

经济分析系列  
Economic Analysis Series

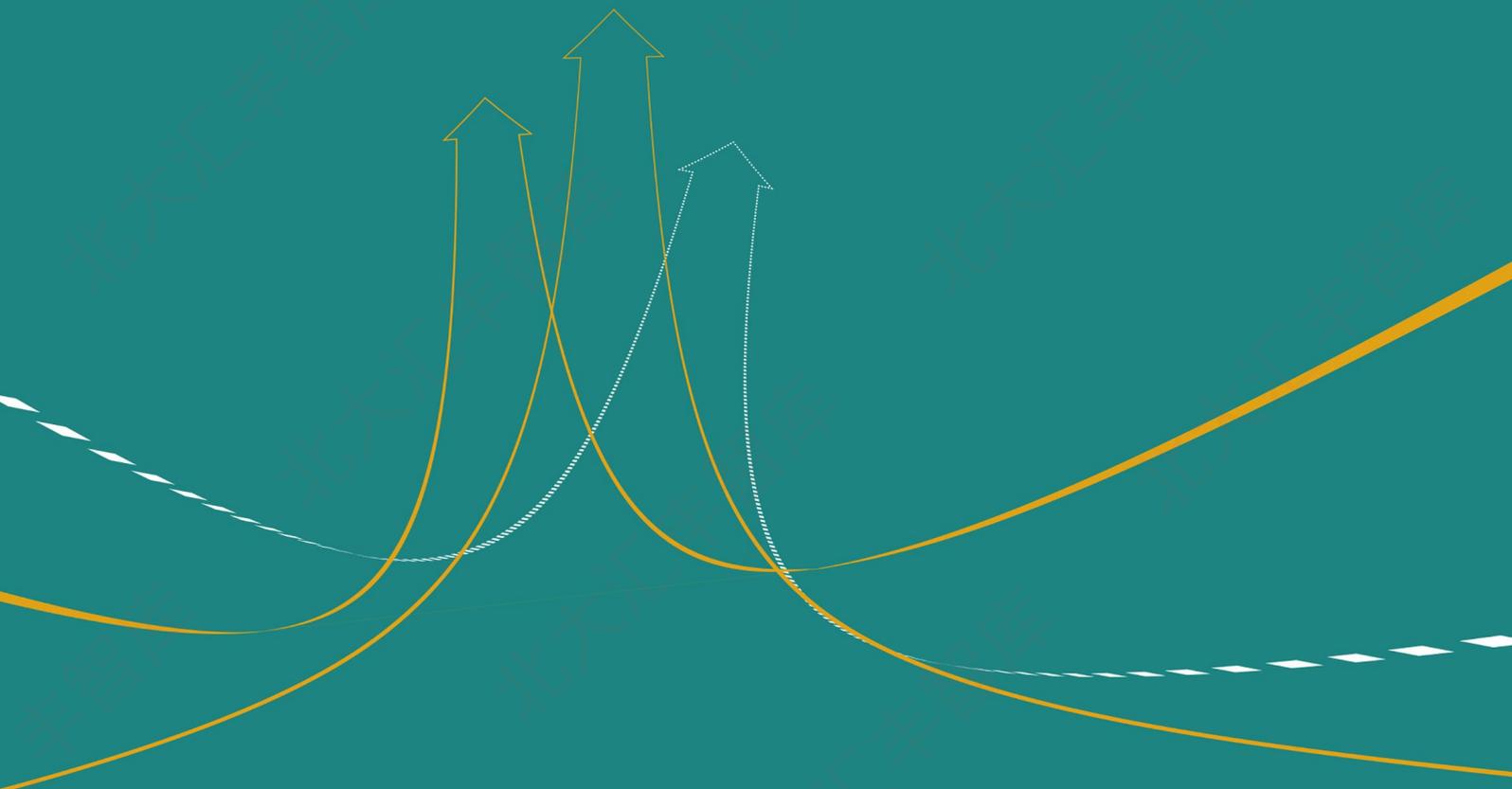


PHBS 智库  
北京大学汇丰商学院

2022年第四季度

# 宏观经济分析报告

抗疫之未欲暖乍寒，全年增长或低于3%



## 摘要

四季度市场预期改善，但经济下行压力仍然较大。由于中美元首会晤恢复沟通交流、美联储放缓加息、国内防疫优化以及房地产金融条件放松，市场预期更加乐观，有助于信心修复。但从高频数据来看，主要经济指标增速较三季度回落。受全国疫情多发广发影响，供需同时收缩。外需走弱，出口增速转负。货币政策配合财政支出较好地支撑了基建和制造业投资，房地产投资是主要拖累项，房地产金融条件放松的效果有待显现。消费降幅进一步扩大，通讯、家电和服装消费降幅领先。

从季初和季中的高频数据来看，经济下行压力仍然不小，预计四季度 GDP 增速为 2.7%，2022 年 GDP 增速为 2.9%，经济仍在低位运行。

展望 2023 年，考虑到市场对美联储加息放缓的一致性预期可能反转、疫情优化对经济复苏的影响可能是非线性的、国内经济基本面内生动能不足以及政策力度可能不及预期，明年的国内外经济形势依然复杂严峻。对 2023 年 GDP 增速的预测，中性条件下是 5%以上，乐观条件下可超过 6%。

建议将目标赤字率设置在 3.5%左右，适度提高国债规模，加强一般性财政支出对基建的直接支持，进一步盘活存量资金、加大利润上缴、充分发挥货币政策与财政政策的协同作用；防疫优化过程不确定较多，加强预期引导是关键，争取快速平息社会的恐慌情绪；出口拉动作用减弱，扩大内需要高度重视农村市场，多措并举提振农村消费，打造农村多元产业格局；明年金融脆弱性上升，需高度重视防范化解经济金融风险。

---

\* 北大汇丰智库经济组（撰稿人：邹欣）

成稿时间：2022 年 12 月 30 日

联系人：程云（0755-26032270，chengyun@phbs.pku.edu.cn）

## 一、GDP：四季度经济下行压力较大，明年国内外经济形势依然复杂严峻

四季度市场预期更加乐观，有助于居民和企业家信心的修复，主要是因为中美元首会晤恢复沟通交流、美联储放缓加息、国内防疫优化以及房地产金融条件放松。一是中美元首在 G20 会晤，这是中美元首在疫情暴发近三年的首次面对面会晤，也是拜登上台后中美元首的首次面对面会晤，还是中美完成各自国内重大政治议程后的首次会晤。中美之间将重新开展经常性交流，对于管控分歧、推进合作、引导预期有重要作用。二是美国 11 月 CPI 连续两个月低于预期，美联储 12 月加息幅度降至 50BP，乐观预期明年上半年美联储有可能会停止加息，人民币汇率贬值和资本外流的压力缓解。三是根据疫情形势变化，政府出台了二十条、新十条等优化落实疫情防控的措施，12 月 6 日的中央政治局会议通稿未提“动态清零”，人员流动要求放松，理论上有利于复工复产、物流恢复、消费复苏以及打破经济的负面反馈。四是房地产金融条件放松，有望稳住房地产投资进一步下跌的趋势。11 月以来，一行两会不断出台政策利好，“三箭齐发”（信贷、债券、股权）支持房企融资，叠加央行 9 月重启 PSL 支持保交楼，楼市迎来政策暖风。需要注意的是，房地产金融条件的放松并不意味房地产市场会像过去那样迎来史诗级行情，今年的中央经济工作会议依然坚持“房住不炒”的基调，目前的政策更多还是为了“稳地价、稳房价、稳预期”。

