

No. 2211

研究报告



IMI 宏观经济月度分析报告（第六十五期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際货币网

<http://www.imi.org.cn/>



IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 9 期（总第 65 期）

- **海 外：**美通胀如期加息 75bp，欧元区经济前景黯淡
- **宏 观：**经济数据边际修复，总体投资增速回升
- **机 构：**央行发布 2022 年度我国系统重要性银行名单
- **市 场：**A 股市场震荡下行，中票信用利差有所分化

本期推荐：通胀目标调整、政策可信度与宏观调控效应

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 9 月

学术指导（按姓氏音序排列）：

贲圣林 曹 彤 管清友 瞿 强 涂永红

魏本华 张之骧 赵锡军

主 编：宋 科

执行主编：彭俞超

编 委（按姓氏音序排列）：

黄 楠 彭俞超 宋 科 孙 超 王 剑

张 斌 张 瑜 朱霜霜

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：波动为主，贬值持续时间有限，或呈现两段论.....	- 11 -
(二) 国内宏观	- 11 -
1. 经济：8 月同比增速改善，仅房地产延续磨底.....	- 12 -
2. 通胀：CPI 同比略有下降，PPI 同比继续回落.....	- 17 -
3. 金融：社融总量较弱，存量增速小幅回落，结构边际改善.....	- 18 -
(三) 商业银行	- 20 -
1. 2022 年我国系统重要性银行名单发布；央行下调外汇存款准备金率....	- 20 -
2. 2022 年 8 月货币金融数据分析.....	- 21 -
(四) 资本市场	- 22 -
1. 股市：稳守待时.....	- 22 -
2. 债市：长端利率小幅下行.....	- 25 -
二、宏观经济专题： 通胀目标调整、政策可信度与宏观调控效应	- 28 -
(一) 摘要	- 28 -
(二) 引言	- 28 -
三、主要经济数据	- 31 -

图表目录

图 1：2022Q2 美国 GDP 增速-0.6%（注：单位%）	- 5 -
图 2：美国 8 月制造业 PMI 降至 52.8	- 5 -
图 3：美国 8 月 CPI 同比升至 8.3%（注：单位%）	- 5 -
图 4：美国 8 月失业率维持在 3.7%（注：单位%）	- 6 -
图 5：Q2 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 3.1%（注：单位%）	- 7 -
图 6：欧元区 9 月制造业 PMI 下滑至 48.5	- 7 -

图 7: 欧元区 7 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)	7 -
图 8: 欧元区 8 月 HICP 同比升至 9.1% (注: 单位%)	8 -
图 9: 2022Q2 日本实际 GDP 环比折年率为 3.5% (注: 单位%)	9 -
图 10: 日本 8 月制造业 PMI 降至 51.5	10 -
图 11: 日本 8 月失业率降至 2.6% (注: 单位%)	10 -
图 12: 8 月日本 CPI 同比降至 3% (注: 单位%)	10 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标.....	3 -
表 2: 8 月 M2 增量的结构	22 -
表 3: 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

美国就业市场仍紧张；核心通胀韧性凸显；9月如期加息75bp。欧元区经济前景趋向黯淡；通胀继续飙升；欧央行继续放鹰。日本经济复苏面临考验；通胀再创新高；央行维持宽松。关于美国，经济方面，8月新增非农就业人数31.5万人，再超预期（29.8万人），存量总就业人口1.53亿人，疫情后首次回升至疫情前2020年2月水平之上。通胀方面，8月美国CPI同比从8.5%下行至8.3%，回落幅度不及海外预期；核心CPI同比从5.9%上行至6.3%，上行幅度超预期。从细分项看，汽油价格是下拉力量，而以租金为代表的核心通胀韧性突显。货币政策方面，9月美联储如期加息75bp，点阵图大幅前移，预期到年底加息至4.4%。关于欧元区，经济方面，欧元区未来数月的经济活动或将“大幅放缓”，经济前景正变得“愈发黯淡”。9月，欧元区经济指数大幅下滑至93.7，预期95，前值为97.6。通胀方面，俄乌冲突继续推高欧元区能源和食品价格，通胀压力难以缓释。9月HICP同比初值飙升至10%，高于预期9.7%，前值9.1%。货币政策方面，9月欧央行再次加息75bp，同时近期欧央行官员频频放鹰，表示后续会议将继续加息以抑制通胀。关于日本，经济方面，在俄乌

¹ 撰写人：IMI研究员张瑜

冲突、疫情、输入性通胀等复杂的外部形势依旧未彻底好转的情况下，日本经济复苏依旧面临严峻考验。**通胀方面**，非核心通胀压力凸显，在能源和加工食品成本飙升的推动下，8月CPI同比创31年新高，高于预期的2.9%和前值2.6%。**货币政策方面**，9月会议维持宽松政策不变。

预计汇率未来波动为主，贬值持续时间有限，或呈现两段论。**第一段：现在到明年年初**，汇率或有偏贬值运行的可能性。在这一阶段，美国通胀确切的回归信号还看不到，美联储加息短期难以停止，预计到明年年初，中美货币政策背离或依然持续，美元可能进一步走高、息差可能维持偏窄、人民币贬值概率更大。**第二段：明年二季度开始到下半年**，汇率稳定或略升。这一阶段美国需求或已出现明确回落，通胀明确回归，市场开始交易衰退甚至下一轮宽松，届时美元指数的支撑因素将弱化。同时，2023年在全球经济“比差”中我国经济增长反而更有优势，中美经济增速差或再度走阔。

	指标	2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3		与 上 期 比 较
		4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	
美国	实际 GDP 增速 (环比折年 率，%)	6.7			2.3			6.9			-1.6			-0.6			-		-
	失业率 (%)	6.0	5.8	5.9	5.4	5.2	4.7	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	3.6	3.6	3.6	3.5	3.7	↑
	CPI（同 比，%）	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	8.3	8.6	9.1	8.5	8.3	↓

	指标	2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3		与 上期 比较
		4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	
	货币政策	9 月 FOMC 会议如期加息 75bp，点阵图大幅前移，预期到年底加息至 4.4%																	
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率，%)	8.9			9.7			1.6			2			2.5			-		-
	失业率（%）	8.2	8.1	7.9	7.6	7.5	7.3	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	-	-
	CPI（同比，%）	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	7.4	8.1	8.6	8.9	9.1	↑
	货币政策	欧央行 9 月加息 75bp，近期有关官员继续放鹰。																	
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率，%)	2.60			-3.2			3.9			0.2			3.5			-		-
	失业率（%）	3.0	3.1	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	2.7	2.8	2.7	2.5	2.6	↓
	CPI（同比，%）	-1.1	-0.8	-0.5	-0.3	-0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	2.5	2.5	2.4	2.6	3.0	↑
	货币政策	9 月会议维持宽松政策不变。将短期利率设定在-0.1%，同时继续引导 10 年期日本国债收益率维持在 0%附近，以支撑经济。																	

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国就业市场仍紧张；核心通胀韧性凸显；9 月如期加息

75bp

经济方面，劳动参与率改善，就业市场仍紧张。8 月新增非农就业人数 31.5 万人，再超预期（29.8 万人），存量总就业人口 1.53 亿人，疫情后首次回升至疫情前 2020 年 2 月水平之上。8 月失业率再度抬头至 3.7%，高于预期 3.5%，前值 3.5%。一方面，8 月劳动参与

