



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

海外风险上升，国内稳步重启 ——2023年3月宏观经济月报

2023年3月31日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

王天程，海外经济/实体经济 wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹，实体经济 zhangbingying@cmbchina.com

刘阳，财政政策/实体经济 lylidd@cmbchina.com

牛梦琦，货币政策/实体经济 niumengqi@cmbchina.com

一、宏观概览：美国加息放缓，中国稳步重启



海外宏观

- 美国经济仍然呈现强需求特征，超额储蓄对消费需求的支撑仍在持续。3月标普全球制造业PMI49.3（预期47），服务业PMI53.8（预期50.5）；密歇根大学消费者信心指数仍超60
- 美国新增非农就业续超市场预期，但薪资增速未见上行，劳动参与率亦加速修复。2月新增非农就业31.1万，市场预期22.9万。失业率3.6%较前值上行0.2pct。55岁以下劳动参与率回归疫前水平。薪资环比增速保持0.2%
- 美国CPI通胀持续下行，能源是主要驱动。2月美国CPI通胀6.0%（预期6.0%），较前值回落0.4pct；核心CPI通胀5.5%（预期5.5%），较前值回落0.1pct。能源、食品成为现阶段通胀回落的主导力量；核心服务通胀续创新高，房租价格环比止跌，其他服务价格亦在上行
- 美联储3月加息25bp，一方面，核心通胀在需求支撑下仍有韧性；另一方面，近期中小银行频频出险，美联储缩表进程实质性逆转。市场预期5月议息会议继续加息的概率已低于50%。在通胀和金融风险的两难抉择影响下，美联储或于下半年开启降息



实体经济

- 1-2月我国疫后重启，供需因素均得到改善，但修复结构上冷热不均。需求端修复好于供给端，服务消费显著反弹，基建投资高增长，但私人部门消费及投资需求仍然有待增强
- 在供给端，工业生产修复不及预期，主要受1月拖累，1-2月规上工业增加值累计同比增长2.4%；服务业生产增速由负转正，接触型聚集型服务业生产显著修复；1-2月失业率中枢仍然偏高，2月失业率边际上行，或指向更多劳动力重返市场
- 在需求端，1-2月社会消费品零售总额同比增速大幅上行5.3pct至3.5%，其中餐饮服务消费V型反弹，同比增速提升23.3pct至9.2%；房地产投资降幅较去年12月收窄6.5pct至-5.7%；基建投资累计同比增速上行1.8pct至12.2%，主要由于基建资金前置发力、重大项目早下达早开工；制造业投资增速上行0.7pct至8.1%，主要由于政策支持及企业预期改善
- 1-2月，出口金额同比降幅收窄3.1pct至-6.8%，由于前期供给缺口的部分回补、以及年初美欧需求仍有一定韧性；进口金额同比-10.2%，其中2月同比4.2%，明显改善；年内出口或仍将承压，进口或逐步改善，贸易顺差将自高位波动回落
- 今年我国“5.0%左右”的增长目标总体审慎，指向经济工作更注重修生养息。前瞻地看，短期内修复动能集中于消费反弹与基建投资，后续随着信心改善、经济活动扩张、居民就业改善之间形成正向循环，内生动能有望逐步增强



货币财政

- 2月金融数据高于预期。新增人民币贷款1.82万亿，较去年同期多增9,241亿，企业信贷融资供需两旺，居民贷款显著改善；新增社融3.16万亿，存量同比增速上升0.5pct至9.9%，表内信贷是社融的支撑项，除外币贷款、委托贷款和股票融资外，其他分项均实现同比多增；M2同比增速上升至12.9%
- 3月17日央行降准25bp，精准有力支持实体经济
- 1-2月财政收入不及预期，主要由于经济仍处重启阶段，增长动能仍需加强。全国一般公共预算收入4.56万亿，累计同比小幅下降1.2%。税收收入累计同比下降3.4%，各主要税种增速分化，与各领域经济修复状况表现一致。1-2月全国公共财政支出同比增长7.0%，高于全年预算增速5.6%，从支出进度看，1-2月累计已完成14.9%，较去年增加0.6pct，是近年来的最快进度。结构上，财政支出兼顾民生与投资，同时债务付息压力进一步加大。前瞻地看，随着经济企稳向好，叠加留抵退税基数较低，财政收入端预计将恢复性增长；支出端则有望维持较高增速，但债务付息支出高增或限制其对经济的扩张效果；土地出让收入难以快速大幅回暖，或呈现温和修复的态势

二、本月主要经济数据

指 标	单 位	2023-03 (预测)	2023-02	2023-01	2022-12	2022-03	2022-02
工业增加值	当月同比, %	5.2	2.4*	-9.8	1.3	5.0	7.5*
社会消费品零售总额	当月同比, %	5.0	3.5*	-	-1.8	-3.5	6.7*
全社会固定资产投资	累计同比, %	5.5	5.5	-	5.1	9.3	12.2
其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	11.3	12.2	-	11.5	10.5	8.6
制造业投资	累计同比, %	7.6	8.1	-	9.1	15.6	20.9
房地产投资	累计同比, %	-5.0	-5.7	-	-10.0	0.7	3.7
出口 (以美元计)	当月同比, %	-5.2	-6.8*	-10.5	-10.0	14.3	16.1*
进口 (以美元计)	当月同比, %	-1.0	-10.2*	-21.4	-7.5	0.7	16.8*
CPI	当月同比, %	1.1	1.0	2.1	1.8	1.5	0.9
PPI	当月同比, %	-2.5	-1.4	-0.8	-0.7	8.3	8.8
社会融资规模	当月同比, %	10.2	9.9	9.4	9.6	10.5	10.2
M2	当月同比, %	12.7	12.9	12.6	11.8	9.7	9.2
1年期LPR	%	3.65	3.65	3.65	3.65	3.70	3.70
5年期LPR	%	4.30	4.30	4.30	4.30	4.60	4.60

注: 红色表示本月数据高于预期, 绿色表示本月数据低于预期, 黑色表示符合预期

*带星号为1-2月累计值

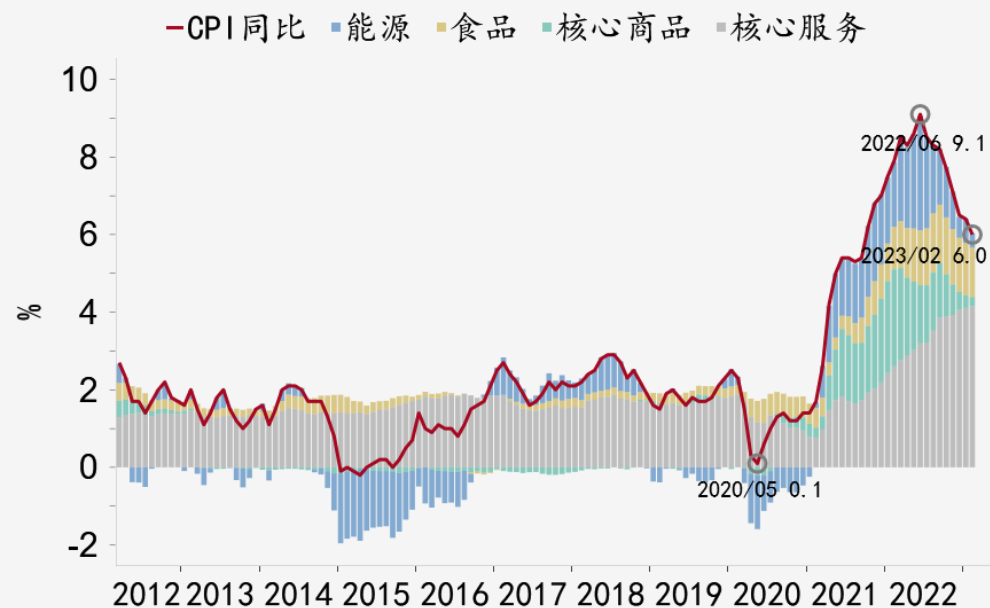
三、美国经济：通胀持续下行，衰退时点延后

(一) 美国通胀：能源、食品成为下行主力

- 2月美国CPI通胀6.0%（预期6.0%），较前值回落0.4pct；核心CPI通胀5.5%（预期5.5%），较前值回落0.1pct
- 能源、食品成为现阶段通胀回落的主导力量；核心商品结构分化，二手车价格持续下跌，其他多个分项韧性仍足；核心服务通胀续创新高，房租价格环比止跌，其他服务价格亦在上行。随着美国经济于年中步入衰退，CPI通胀仍将于年中跌至4%以下

能源项驱动2月美国CPI通胀快速下行

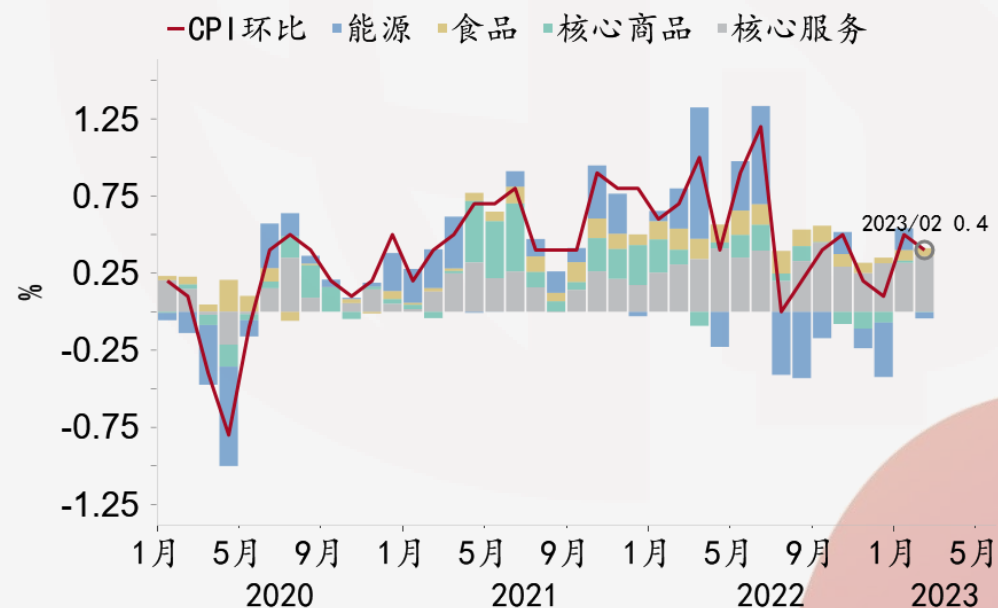
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

