

No. 2130

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告 (第五十五期)

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：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：工业生产回升，制造业投资增速亮眼.....	- 5 -
2. 通胀：CPI、PPI 均超预期上行.....	- 8 -
3. 金融：社融增速持平，贷款需求仍弱.....	- 10 -
(三) 商业银行.....	- 12 -
1. 中国版 TLAC 正式稿落地，央行推出碳减排支持工具	- 12 -
2. 2021 年 10 月货币金融数据分析.....	- 14 -
(四) 资本市场.....	- 15 -
1. 股市：基本面走势分化，预计年内 A 股整体低迷.....	- 15 -
2. 债市：利率先上后下，低等级信用利差收窄.....	- 19 -
二、 宏观经济专题：制度优势、货币政策协调与财政拉动效应- 23 -	
(一) 摘要.....	- 23 -
(二) 引言.....	- 23 -
三、 主要经济数据	- 29 -

图表目录

图 1：M1、M2 剪刀差继续扩大	- 11 -
-------------------------	--------

表格目录

表 1：10 月 M2 增量的结构	- 15 -
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

美国经济继续复苏，通胀刷新高；欧元区经济复苏加速但仍有隐忧，明年不太可能满足加息条件；日本经济复苏形势依然严峻，央行维持鸽派政策。美国 10 月非农好于预期，通胀创三十年来新高。11 月 FOMC 会议如期启动 Taper，继续压低市场加息预期。欧元区经济复苏加速，11 月 PMI 继续小幅回升，其中，制造业 PMI 升至 58.6，服务业 PMI 升至 55.8，均好于预期，但近期疫情反复，叠加新型变异毒株出现，经济复苏的不确定性较大；市场通胀预期高企。欧洲央行总裁拉加德在 11 月 19 日的法兰克福欧洲银行大会上发表讲话称，欧洲央行“绝不能过早收紧”货币政策，2022 年不太可能满足加息的条件。日本经济复苏形势依然严峻，三季度实际 GDP 增速转负，为-3%，预期-0.8%，降幅超市场预期。日本央行维持鸽派政策，行长黑田东彦表示无意很快退出大规模货币刺激计划。

(1) 美国 10 月非农好于预期，通胀创三十年来新高，Taper 如期启动

经济方面，10 月非农好于预期，但重返就业市场速度仍缓慢。美国 10 月季调后非农就业人数增加 53.1 万人，预期增加 45 万人，前

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

值由 19.4 万人上修至 31.2 万人；其中，私人部门新增就业 60.4 万人，政府部门就业人数减少 73 万人。10 月政府部门就业人数继续下降，仍然主要来自州/地方政府教育领域，就业人数分别下降 21.5/43.3 万人。10 月美国就业缺口收窄至 471 万人，前值 475 万人，但是今年 8 月以来退出就业市场后重返的修复速度基本停滞，同时今年以来劳动参与率持续在 61.6%至 61.7%左右波动，未见进一步修复。值得关注的是，2022 年完成 4%失业率的门槛较低，Taper 后美联储或对劳动参与率的评估或将更为重要。

物价方面，美国价格普涨，通胀刷新年内新高，也是三十年来新高。10 月美国 CPI 同比和核心 CPI 同比再度大幅上行，刷新年内新高。CPI 同比 6.2%，读数超过次贷危机期间的高点，是 1990 年 12 月以来新高；核心 CPI 同比 4.6%，是 1991 年 9 月以来的新高。10 月美国 CPI 数据最大的一个特征是，价格呈现普涨状态：10 月美国 CPI 数据最大的一个特征是，价格呈现普涨状态：同比来看，除教育和通信用品外，所有的分项价格同比涨幅均有所扩大；环比看，除教育通信用品和酒精饮料外，其余分项价格均在上涨，并且绝大部分价格涨幅较上月进一步扩大；环比热力图显示，10 月美国分项价格上涨范围和幅度已经超过 2 季度的水平（彼时是美国疫情缓解和新一轮财政刺激后，需求集中释放的一轮价格上涨）。

货币政策方面，11 月 FOMC 会议如期启动 Taper，继续压低市场加息预期。11 月 FOMC 会议政策决议如期启动 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。会议声明称如果经济前景发生变化，委员会会调整 taper 节奏。新闻发布会则继续压低市场加息预期。

(2) 欧元区经济复苏加速但不确定性仍存、市场预期通胀高企，明年不太可能满足加息条件

欧元区经济复苏加速，但仍有隐忧。经济方面，欧元区 11 月 PMI 继续小幅回升，其中，制造业 PMI 升至 58.6，预期 57.3，好于预期；服务业 PMI 升至 55.8（前值 54.6），预期 53.5，也好于预期，显示经济继续复苏。但 11 月 11 日，欧委会发布的 2021 年秋季经济预测报告称欧盟经济从新冠疫情中复苏的速度比预期要快，然而，经济增长前景的不确定性和风险仍然很高，经济复苏的进程仍在很大程度上取决于疫情的变化。目前欧洲疫情有所反弹，Omicron 新型变异株的发现都增加了经济复苏的不确定性。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%，目前 11 月通胀数据尚未公布，但通胀预期高企，市场预期欧元区 11 月 CPI 同比 4.4%，前值 4.1%。

