

No. 2202

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十七期)

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：汇率年度级别拐点正在形成，未来人民币汇率易贬难升.....	- 4 -
(二) 国内宏观.....	- 5 -
1. 经济：全年经济持续恢复，消费整体仍疲弱.....	- 5 -
2. 通胀：通胀压力明显缓解，PPI 继续回落.....	- 8 -
3. 金融：社融增速平稳回升，贷款结构恶化.....	- 9 -
(三) 商业银行.....	- 11 -
1. 央行稳增长定调更加积极，降息落地.....	- 11 -
2. 2021 年 12 月货币金融数据分析.....	- 13 -
(四) 资本市场.....	- 14 -
1. 股市：基本面呈底部企稳特征，近期股市大幅回调.....	- 14 -
2. 债市：利率继续下行，信用利差走扩.....	- 18 -
二、宏观经济专题：人口红利还是人力资本红利：生育政策经济影响的理论分析.....	- 22 -
(一) 摘要.....	- 22 -
(二) 引言.....	- 22 -
三、主要经济数据.....	- 28 -

图表目录

图 1：M1、M2 同步反弹.....	- 11 -
图 2：1994—2011 年间省份最大生育限定数量、超生罚款率与人均 GDP 增长.....	- 25 -

表格目录

表 1：12 月 M2 增量的结构.....	- 14 -
表 2：1982 年和 2005 年不同受教育程度妇女的平均生育数量.....	- 24 -
表 3：经济数据一览.....	- 28 -

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 Q4 GDP 增速超预期，全面涨价趋于放缓，1 月 FOMC 会议美联储鹰派姿态尽显；欧元区经济复苏前景不确定性增加，欧央行坚持 2022 年不会加息；日本经济仍在缓慢复苏，央行继续维持宽松政策。美国四季度 GDP 环比增速超预期。物价方面，从 12 月美国 CPI 数据来看，同比见顶在即，全面涨价放缓，此外，美国供给约束正在逐渐打开，侧面印证涨价趋缓。货币政策方面，1 月 FOMC 会后新闻发布会表态尽显鹰派，鲍威尔多次强调当前的经济环境与 2015 年不同，暗示这一轮的加息可能会比 2015 年更快。欧元区受 Omicron 影响，经济复苏前景面临的不确定性增加；通胀方面，12 月通胀率再创历史新高；但欧央行坚持 2022 年不会加息。日本经济仍在缓慢复苏，1 月制造业 PMI 小幅回升至 54.6，创 2018 年 2 月以来新高。物价方面，12 月日本 CPI 同比小幅增长 0.2 个百分点至 0.8%。货币政策方面，日本央行 1 月 18 日结束货币政策会议后宣布，继续保持目前货币政策宽松力度，将短期利率维持在负 0.1% 的水平。

(1) 美国 Q4 GDP 增速超预期，全面涨价趋于放缓，1 月 FOMC 会议美联储鹰派姿态尽显

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

经济方面，四季度 GDP 环比增速超预期。美国第四季度 GDP 环比折年率+6.9%，大幅超出彭博一致预期 5.5%，前值上修至 2.3%；同比+5.5%，略高于预期+5.3%。私人投资是四季度 GDP 的主要拉动项，而私人消费与政府支出均弱于预期。具体来看，目前库存与地产投资的潜在动能已在释放过程中，其中库存投资未来仍有进一步走强的空间，但地产投资“买、建、库、融”四维度指标均指向后续空间或有限。汽车产业链 Q4 对经济增长仍为负向贡献，目前来看制约汽车产业链复苏的芯片供给问题尚未出现改善，这一潜在动能的修复前景仍需等待。耐用品消费 Q4 再度走高，目前看居民资产负债表健康、消费信贷持续走高，超额储蓄对消费支撑的逻辑仍未被证伪。

物价方面，全面涨价趋于放缓。从 12 月美国 CPI 数据来看，同比见顶在即，全面涨价放缓，CPI 分项中的 24 个商品和服务类别，12 月价格环比上涨的仅有 15 个，11 月是 18 个，10 月是 20 个；12 月的中位数涨幅为 0.3%，11 月是 0.5%，10 月是 0.8%。此外，美国供给约束正在逐渐打开，侧面印证涨价趋缓。借助美国经济普查局的 SBP 调查数据观察美国供应约束情况，数据显示，美国供给约束最紧的时刻（大约在去年 10-11 月份）或已过去，这也侧面印证了全面涨价趋缓的价格走势特征。

货币政策方面，1 月 FOMC 会议美联储尽显鹰派姿态。1 月 FOMC 会后新闻发布会表态尽显鹰派，鲍威尔多次强调当前的经济环境与 2015 年不同，暗示这一轮的加息可能会比 2015 年更快。他还明确指出，在不损害就业的前提下，美联储有很大的加息空间，同样暗示美

联储紧缩政策的立场。关于缩表时点和规模，鲍威尔未给出更明确的信号，但强调美联储愿意更早、更快的采取缩表行动。市场紧缩预期大幅升温。

(2) 欧元区经济复苏前景不确定性增加，通胀压力继续上升，欧央行坚持 2022 年不加息

经济方面，欧元区复苏前景不确定性较高。受 Omicron 影响，欧元区经济复苏前景面临的不确定性增加。欧洲央行在 2021 年 12 月发布的经济公报中提出，欧元区经济继续强劲复苏，但势头有所放缓，1 月制造业 PMI 微幅回升至 59（前值 58），但服务业 PMI 继续下滑至 51.2，弱于预期 52，显示复苏进程放缓。通胀方面，12 月通胀率再创历史新高。欧元区 12 月 HICP 同比攀升至 5%，超过市场预期 4.7%，再创历史新高，主因仍是能源价格飙升，显示通胀压力继续增加。

货币政策方面，欧央行坚持 2022 年不会加息。欧洲央行行长拉加德多次强调，随着能源价格的大幅上涨以及供应链瓶颈等因素的缓解，欧元区的通胀水平将在 2022 年逐步下降。并且拉加德认为，欧元区的经济复苏不如美国那样快，企业仍然需要宽松货币政策的支持，因此，欧洲不能以美联储那种速度撤出抗疫刺激政策。欧洲央行首席经济学家也表示，欧元区通胀率可能稳定在 2% 的目标附近，货币政策“大幅紧缩”的可能性较小。

