

No. 2215

研究报告

IMI

IMI 宏观经济月度分析报告
（第六十八期）

IMI



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 國際貨幣網

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

1937

IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 12 期（总第 68 期）

- **海 外：**美欧 12 月均加息 50bp，通胀指标有所改善
- **宏 观：**国内 11 月经济深度回落，基建作为主力拉动投资
- **机 构：**央行宣布全面降准 0.25 个百分点
- **市 场：**股市强预期弱现实继续演绎，债市资金面十分宽松

本期推荐：货币政策冲击对实体企业投资选择影响的“宿醉效应”

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 12 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

张之骧 赵锡军

主 编：宋 科

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，或呈现两段论.....	- 11 -
(二) 国内宏观.....	- 12 -
1. 经济：11月国内本土疫情仍有蔓延，经济进一步深度回落.....	- 13 -
2. 通胀：CPI 同比环比均下降，PPI 同比延续负增长.....	- 17 -
3. 金融：11月社融略低于市场预期，政策仍需发力.....	- 18 -
(三) 商业银行.....	- 20 -
1. 央行宣布全面降准 0.25 个百分点；银保监会出台商业银行表外业务 风险管理办法.....	- 20 -
2. 2022 年 11 月货币金融数据分析.....	- 21 -
(四) 资本市场.....	- 22 -
1. 股市：经济夯实底部，市场震荡反复.....	- 22 -
2. 债市：资金面十分宽松，长端利率小幅下行.....	- 25 -
二、宏观经济专题：货币政策冲击对实体企业投资选择影响的“宿醉 效应”	- 28 -
(一) 摘要.....	- 28 -
(二) 引言.....	- 28 -
三、主要经济数据	- 32 -

图表目录

图 1: 2022Q3 美国 GDP 增速 3.2%(注:单位%).....	- 6 -
图 2: 美国 11 月制造业 PMI 降至荣枯线以下的 49	- 6 -
图 3: 美国 11 月 CPI 同比降至 7.1%(注:单位%).....	- 6 -

图 4: 美国 11 月失业率持平 3.7%(注:单位%)	- 7 -
图 5: Q3 欧元区实际 GDP 环比折年率 1.3%(注:单位%)	- 8 -
图 6: 欧元区 12 月制造业 PMI 升至 47.8	- 8 -
图 7: 欧元区 10 月失业率降至 6.5%(注:单位%)	- 8 -
图 8: 欧元区 11 月 HICP 同比降至 10.1%(注:单位%)	- 9 -
图 9: 2022Q3 日本实际 GDP 环比折年率为-0.8%(注:单位%)	- 10 -
图 10: 日本 11 月制造业 PMI 降至荣枯线以下的 49	- 10 -
图 11: 日本 10 月失业率降至 2.4%(注:单位%)	- 11 -
图 12: 11 月日本 CPI 同比升至 3.8%(注:单位%)	- 11 -

表格目录

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标	- 3 -
表 2: 11 月 M2 增量的结构	- 21 -
表 3: 经济数据一览	- 32 -

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

美国经济动能减弱但仍有韧性，通胀走势仍具不确定性，12月如期加息50bp。经济方面，美国11月制造业PMI跌至49，位于荣枯线以下，显示经济动能减弱，但11月就业人数继续超预期显示经济仍有韧性。通胀方面，美国11月CPI同比再度超预期下降至7.1%，同时通胀下降证据的两个观测指标初见改善，但后续走势仍具不确定性，主要是因为目前服务涨价依然坚挺，一方面是租金，一方面是其他核心服务价格。关于租金韧性，预计在明年一季度左右见顶。关于其他核心服务通胀，因工资是主要成本，所以劳动力市场是关键。但目前美国劳动力市场的再平衡仅初见迹象，工资增长也依然强劲。货币政策方面，12月如期加息50bp，点阵图显示利率峰值预期中值5.1%，高于市场预期的4.9%。欧元区经济疲弱，通胀未“退烧”；12月如期加息50bp，明年3月开始缩表。经济方面，欧元区12月制造业PMI继续在荣枯线以下，读数47.8；通胀方面，虽然欧元区11月HICP同比小幅下降0.5个百分点至10.1%，但核心HICP同比持平于5%，尚未见到回落迹象。货币政策方面，欧央行12月如期加息50bp，并承诺继续大幅加息，同时公布量化紧缩计划——从明年3月起，欧洲

¹ 撰写人：IMI 研究员张瑜

央行不再使用常规资产购买计划下的到期债券全部本金进行再投资。截至明年6月末，该计划月均减持债券规模将达150亿欧元。日本经济内外困境交织，通胀再创新高，12月调整YCC超市场预期。经济方面，外部来看，海外需求降温导致日本工业生产进一步走低。日本11月工业生产较10月小幅下降0.1%，低于预期的-0.2%；内部来看，受通胀影响，11月日本零售额也经历了五个月来的首次环比下降。通胀方面，11月日本CPI同比升至3.8%、核心CPI同比升至3.7%，通胀压力再度上行。货币政策方面，12月20日，日央行宣布将10年期国债收益率控制区间由±0.25%上调至±0.5%，导致市场开始预期日央行宽松政策转向。不过在12月26日的讲话中日央行行长否认了短期内退出宽松政策的可能性，他强调日央行上周决定扩大收益率目标附近的宽松区间，是为了增强其超宽松政策的效果，而不是退出大规模刺激计划的第一步。

	指标	2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4		与上期比较
		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	9月	10月	11月	
美国	实际GDP增速 (环比折年率, %)	2.7			7			-1.6			-0.6			2.6			-		-
	失业率 (%)	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	3.5	3.7	3.7	→
	CPI (同)	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	8.2	7.7	7.1	↓

	指标	2021Q3			2021Q4			2022Q1			2022Q2			2022Q3			2022Q4		与上期比较
		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	9月	10月	11月	
	比, %)																		
	货币政策	12月如期加息 50bp, 点阵图显示利率峰值中值为 5.1%。																	
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	9.3			2.1			2.4			3.3			0.8			-		-
	失业率 (%)	7.7	7.5	7.3	7.3	7.1	7.0	6.9	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	-	↓
	CPI (同比, %)	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	9.9	10.6	10.1	↓
	货币政策	12月如期加息 50bp, 同时公布量化紧缩计划——从明年3月起, 欧央行不再使用常规资产购买计划下的到期债券全部本金进行再投资。截至明年6月末, 该计划月均减持债券规模将达 150 亿欧元。																	
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-2.5			4.1			0.2			4.6			-1.2			-		-
	失业率 (%)	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	2.7	2.6	2.4	↓
	CPI (同比, %)	-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	3.0	3.7	3.8	↑
	货币政策	12月20日, 日央行宣布将10年期国债收益率控制区间由±0.25%上调至±0.5%。不过在12月26日的讲话中日央行行长否认了短期内退出宽松政策的可能性。																	