货币政策方面，欧洲央行总裁拉加德多次给市场加息预期降温。欧洲央行总裁拉加德在 11 月 19 日的法兰克福欧洲银行大会（European Banking Congress）上发表讲话称，欧洲央行“绝不能过早收紧”货币政策，2022 年不太可能满足加息的条件。11 月 27 日接受媒体采访时表示预计通胀将从 2022 年 1 月开始放缓，如果有必要，

在价格持续高于 2%的情况下，将会考虑加息。副行长称按目前设计的紧急购债计划将于 2022 年 3 月结束。

(3) 日本经济复苏形势依然严峻，央行维持鸽派政策

日本经济复苏形势依然严峻。11 月 26 日，日本政府在月度经济报告中表示，疫情导致的严峻经济形势在逐步缓和，但复苏继续显示出疲弱态势。三季度实际 GDP 增速转负，为-3%，预期-0.8%，降幅超市场预期；10 月季调后零售销售环比升 1.1%，预期为升 1.2%，低于预期，前值为升 2.7%；但紧急状态解除后，日本服务业有所修复，11 月服务业 PMI 小幅回升至 52.1（前值 50.7）。物价方面，CPI 同比继续微弱复苏。10 月日本 CPI 同比 0.1%，前值 0.2%，略有下降但仍在复苏；核心 CPI 同比小幅持平前期，仍为 0.1%。

货币政策方面，日央行维持鸽派政策。11 月 4 日，日本央行行长黑田东彦表示，日本央行在新冠疫情方面面临的形势与西方央行不同，日央行无意很快退出大规模货币刺激计划，日本的新型冠状病毒感染正在“迅速下降”，但央行将继续为金融机构提供资金支持，直至明年 3 月。

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

持续 17 个月的疫情后汇率走强行情可能正在接近尾声，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

10 月 15 日，国家统计局公布了我国 10 月份经济数据。10 月经济增长整体表现缓慢恢复态势，其中工业生产小幅回升，10 月份规模以上工业增加值同比增长 3.5%，较前值回升 0.4 个百分点，主要是采矿业和燃气、电力和水的制造和供应带动，而制造业生产受能耗双控影响仍低迷。固定资产投资方面，房地产韧性不再，基金投资增速低位小幅反弹，制造业投资尤其是高技术制造业投资依旧表现亮眼，同比增速 23.5%，两年平均增速 16.6%。10 月社零消费总额同比 4.9%，较前值略有回升，但主要是商品价格上涨贡献，整体看实际消费仍然低迷。出口数据继续亮眼表现，10 月出口同比增速为 27.1%，继续保持韧性，进口则在内需走弱叠加疫情扰动下出现回落。

1. 经济：工业生产回升，制造业投资增速亮眼

（1）工业生产小幅回升

²撰写人：IMI 研究员孙超

10 月份规模以上工业增加值同比增长 3.5%，较前值回升 0.4 个百分点，两年平均增速 5.2%，较上月回升 0.2 个百分点。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 2.8 和 1.4 个百分点至 6.0% 和 11.1%，而制造业增速较上月略回升至 2.5%，但仍然低迷，主要仍是受能耗双控政策影响，高耗能企业生产放缓。分行业来看，41 个大类行业中有 28 个行业增加值保持同比增长，其中医药制造业、电子设备制造业、电力热力的生产和供应以及专用设备制造业依然保持高增长，受能耗双控政策影响，黑色金属冶炼、非金属矿物制品业增速回落。汽车制造和纺织业生产仍处于低位。整体来看，10 月份工业生产小幅反弹，但制造业生产仍较为低迷，同时在能耗双控政策下，工业生产数据能否持续改善还有待观察。

(2) 固定资产投资继续走弱

1-10 月固定资产投资同比增速 6.1%，前值 7.3%，近两年平均增长 3.8%，与上月持平。其中，1-10 月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 14.2%、7.2% 和 0.7%，较前值分别回落 0.6、1.6 和 0.8 个百分点。制造业投资继续保持高增速，其中高基数制造业投资依然表现亮眼，累计同比 23.5%，两年平均增速 16.6%，电气机械、电子设备及专用设备制造业增速亦靠前，短期来看，出口数据依然表现亮眼，制造业投资仍有支撑。房地产投资来看，1-10 月房地产投资增速继续回落，其中 10 月单月同比投资增速继续负增长，为 -5.4%。具体来看，10 月房地产新开工面积同比增速 -33.1%，销售面积增速 -21.7%，

竣工面积-20.5%，均处于低位。10月以来监管部门对房地产融资释放边际放松信号，同时在居民按揭贷款上也有边际放松，但“房住不炒”主基调仍没有变，开发商拿地依然谨慎，政策边际放松能否改变房地产投资下行压力仍有待观察。基建投资方面，今年基建投资整体较弱，一方面由于专项债发行置后，另一方面缺少合适的项目也制约着基建投资。往后看，专项债发行置后使得基建的实物投资落在明年，同时经济下行压力下，基建投资增速或加快。