(3) 日本经济仍在缓慢复苏，央行继续维持宽松政策

日本经济仍在缓慢复苏。日本央行 1 月 18 日发布的经济与物价

展望报告指出，日本服务业压力、供给侧制约正在缓解，外需带动出口保持增长，加之宽松货币政策及财政刺激计划等因素支持，日本经济正逐步恢复，并将 2022 财年经济增速预测由 2.9% 上调至 3.8%。从数据看，1 月制造业 PMI 小幅回升至 54.6，创 2018 年 2 月以来新高。物价方面，CPI 同比继续小幅上升。12 月日本 CPI 同比小幅增长 0.2 个百分点至 0.8%，继续修复。日央行在 1 月货币政策会议后也将 2022 财年通胀预期上调至 1.1%，侧面显示日本通胀正在修复进程中。

货币政策方面，日央行继续保持当前货币政策宽松力度。日本央行 1 月 18 日结束货币政策会议后宣布，继续保持目前货币政策宽松力度，将短期利率维持在负 0.1% 的水平，并通过购买长期国债，使长期利率维持在零左右。在 1 月举办的世界经济论坛上，日央行行长黑田东彦也表示，日本央行将继续保持宽松货币政策。

2. 汇率展望：汇率年度级别拐点正在形成，未来人民币汇率易贬难升

我们或正站在汇率年度级别拐点的前夜，升值交易的动能正在面临多方面衰竭。2022 年中美或呈经济、货币双背离格局，2022 年中美 GDP 增速差或将收窄至 1989 年以来最小；货币层面美联储明确紧缩而中国央行稳中略松。历史来看，在此环境下人民币汇率趋向于贬值。同时，资本流入对 2022 年人民币汇率的支撑也在走弱。2022 年随着美联储进入紧缩周期，中美金融“脱钩”的资本和政治诉求或将统一，带来资金流出国内。而近期外资流入中国债市减慢、MSCI 中

国 ETF 做空股数大幅走高，或正反应了资本流入的意愿正在减弱。

（二）国内宏观²

1月17日，国家统计局公布了我国12月份经济数据。2021年国内GDP增速同比增长8.1%，两年平均增速5.1%，全年经济呈现前高后低走势，经济整体持续恢复。工业生产较上月继续小幅回升，制造业生产在内需恢复以及出口相关行业高景气下继续改善。固定资产投资方面，制造业投资尤其是出口高景气行业依旧表现亮眼，基建投资全年消费增长，房地产投资在监管政策下持续下滑。12月社零数据仍弱，国内疫情的散点爆发拖累餐饮类消费，居民收入及消费意愿未明显改善。出口增速小幅下行但仍处于高位，对经济支撑明显。总体来看我国经济仍保持平稳增长，较好的实现了预期目标。

1. 经济：全年经济持续恢复，消费整体仍疲弱

（1）全年经济持续恢复

2021年四季度单季GDP增速同比4%，全年GDP增速同比增长8.1%，两年平均增速5.1%，全年经济呈现前高后低走势。四季度经济增速表明经济整体上行动能不足，经济增长承压。四季度经济面临国内需求收缩，供给冲击，投资疲弱等多重因素冲击。全年来看，第一产业两年平均增速8.5%，第二产业为8.9%，第三产业为7.8%。服务业受疫情冲击影响仍较大，而制造业在出口的高增长韧性下恢复较

²撰写人：IMI研究员孙超

好。整体来看，2021 年面对复杂严峻的国际环境和国内疫情等多重考验，我国经济仍持续恢复。

(2) 工业生产继续改善

12 月份规模以上工业增加值同比增长 4.3%，较前值回升 0.5 个百分点，两年平均增速 5.8%，较上月回升 0.4 个百分点，工业生产继续改善。分三大门类看，采矿业和制造业两年复合同比增速较上月提高 2.0 和 0.4 个百分点至 6.1%和 5.7%，而电力、燃气和水的生产增速较上月下降 1.5 个百分点至 6.7%。采矿业的上行主要是冬季对煤炭企业的生产限制的放松带动，制造业则主要得益于出口的韧性。分行业来看，疫情反复下医药制造行业的生产仍处于较高的水平，电气制造、金属制品、计算机通讯电子设备制造业、专用和通用设备制造业生产增速较快。

(3) 制造业投资保持高增长

2021 年固定资产投资保持增长，制造业和高技术产业投资增势较好。全年固定资产投资同比增速 4.9%，两年平均增长 3.9%。制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 13.5%、4.4%和 0.4%。2021 年制造业投资保持高增速，主要是出口相关行业持续表现强劲，计算机、通信和其他电子设备制造业和医药制造业投资增速维持高位。房地产投资来看，2021 年房地产投资持续走低，尤其是下半年房地产投资出现明显回落，主要是受房地产调控政策影响。12 月当月同比-13.9%，较上月回落 9.6 个百分点。12 月份房地产新开工、土地出让面积、商品房销售面积和销售额再次回落，12 月房地产新开工面积同比下滑

31.2%，施工面积下滑 35.3%，而竣工面积回升 1.9%，商品房销售面积和销售额均出现明显下滑。整体看房地产行业压力仍大，政策的边际放松未明显解决房地产投资增速下行态势。基建投资方面，2021 年全年基金投资增速不及预期，2021 年度地方政府专项债额度为 3.65 万亿，比 2020 年有所下滑，同时政府债发行滞后，基建投资疲弱。12 月中央经济工作会议明确提出我国要保持积极的财政政策，要求财政资金下放提前，明年基建发力确定性高，预计基建投资将回暖。

(4) 疫情对消费影响仍大

12 月社零同比增速为 1.7%，前值 3.9%，消费增速仍然低迷，受疫情影响较大。12 月份餐饮消费增速 -2.2%，比上个月上行 0.5 个百分点；商品消费 2.3%，比上个月下滑 2.5 个百分点。四季度城镇居民人均可支配收入两年平均增速自 5.9% 降至 4.1%，进入冬季疫情反复，居民消费意愿弱，虽然部分地区有新能源车下乡、家电以旧换新等刺激政策，但仍无法有效刺激消费。考虑到国内疫情仍散点出现，以及经济面临一定下行压力，居民消费能力与消费意愿的恢复仍难言乐观，短期内消费或将持续疲弱。

