

No. 2127

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十三期)

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：主要经济数据继续表现低迷.....	- 7 -
2. 通胀：CPI 继续回落，PPI 创新高	- 10 -
3. 金融：社融企稳但信贷需求仍弱.....	- 11 -
(三) 商业银行.....	- 13 -
1. 理财公司理财产品流动性管理征求意见；养老理财产品正式试点	- 13 -
2. 2021 年 8 月货币金融数据分析.....	- 15 -
(四) 资本市场.....	- 16 -
1. 股市：全球货币政策分化，消费板块有所反转.....	- 16 -
2. 债市：债市对基本面利好钝化，系统性风险暂且不大.....	- 21 -
二、 宏观经济专题：生产部门通缩与全局性通缩影响因素的差异性	
研究——机器学习方法的新视角	- 24 -
(一) 摘要.....	- 24 -
(二) 引言.....	- 25 -
三、 主要经济数据	- 29 -

图表目录

图 1：M1、M2 剪刀差持续走阔	- 13 -
-------------------------	--------

表格目录

表 1：8 月 M2 增量的结构	- 16 -
表 2：经济数据一览.....	- 29 -

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

欧美经济持续修复，货币政策或将开始减码；日本经济回升形势较为严峻，日央行将维持其大规模刺激计划。美国 8 月通胀高位小幅回落，但目前美国的供给短缺问题仍未缓解，未来 1-2 个季度通胀或将维持高位。9 月 PMI 数据超预期。鲍威尔在 9 月 FOMC 会议新闻发布会中表示 Taper 节奏大致将在 2022 年中完成。欧元区经济持续复苏、通胀创新高，欧央行维持货币政策宽松，同时计划在未来一个季度逐步削减紧急购债规模。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。日本经济仍处于严峻的形势，日央行将维持其大规模刺激计划。

（1）美国通胀高位小幅回落，PMI 数据超预期，Taper 操作处于落地前夕

物价方面，8 月美国 CPI 同比高位小幅回落。8 月美国 CPI 同比 5.3%，预期 5.3%，前值 5.4%；核心 CPI 同比 4%，预期 4.2%，前值 4.3%。从 8 月数据看，应关注美国通胀的供需格局：

供给端：供给短缺问题仍未缓解，甚至还在恶化。1) 所有行业的国内和国际供应商延迟问题仍在恶化，截至 9 月初，制造业(68.8%，

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

遭遇延迟问题的企业比例，下同）、零售贸易（65.4%）、建筑（61.9%）行业遭遇的国内供给延迟情况是最恶劣的，批发贸易（42.7%）、零售贸易（34.3%）、制造业（34.1%）行业遭遇的国际供给延迟情况是最恶劣的。2）绝大多数行业的生产延迟情况也更为普遍，除信息业和公用事业外，其余行业的情况都在恶化。截至 9 月初，制造业（43.8%）、建筑（25.6%）、批发贸易业（19.7%）行业的生产延迟情况最为恶劣。3）只有交运仓储业、批发贸易、零售贸易、信息业等的交货延迟情况有所好转，其余行业的交货情况也存在不同程度的恶化。截至 9 月初，建筑业（50%）、制造业（49.7%）、批发贸易业（37.5%）行业的交货延迟情况最为恶劣。

需求端：受疫情影响，需求短期回落。8 月份，美国新冠确诊病例再创新高，在疫情扩散的影响下，美国大多数地区的外出就餐、旅游消费明显走弱。由于德尔塔病毒的强传染性，美国当日新冠确诊病例数再度突破 15 万例/日，创去年底以来的又一小高峰。出于对疫情的担忧，美国出行和旅游消费再度走弱，相比于去年，美国外出就餐人数同比从 7 月的-5%下降至-10%。与出行相关的服务价格的边际变化更能体现短期疫情扩散对物价的影响。8 月份，运输服务价格环比下跌 2.3%，其中，机票价格环比从-0.1%降至-9.1%；娱乐服务价格环比从 0.6%降至 0.2%，涨幅明显放缓。

经济方面，9 月制造业与非制造业 PMI 均超预期走高。9 月制造业 PMI 重回 60 以上，好于预期 59.5，但主要由供应商交付分项贡献，9 月录得 73.4，前值 69.5，反映美国当前供给短缺问题仍较为严重；

而新订单分项录得 66.7，持平于前值，并未进一步改善。美国疫情缓和带来 9 月服务消费改善：美国 9 月 ISM 非制造业指数 61.9，预期 59.9，前值 61.7。但美国三季度企业设备投资或小幅走弱，ISM 制造业 PMI 领先美国核心资本品新订单约 3-6 个月，该指数于 3 月见顶；同时 7-8 月核心资本品新订单同比增速较 Q2 也确实出现了放缓。由于美国核心资本品新订单和 GDP 企业设备投资走势高度一致，即 2021Q3 企业设备投资同比增速或有所放缓。

货币政策方面，9 月 FOMC 会议明确 Taper 节奏，Taper 操作处于落地前夕。

1) 美联储释放 Taper 信号，会议声明中最主要的变化在于明确“如果充分就业和物价稳定的进展大体上如预期那样持续下去，委员会认为资产购买速度的放缓将很快到来”。在新闻发布会中，鲍威尔表示当下的通胀和就业数据符合实质性进展的标准，缩减购债操作已经临近，大致将在 2022 年中完成，部分委员支持更早完成缩债操作。不过鲍威尔仍指出 Taper 节奏与加息无关，弱化市场对加息提前的预期。发布会中关于 Taper 节奏的明确表态引发市场即期反应转鹰。

2) 从美联储的 Taper 操作进度来看，Taper 操作当下或正处于落地前夕。7 月 FOMC 会议上首次提及将在即将到来的会议上（coming meetings）将继续评估经济进展；9 月会议表示 Taper 很快到来（soon be warranted）；2013 年 9 月 FOMC 声明中提及“coming meetings”一词，此后 12 月就正式宣布 Taper。可以看到，美联储在最近两次 FOMC 会议上对 Taper 的到来持续做出铺垫，Taper 操作当

