

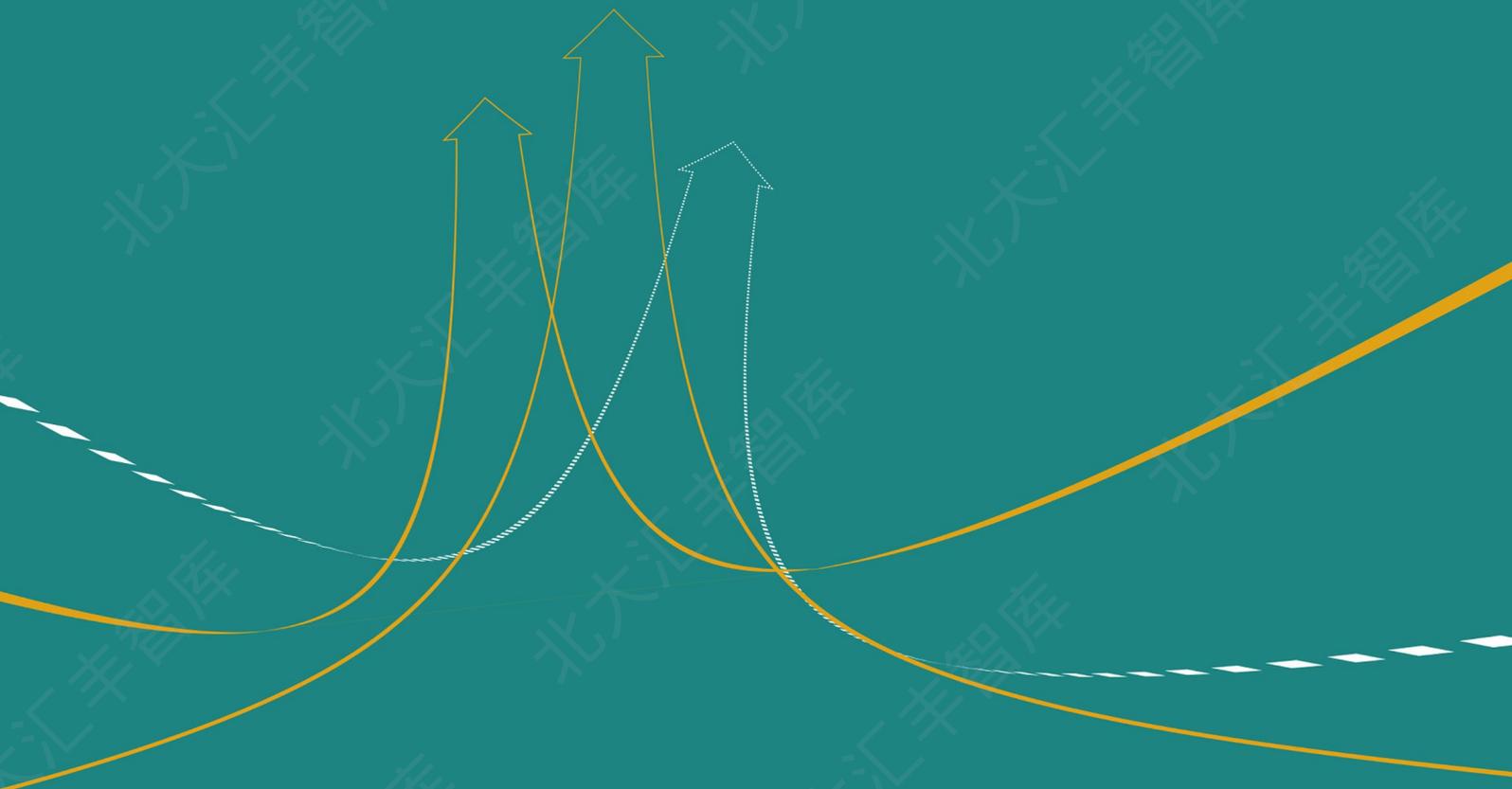
经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

宏观经济分析报告

2024年第四季度



摘要

10月和11月，生产和出口增速较强。9月底的增量宏观政策，在一定程度上改善消费和房地产。预计**2024年四季度GDP同比为5.0%，2024年GDP同比为4.9%**，2024年料将完成5%左右的经济增速目标。

预计**2025年中国GDP增速为4.7%**，四个季度的当季同比分别为4.9%、4.8%、4.6%、4.6%，呈前高后低走势。

2024年四季度经济运行主要有三条主线：**一是**受以旧换新政策以及车企年底冲量促销的影响，汽车的生产、投资、零售数据都较为景气。**二是**政策利好下，房地产相关的商品房销售、买地、居民中长期贷款、家电零售、家具零售和家装零售指标好转。**三是**美国加码打压中国高端芯片的发展，对中国电子设备相关的生产和投资都产生了冲击。

当前经济存在“抢出口”效果明显弱于2018年、汽车行业景气的可持续存疑、内需仍受房地产拖累等问题，建议政府：做好应对外部冲击加剧的预案、大力发展二手车市场和汽车金融、加快推进地方财税体制改革。

Export remains strong, focusing on domestic demand in future

Abstract

In October and November 2024, production and export growth rate performed better. Incremental macro policies in late September 2024, improved consumption and real estate to some extent. **GDP growth rate in the fourth quarter of 2024 is expected to be 5.0%**, and **GDP growth rate in 2024 is expected to be 4.9%**, which shows that the economic growth target of around 5% is expected to be accomplished in 2024.

China's **GDP growth rate is expected to be 4.7% in 2025**, with growth rate of 4.9%, 4.8%, 4.6%, and 4.6% in the four quarters respectively, showing a trend of first high and then low.

There are three main lines in the fourth quarter of 2024: 1. Due to the impact of the old-for-new policy and the year-end promotions of car companies, car production, investment, and retail sales indicators perform well. 2. With favorable policies, real estate-related commercial housing sales, land purchases, medium- and long-term residential loans, home appliance retail, furniture retail and home decoration retail indicators have improved. 3. United States has stepped up its efforts to suppress the development of high-end chips in China, which has had a negative impact on China's production and investment related to electronic equipment.

The current economy faces problems such as the "rush for exports" effect is significantly weaker than in 2018, the sustainability of the automobile industry's prosperity is in doubt, and domestic demand is still influenced by real estate. It is recommended that the government: prepare in advance to cope with increased external shocks, vigorously develop second-hand automobile market and automobile finance, and accelerate the reform of local government's fiscal and taxation systems.

