

经济分析系列
Economic Analysis Series



PHBS 智库
北京大学汇丰商学院

中国系统性金融风险分析报告

2022年三季度



摘要

股票市场系统性风险指数显示，三季度市场没有极端风险情况出现，但总体风险水平还在持续上升。从去年底以来，非银行金融部门的风险指数就在持续上升，即便在今年二季度，银行部门风险下行时仍旧没有改变其上升趋势。三季度，非银金融部门拖累整体金融系统风险。这表明，影响非银金融部门风险的因素仍旧存在，且前期旨在增强流动性和银行稳健性的政策作用范围有限。这一定程度上暴露了我国金融系统不同部门的割裂状况，政策部门应加大对非银金融部门风险的识别和管控。

债市信用风险方面，三季度违约数量增多，但对四季度的信用风险预期转好。资金流动风险方面，流动性持续宽裕引起了一定的资金空转风险，美联储激进加息和中国出口放缓形成了一定的资金外流压力，但资金流动风险总体可控。

四季度还需重点关注房地产市场风险。北大汇丰房地产系统性风险指数三季度上升 8.2%，风险达到近三年来的最高水平。地产行业估值风险也持续升高。三季度的违约信用债中，近 66%与房地产相关。一系列的扶持政策使得房地产风险释放速度放缓，但房地产行业仍然面临较大的流动性压力。

预计随着房地产市场风险逐步控制、宏观经济景气度逐步转好，实体经济风险对金融市场风险的压力减小，后续风险水平有望保持平稳。

*北大汇丰智库宏观金融组（撰稿人：岑维、王馨徽、吴佳璇。作者感谢张森对此文的贡献。）

成稿时间：2022 年 10 月 31 日

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

为及时客观地追踪系统性金融风险水平从而为有关部门提供决策参考，北大汇丰智库宏观金融研究团队创新性地使用计算截面相关性的时间序列方法¹构造了中国股市系统性风险指数（以下简称“指数”）²。历史表现方面，指数能敏锐地捕捉到2008年全球金融危机、2018年中美贸易战、2020年新冠疫情爆发给金融系统带来的压力（图1）。相较于股指期权隐含波动率、溢出指数等较为流行的风险指标，我们的风险指数有更强的政策指导意义³。计算理论方面，由于股价可以较为有效地反映企业内在价值和投资者行为，股价相关性可以体现市场的联动性和传染性，即系统性风险水平。根据本报告方法计算的指数变动率服从标准正态分布，从经济发展的客观规律看，若指数升高幅度超过标准区间，则意味着系统性金融风险水平较高。

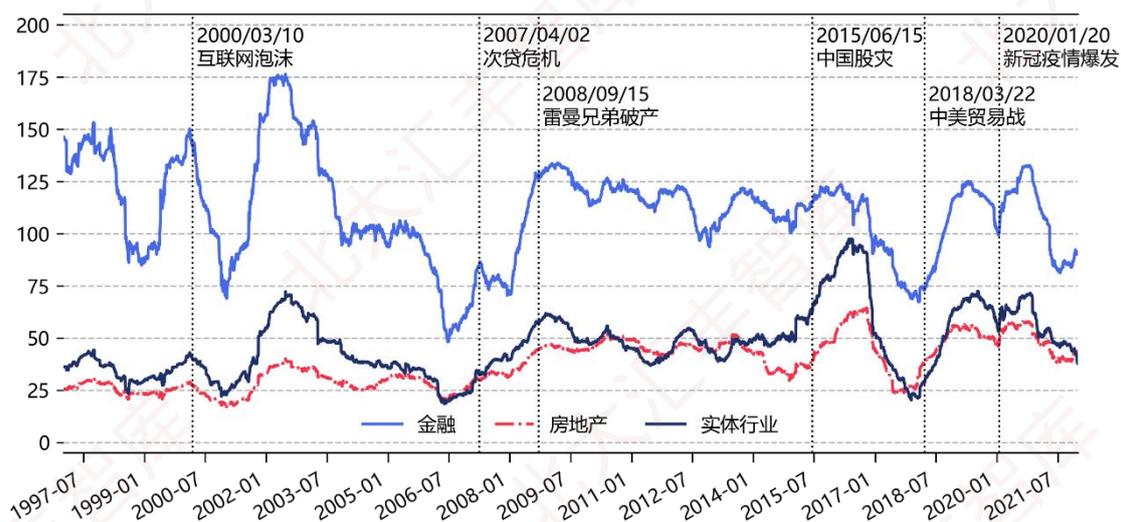


图1：北大汇丰股市系统性风险指数历史表现

数据来源：Wind，北大汇丰智库

本报告依据指数对股票市场集聚风险进行深入分析，同时借助其他传统的系统性金融风险指标对股债市场风险进行更全面的分析，根据当下中国金融市场系统性风险水平为有关部门提供政策建议和决策参考。

¹ Wang CSH, Hsiao C, Yang HH. Market integration, systemic risk and diagnostic tests in large mixed panels [J]. *Econometric Reviews*, 2021, 40(8): 750-795.

² 指数每个交易日 17 时在北大汇丰智库官网更新 (<https://thinktank.phbs.pku.edu.cn/>)

³ 详见北大汇丰系统性风险指数专题报告。

一、股票市场风险

1.1 股市系统性风险：总体风险水平继续升高

（1）按规模：大中小盘股风险均明显上升

三季度，中小盘股风险延续上升趋势，大盘股风险也出现较大幅度的上升，大、中、小盘股风险分别升高 16.6%、19.9%、10.1%（图 2）。大、中盘股的风险指数均在 8 月 2 日出现当季最大涨幅（1.9%、2.9%），小盘股的风险指数在 8 月 24 日出现当季最大涨幅（1.8%），但没有任何交易日的当日变动幅度超过近四年 3 倍标准差，风险呈现出平稳上升的趋势。

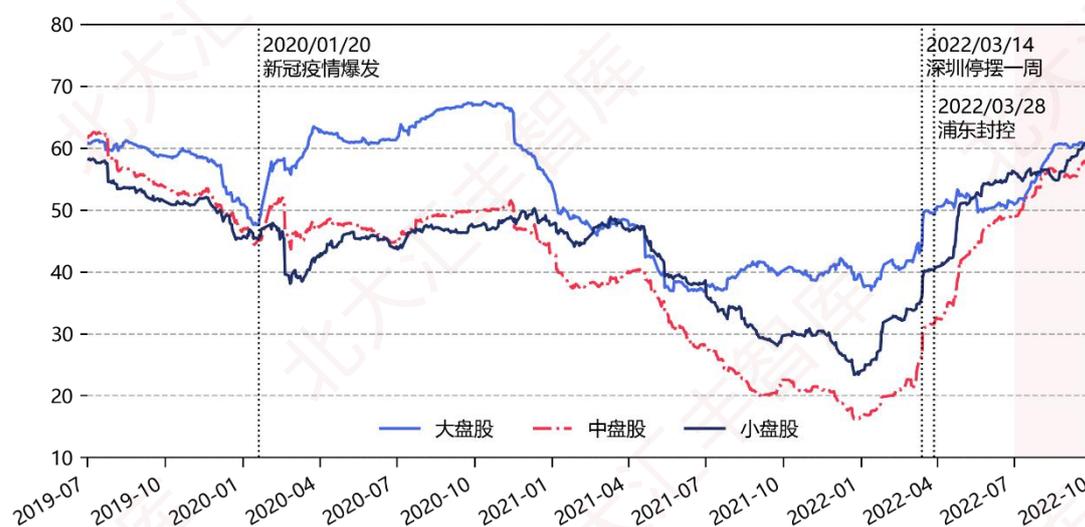


图 2：A 股系统性风险指数（分规模）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

（2）金融行业：风险再次升高至高位

三季度，金融业风险发生了趋势性变化，第二季度的下降趋势没有延续，反而逐渐走高，季末比季初升高 6.2%（图 3）。从金融业具体部门看（图 4），非银金融部门风险的迅速攀升或许可以解释金融部门风险变化，三季度升高 13.6%。此外，商业银行风险也出现了抬头趋势，三季度风险升高 0.9%，这不得不引起注意。非银金融部门涉及国计民生方方面面，更能体现私人部门和中小企业暴露的金融风险。非银金融从去年底开始就持续上行，即便今在年二季度在商业银行部门风险下行的基础上，仍旧上升趋势不改，一方面表明我国金融系统分割现状，简单稳定银行系统，并不能削弱非银金融部门的风险。另一部分表明，影响非银金融部