表 1: 主要发达经济体宏观经济指标

(1) 美国经济动能减弱但仍有韧性, 通胀走势仍具不确定性,

12 月如期加息 50bp

经济方面，11 月制造业 PMI 跌至荣枯线以下，但就业人数继续超预期显示经济仍有韧性。美国 11 月制造业 PMI 降至 49，经济动能减弱，但就业市场仍有韧性，11 月新增非农就业人数 26.3 万人，高于彭博一致预期的 20 万人，前值上修为 28.4 万人。从行业结构来看，消费性服务业就业增量贡献大，但生产性服务业表现不佳：11 月休闲和酒店业新增就业 8.8 万人，前值 6 万人，是最大的就业增量，或与年末假期出行人数增加有关；11 月运输仓储业新增就业-1.5 万人，前值-0.3 万人，结构上主要为仓储业（-1.3 万人）与快递员（-1.2 万人）就业减少。

通胀方面，通胀下降证据的两个观测指标初见改善，但后续走势仍具不确定性。美国 11 月 CPI 同比再度超预期下降至 7.1%，同时作为通胀下降明确证据的两个观测指标初见改善。

通胀下降的明确证据可能有两个观测指标：一是核心 CPI 环比回到了 0.2%，是去年二季度以来的最低值，但一方面目前仅一个月的数据，后续仍待观察；另一方面，结构性涨价失衡，涨幅回落主要是受到汽车等耐用品下跌影响，房租和其他核心服务增速依然非常强劲。而在疫情前，正常的涨价结构是耐用品价格微跌或持平，服务价格温和上涨。二是通胀宽度有所收窄，同比涨幅过 2% 的 CPI 细项比例从 90.1% 降至 85.9%，同比涨幅过 2% 的核心 CPI 细项比例从 86.3% 降至 80.4%，两者均回到了今年年初水平，但其较正常时期的 40%-

60%区间仍然偏高。

往后看，通胀走势仍有不确定性，明年一季度或是关键时点。若想看到美国通胀稳步下降，依赖于能源和耐用品价格持续大跌是不可靠的，更应该看到的是服务价格增速回落。目前服务涨价依然坚挺，一方面是租金，一方面是其他核心服务价格。关于租金韧性，预计在明年一季度左右见顶。关于其他核心服务通胀，因工资是主要成本，所以劳动力市场是关键。但目前美国劳动力市场的再平衡仅初见迹象，工资增长也依然强劲：失业率仍然接近 50 年来最低，职位空缺与失业之比还有 1.7，每月新增就业人数依然强劲。与此同时，工资增速依然维持在 5% 的高位，高于疫前正常的 2%~3.5% 的区间。其他核心服务通胀涨价动能趋弱，需要劳动力市场再平衡以及工资增速下降，这一点目前还没有看到，并且也不像租金那样有预判的关键时点。

货币政策方面，12 月如期加息 50bp，点阵图显示利率峰值预期中值 5.1%。12 月会议美联储加息 50bp 将联邦基金利率目标区间上调至 4.25%-4.5%。同时，12 月公布的点阵图显示官员预期明年利率峰值中值为 5.1%，但联邦基金期货反映市场预期为 4.9%，低于点阵图指引，反映市场担忧美国明年陷入衰退的风险导致美联储不能像其现在表现得那样鹰。

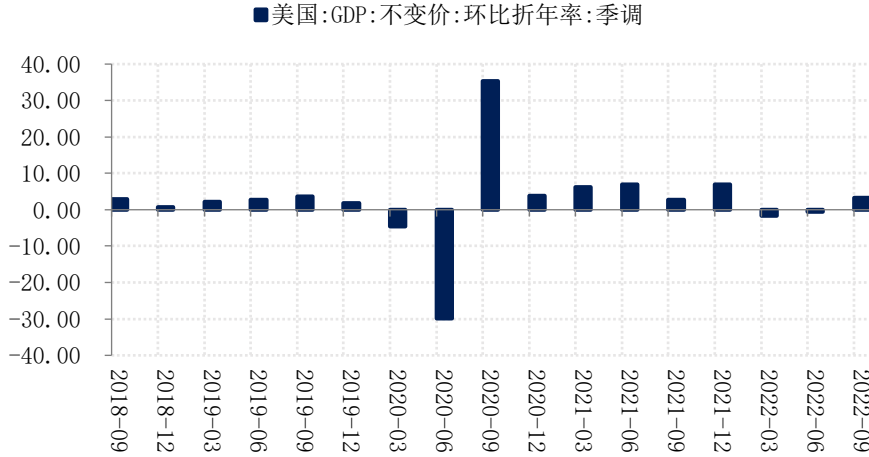


图 1: 2022Q3 美国 GDP 增速 3.2%(注:单位%)

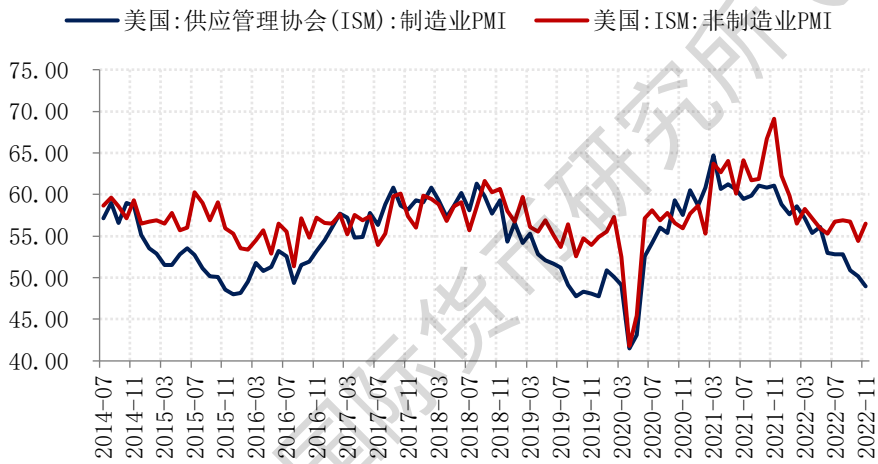


图 2: 美国 11 月制造业 PMI 降至荣枯线以下的 49

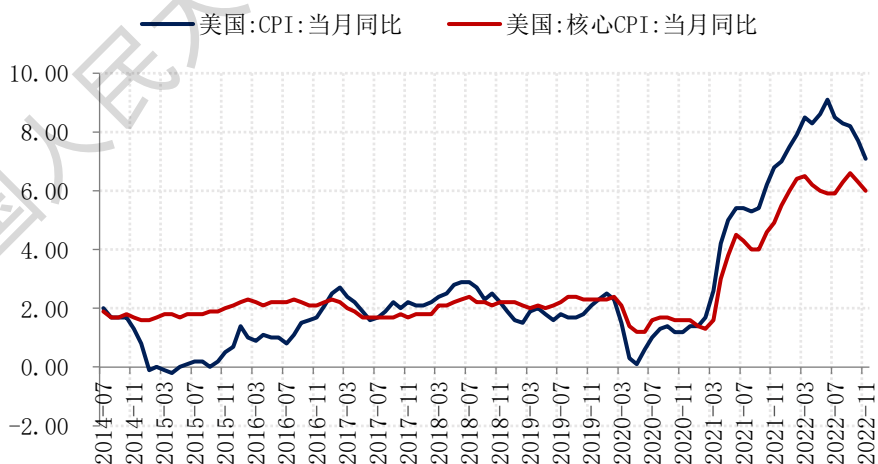


图 3: 美国 11 月 CPI 同比降至 7.1%(注:单位%)



