

中国经济金融展望报告

2023 年第 2 季度（总第 54 期）

报告日期：2023 年 4 月 3 日

要点

- 2023 年一季度，随着疫情影响明显消退，稳经济政策靠前部署，中国经济持续恢复，生产和需求两端双双改善，就业和物价总体稳定，市场信心和预期显著好转。内需回升在一定程度上抵补外需放缓压力，经济运行总体呈现企稳回升态势，预计一季度 GDP 增长 4.1% 左右。
- 展望二季度，中国经济将全面进入疫后修复期，消费有望延续较好恢复势头，基建和制造业投资将继续较快增长，房地产投资逐步企稳，出口增速有望筑底修复，降幅或继续收窄。加之 2022 年同期基数较低，预计二季度 GDP 增长 7.6% 左右，增速较一季度上升 3.5 个百分点左右，或将为全年高点。
- 宏观政策要提高稳定性，着力推动形成经济好转、内生动力增强、预期改善之间的良性互动与循环，同时密切关注、研判外部风险及其外溢影响。建议灵活调整政策侧重点，推动市场主体预期改善；金融政策要兼顾稳增长和防风险，推动经济持续企稳向上；持续聚焦稳就业、稳信心，推动消费持续恢复；加强项目建设资金保障，提振民间投资信心；积极营造有利于外贸发展的环境，加强对外贸企业的综合服务保障；延续供需两端政策支持力度，稳固房地产复苏基础。

疫后中国经济稳定回升



资料来源：中国银行研究院

中国银行研究院 中国经济金融研究课题组

组长：陈卫东

副组长：周景彤

成员：李佩珈

梁婧

赵廷辰

范若滢

梁斯

叶银丹

刘晨

吴丹

邱亦霖

刘佩忠

王静

张文闻(香港金融研究院)

联系人：刘晨

电话：010-66594264

邮件：lczs0711@163.com

疫后经济稳定回升，政策需提高稳定性

——中国银行中国经济金融展望报告（2023 年第 2 季度）

2023 年一季度，随着疫情影响明显消退，稳经济政策靠前部署，中国经济持续恢复，生产和需求两端双双改善，就业和物价总体稳定，市场信心和预期显著好转。内需回升在一定程度上抵补外需放缓压力，经济运行总体呈现企稳回升态势，预计一季度 GDP 增长 4.1% 左右。展望二季度，中国经济将全面进入疫后修复期，消费有望延续较好恢复势头，基建和制造业投资将继续较快增长，房地产投资逐步企稳，出口增速有望筑底修复，降幅或继续收窄。加之 2022 年同期基数较低，预计二季度 GDP 增长 7.6% 左右，增速较一季度上升 3.5 个百分点左右，或将为全年高点。考虑到国际地缘政经关系依然复杂多变，全球经济增长动能进一步减弱，国际金融市场动荡加剧，外部环境不确定性仍然较大，国内市场仍处于疫后修复期，疫情“疤痕”效应存在，经济回升基础尚不牢固。宏观政策要提高稳定性，着力推动形成经济好转、内生动力增强、预期改善之间的良性互动与循环，同时密切关注、研判外部风险及其外溢影响。建议灵活调整政策侧重点，推动市场主体预期改善；金融政策要兼顾稳增长和防风险，推动经济持续企稳向上；持续聚焦稳就业、稳信心，推动消费持续恢复；加强项目建设资金保障，提振民间投资信心；积极营造有利于外贸发展的环境，加强对外贸企业的综合服务保障；延续供需两端政策支持力度，稳固房地产复苏基础。

一、2023 年一季度经济形势回顾与二季度展望

（一）2023 年一季度经济形势回顾

2023 年中国继续优化调整疫情防控措施，自 1 月 8 日起对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，较快实现了疫情防控平稳转换，疫情及其相关因素对经

济的影响明显消退。宏观经济政策延续了 2022 年中央经济工作会议稳中求进的工作总基调，2023 年《政府工作报告》进一步明确要“做好稳增长、稳就业、稳物价工作”，各项稳经济政策继续靠前部署，财政、金融政策继续加大对重大项目建设、实体经济的支持，各地因城施策推动房地产市场有所回暖。前 2 个月各项经济活动持续恢复，尤其是春节之后，企业复工复产加快推进，生产需求明显改善，就业和物价总体稳定，市场信心和预期加快好转。内需回升在一定程度上抵补外需回落压力，经济运行呈现企稳回升态势。但经济稳定运行仍面临一些风险，地缘政治关系日趋复杂，主要经济体加息引发国际金融市场动荡加剧，全球经济增长动力进一步减弱，外部需求仍然偏弱。而国内需求仍处于修复期，主要经济指标离疫情前正常水平还有一定差距，市场信心和预期恢复仍需要时间，经济回升基础尚不牢固。总体预计一季度 GDP 增长 4.1% 左右。

1. 疫情影响逐步减弱，消费、生产、信心均明显改善

一是疫后消费显著反弹，结构性恢复特征明显。随着疫情影响明显减弱，社会消费品零售总额结束了 2022 年 10 月以来的负增长趋势，1-2 月累计增长 3.5%。但疫情对就业、收入、消费习惯及倾向等方面影响的延迟效应依然存在，使得当前消费恢复不均衡特征突出，恢复动能仍显不足。从结构来看，一方面，服务消费恢复快于商品消费，旅游、餐饮等接触性消费领域尤为亮眼。1-2 月，商品零售同比增长 2.9%，餐饮收入同比增长 9.2%。但需要注意的是，服务消费领域普遍“量升价跌”。疫情以来，春节旅游收入恢复程度持续低于旅游人次（表 1），2023 年春节旅游市场明显回暖，但仍低于疫情前水平，未能扭转人均旅游支出下滑趋势。春节期间海南离岛免税人均购物金额连年下降，2021-2023 年春节分别为 1.08、1.03 和 0.99 万元。另一方面，受收入制约、汽车补贴政策变化等影响，当前商品消费细分领域走势背离，日常消费恢复良好，但汽车等耐用品、大宗消费相对低迷（图 1）。1-2 月，粮油食品、饮料、烟酒、

服装鞋帽等日常消费增速均高于 5%；汽车消费同比下降 9.4%，拖累消费总体增速 1.5 个百分点。

表 1：春节旅游较 2019 年同期恢复情况

时间	旅游收入	旅游人次
2019	100%	100%
2020	73.1%	88.6%
2021	58.6%	75.3%
2022	56.3%	73.9%
2023	73.1%	88.6%

图 1：2023 年 1-2 月 消费分项累计增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 2：制造业 PMI 分项指数

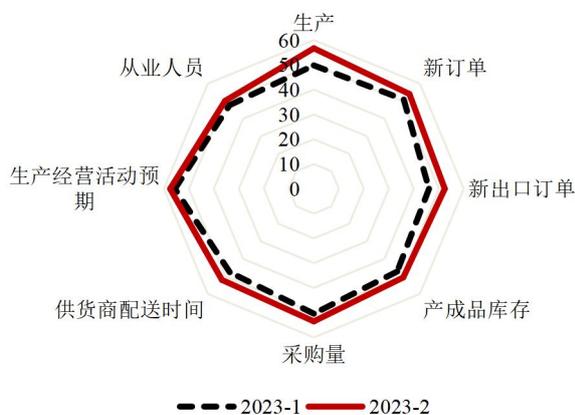


图 3：服务业景气指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是在内需回暖带动下，部分生产领域恢复明显加快。1-2 月，规模以上工业增加值同比增长 2.4%，较 2022 年 12 月加快 1.1 个百分点，大、中、小型制造业 PMI 指数，以及生产、新订单等分项指数均持续好转（图 2），重回扩张区间。同时，在服务消费快速增长的带动下，交通运输、住宿餐饮、文化娱

乐等行业快速恢复。1-2月，全国服务业生产指数转负为正，同比增长5.5%，涨幅较2022年12月加快6.3个百分点（图3），其中，住宿餐饮业，交通运输、仓储和邮政业生产指数分别增长11.6%、4.2%。

三是经济持续好转叠加防疫政策优化调整，各类市场主体预期转强、信心改善。企业方面，1月，反映中小企业发展信心的宏观经济感受指数环比改善2.1个百分点至98.7%。2月，大、中、小型企业PMI生产经营活动预期指数均环比改善，其中小型企业大幅回升5.2个百分点至58.8%。2月份，中国银行开展的线上调研数据也表明企业预期较为乐观，预计2023年上半年营收、订单、利润将同比增长的受访大中型和小微企业比例均高于84%（表2），较2022年10月调研结果明显好转。居民方面，1月，消费者信心指数继续环比回升2.9个百分点至91.2%；2月，居民短期、中长期贷款分别同比多增4129、1322亿元，表明居民对未来的预期有所改善。

表 2：反映 2023 年上半年预期情况的企业数占比

预期上半年较 2022 年同期变化幅度	营收预期		利润预期		订单预期	
	大中企业占比	小微企业占比	大中企业占比	小微企业占比	大中企业占比	小微企业占比
增长 5%以内	32.19%	44.08%	34.25%	52.30%	32.88%	45.56%
增长 5%（含）-10%	34.25%	28.45%	39.04%	24.01%	39.73%	28.62%
增长 10%及以上	19.86%	15.79%	10.96%	12.17%	15.75%	14.47%
增长合计	86.30%	88.32%	84.25%	88.48%	88.36%	88.65%
下降 5%以内	6.85%	7.57%	8.22%	7.73%	6.85%	7.40%
下降 5%（含）-10%	4.11%	1.64%	4.11%	1.64%	2.05%	1.64%
下降 10%及以上	2.74%	2.47%	3.42%	2.14%	2.74%	2.30%
下降合计	13.70%	11.68%	15.75%	11.51%	11.64%	11.34%

注：大中型企业样本 146 家，小微企业样本 608 家。

资料来源：中国银行研究院

2. 房地产市场有所回暖，但整体修复仍需时间

2023 年一季度，楼市供需两端政策继续协同发力，叠加宏观经济复苏，房地产市场筑底企稳态势显现。居民预期好转，信贷需求边际改善。据安居客数据，2023 年 1 月、2 月购房者信心指数分别为 104.2 和 106.7，环比上升 8%、2.3%。2 月居民中长期新增信贷 863 亿元，同比多增 1322 亿元，自 2021 年 11 月以来首次实现同比多增。居民置业需求回暖带动房地产销售企稳复苏。2023 年 1-2 月，商品房销售面积和销售额分别同比下降 3.6%、0.1%，降幅分别较 2022 年同期收窄 6 和 19.2 个百分点；全国房地产开发投资同比下降 5.7%，降幅较 2022 年全年（-10%）明显收窄。疫情影响逐渐消退后房地产市场产生了一些积极变化。

