

No. 2129

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十四期)

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.....	- 7 -
(二) 国内宏观.....	- 7 -
1. 经济：主要经济数据表现低迷.....	- 8 -
2. 通胀：CPI 略有回落，PPI 再创新高	- 12 -
3. 金融：社融增速回落，贷款需求偏弱.....	- 13 -
(三) 商业银行.....	- 15 -
1. 《系统重要性银行附加监管规定（试行）》发布；央行回应房地产金融相关问题.....	- 15 -
2. 2021 年 9 月货币金融数据分析.....	- 17 -
(四) 资本市场.....	- 19 -
1. 股市：市场情绪有所回暖，结构性机会尚存.....	- 19 -
2. 债市：利率震荡上行，地产主体信用风险频发.....	- 23 -
二、宏观经济专题：激励与平衡：中国经济增长的财政动因 ..	- 27 -
(一) 摘要.....	- 27 -
(二) 引言.....	- 27 -
三、主要经济数据	- 31 -

图表目录

图 1：M1、M2 剪刀差持续走阔	- 15 -
图 2：分税制、转移支付制度与经济增长.....	- 30 -

表格目录

表 1：9 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

美国经济增速不及预期，**Taper** 如期启动；欧元区经济复苏放缓，维持利率不变；日本经济回升形势仍严峻，货币政策维持宽松。美国 Q3 经济增速低于预期，9 月通胀仍居高位。11 月 FOMC 会议如期启动 **Taper**，计划于 11 月开始每月减少 150 亿美元购债规模。欧元区经济持续复苏，但回升趋势边际放缓；通胀创新高。欧央行 10 月会议表示维持利率不变，**PPEP** 至少持续到明年 3 月份。日本制造业 PMI 有所回升、CPI 同比转正，但整体复苏形势仍较严峻。日央行 10 月会议后宣布将维持宽松货币政策，坚持 2% 的通胀目标，必要时会推出进一步的宽松措施。

(1) 美国三季度 GDP 低于预期，9 月通胀维持高位

经济方面，三季度 GDP 环比折年率低于预期，消费与净出口成主要拖累。美国 Q3 GDP 环比折年率+2.0%，低于彭博一致预期 2.6%，前值上修至 6.7%。私人消费/净出口对 GDP 环比拉动率分别为 1.1%/-1.1%，前值 7.9%/-0.2%，其中耐用品、非耐用品、服务消费对 GDP 环比拉动率分别录得-2.7%/+0.4%/+3.4%，前值为+1.0%/+2.0%/+4.9%，可见 Q3 耐用品消费对 GDP 的拖累最大。关注疫情“常态化”下，美

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

国经济结构出现的三大变化：1) 服务消费对疫情冲击的敏感度下降。 Q3 服务消费并未出现 2020Q4 因疫情而断崖式下滑的现象，在全球疫情常态化的背景下，人们对疫情担忧或在弱化，叠加各国防疫措施多有放松、对边境管控减少（美国将于 11 月初开放边境），疫情对服务业冲击的敏感性在减弱，而这也意味着未来即便疫情有进一步的缓和或恶化，对消费的正向或负向冲击或也将弱化。2) “芯片”荒对经济的冲击越发凸显。 Q3 美国经济环比增速的放缓一半以上来自汽车产业链的拖累。3) 个人收入对耐用品支出的推动正在弱化。 目前来看，居民收入已随着财政补贴到期而下降，同时耐用品消费倾向也未出现进一步走高，或因各类居家耐用品需求一次性释放后缺乏后续支撑需求的动力，从而带来耐用品消费增长动力逐步减弱。

物价方面，9 月美国 CPI 同比高位小幅回落。9 月美国 CPI 同比 5.4%，前值 5.3%；核心 CPI 同比 4%，前值 4%。从 9 月数据看，应关注美国高通胀下的四个价格趋势。

1) 食品价格同环比仍在加速。 食品通胀上行，一方面有前期干旱的影响，另一方面，受制于供应链短缺，饲料、运输和人工成本的上涨也在助力食品通胀上升。

2) 房租环比维持在历史高位，同比继续上行。 供需偏紧继续推高房价并带动房租价格回升，房租环比涨幅保持在历史高位，同比涨幅持续扩大，但目前还未完全恢复至 2016-19 年水平，未来仍有上行空间。

3) 能源冲击下的天然气价格环比涨幅加快。 9 月天然气价格指数

环比 2.7%，连续 8 个月上涨。近期欧洲以天然气为代表的能源冲击尚未有缓解趋势，供需偏紧下欧洲天然气价格飙涨，也带动了美国天然气价格的上涨，叠加今年大概率出现拉尼娜冷冬，短期美国能源价格仍有环比上涨动能。

4) 受疫情改善影响，出行社交类相关价格有所修复。比如，运输服务价格环比跌幅收窄（-0.5%，前值-2.3%），主要体现在飞机票、公共交通等价格走势的修复上；娱乐服务价格（0.4%，前值 0.2%）环比小幅扩大，二手车价格（-0.7%，前值-1.5%）跌幅放缓。

(2) 美国 11 月 FOMC 会议启动 Taper

美国 11 月 FOMC 会议如期启动 Taper，计划于 11 月开始每月减少 150 亿美元购债规模（国债 100 亿美元、MBS50 亿美元）。与 2014 年美联储 taper 持续 10 个月的节奏基本一致，但略低于市场预期的每月缩债 200 亿美元。会议声明如果经济前景发生变化，委员会会调整 taper 节奏。这一表述一方面为美联储加速 Taper 留出政策空间，另一方面也为提前加息留有余地，因为美联储加息大概率在 Taper 完成后，Taper 提前则加息也可提前。在新闻发布会上，美联储表示继续压低市场加息预期，一则当前充分就业目标尚未完成，二则通胀上涨随着供给修复可能回落，且工资-通胀螺旋上涨尚未发生，发布会后市场对 2022 年 12 月的加息预期回落，而此前声明发布后加息预期走高。对市场而言，资产价格对本次会议解读为“面鹰里鸽”。美元指数下跌、COMEX 黄金上涨、美股全线上涨，唯一背离的是美债收益率上行，或与声明发布后加息预期略有走高有关，发布后加息预