图 4: 美国 11 月失业率持平 3.7%(注:单位%)

(2) 欧元区经济疲弱，通胀未“退烧”；12 月如期加息 50bp，明年 3 月开始缩表

经济依然疲弱。欧元区 12 月制造业 PMI 继续在荣枯线以下，读数 47.8，显示经济动能疲软。通胀方面，核心通胀依然未见回落。虽然欧元区 11 月 HICP 同比小幅下降 0.5 个百分点至 10.1%，但核心 HICP 同比持平于 5%，尚未见到回落迹象。同时，欧元区 10 月失业率仍在下降，创历史新低 6.5%，显示就业市场依然紧张，工资上涨压力仍存，可能支撑通胀难落。此外，欧央行行长拉加德 12 月新闻发布会时也表示，预计明年 1 月至 2 月欧元区能源和食品价格上涨将传导至零售端，令消费者受到更明显冲击。货币政策方面，欧央行 12 月会议声明宣布将欧元区三大关键利率均上调 50bp，承诺继续大幅加息，同时公布量化紧缩计划——从明年 3 月起，欧洲央行不再使用常规资产购买计划下的到期债券全部本金进行再投资。截至明年 6 月末，该计划月均减持债券规模将达 150 亿欧元。

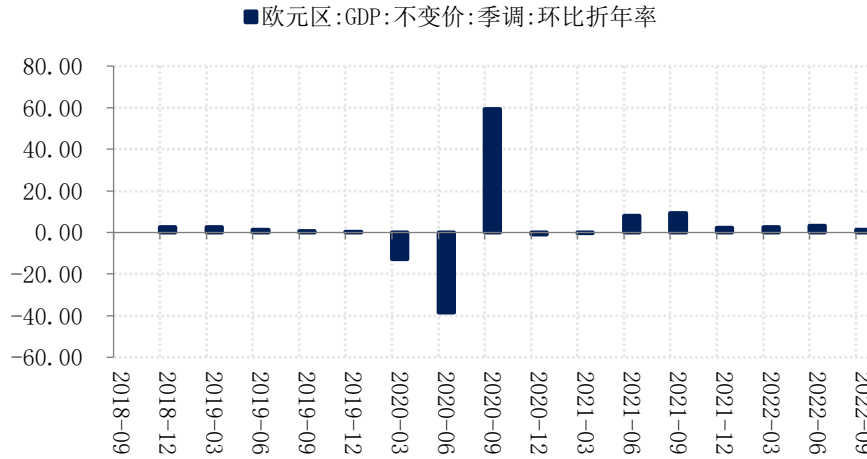


图 5: Q3 欧元区实际 GDP 环比折年率 1.3%(注:单位%)

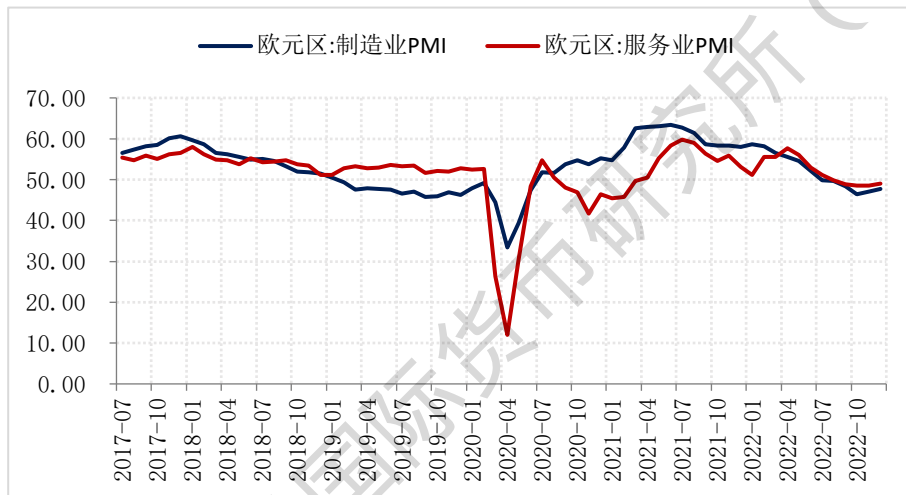


图 6: 欧元区 12 月制造业 PMI 升至 47.8

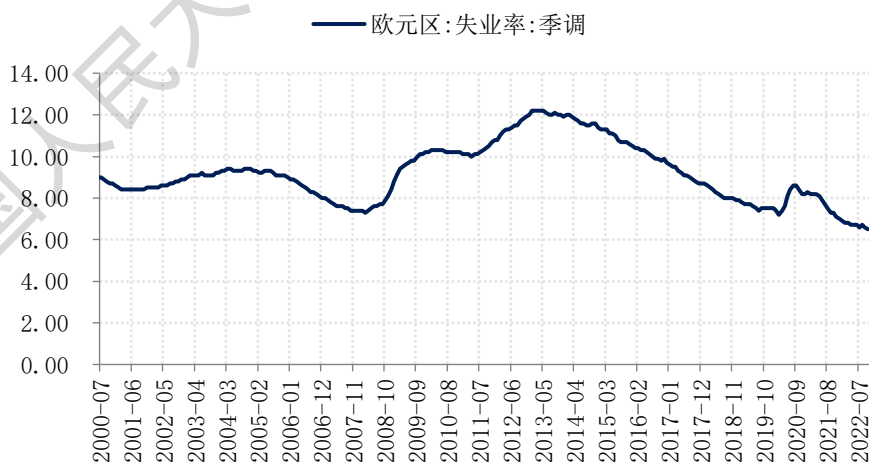


图 7: 欧元区 10 月失业率降至 6.5%(注:单位%)

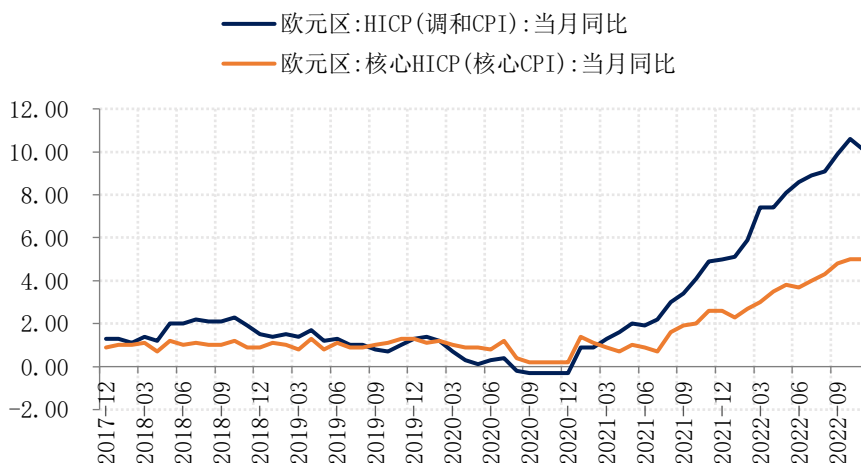


图 8: 欧元区 11 月 HICP 同比降至 10.1%(注:单位%)