服务项仍是通胀环比韧性支撑项

美国CPI环比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

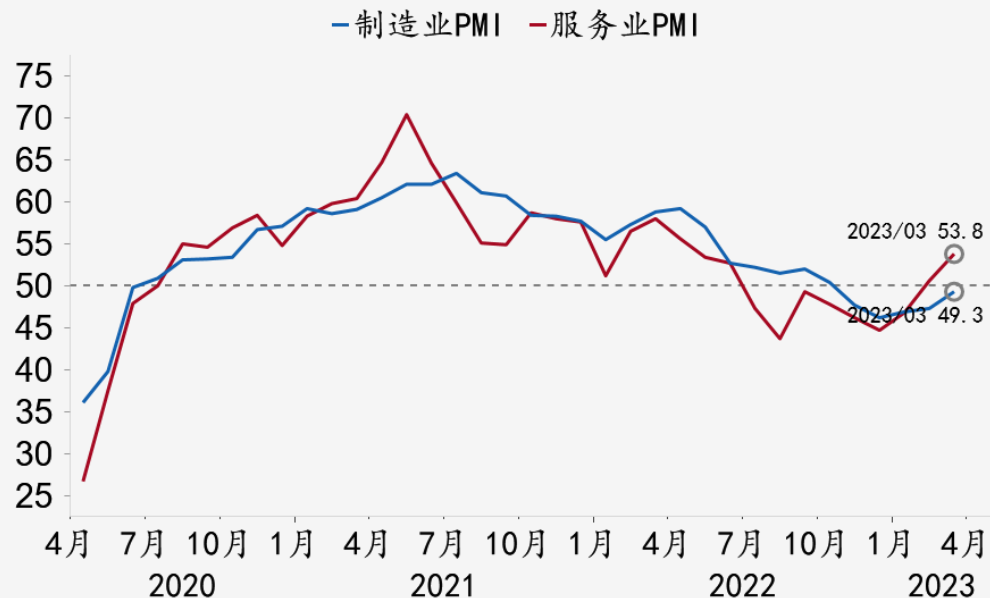
三、美国经济：通胀持续下行，衰退时点延后

(二) 美国经济：需求侧韧性仍足

- 美国3月制造业、服务业和综合PMI指数全面超出市场预期，指向美国经济需求侧韧性仍足。美国3月制造业PMI49.3（预期47），服务业PMI53.8（预期50.5）
- 美国2月新增非农就业仍超预期，服务业占比已达93.6%；劳动参与率加速修复，薪资增速未见反弹。2月新增非农就业31.1万（预期22.5万）。失业率3.6%（市场预期3.4%）。劳动参与率62.5%，55岁以下人口参与率已回归疫前水平。时薪环比增速0.2%

3月标普全球美国PMI指数显著反弹

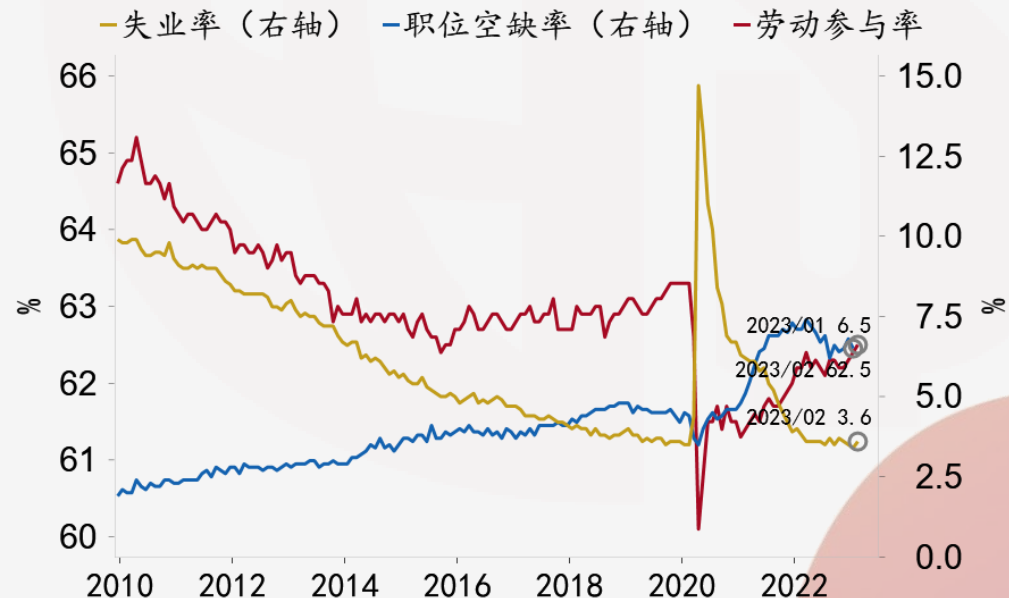
美国制造业和服务业PMI



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

劳动参与率加速修复

美国失业率与劳动参与率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

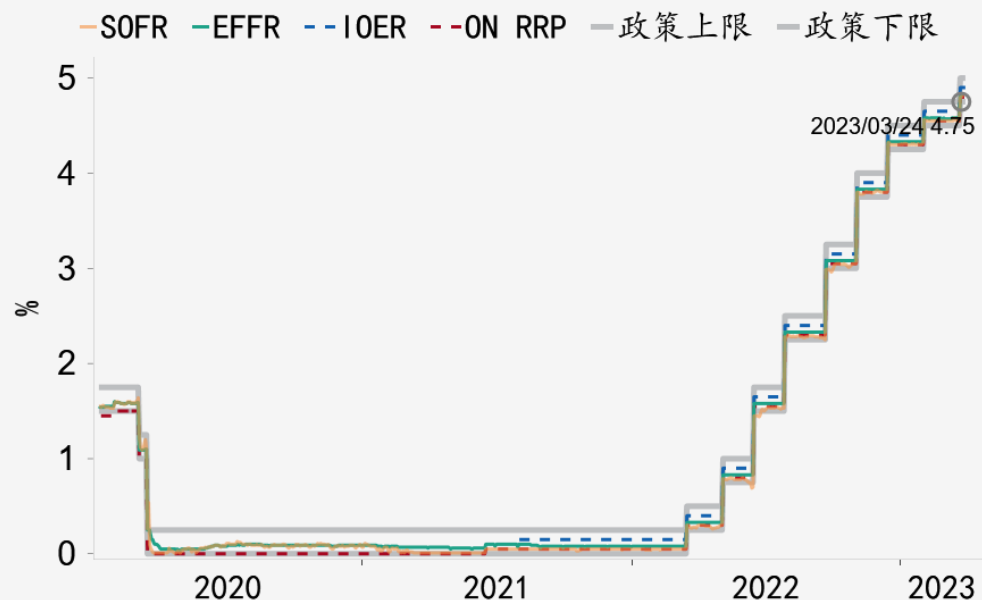
三、美国经济：通胀持续下行，衰退时点延后

(三) 美联储：加息立场实质性软化

- 美联储2022年3月至今已加息475bp，为40年来最快加息速度。3月FOMC会议再次加息25bp，但加息立场实质性软化。议息会议主题从“速度、高度、时长”转向了通胀与金融风险的平衡问题。鲍威尔表示近期金融风险问题的后续影响是“不确定的”
- 一方面，2月美国CPI通胀在能源驱动下快速下行，但核心通胀在需求支撑下仍有韧性；另一方面，近期中小银行频频出险，美联储动用各种政策工具维护金融稳定，缩表进程实质性逆转。市场预期5月议息会议继续加息的概率已低于50%
- 市场预期美联储或将于2023年下半年开启降息，降息幅度超50bp。但超额储蓄规模仍大，居民储蓄率仍低，反映消费需求仍然强劲，或对通胀构成持续支撑。在通胀和金融风险的两难抉择影响下，美联储或于下半年开启降息

美联储已将政策利率加至4.75-5.0%区间

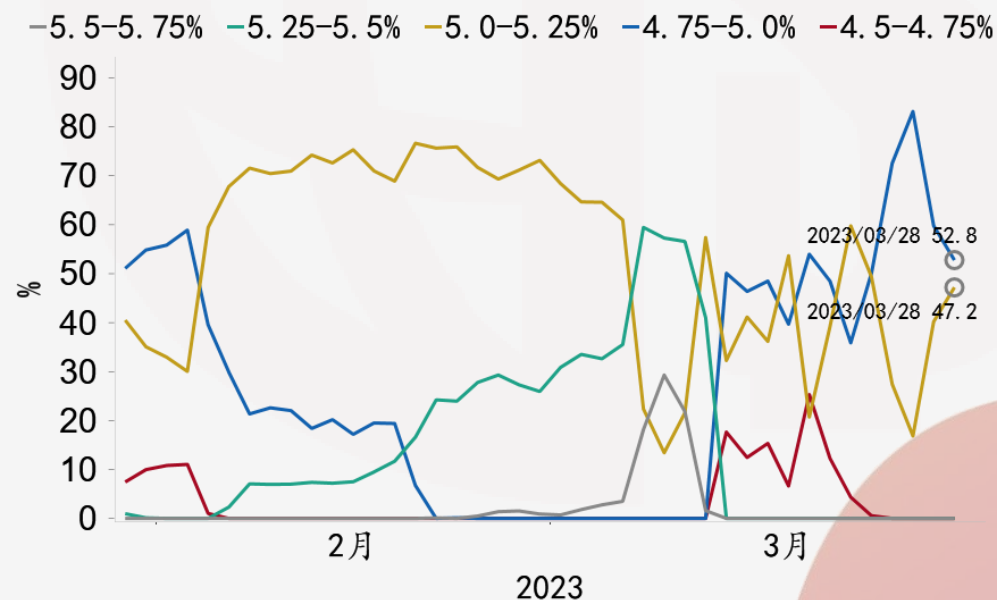
美联储利率操作框架



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

CME数据显示2023年5月继续加息概率低于50%

美联储加息周期终点概率分布（2023年5月FOMC）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

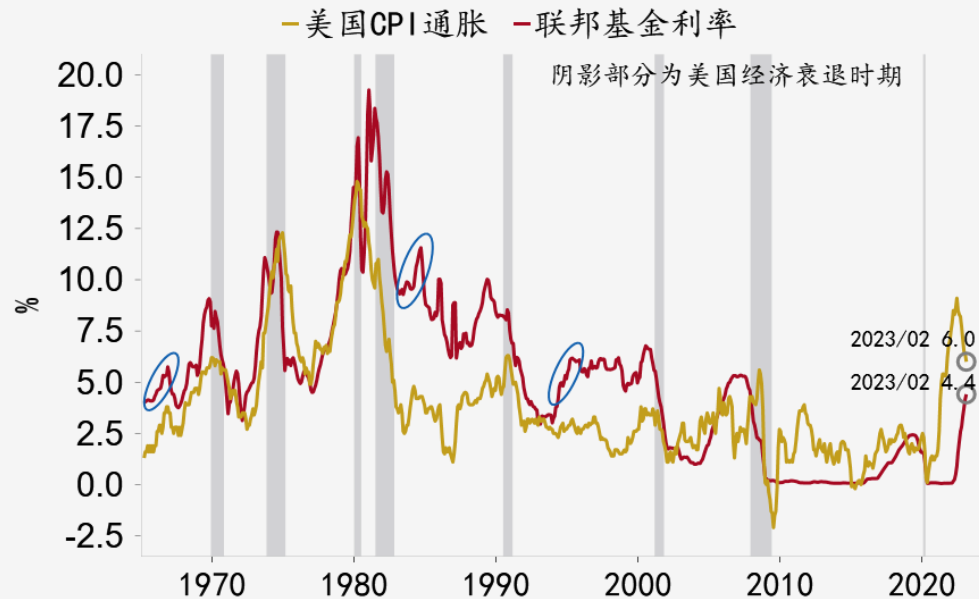
三、美国经济：通胀持续下行，衰退时点延后

（四）美国经济前瞻：“浅衰退”还是“硬着陆”