期虽回落但美债横在高位。

Taper 如期落地后，目前联邦基金期货隐含 2022 年加息 2 次，而美联储在 11 月 FOMC 会议中仍表示加息还很远。回顾上一轮 FED 加息周期，2016 与 2018 年，年初联邦基金期货定价的全年加息预期分别出现了大幅高估/低估（2016 年实际加息次数少于预期，2018 年实际加息次数多于预期），并导致资产价格与年初预估的走势完全背道而驰。那么，站在加息预期高企 VS 美联储表态偏鸽的当下，未来美联储会引导加息预期如期落地，还是最终不及预期，重演 2016 或 2018 年的资产价格走势，更多将取决于美联储“以为”的加息与市场“以为”的加息如何博弈：

1) 加息预期走高不一定会加息。在金融危机后的加息周期中，市场预期曾两度出错。2016 年高估加息幅度，年初预期全年加息 2 次，实际加息 1 次。2018 年低估加息幅度，年初预期全年加息 2 次，实际加息 4 次。

2) 资产价格方面，2016 年加息不及预期：黄金上涨、10Y 美债收益率下行、美元指数偏弱；2018 年加息超出预期：黄金下跌、10Y 美债收益率走高、美元指数上涨。由此可见，加息预期是否如期兑现对资产价格的意义更大。

3) 当前对 2022 年加息预期仍有分歧。尽管目前联邦基金期货利率隐含的加息预期为 2022 年加息 2 次，但 Bloomberg 对 49 位经济学家的调查则显示首次加息预期仍在 2022 年上半年。而回顾 2016 年的加息预期落空年，年初纽约联储调查一级交易商与市场参与者（如共

同基金)的结果显示,他们同样预期 2016 年全年加息 2 次,与联邦基金期货隐含加息预期一致,即当时的加息预期具有极高的一致性(资产价格隐含预期与经济学家预期相同)。加息预期的一致性越高,也导致了此后预期反转对资产的冲击越大。目前,2022 年加息的一致预期尚需观察(如纽约联储对一级交易商与市场参与者的 11 月调研结果尚未发布),未来一致预期是否能收敛至 2022 年加息 2 次,以及 2022 年是否如期落地,对 2022 年资产价格的影响将更大。

4) 美联储对加息的预期指引或是修正市场加息预期的关键。如果仅考虑美联储充分就业与物价稳定的双重目标,美联储明年加息具有其必要性:根据亚特兰大联储测算,美联储设置的平均通胀目标 2% 的水平已经实现;根据 CBO 对潜在产出的测算,若 2022 年 GDP 同比+4%,则产出缺口可回正。在这一环境下美联储尚未释放加息的前瞻指引,未来美联储合适提供加息的前瞻指引、加息预期如何演化,更多取决于市场“以为”的加息与美联储“以为”的加息之间的博弈。

(3) 欧元区经济延续复苏趋势、通胀创新高,欧央行维持利率水平不变, PPEP 至少持续到明年 3 月份

欧元区经济延续复苏,但复苏趋势边际放缓。GDP 方面,欧元区三季度实际 GDP 环比折年率 9.1%,前值 8.7%,经济继续强劲复苏。但 10 月 PMI 回落,显示经济复苏进程边际放缓,其中制造业 PMI58.5,创今年 2 月以来新低,服务业 PMI54.7(前值 56.4)。通胀方面,欧元区通胀 10 月再创新高,调和 CPI 同比较前值上行 0.7 个百分点至 4.1%。

货币政策方面，欧洲央行 10 月会议维持利率不变，PEPP 至少持续到明年 3 月份，欧央行预计中期通胀将低于 2% 目标。欧洲央行 10 月会议维持三大关键政策利率不变（即：主要再融资利率 0%、存款利率 -0.50%、边际借贷利率 0.25%），符合市场预期。维持前瞻性指引，直至通胀水平在其预测期结束前达到 2% 的通胀目标。资产购买方面，继续执行 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划（PEPP）直到至少 2022 年 3 月底，最终何时结束将取决于疫情结束时间。欧洲央行行长拉加德 10 月 28 日在新闻发布会上称，能源价格上涨、需求复苏和供应链瓶颈目前正在推高通胀。虽然通胀下降所需的时间比之前预期的要长，但欧央行预计这些因素将在 2022 年缓解。欧央行预计中期通胀将低于 2% 目标。

（4）日本经济修复速度偏慢，货币政策将继续保持宽松

日本经济有回升，但整体形势依然严峻。从 PMI 数据看，日本 10 月制造业 PMI 为 53.2%，前值 51.5%，出现小幅回升。但日本 10 月发布的《经济与物价展望报告》指出，日本经济复苏面临严峻形势。服务业依然低迷，出口及工业生产受海外供给制约出现减速。物价方面，CPI 同比走势小幅改善。9 月日本 CPI 同比 0.2%，前值 -0.4%，去年 10 月以来首度转正；核心 CPI 同比小幅升至 0.1%。

货币政策方面，日本 10 月央行会议后宣布继续保持当前货币政策宽松力度，维持利率水平不变。日本央行宣布，继续将短期利率维持在 -0.1% 的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在 0% 左右；继续维持目前为应对疫情而采取的各种宽松政策；继续支持企业融资，

并通过购买资产维护金融市场稳定。日本央行行长黑田东彦当天在记者会上重申，日本央行将继续坚持 2% 的通胀目标，如有必要将推出进一步的宽松措施。

2. 汇率展望：人民币易贬难升

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。**中美货币、经济双背离进一步显现，Q4 人民币汇率易贬难升。**货币方面，中国央行和美联储货币政策的方向背离：考虑到“滞”可能晚于“胀”结束，经济衰退依然会来，未来国内货币政策可能是稳中略松的格局，而美联储则已开启货币政策收紧周期。经济方面，美国 GDP 环比增速 Q4 普遍预期将改善（彭博一致预期 Q4 环比折年率+4.8%，Q3 为+2%），而中国在消费、地产投资疲弱与能耗双控的约束下，Q4 经济或继续偏弱。同时，资本流入对 Q4 人民币汇率的支撑也在走弱。BIS 跨境资本流动数据显示，Q2 以来流入我国债券市场的资金规模已开始下降，6 月 FOMC 会议后进一步缩水；MSCI 中国 ETF 近期做空股数大幅走高，也反映了近期外资对中概股投资信心的下降。

