

# IMI 宏观经济 月度分析报告

2022 年第 4 期（总第 60 期）



- **海外：**美国经济软着陆不易，欧元区通胀继续飙升
- **宏观：**一季度经济增长动能回落，基建投资发力明显
- **机构：**鼓励大银行降低拨备率，央行下调存款准备金率
- **市场：**政策持续呵护资本市场，债市利率维持震荡行情

**本期推荐：县域金融可得性与数字普惠金融**  
**——基于新型金融机构视角**

中国人民大学国际货币研究所

2022 年 4 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：人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件—— 出口走弱且 PMI 偏弱 .....	- 11 -
(二) 国内宏观 .....	- 12 -
1. 经济：经济增长动能回落，基建投资发力明显 .....	- 13 -
2. 通胀：CPI 同比抬升，PPI 同比继续回落 .....	- 16 -
3. 金融：社融数据表现亮眼，融资结构有待改善 .....	- 17 -
(三) 商业银行 .....	- 18 -
1. 央行起草《金融稳定法》（征求意见稿）；国常会鼓励大银行降低拨备率； 央行下调金融机构存款准备金率 .....	- 18 -
2. 2022 年 3 月货币金融数据分析 .....	- 21 -
(四) 资本市场 .....	- 22 -
1. 股市：心守暖阳，静待花开 .....	- 22 -
2. 债市：利率维持震荡行情，城投债收益率上行 .....	- 25 -
二、宏观经济专题：县域金融可得性与数字普惠金融——基于新型 金融机构视角 .....	- 28 -
(一) 摘要 .....	- 28 -
(二) 引言 .....	- 29 -
三、主要经济数据 .....	- 32 -

## 图表目录

图 1：2022Q1 美国 GDP 增速为-1.4%（注：单位%） .....	- 5 -
图 2：美国 3 月制造业 PMI 降至 57.1 .....	- 6 -
图 3：美国 3 月 CPI 同比上涨 8.5%，核心 CPI 同比涨至 6.5%（注：单位%） .....	- 6 -
图 4：美国 3 月失业率降至 3.6%（注：单位%） .....	- 6 -
图 5：Q1 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 0.8%（注：单位%） .....	- 8 -
图 6：欧元区 4 月制造业 PMI 下滑至 55.3 .....	- 8 -
图 7：欧元区 2 月失业率维持在 6.8%（注：单位%） .....	- 8 -
图 8：欧元区 3 月 HICP 同比激增至 7.4%（注：单位%） .....	- 9 -
图 9：2021Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 4.6%（注：单位%） .....	- 10 -
图 10：日本 3 月制造业 PMI 小幅升至 54.1 .....	- 10 -
图 11：日本 3 月失业率维持在 2.6%左右（注：单位%） .....	- 11 -
图 12：3 月日本 CPI 同比快速升至 1.2%（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 2：3 月 M2 增量的结构 .....	- 22 -
表 3：经济数据一览 .....	- 32 -

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

## 一、国内外经济金融形势研判

### (一) 海外宏观<sup>1</sup>

#### 1. 全球主要经济体经济走势分析

美国经济软着陆不易，谈衰退尚早；3月通胀普涨压力缓解；近期多数美联储官员表态转鹰。经济方面，当前由外生变化所支撑的软着陆或不易实现。但2023年后经济衰退或许才是需要考量的经济假设。物价方面，3月普涨压力缓解，有约72.6%的CPI细分项上涨，环比涨幅均值约1.3%；2月是77.9%的CPI细分项上涨，环比涨幅均值1%；3月涨价范围有所缩小，涨价幅度提升则主要依赖于食品和能源价格的上涨。货币政策方面，4月以来，多数前期立场中立（未明确表态支持加息50bp）的官员已明确表达支持5月加息50bp，并开始考虑加息前置的想法。欧元区一季度经济增速下滑，通胀继续飙升；欧央行官员密集发声释放最快可能7月加息信号。经济方面，欧元区一季度实际GDP环比0.2%，低于预期0.3%，较去年四季度0.3%回落0.1个百分点。分国家来看走势分化，德国和西班牙经济温和增长，法国经济停滞，意大利经济萎缩。通胀方面，4月HICP同比上涨7.5%，再创历史新高。货币政策方面，近期欧央行官员密集发声，最快可能于7月首次加息。日本受俄乌冲突影响经济复苏承压，通胀压力上行；央行继续维持政策宽松力度。经济方面，由于严重依赖进

<sup>1</sup> 撰写人：IMI 研究员张瑜

口，俄乌冲突令日本经济前景面临更大不确定性，经济复苏进一步承压。物价方面，CPI 同比快速上涨，显示通胀压力上行，同时 4 月日央行将 2022 财年核心 CPI 预期由 1.1% 上调至 1.9%。货币政策方面，日央行 4 月会议坚持维持政策宽松力度不变。人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱。我们认为人民币贬值需要达到两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱，一旦 PMI 向上，积压加速结汇有望形成对人民币汇率的支撑。

	指标	2021Q1			2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			与上期比较
		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	
美国	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	6.3			6.7			2.3			6.9			-1.4			↓
	失业率 (%)	6.4	6.2	6.0	6.0	5.8	5.9	5.4	5.2	4.7	4.6	4.2	3.9	4.0	3.8	3.6	↓
	CPI (同比, %)	1.4	1.7	2.6	4.2	5.0	5.4	5.4	5.3	5.4	6.2	6.8	7.0	7.5	7.9	8.5	↑
	货币政策	4 月以来，多数前期立场中立（未明确表态支持加息 50bps）的官员已明确表达支持 5 月加息 50bps，并开始考虑加息前置的想法。															
欧元区	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-0.4			9.1			9.3			1.2			0.8			↓
	失业率 (%)	8.3	8.2	8.2	8.2	8.1	7.9	7.6	7.5	7.3	7.2	7.1	7.0	6.9	6.8	-	↓
	CPI (同比, %)	0.9	0.9	1.3	1.6	2.0	1.9	2.2	3.0	3.4	4.1	4.9	5.0	5.1	5.9	7.4	↑
	货币政策	欧央行 4 月议息维持基准利率不变、重申二季度加速削减 QE、三季度正式结束资产净购买；在结束 QE “一段时间”（some time）后“逐步加息”。															
日本	实际 GDP 增速 (环比折年率, %)	-2.2			2.40			-2.8			4.6			-			-

指标	2021Q1			2021Q2			2021Q3			2021Q4			2022Q1			与上 期比 较
	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	1 月	2 月	3 月	
失业率 (%)	2.9	2.8	2.7	3.0	3.1	3.0	2.8	2.8	2.8	2.7	2.7	2.5	2.7	2.6	2.6	持平
CPI (同 比, %)	- 0.7	- 0.5	- 0.4	- 1.1	- 0.8	- 0.5	- 0.3	- 0.4	0.2	0.1	0.6	0.8	0.5	0.9	1.2	↑
货币政策	日本央行宣布维持超宽松货币政策不变，下调 2022 财年经济增长预期并上调通胀预期。															

表 1：主要发达经济体宏观经济指标

### (1) 美国经济软着陆不易，谈衰退尚早；3 月通胀普涨压力缓解；近期多数美联储官员表态转鹰

经济方面，Q1 实际 GDP 增速转负，系贸易与库存回落掩盖内需稳健。美国一季度 GDP 增速虽转负，但经济结构分化明显，库存与净出口是主要拖累项，对 GDP 的环比拉动率为-4%，较前值+5.1%大幅回落，而内需（私人消费与私人固定资产投资）均维持偏强，对 GDP 的环比拉动率达 3.1%，强于前值+2.3%。

往后看，美国经济在此轮加息周期中实现软着陆不易，但年内经济陷入衰退风险的概率也尚不大。从历史规律来看，50 年代以来历次加息周期中仅有 3 次未跟随美国经济进入衰退期，分别是 1965 年、1984 年与 1994 年，而背后对应的分别是财政改革与赤字扩大、里根改革与互联网革命带来的经济外生动能的余温。当前，财政刺激或受制于今年中期选举后国会分立的掣肘，疫情后的劳动力供给短缺与逆全球化趋势也难以带来劳动生产率的突破，由外生变化所支撑的软着陆或不易实现。

