



海外经济温和扩张，中国经济开局良好

——宏观经济月报（2024年4月）

■ 海外经济在高利率压制下开启了一轮逆势复苏，但美国经济强于非美经济的整体格局仍未改变。美国方面，经济韧性延续，通胀粘性依旧，市场降息预期后移至9月。欧洲方面，经济温和复苏，通胀继续回落，市场降息预期保持在6月。日本方面，虽然“工资-物价”螺旋回归正向循环，但是市场认为日央行仍将谨慎观望。前瞻地看，美欧日经济或同步扩张，三大央行利率预期均将相应上修。

■ 国内实体经济方面，一季度我国经济实现“开门红”，好于市场预期。实际GDP同比增长5.3%，动能明显改善，主要受益于政策托举、外需韧性以及内需内生性修复。3月多数经济数据增速在1-2月大幅反弹后回落，供给端动能总体放缓，外需动能小幅转弱，内需走向分化，投资各分项延续开局格局，基建和制造业保持高增长，房地产投资收缩加剧，消费动能维持温和。CPI和PPI通胀均低于市场预期，工业企业利润同比增速大幅回落。经济“稳增长”压力仍存。

■ 金融形势方面，信贷需求端，受内需边际回落和去年高基数影响，3月新增人民币贷款同比下降8,000亿，企业、居民和非银贷款同步退潮。货币供给端，M2同比增速下滑0.4pct至8.3%，仍受企业存款拖累；M1同比增速下降0.1pct至1.1%，表明货币仍沉淀在银行体系，流通速度亟待提升。

■ 财政收支方面，一季度通胀低迷拖累税收收入，主要税种表现分化，非税收入高增长补充财力；收入承压制约支出力度，但国债融资进度超前和结转结余资金（包含增发国债）托底支出；支出节奏前高后低，结构有增有减，债务付息压力依然较大。3月经济动能有所转弱，税收收入降幅走阔，支出增速转负。前瞻地看，财政收支增速均有望提升，但仍然承压，二季度收支缺口或边际扩张。

■ 宏观政策方面，“财政积极、货币稳健”总基调不变。财政政策将加速落实年初部署，加快专项债、超长期特别国债发行使用。货币政策将加强协同配合，针对国债长端收益率持续下探，近期央行总量工具使用较谨慎，但结构上继续做好“五篇大文章”，设立科技创新和技术改造再贷款5,000亿元。

谭卓

招商银行研究院总经理助理

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

牛梦琦

宏观研究员

☎: 0755-89278076

✉: niuemengqi@cmbchina.com

王欣恬

宏观研究员

☎: 0755-83199128

✉: xintianwang@cmbchina.com

刘阳

宏观研究员

☎: 0755-83085255

✉: lyldd@cmbchina.com

王天程

宏观研究员

☎: 0755-89278371

✉: wangtiancheng@cmbchina.com

张冰莹

宏观研究员

☎: 0755-83077969

✉: zhangbingying@cmbchina.com



目录

一、海外经济：温和扩张	1
（一）美国经济：韧性延续	1
（二）欧洲经济：温和复苏	3
（三）日本经济：黎明之前	5
二、中国经济：“开门红”略超预期	7
三、宏观政策：财政积极，货币稳健	10
（一）金融形势：信贷需求回落，货币继续沉降	10
（二）财政形势：收支或将提速	11
（三）宏观政策：财政加速落实，货币协同配合	13

图目录

图 1：市场预期美联储将于 9 月开启首次降息	1
图 2：市场对年底美联储政策利率的预期大幅上修	1
图 3：美国经济内生动能仍然强劲	2
图 4：制造业 PMI 重回扩张区间	2
图 5：美国劳动力市场供求平衡进程停滞	2
图 6：美国就业结构特征与经济结构一致	2
图 7：去通胀进程于 3% 位置遇阻	3
图 8：薪资高增，通胀更强	3
图 9：市场预期欧央行年内降息次数超过 3 次	4
图 10：欧元区经济增长趋于停滞	4
图 11：欧元区经济持续复苏	4
图 12：欧元区实际薪资水平保持正增	4
图 13：欧元区通胀超预期回落	5
图 14：欧元区失业率仍处历史低位	5
图 15：市场预期日央行政策利率短期内不会上行	5
图 16：日本劳动者工作时长大幅下行	5
图 17：日本“工资-价格”螺旋步入正循环	6
图 18：日本通胀连续 2 年位于 2% 上方	6
图 19：日本消费连续三个季度负增长	6
图 20：日本经济动能边际走强	6
图 21：一季度实际 GDP 增速 5.3%，好于名义增速	7
图 22：净出口对增长的贡献转正	7
图 23：3 月工业和服务业生产动能边际放缓	8
图 24：需求端走向分化	8