（二）国内宏观²

10 月 18 日，国家统计局公布了我国 9 月份经济数据。三季度

²撰写人：IMI 研究员孙超

GDP 同比增长 4.9%，两年平均增长 4.9%，经济超预期下行。在能耗双控以及疫情、洪灾的冲击下，三季度国内主要经济数据表现偏弱，工业生产放缓，9 月份规模以上工业增加值同比增长 3.1%，较上月明显回落，工业生产恢复继续放缓。1-9 月固定资产投资累计同比增速为 7.3%，两年复合增速为 3.8%，制造业投资继续改善，房地产和基建投资持续低迷。9 月社零同比增速为 4.4%，消费有所修复，服务业恢复较快，但能否持续有待观察。三季度出口依然保持高增长，机电产品和高技术产品出口今年以来维持高增速，对出口形成一定支撑。总体来说，三季度受能耗双控以及疫情、洪灾等多因素冲击下，经济转型调整压力有所显现。

1. 经济：主要经济数据表现低迷

(1) 三季度 GDP 增速 4.9%

三季度国内 GDP 同比增长 4.9%，跌破 5%，同时也大幅低于预期。三季度 GDP 表现较弱一方面与三季度的台风以及河南特大洪水灾害有关，另一方面也与七八月国内部分地区疫情散发有关，同时限电限产政策下生产受到冲击，而大宗商品的上涨至高位进一步对工业生产造成压力。分产业来看，第二第三产业同比增速下降明显，分别下降 3.9 个百分点和 2.9 个百分点至 3.6% 和 5.4%，第一产业同比增速下降 0.5 个百分点至 7.1%。

(2) 双限下工业生产明显放缓

9 月份规模以上工业增加值同比增长 3.1%，较前值下降 2.1 个百

分点,增速明显放缓,两年平均增速 5.0%,较上月回落 0.5 个百分点,拉闸限电影响下工业生产明显放缓。分三大门类看,采矿业与电力、燃气及水的生产和供应业复合同比增速较上月均有提高 0.7 和 1.1 个百分点至 2.7%和 7.1%,而制造业受高能耗行业减产停产影响,增速较上月下降 0.7 个百分点至 5.0%,拖累了 9 月工业增加值增速。分行业来看,41 个大类行业中有 30 个行业增加值保持同比增长,其中医药制造业、计算机通信、专用设备制造等行业依然保持高增长,一方面相关产品出口依然强劲,另一方面国内需求也较为稳定。而汽车制造业、纺织、黑色金属加工同比增速仍为负,其中缺芯影响下汽车工业增加值同比下降 8.2%,降幅收窄,纺织工业增加值同比下降 5.8%,黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比下降 9.7%,降幅均扩大。整体来看,9 月份工业生产受能耗双控政策影响以及原材料价格上涨影响,中下游企业生产较弱,导致生产放缓。进入 10 月来煤炭、原油、天然气等能源价格继续上涨,叠加基数效应,预计工业增加值仍将走弱。

(3) 固定资产投资继续走弱

1-9 月固定资产投资同比增速 7.3%,前值 8.9%,近两年平均增长 3.8%,前值 4.0%。其中,1-9 月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 14.8%、8.8%和 1.5%,近两年平均增速分别为 3.3%、7.2%和 0.4%,制造业投资两年平均增速持续提升,房地产投资和基建投资增速继续回落。制造业投资中,受益于出口增速持续向好,高技术产业投资同比增长速度依然较快,计算机及办公设备制造业、航空航

天器及设备制造业投资同比分别增长 40.8%、38.5%。三季度专项债的发行加快对基建投资产生一定推力，但基建投资仍处于低位。往后看四季度专项债发行仍处于提速中，同时将更快的形成实物工作量，将在一定程度上带动四季度基建投资增速企稳。房地产投资方面，1-9 月房地产投资累计同比增速 8.8%，继续走弱，符合预期。在房地产加大回笼资金力度下，1-9 月房地产新开工面积累计同比下降 4.5%，施工面积同比增长 7.9%，竣工面积同比增长 23.4%。新开工面积的下降未来将持续影响施工面积。目前政策只是在居民购房贷款端进行微调，并未对房地产并未有大的放松，未来房地产投资增速依然面临的下行压力。

(4) 消费增速回升

9 月社零同比增速为 4.4%，近两年平均增速 3.8%，前值 1.5%，消费增速有所回升，主要是三季度前两月受疫情及洪灾影响，社零回落较多。9 月份商品零售两年平均增长 4.2%，餐饮收入两年平均增长 0.1%，均有所改善；汽车消费受缺芯影响继续走弱。分项上看，文化办公用品、饮料、烟酒、金银珠宝、通讯器材类仍保持较高增速，而地产相关的家具、建筑装潢、家电音像器材类增速仍偏弱。往后看，国庆期间整体出行和餐饮数据偏弱，加之 10 月中下旬国内部分地区仍发生新的疫情，消费是否继续回暖有待观察。

(5) 出口继续超预期高增

按美元计价，9 月出口总额 3057.4 亿美元，同比增速为 28.1%，前值 25.6%，出口增速继续超预期增长；进口总额 2389.8 亿美元，同

比增速 17.6%，前值为 33.1%，贸易顺差 667.6 亿美元。出口增速超预期回升，一方面美欧等发达国家制造业 PMI 仍处于高位，生产仍处于不断修复阶段，而东南亚受疫情影响产能减弱，导致对我国出口替代需求继续增加；另一方面大宗商品价格持续高位，导致部分出口商品价格上涨，对出口金额形成支撑。从出口地区来看，7 月对美国、东盟出口同比增速分别上升 15.0 和 0.7 个百分点至 30.6% 和 17.3%，对美国出口增速增长明显，主要是美国在生产修复过程中遇到供应链瓶颈，对中国进口需求增加；对欧盟和日本出口额同比增速则有所下滑。从出口产品来看，9 月机电产品和高新技术产品出口继续保持高速增长，机电产品和高新技术产品的出口同比增速达到 25.3% 和 28.6%；钢材和稀土的出口同比分别增加 109.7% 和 168%，手机和汽车出口增速也明显增长。进口来看，9 月进口同比增速 17.6%，增速较前值回落，主要是高基数影响。9 月煤炭进口量价齐升，而其他大宗商品进口基本保持价涨量跌的态势。9 月煤及褐煤进口增速同比增长 233.7%，较前值上行 109.8 个百分点，进口数量同比上涨 76%，增速上行 40.3 个百分点。而原油、大豆、铁矿砂进口数量下降明显，进口金额依然保持增长，主要是受涨价影响。整体来看，三季度的外贸数据表现较好，尤其是出口的高增速对经济形成支撑，四季度来看价格因素对进出口的影响仍存在，海外需求复苏，对国内需求仍强，出口还有支撑，但整体或较三季度有所回落。