尽管如此，言衰退仍尚早，2023 年后经济衰退或才是需要考量

的经济假设。加息诱发的经济衰退通过作用于利率敏感型支出（如耐用品消费、房地产投资），不过圣路易斯联储对 80 年代以来 6 轮加息周期中的耐用品消费与房地产投资增速对比后发现，加息 2-3 个季度内耐用品消费与地产投资仍可维持偏强。

另外，疫情后，防疫措施的放松与供给端的恢复又可一定程度对冲利率上行对需求的冲击。私人部门消费方面，防疫措施放松有望带动服务消费进一步修复，截至 2022 年 2 月服务消费较历史趋势值仍有约 3000 亿美元缺口；且疫后居民部门杠杆率虽有小幅提升但仍在历史低位，居民资产负债表较为健康。私人部门投资方面，前期生产端不畅以及低库存也可维系投资进一步提升。库存投资上，目前美国实际库存或正处于 2021 年 10 月以来的被动补库存阶段，后续实际库存或还可持续半年左右的补库周期。住宅投资上，疫情发生以来美国地产销售持续走强带来库存走低，地产建筑商信心指数仍大幅高出荣枯线水平，表明地产建筑商仍有较强投资意愿。建筑投资上，随着疫情缓解更多企业重新复工，4 月美联储褐皮书中多数地方联储指出近期商业地产需求提升，或带来建筑活动有所改善。

物价方面，3 月普涨压力缓解，油价带动明显。美国 3 月核心 CPI 同比上涨 6.5%，较 2 月上行 0.1 个百分点，上行幅度趋缓，读数略低于海外预期的 6.6%。3 月有约 72.6% 的 CPI 细分项上涨，环比涨幅均值约 1.3%；2 月是 77.9% 的 CPI 细分项上涨，环比涨幅均值 1%；3 月涨价范围有所缩小，涨价幅度提升则主要依赖于食品和能源价格的上涨。去掉食品和能源价格后，3 月核心价格普涨压力大幅缓解，涨价



幅度小幅回落。受国际油价大涨影响，汽油价格涨幅显著扩大(18.3%，前值 6.6%)，拉动 CPI 环比上涨约 0.72 个百分点，贡献总涨幅的 60% 左右。

货币政策方面，近期多数美联储官员表态转鹰。4 月以来，多数前期立场中立（未明确表态支持加息 50bp）的官员已明确表达支持 5 月加息 50bp，并开始考虑加息前置的想法。另外，对于加息终点的立场普遍支持加息至中性利率水平或超过中性利率水平（根据 3 月 FOMC 会议发布的预测值，目前美联储预测的中性利率为 2.4%）。而立场最为鹰派的 Bullard 则支持年内加息至 3.5%。从上一轮加息周期的经验来看，加息终点持平于美联储中性利率水平，由此也可见目前美联储官员对加息预期的指引偏鹰。