一、GDP：生产和出口较强，预计 2024 年经济增速为 4.9%

四季度国内外经济形势出现以下变化：一是特朗普赢得美国大选，料将深刻改变当前的全球经贸和政治格局。一方面，美国对中国的贸易制裁将加码，美国对中国加征关税的路径还不明朗，直接影响中国经济未来走势。并且，特朗普是否会同时加码对中国的科技、金融、军事等领域的制裁还有待观察，从特朗普第一任期的表现来说，其政策缺乏可预测性，这将是中國外部环境面临的最大风险。另一方面，特朗普随意挥舞“关税大棒”、破坏二战以来建立的多边贸易体系，将使得全球政经格局面临的不确定性上升。近期，韩国弹劾总统、叙利亚反政府武装上台、法国总理辞职、德国总理未通过议会信任投票或许只是前奏。

二是 12 月美联储降息 25BP，最新点阵图显示 2025 年美联储将降息 50BP，较 9 月更加鹰派，2025 年全球金融市场波动将会加大。2024 年 12 月 18 日，美联储公布的议息会议通稿显示，12 月美联储降息 25BP 至 4.25%~4.5%，主要是通胀仍处于较高水平、失业率有所上升。最新的点阵图显示，2025 年美联储将降息 50BP，较 9 月时公布的 100BP 明显更为鹰派，当日，美国道琼斯、纳斯达克、标准普尔指数跌幅都超过 2.5%，美元指数上涨 1%至 108.03，美元兑人民币离岸汇率贬值突破 7.3。虽然中国货币政策以我为主，但若是人民币汇率贬值压力较大，也会掣肘国内货币政策空间。

三是拜登离任前、升级对中国科技制裁，中国回应明显更加强硬，美对高科技打压仍在“小院高墙”框架内，但特朗普上台后是否会突破该框架有待观察。近期，美国加码对中国的科技制裁，比如，美国限制台积电对华出口高端芯片、禁止对华出口 24 种设备、将 140 家中国企业列入实体清单、对中国芯片发起 301 调查等。中国对美国加码限制中国高端芯片发展的反应较 2019 年美国制裁华为时，明显更为强硬，主要是经过五年的发展，中国芯片的制造能力已经取得长足进步，标志是 2023 年搭载华为自研芯片的 Mate60 系列手机成功发布。另外，2024 年 12 月 13 日，中美续签《中美科技合作协定》，现有的事实表明，美国对中国的科技打压仍在“小院高墙”框架内，但特朗普上台后不一定会延续拜登的政策。

四是 12 月中央经济工作会议召开，2025 年宏观政策将更加积极有为，明确

2025 年九大工作重点，将提振消费放在首位。会议指出，外部环境变化带来的不利影响加深，国内需求不足，部分企业生产经营困难，群众就业增收面临压力，风险隐患仍然较多，要正视困难、坚定信心。明年财政政策的着力方向是提高赤字率、增加超长期特别国债支持“两重”“两新”、增加地方政府专项债等，货币政策的着力方向是降准降息、稳定人民币汇率、创新金融工具等。明年的九大工作任务为大力提振消费、以科技创新引领新质生产力、推动标志性改革举措落地见效、稳外贸外资、有效防范化解重点领域风险、促进城乡融合、加大区域战略实施力度、绿色转型、保障和改善民生。

10 月和 11 月，生产和出口较强，投资和消费偏弱，预计四季度 GDP 同比为 5.0%，2024 年全年 GDP 同比为 4.9%。生产方面，规上工业增加值增速保持平稳，私企增加值增速走弱，化学制造、黑色系、农副食品加工和食品制造、汽车制造的增加值增速反弹。**投资方面**，民间投资增速降至-0.4%，房地产投资增速仍处于低位，制造业和基建投资增速保持韧性。**消费方面**，只有粮油食品、房地产相关、汽车、娱乐零售增速较强，多数商品零售增速较 9 月回落。**出口方面**，11 月出口增速弱于预期，对美出口份额略有回落，“抢出口”明显弱于 2018 年，汽车和船舶出口增速走弱。**物价方面**，CPI 当月同比回落，PPI 当月同比负增长，价格低迷反映供过于求。**政策方面**，降准降息难以提振企业信贷需求，企业家对经济前景顾虑较多；财政支出侧重基建和化债，民生相关的财政支出增速偏弱。

展望 2025 年，主要有四点判断。一是 2025 年上半年外部环境将会好于下半年，特朗普不太可能一上台立即对中国加征 60%的关税。目前美国国内通胀有抬头趋势，为缓解美国国内通胀压力，美国对中国加征关税大概率是渐进式的。二是“抢出口”效果预计弱于 2018 年，2025 年上半年出口增速估计不会超过 4.5%（按美元计）。三是根据市场对 2025 年财政政策力度的预期，预计可以拉动消费约 2~3 个百分点，拉动投资约 7~8 个百分点。根据市场预期，2025 年的目标赤字率可能在 3.5~4.0%之间，超长期特别国债可能在 2.5~3 万亿元之间（其中约 1 万亿元用于补充国有银行资本金），新增专项债可能在 4.5~5 万亿元之间。四是 2025 年房地产投资增速仍有下行压力，但增速降幅可能会小于 2024 年。根据 2024 年底的中央经济工作会议通稿，2025 年稳定房地产投资主要靠城中村和危旧房改造，以及合

理控制新增房地产用地供应，预计 2025 年房地产投资增速仍有下行压力，但考虑到基数偏低，2025 年房地产投资增速降幅可能小于 2024 年。

如表 1 所示，预计 2025 年中国 GDP 增速为 4.7%，四个季度的当季同比分别为 4.9%、4.8%、4.6%、4.6%。2025 年上半年“抢出口”对经济增速仍有一定支撑作用，下半年宏观政策将对冲部分出口下行压力，整体来看，2025 年经济增速呈现前高后低走势。

另外，根据北大汇丰智库中长期经济增速模型，如表 2 所示，报告对 2026 年至 2035 年中国中长期经济增速进行测算，预计 2026 年至 2030 年平均经济增速为 4.2%，2031 年至 2035 年平均经济增速为 3.8%，2026 年至 2035 年平均经济增速为 4.0%。

表 1：对 2025 年经济增速的预测

	GDP 同比	社消累计同比	固投累计同比	出口累计同比（按美元计）
2025q1	4.9%e	3.0%e	4.0%e	5.5%e
2025q2	4.8%e	3.7%e	4.1%e	3.1%e
2025q3	4.6%e	3.9%e	4.8%e	1.1%e
2025q4	4.6%e	4.1%e	5.6%e	0.0%e
2025	4.7%e	4.1%e	5.6%e	0.0%e

注：每个季度为 GDP 当季同比，e 代表预测值。2025 年 GDP 季度增速预测根据支出法构建预测模型，假定 2025 年各季度社消、固投、出口增速后，根据回归模型计算 2025 年 GDP 当季同比。

数据来源：自行整理。

表 2：对 2026-2035 年中长期经济增速的预测

	GDP	L	K	A
十四五（2021-2025）平均增速	5.2%	0.0%	9.2%	0.1%
十五五（2026-2030）平均增速	4.2%e	-0.5%e	8.0%e	0.0%e
十六五（2031-2035）平均增速	3.8%e	-0.6%e	7.0%e	0.1%e
2026-2035 平均增速	4.0%e	-0.5%e	7.5%e	0.1%e

注：使用 Solow 模型估计潜在经济增速，并根据奥肯定律假设产出缺口后，对 2026-2035 年的中长期经济增速进行预测。L 指的是就业人口劳动时长，K 指的是根据永续盘存法计算的资本存量，A 指的是全要素生产率。e 代表预测值。