2. 通胀：CPI 略有回落，PPI 再创新高

(1) 猪肉价格带动 CPI 继续回落

9 月份 CPI 同比增速 0.7%，前值为 0.8%，CPI 同比继续小幅回落。核心 CPI 同比增速 1.2%，与上月持平。同比来看，9 月食品价格下降 5.2%，前值为下降 4.1%，其中猪肉价格继续下降，同比为 -46.9%；非食品价格上涨 2.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点；非食品价格同比增速上升至 2.0%，涨幅扩大 0.1 个百分点。CPI 环比持平，其中猪肉价格环比下降 5.1%，除猪肉价格外，鸡蛋、果蔬价格亦下降，受开学影响，教育文化分项价格环比上涨。往后看，大宗商品价格上涨，PPI 持续的高位，PPI 向 CPI 的传导或将显现，加之低基数效应以及猪肉价格对 CPI 的拖累减弱，四季度的 CPI 或将回升，但考虑到整体食品项的拖累及内需仍弱，无需对通胀过度担忧。

(2) PPI 再创新高

9 月 PPI 同比增速 10.7%，较上月小幅反弹 1.2 个百分点，继续维持高位，环比上涨 1.2%，前值 0.7%。分项上看，生产资料同比上涨 14.2%，前值 12.7%，环比 1.5%，前值 0.9%；生活资料同比增速 0.4%，较上月上行 0.1 个百分点，环比持平于 0%。环比来看，生产资料中采掘工业、原材料工业价格上涨明显，具体来看煤炭、水泥、石油、天然气、有色等上游行业价格上涨明显，是 PPI 创新高的主要推动力量，9 月煤炭加工业价格环比大幅上涨 18.9%，煤炭开采和洗选业上涨 12.1%，一方面是受能耗双控及碳中和政策影响，煤炭供给

紧张；另一方面北方采暖补库存，以及海外天然气价格的上涨，导致对煤炭的需求增加。往后看原油和天然气价格在 10 月继续上涨，能源价格仍将处于高位，将支撑 PPI 短期继续维持高位。

3. 金融：社融增速回落，贷款需求偏弱

（1）社融增速回落

9 月份新增社融规模 2.90 万亿元，同比少增 5675 亿元，主要是政府债券和表外融资收缩影响。社融存量同比增长 10.0%，较上月下滑 0.3 个百分点。具体来看，9 月新增人民币贷款 1.77 万亿元，同比少增 1397 亿；新增政府债券融资 8109 亿，同比少增 2007 亿；9 月表外融资减少 2136 亿，其中信托贷款减少 2129 亿，同比多减 970 亿，，主要是地产融资受限影响，同时今年为资管新规过渡期最后一年，预计后续信托贷款将持续收缩。股票融资 772 亿，同比少增 369 亿；企业债券融资 1400 亿，同比多增 84 亿。新增社融规模中票据融资对贷款的拉动力仍较强，或表明企业融资需求偏弱；四季度来看基数较低，加之今年财政发力后置，四季度政府债发行将提速，社融增速有望企稳。

（2）企业和居民中长贷均偏弱

9 月份新增人民币贷款 1.66 万亿元，同比少增 2327 亿，其中企业和居民中长期贷款较弱，主要受经济下行压力加大以及地产调控政策影响。具体来看，9 月企业新增贷款 9803 亿元，同比多增 345 亿，其中短贷新增 1826 亿元，同比多增 552 亿元；但企业中长期贷款新

增 6948 亿元，同比少增 3732 亿，票据融资 1353 亿元，同比多增 3985 亿，表明企业扩张意愿不足，银行票据冲量明显。居民部门来看，房地产调控背景下房地产按揭贷款增长持续放缓，居民中长期贷款新增 4667 亿元，同比少增 1695 亿；居民短贷新增 3219 亿元，同比少增 175 亿元。整体来看，10 月份部分城市对房地产销售有所放松，但整体调控方向并未改变，居民中长期贷款仍难有明显改善。9 月份新增 3000 亿元支小再贷款额度的政策落地，但企业中长贷在地产监管、能耗双控政策以及上游价格上涨挤压中下游企业利润情况下，企业投资意愿不足，企业中长贷能否明显改善仍有待观察。

(3) M2、M1 剪刀差扩大

9 月 M1 同比增速 3.7%，较前值回落 0.5 个百分点，M1 持续回落表明企业现金流紧张；M2 增速较前值上升 0.1 个百分点至 8.3%，M2-M1 剪刀差继续走阔。9 月新增人民币存款 2.33 万亿元，同比多增 7437 亿，其中居民存款同比多增 1240 亿，非金融企业少减 2508 亿，财政存款同比少减 3286 亿。M2 与 M1 间的剪刀差继续走阔，企业经营活力仍偏弱。