门风险的因素持久未能得到解决，且在三季度对商业银行部门造成拖累。这些问题都值得政策制定者关注。

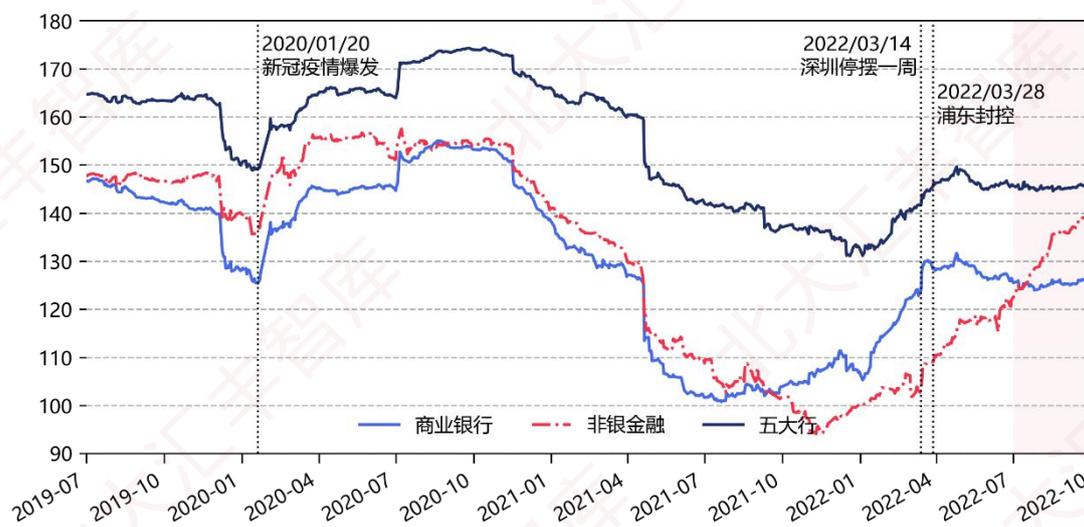


图 3：A 股系统性风险指数（金融业）

注：五大行包括中国银行、农业银行、工商银行、建设银行、交通银行

数据来源：Wind，北大汇丰智库



图 4：A 股系统性风险指数（分行业）

注：实体行业为除去金融行业和房地产行业的其他行业

数据来源：Wind，北大汇丰智库

（3）房地产：风险上升速度放缓，但风险水平仍旧较高

房地产风险上升趋势放缓，三季度指数季末比季初升高 8.2%（图 4）。当季最大涨幅出现在 7 月 14 日（1.0%），行业风险总体升高幅度较小，这得益于各类扶持政策的出台，包括放宽购房限制、降低购房利率等。但房地产行业风险仍处

于高位，且上升趋势依旧，房企发展压力仍旧较大，相关政策仍需在控制杠杆风险的情况下积极处理房地产行业的下行压力。

（4）实体行业：风险延续上升趋势

三季度，实体行业风险延续了二季度的上升趋势，季末比季初升高 16.3%（图 4）。工业及材料、医疗保健、信息技术、消费、公共事业风险分别升高 14.5%、12.8%、6.8%、6.1%、3.3%（图 5）。实体行业风险的升高受累于内需不振，宏观景气度较差。

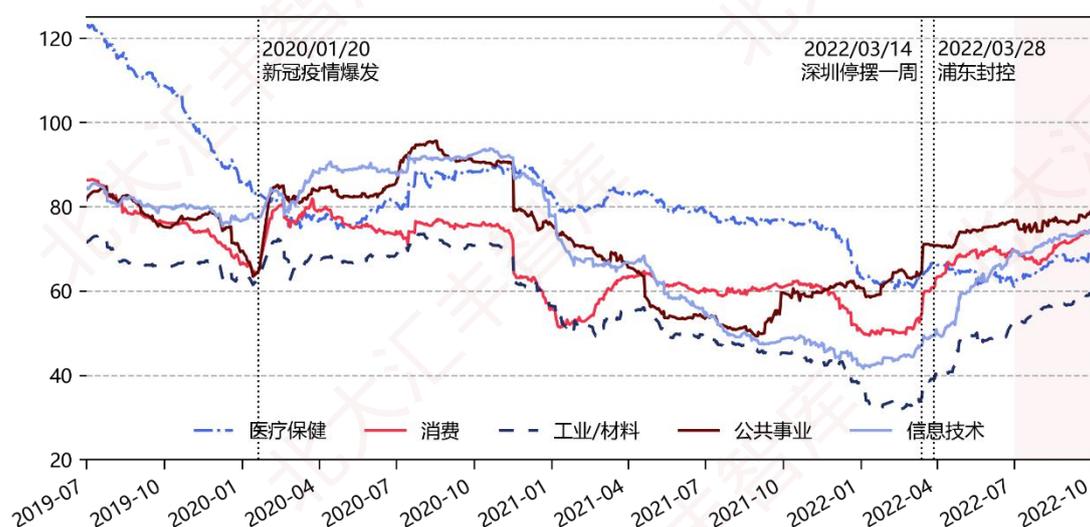


图 5：A 股系统性风险指数（实体行业）

注：消费包括可选消费、日常消费，公共事业包括公用事业、能源、电信服务

数据来源：Wind，北大汇丰智库

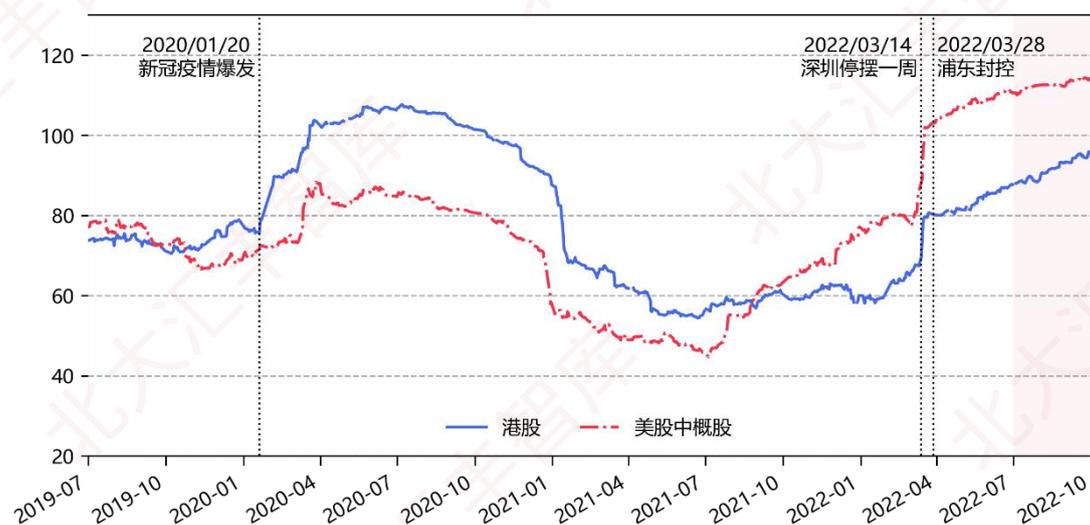


图 6：港股、中概股系统性风险指数

数据来源：Wind，北大汇丰智库



图 7：港股系统性风险指数（分行业）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

（5）港股与中概股：风险延续上升趋势

中概股系统性风险指数三季度升高 3.3%（图 6）。4、5、6 月的增幅分别为 1.6%、-0.1%、1.7%。虽然上升速度得到一定程度控制且没有出现变动幅度超过近四年 3 倍标准差的极端异常点，但风险水平已较高且仍在上升。

港股系统性风险指数三季度升高 9.3%（图 6）。港股消费（包含提供消费相关服务的互联网企业）、信息技术、金融、医疗保健、房地产风险分别升高 11.9%、9.1%、7.6%、4.7%、4.5%（图 7）。其中，港股房地产风险指数在 9 月 28 日出现较大幅度的升高（2.9%）。

1.2 股指波动风险：波动幅度趋于平稳

三季度 A 股市场的股指日内波动幅度减小（图 8），沪深 300、中证 500、中证 1000 的日内波动率仅有 29.2%、23.1%、36.9%的天数高于近五年的均值，波动较大的情况明显改善。各行业指数的日内波动幅度也均保持在正常区间，没有出现较大的异常情况（图 9）。