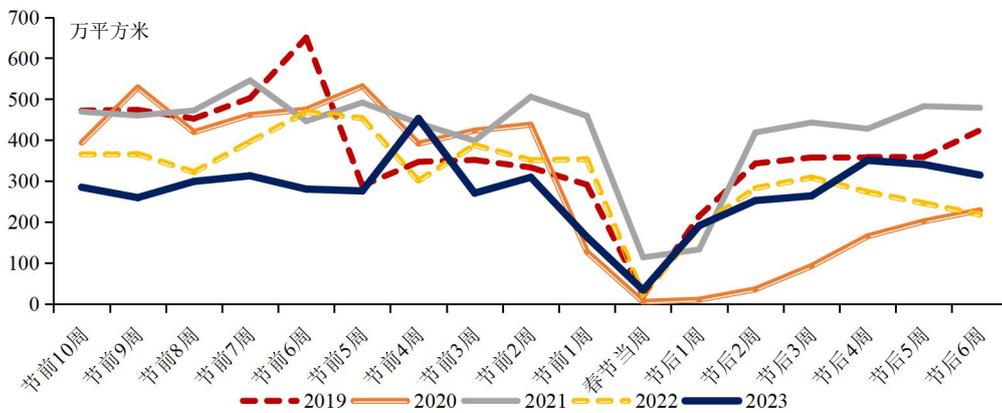
一是前期积压需求加速释放。2022 年 12 月疫情防控政策调整后短期感染高峰叠加春节假期积压了部分需求，年后购房需求迎来集中释放，推动市场短期升温（图 4）。截至春节后第 6 周，30 个大中城市新房成交面积较 2022 年同期提升 44%，为 2019 年同期水平的 74.2%。

二是因城施策政策支持力度加大。2023 年年初中国人民银行建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，允许地方政府按季度科学评估当地商品住宅销售价格变化情况并动态调整首套住房贷款利率政策。截至 2 月底，全国累计超过 30 城降低首套房贷利率下限至 4% 以下（表 3）。据贝壳研究院数据，2 月重点监测百城首套房、二套房贷款平均利率分别为 4.04%、4.91%，同比分别下降 143 个 BPs 和 84 个 BPs。同时，地方政府继续因城施策提振房地产市场，持续出台优化限购限售、调整公积金贷款、发放购房补贴等支持政策。

三是房地产风险防范化解工作持续推进。2023 年以来，中国政府加速推进一系列“保交楼、保民生、保稳定”举措。2023 年《政府工作报告》把房地产金融风险化解工作列为 2023 年 8 项重要工作之一，监管部门新增 1500 亿元保

交楼专项借款投放、设立 2000 亿元保交楼贷款支持计划、加大保交楼专项借款配套融资力度、强化保交楼司法保障等，多地也在年初下达“保交楼”任务和目标。1-2 月，房屋竣工面积同比增长 8%，增速较 2022 年同期加快 17.8 个百分点。同时，房企融资环境持续改善。2023 年 1 月，房地产开发贷款新增超过 3700 亿元，同比多增 2200 亿元；1-2 月房地产行业信用债融资 794.7 亿元，同比增长 20.6%；截至 3 月 22 日，A 股市场已有 8 家房地产企业发布再融资预案。

图 4：春节前后 30 大中城市商品房成交面积



资料来源：Wind，中国银行研究院

表 3：调整商贷首套利率下限重点城市名单

城市	政策日期	首套最低利率	城市	政策日期	首套最低利率
唐山	2023/1/13	3.80%	郑州	2023/1/29	3.80%
丽水	2023/1/17	3.80%	珠海	2023/1/30	3.70%
太原	2023/1/17	3.80%	天津	2023/1/30	3.90%
肇庆	2023/1/18	取消利率下限	福州	2023/1/30	3.80%
湛江	2023/1/18	取消利率下限	厦门	2023/1/30	3.80%
九江	2023/1/18	3.90%	沈阳	2023/1/30	3.90%
云浮	2023/1/19	取消利率下限	南宁	2023/1/31	3.70%
惠州	2023/1/20	取消利率下限	长春	2023/1/31	3.80%
中山	2023/1/20	3.90%	扬州	2023/2/20	3.80%
韶关	2023/1/20	取消利率下限	徐州	2023/2/20	3.80%
金华	2023/1/20	3.80%	常州	2023/2/24	3.80%
江门	2023/1/21	取消利率下限	淮安	2023/2/26	3.80%

资料来源：中指研究院，中国银行研究院

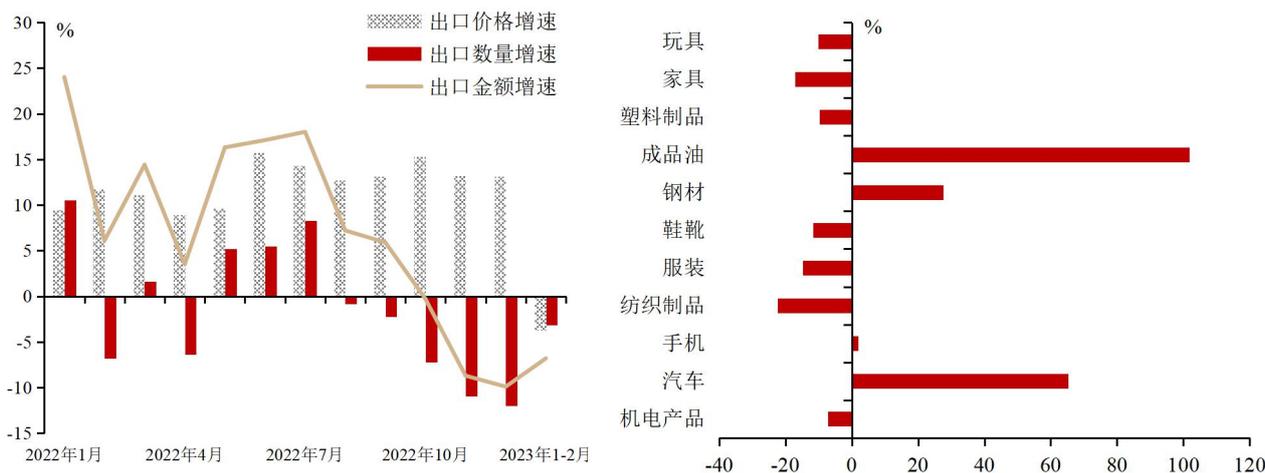
但是，房地产市场复苏持续性仍有待观察。一是居民预期持续改善仍需时间。一方面，“房住不炒”基调下政策鼓励刚需购房，超额储蓄向房地产行业释放的规模有限；另一方面，短期内居民对交付风险仍存担忧。一、二手房在春节后均持续复苏，但二手房交易表现更加强劲。剔除春节影响后，1-2月35城新房成交面积同比下降20.4%，15城二手房成交面积同比增长29.7%，反映了客户对期房交付风险仍存担忧。二是房地产企业、区域分化严重，制约市场整体恢复。一方面，央国企及部分优质民企与中小房企销售端出现分化。据中指研究院数据，1-2月TOP10、TOP31-50、TOP51-100房企的销售额均值分别为405.5、65.4和33亿元，同比变动-0.2%、-18.5%和-6%。TOP10房企以保利、万科、碧桂园等央国企和优质民企为主，销售端率先迎来复苏。另一方面，一、二线城市需求释放空间相对充足，三线城市受人口流出、购房需求透支等限制，销售恢复不及预期。2023年2月，一线城市新房、二手房价格同比增长2.1%、0.9%，而三线城市新房、二手房价格同比回落3.8%、4.7%。

3. 出口持续负增长，区域和产品结构分化明显

受国际政经格局持续演变、海外需求不振、价格支撑减弱和2022年高基数等因素影响，出口增长持续偏弱。2023年1-2月，出口同比下降6.8%（按美元计，下同）（图5）。从主要贸易伙伴来看，分化趋势有所加大。2023年1-2月，中国对美国出口延续负增长，同比下降21.8%，降幅较2022年12月扩大2.3个百分点。对欧盟、日本出口降幅虽有所收窄，但增速仍未转正，分别为-12.2%、-1.3%。对东盟出口增长较快，同比增速较2022年12月加快1.5个百分点至9%。从产品结构来看，上游产品和汽车出口景气度高，劳动密集型产品出口持续回落（图6）。2023年1-2月，成品油、钢材出口分别同比增长101.8%、27.5%。汽车及底盘、汽车零件同比增速分别为65.2%、4%。汽车出口数量（37万辆）再创历史新高，同比增长68.2%，对汽车出口金额增速的贡献约为60.3%。由于欧美发达经济体居民耐用品需求较弱、企业去库存周期尚未结束，加之越

南、墨西哥、印度等生产国在劳动密集型领域挤占中国出口份额，家具、玩具、塑料制品、鞋靴、服装产品出口继续回落，分别同比下降 17.2%、10.1%、9.7%、11.6%、14.7%，降幅较 2022 年 12 月分别扩大 2.6、0.7、7、13.8、4.4 个百分点。

图 5：出口增速及其量价分解图 图 6：2023 年 1-2 月主要商品出口同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

但出口增长好于市场预期，降幅较 2022 年 12 月收窄 3.1 个百分点，主要原因在于：一是国际需求好于预期。虽然美国 2 月 ISM 制造业 PMI 指数仍处收缩区间，但较 1 月提升 0.3 个百分点至 47.7%，为最近六个月以来首次出现改善。欧洲、日本的消费信心也出现好转。从运价指数看，2 月中旬以来波罗的海干散货指数 (BDI)、沿海集装箱出港运价指数 (TDOI) 开始筑底回升 (图 7)。二是节后国内复工复产加快推进，产业链供应链堵点打通，疫情高峰期期间积压的订单得到充分释放，对出口增速产生一定提振。三是外贸新业态成为出口增长的重要动能。2022 年跨境电商出口金额同比增长 128.4%，2023 年一季度跨境电商指数高于 2022 年同期 (图 8)，浙江、山东、深圳等外贸新业态发展领先地区的业务量同比增幅普遍较高，其中，2023 年 1-2 月浙江跨境电商出口金额同比增长 73.2%。

图 7：运价指数

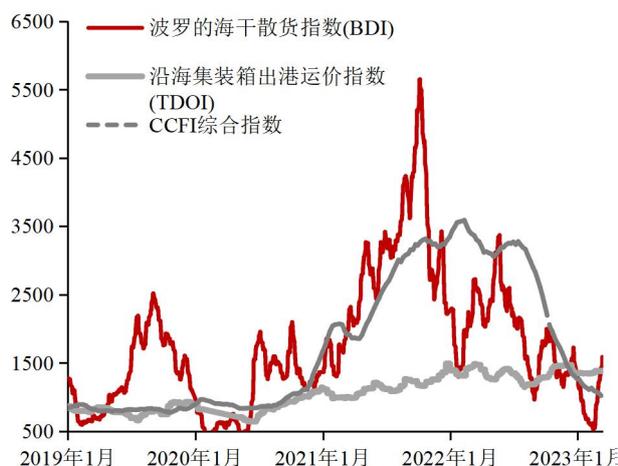


图 8：跨境电商申万行业指数



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 稳经济政策靠前部署，推动经济平稳复苏

稳经济政策着力于稳增长、稳就业、稳物价，加大财政、金融工具对重大项目建设的支持，推动经济在年初稳步回升。一是政府重视发挥投资在稳增长中的关键作用。2023年《政府工作报告》提出“积极扩大有效投资”。与2022年相比，各地方政府普遍增加重大项目投资计划数量和年度投资额。连续两年均公布固定资产投资增速目标的省份中，2023年固定资产投资目标算术平均值为8.5%，较2022年提高0.3个百分点（表4）。二是财政资金靠前发力支持项目建设。2022年11月财政部下达了2023年的2.19万亿元提前批专项债额度，下达时间前置且规模较上一年扩大50%。1月份，地方政府新增专项债券发行额达到4912亿元，较2022年同期多发68亿元。各地加快专项债发行节奏，浙江、四川、河北、江苏等地将提前批专项债额度定为一季度计划发行规模。随着政策推动节后企业复工复产，财政资金支持的重大项目陆续落地，1-2月基建投资（不含电力）累计增长9%。三是信贷资金放量投放以服务实体经济。信贷资金投放结构持续优化，加大对实体经济的支持力度。1-2月份，企业中长期贷款新增额累计达到4.61万亿元，同比多增2万亿元，创历史同期新高。在信