下或正处于落地前夕。

3) 从市场对 Taper 预期的交易来看, 此轮 Taper 与 2013 年的主要差异之一在于市场预期足够充分, 因此市场对本轮 Taper 的交易并未经历 2013 年“初步提出”的阶段, 而是直接进入到了“预期升温”的阶段, 即美债收益率在美联储提及 Taper 可能性时就已经充分定价, 因此 Taper 落地本身对美债收益率的助推效果或有限。差异之二在于: 此轮 Taper 预期落地过程中, 市场更多关注加息时点与进度, 美联储 Taper 加息时点的前瞻指引或是下一阶段美债的主要交易因素。

4) 关于经济基本面前景, 受疫情冲击美联储下调 2021 年 GDP 预期、上调失业率预期, 同时上调 2021-2023 年通胀预期。此次发布的点阵图再度大幅前移, 尽管鲍威尔一再强调 Taper 节奏与加息无关, 但此次点阵图再度前移同样市场解读偏鹰。

(2) 欧元区经济持续复苏、通胀创新高, 欧央行维持宽松货币政策并计划逐步削减紧急购债规模

欧元区经济继续修复。就业方面, 8 月失业率再度小幅下降 0.1 个百分点至 7.5%。通胀方面, 欧元区通胀 9 月再创新高, 调和 CPI 同比上行 0.4 个百分点至 3.4%, 超市场预期。虽然制造业和服务业 PMI 走势较 8 月有所放缓, 但整体仍处于高扩张区间。

德国大选尘埃落定为时尚早。德国联邦议院选举对德国全部选区的计票显示, 社民党以 25.7% 的得票率排名第一, 联盟党以 24.1% 的得票率位居第二; 绿党和自民党得票率分别是 14.8% 和 11.5%, 分列第三和第四。虽然大选结果基本明朗, 但后续组阁仍面临很多不确定

性。在可能的组合中，红绿灯组合相对偏左，在财政政策上倾向于提高税收，并加大财政宽松力度，而牙买加组合则相对偏右，倾向于更为保守的财政政策。另外，从德国对华关系角度看，由于绿党和自民党在对华态度上偏强硬，无论是上述两种组合中的哪种，中德关系的不确定性因素可能会增加。

货币政策方面，欧洲央行行长拉加德在欧洲议会上表示，目前欧元区的经济复苏正在日益推进；但未来增长前景仍然不确定，严重依赖于疫情的演变。欧洲央行（ECB）9月9日决定维持关键利率在负0.5%不变，PEPP仍按计划将于明年3月结束，疫情前出台的资产购买计划(APP)的资产购买规模仍维持在每月200亿欧元。欧洲央行并表示，将在未来一个季度削减紧急购债规模，朝着逐步结束紧急援助迈出第一小步。

（3）日本经济修复速度偏慢，货币政策将继续保持宽松

日本经济修复继续放缓。从PMI数据看，9月日本制造业PMI为51.5%，前值52.7%，进一步走弱。日本央行行长黑田东彦表示，日本经济有回升的趋势，但由于新冠疫情的影响，日本经济仍处于严峻的形势。物价方面，CPI同比走势小幅改善。8月日本CPI同比-0.4%，前值-0.3%，跌幅收窄；核心CPI同比有所修复，从-0.2%回升至0%。

货币政策方面，日本央行9月22日保持货币政策不变，但对出口和产出的看法更加黯淡，这加强了外界对该行将维持其大规模刺激措施的预期，即使其他主要央行都在考虑撤出危机模式的支持措施。

日本央行行长黑田东彦 9 月 29 日表示，由于消费疲软，通胀远低于 2% 的目标，日本央行将维持其大规模刺激计划。

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。

（二）国内宏观²

8 月国内主要经济数据延续偏弱态势，主要经济数据均有不同程度的下滑，疫情对经济的负面影响持续存在。8 月份规模以上工业增加值同比增长 5.3%，两年平均增速 5.4%，均较上月明显回落，工业生产恢复继续放缓。1-8 月固定资产投资累计同比增速为 8.9%，两年复合增速为 4.0%，除制造业投资继续小幅改善外，房地产和基建投资继续下滑，基建投资并未如预期“放量”。消费受疫情反复影响边际下行，尤其是餐饮消费 8 月录得负值，同时汽车消费受缺芯影响继

²撰写人：IMI 研究员孙超

续走弱。8月进出口数据超预期回升，尤其是机电产品和高技术产品出口今年以来维持高增速，对经济增长形成一定支撑。总体来说8月国内供需均受不同因素限制，经济数据全面下滑，经济表现偏弱。

1. 经济：主要经济数据继续表现低迷

(1) 工业生产继续边际放缓

8月份规模以上工业增加值同比增长5.3%，较前值下降1.1个百分点，增速进一步放缓，两年平均增速5.4%，较上月回落0.2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8月增速分别为2.5%、5.5%和6.3%。分行业来看，41个大类行业中有34个行业增加值保持同比增长，汽车制造业、纺织、黑色金属加工同比增速均为负，且降幅扩大，其中缺芯影响下汽车工业增加值同比下降12.6%，降幅扩大4.1个百分点，纺织工业增加值同比下降2.5%，黑色金属冶炼和压延加工业增加值同比下降5.3%；计算机通信、医药制造业等高技术制造业依然保持高增长，与其出口高增速有关，是工业增加值主要支撑。整体来看，8月工业生产偏弱与国内PMI走势一致，国内疫情出现反复，内需仍处于弱修复过程中，整体工业生产整体偏弱。

(2) 固定资产投资偏弱

1-8月固定资产投资同比增速8.9%，前值10.3%，近两年平均增长4.0%，前值4.2%。分三大类别看，1-8月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为15.7%、10.9%和2.9%，近两年平均增速分别为