- 1960年至今，美国共经历12轮紧缩周期、9次衰退，加息周期后经济实现“软着陆”只有三次，均为为应对经济过热的“预防式加息”，宏观环境与当前存在显著差别
- “浅衰退”还是“硬着陆”，或取决于着陆时的超额储蓄水平。按现有趋势，超额储蓄将于2024年回归疫前水平。如若美联储“更高更久”的加息让美国经济于年中着陆，则为“浅衰退”；如若美联储言行不一使得着陆时点延后，则可能导致“硬着陆”

加息周期与经济衰退如影随形

美国加息周期与经济衰退



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

超额储蓄是美国经济韧性的重要来源

疫情下美国超额储蓄与储蓄率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：稳步重启

(一) PMI：修复提速

- 2月疫情影响与节假日因素消退，我国经济修复加速向好。制造业PMI环比上升2.5pct至52.6%，录得2012年5月以来最高值。非制造业PMI环比上升1.9pct至56.3%。制造业与非制造业景气度均连续第二个月位于扩张区间
- 制造业修复动能增强，产需两端景气度均显著提升，价格有所回升。企业成本压力略有上升，生产端修复持续推高原材料价格。生产修复、需求旺盛叠加预期好转的良性循环，提振企业主动补库存意愿。就业环比动能改善
- 非制造业连续第二个月位于扩张区间，建筑业和服务业景气度持续改善。建筑业景气度仍处扩张区间，基建投资仍是重要支撑；服务业景气度持续回升
- 随着经济活动正常化，经济主体信心明显增强，经济复苏提速，多项指数环比增幅超市场预期。在企业预期企稳向好以及各项积极政策支持下，未来PMI指数仍将位于扩张区间

制造业与非制造业景气度持续位于扩张区间

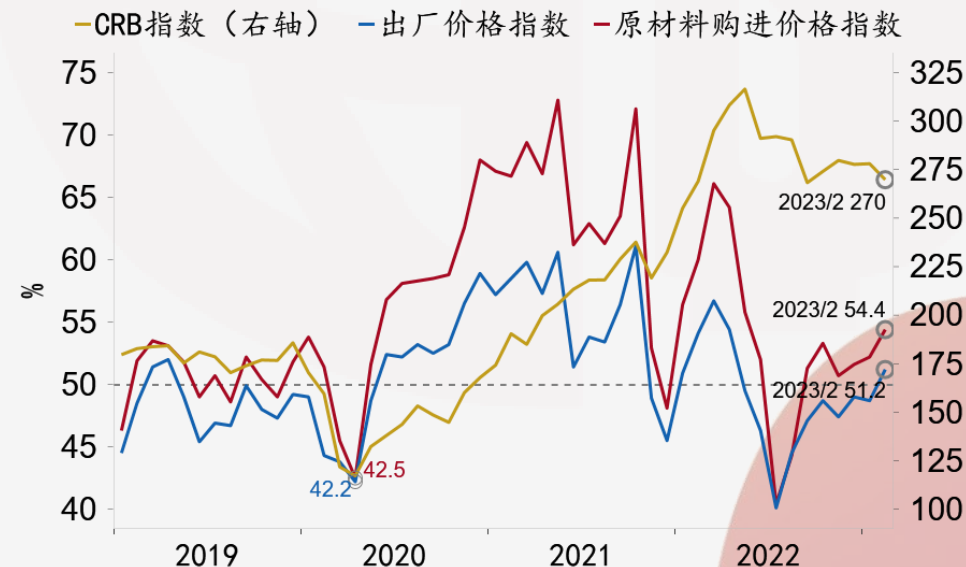
制造业与非制造业PMI



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

PMI价格指数分化

制造业原材料购进价格、出厂价格与CRB指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：稳步重启

(二) 生产：生产修复分化，就业压力上升

■ 1-2月规上工业增加值同比增速较上年12月上升1.1pct至2.4%，是自去年10月以来首次提速，两年平均增速4.9%。季调后环比增速弱于往年同期，工业生产动能仍受部分供需因素的制约，包括1月疫情、春节提前返乡、以及外需拖累等。服务业生产显著改善，同比增速由负转正，大幅反弹6.3pct至5.5%，两年平均增速为4.8%。防疫政策优化调整后，接触型聚集型服务业生产显著修复。前瞻地看，随着我国经济加速重启，内生修复动能增强，工业生产在供需两端的约束将进一步消退，服务业生产有望保持较快增长

■ 1-2月失业率中枢仍然偏高，劳动力市场供需压力有待逐步缓解。1-2月平均为5.6%，略高于全年目标，也略高于去年同期。前瞻地看，短期内随着外出寻找工作人数上升，尤其是农民群体外出务工人员数回升，劳动力市场供需匹配需要时间，失业率预计难以较快大幅回落

工业生产增速边际提升

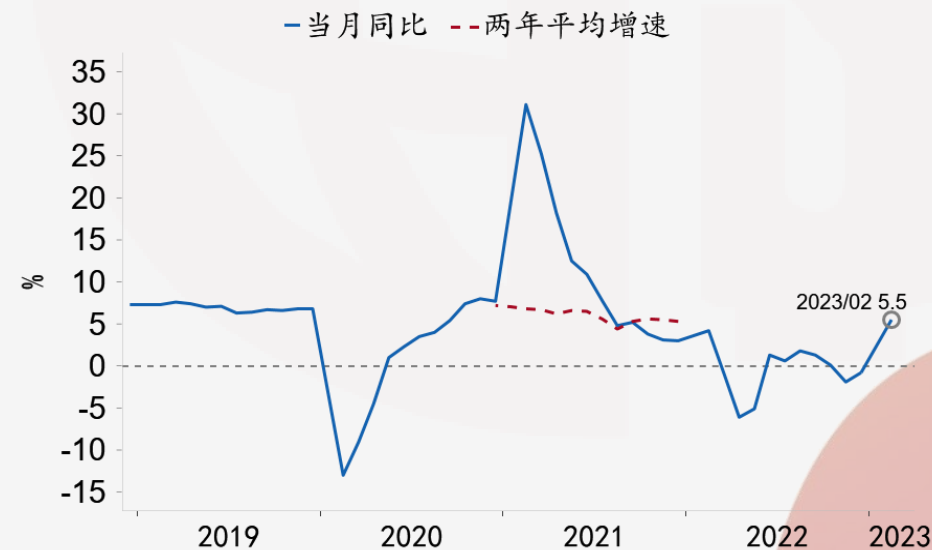
工业增加值增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

服务业生产明显修复

服务业生产增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：稳步重启

(三) 消费：修复全面开启

- 1-2月社会消费品零售总额同比增速大幅上行5.3pct至3.5%，时隔三个月重回正增长区间。去年末防疫政策全面优化调整后，开年经济活动正常化，消费场景限制解除，叠加节假日消费回暖，消费同比增速持续下降的趋势逆转
- 餐饮服务消费出现V型反弹，1-2月同比增速大幅提升23.3pct至9.2%，商品消费同比增速提升3pct至2.9%。必选消费品保持高速增长，或因节假日及年初仍有疫情等因素；具有社交属性的服装鞋帽、化妆品和金银珠宝类消费同比增速转正；地产相关消费品受地产销售回暖带动，降幅显著收窄，建材、家电同比分别为-0.9%、-1.9%，较去年12月降幅分别大幅收窄8pct、11.2pct。因补贴政策退坡以及前期需求透支，汽车消费同比增速较去年12月大幅下降14pct至-9.4%，是社零修复最大的拖累项
- 前瞻地看，经济活动全面正常化以及节假日因素显著提振消费修复动能，叠加居民收入预期和消费信心增强，消费或将持续修复，但汽车及房地产相关消费或仍构成一定拖累

商品和餐饮消费均由负转正

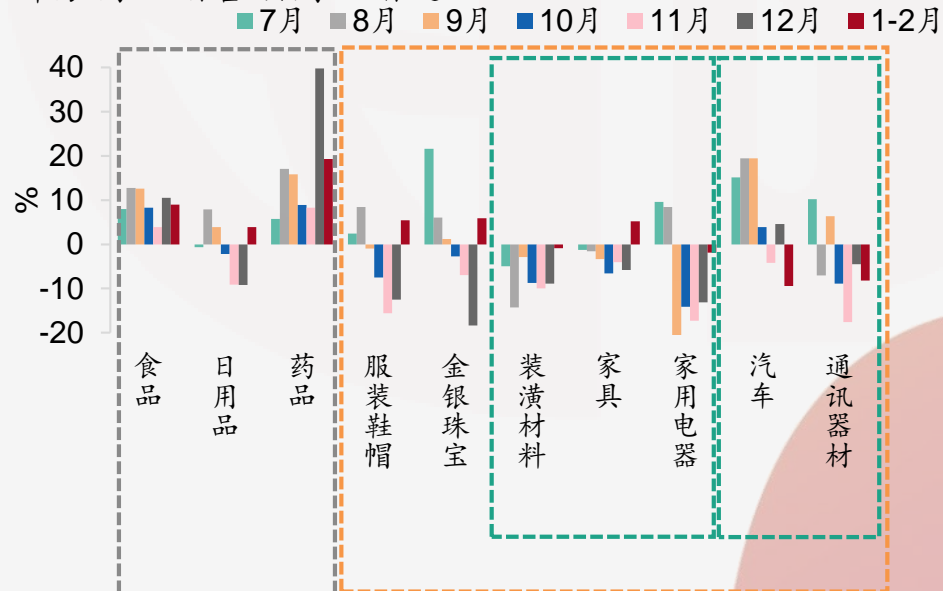
商品和餐饮消费当月同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