贷政策强有力支持下，1-2月制造业和高技术制造业投资分别累计增长8.1%和16.2%，延续2022年较快增长态势。四是保供稳价政策为经济复苏提供稳定物价环境。春节前后，多次国务院常务会议积极部署做好重要民生商品和能源保供稳价以及春耕工作，确保节假日期间市场供应充足，提升粮食后续稳定供应能力。1月份，食品环比涨幅低于历史春节期间平均水平；煤炭等主要能源价格稳中有降。1-2月CPI和PPI累计同比分别上涨1.5%和下降1.1%，通胀水平整体温和。

表4：部分地区重大项目投资计划及固定资产投资增速目标

省市	重大项目计划个数			年度计划投资额（亿元）			固定资产投资增速目标	
	2023年	2022年	同比	2023年	2022年	同比	2023年	2022年
河南	2500	1794	39.4%	18000	13000	38.5%	10.0%	10.0%
重庆	1123	877	28.1%	4300	3600	19.4%	10.0%	6.0%
陕西	643	620	3.7%	4818	4629	4.1%	8.0%	7.0%
福建	1580	1587	0.0%	6480	6168	5.1%	6.0%	6.5%
广西	2528	1996	26.7%	4261.67	4008	6.3%	8.0%	10.0%
广东	1530	1570	-2.5%	10000	9000	11.1%	8.0%	8.0%
天津	673	676	0.0%	2360.57	2158	9.4%	3.0%	5.5%
河北	507	695	-27.1%	2600	2500	4.0%	6.5%	6.5%
宁夏	160	204	-21.6%	667	601	11.0%	10.0%	8.0%
江西	3558	3455	3.0%	16000	11000	45.5%	8.0%	8.0%
山东	525	600	-12.5%	3446	2857	20.6%	6.0%	-
浙江	1000	843	18.6%	10000	10972	-8.9%	6.0%	-
贵州	4000	3347	19.5%	8000	6449	24.1%	5.0%	-
黑龙江	1000	-	-	3000	3642	-17.6%	8.0%	10.0%
安徽	-	-	-	-	1263	-	10.0%	10.0%
海南	-	-	-	-	856	-	12.0%	8.0%
云南	-	-	-	-	1643	-	9.0%	7.0%
甘肃	-	-	-	-	2225	-	10.0%	9.0%
湖南	-	-	-	-	4527	-	7.0%	7.5%
新疆	-	-	-	-	2700	-	11.0%	10.0%
湖北	-	-	-	-	3038	-	10.0%	10.0%
山西	-	-	-	-	-	-	7.0%	8.0%
吉林	-	-	-	-	-	-	7.0%	7.0%
辽宁	-	-	-	-	-	-	10.0%	10.0%

资料来源：中国银行研究院

（二）2023 年二季度经济形势展望

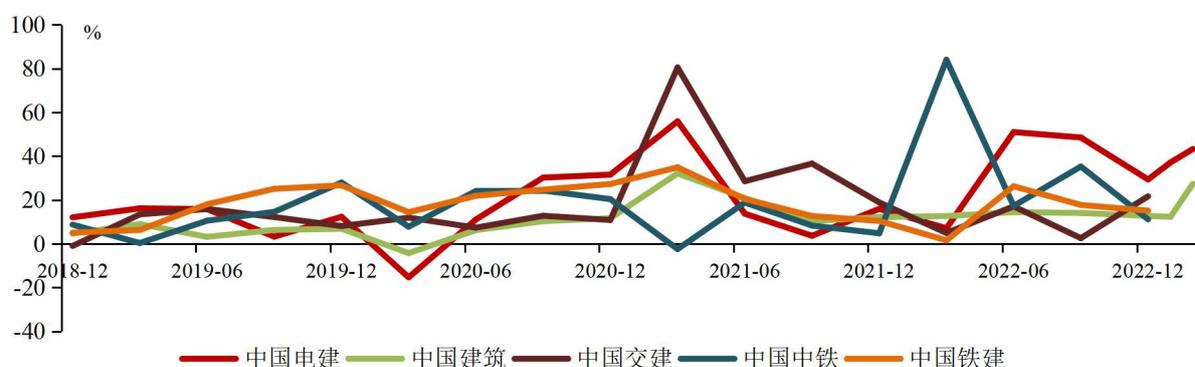
展望二季度，经济将全面进入疫后修复期。根据 2023 年《政府工作报告》的部署，政府将保持政策连续性针对性，加强各类政策协调配合，这将为经济运行持续好转提供重要保障。消费有望延续较好恢复势头，基建和制造业投资将保持较快增长，房地产投资逐步企稳，出口增速有望筑底修复，降幅或继续收窄。加之 2022 年同期基数较低，2022 年二季度 GDP 仅增长 0.4%。预计二季度 GDP 增长 7.6% 左右，增速较一季度上升 3.5 个百分点左右，或将为全年的高点。

第一，多重利好因素叠加，消费有望延续较好恢复势头。一是疫情对经济社会的影响进一步减小，叠加财政、货币、产业等宏观政策保持一定支持力度，二季度就业形势将持续好转，带动居民收入和预期回升，为消费恢复奠定基础。二是《政府工作报告》明确指出要“稳定大宗消费”，预计二季度大宗消费表现有望在政策支持、预期改善等多重利好下逐步好转。一方面，受益于供需两端房地产政策持续支持以及疫情影响减弱，二季度房地产市场有望逐步筑底企稳，家具、家电等住房相关消费对消费整体的拖累将逐步减小。另一方面，3 月以来，雪铁龙等数十家车企和地方政府联合加码汽车补贴力度，在湖北等多地掀起了购车热潮。二季度预计更多汽车品牌、更多地方政府将加入降价、补贴行列，带动汽车消费回升。三是民航、影院等部分消费领域的供给将稳步增长，供给约束现象有望逐步缓解，有利于消费需求进一步释放。四是基数较低，2022 年二季度消费同比下降 4.6%，其中汽车消费同比下降 8.33%。综合来看，预计二季度消费增速为 13% 左右。

第二，基建和制造业投资保持较快增长，房地产投资逐步企稳。一是基建投资保持较快增长。从资金上看，财政政策上调赤字率和专项债发行规模，扩大专项债投向领域和用作资本金范围。专项债发行仍将保持较快节奏，争取早

发行、早使用。从项目上看，基建投资以“十四五”重大工程项目库为依托，加强了项目储备和前期工作力度。上市建筑业央企的新签合同保持较快增长（图9），2月新签合同额同比高于历史同期平均水平。从先行指标上看，1-2月份新开工项目计划总投资和投资到位资金（不含房地产开发投资）分别同比增长11.8%和12.5%，对后续投资形成支撑。二是制造业投资增长仍有支撑。虽然制造业投资面临外需转弱等不利因素，但国内需求复苏将有助于生产加快，推高产能利用率，改善企业盈利预期，增强企业投资意愿。当前制造业生产需求景气度明显好转，企业经营和投资预期已有改善（图10）。政策将加大对制造业更新改造和高技术类投资的支持。产业政策延续支持制造业改造升级和绿色制造工程，大力培育高技术制造业；信贷政策将加大制造业中长期贷款和碳减排支持工具、科技创新再贷款等货币政策工具使用力度，为制造业新建和改造投资提供资金支持。三是房地产投资逐步企稳。在供需两端政策带动下，前期积压的刚性和改善性住房需求将逐步释放，带动房地产销售、拿地以及开发环节逐步修复。但房地产投资复苏仍需要时间。其一，新建商品房待售面积尚处于高位，库存去化压力较大（图11）。其二，当前二手房销售强于新房销售，房款在居民部门之间流动，房企通过销售回款的压力仍存。其三，商品房销售复苏的持续性取决于居民就业和收入改善情况，恢复进度仍待观察。综合来看，预计二季度固定资产投资增速为5.8%左右。

图9：上市建筑业央企新签合同额同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

图 10：企业经营状况指数（BCI）



图 11：商品房待售面积及同比增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

第三，出口增速有望筑底修复，结构性机会值得关注。从拉低因素看，一是外需修复具有不确定性。全球通胀水平仍处高位，2023年上半年欧美发达经济体大概率将“小步”加息，对国际需求产生抑制作用。此外，主要发达国家企业去库存周期尚未结束，美国大部分商品的库存销售比仍处1.5以上的高位区间，较2022年年末并未出现明显改善。二是2022年同期基数较高，2022年5、6月份16.3%、17.1%的同比增速带动二季度出口同比增长12.4%。从拉升因素看，一是区域结构仍有支撑。东盟国家内需走强有望拉动中国终端产品出口增长。IMF预测东盟五国2023年经济增速为4.9%，高于西方发达经济体的1.1%。RCEP深化落地将带动中国与东盟国家在产业链层面的协作加深，促进“中国-东盟国家-欧美”出口路径的发展。二是电动汽车、光伏产品、锂电池“出口新三样”具备全球竞争优势。2022年，中国工业制品出口增长9.9%，拉动整体出口增长9.4个百分点，其中锂电池、电动汽车等产品出口增速均超过60%，出口新动能快速成长。自研技术、产能高、度电成本低是中国绿色产品出口的核心竞争力，欧洲能源安全需求、新兴市场国家新能源产品需求仍有缺口，这将带动中国出口增长。综合来看，预计二季度中国出口降幅有望收窄至4%左右。

第四，供给端继续回暖，有望回归疫情前正常状态。工业方面，一是前期对生产场景的限制基本解除，产业链供应链持续修复。春节以来人流物流恢复，企业复工复产节奏加快，劳动力供给约束明显改善。据百年建筑调研，截至2月21日全国劳务到位率83.9%，开复工率86.1%。2023年《政府工作报告》着重强调产业政策要“发展和安全并举”“着力补强产业链薄弱环节”，未来产业链供应链自主可控程度有望进一步强化，保障工业生产运转通畅。二是内需持续恢复，有望抵补外需回落压力，成为拉动生产的主要力量。“稳增长”和“扩内需”是2023年经济工作的首要任务，政府财政赤字率拟按3%安排，比2022年提高0.2个百分点。财政政策将更加注重精准提效，扩大有效投资，促进消费增长，推动工业增速上行。三是微观主体信心不断恢复，市场预期好转。1、2月中国中小企业信心预期指数持续上行，环比分别提升0.7和1.7；2月企业经营状况指数由2022年底的45.2大幅回升至57.6，为2021年4月以来新高。从上市公司业绩看，953家已披露2022年业绩快报的A股上市公司中，近九成实现盈利，470家净利润实现同比增长，逾410家实现营收、净利润“双增”。企业预期持续向好，有望进一步加快投资支出和经营布局，支撑工业经济增长。叠加2022年低基数，预计2023年二季度工业增加值增长9%左右。服务业方面，线下活动加快恢复，居民就业改善、收入提升，市场主体信心继续稳固，叠加促消费政策举措激励，接触性服务业有望加快恢复。预计2023年二季度服务业增加值增长7.5%左右。