(3) 消费增速继续回升

10月社零同比增速为4.9%，两年平均增速4.6%，均较上月小幅回升；而10月份社零实际增速1.9%，较上月下行，表面消费的回升主要是物价上行带动，实现消费需求仍弱。10月餐饮消费两年复合同比增速1.4%，较前值明显回升；汽车消费仍受缺芯影响继续走弱。原油价格带动下原油消费大幅上行，石油及食品制品消费增速29.3%，比上个月上行12个百分点。地产相关的家具、建筑装潢、家电音像器材类继续负增长。整体看消费仍偏弱，而10月份城镇调查失业率4.9%，与上月持平，但农民工返乡不会被统计在城镇失业率中，因此实际就业率或落于统计数据，消费是否继续回暖有待观察。

(4) 出口继续保持韧性

按美元计价，10月出口总额3002.2亿美元，同比增速为27.1%，前值28.1%，出口增速继续保持高增长；进口总额2156.8亿美元，同比增速20.6%，前值为17.6%，贸易顺差845.4亿美元。出口增速保持韧性，主要是出口商品价格处于高位，同时一方面美欧等发达国家

制造业 PMI 仍处于景气区间，生产仍处于不断修复阶段，对我国出口替代需求仍在；另一方面海外消费旺季即将来临，且海外民众对物价上涨的担忧使得零售商库存降低，零售商补库存。从出口地区来看，10 月对美国出口同比增速 22.7%，对欧盟和日本出口额则有所增加，对欧盟和日本出口同比增速为 44.3% 和 16.3%，均高于上月。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，防疫物资出口增速则有所回升。进口来看，10 月进口同比增速 17.6%，增速较前值小幅上行。10 月原油和天然气价格依然保持高位，原油进口均价同比涨 76%，环比上涨 4.8%。为保证煤炭供应，煤炭进口量价齐升，进口价同比增长 291.9%，进口量同比增长 96.2%。而非能源类商品进口额同比低于前值，10 月大豆、铁矿砂进口量价齐跌，大豆进口为 -12.1%，铁矿石进口额同比 -1.8%。汽车 10 月进口增速 -46.8%，主要是受基数影响。整体来看，进出口依旧保持韧性，但一定程度是涨价因素的支撑，全球供应链恢复进程中，生产类出口仍有望保持韧性，国劳动密集型产品出口会逐步回落，出口景气度或将在四季度延续，但整体或较三季度有所回落。

2. 通胀：CPI、PPI 均超预期上行

(1) 食品价格带动 CPI 温和上行

10 月份 CPI 同比增速 1.5%，前值为 0.7%，CPI 同比创年内新高且略高于预期，主要原因是降温降雨等天气因素使得鲜菜供应减少，价格明显上涨，10 月鲜菜价格环比 16.6%，同比涨 15.9%。核心 CPI

同比增速 1.3%，较上月上涨 0.1%。同比来看，高基数影响猪肉价格同比下降 44%，但 10 月国家 3 万吨储备肉全部成交带动猪肉价格出现了阶段性反弹。非食品价格同比较上月上升 0.4 个百分点至 2.4%，维持上升的趋势，整体较为温和，对 CPI 的拉动不大。往后看，猪肉价格短期供给仍充足，但由于基数较低的原因，后续对 CPI 的拖累将减弱；而鲜菜价格的生长周期较短，因此供应能较快恢复，其对 CPI 的拉动难以持续，但大宗商品价格的高位以及成品油价格的上涨将带动非食品端继续上涨，CPI 可能仍将保持温和上涨态势。

(2) PPI 或已见顶

10 月 PPI 同比增速 13.5%，较上月小幅反弹 2.8 个百分点，增速创历史新高。具体来看，煤炭开采和洗选业价格同比上涨 103.7%，涨幅扩大 28.8 个百分点；石油和天然气开采业、石油煤炭及其他燃料加工业上涨 59.7%和 53.0%，涨幅较上月明显扩大。环比看，PPI 环比增长 2.5%，较上月增速扩大 1.3 个百分点，其中生产资料环比增长 3.3%，生活资料环比增长 0.1%。生产资料中，煤炭行业环比上涨 20.1%，化学原料和化学制品制造业、非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业亦有明显上涨。由于煤炭供应与煤炭价格涉及民生，在 10 月煤炭价格继续脱离基本面大幅上涨情形下，国家发改委对煤炭价格的非理性上涨进行干预，一方面煤炭企业增产释放产能，另一方面严厉打击哄抬煤价行为，进入 11 月份以来，全国煤炭日均产量达到 1153 万吨，煤炭价格也从高位迅速回落。往后看虽然原油价格在 11 月继续保持上涨态势，但在煤炭价格大幅下行的带动下，其他大宗商品价

