



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

人民币汇率

张明

陈胤默

2021 年 1 月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

从单边升值重返双向波动

——2020 年人民币汇率回顾与 2021 年展望

摘要

2020 年，人民币兑美元汇率呈现出先抑后扬的趋势，人民币兑美元汇率总体上升值了 6.5%。人民币兑欧元汇率总体上贬值了 2.7%。人民币兑日元总体上升值了 1.3%。人民币兑 CFETS 篮子指数和 BIS 篮子指数升值了 4% 左右。2020 年，人民币兑美元汇率表现十分亮眼，但人民币兑美元升值幅度，既低于美元指数贬值幅度，也低于欧元兑美元升值幅度。

2020 年 6 月之后，人民币兑美元汇率单边快速升值的原因有四：一是，由于新冠病毒肺炎疫情对中国与美国的冲击存在时间差，再加上中国政府应对疫情的反应速度与政策力度显著好于美国，使得中国经济复苏程度迄今为止显著好于美国，进而导致中美无风险利率之差显著拉大，短期国际资本大量流入中国，推动了人民币兑美元汇率升值。二是，中国金融市场加快了向外国机构投资者开放的步伐，中国金融产品也被越来越多地纳入全球金融指数，这总体而言也会增加外国投资者对中国金融资产的配置。三是，疫情之后，发达国家央行实施了史上最宽松的货币政策，这导致全球流动性过剩。四是，美元指数自身在波动中下行。随着疫情在美国的深化，美国经济增速与无风险利率双双下行，进而造成美国与其他重要发达经济体的增长差与利差均显著收窄，导致 2020 年 3 月下

本报告负责人：张明

本报告执笔人：

● 张明

中国社会科学院金融研究所副所长

国家金融与发展实验室副主任

● 陈胤默

中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

中国宏观金融

宏观杠杆率

中国财政运行

中国金融监管

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

旬以来美元指数总体贬值。

2020 年 6 月以来人民币汇率较快升值将会带来两个潜在风险：一是，人民币兑美元有效汇率过快升值，在经过一段时滞后可能冲击出口；二是，短期资本流入过快，继续助推汇率升值，并且可能带来资产价格过快上涨。

2021 年人民币兑美元汇率可能围绕 6.4 左右的中枢水平重新呈现双向波动态势，而非继续延续 2020 年 6 月至 2020 年年底人民币兑美元汇率的单边快速升值的趋势。如果中国央行开始采取更加中性的外汇与资本管制政策、中国央行重新采用边际放松货币政策、美国经济复苏超预期、中美双边摩擦超预期恶化，那么人民币兑美元汇率可能再度贬值。

目 录

一、2020 年人民币汇率运动的特征事实.....	1
二、2020 年人民币汇率总体升值的原因.....	4
三、2020 年 6 月以来人民币汇率较快升值带来的潜在风险.....	9
四、2021 年人民币汇率展望.....	11
参考文献.....	15

一、2020 年人民币汇率运动的特征事实

2020 年，人民币兑美元汇率呈现出先贬后升的趋势。2019 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日，人民币兑美元汇率中间价由 6.9762 升至 6.5249，总体升值了 6.5%，年内最大涨幅 8.5%。人民币兑美元汇率表现出了先贬后升的趋势，大致可以划分为如下两个阶段（见图 1）：第一个阶段是 2019 年 12 月 31 日至 2020 年 5 月 29 日，在这个阶段内，人民币兑美元汇率呈现贬值趋势，总体上贬值了 2.2%；第二个阶段是 2020 年 5 月 29 日至 2020 年年底，在这个阶段内，人民币兑美元汇率转为快速升值格局，累计升值幅度达到 8.5%。



图 1 人民币兑美元汇率走势

数据来源：Wind。

2020 年，人民币兑欧元汇率走势表现出升贬交替的趋势。2019 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日，人民币兑欧元汇率中间价由 7.8155 降至 8.0250，总体上贬值了 2.7%，年内最大跌幅 9.7%。人民币兑欧元汇率走势大致可以划分为如下二个阶段（见图 2）：第一个阶段是 2019 年 12 月 31 日至 2020 年 7 月 31 日，在这个阶段内，人民币兑欧元汇率表现出在波动中由升转贬的趋

势,总体上贬值了 6.0%;第二个阶段是 2020 年 7 月 31 日至 2020 年年底,在这个阶段内,人民币兑欧元汇率转为快速升值格局,总体上涨了 3.2%。该阶段最大涨幅达 6.4%。