数据来源：自行整理。

二、生产：工业增加值增速保持平稳，汽车制造增速大幅反弹

规上工业增加值增速保持平稳，国企和股份制企业增速平稳，私企增速受美国加税预期和美国加码对中国半导体制裁影响走弱。10月和11月，规模以上工业增加值实际同比为5.3%和5.4%，Wind一致预期为5.6%和5.2%，9月为5.4%；规模以上工业增加值环比增长0.41%和0.46%，9月为0.59%。其中，10月和11月，国企增加值同比分别为3.8%和3.9%，9月为3.9%；股份制企业增加值同比分别为5.9%和6.0%，9月为6.2%；私企增加值同比分别为4.8%和4.5%，9月的5.6%。国企增加值增速较为平稳，主要是政策支持设备更新以及钢厂在盈利改善下积极扩产。股份制企业增加值增速基本平稳，是工业增速的主要支撑，主要是汽车制造厂在扩产。私企增加值增速出现明显回调，主要是特朗普上台后美国加税将影响未来新增订单、进而导致私企谨慎扩产，以及美国加码对中国半导体制裁导致电子设备制造产能受限。考虑到基数效应、美国将对中国加征关税的影响，预计2025年一季度工业增加值当月增速将会震荡回落。

分门类来看，采矿业增加值增速先升后降，制造业增加值增速反弹，电力热力燃气水增加值增速回落。如图1所示，10月和11月，采矿业增速为4.6%和4.2%，9月为3.7%；制造业增速分别为5.4%和6.0%，9月为5.2%；电力热力燃气水增速分别为5.4%和1.6%，9月为10.1%。受油价回落影响，11月采矿业增加值增速回落。受“两新”政策影响，制造业增加值增速反弹，但可持续性存疑。由于今年11月北方气温偏高，用电需求偏弱，导致电力热力燃气水的增加值增速回落。

如表3所示，制造业增加值增速反弹主要靠化学制造、黑色系、农副食品加工和食品制造、汽车制造四条主线支撑，美国对中国半导体打压加码已经开始导致电子设备制造增速走弱。一是海外加征关税加速国内服装、鞋袜等劳动密集型产能外迁，但上游仍需要依赖中国化学材料的供应，支撑中间品化学原料和化学制品制造业增加值增速走高。11月，化学原料和化学制品制造业增加值增速为9.5%，较9月增加4.9个百分点。二是中国钢厂的设备更新导致成本下降以及钢材出口结构向更高附加值转变，支撑黑色金属冶炼和压延加工业增加值增速反弹。11月，黑色金属冶炼和压延加工业增加值增速为6.7%，较9月增加4.0个百分点。三是

受“双十一”以及春节备货影响，农副食品加工和食品制造增加值增速反弹。11月，农副食品加工业增加值增速为4.7%，较9月增加3.0个百分点；食品制造业增加值增速为5.8%，较9月增加1.7个百分点。**四**是由于以旧换新政策影响以及国内消费者对国内汽车品牌认可度提升，汽车制造业增加值增速大幅反弹。11月，汽车制造业增加值增速为12.0%，较9月增加7.4个百分点。**五**是由于美国限制台积电对中国出口先进制程芯片，电子设备制造增加值增速回落。11月，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速为9.3%，较9月回落1.3个百分点。

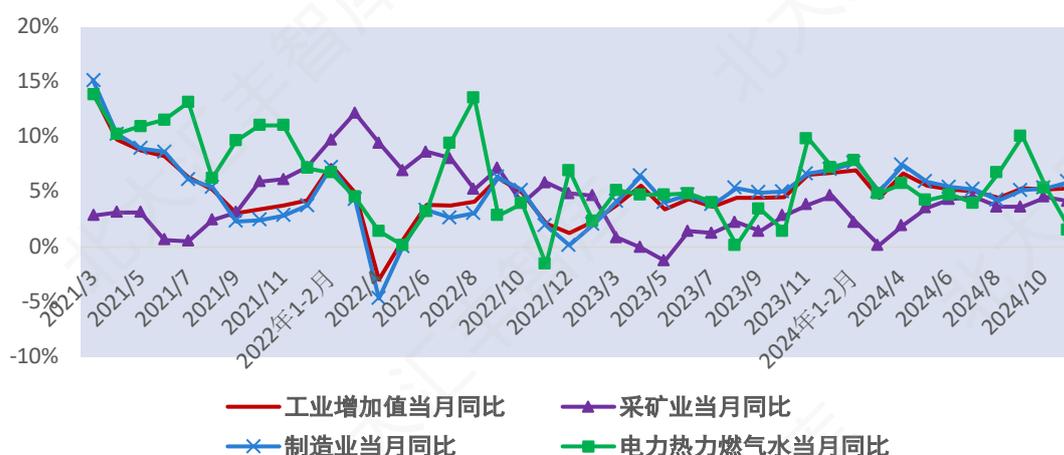


图 1: 规模以上工业增加值增速
数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

表 3: 19 个细分制造业行业增加值增速

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	3.7%	化学原料和化学制品制造业	9.5%	通用设备制造业	4.4%	农副食品加工业	4.7%	医药制造业	5.4%
石油和天然气开采业	5.3%	橡胶和塑料制品业	7.7%	专用设备制造业	3.0%	食品制造业	5.8%	汽车制造业	12.0%
		非金属矿物制品业	-2.3%	电气机械和器材制造业	5.2%	酒、饮料和精制茶制造业	1.5%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	7.9%
		黑色金属冶炼和压延加工业	6.7%			纺织业	5.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	9.3%
		有色金属冶炼和压延加工业	7.4%						
		金属制品业	6.0%						

注: 表格中数值是 2024 年 11 月不同行业增加值的同比, 绿色代表负值, 红色代表正值。曲线是 2024 年 1-2 月至 2024 年 11 月不同行业工业增加值的当月同比 (1-2 月除外) 的走势。

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

服务业生产指数增速先升后降。10 月和 11 月，全国服务业生产指数同比增长 6.3%和 6.1%，9 月是 5.1%。分行业看，10 月和 11 月，信息传输、软件和信息技术服务业生产指数同比为 9.5%和 9.3%，9 月为 11.4%；租赁和商务服务业生产指数同比为 8.8%和 9.3%，9 月为 9.7%；金融业生产指数同比为 10.2%和 8.8%，9 月为 6.5%。10 月和 11 月，服务业商务活动指数均为 50.1%，9 月为 49.9%。

城镇调查失业率为 5.0%，企业就业人员周平均工作时间为 48.9 小时。10 月和 11 月，全国城镇调查失业率均为 5.0%，9 月为 5.1%。11 月，16-24 岁、25-29 岁、30-59 岁非在校生城镇劳动力失业率为 16.1%、6.7%、3.8%，较 9 月减少 1.5、持平、减少 0.1 个百分点。11 月，全国企业就业人员周平均工作时间为 48.9 小时，较 9 月增加 0.1 个小时。

三、投资：增速偏弱，汽车制造投资增速反弹

投资增速偏弱，民间投资增速回落。如图 2 所示，1-10 月和 1-11 月，固定资产投资同比增长 3.4%和 3.3%，Wind 一致预期为 3.5%和 3.4%，1-9 月为 3.4%。10 月和 11 月，固定资产投资环比为 0.16%和 0.1%，9 月为 0.65%。从企业注册类型来看，1-10 月和 1-11 月，国有投资增速为 6.2%和 6.1%，1-9 月为 6.1%；民间投资增速为-0.3%和-0.4%，1-9 月为-0.2%。其中，1-10 月和 1-11 月，扣除房地产开发投资，民间投资增长 6.3%和 6.2%，1-9 月为 6.4%。剔除房地产开发投资后，民间投资增速略有回落，可能受美国限制台积电对华出口先进芯片的影响。考虑到基数效应以及增量政策逐渐生效，预计 2025 年一季度投资累计增速将在现有水平震荡。