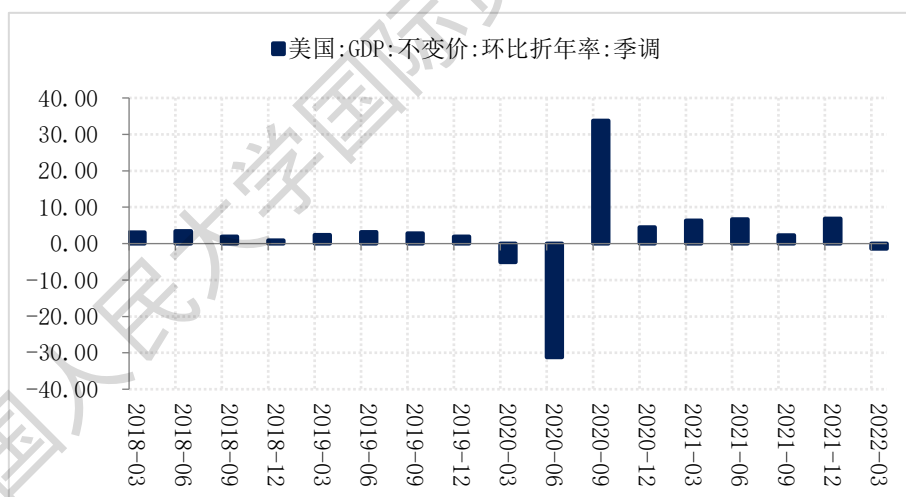


图 1：2022Q1 美国 GDP 增速为-1.4%（注：单位%）

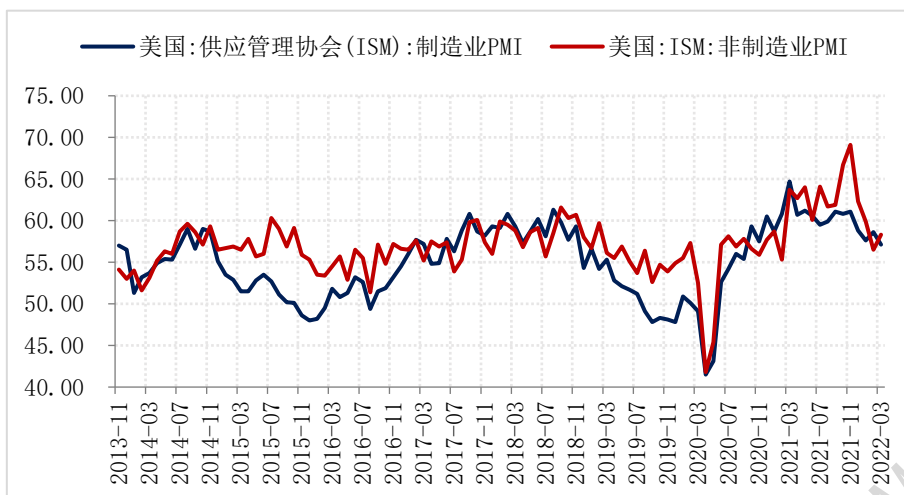


图 2：美国 3 月制造业 PMI 降至 57.1

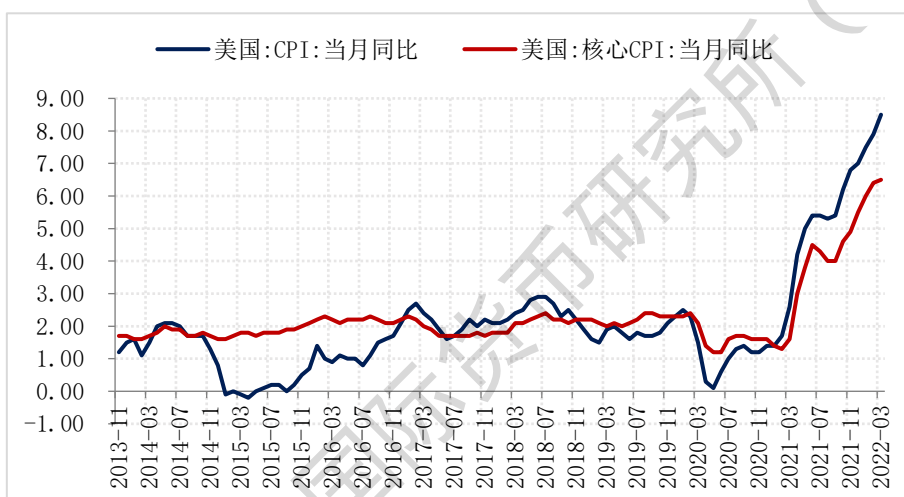


图 3：美国 3 月 CPI 同比上涨 8.5%，核心 CPI 同比涨至 6.5%（注：单位%）

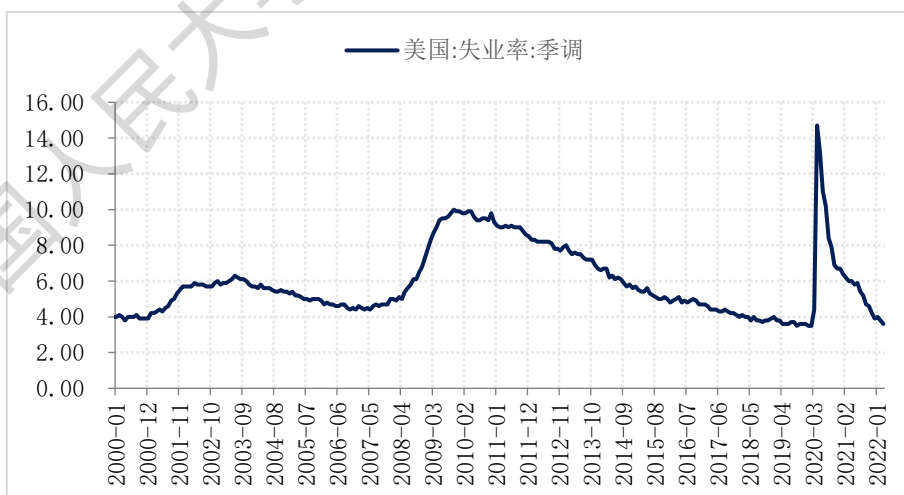


图 4：美国 3 月失业率降至 3.6%（注：单位%）

## (2) 欧元区一季度经济增速下滑，通胀继续飙升；欧央行官员

## 密集发声释放最快可能 7 月加息信号

欧元区经济增长放缓、内部走势分化，通胀继续飙升。经济方面，欧元区一季度实际 GDP 环比 0.2%，低于预期 0.3%，较去年四季度 0.3% 回落 0.1 个百分点。分国家来看走势分化，德国和西班牙经济温和增长，法国经济停滞，意大利经济萎缩。通胀方面，4 月 HICP 同比上涨 7.5%，符合彭博一致预期，能源仍是主要拉动项，剔除食品和能源等波动较大项目的核心 HICP 同比上涨 3.5%。

货币政策方面，近期欧央行官员密集发声，最快可能于 7 月首次加息。重申二季度加速削减 QE、三季度正式结束资产净购买；在结束 QE “一段时间”（some time）后“逐步加息”。欧央行本次对加息时点的引导，较市场预期略晚——此前市场预期最早 6 月就可能加息，目前市场预期调整为欧央行可能在 6 月议息会议中明确加息时点、而首次加息可能在 9 月份。近期欧央行官员密集发声，释放欧央行最快可能于 7 月首次加息信号，例如，欧央行管委会成员 Joachim Nagel 近期表示如果欧央行决定在 6 月底结束债券购买，它可能会在第三季度初加息；另一成员 Kazaks 表示 7 月份加息是“有可能的”；副行长 Guindos 也表示资产购买计划（APP）没有理由不能在 7 月结束。

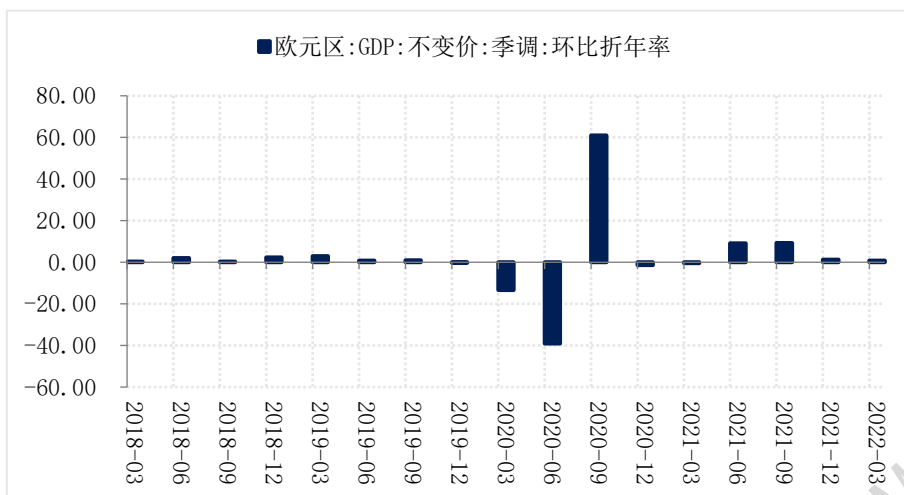


图 5: Q1 欧元区实际 GDP 增速环比折年率 0.8% (注: 单位%)

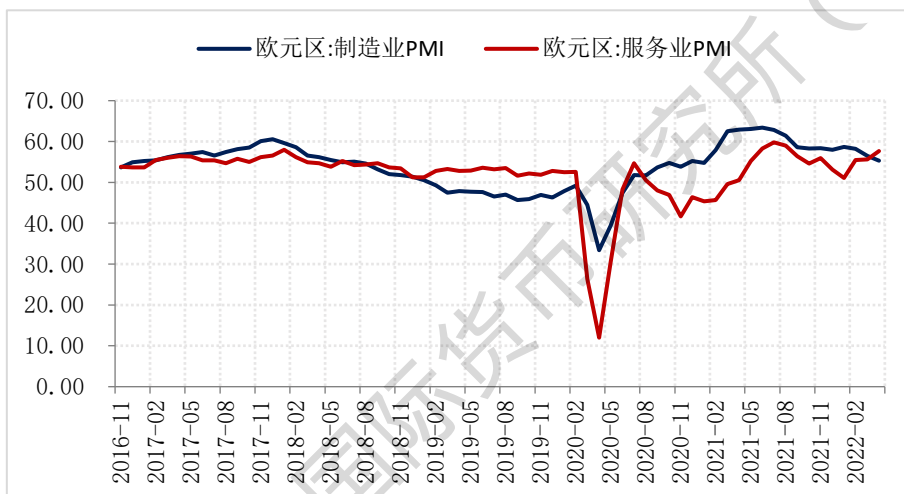


图 6: 欧元区 4 月制造业 PMI 下滑至 55.3

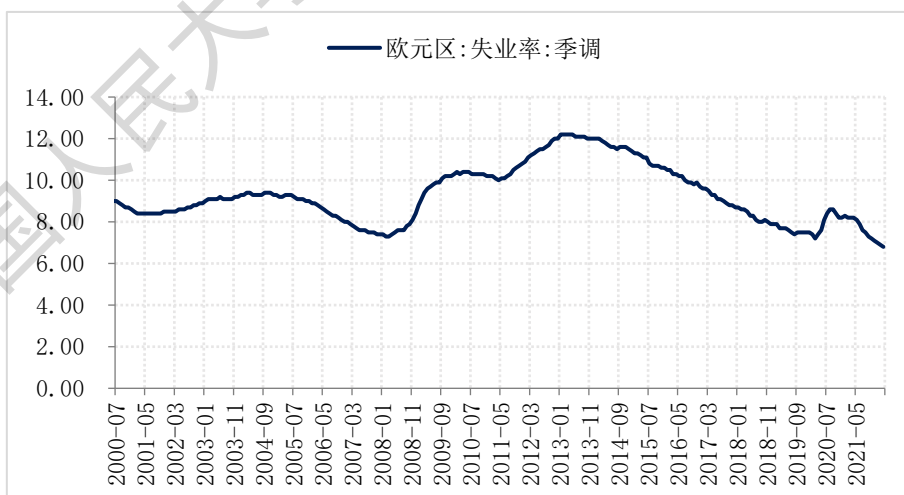


图 7: 欧元区 2 月失业率维持在 6.8% (注: 单位%)

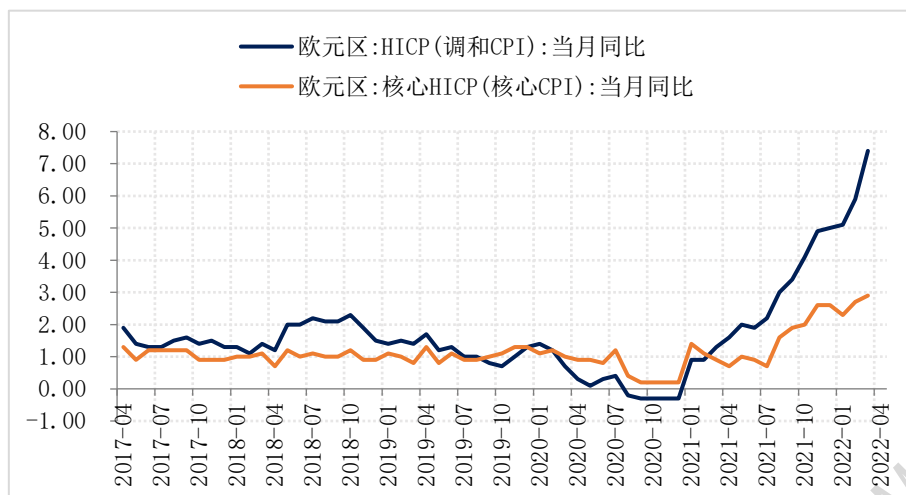


图 8: 欧元区 3 月 HICP 同比激增至 7.4% (注: 单位%)