图 2 人民币兑欧元汇率走势

数据来源: Wind。

2020 年,人民币兑日元汇率走势呈现小幅升值趋势。2019 年 12 月 31 日至 2020 年 12 月 31 日,人民币兑日元汇率中间价由 6.4086 降至 6.3236,年内总体升值了 1.3%,年内最大跌幅为 8.6%。这一年时间内,人民币兑日元汇率可谓一波三折,大致可以划分为如下三个阶段(见图 3):第一个阶段是 2019 年 12 月 31 日至 2020 年 3 月 10 日,在这个阶段内,人民币兑日元汇率表现出由升转贬的趋势,总体上贬值了 5.5%;第二个阶段是 2020 年 3 月 10 日至 2020 年 7 月 31 日,在这个阶段内,人民币兑日元汇率呈现出宽幅波动特征,该阶段总体涨幅为 1.3%;第三个阶段是 2020 年 7 月 31 日至 2020 年年底,在这个阶段内,人民币兑日元汇率转为升值趋势,该阶段总体涨幅为 5.2%。



图3 人民币兑日元汇率走势

数据来源：Wind。

2019年12月31日至2020年12月31日，人民币兑CFETS篮子指数由91.39上升为94.84，总体上升值了3.8%。人民币兑CFETS货币篮指数呈现出先升后降再升的特点，大致可以划分为如下三个阶段（见图4）：第一个阶段是在2019年12月31日至2020年3月20日，该指数由91.39上升至95.73，升值了4.7%；第二个阶段是在2020年3月20日至2020年7月31日，该指数由95.73下降至91.42，贬值了4.5%；第三个阶段是在2020年7月31日至2020年12月31日，该指数由91.42上升至94.84，升值了3.7%。

2019年12月31日至2020年12月31日，人民币兑BIS篮子指数由95.09上升为98.68，总体上升值了3.8%。人民币兑BIS货币篮指数呈现出先升后降再升的特点，大致可以划分为如下三个阶段（见图4）：第一个阶段是在2019年12月31日至2020年3月20日，该指数由95.09上升至99.03，升值了4.1%；第二个阶段是在2020年3月20日至2020年7月31日，该指数由99.03下降至95.03，贬值了4.0%；第三个阶段是在2020年7月

31日至2020年12月31日，该指数由95.03上升至98.68，升值了3.8%。

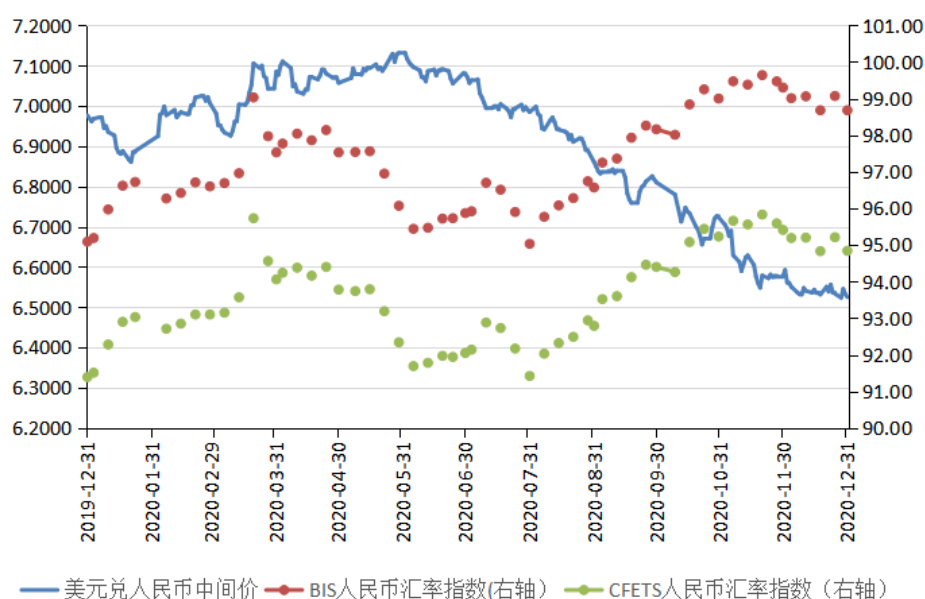


图4 人民币兑美元汇率、人民币兑CFETS货币篮汇率指数、人民币兑BIS货币篮汇率指数的走势

数据来源：Wind。

二、2020年人民币汇率总体升值的原因

2020年，人民币兑美元汇率呈现快速升值的原因有如下四点。

重要因素之一，是由于新冠病毒肺炎疫情对中国与美国的冲击存在时间差，再加上中国政府应对疫情的反应速度与政策力度显著好于美国，导致中国经济复苏程度迄今为止显著好于美国，进而导致中美无风险利率之差显著拉大，大量短期国际资本流入中国，这推动了人民币兑美元汇率的升值。