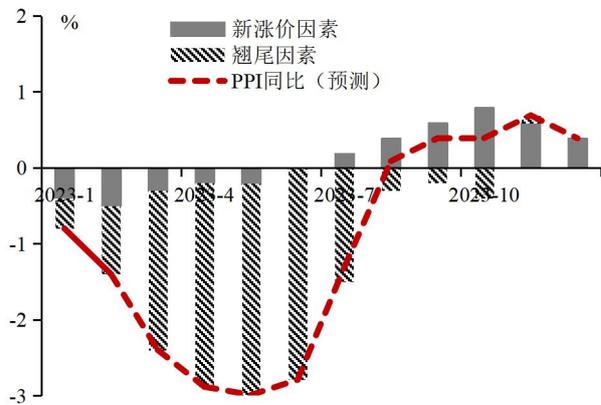
第五，物价温和上涨，PPI-CPI“剪刀差”进一步扩大。二季度，预计物价涨幅整体较为温和。一是CPI将处于低位运行。一方面，食品价格上涨动力不足。虽然2022年二季度猪肉价格基数较低，但当前生猪存栏量处于历史高位，猪肉价格缺乏大幅上涨基础，对CPI同比涨幅拉动作用有限。同时，随着未来气温回升，蔬菜价格将随着供给增加而延续下行趋势。另一方面，非食品价格上涨较为温和。疫后生产服务供给恢复进程加快。同时，通讯工具、交通工具、

鞋服等耐用品和日用品价格未明显上涨。叠加翘尾因素影响减弱，预计二季度CPI涨幅将较一季度有所回落。二是PPI同比将持续下行。受主要经济体需求走弱影响，原油等国际大宗商品价格仍将承压。虽然国内基建发力和房地产市场企稳带来的需求将对生产资料价格形成一定支撑，但二季度翘尾因素下降幅度较一季度扩大，PPI同比降幅将进一步扩大。PPI-CPI剪刀差负值将进一步走阔。预计二季度CPI和PPI分别同比上涨0.9%和下降2.8%（图12、图13）。

图12：2023年CPI同比涨幅预测



图13：2023年PPI同比涨幅预测



资料来源：中国银行研究院

二、2023年一季度金融形势回顾与二季度展望

（一）2023年一季度金融形势回顾

2023年一季度，中国金融发展面临的内外部环境仍然存在较大不确定性。从外部看，主要经济体物价水平继续下行，加息预期同步放缓，流动性环境边际改善。但硅谷银行、瑞信银行等一系列风险事件导致国际金融市场出现动荡，恐慌情绪蔓延。同时，在高物价、高利率影响下，欧美国家经济发展预期走弱，衰退风险上升。全球股市表现疲弱、大宗商品价格维持震荡。从内部看，经济发展预期向好，金融市场稳步回暖，货币信贷增幅创历史新高、市场利率小幅上行、人民币汇率先升后贬、债券发行延续分化态势、股票市场稳中有升。同时，金融监管体系再迎重磅变革，组建中央金融委员会，成立国家金融监督管理

理总局，新的“一委一行一局一会”监管架构成型，理顺了机构监管和功能监管，有助于更好地推动中国金融体系稳健发展（专栏一）。

1.企业资金需求意愿增强，货币信贷规模明显走高

2023年1-2月，新增社会融资规模累计9.14万亿元，同比多增1.75万亿元。其中，新增人民币贷款累计6.75万亿元，为历史新高，同比多增1.64万亿元；非金融企业境内股票融资1535亿元，同比少增489亿元；政府债券、企业债券有所分化，分别较2022年同期多增3530亿元、少增4318亿元（图14）。政府债券多增主要与专项债额度提前下发，政府债券发行速度加快有关，企业债券少增与2022年11月以来债券市场震荡加大导致债市融资成本上升有关。表外融资（信托贷款、委托贷款和未贴现的银行承兑汇票）新增3404亿元，同比多增3976亿元，表外融资已逐步走向规范化发展。

图 14：新增社会融资规模构成变化

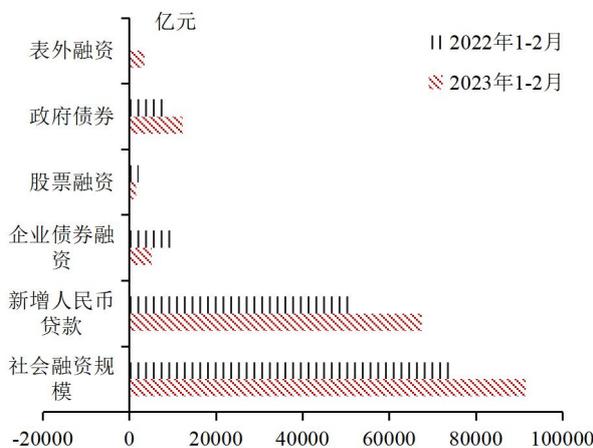
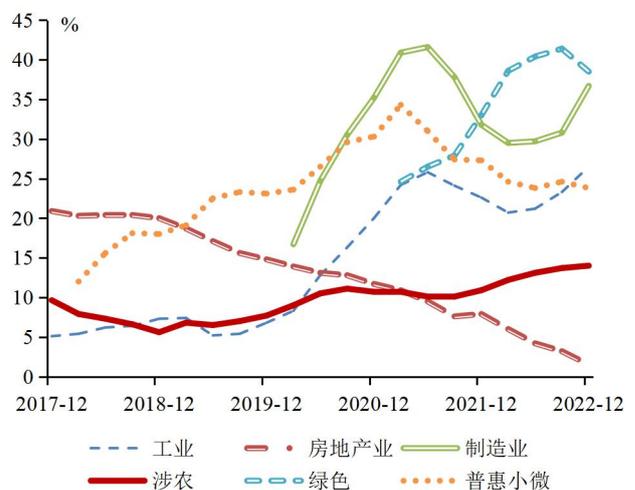


图 15：重点领域贷款余额增速



资料来源：Wind，中国银行研究院

信贷结构持续优化，对经济重点领域和薄弱环节支持力度继续加大。从投向结构看，2022年末，工业、制造业、普惠小微、绿色、涉农领域信贷余额增速分别为26.5%、36.7%、23.8%、38.5%、14%，持续保持高速增长，且显著高于全部贷款增速（11.1%），但房地产贷款增速则继续下行至1.5%（图15）。

从期限结构看，企业中长期贷款占比大幅提升，居民中长期贷款占比有所下降。2023年1-2月新增企业中长期贷款4.61万亿元，占新增贷款比重为68.7%，同比大幅上升18.7个百分点；新增居民中长期贷款3094亿元，占新增贷款比重为4.61%，同比下降8.75个百分点。年初以来，企业对未来经济预期稳步转暖叠加政策发力，带动中长期贷款占比大幅上升。另外，虽然一季度居民中长期贷款需求整体仍然疲弱，但2月份一些城市楼市出现“小阳春”，居民中长期贷款同比出现多增，房地产市场呈现出企稳迹象。

特别地，2023年2月M2同比增速为12.9%，创下2016年4月以来新高，这与居民储蓄存款继续多增有关。2023年1-2月，新增居民存款达6.99万亿元，同比多增1.87万亿元。人民银行《2022年第四季度城镇储户问卷调查报告》显示，居民储蓄意愿仍然较强，倾向于“更多储蓄”的居民占61.8%，这一比例为有统计以来的最高值。在四季度疫情防控措施大幅优化背景下，居民储蓄意愿仍然保持在较高水平，疫情带来的疤痕效应仍未完全消除。

专栏1：金融监管体制新框架新在何处

第一，组建中央金融委员会，强化党对金融工作的集中统一领导。在中共中央、国务院印发的《党和国家机构改革方案》中，组建中央金融委员会和中央金融工作委员会，不再保留国务院金融稳定发展委员会及其办事机构。这意味着党中央对金融工作的集中领导将得到加强，体现了中央对金融工作的重视。作为党中央决策议事协调机构，中央金融委员会将负责金融稳定和发展的顶层设计、统筹协调、整体推进、督促落实，研究审议金融领域重大政策、重大问题等，将推动金融业更好发展。

第二，组建成立金融监管总局，统筹优化监管职能。作为国务院直属机构，金融监管总局将统一负责除证券业之外的金融业监管，实现对金融活动的全面统一监管。这有利于实现机构监管与行为监管的高效统一，促进其更好发挥微观审慎监管职能，增强对金融活动的穿透式监管。金融系统监管职能的进一步集中，能更好解决金融领域长期存在的突出矛盾和问题，有效提升金融监管效率，也利于有效防范化解重大金融风险，助力金融市场在高质量发展新征程行稳致远。

第三，金融消费者权益保护职责得到统一与强化。现行金融消费者权益保护体系存在监管条款分散、保护力度不够等问题，影响金融市场的长期繁荣与稳定。改革后，原本分散在人民银行、银保监会的金融消费者保护职能、证监会的投资者权益保护职能，被划入金融监管总局统一管理。原本存在的分散管理、责任不清等得到有效解决，体现了对功能监管的重视，强化了微观审慎监管和行为监管的统筹，既能加强对金融消费者合法权益保护，也能有效提升金融监管效率，对金融行业健康发展与维护市场稳定具有重要意义。

第四，地方金融监管将主要由中央派出机构执行。在深化地方金融监管改革方面，新体制将“建立以中央金融管理部门地方派出机构为主的地方金融监管体制，统筹优化中央金融管理部门地方派出机构设置和力量配备。”原本地方机构既负责金融监管，又负责促进地方金融产业发展，存在职责矛盾或

监管缺位等问题。革新后，一是地方金融监管机构的发展职能将被剥离，专司监管职责，地方金融监管主体责任进一步压实。二是地方监管主要由中央派到地方的机构行使监管职责。加强了央地统筹协调，强化了金融管理中央事权，形成从中央到地方的垂直化监管体系，将有效降低金融风险隐患。

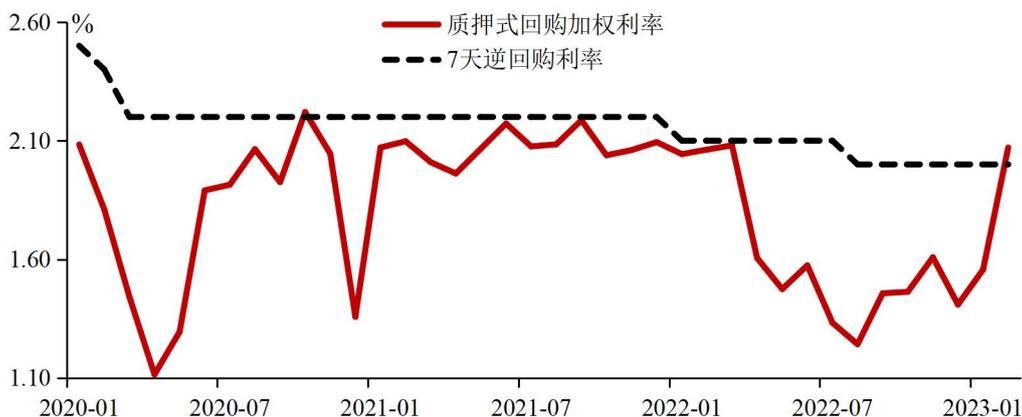
第五，证监会监管职能强化，统一负责企业债发行审核。本轮革新强化了证监会对资本市场的监督管理职责，一是证监会提级为国务院直属机构，资本市场服务实体经济的重要作用将进一步凸显。二是革新后，企业债的发行、审核工作将统一划归证监会负责，改变了原本债券发行审核多头管理局面。此前，企业债券发行审核由三机构分别负责，银行间交易商协会负责监管短融、中票等，证监会负责公司债，发改委负责企业债。调整后的债券发行监管进一步统一，有利于提高企业债券发行效率，拓宽企业直接融资渠道，推动债券融资规模提升，助力债券市场健康规范运行。