但从季初和季中的高频数据来看，增速较三季度回落，经济下行压力仍然不小，预计四季度 GDP 增速为 2.7%，2022 年 GDP 增速为 2.9%。一是 10 月和 11 月由于疫情扰动，供需两端较三季度都出现回落，经济高频数据走低。二是出口的拉动作用减弱，主要是以美国和欧洲为主的外需收缩，但贸易差额仍然保持顺差。三是固定资产投资保持韧性。货币政策配合财政支出较好地支撑了基建和制造业投资。11 月房地产投资增速降幅扩大，房地产金融条件放松的效果有望在 12 月显现。四是消费疲软，促消费政策的边际效应递减，汽车销售增速回落。五是 PPI 转负，CPI 见顶回落，CPI 和 PPI 之间维持一定幅度的剪刀差有利于中下游企业的利润修复。六是四季度房地产融资政策进一步放松，货币政策结构性宽松、价稳

量优，财政政策的新增空间有限，前期措施效果正在显现。

**展望 2023 年，中国宏观经济面临的国内外形势依然复杂严峻。**一是市场对美联储加息放缓的一致性预期有可能出现反转。此前美国官方就曾经错判了本轮通胀的持续性，认为通胀只是暂时性的。参考 20 世纪 70 年代美国大通胀的教训，美联储加息的节奏和幅度可能会时快时慢、时高时低，这对中国金融市场的稳定性提出较高挑战。另外，若是美联储停止加息甚至是降息，那就意味着美国经济进入实质性衰退，全球经济也将面临重大考验。二是防疫政策虽然有所优化，但在既不能“一封了之”又不能“一放了之”的要求下，如何平衡维持重症病例和死亡人数不大规模增加、医疗资源不出现挤兑和尽可能保持正常的生产生活秩序之间的关系，需要一段时间探索新的防疫模式，疫情优化对经济复苏的影响可能是非线性的。三是国内经济基本面内生动能不足。2023 年出口对经济增长的拉动作用将减弱甚至由于高基数可能成为拖累项；消费由于低基数可能有一定修复空间，但很难出现报复性反弹；投资在房地产投资低基数的背景下，加上基建投资和制造业投资的拉动，可能有一定的上涨空间，关键在于财政政策积极的程度。四是虽然国内物价水平尚在可控区间，但外部金融环境收紧，掣肘货币政策宽松空间，财政政策需发挥更主要的作用。然而，自疫情发生以来财政一直保持积极状态，地方财政收支状况堪忧，易积累风险，中央财政加杠杆应该更有作为。

**对明年 GDP 增速的预测，中性条件下是 5%以上，乐观条件下可超过 6%。**根据党的二十大报告提出的，到 2035 年我国人均 GDP 达到中等发达国家水平的目标，我们可以推断 2021 年至 2035 年我国的 GDP 复合增速<sup>1</sup>下限大致为 4.3%。以此复合增速倒推 2023 年的 GDP 增速约为 5.7%，但疫情可能还会是明年经济的主要变数之一，需要为疫情冲击预留空间。

从海外国家防疫放开后的经验来看，他们选择放开的时间从 2021 年年初到 2022 年下半年都有，考虑到放开的方式、面临的国际金融条件、本国的财政刺激力度、本国的医疗资源、经济增长基数等都不相同，经济表现也很难直接进行对

<sup>1</sup> 根据世界银行的数据显示，2021 年，中等发达国家的人均 GDP 大约在 2 万美元至 4 万美元之间。假设中等发达国家 2020 年至 2035 年复合增长率为 0.4%，那么，2035 年中等发达国家人均 GDP 的下限为 2.12 万美元。假设 2035 年中国的人均 GDP 要达到 2.12 万美元，2021 年人均 GDP 为 1.12 万美元，那么 2021 年至 2035 年中国 GDP 的复合增长率约为  $(2.12/1.12)^{(1/15)} - 1 = 4.3\%$ 。

比。不过，我们也可以观察到一些共性特点：**一是**国内防疫放开后会经历一至两个月的确诊高峰，入境措施放开后，随着新毒株的流行，可能又会出现新的确诊高峰。**二是**消费的复苏受到疫情冲击，难以恢复到疫情前的状态。防疫放开后，在新增确诊回落后，消费增速会有一到两个季度的明显反弹后趋于平稳，但随着新毒株的流行，消费增速又会回落。**三是**劳动力的供给难以恢复到疫情前的状态。美欧一直存在工资上涨但劳动力短缺的问题，东南亚国家的劳动力供给虽然有所上升但并未恢复到疫情前的水平。**四是**发达国家面临较大的通胀压力。主要是美欧等发达经济体前期采取了发放消费券等大规模的经济刺激计划，加之商品供应跟不上以及大宗商品价格飙升，国内通胀问题严峻。

综上，中性条件下，假设疫情影响逐步减弱，考虑到明年初入境措施放开以及春节假期返乡潮疫情向三线以下地区扩散，一季度疫情冲击最为严重，下半年经济快速反弹，但主要经济指标反弹空间至多恢复至疫情前，叠加基数效应，GDP增速大概率呈现N型走势，预计2023年第一季度、第二季度、第三季度、第四季度的GDP增速约为2.2%、5.8%、5.3%、6.4%，2023年GDP增速为5%。乐观条件下，明年疫情的影响在一季度就能得到快速控制，后续经济快速反弹，预计2023年第一季度、第二季度、第三季度、第四季度的GDP增速约为3.1%、8.2%、5.7%、6.7%，2023年GDP增速为6%。

表 1：对经济增速的预测

时间	第一季度	第二季度	第三季度	第四季	全年
2022 年	4.8%	0.4%	3.9%	2.7%e	2.9%e
2023 年：中性	2.2%e	5.8%e	5.3%e	6.4%e	5.0%e
2023 年：乐观	3.1%e	8.2%e	5.7%e	6.7%e	6.0%e

注：e 代表预测值。

数据来源：自行整理。

## 二、生产：工业和服务业增速回落

工业增速回落，主要是由于疫情冲击和政策退坡的影响。10月和11月，规模以上工业增加值同比实际增速分别为5%和2.2%，较9月高点6.3%明显回落；环比

增速分别为 0.33% 和 -0.31%，11 月环比出现了负增长，这是今年第二次环比出现负增长。一是 11 月疫情多地散发，对供需都产生了较大冲击。二是制造业相关的专项再贷款、贷款和政策性开发性金融工具额度基本已经发放完毕，政策退坡导致制造业增速回落。考虑到疫情优化和年底经济冲刺，预计 12 月规上工业增加值增速有望企稳反弹。