率的提升带来了失业率走高。8月劳动参与率提升至疫情以来最高值62.4%，高于预期62.2%，前值62.1%，从而带来劳动力人口超预期增长；不过劳动参与率能否延续回升趋势尚需观察。另一方面，失业人口结构本身也有恶化，8月永久性失业人口大幅提升，录得135.4万人，前值116.6万人；同时8月就业缺口已转正（即就业人数已超出2020年2月水平），但因失业导致的就业缺口却再度提升，录得30万人，7月该缺口则已转正。

通胀方面，核心通胀韧性凸显。8月通胀读数再超海外预期，再次体现了美国通胀的韧性和反复性。8月美国CPI同比从8.5%下行至8.3%，回落幅度不及海外预期；核心CPI同比从5.9%上行至6.3%，上行幅度超预期。从细分项看，汽油价格是下拉力量，而以租金为代表的核心通胀韧性突显。同比来看，能源价格同比从32.9%回落至23.8%，边际影响CPI下降0.64个百分点；租金同比则从5.9%升至6.4%，额外拉动CPI 0.2个百分点。环比来看，房租、医疗保健、运输服务价格上涨驱动核心通胀涨价加速，对冲了汽油价格的下跌，CPI环比小幅上涨0.1%。

货币政策方面，9月美联储如期加息75bp，点阵图大幅前移，预期到年底加息至4.4%。9月FOMC会议中，美联储重申抗通胀决心。一方面，点阵图显示联储紧缩路径前移；另一方面，鲍威尔在新闻发布会中的表态延续杰克逊霍尔会议讲话态度，强调抗通胀是首要任务。



图 1: 2022Q2 美国 GDP 增速-0.6% (注: 单位%)

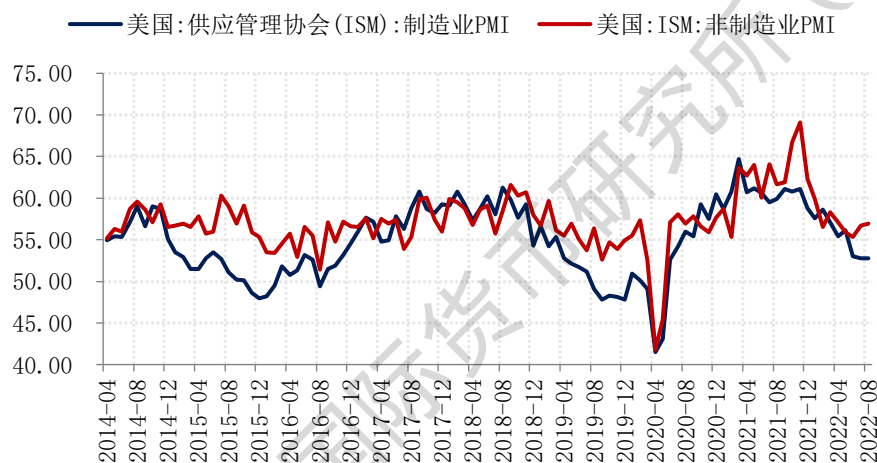


图 2: 美国 8 月制造业 PMI 降至 52.8

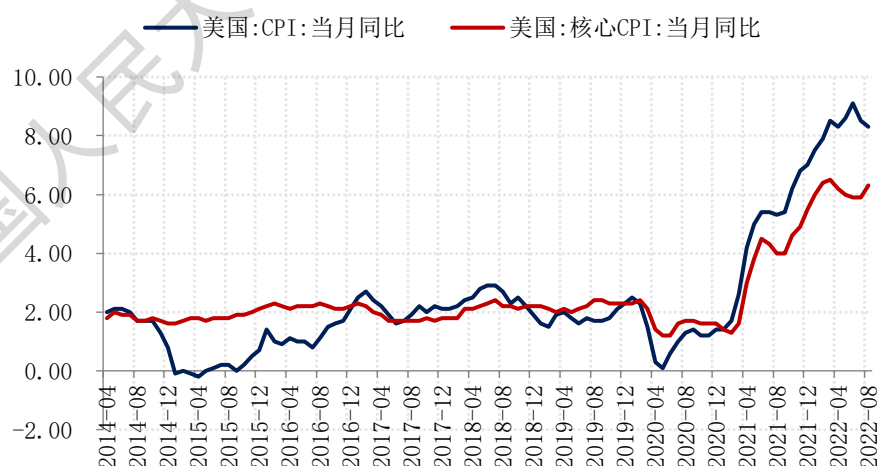


图 3: 美国 8 月 CPI 同比升至 8.3% (注: 单位%)

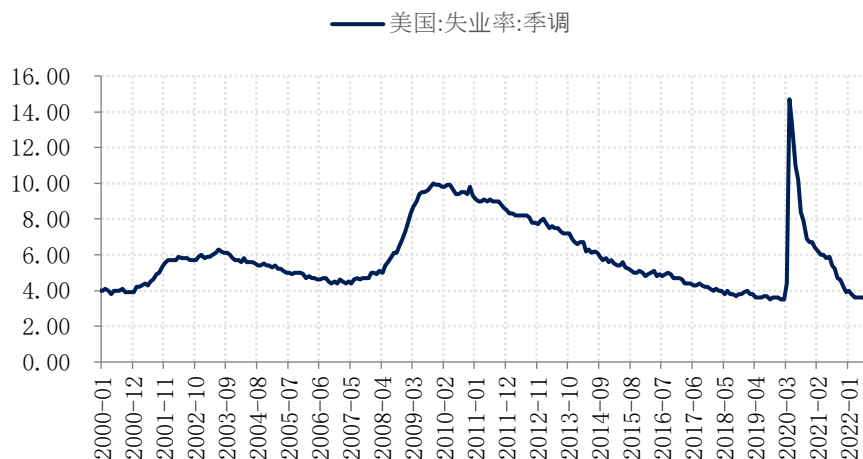


图 4: 美国 8 月失业率维持在 3.7% (注: 单位%)

(2) 欧元区经济前景趋向黯淡；通胀继续飙升；欧央行继续放鹰

经济前景趋向黯淡。欧元区未来数月的经济活动或将“大幅放缓”，经济前景正变得“愈发黯淡”。9月，欧元区经济指数大幅下滑至 93.7，预期 95，前值为 97.6。其中，制造业和消费者信心的下降趋势最为明显，行业经理人降低了对未来生产和出口的预期。家庭信心指数从-25.0 降至-28.8，因消费者预计未来几个月的财务状况将持续恶化，并预计将削减普通商品的消费计划。**通胀继续飙升。**俄乌冲突继续推高欧元区能源和食品价格，通胀压力难以缓释。9月 HICP 同比初值飙升至 10%，高于预期 9.7%，前值 9.1%。**货币政策方面，欧央行 9 月加息 75bp，近期有关官员继续放鹰。**9 月欧央行再次加息 75bp，显示控通胀决心。同时近期欧央行官员频频放鹰，表示后续会议将继续加息以抑制通胀。例如，拉加德 9 月 28 日时表示：“要确保中期通胀将恢复到 2%，为此欧洲央行采取必要措施，即在接下来

的几次会议上继续加息。”



图 5: Q2 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 3.1% (注: 单位%)

