

(3) 2014 年央行着手构建利率走廊管理，政策框架由数量型转为价格型

资金面主动权重回央行之后，预期管理的重要性就开始凸显，2014 年开始央行着手构建利率走廊管理，代表政策框架由数量型转为价格型。利率走廊的上限是 SLF 利率，下限是超额存款准备金利率，货币市场基准利率大多参考 DR007。值得注意的是，我国利率走廊宽度较大，实际当中并不是资金面的主要约束。目前央行的实际调控框架是“市场利率围绕政策利率波动”，OMO 与 MLF 是市场利率的“锚”。2019 年 LPR 改革之后，MLF 作为中期政策利率的地位进一步巩固，与 OMO 共同传达利率调控的信号。

(4) 实践当中，央行态度是资金面的核心，但也难免面临阶段性扰动

第一，政府债发行和缴税会造成财政存款波动、基础货币回笼，但财政支出和逆回购等有助于平抑短期波动。第二，监管考核导致季末和月末资金面出现分层效应，但包商事件后创新了非银投放手段，交易所“神秘资金”助力机构平稳跨季。第三，M0 在春节前后波动

较大，主要通过 TLF、CRA 等创新型工具和逆回购对冲。总之，资金面主动权重回央行手中，客观上要求央行主动进行预期管理，同时熨平资金面的结构性扰动。在观察资金面水平时，应重点关注 DR007 的运行情况，而不应过度关注操作数量。至于政策利率的调整，主要根据宏观经济金融运行情况和货币政策目标确定。

(5) 沿着这一框架，如何判断未来一段时间的資金面水平？

首先，央行态度是重中之重，“加强跨周期调节”要求货币政策稳中偏松，资金面收紧概率不大。其次，美联储、通胀是货币政策中期主要制约，资金面大概率平稳中略有收敛。第三，隔夜与 7 天逆回购利差不断压缩，可能意在压缩杠杆空间。第四，季末时点将至，资金面可能面临小幅扰动。最后降准和结构性工具仍值得期待，降息短期概率不大。整体而言，货币政策稳字当头没有改变，但美联储和通胀制约宽松力度，未来资金面大概率稳中略有收敛，隔夜与 7 天利差预计保持压缩状况以便抑制加杠杆行为。对于市场而言，“控价保量”意味着曲线平坦化概率偏大，我们之前建议小幅降低杠杆。

二、宏观经济专题⁵： 流动性幻觉与高杠杆之谜

（一）摘要

本文研究信用货币体系下流动性不足导致的过度投资和高杠杆率问题。文章将货币引入到消费者与银行互动的三期经济框架中，构建信用货币体系下的偏好冲击与流动性冲击模型，阐明消费者的购买力、经济投资效率和杠杆率都在一定程度上取决于流动性背后的价值支撑，而非仅由流动性的名义数量决定。本文指出，流动性的价值支撑主要体现为央行储备资产和政府财政收入，其水平决定了经济体系内短期消费支付能力，流动性的价值支撑不足会导致过度投资和高杠杆率。进一步基于中国数据的实证分析验证了理论模型的主要结论。本文研究结果提示，在经济双循环体系下，货币政策与财政政策的协调配合尤为重要，维持央行储备资产规模并保持合理税率水平可以缓解流动性的价值支撑不足和高杠杆率问题。

（二）引言

在信用货币体系下，中央银行行使货币发行职能。从表面上看，信用货币体系下经济运行所需的流动性似乎完全归结于中央银行。在此逻辑下，一种普遍的看法是流动性不足问题（即在需要购买商品和服务时没有足够的货币）可以通过中央银行发行名义货币得到解决，

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刘泽豪，清华大学经济管理学院何平。本文节选自原载于《金融研究》2021年第7期的《流动性幻觉与高杠杆率之谜》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract904.shtml>

如果是这样，那么信用货币体系下似乎不应该存在明显的流动性不足和高杠杆率问题。然而从实际情况看，信用货币体系下债务（贷款）占比居高不下形成经济体的高杠杆率现象普遍存在，传统货币理论难以给出合理且让人信服的解释。

针对中国近年来的杠杆率上升问题，已有研究尝试从宽松的宏观政策（王宇伟等，2018）、政府隐性担保（纪洋等，2018）、市场竞争环境下银行对国有企业的软预算约束（如蒋灵多和陆毅，2018）等角度寻找答案。然而，基于类似视角的研究却并未得到一致结论。例如刘晓光和张杰平（2016）认为紧缩而不是宽松的货币政策会提高经济杠杆率，而张斌等（2018）对中国 2009—2016 年期间杠杆率上升的解释是经济结构转型，他们的分析表明货币政策、地方政府和国有企业预算软约束以及高储蓄率等原因都难以解释杠杆率上升现象。这意味着有必要深入理论层面对杠杆率形成的本质原因进行阐释。