### (3) 日本受俄乌冲突影响经济复苏承压，通胀压力上行；央行继续维持政策宽松力度

经济复苏承压，通胀压力上行。经济方面，由于严重依赖进口，俄乌冲突令日本经济前景面临更大不确定性，经济复苏进一步承压。俄乌冲突爆发以来，国际大宗商品价格持续上涨、全球供应链更趋紧张。日本首相岸田文雄称，乌克兰局势的发展有可能使日本陷入战后最大的危机。日本商工会议所对约 2000 家中小企业进行的调查显示，九成以上中小企业担忧乌克兰局势的影响。其中，21.6%的公司表示业务已经受到俄乌冲突影响，71%的企业对未来经营形势表示担忧。物价方面，CPI 同比快速上涨，通胀压力上行。3 月日本 CPI 同比升至 1.2%，前值 0.9%，上涨 0.3 个百分点；核心 CPI 同比也由 0.6% 升至 0.8%，显示日本通胀压力上行。另外，从日央行上调通胀预期也可见一斑，4 月公布的日央行经济预测中，将 2022 财年核心通胀预期由此前的 1.1% 上调至 1.9%，并预测 2023 财年为 1.1% 左右。

货币政策方面，日央行 4 月会议坚持维持政策宽松力度不变。日

本央行 4 月货币政策会议维持基准利率不变，并且在会后宣布，将无限量购买必要数量的日本国债，使其收益率接近于零，维持现行的货币政策宽松力度不变。

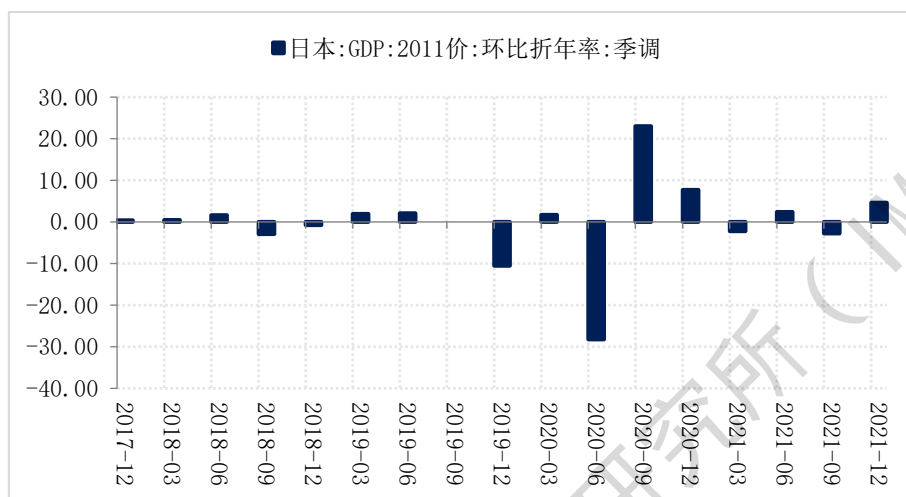
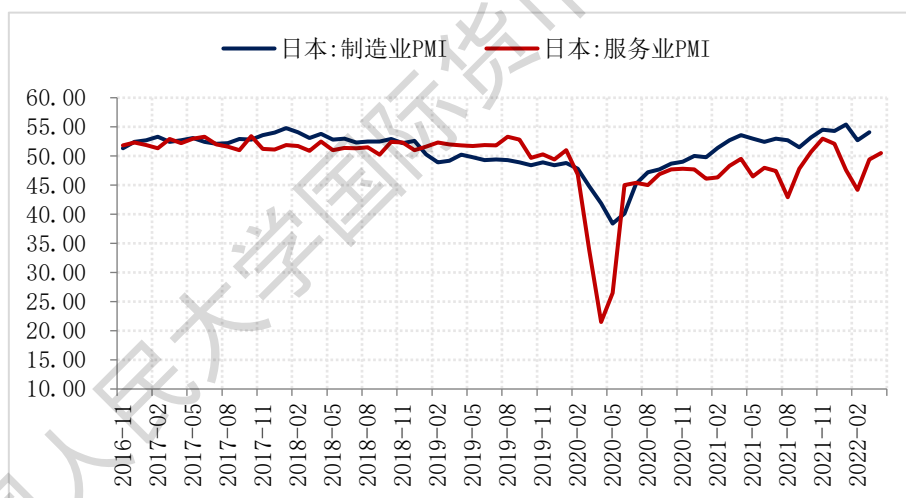


图 9: 2021Q4 日本实际 GDP 环比折年率为 4.6% (注: 单位%)



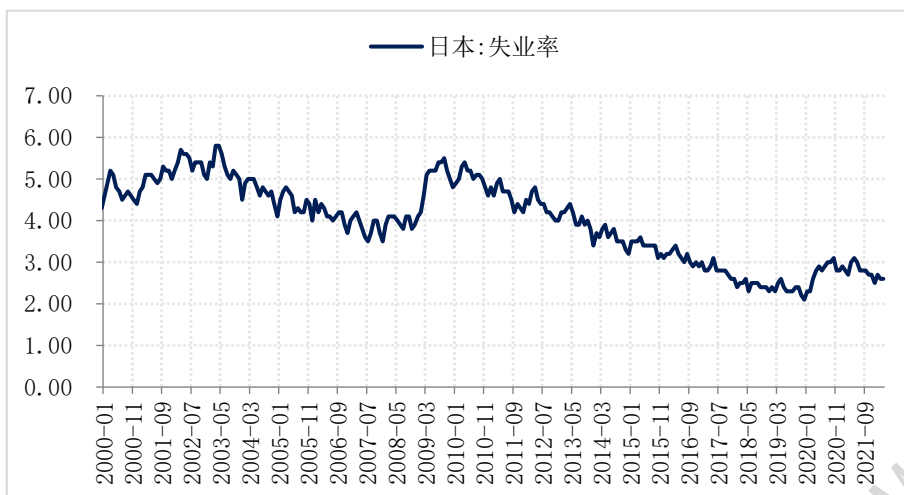


图 11: 日本 3 月失业率维持在 2.6%左右 (注: 单位%)

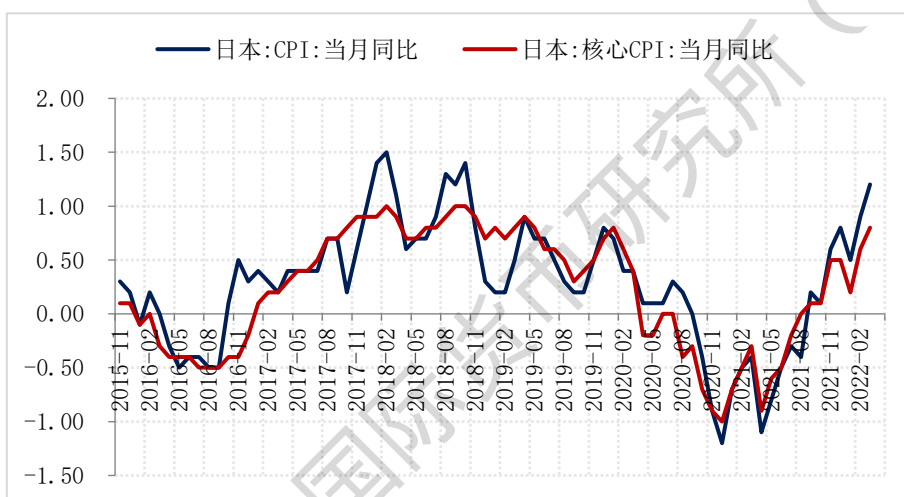


图 12: 3 月日本 CPI 同比快速升至 1.2% (注: 单位%)