2019年第四季度至2020年第三季度，中国季度GDP同比增速分别为6.0%、-6.8%、3.2%和4.9%，美国季度GDP同比增速分别为2.5%、0.6%、-9.0%和-2.6%。2020年第二季度，中美季度GDP同比增速之差拉大至12.2%；在2020年第三季度，中美季度GDP同比增速之差缩小至7.5%。

美国经济深度下滑导致美联储实施了极其宽松的货币政策，而中国经济触底反弹导致中国央行已经开始逐渐实施货币政策正常化。货币政策方向的差异导致中美利差迅速拉大。2020年，中美10年期国债收益率之差逐渐放大（见图5）。从2019年12月31日至2020年12月31日，中美10年期国债收益率由125个基点拉大至228个基点。2020年期间曾经有三次显著放大。其一，2020年2月14日至2020年3月9日期间由129个基点拉大至199个基点，这对应着图1中人民币兑美元汇率在2020年上半年的第二波升值；其二，在2020年6月8日至2020年6月29日期间，上述收益率之差由202个基点拉大至228个基点，但该期间人民币兑美元汇率呈现出双边震荡走势；其三，在2020年6月29日至2020年12月31日期间，中美10年期国债收益率之差持续放大，保持在240个基点上下波动。

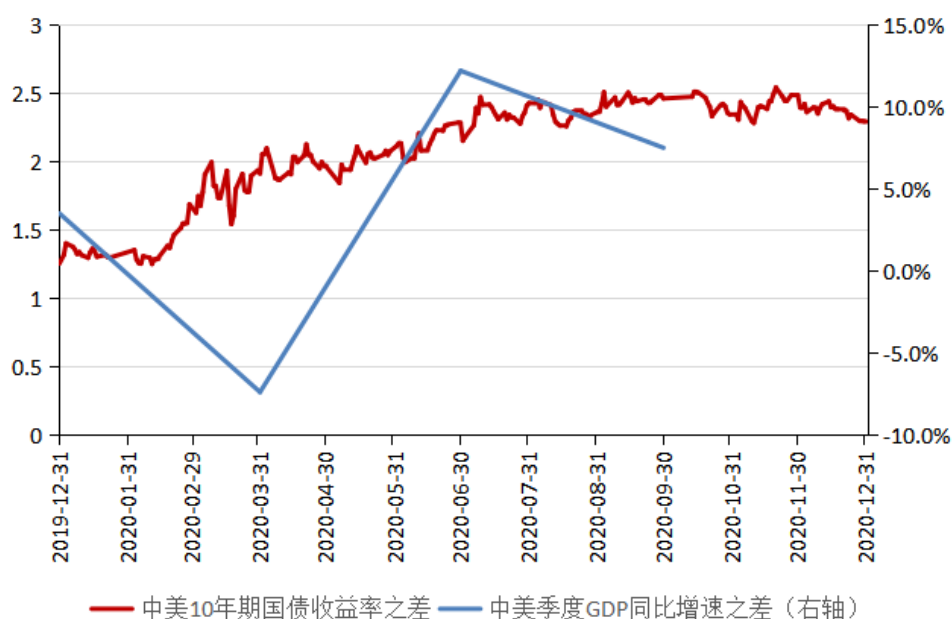


图5 中美利差及中美GDP增速差走势

数据来源：Wind、CEIC。

如此之大的无风险利差自然会让中国迎来大规模的短期资本流入。据债券通数据显示，截至2020年11月底，境外机构累计持有中国债券3.09万亿人民币，较2020年10月末增加了967