图 25: 出口增速下行, 动能小幅放缓	8
图 26: 高技术制造业投资增速提升	8
图 27: 基建投资增速小幅放缓	9
图 28: 房地产销售降幅收窄, 投资降幅再度扩张	9
图 29: 消费动能整体放缓	9
图 30: PPI 通胀持续为负, 工企利润增速回落	9
图 31: 3 月信贷新增 3.09 万亿, 同比下降 8,000 亿	11
图 32: 受信贷拖累, 3 月新增同比下降 5,142 亿	11
图 33: 社融、M2 齐下滑, 广义流动性缺口 0.4pct	11
图 34: 受企业存款少增拖累, M2 增速下滑至 8.3%	11
图 35: 中等口径下财政支出增速转负	13
图 36: 中等口径下收入进度偏慢	13

一、海外经济：温和扩张

一方面，美国和非美经济体的剪刀差仍在持续，美国经济强于非美经济的整体格局没有改变。另一方面，欧洲和日本经济亦表现出了复苏迹象，指向海外经济或已在高利率压制下开启了一轮逆势复苏。前瞻地看，“强经济、高通胀”的格局或在美欧日三地同步出现，三大央行利率预期亦将相应上修。

（一）美国经济：韧性延续

市场对美联储首次降息时点的预期进一步后移至 9 月，全年降息次数预期降低至 1-2 次。3 月市场预期年底政策利率仍然高于 5% 的概率不足 10%，4 月概率上升至 50% 以上，降息预期逐渐沦为“等待戈多”。

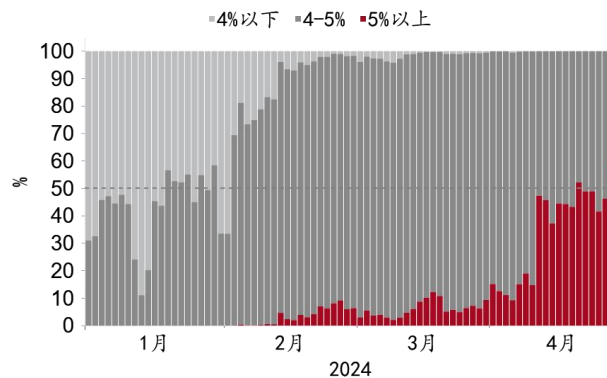
图 1：市场预期美联储将于 9 月开启首次降息

会议时间	远期汇率	联邦基金-期出隐含利率									
		3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5	4.5-4.75	4.75-5	5-5.25	5.25-5.5	5.5-5.75
2024-05-01									2.4%	97.6%	
2024-06-12									0.2%	10.8%	88.9%
2024-07-31									2.6%	28.6%	68.7%
2024-09-18								1.0%	12.9%	43.8%	42.6%
2024-11-07	5.15%					0.2%	3.6%	19.6%	43.8%	33.0%	
2024-12-18	5.11%				0.1%	1.5%	9.9%	28.8%	39.5%	20.2%	
2025-01-29	4.99%				0.5%	3.9%	15.3%	31.9%	33.9%	14.4%	
2025-03-19	4.93%			0.2%	1.8%	8.1%	21.4%	32.7%	26.7%	9.1%	
2025-04-30	4.83%		0.1%	0.6%	3.5%	11.7%	24.5%	31.1%	22.0%	5.6%	