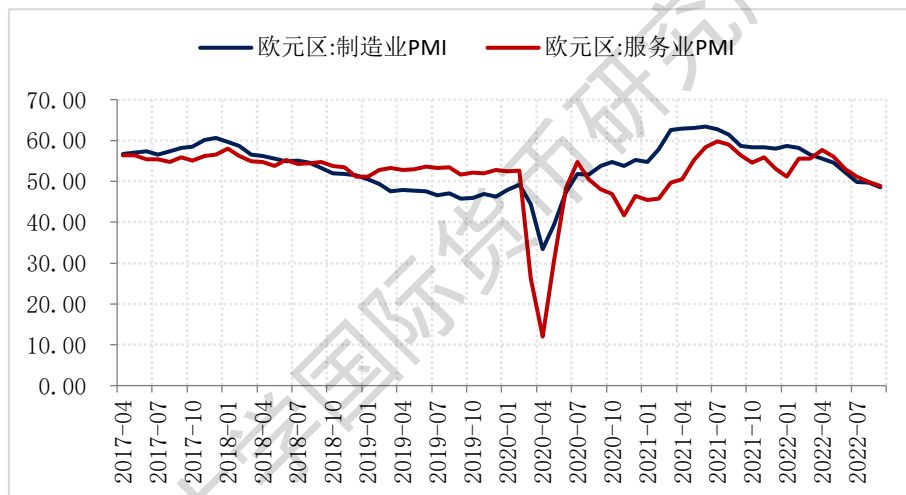


图 6: 欧元区 9 月制造业 PMI 下滑至 48.5

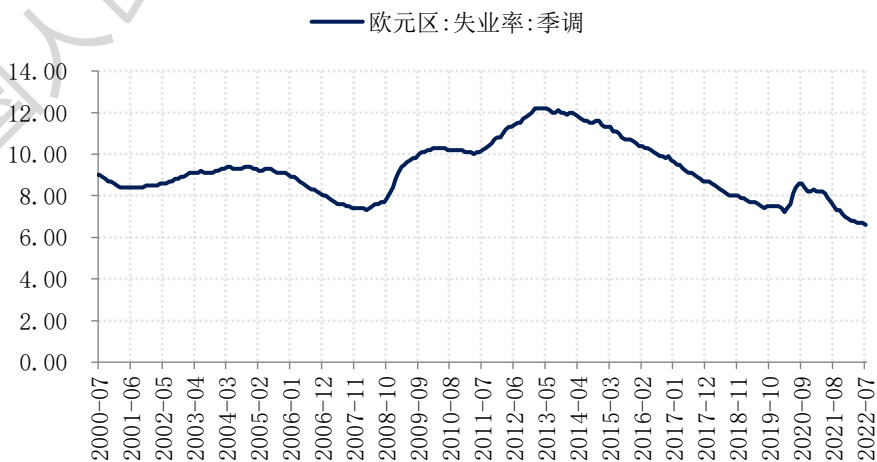


图 7: 欧元区 7 月失业率维持在 6.6% (注: 单位%)

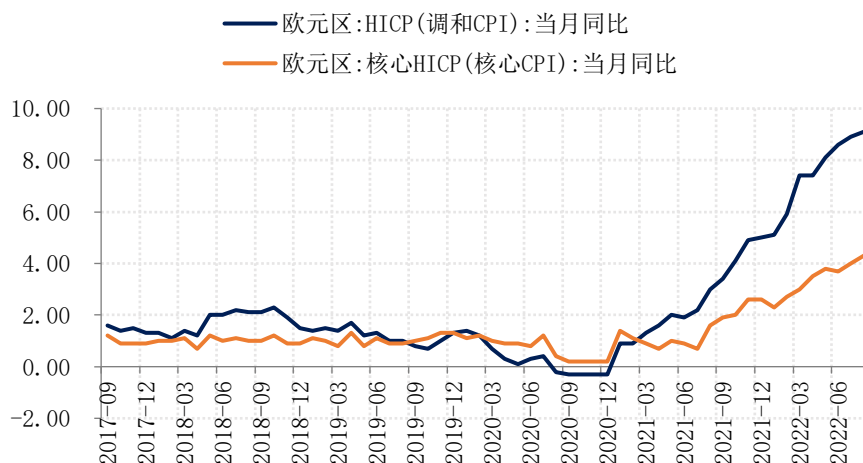


图 8: 欧元区 8 月 HICP 同比升至 9.1% (注: 单位%)

(3) 日本经济复苏面临考验；通胀再创新高；央行维持宽松

经济复苏仍面临考验。二季度日本经济反弹，实际 GDP 环比折年率升至 3.5%，前值 0.2%，已基本恢复至疫情前水平。但是在俄乌冲突、疫情、输入性通胀等复杂的外部形势依旧未彻底好转的情况下，日本经济复苏依旧面临严峻考验。一方面，外部需求放缓带来巨大下行风险。自 2021 年 8 月贸易差额转逆后，近期日本贸易逆差快速扩大至 2.8 万亿，创历史新高。另一方面，内部增长动能趋弱。企业方面，8 月，制造业 PMI 连续 5 个月下降至 51.5。家庭方面，日本内阁府表示，虽然二季度消费者在餐饮、酒店以及服装上的支出在增加，不过，增幅比几个月前的预期更为有限，说明消费者被压抑的需求一直较为温和。通胀方面，非核心通胀压力凸显，CPI 同比再创新高。8 月日本 CPI 同比升至 3%，创 31 年新高，高于预期的 2.9% 和前值 2.6%。分项来看，能源和加工食品成本的飙升是日本 CPI 同比增长的

主要原因。在剔除能源和生鲜食品后，日本的消费者价格上涨 1.6%。尽管这已经是至少 2015 年以来新高，但仍低于日本央行 2% 的通胀目标。

货币政策方面，9 月会议维持宽松政策不变。将短期利率设定在 -0.1%，同时继续引导 10 年期日本国债收益率维持在 0% 附近，以支撑经济。日本央行行长黑田东彦坚持认为，货币宽松对日本来说是必要的，因为日本经济仍处于从疫情中复苏的过程，并面临着大宗商品价格上涨带来的下行压力。