(3) 日本经济动能疲弱，通胀再创新高，12 月调整 YCC

经济方面，内外困境交织，经济动能疲弱。外部方面，海外需求降温导致日本工业生产进一步走低。日本 11 月工业生产较 10 月小幅下降 0.1%，低于预期的-0.2%，也是日本工业产出连续第三个月进入萎缩；内部方面，内需缺乏动力，受通胀影响，11 月日本零售额也经历了五个月来的首次环比下降。此外，经济前景方面，日本 11 月制造业 PMI 降至 49，低于荣枯线，显示经济前景疲软。通胀方面，核心通胀创 40 年新高。11 月日本 CPI 同比升至 3.8%、核心 CPI 同比升至 3.7%，通胀压力再度上行。货币政策方面，12 月会议日央行调整 YCC，超出市场预期。12 月 20 日，日央行宣布将 10 年期国债收益率控制区间由±0.25%上调至±0.5%，导致市场开始预期日央行宽松政策转向。不过在 12 月 26 日的讲话中日央行行长否认了短期内退出宽松政策的可能性，他强调日央行上周决定扩大收益率目标附近的

宽松区间，是为了增强其超宽松政策的效果，而不是退出大规模刺激计划的第一步。



图 9: 2022Q3 日本实际 GDP 环比折年率为-0.8%(注:单位%)

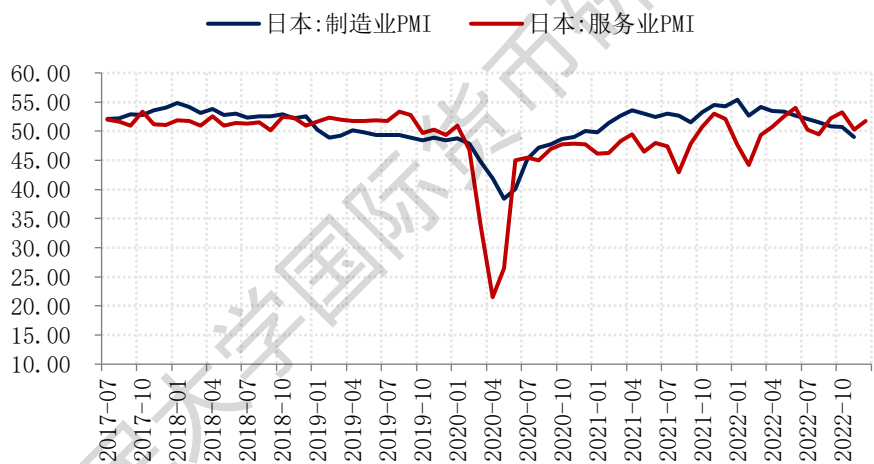
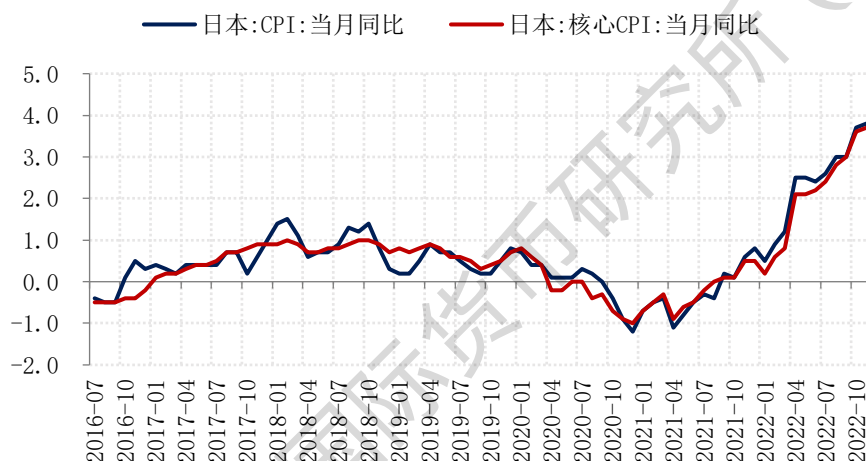


图 10: 日本 11 月制造业 PMI 降至荣枯线以下的 49



2. 汇率展望：波动为主，或呈现两段论

预计汇率未来波动为主，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，由于美联储加息短期难以停止，因此预计到明年年初，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、汇率弹性放大、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。一则，如

美国需求明确回落、通胀明确回归，届时美元指数的支撑因素将弱化。二则，2023 年在全球经济“比差”中我国更有优势。因而在美元指数压制消退、中国经济在全球相对地位走强的背景下，人民币在这一阶段或有望稳定甚至略升。

（二）国内宏观²

11 月国内本土疫情仍有蔓延，影响范围进一步扩大，内需不足叠加外需对经济的支撑作用减弱，经济数据进一步深度回落。具体看，无论是生产端的工业和服务业，还是需求端的投资和消费，数据都在同步下降。需求收缩、供给冲击、预期转弱压力加大，经济走弱对失业率的映射开始显现。地产行业预期转变仍需时间，而基建投资全面提速，在一定程度上对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。下一阶段，疫情对经济的影响或将延续，可能持续 3 个月左右，经济或将继续筑底。在大多数感染发生后，预计经济将触底回升。

通胀方面，11 月 CPI 涨幅回落明显，核心 CPI 仍维持低位，鲜菜和猪肉价格下降对 CPI 拖累明显，同时季节性因素及去年同期基数走高也是 CPI 回落的重要原因。后续随着防疫政策优化，将推动消费复苏，预计后续 CPI 环比可能温和上涨。PPI 方面，受国内疫情散发、外需加快回落等因素影响，工业品价格环比涨幅回落，同比延续负增长。生产资料方面，煤炭、石油、有色价格上涨，而黑色、化工价格

² 撰写人：IMI 研究员孙超

普遍回落；生活资料方面，环比涨幅明显收窄。

1. 经济：11月国内本土疫情仍有蔓延，经济进一步深度回落

(1) 供需两端均下滑，失业率攀升

11月国内本土疫情仍有蔓延，影响范围进一步扩大，内需不足叠加外需对经济的支撑作用减弱，经济数据进一步深度回落。具体看，无论是生产端的工业和服务业，还是需求端的投资和消费，数据都在同步下降。需求收缩、供给冲击、预期转弱压力加大，经济走弱对失业率的映射开始显现。地产行业预期转变仍需时间，而基建投资全面提速，在一定程度上对冲房地产投资下滑影响，带动整体投资增速保持较强韧性，在稳定经济大盘中的作用进一步增强。下一阶段，疫情对经济的影响或将延续，可能持续3个月左右，经济或将继续筑底。在大多数感染发生后，预计经济将触底回升。

(2) 工业生产增速继续回落

11月工业生产增速继续回落。11月工业增加值同比2.2%，比10月下降2.8个百分点，11月季调环比下降0.31%，前值为0.19%，从前一月由正转负，且为2011年以来同期首度为负。

