



招商銀行  
CHINA MERCHANTS BANK

研究院  
Institute

# 海外衰退渐近，国内复苏分化 ——2023年4月宏观经济月报

2023年4月27日

谭卓，宏观经济研究所所长 [zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

王欣恬，实体经济 [xintianwang@cmbchina.com](mailto:xintianwang@cmbchina.com)

王天程，海外经济/实体经济 [wangtiancheng@cmbchina.com](mailto:wangtiancheng@cmbchina.com)

张冰莹，实体经济 [zhangbingying@cmbchina.com](mailto:zhangbingying@cmbchina.com)

刘阳，财政政策/实体经济 [lylidd@cmbchina.com](mailto:lylidd@cmbchina.com)

牛梦琦，货币政策/实体经济 [niumengqi@cmbchina.com](mailto:niumengqi@cmbchina.com)

# 一、宏观概览：海外衰退渐进，国内复苏分化



## 海外宏观

- 美国经济需求转弱但仍有韧性，超额储蓄对消费需求的支撑仍在持续。美国3月制造业PMI46.3，连续第六个月低于荣枯线；服务业PMI51.2，较前值回落3.9。
- 美国新增非农就业符合市场预期，薪资增速亦未见上行，劳动参与率加速修复。3月新增非农就业23.6万。失业率3.6%。劳动参与率62.6%。55岁以下人口参与率已回归疫前水平。时薪环比增速0.3%。
- 美国CPI通胀持续下行，能源、食品是主要驱动。3月美国CPI通胀5.0%（预期5.2%），较前值回落1.0pct；核心CPI通胀5.6%（预期5.6%），较前值回升0.1pct；能源、食品通胀是本月预期差的主要贡献项，但OPEC+减产让能源价格下跌失去可持续性；需求转弱叠加薪资增速放缓令服务通胀显著软化，商品通胀亦保持低位。
- 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。市场预期当前距离加息周期顶部还有约25bp。或将于四季度开启降息，幅度25-50bp。



## 实体经济

- 一季度我国实际GDP同比增长4.5%，高于市场预期（4.0%），较去年四季度上行1.6pct。经济修复的超预期因素主要来自出口和消费。一是由于积压订单回补以及外需韧性超预期，一季度以人民币计价的出口金额同比增长8.4%，贸易顺差创同期历史新高，同比扩张44%。二是受服务消费拉动，3月消费修复幅度超预期，推动一季度社零同比增长5.8%。
- 从供需两端修复情况看，一季度经济结构上呈现“公共部门强于私人部门、服务业强于制造业”的特征。一方面，一季度服务业生产和消费动能明显强于制造业生产与商品消费。在生产端，工业增加值同比增长3.0%，低于GDP增速，而服务业生产同比增长6.7%。在需求端，餐饮消费升幅远超商品消费。另一方面，一季度基建投资维持较高速增长，带动建筑业景气度持续走高；而房地产市场总体仍然低迷，销售动能有所放缓，投资改善主要受开发周期末端存量项目带动。
- 3月经济延续1-2月修复态势，但供需两端走势有所分化，生产修复加速，国内需求修复动能不均。消费大幅改善，投资边际放缓。社会消费品零售总额当月同比10.6%，两年平均3.3%；城镇固定资产投资额累计同比5.1%，两年平均7.2%。房地产投资累计同比-5.8%，全口径基建投资累计同比10.8%，制造业投资累计同比7.0%。



## 货币财政

- 3月金融数据高于预期。新增人民币贷款3.89万亿，较去年同期多增7,497亿，企业信贷连超预期，居民贷款继续改善；新增社融5.38万亿，同比增速上升0.1pct至10.0%。表内信贷依然是社融的主要支撑项，企业债券、政府债券同比小幅少增；M2同比增速小幅下行至12.7%。
- 一季度全国一般公共预算收入6.23万亿，同比增长0.5%，较1-2月反弹1.7pct，增速由负转正。分税种来看，国内增值税高增是税收收入大幅反弹的主要原因。一季度全国一般公共预算支出6.79万亿，同比增长6.8%，增速较1-2月小幅下降0.2pct。从支出进度看，一季度累计已完成24.7%，较去年增加0.9pct，完成进度仅次于2019年的24.9%。3月一般公共预算支出同比增长6.5%，增速较1-2月下降0.5pct。从支出结构来看，3月投资与科技类支出提速，卫生健康、社保就业及债务付息等刚性支出增速下降。前瞻地看，经济增长动能有望逐季增强，叠加二季度留抵退税基数较低，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；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	2023-04 (预测)	2023-03	2023-02	2023-01	2022-04	2022-03
工业增加值	当月同比, %	8.5	3.9	2.4*	-9.8	-2.9	5.0
社会消费品零售总额	当月同比, %	22.3	10.6	3.5*	-	-11.1	-3.5
全社会固定资产投资	累计同比, %	5.2	5.1	5.5*	-	6.8	9.3
其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	11.1	10.8	12.2*	-	8.3	10.5
制造业投资	累计同比, %	7.4	7.0	8.1*	-	12.2	15.6
房地产投资	累计同比, %	-4.5	-5.8	-5.7*	-	-2.7	0.7
出口 (以美元计)	当月同比, %	3.7	14.8	-6.8	-10.5	3.5	14.3
进口 (以美元计)	当月同比, %	2.0	-1.4	-10.2	-21.4	0.1	0.7
CPI	当月同比, %	0.4	0.7	1.0	2.1	2.1	1.5
PPI	当月同比, %	-3.3	-2.5	-1.4	-0.8	8.0	8.3
社会融资规模	当月同比, %	10.2	10.0	9.9	9.4	10.2	10.5
M2	当月同比, %	12.6	12.7	12.9	12.6	10.5	9.7
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：服务通胀见顶回落

- 3月美国CPI通胀5.0%（预期5.2%），较前值回落1.0pct；核心CPI通胀5.6%（预期5.6%），较前值回升0.1pct。
- 能源、食品通胀是本月预期差的主要贡献项，但OPEC+减产让能源价格下跌失去可持续性；需求转弱叠加薪资增速放缓令服务通胀显著软化，商品通胀亦保持低位。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。