(5) 出口仍具韧性

按美元计价，12 月出口总额 3405 亿美元，同比增速为 20.9%，前值 22.0%，海外疫情扩散下出口韧性仍强；进口总额 2460 亿美元，同比增速 19.5%，前值为 31.7%，贸易顺差 944.6 亿美元。出口增速较前值有所回落，但整体仍保持强劲，同时在价格因素支撑下，出口额再创历史新高，一方面美欧等发达国家制造业 PMI 仍处于景气区

间，另一方面海外疫情跨散使其对我国出口需求仍强。从出口地区来看，12月对美国出口同比增速由5.3%上升至21.2%，主要是由于11月份基数较高的影响。对欧盟和日本出口增速也有所回落，对欧盟和日本出口同比增速为25.6%和8.6%，前值为33.5%和10.8%。从出口产品来看，机电产品和高新技术产品出口继续保持高增长，我国高新技术产品在全球的竞争优势也在逐步显现。服装、医疗器械和家具当月同比小幅回落。进口来看，12月进口较前值有较大回落，主要是我国内需仍整体偏弱。12月大豆、原油进口增速为62.7%和114.2%，增速大幅增长，而铁矿砂和钢材进口出现不同程度下跌，铁矿砂进口量价齐跌。12月以来，美国国内供应链紧张情况有所缓解，而港口又出现拥堵，导致卸货时间延长，预计对我国对美出口将产生负面影响，对美出口增速或将回落，一季度出口增速或将回落但仍具韧性。

2. 通胀：通胀压力明显缓解，PPI继续回落

(1) 通胀压力明显缓解

12月份CPI同比增速1.5%，前值为2.3%，核心CPI同比持平于1.2%。CPI同比下行0.8个百分点，主要是猪肉和鲜菜价格均下跌。12月食品项同比下跌1.2%，前值为上涨1.6%，拖累CPI下行约0.2个百分点，其中鲜菜同比涨10.6%，但环比大幅下降20.0个百分点，猪肉价格同比下降36.7%，环比下降11.8个百分点至0.4%。非食品项同比上涨2.1%，环比回落0.2个百分点至-0.2%。原油价格的下跌

以及保供政策的影响下，工业消费品价格下跌，而服务价格则持平，交通通信、教育文化娱乐、居住价格分别上涨 5.0%、3.1%和 1.6%，生活用品及服务、医疗保健、衣着价格分别上涨 0.8%、0.7%和 0.6%。往后看，国内需求仍然低迷，猪肉价格短期内难以明显上涨，下游消费品提价对消费终端的传导进程或较为缓慢，CPI 大幅上行概率较小。

(2) PPI 继续回落

12 月 PPI 同比增速 10.3%，较前值回落 2.6 个百分点。具体来看，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 66.8%，涨幅回落 22.0 个百分点；石油和天然气开采业同比上涨 45.6%，涨幅回落 22.9 个百分点。环比看 PPI 下降 1.2%，石油、煤炭及其他燃料加工业产品价格环比下降 6.3%，煤炭价格得到控制，煤炭保供稳价取得效果。随着供给的逐步恢复以及 2021 年的高基数效应，PPI 未来仍将逐步回落。

3. 金融：社融增速平稳回升，贷款结构恶化

(1) 社融增速平稳回升

12 月份新增社融规模 2.37 万亿元，同比多增 7206 亿元，同比增速 10.3%，较上月略升，新增社融贡献主要来自政府债券增量。具体来看，新增政府债券融资 1.17 万亿，同比多增 4592 亿，新增政府债券融资贡献近一半的社融增量，主要仍是专项债发行滞后影响；企业债券融资新增 2225 亿元，同比多增 1789 亿元；12 月新增人民币贷款 1.03 万亿元，同比少增 1112 亿；非标融资继续减少 6414 亿元，其中信托贷款减少 4580 亿，受资管新规过渡期即将结束，表外融资仍

将持续压缩；股票融资新增 2118 亿元，同比多增 992 亿元。12 月社融增速平稳回升，但主要为政府债券融资增量，信贷融资仍弱。往后看，2022 年中央经济工作会议要求经济要稳字当头、稳中求进，2022 年专项债也将提前发行，同时央行降息落地，预计后续社融增速将小幅回升。

(2) 实体融资需求疲弱

12 月份新增人民币贷款 1.13 万亿元，同比少增 1300 亿。其中企业中长期贷款仍偏弱，新增 3393 亿元，同比少增 2107 亿元；而票据融资新增 4087 亿元，同比多增 746 亿元；企业短贷减少 1054 亿，同比少减 2043 亿。表明实体经济需求不旺，贷款结构进一步恶化。居民贷款方面，12 月居民中长期贷款增加 3558 亿元，同比少增 834 亿元，与部分城市放松了按揭贷款限制有关；短期贷款增加 157 亿元，同比少增 985 亿元，居民消费意愿仍弱。1 月央行连续下调 MLF 利率和 5 年期 LPR 利率，降息目的主要是为了宽信用，央行稳增长的主要抓手还是宽信用，政策的持续发力将支撑企业信贷需求，实体经济的融资有望迎来改善。

(3) M2、M1 同步反弹

12 月 M1 同比增速 3.5%，较前值上升 0.5 个百分点；M2 增速较前值也上升 0.5 个百分点至 9.0%，M2、M1 增速均回升，主要是 12 月降准释放了流动性。12 月财政支出加大，人民币存款增加 1.16 万亿，同比多增 1.37 万亿。居民存款新增 1.89 万亿，同比多增 2157 亿元；企业端存款为 13670，同比多增 2711 亿元；财政存款当月减少