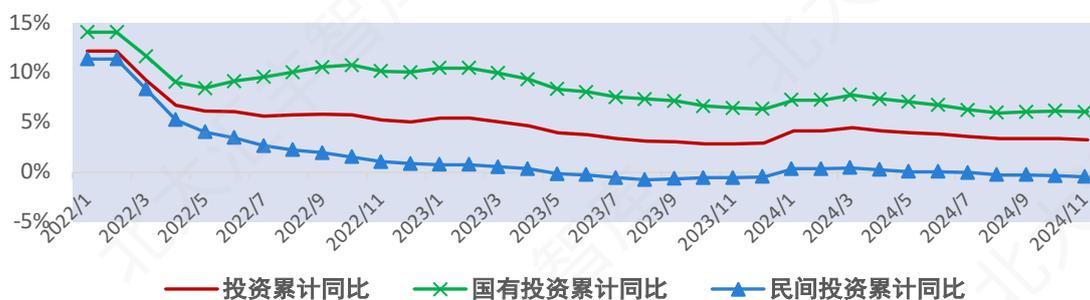


图 2：固定资产投资增速

注：累计同比指的是当年 1 月至截止月份的合计数较上年同期的变化百分比，下同。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要行业来看，房地产投资增速仍处于低位，制造业和基建投资增速保持韧性。如图 3 所示，从主要行业投资的单月增速（1-2 月除外）来看，10 月和 11 月，制造业投资增速为 10.0%和 9.3%，9 月为 9.7%；基建投资增速为 10.0%和 9.8%，9 月为 17.5%；房地产投资增速为-12.3%和-11.6%，9 月为-9.4%。



图 3：制造业、基建和房地产投资增速

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

如表 4 所示，制造业细分行业投资中，汽车制造和纺织业投资增速反弹，电机制造、电子设备制造、医药制造投资增速回落。一是以旧换新推动汽车零售景气进而带动汽车制造投资反弹。11 月，汽车制造业投资增速为 7.2%，较 9 月增加 1.4 个百分点。二是设备更新带动纺织业投资增速反弹。根据工信部政策，预计到 2027 年，纺织业完成设备更新超 25 万台（套），拉动投资 2500 亿元。11 月，纺织业投资增速为 16.2%，较 9 月增加 1.6 个百分点。三是受美国对中国半导体制裁加码影响，电机制造、电子设备制造投资增速放缓。11 月，电机机械和设备投资增速为-3.4%，较 9 月减少 1.8 个百分点；计算机、通信和其他电子设备制造业投资增速为 12.6%，较 9 月减少 0.5 个百分点。四是由于带量采购导致药企转向低价销售以及国内创新药研发能力有限，导致医药制造投资增速下滑。11 月，医药制造业投资增速为 6.0%，较 9 月减少 1.4 个百分点。

表 4：13 个细分制造业行业投资增速

上游材料		中游装备		下游劳动密集型		下游技术密集型	
化学原料和化学制品制造业	9.6%	通用设备制造业	14.9%	农副食品加工业	18.2%	医药制造业	6.0%
有色金属冶炼和压延加工业	25.3%	专用设备制造业	11.7%	食品制造业	24.5%	汽车制造业	7.2%
金属制品业	16.3%	电气机械和器材制造业	-3.4%	纺织业	16.2%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	30.6%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	12.6%

注：表格中数值是 2024 年 11 月不同行业投资的累计同比；绿色表示负值，红色表示正值；曲线是 2024 年 1 月以来，不同行业投资累计同比的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

基建投资增速保持在较高水平，主要是今年新增专项债发行节奏后置。据统计，今年 10 月底，3.9 万亿元新增专项债额度已全部发行完毕，今年 8 月和 9 月是发行高峰期，分别发行 8051 和 10329 亿元，占 3.9 万亿元新增专项债额度的 47%。根据企业预警通不完全统计，2024 年 8 月 1 日至 10 月 31 日合计发行的新增专项债中，31.1%投向市政和产业园区基础设施，7.5%投向棚户区改造，7.5%投向铁路，6.6%投向医疗卫生、6.2%投向农林水利。

房地产投资增速仍处于低位，新开工面积、施工面积、竣工面积增速降幅仍在扩大，但销售面积、销售额、到位资金、100 大中城市土地成交面积增速有所改善。11 月，商品房新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、到位资金累计同比分别为-23.0%、-12.7%、-26.2%、-14.3%、-19.2%、-18%，分别较 9 月减少 0.8、减少 0.5、减少 1.8、增加 2.8、增加 3.5、增加 2.0 个百分点。10 月和 11 月，100 大中城市土地成交面积当月同比分别为-12.1%和 43.7%，9 月为 34.6%。国有土地出让收入降幅也有所收窄，央企、国企和地方国资是拿地主力，是否有可持续性仍待观察。1-11 月，国有土地使用权出让收入同比为-22.4%，1-9 月为-24.6%。

四、消费：增速偏低，多数商品零售增速走弱

政策利好对消费提振效果有限，商品零售由于“双 11”提前分流影响、11 月增速回落，餐饮消费增速回升。10 月和 11 月，社会消费品零售总额增速为 4.8%

和 3.0%，Wind 一致预期为 3.9%和 5.3%，9 月为 3.2%。其中，10 月和 11 月，商品零售增速为 5.0%和 2.8%，9 月为 3.3%；餐饮消费增速为 3.2%和 4.0%，9 月为 3.1%。据报道，2024 年 1 万亿元的超长期特别国债中，7000 亿元用于“两重”项目，3000 亿元用于支持“两新”工作。2024 年 1-11 月的社消总额为 44.3 万亿元，其中，商品零售为 39.3 万亿元，即便 3000 亿元超长期特别国债全部用于支持以旧换新，对消费的提振效果也非常有限。考虑到基数效应、春节假期影响以及化债政策对企业流动性的改善，预计 2025 年一季度社消当月增速可能在现有水平震荡。

从经营地来看，城镇和乡村消费增速都偏弱，城镇消费增速更弱。10 月和 11 月，城镇消费增速为 4.7%和 2.9%，9 月为 3.1%；乡村消费增速为 4.9%和 3.2%，9 月为 3.9%。乡村消费只占社消比例的 13.6%，提振消费还是应该从城镇着手。

如图 4 所示，从限上商品零售细分行业来看，只有粮油食品、房地产相关、汽车、娱乐零售增速较强，多数商品零售增速较 9 月回落。一是必选消费中，只有粮油食品零售增速坚挺，粮油食品属于易耗品。11 月，粮油食品零售增速为 10.1%，较 9 月回落 1.0 个百分点。二是房地产销售好转以及以旧换新政策影响，房地产相关的家电、家具、家装零售增速较强。11 月，家用电器和音像器材类、家具类、建筑及装潢材料类零售增速分别为 22.2%、10.5%、2.9%，分别较 9 月增加 1.7、10.1、9.5 个百分点。三是年末车企冲量促销以及以旧换新政策支撑，汽车零售增速好转，但这会提前透支购车需求，可持续性存疑。11 月，汽车零售增速为 6.6%，较 9 月增加 6.2 个百分点。四是受“谷子经济”支撑，娱乐消费增速较好。“谷子经济”（goods economy）指的是二次元相关的纪念品和周边，深受年轻人青睐。11 月，体育娱乐用品类零售增速为 3.5%，较 9 月减少 2.7 个百分点，但依然高于平均消费增速。