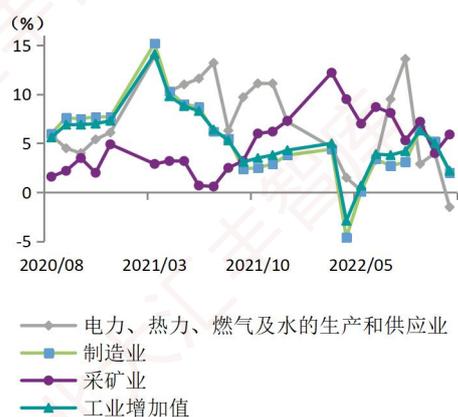


图 1：规上工业增速回落

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。



图 2：高技术、汽车和黑色系表现相对较好

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

分门类来看，采矿业增速反弹，制造业和电力热力燃气水增速回落。10 月和 11 月，采矿业增速分别为 4% 和 5.9%，制造业增速分别为 5.2% 和 2%，电力热力燃气水的增速分别为 4% 和 -1.5%。政策退坡叠加疫情冲击，制造业和电力热力燃气水的增速回落。由于大宗商品价格高位盘整、以及冬季保供需求，采矿业增速反弹。

从制造业的细分行业来看，高技术、汽车和黑色系三条主线表现相对较好，但 11 月高技术和汽车增速大幅回落。一是得益于政策支持，高技术制造业增长强劲，但 11 月可能由于政策退坡，出现了明显回落。二是新能源汽车以及相关的中游装备制造和上游有色系景气度较高，主要是受新能源汽车促消费政策的影响，但已显疲态。三是在保交楼政策利好下，黑色系增速处于高位。

服务业生产转负，现代服务业领先。11 月份，全国服务业生产指数同比下降 1.9%。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业生产指数分别增长 10.2%、7.3%，分别比上月加快 1.0、0.9 个百分点。11 月份，服务业商务活动指数为 45.1%；其中，邮政、货币金融服务、资本市场服务、保险等行业商务活动指数位于 55.0% 以上较高景气区间。

考虑到防疫优化可能会导致一定程度的劳动力短缺，明年劳动力密集型行业

产能将会受到冲击，但影响整体应该可控。一是由于感染新冠后很多人出现发烧症状，无法到岗，对于劳动密集型行业的产能会有一些冲击，这也会倒逼企业将设备改造升级，尽可能降低劳动力短缺对生产的影响。二是阳性无症状人员正常工作可以在一定程度上弥补劳动力缺口。从目前的政策来看，多地发文宣布阳性无症状人员可继续从事原有工作，尽可能保障产业链供应链的正常运转。三是政府高度重视重要工业企业的正常运转，政策层面将会给予最大力度的支持。

### 三、投资：制造业和基建投资保持韧性，房地产投资回落

投资增速回落，主要受房地产投资拖累。1-11月固投增速为5.3%，较上月回落0.5个百分点，增速回落幅度扩大。分行业来看，10月和11月制造业投资增速分别为6.9%和6.2%，基建投资增速分别为12.8%和13.9%，房地产投资增速分别为-16%和-19.9%，房地产投资是主要拖累项。随着房地产融资条件的放松，预计12月房地产投资增速下行趋势有望缓解，投资增速有望企稳反弹。

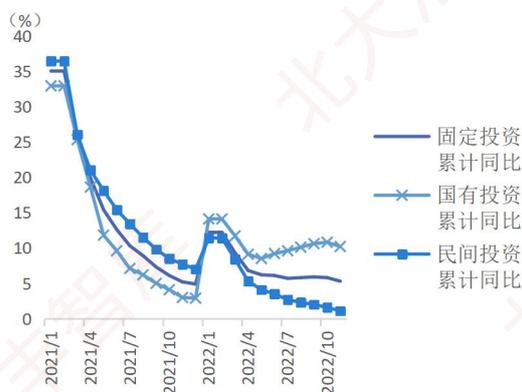


图 3：固定资产投资增速回落

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。



图 4：三大产业中，房地产投资是主要拖累项

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从企业性质来看，国有投资大幅领先民间投资，主要是政府发挥逆周期调节的作用。1-11月国有投资增速为10.2%，较1-10月回落0.6个百分点；民间投资增速为1.1%，较1-10月回落0.5个百分点。今年以来，国有投资增速维持高位，货币政策配合财政支出助推了国有投资的走高，但这是在疫情反复、经济下行压力加大、外需走弱的背景下的无奈之举，长期来看不具有可持续性。随着防疫政策优化和企业家信心的恢复，民间投资有望触底反弹。

制造业投资高位震荡，与经济结构转型升级高度相关。从2020年下半年开始，

制造业投资增速就保持在高位。即便去年基数较高，今年制造业的增速也还是保持在高位，这与制造业生产的数据基本一致。政府大力推动制造业的技改和高新技术相关的制造业发展，以推动经济结构的转型升级。未来随着下游消费需求的修复，带动民间投资大量参与进来，有望形成由经济的内生动能推动制造业结构转型升级的新局面。另外，11 月规上制造业增加值增速明显低于制造业投资增速，制造业的生产弱于需求，是暂时现象还是长期趋势还有待观察。

从披露数据的 13 个细分制造业行业来看，10 个行业的增速高于制造业投资的平均增速，上游和中游行业累计同比都处于两位数以上，多数制造业细分行业投资增速保持景气。1-11 月，除纺织业，医药制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业外，其他行业增速均在两位数以上。电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业以及化学原料和化学制品制造业增速领先，分别为 41.4%、19.9%和 19.7%。

表 2：大部分行业投资累计同比都处于两位数以上

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	19.7%	通用设备制造业	14.5%	农副食品加工业	15.9%	医药制造业	6.2%
有色金属冶炼和压延加工业	14.2%	专用设备制造业	12.8%	食品制造业	14.9%	汽车制造业	12.3%
金属制品业	11.8%	电气机械和器材制造业	41.4%	纺织业	5.4%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	3.2%
						计算机、通信和其他电子设备制造业	19.9%

注：表格中数值是 11 月不同行业投资的累计同比；曲线是 2022 年以来，不同行业投资累计同的走势。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

基建投资维持高位，主要是因为低基数和政策大力推动。一是由于去年基数较低，今年基建投资增速会相对高一些。二是传统的基建项目基本已经建设完毕，目前全国各地正在如火如荼地开展新基建相关的项目投资，数字经济、新能源、新能源汽车、智能制造、虚拟现实等是重点领域。三是地方政府专项债 5000 亿元结存限额在 10 月底基本已经发行完毕，有助于形成有效投资和实物量。

房地产投资降幅仍在扩大，但随着融资条件放松，下行趋势有望放缓。回顾今年以来的房地产调控政策，先是部分二线以下城市相继不同程度放松了限价、限购、限贷、限售相关政策，7 月多地出现“停工断贷”事件，中央层面开始出台

一系列保交楼政策：9月重启PSL，11月央行“第二支箭”2500亿元支持民营企业发债融资、向商业银行提供2000亿元“保交楼”免息再贷款，监管机构陆续发布银发[2022]254号文（金融16条）、银保监办发〔2022〕104号文（保函置换预售监管资金）等支持房企融资，保障性租赁住房贷款不再计入“两道红线”，“两道红线”过渡期延长两年，一行两会重要官员在“2022年金融街论坛”上纷纷表态要支持房企融资，商业银行跟进支持房企信贷，证监会放开涉房上市公司并购重组和配套融资，信贷、债券和股权“三箭齐发”，房企的融资环境有所改善。但从11月房地产开发企业国内贷款资金增速来看，效果还未开始显现。