3.1%、7.7%和 2.3%，制造业投资两年平均增速继续提升，房地产投资和基建投资增速继续回落。制造业投资中，受出口增速景气度延续，专用设备制造业及计算机、通信和其他电子设备制造业增速均较高，分别为 27.2%和 24.9%，8 月制造业投资增长支撑固定资产投资增速，但上游大宗商品价格的高位或将在一定程度上抑制下游制造业需求，对制造业投资形成约束。进入三季度地方专项债发行加快，同时中央政治局会议要求尽快形成实物工作量，随着 8 月地方专项债发行提速，基建增速在年底有望反弹。1-8 月房地产投资的两年平均增速为 7.7%，较上月回落 0.3 个百分点，房地产整体仍受到政策压制。从销售来看，8 月份商品房销售面积和销售额继续回落态势，同时由于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

8 月社零同比增速为 2.5%，近两年平均增速 1.5%，前值 3.6%，消费复苏依然受阻。8 月份商品零售同比增长 3.3%，两年平均增长 2.4%，餐饮收入增长-4.5%，两年平均增长-5.8%，均较前值下降，餐饮收入的负增长是社零增速不及预期的主要拖累。8 月汽车消费继续走弱，仍是受缺芯影响。分项上看，文化办公用品类、烟酒类、石油及制品类增速较高，而通讯器材类、家用电器和音像器材类增速为负。整体看 8 月消费持续回落尤其是餐饮消费下降明显，主要仍是国内受国内疫情散点发生影响居民消费信心，短期内消费依旧乏力，难看到明显好转。

(4) 进出口增速超预期回升

按美元计价，8月出口总额2943亿美元，同比增速为25.6%，前值19.3%，出口增速超预期回升；进口总额2360亿美元，同比增速33.1%，前值为28.1%，增速也回升，贸易顺差583亿美元。出口增速超预期回升，一方面由于海外受变异毒株影响疫情有所反复，尤其是东南亚受疫情影响产能减弱，导致对我国出口替代需求增加，另一方面国外主要国家制造业PMI仍处于高位，经济仍处修复阶段，对我国出口形成支撑。从出口地区来看，7月对欧盟、东盟和日本等经济体出口同比增速分别上升12.2、2.1和6.9个百分点至29.4%、16.6%和19.5%，对美国出口增速由13.4%上升至15.5%。从出口产品来看，机电产品和高新技术产品出口保持高增长，机电产品和高新技术产品的两年平均同比增速达到17.3%和15.5%，其中8月机电产品出口金额1696亿美元，占出口总额的57.6%。劳动密集型产品出口继续改善，主要是对东南亚产品的替代。整体来看8月出口增速超预期回升，9月份出口或仍将维持高位，但四季度出口增速或将放缓。进口来看，8月进口同比增速33.1%，增速较前值回升，主要是由于大部分大宗商品价格仍处于高位，支撑整体进口金额增长。8月我国大豆、原油和铁矿砂的进口金额同比增速分别为53.8%、59.8%和95.0%，但进口数量同比增速分别为-1.2%、-6.2%和-2.9%，表现出价升量减。而汽车及汽车底盘进口两年平均增速均继续回落，反映汽车缺芯对汽车生产影响仍存。整体来看，今年以来我国外贸数据表现较好，尤其是出口的高增速对经济形成支撑，贸易顺差也处于高位，海外需求仍处于恢

复阶段，出口短期内有望保持较强韧性。疫情的反复对我国进出口贸易扰动仍存在较大不确定性，但未来随着大宗商品价格见顶回落态势渐显，进口增速或将减弱，高顺差态势仍能维持。

2. 通胀：CPI 继续回落，PPI 创新高

(1) 食品项带动 CPI 继续回落

8 月份 CPI 同比增速 0.8%，前值为 1.0%，CPI 同比继续小幅回落。核心 CPI 同比增速 1.2%，与上月回落 0.1 个百分点，年内首次回落。同比来看，8 月食品价格下降 4.1%，前值为下降 3.7%，其中猪肉价格继续下降，同比为-44.9%，环比下降 1.4%，随着猪肉供给的恢复，猪肉价格将持续成为 CPI 食品项的主要拖累。环比来看，CPI 上涨 0.1%，其中食品价格环比上涨 0.8%，猪肉环比下跌 1.4%，鲜菜价格受降雨影响有所上涨，上涨 8.6%，鲜果价格季节性下跌。8 月非食品项同比上涨 1.9%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点。主要是受疫情影响，出行消费收到抑制，交通和通信价格同比回落 1 个百分点至 5.9%。一方面猪肉价格保持下行态势，另一方面国内需求回升低于预期，同时局部地区陆续出现新疫情，抑制了整体需求提升，未来 CPI 仍将维持低位运行。

(2) PPI 创新高

8 月 PPI 同比增速 9.5%，较上月小幅反弹 0.5 个百分点，高于预期，继续维持高位，其中新涨价因素为 7.6%，较上月继续提升，主要是煤炭价格的上涨影响。分项上看，生产资料同比上涨 12.7%，前值

12.0%，环比 0.9%，前值 0.6%，其中采掘工业当月同比 41.8%，原材料工业和加工工业同比分别为 18.3%和 8.0%；生活资料同比增速 0.3%，持平上月，环比 0%。环比来看，8 月原油价格下跌而煤炭价格上涨，采掘工业中煤炭开采和洗选业上涨 6.5 个百分点，一枝独秀。有色金属环比增速 1%，黑色金属环比增速 0.2%。整体来看，随着煤炭产能的释放，煤炭供给压力将有所缓解，煤炭需求依然强劲，短期内煤炭价格难以大幅回落，同时大宗商品价格仍将处于高位，PPI 短期内或将维持高位震荡。