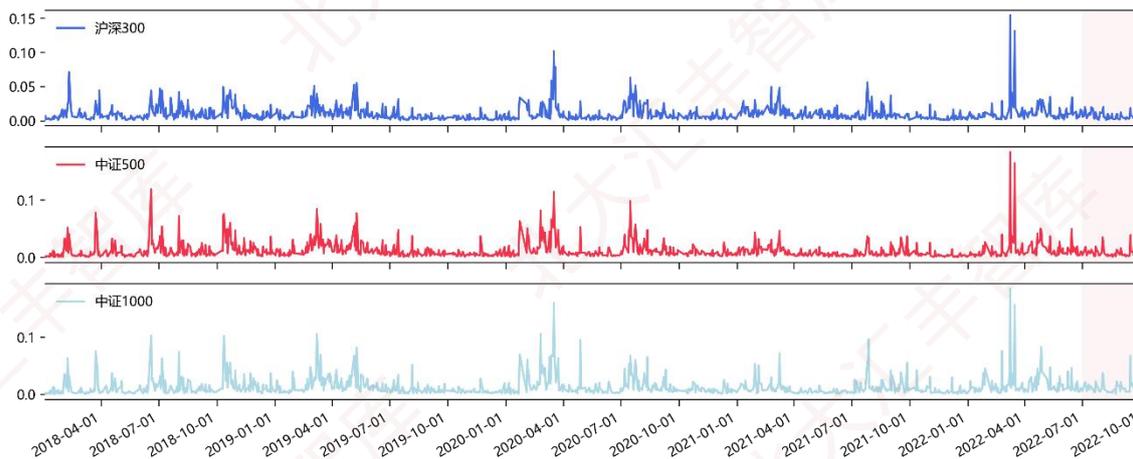


图 8：A 股指数市场波动率（按规模）¹

数据来源：Wind，北大汇丰智库

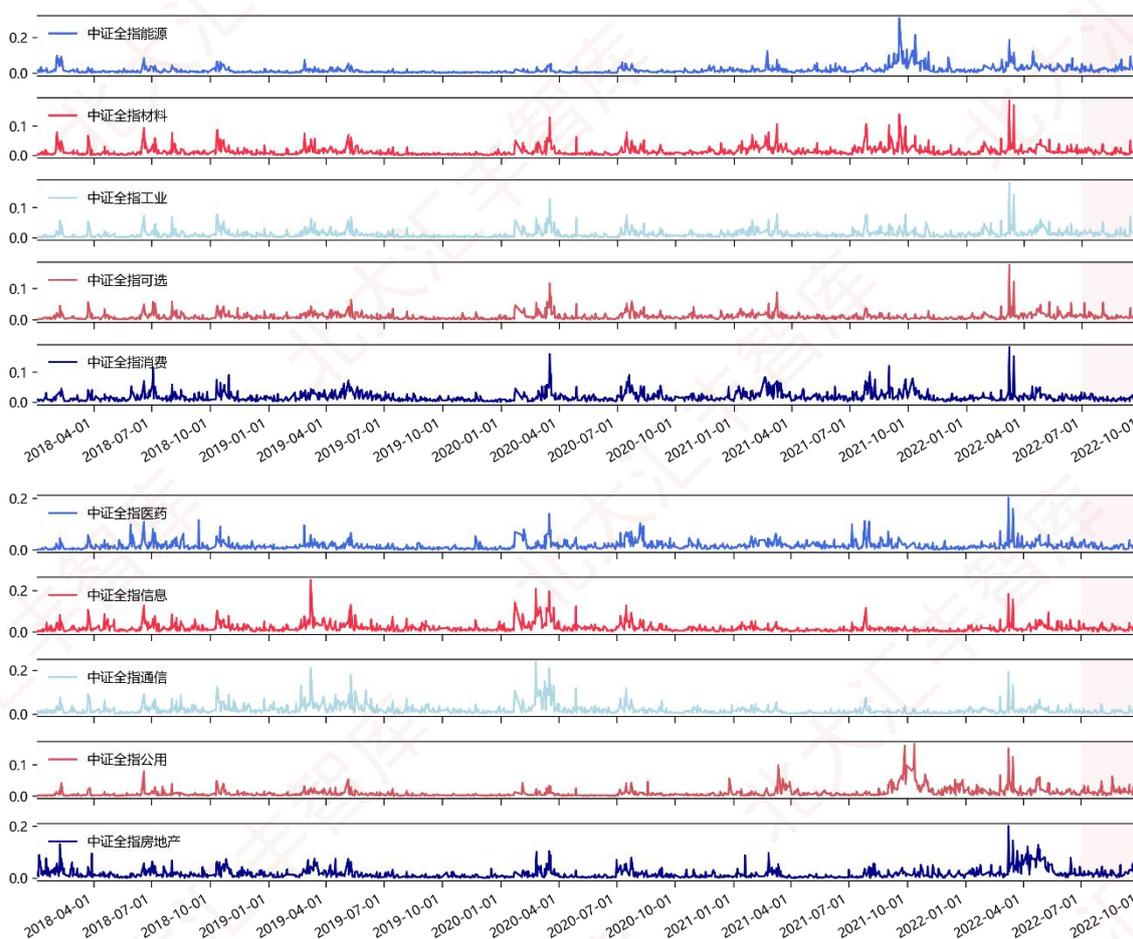


图 9：A 股指数市场波动率（按行业）

数据来源：Wind，北大汇丰智库

¹ 计算方法参考 Garman MB, Klass MJ. On the estimation of security price volatilities from historical data[J]. Journal of business, 1980:67-78.

1.3 市场估值风险：总体下降，但房地产风险依旧突出

三季度，A股市场估值风险¹的上升趋势得到扭转，沪深300、中证500、中证1000的估值风险分别下降1.4%、0.3%、0.5%（图10）。分行业看，房地产、电信服务估值风险分别上升174.5%、12.9%，而其余行业的估值风险均有所下降。8月31日，万得房地产指数市盈率再次出现异常上升，升高幅度达460.9%，远远超出正常波动范围。房地产行业的估值风险仍需要得到重视。