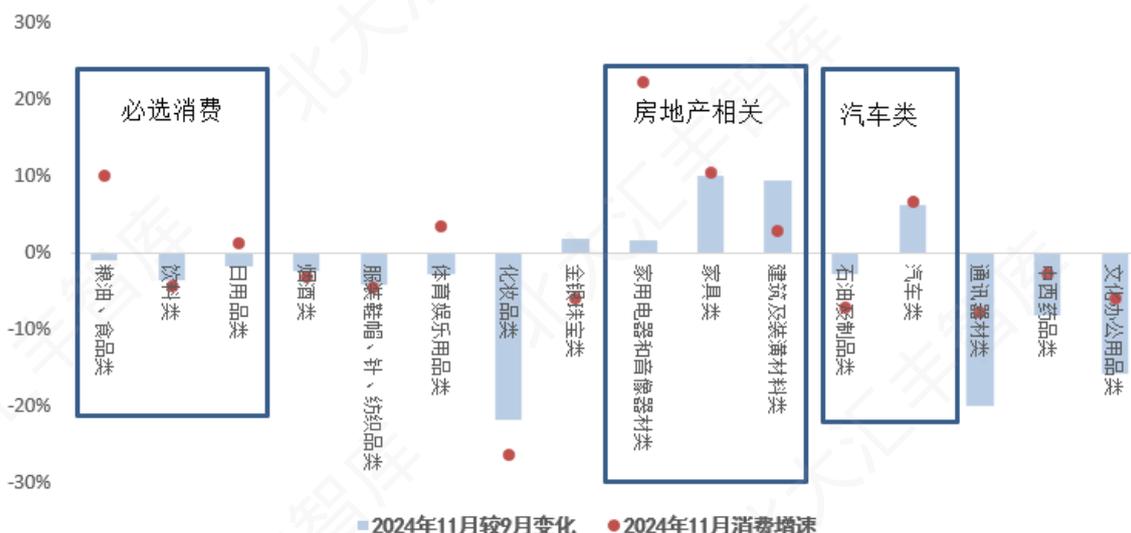


图 4：15 个细分行业消费增速
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

五、外贸：出口增速较强，但汽车和船舶出口增速走弱

“抢出口”下，11月出口增速弱于预期，外需不如预期中的强劲；进口增速降幅扩大，显示内需疲软；贸易顺差保持高位。按美元计，10月和11月，出口金额为3090.6亿美元和3123.1亿美元，同比增长12.7%和6.7%，Wind一致预期增速为5.1%和8.7%，9月增速为2.4%；进口金额为2133.4亿美元和2148.7亿美元，同比增速为-2.3%和-3.9%，Wind一致预期增速为0%和0.6%，9月增速为0.3%；贸易顺差为957.2亿美元和974.4亿美元，处于较高水平。10月出口高增长主要是由于低基数和9月台风天气导致部分商品延后出口；11月出口增速低于预期，说明“抢出口”的效果不如预期强劲，主要是外需弱于预期，以及中国下调部分商品出口退税率，2025年上半年不应对“抢出口”抱有过高期待。

出口增速不弱，“抢出口”下，中国对东盟的转口贸易强劲以及对美出口保持韧性，但对欧盟的出口占比明显回落，主要受汽车和船舶出口需求下滑影响。一是考虑到特朗普上台后，关税政策将会变化，中国加快对东盟的转口贸易出口，但可持续性存疑。11月，中国对东盟出口增长14.9%，较9月增加9.4个百分点；对东盟的出口份额为17.2%，较9月增加1.9个百分点。二是从出口金额来看，对美出口仍然保持韧性，但“抢出口”明显弱于2018年。11月，中国对美国出口金额为

493.1 亿美元，仅比 9 月多增 2.9 亿美元，占中国出口金额的 15.1%，较 9 月回落 0.3 个百分点，相较于 2018 年 3 月美国宣布对中国加征关税后，中国对美出口份额阶段性增加了 1 到 2 个百分点来说，这轮“抢出口”明显弱于 2018 年。三是中国对欧盟的出口占比回落，可能与汽车和船舶出口增速走弱有关。一方面，欧盟对中国新能源汽车加征关税，导致中国汽车出口下降。另一方面，由于全球船舶新增订单减少，中国船舶出口增速走弱。11 月，中国对欧盟的出口份额为 13.1%，较 9 月减少 0.7 个百分点；中国的汽车出口增速为-7.7%，较 9 月减少 33.4 个百分点；中国的船舶出口增速为 6.0%，较 9 月减少 107.8 个百分点。考虑到“抢出口”仍将持续一段时间以及基数效应，预计 2025 年一季度出口增速将会在现有水平保持韧性。

进口增速降幅扩大，主要是国产替代、国内需求疲软以及台积电限制对华高端芯片出口。一是中国加大新能源汽车和消费电子以旧换新力度，国产汽车和电子产品品牌越来越受到国内消费者认可，国产替代导致对相关产品的进口下降。11 月，汽车（包括底盘）进口金额同比下降 28.9%，连续四个月负增长；11 月，苹果手机销量 434.7 万台，国内销量排名第三，落后于小米和华为，而在 2023 年，苹果销量排名国内第一。二是由于内需偏弱，对主要商品的进口增速全都负增长。11 月，中国的农产品、铁矿石、原油、机电产品进口增速分别为-15.1%、-19.6%、-4.7%、-1.7%。三是由于台积电限制对华高端芯片出口，中国对中国台湾的进口增速放缓。11 月，中国对中国台湾进口增速为 4.5%，较 9 月减少 6.5 个百分点。考虑到基数效应、内需偏弱以及中美博弈，预计 2025 年一季度进口增速将在现有水平震荡。

从 10 个主要出口国家和地区来看，11 月，除韩国、俄罗斯和中国香港外，中国对其他国家和地区出口正增长；除俄罗斯和中国香港外，中国对其他国家和地区出口增速较 9 月反弹。如图 5a 所示，按美元计，11 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港和巴西出口增速分别为 8.0%、7.2%、6.3%、-2.6%、14.9%、2.1%、-2.5%、10.8%、-2.7%和 10.1%，分别较 9 月增加 5.8、增加 5.9、增加 13.5、增加 6.7、增加 9.4、增加 11.4、减少 19.1、增加 11.5、减少 8.4、增加 1.5 个百分点。11 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国香港和巴西的出口金额占中国出口金额的比例分别

为 15.1%、13.1%、4.5%、3.9%、17.2%、3.3%、3.2%、5.2%、8.4%、1.8%，较 9 月分别减少 0.3、减少 0.7、增加 0.2、增加 0.1、增加 1.9、减少 0.1、减少 0.5、增加 0.5、减少 1.2 个百分点，以及持平。不管从增速还是占比来看，中国对东盟的出口明显改善，主要是厂商担忧特朗普上台导致关税税率上调，加快了对东盟的转口贸易，但这不具有可持续性。由于欧盟经济走弱，中国对欧盟出口份额明显下降。“抢出口”背景下，中国对美国出口份额小幅减少，说明美国经济也在走弱，明年“抢出口”效果将明显低于 2018 年，投资者应降低对“抢出口”提振出口的预期。