从房地产相关指标来看，今年以来，除施工面积增速外，新开工面积、竣工面积、销售面积、销售额、资金到位、土地购置面积增速全部处于深度负值区间，主要是供需同时收缩以及预期转弱，明年低基数下房地产相关指标有望企稳反弹。1-11月房地产新开工面积、施工面积、竣工面积、销售面积、销售额、资金到位、土地购置面积增速分别为-38.9%、-6.5%、-19%、-23.3%、-26.6%、-25.7%、-53.8%，较1-10月分别减少1.1、0.8、0.3、1、0.5、1、0.8个百分点。一是房企的“三条红线”和金融机构的“两道红线”政策对房企的资金流造成了严重的冲击，短期内，处于“高杠杆、高周转”惯性模式下的多数房企难以及时调头。二是今年疫情反弹，城市静默时有发生，对居民收入有较大影响，房屋的成交量一直低迷，购房需求萎靡。三是投资者对房地产市场的预期转弱，投资者通常都是买涨不买跌，即便有资金的投资者也会选择持币观望。

现有的救市政策是以保交楼和保项目为主，明年房地产市场很难重回2020年的火爆行情。一是中央对于“房住不炒”的态度相当坚定。虽然收并购贷款不计入房企“三道红线”，保障性租赁住房贷款不计入“两道红线”，“两道红线”过渡期延长两年，但“三条红线”“两道红线”的政策并没有取消，并且今年中央经济工作会议依然坚持“房住不炒”基调，意味着政府要求房企改变过去“高杠杆、高周转”的发展模式的态度非常坚决。房企未来分化的格局已成定局，过去激进扩张的部分房企可能会易主甚至是破产清算。二是需求端不存在大量货币注入的条件。本轮PSL流向保障性住房，旨在为中低收入群体解决居住的问题，配合租购同权、租房指导价等政策，意味着中国正在学习新加坡“居者有其屋”的模式，

并不是像 2015 年那样通过棚改货币化安置为房地产市场注入流动性，购房需求不存在大幅度反弹的条件。三是海外主要国家通胀高企，外部流动性呈收紧的态势，为了防范化解金融风险，国内的流动性环境不会过于宽松。

#### 四、消费：降幅扩大，汽车增速转负

消费降幅进一步扩大，受疫情冲击影响较大。10 月和 11 月，社消增速分别为 -0.5% 和 -5.9%。其中，10 月和 11 月，汽车增速分别为 3.9% 和 -4.2%。11 月全国疫情呈现多发广发特点，11 月中旬以后疫情防控放松，但地方防疫措施的放松存在过渡期，消费受到明显冲击。随着新十条的落实，出行旅游、物流和线下消费有望修复，但 12 月多地迎来阳性病例的高峰期，对消费有一定冲击。虽然基数较低，但 12 月消费增速难有明显改善。

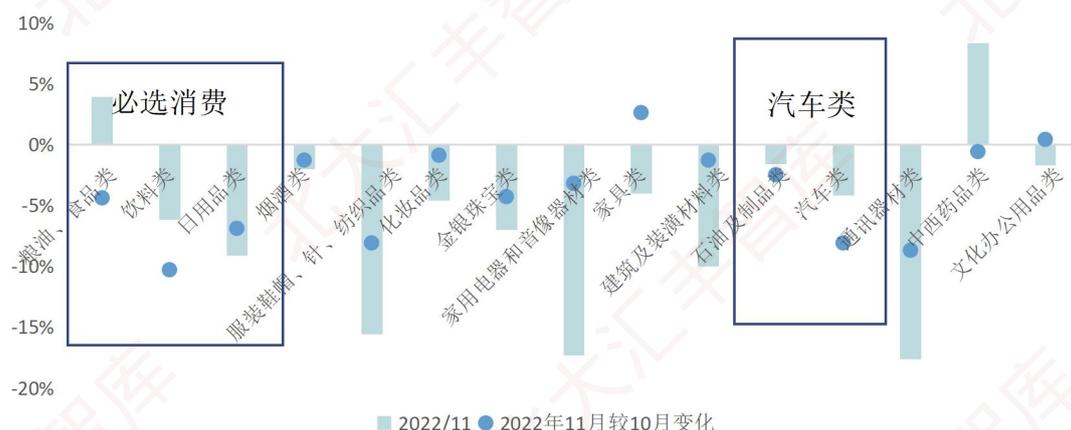


图 5：11 月，除粮油食品 and 中西药外，13 个行业增速为负

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从限上商品零售细分行业来看，15 个细分行业中，除粮油食品 and 中西药外，13 个行业增速为负，通讯、家电和服装降幅领先。11 月，粮油、食品类，以及中西药品类正增长，分别为 3.9% 和 8.3%；通讯器材类，家用电器和音像器材类，以及服装鞋帽、针、纺织品类降幅领先，分别为 -17.6%、-17.3% 和 -15.6%。

低基数下，明年消费有望反弹，但反弹空间有限。一是今年消费基数较低，会放大明年消费复苏效果。二是防疫优化对消费的影响将会是非线性的。根据其他国家的防疫经验，在防疫放开的初期，大部分人确诊会放大居民的恐慌情绪，抑制消费。等到确诊病例进入平台期以后，居民对疫情的恐慌情绪将会平复，居

民会恢复日常的消费行为。三是随着防疫措施影响的减弱，决定居民消费行为的还是居民的经济基本面对未来收入的预期。考虑到居民较高的负债率、疫情对居民储蓄的透支、偏低的收入增速以及对未来收入不确定性的担忧，明年消费反弹的空间有限。这也是2020年4月疫情得到控制以后，消费没有出现报复性反弹的主因。

## 五、外贸：进出口增速在负值下行

进出口增速在负值区间加深运行，衰退性贸易顺差缩窄。按美元计，10月和11月出口增速分别为-0.3%和-8.7%，进口增速分别为-0.7%和-10.6%，贸易顺差分别为8515.4亿美元和6983.7亿美元。预计12月进出口增速还会延续下行趋势，进口增速将会低于出口增速，维持贸易顺差。

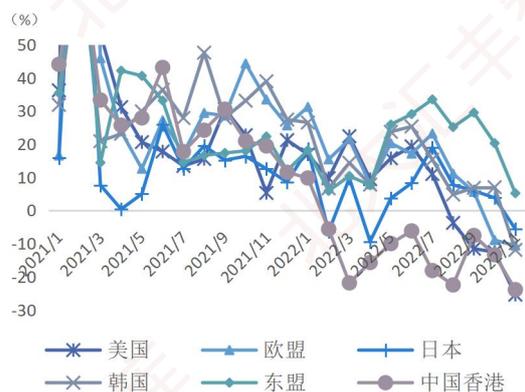


图 6：中国主要出口国家增速回落  
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。



图 7：中国主要进口国家增速回落  
数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

从主要出口国家来看，中国对主要国家出口增速全面回落，东盟仍保持正增长。按美元计，11月中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国香港出口增速分别为-25.4%、-10.6%、-5.6%、-11.9%、5.2%和-23.9%，较10月分别减少12.9、1.7、9.4、18.9、15.1和10.5个百分点。11月中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国香港的出口金额占中国出口金额的比例分别为13.8%、15.1%、4.9%、4.4%、17%和9.2%，合计64.3%。