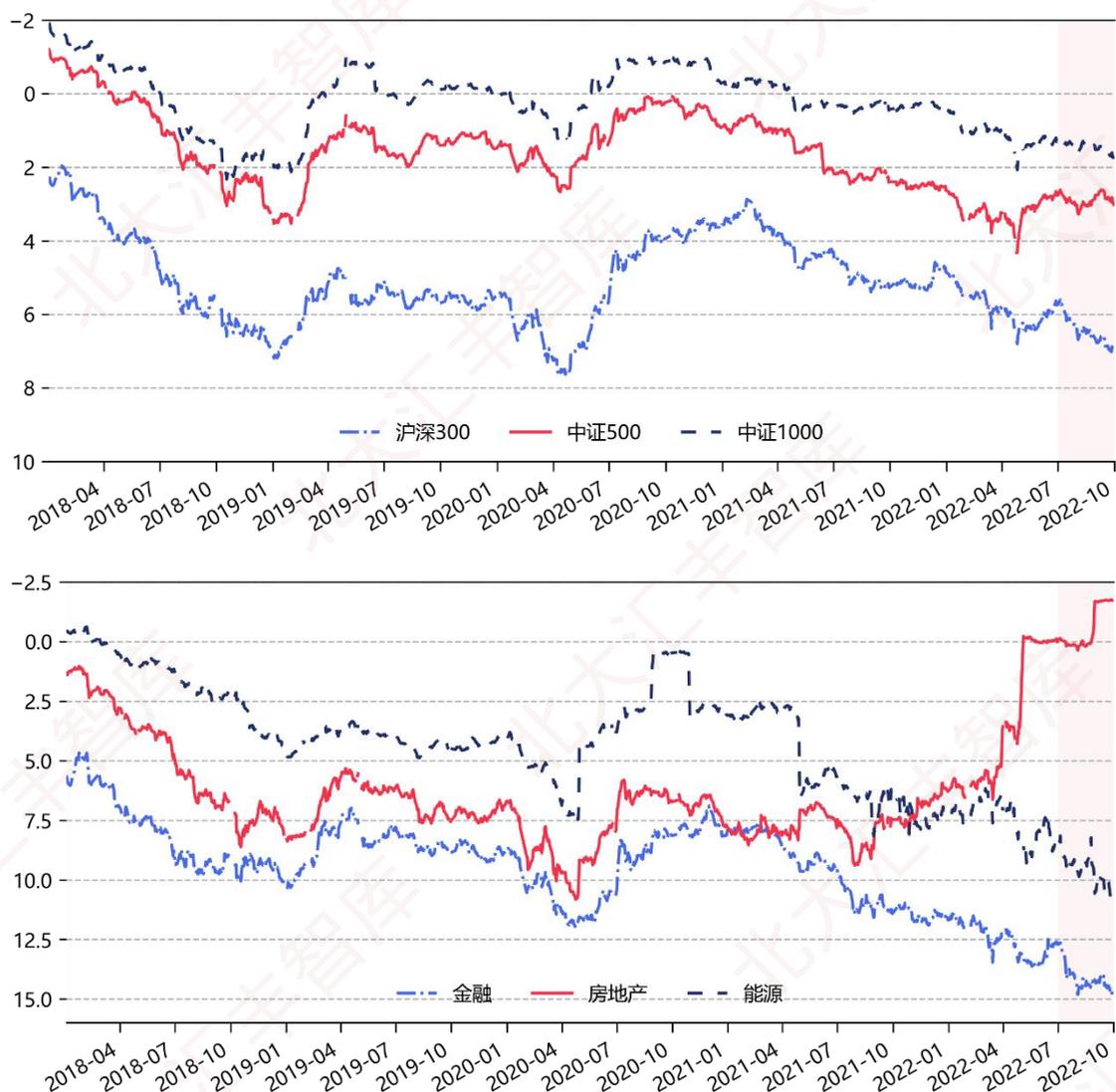


图 10：A 股市场估值风险（%）

数据来源：Wind（上海清算所、万得一级行业指数），北大汇丰智库

¹计算公式为： $(1 \div \text{指数市盈率}_{TMM}) - \text{国开债到期收益率}_{1\text{年期}}$ 。该值越小，意味着投资股票获得的收益率（相对于无风险利率）越低，则股票估值风险越大。

二、债市信用风险

2.1 违约风险：房地产违约加速上升

三季度共有 99 项债券违约（图 11），较前两季度均有所上升，为近 5 年来的最高水平。三季度违约债券中，近 66% 与房地产相关（48 项房地产开发违约，10 项房地产经营公司违约，5 项房地产服务违约，2 项多样化房地产活动违约），违约日债券余额达 674.23 亿元，逾期本金 418.29 亿元，逾期利息 32.27 亿元。房地产企业的流动性困境仍未得到缓解。

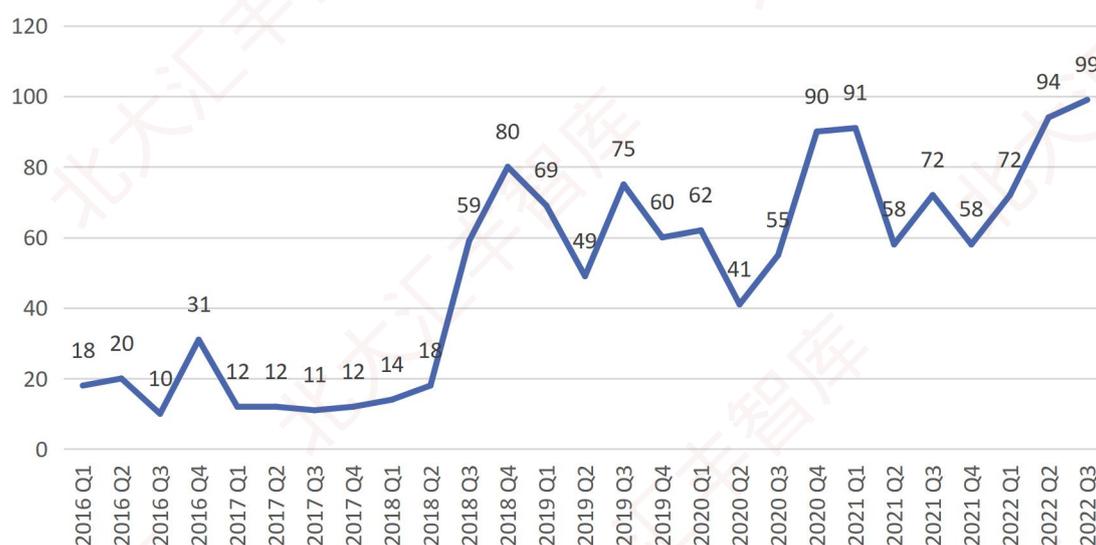


图 11：信用债违约项目数量（单位：项）

数据来源：Wind（截至 2022 年 10 月 14 日），北大汇丰智库

负面事件方面，三季度共有主体评级预警事件 270 项，环比减少 35.4%（图 12），债项评级预警事件 748 项，环比减少 11.6%（图 13），四季度信用债总违约数量有望下降。但需要注意的是，三季度房地产、工业、金融行业的负面事件较多，分别占主体评级预警总事件数的 25.6%、23.0%、14.8%，占债项评级预警总事件数的 26.5%、42.1%、20.6%。四季度房地产与金融业信用债违约风险仍然较高。