商品消费修复分化

部分商品销售额同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

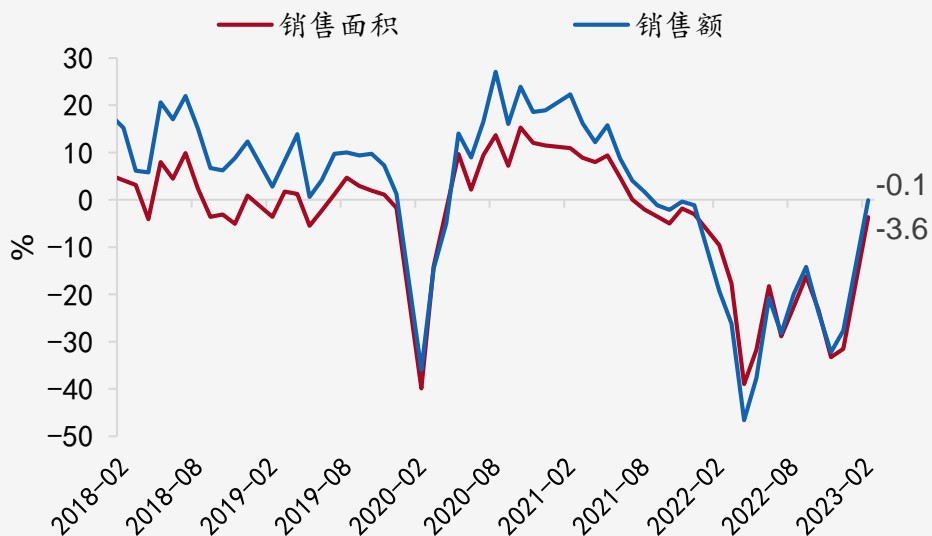
四、实体经济：稳步重启

(四) 房地产投资：走出谷底

- 疫后供给约束缓解，购房需求改善。1-2月全国商品房销售面积和销售金额同比降幅分别较去年12月收窄27.9pct、27.6pct至-3.6%、-0.1%。由于销售改善，住户端资金来源对房企到位资金的拖累大幅缓解，房企到位资金同比降幅收窄13.6pct至-15.2%
- 供需两端政策支撑，房地产投资同比降幅大幅收窄6.5pct至-5.7%。一是建安投资额降幅收窄3.7pct至-12.7%，其中竣工面积同比由负转正，新开工和施工面积降幅明显收窄；二是土地购置费同比增长16.4%，但房企拿地情况意愿或尚未明显改善，地方政府土地出让收入降幅进一步扩大至-29%
- 去年11月或为本轮下行期底部，**前瞻地看**，今年房地产销售和投資有望温和修复，但1-2月销售和投資的修复或部分受供需约束缓解后积压需求释放所支撑、以及去年同期低基数的影响，短期内市场修复或现波动

房地产销售在低基数下明显改善

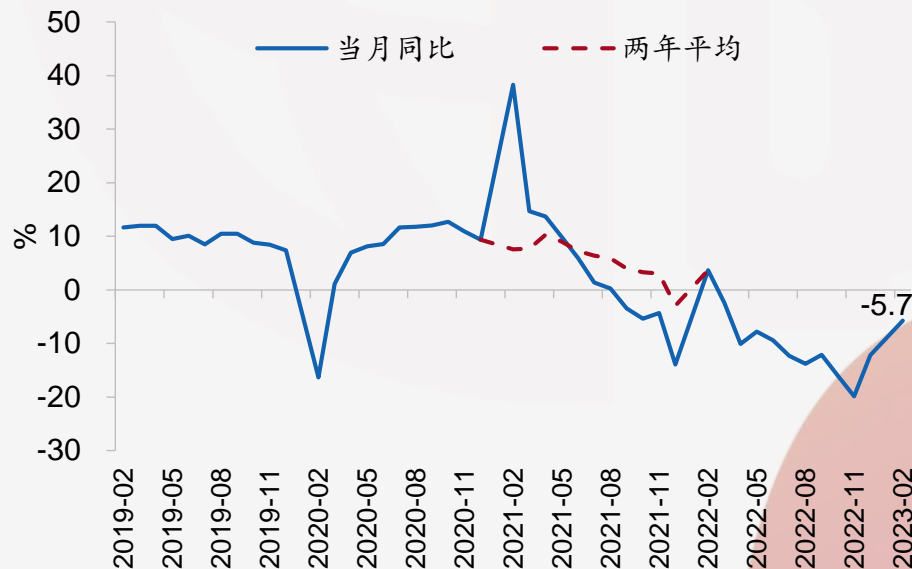
房地产销售同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

房地产投资降幅进一步收窄

房地产投资单月同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

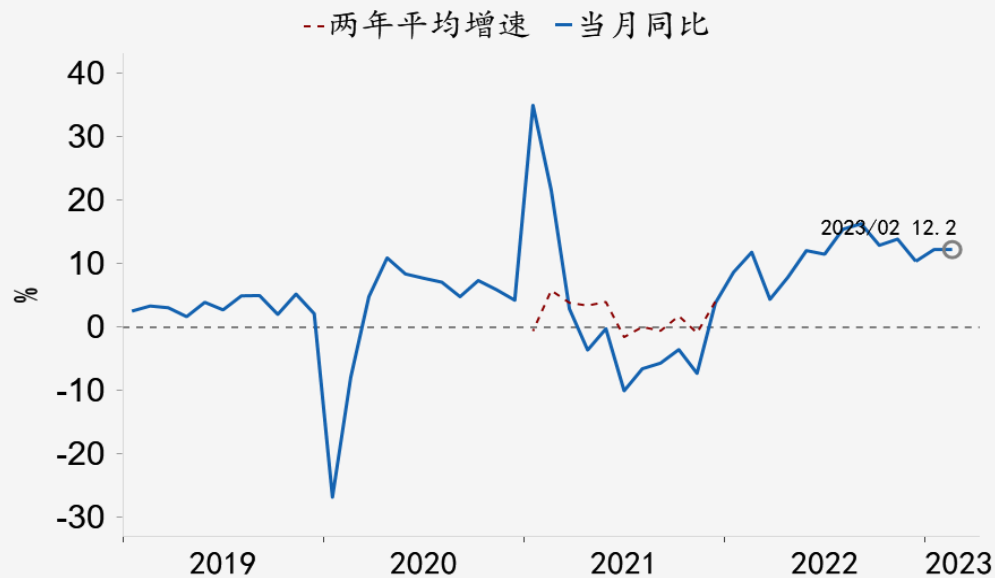
四、实体经济：稳步重启

(五) 基建投资：靠前发力

- 1-2月基建投资高速增长，全口径基建投资累计同比增长12.2%，较2022年12月上升1.8pct，较2022年全年上升0.7pct。一方面基建投资资金较为充裕，前置发力。一是2023年新增专项债前两个月已发行8,269亿元，发行规模居历史高位。二是随着国内经济企稳回升，财政收入有望恢复性增长。三是银行信贷“开门红”，对基建领域的支持力度加大。四是政策性开发性金融工具持续撬动社会配套融资。另一方面，重大项目早下达，早开工，尽早形成实物工作量
- 前瞻地看，基建投资仍是今年“稳增长”的重要抓手。受基建投资意愿积极、多渠道筹集资金、新老基建发力、项目到位支撑，上半年基建投资预计将维持高速增长。但从全年来看，基建投资仍受地方政府财政收支趋紧，债务付息压力加大的限制。在此背景下，政策性开发性金融工具有望加强发力，撬动社会配套融资，衔接补充投资资金

基建投资增速开年冲高

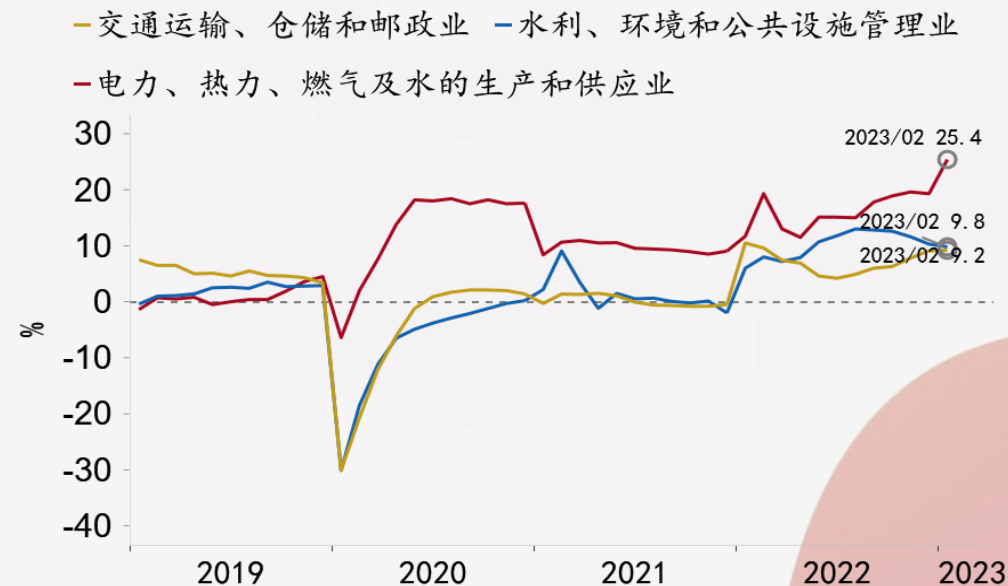
基建投资增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

电热燃水业投资增速大幅提升

基建投资相关行业投资累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

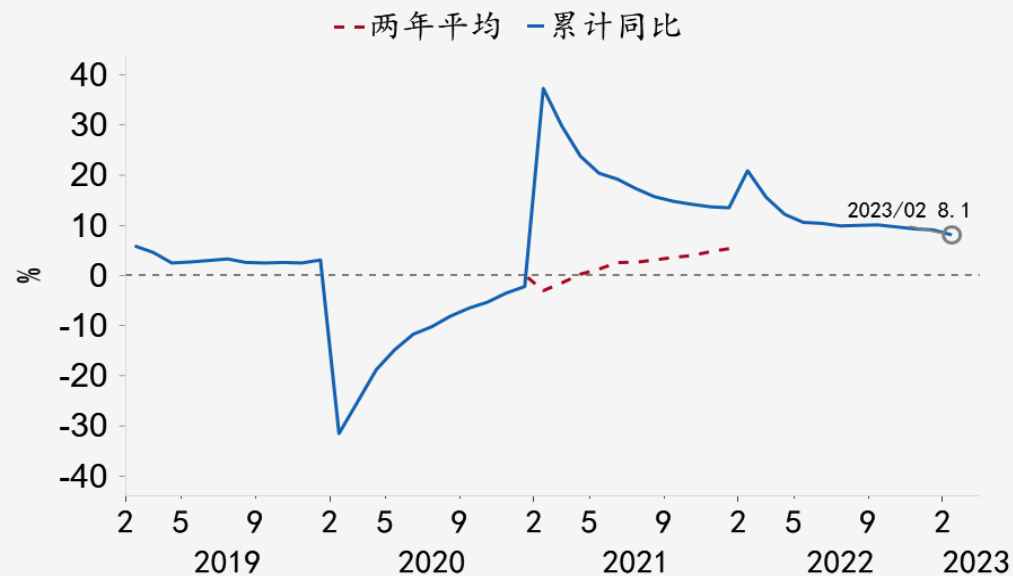
四、实体经济：稳步重启

(六) 制造业投资：边际提速

- 1-2月制造业投资维持高增，增速较去年12月上升0.7pct至8.1%，但低于去年全年增速1.0pct。高技术制造业投资累计同比增速下降6.0pct至16.2%，但仍较制造业整体增速高出8.1pct。中游设备制造业投资维持高速增长，其中汽车制造业投资增速大幅上升11.2pct至23.8%。政策支持以及企业预期改善是制造业投资增速提升的重要原因
- 前瞻地看，预计今年制造业投资将稳健增长。整体来看，随着经济重启，企业信心改善成为制造业增长的重要推力。政策托举下，制造业产业升级、技术进步、补链强链将持续进行；高技术制造业有望维持高速增长；绿色投资等新动能行业有望形成有力支撑。但外需回落，企业利润承压以及房地产市场低迷仍将对制造业投资形成一定制约