## 2. 汇率展望：人民币汇率取决于内部基本面，贬值需要两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱

汇率中期走势仍取决于内部基本面。我们认为人民币汇率贬值需要达到两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱，一旦 PMI 向上，积压加速结汇有望形成对人民币汇率的支撑。首先，人民币汇率目前有约 3000 亿美元的待积压结汇“护体”，背后存在“底气”。其次，企业结汇意愿高低与订单多少相关，所以结不结汇（出口结汇率-进口付汇

率) 与 PMI 走势较为一致。因此, 存在以下三种情景假定:

情景 a: 出口高位+PMI 向上→人民币升值;

情景 b: 出口回落+PMI 向上→人民币或走平;

情景 c: 出口回落+PMI 向下→人民币走弱

当下由于疫情扰动, 3 月 PMI 回落至 50 以下, 当下是情景 C, 汇率有走弱趋势也属正常现象。但由于存在近 3000 亿美元的积压待结汇, 一旦 PMI 向上, 即便出口回落, 企业积压待结汇加速结汇有望形成对出口顺差回落的有效对冲, 经历过 C 后, 有达到情景 B 的可能。汇率的关键还是内需。

## (二) 国内宏观<sup>2</sup>

2022 年一季度国内 GDP 增速同比增长 4.8%, 经济增速相对平稳。一季度国内受俄乌冲突以及国内疫情的扰动, 经济上行压力较大, 对 3 月份的生产和投资影响较大, 3 月工业生产小幅回落, 增速为 5%, 下游工业生产受疫情拖累较为明显, 中上游工业生产继续恢复。投资方面稳增长政策的支持下, 基建投资提前发力, 1-3 月基建投资增速 10.7%, 表现较为亮眼。制造业投资在出口相关行业韧性下仍保持较好增长。房地产销售持续低迷和部分地产企业资金来源受限制约房地产投资增速。国内疫情大面积爆发下消费疲弱, 可选消费和部分必选消费均出现显著回落。整体来看一季度经济运行延续恢复态势, 开局总体平稳。

<sup>2</sup> 撰写人: IMI 研究员孙超



## 1. 经济：经济增长动能回落，基建投资发力明显

### (1) 经济增长动能回落

受多重因素的困扰，一季度经济增长动能有所回落，2022年一季度GDP增速同比4.8%，经济增速表明经济整体上行动能不足。一季度第一产业GDP同比增速为6%，第二产业同比增速5.8%，第三产业增速4%。今年以来国内疫情反复，压制了消费的复苏，尤其是病毒的传染性增强，各地疫情防控下对第三产业的冲击较大。同时2月末开始的俄乌冲突进一步推升了全球大宗商品价格，同时对其他商品的供需带来扰动，进一步冲击着全球通胀预期。3月下旬我国新冠疫情防控再次收紧，各地为应对疫情采取的防控措施对产业链、物流链的打击不容忽视，尤其是上海在本轮疫情中封控时间较长，长三角地区工厂大部分停工，对二季度国内经济增长带来考验。但同时各类稳增长政策陆续出台，在一定程度上将对经济增长起到拉动作用，对二季度经济也不必过于悲观。

### (2) 工业增加值环比回落

3月份规模以上工业增加值同比增速5.0%，较1-2月累计值下降2.5个百分点。分三大门类看，采矿业工业、制造业与电力、燃气及水的生产和供应业同比增速分别为12.2%、4.4%和4.6%，增速均有明显回落。分行业来看，汽车制造业、通用设备制造业、金属制品业，3月同比增速下滑明显，分别为-1%、-0.7%和2.1%，较前月分别下降8.2、5.7和4.7个百分点，主要吉林、广东和上海等地区工业生产的

修复被疫情防控打断影响。采矿业工业增速表现亮眼，主要是其受疫情影响较小，以及煤炭、黑色金属等商品价格上涨，对煤炭行业的生产鼓励带动了采矿业的走高。

### **(3) 基建投资继续发力**

1-3 月固定资产投资累计同比增速 9.3%，前值 12.2%，固定资产投资增速有所下滑。具体来看，1-3 月制造业、房地产和基建投资累计增速分别为 15.6%、0.7%和 10.5%，房地产投资增速继续下滑，制造业投资虽下滑但保持较高增速，基建投资继续发力。制造业投资继续保持高增速，今年一季度出口相关行业仍表现较强韧性，高技术制造业投资对于制造业投资具有一定支撑作用，电气机械及器材制造业增速 42.1%，计算机通信行业、专用设备、通用设备、农副食品加工的投资也快速走高。房地产投资方面，1-3 月全国房地产开发投资 2.78 万亿元，同比增长 0.7%，增速继续下滑。房屋新开工面积、竣工面积同比增速均为负增长，房屋新开工、竣工面积分别下降 17.5%、11.5%。销售来看，3 月份单月商品房销售面积和销售额增速分别为-17.7%和-28.2%，商品房销售仍然处于负增长。今年以来地产政策放松力度持续加大，已有累计超 70 个城市放松地产政策，但购房政策放松对于提振居民信心以及购房意愿的提振效果相对有限，后续还需观察疫情是否有效控制以及居民对于经济修复的预期是否能提升。一季度基建投资表现亮眼，在当前面临更为复杂的国内外经济形势以及疫情的不断扰动下，经济下行压力进一步加大的时候，基建投资作为今年政策稳增长的主要抓手得到重视，因此今年专项债发行速度明显加快，基

建作为 2022 年稳增长的重要支撑，后续将继续保持高位。

#### **(4) 疫情扰动下消费承压**

3 月社会消费品零售总额同比增速-3.5%，较前月大幅下降 10.2 个百分点，疫情扰动下，服务场景缺失导致居民餐饮等消费疲弱，同时疫情下部分居民收入增速承压，消费意愿降低。3 月商品零售和餐饮收入当月同比分别为-2.1%和-16.4%，较前月分别大幅下降 8.6、25.3 个百分点。4 月开始上海进入实质性封城状态，同时其他地区防疫政策相应收紧，全国货运物流持续恶化，居民收入和消费意愿受疫情冲击明显，可选消费和部分必选消费均出现显著回落，4 月消费难言好转。

#### **(5) 出口仍具韧性，内需冲击进口转负**

按美元计价，3 月出口总额 2761 亿美元，同比增速为 14.7%，较前值回落 1.7 个百分点，但仍处于高位。分地区来看，3 月中国对美国、欧盟、东盟三大主要地区的出口增速中，对美出口增速大幅抬升，而对欧盟及东盟出口增速虽有小幅回落，对美国出口增速为 22.4%，较上月抬升 8.7 个百分点，对欧盟、东盟、中国香港出口增速分别为 21.4%、10.4%、-21.9%，较上月分别下滑 2.5、2.9 和 25.4 个百分点。分商品来看，3 月农产品、纺织纱线、箱包等出口增长明显，高新技术产品出口保持韧性，其中机电产品增长 11.2%，增速上涨明显。进口来看，3 月进口同比增速-0.1%，较前值大幅减少 10.5 个百分点。分产品来看，机电产品一直是进口主要大项，占比 40%以上，机电产品同比增速下降，带动进口同比下降。同时受俄乌冲突影响，能源和

农产品进口价升量减。从大宗商品进口来看，多数大宗商品皆为量跌价升，其中铁矿进口量价齐跌。往后看，海外疫后复苏已接近尾声，同时海外流动性的收紧将对其总需求产生抑制，另一方面东南亚国家陆续放开，生产恢复，出口替代效应弱化将使得出口增长放缓，加之去年高基数影响，二季度出口或承压。