格大都有不同程度回落，PPI 读数或已见顶。

3. 金融：社融增速持平，贷款需求仍弱

(1) 社融增速持平

10 月份新增社融规模 1.59 万亿元，同比增 1971 亿元，同比增速 10.0%，持平于上月。具体来看，10 月新增人民币贷款 7752 亿元，同比多增 1089 亿；新增政府债券融资 6167 亿，同比多增 1236 亿，对社融贡献明显；10 月表外融资减少 2120 亿，其中信托贷款减少 1061 亿，非标融资的持续压降符合资管新规发布以来的政策导向，随着过渡期的临近，表外融资仍将持续压缩，对社融形成拖累。股票融资 840 亿，企业债券融资 2030 亿，同比少增 233 亿。财政部要求 2021 年新增专项债券额度尽量在 11 月底前发行完毕，地方债发行后置使得 11 月地方债发行量仍将保持较高水平，带动社融企稳回升。

(2) 企业信贷需求仍弱

10 月份新增人民币贷款 8262 亿元，同比多增 1364 亿，增速 11.9%。其中企业中长期贷款仍偏弱，新增 2190 亿元，同比少增 1923 亿元，环比更是少增 4700 亿；而票据融资新增 1160 亿元，同比多增 2284 亿元，表明实体经济需求不旺，银行用票据冲量。在双限以及能耗双控下，上游企业价格上涨挤压了中下游企业利润，使得企业生产意愿偏弱，贷款需求不强。居民贷款方面，10 月居民中长期贷款增加 4221 亿元，同比增 162 亿元，与部门城市放松了对房地产按揭贷款限制有关；短期贷款增加 426 亿元，同比多增 154 亿元。11 月央行先后推出

3000 亿元碳减排支持工具的专项贷款以及 2000 亿元的支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，同时房地产开发贷也出现边际放松迹象，未来企业的中长贷或有一定程度的改善。

(3) M2、M1 剪刀差继续扩大

10 月 M1 同比增速 2.8%，较前值回落 0.9 个百分点，M1 持续回落表明企业经营性现金流减少；M2 增速较前值上升 0.4 个百分点至 8.7%，M2-M1 剪刀差继续走阔，反映出经济活力仍较弱。10 月新增人民币存款 0.76 万亿元，同比多增 1.16 亿。其中财政存款增长较多，同比多增 2050 亿；非银金融机构存款增加 1.24 万亿元，同期多增 9482 亿元，居民存款减少 1.21 万元，居民部门资金转化为非银金融机构存款。

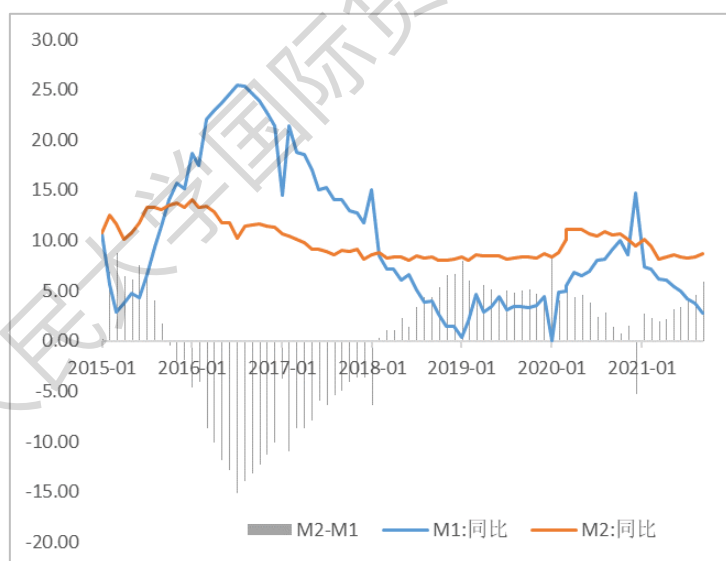


图 1：M1、M2 剪刀差继续扩大

数据来源：Wind, IMI

（三）商业银行³

1. 中国版 TLAC 正式稿落地，央行推出碳减排支持工具

（1）《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》发布

2021 年 10 月 29 日，为进一步增强我国金融体系的稳定性和健康性，保障我国全球系统重要性银行具有充足的损失吸收和资本重组能力，防范化解系统性金融风险，经国务院同意，央行会同银保监会、财政部联合发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法》（以下简称《办法》），《办法》自 2021 年 12 月 1 日实施。2020 年 9 月 30 日，央行会同相关部门已发布《全球系统重要性银行总损失吸收能力管理办法（征求意见稿）》，此次《办法》采纳吸收了 8 家银行提出的大部分意见，做了进一步完善。《办法》共七章四十一条，主要内容包括：一是建立了总损失吸收能力监管体系。设定了风险加权比率和杠杆比率两个监管指标，将监管要求分为三个层次：第一层次为最低要求，风险加权比率和杠杆比率应于 2025 年初分别达到 16%、6%，2028 年初分别达到 18%、6.75%；第二层次是在最低要求基础上，应满足相应的缓冲资本监管要求；第三层次是在确有必要的情况下，央行、银保监会有权针对单家银行提出更审慎的要求。二是明确了总损失吸收能力定义。根据国际统一规则，明确了各类外部总损失吸收能力工具的合格标准，进一步理顺了各类工具的损失吸收顺序。三是确定了监管范围和监管主体。央行、银保监会和财政部依法对我