3. 金融：社融企稳但信贷需求仍弱

(1) 债券融资支撑社融企稳

8 月份新增社融规模 2.96 万亿元，较去年同期减少 6295 亿元。社融存量同比增长 10.3%，较上月下滑 0.4 个百分点，主要是去年基数较高。具体来看，8 月新增人民币贷款 1.27 万亿元，同比少增 1500 亿，主要是政策对房地产相关贷款发放趋严，房地产相关贷款减少。非标融资减少 1058 亿元，同比多减 1768 亿元，其中信托贷款减少 1362 亿元，委托贷款多增 177 亿元，未贴现的银行承兑汇票多增 127 亿元，同比少增 1314 亿。8 月新增股票融资 1478 亿元，同比多增 196 亿，主要是中国电信的 IPO 的支撑；新增企业债券净融资 4341 亿元，同比多增 682 亿元，但结构有所分化，主要是优质企业发债较多；8 月新增政府债券净融资 9738 亿元，地方专项债发行开始提速。今年专项债发行整体节奏偏慢，发改委要求预留部门专项债额度 12 月发

行，预计9月和12月为地方专项债供给高峰，支撑社融增速。

(2) 信贷需求不足

8月份新增人民币贷款1.22万亿元，同比少增631亿，不及预期，新增信贷表现疲弱且企业部门信贷结构继续恶化。具体来看，8月企业新增贷款6963亿元，同比多增1166亿，其中企业中长期贷款新增5215亿元，同比少增2037亿，表明企业扩张意愿不足；新增短期贷款减少1149亿元，同比少增1196亿，新增票据融资2813亿元，同比多增4489亿，票据融资持续处于高位，进一步表面实体融资需求偏弱。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4259亿元，同比少增1312亿；居民短贷新增1496亿元，同比少增1348亿元。整体来看，消费恢复不及预期，同时国内局部地区疫情的发生进一步抑制了消费需求，而房地产信贷的管控短期内或不会放松，居民贷款或仍将继续走弱。9月初国务院部署新增3000亿元支小再贷款额度，在今年发放，企业信贷或有所好转。

(3) M2、M1 增速继续回落

8月M1同比增速4.2%，较前值回落0.7个百分点；M2增速较前值回落0.1个百分点至8.2%，M2-M1剪刀差继续走阔。8月新增人民币存款1.37万亿元，同比少增5672亿，其中企业、居民和财政存款同比分别少增635亿、1883亿和3615亿，非银金融机构存款多增3605亿元，或表面居民理财需求增加。M2与M1间的剪刀差继续走阔，企业经营活力仍偏弱。

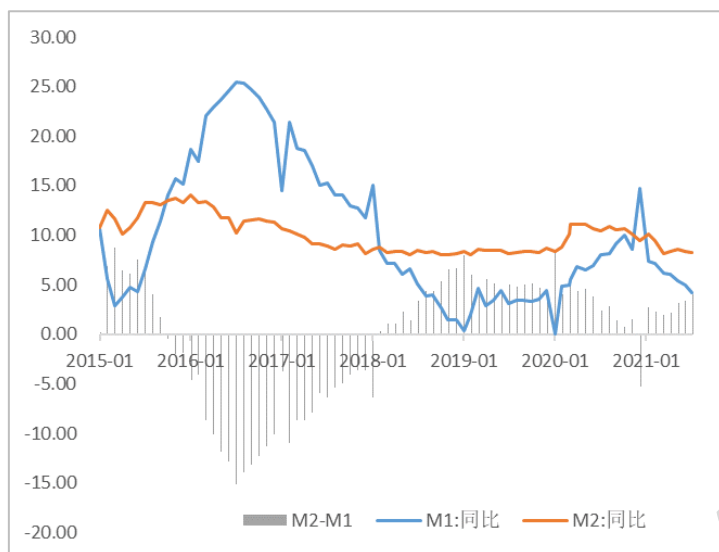


图 1：M1、M2 剪刀差持续走阔

数据来源：Wind, IMI

（三）商业银行³

1. 理财公司理财产品流动性管理征求意见；养老理财产品正式试点

（1）中国银保监会就《理财公司理财产品流动性风险管理办法（征求意见稿）》公开征求意见

为加强理财产品流动性管理，保护投资者合法权益，中国银保监会制定了《理财公司理财产品流动性风险管理办法（征求意见稿）》（以下简称《办法》），2021 年 9 月 8 日，银保监会官网公布向社会公开征求意见。《办法》充分借鉴国内外监管实践，对理财产品流动性管控重点进行了明确与规范。共七章 45 条，分别为总则、治理架构与管理措施、投资交易管理、认购与赎回管理、合作机构管理、监督管理以及附则。

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

制定《办法》是银保监会落实《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《商业银行理财业务监督管理办法》《商业银行理财子公司管理办法》等制度要求的具体举措。通过建立专门的理财产品流动性管理规定，进一步完善了理财公司规则体系，有助于督促理财公司完善流动性管理机制，提高管理能力，更好推动理财产品净值化转型。同时，也有助于保持理财产品投资策略的相对稳定，为投资者获取长期投资、价值投资收益，更好保障投资者合法权益不受损害并得到公平对待。综合来看，《征求意见稿》充分借鉴国内外监管实践，将流动性风险管理贯穿于理财业务运行的全流程，有利于理财公司业务长远健康发展。

（2）银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》

2021年9月10号，银保监会发布《关于开展养老理财产品试点的通知》，自2021年9月15日起，工银理财在武汉市和成都市，建信理财和招银理财在深圳市，光大理财在青岛市开展养老理财产品试点。试点期限暂定一年，试点阶段，单家试点机构养老理财产品募集资金总规模限制在100亿元人民币以内。试点要求，（一）试点理财公司应当统一思想，提高认识，充分发挥理财业务成熟稳健的资产配置优势，创设符合长期养老需求和生命周期特点的养老理财产品，推动养老理财业务规范发展，积极拓宽居民财产性收入渠道。（二）试点理财公司应当建立试点工作领导机制，明确各项职责，加强制度建设，保证必要资源投入，建立与养老理财相适应的治理架构、管理模式、投研能力和考核体系等。（三）试点理财公司应当严格按照理财