## 2. 通胀：CPI 同比抬升，PPI 同比继续回落

### (1) CPI 同比抬升

3 月份 CPI 同比增速 1.5%，较前值上涨 0.6 个百分点。其中食品项 CPI 当月同比-1.5%，降幅比上月收窄 2.4 个百分点。猪肉供应充足同时春节后进入消费淡季，3 月猪肉价格同比下跌 41.4%，环比下降 9.3%；鲜菜价格环比 0.4%，涨幅明显超季节性；而受俄乌冲突影响，小麦、玉米以及大豆等国际粮价的上涨。非食品项 CPI 当月同比 2.2%，前值 2.1%，环比增长 0.3%。受国际原油等能源价格上涨带动，工业消费品价格环比 1.1%，较上月扩大 0.3 个百分点。核心 CPI 同比持平于上月为 1.1%，较为稳定。整体来看猪肉价格低位仍使 CPI 增速处于低位，但未来猪肉价格对 CPI 拖累将减弱，同时国际农产品价格上涨将一定程度传导至国内，CPI 或将保持上升态势。

### (2) PPI 同比继续回落

3 月 PPI 同比增速 8.3%，较前值回落 0.5 个百分点。环比来看，PPI 继续上升，上涨 1.1%，其中 PPI 生产资料环比上涨 1.4%，前值 0.7%。采掘工业环比上涨 4.8%，前值 1.3%；原材料工业环比上涨 2.9%

前值 1.9%；加工工业环比上涨 0.4%，前值 0.1%。生活资料环比上涨 0.2%，与上月基本持平。环比来看，石油和天然气开采业环比 14.1%，涨幅最大；相关有色金属价格上涨影响，有色金属冶炼和压延加工业环比 2.7%。展望 4 月，地缘政治冲突对油价的推升作用进入阶段性回落阶段，同时美国 3 月底宣布释放 1.8 亿桶战略石油储备，短期一定程度上缓解了供应压力，油价或难大幅上涨，加之高基数影响，PPI 下行趋势不变。

### 3. 金融：社融数据表现亮眼，融资结构有待改善

#### (1) 新增社融规模大超预期

3 月份新增社融规模 4.65 万亿元，同比多增 1.28 亿，前值 1.19 万亿元，新增社融规模大超预期。社融存量增速上升 0.4 个百分点至 10.6%。新增社融回升主要是人民币贷款、非标融资及政府债券拉动。具体来看，3 月人民币贷款新增 3.23 万亿元，同比多增 4817 亿元；非标融资增加 133 亿元，同比多增 4262 亿元，主要是票据融资多增，其中委托贷款新增 106 亿元；信托贷款减少 259 亿元；未贴现票据新增 286 亿元，同比多增 2582 亿元。政府债券新增 7052 亿元，同比多增 3921 亿，明显强于同期。今年稳增长政策的迫切性和必要性上升，政府专项债加速发行，短期仍将支撑社融增长。

#### (2) 信贷结构仍有待改善

3 月新增人民币贷款 3.13 万亿元，同比多增 4000 亿。具体来看，3 月企业中长期贷款新增 1.34 万亿元，同比仅多增 148 亿；新增企业

贷款主要由企业短贷和票据贴现支撑，票据贴现新增 3187 亿元，短贷+8089 亿元，分别同比多增 4712 亿、4341 亿，实体经济融资需求仍相对较弱，信贷结构仍有待改善。居民部门贷款新增 7539 亿元，同比少增 3940 亿，其中短贷新增 3848 亿，少增 1394 亿，长贷新增 3735 亿元，同比少增 2504 亿，表明居民 3 月购房需求仍偏弱。随着各地房地产政策的边际放松，未来居民长贷有望逐步回暖。

### **(3) M2、M1 剪刀差扩大**

3 月 M1 同比增速 4.7%，持平于前值；M2 增速较前值上升 0.5 个百分点至 9.7%。存款的快速上行带动 3 月 M2 走高，3 月居民存款增加 2.7 万亿，同比多增 7623 亿；非金融企业存款增加 2.65 万亿，同比多增 9221 亿。3 月财政存款减少 8425 亿，表明财政支出加速。

## **(三) 商业银行<sup>3</sup>**

1. 央行起草《金融稳定法》（征求意见稿）；国常会鼓励大银行降低拨备率；央行下调金融机构存款准备金率

### **(1) 央行起草《金融稳定法》（征求意见稿）**

4 月 6 日，中国人民银行就《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》公开征求意见。草案征求意见稿共六章，包括总则、金融风险防范、金融风险化解、金融风险处置、法律责任、附则，涉及四十八条具体内容。草案旨在建立健全高效权威、协调有力的金融

<sup>3</sup> 撰写人：王剑（IMI 研究员）、贺晨（国信证券）

稳定工作机制，进一步压实金融机构及其主要股东、实际控制人的主体责任，地方政府的属地责任和金融监管部门的监管责任；加强金融风险防范和早期纠正，实现风险早发现、早干预；建立市场化、法治化处置机制，明确处置资金来源和使用安排，完善处置措施工具，保护市场主体合法权益；强化对违法违规行为的责任追究，以进一步筑牢金融安全网，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。

整体上看，此番《金融稳定法（草案征求意见稿）》是把过去一些处置风险金融机构的经验、做法，提炼总结，上升为国家法律。这样以后再发生风险时，做到有法可依，依法行事，减少磨合成本。具体而言，《金融稳定法》对于金融风险规定了详细的处理流程。在出险前，可以先由金融机构自己调整业务、调整高管等，包括强化金融机构审慎经营义务，加强对主要股东、实际控制人的准入和监管要求等。此外，规定地方政府要协助救助，且监管部门也要早期介入，治未病，治小病。以此压实金融监管部门的监管责任，实现早期纠正并及时处置风险。发生风险后，首先由被处置机构积极自救化险，主要股东和实际控制人依法履行自救义务。同时，调动市场化资金参与被处置机构的并购重组，发挥存款保险基金、行业保障基金市场化、法治化处置平台作用。危及区域稳定且难以化解风险的，依法动用地方公共资源；重大金融风险危及金融稳定的，按照规定使用金融稳定保障基金。此外，还明确了救助所需资金来源以及各方职责，更好落实救助过程中各方的责任。因此，该法如能实施，能够在金融稳定方面，

实现整体设计和跨行业跨部门的统筹安排，加强金融稳定法律制度的顶层设计和统筹协调。

## **(2) 国常会鼓励大银行降低拨备率**

2022年4月13日，李克强总理主持召开国务院常务会议，部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。会议决定，针对当前形势变化，鼓励拨备水平较高的大型银行有序降低拨备率，适时运用降准等货币政策工具，进一步加大金融对实体经济特别是受疫情严重影响行业和中小微企业、个体工商户支持力度，向实体经济合理让利，降低综合融资成本。我国银行业计提拨备一直有“以丰补歉”的传统，在资产质量稳定的年份里，许多银行依然大幅计提拨备，这便导致在会计上形成“信用成本”。因此，鼓励银行在合理范围内减少计提拨备，便是要降低银行的信用成本，将这些成本的节省传导到贷款利率上，从而在维持银行的合理利润的同时，起到向实体让利的目的。

## **(3) 央行下调金融机构存款准备金率**

4月15日，中国人民银行宣布，将于4月25日下调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）。同时，对没有跨省经营的城商行和存款准备金率高于5%的农商行，在下调存款准备金率0.25个百分点的基础上，再额外多降0.25



个百分点。法定存款准备金率是银行的资金成本，降准通过降低实际存款利率而间接减少了负债成本。通过降准来降低资金成本，以及上文提到的通过少提拨备来降低信用成本，都是从银行的成本端发力，想办法降低银行的成本，最后，再通过降低对企业客户的利率或收费，将节省下来的成本让渡给企业，从而实现降低综合融资成本的目标。因此，从政策意图上看，当局有意让银行维持利润，这样才有能力覆盖可能的风险、补充资本、进行分红。否则，如果银行盈利能力太差，就会影响到其股票估值，进而影响银行的经营以及对实体经济的支持。

## 2. 2022年3月货币金融数据分析

2022年3月末，基础货币余额为33.55万亿元，全月增加6809.67亿元。其中，现金（货币发行）减少3444.69亿元，银行的存款准备金增加10918.68亿元，非金融机构存款减少664.34亿元。全月央行的各项广义再贷款共回笼基础货币8289.83亿元，政府债券发行等财政因素投放货币12656.70亿元。