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

国全球系统重要性银行总损失吸收能力情况进行监督检查，并按照法律法规规定和职责分工对总损失吸收能力非资本债务工具的发行进行管理。考虑到三年的过渡期，以及未来新的 TLAC 工具的创设，我们认为我国全球系统重要性银行达标压力不大。TLAC 监管实施有助于进一步增强我国全球系统重要性银行抵御风险的能力，尽早实现与国际监管规则接轨，长期视角有利于我国银行业的发展。

(2) 央行推出碳减排支持工具

2021 年 11 月 8 日，为贯彻落实党中央、国务院关于碳达峰、碳中和的重要决策部署，完整准确全面贯彻新发展理念，央行创设推出碳减排支持工具这一结构性货币政策工具，以稳步有序、精准直达方式，支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域的发展，并撬动更多社会资金促进碳减排。央行通过碳减排支持工具向金融机构提供低成本资金，引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向碳减排重点领域内的各类企业一视同仁提供碳减排贷款，贷款利率应与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平。碳减排支持工具发放对象暂定为全国性金融机构，央行通过“先贷后借”的直达机制，对金融机构向碳减排重点领域内相关企业发放的符合条件的碳减排贷款，按贷款本金的 60% 提供资金支持，利率为 1.75%，期限 1 年，可展期 2 次。金融机构需向人民银行提供合格质押品。为保障碳减排支持工具的精准性和直达性，人民银行要求金融机构公开披露发放碳减排贷款的情况以及贷款带动的碳减排数量等信息，并由第三方专业机构对这些信息进行核实验证，接受社会公众监督。通过明确碳减排

重点领域、强化金融机构对碳减排的信息披露等制度安排，碳减排支持工具将发挥政策示范效应，引导金融机构和企业更充分地认识绿色转型的重要意义，鼓励社会资金更多投向绿色低碳领域，向企业和公众倡导绿色生产生活方式、循环经济等理念，助力实现碳达峰、碳中和目标。此次央行创设的碳减排支持工具采取“先贷后借”的直达机制，与再贷款工具相似，进一步明确了结构性宽信用的政策意图。我们认为碳减排对信用拉动的效果核心因素是符合要求的项目有多少，不在于资金成本的高低和央行的额度，短期符合要求的项目不多，对短期信用拉动效果有限，长期来看有助于稳信用稳经济，且助力经济高质量发展。

2. 2021 年 10 月货币金融数据分析

2021 年 10 月末，基础货币余额为 31.50 万亿元，全月减少 9379 亿元。其中，现金（货币发行）减少 1125 亿元，银行的存款准备金减少 8214 亿元，非金融机构存款减少 39 亿元。全月央行的各项广义再贷款共投放基础货币 623 亿元，政府债券发行等财政因素回笼基础货币 1.11 万亿元，央行的“其他资产”增加，相应投放基础货币 2297 亿元。

10 月末的 M2 余额为 233.6 万亿元，同比增速为 8.7%，较上月提升 0.3 个百分点。按不含货基的老口径统计，10 月份 M2 减少 4264 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 7961 亿元；政府债券发行等财政因素回笼约 1.11 万亿元（10

月财政净支出数据未披露，用财政存款变动来替代，这与实际财政净支出可能存在误差）；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 609 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 632 亿元（该科目主要是轧差项，因财政因素与实际值可能存在误差，外加其他忽略的派生渠道，因此该项目与实际值也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 109 亿元。

表 1：10 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-781	外占	109
单位活期	2,218	债券	-609
单位定期	-6,424	贷款	7,961
个人	-12,181	财政	-11,093
非银	12,904	其他（非银、非标等）	-632
合计	-4,264	合计	-4,264

（四）资本市场⁴

1. 股市：基本面走势分化，预计年内 A 股整体低迷

（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

⁴ 撰写人：IMI 研究员孙超

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：利率先上后下，低等级信用利差收窄

(1) 类滞涨环境下长端先上后下

受降准预期落空以及对通胀担忧的影响，加之央行公开市场大额净回笼节前释放的跨季资金，10 月上旬债市情绪偏空，长端利率延续之前的上行趋势，10 月 11 日十年国债收益率上行 4.5bp。同时受 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。央行于下旬开始连续投放逆回购维护资金面稳