亿元。从而导致 2020 年 6 月至 2020 年年底人民币兑美元汇率的快速升值（见图 6）。

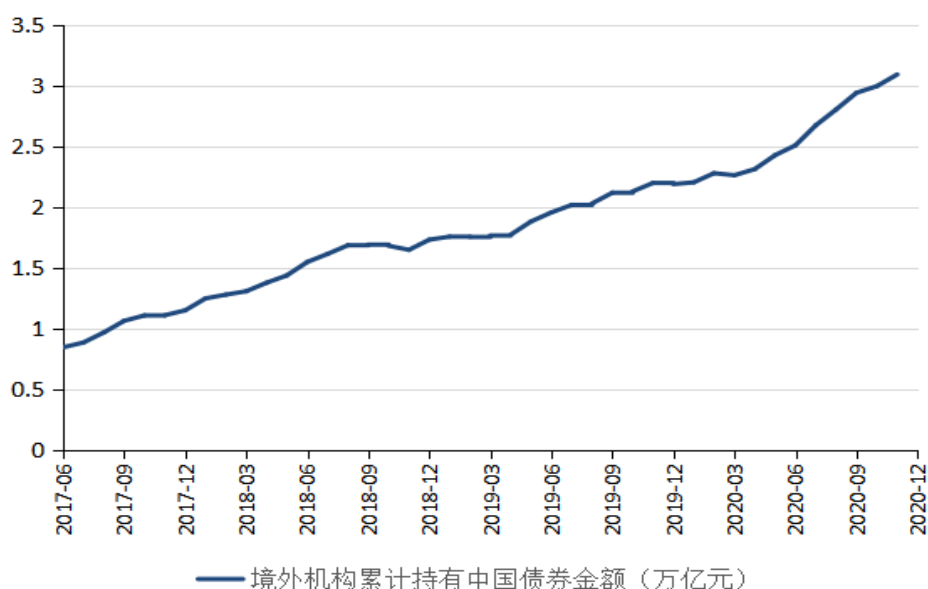


图 6 境外机构累计持有中国债券金额（万亿元）

数据来源：Wind。

重要因素之二，是中国金融市场加快了向外国机构投资者开放的步伐，中国金融产品也被越来越多地纳入全球金融指数，这总体而言也会增加外国投资者对中国金融资产的配置。2019 年 9 月 10 日，中国央行宣布取消对 QFII 与 RQFII 的投资额度限制。中国政府债券三度被纳入国际重要债券指数。中国政府债券分别 2019 年 4 月、2019 年 9 月和 2020 年 9 月，先后被纳入了彭博巴克莱全球综合债券指数（BBGA）、摩根大通全球新兴市场多元化债券指数（GBI-EMGD）和富时世界国债指数（WGBI）。迄今为止，中国债券已经被三大国际债券指数全面接纳。根据海通证券的估计，纳入三大国际指数预计能够带来 2400-3800 亿美元的被动跟踪资金流入¹。

重要因素之三，是全球发达国家央行开闸放水，导致全球流动性过剩（见图 7）。疫情之后，几乎所有的发达国家的央行都实施了史上最宽松的货币政策。这其中包括实行零利率或者负利

¹ 资料来源：<http://finance.eastmoney.com/a/202009251648669730.html>

率，也包括比较大规模的公开市场操作，比如说量化宽松。在明年全球经济复苏程度有限的前提下，发达国家可能很难退出其极其宽松的货币政策，他们能做的无非是在增量上不再加码。其中，值得关注的一个事件是，2020 年 8 月，美联储调整了货币政策框架。美联储的平均通胀目标将在较长的时间内维持 2% 的水平。这就意味着，即使 2021 年美国核心通胀率超过了 2%，美联储也可能在短期内不会收紧货币政策。因此，一个大概率事件是明年发达国家央行的宽松货币政策还将继续维系。所以，2020 年，包括中国在内的新兴市场都面临短期资本大规模流入的情况。以中国为例，2020 年大量外国资金流入到中国债券市场。在全球债券收益率为零甚至负利率的情况下，中国 10 年期国债收益率仍有超过 3% 的收益率，这就是一种无风险套利。