图 5a：中国对主要国家和地区的出口增速

注：出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从 10 个主要进口国家和地区来看，11 月，除韩国、非洲和中国台湾外，中国对其他国家和地区进口负增长；除日本、韩国、俄罗斯和非洲外，中国对其他国家和地区进口增速较 9 月回落。如图 5b 所示，按美元计，11 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西进口增速分别为 -11.2%、-6.6%、-2.5%、7.1%、-3.0%、-15.4%、-6.5%、8.3%、4.5%和-23.5%，分别较 9 月减少 17.9、减少 3.1、增加 4.6、增加 4.6、减少 7.3、减少 0.3、增加 1.9、增加 16.7、减少 6.5、减少 9.8 个百分点。11 月，中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟、印度、俄罗斯、非洲、中国台湾和巴西的进口金额占中国进口金额的比例分别为 5.8%、10.1%、6.4%、7.5%、15.6%、0.6%、4.9%、4.6%、9.0%和 4.1%，较 9 月分别减少 0.4、减少 0.3、增加 0.4、增加 0.4、减少 0.9、增加 0.1、增加 0.1、

增加 0.7、减少 0.3、减少 0.3 个百分点。中国对中国台湾的进口明显减少，主要是中国台湾限制对华先进芯片的出口，在美国对中国科技战不断加码的背景下，未来中国对中国台湾的进口增速还将继续回落。中国对东盟的进口占比的回落，在一定程度上也反映出国内对美国限制东盟作为中国转口贸易地的担忧，已经开始减少对东盟原材料和中间品的进口，未来中国对东盟出口在“抢出口”效应消失后、增速料将回落。



图 5b：中国对主要国家和地区的进口增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要出口商品来看，11月，主要商品出口正增长；主要商品出口增速较9月反弹；机电产品中，自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备出口增长较快，汽车出口增速转负，船舶出口增速放缓。如图 6a 所示，按美元计，11月，农产品、劳动密集型产品和机电产品的出口增速分别为 7.4%、3.8%和 7.9%，较 9 月分别增加 7.7、11.3 和 4.9 个百分点。机电产品中，11 月，手机、自动数据处理设备及其零部件、家用电器、集成电路、通用机械设备、汽车（包括底盘）、船舶的出口增速分别为-0.6%、16.2%、10.1%、11.0%、14.0%、-7.7%、6.0%。欧盟对中国新能源汽车加征关税政策生效后，中国汽车出口增速明显下降。考虑到明年全球贸易可能会收缩，船舶新增订单减少，预计船舶出口增速还将走弱。



图 6a: 中国主要出口商品增速

注：劳动密集型商品包括纺织纱线、织物及其制品，服装及衣着附件，鞋靴，家具及其零件，以及玩具。出口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要进口商品来看，11月，主要进口商品负增长；除原油外，农产品、铁矿石和机电产品进口增速较9月回落。如图6b所示，按美元计，11月，农产品、铁矿石、原油和机电产品进口增速分别为-15.1%、-19.6%、-4.7%和-1.7%，分别较9月减少18.5、减少11.6、增加6.1和减少6.8个百分点。由于原油价格下降，刺激原油进口数量大幅上升。11月，原油进口数量增长14.3%，较9月增加14.8个百分点。由于国内房地产施工低迷，对铁矿石进口数量增速偏弱。11月，铁矿石进口数量增速为-0.9%，较9月减少3.8个百分点。



图 6b: 中国主要进口商品增速

注：进口增速指的是当月同比。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

六、汇率：阶段性贬值，受美元指数上涨影响

四季度，人民币汇率（使用直接标价法，即 1 美元折合若干人民币，下同）大幅贬值。如图 7 所示，人民币汇率从 9 月 30 日的 7.02 贬至 12 月 18 日的 7.29，贬值 3.8%。人民币兑美元中间价在 9 月 30 日至 11 月 5 日之间与人民币即期汇率相当，自 11 月 6 日开始明显低于人民币即期汇率，12 月 18 日为 7.19，央行试图引导人民币汇率不要过快贬值。

人民币汇率贬值主要由美联储宽松预期降温以及加征关税预期导致，但人民币汇率贬值幅度低于美元指数升值幅度，人民币汇率仍有经常账户顺差支撑。由于美国 CPI 增速仍处于高位以及美国失业率小幅抬头，从 10 月开始，市场对 12 月美联储宽松预期降温，12 月的点阵图则是对 2025 年美联储降息放缓的预期，推动美元指数持续走高。10 月 1 日至 12 月 18 日，人民币汇率贬值 3.8%，美元指数升值 6.5%。由于中国大规模的经常账户顺差带来的结汇需求，支撑人民币贬值幅度低于美元指数升值幅度。考虑到美联储货币政策偏鹰以及“抢出口”下中国经常账户仍将有大量顺差，预计 2025 年一季度人民币汇率可能会在 7.4 内震荡。但由于特朗普上台后政策不确定性较大，人民币汇率从中长期来看，贬值压力仍然存在。

FDI 增速低迷，外资减持人民币的股票和债券。从外资中长期投资来看，由于中国市场竞争更加激烈，FDI 增速低迷。根据商务部口径，1-10 月和 1-11 月，实际使用外资 975.5 和 1039.9 亿美元（人民币折算），同比为-28.9%和-29.0%，1-9 月为-29.3%。从外资短期投资来看，外资减持人民币股票和债券。10 月和 11 月，根据外管局数据，银行涉外代客收付款中的证券投资净流出 258.0 和 457 亿美元；根据中国债券信息网数据，境外机构减持银行间债券 131.5 和 53.7 亿美元（人民币折算）。前两项数据相减，大致估算，外资减持股票 126.5 和 403.3 亿美元。



图 7：人民币兑美元汇率走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

七、物价：CPI 当月同比回落，PPI 当月同比触底反弹

CPI 方面，如图 8 所示，10 月和 11 月，CPI 当月同比分别为 0.3% 和 0.2%，Wind 一致预期分别为 0.4% 和 0.5%，9 月为 0.4%；CPI 环比同比分别为 -0.3% 和 -0.6%，低于 9 月的 0%。其中，10 月和 11 月，食品价格当月同比分别为 2.9% 和 1.0%，环比为 -1.2% 和 -2.7%；非食品价格当月同比分别为 -0.3% 和 0%，环比为 0% 和 -0.1%。

CPI 当月同比回落，主要是食品价格超季节性回落，但核心 CPI 当月同比略微反弹。一是由于气温创 1961 年以来的同期最高，生鲜食品供应充足，鲜菜、猪肉、鲜果价格明显回落。11 月，鲜菜、鲜果、猪肉价格当月同比分别为 10.0%、-0.3%、13.7%，较 9 月分别减少 12.9、7.0、2.5 个百分点。二是以旧换新政策影响下，家电、交通工具价格有触底回升迹象，但相关价格可能包括政策补贴。11 月，家用器具价格当月同比为 -3.1%，较年内 10 月的低点 -3.3% 略有回升；交通工具价格当月同比为 -4.8%，较年内 7 月低点的 -5.6% 小幅回升。三是核心 CPI 当月同比略微反弹，但仍然偏弱。11 月，核心 CPI 当月同比为 0.3%，较 9 月增加 0.2 个百分点。考虑到基数效应、降温后果蔬价格将会反弹、国际油价低位盘整以及春节错位影响，