整体来说，受疫情短期冲击影响，工业生产加快回落。分三大门类看，11月份，采矿业增加值同比增长5.9%，制造业增长2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业下降1.5%。从具体行业上看，增速为正的产业主要是煤炭开采和洗选业增长5.5%，石油和天然气开采业增长7.2%，黑色金属矿采选业增长25.8%，开采专业及辅助性活动增长

8.1%，其他采矿业增长 45.3%，烟草制品业增长 4%，木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业增长 0.1%，化学原料及化学制品制造业增长 10.8%，化学纤维制造业增长 2.4%，非金属矿物制品业增长 1.6%，黑色金属冶炼及压延加工业增长 9.4%，有色金属冶炼及压延加工业增长 9.4%，专用设备制造业增长 2.3%，汽车制造业增长 4.9%，电气机械及器材制造业增长 12.4%，仪器仪表制造业增长 1.2%，其他制造业增长 0.5%，废弃资源综合利用业增长 28.6%，金属制品、机械和设备修理业增长 7.5%，水的生产和供应业增长 1.4%。可见上游行业生产增速相对较高，主要是因为去年低基数和高需求等因素导致。

(3) 11 月拉动投资的主力是基建，制造业拉动力减弱，房地产下行压力进一步加大

1—11 月份全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.3%，前值为 5.8%。其中基础设施投资（狭义）同比增长 8.9%，制造业投资同比增长 9.3%，房地产开发投资同比下降 9.8%；1-10 月分别为 8.7%、9.7%和-8.8%。11 月拉动投资的主力是基建，制造业拉动力减弱，房地产下行压力进一步加大。

基建投资维持高增长。上半年专项债发行前置为基建投资项目资金储备提供条件，盘活地方债存量限额等增量政策发力对基建投资增速形成有力支撑。1-11 月基建投资（宽口径）增速达到 11.7%，较前值加快 0.3 个百分点，连 6 个月走高。其中，水利管理业投资增长 14.1%，公共设施管理业投资增长 11.6%，信息传输业投资增长 8.7%，生态保护和环境治理业投资增长 7.4%，道路运输业投资增长 2.3%，

铁路运输业投资由 1-10 月同比下降转为增长 2.1%。

制造业投资回落。当前外需走弱、内需难以提振，企业盈利预期偏弱。从细分项看，11 月制造业投资各分项增速全部维持正区间，同比增速较上月大多呈现回落。制造业投资增速和行业表现关系紧密，工业增加值边际表现较好的领域如汽车制造、电气机械及器材等行业固定资产投资表现比较好。

在各项政策的积极扶持下，整个地产链 11 月仍然全线走弱。从销售和开工上看，房屋新开工面积同比回落至-50.8%，商品房销售面积同比回落至-33.3%，商品房销售金额同比回落至-32.2%，土地成交价款同比回落至-50.8%。其表现是整个地产链中最弱的。而房地产投资方面，11 月房地产开发投资同比回落至-19.9%，前值为-16.0%，是回落幅度最大的主要投资项。在竣工方面，房屋竣工面积同比回落至-20.2%，下半年保交楼启动后，竣工增速一度明显回升。疫情限制下，施工无法展开，竣工增速也相应重新回落至低位。

(4) 疫情对消费冲击进一步加大

11 月社会消费品零售总额同比下降 5.9%，较 10 月下降 5.4 个百分点；除汽车以外的消费品零售额下降 6.1%。其中，商品消费同比-5.6%，低于上月的 0.5%；餐饮收入同比下降 8.4%，较 10 月同比跌幅 8.1%略有扩大。下降的主要原因是 11 月全国本土新冠感染者数量显著上升，对消费修复形成制约，疫情反复冲击导致居民预防性储蓄增加，居民边际消费倾向和消费者信心指数下降。结构上看，汽车消费转负，同比下降 4.2%，建筑装饰、家具、家用电器等地产链消费持

续低迷，化妆品、金银珠宝、纺织服装等也明显下滑，中西药、食品等维持正增长。往后看，随着“20条”和“新十条”的接连出台，企业和居民对于经济逐渐正常化的预期将更加稳定，消费者信心逐步恢复，消费潜力有望得到释放。

(5) 出口跌幅进一步扩大，进口边际有所修复

以美元计价，11月份，我国进出口总值5223.4亿美元，同比减少9.5%。其中，出口2960.9亿美元，同比降低8.7%，前值-0.3%；进口2262.5亿美元，同比下降10.6%，前值-0.7%。6月贸易顺差698.4亿美元，是2022年5月以来的最低值。进出口同比增速双双下行，环比看进口强于出口。

从出口国别看，11月我国向东盟、欧盟、美国出口同比增速都有所回落。出口东盟同比增长5.18%，比上月下降15.09个百分点，是唯一同比增长为正的主要地区；出口美国同比下降25.43%，比上月低12.87个百分点，美国出口金额增速回落幅度最大；出口欧盟下降10.62%，比上月低1.67个百分点。从主要出口商品来看，成品油出口金额同比增速走高，肥料出口金额同比由负转正，除服装及衣着附件外，其他主要劳动密集型产品出口金额单月同比增速有回落，机电产品和高新技术产品出口金额同比及环比都有明显回落。其中集成电路、手机、船舶、医疗仪器及器械出口金额同比回落较多，但汽车和汽车底盘出口金额同比增速较上月回升了23.8个百分点。整体上，在海外需求有所放缓、国内疫情等因素影响下，11月出口超预期加速下滑，对主要贸易伙伴国出口、重点产品出口普遍回落。

11月进口增速虽然较10月份有进一步的下跌，但主要是因为去年同期基数高。以美元计，我国11月份进口金额为2262.5亿美元，10月份为2132亿美元，进口边际有所修复。对11月中国进口同比形成拖累的产品为集成电路、铁矿砂及其精矿、自动数据处理设备及其零部件、煤及褐煤、初级形状的塑料等，而原油、农产品、成品油、纸浆等则对进口同比拉动较大。

2. 通胀：CPI 同比环比均下降，PPI 同比延续负增长

(1) CPI 同比环比均下降，核心 CPI 仍维持低位

11月CPI同比上涨1.6%，前值2.1%，环比下降0.2%，前值为0.1%。核心CPI同比上涨0.6%，与上月持平。CPI同比涨幅缩小主要是食品价格拖累、季节性因素及去年同期基数走高等所致。11月CPI食品价格同比3.7%，前值7%，环比-0.8%，前值0.1%，低于近5年均值0.02%。其中，猪肉与鲜菜价格较上月环比变化明显。猪价环比-0.7%，较上月下降17.4个百分点，主要是由于中央储备猪肉投放工作稳步开展，生猪供给增加所致。而鲜菜价格受到蔬菜供应充足影响，鲜菜价格延续下跌态势，环比-21.2%，同比-8.3%。非食品中，受服务业萎靡的影响，仍然维持低位，11月环比继续与上月持平。其中，租赁房房租价格环比为-0.2%，衣着价格环比持平于上月的0.3%，生活用品及服务价格环比为-0.3%，交通和通信价格环比为0.1%，教育文化和娱乐价格环比为-0.4%。11月核心CPI环比下跌0.2%，明显低于历史区间。核心CPI环比下降，主要是耐用品和周期性服务拖累