### 能源项驱动美国CPI通胀快速回落

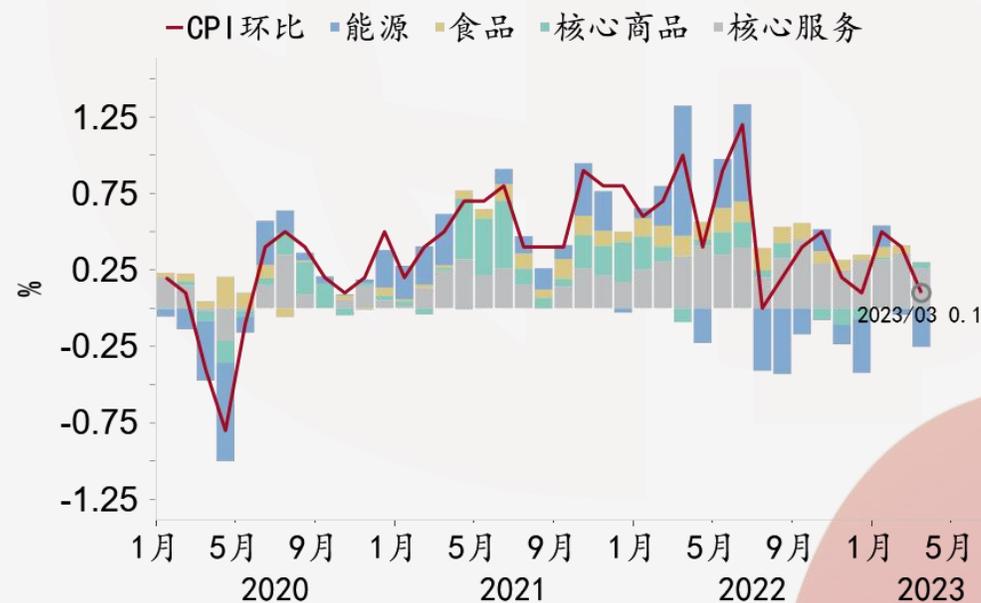
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 能源项成为通胀环比增速拖累项

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：需求开始转弱

- 美国3月ISM-PMI指数快速回落，指向美国经济需求开始转弱。美国3月制造业PMI46.3，连续第六个月低于荣枯线；服务业PMI51.2，较前值回落3.9。
- 美国3月新增非农就业符合预期，且制造业新增就业人数转负；劳动参与率加速修复，薪资增速未见反弹。3月新增非农就业23.6万。失业率3.6%。劳动参与率62.6%。55岁以下人口参与率已回归疫前水平。时薪环比增速0.3%。

### 3月美国ISM-PMI指数显著回落

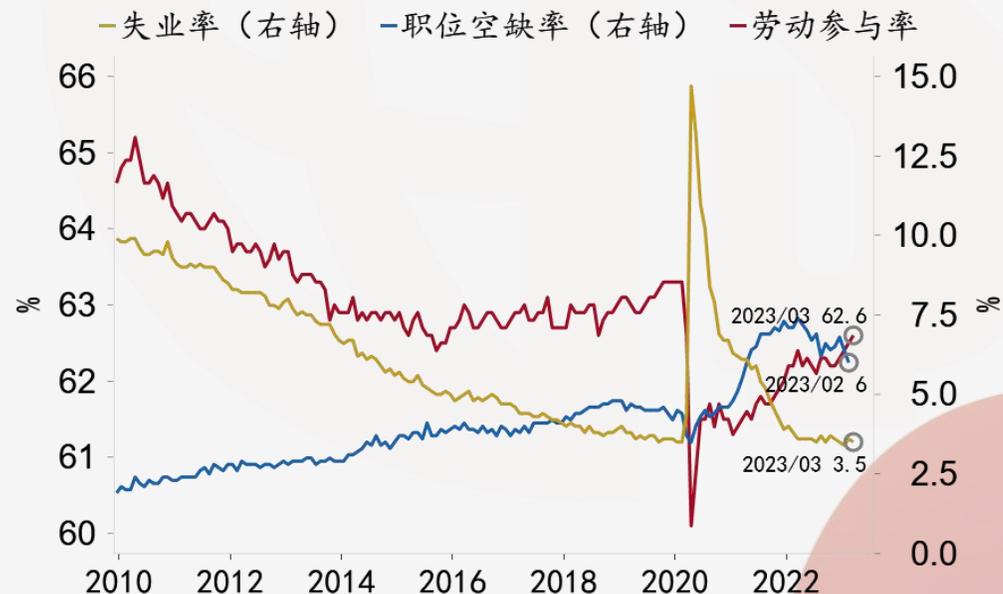
美国ISM-PMI指数



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

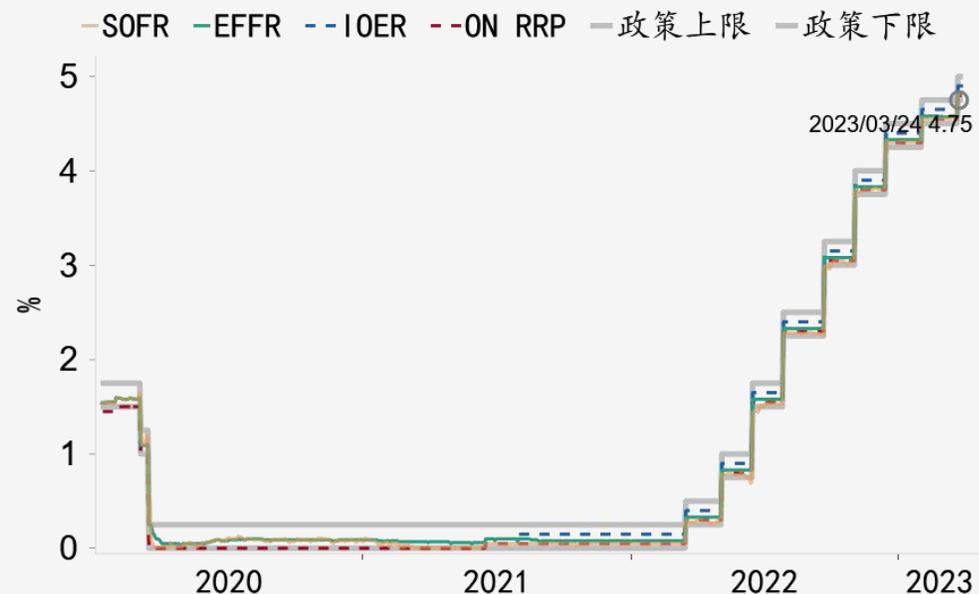
# 三、美国经济：通胀持续下行，衰退时点延后

## (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，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。市场预期当前距离加息周期高点还剩约25bp。
- 市场预期美联储或将于2023年四季度开启降息，降息幅度25-50bp。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，美联储或于今年年末开启降息。