资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 2：市场对年底美联储政策利率的预期大幅上修

美联储 2024 年底政策利率下限概率分布（CME）

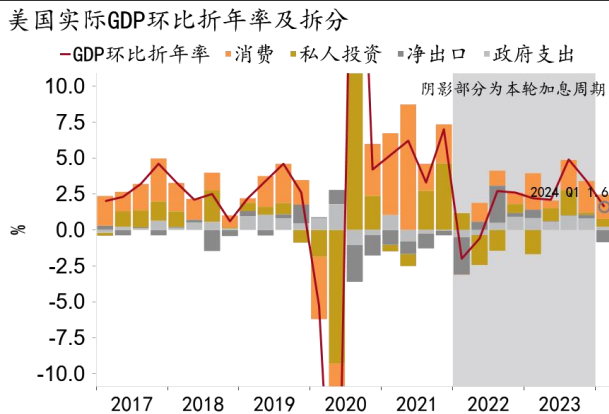


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国经济连续两个季度减速，但代表内生动能的居民消费和私人投资仍然强劲。2024 年一季度美国 GDP 不及预期，环比折年率录得 1.6%（市场预期 2.5%）。叠加核心 PCE 通胀年率升至 3.7%，市场出现“滞胀”担忧。然而，通胀反弹主要来自于服务通胀，与服务消费继续走强相一致。美国经济增速超预期回落主要来自于贸易逆差和政府购买，代表内生动能的居民消费和私人投资仍然强劲，指向“滞胀”只是数据表象而非经济实质。

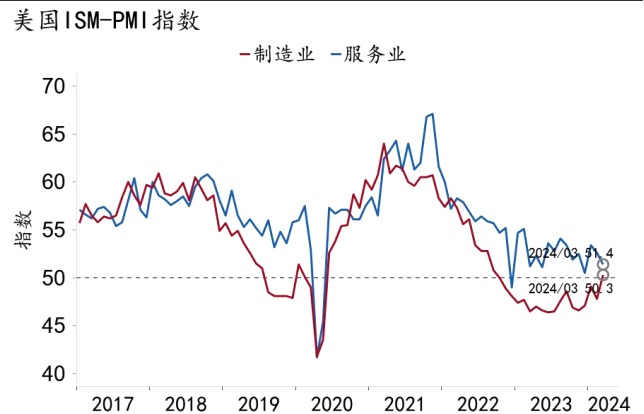
从结构看，服务消费、地产投资、科技投资三大基本盘均保持强劲。服务消费环比年化增速升至 4.0%，创 2021Q4 以来新高，股楼双牛带来的财富效应是动能来源，相比之下前期持续高增的商品消费则出现了显著回调。地产投资环比年化增速大幅上行至 13.9%，创 2022 年二季度以来新高，住房市场供不应求驱动房价持续高增，进而对地产投资构成补库支撑。科技投资则在人工智能的驱动下高位扩张，环比年化增速进一步提升至 5.4%。值得注意的是，一直疲弱的制造业也出现了复苏迹象，设备投资环比年化增速转正至 2.1%。

图 3：美国经济内生动能仍然强劲



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 4：制造业 PMI 重回扩张区间

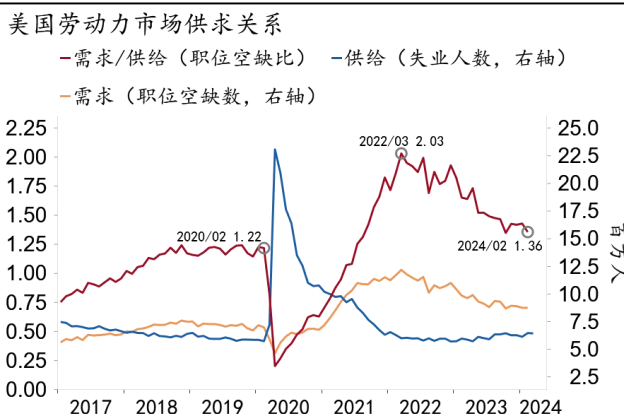


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国劳动力市场供求平衡进程停滞，职位空缺比稳定高于疫前水平，受此影响 3 月美国就业数据继续超出市场预期。新增就业人数 30.3 万（市场预期 21.4 万），失业率 3.8%（市场预期 3.9%），劳动参与率 62.7%（市场预期 62.6%），平均时薪环比增速 0.3%（市场预期 0.3%），同比增速 4.1%。