第六，人民银行完善分支机构改革，不再保留县（市）支行。根据国务院改革方案，将统筹推进人民银行分支机构改革“撤销央行大区分行及分行营业管理部、总行直属营业管理部和省会城市中心支行，在31个省（自治区、直辖市）设立省级分行，在深圳、大连、宁波、青岛、厦门设立计划单列市分行。不再保留央行县（市）支行，相关职能上收至央行地（市）中心支行。”这意味着央行当下的大区行制度，回归到省分行制度。革新后，人民银行将回归聚焦职责本源，专注货币政策与宏观审慎监管职能，重组精减有利于理顺央行与其分支机构的关系，增强金融监管的统一和效能，有助于进一步完善中国特色金融监管体系。

2. 市场利率整体筑底企稳，多地房贷利率仍在下行

进入2023年，宏观经济持续回暖，带动市场利率筑底企稳，但复苏不是“齐步走”。具体来看，一是主要政策利率保持稳定。7天逆回购利率仍为2.0%、1年期MLF利率仍为2.75%，自2022年8月以来未发生变化，显示货币政策支持实体经济、稳增长的基本取向未发生改变。二是短期货币市场利率筑底反弹。反映货币市场综合利率水平的银行间债券质押式回购月度加权平均利率从2022年底的1.41%快速升至2023年2月的2.07%（图16），已基本恢复至2022年疫情暴发前水平（2022年2月为2.06%，3月为2.08%，4月疫情反复后大跌至1.61%）。这很可能表明实体经济融资需求开始增加。三是多地住房贷款利率仍在下行。2022年各地为稳楼市，房贷利率普遍已下调至政策下限附近。2023年1月，人民银行、原银保监会出台政策，允许满足条件的城市政府自主调节首套房贷利率下限。此后多地调低利率下限，带动房贷利率进一步下行。根据贝壳研究院统计，2月在监测的103个重点城市中有23个城市首套房贷利率下降，首套房利率低于4.1%的城市增加至34个。

图 16：货币市场利率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

3. 国债收益率震荡中小幅上行，发行分化持续加剧

受疫情防控政策优化、实体经济恢复预期向好及货币市场利率波动上行等因素影响，一季度 10 年期国债收益率出现震荡上行。截至 2023 年 3 月 28 日，10 年期国债收益率报收于 2.86%，较年初小幅上涨 4 个 BPs，同比上涨 3 个 BPs。整体看，一季度债券市场呈现如下特征：一是发行总量平稳，发行结构继续分化（图 17）。截至 2023 年 3 月 28 日，各类债券共计发行 15.78 万亿，同比增长 9.17%。其中，国债、政策银行债发行同比多增，国债发行量达 2.15 万亿元，同比增长 34%，政策银行债发行量 1.72 万亿元，同比增长 33.9%。商业银行债、商业银行次级债券与企业债发行同比下降，商业银行债、商业银行次级债券分别发行 1445 亿元、1622 亿元，同比下降 57.6%、43.38%，这主要与人民银行持续加量续作 MLF 以及降准使得流动性环境相对充裕等因素有关；企业债发行量为 643 亿元，同比下降 31.15%，这主要与债券发行利率上行导致企业发债融资意愿不足有关。二是期限利差、信用利差有所下降（图 18）。截至 3 月 28 日，期限利差（10 年期-1 年期国债收益率）为 0.58%，较年初下降 13 个 BPs，

同比下降 5 个 BPs，这与货币市场利率上行带动短期收益率同步上行有关。信用利差（3 年期 AA+级中短期票据与同期限国开债收益率之差）为 0.50%，较年初下降 47 个 BPs，同比下降 15 个 BPs。三是债券市场信用风险收敛，边际违约率维持稳定。截至 3 月 28 日，共有 10 只债券发生违约，违约金额达 43.79 亿元，同比下降 51.9%。其中，房地产行业有 7 家房企出现信用违约，实质违约金额达 25.38 亿元。2 月末债券市场边际违约率¹为 0.18%，同比下降 0.09%，信用债风险持续收敛。

图 17：各类债券发行规模

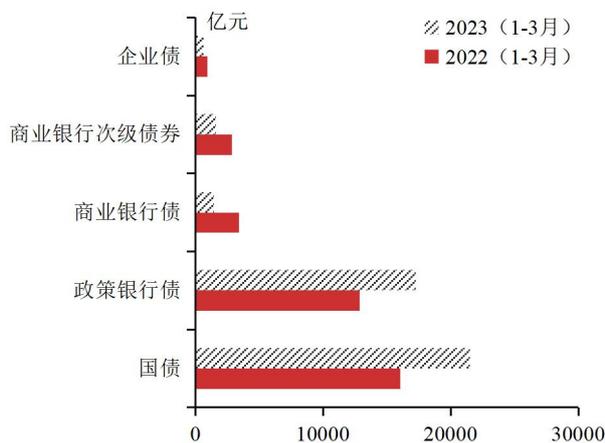
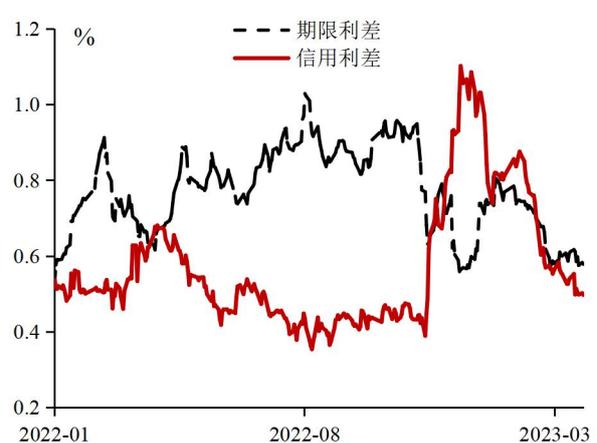


图 18：期限利差与信用利差变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 人民币汇率先升后贬，呈现“V”型走势

2023 年一季度人民币汇率经历了先快速升值、后在双向波动中走贬两个阶段，整体呈“V”型走势。人民币汇率在 1 月的前 9 个交易日由 6.96 快速升值至 6.7 左右。2-3 月，人民币汇率在双向波动中回落至 6.9 左右（图 19）。

年初人民币快速升值原因包括：一是市场信心显著改善。开年之初，随着防疫措施优化调整和稳增长政策的持续显效，经济回暖向好，市场信心大幅提

¹ 数据来自中债资信《违约检测月报》。

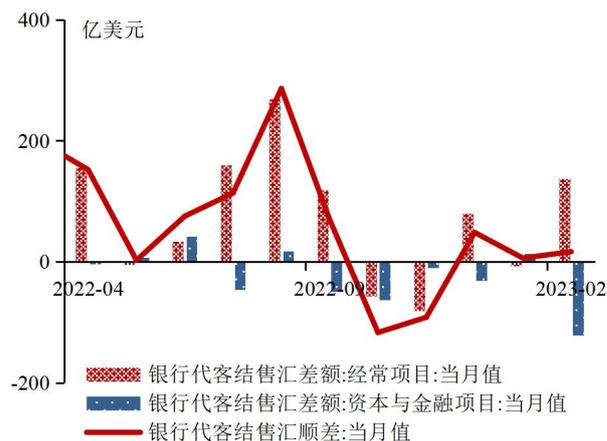
振。1-2月人民币对美元即期询价成交量日均值为347.5亿美元，较2022年12月日均值（202.6亿美元）增长了71.5%。二是外资机构对持有人民币资产态度整体较为乐观，持续加仓境内金融资产，推动人民币汇率升值。在国内经济超预期修复下，年初北向资金出现大幅流入。1-2月北向资金合计净流入1511.9亿元，其中1月份净流入超过1400亿元，创单月最高记录。

近期人民币汇率出现一定程度的贬值，其主要原因包括：一是美元指数反弹走强。由于美国通胀数据高于预期（1月、2月美国CPI同比上涨6.4%、6%），潜在通胀压力仍在，美联储频频发声维持鹰派加息态度，美元指数短线回升。二是中美利差倒挂扩大。2月中美10年期国债利差倒挂口径日均值走升至-0.8451%，较1月的日均值-0.6706%再度扩大，导致2月有短期资金流出的迹象。从2月银行代客结售汇数据看，证券投资项下结售汇差额“由顺转逆”，出现61.3亿美元逆差（图20）。

图 19：人民币汇率与美元指数



图 20：银行代客结售汇差额



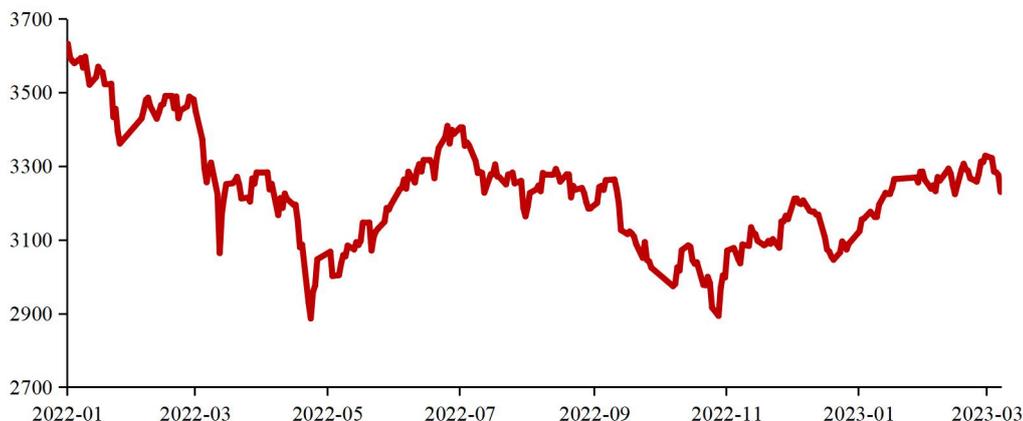
资料来源：Wind，中国银行研究院

5. 资本市场信心明显修复，A 股指数整体上行

受实体经济恢复向好、投资者信心修复、美联储加息预期变化等因素综合影响，2023 年以来 A 股整体呈现先上涨、后震荡的格局。截至 3 月 28 日，上证综合指数报收于 3245.38，较年初上涨 5.1%。利多因素包括：**一是经济金融数据回暖带动市场信心修复。**2023 年以来企业对未来经济预期持续转暖，2 月制造业 PMI 升至 52.6%，非制造业商务活动指数为 56.3%。货币信贷数据也出现大幅走高。经济预期及金融数据向好都进一步提振了投资者信心，对 A 股带来了明显支撑。**二是资本市场吸引力增强带动外资净流入。**受中美经济周期错位等因素影响，一季度外资整体呈现净流入态势。截至 3 月 28 日，北向资金累计净买入 1.90 万亿元，较上年末增加 1751 亿元。**三是资本市场改革提速，政策利好带动估值修复。**一方面，全面实行股票发行注册制改革后，市场预期资本市场融资效率进一步提升利好股市；另一方面，市场普遍预计两会后稳增长政策将继续出台，这带动了增量资金流入，从而带动估值修复。

利空因素包括：**一是 A 股技术性回调加剧行业分化。**在经历 1 月的快速上涨后，A 股技术性回调压力增大，导致 2 月份市场出现结构性分化。从行业走势看，通信、轻工制造、计算机等行业涨幅均超过 5%，电力设备、银行、有色金属等行业出现一定回调。**二是美联储加息节奏仍存在不确定性。**2 月美联储非农就业数据反弹，美联储继续加息概率增加，“美联储停止加息甚至降息”的预期被动摇。另外，近期硅谷银行事件扰动全球金融市场，或将影响美联储加息进程。美联储加息政策变动的溢出效应也对 A 股市场形成扰动。