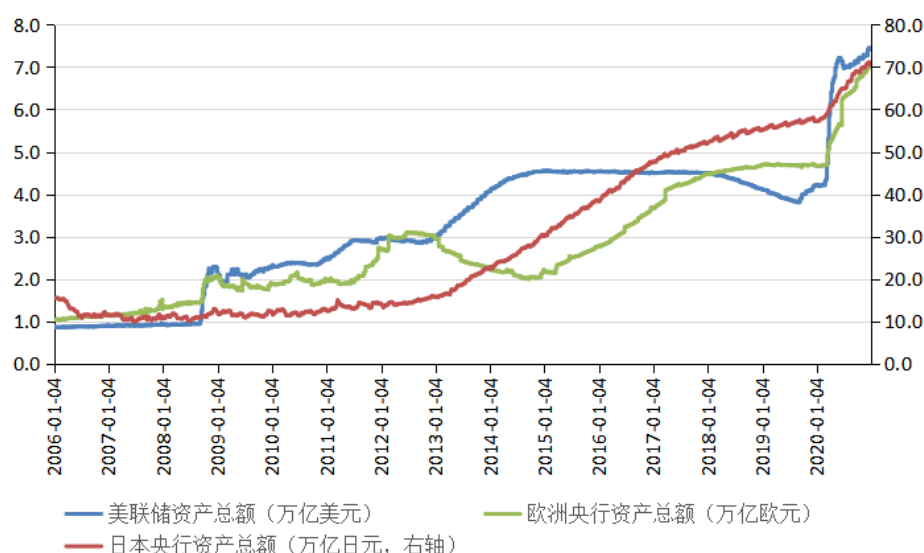


图 7 美欧日央行资产负债表总资产规模变动趋势（2006-2020）

数据来源：Wind。

重要因素之四，是美元指数自身在波动中下行。由于在美元指数中，欧元兑美元汇率的权重高达 57.6%，因此美元指数走势与欧元兑美元指数走势之间呈现出非常显著的负相关（见图 8）。也即当欧元兑美元升值时，美元指数倾向于下跌。反之，当欧元兑美元贬值时，美元指数倾向于上升。总体来看，在 2020 年，美元指数呈现出先升后降的特点，而这对应着欧元兑美元汇率的

先降后升。在整个 2020 年，美元指数由 96.4 跌至 89.9，跌了 6.7%。美元指数走势大致可以分为两个阶段。第一阶段是 2019 年 12 月 31 日至 2020 年 3 月 19 日，美元指数由 96.4 上升至 102.6，升值了 6.5%。事实上，仅在 2020 年 3 月 9 日至 3 月 19 日这 10 天之内，美元指数就由 95.0 上升至 102.6，升值幅度高达 8.0%。这 10 天内，恰好也是全球金融市场在新冠病毒肺炎疫情冲击下波动最剧烈之际。随着美股在 10 天内 4 次熔断，全球市场上出现了流动性危机，对美元流动性的需求显著超过供给，这是美元指数在短期内急剧升值的根本原因。第二阶段是 2020 年 3 月 19 日至 2020 年年底，美元指数由 102.6 下降至 89.9，跌了 12.4%。赵伟（2020）认为，2020 年，美联储“大放水”与美元指数走弱之间，从历史经验来看，并没有明显相关关系。短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；美元指数在 2020 年 5 月以来的走势，与美国疫情总体控制差于欧洲、持续拖累经济预期有关。而笔者认为，导致 2020 年 3 月下旬以来美元指数总体贬值的主要原因，是随着疫情在美国的深化，导致美国经济增速与无风险利率双双下行，进而造成美国与其他重要发达经济体的增长差与利差均显著收窄。