较大。目前仍处于新冠疫情反弹的高峰期，疫情反弹预计将持续制约接触式消费需求，通胀平稳的表现或将延续至明年，尤其是短期来看通胀并无上行的动力。

(2) PPI 同比延续负增长

11 月 PPI 受去年高基数拖累同比下跌 1.3%，与前值持平，环比上涨 0.1%，前值为 0.2%。从大类上看，生产资料价格同比由下降 2.5% 转为下降 2.3%，环比与上月持平；生活资料价格同比由上涨 2.2% 转为上涨 2%，环比比上月上涨 0.1%。分行业来看，能源和有色金属价格改善，煤炭开采和洗选业同比降幅收窄了 5 个百分点，黑色金属冶炼及压延加工业同比降幅收窄 2.4 个百分点；计算机通信和其他电子设备制造业价格上涨 1.2%，涨幅扩大 0.6 个百分点；化工相关行业价格下行，化学原料和化学制品制造业下降 6.0%，扩大 1.6 个百分点，化学纤维制造业下降 3.7%，扩大 2.6 个百分点。往后看，随着疫情带来的供应链冲击的影响减弱，稳地产政策接连落地，有望带动国内工业品价格的回暖。但另一方面在海外经济衰退的背景下，全球需求走弱，国际原油价格回落，预计 PPI 整体维持低位震荡。

3. 金融：11 月社融略低于市场预期，政策仍需发力

11 月新增人民币贷款 12100 亿元，社会融资规模增量 19874 亿元，M2 同比 12.4%，M1 同比 4.6%。11 月社融存量同比 10%，比 10 月下降 0.3 个百分点。

(1) 11 月社融略低于市场预期，企业中长期贷款需求持续改善

11月新增社会融资规模1.99万亿元，同比少增6109亿元，其中新增人民币贷款（社融口径）同比少增162亿元，新增企业债券融资同比少增3410亿元，政府债券融资同比少增1638亿元，三者是本月社融增量的主要拖累项。信贷结构方面，11月份新增人民币贷款1.21万亿元，比上年同期少增600亿元。其中短期贷款及票据融资同比少增1699亿元，而中长期贷款规模同比多增232亿元。其中，居民部门贷款增加2627亿元，同比少增4710亿元，连续13个月同比负增；企业部门贷款增加8837亿元，同比多增3158亿元，企业短期贷款虽然同比少增651亿元，但企业中长期贷款同比多增3950亿元，继10月的同比多增2433亿元后，企业中长期贷款需求持续改善。11月消费等经济活动受疫情扰动下行、楼市仍处筑底过程加之理财赎回等多重因素的扰动下，实体经济内生需求不足，导致尽管受到宽信用政策加码支持，11月新增信贷和社融同比均少增，不及市场预期，显示宽信用过程依然不顺畅。宽松的政策有待进一步发力，重心在于提振市场信心，降低居民和企业融资成本，提高消费、投资意愿，推动宽货币向宽信用有效传导。

(2) M2 与 M1 增速出现背离

本月M2同比再度上行，M2同比增长12.4%，比上个月增加0.6个百分点，M2-社融走阔至2.4%。而M1同比增长4.6%，增速比上月末低1.2个百分点，M2-M1走高至7.8%，M2与M1增速出现背离。两者背离的主要原因是居民储蓄存款大幅增加，疫情环境下居民预防性货币需求增加，这也说明居民消费意愿不足。另外房地产仍然

不景气，居民购房意愿不高也是 M2 与 M1 背离的重要原因。

（三）商业银行³

1. 央行宣布全面降准 0.25 个百分点；银保监会出台商业银行表外业务风险管理办法

（1）央行宣布全面降准 0.25 个百分点

11 月 25 日，中国人民银行宣布，决定于 2022 年 12 月 5 日降低金融机构存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。此次降准共计释放长期资金约 5000 亿元，下调后金融机构加权平均存款准备金率约为 7.8%。存款准备金率的降低有助于保持流动性合理充裕，保持货币信贷总量合理增长，落实稳经济一揽子政策措施；有助于优化金融机构资金结构，增加金融机构长期稳定资金来源，降低实体经济综合融资成本。

（2）银保监会出台商业银行表外业务风险管理办法

12 月 2 日，银保监会发布《商业银行表外业务风险管理办法》（以下简称《办法》）。《办法》以是否存在信用风险及承担信用风险的主体为依据，结合表外业务特征和法律关系，将表外业务划分为“担保承诺类、代理投融资服务类、中介服务类、其他类”四大类，对不同类型的表外业务提出了差异化的监管和管理要求。《办法》优化了表外业务的风险管理规则、业务治理架构、主体职责要求和具体

³ 撰写人：王剑（IMI 研究员），王文妹（北京物资学院经济学院）

细化规定，对商业银行表外业务的界定与分类更加合理，管理和监管框架更为完善，更有利于商业银行规范表外业务的经营管理，实现金融风险的有效防控。

2. 2022 年 11 月货币金融数据分析

2022 年 11 月末，基础货币余额为 33.48 万亿元，全月增加 1852 亿元。其中，现金（货币发行）增加 1260 亿元，银行的存款准备金增加 179 亿元，非金融机构存款增加 413 亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币 29 亿元。财政净支出投放基础货币 1146 亿元，其他资产增加投放基础货币 1622 亿元。

11 月末的 M2 余额为 264.7 万亿元，同比增速为 12.4%，较上月提高 0.6 个百分点。按不含货基的老口径统计，11 月份 M2 增加 3.41 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 11840 亿元；财政支出等财政因素投放 M2 约 10921 亿元；银行自营购买企业债券到期回笼 M2 约 4588 亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素派生 M2 约 6099 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）；外汇占款派生 M2 约 636 亿元。

表 2: 11 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	1,323	外占	636

单位活期	3,578	债券	4,588
单位定期	-1,046	贷款(加回核销和 ABS)	11,840
个人	22,685	财政净支出	10,921
非银	7,544	其他（非银、非标等）	6,099
合计	-34,084	合计	34,084

（四）资本市场⁴

1. 股市：经济夯实底部，市场震荡反复

（1）基本面更新

整个 12 月份随着管控放松，疫情短期对于生产生活影响仍然较大，市场随着强预期的提振达到一定水平后也进入了盘整阶段。过去的一个月里，弱现实继续演绎，生产全面下行，消费趋弱，地产继续下行，12 月出口预计继续弱化。通胀方面，11 月 CPI 低于市场预期，主要是需求不足导致，以猪肉为主食品价格对 CPI 的拖累已经开始转为贡献。猪粮比继续下行，生猪存栏数量开始上升；蔬菜价格环比上行，同比负增长继续收窄。目前 PPI 向 CPI 传导加快，尤其是油价上涨导致交通价格上涨，但疫情反复，对需求冲击较为明显，因此通胀偏弱。预计 12 月 CPI 2.1% 左右。大宗商品价格波动上行，品种有分化。总体上，南华、CRB 指数和同比增速均高位波动略上行。预计 12 月份 PPI 在 -0.6% 左右。11 月百城房价环比继续为负，其中一、二、