从主要进口国家来看，中国对主要国家进口增速全面回落，11月已全部处于负增长区间。按美元计，11月中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国台湾进口增速分别为-7.3%、-16.2%、-24.5%、-25.9%、-3.7%和-29.4%，较10月分别

减少 5.7、11.2、14、12、8.3 和 24.7 个百分点。11 月中国对美国、欧盟、日本、韩国、东盟和中国台湾的进口金额占中国进口金额的比例分别为 7.3%、10.1%、6.3%、6.8%、16.4%和 7.7%，合计 54.6%。

从主要出口商品来看，主要出口商品增速全面回落，农产品增速仍处于正值区间。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 4.6%、-13.9%和-11.4%，较 10 月分别减少 5.5、1.8 和 10.7 个百分点。

从主要进口商品来看，农产品和原油进口增速正增长，铁矿石和机电产品进口增速负增长，铁矿石进口增速降幅收窄，保交楼的推进在一定程度上稳住了铁矿石进口的下行趋势。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 9.4%、-22.4%、28.1%和-23.8%，较 10 月分别减少 1.6 个百分点、增加 4.4 个百分点、减少 15.7 个百分点和减少 16.7 个百分点。

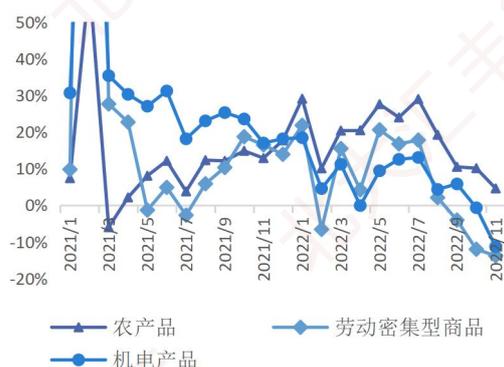


图 8：中国主要出口商品增速回落

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。

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。



图 9：中国主要进口商品增速分化

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

考虑到高基数、外需收缩和亚太区域内贸易支撑有限，出口负增长在明年或将成为常态。一是 2022 年基数较高，会放大明年出口增速回落的幅度。二是发达国家外需收缩或将持续相当长的一段时间。现阶段海外通胀高企，美联储加息收紧流动性，改变了企业和居民的预期。美国的很多上市企业已经开始降薪裁员，收缩规模，准备过冬。从国外居民的层面来看，由于政府补贴减少或者停发、未来收入不确定性增加，居民收紧开支，减少消费。12 月美国密歇根大学消费者信心指数为 59.1，同比为-16.29%，连续 17 个月同比增速为负。12 月美联储加息 50BP

至 4.25%~4.5% 区间，市场利率已经处于较高区间，明年美国经济很可能陷入衰退，即便美联储届时货币政策立即转向，从衰退中走向复苏也需要一段时间，所以，本轮外需的收缩或将持续相当长一段时间，明年中国出口增速将陷入负增长。三是中国对周边国家和地区（例如：日本、韩国、东盟等）出口虽有韧性，但难以填补美欧出口回落的缺口。今年以来，中国对日本、韩国和东盟的出口增速大多数时间处于正增长区间，对东盟出口增速领先，并且东盟已经成为中国出口最大的贡献地区。在美中贸易部分脱钩的背景下，亚太贸易一体化是大势所趋，但亚太间的贸易主要靠中国和美欧的订单拉动，美欧需求已经在回落，中国的内需自疫情以来一直处于疲软的状态，靠周边国家和地区对中国出口的支撑作用有限。

**进口增速受制于高基数、内需不足和美国对中国芯片制裁，明年难有较大提振空间。**一是 2022 年基数较高，会放大明年进口增速回落的幅度。二是除原油外，今年大宗商品的进口增速均表现不佳，国内需求偏弱。原油进口增速保持高位，主要是因为国际油价处于高位，原油进口的数量并没有出现持续的大规模增长。明年大宗商品增速由于高基数可能会回落，内需也难有明显起色。三是由于美国对中国芯片行业的制裁加码，中国近年来芯片的囤货潮结束，从中国对中国台湾和机电产品的进口增速同时回落可以得到印证。至少在美国没有放松对中国芯片产业的制裁前，中国机电产品进口增速出现大规模反弹的概率不高。另外，考虑到为维持贸易顺差，进口增速可能会低于出口增速。

## 六、汇率：反弹后有望回归一定区间内波动

由于美联储加息放缓预期、中美 G20 会谈、防疫优化和房地产调控政策放松的影响，人民币汇率从 11 月初以来出现了阶段性的升值。自 2022 年 11 月 1 日至 12 月 19 日，人民币兑美元汇率从 7.28 升至 6.98，升值 4.1%。

人民币汇率阶段性反弹后有望回归一定区间内波动。一是自 2015 年“8·11”汇改以来，虽然人民币汇率弹性增加，但人民币汇率与美元指数之间仍然有着较强相关性，只要美元指数处于高位，人民币汇率很难出现持续性的单边升值。根据美联储 12 月的点阵图，降息最快也要到 2024 年，美元指数筑顶将持续一段时间。同时，美国通胀回落的幅度相较于加息幅度而言，较为温和，而且 11 月核心

通胀依然有 6%。如果美联储过快停止加息，通胀可能会重新抬头。另外，美元指数是相对欧元、日元、英镑、加元、瑞典克朗和瑞士法郎的一篮子货币变化，美联储加息的同时，其他国家也会跟随加息，这在一定程度上会缓解美元指数的强势。



**图 10：人民币兑美元走势与美元指数相关性较强**

数据来源：CEIC，北大汇丰智库。

二是中美利差倒挂，热钱有流出压力。从今年 3 月美联储开始加息，中美货币政策周期错位，中美 10 年期国债收益率出现倒挂，自 11 月中旬人民币汇率阶段性升值以来，中美利差收窄，但目前仍有 60BP 左右（截至 2022 年 12 月 15 日）。从外资对中国的中长期投资来看，FDI 保持高流入状态，说明外资对中国市场的长期发展持乐观态度。据商务部数据，按美元计，2022 年 1-10 月，中国实际使用外商直接投资（FDI）流入 1683.4 亿美元，同比增长 17.4%。然而，热钱追逐收益，中美利差倒挂对热钱流出的影响更大。根据外管局的数据显示，从 2022 年 2 月至 11 月，资本和金融账户的银行代客涉外收付款差额一直呈逆差状态，2022 年 2 月至 11 月资本和金融账户的银行代客涉外收付款逆差合计 2135 亿美元。

三是央行具有丰富的政策工具，可以缓解人民币汇率超调的情绪，但难以改变人民币汇率的趋势。近年来，央行基本上不直接通过公开市场操作干预外汇走势，而是通过调节跨境资金流动的相关政策间接影响汇率走势，对人民币汇率的波动容忍程度在不断提高。通常汇率的波动可以由市场自行决定，但在极端情况下，汇率如果陷入了短期超调的恶性循环，央行出手打破汇率预期的恶性循环是

非常有必要的。比如，人民币兑美元即期汇率从10月18日最低的7.1贬至10月25日最高的7.31，短短6个工作日贬值了约3%。10月25日当天，人民银行、外汇局发公告将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，10月26日人民币兑美元收盘价为7.17。