业务现有制度和养老理财产品试点要求，规范设计和发行养老理财产品，做好销售管理、信息披露和投资者保护等工作，确保审慎合规展业，守住风险底线。（四）试点理财公司应当结合试点地区情况，稳妥有序开展试点，健全养老理财产品风险管理机制，实施非母行第三方独立托管，引导形成长期稳定资金，探索跨周期投资模式，积极投向符合国家战略和产业政策领域，更好支持经济社会长期投融资需求。（五）各理财公司应当规范养老理财产品名称使用，持续清理名不符实的“养老”字样理财产品。银行业理财登记托管中心配合做好养老理财产品信息登记和清理规范相关工作。我们认为随着老龄化日益加剧，我国亟需大力推进第三支柱养老体系建设。养老理财产品将推动我国第三支柱养老体系的健康快速发展，同时，养老金作为长线资金，有助于促进资本市场的健康发展，支持我国经济的高质量转型，同时居民也能享受未来我国资本市场快速发展的红利，助力实现共同富裕。

2. 2021 年 8 月货币金融数据分析

2021 年 8 月末，基础货币余额为 30.74 万亿元，全月减少 3169 亿元。其中，现金（货币发行）增加 431 亿元，银行的存款准备金减少 3934 万亿元，非金融机构存款增加 333 亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 1044 亿元，政府债券发行等财政因素回笼基础货币 1050 亿元，央行的“其他资产”减少，相应回笼基础货币 2817 亿元。

8 月末的 M2 余额为 231.2 万亿元，同比增速为 8.2%，较上月下降 0.1 个百分点。按不含货基的老口径统计，8 月份 M2 增加 1.16 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 1.35 万亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 5071 亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 3132 亿元；银行信贷投向非银和非标等因素回笼 M2 约 3820 亿元；外汇占款回笼 M2 约 20 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	342	外占	-20
单位活期	5,950	债券	-3,132
单位定期	1,084	贷款	13,507
个人	3,339	财政	5,071
非银	891	其他（非银、非标等）	-3,820
合计	11,606	合计	11,606

（四）资本市场⁴

1. 股市：全球货币政策分化，消费板块有所反转

（1）基本面更新

8 月的宏观经济数据继续走弱，三季度 GDP 两年平均同比增速或低于 5%，也低于中国经济潜在增速区间的下限（央行曾测算“十

⁴ 撰写人：IMI 研究员孙超、芦哲

四五”期间中国经济潜在增速区间为 5.0%~5.7%)。造成经济走弱的因素既包括房地产走弱、社融回落等内生性因素,也包括疫情防控扰动、结构性供给冲击等外生因素。在逆周期政策发力逐渐增强及低基数效应下,四季度经济回落的速率或有所放缓,但宏观经济运行面临来自供需两端的不确定性。

从数据来看,消费受疫情防控冲击明显,8月社零两年平均增速为 1.5% (前值 3.6%, 2020 年 12 月为 6.3%), 8 月服务业生产指数两年平均增速为 4.4% (前值为 5.6%, 2020 年 12 月为 7.2%), 商品和服务消费双双走弱。房地产投资继续走弱,8月房地产投资两年平均增速为 6.2% (前值 6.3%), 大幅低于上半年房地产投资增速,“三道红线”和房地产相关贷款集中度管理对房地产投资的影响正在显现。基建投资继续位于低位,8月基建投资持平于 2019 年同期水平,两年平均增速为 0% (前值为 -1.6%)。从中长期的视角看,地方政府债务约束和中央对地方基建项目收益率的要求意味着“十四五”时期基建增速仍将低位运行;而从短期的视角看,随着专项债发行力度增加及各部委对基建投资作为逆周期力量的重视,今年四季度和明年年初基建投资有小幅回升的空间。制造业投资总体平稳,8月制造业投资两年平均增速为 6.1% (前值 2.8%), 今年以来支撑制造业投资的有利因素包括出口超预期强势、支持实体经济融资的金融政策,但也应看到上游原材料价格上涨对中下游制造业利润和新增投资的抑制效应。后续来看,制造业投资暂不构成经济运行的拖累项,但也难大幅向上成为支撑项。工业生产继续回落,8月工业增加值两年平均增

速为 5.4%（前值为 5.6%），从主要工业品产量看，原煤、焦炭、十种有色金属、钢材、水泥、发电量等工业品产量增速均处于回落趋势，鉴于中央层面对于“能耗双控”政策的执行决心，后期工业生产恐仍面临一定的供给约束。

国内通胀形势较为严峻。8 月 PPI 同比 9.5%，增速较 7 月上升 0.5%。当前，PPI 同比增速已连续 4 个月高于 2016 年~2017 年“供给侧改革”时期 PPI 增速的最大值。从高频的商品价格指数来看，9 月份 PPI 同比增速大概率破 10%，当前上游的通胀形势及其严峻。CPI 通胀相对温和，反映下游需求仍然疲弱。8 月 CPI 同比增速为 0.8%，较前月的 1%有所回落；其中 CPI 食品项同比下降 4.1%（前值为下降 3.7%），降幅有所扩大；CPI 非食品项同比增长 1.9%（前值 2.1%），增速有所回落。8 月消费者物价走弱无疑受到疫情防控的影响，在南京疫情爆发后采取的较为严格的防疫措施导致消费临时走弱，社零数据两年平均增速仅 1.5%，需求的受限也导致消费品价格的疲软。后期重点关注上游大宗商品价格的持续性，以及上游价格向下游传导是否顺畅。

在面临诸多宏观环境不确定性的情况下，“保持流动性合理充裕”仍是当前央行货币政策的立场。一方面，实体经济偏弱限制了央行货币政策收紧，这一点已为当前债券市场确认；另一方面，上游通胀形势和全球央行货币政策转向因素也限制了央行货币政策进一步转松。因此，短期内央行能做的是在坚持中性的货币政策立场的同时，利用现有的“再贷款、再贴现”等工具，加大对实体经济融资的支持。在