图 21：上证指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）2023 年二季度金融形势展望

1. 主要金融指标维持中高速增长，有效满足实体经济资金需求

展望二季度，中国融资环境将维持稳健略偏宽松。一是货币社融增速将维持中高速增长。货币政策将维持稳健略宽，有效满足实体经济资金需求。加之实体经济融资动力仍在持续回暖，预计 2023 年二季度 M2 将保持中高速增长，社融增速则可能重回两位数以上。二是围绕重点领域和薄弱环节的支持力度将继续增大。2023 年 1 月，人民银行印发通知，将延续实施碳减排支持工具等三项货币政策工具。结构性货币政策工具将继续发挥牵引作用，普惠小微、绿色等领域信贷增速有望维持在 20% 以上。三是房地产信贷增速有望企稳。在经济加速回暖的同时，房地产市场呈现企稳迹象，加之政策仍在发力，相应的政策效果会继续显现。此外，考虑到 2022 年房地产信贷数据基数较低，房地产信贷增速有望逐步企稳。

2. 政策利率较大概率保持不变，房贷利率下降趋势有望趋缓

展望二季度，一是政策利率较大概率保持不变。一方面，当前宏观经济持续恢复，调降利率的必要性下降。预计二季度 7 天逆回购利率仍为 2.0%，1 年期 MLF 利率仍为 2.75%；另一方面，目前经济复苏基础尚不牢固，通胀率低且还未出现明显升高迹象，因此货币政策收紧可能性不大。二是货币市场利率将围绕政策利率波动。2023 年以来，货币市场利率出现上行态势，但一季度人民银行持续加量续作 MLF，并宣布降准，市场利率难以持续上行。预计货币市场利率将继续在当前水平波动，继续引导社会融资成本稳中有降。三是房贷利率下行趋势有望趋缓。二季度在政策支持和实体经济复苏带动下，更多地区房地产市场可能筑底趋稳，进一步下调房贷利率的城市数量或将有所减少。

3. 债券发行总量维持平稳，国债收益率有望继续攀升

展望二季度，债券市场有望维持稳定运行。一是债券发行总量维持平稳，结构分化或将继续。预计财政政策将继续加力提效，国债、地方政府债等利率债发行量将继续增加。在实体经济融资需求回暖带动下，企业信用债发行有望同步提速。二是国债收益率或稳中有升。实体经济稳步复苏预期不变，叠加两会后稳增长政策延续，经济增长预期向好将对国债收益率形成支撑。三是债券市场违约风险需要持续关注。一方面，多家房企 2022 年年报显示净利润出现下滑，部分公司亏损超过百亿。考虑到房地产行业仍在筑底，需密切关注房地产龙头企业的经营状况与风险溢出。另一方面，城投债净融资大幅下滑，而土地出让受限以及投资支出的增加将导致地方政府财政收支压力进一步增大，城投债违约风险可能上升。

4. 汇率整体将呈现双向波动、稳中有升走势

展望二季度，外部制约因素减弱，支撑人民币汇率走强的因素将更多显现，人民币将继续维持双向波动、稳中有升走势。一是硅谷银行破产引发“蝴蝶效应”，美联储加息政策面临掣肘。3月份以美国硅谷银行为代表的多家银行宣布破产倒闭，银行体系流动性风险压力上升。虽然在3月22日美联储宣布加息25个基点，但声明措辞中暗示加息临近终点，市场预期美联储加息周期接近尾声。二是中国稳汇率政策信号明确。继中央经济工作会议提出“维持人民币汇率稳定”后，在3月国务院新闻办公室举行的“权威部门话开局”系列主题新闻发布会上，人民银行易纲行长再次发声强调了2023年稳汇率工作的重要性。三是中国经济将持续向好，为汇率提供基本面支撑。在中国经济基本面稳健复苏、各项经济指标不断好转背景下，外资将持续看好境内资产，人民币汇率具备升值潜力。此外，中国已出台多项支持外资引进政策，海外资金投资中国市场的便利性大大提升，将进一步促进境外资金流入境内市场。

5. 经济预期稳步向好，A股有望波动中走强

展望二季度，A股仍有上行的可能。一是经济持续恢复预期转好。伴随着疫情防控政策优化效果的逐步显现，实体经济供给需求两端将继续恢复，实体经济向好将持续提振投资者预期，对A股形成支撑。二是稳经济政策陆续落地有望推动A股相关板块走强。新一轮稳增长政策有望陆续落地，在政策利好加码作用下，高端制造、传统制造、科技板块以及优质“蓝筹”股将会获得更多实质性利好，从而带动市场活跃度上升。三是外资有望持续增持A股。一方面，中外经济周期错位可能进一步凸显，在中国经济稳步向好带动下，外资有望持续增大对A股的配置。另一方面，近期沪深港通股票标的范围扩容，投资

标的多元化以及开放力度增大将进一步吸引外资流入。四是美联储加息对 A 股的负面影响显著下降。尽管美联储加息周期仍未停止，但市场普遍预计本轮加息周期已进入下半程，外部扰动影响的减弱也将助力内地股市市场信心进一步修复。

表 5：2023 年二季度中国经济金融主要指标及预测（%）

指 标	2019 (R)	2020 (R)	2021 (R)	2022 (R)	2023 (F)		
					Q1 (E)	Q2 (F)	全年
GDP	6.0	2.2	8.4	3.0	4.1	7.6	6.0
规模以上工业增加值	5.7	2.8	9.6	3.6	3.2	9.0	6.9
服务业增加值	7.2	1.9	8.5	2.3	4.5	7.5	5.8
固定资产投资额（累计）	5.4	2.9	4.9	5.1	5.6	5.8	6.0
房地产开发投资额（累计）	9.9	7.0	4.4	-10.0	-5.5	-4.0	-2.8
消费品零售总额	8.0	-3.9	12.5	-0.2	4.8	13.0	9.0
出口(美元计价)	0.5	3.6	29.6	7.0	-6.0	-4.0	-1.0
进口(美元计价)	-2.7	-0.6	30.0	1.0	-5.0	2.0	2.5
居民消费价格指数（CPI）	2.9	2.5	0.9	2.0	1.4	0.9	1.5
工业品出厂价格指数（PPI）	-0.3	-1.8	8.1	4.1	-1.5	-2.8	-1.0
广义货币（M2，期末）	8.7	10.1	9.0	11.8	12.6	12.3	12.0
社会融资规模（存量，期末）	10.7	13.3	10.3	9.6	10.0	10.3	10.5
1 年期 MLF（期末）	3.25	2.95	2.95	2.75	2.75	2.75	2.75
1 年期 LPR（期末）	4.15	3.85	3.80	3.65	3.65	3.65	3.65
人民币兑美元即期汇率（期末）	6.97	6.54	6.37	6.95	6.90	6.70	6.60

资料来源：中国银行研究院

三、宏观政策取向

考虑到经济运行整体好转仍需要时间，政策稳增长的取向不会变化。未来政策要提高稳定性，着力推动形成经济好转、内生动力增强、预期改善之间的良性互动与循环。2023 年是建设中国式现代化的开局之年，也是中国踏上实现第二个百年奋斗目标新征程的重要时刻，要着力做好短期与中长期目标的衔接，

同时内外经济发展正处于此消彼长的变动期，要密切关注、研判外部风险及其外溢影响。

（一）灵活调整政策侧重点，推动市场主体预期改善

一是及时根据经济恢复情况调整政策侧重点，持续推动市场主体预期改善。一方面，针对二季度经济持续复苏、新设企业增多等新情况，通过税收优惠、金融支持，鼓励国企、央企缓征新设企业租金等方式支持新设企业发展。另一方面，财政政策兼顾推动经济复苏需要和财政承受能力，逐步从过去的“重在扩大减税降费规模”转向“重在提高支持对象的针对性”。在做好2022年税费政策综合绩效评估基础上，科学确定减税降费、退税缓税的“延续清单”和“优化清单”。

二是稳慎推进改革政策，为经济恢复留有空间。考虑到当前经济恢复基础尚不牢固，政策仍需以支持实体经济恢复为主基调，房产税等改革政策需稳慎推进，进一步研判推出时机，避免对市场信心恢复、经济回暖趋势造成较大影响。

（二）金融政策要兼顾稳增长和防风险，推动经济持续企稳向上

从国内看，当前中国经济正处于稳步恢复阶段，金融政策要继续发力，助力经济持续向上。从国外看，硅谷银行倒闭等风险事件仍在持续发酵，要谨防其通过预期渠道、资本流动渠道等对中国产生负面溢出效应，做好相应政策预案。

一是货币政策要发挥好总量+结构双重功能，持续发力稳经济。货币政策在维持稳健基础上，引导金融机构针对基建、制造业等稳增长重点行业资金需求情况合理优化信贷安排，确保融资支持力度不减，有效满足其恢复期的资金总量需求。此外，在引导金融机构用好、用活结构性货币政策工具资金的同时，

探索在资本计量、不良贷款率等方面给予差异化政策支持，鼓励金融机构加快构建符合普惠小微、绿色、科技创新等领域企业经营特点的业务模式。

二是做好相应的政策续接，帮助金融机构做好资产质量管理工作。继续做好针对餐饮、文旅等困难行业的纾困工作，根据企业恢复情况提前安排是否对延期还本付息等政策进行调整，以推动困难行业企业加速恢复。同时，随着各项稳增长政策退出，银行不良资产管理压力或将上升，要引导金融机构提前做好拨备计提、不良资产处置等工作，确保资产质量稳定。

三是做好对金融风险的防范和应对工作，切实维护金融稳定。从国内看，近期城投债务风险引起广泛关注。考虑到城投平台和地方政府的密切关系，在严堵隐性债务基础上，可启动对各地城投公司的摸排工作，对经营良好、有稳定现金流的要加快推动市场化转型，对经营风险较大、入不敷出的可综合采取市场化的债转股、债务置换、资产剥离重组等方式化解相关风险，并根据实际情况合理引导其转型。从国外看，硅谷银行倒闭等风险事件仍在持续演变，这对中国金融市场运行、银行业经营等可能会带来一定影响。未来要密切关注相关风险的演变情况。从短期看，要引导国际业务较多的金融机构做好相关流动性安排，以应对市场异常波动。同时，监管部门要密切监测资金的跨境流动情况，合理引导市场预期，有效维护人民币汇率的稳定。从长期看，要充分借鉴美国的监管部门在硅谷银行等风险事件处置中的做法和经验，更好完善中国的系统性金融风险处置体系，切实维护金融稳定。

（三）持续聚焦稳就业、稳信心，推动消费持续恢复

一是继续强化就业优先政策，调整优化即将到期的阶段性减负稳岗扩就业政策，保持对就业容量大的服务业、小微企业、个体工商户等的稳岗扩岗支持力度。加快优化个人所得税综合所得征收范围，考虑根据各地区收入情况差异化上调个人所得税起征点，完善专项附加扣除项目和标准，充分发挥个税收入

分配调节效应，助力帮扶低收入群体、扩大中等收入群体。

二是在汽车、家具家电等大宗消费领域，在继续实施绿色消费补贴等政策优惠的基础上，推动政府补贴与企业降价相结合，有效形成政策合力，加大大宗消费领域让利力度，促进大宗消费平稳增长。

三是抓住春季出游、娱乐黄金期，积极举办各类创意新、形式新的文旅活动，有条件的地区积极推行景区、展览等门票减免活动，并适时发放消费券，推动餐饮、住宿、旅游、文化娱乐等服务型消费持续增长。