10302 亿元，年底表明财政支出有所加快。随着一季度财政支出发力，或将对经济运行活力有一定提振，M1-M2 剪刀差或将边际收窄。

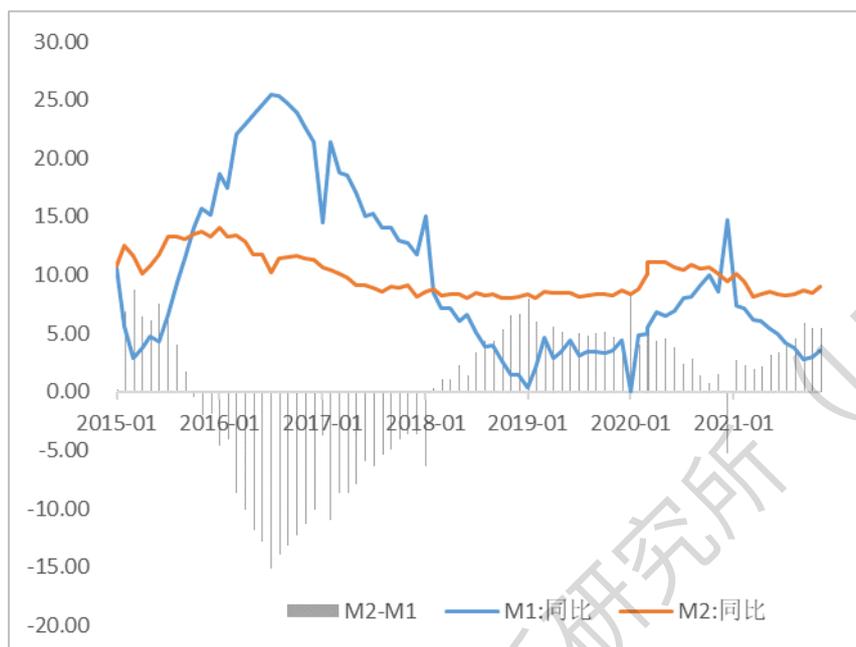


图 1：M1、M2 同步反弹

数据来源：Wind, IMI

（三）商业银行³

1. 央行稳增长定调更加积极，降息落地

（1）2021 年金融统计数据新闻发布会对稳增长定调更加积极

国务院新闻办公室于 2022 年 1 月 18 日举行新闻发布会，央行副行长刘国强、货币政策司司长孙国峰、金融市场司司长邹澜、调查统计司司长阮健弘介绍 2021 年金融统计数据，并答记者问。央行副行长刘国强在会上表示，2022 年人民银行将坚持稳字当头、稳中求进，稳健的货币政策灵活适度，加大跨周期调节力度，发挥好货币政策工

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

具的总量和结构双重功能，更加主动有为，更加积极进取，注重靠前发力，引导金融机构加大对实体经济特别是小微企业、科技创新、绿色发展的支持力度，稳定宏观经济大盘，为推动经济高质量发展营造适宜的货币金融环境。刘国强预计 2022 年宏观杠杆率仍然会保持基本稳定。中央经济工作会议指出，2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，宏观政策要稳健有效，增强发展内生动力。当前宏观杠杆率持续下降，为未来金融体系加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持创造了空间。五个季度宏观杠杆率下降，为未来货币政策创造了空间，杠杆越低空间越大。从国际上看，我国疫情防控形势还是比较好的，经济增长韧性比较足，预计今年我国经济增速仍然会快于主要的发达经济体，这样的话分母会保持比较大，这就为未来更好保持宏观杠杆率水平创造了条件。我们将坚持系统思维、统筹协调，立足于服务经济高质量发展，实施好跨周期货币政策。观察历次的金融统计数据新闻发布会可以发现，本次发布会可能是措辞最鲜明、力度最超预期的一次。会议反映出央行两大态度：一是稳增长诉求明显超预期。尽管中央经济工作会议已经给出了稳增长的政策主线，但央行本次对稳增长的表态仍然明显超出了预期。二是旗帜鲜明地释放宽松信号，用意在于稳定市场预期。当前稳增长的梗阻不在于供给，关键还是在需求不足。需求不足有很多个方面，而预期转弱是导致居民购房意愿偏低、企业投资意愿偏低的根源，因此解决信贷需求不足的第一步就是要稳定预期。

(2) 降息落地，政策利率下调 10bps，LPR 跟随下降

2022年1月17日，央行宣布同时调降1年期MLF和7天逆回购利率10bps。MLF降息后LPR将跟随下调，1月20日公布的1年期LPR为3.70%，5年期以上LPR为4.60%，较上次分别下调10bps、5bps。中期借贷便利和公开市场逆回购采用市场化招标方式开展操作，中标利率通过参与机构投标产生，利率水平取决于银行体系流动性状况、金融机构对央行资金的需求以及市场预期等多种因素。当前宏观经济面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，央行在年底年初密集出台宽松政策，显示目前宽信用和稳增长的目标是较为迫切的。此次中期借贷便利和公开市场操作中标利率下降，体现了货币政策主动作为、靠前发力，有利于提振市场信心，通过LPR传导降低企业贷款利率，促进债券利率下行，推动企业综合融资成本稳中有降，有助于激发市场主体融资需求，增强信贷总量增长稳定性，支持国债和地方债发行，稳定经济大盘，保持内部均衡和外部均衡的平衡。2022年我国货币政策在保持总量稳定的同时，重点通过结构性政策工具，发挥结构引导作用，提高服务经济的质效。绿色发展、小微企业、科技创新等领域将是货币政策重点发力的领域。

2. 2021年12月货币金融数据分析

2021年12月末，基础货币余额为32.95万亿元，全月增加1.17万亿元。其中，现金（货币发行）增加3569亿元，银行的存款准备金增加6694亿元，非金融机构存款增加1414亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币1283亿元，财政支出等财政因素投放货

币 1.00 万亿元，“其他资产”增加相应投放基础货币 2410 亿元。

12 的 M2 余额为 238.3 万亿元，同比增速为 9.0%，较上月下降 0.5 个百分点。按不含货基的老口径统计，12 月份 M2 增加 2.48 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 1.37 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 2.11 万亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 4217 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 6075 亿元（该科目主要是轧差项，该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 354 亿元。

表 1：12 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	3,392	外占	258
单位活期	6,570	债券	-4,217
单位定期	-1,710	贷款	13,694
个人	18,927	财政	21,128
非银	-2,390	其他（非银、非标等）	-6,075
合计	24,788	合计	24,788

（四）资本市场⁴

1. 股市：基本面呈底部企稳特征，近期股市大幅回调

（1）基本面更新

⁴ 撰写人：IMI 研究员孙超

12月及四季度国内经济基本面呈底部企稳特征。GDP超预期，四季度实际GDP同比增速为4%（前三季度分别为18.3%、7.9%、4.9%），好于市场预期的3.8%；2021年全年国内生产总值11.4万亿元，实际增长8.1%，两年平均增长5.1%，经济整体呈现底部企稳态势。从细分项看，制造业投资走强，出口继续保持强势；基建投资反弹；地产销售和 investment 走弱。12月制造业投资两年平均增速10.4%（前值为11.1%），依然维持在高景气度。出口同比增长17.3%，较前值提升0.7个百分点。基建投资两年平均增速为4.0%（前值-0.9%），是2021年下半年以来首次由负转正，显示稳增长政策逐步开始发力，预计2022年一季度基建投资将稳步上行，对经济增长构成支撑。