制造业投资韧性较强

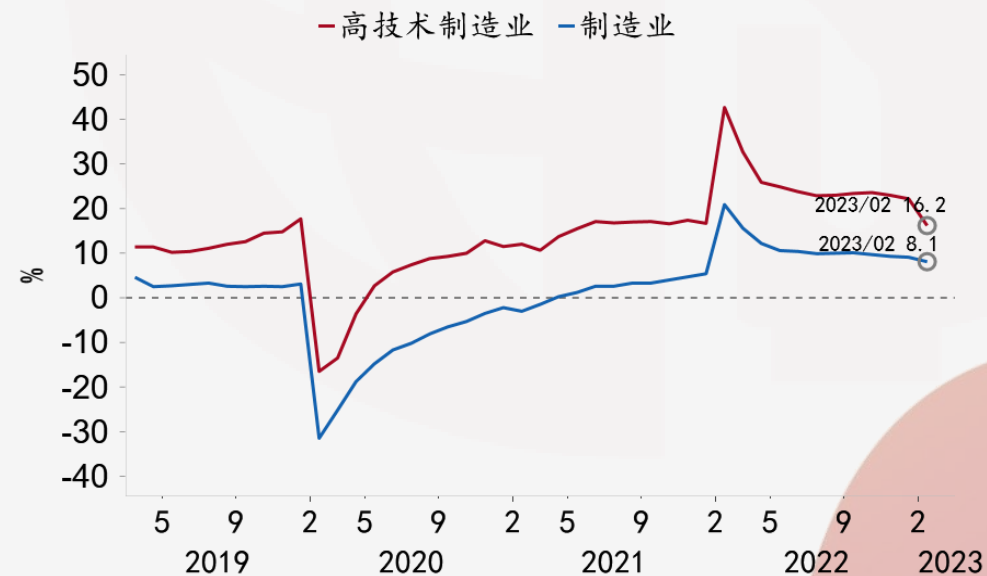
制造业投资增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

高技术制造业增速边际放缓

制造业与高技术制造业投资累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：稳步重启

(七) 进出口：内外因素改善，出口降幅收窄

- 1-2月出口金额同比降幅较上年12月收窄3.1pct至-6.8%，2月出口金额和数量同比降幅均收窄至-1.3%，或由于近期内外部环境的改善。一方面我国疫情过峰后部分回补了因供给不畅造成的缺口，另一方面美欧年初经济增长预期有所强化，外需呈现一定韧性
- 1-2月进口金额同比-10.2%，其中1月在疫情和季节性因素影响下同比-21.4%，2月则明显改善，金额同比4.2%，数量同比10.3%
- 前瞻地看，短期内海外经济韧性或对出口有一定支撑，但中期内我国出口仍面临双重红利的消退，叠加“脱钩”、生产备份和产业转移等因素，全年出口或仍将承压，国内经济重启或将带动进口逐步改善，贸易顺差或将自高位波动回落

1月进、出口金额同比大幅收缩，2月有所改善

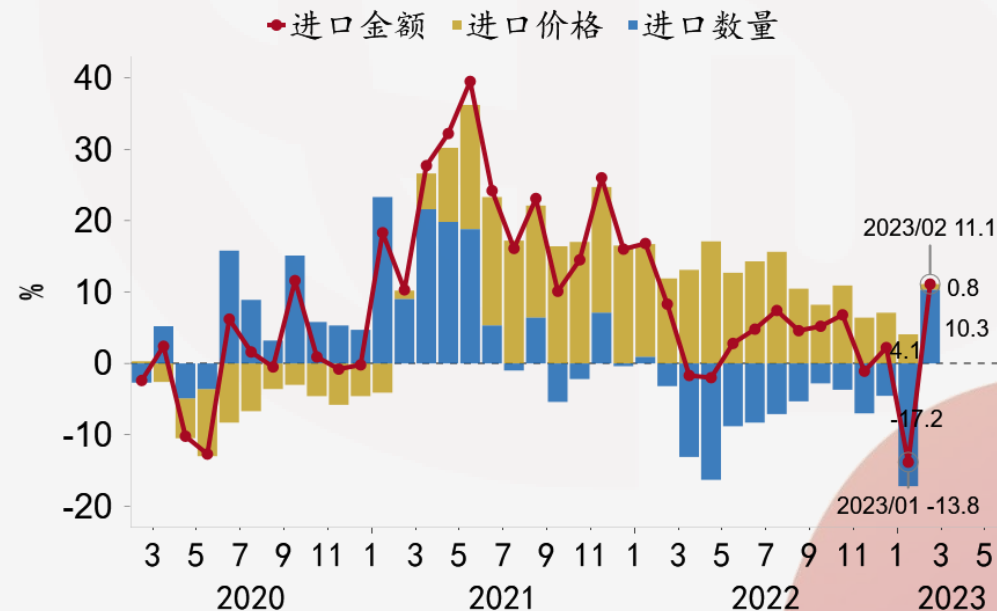
中国进出口当月同比及贸易差额



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

2月进口数量同比增速转正

进口同比增速 (人民币计价, HS分类)



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

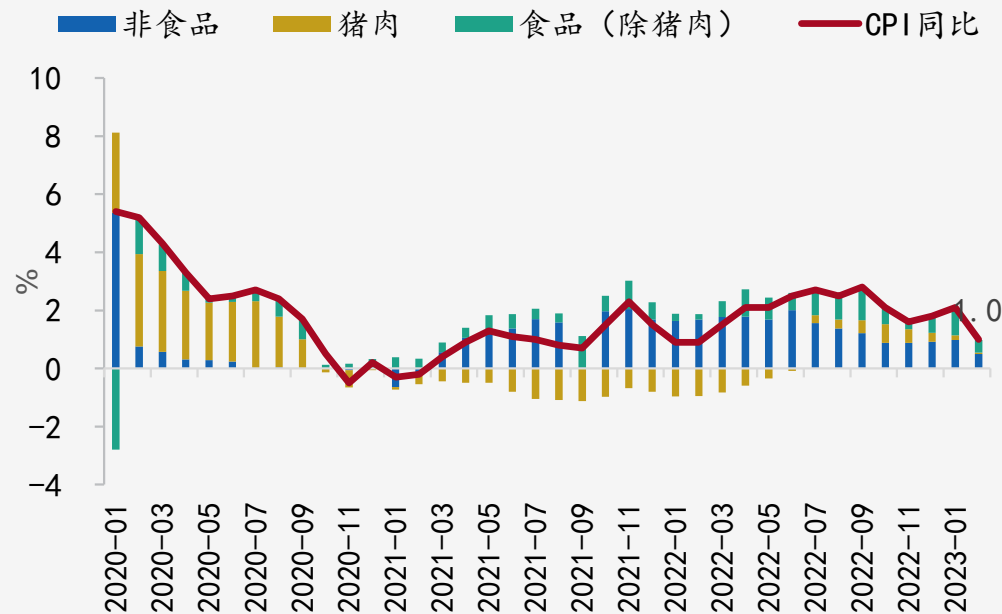
四、实体经济：稳步重启

(八) 物价：春节错位与内需仍弱

- 2月CPI通胀大幅低于市场预期，主因在鲜菜、鲜果、水产品、旅游四大分项价格回落幅度超出市场预期。核心CPI环比动能显著低于季节性水平，指向2月需求全面回落。2月CPI同比增长1.0%，环比0.5%，预计上半年CPI通胀仍将低于2.0%
- 2月PPI通胀继续受基数效应压制，环比增速则受油价支撑。2月PPI通胀-1.4%，环比增速0。中游PPI环比强于上、下游，指向大宗商品和需求均为占据主导地位；黑色、有色系走强，煤炭系平稳，指向基建开工加速。预计PPI通胀将于年中在-3.0%附近触底