预计 2025 年一季度 CPI 当月同比将呈 V 型走势、1 月有望突破 1%。



图 8：CPI 和核心 CPI 当月同比
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

PPI 方面，如图 9 所示，10 月和 11 月，PPI 当月同比分别为-2.9%和-2.5%，Wind 一致预期分别为-2.5%和-2.7%，9 月为-2.8%；环比分别为-0.1%和 0.1%，9 月为-0.6%。其中，10 月和 11 月，生产资料当月同比分别为-3.3%和-2.9%，环比均为 0.1%；生活资料当月同比分别为-1.6%和-1.4%，环比分别为-0.4%和 0%。

如表 5 所示，有色系、非金属矿物制品业和电力热力生产 PPI 当月同比明显反弹，但多数细分行业价格增速较 9 月回落。一是 11 月，锂、铅、锌等有色金属价格环比回升，带动有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格同比回升。11 月，有色金属矿采选业、有色金属冶炼和压延加工业价格同比为 18.5%、9.7%，较 9 月分别增加 2.6、3.8 个百分点。二是由于库存较低以及 9 月底政策加码后对房地产企稳的预期，水泥价格回升。11 月，非金属矿物制品业价格同比为-3.4%，较 9 月增加 1.7 个百分点。三是为缓解地方财政压力，部分地区上调公共服务价格，电力热力生产和供应业价格回升。11 月，电力热力生产和供应业价格同比为-0.9%，较 9 月增加 1.3 个百分点。四是 11 月大部分细分行业 PPI 同比没有明显起色，工业品价格仍然较为低迷。11 月，30 个细分行业中，17 个行业 PPI 同比较 9 月回落，1 个持平，13 个回升。考虑到低基数、中国限制部分关键有色金属和原材料出口，以及国际油价大概率维持现状，预计 2025 年一季度 PPI 当月同比将会震荡回升。



图 9：PPI 当月同比走势

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

表 5：30 个细分行业 PPI 当月同比

上游采矿		上游原材料		中游装备制造		下游劳动密集型		下游技术密集型	
煤炭开采和洗选业	-6.3%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.9%	通用设备制造业	-1.1%	农副食品加工业	-4.7%	医药制造业	-0.9%
石油和天然气开采业	-12.5%	石油、煤炭及其他燃料加工业	-11.6%			食品制造业	-1.8%	汽车制造业	-3.1%
黑色金属矿采选业	-9.1%	化学原料和化学制品制造业	-5.0%			酒、饮料和精制茶制造业	-1.1%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.2%
有色金属矿采选业	18.5%	化学纤维制造业	-2.1%			烟草制品业	-0.2%	计算机、通信和其他电子设备制造业	-2.5%
非金属矿采选业	-0.5%	橡胶和塑料制品业	-1.8%			纺织业	-1.9%	电力、热力生产和供应业	-0.9%
		非金属矿物制品业	-3.4%			纺织服装、服饰业	0.1%	燃气生产和供应业	-0.6%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-8.2%			造纸和纸制品业	-4.1%	水的生产和供应业	-0.5%
		有色金属冶炼和压延加工业	9.7%			印刷和记录媒介复制业	-1.4%		
		金属制品业	-1.8%						

注：表格中数值是 11 月不同行业的出厂价格同比，绿色代表负值，红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格同比 2024 年 1 月至 2024 年 11 月的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

八、政策：货币政策边际宽松，财政支出侧重基建和化债

货币政策方面，降准降息叠加化债，刺激居民贷款需求和改善企业流动性，但企业融资规模较去年同期全面收缩，企业家对未来经济前景仍然较为谨慎。更加宽松的货币政策和房地产调控政策的放松，对居民贷款买房有明显的提振作用，但对 M2 增速的拉动作用较弱，主要是居民买房的需求并未带动房企买地盖楼。2024 年 11 月部分化债资金拨付给企业，促使 M1 同比增速降幅收窄，随着化债资

金的继续拨付，企业流动性还望进一步改善。但是，企业的票据融资、短期和中长期贷款规模较去年同期明显收窄，说明企业融资意愿偏弱，这不是降准降息能够解决的。

从货币市场来看，资金流动性充裕。2024年9月1日至12月16日，DR007利率基本处于2%以内。10月，1年期和5年期LPR利率下调25BP。根据Wind数据，9月1日至12月16日，公开市场净回笼28273亿元。货币市场流动性非常充裕，促使债市走强。12月16日，1年期国债收益率为1.14%，较9月30日的1.41%下降19.1%；10年期国债收益率为1.72%，较9月30日的2.19%下降21.5%。

从金融数据来看，M2增速重新走弱，社融增速连续2个月维持在7.8%，M1增速降幅收窄；新增人民币贷款较去年同期大幅收缩，主要受企业贷款拖累，政策刺激下居民贷款有所改善。

M2增速方面，由于企业融资需求低迷，M2增速重新走弱。10月和11月，M2增速分别为7.5%和7.1%，9月为6.8%。

M1增速方面，由于部分化债资金拨付，M1增速降幅有所改善。考虑到2025年1月开始，M1口径将会纳入个人活期存款、非银行支付机构客户备付金，预计2025年起M1同比将会大幅反弹。10月和11月，M1增速分别为-6.1%和-3.7%，9月为-7.4%。

社融方面，社融增量主要靠政府债券和人民币贷款支撑，但两者较去年同期都有不同程度的收窄。10月和11月合计，社融增加3.7万亿元，同比减少5638亿元。其中，人民币贷款增加8188亿元，同比减少7769亿元；外币贷款减少1178亿元，同比减少973亿元；表外融资（委托贷款+信托贷款+银行承兑汇票）减少625亿元，同比增加1934亿元；企业债券增加3415亿元，同比增加849亿元；政府债券增加2.4万亿元，同比减少3554亿元；非金融企业股票融资增加711亿元，同比增加31亿元。10月和11月，社融存量增速均为7.8%，9月为8.0%。

新增人民币贷款方面，在以旧换新和放松房地产调控政策下，居民短期和中期贷款规模较去年同期改善；但企业加杠杆意愿不足，企业家对未来经济前景担忧较多，融资行为更加谨慎；在10月初股市阶段性上涨后，10月中旬至11月股市以调整震荡为主，非银贷款规模较去年同期明显收缩。10月和11月合计，新增

人民币贷款 1.1 万亿元，同比减少 7484 亿元。其中，居民短期贷款增加 120 亿元，同比增加 579 亿元；居民中长期贷款增加 4100 亿元，同比增加 1062 亿元；非金融企业短期贷款减少 2000 亿元，同比减少 1935 亿元；非金融企业中长期贷款增加 3800 亿元，同比减少 4488 亿元；票据融资增加 2917 亿元，同比减少 2351 亿元；非银金融贷款增加 399 亿元，同比减少 1482 亿元。

财政政策方面，增量财政政策侧重化债；受制于政府财力紧张，财政支出增速仍然偏弱。2024 年 11 月“6+4+2”化债政策出台后，有利于减轻地方政府的隐性债务偿还压力，进而改善工程项目的回款情况，但对政府的表内新增财政支出没有太大影响。2024 年 1-11 月，一般公共预算收入进度为年初计划的 81.3%（199010/244890），一般公共预算支出进度为年初计划的 85.8%（245053/285490）。虽然一般公共预算支出增速高于一般公共预算收入增速，但受量入为出和目标赤字率约束，财政支出扩张较为缓慢。事实上，1-11 月，一般公共预算收支差额达到 46043 亿元，高于年初 40600 亿元的目标赤字额，12 月财政支出增长空间有限。