3月的M2余额为249.77万亿元，同比增速为9.7%，较上月提升0.5个百分点。按不含货基的老口径统计，3月份M2增加5.32万亿元。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3.38万亿元；政府财政因素投放M2约9526亿元（3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1016亿元；银行自营资金投向非银和非标等因素派生M2约1.07万亿元（该科目

主要是轧差项，也可能存在误差）；外汇占款投放 M2 约 232 亿元。

表 2：3 月 M2 增量的结构

余额增量结构		来源增量结构	
M0	-2086	外占	232
单位活期	25537	债券	-1016
单位定期	7898	贷款	33769
个人	27197	财政	9526
非银	-5352	其他（非银、非标等）	10683
<b>合计</b>	<b>53,194</b>	<b>合计</b>	<b>53,194</b>

注：1、3 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。

## （四）资本市场<sup>4</sup>

### 1. 股市：心守暖阳，静待花开

#### （1）基本面更新

4 月份，权益市场的主要矛盾逐步从地缘政治风险向疫情反复和汇率波动切换。通胀方面，以猪肉为主的食品价格仍拖累整体 CPI，后续需继续关注 PPI 向 CPI 传导的情况。猪粮比于 4 月末略有上行，生猪存栏数量下降或缓解未来猪肉价格下滑趋势，同时蔬菜价格环比继续改善同比维持较高水平，预计 4 月 CPI 在 1.8 左右。由于受俄乌战争影响，大宗商品价格仍维持高位波动，需继续关注输入性通胀风

<sup>4</sup> 撰写人：黄楠（IMI 研究员）、孙超（IMI 研究员）

险，预计 PPT4 月份维持在 8 左右。目前通胀还不构成对于货币政策影响的主要因素，但如未来 PPI 向 CPI 传导明显，政策有可能干预。4 月份中国制造业 PMI 47.4，比上月回落 2.1 个百分点，购进价格回落 1.9 至 64.2，就业回落 1.4 至 47.2，产成品库存回升 1.4 至 50.3。4 月 PMI 非制造业经营活动状况 41.9，环比值-6.5，同比值-13，与近年均值差值-12.2。4 月份 PMI 指数在荣枯线下较大幅度回落，表明疫情对经济增长的冲击明显加重。新订单、新出口订单指数在荣枯线下回落超过 5 个百分点，超过 40% 的被调查企业认为需求不足是最大困难；需求收缩压力显著加大。生产指数、采购量指数在荣枯线下回落超过 5 个百分点，表明企业生产收缩明显。3 月份工业企业营业收入当月同比 10.8%（前值 13.9%），虽然外部环境继续支撑上游资源品的价格，但是疫情冲击下生产出现明显下滑。A 股一季报收入和利润同比增速明显回落。A 股整体一季报收入同比增速 10.92%（年报收入同比增速 18.42%）。在杜邦三因素中，周转率和杠杆率拖累上市公司 ROE 继续回落。政策方面持续呵护市场，从国常会释放降准信号到财经委发声加大基础建设投入，再到政治局会议稳预期的表述均对资本市场持续释放暖意。

国外方面，4 月份，海外疫情大幅缓和、服务业消费加速回升，而欧美实物消费和全球外贸减速。通胀预期仍在高位、美欧整体通胀继续上行，美联储重申控通胀为核心目标，预计 5 月份加息+50bp、并可能开始缩表。同时，地缘政治及“能源自主”需求推升欧洲财政刺激预期；美国及欧元区公债长端收益率均大幅上行，美元真实利率

接近“归零”，美元对一揽子货币走强。鲍威尔明确表示“将在5月份讨论加息50bp”，5月4日FOMC议息加息50bp“基本确定”。美国CPI“顶部拐点”可能被俄乌冲突进一步推高且延后；欧元区通胀加速走高。美欧通胀居高不下，美国3月CPI环比+1.2%（前值0.8%）、同比增速升至+8.6%，食品、能源、租车和机票价格大幅上涨。3月欧元区HICP同比升至7.5%（前值5.9%）。4月初以来，3月份涨幅较大的能源和工业金属价格有一定回调，布伦特及WTI油价回落至102-103美元。但涨价“威胁”因素仍未消散：俄乌地缘冲突仍在继续；欧美通过决议，将制裁俄罗斯能源出口。控制高通胀仍是美国和欧元区央行短期最重要的核心目标。

## **(2) 市场回顾与展望**

回顾4月份，在结束3月下旬的小反弹之后，由于上海封城及人民币汇率快速贬值，市场风险偏好急转直下，破坏了市场应有的反弹动作。随着上市公司业绩披露，4月份的权益市场开启了业绩估值双杀的局面，对持续的政策暖风全然不觉，一度上证综指跌幅达11%。全月仅有食品饮料、消费者服务及家电表现相对占优。直至习财经委喊话加强基础设施建设及政治局会议召开表达稳增长、稳预期的关切，市场才于近2800的点位开启触底反弹的窗口。

展望后市，随着市场大部分宽基指数估值已经回归较低水平，股债收益比进入了对权益较为友好的区间，上海疫情拐点已达，二季度上市公司有望业绩触底，后续逐步改善。展望未来1-2个季度，市场越来越好，绝对收益投资者应珍惜当前底部区域的“便宜时光”，A

股有望迎接“无限风光在险峰”的反攻时刻。流动性层面上，年初以来的市场下跌，导致公募基金发行承压，部分绝对收益产品也出现减仓，北向长期配置资金由于种种内外部压力流出。往后看，若美联储后续未作出更“鹰”表态，随着中国经济的比较优势凸显，海外资金或再度回流新兴市场、特别是中长期配置价值显著的中国市场。在板块结构方面，“大消费”当前已经步入性价比、赔率、胜率的舒适区。可关注地产后周期（家居、家电、消费建材）、受疫情边际改善的板块（社服、航空机场、消费型医疗、传媒广告）以及业绩加速板块（新能源链）。待风偏逐步企稳，随着业绩压力的释放，后期也可关注军工、半导体等成长板块。

## 2. 债市：利率维持震荡行情，城投债收益率上行

### （1）利率维持震荡行情

3月全月央行逆回购到期1.46万亿元，逆回购投放1.06万亿元；MLF到期1000亿元，MLF投放2000亿元；国库现金定存投放700亿元；总体来看，央行公开市场净回笼资金2300亿元。月内资金整体维持相对宽松，3月DR001月均值环比下行5BP至1.94%、DR007月均值与前一个月持平在2.09%。3月开始央行持续净回笼资金，债市在多空交织情绪下宽信用预期占据主导，利率债收益率明显上行，3月8日在央行依法向中央财政上缴总额超过1万亿结存利润的消息被认为是积极财政政策，同时也使市场对降准预期减弱，债市承压全线收跌；之后2月金融数据不及预期等因素推动债市大幅收涨，而月

中经济数据远超市场预期，MLF 平价续作，降息预期再次落空，债市继续走弱。整体来看，3 月国债利率均在震荡中有小幅上升，3 月末 1 年期国债收于 2.13%，较上月末上行 9BP；10 年期国债收于 2.79%，较上月末上行 1BP，10Y-1Y 国债期限利差收窄。

## **(2) 城投债收益率上行**

3 月信用债发行规模大幅上升，但净融资量仍有所下行，全月信用债新发行规模为 12944.4 亿元，前值为 7268.4 亿，较前一月大幅上行，总到期偿还规模为 10326.8 亿元，净融资规模为 2617.6 亿元，净融资规模较上一月继续大幅收缩。按企业性质来看，发行主体仍以央企为主，民企债发行依然疲软，其中地方国企新发规模 9177.8 亿元，央企新发 3067.4 亿元，民营企业新发 288.4 亿元。中短票方面，3 年期和 5 年期 AAA 等级上行幅度最大，较上月末分别上行 20.4BP 和 27.8BP。城投债方面，各期限各等级城投债收益率均上行，其中 3 年期 AA+ 和 5 年期 AA 等级收益率上行幅度最大，较上月末分别上行 18.6BP、18.5BP，3 年期和 7 年期 AA+ 等级信用利差为上行幅度最大，较上月末分别上行 14.4BP 和 13.1BP。整体来看，3 月宽信用政策频频发力，货币政策也维持相对宽松，3 月央行宣布今年向中央财政上缴超 1 万亿元结存利润，主要用于留抵退税和增加对地方转移支付，支持助企纾困、稳就业保民生。