人民币汇率不具有持续贬值的基础，随着防疫措施优化，对人民币汇率的走势可以更乐观一点。一是经常账户呈顺差状态。虽然出口的拉动作用减弱，但汇率贬值在一定程度上也会促进出口，贸易保持顺差状态暂时没有太大问题。二是中国经济基本面长期向好的趋势没有变。中国产业链完整、市场广阔、拥有大量的中产阶级群体，中国经济的韧性较强，经济基本面长期向好的趋势不变。同时，随着防疫政策优化调整，中国经济重新焕发活力，外资对中国经济的信心正在修复。三是极端情况下，我们还可以采取外汇管制的措施。中国的资本账户没有完全放开，资金并不能自由地进行跨境流动。即便明年全球金融市场波动加剧，极端情况下，我们也可以采取临时性的外汇管制措施，限制资金外流。

人民币汇率的强势程度决定了国内货币政策的宽松空间。如果国内基本面超预期走弱，而且海外流动性进一步收紧，国内货币政策进一步宽松空间有限，甚至可能会边际收紧，以缓解人民币汇率的贬值压力。

## 七、物价：CPI 同比回落，PPI 同比低位企稳

CPI 同比从高位回落，主要是由于高基数、猪肉和鲜菜价格回落以及疫情导致国内需求不足。10月和11月CPI同比分别为2.1%和1.6%，较9月高点2.8%明显回落；环比分别为0.1%和-0.2%。其中，10月和11月食品价格同比分别为7%和3.7%，环比分别为0.1%和-0.8%；非食品价格同比分别为1.1%和1.1%，环比分别为0%和0%。一是去年四季度CPI增速处于高位，同比涨幅受到一定影响。二是政策调控和高价刺激下，生猪出栏量增加，叠加中央储备猪肉投放，猪肉价格涨幅回落。10月和11月猪肉价格同比分别为51.8%和34.4%，猪肉价格增速回落。三是由于蔬菜大量上市，菜价回落。10月11月鲜菜价格同比分别为-8.1%和-21.2%。四是疫情导致内需疲软，核心CPI一直处于低位。核心CPI同比自9月以来连续三个月为0.6%。考虑到基数走低、防疫优化、季节性因素等影响，预计12月CPI

同比可能会小幅反弹。



图 11: CPI 同比见顶回落

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

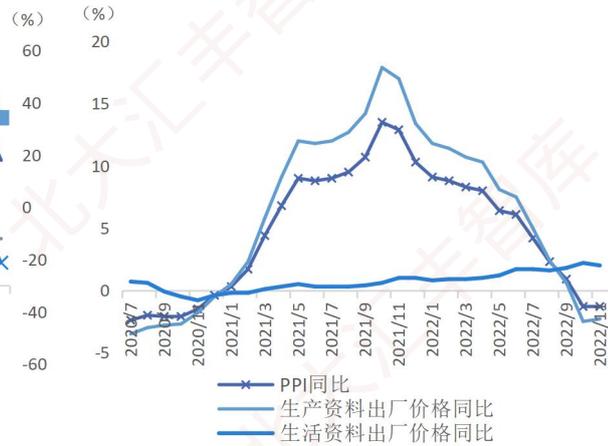


图 12: PPI 同比低位企稳

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

PPI 同比低位企稳，主要是由于高基数的影响。10 月和 11 月 PPI 同比分别为 -1.3% 和 -1.3%，环比分别为 0.2% 和 0.1%。其中，10 月和 11 月生产资料同比分别为 -2.5% 和 -2.3%，环比分别为 0.1% 和 0%；生活资料同比分别为 2.2% 和 2%，环比分别为 0.5% 和 0.1%。去年同期 PPI 处于两位数的水平，基数较高。不过由于国际油价仍处于高位、年底“保交楼”拉动建材相关行业需求，PPI 增速在 10 月低开后企稳，12 月降幅有望进一步收窄。

表 3: 上游采矿业和下游行业出厂价格多数处于正值区间

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	-11.5%	木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业	-0.3%	通用设备制造业	0.1%	农副食品加工业	7.9%	医药制造业	-0.3%
石油和天然气开采业	16.1%	石油、煤炭及其他燃料加工业	6.9%			食品制造业	2.4%	汽车制造业	-0.5%
黑色金属矿采选业	-15.7%	化学原料和化学制品制造业	-6.0%			酒、饮料和精制茶制造业	1.4%	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	1.0%
有色金属矿采选业	4.6%	化学纤维制造业	-3.7%			烟草制品业	0.4%	计算机、通信和其他电子设备制造业	1.2%
非金属矿采选业	4.2%	橡胶和塑料制品业	-2.2%			纺织业	-1.8%	电力、热力生产和供应业	7.7%
		非金属矿物制品业	-8.9%			纺织服装、服饰业	1.3%	燃气生产和供应业	12.5%
		黑色金属冶炼和压延加工业	-18.7%			造纸和纸制品业	-1.7%	水的生产和供应业	1.0%
		有色金属冶炼和压延加工业	-6.0%			印刷和记录媒介复制业	0.3%		
		金属制品业	-3.6%						

注: 表格中数值是 11 月不同行业的出厂价格, 绿色代表负值, 红色代表正值。曲线是不同行业出厂价格 2022 年 1 月至 11 月的走势。

数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

从主要细分行业出厂价格来看，上游原材料是主要拖累项，可能与房地产行业的低迷有关；下游行业出厂价格大多处于正值区间，必选品消费、汽车消费和基建需求起到一定支撑作用。30个细分行业中，11月有14个行业负增长，较上月增加2个；16个行业正增长，较上月减少2个；黑色系、煤炭系降幅靠前，石油系、基建、农副食品涨幅靠前。

**明年物价处于可控区间。**央行在第三季度货币政策执行报告中提到，预计年内CPI将维持低位运行，但考虑到地缘政治冲突影响输入性通胀、国内总需求复苏、季节性因素等影响，需高度重视未来通胀升温的潜在可能性。明年物价可能会出现个别月份的阶段性反弹，但现有影响通胀的因素难以构成推动国内通胀持续上行的中长期力量，明年物价水平整体应该处于可控区间内。

一是全球经济衰退背景下，地缘政治冲突对能源价格的影响有限。近期，欧盟就俄罗斯原油60美元每桶价格上限达成协议，此举将会给国际原油价格带来不确定性。但在全球经济衰退的背景下，需求收缩的影响远大于供给冲击。目前，OPEC采用减产来维持原油价格，原油价格处于高位其实是脆弱的平衡状态。11月21日，OPEC将增产的传闻导致国际油价日内振幅超过6%，这也说明现阶段国际油价的脆弱性。

二是国内需求的复苏可能不是一蹴而就的。2020年4月国内疫情好转以后，消费并没有出现报复性反弹。当前自疫情发生已经三年，居民的收入和储蓄减少，促消费政策对居民消费也有一定的透支作用，即便防疫政策更加精准调控以后，消费的复苏力度和持续性存疑。

三是季节性因素对物价的影响只是阶段性的。国内民生物资的稳价保供工作还是相对到位的，民生物资不存在长期大幅上涨的基础。一方面，近年来，政府对农产品的生产高度重视，出台了大量的补贴政策支持农民生产。另一方面，政府打击商家囤货居奇的行为，而且政府也会根据情况择机投放农产品储备。