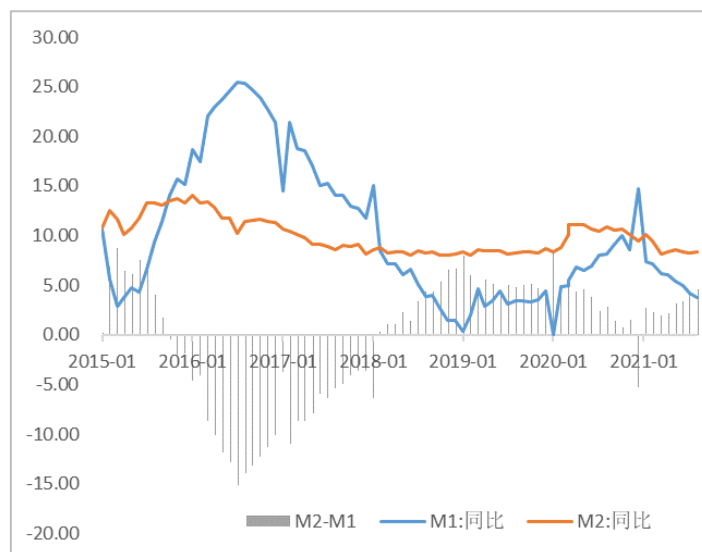


图 1：M1、M2 剪刀差持续走阔

数据来源：Wind, IMI

（三）商业银行³

1. 《系统重要性银行附加监管规定（试行）》发布；央行回应房地产金融相关问题

（1）《系统重要性银行附加监管规定（试行）》发布

2021 年 10 月 15 日，央行会同银保监会制定了《系统重要性银行附加监管规定（试行）》（以下简称《附加监管规定》），正式发布。《附加监管规定》共五章二十二条，包括总则、附加监管要求、恢复与处置计划、审慎监管和附则。主要内容包括：一是明确附加监管指标要求，包括附加资本、附加杠杆率等。二是明确恢复与处置计划要求。系统重要性银行要制定集团层面的恢复计划和处置计划建议，并按规定提交央行牵头的危机管理小组进行审查。三是明确审慎监管

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

要求，包括信息报送与披露、风险数据加总和风险报告、公司治理要求等。央行、银保监会可基于监测分析和压力测试结果，适时向系统重要性银行提示风险，督促降低系统性金融风险。系统重要性银行分为五组，分别适用 0.25%、0.5%、0.75%、1%和 1.5%的附加资本要求，附加杠杆率为附加资本的 50%，分别为 0.125%、0.25%、0.375%、0.5%和 0.75%。附加监管要求不影响现有宏观审慎评估（MPA）规定的实施。《附加监管规定》借鉴了国际金融监管的实践经验，充分考虑我国银行业实际情况，对我国系统重要性银行实施附加监管，对促进系统重要性银行稳健经营和健康发展有重要意义。入选的系统重要性银行均满足附加资本要求，无需立即补充资本，不会影响信贷供给能力。同时，《附加监管规定》对系统重要性银行的资本管理能力提出了更高要求，要求建立资本内在约束机制，提高资本内生积累能力，切实发挥资本对业务发展的指导和约束作用。

（2）央行回应房地产金融相关问题

2021 年 10 月 15 日，央行举行 2021 年第三季度金融统计数据新闻发布会，会议回答了诸多房地产相关问题。主要包括：第一，央行明确，中央坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，是做好房地产金融工作的长期遵循。第二，但央行也明确了银行对房地产贷款过于收紧应予以纠偏。央行会上指出，（1）部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，将要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，

企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷。（2）近期个别大型房企风险暴露，金融机构对房地产行业的风险偏好明显下降，出现了一致性的收缩行为，房地产开发贷款增速出现较大幅度下滑，这种短期过激反应是正常的市场现象。（3）央行、银保监会已于9月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。第三，央行认为恒大集团债务风险对金融行业的外溢性可控，房地产行业总体是健康的。一方面，相关部门和地方政府正在按照法治化、市场化原则，依法依规开展恒大集团风险处置化解工作。另一方面，恒大集团的问题在房地产行业是个别现象，房地产行业总体是健康的。2021年6月末，金融机构房地产贷款余额同比增长9.5%，创2004年统计数据以来最低水平。其中，期末房地产开发贷款同比增速为2.8%，创统计数据以来新低，期末按揭贷款同比增速为13.0%，已接近2012年6月末低点11.0%的水平。在政策纠偏之后，预计房地产融资边际回暖，但整体上长期严监管态势不变。

2. 2021年9月货币金融数据分析

2021年9月末，基础货币余额为32.43万亿元，全月增加1.69万亿元。其中，现金（货币发行）增加2318亿元，银行的存款准备金增加1.39万亿元，非金融机构存款增加725亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币1.19万亿元，政府债券发行等财政因素

投放基础货币 4968 亿元，央行的“其他资产”增加，相应投放基础货币 824 亿元。

9 月末的 M2 余额为 234.3 万亿元，同比增速为 8.3%，较上月提升 0.1 个百分点。按不含货基的老口径统计，9 月份 M2 增加 2.91 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 1.99 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 1.0 万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 958 亿元；银行信贷投向非银和非标等因素投放 M2 约 130 亿元（该科目主要是轧差项，因此该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 22 亿元。

表 1：9 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	1,808	外占	22
单位活期	-3,821	债券	-958
单位定期	10,619	贷款	19,902
个人	20,846	财政	9,990
非银	-367	其他（非银、非标等）	130
合计	29,086	合计	29,086

（四）资本市场⁴

1. 股市：市场情绪有所回暖，结构性机会尚存

（1）基本面更新

三季度经济基本面走势呈现分化特征，房地产、基建、消费等内需部门均受制于各类因素继续疲弱，而出口则受益于全球供需缺口持续维持强势。从市场的理解来看，内需偏弱已基本在市场预期范围之内，而对于强势出口的持续性市场则仍未下定论，我们认为后期出口增速的边际变化可能将是影响市场预期和政策走势的重要变量。流动性方面，从央行的政策沟通及当前面临的多重约束来看，四季度货币政策仍将维持中性立场，流动性保持合理充裕。海外经济继续受高通胀困扰，但相比于目前的高通胀数据，市场更关心通胀持续性的问题，我们认为可以从通胀预期相关指标予以监测。

数据上，三季度 GDP 同比增速为 4.9%，低于二季度的 7.9%和一季度的 18.3%。即使考虑去年上半年的低基数效应，我们以两年平均增速来看，三季度 GDP 两年平均同比增速为 4.9%，同样低于二季度的 5.5%和一季度的 5.0%。

分部门看，内需相关部门整体表现较差，仅制造业投资表现相对中性。7~9 月，社零两年平均增速在 1.5%~3.8%区间，大幅低于 2019 年的 8.0%的增速和去年 12 月 6.3%的增速，收入因素和防疫导致的消费场景受限使得消费数据持续承压；服务业同样位于近年来增速区