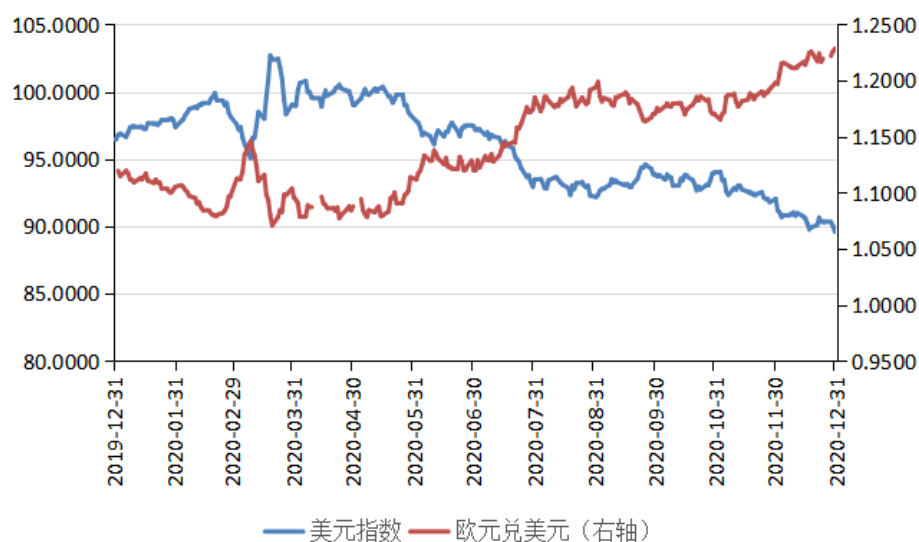


图 8 美元指数与欧元兑美元汇率走势

数据来源：Wind。

此外，2020 年人民币兑美元升值幅度，要显著低于欧元等货币兑美元的升值幅度。这意味着人民币兑美元升值在较大程度上受到美元指数下跌的影响。

三、2020 年 6 月以来人民币汇率较快升值带来的潜在风险

2020 年 6 月以来人民币汇率较快升值带来的潜在风险之一，是人民币有效汇率过快升值，在经过一段时滞后可能冲击出口。

2019 年 12 月至 2020 年 11 月，人民币有效汇率呈现出波动中升值的格局。在此期间，人民币实际有效汇率指数升值了 3.2%，人民币名义有效汇率指数升值了 4.6%。在此期间，人民币有效汇率的运动又可以划分为三个阶段：第一个阶段是 2019 年 12 月至 2020 年 3 月，在此期间，人民币有效汇率与名义有效汇率均呈现出显著的升值格局；第二个阶段是 2020 年 4 月至 2020 年 6 月，在此期间，人民币有效汇率与名义有效汇率均呈现出贬值特征；第三阶段是 2020 年 7 月至 2020 年 11 月，在此期间，人民币有效汇率与名义有效汇率均呈现出宽幅升值的特点。

2020 年，受疫情冲击，中国出口在一二季大幅下挫，出现负增长的情况（见图 9）。中国经济最先从疫情冲击中缓和过来，三四季度开始企稳回升。在 2020 年 11 月，出口同比增速达 21.1%。在全球受疫情冲击、需求普遍疲软的情况下，中国的出口表现如此亮眼，主要有两个原因：一是，在疫情影响下，中国在医疗物资和远程办公领域的出口增长非常明显；二是，疫情对中国和全球的冲击不同步，中国企业的供应链早于其他新兴国家恢复。短期内，中国企业在全球产业链的地位不降反升。

未来一段时间内出口额同比增速估计难以维持 2020 年三四季度的高水平。原因在于：一是外部需求的复苏可能不及预期；二是其他新兴市场经济体的复工复产将导致中国在全球产业链上的短期不可替代性逐渐被削弱；三是 2020 年下半年人民币有