为此，本文从经典货币理论出发，研究信用货币体系下流动性不足问题的本质及其影响，尝试阐释流动性不足与经济中的高杠杆率相伴而生并非巧合，而是因为流动性的价值支撑不足驱动了高杠杆率（过度投资带来的借贷冲动）。在信用货币体系下，货币本身可以视为流动性最强的资产，其他高流动性资产在用于满足消费或者投资需求时都要转换成货币。因此，流动性的核心是由货币所定义的。在经典的流动性冲击模型中（Diamond and Dybvig, 1983），“流动性不足”指的是经济主体在需要购买商品或服务时没有足够的购买力。经济主体的购买力取决于所持有货币的真实价值，即真实购买力，因为商品

和服务的卖方关心的是货币的真实价值而非名义数量。与此对应，流动性背后的价值支撑，也即名义货币发行的背后支撑所对应的真实购买力，而非流动性的名义数量，是决定社会流动性充裕程度的关键因素。

从国家层面看，央行发行的货币是央行代表国家持有的负债，其价值由债务人未来的现金流以及债务人为这项负债提供的担保决定。国家的财政收入就是债务人未来的现金流，而央行持有的储备资产就是债务人为负债提供的抵押品（Leeper, 1991; Sims, 1994, 1999, 2013; Cochrane, 2001, 2005）。因此，流动性的价值支撑由央行储备资产和政府财政收入共同决定。可以证明，流动性不足的问题主要来自流动性背后的价值支撑不足，而非仅是流动性的名义数量短缺。宽泛意义上的流动性泛滥本质上是流动性名义数量的泛滥，对应的投资过度和杠杆率过高看似是流动性的泛滥，本质上反而是流动性的价值支撑不足造成的。传统意义上的流动性不足经常被误解为名义货币量的短缺，从而希望能够通过扩张名义货币量来解决流动性不足问题。但这一政策无法增加货币的真实购买力，因而无法解决因流动性不足而导致的高杠杆率困境。基于传统货币理论理解流动性供给问题时通常关注流动性的名义数量，因此可能会产生一种幻觉，即央行投放了大量流动性，而流动性不足及其带来的高杠杆率问题还是没有得到解决。

流动性的价值支撑不足会导致杠杆率攀升，进而带来经济异常波动，增加风险隐患。随着经济增长和经济规模的扩大，社会所需要的流动性总量不断提高（交易规模不断扩大）。如果仅关注流动性的名

义数量而忽略其背后的价值支撑，就可能会依靠扩张流动性的名义数量来满足社会日益增长的流动性需求。然而，由于流动性的名义数量的增加并不能增加货币的真实购买力，因此流动性的价值支撑无法增加。相反，相对于流动性需求的提高，流动性背后的价值支撑反而下降，流动性缺口相应增加。这就是为何在信用货币体系下经济周期的扩张阶段也会出现流动性不足而触发风险。也就是说，经济快速增长伴随着流动性需求快速增加。如果流动性背后的价值支撑部分没有对应补充，流动性短缺问题可能进一步加重，从而造成杠杆率居高不下，甚至会引发流动性危机。

为了直观地说明问题，我们基于中国数据尝试估算流动性的价值支撑水平，并在下图刻画了流动性的价值支撑水平分别与两个不同口径的全社会杠杆率指标的时序走势图。

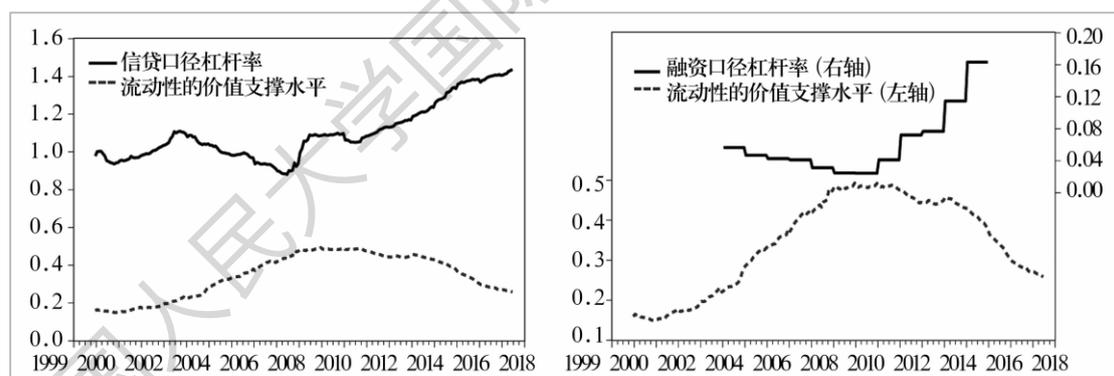


图 8：中国的宏观杠杆率与流动性的价值支撑水平

数据来源：中国人民银行，国家统计局，国际货币基金组织（经作者计算）

注：流动性的价值支撑水平使用财政收入与央行资产负债表中储备资产项之和除以名义 GDP；信贷口径杠杆率基于中国人民银行公布的中国所有金融机构人民币贷款总额除以名义 GDP；融资工具口径杠杆率使用中国境内发行机构发行的债务工具（包括政府债券、公司债券、商业票据和货币市场债务工具）总额