### 美联储已将政策利率加至4.75-5.0%区间

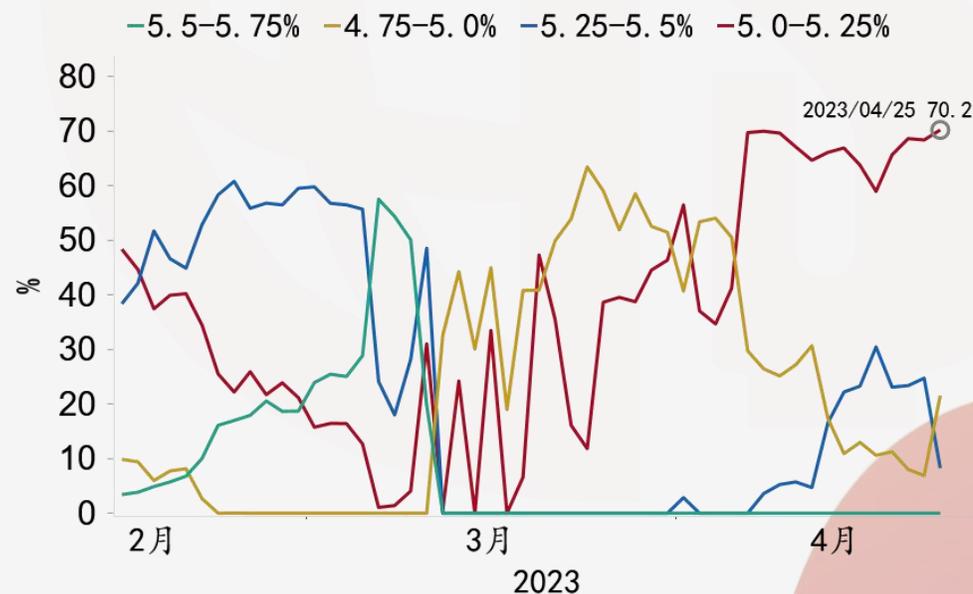
美联储利率操作框架



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### CME数据显示当前距离加息周期高点还剩约25bp

美联储加息周期终点概率分布（2023年6月FOMC）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

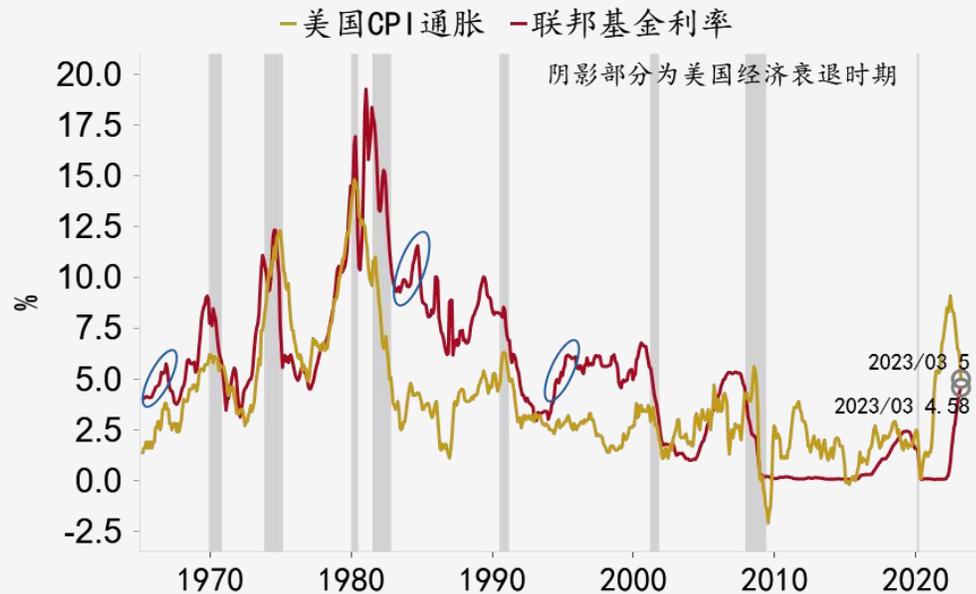
# 三、美国经济：通胀持续下行，衰退时点延后

## (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：经济修复的快与慢

## (一) PMI：修复延续

- 3月PMI延续扩张，但动能已边际回落，多项指数在偏高的基数下反季节性小幅下降。3月制造业PMI环比下降0.7pct至51.9%。非制造业PMI环比上升1.9pct至58.2%。制造业与非制造业景气度均连续第三个月位于扩张区间。
- 制造业延续修复，但斜率放缓。产需两端景气度均略有回落，生产回落幅度大于需求。企业成本压力有所缓解，生产端供给短缺现象有所缓和。企业库存有所去化。就业修复承压。供应链持续修复。
- 非制造业连续第三个月位于扩张区间，建筑业和服务业景气度持续改善。建筑业景气度修复加快，基建投资仍是重要支撑；服务业景气度持续回升。
- 在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

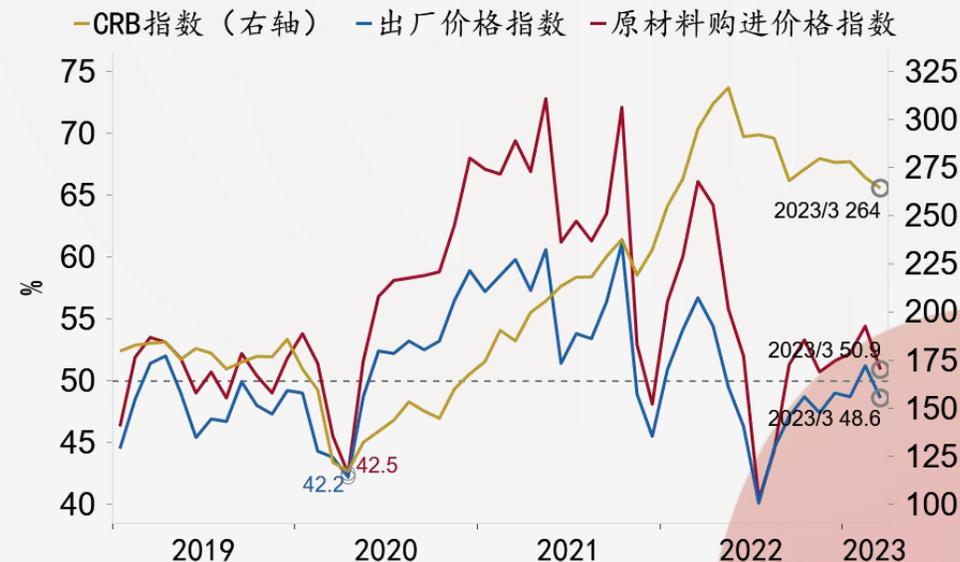
制造业与非制造业PMI



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、出厂价格指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

# 四、实体经济：经济修复的快与慢

## (二) 生产：生产不均衡修复，就业形势改善

■ 一季度规上工业增加值同比增长3.0%，增速较去年四季度加快0.3pct，但较实际GDP增速低1.5pct，反映出生产端的修复显著弱于整体经济，表明工业生产仍然受到整体需求不足、预期较弱、工业产品价格下降、工业企业利润下滑等因素的制约。3月工业生产加速修复，工业增加值同比增速较1-2月继续提升1.5pct至3.9%。一季度服务业生产显著改善，同比增速由负转正，大幅反弹6.8pct至6.7%。前瞻地看，服务业生产有望进一步提速。经济修复动能有望逐季增强，工业生产在供需两端的有望将逐步消退，修复斜率取决于需求和预期的改善。