（四）加强项目建设资金保障，提振民间投资信心

统筹高效使用各类资金和工具。统筹用好中央预算内投资、地方政府专项债券、政策性开发性金融工具、结构性货币政策工具等，坚持“资金跟着项目走”。提高专项债、政策性开发性金融工具作为项目建设资本金的比重，做好重点项目信贷资金配套工作，发挥政策资金“四两拨千斤”的引导作用。有序推动基础设施领域不动产投资信托基金发展，积极盘活存量资产，形成存量与增量投资良性循环。

扩大有效投资重在增强民间投资信心。坚持落实“两个毫不动摇”“三个没有变”，从政策和舆论上引导支持民营经济和企业发展，营造更好的制度和社会环境，提振民间投资信心。深化“放管服”改革，提高民间投资项目办理效率与服务质量，与重点投资项目建立常态化沟通机制。不断破除市场准入壁垒，实施公平统一的市场监督制度，创造公平的市场投资环境。加强对民间投资融资支持，完善民营企业直接融资和融资增信支持体系，发挥政府性融资担保机构作用，扩大对民营企业融资担保业务规模。

（五）积极营造有利于外贸发展的环境，加强对外贸企业的综合服务保障

当前国际政经格局剧变，中国经济发展面临的外部风险明显增多，应在推

进高水平开放的同时加强外部风险管控，深入研判地缘政治形势与风险，努力维护多元稳定的国际经贸关系。

国际需求走弱背景下外贸企业经营承压，应加强对其综合服务保障。一是借助广交会、贸促会等平台，助力企业更好地拓展海外市场。为出口企业提供综合信息服务，如海外国家关于土地、环保、劳动力、市场规范等领域的法律法规信息。在技术交流、海外参展等方面为出口企业提供便利，助力出口“新三样”产品解决“国际认证难”问题。二是持续巩固出口优势产品的竞争力，如新能源汽车、锂电池等。强化品牌合规与保护，积极推动引领性、创新性、示范性强的品牌企业“走出去”，鼓励企业根据不同国家和地区的生产标准、市场偏好，有针对性地进行产品改造、供应链以及研发策略，融入地域特色，增强品牌服务体验和消费者粘性。

（六）延续供需两端政策支持力度，稳固房地产复苏基础

居民部门预期短期难以明显改善，房地产企业仍面临一定流动性压力。继续加强对房企融资支持，将更多符合标准的企业纳入支持范围。在实际风险可控的范围内将民营企业、地产开发企业列入白名单，在法治化和商业可持续原则基础上，通过创新信贷产品、开辟绿色信道、降低融资成本等方式，坚持优先服务优质中小企业，努力满足白名单企业的合理融资需求。

继续优化因城施策支持居民部门合理购房需求。加大对首套、置换、多子女家庭、高层次人才等购房需求的政策支持。在房地产市场调整期可进一步优化政策调控方式，适当取消不合理的限购、限价、限贷措施，而更多地运用市场化的手段。扩大大城市保障性租赁住房支持力度，着力解决大城市年轻人及困难群体的住房问题。

四、专题研究

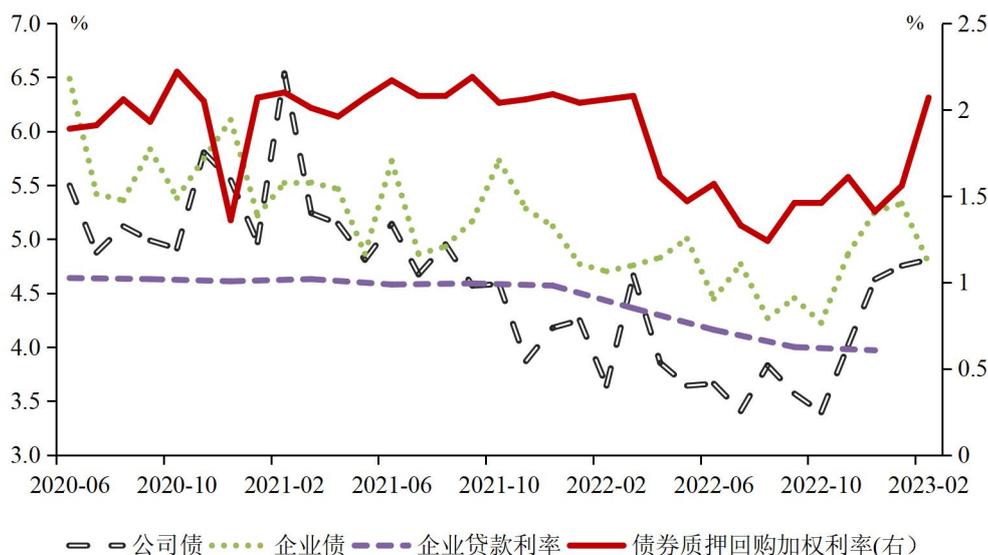
专题一：信贷与债券融资成本背离的原因及建议

2022 年 4 季度以来，企业发债利率和贷款利率出现背离，引发市场关注。信贷和债券是企业重要的融资方式，二者融资利率持续背离不利于企业多渠道融资，同时也会影响货币政策的传导效率。

（一）LPR 改革以来信贷和债券利率走势保持同步

与信贷相比，债券融资的市场化程度更高，发行利率主要跟随货币市场利率变动，受货币市场流动性情况的直接影响。但在 2019 年 8 月，中国启动了 LPR（贷款市场报价利率）机制改革，银行贷款定价锚定 LPR，这意味着信贷利率前端锚定的是 MLF（LPR 为 MLF 加点形成）。由于 MLF 利率通过招标方式形成，体现货币市场流动性供求变化，因此贷款利率便与货币市场利率挂钩。可以发现，自 LPR 改革后，贷款利率与债券发行利率基本保持同步变动，二者与货币市场利率走势也基本吻合（图 22）。

图 22：贷款利率和债券发行利率变动



资料来源：Wind，中国银行研究院

2022 年以来货币市场利率出现快速下降，带动债券利率走低。2022 年以来，在轮番的疫情封控以及房地产市场运行疲弱等因素影响下，居民和企业资金需求意愿明显不足。4 月份以来，DR007、R007 等关键货币市场利率品种持续低位运行，信贷市场资金需求不足的情况反映至货币市场。从货币政策调控角度，货币市场基准利率围绕政策利率波动，反映出流动性供求大体稳定，但 DR007、R007 等持续低于政策利率说明流动性供大于求。在货币市场利率快速走低带动下，企业发债利率也同步下行。企业债、公司债发行利率（除 AAA 以外）一度由 2022 年 4 月的 3.85%、4.83% 降至 10 月的 3.39% 和 4.22%。

在政策发力带动下，企业信贷融资成本也持续走低。2022 年，由于疫情持续反复对经济运行带来严重干扰，货币政策持续发力稳经济，人民银行连续调低 MLF、LPR 引导信贷利率下行。2023 年三季度末，金融机构人民币贷款加权利率降至 4.34%，企业贷款利率降至 4%。整体看，货币市场利率下行对债券市场的影响大于信贷市场，6 个月左右的时间内企业债、信用债发行利率降幅约为 50 个 BPs，企业贷款利率则下降了约 36 个 BPs。

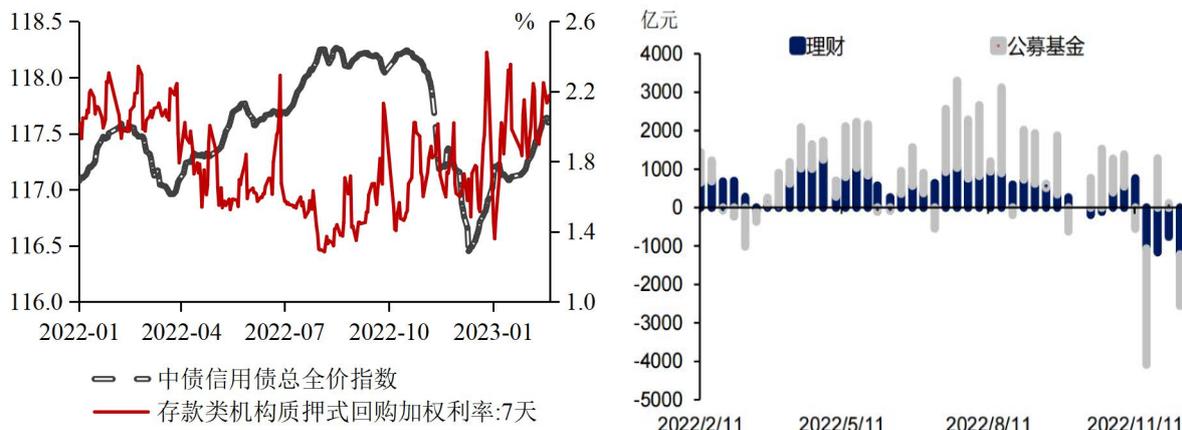
（二）2022 年 11 月以来信贷和债券利率开始出现背离

货币市场利率走低导致债券价格明显上涨，债券市场面临调整。债券市场利率对货币市场利率变动极为敏感，货币市场利率持续走低容易引发市场加杠杆，继而推升资产价格。从数据看，2022 年 4 月以来，在货币市场利率持续保持低位影响下，债市价格不断走高，中债信用债总全价指数由 2022 年 3 月的 116 左右上升至 9 月的 118 左右，直至 11 月初一直维持在 118 上下，已有到顶迹象，但市场并未意识到相应风险。

经济预期转暖带动下，市场利率中枢上移，债券市场波动加大。11 月以来，随着疫情防控措施优化，经济预期转暖，企业资金需求意愿增强，货币市场利率开始上移，流动性环境与上半年相比出现边际收紧，引发债市去杠杆。以信用债为代表的各类债券价格开始下跌，市场波动加大，这导致公募基金、理财

等净值下跌并引发了大规模赎回，债市的自反馈效应开始推动市场加速调整，中债信用债总全价指数快速跌至 116 以下（图 23、图 24）。

图 23：中债信用债总全价指数与 DR007 **图 24：理财和公募基金现券增持情况**



资料来源：Wind，中国银行研究院

在债券市场波动增大的同时，企业发债成本同步上行。在债市波动加大影响下，信用债收益率明显上行。公司债和企业债（除 AAA 级债券外）发行利率在 2022 年 11 月达到 4.01% 和 4.86%，2023 年 2 月仍然高达 4.81% 和 4.77%。同时，在政策性银行债利率稳中有降背景下，企业债、公司债的信用利差（企业债、公司债发行利率与政策性银行债发行利率之差）在 2022 年 11 月为 1.45% 和 2.30%，在 2023 年 2 月依然高达 2.07% 和 2.03%。虽然人民银行在不断加大公开市场操作，并持续加量续作 MLF，但低评级债券发行利率仍保持在较高水平。

贷款与债券融资利率差距过大不利于企业多渠道融资。与债券融资成本持续走高相对应，2022 年末，金融机构人民币贷款加权利率已降至 4.14%，企业贷款利率更是降至 3.97%，信贷利率和债券发行利率出现明显价差。近年来，在政策引导下，信贷环境整体宽松，本身会对债券融资形成替代，加之二者融资利率存在价差，企业发债融资动力受到影响。2022 年 11 月-2023 年 2 月，企业债券净融资合计同比大幅下降 1.48 万亿元，这与信贷融资规模持续走高形成鲜明对比（图 25）。