⁴ 撰写人：IMI 研究员孙超

间的偏下位置。基建投资则继续处于低位，9月基建投资两年平均增速为0%，与前值持平，前期市场期待的财政和基建发力并未实现。地产投资则仍在下行趋势，9月两年平均增速为3.9%，大幅低于上半年和前值。

而经济的另一端，外需则继续继续保持强势，9月出口两年平均增速录得18.4%，2021年以来中国出口两年平均增速在10%~23%之间，已持续超过上一轮出口景气周期的高点。后续来看，我们预计出口强势有望继续保持至2022年1季度，数值上，出口两年平均增速有望保持在10%~15%区间。全球供需缺口仍将存在，对出口形成有效支撑：1）从需求端看，美国经济处于高位走平的态势，欧洲经济略弱于美国但整体较好；2）从供给端看，国际机构普遍预期供应链紧张将持续至2022年年中，新华社最新的《十问中国经济》中，权威人士也表示“到明年一季度甚至上半年，重点外贸企业订单依然充足”，这与国际上机构判断相吻合；3）东南亚疫情未见缓和，中国出口的相对优势有望保持。据我们观察，当前内需疲弱已在市场预期范围之内，但市场对外需何时出现拐点尚未形成一致预期，对于逆周期政策何时发力也未形成共识。我们认为后期出口增速的边际变化将是改变当前宏观、政策环境的关键变量之一，将积极关注出口转弱的信号。

后期流动性环境仍将维持中性偏松。国庆后，人民银行举行三季度金融统计数据新闻发布会，央行货币政策司司长孙国峰表示，将“灵活运用中期借贷便利、公开市场操作等多种货币政策工具，保持（四

季度)流动性合理充裕”。上述表态事实上打消了此前市场预期央行降准的预期。为应对四季度存在的较大的流动性缺口,我们预计央行将通过中期借贷便利、逆回购、国库现金定存等多个工具加大流动性投放;而此前央行推动常备借贷便利操作方式改革,也有利于增强银行体系流动性的稳定性;此外,后期“碳排放”支持工具可能推出,有望成为提供流动性的工具。

海外经济仍在经历高通胀。从数据上看,美国9月CPI同比增速高达5.4%,较8月的5.2%有所回升,并且大幅高于2%的联储通胀目标。CPI分项中,占整体CPI三分之一权重的住宅价格(包括租房租金和自住房同等租金)增速仍处于向上通道。同时,原油价格继续走高,NYMEX原油价格已突破80美元/桶,已超过上一轮美国经济复苏周期的高点。但相比已经实现的高通胀数据,市场更关心通胀的持续性。我们认为,通胀是否具备持续性,关键的变量是通胀预期是否起来,形成“通胀--通胀预期”相互强化的闭环。当前通胀预期整体仍在2008年以后的区间,但今年三季度以来部分通胀指标的确出现了向上抬头的迹象,后续我们将继续对通胀预期保持全面监测。具体到指标上,主要关注费城联储的SPF调查的长期通胀预期、就业市场时薪增速、美联储稳定通胀的前瞻指引、以及能源价格和供应链冲击的持续性。

(2) 市场回顾与展望

10月市场情绪有所回暖。本月上证指数收跌-0.58%,主要受周期板块调整影响,创业板指上涨3.27%,沪深300指数上涨0.87%,中

证 500 指数下跌 1.14%，周期和工业品成分更重的中证 500 已连续两月收跌。行业方面，上游资源、房地产、电力、医药、建筑和建材等行业跌幅明显，中信一级行业中，跌幅排名前 5 的行业为煤炭、钢铁、房地产、石油石化、电力及公用事业，月跌幅均超过 8%，其中钢铁板块已连续 2 个月大幅下跌，反映基建和地产投资疲弱的宏观背景下，对黑色金属的需求明显下降。而汽车、电新、军工、银行等板块表现较好，涨幅分别为 11.3%、10.6%、4.1%、3.3%。

展望后市，我们对 A 股整体的判断仍以“防风险”为主，但细化到行业层面仍然存在结构性的机会。我们预计年内 A 股整体将表现低迷的原因包括：1) 经济景气度仍在回落趋势，反映到公司业绩上，三季度出现很多公司业绩暴雷的情况，主要集中在保险、房地产等板块；2) 尽管 10 月以来专项债发行较前三季度有所增加，但逆周期政策整体未见明显发力的信号，当前的政策对冲力度尚难以对经济和股市形成有力支撑；3) 虽然房地产企业融资政策边际放松，但房地产销售和投资下行的趋势仍未结束，房地产部门仍在寻底的进程。从资产定价的角度而言，股市的估值和盈利都与经济景气度有明显的正相关关系，在经济景气度低迷的背景下，股市难言有明显的机会。然而，在股市整体难有大的表现的情况下，部分优质行业仍值得挖掘。我们建议积极关注后期可能企稳的大消费板块，以及有新一轮政策支持的新能源车、光伏、储能等行业。

2. 债市：利率震荡上行，地产主体信用风险频发

(1) 利多钝化，中长端利率震荡上行

跨季资金压力以及利率对利多钝化，利率大多上行。为维护跨季资金的稳定，9月央行公开市场逆回购共投放11800亿元，逆回购到期5900亿元，6000亿MLF等量续作，净投放5900亿元，整体资金面相对宽松，跨季较为平稳。9月短端先上后下，而下旬央行公开市场逆回购连续净投放呵护跨季资金面，短端收益率有所下行，全月1年期国债收益率上行2.22bp至2.3327%；长端收益率继续维持低位震荡态势，整体有所上行，10年期国债收益率上行3.26bp至2.8776%，利率曲线整体趋于平坦。9月市场分歧明显，一方面由于经济下行压力较大，9月制造业PMI为49.6%，连续6个月下滑，同时供需两端呈现趋弱的局面；同时四季度利率债发行量较大，市场对四季度资金面表示担忧，短期流动性供需矛盾存在激化的风险，市场期待降准落地以调节流动性；另一方面受双限等因素影响，大宗商品价格继续高位，原油、煤炭等能源类大幅上涨，市场对通胀亦有一定的担忧，同时9月美联储议息会议偏鹰。多空交织下，利率对利多钝化，长端利率上行。进入10月份，央行公开市场大额净回笼，加之大宗商品价格持续上涨，通胀预期愈加强烈，债市情绪偏空，10月11日十年国债收益率上行4.5bp。受10月15日央行举行的三季度金融统计数据新闻发布会，相关领导表态对债市利空，市场恐慌情绪加剧，10月18日十年国债利率上行近4.5bp，达到3%以上。之后三天央行连续投放