■ 一季度我国就业形势有所改善，3月失业率顺季节性下行0.3pct至5.3%，略高于疫前同期水平。青年就业矛盾仍然较为突出，农民工就业快速修复。经济活动正常化将持续带动用工需求扩张，但随着二、三季度毕业生持续涌入就业，市场青年失业率仍面临上行压力。

### 工业生产增速提升

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：经济修复的快与慢

## (三) 消费：低基数下大幅反弹

- 一季度社会消费品零售总额11.5万亿，同比增长5.8%，两年复合增速4.5%，高于2021年同期3.7%。开年以来消费场景限制解除以及居民收入修复，对消费复苏形成有力支撑。
- 3月社会消费品零售总额同比增速大幅提升7.1pct至10.6%。但从社零两年复合增速看，3月为3.3%，显著低于1-2月5.1%及2021年同期的5.8%，指向消费复苏动能边际下降，不及2021年一次疫情冲击后。
- 餐饮服务消费大幅反弹，3月同比增速大幅提升17.1pct至26.3%。商品消费同比增速提升6.2pct至9.1%。必选消费品保持高速增长，可选消费品加速修复。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大幅提升。受降价等促销活动影响，叠加去年同期低基数，汽车消费同比增速转正。地产相关消费品是3月社零的拖累项。
- 前瞻地看，经济活动全面正常化将继续推动我国消费复苏。4月社零或将持续修复，在去年同期低基数影响下同比增速将创新高，两年复合增速或将高于3月及2021年同期。

### 商品和餐饮消费均由负转正

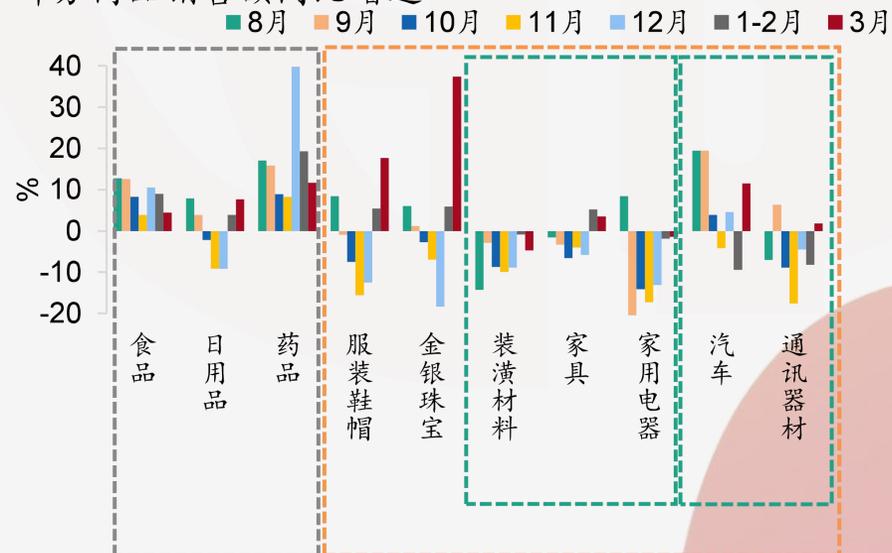
商品和餐饮消费当月同比增速



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：经济修复的快与慢

## (四) 房地产投资：存量改善，增量疲弱

- 1-2月积压需求释放后，3月商品房销售修复动能边际放缓。商品房销售面积降幅较1-2月小幅收窄0.1pct至-3.5%，销售金额增速回升6.4pct至6.3%，改善主要受去年同期基数走低影响，二者两年平均增速分别再度下行4.2pct、1.2pct至-10.9%、-11.4%。
- 房地产投资降幅边际走阔，3月同比增速较1-2月下行1.5pct至-7.2%，拖累累计同比增速小幅下行0.1pct至-5.8%。一方面，房企增量和存量施工项目表现分化，建安投资或尚未明显好转；另一方面，土地成交面积明显下滑，土地购置费或未改善。房地产开发资金持续改善，主要受商品房销售相关的住户段资金来源带动，房企信用压力改善速度放缓。
- 前瞻地看，积压需求释放效应将趋弱，但经济复苏或提振居民信心，房地产销售或持续温和修复。不过由于房企土地购置、新开工等增量行为仍然低迷，房地产投资修复斜率或较为平缓。此外，二季度同期基数走低，将对房地产相关指标同比增速形成支撑。

### 房地产销售修复边际放缓

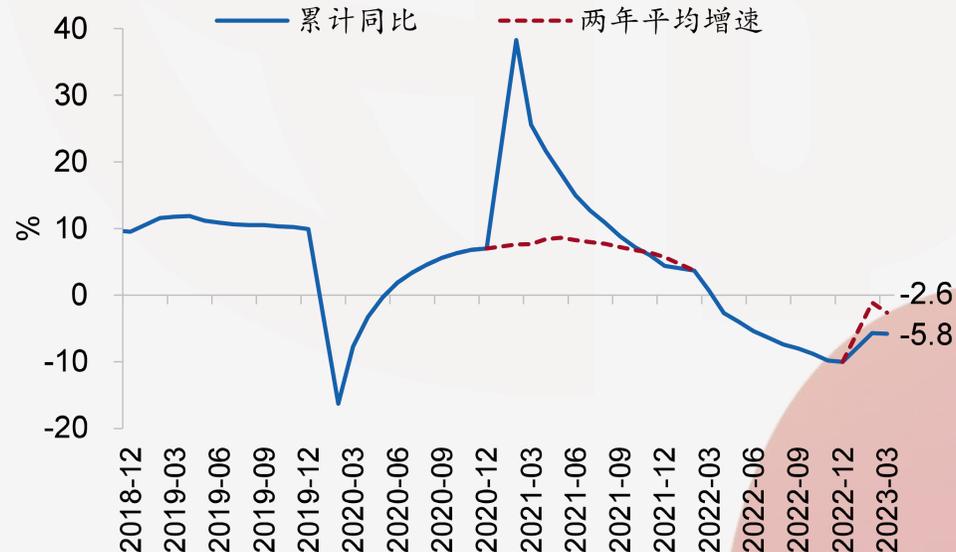
房地产销售同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院  
注：2021、2023年各月为两年平均增速

### 房地产投资改善放缓

房地产投资累计同比增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

# 四、实体经济：经济修复的快与慢

## (五) 基建投资：持续发力，托举经济

- 一季度基建投资高速增长、靠前发力，是开年以来“稳增长”的重要抓手。1-3月全口径基建投资累计同比增长10.8%，增速较1-2月下降1.4pct，较2022年全年小幅下降0.7pct。3月基建投资持续发力，同比增速边际下降，但仍处较高水平。3月全口径基建投资同比增速下降2.3pct至9.9%，这是自2022年6月以来，单月同比增速首次降到两位数以下。但值得注意的是，9.9%的同比增速是在去年同期基数抬升的基础上实现的，从绝对水平看，3月基建投资仍然维持较高强度。
- 前瞻地看，财政前置发力之下，上半年基建投资预计将维持较快增长。但从全年来看，基建投资或受地方政府财政收支趋紧，债务付息压力加大制约，叠加高基数影响，下半年增速或边际回落。