地产部门主要指标走弱明显。12月房地产投资同比下降13.1%（前值为-4.8%），为自2020年2月疫情发生以来的最低值。地产销售增速下行，商品房销售面积和销售额同比增速分别为-15.6%和-17.8%，因而建安费用有下行压力；土地购置面积当月同比为-33.2%，创下2019年7月以来新低。地产投资短期难见起色，仍需更多政策放开以稳定房地产部门。当前，居民中长期贷款指标以及地产销售已回落至2017-2019平台，预计后期回落的空间有限，环比（除季节性外）或将企稳或者小幅回升。2021年四季度是房地产部门的政策底，预计房地产销售及投资的市场底将于2022年2季度出现。

稳增长政策方面，去年底中央经济工作会议以来，各部门各地区皆表达出较强的稳增长意愿。但从当前实际的政策出台情况来看，央行的政策姿态最为积极。1月18日中国人民银行副行长刘国强在金

融统计数据新闻发布会上提到“更加主动有为，更加积极进取，注重靠前发力”、“充足发力，把货币政策工具箱开得再大一些，保持总量稳定，避免信贷塌方”，充分体现央行货币政策当前积极发力的决心，未来货币政策仍有望继续宽松。在政策操作上，自12月以来央行分别调降15bp的1年期LPR、10bp的MLF利率以及10bp的OMO利率、以及5bp的5年期LPR。其中，5年期LPR仅调降5bp，因为5年期LPR主要影响房贷利率，说明央行在放开房地产方面的动作仍保持谨慎态度。其他部门的稳增长政策尚未形成较强信号。其他部委方面，1月20日全国住房和城乡建设工作会议明确要求“坚决有力处置个别头部房地产企业房地产项目逾期交付风险”，传达出更明确、更强烈的疏通地产产业链融资、稳定居民合理住房需求的导向。

12月通胀数据有所回落，PPI和CPI同比增速均下降。CPI同比上涨1.5%（前值2.3%），环比下跌0.3%，与2020年12月环比上涨0.7%相比，表现明显偏弱。分项来看，CPI食品项和非食品项同步走弱。食品项同比由正转负，下跌1.2%，其中猪肉价格同比下降36.7%，蔬菜价格环比下降8.3%；非食品环比下跌0.2%。主要是因为鲜菜供应增加，生猪出栏有所加快，同时疫情扩散使服务消费受到抑制。临近春节，短期内蔬菜猪肉价格会有所提升，CPI同比涨幅有望温和抬升；但中长期来看，受疫情影响居民消费需求仍偏弱，而消费品总体供应充足，CPI上涨空间可能有限。12月PPI同比上涨10.3%（前值12.9%），环比下跌1.2%，与上月环比持平。主要是由于国内部分大宗商品价格回落，保供稳价措施起到积极效果，同时之前涨价较多的

国际原油等价格也有所回调。后期来看，PPI 同比涨幅或继续回落。

2021 年全年，全国居民消费价格比上年上涨 0.9%，低于全年 3% 左右的预期目标。一方面源于猪周期下行对 CPI 食品项的拖累，另一方面源于消费复苏动力较弱导致核心 CPI 修复不及预期。预计下一阶段国内通胀整体保持温和水平。

当前全球货币政策收紧预期较强，资产价格尤其成长股价格受影响较大。美联储 12 月议息会议纪要显示，与会者不仅讨论了加息进程，甚至提及了可能在首次加息不久后启动缩表。美国联邦基金利率期货价格倒推的美联储隐含政策利率显示，市场目前对美联储 3 月加息的概率预期已经升至 97%，其中加息 25bp 的概率由 2021 年 12 月末的 50% 大幅升至 91%，加息 50bp 的概率也由此前的 4% 升至 6%；预计 2022 年加息次数由 3.0 次升至 3.4 次，反映出市场加息预期小幅升温。同时部分市场预期显示，今年美联储缩表节奏可能有所提前。12 月底以来，美股波动加大，以成长股为主的纳斯达克指数剧烈下跌，主要受美联储加息预期提前、加息次数可能增加以及通胀的影响。建议后期对全球货币政策的实际走势保持关注。

(2) 市场回顾与展望

受全球货币政策收紧预期强化、及国内稳增长节奏不及预期、部分高景气行业景气前景不确定性等多重因素影响，近期股票市场出现大幅回调。1 月份，沪深 300 收跌 7.6%，创业板指大跌 12.5%，上证指数收跌 10.6%。同期外围市场同样出现明显调整，标普 500 指数收跌 7%，纳斯达克指数大跌 12%。

分行业看，我们重点监测的 17 个行业中，除银行外全线收跌，跌幅较大的行业分别为国防军工、电力及新能源、电子、医药、食品饮料，其中国防军工大跌 18%，电新下跌 11.5%，电子下跌 13.5%、医药下跌 15.2%，食品饮料下跌 10.5%。1 月录得涨幅或者跌幅较小的行业为银行、建筑、房地产、煤炭等，其中银行上涨 2.5%，是我们监测的重点行业中唯一一个录的正涨幅的行业，建筑下跌 3%，房地产下跌 2%，煤炭下跌 4%。风格方面，中信五大风格指数全线下跌，消费和成长跌幅较大，分别下跌 10.5%和 12.2%，金融和稳定相对抗跌，金融跌幅为 1.6%，稳定跌幅为 5.3%。

展望后市，主要资产大类中，债市方向上仍然偏多，股市持审慎乐观看法。债市方面，稳增长政策不扭转经济下行趋势之前，债市处于相对安全期，但利率下行空间有限。股市方面，稳增长政策未完全落地之前，股市的稳增长板块（房地产、基建、建材、家电）仍有向上趋势；全球货币政策收紧预期下，关注价值板块表现（银行、保险等）；成长板块短期受压制，但具备真实基本面的板块在 1 季度末或 2 季度初仍会有较大机会。

2. 债市：利率继续下行，信用利差走扩

（1）降息落地打开长端利率下行空间

12 月 3 日，国务院总理李克强在会见国际货币基金组织总裁时表示，继续实施稳健的货币政策，保持流动性合理充裕，围绕市场主体需求制定政策，适时降准。当天夜盘 10 年国开债立即下行 4.25bp，