资金市场上，1年期同业存单利率已从8月的低点2.62%回升至当前的2.73%，与同期限的MLF利率（2.95%）偏离幅度回到25bp以内，同时DR007利率也回到7天政策逆回购利率2.2%附近，显示资金市场流动性由前期的较为宽松回归之中性偏松的状态。在当前的利率框架下，资金利率不向下突破政策利率区间下限，或者央行不调降政策利率，则意味着长端债券利率也难以继续向下突破。

海外方面，在美联储政策转向的大背景下，全球央行货币政策走势出现一定分化。巴西、俄罗斯、韩国、英国等国家的货币政策跟随甚至超前美联储的转向立场，欧央行、澳洲联储、日本央行、中国央行的货币政策则略微偏“鸽”。

当前全球央行货币政策分化主要有几大原因。首先，当前美联储的转向仍是相对温和的，美联储缩减购债尚处于预热阶段，仍未正式实施，且后期实施也不一定会改变目前十分宽裕的美元流动性环境，这为其他国家央行货币政策独立性保留了一定空间。其次，各国面临的国内经济、通胀环境不同，巴西、俄罗斯等国家加息主要是由于其国内通胀高企，只能靠货币政策收紧；而欧洲、日本、中国国内经济基本面和消费者物价均相对温和，通胀不构成维持宽松的强约束条件。再次，全球各国面临的资本流动环境不同，欧洲和日本有区域性储备货币的地位，尚不担心资本流出；中国有资本账户管制，且当前仍有较大的贸易顺差，也不用担心资本流出。韩国、俄罗斯、巴西等新兴经济体则不同，国内经济不景气导致其对全球资本的吸引力下降，国内通胀高企则导致汇率贬值，经济和通胀两大因素都对其跨境资本流

动带来压力。

(2) 市场回顾与展望

9月市场情绪整体稳定,截至9月27日,本月上证指数上涨1.1%,创业板指上涨0.52%,沪深300上涨1.49%,中证500下跌1.17%。外盘方面,本月恒生指数大跌6.45%,标普500下跌1.76%,纳斯达克下跌1.90%。行业走势分化进一步收窄,9月中信一级行业月度涨跌幅标准差为6.6%,低于8月的8.2%和7月的10.6%。板块和行业方面,前期强势的部分周期板块在9月份涨势有所放缓或者出现大幅回调,具体而言,煤炭本月上涨2.7%(前值为27.7%),有色金属本月下跌16.7%(前值为上涨18.8%),钢铁本月下跌10.5%(前值为上涨20.1%),基础化工本月下跌3.2%(前值为上涨17.6%)。而在8月份表现比较弱势的消费板块在9月份则涨幅居前,市场风格更加均衡。9月,食品饮料、农林牧渔、医药三大消费板块分别上涨13.6%、8.9%、5.8%。此外,石油石化和电力公用事业行业9月表现较好,或与国际油价反弹及电力行业酝酿涨价相关,石油石化行业本月上涨7.3%(前值为上涨6.9%),电力及公用事业行业本月上涨11.9%(前值上涨9.1%)。

9月中下旬开始,前期表现疲弱的消费板块出现了一定的反转。我们认为近期消费板块表现相对较好的主要原因包括:(1)自6月初以来,消费板块出现较大的回调,中信消费风格指数最大回撤幅度超过20%,从而使得估值进入相对合理区间;(2)6月以来的宏观消费数据下行有企稳的信号出现,一是前期严格的疫情防控对消费的负

面冲击在后期有望边际减弱，二是国家层面有望出台更多稳消费政策，9月22日国务院常务会议表示要“研究出台进一步促进消费的措施，确保经济运行在合理区间”；（3）当前强势的上游通胀有可能部分向下游消费领域传导，近日海天味业表示由于今年以来各主要原材料、运输、能源等成本持续大幅上涨，给公司的经营带来了一定的挑战，近期该公司正在评估是否对产品价格进行调整。基于上述逻辑，我们认为后期大消费板块仍有表现的空间，但在交易操作上也应该注意最近的“限电”措施对部分消费活动及相应企业利润的负面冲击。

整体而言，当前的宏观环境较为复杂，在风险资产上我们建议保持中等仓位。板块方面，后期周期板块受益于大宗商品供需缺口、建筑等逆周期板块受益于基建发力、大消费板块受益于政策稳消费，有望取得相对超额收益。我们建议均衡配置消费、非银金融、建材、周期。

2. 债市：债市对基本面利好钝化，系统性风险暂且不大

（1）核心观点

近期债市对基本面利好钝化，基本面到货币政策的传导不畅可能是核心原因。供给约束之下货币政策有能力边界，预计更多采用结构性工具，降准窗口期还未完全关闭，降息概率较小，传统思路中先宽货币后宽信用的“套路”未必明显，加上中美利差等制约，没有过高预期，但调整是机会。基本面支撑下债市风险还不大，空间看房地产如何演绎，重申曲线偏平坦，中美利差收窄等判断。维持十年期国债

2.8%及之下减持、2.9-3.0%增持的判断，关注银行资本债跌出来的机会。节前建议适度拉长产业债久期，城投债继续短久期，规避地产美元债同时关注剩者为王的机会，杠杆暂不急于回补。

(2) 为何近期债市对基本面利好钝化？

上半年债市看空做多，而近期恰好相反，债市对基本面利好钝化，窄幅震荡已经接近两个月。背后的原因可能包括：第一，基本面到货币政策的传导不流畅，期待中的再次降准迟迟未见落地。第二，美债收益率快速上行，中美利差有所收窄。第三，地方债供给压力还有待释放，市场在密切关注房贷会否放松，以及由此可能导致的所谓宽信用。第四，大宗商品尤其是油气煤价格上涨，市场不仅担心 PPI 居高不下，甚至担心会逐步向 CPI 传导，导致基本面格局更趋复杂。第五，其他因素，比如理财整改正处于关键时期，有可能影响到债市需求。