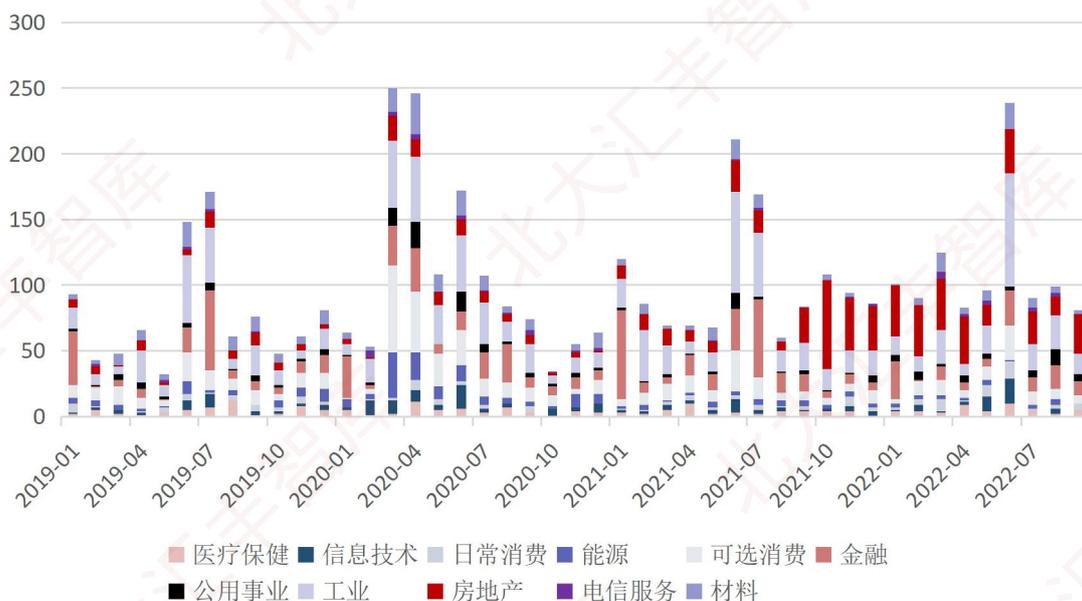


图 12：信用债主体评级预警数量（单位：项）

注：包括评级调低、评级展望调低、评级展望负面、列入评级观察

数据来源：Wind，北大汇丰智库

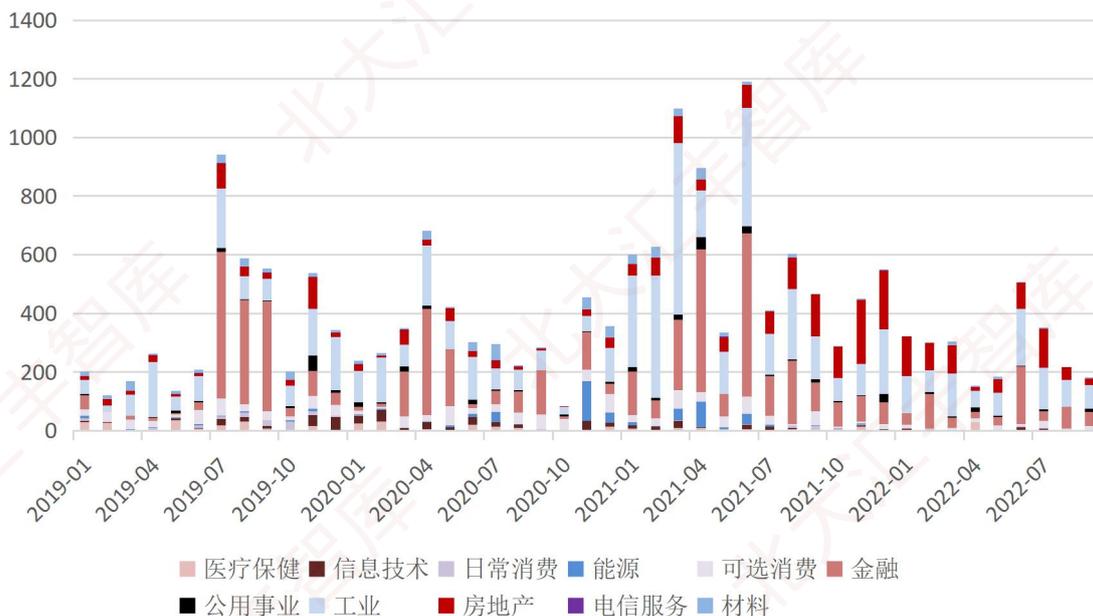


图 13：信用债债项评级预警数量（单位：项）

注：包括评级调低、隐含评级调低、列入评级观察

数据来源：Wind，北大汇丰智库

2.2 风险溢价：中短期信用利差收窄，还款预期乐观

分期限看，中短期产业债信用利差三季度延续收窄趋势，市场对信用债中短

期还款预期保持乐观（图14）。0.5年至1年期、1至3年期、3至5年期、5至10年期产业债周平均信用利差分别收窄13.9bp、11.6bp、5.4bp、1.2bp，季度末利差均处于低位。但10年以上期限的产业债信用利差走扩，周平均利差扩大9.7bp。短端宽裕的流动性和多项实体经济支持政策的实施提升了市场对中短期信用债还款的信心，推动了中短期信用利差的收窄。但市场对长期经济增长的乐观度不及中短期，可以看出现有政策对企业的长期融资、长期发展的支持力度仍较有限。

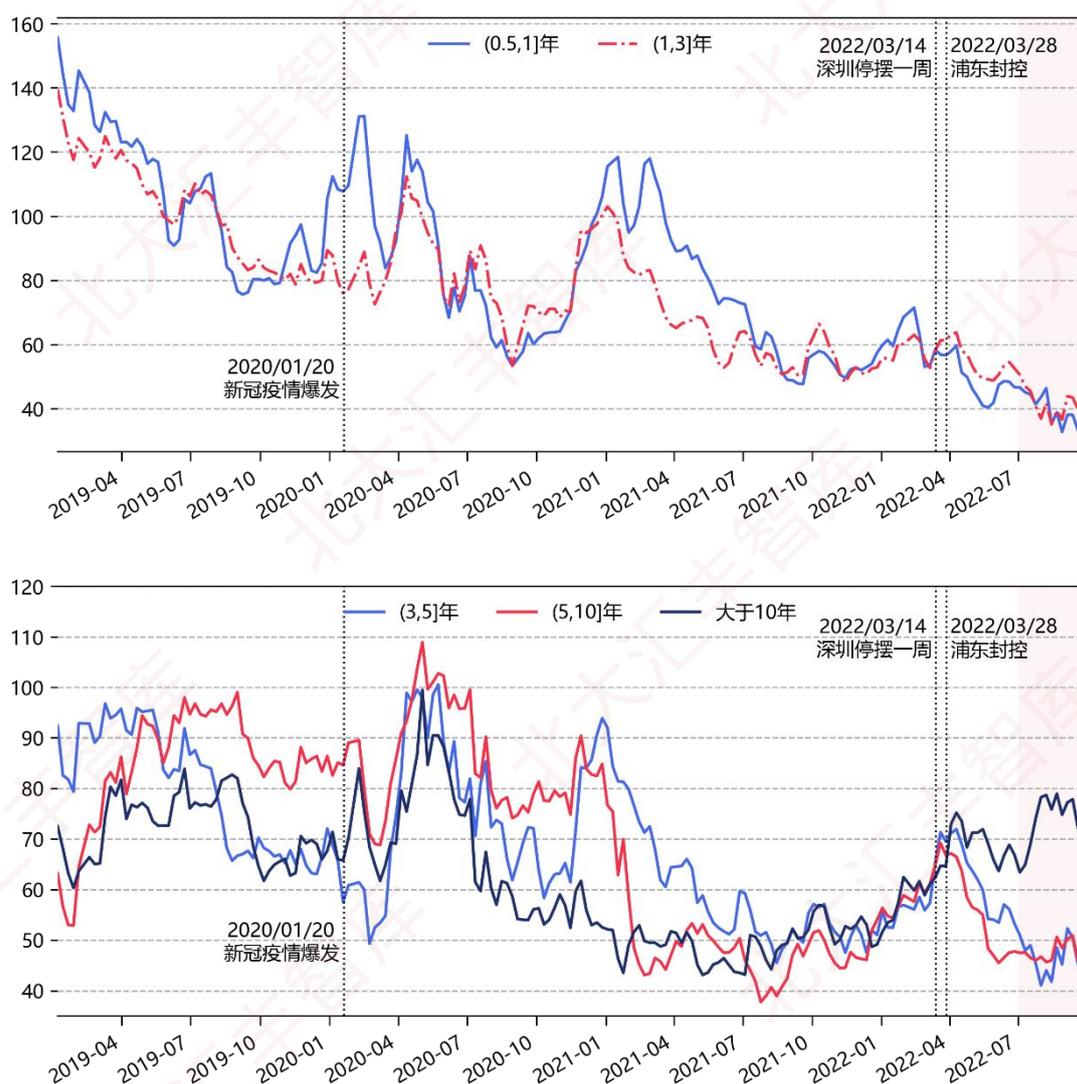


图14：产业债信用利差（分期限，中位数，取周平均作图，单位：BP）

数据来源：兴业研究，北大汇丰智库

分行业看，三季度大部分行业信用利差延续收窄趋势且处于历史低位（表1）。但农林牧渔和房地产行业信用利差走阔。信用债价格体现出市场对大部分行业还款预期趋于乐观，但对房地产的预期仍较悲观。三季度银行家问卷调查数据显示，

房地产贷款需求指数环比下降 2.17%，同比下降 10.37%，下降速度较上季度有所放缓。但不断下降的房贷指数说明，需求端资金来源不足仍然是房企流动性压力的重要来源。

表 1：产业债信用利差（分行业，中位数，取周平均）

	三季度变动 (BP)	季度末位于近 5 年分位点(%)		三季度变动 (BP)	季度末位于近 5 年分位点(%)
农林牧渔	10.25	84.5	建筑材料	-4.8	5.7
房地产	9.49	8	环保	-6.31	12.3
休闲服务	0.92	4.5	食品饮料	-6.34	5.7
机械设备	0.55	0.6	化工	-6.45	1
电子	-0.99	31.6	医药生物	-7.79	0.6
钢铁	-1.17	1.4	建筑装饰	-8.09	6.1
投资平台	-1.59	0	有色金属	-8.24	5.7
商业贸易	-2.05	1	传媒	-8.48	1.8
交通运输	-2.21	5.3	计算机	-9.88	2.1
通信	-2.48	12.7	燃气	-13.12	13.1
新能源	-2.96	2.1	电气设备	-14.97	7.6
国防军工	-4.25	5.7	煤炭	-17.07	2.1
非银金融	-4.47	8	汽车	-19.7	40.2
电力	-4.69	2.1			