⁴ 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

三线城市环比均负增长；百城房价同比增速继续放缓：11月房价上涨0.04%（10月为0.06%），涨幅继续放缓；其中，一线0.20%（10月0.16%），二线0.39%（10月0.45%），三线-0.66%（10月-0.59%）。短期判断货币政策不会收紧，但受中美利差倒挂影响，宽松空间受限。

经济活动方面，制造业PMI创年内新低。12月制造业PMI下降1个百分点至47%。疫情在全国范围内快速蔓延给制造业生产、需求、就业、运输都造成冲击。生产和新订单指数继续下滑。12月制造业PMI生产指数下降3.2个百分点至44.6%，新订单指数下降2.5个百分点至43.9%。制造业交货时间变慢。12月制造业供应商配送时间指数下降6.6个百分点至40.1%。就业压力加大。12月制造业从业人员指数下降2.6个百分点至44.8%，创2020年3月以来新低。出口新订单指数继续下滑。12月出口新订单指数回落2.5个百分点至44.2%，延续近期下行趋势。制造业价格总体平稳。12月制造业原材料购进价格指数上升0.9个百分点至51.6%，出厂价格指数上升1.6个百分点至49%。非制造业PMI继续回落。12月非制造业PMI下降5.1个百分点至41.6%，连续6个月回落，创年内新低。服务业和建筑业均较上月回落。服务业PMI下降5.7个百分点至39.4%。受疫情影响，零售、住宿、餐饮、居民服务等接触性聚集性行业PMI低于30%。建筑业PMI下降1个百分点至54.4%。其中，土木工程建筑业PMI回落5.2个百分点至57.1%，连续11个月位于较高景气区间，基建仍然保持较快增长。疫情造成短期冲击加大，春节前后可能持续，但是2023

年经济有望实现复苏。12月制造业和非制造业PMI双双回落，4季度经济面临更大下行压力。12月召开的中央经济工作会议更加强调稳增长，随着疫情防控政策持续调整，制造业企业对未来预期有所改善。预计，短期经济遭受第一波疫情高峰后，明年二季度开始经济活动可能明显恢复。

(2) 市场回顾与展望

十一月以来，市场整体强势反弹，市场情绪短期在疫情防控优化与地产“三支箭”等政策不断加码下企稳修复，但随着疫情防控放松，多个重点城市迎来感染高峰的冲击，中观高频数据均有所下滑。在弱现实的演绎和理财余波对于市场微观流动性的继续影响下，十二月份大盘进入调整状态。风格方面，大盘表现优于小盘，价值风格优于成长，低估值蓝筹估值修复引发的阶段性风格切换延续。行业方面全面下跌，但疫后消费复苏预期下，低估值蓝筹股相对抗跌。政策方面，国常会持续推动稳增长政策落地，金融监管不断释放积极信号支持实体经济，并且临近年末央行公开市场大力投放资金，维护银行市场流动性合理充裕。海外方面，衰退预期有所降温，叠加日央行超预期上调YCC上限，海外国债利率整体上行，日元升值带动下美元指数小幅回落。

展望后市，我们认为市场进一步的上涨需要基本面改善的配合。由于疫情感染高峰对弱现实的压制或将持续一段时间，积极政策落地效果仍需时间检验，在市场中期底部探明的基础上，短期市场仍会对复苏节奏进行博弈。对于绝对收益投资者，我们建议逢低加仓。对于

相对收益投资者，基于此前十一月以来以上证 50 和沪深 300 为代表的低估值蓝筹估值已被明显修复，且交易相对拥挤，经济工作会议后政策博弈阶段结束，短期经济基本面的改善还需要时间。我们认为，市场风格未来有望后续切回成长风格，依然推荐高景气且前期充分调整的汽车电动化与智能化相关产业链以及大安全主题，应予以一定关注。

2. 债市：资金面十分宽松，长端利率小幅下行

(1) 资金面十分宽松，长端利率小幅下行

流动性方面，央行 12 月逆回购净投放 14070 亿元，其中投放 18380 亿元，到期 4310 亿元，另 MLF 净投放 1500 亿元。央行为应对理财赎回，年末流动性紧张，稳定金融市场，以及全国疫情蔓延影响全国生产、消费和生活等情况，央行综合运用多种货币政策工具，加大流动性投放力度，致使 12 月资金面十分宽松。12 月 DR001、DR007 平均利率分别为 0.98%、1.65%，较 11 月分别下降 42BP、11BP。

利率债方面，12 月长端利率下行，国债活跃券 220025 由 2.92% 下降 8BP 至 2.84%，十年国开 220220 收益率由 3.05% 下行 6BP 至 2.99%。本月长端利率小幅下行主要受资金面十分宽松、新冠疫情再次扰动、地产危机冲击，以及理财赎回冲击缓解等因素影响。

(2) 中票收益率上行，信用利差走阔

12 月企业债、公司债、中期票据、短期融资券、定向工具共发行 827 只，发行金额 7023.67 亿元，较上月下降 18.75%。信用债净融资

额-5646.88 亿元，较上月减少 4167.52 亿元。12 月仅企业债发行量环比增加，其余各品种发行量环比减少；公司债净融资额增加，其余品种净融资额减少，各品种净融资额均为负。收益率方面，12 月各等级、各期限中票收益率普遍明显上行。AAA 中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 11 月底分别上行 1.3BP、8.94BP、19.28BP 至 2.7%、3.16%、3.5%；AA+中票 1 年期、3 年期、5 年期收益率相对 11 月底分别上行 8.32BP、15.93BP、30.27BP 至 2.97%、3.52%、3.91%。从信用利差看，12 月信用利差普遍走阔，12 月底 1 年期 AAA、AA+中票信用利差相对 11 月末分别扩大了 5.3BP、12.3BP，而 5 年期 AAA、AA+中票信用利差分别扩大 21.4BP、32.4BP。从期限利差上看，12 月末 AAA 中票 3Y-1Y、AAA 中票 5Y-1Y 期限利差相对 11 月底分布走阔 7.6BP、18BP。整体上看，12 月在资金面持续宽松、疫情扰动、地产危机，以及理财赎回的后续冲击尚未平稳渡过等因素影响下，信用债收益率普遍上行，而长端收益率上行幅度相对更大，信用利差和期限利差走阔。

(3) 市场展望及配置建议

四季度货币政策例会明确了后续一段时间内货币政策保持“精准加力”的基调，宽信用、扩内需以及房地产市场平稳发展将是政策的重点关注方向。对于债市而言，在疫情冲击减弱、经济复苏预期提升、政策靠前发力引导宽信用的背景下，债券的中期调整并未结束。