### 基建投资增速边际下行

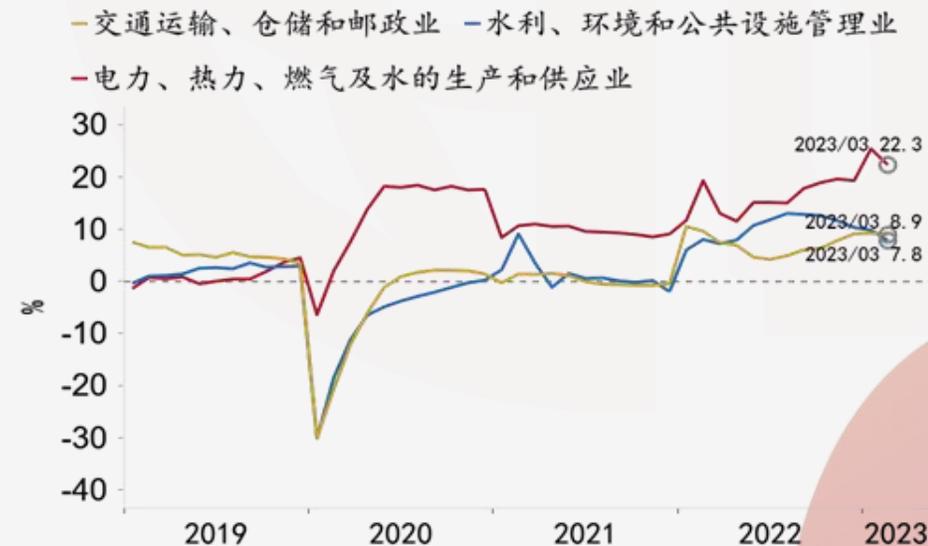
基建投资增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 三大行业投资增速边际下行

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：经济修复的快与慢

## (六) 制造业投资：增速下降，仍有韧性

- 一季度制造业投资实现平稳增长，但增速边际下行。1-3月制造业累计同比增长7%，增速较1-2月下降1.1pct，较2022年全年下降2.1pct。制造业投资累计同比增速自2022年9月以来逐月下降，已自高点回落3.1pct。3月制造业投资当月同比增长6.2%，增速环比下降1.9pct，韧性仍强。从结构上看，高技术制造业投资累计同比增速下降1.0pct至15.2%，中游设备制造业投资维持高速增长，但多数行业增速均有不同程度下降，其中汽车制造业投资增速下降4.8pct至19%。
- 前瞻地看，今年制造业投资有望稳健增长。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。但外需结构调整，企业利润短期难以快速回暖以及房地产市场低迷仍将对制造业投资增长形成一定制约。

### 制造业投资增速下降，韧性较强

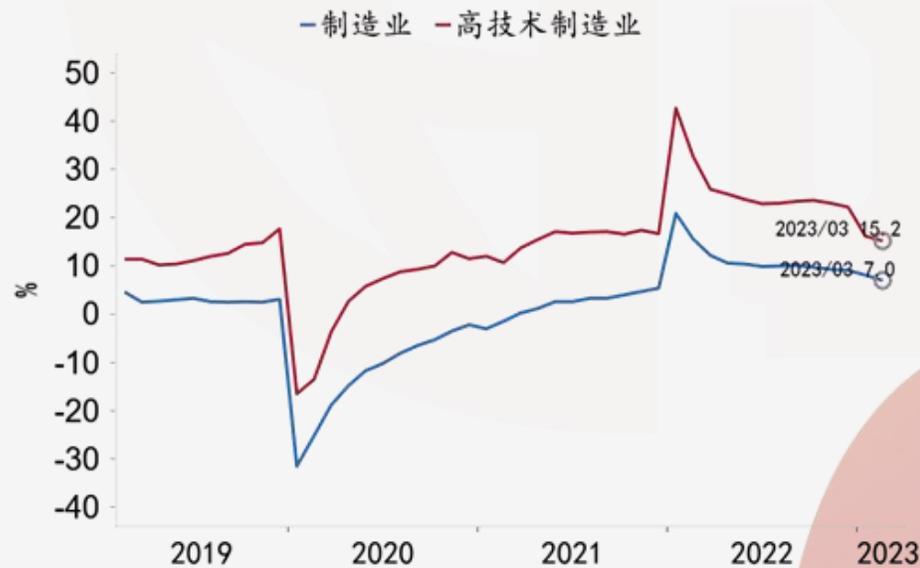
制造业投资增速



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

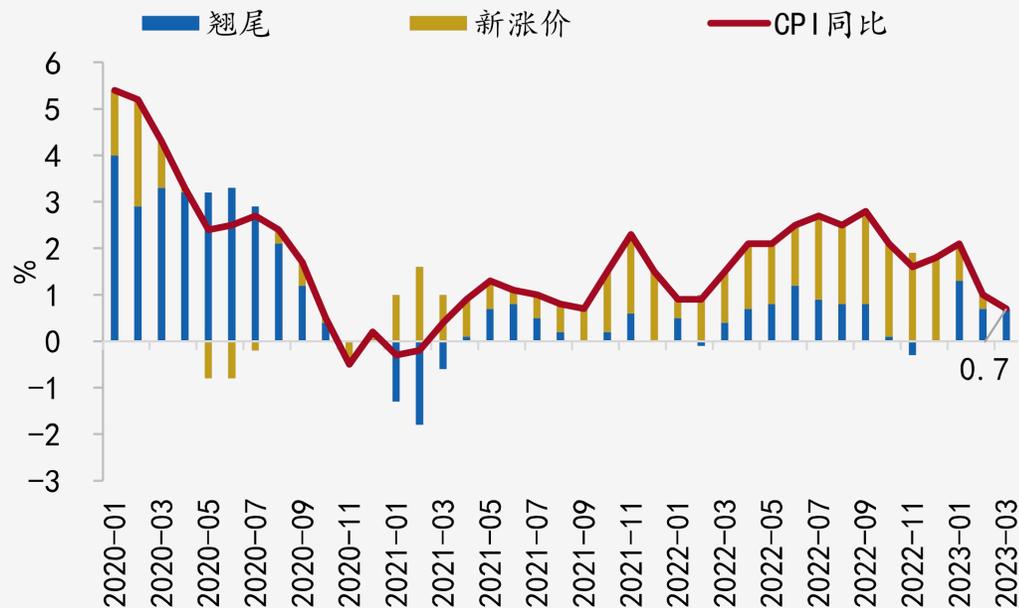
# 四、实体经济：经济修复的快与慢

## (七) 物价：通缩风险上行

- 3月CPI通胀显著低于市场预期，虽然关键分项价格走势基本符合季节性，但整体仍不及市场预期。核心CPI环比动能位于季节性上沿，指向3月需求有所反弹。3月CPI同比增长0.7%，环比-0.3%，预计上半年CPI通胀仍将低位震荡。
- 3月PPI通胀基本符合市场预期，在去年同期基数快速走高影响下快速下行。3月PPI通胀-2.5%，环比增速0。上游商品价格通缩但下游需求温和扩张；黑色、有色系韧性仍强，能源类价格普跌。预计PPI通胀将于年中在-3.0%附近触底。