2月CPI通胀跌至1.0%

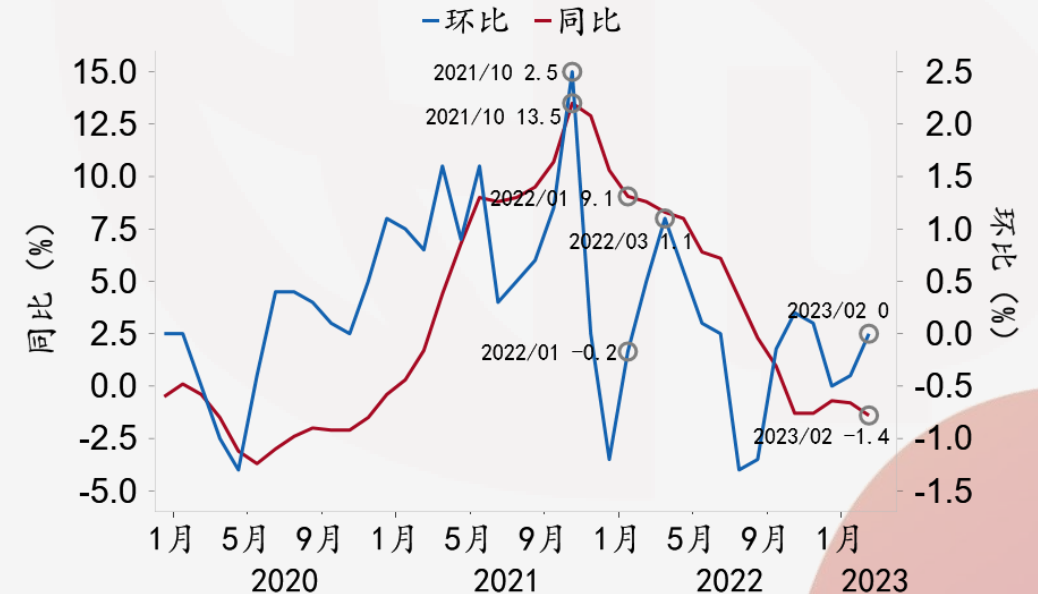
CPI同比增速及拆分



资料来源：Wind、招商银行研究院

PPI通胀连续四个月为负

PPI同比与环比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

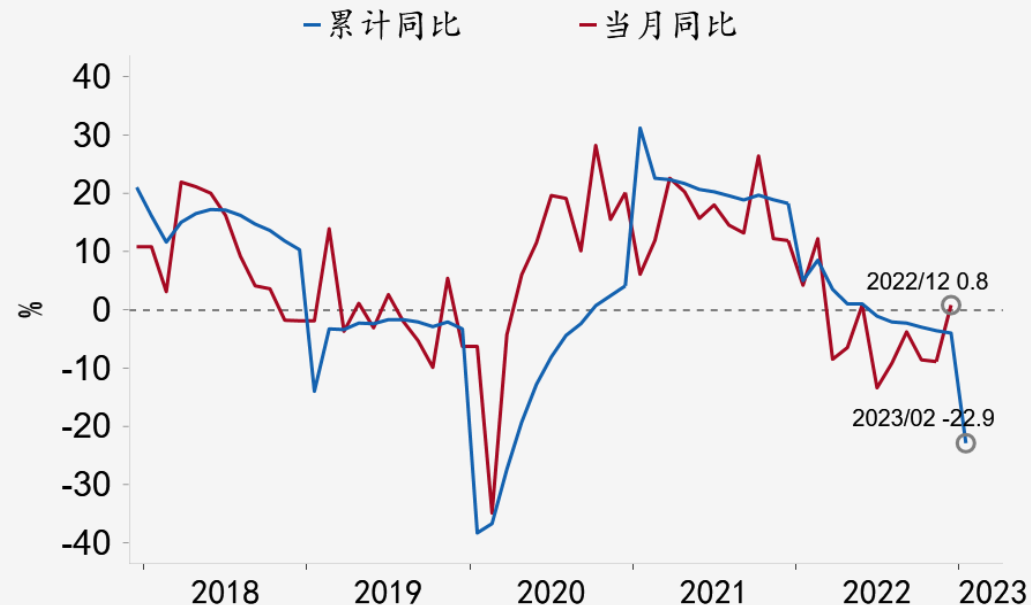
四、实体经济：稳步重启

(九) 企业利润：降幅显著扩大，营收利润率大幅下降

■ 2023年1-2月，规上工业企业利润同比下降22.9%，较去年全年下降18.9个百分点。分量价来看，工业增加值增速提升，但工业生产动能弱于往年同期，仍受部分供需因素的制约；PPI同比增速持续下行，连续5个月负增长。量弱价跌，营业收入下降，营收利润率大幅下降。上中下游盈利结构边际改善，上游采矿和原材料盈利占比下降，中游装备制造和下游消费利润占比回升。前瞻地看，随着经济内生动能逐步增强，需求持续复苏，利润跌幅有望收窄，但节奏或较为缓慢

规上工业企业利润降幅扩大

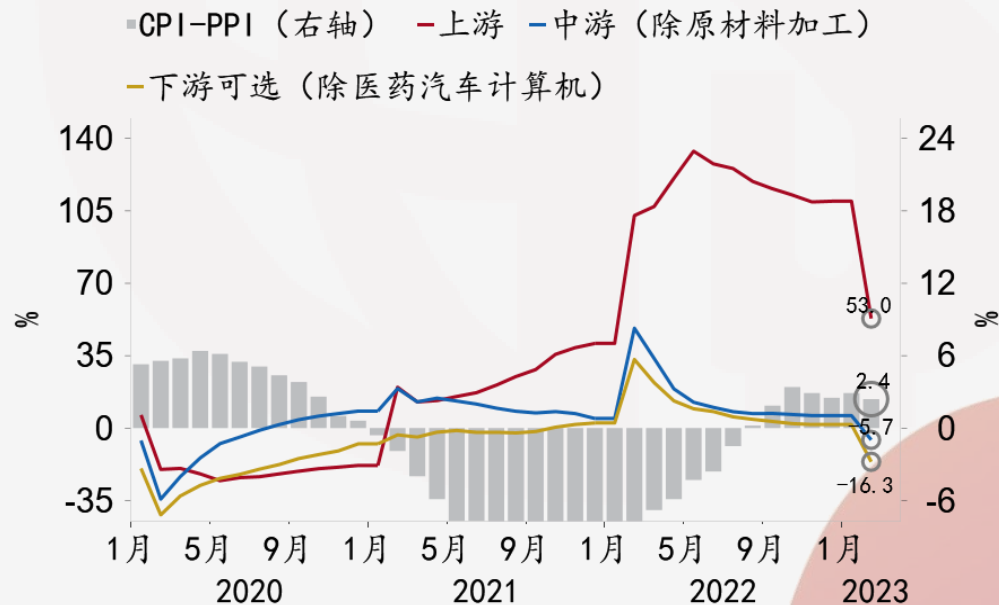
工业企业利润增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

上游利润增速显著放缓

CPI-PPI剪刀差与分行业利润增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

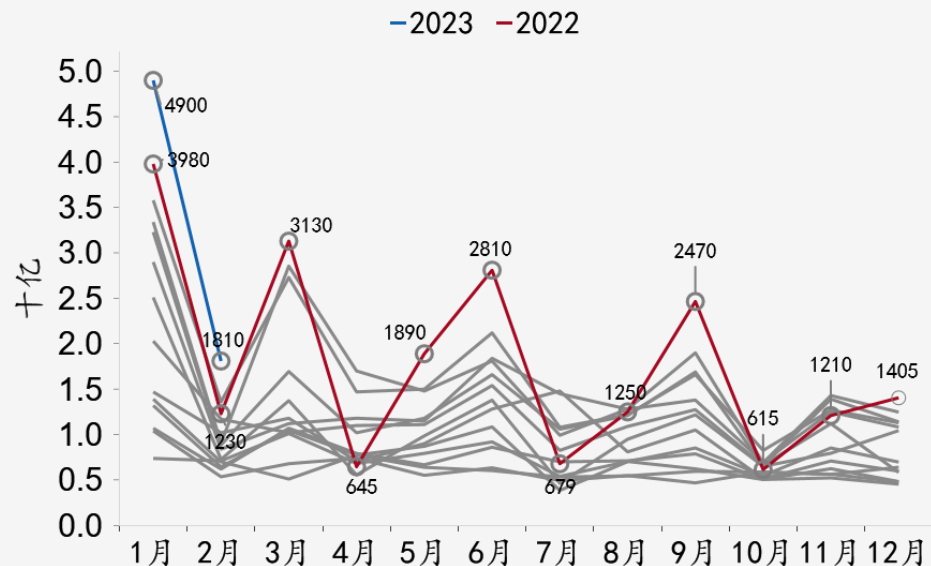
五、货币财政：居民信贷显著改善

（一）信贷：企业贷款延续强劲势头，居民贷款显著改善

- 2月新增人民币贷款1.82万亿（预期1.43万亿），较去年同期多增9,241亿
- 企业中长贷再创历史同期新高，短贷超预期增长，票据融资下降，反映信贷融资供需两旺。2月非金融企业贷款新增1.61万亿，同比多增3,700亿，环比少增3.07万亿。其中，中长贷当月新增1.11万亿，同比多增6,048亿；短贷新增5,785亿，同比多增1,674亿。企业信贷扩张的挤出效应推升票据利率，票据贴现减少989亿，同比多减4,041亿
- 居民贷款显著改善。中长贷方面，30大中城市房地产成交面积同比增速自2021年5月以来首次转正，带动中长贷同比多增1,322亿，逆转了14个月的同比少增。短贷方面，消费场景恢复叠加居民部门信心改善，短贷新增1,218亿，同比大幅多增4,129亿

2月信贷增量超预期

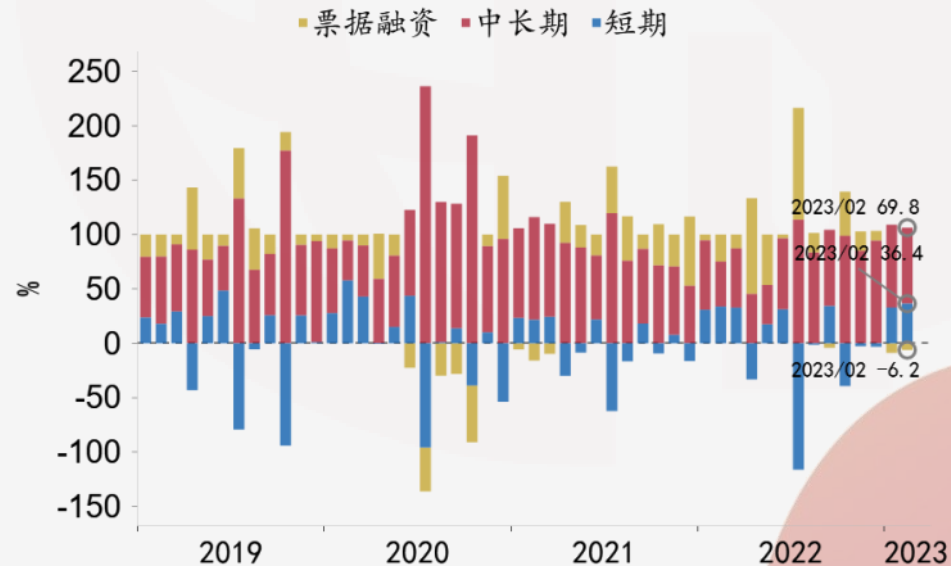
信贷的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

新增非金融企业贷款构成占比

新增非金融企业部门贷款构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

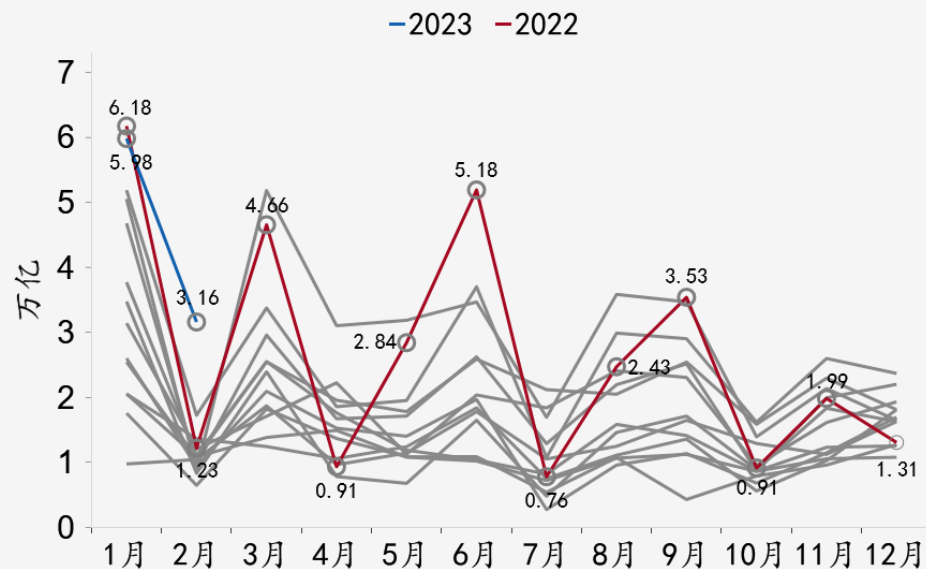
五、货币财政：居民信贷显著改善

(二) 社融：增速提高，结构改善

- 2月新增社融3.16万亿，高于市场预期（2.08万亿），存量同比增速上升0.5pct至9.9%
- 表内信贷是社融的支撑项，除外币贷款、委托贷款和股票融资外，其他分项均实现同比多增
 - 信托贷款持续同比改善，资本市场表现尚佳导致投向金融领域的资金规模明显上升，非标融资当月同比少减4,972亿
 - 专项债前置发行，以支持基础设施建设，2月新增政府债融资8,138亿，同比大幅多增5,416亿
 - 信用债风险溢价下降，叠加企业融资需求修复，2月新增3,644亿，三个月以来同比首次转正，小幅多增34亿