数据来源：兴业研究，北大汇丰智库整理

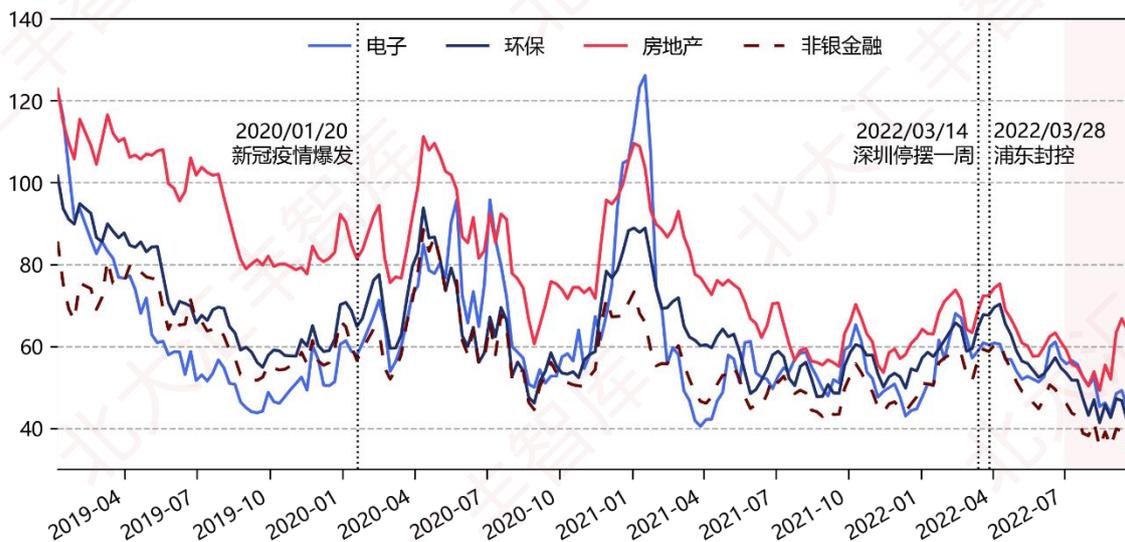


图 15：产业债信用利差（分行业，中位数，取周平均作图，单位：BP）

数据来源：兴业研究，北大汇丰智库

三、资金流动风险

3.1 流动性持续充裕，谨防资金空转

三季度，各期限国开债收益率均呈现下降趋势，期限利差基本持平（图 16），充裕的流动性使得市场对未来经济增长的预期趋于稳定。

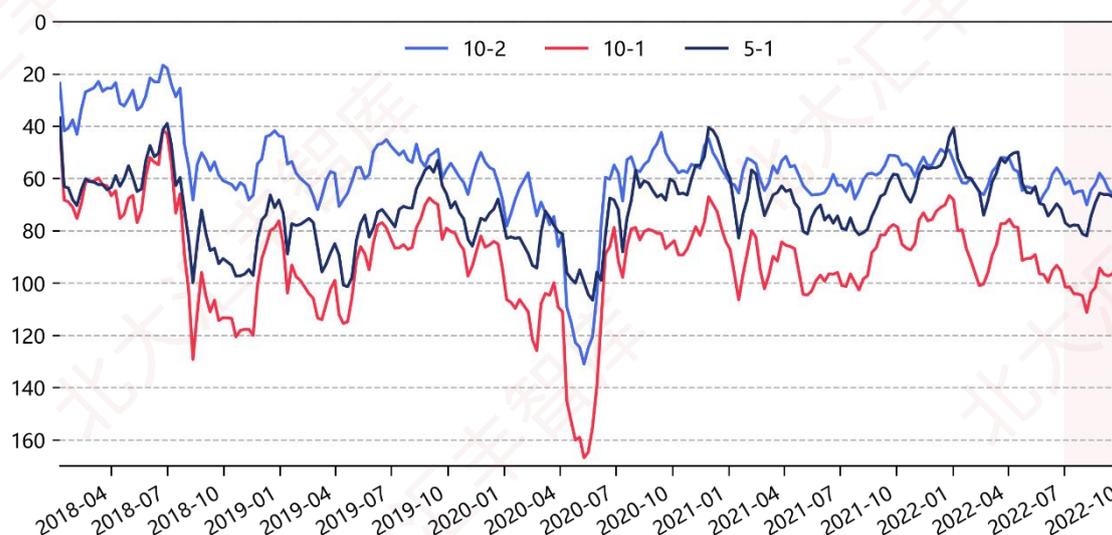


图 16：国开债期限利差（取周平均作图，单位：BP）

数据来源：Wind（上海清算所），北大汇丰智库

三季度货币政策持续宽松。8月15日，人民银行开展4000亿元中期借贷便利（MLF）操作和20亿元7天期公开市场逆回购操作。中期借贷便利操作和公开市场逆回购操作的中标利率均下降10个基点至2.75%和2.0%。此后，短期流动性利差¹上升，DR007和1周期Shibor的周平均利差在9月份分别升高23.9BP和18.3BP（图17）；中期流动性利差下降，3个月和1年期Shibor的周平均利差在9月份分别下降9.1BP和2.3BP（图18）。短中长期的流动性供给均较为充裕，反向变动的短期与中期流动性利差反映出资金需求的差异。三季度银行间市场质押式回购日均成交量上升幅度较大（图19），短期流动性利差的升高与较高的杠杆资金需求有一定关系。本应服务于实体的流动性仍未有效地通过银行传导至实体经济，由于实体经济增长困境尚未解围，政策工具难以较快退出，仍需考虑使用结构性工具更精准地支持实体，遏制资金空转。