## **(3) 市场展望及配置建议**

国务院总理李克强 3 月 29 日主持召开国务院常务会议中指出，用好政府债券扩大有效投资，是带动消费扩大内需、促就业稳增长的

重要举措。按照保持宏观杠杆率基本稳定原则，今年新增地方政府专项债 3.65 万亿元。为加强周期性调节，去年底已依法提前下达 1.46 万亿元。今年以来，专项债靠前发力明显。根据财政部最新数据，前 2 个月，全国发行新增专项债券 8775 亿元，完成财政部提前下达 1.46 万亿元新增专项债额度的逾 60%。4 月 22 日沪深交易所齐发规则，深化公司债发行注册制改革，推进债券市场深化改革和有序开放任务，进一步做好债券审核监管、风险防控、产品创新各项工作，更好发挥交易所债券市场服务实体经济高质量发展的根本职能。同时支持房企正常融资活动，允许优质房企进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房企发行公司债券兼并收购出险房企项目，促进房地产行业平稳健康发展。加之今年以来，多个地区在购房需求端放松地产政策，部分房地产债券风险将有所降低。城投债发行人作为地方基础设施建设的重要实施主体，高等级城投债主体融资继续改善，信用利差压缩。从一季度城投债净融资来看，城投债净融资 6330 亿元，同比下降 1000 亿元，但从地区来看，浙江、江苏城投债净融资大幅缩减，湖南、山东、江西、四川等省份净融资也出现下滑；而河南、天津城投债净融资明显改善。对城投债投资可适度下沉，但同时需注意控制久期，短债或是更合适品种。

## 二、宏观经济专题<sup>5</sup>：

# 县域金融可得性与数字普惠金融——基于新型金融 机构视角

### (一) 摘要

随着金融科技迅速发展，准确把握传统金融与数字普惠金融之间的关系显得尤为重要。本文采用文本挖掘法，首次手动整理 2014-2019 年中国 2742 个县的村镇银行、小额贷款公司和农村资金互助社等三类新型金融机构数据，并据此分析以新型金融机构为代表的县域金融可得性与数字普惠金融发展之间的关系。研究发现，县域金融可得性与数字普惠金融发展的“互补效应”强于“协同效应”，整体上表现出显著的“互补效应”，即县域金融可得性越低越有利于数字普惠金融发展。分维度来看，县域金融可得性越低越有利于拓展数字普惠金融的覆盖广度和使用深度，且整体的“互补效应”主要体现在小额贷款公司这类机构。进一步地，在数字创新水平较高、金融监管强度较大的县以及东部区域内，二者之间的“互补效应”更强烈于“协同效应”。本文为新时期在县域层面继续推动数字普惠金融发展和乡村振兴战略实施提供了有益的理论依据和政策启示。

<sup>5</sup> 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、国际货币研究所宋科，中国人民大学财政金融学院、国际货币研究所刘家琳，中国人民银行李宙甲。本文节选自原载于《财贸经济》2022 年第 4 期的《县域金融可得性与数字普惠金融——基于新型金融机构视角》。原文链接：<http://cmjj.ajcass.org/Magazine/Show?ID=820>



## （二）引言

近年来，随着数字经济迅速发展，数字普惠金融发展也进入快车道。2013年我国正式提出发展普惠金融战略，2016年G20峰会正式通过首个数字普惠金融发展的国际性共同纲领。自2020年以来，中共中央、国务院先后发布《关于实现巩固拓展脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接的意见》（中发〔2020〕30号）和《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（中发〔2021〕1号）等，全面实施乡村振兴战略成为当前构建新发展格局的重要举措。在此大背景下，数字普惠金融需要进一步将视角延伸至乡村振兴战略，赋能县域经济可持续发展，补齐县域普惠金融体系建设“短板”，并全面构建符合中国实际的数字普惠金融体系。

数字普惠金融发展依托传统金融体系而又深刻影响着传统金融格局，既表现出“互补效应”（王国刚、张扬，2015），又体现出“协同效应”（沈悦、郭品，2015；郭峰、王瑶佩，2020），二者关系取决于“互补效应”与“协同效应”的相对强弱。围绕这一问题，既有文献基于不同视角，主要聚焦在定性分析（王国刚、张扬，2015）、微观个体分析（Allen等，2016；尹志超、张号栋，2018）以及基于省级和地级市层面的实证分析等（郭峰、熊瑞祥，2018；王喆等，2021），鲜有研究从县域层面进行探究。此外，在传统金融可得性研究方面，既有文献或基于问卷调查，根据受访者参与传统金融活动的频率来度量（郭峰、王瑶佩，2020），或通过公开数据库收集并综合金融服务

统计数据指标构建（王婧、胡国晖，2013；李建军等，2020），或直接以单位人口商业银行分支机构数量度量（王喆等，2021），无论哪种方法，都主要基于传统金融机构，极少从新型金融机构角度分析县域金融可得性，更鲜有文献探讨传统金融可得性与数字普惠金融之间的关系。事实上，尽管政策性银行、大型商业银行、股份制商业银行以及城市商业银行等传统金融机构是金融服务的生力军，但在县域经济层面，村镇银行、小额贷款公司、农村资金互助社等新型金融机构逐渐成为服务县域经济发展、提升金融可得性的重要驱动力量。

有鉴于此，本文基于天眼查、中国研究数据服务平台（CNRDS）等数据库，采用文本挖掘方法手动整理 2014—2019 年县级面板数据，探究以县域新型金融机构为代表的县域金融可得性对数字普惠金融发展的影响。结果表明，两者“互补效应”强于“协同效应”，整体上表现出显著的“互补效应”，即县域金融可得性越低越有利于数字普惠金融发展，且该效应主要体现在小额贷款公司这类机构上。进一步地，数字创新水平、金融监管强度和经济区域划分均会影响二者关系。

相较于已有研究，本文可能的边际贡献在于：（1）将研究视角进一步拓展至县域层面，从县域金融可得性角度出发分析传统金融与数字普惠金融之间的关系，丰富了相关文献；（2）采用文本挖掘法首次整理县域村镇银行、小额贷款公司和农村资金互助社等三类新型金融机构数据，并据此进行理论与实证分析，所得结论对于准确把握新型金融机构在推动县域经济金融发展和乡村振兴等方面

的政策效应具有重要参考价值；（3）进一步探讨县域金融可得性与数字普惠金融之关系在不同数字创新水平、金融监管强度和经济区域划分中的结构性差异，为完善中国数字普惠金融体系提供了重要的理论依据与政策启示。

中国人民大学国际货币研究所 (IMI)

### 三、主要经济数据<sup>6</sup>

表 3：经济数据一览

指标名称	类别	21-Jul	21-Aug	21-Sep	21-Oct	21-Nov	21-Dec	22-Jan	22-Feb	22-Mar
CPI	同比	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	1.5
PPI	同比	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	8.3
制造业 PMI	指数	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5
工业增加值	累计增长	14.4	13.1	11.8	10.9	10.1	9.6		7.5	6.5
工业企业利润总额	累计同比	57.3	49.5	44.7	42.2	38.0	34.3		5.0	8.5
固定资产投资完成额	累计同比	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9		12.2	9.3
社会消费品零售总额	同比	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7			-3.5
进出口总值	当期值同比	11.5	18.9	15.3	17.9	20.5	16.7	19.3	6.1	5.8
M2	同比	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	9.7
社会融资规模	存量 (百亿元)	30247	30529	30805	30945	31190	31413	32003	32112	32564
金融机构新增人民币贷款	当月值 (亿元)	10832	12152	16630	8262	12732	11318	39618	12336	31254

<sup>6</sup> 撰写人：IMI 助理研究员肖雨。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。