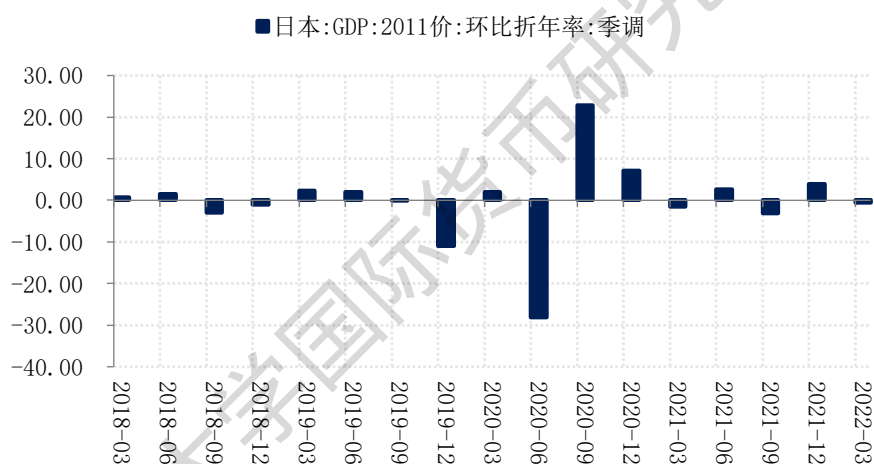
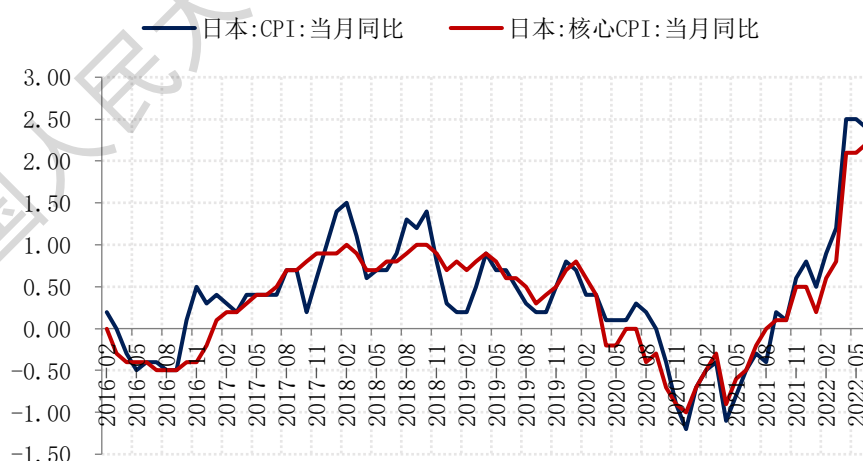
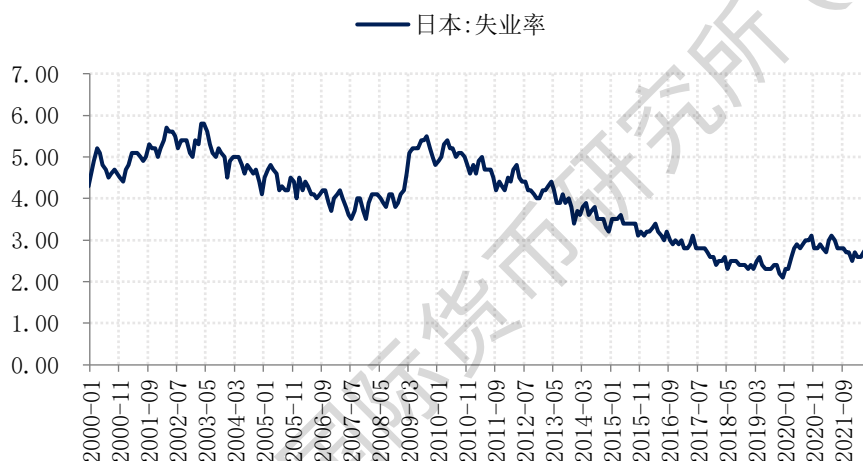
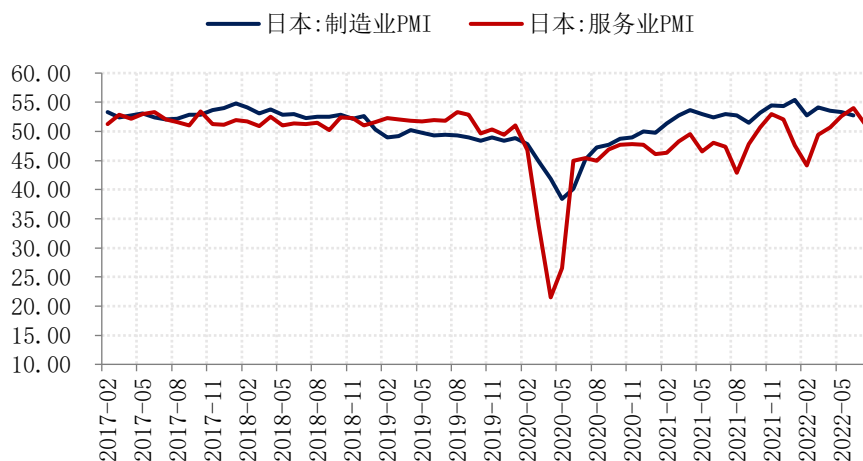


图 9: 2022Q2 日本实际 GDP 环比折年率为 3.5% (注: 单位%)



2. 汇率展望：波动为主，贬值持续时间有限，或呈现两段论

预计汇率未来波动为主，贬值持续时间有限，或呈现两段论。

第一段：现在到明年年初，汇率或有偏贬值运行的可能性。在这一阶段，美国通胀确切的回归信号还看不到，由于当前美国通胀的宽度已与 1980 年持平，通胀继续超预期的风险较高，且美国 CPI 同比年内或依然将在 7% 以上运行。因此美联储加息短期难以停止，预计到明年年初，中美货币政策背离或依然持续，美元可能进一步走高、息差可能维持偏窄、人民币贬值概率更大。

第二段：明年二季度开始到下半年，汇率稳定或略升。这一阶段美国需求或已出现明确回落，通胀明确回归，市场开始交易衰退甚至下一轮宽松，届时美元指数的支撑因素将弱化。同时，2023 年在全球经济“比差”中我国经济增长反而更有优势，中美经济增速差或再度走阔。

（二）国内宏观²

8 月经济在疫情负面影响减弱、稳增长政策发力，以及上年同期基数低等因素综合作用下，多数宏观指标恢复好于 7 月。具体看，生产、投资和消费均有上行。不过，在高温限电的冲击下，生产端的复苏表现略超预期，但相对缓慢，而消费和投资较上月均有明显修复，在出口对经济的拉动作用趋弱之下，内需对经济的支撑力度有所加强；

² 撰写人：IMI 研究员孙超

相比之下，房地产开发投资增速仍在继续下滑，但当月地产销售面积、销售额降幅有所缩窄，且基建与制造业投资发力对冲地产投资的下滑压力。往后看，外需对经济增长的拉动作用将会弱化，房地产低迷还会对投资和消费形成一定拖累，但政策持续发力下，后续经济的修复仍有支撑，后续应重点关注 19 项稳增长接续政策落地效果和保交楼、房企纾困政策。

通胀方面，8 月 CPI 同比略有下降，低于市场一致预期，猪价涨势放缓，油价显著回落，核心 CPI 上涨动力不足，主要食品品类价格涨幅均放缓，环比涨幅走扩的仅有蛋类、鲜果。PPI 方面，8 月环比跌幅基本和上月持平，带动 PPI 同比继续下行，受高基数影响短期 PPI 的回落趋势较为确定，第四季度应关注其边际变化。

1. 经济：8 月同比增速改善，仅房地产延续磨底

(1) 经济数据边际修复

8 月经济在疫情负面影响减弱、稳增长政策发力，以及上年同期基数低等因素综合作用下，多数宏观指标恢复好于 7 月。具体看，生产、投资和消费均有上行。不过，在高温限电的冲击下，生产端的复苏表现略超预期，但相对缓慢，而消费和投资较上月均有明显修复，在出口对经济的拉动作用趋弱之下，内需对经济的支撑力度有所加强；相比之下，房地产开发投资增速仍在继续下滑，但当月地产销售面积、销售额降幅有所缩窄，且基建与制造业投资发力对冲地产投资的下滑压力。往后看，外需对经济增长的拉动作用将会弱化，房地产低迷还

会对投资和消费形成一定拖累，但政策持续发力下，后续经济的修复仍有支撑，后续应重点关注 19 项稳增长接续政策落地效果和保交楼、房企纾困政策。

(2) 8 月工业增加值同比提速，好于市场预期

8 月份工业生产复苏表现略超预期，增速水平较前值有回升。8 月工业增加值同比 4.2%，比 7 月提高 0.4 个百分点，8 月季调环比为 0.32%，低于 7 月的 0.38%。