定，10月净投放1600亿元，而5000亿元的MLF到期则等量对冲，资金利率整体呈平稳波动走势，DR007在2.2%附近小幅波动。经济基本面来看，10月公布的三季度GDP增速4.9%，经济修复有所减弱，同时发改委对煤炭价格的非理性上涨进行干预，煤炭价格高位回落，带动其他大宗商品价格高位回落，市场对通胀的担忧放缓，长端收益率在突破3%后开始下行，全月来看十年国债收益率上行约9bp，期限利差走阔。进入11月以来，资金面依然保持稳中偏松，而对长端利率市场依然存在分歧，一方面11月央行先后推出3000亿元碳减排支持工具的专项贷款以及2000亿元的支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，同时房地产开发贷也出现边际放松迹象，市场对宽信用预期增强，另一方面国内面临的通胀压力缓解，同时经济下行压力仍在，货币政策仍有宽松的空间，十年国债收益率震荡下行。

(2) 低等级信用利差收窄

10月信用债发行规模8852亿元，较上月有所回落，净融资678亿，其中城投债发行量和净融资额均回落。受国债收益率影响，10月信用债到期收益率先上后下，长端利率上行幅度大于短期限，曲线整体陡峭化。信用利差方面，10月各等级信用利差均有所收窄，而低等级产业债和城投债信用利差收窄最为明显，AA评级城投债利差收窄9bp，但低等级城投债信用利差整体仍处于高位，低等级城投债发行难度仍较大，对城投债净融资形成拖累。从城投债的发行期限来看，整体发行期限缩短，表面中长期发行难度依然较大。地产债方面，以往的地产金九银十销售旺季不在，10月房地产销售环比继续下降，

1-10 月销售面积和销售额累计同比增速分别下降至 7.3%和 11.8%。10 月房地产开发资金合计 1.5 万亿元、同比下降 9.5%；融资方面，10 月房企发债规模约 304 亿元，同比下降月 37%，融资依然受限，房企压力仍大。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，地产债境内外收益率和利差继续大幅上升。11 月以来多家房地产企业在境内市场发行债券，11 月已有超过 300 亿元房地产企业债务融资工具获准注册，但发行主体大多为财务稳健的主体，对于本身流动性已经出现问题的房企，融资状况并未明显改善，整体看房地产流动性压力仍大。

(3) 市场展望及配置建议

展望后市，11 月 22 日美国拜登政府正式提名鲍威尔连任美联储主席，市场预期鲍威尔的连任听证将在美国国会参议院得到顺利通过，美元指数走高，10 年期基准美债收益率一度升破 1.60%，市场对美联储的加息预期更加浓烈。但国内利率并未受此影响，我国的货币政策仍以我为主，11 月中旬央行公布了货币政策执行报告，删除“总闸门”和“不要‘大水漫灌’”的表述，债市宽松预期明显升温，多头情绪盖过空头，虽然未见全面宽松政策落地，但长端利率仍然维持下行，向下突破 2.9%。往后看，央行在 11 月 15 日开展 1 万亿的 MLF 操作对冲 16 日及 11 月 30 日的 MLF 到期，表明短期内央行对资金面呵护的态度，目前来看全面降准等宽松的货币政策的必要性有待观察，短期内多头情绪仍在，可适当参与，但下行空间或有限。信用债方面，

10 月信用债利差全线收窄，尤其是短期限的低等级信用利差收窄明显。随着银行理财净值化转型整改的基本完成，未来理财产品对银行永续债、二级资本债和私募债的抛售将明显减少，城投私募债或继续迎来修复。但低等级城投债由于估值波动的风险，未来理财配置的需求弱，同时理财整体配置期限也将压缩，低等级长久期城投债仍缺少配置需求，若对城投进行下沉资质，则需控制好久期。房地产债方面 10 月份信用风险暴露加大，地产尾部主体利差继续走阔，虽然监管对于房地产按揭贷和开发贷有所放松，地产融资也有所松动，但市场整体对地产债券需求整体减弱，流动性较差的房企现金流未有本质改善，而资质较好、财务健康的房企债收益率也较低，性价比一般。11 月 24 日国家发展改革委价格司召开座谈会，研究进一步完善煤炭市场价格形成机制相关问题，加快建立煤炭价格区间调控的长效机制，引导煤炭价格在合理区间运行，对未来煤炭企业基本面的持续改善有推动作用，仍可挖掘煤炭债的相关机会。

二、宏观经济专题⁵：

制度优势、货币政策协调与财政拉动效应

（一）摘要

作为宏观调控的两大支柱，货币政策与财政政策的协调和博弈一直是各界关注的焦点。本文将财政与货币政策共同纳入结构性向量自回归模型中，通过同时施加短期和长期识别假设，分析货币政策对财政政策冲击的响应。研究发现，在财政冲击发生的同时，广义货币供应量 M2 的增长率显著提高，表明货币当局在财政政策扩张时采取了宽松货币的协调配合的策略。依据上述实证发现，本文对动态随机一般均衡模型加以改进，研究中国货币政策的协调配合对财政政策效果的影响。分析表明，货币政策的协调配合能够显著提升财政政策的经济刺激效果，产生财政拉动效应。这一结论从制度优势的角度对文献中发现的财政拉动效应的经验事实给出了一个符合中国国情的理论解释，也为积极财政政策提质增效的实现路径提供了政策参考。本文建议在政策制定过程中充分利用中国制度优势，协调不同部门的政策目标，通过发挥财政和货币政策的联动作用，增强政策效果，保障经济高质量发展。