随后降幅有所收窄，市场对再次降准是否能在长端利率突破 7 月降准后的地点并无太多期待，10 年国债收益率在 2.85 附近震荡。12 月 20 日时隔 20 个月 1 年期 LPR 报价再次下降 5bp 至 3.8%，5 年期 LPR 利率并未同步下调。在内需依旧偏弱、经济下行压力逐渐加大的背景下，市场对 2022 年一季度降息预期强烈，加之跨年资金面在央行 OMO 操作下维持平稳，资金面利率有所下行，机构加杠杆情绪较浓，各主要期限利率全线下行，10 年期国债收益率从 20 日 LPR 调降后一路下行 8bp，突破 2.8% 位置至 2.77%，创年内新低。进入 2022 年 1 月，美联储鹰歌嘹亮，三月加息概率升高，而国内面临新的经济下行压力，中央经济工作会议对 2022 年的经济环境定调为“外部环境更加复杂严峻，内部面临三重压力”，并且重提“坚持以经济建设为中心”，稳增长诉求上升。央行也提出“做好流动性跨周期调节，保持流动性合理充裕，促进货币市场利率平稳运行”。1 月中旬以来，央行先后下调 MLF 利率、OMO 利率和 5 年期 LPR 利率，不同利率密集调降表明对一季度做好经济开门红的重要性。利率下行空间进一步被打开，各期限利率明显下行，10 年期国债收益率一度下行至 2.67% 的低点。

(2) 各等级信用利差走扩

12 月信用债发行规模约 1.1 万亿元，发行规模较上月小幅下行，净融资 1176 亿，前值 3053 亿。信用利差方面，12 月信用债收益率整体下行，其中 3 年期 AAA 等级、AA 等级下行幅度最大，达 15bp。

各等级信用利差大多走扩，AAA 级、AA+级和 AA 级城投债信用利

差分别上行 6bp、9bp 和 9bp，经济下行压力下机构信用债风险偏好较低。城投债来看，2021 年 12 月城投债发行 5494 亿，环比小幅下降，但同比增幅明显，净增加 2039 亿，仍处于较高水平。分评级来看，12 月各评级城投发行人的净增量均为正，其中 AA 级及以下城投、AA+级城投净增量分别为 969 亿元、902 亿元增幅居前；分券种来看，私募债、短融超短融分别以 1672 亿元、1427 亿元的发行量居前。12 月弱区域城投信用利差走扩明显，机构信用风险偏好仍低，2021 年 12 月财政部下达 2022 年度新增专项债务限额并强调向低债务风险地区倾斜，城投整体风险或有所降低。地产债方面，在房地产政策边际放松下，12 月房地产销售数据有所反弹，但主要是一二线地产销售改善较好，三四线城市房地产销售同比降幅仍较大，部分房地产企业面临的信用风险未改善，12 月房地产境内债券行业利差继续大幅走扩。从地产债发行来看，境内地产债发行量有所回升，但发行主体仍集中在国企地产主体，民营地产公司面临的资金困难问题并未明显缓解。

(3) 市场展望及配置建议

展望后市，美联储“鹰歌嘹亮”，不断对外释放强烈的加息信号，并表示在启动加息之后考虑开始缩表，美联储更鹰派的立场将迫使新兴市场央行加快自身货币政策正常化，迫使新兴经济体加快收紧本国货币政策，导致年初以来亚洲股市纷纷接近跌入熊市和技术性回调。而我国货币政策以我为主，保持量较好的政策定力，在国内发展面临

“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力下，国内要稳字当头、

稳中求进，加大跨周期调节力度，央行在 12 月降准后，在一月中旬分别下调量 MLF 利率、OMO 利率和 LPR 利率，表明量货币政策工具在“稳定宏观经济大盘”中的决心。货币政策的进一步发力也会利率下行打开空间。LPR 对实体融资成本有直接影响，进而影响实体的融资意愿，LPR 降息的主要目的是宽信用，以稳定经济的增长。同时更加注重对小微企业、科技创新、绿色发展的信贷支持以及加大对信贷增长缓慢地区的信贷投放，一季度社融有望迎来改善。而基建投资料将成为本轮稳增长的重要抓手，国家发展改革委已形成 2022 年专项债券项目准备清单，这将为明年专项债券加快发行使用打下扎实的项目基础，城投融资或将迎来改善，城投债安全边际仍在。房地产债来看，12 月政治局和中央经济工作会议对房地产的表述偏正面，但近期部分房地产主体评级遭下调，民营房地产融资端尚未完全恢复，风险仍未完全释放，对地产债整体仍需谨慎。

二、宏观经济专题⁵：人口红利还是人力资本红利： 生育政策经济影响的理论分析

（一）摘要

为更好地认识与理解生育政策调整可能带来的人口红利和人力资本红利及其经济影响，本文基于中国生育政策和经济社会发展实践，构建一个异质性居民代际交叠模型，深入考察生育政策（包括最大生育数量限定和超生罚款政策）对经济增长、收入分配和社会养老保障负担的影响及其机理。研究表明，生育政策对不同人力资本居民的生育和子女教育投资决策具有明显的异质性效应，且生育数量限定和超生罚款政策的影响不同。生育数量限定政策放松对经济增长具有“倒U”型影响，对居民收入基尼系数则具有“U”型效应，有利于减轻社会养老保障负担。超生罚款政策放松亦能减轻社会养老保障负担，但会抑制经济增长、加大收入差距。加大公共教育投入总体有助于生育政策放松取得较好效果；降低代际传导性有利于生育数量限定政策放松积极作用的发挥，超生罚款政策放松则具有相反影响。上述发现对于持续优化完善我国生育政策及配套支持措施具有良好启示。

（二）引言

长期以来，人口问题始终备受学术界和各国政府的高度关注。20世纪50年代以来，伴随着二战后欧美国家婴儿潮的出现和发展中国

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贾俊雪，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心孙伟，中国人民大学财政金融学院龙学文。本文节选自原载于《经济研究》2021年第12期的《人口红利还是人力资本红利：生育政策经济影响的理论分析》。原文链接：
<https://kns.cnki.net/kcms/detail/detail.aspx?dbcode=CJFD&dbname=CJFDAUTO&filename=JJYJ202112008&uniplatform=NZKPT&v=9xsOiL1MsikKl5Q7oNP7iVCfE4TxZH2HJuxTzfn7e3SZH8ZSk5alDtTZ5yErjW>