分三大门类看，8 月份，采矿业增加值同比增长 5.3%，增速较 7 月回落 2.8 个百分点；制造业增长 3.1%，加快 0.4 个百分点；电力热力燃气及水生产和供应业增长 13.6%，加快 4.1 个百分点，此门类是拉动当月工业生产提速的主力，主要是因为今年夏季各地气温普遍偏高、居民用电需求激增。从具体行业上看，8 月 41 个大类行业中有 24 个行业增加值保持同比增长，比 7 月减少 1 个增速较高的行业。其中主要是煤炭开采和洗选业增长 5.8%，石油和天然气开采业增长 2.3%，黑色金属矿采选业增加 9.6%，有色金属矿采选业增加 8.3%，开采专业及辅助性活动增加 14.4%，其他采矿业增长 25.2%，食品制造业增长 2.5%，酒、饮料和精制茶制造业增长 7.6%，烟草制品业增长 8.2%，化学原料和化学制品制造业增长 3.8%，有色金属冶炼及压延加工业增长 3.6%，通用设备制造业增长 0.8%，专用设备制造业增长 4.5%，汽车制造业增长 30.5%，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业增长 5.8%，电气机械和器材制造业增长 14.8%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 5.5%，仪器仪表制造业增长 7%，其

他制造业增长 5%，废弃资源综合利用业增长 14.2%，金属制品、机械和设备修理业增长 20.3%，电力、热力生产和供应业增长 15.3%，燃气生产和供应业增长 6.5%，水的生产和供应业增长 2.6%。

(3) 总体投资增速回升，地产为最大拖累项

1—8 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.8%，前值为 5.7%。其中基础设施投资（广义）同比增长 15.4%，房地产开发投资同比下降 13.8%，制造业投资同比增长 10.6%；1-7 月分别为 9.58%、-5.2%和 9.9%。8 月基建投资继续提速，房地产投资下滑，制造业投资保持韧性。

基建投资维持高增长，道路运输、公共设施管理业投资加速是重要驱动。2021 年，道路运输、公共设施管理业两者的投资额分别为 4.8 万亿、6.8 万亿元，在基建中占比较高。总体来看，8 月国开行和农发行 3000 亿元政策性开发性金融工具密集落地，并于 8 月底前全部完成投放，带动基建投资增长效果显著，且年内可能进一步扩容，传统基建（特别是道路）、产业升级实施、新城建、国家安全基建等板块在资本金问题妥处后将呈现更多亮点。

当前房地产业的整体下行压力显而易见，相应的放松和支持政策也在逐渐加码。8 月新开工面积同比-45.7%，连续第 5 个月处于-40%以下的较低水平；购置土地面积同比-56.6%、土地成交价款同比-41.0%，降幅均较 7 月扩大；竣工面积同比-2.5%，较 7 月的-36.0%大幅回升，处于今年以来的最高水平。经历了 6-7 月的大幅波动后，8 月商品房销售重新回到了温和复苏的轨道上。8 月当月商品房销售面

积同比-22.6%，降幅较7月的-28.9%小幅收窄，是今年4月以来的较高水平；销售金额同比-19.9%，降幅同样收窄，且以“销售金额增速-销售面积增速”衡量的房价涨幅也保持了温和回升势头。

1-8月制造业投资同比增速为10.0%，较前值加快0.1个百分点，继续处于高位增长状态。其中政策面对制造业投资的支持力度较强，制造业中长期贷款近两年多来持续高增；另外，前期海外对“中国制造”需求较强，也对以民间投资为主的制造业投资起到了推动作用。

(4) 消费超预期改善, 继续上行

8月社会消费品零售总额同比5.4%，较7月回升2.7个百分点；除汽车以外的消费品零售额增长4.3%。社零增速出现超预期回升，一是因为去年同期疫情出现散发，导致基数较低。二是，随防疫政策持续精准化调整疫情散发对消费冲击的影响减弱，居民外出聚餐和线下消费也逐步恢复。从结构上看，餐饮消费增速出现快速恢复，从7月的-1.5%快速上行至8.4%。餐饮消费快速恢复，同样也是受低基数的影响。实物消费方面，汽油、石油制品和必选消费品增速则出现小幅上行，可选消费品和居住类产品增速出现回落。8月汽车销售增速大幅上行，从7月的9.70%大幅上行至15.90%，必选商品消费增速小幅提升，从7月的5.6%上行至7.4%，石油制品消费增速则从7月的14.2%上行至16.6%。而可选消费增速从7月的5.5%下行至3.8%，其中金银珠宝、办公用品、通讯器材、化妆品消费增速均出现较大回落。居住品类方面，增速从7月的1.4%下行至8月-2.1%，家具、家电和建筑建材消费增速出现小幅回落，主要是受到地产景气回落的拖累。

(5) 内疫外需施压出口，内需受挫扰动进口

以美元计价,8月份,我国进出口总值 5504.48 亿美元,增长 4.1%。其中,出口 3149.21 亿美元,增长 7.1%,前值 17.9%;进口 2355.27 亿美元,增长 0.3%,前值 2.2%。8月贸易顺差 793.93 亿美元,当月比 34.12%,前值为 81.51%。

从出口国别看,本月出口东盟同比增长 25.13%,比上月下降 8.36 个百分点,成为本月下降最慢的主要地区。出口美国下降 3.77%,比上月降低了 14.74 个百分点,出口欧盟增长 11.09%,比上月低 12.08 个百分点。从主要出口商品来看,8月农产品、机电产品、高新技术产品增速分别为 19.2%、-3.9%、4.3%,较前值分别回落 9.7、6.3、8.7 个百分点。受海外需求回落,国内生产动能恢复较弱影响,出口三大主要类别商品出口增速均出现大幅回落。从细分品类来看,汽车零配件出口金额出现明显回落,当月同比增速 11.7%,较前值回落 15.6 个百分点。其次,服装及衣着附件、音视频设备及其零件、家用电器、钢铁等出口增速回落幅度也较大,较前值分别下行 13.4、10.7、8.8、8.6 个百分点。整体上,一方面,国内多地疫情反复、原材料价格波动,使企业生产动能仍较弱。其次,由于美欧等国家激进加息遏制需求从而降低通胀,使海外供给与需求景气度均出现明显回落,对我国出口表现形成掣肘。

8月进口金额同比增速回落 2.2 个百分点至 0.3 个百分点,主要受国内供给冲击与内需疲弱影响。从数量和价格来看,数量增速持续低迷,8月粮食、大豆、原油、铁矿砂等重点商品进口数量持续收缩;

价格增长仍然为主要支撑,8月全球 RJ/CRB 大宗商品价格指数同比增速较上月边际上行,但随着大宗商品价格回落,后续价格对进口增长的贡献料将减弱。

2. 通胀: CPI 同比略有下降, PPI 同比继续回落

(1) CPI 同比略有下降, 核心 CPI 仍处低位

8月CPI同比上涨2.5%,前值2.7%,环比下降0.1%。核心CPI同比上涨0.8%,与上月持平,略低于市场预期。主因油价的大幅回落,核心CPI的疲弱,以及食品价格的低于季节性表现。具体来看CPI八大类中,教育文化和娱乐及其他用品和服务分别同比增1.6%和2.2%,分别较上月抬升0.1和1.3个百分点。而食品烟酒,衣着,居住,生活用品及服务,交通和通信分别同比增4.5%、0.6%、0.6%、1.3%、4.9%,分别较上月下降0.2、0.1、0.1、0.1和1.2个百分点。医疗保健同比增0.7%,同比增速与上月保持一致。2013年以来中国货币政策通胀锚为核心CPI,而当前中国核心CPI持续保持疲态,除去食品和能源的全社会物价水平依然较低。物价并非2022年货币政策关注点,稳增长仍是核心矛盾。9月中国货币政策进入观望期,但中长期来看,中国本轮总量型货币宽松仍未结束,后续需关注信贷数据表现及实体经济修复进度。