（二）引言

诞生于 20 世纪 30 年代的“凯恩斯主义”使财政政策成为各国政府进行宏观调控的重要手段，通过调节政府支出和税收等方式，财政

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李戎，中国人民大学财政金融学院刘力菲。本文节选自原载于《中国工业经济》2021 年第 10 期的《制度优势、货币政策协调与财政拉动效应》。
原文链接：<http://ciejournal.ajcass.org/Magazine/show/?id=78733>

政策在熨平经济波动、确保经济稳定增长中扮演了重要角色。中国自1998年首次实施积极财政政策以来，财政政策经历了“积极”——“稳健”——“积极”的不同时期，在不同的经济形势下，持续发挥着保障经济稳定、促进经济平稳健康发展的重要作用。随着中美贸易摩擦升级和新冠肺炎疫情暴发导致经济不确定性加大，各国政府再一次把目光投向了财政政策。那么，财政政策与经济的互动机制以及政策的传导机制是怎样的，哪些因素是保障财政政策发挥理想效果的关键，成为政策制定部门和经济学界共同关心且必须搞清楚的问题。

为了定量地分析财政政策的实施效果，相当一部分文献聚焦于测算财政乘数，即一单位政府支出的增加会带来多少单位的总产出的增加。Ramey (2011a) 总结了基于西方国家数据的实证研究成果，发现财政乘数居于 0.8—1.5 之间。近年来中国学者也对中国财政乘数做了丰富的实证研究。一方面，Wang and Wen (2019) 基于结构性向量自回归和省级数据的面板回归研究发现，中国短期财政乘数可达 2.7，长期财政乘数高达 4.9。Zhang et al. (2019) 也发现，中国短期财政乘数显著大于 1，长期财政乘数高达 3，并且有顺周期的特征。李明和李德刚 (2018) 利用民族地区转移支付的制度设计，借鉴模糊断点回归思路，测算出中国县级政府的地方财政乘数显著大于 1。Li and Zhou (2021) 利用中央部委换届引致的转移支付变化识别外生政府支出波动，测算出中国财政乘数约为 1.56。此外，Shi and Fukushige (2015)、Jeong et al. (2017)、Zhang (2020) 都发现中国财政乘数显著大于 1。

另一方面，Guo et al. (2016) 利用贫困县的转移支付制度，使用工具

变量法测算出中国政府间转移支付乘数为 0.6。但该方法局限于估计经济相对落后地区的财政支出效果，无法在全国推广。可以看出，对于中国财政乘数的测算，不同的方法得出的结论不尽相同，但总体而言，同西方国家相比，中国的财政乘数的估算结果较大，在大多数文献中都显著大于 1，并且长期乘数大于短期乘数，反映出财政支出产生了拉动效应，有效地促进了私人部门的经济活动。随之而来的一个研究问题是，何种因素保障了中国财政政策发挥理想的政策效果，财政政策通过怎样的传导机制拉动了私人部门的经济活动呢？

摆在理论经济学家面前的一大难题是，标准的经济学模型无法解释财政拉动效应。财政支出的增加不可避免地带来当前或未来税收的增加，从而产生负的财富效应，挤出了居民消费，因此，无论在标准的新古典经济学模型还是新凯恩斯模型中，财政支出都不能对私人消费产生拉动效应，这就使得理论模型无法解释实证结果。为此，学者们不得不对标准模型进行修正，使得模型具备财政支出拉动居民消费的机理，从而更好地解释现实经济运行。例如，Galí et al. (2007) 在模型中引入按照经验法则 (Rule-of-thumb) 进行决策的家庭。这类家庭的特点是不进行跨期最优决策，而是根据当期的收入水平决定当期的消费，边际消费倾向较高。Galí et al. (2007) 证明，当经济中有着众多的此类家庭，家庭部门的总消费就可能呈现拉动效应。政府消费与居民消费的互补性也是产生财政拉动效应的可能因素之一，当引入这一互补性时，政府支出的扩大能够有效拉动家庭部门的消费

(Bouakez and Rebei, 2007; 王国静和田国强, 2014)。另外，Zubairy

(2014) 研究发现, 引入深度消费习惯能够使政府支出扩张拉动居民消费。当考虑金融危机后货币政策受制于零利率下限时, Woodford (2011)、Christiano et al. (2011) 研究表明, 当中央银行实行消极的货币政策或者货币政策受制于零利率下限时, 财政政策能够有效地刺激家庭部门的需求。此外, Corsetti et al. (2012) 指出, 当居民预期到, 财政支出在刺激政策结束后往往会降低到长期趋势水平之下, 即出现财政支出反转的情况时, 短期财政刺激的财政乘数会较大。

纵观上述理论模型, 不难发现, 既有理论要么需要较强的假设(经济中存在大量非理性个体、公共品与私人品的强互补性、消费的深度习惯等), 要么与中国实际情况不符(名义利率长期受制于零利率下限、财政支出的反转等), 不能用来解释中国经济现象。鉴于较多的实证研究表明中国的财政政策对私人部门的经济活动具有显著的拉动效应, 本文迫切需要从理论上作出解释。