效汇率的快速升值在经过一段时滞后将出口增速造成负面影响。这意味着未来净出口对经济增长的贡献与 2020 年三四季度相比可能有所下降。

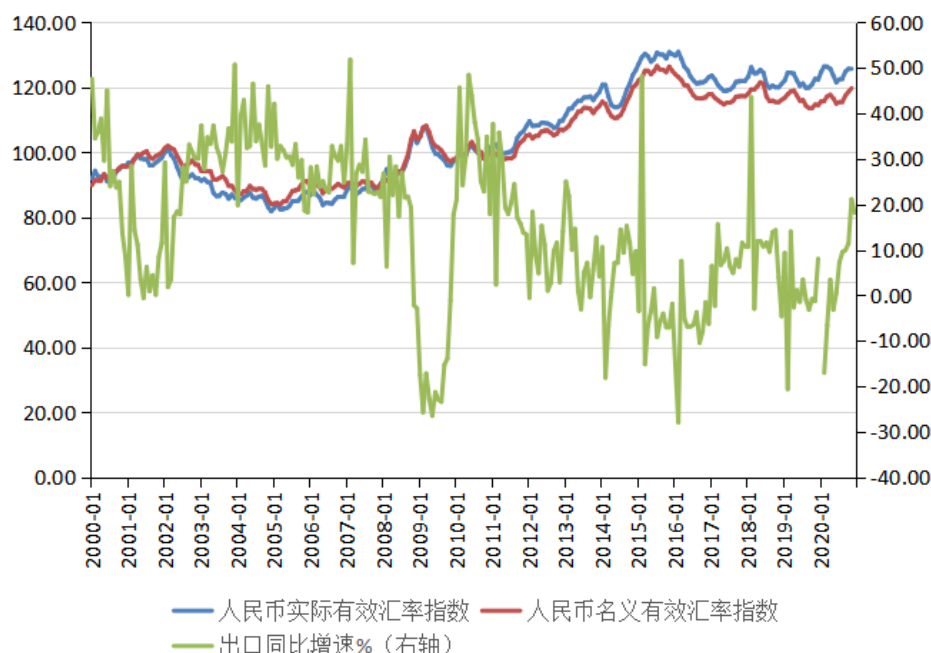


图9 出口同比增速与人民币有效汇率走势

数据来源：WIND。

2020 年 6 月以来人民币汇率较快升值带来的潜在风险之二，是短期资本流入过快，继续助推汇率升值，并且可能带来资产价格过快上涨。结合目前的数据来看，2020 年中国国际收支将是一个规模较大的经常账户顺差与规模可控的金融账户逆差的组合。一方面，2020 年的经常账户顺差是基于疫情冲击下的特殊表现，并不具备可持续性；另一方面，由于中国成功地控制住疫情，使得从 2020 年第二季度起，中外增长差与利差迅速拉大，从而吸引了较大规模的证券投资流入。例如，2020 年，中国债券市场的资金流入已经接近 1 万亿人民币（见图 6）。较大的中外增长差与利差将会延续至 2021 年。

笔者认为，2021 年中国可能出现规模较小的经常账户顺差与规模较大的金融账户顺差的组合。在双顺差再度出现的情况下，人民币兑美元汇率以及人民币有效汇率依然存在一定的升值空

间。不过，在 2020 年外国证券投资汹涌流入的背景下，2020 年第三季度中国金融账户依然出现了 849 亿美元的逆差，这说明通过错误与遗漏项的资本流出规模依然巨大。这一点值得我们警惕。

四、2021 年人民币汇率展望

在 2021 年，人民币兑美元汇率的走势将面临较大的不确定性。短期内人民币兑美元汇率可能仍将面临一定的升值压力，但多种因素的变化可能意味着人民币兑美元的升值速度将会下降，汇率双边波动的可能性显著上升。综合分析，继续推高人民币汇率的因素有如下三点。

其一，中美经济增长差可能缩小，但宽利差仍将维持。随着疫情逐渐趋于稳定，在 2020 年下半年美国经济增速逐渐反弹，这就意味着，从 2020 年四季度起，中美经济增速之差可能会开始趋于收窄，这进一步意味着，中美无风险利差进一步扩大的概率很低，适当收缩的概率正在上升。同时，与全球发达国家央行实施大规模的宽松货币政策不同的是，中国央行从 2020 年 5 月起从边际上收紧了货币政策，主要原因在于试图防范过于宽松货币政策可能引发资产价格泡沫（包括房市与股市）。考虑到 2021 年中国经济复苏基础依然不太牢固、且财政政策大概率会回归正常化，笔者预计，2021 年中国货币政策不会继续按照 2021 年 5 月以来的节奏收缩，而是会大致保持在当前水平上。

其二，美元指数可能在波动中下行。美元指数在 2020 年先升后降。2020 年 3 月至 2020 年年底，美元指数由 103 左右下行至 90 上下，跌幅可谓显著。管涛（2021）认为，美元走势在 2021 年存在较大不确定性，即便在基准情况下，世界经济重启，美元指数回落，但在后疫情时代，美元回落持续的时间和调整的幅度取决于主要经济体修复的速度。笔者认为，美元指数在 2020 年下行幅度较为有限。疫苗在 2021 年下半年可能在美国大规模推广，美国经济可能超预期反弹，这意味着美元指数在 2021 年可能先降后升，中枢大概在 87-88 左右。

其三，拜登上台后中美经贸摩擦可能暂时缓和。2020 年美国总统大选基本尘埃落定。与秉持孤立主义、民粹主义的特朗普政府相比，拜登政府的表现可能会更加成熟老道。从目前拜登政府的内阁成员来看，他们大概率会回归奥巴马政府的多边主义经济外交策略。特朗普政府是退群，拜登政府可能会重新入群。特朗普政府是既敲打竞争对手也敲打盟友，拜登政府可能会更加团结盟友来遏制竞争对手。从这一视角出发来看，2021 年全球贸易环境可能会好于 2019 年与 2020 年。笔者认为，中美经贸摩擦在 2021 年继续恶化的概率很小，有可能出现较为积极的缓和。然而，拜登上台不会改变美国在中长期维度来遏制中国崛起的战略取向，对此我们也不宜过于乐观。中美博弈的形势可能会发生变化，但长期化持续化的趋势不会改变。