12 月以来信用债继续大幅下跌，各品种利差持续走高，当前多数品种信用利差从历史低位快速拉升至 2016 年以来的历史高位，此时

进场抢配优质主体信用债具有较高的风险收益比。在持有高等级短期限品种的同时，积极寻找强省核心平台的城投债超跌带来的机会。对于现阶段的市场表现，我们认为，短期冲击或将继续发酵，但中长期来看，信用债调整的空间有限，需珍惜这个跌出来的机会，不妨尝试阶段性的参与，负债稳定的机构可考虑进场抢配优质筹码。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

二、宏观经济专题⁵： 货币政策冲击对实体企业投资选择影响的“宿醉效应”

(一) 摘要

本文研究货币政策冲击对实体企业投资选择的动态影响效应。与传统分析方法不同，本文运用利率衍生品价格数据来识别中国货币政策冲击，利用工具变量局部投影法获得货币政策冲击对微观实体企业投资选择的动态影响效应。研究表明，动态效应呈现出更丰富的信息：货币政策冲击对企业金融资产占比有显著驱动效应，效应大小表现出先升后降趋势，在冲击发生一年半后达到峰值。值得注意的是，货币政策冲击会导致企业货币资金占比在短期内显著减少，而在中长期显著增加。进一步分析表明，货币政策冲击使实业投资和金融投资在短期内都更有利可图，所以在短期内企业倾向于减少货币资金占比，增加非货币金融资产投资和实业投资；政策冲击在中长期对企业资产收益率的提升作用消退，盈余效应使企业在中长期的金融资产占比提高，表现出一定的“宿醉效应”。

(二) 引言

宏观政策冲击(即预期外的宏观政策调整)可能会产生政策目标之外的长效影响,而这种与政策制定者目标不完全一致的影响效果不

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张成思，中国人民大学财政金融学院唐火青，北京大学光华管理学院陈贞竹。本文节选自原载于《金融研究》2022年第9期的《货币政策冲击对实体企业投资选择的“宿醉效应”》。原文链接：<http://www.jryj.org.cn/CN/abstract/abstract1090.shtml>

会迅速消失,就像过量饮酒后隔夜(隔宿)仍遗留有酒醉的反应,即“宿醉”。这类政策冲击如“宿醉”般的长期遗留影响可称为“宿醉效应”(hangover effect)。宏观政策冲击的“宿醉效应”在经济实践中并不鲜见,例如,2009年我国为应对国际金融危机实施的经济刺激计划一定程度上带动了2013年之后影子银行规模的膨胀,这种影响就是一种宏观政策冲击的“宿醉效应”(Chen et al., 2020)。

已有文献没有从货币政策冲击的视角提供关于货币政策对企业投资选择影响的实证证据,相关实证文献也面临着内生性问题和静态视角问题两方面的挑战。一方面,已有的讨论货币政策对实体企业影响的实证文献不够重视内生性问题(如张成思和郑宁,2020),直接将M2增长率作为货币政策立场的代理变量,忽视了货币政策外生成分的影响。另一方面,已有文献多从静态视角出发分析宏观政策对企业投资选择的短期影响,但宏观政策传导过程和企业资产配置过程都存在时滞,具体政策对实体企业的影响会随时间发生变化。另外,货币政策的跨周期调节框架同样要求政策实施者了解货币政策的长效影响,以更好地平衡短期和长期的政策效果。

为修正内生性和静态视角两方面问题,本文首先使用高频识别方法得到货币政策公告前后的利率衍生品的价格变化,并在此基础上去除了货币政策公告的信息效应等,得到中国货币政策的外生冲击序列。外生冲击序列中正值代表宽松货币政策冲击,负值代表紧缩货币政策冲击。然后,本文将这一货币政策外生冲击序列作为货币政策指标工具变量,基于2007至2019年的中国A股上市实体企业样本使用工

具变量局部投影法(local projection - IV,简记为 LP - IV),得到货币政策冲击对实体企业金融投资占比的动态影响。

接下来,本文检验了货币政策冲击在中长期影响实体企业投资选择原因的几种竞争性假设,并为盈余效应解释货币政策冲击在中长期影响企业投资选择提供了更多证据。实证结果表明,替代效应、金融资产不可逆性或金融投资调整的摩擦均不能解释正向货币政策冲击发生后实体企业中长期金融投资的倾向,即,实业投资的相对风险大小和相对收益变化均不能解释正向货币政策冲击推动实体企业选择金融投资的现象,且剔除持有至到期投资或高风险金融资产之后的金融资产占比仍在正向货币政策冲击发生后的中长期升高。另外,实证结果还表明正向货币政策冲击发生后,企业应付账款和应收账款水平降低,说明实体企业及其下游企业的资金情况均向盈余方向移动,这也支持了盈余效应解释。

本文边际贡献如下:第一,使用高频识别和剥离信息效应的方法构建了中国货币政策的外生冲击序列,解决了已有微观实证文献中货币政策指标的内生性问题;第二,基于货币政策冲击考察预期外的货币政策调整与企业投资选择之间的因果关系,提出货币政策冲击对实体企业投资选择具有“宿醉效应”,并验证了“宿醉效应”来源于企业资金盈余效应;第三,基于动态视角分析,给出货币政策冲击发生后实体企业从投资扩张到资金留存的动态响应过程,展现货币政策冲击在短期和在中长期的影响机制,为权衡货币政策调控的短期和中长期效应提供依据。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

三、主要经济数据⁶

表 3: 经济数据一览

指标名称	类别	22- Mar	22- Apr	22- May	22- Jun	22- July	22- Aug	22- Sept	22- Oct	22- Nov
CPI	同比	1.5	2.1	2.1	2.5	2.7	2.5	2.8	2.1	1.6
PPI	同比	8.3	8.0	6.4	6.1	4.2	2.3	0.9	-1.3	-1.3
制造业 PMI	指数	49.5	47.4	49.6	50.2	49.0	49.4	50.1	49.2	48.0
工业增加 值	累计 增长	6.5	4.0	3.3	3.4	3.5	3.6	3.9	4.0	3.8
工业企业 利润总额	累计 同比	8.5	3.5	1.0	1.0	-1.1	-2.1	-2.3	-3.0	-3.6
固定资产 投资完成 额	累计 同比	9.3	6.8	6.2	6.1	5.7	5.8	5.9	5.8	5.3
社会消费 品零售总 额	同比	-3.5	-11.1	-6.7	3.1	2.7	5.4	2.5	-0.5	-5.9
进出口总 值	当期 值同 比	7.5	2.1	11.1	10.3	11.0	4.1	3.4	-0.4	-9.5
M2	同比	9.7	10.5	11.1	11.4	12.0	12.2	12.1	11.8	12.4
社会融资 规模	存量 (万 亿 元)	325.63	326.47	329.19	334.27	334.90	337.21	340.65	341.42	343.19
金融机构 新增人民 币贷款	当月 值 (亿 元)	31254	6454	18884	28063	6790	12541	24738	6152	12136

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.2214	2022 天府金融指数报告（发布稿）	IMI
IMI Report No.2213	IMI 宏观月度分析报告（第 67 期）	IMI
IMI Report No.2212	IMI 宏观月度分析报告（第 66 期）	IMI
IMI Report No.2211	IMI 宏观月度分析报告（第 65 期）	IMI
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 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



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