(2) PPI 同比继续回落

8月PPI同比上涨2.3%,前值4.2%,低于市场预期的3.0%,环比降低1.2%。从环比看,生产资料价格由下降1.7%转为继续下降1.6%;

生活资料价格下降 0.1%，涨幅与上月比降低了 0.3%。煤炭价格同比支撑的显著回落。7 月中国原煤产量同比增 16.1%。中国煤炭行业增产保供效果显著，叠加去年高基数影响，8 月煤炭开采和洗选业 PPI 同比增 8.6%，较前月大幅下滑 12.1 个百分点。国际大宗商品价格下降导致对国内输入性价格传导压力明显减轻。其中能源相关行业 PPI 同比均有显著回落。石油和天然气开采业 PPI 同比增 35%，较前月下降 8.9 个百分点；石油、煤炭及其他燃料加工业 PPI 同比增 21.3%，较前月下降 7.3 个百分点；化学原料和化学制品制造业 PPI 同比增 4.5%，较前月下降 6.1 个百分点。因高温和房地产投资偏弱的影响，黑色系价格同比持续回落。黑色金属冶炼和压延加工业 PPI 同比下降 15.1%，降幅较前月扩大 5.6 个百分点。往后看，2021 年 9 月起，中国 PPI 同比开始有显著上行，使得 2022 年四季度 PPI 的基数有明显抬升，这将使得中国 PPI 同比回落仍是大趋势。未来随着美联储加息进程走深，全球经济增速逐渐放缓，总需求降温，国际大宗商品价格上行动能不足，但鉴于供给端限制，其绝对价格下行速度相对有限。

3. 金融：社融总量较弱，存量增速小幅回落，结构边际改善

8 月新增人民币贷款 1.25 万亿元，预期 1.36 万亿元，前值 6790 亿元；新增社融 2.43 万亿元，预期 2.04 万亿元，前值 7561 亿元；M2 同比 12.2%，预期 11.8%，前值 12%。M1 同比 6.1%，前值 6.7%。

(1) 8 月信贷总量、结构均有所改善

居民端短稳长弱，消费需求边际改善，但地产仍承压。8月居民贷款新增4580亿元，同比少增1175亿元，比过去三年同期均值少增2323亿元。其中，居民中长贷新增2658亿元，同比少增1601亿元，较过去三年同期均值少增2132亿元。相应地，8月地产销售仍承压。8月30大中城市商品房成交面积同比降幅由7月的33%缩窄至18.7%，但销售景气度仍不及季节性。居民短贷增加1922亿元，比去年同期多增426亿元，但低于近三年同期均值，弱于季节性，反映消费需求边际改善，但总体仍弱。企业端改善明显，非票据贷款同比多增，主因基建配套贷款拉动以及监管鼓励银行加大实体经济贷款投放。8月企业贷款新增8750亿元，同比多增1787亿元，比过去三年同期均值多增2326亿元。其中企业中长贷同比多增2138亿元，比三年同期均值高1700亿左右；企业短贷比去年同期多增1028亿元，小幅高于季节性。票据方面，表内票据融资同比少增1222亿元，较过去三年同期均值多增403亿元。指向本月票据冲量缓解，同时票据利率维持平稳，企业融资需求有所提升。

(2) M1降、M2升，反映地产低迷，实体企业活期现金流仍承压

8月M1增速回落0.6个百分点至6.1%。M2增速回升0.2个百分点至12.2%，增幅较上月收窄，但增速高于近5年同期水平。M2高增，与信贷、社融增速回落背离，或与财政支出加快，资金向企业和居民端转移有关，但也仍需警惕资金空转现象。社融-M2增速2021年4月以来持续走低，今年8月再创新低。M1同比在基数下行的情况下仍旧下行，反映地产低迷、实体企业活期现金流仍承压。结构方

面，实体经济部门存款增加，政府存款持续降低，政府支出加快，存款向居民和企业端转移。

（三）商业银行³

1. 2022 年我国系统重要性银行名单发布；央行下调外汇存款准备金率

（1）中国人民银行、中国银保监会发布 2022 年我国系统重要性银行名单

2022 年 9 月 9 日，中国人民银行官网公告，为加强宏观审慎管理，强化系统重要性银行监管，根据《系统重要性银行评估办法》，近期中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会开展了 2022 年度我国系统重要性银行评估，认定 19 家国内系统重要性银行，其中国有商业银行 6 家，股份制商业银行 9 家，城市商业银行 4 家。按系统重要性得分从低到高分分为五组：第一组 9 家，包括中国民生银行、中国光大银行、平安银行、华夏银行、宁波银行、广发银行、江苏银行、上海银行、北京银行；第二组 3 家，包括中信银行、中国邮政储蓄银行、浦发银行；第三组 3 家，包括交通银行、招商银行、兴业银行；第四组 4 家，包括中国工商银行、中国银行、中国建设银行、中国农业银行；第五组暂无银行进入。自中国人民银行、银保监会 2020 年 12 月公布了《系统重要性银行评估办法》后，这是第二次开展我国系

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员）

统重要性银行评估，此次系统重要性银行的数量与上年保持不变。系统重要性银行因其结构和业务复杂、与其他金融机构关联性强，在金融体系中具有举足轻重的地位，对其采取更严格的监管措施以保障其更加稳健持续发展，解决“大而不能倒”问题，防范化解金融风险，确保金融稳定和金融安全。

(2) 中国人民银行下调金融机构外汇存款准备金率

2022 年 9 月 5 日，中国人民银行官网公告，为提升金融机构外汇资金运用能力，中国人民银行决定，自 2022 年 9 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，即外汇存款准备金率由现行 8% 下调至 6%。今年以来美联储持续大力度收紧货币政策，美元强劲反弹，但我国货币政策仍坚持以我为主，流动性维持合理充裕，因此人民币对美元汇率大幅贬值。中国人民银行通过调降外汇存款准备金率，一方面通过增加市场外汇供给促进外汇平衡；另一方面向市场释放稳的信号，有助于稳定市场预期。

2. 2022 年 8 月货币金融数据分析

2022 年 8 月末，基础货币余额为 32.56 万亿元，全月增加 1427 亿元。其中，现金（货币发行）增加 783 亿元，银行的存款准备金增加 56 亿元，非金融机构存款增加 588 亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 1945 亿元。财政净支出投放基础货币 3076 亿元，其他资产增加投放基础货币 996 亿元。

8 月末的 M2 余额为 259.5 万亿元，同比增速为 12.2%，较上月提升 0.2 个百分点。按不含货基的老口径统计，6 月份 M2 增加 1.33 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 1.40 万亿元；财政净支出等财政因素投放 M2 约 7747 亿元；银行自营购买企业债券派生 M2 约 2355 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素回笼 M2 约 1.08 万亿元（该科目主要是轧差项，考虑到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）；外汇占款回笼 M2 约 22 亿元。