家人口的急剧增长，多国政府相继实施了生育控制政策（Robinson & Ross, 2007）。作为一个人口大国，中国自改革开放以来始终致力于人口与经济社会的协调发展，于 1979 年正式实施了“独生子女”政策——党的十二大将其确立为一项基本国策。三十多年间，这一政策对我国经济社会发展产生了极其深远的影响：较好避免了人口过快增长，显著提升了人口质量（人力资本），为经济高速增长创造了良好的“人口红利”和“人力资本红利”（蔡昉，2004；国家人口发展战略研究课题组，2007）；但随着时间推移也带来一些突出问题，特别是日趋严重的人口老龄化及其引发的社会养老保障负担压力（Barr & Diamond, 2010）。党的十八大以来，中央对此高度重视，根据我国人口与经济社会发展的形势变化，逐步将生育政策从“独生子女”政策放松为“全面二孩”政策，进而调整为目前的“三孩”政策，提出持续深化人口中长期战略研究，促进人口长期均衡发展。

理论上讲，生育政策主要通过影响人口数量及其年龄结构、人口质量及其分布，从而对经济社会发展产生深远影响。就人口数量与质量而言，外生增长理论将人口增长视为外生的，认为其会带来劳动力增加，进而有利于经济增长；内生增长理论则认为，社会平均人力资本增长是长期经济增长的动力源泉，故若人口增长导致社会平均人力资本下降，则可能抑制经济增长（de la Croix & Deopke, 2003）。因此，生育政策对经济增长的影响不仅取决于对人口数量即人口红利的影响，更重要的是对社会平均人力资本（人口质量）即人力资本红利的影响；而且，其亦可能改变居民人力资本分布从而对收入分配产生

重要影响——其中的关键在于生育政策对不同人力资本家庭的生育和子女教育投资决策会产生怎样的潜在异质性影响(Jia et al., 2021)。就人口结构而言,严格的生育控制政策会加剧人口老龄化,致使人口红利消失,从而可能加重社会养老保障负担压力;但亦会减轻居民生育和教育负担,从而可能促进子代的人均教育资源增加,进而促进平均人力资本增长,这有利于创造人力资本红利,进而可能缓解人口老龄化引发的社会养老保障压力。目前,学术界对中国生育政策的经济影响及其机理进行了较深入细致的理论研究(Song et al., 2015; Choukhmane et al., 2017; 刘永平和陆铭, 2008; 郭凯明等, 2013; 汪伟, 2016), 得到了一些很有意义的结论。不过,仍存在如下一些改进空间。

一是不同人力资本居民的(内生)生育与子女教育投资决策往往存在较大差异(de la Croix & Deopke, 2003), 意味着生育政策很可能对居民行为决策产生异质性影响。事实上,如表 2 显示:“独生子女”政策倾向于明显降低了中国总和生育率(从 1982 年的 5.39 减少到 2005 年的 1.98), 但对不同受教育程度妇女生育率的影响存在较大差异——受教育程度较低的妇女受到较大影响,生育数量减少较多。已有理论研究普遍采用的是典型主体优化模型,无法很好捕捉生育政策的这一潜在异质性效应及其对人口红利和人力资本红利对经济的深刻影响。

表 2: 1982 年和 2005 年不同受教育程度妇女的平均生育数量

年份	文盲及半文盲	小学	初中	高中及中专	大专及以上学历	均值(人口加权)
1982	5.61 (81.91%)	4.72 (13.52%)	3.81 (2.81%)	3.14 (1.31%)	2.48 (0.45%)	5.39
2005	2.62 (8.97%)	2.34 (30.95%)	1.92 (37.96%)	1.38 (17.16%)	1.10 (4.95%)	1.98
减少数量	2.99	2.38	1.89	1.76	1.38	3.41

注：数据来自 1982 年人口普查和 2005 年 1%人口抽样调查数据。本文选取 1982 年人口普查中 43 岁及以上年龄的妇女作为基本未受“独生子女”政策影响的样本，将 2005 年 1%人口抽样调查中 40—47 岁的妇女作为几乎完全受政策影响的样本。小括号中为这类受教育程度妇女的样本占比。

二是已有研究在刻画中国生育政策时聚焦于最大生育数量限定的政策维度，普遍忽略了中国现实经济中曾经的“超生现象”和超生罚款政策，无法很好地捕捉生育政策强度的变化（即便生育数量限定政策不变，降低超生罚款力度也意味着政策控制强度的减弱）；更重要的：无法很好地揭示最大生育数量限定（管制手段）和超生罚款（经济手段）这两个政策维度对居民行为决策，从而对人口红利、人力资本红利及宏观经济的影响差异。图 2 给出的直观描述性证据表明：它们与经济增长的相关关系有所不同——最大生育限定数量与经济增长之间呈现出较明显的“倒 U”型关系，超生罚款率与经济增长之间则倾向于具有正向线性关系。

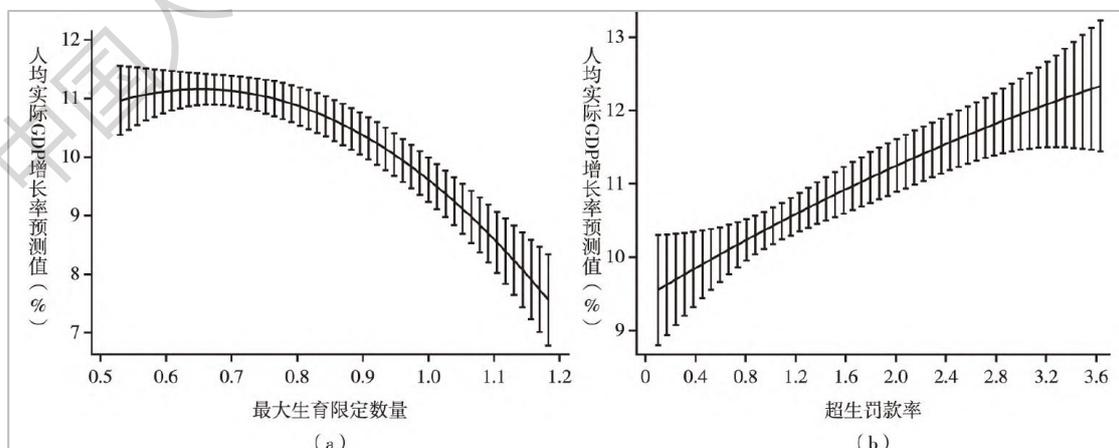


图 2：1994—2011 年间省份最大生育限定数量、超生罚款率与人均 GDP 增长
中国人民大学国际货币研究所(IMI) - 25 - <http://www.imi.org.cn/>