度除以名义 GDP；所有指标均经过年化标准化。

图中两组变量的变化趋势呈现出了非常有意思的对比：无论信贷口径的杠杆率还是融资工具口径的杠杆率，都与流动性的价值支撑水平呈现明显的反向走势。流动性的价值支撑与杠杆率的这种反向走势以往在学术界并未得到重视，也未有理论解释。

有鉴于此，本文构建了信用货币体系下的偏好冲击和流动性冲击模型，从而推演出流动性的价值支撑与杠杆率形成机制之间的联系。与 Diamond and Dybvig (1983) 的经典理论（即 DD 模型）相比，本文的贡献是将信用货币引入到消费者、银行及企业互动的三期模型中，从而进一步刻画流动性的价值支撑与经济杠杆率之间的逻辑联系。本文研究表明，流动性的价值支撑不足压低了短期消费支付能力，激发了更多的长期投资，过度投资带来了借贷冲动，从而驱动了杠杆率升高。宽泛意义上的流动性充盈本质上是流动性的名义数量很多，对应的投资过度 and 杠杆率过高看似是流动性泛滥，本质上反而是流动性的价值支撑不足的反映。

基于本文研究结论，当流动性的价值支撑不足时，仅仅增加名义货币的数量无法解决流动性的价值支撑短缺而导致的高杠杆问题，反而可能引发通胀。只有增加发行货币所对应的储备资产的数量以增加流动性背后的价值支撑，才能解决流动性短缺困境，以更好地实现“十四五”期间加快构建新发展格局的战略目标。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Nov	20- Dec	21- Jan	21- Feb	21- Mar	21- Apr	21- May	21- Jun	21- Jul
CPI	同比	-0.5	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0
PPI	同比	-1.5	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0
制造业 PMI	指数	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4
工业增 加值	累计 增长	2.3	2.8	35.1		24.5	20.3	17.8	15.9	14.4
工业企 业利润 总额	累计 同比	2.4	4.1		178. 9	137. 3	106. 1	83.4	66.9	57.3
固定资 产投资 完成额	累计 同比	2.6	2.9		35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3
社会消 费品零 售总额	同比	5.0	4.6			34.2	17.7	12.4	12.1	8.5
进出口 总值	当期 值同 比	7.8	5.9	17.5	57.2	24.0	26.6	26.9	22.0	11.5
M2	同比	10.7	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3
社会融 资规模	存量 (百 亿元)	283 25	284 75	289 74	291 36	294 56	296 15	297 98	301 56	302 49
金融机 构新增 人民币 贷款	当月 值 (亿 元)	143 37	125 52	357 83	135 94	273 03	146 85	149 64	2119 6	108 32

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.2125	IMI 宏观经济月度分析报告（第 51 期）	IMI
IMI Report No.2124	IMI 宏观经济月度分析报告（第 50 期）	IMI
IMI Report No.2123	《人民币国际化报告 2020》系列十一：打造世界一流金融制度环境的突破口—营造富有国际竞争力的税收环境	IMI
IMI Report No.2122	《人民币国际化报告 2020》系列十：形成具有国际影响力的“上海价格”体系	IMI
IMI Report No.2121	从事实角度看人民币汇率机制	张瑜
IMI Report No.2120	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	郭彪
IMI Report No.2119	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	类承曜
IMI Report No.2118	IMI 宏观经济月度分析报告（第 49 期）	IMI
IMI Report No.2117	《人民币国际化报告 2020》系列九：上海建设全球金融中心的微观举措	IMI
IMI Report No.2116	《人民币国际化报告 2020》系列八：上海全球金融中心建设的机遇与挑战	IMI
IMI Report No.2115	《人民币国际化报告 2020》系列七：改革开放以来金融创新的先行者	IMI
IMI Report No.2114	国际资本市场形势分析	钱宗鑫
IMI Report No.2113	《人民币国际化报告 2020》系列六：国际中心城市建设与货币国际化	IMI
IMI Report No.2112	《人民币国际化报告 2020》系列五：上海全球金融中心五位一体的协同发展模式	IMI
IMI Report No.2111	IMI 宏观经济月度分析报告（第 48 期）	IMI
IMI Report No.2110	发展绿色金融高效助力“碳中和”	蓝虹
IMI Report No.2109	新格局、新动力：十四五时期中国经济和资本市场解析	钟正生
IMI Report No.2108	《人民币国际化报告 2020》系列四：充分发挥上海对高质量发展和高水平开放的引领作用	IMI
IMI Report No.2107	《人民币国际化报告 2020》系列三：人民币国际化进程稳步向前	IMI
IMI Report No.2106	IMI 宏观经济月度分析报告（第 47 期）	IMI
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



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