虽然如上三点因素会驱动人民币兑美元升值，但如下四点因素也可能导致人民币汇率出现贬值的趋势。其一，中国央行开始采取更加中性的外汇与资本管制政策，例如，央行近日取消金融机构远期售汇准备金、淡出了逆周期因子的使用、扩大了 QDII 规模、上调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数（由 0.3 上调至 0.5）、下调跨境融资宏观审慎调节参数（由 1.25 下调至 1）等。其二，中国央行虽然从 2020 年 5 月起从边际上收紧了货币政策，但不排除中国经济若在 2021 年不及预期或系统性金融风险上升，中国央行将重新考虑采用边际放松的货币政策。其三，如果美国经济超预期复苏，美联储将被迫提前收缩货币政策。据美国商务部公开信息显示，2020 年第三季度美国国内生产总值（GDP）按年率计算上涨 33.4%，较此前公布的修正数据上调了 0.3 个百分点²，美国经济表现出了复苏的迹象。其四，如果中美经贸摩擦超预期恶化，可能导致人民币兑美元贬值。在拜登政府上台后，美国对华进行遏制甚至规锁的总体战略并不会发生改变，中美经贸摩擦很可能长期化与持续化，而且拜登政府将会回

² 资料来源：新华网 http://www.xinhuanet.com/2020-12/23/c_1126896691.htm

归到通过多边主义策略向中国施压的路径上，这会让中国政府更难进行应对。在经过一段时间的平静期（例如 2021 年上半年）之后，中美经贸关系可能再度发生新的变数，可能会出现超预期恶化的情形。

与笔者分析不同的是，市场分析人士对人民币走势分析持有不同的观点。张菁（2020）认为，2021 年，人民币汇率的高点大概在 6.2-6.3 附近，驱动人民币汇率升值的逻辑从“先进先出优势+美元下跌”双驱动转为“美元下跌”的单驱动。魏伟和薛威（2021）则认为，短期美国强于欧洲，发达国家好于新兴经济体的格局还将会延续，这将会带来美元指数的继续回升，非美货币整体走弱，人民币兑美元将会呈现出双向波动态势，但人民币汇率仍有进一步上行的可能性。管涛（2020）较为谨慎地分析 2021 年经济基本面和金融市场的变化，其认为影响人民币汇率升贬值的因素将同时存在，2021 年人民币汇率走势变化可能没有想象中的那么强。

笔者认为，2021 年人民币兑美元汇率破 7 的概率很小，更有可能围绕 6.2-6.6 的区间上下波动，中枢水平在 6.4 左右。最后值得一提的是，考虑到 6.1 是 1994 年人民币汇改以来至今这 26 年间，人民币兑美元汇率的最高点（也是 2015 年 811 汇改之前的汇率水平），一旦人民币兑美元汇率在特定情形下突破 6.1，那么再突破 6.0 也就并非难事了。但如果中国央行开始采取更加中性的外汇与资本管制政策、中国央行重新采用边际放松货币政策、美国经济复苏超预期、中美双边摩擦超预期恶化，那么人民币兑美元汇率可能再度贬值。

同时，受疫情不对称冲击的影响，2021 年人民币兑欧元汇率可能围绕 7.3-7.8 的水平双向波动；2021 年人民币兑日元汇率可能围绕 5.8-6.3 的水平双向波动；2021 年 1 月 1 日，CFETS 权重进行了第三次调整，欧元、澳元、马来西亚林吉特、沙特里亚尔权重提升，而美元、韩元权重有所下降。预计在 2021 年，人民

币兑 CFETS 货币篮指数可能在 93-98 区间内波动,人民币兑 BIS 货币篮指数可能在 97-102 区间内波动。2021 年中国外汇储备可能温和增长、外汇储备的结构未必会显著变化。在人民币汇率升值与境内外利差高企的背景下,人民币国际化的速度将会再度加快。

参考文献

- [1] 管涛，“宽幅震荡新常态：人民币汇率走势回顾与展望”，《中国经济评论》，2021 年第 1 期。
- [2] 管涛，“逻辑比结论重要，关于明年货币政策与人民币汇率的猜想”，中银证券货币政策和汇率研究报告，2020 年 12 月 19 日。
- [3] 魏伟、薛威，“‘拜登行情’高潮来临”，平安证券商品与汇率市场周报，2021 年 1 月 17 日。
- [4] 张菁，“由升转稳，重视波动”，中信期货利率衍生品策略报告（汇率），2020 年 12 月 20 日。
- [5] 赵伟、徐骥、曹金丘，“美元看空‘陷阱’”，开源证券研究报告，2020 年 12 月 20 日。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。