(3) 经济下行的“病根”与政策推演

基本面下行压力已经在显现过程中，拉闸限电及能耗双控、房地产危机四伏，出口作为过去一年多的经济引擎也将高位回落。宏观经济呈现出更加明显的“滞胀”特征，中期“微通缩”的担忧升温。知道病根，才能推演解决方案：首先，保供并提升煤炭供给能力是关键，但每个监管部门都有自己的 KPI，需要短期统一协调。其次，解决“市场煤”和“计划电”顶牛问题，推动电价改革。最后，财政需要温和托底，但广义财政有心无力。

(4) 货币政策该如何应对？

面对供给约束导致的滞胀环境，货币政策显然有能力边界，着力

点有限，需要兼顾多重目标，具体方式：（1）再贷款等结构性政策直达实体，投放基础货币，对外平衡冲击小，可能是最优的选择。（2）降准的窗口期还没有完全关闭，但市场之前预期过高，需要地产风险事件等触发剂。（3）降息的压力略有增大，但还是小概率事件。（4）通过MPA指标系数调整鼓励信贷投放，适当加大RMBS发行力度腾挪按揭贷款额度的概率也比较高。（5）SLF推广流程电子化有助于化解可能的流动性危机，此外支持银行多渠道补充资本金，也有助于增强银行支持和服务实体的能力。

（5）传统思路中经济下行导致先宽货币后宽信用的“套路”未必明显

市场更加担心的是央行绕过宽货币环节直接宽信用。再贷款再贴现具有直达实体的作用，如果过多依赖结构性工具补充基础货币，资金面未必会感到宽松。财政也有发力空间，地方债集中供给可能对社融有所支撑。此外，适度放松监管指标考核等手段都直接作用于宽信用环节。不过从量级上看，再贷款还是政府债都难以带来趋势性的宽信用，更多是“稳信用”。融资主体端实质性放松短期来看概率还不小。总之，我们不担心债市的系统性风险，但市场对宽松已经有了一定的预期，传统思路中经济下行导致先宽货币后宽信用的“套路”未必明显，加上中美利差等制约，调整是机会。

二、宏观经济专题⁵： 生产部门通缩与全局性通缩影响因素的差异性研究 ——机器学习方法的新视角

（一）摘要

最近 30 年间中国已经发生过五轮通货紧缩（简称通缩），考虑到通缩对经济的冲击往往较大，因此有必要识别其背后的影响因素。已有文献主要使用结构向量自回归等传统线性方法开展研究，未能全面考察各个因素对通缩的非线性影响，而且研究的变量个数较少。为了弥补已有研究的不足，本文使用多种非线性机器学习方法识别通缩的影响因素，尤其是对 2012 年之前发生的三轮以消费价格指数和生产价格指数双双下跌为表征的全局性通缩和 2012 年之后发生的两轮以生产价格指数下跌但是消费价格指数上涨为表征的生产部门通缩的影响因素进行了对比分析。结果表明，生产部门通缩和全局性通缩的影响因素存在显著差异：债务因素对全局性通缩的影响较小，但是 2012 年以来各部门债务负担不断加重，债务因素已经成为生产部门通缩最主要的影响因素；供给侧因素对全局性通缩的影响同样较小，但是对生产部门通缩的影响明显提高；需求侧因素和货币政策因素对全局性通缩的影响较大，但是对生产部门通缩的影响大幅下降。鉴于此，本文认为，中央正在推进的结构性去杠杆和供给侧结构性改革对

⁵撰写人：中国社会科学院经济研究所陈小亮，中国人民大学经济学院刘玲君，中国人民大学统计学院、中国人民大学应用统计科学研究中心肖争艳，中国人民大学经济学院陈彦斌。本文节选自原载于《中国工业经济》2021 年第 7 期的《生产部门通缩与全局性通缩影响因素的差异性研究——机器学习方法的新视角》。原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/show?id=78057>

于 2012 年以来频繁发生的生产部门通缩具有很好的针对性，未来应该加强两类措施以防范债务因素和供给侧因素再度触发通缩风险。

（二）引言

虽然从全世界范围看，通缩相比通货膨胀（简称通胀）更为罕见，但是通缩在中国并不罕见。已有研究在界定发达经济体的通缩现象时，主要采用消费价格指数（CPI）代表一般物价水平，并且以 CPI 是否持续下滑较长一段时期为核心特征来判断是否发生了通缩。对发达经济体而言，这一做法是合理的，因为消费对发达经济体经济增长的贡献率较高。但是，如果只用 CPI 界定中国经济是否发生了通缩很可能产生误判，主要有两点原因：一是消费对中国经济增长的贡献率明显低于发达经济体，投资对中国经济增长的贡献率则明显高于发达经济体，因此仅用 CPI 并不能全面反映中国一般物价水平的走势，还需要结合生产价格指数（PPI）走势来判断是否发生了通缩。二是 2012 年以来中国的 CPI 和 PPI 走势多次出现方向性背离，由此进一步表明，只用 CPI 判断是否发生通缩是不够全面的。鉴于此，本文参照已有研究以及中国经济所处的发展阶段，专门定义了两类通缩：一类是以 CPI 和 PPI 双双下跌为表征的通缩，本文称之为全局性通缩；另一类是以 PPI 持续下跌但是 CPI 上涨为表征的通缩，本文称之为生产部门通缩。根据上述定义可知，20 世纪 90 年代以来短短 30 年的时间里中国已经发生过五轮通缩。其中包括三轮全局性通缩和两轮生产部