表 2：8 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	722	外占	-22
单位活期	2,051	债券	2,355
单位定期	8,005	贷款(加回核销和 ABS)	13,972
个人	8,334	财政净支出	7,747
非银	-5,858	其他（非银、非标等）	-10,798
合计	13,254	合计	13,254

（四）资本市场⁴

1. 股市：稳守待时

（1）基本面更新

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

整个 9 月份，市场继续震荡下行，结构上市场风格延续 8 月中以来极端化的缓解，但是低估值板块并没有体现出其应有的防御属性。在过去的一个月里，全球疫情有所好转，国内疫情同样下行，但是管控有所趋严，预计 9 月出口继续弱化；生产结构性改善，但消费继续弱化，耗煤量略有改善，仍高于去年同期。通胀方面，目前以猪肉为主食品价格对 CPI 的拖累已经开始转为贡献。生猪存栏数量下降，预示未来猪肉价格同比将继续扩大，猪周期已经开始上行，后续关注俄乌战争对农产品价格影响；目前 PPI 向 CPI 传导加快，尤其是油价上涨导致交通价格上涨；疫情恢复，出行增加，预示服务价格或将上涨。预计 9 月 CPI 3.0% 左右。生产端通胀，在供给不足的情况下，大宗商品价格仍然高位震荡，品种有所分化原油价格 9 月整体下行，但由于俄乌局势反复，从 9 月底开始快速反弹。预计 9 月份 PPI 继续回落，但总体中下游企业仍因上游工业品价格继续承压。金融环境方面，海外，9 月 22 日联储如期加息 75bps 伴随着市场对鲍威尔公开讲话内容的解读，美债收益率曲线继续呈现“短端持续上行、长端略有下行”的趋势，美股下跌，美元指数重回上升趋势。国内金融政策条件仍然维持宽松态势，从 9 月信贷数据来看，好于前期，市场自发的流动性回笼在逐步走强，短期利率仍有交易性机会。未来对利率的影响要看“宽信用”的效果。9 月底以来部委密集出台稳地产措施，主要包括降低房贷利率和出售住房缴纳的个人所得税退还。政策重在激发刚需和改善性住房需求，效果有待观察。

经济活动方面，生产保持结构性改善。9 月制造业 PMI 50.1%，

回升 0.7 个百分点，重回扩张区间，其中生产回升幅度强于需求，新出口订单下滑，原材料价格回升。9 月新出口订单指数 47%，回落 1.1 个百分点，进口指数 48.1%，回升 0.3 个百分点。9 月原材料购进价格指数 51.3%，回升 7 个百分点；出厂价格指数 47.1%，回升 2.6 个百分点。9 月建筑业 PMI 达到 21 年 9 月以来最高水平，表明基建实物工作量与保交楼加速落地，但服务业 PMI 受疫情散发影响跌入收缩区间，国内国庆假期出行旅游与消费表现总体疲弱，多项数据对比 19 年疫情前仍有显著差距。

(2) 市场回顾与展望

进入九月以来，在内滞外紧的情形下，市场继续震荡下跌。上证 50、沪深 300、中证 500、中证 1000 分别录得-5.49%、-6.72%、-7.18%、-9.27%的收益。由于市场的中期矛盾仍在：内需触底难以改善；海外通胀见顶难以回落；货币政策异步短期难以调和；地缘政治继续演绎，等等因素，市场情绪难以提振。对于已有的宽松政策麻木的情况下，市场情绪在中高频宏观数据下摇摆不定。

展望后市，虽然目前市场投资者情绪较为悲观，但是我们不建议投资者仓位过轻。对于上述核心问题的任何边际改善，都可能是市场破局的机会和未来结构的方向。从后续 10 月份的中国二十大到 11 月份的金融工作会议以及 G20 首脑峰会等等会议，都有可能给以上问题带来转机。大会之后稳增长可能的方向、防疫政策可能的调整、地缘摩擦可能的偃旗息鼓以及联储 11/12 月份议息会议可能的态度转向，都或将会成为市场开启中级别行情的契机。因此在这个时点对于绝对

收益投资者可以考虑逐步增加仓位。对于相对收益投资者，在结构上一方面可以考虑困境反转的地产、消费板块；另一方面，对于成长板块，应加强跟踪，可以考虑对军工、半导体以及事件可能演绎的新热点方向进行配置。

2. 债市：长端利率小幅下行

(1) 政策重心在于维护流动性合理均衡，长端利率上行

流动性方面，央行9月逆回购净投放9580亿元，其中投放10000亿元，到期420亿元，另MLF续作净回笼2000亿元。9月下旬以来，资金利率中枢有所抬升，为维护季末流动性平稳，央行加大逆回购操作力度，包括重启14天逆回购，但这也属常规性操作，且相对于往年而言投放并不算多，反映政策重心在于维护流动性合理均衡而不缺不溢，平抑跨季资金面波动。9月DR001、DR007平均利率分别为1.197%、1.512%，较6月分别上涨9.7BP、10.2BP。

利率债方面，9月长端利率上行，国债活跃券220010由2.64%上涨15.75BP至2.7975%，十年国开220210收益率上行15BP。对于长端利率来说，基本面应该已经度过了最艰难的时期。3、4季度经济会继续恢复，但目前新增政策出台相对较慢，经济虽继续恢复，但强度可能相对有限。。

(2) 中票收益率上行，各品种信用利差有所分化

9月企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具共发行951只，发行金额9100.50亿元，较上月下降21.08%。信用债净融资

额-1343.26 亿元，较上月减少 2520.61 亿元。收益率方面，9 月各等级、各期限中票收益率普遍明显上行。AAA 中债中短期票据 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 8 月底分别上行 5.4BP、5.4BP、2.1BP 至 2.16%、2.67%、2.98%；AA+中债中短期票据 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 8 月底分别上行 5.4BP、6.4BP、7.1BP 至 2.28%、2.83%、3.24%。从信用利差看，9 月各品种信用利差有所分化。分等级看，各等级品种利差涨跌互现，整体涨多跌少；分期限看，1 年期各品种利差全部收窄；3 年期、5 年期、7 年期品种利差全部走阔。9 月底 1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 8 月末分别压缩 3.4BP、3.7BP，而 5 年期 AAA、AA+、AA 中票信用利差分别压缩 0.67BP、0.73BP、1.63BP。从期限利差看，9 月期限利差走阔，9 月末国债 3Y-1Y、国债 10Y-1Y 期限利差相对 8 月底分布走阔 2.7BP、2.2BP。整体上看，9 月信用债净融资大幅收缩再度加剧结构性资产荒行情，目前中高等级信用债依旧拥挤，多数品种信用利差缩至低性价比区间，信用债配置时机尚不成熟。

(3) 市场展望及配置建议

8 月中下旬以来，债券收益率迎来单边上行。8 月突发降息带来了年内债市最顺畅的行情，随后伴随着资金中枢的收敛和 9-10 月稳增长政策不断落地，基本面进入边际改善的时期，票据利率显示实体融资需求也同步改善。债市在 8 月降息后收益率已接近历史最低值，在资金收敛、基本面小幅修复和汇率再度承压的背景下迎来大幅调整。