目前国内物价水平虽然处于舒适区间，但考虑到外部金融条件收紧，国内金融条件进一步放松空间受限。

## **八、政策：货币政策结构性宽松，财政政策新增空间有限**

货币政策定向宽松。货币政策更加偏向于定向宽松，频繁使用政策性开发性金融工具、再贷款、公开市场操作等结构性工具。从货币市场来看，四季度货币市场价稳量优。四季度 MLF 和 LPR 利率维持不变，DR007 四季度处于 1.75% 以上的时间较三季度明显变长，这也是债市调整导致偏债型理财产品赎回潮的主因。10 月 1 日至 12 月 20 日，公开市场资金净回笼 6920 亿元；12 月 5 日央行降准落地，释放长期资金约 5000 亿元。



图 13: M2 和社融同比剪刀差扩大  
数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

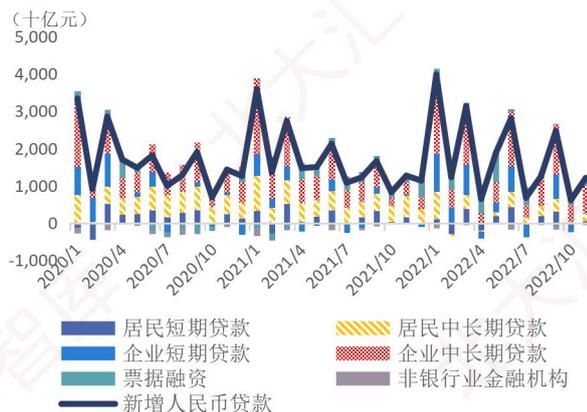


图 14: 新增人民币贷款弱于季节性  
数据来源: CEIC, 北大汇丰智库。

从金融数据来看，M2 同比由 10 月的 11.8% 回升至 11 月的 12.4%；社融同比由 10 月的 10.3% 回落至 11 月的 10%，M2 和社融同比剪刀差扩大。自今年 4 月开始，M2 增速一直高于社融增速，主要是存贷差扩大和政府债券退坡。央行第三季度货币政策执行报告专栏分析存贷差扩大的原因，认为是非贷款渠道创造货币增多，而不是实体需求较弱导致的 M2 增速高于社融增速。人民币贷款方面，10 月和 11 月新增人民币贷款分别为 6152 亿元和 1.21 万亿元，同比分别为 -25.5% 和 -4.72%，均弱于季节性。从贷款结构来看，居民端的中长期贷款出现了明显的收缩，可能是居民提前还贷以及新增抵押贷款的人数减少；企业端的中长期贷款依然表现强劲，主要是政策针对制造业、基建和房地产的定向宽松，8000 亿元政策性银行新增信贷额度、5000 亿元专项债结存限额、2000 亿元设备更新改造专项再贷款、2000 亿元科技创新再贷款新增额度、2000 亿元“保交楼”无息再贷款等政策对企业中长期贷款起到支撑作用。

财政政策积极有为，但新增空间有限。一是在今年实施了大规模留抵退税、财政收入大幅下降的前提下，财政支出增速保持正增长，主要投向民生和基建领

域，财政政策积极有为。据统计，截至 2022 年 11 月 10 日，今年新增减税降费及退税缓税缓费累计 3.7 万亿元。1-11 月，全国一般公共预算收入 18.55 万亿元，同比下降 3%；全国一般公共预算支出 22.73 万亿元，同比增长 6.2%。从主要支出领域来看，1-11 月，民生类支出（卫生健康、社会保障和就业、教育）占比 38.0%，基建类支出（交通运输、农林水事务、城乡社区事务）占比 20.4%。二是四季度可用的财政政策空间受限。1-9 月，全国一般公共预算财政赤字 3.72 万亿元，全国政府性基金财政赤字 3.44 万亿元。今年的目标赤字率为 2.8%，假设今年 GDP 的名义增速为 6%，那么今年 GDP 名义值为 121 万亿元，目标赤字为  $121 \times 2.8\% = 3.39$  万亿元，加上央行上缴 1.13 万亿元结存利润，赤字空间在 4.52 万亿元，四季度一般公共预算财政赤字剩余  $4.52 - 3.72 = 0.8$  万亿元。今年新增专项债额度加上专项债结存限额为 4.15 万亿元，四季度全国政府性基金财政赤字剩余  $4.15 - 3.44 = 0.71$  万亿元。财政支出的力度受制于赤字空间，四季度财政政策新增空间有限。

**明年财政政策要发挥更加积极的作用，货币政策以配合支持财政政策为主。**2023 年是全面贯彻落实党的二十大精神的开局之年，政策力度有望加码。同时，今年的中央经济工作会议也提到，积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力。考虑到经济的内生增长动能不足、新冠疫情反复、加快培育新动能等，财政政策依然是稳增长的重要着手。在国外金融条件收紧的背景下，货币政策需要在防风险、支持实体经济和保交楼之间相机抉择，预计总体保持紧平衡状态。

## 九、当前宏观经济的主要问题和建议

### 1. 内外经济形势复杂严峻，财政政策要更加积极主动

在全球金融周期下行、新冠变异毒株传播速度更快、经济内生动能不足背景下，明年内外经济形势依然复杂严峻。同时，明年又是全面贯彻落实党的二十大精神的开局之年，稳住经济大盘将会是工作的重中之重。世界银行和 IMF 今年 10 月的报告都下调了 2023 年全球经济增速预测值，预计美元、欧元区两大全球经济体将陷入增长停滞甚至经济衰退。在防范化解系统性风险的前提下，要顶住外部冲击和经济内生增长动能不足的经济下行压力，财政政策需发挥更大作用，今

年的中央经济工作会议也提到明年积极的财政政策要加力提效。

**建议：一是适度提高目标赤字率。**考虑 2020 年目标赤字率为历来的高点 3.6%，而明年全球经济可能陷入衰退，明年经济形势的复杂程度可能不亚于 2020 年，建议将目标赤字率设置在 3.5% 左右。**二是适度提高国债规模，加强一般性财政支出对基建的直接支持。**地方政府专项债投资的项目要求项目收益和融资成本要实现自平衡，但目前很多基建项目收益偏低，这就导致要么专项债资金部分闲置，要么积累金融风险。建议 2023 年新增地方政府专项债的额度与今年保持相当，重点是增加一般性财政支出对基建投资的支持，通过增加国债发行规模填补财政收支缺口。据测算，2022 年三季度，政府部门的杠杆率为 49.7%，还有较大加杠杆的空间。**三是进一步盘活存量资金、加大利润上缴、充分发挥货币政策与财政政策的协同作用。**在实体经济不景气的时期，税收来源减少，尽可能扩大非税来源增加财政收入，比如，盘活存量资金、加大国有企业利润上缴等。另外，今年使用的政策性开发性金融工具也可以作为未来增加基建投资资金来源的常态化手段。

## 2. 防疫优化过程不确定较多，预期引导是关键

疫情是影响明年经济形势的关键变量，新冠变异毒株的演化充满不确定性，导致国家的防疫政策需要根据实际情况不断调整优化，各国都在经济发展和疫情防控之间寻找平衡点。从海外国家的实践来看，自 2021 年开始，主要国家相继选择了以发展经济为更高优先级。一方面，封控的经济成本过高，大量失业不利于社会稳定；另一方面，随着新冠疫苗的大量接种、医疗资源优化配置以及新冠病毒流行株毒性的减弱，居民对新冠病毒的恐慌情绪逐渐平复，社会的生产生活秩序修复。考虑到新冠变异毒株的传染性更强，在摸索最优防疫模式的过程中，出现短期的混乱局面难以避免，但防疫措施不可能重回过去局部静默或者全城静默的状态。