### 3月CPI通胀跌至0.7%

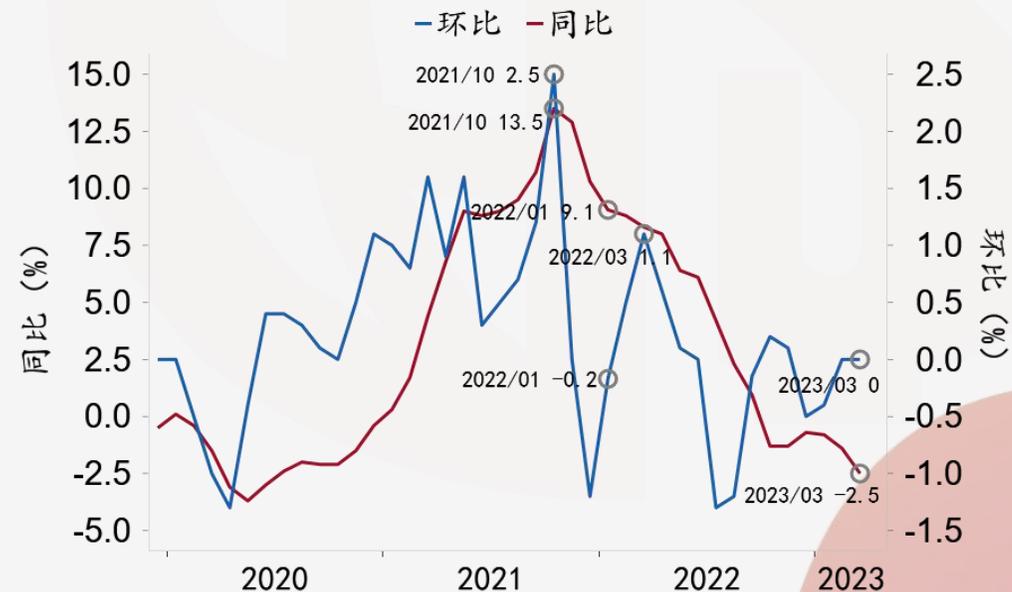
CPI同比：翘尾与新涨价



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

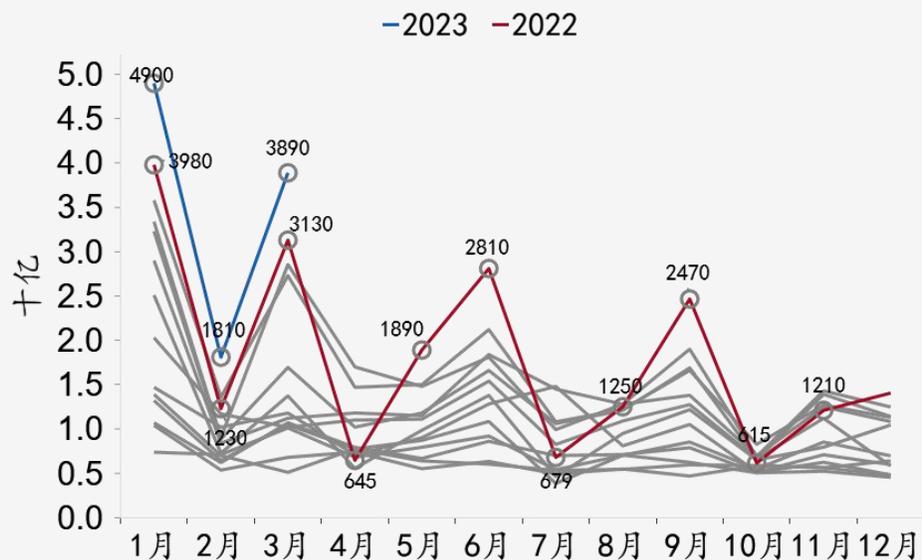
# 五、货币财政：居民融资修复仍待观察

## (一) 信贷：企业贷款连超预期，居民贷款继续改善

- 新增人民币贷款3.89万亿（预期3.09万亿），较去年同期多增7,497亿。
- 企业中长贷连续创历史同期新高，既源于企业信贷需求回暖，尤其是房地产及基建领域，也是金融机构全力支持实体经济的体现。3月非金融企业贷款新增2.7万亿，同比多增2,200亿，环比多增1.09万亿。其中，中长贷当月新增2.07万亿，同比多增7,252亿；短贷新增1.08万亿，同比多增2,726亿。
- 居民贷款连续第二个月同比多增，中长贷表现好于短贷。中长贷方面，商品房销售增速大幅回升，带动中长贷同比多增2,613亿。短贷方面，具有社交属性的耐用品、地产相关消费回暖，但受汽车销售不振拖累，居民短贷新增6,094亿，同比仅多增2,246亿。