2月新增社融大幅超预期

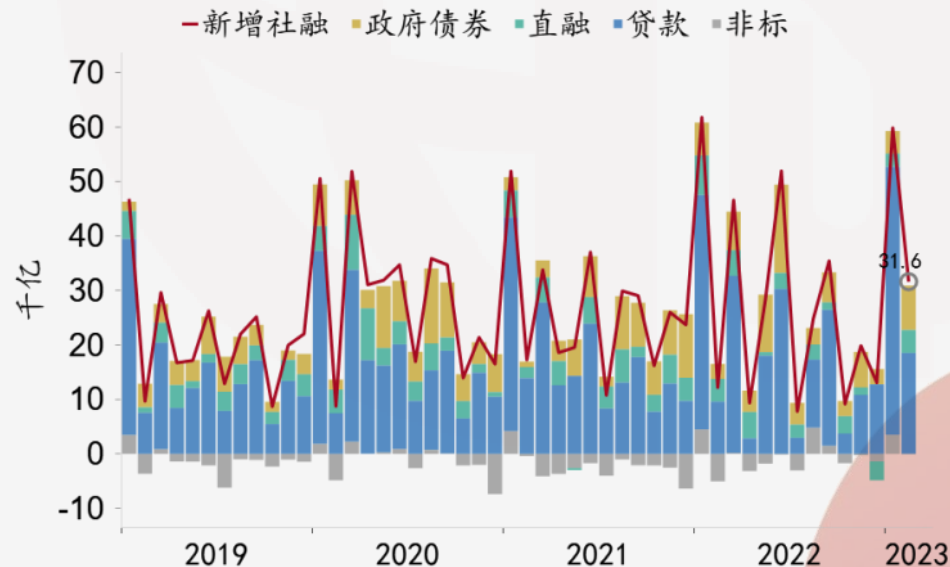
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

社融结构改善

新增社融及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

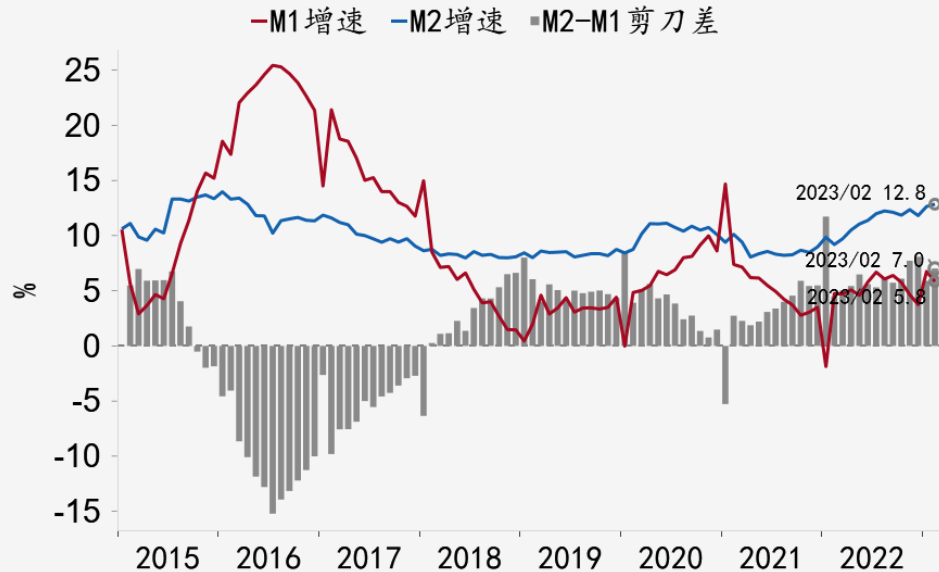
五、货币财政：居民信贷显著改善

(三) 货币和前瞻：M2再创新高

- 2月M2同比增速上升0.3pct至12.9%，再创新高
- M2同比增速继续超过社融，广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅收窄0.2pct至3.0pct，商业银行“资产荒”格局延续。贷款需求回升带来存款高增，银行缴准压力加大，狭义流动性收紧，资金利率中枢均有所抬升。M1同比增速下降0.9pct至5.8%，“M2-M1”增速剪刀差大幅走阔1.2pct至7.1%
- 前瞻地看，居民预期修复的斜率与可持续性决定我国经济和金融内生企稳的关键所在

2月M2-M1剪刀差大幅走阔

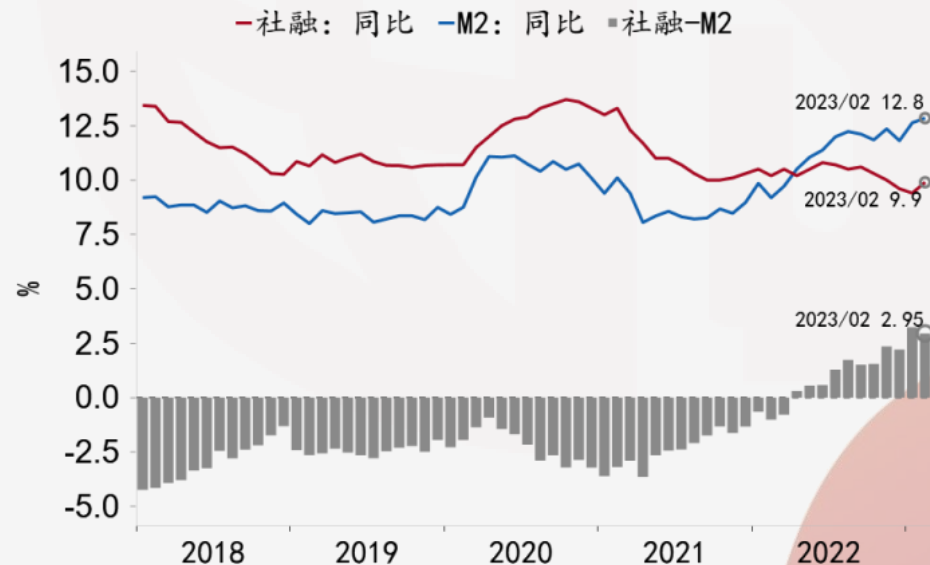
中国M2-M1剪刀差



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

广义流动性盈余小幅收窄0.2pct至3.0pct

社融存量与M2存量增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

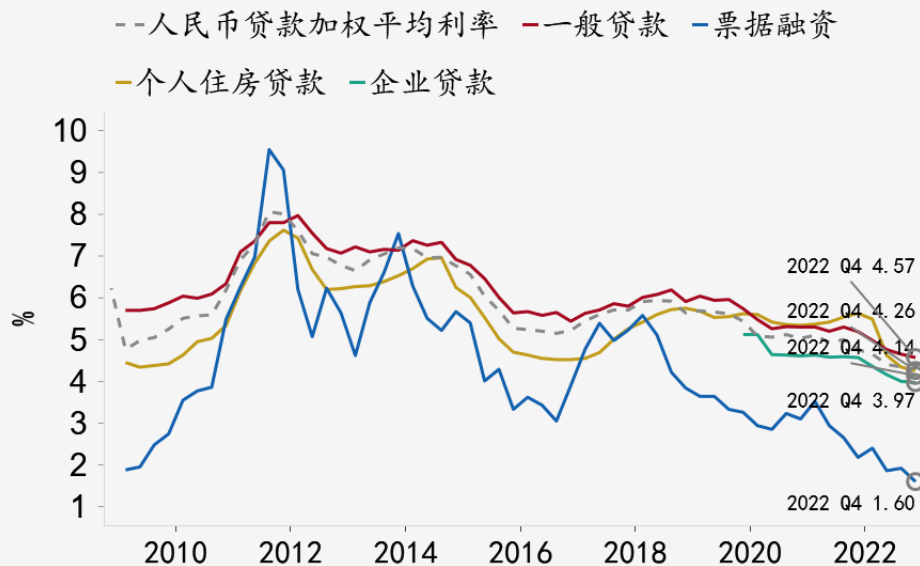
五、货币财政：居民信贷显著改善

(四) 货币政策：降准0.25pct

- 此次降准总体超出市场预期。一是政府工作报告中“保持流动性合理充裕”的表述被隐去；二是1-2月经济稳健重启，特别是金融数据表现亮眼；三是3月15日央行超额续作MLF 4,810亿，净投放达2,810亿，降低了市场对降准的期待
- 此次降准精准有力，首先是通过释放长期流动性“有力”支持实体经济；其次是降准力度和节奏“精准”
- 前瞻地看，降准方面，年内是否再次降准，取决于经济增长范式能否完成双重转换；降息方面，考虑到易纲行长明确表示目前“实际利率水平是比较合适的”，贷款加权平均利率已降至新低，叠加此次降准可降成本，未来降息的可能性进一步下降

2022年四季度人民币贷款加权平均利率降至新低

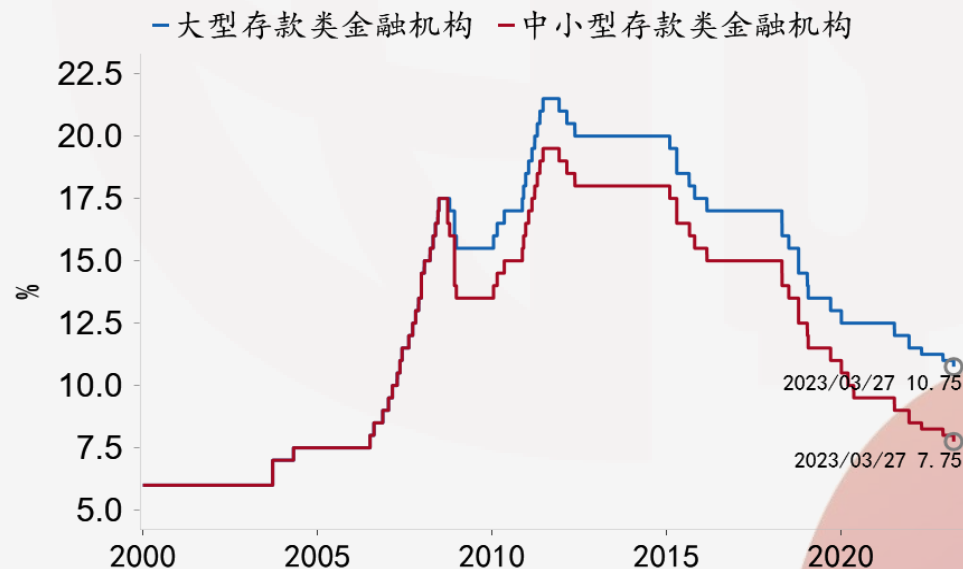
金融机构人民币贷款加权平均利率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