作为宏观调控的两大支柱, 货币政策与财政政策的协调和博弈一直是各界关注的焦点。在中国, 中国人民银行(简称中央银行)和财政部同属国务院组成部门, 货币政策和财政政策的决策部门在党中央、国务院的领导下共同服务实体经济, 这一制度优势为财政政策与货币政策的协调搭配提供了更大的可能性。理论研究表明, 相对于互相独立的财政货币决策, 货币政策与财政政策的相互配合更有可能加强政策效果。例如, Woodford (2011) 指出, 财政政策的经济刺激效果取决于货币政策“逆风向而动”的程度。当财政扩张时, 货币政策同时保持宽松有助于加强财政政策效果。Galí (2020) 研究表明, 当中央

银行以创造货币的形式为财政政策融资，扩张性财政政策会产生非常显著的经济刺激效果。李扬（2021）认为，货币政策和财政政策都作用于货币流通，两大政策天然具有相互协调和配合的基础和可能性，同时也有协调配合的必要性。本文尝试回答以下问题：中国货币政策对财政政策是协调配合还是相对独立？如果配合，那么货币政策对财政政策的配合程度如何？货币政策的配合对财政政策效果的影响如何，是否可以解释中国财政政策的拉动效应？

为了回答上述问题，本文构造了同时引入财政政策和货币政策的结构性向量自回归模型（SVAR），借鉴并结合 Blanchard and Perotti（2002）、Bjørnland and Leitemo（2009）的方法，通过同时施加长期和短期的识别假设，研究货币政策对财政政策的响应。结果表明，中国货币当局在财政支出扩张时采取了增加货币供给的宽松货币政策，即实证结果表明货币政策对财政政策采取了协调配合的策略。本文将这一实证研究结果引入动态随机一般均衡（DSGE）模型中。在货币政策规则中引入财政因素，使得货币当局在财政扩张时会通过宽松货币的形式对财政政策予以配合。通过基于贝叶斯方法对模型参数进行估计，模型的相关参数的估计值反映了中国货币政策对财政政策的配合程度，回答了上述第二个问题。通过对模型进行政策模拟和反事实分析，可以考察货币政策的配合对财政政策效果的影响。研究发现，货币政策的配合是产生较大财政乘数的重要因素，本文的模型设定和参数估计可以解释为什么中国财政乘数较大这一谜题。依据上述结论，

货币当局与财政部门的积极沟通与协调是积极财政政策提质增效的有效手段。

与已有的研究相比，本文的贡献体现在：①证实中国货币政策对财政政策的协调配合。既有文献通常单独分析货币政策或财政政策的经济效果，缺少通过严谨的识别方式对货币与财政政策的协调配合进行实证研究。②将财政因素引入 DSGE 模型的货币政策规则中，从而推进基于中国经济特点的宏观经济建模，也进一步完善了学术界对中国货币政策规则本身的研究。关于中国货币政策规则的已有研究多关注于数量型、价格型或混合型政策规则的测算和比较（如马文涛，2011；王曦等，2017），本文从货币政策的多目标角度研究中国货币政策规模。③给出了符合中国实际情况的、对财政拉动效应的理论解释。既有文献对财政拉动效应的解释（如 Galí et al., 2007；Woodford, 2011；Corsetti et al., 2012）需要较强的假设，或者与中国经济实际情况不符，本文通过数据挖掘，同中国制度特点相互印证，将实证发现引入模型中，进而解释财政拉动效应。④进一步理清财政与货币政策的互动传导机制，为政策制定部门进行精准决策提供参考，也为积极财政政策提质增效提供了可行路径。值得一提的是，本文提出的财政与货币政策联动传导机制虽然受到 Woodford（2011）和 Galí（2020）的启发，但并不受制于零利率下限等因素的影响，而是依据中国的制度特点提出的新机制。已有的研究从不同的角度对财政政策的制定提供了政策建议（郭长林，2018；李戎和田晓晖，2021），本文的研究进一步推进了这一领域的研究进展。

三、主要经济数据⁶

表 2：经济数据一览

指标名称	类别	21-Feb	21-Mar	21-Apr	21-May	21-Jun	21-Jul	21-Aug	21-Sep	21-Oct
CPI	同比	-0.2	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5
PPI	同比	1.7	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5
制造业 PMI	指数	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2
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	10.9
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	42.2
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	6.1
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	4.9
进出口总值	当期值同比	57.2	24.0	26.6	26.9	22.0	11.5	18.9	15.4	17.8
M2	同比	10.1	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7
社会融资规模	存量（百亿元）	29136	29456	29615	29798	30156	30247	30529	30805	30945
金融机构新增人民币贷款	当月值（亿元）	13594	27303	14685	14964	21196	10832	12152	16630	8262

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.2129	IMI 宏观经济月度分析报告（第 54 期）	IMI
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	IMI
	化（发布稿）	
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	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



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