### 3月信贷增量超预期

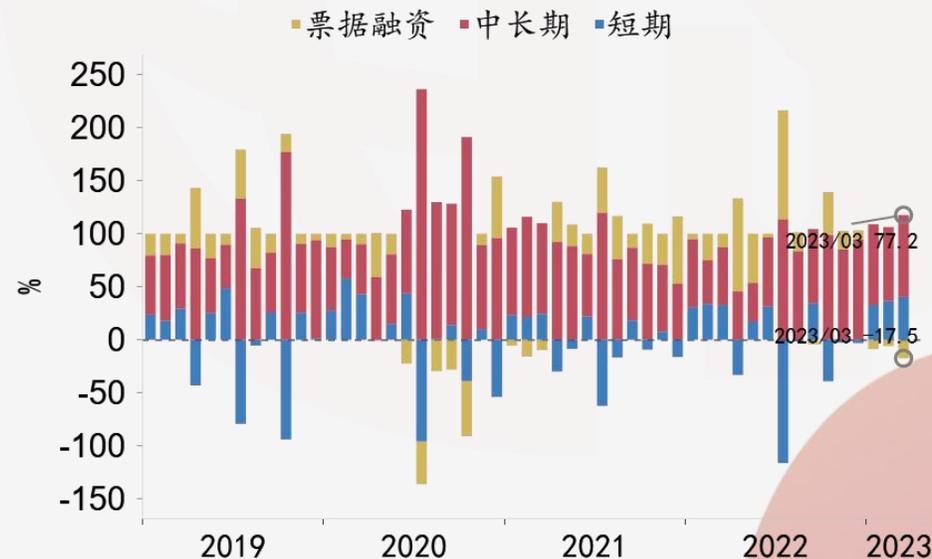
信贷的季节性



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

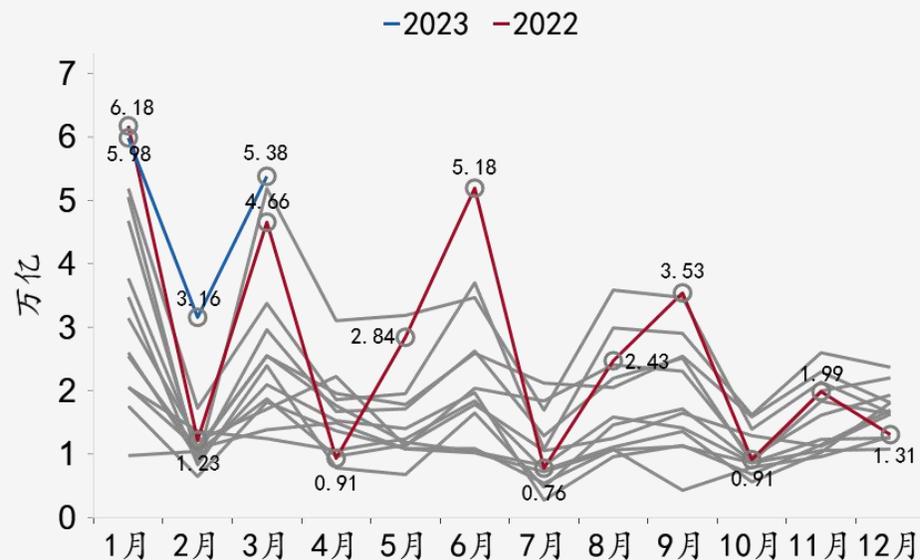
# 五、货币财政：居民融资修复仍待观察

## (二) 社融：信贷扩张支撑超预期增长

- 3月新增社融5.38万亿，高于市场预期（4.42万亿），同比增速上升0.1pct至10.0%。
- 表内信贷依然是社融的主要支撑项，企业债券、政府债券同比小幅少增。
  - 非标融资各项均同比改善：信托资金与未贴现票据量均有增长，非标融资当月新增1,919亿，同比多增1,784亿。
  - 政府融资仍小幅拖累社融：专项债发行维持高位但大额到期压制净融资，3月新增政府债融资6,022亿，同比少增1,052亿。
  - 企业融资转变为同比少增：本月信用债风险溢价先降后升，3月企业债券融资新增3,288亿，同比少增462亿。

### 3月新增社融大幅超预期

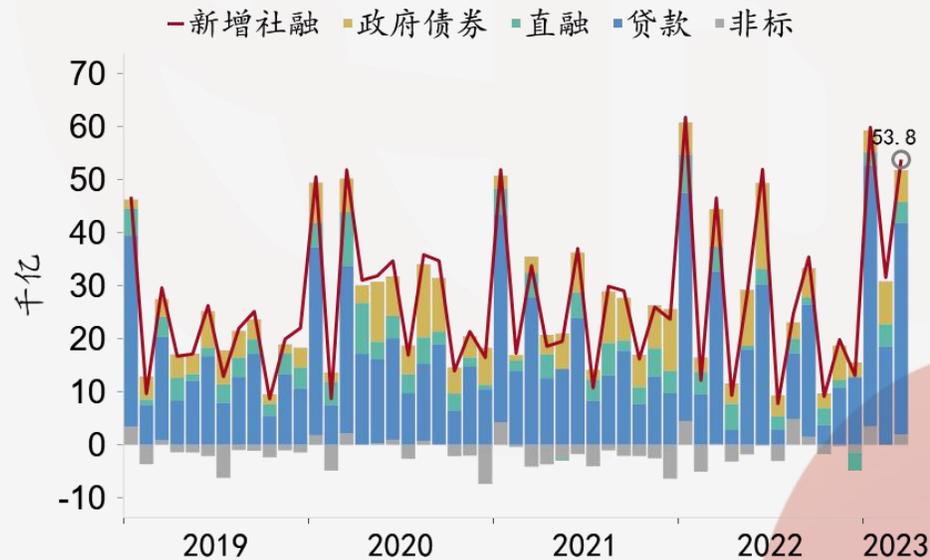
新增社融的季节性



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 信贷扩张支撑社融超预期增长

新增社融及构成



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

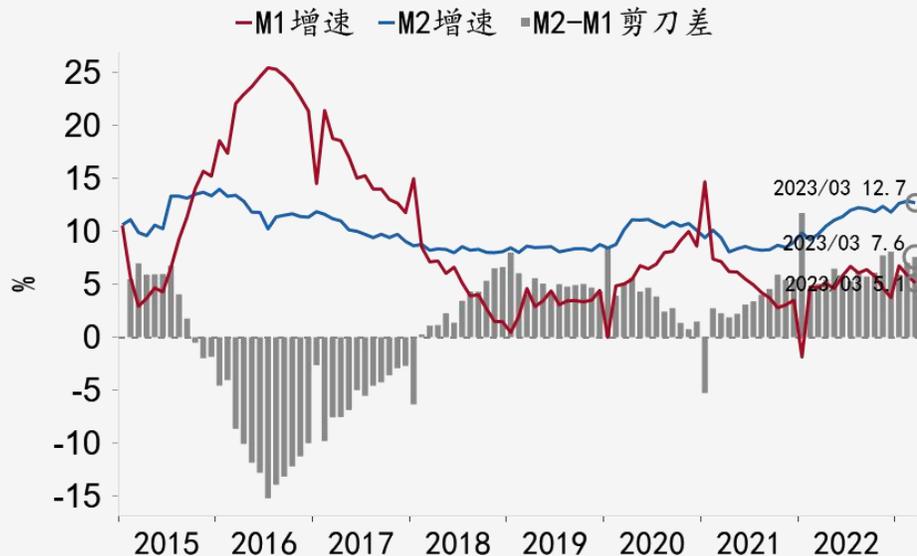
# 五、货币财政：居民融资修复仍待观察

## (三) 货币和前瞻：M2增速小幅回落，企业信贷增速或缓慢回落

- 3月M2同比增速下降0.2pct至12.7%。
- 广义流动性盈余（“M2-社融”增速差）小幅收窄0.3pct至2.7pct，商业银行“资产荒”延续。狭义流动性整体平稳，超预期降准释放长期资金，带动非跨期资金利率明显回落，但跨期资金利率仍较高。目前工业企业信贷供给充足、经营预期并未完全恢复，叠加低利率环境，或促使企业减持现金，导致M1同比增速下降0.7pct至5.1%，“M2-M1”剪刀差走阔0.5pct至7.6%。
- 前瞻地看，未来信贷供给速度将放缓，企业信贷增速或缓慢回落；居民信贷需密切关注房地产市场表现。