门通缩，而且全局性通缩主要发生在 2012 年之前，而生产部门通缩主要发生在 2012 年之后。

历史和国际经验表明，通缩对经济运行的冲击往往非常严重，因为通缩过程中很容易发生债务—通缩恶性循环，1929—1933 年间美国的大萧条、20 世纪 90 年代以来的日本经济大衰退和美国 2008 年爆发的金融危机都是债务—通缩的典型案列，其危害之大无需赘言。对当前的中国而言，在多次发生通缩的同时，企业部门、政府部门、居民部门的债务负担都不断升高，企业部门债务负担更是处于国际高水平。通缩尤其是生产部门通缩叠加企业部门高债务负担，很容易使企业部门跌入债务—通缩循环。此外，2012 年以来发生的以 PPI 下跌但是 CPI 上涨为表征的生产部门通缩导致中国的货币政策面临困境：要想防范生产部门通缩，需要加大货币政策力度；但是，加大货币政策力度会进一步加剧 CPI 上涨带来的通胀压力，从而导致货币政策不敢轻易发力。由此可见，识别通缩尤其是生产部门通缩的影响因素具有较为重要的理论和政策意义。

事实上，近年来中央专门出台的结构性去杠杆和供给侧结构性改革两大类重要举措，其重要目的之一就是应对生产部门通缩（黄群慧，2016；王国刚，2018）。其中，结构性去杠杆希望精准地降低国有企业等部门的高债务负担，帮助生产部门摆脱还本付息的沉重负担，从而应对以 PPI 持续下跌为特征的生产部门通缩，并且避免出现债务—通缩恶性循环的不利局面。供给侧结构性改革包括“三去一降一补”，其中的“去产能”和“去库存”旨在应对产能过剩所导致的工业品价

格下降，即以 **PPI** 持续下跌为特征的生产部门通缩。问题的关键是，高债务因素和以产能过剩为核心的供给侧因素究竟是不是 2012 年以来生产部门通缩的重要影响因素呢？若是，那就应进一步加大相关政策的力度和实施范围；若否，那将面临药不对症的局面，很可能延误对生产部门通缩的治理。从这一层面讲，非常有必要对通缩背后的影响因素进行深入研究，尤其要研究不同因素的影响究竟孰大孰小，从而针对主要影响因素出台有效对策。不仅如此，2012 年之前的全局性通缩和 2012 年之后的生产部门通缩具有截然不同的表现，其背后的影响因素也很可能存在显著差异，因此有必要对全局性通缩和生产部门通缩的影响因素进行对比分析，这样才能深刻剖析当前生产部门通缩的影响因素和应对之策。

虽然已经有部分文献研究了通缩的影响因素，但是相关研究以定性分析为主，定量分析相对欠缺。而且，已有文献主要使用向量自回归（VAR）和结构向量自回归（SVAR）等线性方法开展研究，考察的变量个数有限，且难以深入挖掘各个因素对通缩的非线性影响。不仅如此，鲜有文献探寻 2012 年之前全局性通缩和 2012 年之后生产部门通缩影响因素的差异。为了弥补已有研究的不足，本文使用多种非线性机器学习方法，分别构建了包含 17 个变量的基准指标体系和包含 33 个变量的扩展指标体系，对 1998—2020 年间中国所发生的多轮通缩的影响因素进行了实证检验。结果表明，生产部门通缩和全局性通缩的影响因素存在显著差异：①债务因素对 2012 年之前全局性通缩的影响较小，但是 2012 年以来企业、政府、居民部门的债务负担都

不断加重，使债务因素成为生产部门通缩最主要的影响因素。②供给侧因素对 2012 年之前全局性通缩的影响同样相对较小，但是对 2012 年以来生产部门通缩的影响明显提高。③需求侧因素和货币政策因素对 2012 年之前全局性通缩的影响较大，但是对 2012 年以来生产部门通缩的影响大幅下降。此外，资产价格因素和国际输入因素对两类通缩的影响均处于相对次要地位，但是房价和国际大宗商品价格对 2012 年之后生产部门通缩的影响已不容忽视。

本文主要有两方面学术贡献：一是使用机器学习方法，丰富拓展了通缩影响因素的定量研究。关于通缩的定量研究相对匮乏，而且大都使用 VAR 和 SVAR 等传统线性方法，本文使用多种非线性机器学习方法重新识别了通缩的影响因素，这样既可以考察更多因素对通缩的影响，又可以更加全面地挖掘相关因素对通缩的非线性影响，从而能够更加准确地识别通缩的影响因素。二是将 2012 年前后通缩的影响因素进行了对比分析，从而剖析了全局性通缩和生产部门通缩背后驱动因素的差异，这有助于更加准确地提供决策参考。基于本文的实证结果，中央正在推进的结构性去杠杆和供给侧结构性改革两大举措对 2012 年以来频繁发生的生产部门通缩具有很好的针对性。其中，结构性去杠杆可以更加精准地降低高债务部门的债务负担，从而削弱债务因素对生产部门通缩的影响，并且防范债务—通缩风险。供给侧结构性改革可以消除产能过剩的体制成因，改善供给结构，从而削弱供给侧因素对生产部门通缩的影响。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	20- Dec	21- Jan	21- Feb	21- Mar	21- Apr	21- May	21- Jun	21- Jul	21- Aug
CPI	同比	0.2	-0.3	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8
PPI	同比	-0.4	0.3	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5
制造业 PMI	指数	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1
工业增加值	累计增长	2.8	35.1		24.5	20.3	17.8	15.9	14.4	13.1
工业企业利润总额	累计同比	4.1		178.9	137.3	106.1	83.4	66.9	57.3	49.5
固定资产投资完成额	累计同比	2.9		35.0	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9
社会消费品零售总额	同比	4.6			34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5
进出口总值	当期值同比	5.9	17.5	57.2	24.0	26.6	26.9	22.0	11.5	18.9
M2	同比	10.1	9.4	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2
社会融资规模	存量（百亿元）	28475	28974	29136	29456	29615	29798	30156	30247	30528
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	12552	35783	13594	27303	14685	14964	21196	10832	12152

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.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	IMI
	环境的突破口—营造富有国际竞争力的税收环境	
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	IMI
	海价格”体系	
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	IMI
	微观举措	
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	IMI
	机遇与挑战	
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	IMI
	先行者	
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	IMI
	国际化	
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	IMI
	一体的协同发展模式	
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	IMI
	展和高水平开放的引领作用	
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



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