1000 亿逆回购，收益率略回调。

(2) 信用利差普遍上行

9 月各评级及期限信用债收益率普遍上行，同时一级市场净融资额大幅回落。一方面与 10Y 国债收益率整体震荡上行有关，另一方面银行理财净值化整改加速使得银行理财对信用债的抛售压力加大，同时房地产信用风险频发导致房地产发行人融资受限，二级市场折价成交较多。9 月各期限 AAA 评级收益上行幅度明显小于 AA 评级的上行幅度，其中 AA 评级 1Y 期限收益率波动幅度显著，为上行 18BP。受银行理财净值化整改加速影响，9 月份以来对担忧情绪再起，银行永续债、二级资本债出现了较大的抛售，信用利差明显走扩。同时由于估值方式的调整，导致部分理财产品对流动性较低的私募债进行抛售，城投私募债也出现了一定程度的抛售。一级市场发行方面，9 月城投债发行量以及净融资额同比环比均大幅下滑，同时从区域来看，江浙省份城投净融资增量居前，而东北、西南地区融资较弱。9 月非城投产业债的发行量与净增量明显下行，主要受地产债发行人的信用风险影响。9 月以来境内外地产债收益率继续明显走扩，尤其是进入 10 月以来花样年以及当代置业的境外违约，海外评级机构对地产发行人评级的大范围下调，进一步加剧了境内外对地产债的抛售。近期各监管部门在不同场合进行表态，要求银行保障购房者信贷购房和房企的合理融资需求，但同时强调要满足房地产贷款集中度管理和严控开发贷和按揭贷款风险，整体看房地产流动性压力仍大，整体的情绪改善或仍需要一段时间。

(3) 市场展望及配置建议

展望后市，国庆后两周，债市经过一轮调整后，10Y 期国债利率已在 2.9 上方震荡，上行至 3.0%，基本回到 7 月 9 日央行宣布全面降准的位置。10 月 20 日至 22 日，央行连续 3 天进行 1000 亿元 7 天期逆回购操作，向市场净投放以对冲税期、政府债券发行缴款等因素，维护银行体系流动性合理充裕，从这一操作来看，四季度货币政策将继续遵循稳健偏松的基调，在大力实施结构性支持政策的同时，维持宏观流动性的总体充裕，四季度整体的流动性环境或较为友好。同时为应对煤炭等大宗商品价格上涨，有关部门接连出手，要求确保煤炭和电力供应稳定，同时加强煤炭市场价格监管，研究对煤炭价格进行干预的具体措施，国内商品期货普跌，PPI 涨幅在今年年底或趋于回落，CPI 四季度可能有所上行但仍将在合理区间，不会对货币政策形成制约，四季度央行稳中偏松的态度不会改变，后续债市可能会迎来预期差的重新校准，债市调整或是机会。对信用债来说，银行理财估值方法整改正在导致银行永续债及二级资本债出现抛售，而 9 月底财政部要求进一步明确理财估值方法，加之理财产品收益率波动加大面临赎回压力，因此理财产品对银行永续债、二级资本债和私募债的抛售仍将存在。城投债来看前期存在一定的超买，加之在再融资、利差等方面的省际分化仍较明显，若资质区域风险仍然较大，建议规避。房地产债方面 10 月份信用风险暴露加大，之后监管对于房地产按揭贷和开发贷有所放松，但市场整体对地产债券需求整体减弱，部分资产质量较差的民营房企仍需规避。煤炭中长端品种相对有一定机会，

钢铁债各品种性价比提升，但整体或仍以龙头煤企的短久期策略为优。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

二、宏观经济专题⁵：

激励与平衡：中国经济增长的财政动因

（一）摘要

中国以分税和转移支付为代表的财税体制是近 30 年来经济增长的重要动力，分税激发了地方发展经济的积极性，而中央政府将分税用于转移支付又会影响受助地区的经济增长。因此有必要将分税和转移支付纳入统一的分析框架，研究其对经济增长的综合效果。理论分析说明，分税的逻辑是寓平衡于激励，转移支付的逻辑是寓激励于平衡，分税与转移支付对经济增长均同时存在激励效应和收入效应，两种效应的总和决定了总体增长效应。本文基于 2000—2016 年面板数据，证实了市县财政分成率与转移支付均等化力度对地区经济增长的促进作用。本文首次考察了分税与转移支付对经济增长的综合作用效果，能够为解释中国经济增长之谜提供新的视角与经验证据。

（二）引言

在经济增长进程中激励与平衡这对矛盾始终存在，两者之间的权衡一直是各国中央政府面临的重要难题。中国作为一个超大型经济体，既要调动地方发展经济的积极性，又要平衡地区发展，防止地区差距过大。财政作为国家治理的基础和重要支柱，在提高经济效率、平衡区域发展中发挥着关键作用。

⁵撰写人：中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心吕冰洋，中国人民大学财政金融学院李钊，中国人民大学财政金融学院马光荣。本文节选自原载于《世界经济》2021 年第 9 期的《激励与平衡：中国经济增长的财政动因》。原文链接：<https://manu30.magtech.com.cn/sjjj/CN/abstract/abstract704.shtml>

财税体制同时具有激励与平衡两方面功能：一方面，通过分权调动地方积极性，体现激励作用；另一方面通过大规模转移支付平衡地区发展，体现平衡功能。在政府间财政关系的调整过程中，随着经济社会主要矛盾的变化，激励与平衡两方面的功能也会出现动态变化。在经济发展初期，中央政府的主要政策目标是大力发展经济，因此财税体制更强调激励功能；在经济发展中期，为了解决地区差距过大的问题，为了实现共同富裕目标，财税体制会更加注重平衡功能。党和政府的重要历史文献也不断地展现出财税体制对解决这一对矛盾的作用。例如，党的十八大、十九大、十九届四中全会既强调“发挥中央与地方两个积极性”，又强调“要建立权责清晰、财力协调、区域均衡的中央和地方财政关系”，实际上同时兼顾了财税体制的激励与平衡作用。