### 3月M2-M1剪刀差走阔

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0.3pct至2.7pct

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：居民融资修复仍待观察

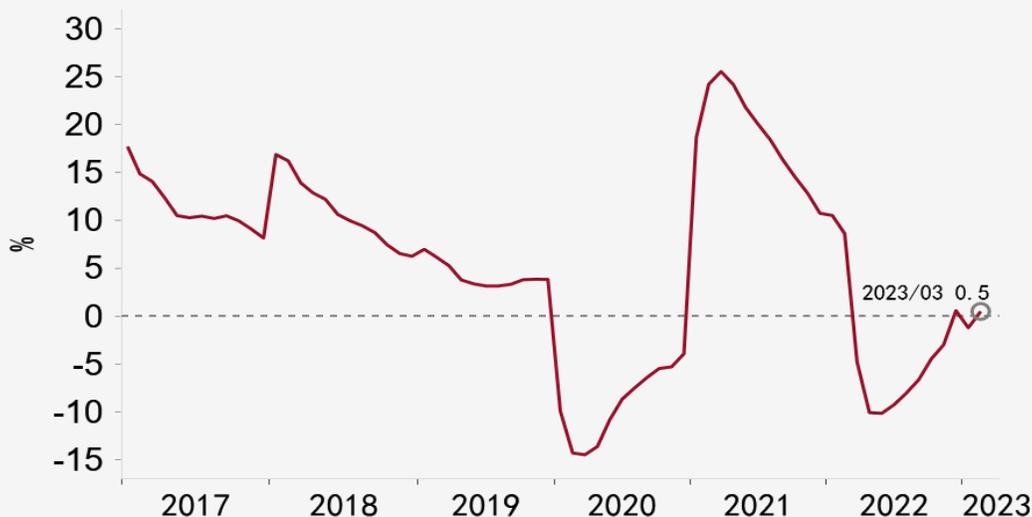
## (四) 公共财政收入：增速提升，结构改善

- 3月财政收入修复提速，税收收入增速大幅提升，非税收入支撑减弱，收入结构得以改善。3月经济内生增长动能增强，出口和消费表现大超市场预期，投资稳健增长，工业和服务业生产提速。3月一般公共预算收入同比增长5.5%，增速较1-2月大幅反弹6.7pct。其中税收收入同比增长6.0%，增速环比大幅反弹9.4pct；非税收入同比增长5.0%，增速环比下降10.6pct，对财政的支撑作用减弱。分税种来看，国内增值税高增是税收收入大幅反弹的主要原因。消费税与社零增速的背离持续且程度加大，但预计未来消费税有望稳健修复。
- 前瞻地看，经济增长动能有望逐季增强，叠加二季度留抵退税基数较低，财政收入端预计将恢复性增长。

### 公共财政收入增速由负转正

公共财政收支累计同比增速

—一般公共预算收入



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 增值税大幅反弹，消费税降幅扩大

主要税种增速：累计同比

—个人所得税 —企业所得税 —消费税 —增值税



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

# 五、货币财政：居民融资修复仍待观察

## (五) 公共财政支出：前置发力，增速放缓

- 3月一般公共预算支出同比增长6.5%，增速较1-2月下降0.5pct，仍处较高水平。从支出进度看，一季度累计已完成24.7%，较去年增加0.9pct，完成进度仅次于2019年的24.9%。从支出结构来看，3月投资与科技类支出提速。一方面，基建类支出整体增速上升1.4pct至4.5%，支出占比上升1.3pct至21.5%；另一方面，卫生健康、社保就业及债务付息等刚性支出增速下降。值得注意的是，社保就业支出增速仍处高位，高于整体支出增速2.8pct，表明整体就业压力仍然较大。1-3月债务付息支出累计同比增长15.9%，增速显著高于民生、基建类领域支出，债务付息压力较大。
- 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。

### 公共财政支出增速边际放缓

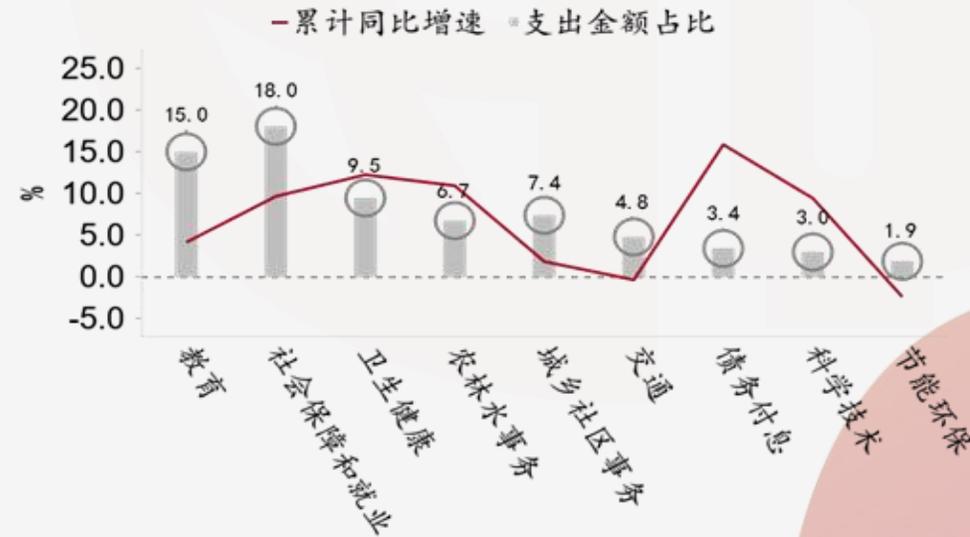
公共财政支出累计同比增速



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 教育和社保就业占比最高，债务付息高增

公共财政各项支出的增速及占比（2023年1-3月）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

# 五、货币财政：居民融资修复仍待观察

## (六) 政府性基金收支：收支表现低迷，改善仍需时日

- 在收入端，3月国有土地出让收入增速大幅下降23.2%，拖累政府性基金收入下降17.6%，但边际有所企稳，降幅分别较1-2月收窄5.8pct和6.4pct。3月地产投资未能延续改善，跌幅转阔。前瞻地看，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，3月政府性基金支出同比下降20.2%，降幅较1-2月扩大9.2pct。基数抬升和收入低迷是支出降幅扩大的主要原因。前三个月共发行新增专项债券13,228亿，略高于去年同期，新增专项债发行前置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，支出跌幅逐渐收窄。

### 税收收入反弹，非税收入放缓

税收和非税收入累计同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 国有土地出让收入增速降幅收窄

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