财政收入方面，税收收入增速降幅收窄，但与进出口、房地产交易和持有、汽车交易相关税收增速回落；非税收入继续走高；地方政府卖地收入降幅收窄。1-11 月，全国一般公共预算收入 199010 亿元，同比为-0.6%（1-9 月：-2.2%）。其中，全国税收收入 161922 亿元，同比下降 3.9%（1-9 月：-5.3%）；非税收入 37088 亿元，同比增长 17%（1-9 月：13.5%）。1-11 月，国有土地使用权出让收入 32626 亿元，同比下降 22.4%（1-9 月：-24.6%）。**第一**，进出口相关税收增速回落，反映出外需回落以及内需低迷。1-11 月，进口环节增值税和消费税、关税、出口退税同比分别为-1.3%、-5.2%、7.6%，分别较 1-9 月减少 2.4、1.7、2.8 个百分点。**第二**，房地产交易和持有相关税收增速回落，主要受下调房地产税收政策影响。1-11 月，契税、房产税、土地增值税同比分别为-13.0%、18.0%、-8.1%，分别较 1-9 月减少 1.0、1.9、0.3 个百分点。**第三**，汽车交易相关税收增速回落，说明汽车零售增速的大幅增长主要受消费补贴政策的影响，补贴部分不计入税收。1-11 月，车辆购置税同比为-11.4%，较 1-9 月减少 0.8 个百分点。**第四**，非税收入高增对于企业而言并不算利好，特别是“远洋捕捞”异地抓捕事件频发，不利于稳定企业家信心。**第五**，地方卖地收入增速仍然处于大幅下降的阶段，但降幅略有收窄。考虑到买地的企业

主要是国资背景，而且时有发生退地行为，对于改善地方财政收入效果有限。

财政支出中，一般公共预算支出中，民生支出增速转正、但仍然很弱，基建支出增速明显反弹，债务付息支出增速仍然偏高。1-11月，全国一般公共预算支出245053亿元，同比增长2.8%（1-9月：2.0%）。其中，民生（包括教育、科学技术、文化体育与传媒、社会保障和就业、卫生健康支出）、基建（包括节能环保、城乡社区事务、农林水事务、交通运输支出）和债务支出增速分别为0.4%、6.1%、7.8%，较1-9月增加0.6、增加2.5、减少0.2个百分点。1-11月，民生、基建、债务支出占一般公共预算支出的比例分别为42.3%、22.6%、4.8%，分别较1-9月减少0.5、增加0.5、增加0.2个百分点。

九、当前宏观经济的主要问题和建议

1. “抢出口”效果明显弱于2018年，亟需做好应对外部冲击加剧的预案

相较于2018年美国对中国加征关税导致中国对美出口份额阶段性增加了1到2个百分点来说，这轮“抢出口”明显弱于2018年，叠加美国和欧盟经济增速2025年都出现放缓迹象，不应对2025年上半年的出口增速过于乐观。2024年11月，中国对美出口份额较9月下滑了0.3个百分点。

建议：对于政府而言，一是要提前做好应对外部冲击加剧的一揽子政策方案，必要时即时推出。如果外部冲击对国内经济的影响超预期，要及时推出增量宏观政策。二是建议将2025年GDP增速设置为5.0%左右，这样比较有弹性空间。2024年12月3日，新华社的文章《经济增速怎么看？》中提到，今年全年经济增长目标是5%左右，在5%的左一点或是右一点，都可以接受。说明目前的宏观政策框架更加注重经济发展质量和实事求是。三是2025年初宏观政策的落地执行宜早不宜迟。考虑到目前外部环境不确定性较大、内需偏弱、市场主体信心脆弱，这些因素共同决定了2025年初宏观政策执行宜早不宜迟，不然等到市场预期形成负向反馈再行动，政策成本更高。

2.汽车行业景气的可持续存疑,应大力发展二手车市场和汽车金融

目前,汽车行业的高景气度主要由下游零售高增长拉动,背后是以旧换新和新能源汽车车辆购置税减免政策的支持,暂时形成了汽车生产、投资和零售之间的良性循环。但机电制造投资增速降幅扩大,以及促进汽车消费政策提前透支了购车需求,汽车行业的景气可持续性存疑。

建议:对于政府而言,一是加大对二手车市场和汽车金融的支持力度。未来刺激汽车的消费需求还需从进一步释放存量置换需求入手,通过进一步发展二手车市场腾挪出新增购车需求,以及利用汽车金融,降低消费者购车资金门槛。目前,中国的二手车和新车销量比约 1:2,但海外发达国家约为 2:1,中国二手车市场还有较大发展空间。二是大力发展新能源汽车废旧动力电池回收再利用产业。新能源汽车中,电池成本占到 40%左右,发展新能源汽车废旧动力电池回收再利用产业可以降低新能源汽车的折旧率,提高二手车的估值,有利于二手车市场的发展。

3.内需仍受房地产拖累,应加快推进地方财税体制改革

中国房地产经过了 20 多年的快速发展,与投资和消费的绑定很深,短暂的政策刺激很难彻底扭转房地产市场的趋势。目前,商品房销售数据的改善明显带有“以价换量”的特点,而且,房地产投资增速、M2 增速、地方政府卖地收入增速未见明显起色,房地产市场距离企稳反弹还有距离,市场主体信心依然脆弱,市场需求疲软。

建议:对于政府而言,一是加快推进地方财税体制改革。要想提振内需,必须对目前土地财政的模式进行改革,降低地方政府的债务负担、增加地方财力,才能促使地方政府增加对当地经济和民生的投入,进而提振内需。可以通过推进消费税增收环节后移、健全直接税体系、开征数字税、完善资源税等增加地方财力。二是加快对闲置商品房的收储,降低新增商品房入市对房价的冲击。2024 年 12 月 16 日的国务院常务会议提到,允许地方政府专项债券用于支持收购存量商品房用作保障性住房。在对闲置商品房收储的过程中,要完善收储价格机制,要明确对闲置商品房的收储是为了稳定房地产市场的供需平衡、而不是为了救助房企,避免财政资金的浪费以及滋生寻租行为。



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库 (The PHBS Think Tank) 成立于 2020 年 7 月，旨在整合北京大学汇丰商学院各院属研究中心，统筹协调资源，重点从事有关宏观经济、国际贸易与投资、金融改革与发展、粤港澳大湾区可持续发展、城市与乡村发展、海上丝路沿线国家经济贸易与合作等领域的实证分析与政策研究，打造专业化、国际化的新型智库平台。北大汇丰智库由北京大学汇丰商学院创院院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颀、魏炜、林双林。



北大汇丰智库微信公众号



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

深圳市南山区丽水路2199号北京大学汇丰商学院 518055

Peking University HSBC Business School, Xili University Town, Shenzhen, China

TEL: (+86)755 2603 2270 EMAIL: thinktank@phbs.pku.edu.cn

<http://thinktank.phbs.pku.edu.cn>