三是已有理论研究还鲜有在一个相对统一的理论框架内就生育政策对人口红利和人力资本红利进而对经济增长、收入分配和社会养老保障负担的影响及其机理进行深入系统的分析。改革开放以来，中国居民收入差距快速增大，分配不公问题十分严峻。新时代，中央将“共享发展”和“共同富裕”提升为国家发展理念——党的十九大在历史上第一次将全体人民共同富裕的社会主义本质外化为具体的奋斗目标。因此，生育政策的持续优化完善需致力于更好地实现经济增长与分配公平并重。在探究生育政策的持续优化完善时，其对社会养老保障负担的影响是一个极其重要的问题——为应对日趋严重的人口老龄化及其引发的社会养老保障负担压力，中国逐步放松了生育政策。那么，这一做法能否有效缓解社会养老保障压力？无疑，厘清这一问题对于新时代中国生育政策的持续优化完善具有重要启示。

本文旨在弥补上述研究不足，以更好地认识和理解生育政策调整对人口红利和人力资本红利的影响及其可能产生的经济效应，对已有文献进行有益补充，为中国生育政策的持续优化完善提供有益借鉴。为此，本文基于中国生育政策和经济社会发展实践，构建一个异质性居民的代际交叠（OLG）模型，提出一个相对统一的生育政策经济影响的理论框架，深入考察了生育政策对人口红利和人力资本红利进而对经济增长、收入分配和社会养老保障负担的影响及其作用机理。与已有研究相比，本文可能的贡献主要在如下 3 个方面：（1）异质性居民模型可较好地刻画不同人力资本居民差异化的生育和子女教育投资决策及二者间的权衡抉择，故可较好地捕捉生育政策对不同人力

资本居民行为决策的异质性效应，从而对人口数量及其代际结构、人口质量及其分布，即人口红利和人力资本红利，进而对经济的深刻影响，有利于更好地认识和理解生育政策经济影响的微观机理。特别地，本文模型中的异质性居民是连续的，这有助于更好揭示生育政策对居民收入分配的影响及其机理。（2）鉴于超生罚款政策以往一直是中国生育政策的一个重要组成部分，深入厘清其对人口红利和人力资本红利的作用机理及其经济影响，对于这一政策的调整无疑具有良好的借鉴意义；因此，本文同时考虑了生育政策的两个维度（即最大生育数量限定和超生罚款政策），以更全面地揭示生育政策的经济影响以及这两种政策的影响差异，为中国生育政策的持续优化完善提供良好借鉴。（3）本文在一个相对统一的理论框架内深入探究了生育政策对人口红利和人力资本红利进而对经济的短期与中长期影响及其机理，以及代际传导性和公共教育对生育政策效应的重要影响。这不仅有助于更好厘清生育政策蕴含的多重目标间的权衡抉择及其影响因素，同时有利于回答生育政策和相关经济社会政策如何配套衔接这一重要问题，为新时代中国生育政策及配套支持政策的持续优化完善，以更好地促进人口与经济社会高质量可持续协调发展，提供良好的理论依据和有益思路。

三、主要经济数据⁶

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	21-Apr	21-May	21-Jun	21-Jul	21-Aug	21-Sep	21-Oct	21-Nov	21-Dec
CPI	同比	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5
PPI	同比	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3
制造业 PMI	指数	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3
工业增加值	累计增长	20.3	17.8	15.9	14.4	13.1	11.8	10.9	10.1	9.6
工业企业利润总额	累计同比	106.1	83.4	66.9	57.3	49.5	44.7	42.2	38.0	34.3
固定资产投资完成额	累计同比	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9
社会消费品零售总额	同比	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7
进出口总值	当期值同比	26.9	27.2	22.1	11.5	18.9	15.3	17.9	20.5	16.7
M2	同比	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0
社会融资规模	存量 (百亿元)	29615	29798	30156	30247	30529	30805	30945	31190	31413
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	14685	14964	21196	10832	12152	16630	8262	12732	11318

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.2201	IMI 宏观经济月度分析报告（第 56 期）	IMI
IMI Report No.2135	2021 天府金融指数报告（发布版）	IMI
IMI Report No.2134	中美货币政策前景与展望	赵然
IMI Report No.2134	独立董事的激励、惩罚与保护	许荣
IMI Report No.2133	双碳目标下如何发挥好绿色债券市场的作用	田昕明
IMI Report No.2132	商业银行的科技浪潮：从电子银行、网络银行到互联网银行	王剑
IMI Report No.2131	IMI 宏观经济月度分析报告（第 55 期）	IMI
IMI Report No.2130	IMI 宏观经济月度分析报告（第 54 期）	IMI
IMI Report No.2129	《人民币国际化报告 2021》——双循环新发展格局与货币国际	IMI
IMI Report No.2128	化（发布稿）	
	IMI 宏观经济月度分析报告（第 53 期）	IMI
IMI Report No.2127	IMI 宏观经济月度分析报告（第 52 期）	IMI
IMI Report No.2126	IMI 宏观经济月度分析报告（第 51 期）	IMI
IMI Report No.2125	IMI 宏观经济月度分析报告（第 50 期）	IMI
IMI Report No.2124	《人民币国际化报告 2020》系列十一：打造世界一流金融制度	IMI
IMI Report No.2123	环境的突破口——营造富有国际竞争力的税收环境	
	《人民币国际化报告 2020》系列十：形成具有国际影响力的“上	IMI
IMI Report No.2122	海价格”体系	
	从事实角度看人民币汇率机制	张瑜
		郭彪
IMI Report No.2121	大宗商品价格上涨基本面成因及启示	类承曜
IMI Report No.2120	地方政府债扩张原因、风险防范和化解	
IMI Report No.2119	IMI 宏观经济月度分析报告（第 49 期）	IMI
IMI Report No.2118	《人民币国际化报告 2020》系列九：上海建设全球金融中心的	IMI
IMI Report No.2117	微观举措	
	《人民币国际化报告 2020》系列八：上海全球金融中心建设的	IMI
IMI Report No.2116	机遇与挑战	
	《人民币国际化报告 2020》系列七：改革开放以来金融创新的	IMI
IMI Report No.2115	先行者	
	国际资本市场形势分析	钱宗鑫
IMI Report No.2114	《人民币国际化报告 2020》系列六：国际中心城市建设与货币	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