**建议：一是增加信息透明度，稳定民众预期。**根据海外的经验来看，在防疫放松的初期阶段，确诊病例会急剧增加，社会恐慌情绪急速上升，民众会因为害怕感染而不敢外出和消费。政府要及时公开疫情致死率、重症率的关键信息，做好感染疫情后应对措施的科普，平息社会的恐慌情绪。**二是保障医疗体系的正常运转和医疗资源的供给。**充分利用好互联网线上诊疗平台，倡导轻症患者线上诊

疗和居家治疗。充分利用好社区卫生服务机构和乡村卫生站，推广发热患者分级诊疗。保障重点药物的生产供应，扩大产能。加大打击重点药物囤货居奇、哄抬物价的行为。加快老年人和3岁以上儿童疫苗的接种，推广加强针的接种。加大对一线医务工作者的补助奖励发放，在编制、晋升、表彰等方面向一线医务工作人员倾斜。三是**建立免责的激励制度**。疫情优化与官员考核激励不相容，易导致地方和基层政策执行走样，在具体操作过程中需要给地方政府的一定自由度，并给予容错空间。

### 3.出口拉动作用减弱，扩大内需要高度重视农村市场

自新冠疫情全球蔓延以来，由于中国率先控制住疫情恢复生产，中国外贸的全球份额是在不断提升的。中国在2020年成为全球货物与服务贸易总额第一大国，是全球140多个国家和地区的主要贸易伙伴。虽然国内疫情经常反复，由于出口的支撑作用，外贸行业的景气度高于社会平均水平。在高基数、海外需求收缩、国外产能修复的背景下，明年中国出口增速大概率回落。据公开资料显示，外贸产业带动国内就业达到1.8亿人，吸纳了大量的就业。如果出口拉动作用持续减弱，对经济增速、税收来源、劳动纠纷都将会有很大影响。

外需不足，政府通常会采取增加政府投资、促进消费、放松房地产调控、减税、补贴等政策扩大内需，但疫情已经三年了，传统宏观经济政策的效果在不断降低，扩大内需要有突破性和创新性的措施，大力发展农村市场将会是重要突破口。近期，中共中央国务院印发的《扩大内需战略规划纲要（2022-2035年）》第五章整章论述“推动城乡区域协调发展，释放内需潜能”，明确要严控中心城市规模无序扩张。同时，中央财办有关负责同志就中央经济工作精神和当前经济热点问题解读提到，要多渠道增加城乡居民收入，特别是提高消费倾向高、但受疫情影响大的中低收入居民的消费能力，发展乡村经济将会成为提振内需的重要抓手。

**建议：一是高度重视提振农村市场的消费需求。**现有的城镇调查失业率反映的只是城镇人口的失业情况，虽然11月城镇调查失业率上升0.2个百分点到5.7%，但变化并不明显，无法反映因失业从城市返回农村的人口数量。根据农业农村部的数据显示，农村外出劳动力有1.78亿人。考虑到外贸行业中有很多中小微企业，这些中小微企业吸纳了大量就业，明年出口增速的下降，预计会有大量外出务工

农民由于失业返回老家。要提振终端消费需求，势必要从提振农村市场消费需求入手。同时，农村消费基数低，提振的效果应该会更加明显。建议宏观政策应该多向农村市场倾斜，通过盘活土地和宅基地流转增加农民财产性收入，给农民发放消费券、大力发展乡村振兴战略提高农民收入等措施，提振农村消费。二是**大力发展农村电子商务，打造农村多元产业格局**。农村是一片沃土，生产和生活成本低，当今物流业非常发达，流量时代的电子商务可以创造很多新业态、新模式，大有可为。同时，如果农村电子商务能够发展起来，农民收入提高了，农村本地的服务业（比如：旅游、餐饮、服装、文娱等）也会随之发展起来，相应地，农村土地和宅基地的流动性也会更好。大力发展农村多元产业格局，能形成正反馈机制，有利于经济发展。

#### 4.金融脆弱性上升，需高度重视防范化解金融风险

**明年金融体系或将面临严峻考验**。防范化解重大经济金融风险在12月6日的中央政治局会议和12月16日的中央经济工作会议通稿中均有提及。一是**房地产市场的风险还未出清**。今年房地产市场呈现量缩价稳的态势，但随着成交量萎缩时间的延长，考虑到多数房企的资金压力、部分急需现金的房屋持有者可能要降价卖房，房价还有进一步下跌的空间。房价如果出现大幅度的下跌，将会恶化金融资产的质量，同时产生的连锁反应将会是经济不能承受之重。本轮房地产市场的风波还未结束，银行对房企的救助集中在少数龙头企业，而且房企的资金缺口体量较大，后续政策力度能否更进一步加大有待观察。二是**金融市场波动加剧**。明年全球流动性收紧，随着美联储加息的节奏和幅度不断调整，市场预期也会不断变化，这将会导致明年金融市场波动加剧，资金在短期内可能会面临巨额的赎回或者流出，对我国金融体系的稳健性有较大考验。三是**地方债务风险**。市场对城投债的信仰仍然非常坚定，因为城投债技术性违约事件虽时有发生，但最后都以地方政府出面兑付解决。疫情发生以来，扩大基建投资的重任基本压在地方政府肩上，城投债的余额依然在不断增加。截至2022年12月15日，城投债存量规模为13.55万亿元，较年初增加1.19万亿元。今年以来，地方政府卖地收入大幅减少，财政情况非常困难，预计明年也很难有明显改善，财政实力较弱和偿债压力较大的城市，债务违约的风险较高。地方债和城投债的买方主要是银行，一旦

城投债信仰被打破，债券市场的现有生态可能会发生剧烈调整。

**建议：一是加强预期引导，避免投资者恐慌情绪发酵。**不论是银行存款、理财产品、外币等金融资产，在发生投资者恐慌性挤兑时，都会面临流动性危机，流动性危机是金融危机乃至是经济危机的导火索之一。政府要加强与市场之间的沟通，及时引导市场预期，对市场关切问题及时予以回应，避免恐慌情绪发酵和在不同市场间的传导。**二是做好系统性重要金融机构应对重大金融风险的应急预案。**丰富和健全应对重大金融风险的政策工具箱。比如，央行官员在 2022 金融街论坛年会中提出加强全球系统重要性银行总损失吸收能力（TLAC）建设，提到推出了 TLAC 非资本债券这一创新型工具。研究重大金融风险事件可能发生场景和走向的预推和预演，设计相应的应急预案。**三是利用大数据和人工智能，实时动态监测异常风险事件，做好事前预判。**根据以往的经验教训，建立风险事件案例库，完善和健全金融风险预警指标体系和模型。加强与国际金融监管机构的沟通和交流，学习先进经验，及时更新和调整风险预警模型。

**【声明】** 本文版权为北大汇丰智库所有。



## 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院长海闻教授兼任主任，智库副主任为王鹏飞、巴曙松、任颢、魏炜。



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](mailto:thinktank@phbs.pku.edu.cn)

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