本次降准后，金融机构加权平均存款准备金率约7.6%

人民币存款准备金率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、货币财政：居民信贷显著改善

(五) 公共财政收入：修复不及预期，各税种表现分化

- 整体上看，财政收入恢复不及预期，主要原因在于经济仍处重启阶段，工业生产仍受部分供需因素的制约，外需持续回落，内需修复不均衡不充分，经济增长动能仍需加强。1-2月全国一般公共预算收入4.56万亿，累计同比小幅下降1.2%，两年平均增长4.5%。1-2月税收收入累计同比下降3.4%，跌幅较去年全年小幅收窄0.1pct，各主要税种增速分化，与各领域经济修复状况表现一致。非税收入延续高增，对财政收入形成了有力补充，1-2月累计同比增长15.6%
- 前瞻地看，随着经济企稳向好，叠加留抵退税基数较低，财政收入端预计将恢复性增长

公共财政收入小幅下降

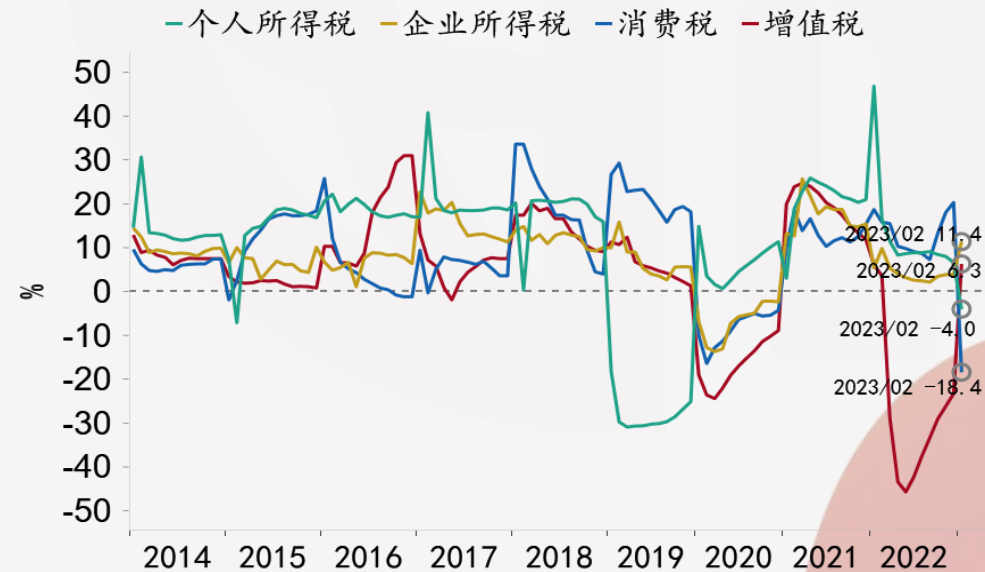
公共财政收入累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

各税种表现分化

主要税种增速：累计同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

五、货币财政：居民信贷显著改善

(六) 公共财政支出：进度超前，节奏加快

- 1-2月，全国公共财政支出同比增长7.0%，两年平均增长7.0%，高于全年预算增速5.6%。从支出进度看，1-2月累计已完成14.9%，较去年增加0.6pct，是近年来的最快进度。结构上，财政支出兼顾民生与投资，同时债务付息压力进一步加大。各地疫情在1月左右快速达峰，医疗资源及服务需求快速增长，卫生健康支出同比大幅增长23.2%；就业压力仍大，社保就业支出同比增长9.8%。基建投资开年高速增长，农林水事务支出同比大幅增长11.4%，但财政对其他基建领域的支持较弱。值得注意的是，疫中三年，政府债务快速积累，债务付息支出同比大幅增长27.3%，债务付息支出高速增长，将压缩政府实际可用财力，挤出其他领域支出
- 前瞻地看，支出端则有望维持较高增速，但债务付息支出高增或限制其对经济的扩张效果

公共财政支出增速提升

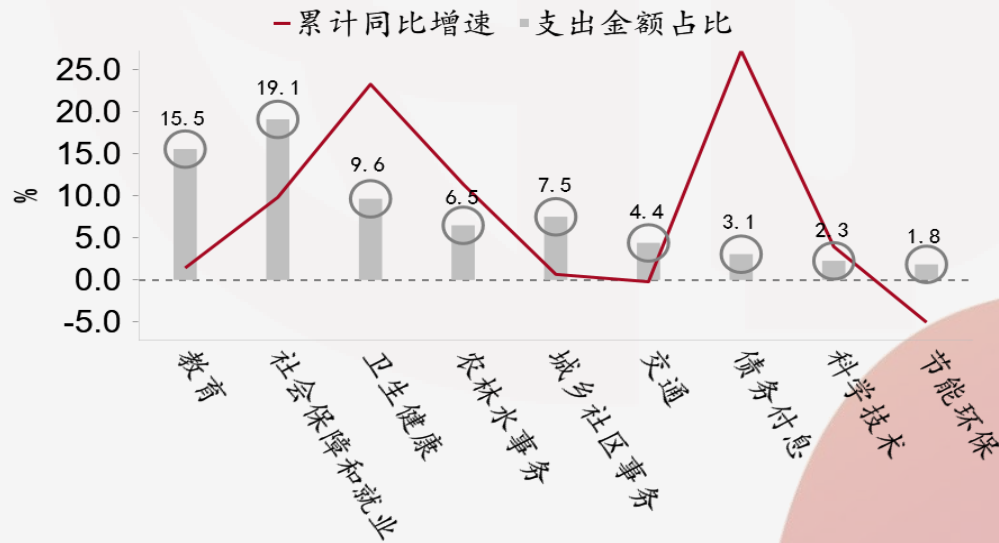
公共财政支出累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

卫生健康和债务付息支出高增

公共财政各项支出的增速及占比（2023年1-2月）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

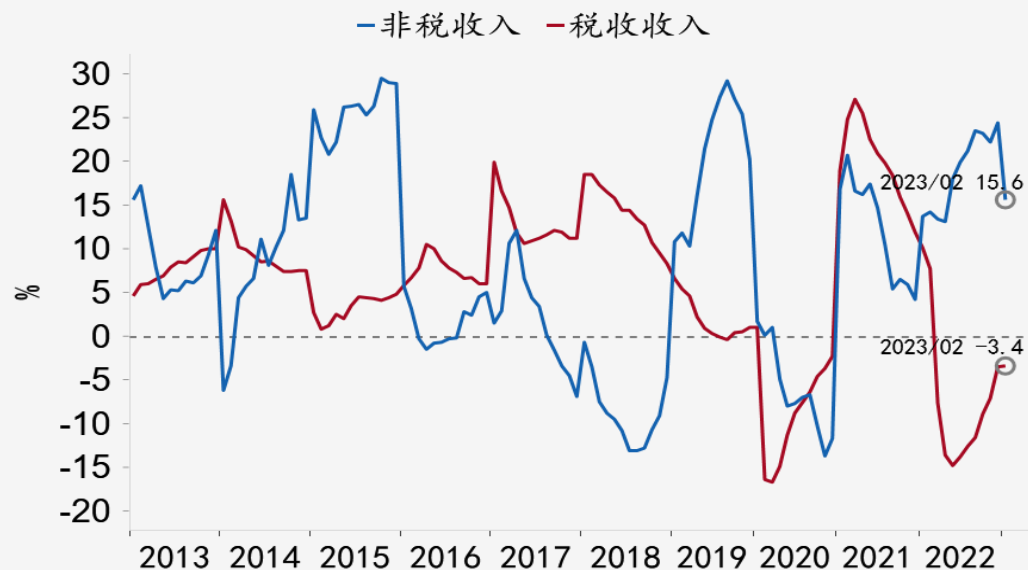
五、货币财政：居民信贷显著改善

(七) 政府性基金收支：同比收缩，表现疲弱

- 在收入端，1-2月国有土地出让收入同比下降29%，拖累政府性基金收入同比下降24%；前两个月随着供给约束缓解，购房需求和房地产投资明显改善，但土地出让收入延续大幅收缩，预计土地购置费改善仍需时日。今年地方政府性基金预算收入同比增长0.4%，较为保守的预算增速也表明今年土地出让收入或难以大幅回暖，预计跌幅将随着经济企稳回升和房地产市场修复逐渐收窄
- 在支出端，1-2月政府性基金预算支出同比下降11%，跌幅小于收入，主要原因在于财政前置发力，前两个月新增专项债发行8,269亿元，部分对冲了土地出让收入下滑的影响。预计未来将随着收入的改善，跌幅逐渐收窄

税收收入小幅反弹，非税收入维持韧性

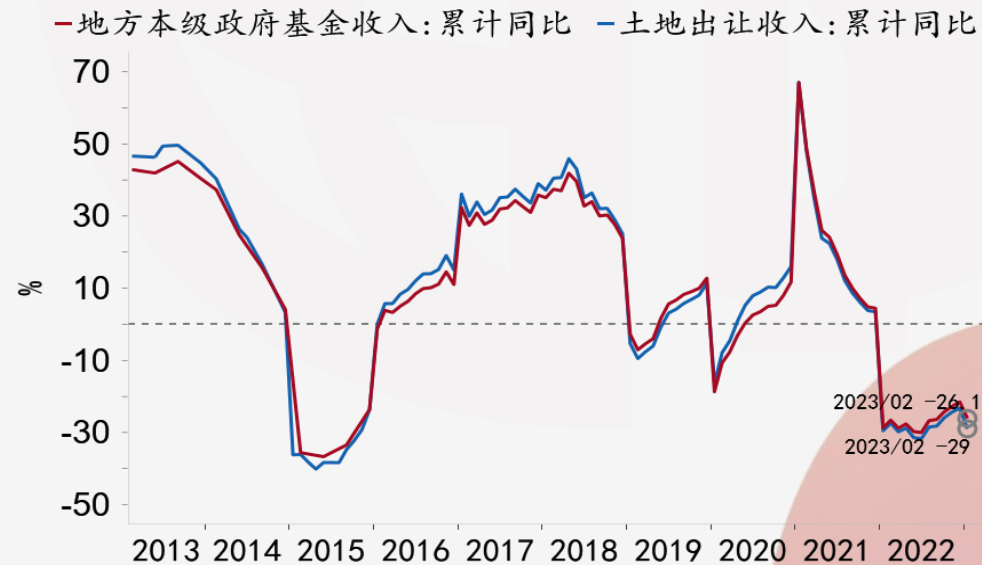
税收和非税收入累计同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

国有土地出让收入同比大幅下降

政府性基金收入和土地出让收入累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

免责声明

本报告仅供招商银行股份有限公司（以下简称“本公司”）及其关联机构的特定客户和其他专业人士使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经招商银行书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“招商银行研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

未经招商银行事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

招商银行版权所有，保留一切权利。



欢迎关注
招商银行研究院
官方微信公众号

研究有招 招财有道

宏观看招 行研出招 策略见招 区域进招 战略亮招 专家支招