图 25：新增人民币贷款和企业债券同比变动（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

信用利差长期保持高位会干扰市场预期，也不利于企业多渠道获取资金。债券市场信用利差保持高位并非企业信用资质问题，而是市场波动加大造成预期不稳，且已持续较长时间。而债券市场的不稳定也会影响到其他市场的正常运行，例如货币市场的资金拆出和拆入，继而形成货币市场和债券市场的负反馈循环，因此需要采取措施降低债市信用利差，在稳定市场预期的同时助力企业更好发债融资。

（三）展望及建议

随着预期逐步修复，投资者逐步恢复理性，债市波动的后续效应会趋于稳定。可积极采取措施，尽快推动市场回归稳定。

一是投放长期限流动性，合理满足市场需求。考虑到债市波动影响尚未完全消除，根据市场流动性需求情况，综合使用各类期限逆回购工具投放流动性，积极引导市场利率回归至政策利率附近波动。特别地，根据市场流动性供求变化及金融机构信贷投放需要，继续加量续作 MLF 或在合适时机降准，以更好满足金融机构中长期流动性需求，稳定市场预期。

二是鼓励资管理财等增配信用债，拉低信用利差，积极稳定市场预期。在

经济加速复苏背景下，金融市场运行整体趋稳。可积极引导理财、资管等机构根据仓位需要适度增加对信用债的配置，合理拉低信用利差，逐步消除债券发行利率和信贷利率之间的价差，推动市场尽快回归正常运行。

三是为企业发债融资提供更多支持，恢复企业多渠道资金来源。进一步压实中介机构责任，鼓励其做好尽职调查和信息披露等工作，并加大政府、金融机构和企业之间多方协调，做好增信及担保工作，更好为企业发债融资提供支持。

专题二：粤港澳大湾区与世界级湾区竞争力比较

粤港澳大湾区作为中国建设世界级城市群和参与全球竞争的重要空间载体，在国家战略布局中具有独特地位和优势。大湾区作为国家对接国际交通、贸易、科技、金融的对外门户枢纽，有助于增强国家的国际竞争力及资本聚集力，打造国际标杆城市、争取更多话语权。2019年2月18日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》（下称《规划纲要》），为大湾区“近期待至2022年，远期展望到2035年”的合作发展做出了规划，并对大湾区发展做出重要部署。在这个背景下，要充分发挥粤港澳综合优势，深化内地与港澳合作，对标其他湾区，提高竞争力。本文将从粤港澳大湾区与世界级湾区竞争力对比分析、粤港澳大湾区对标其他湾区存在的问题、粤港澳大湾区竞争力展望三方面来探讨如何对标世界级湾区，提高粤港澳大湾区竞争力，落实国家战略。

截至2022年底，粤港澳大湾区常驻人口约7000万，大湾区经济总量约1.87万亿美元，比2017年增长23.5%。大湾区以不到全国0.6%的面积，创造全国11%的国内生产总值。大湾区目前还拥有世界500强企业20家，独角兽企业62家，是世界上最具活力和最具发展潜力的湾区。

（一）粤港澳大湾区与世界级湾区竞争力对比分析

粤港澳大湾区与其他世界级湾区对比，在面积和人口、经济增长、商业氛

围、交通条件、科技创新等方面都具备较高的竞争力。

第一，粤港澳大湾区面积和人口有优势。粤港澳大湾区面积为 5.6 万平方公里，相当于 1.5 个东京湾区，3 个纽约湾区和旧金山湾区，是全球面积最大的一个湾区。粤港澳大湾区不仅是全球面积最大的一个湾区，也是人口规模最大的一个湾区，有将约七千万人口居住在湾区附近，同时也是人口密度最高的一个湾区。相比之下，旧金山湾区人口只有七百万左右，纽约湾区人口约一千九百万，东京湾区人口约四千万。粤港澳大湾区面积只占全国的 0.58%，人口却占了全国的 5%，显示了湾区高度城市化的特征。

第二，粤港澳大湾区经济增长迅速。粤港澳大湾区近年来发展迅猛，2022 年 GDP 增速为 2%。2021 年 GDP 增速为 7.9%，远超其他湾区。2021 年 GDP 总值以 1.7 万亿美元超过旧金山湾区并直逼纽约（1.8 万亿美元）和东京湾湾区（2.0 万亿美元）。

第三，粤港澳大湾区商业氛围浓厚。世界 500 强企业的数量能从侧面反映一个地区的商业氛围和创新水平。根据 2020 年《财富》杂志评选出的世界 500 强企业榜单，东京湾区世界 500 强企业数量达到 38 家，有诸如三菱、丰田、索尼等知名企业；纽约湾区世界 500 强企业达到 23 家，有花旗集团、摩根大通等银行金融代表，粤港澳大湾区世界 500 强企业有 20 家，包括华为、腾讯等电子互联网企业，旧金山湾区 500 强企业数量为 16 家，譬如苹果、谷歌、Facebook 等。综合上来看，粤港澳大湾区最突出还是新兴的电子和互联网企业。

第四，粤港澳大湾区交通条件优越。粤港澳大湾区在交通运输领域优势明显，机场客运量（8973 万人次）、机场货运量（869 万公吨）和港口吞吐量（8314 万标箱）均居各大湾区首位，全球前十大集装箱港口大湾区有三（第四深圳，第五广州，第八香港），而其他湾区均无入榜，区域内便捷高效的现代交通体系已经逐步形成，为大湾区在全球的竞争提供了有力支持。

第五，粤港澳大湾区科技创新潜力大。粤港澳大湾区三地协同的优势，促

成了科创资源的快速集聚和科创成果的井喷。目前，大湾区建成了 34 家国家级、71 家省级国际科技合作基地，国家高新技术企业达 5.7 万家；专利授权量 2021 年超 78 万件，年增长率高达 40%；科技财政支出占比基本维持在 7% 以上的水平，全社会研发投入增长率达 14.52%。数据显示，目前，广东已初步构建了以 30 家国家重点实验室、10 家省实验室、430 家省重点实验室、20 家粤港澳联合实验室等组成的高水平多层次实验室体系。

从世界顶尖大学的数量上来看，大湾区拥有全球 top100 学校四所，top500 学校十六所，与其他湾区数量相当。在 Nature 发表的地区高质量论文引用数，大湾区以自然指数 943 接近其他湾区水平。2022 年 9 月，世界知识产权组织发布《2021 年全球创新指数报告》，在全球科技集群 100 强排名中，以专利和论文指数综合比较，粤港澳大湾区蝉联第二位，仅次于东京大湾区。作为中国经济最发达、开放程度最高的区域之一，粤港澳大湾区的创新能力 2023 年以来持续提升，展现出了较强的竞争力。

（二）粤港澳大湾区对标其他湾区存在的问题

与其他世界级湾区相比，粤港澳大湾区作为后发者，也存在一些需正视的不足和差距。

第一，粤港澳大湾区人均 GDP 较低。虽然经济总量增长较快，粤港澳大湾区人均 GDP 仍远低于其他湾区。2020 年，大湾区人均 GDP 为 19367 美元，东京湾区为 44983 美元，纽约湾区为 93934 美元，旧金山湾区为 130903 美元。粤港澳大湾区的差距较为明显。

第二，粤港澳大湾区产业结构有升级空间。在产业结构方面，大湾区虽然工业增加值总量超过了东京湾区，但仍有相当部分产业处于全球价值链的中低端，亟待升级转型。2020 年大湾区第三产业占比为 66.1%，东京湾区、旧金山湾区和纽约湾区分别为 75%、75% 和 82.4%。大湾区在生产性服务业和高端服

务业方面发展相对滞后，成为制造业转型升级的瓶颈。第三产业占比低于其他湾区，大湾区发展程度和经济质量仍有很大进步空间。

表 6：粤港澳大湾区与世界级湾区对比

数据		粤港澳大湾区	旧金山湾区	纽约湾区	东京湾区
地理	土地面积 (平方公里)	56,098	17,887	17,312	36,898
	面积全国占比	0.58	0.19	0.22	3.58
人口	人口 (万) ² 2021 年	8,670	776	1,926	4,437
	人口密度(每平方公里) 2021 年	1,545.51	433.83	1,112.52	1,202.50
	人口全国占比 (%) 2021 年	5	2.35	7	28
经济	本地生产总值(亿美元) ³ 2021 年	16,688.60	10,164.20	18,093.20	19,916.40
	本地生产总值实质增长(%)2021 年	7.9	1.7	3.6	3.5
	人均生产总值 (美元)2020 年	19,367	130,903	93,934	44,983
	GDP 占全国比重(%)2021 年	12.50	4.00	9.30	41.40
商业	世界 500 强企业个数 ⁴ 2020 年	20	11	23	38
	500 强企业平均营收 (亿美元) ² 2020 年	601	1,086	624	588
	500 强企业平均利润 (亿美元) ² 2020 年	47	157	52	38
交通运输	机场客运量 (万人次) ⁵ 2021 年	8,973.60	1,668.60	7,543.90	3,095.90
	机场货运及航空邮件量 (万公吨)2021 年	869.3	223.33	215.6	342
	港口货柜吞吐量 (万标箱)2021 年	8,314.80	244.8	898.6	777.43
	第三产业占 GDP 比重 (%)2021 年	64.8	72.8	77.1	84.7
教育	世界一百强大学个数 ¹ 2021 年	4	3	2	2
	世界五百强大学个数 2021 年	16	28	22	60
	高质量引用论文数 ³ 2018 年	943	1676.35	1980.45	1194
	科研经费占 GDP 比重(%)2021 年	2.1	2.8	2.8	3.7
	专利申请 PCT 比重 ⁴ 2019 年	7.79	3.69	1.11	10.7
	论文发表 SCIE 总比重 ⁴ 2019 年	1.15	1.03	1.54	1.61

(三) 粤港澳大湾区竞争力展望

2019 年《粤港澳大湾区规划纲要》实施以来，粤港澳大湾区的竞争力不断提升，但与世界级湾区仍有距离。未来，粤港澳大湾区的竞争力提升关键在于建设国际创科中心。以发展科创产业培育粤港澳大湾区新的经济增长点，从而提高人均 GDP 和实现产业向高级化发展。科技创新是粤港澳三地合作的重点领

² <https://research.hktdc.com/sc/article/MzYzMDE5NzQ5>。

³ <http://www.dili360.com/cng/article/p5fb1efcae19ba61.htm>。

⁴ <https://www.nature.com/nature-index/supplements/nature-index-2018-science-cities/global-city-map>。

⁵ https://www.wipo.int/edocs/pubdocs/en/wipo_pub_2000-appendix4.pdf。

域。“科研在港澳，转化在内地”的合作模式是三地各界的共识，也是当前跨境合作的一种潮流。我们提出提高粤港澳大湾区竞争力的三点建议。第一，大湾区三地政府应加大政策扶持力度。三地政府积极出台相关政策，划分重点地区，构建技术创新与转化中心以及产学研示范基地，鼓励将资金引入产业发展、促进科技创新，推动三地科技合作、机制创新以及技术进步。第二，充分发挥大湾区科研基础较好的优势。三地依托著名高校较多的优势，促进产学研相结合，加快技术转化，孵育更多的扎根于大湾区的独角兽，带动区域科技产业快速发展，抢占科技战略的制高点。第三，重视大湾区科技风投的作用。粤港澳大湾区是科技风投的热土，孕育了大量支持科技创新的金融机构和独角兽。培育更多的独角兽和“小巨人”，使金融更好服务实体经济。

免责声明

本研究报告由中国银行研究院撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料。

本研究报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行研究院可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行研究院所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行研究院保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。



研究院

中国北京市复兴门内大街1号

邮编：100818

电话：+86-10-66594264

传真：+86-10-66594040