短期内的逆风环境可能延续，下个观察期可能在 11-12 月。第一，

10月专项债集中发行，叠加MLF进入集中到期时期，市场预期相对谨慎。第二，历次重大会议前夕，利率债以调整居多。第三，11月初美联储议息会议大概率加息75BP，年内可能累计加息125BP，人民币汇率的压力难说完全释放完毕，在此之前市场对资金面的预期或相对谨慎。第四，接近年底到23年3月以前，主流金融机构开始为明年“开门红”储备资产，存在一定的季节性红利。考虑到当前的政策基调为托而不举，明年之前增量政策更多是细水长流型，四季度不排除有一定的交易机会。

二、宏观经济专题⁵：

通胀目标调整、政策可信度与宏观调控效应

（一）摘要

政策目标可信度对于宏观调控执行效果存在重要影响。本文通过构建包含范式转变特征的 DSGE 模型,对通胀目标调整过程中的结构性变化以及政策可信度如何影响这一结构转变进行研究,并在此基础上分析通胀目标调整过程中政策可信度对宏观经济波动的调控效应。本文分析得到:在政策当局做出政策目标调整后,如果市场预期这一政策可信,那么主要经济变量将会在政策调整期内达到目标均衡水平;反之,如果市场预期这一政策不可信,那么市场预期和政策目标之间的分歧将使得主要经济变量偏离目标均衡水平,导致政策调整无法实现其既定目标。同时,政策可信度不仅有助于实现既定的政策目标,还能降低政策实施过程中的经济波动,具有较好的宏观调控效应,从而降低政策实施成本。特别是,政策可信度对宏观经济波动的这一稳定效应在中长期内更为明显。本文分析为理解经济结构性转变过程中的政策信用和预期管理等问题提供了一些新的思路和方法。

（二）引言

从当前全球各主要国家的货币政策实践来看,货币政策的目标框架以“灵活通胀目标制”为代表,而行为框架则以“相机选择”为代

⁵ 撰写人:中国人民大学财政金融学院教授、中国财政金融政策研究中心马勇,上海对外经贸大学金融管理学院姚驰。本文节选自原载于《金融研究》2022年第7期的《通胀目标调整、政策可信度与宏观调控效应》。

原文链接: <http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract1057.shtml>

表。对于前者而言，通胀是政策当局最为重视和直接盯住的一个基本目标。对于后者而言，政策当局需要根据对经济形势的动态变化，适时地做出针对性的政策调整。因此，在实践中，如果以通胀为代表的经济形势发生了变化，政策当局就会相应地进行政策目标的调整，然后进行政策宣示和政策操作，以促进经济运行向政策当局认为合理的目标状态趋近。

基于上述货币政策框架，显而易见的是，随着一国的经济形势发生显著的结构性变化——比如经济从高增长和通胀压力的“双高”状态转向经济减速和通缩压力的“双低”状态——货币政策的目标也需要进行相应的结构性调整，并就此进行政策宣示和执行政策操作。举例而言，随着中国经济进入“新常态”，更加注重经济高质量发展，经济增速的结构性下降以及与之伴随的通胀压力减小，货币政策所面临的经济形势已经迥异于此前的“高增长、高通胀”状态，适当降低经济增长的目标增速是必要的，同时，通胀压力的下降也为中央银行实行更加严格的通胀控制(对应通胀目标的下降)创造了条件。那么，在上述背景下，政策当局通胀目标的调整将如何影响宏观经济的运行？政策当局如何通过通胀预期管理提升政策有效性？在通胀预期管理中，政策宣示的可信度对宏观经济的运行动态以及政策目标的实现有何具体影响？这些问题都对“新常态”下的通胀预期管理带来了一定挑战。因此，有必要深入研究政策可信度对政策目标调整以及经济结构转型过程中主要经济与金融变量动态变化的影响，对上述议题做出理论上的回答，从而为理解经济结构转变过程中的政策信用和预期管理

等问题提供了一些新的思路，为“新常态”下通胀目标调整与预期管理等政策提供一定的参考意义。

从文献梳理来看，除上述提及的研究方法上的可能改进之外，在研究内容上，已有文献虽然对通胀预期以及政策可信度开展了较多研究，但对政策可信度在政策目标调整和经济转型过程中的影响缺乏足够关注。因此，为了对现有研究进行拓展，本文尝试通过构建包含范式转变的 DSGE 模型，对通胀目标调整过程中的结构性变化以及政策可信度在这一过程中的影响进行研究，并在此基础上分析通胀目标调整过程中，政策可信度对宏观经济波动的调控效应。较之已有文献，本研究的“边际贡献”主要有以下几个方面：一是通过在 DSGE 模型中引入范式转变，分析了由高通胀向低通胀范式转变过程中的一系列结构性转变可能带来的影响；二是对政策可信和政策不可信两种情况下的不同范式转变过程进行比较，研究了政策可信度如何影响通胀目标调整过程中的结构转换和政策实施效果；三是不仅分析了政策可信度对实现政策目标(是否达到目标的均衡水平)的影响，同时也分析了政策可信度对政策实施成本(主要经济变量的波动)的影响，从而较为全面地考察了政策可信度在通胀目标调整过程中的调控效应；四是首次构建包含范式转变的 DSGE 模型研究了政策可信度在政策目标调整过程中的影响，从而对国内外相关领域的文献形成了有益补充，也为研究经济结构性转变过程中的政策信用和预期管理等问题提供了一些新的思路和方法。

三、主要经济数据⁶

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	21- Dec	22- Jan	22- Feb	22- Mar	22- Apr	22- May	22- Jun	22- July	22- Aug
CPI	同比	1.5	0.9	0.9	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5
PPI	同比	10.3	9.1	8.8	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3
制造业 PMI	指数	50.3	50.1	50.2	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4
工业增加值	累计 增长	9.6		7.5	6.5	4.0	3.3	3.4	3.5	3.6
工业企业 利润总额	累计 同比	34.3		5.0	8.5	3.5	1.0	1.0	-1.1	-2.1
固定资产 投资完成 额	累计 同比	4.9		12.2	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8
社会消费 品零售总 额	同比	1.7			-3.5	-11.1	-1.5	-0.7	-0.2	0.5
进出口总 值	当期 值同 比	20.3	22.2	8.1	7.5	2.1	11.1	10.3	11.0	4.1
M2	同比	9.0	9.8	9.2	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2
社会融资 规模	存量 (万 亿 元)	314.13	320.03	321.12	325.63	326.47	329.19	334.27	334.90	337.21
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	11318	39618	12336	31254	6454	18884	28063	6790	12541

⁶ 撰写人：IMI 助理研究员张必佳。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.2210	IMI 宏观月度分析报告（第 64 期）	IMI
IMI Report No.2209	中国财富管理能力评价报告（2022H1）	IMI
IMI Report No.2208	IMI 宏观月度分析报告（第 62 期）	IMI
IMI Report No.2207	IMI 宏观月度分析报告（第 61 期）	IMI
IMI Report No.2206	IMI 宏观月度分析报告（第 60 期）	IMI
IMI Report No.2205	IMI 宏观月度分析报告（第 59 期）	IMI
IMI Report No.2204	IMI 宏观月度分析报告（第 58 期）	IMI
IMI Report No.2203	中国财富管理能力评价报告 (2021Q4)	IMI
IMI Report No.2202	IMI 宏观经济月度分析报告（第 57 期）	IMI
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.2133	独立董事的激励、惩罚与保护	许荣
IMI Report No.2132	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.2131	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.2130	IMI 宏观经济月度分析报告（第 55 期）	IMI
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



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