从中国实践来看，财税体制改革正是围绕激励与平衡功能展开的。在“分灶吃饭”时期，财政包干极大调动了地方政府当家理财的积极性，但同时也造成了地区间的恶性竞争和市场分割问题。1993年党的十四届三中全会确定了建立社会主义市场经济体制的目标，1994年分税制改革成为一个重要的历史节点。在这个节点上，如何在保持经济增长的同时缩小地区间差距，成为财税体制改革的重点。转移支付制度正是在分税制改革以后正式建立起来的，财税体制激励地方发展经济和平衡地区差距的作用同时得到加强。分税制采用税收激励的方式，通过以生产性税基为主的弹性财政收入分成调动地方积极性，同时为中央的大规模转移支付提供财力保障，寓平衡于激励；而转移支

付的主要目的是解决政府间的财力不均问题，促进基本公共服务均等化，同时通过推动落后地区经济增长，带动整体经济效率提升，因此是寓激励于平衡。

分税制改革后的财税体制是创造中国经济奇迹的一个关键因素（张五常，2009；Xu，2011），其中分税与转移支付的相互作用尤为重要。尽管分税与转移支付的政策目标各有侧重，但两者的激励与平衡功能相辅相成，不可分割，孤立分析某一方面对经济增长的作用很难解释制度变迁的逻辑。因此，本文围绕三者之间的关系，深入剖析分税与转移支付制度在经济增长中的作用（见图2）。分税对地区经济增长的作用主要体现为正向激励效应和收入效应，正向激励效应是指下级政府财政收入分成率越高，越有利于调动地方发展经济的积极性；收入效应是指在既定税率下，下级政府财政收入分成比例的提高会带来地方财力和公共品供给的增加，但分成比例过高也会存在一定弊端，需要将其控制在合理范围内，由此反映出平衡功能。转移支付制度同时具有负向激励效应与收入效应，负向激励效应指转移支付的均等化特征对经济增长先天存在抑制作用，体现其平衡功能；收入效应是指转移支付资金会影响地区可支配财力，进而作用于地区经济增长。本文基于2000—2016年面板数据，通过回归分析证实了分税与转移支付的经济增长效应，平均而言，提高市县级政府财政收入分成率和转移支付均等化力度会促进地区经济增长，但转移支付均等化力度对经济的促进作用会随着地区相对发展水平的提高而削弱。

本文分析表明，当前以分税和转移支付为代表的财税体制深刻影响着地区经济增长。一直以来，分税制在激励地方发展经济方面有重要作用，其激励效应毋庸置疑，而近年来随着地区差距的不断扩大，以均等化为主要目标的转移支付制度开始表现出越来越强的经济增长效应，转移支付对落后地区的经济具有明显的拉动作用，这种拉动作用甚至会带来全国平均经济增长率的提升。

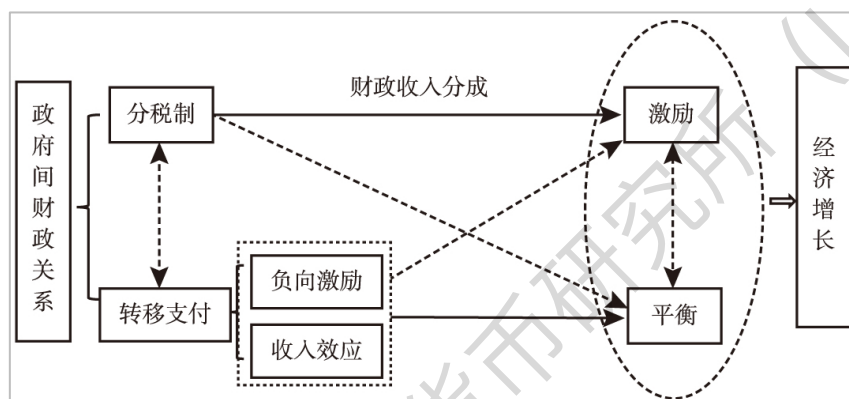


图 2：分税制、转移支付制度与经济增长

本文的边际贡献主要表现在两个方面：首先，我们从激励与平衡的视角将分税与转移支付纳入统一的分析框架，结合中国财税体制改革的实践，利用理论模型详细阐述了财税体制的激励与平衡功能在经济增长中的作用；其次，基于分税制和转移支付制度的根本特征，考察了地方财政收入分成率和转移支付均等化力度对地区经济增长的综合作用效果。本文的研究有助于深入理解财税体制的激励与平衡功能，有助于进一步揭示财政在中国经济增长中的作用。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	21-Jan	21-Feb	21-Mar	21-Apr	21-May	21-Jun	21-Jul	21-Aug	21-Sep
CPI	同比	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
PPI	同比	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7
制造业 PMI	指数	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6
工业增加值	累计增长	35.1		24.5	20.3	17.8	15.9	14.4	13.1	11.8
工业企业利润总额	累计同比		178.9	137.3	106.1	83.4	66.9	57.3	49.5	44.7
固定资产投资完成额	累计同比		35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3
社会消费品零售总额	同比			34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4
进出口总值	当期值同比	17.5	57.2	24.0	26.6	26.9	22.0	11.5	18.9	15.4
M2	同比	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3
社会融资规模	存量（百亿元）	28974	29136	29456	29615	29798	30156	30247	30529	30805
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	35783	13594	27303	14685	14964	21196	10832	12152	16630

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.2128	《人民币国际化报告 2021》——双循环新发展格局与货币国际化（发布稿）	IMI
IMI Report No.2127	IMI 宏观经济月度分析报告（第 53 期）	IMI
IMI Report No.2126	IMI 宏观经济月度分析报告（第 52 期）	IMI
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	张瑜
IMI Report No.2121	从事实角度看人民币汇率机制	郭彪
IMI Report No.2120	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	类承曜
IMI Report No.2119	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	IMI
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	钱宗鑫
IMI Report No.2114	国际资本市场形势分析	IMI
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）	蓝虹
IMI Report No.2110	发展绿色金融高效助力“碳中和”	钟正生
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	IMI
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	



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