¹ 银行间市场基准利率与同期限国开债到期收益率的利差（类似TED利差）。

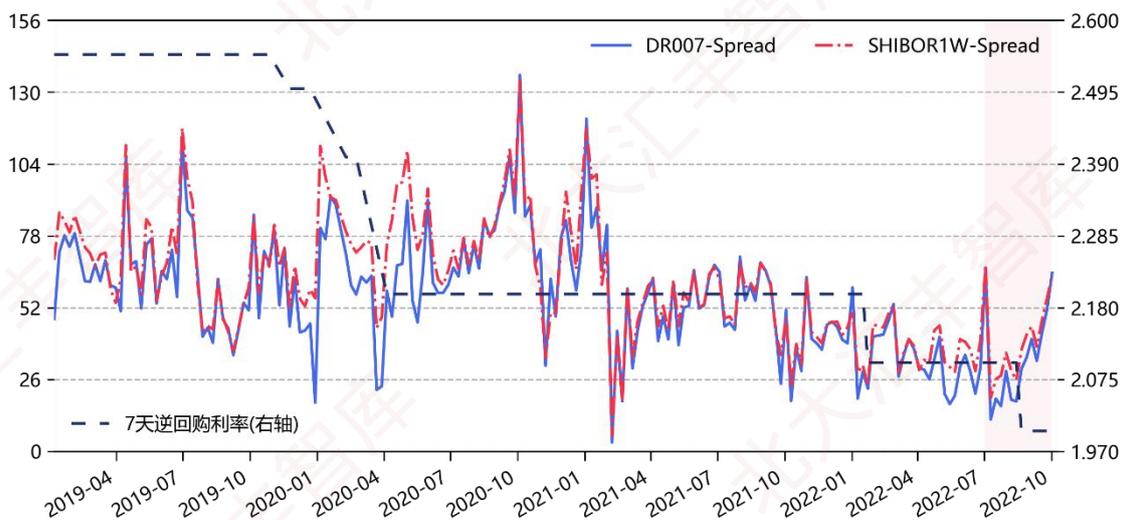


图 17：短期银行间市场流动性利差（取周平均作图，单位：BP，%）

数据来源：Wind（中国货币网、全国银行间同业拆借中心、上海清算所），北大汇丰智库

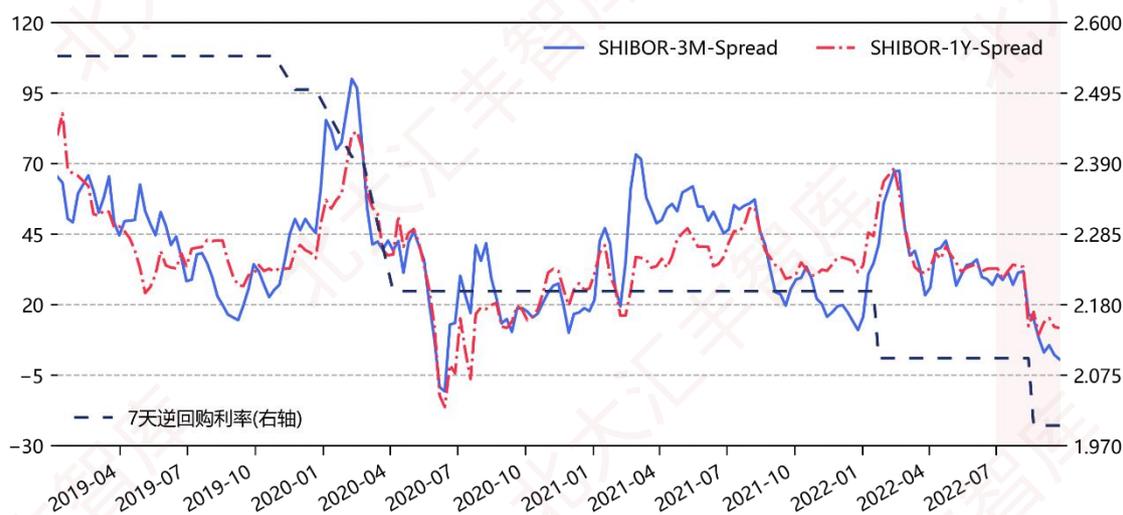


图 18：中期银行间市场流动性利差（取周平均作图，单位：BP，%）

数据来源：Wind（中国货币网、全国银行间同业拆借中心、上海清算所），北大汇丰智库

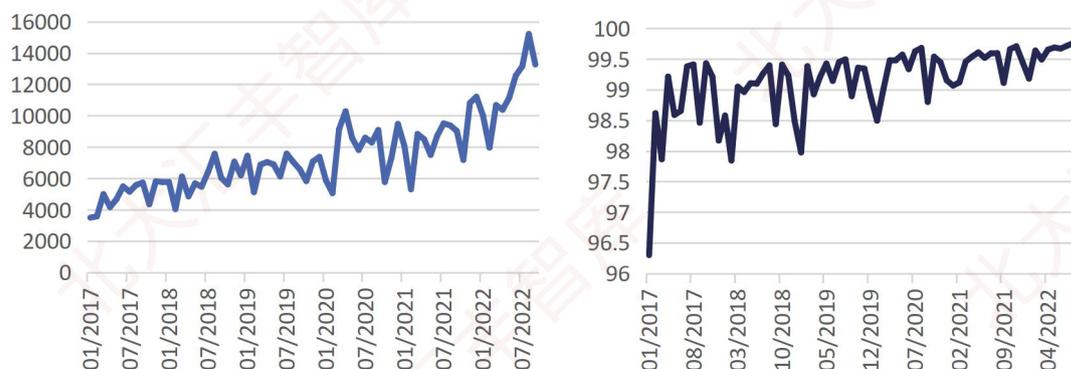


图 19：质押式回购债券成交金额；一个月以内占比（单位：百亿人民币，%）

数据来源：CEIC，北大汇丰智库

3.2 资金外流压力升高，但总体压力可控

9月16日在岸美元兑人民币汇率“破7”，为2020年7月以来首次。人民币贬值的压力主要来源于美联储激进加息导致的美元指数持续走强、中美货币政策分化导致的中美利差倒挂以及中国出口增速的放缓。

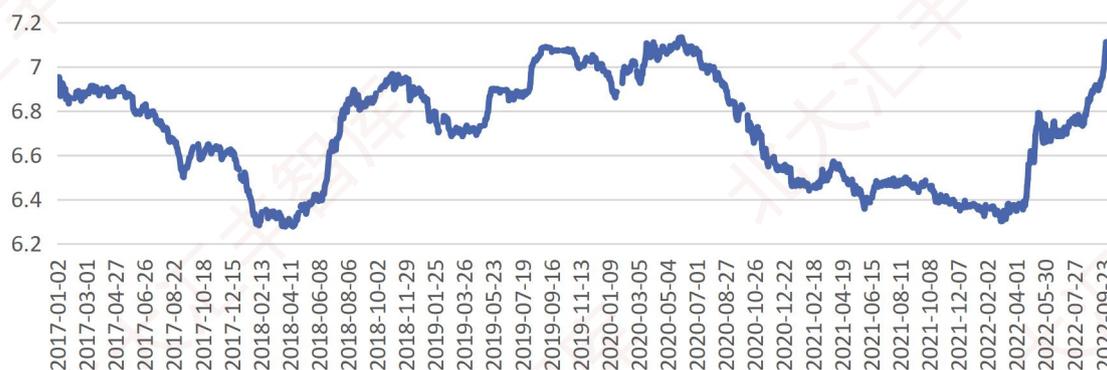


图 20：人民币汇率中间价（USD/CNY）

数据来源：CEIC，北大汇丰智库

人民币贬值反映中国出现了一定的资本外流压力。人民银行数据显示，今年6月境外机构和个人持有境内债券、股票的规模分别下降了4451.47、3678.32亿元人民币。国际金融协会数据显示，9月份中国债市资金外流达14亿美元，股市外流流出达7亿美元，1至8月总计有982亿美元撤离中国债券市场。此外，截至9月底，中国外汇储备30289亿美元，相比去年底减少了约2212亿美元。今年1-8月总计实现贸易顺差高达5718亿美元，但外汇储备却出现减少。虽估值变动和贸易商资产结构调整也是外汇储备减少的原因，但资金外流压力确实存在。

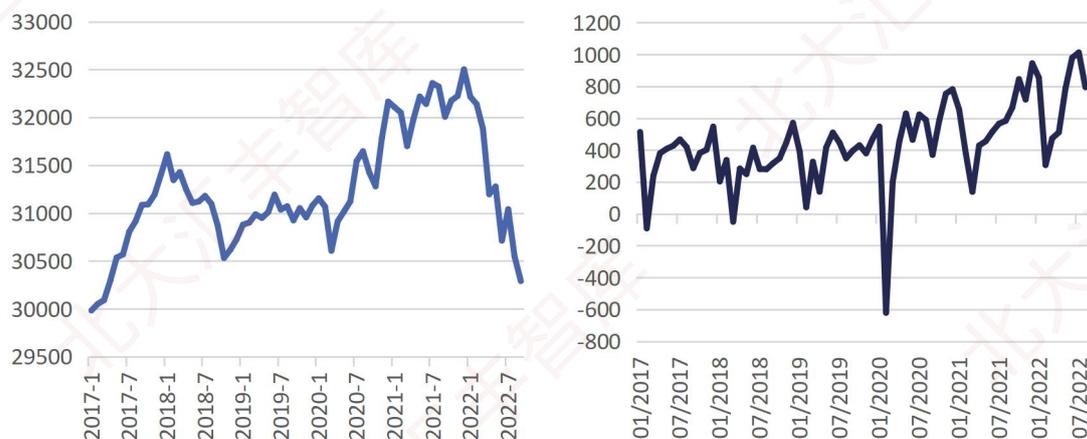


图 21：外汇储备-左图；贸易差额-右图（单位：亿美元）

数据来源：Wind，CEIC，北大汇丰智库

预计美联储四季度仍将激进加息，多个经济体或将紧跟美国步伐实行加息，人民币贬值的压力可能再次升高。此外，人民币兑美元汇率破“7”容易形成进一步贬值的预期，从而可能扭曲企业所需要的正常结汇售汇行为，进一步形成贬值压力。在全球经济放缓外需走弱的背景下，出口订单出现下降趋势，这对人民币汇率也将形成压力。同时，中美货币政策分化或将导致中美利差进一步倒挂，加重资金外流压力。

尽管中国短期资本跨境流动受到一定影响，面临资金外流压力，但风险总体可控。

一是人民币贬值幅度仅为同期美元指数升值幅度的一半，人民币兑欧元、英镑、日元明显升值，在国际货币市场还属于相对强势的货币。中国外汇交易中心最新数据显示，9月30日，CFETS人民币汇率指数报101.03，与年初水平基本相当，表明人民币对一篮子货币指数保持基本稳定。

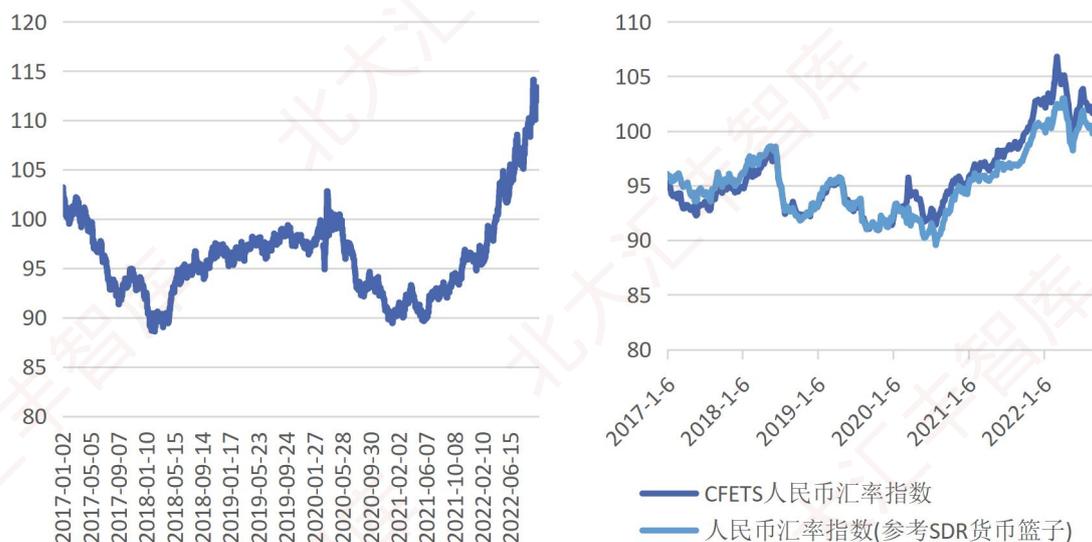


图 22：美元指数-左图；人民币汇率指数-右图

数据来源：CEIC，北大汇丰智库

二是目前汇率调控工具较为充裕。人民币快速贬值引来中国央行对外汇市场的干预。9月以来，人民银行先后下调外汇存款准备金率、上调外汇风险准备金率，释放了强烈的“稳汇率”信号。应对汇率波动，金融管理部门的工具依然充足，政策空间较大。

三是我国股债市外资占比有限，阶段性的外资流出冲击有限。前期的贸易顺

差对汇率也有一定支撑作用。国内较为温和的通胀水平和良好的国际收支情况也为人民币汇率稳定奠定了基础。

当前资金外流压力总体可控，未来应继续用好“稳汇率”信号，稳定市场预期，减小外资流出的风险。此外，在内需不足、通胀压力低的背景下，中国货币政策仍可保持独立性，短期内仍需结构性货币财政和财政政策继续发力推动实体经济发展，提振市场信心，提升出口竞争力。

附录

1 北大汇丰·股市系统性风险指数计算模型概述

本报告沿用 Wang 等（2021）^[1]提出的方法，使用上市公司股价收益率的相关性来刻画时变的金融系统性风险指数。

鉴于中国 A 股市场上许多大公司上市时间较晚，在计算历史指数时达不到样本量 20 个的要求。因此，我们每年筛选在年初 1.5 年以前上市的企业，根据万得行业分类对企业进行划分，而后选取年初市值最大的 5 至 20 家企业作为当年该分类的样本。为了方便我们更直观地比较不同样本量构建的 CD_{AR} 统计量，本报告系统性风险指数计算方法如下：1) 用 AR 模型过滤面板上的每一个元素；2) 用 AR 的残差计算皮尔逊相关系数来衡量两种资产之间的相互关系（公式 1）；3) 用所有序列两两交互构建的皮尔逊相关系数来计算北大汇丰系统性风险指数（公式 2）。根据该指数对风险事件的预警情况，本报告选择滚窗为 200 天。

$$\hat{\rho}_{ij,AR} = \frac{T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{t,i} \hat{e}_{t,j}}{\sqrt{T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{t,i}^2} \sqrt{T^{-1} \sum_{t=1}^T \hat{e}_{t,j}^2}} \quad (1)$$

$$\text{北大汇丰系统性风险指数} = \frac{T}{N(N-1)/2} \left(\sum_{i=1}^{N-1} \sum_{j=i+1}^N \hat{\rho}_{ij,AR} \right) \quad (2)$$

^[1] Wang CSH, Hsiao C, Yang HH. Market integration, systemic risk and diagnostic tests in large mixed panels [J]. *Econometric Reviews*, 2021, 40(8): 750-795.

2 北大汇丰·股市系统性风险指数样本选择示例

以下为用于构建 2022 年指数的样本。

主板	创业板	科创板	金融	房地产	实体行业
贵州茅台	宁德时代	天合光能	工商银行	万科 A	贵州茅台
工商银行	迈瑞医疗	传音控股	招商银行	保利发展	宁德时代
招商银行	东方财富	金山办公	建设银行	招商蛇口	五粮液
建设银行	爱尔眼科	澜起科技	农业银行	新城控股	中国石油
农业银行	亿纬锂能	华润微	中国平安	金地集团	比亚迪
中国平安	阳光电源	中微公司	中国银行	绿地控股	长江电力
五粮液	智飞生物	华熙生物	中国人寿	*ST 基础	美的集团
中国石油	汇川技术	沪硅产业-U	邮储银行	广宇发展	海康威视
中国银行	温氏股份	石头科技	兴业银行	陆家嘴	中国石化
比亚迪	先导智能	晶晨股份	东方财富	上海临港	隆基股份
中国人寿	蓝思科技	容百科技	平安银行	万业企业	迈瑞医疗
长江电力	卓胜微	中国通号	中信证券	小商品城	海天味业
美的集团	芒果超媒	杭可科技	交通银行	新潮中宝	中国中免
海康威视	康龙化成	西部超导	宁波银行	金科股份	中国神华
中国石化	泰格医药	柏楚电子	浦发银行	张江高科	山西汾酒
隆基股份	沃森生物	道通科技	中国太保	西藏城投	泸州老窖
邮储银行	晶盛机电	睿创微纳	中信建投	万通发展	长城汽车
海天味业	三环集团	天奈科技	中信银行	招商积余	立讯精密
中国中免	深信服	华峰测控	中国人保	荣盛发展	药明康德
中国神华	同花顺	美迪西	广发证券	中天金融	顺丰控股

商业银行	非银金融	医疗保健	消费	工业/材料	公共事业	信息技术
工商银行	中国平安	恒瑞医药	贵州茅台	中国中车	中国石油	海康威视
招商银行	中国人寿	*ST 康美	上汽集团	中国建筑	中国石化	京东方 A
建设银行	东方财富	复星医药	美的集团	顺丰控股	中国神华	中兴通讯
农业银行	中信证券	上海医药	五粮液	中国交建	长江电力	三安光电
中国银行	中国太保	美年健康	伊利股份	中国国航	中国核电	科大讯飞
邮储银行	中信建投	华东医药	洋河股份	海螺水泥	华能国际	蓝思科技
兴业银行	中国人保	爱尔眼科	分众传媒	上港集团	陕西煤业	紫光股份
平安银行	广发证券	新和成	比亚迪	中国铁建	浙能电力	立讯精密
交通银行	华泰证券	信立泰	广汽集团	洛阳钼业	中煤能源	隆基股份
宁波银行	国泰君安	智飞生物	海天味业	大秦铁路	上海石化	大华股份
浦发银行	招商证券	同仁堂	温氏股份	宝钢股份	兖矿能源	歌尔股份
中信银行	海通证券	乐普医疗	海尔智家	中国电建	国投电力	欧菲光
光大银行	申万宏源	康弘药业	苏宁易购	南方航空	大唐发电	东方财富
民生银行	国信证券	东阿阿胶	泸州老窖	中国东航	川投能源	亨通光电

上海银行	新华保险	通化东宝	永辉超市	紫金矿业	中海油服	大族激光
北京银行	东方证券	天士力	华域汽车	中国中冶	桂冠电力	东旭光电
南京银行	中国银河	片仔癀	长城汽车	上海机场	石化油服	信维通信
华夏银行	同花顺	科伦药业	双汇发展	宁波港	华电国际	三七互娱
江苏银行	中泰证券	丽珠集团	中国中免	三一重工	潞安环能	中天科技
杭州银行	兴业证券	华海药业	福耀玻璃	潍柴动力	山西焦煤	航天信息

美股中概股	港股	港股金融	港股房地产	港股医疗	港股消费	港股 IT
阿里巴巴	腾讯控股	工商银行	新鸿基地产	药明康德	阿里巴巴	腾讯控股
中石油	阿里巴巴	招商银行	万科企业	药明生物	美团	网易
中国人寿	工商银行	建设银行	华润置地	百济神州	比亚迪股份	小米集团
京东	招商银行	农业银行	龙湖集团	复星医药	京东集团	舜宇光学科技
中石化	美团	中国平安	长实集团	康龙化成	长城汽车	中芯国际
拼多多	建设银行	中国银行	恒基地产	翰森制药	安踏体育	中兴通讯
网易	农业银行	友邦保险	碧桂园	中国生物制药	创科实业	信义光能
百度	中国平安	中国人寿	碧桂园服务	石药集团	百威亚太	联想集团
蔚来	中石油	香港交易所	九龙仓置业	阿里健康	申洲国际	金蝶国际
百济神州	中国银行	邮储银行	太古地产	金斯瑞	李宁	比亚迪电子
中通快递	中国移动	中信证券	新世界发展	信达生物	吉利汽车	华虹半导体
百胜中国	友邦保险	交通银行	信和置业	君实生物	银河娱乐	金山软件
华能电力	比亚迪	保诚	九龙仓集团	康希诺生物	蒙牛乳业	建滔集团
哔哩哔哩	中国人寿	中国太保	恒隆地产	白云山	广汽集团	建滔积层板
南方航空	京东集团	恒生银行	融创中国	上海医药	金沙中国	上海复旦
携程网	中石化	中银香港	尖沙咀置业	国药控股	中升控股	中国航信
中国铝业	港交易所	中信建投	旭辉控股	微创医疗	周大福	瑞声科技
东方航空	邮储银行	中信银行	新城发展	威高股份	福耀玻璃	ASMPACIFIC
华住	网易	中国人保	保利物业	丽珠医药	青岛啤酒	中国软件国际
腾讯音乐	中国神华	中金公司	龙光集团	恒大汽车	海底捞	联想控股



PHBS 智库

北京大学汇丰商学院

北大汇丰智库（ThePHBSThinkTank）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。



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>