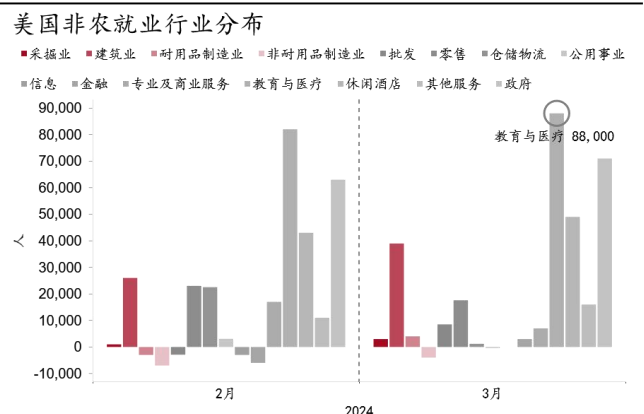
美国新增就业结构特征未见显著改变，与经济结构特征相一致，私人服务、政府、建筑业仍是主要支撑，教育与医疗仍是领跑分项。一是医疗行业继续面临结构性用工荒，高职位空缺率支撑就业高增。2 月医疗行业职位空缺率仍高达 7.8%，继续领跑主要分项，新增就业随之领跑主要分项；二是地方政府雇佣需求继续支撑政府部门就业韧性。相比起去年的政府部门新增就业全面扩张，今年政府部门对新增就业的拉动主要来自地方政府，反映财政力度退坡并未从中央传导至地方；三是建筑业就业随地产补库存进程继续走强。当前美国住房库存位于历史极低位，补库存进程或将长期持续；四是制造业就业亦随补库存进程重新回暖。耐用品制造业就业人数重回扩张，非耐品制造业就业人数跌幅亦显著收窄。

图 5：美国劳动力市场供求平衡进程停滞



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 6：美国就业结构特征与经济结构一致



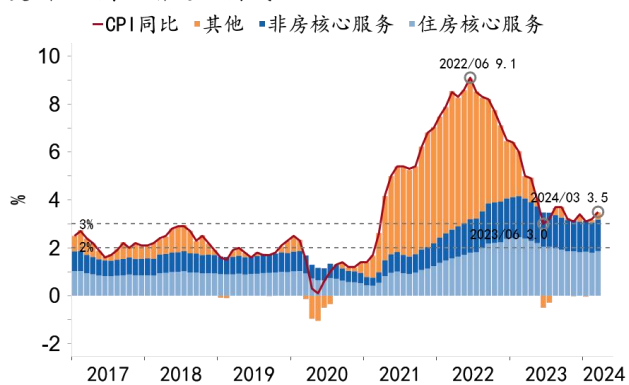
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

在经济持续强劲、劳动力市场走强的大背景下，美国通胀反弹如期而至。CPI 同比增速 3.5%（市场预期 3.4%），环比增速 0.4%（市场预期 0.3%）；核心 CPI 同比增速 3.8%（市场预期 3.7%），环比增速 0.4%（市场预期 0.3%）。

从结构看，“弱商品、强服务”的通胀格局继续强化。商品方面，在供需因素的共同作用下，核心商品通胀继续下探，3月录得-0.7%，环比增速录得-0.2%。供给方面，以汽车为首的耐用品处于一轮全球价格战中。需求方面，不同于服务消费的持续走强，疫情以来超调增长的商品消费已经走弱；**服务方面**，住房服务依然坚挺，非房服务高位反弹，核心服务通胀粘性进一步增强。3月核心服务价格环比上涨0.5%，其中住房服务价格上涨0.4%，非房服务价格上涨0.7%，指向服务通胀粘性仍然兼具高度和广度。从动能来源看，服务通胀粘性同样是供需两端共同作用的结果。供给端受到住房和劳动力供给的双重制约，需求端则受到服务消费高增的持续支撑。

图 7：去通胀进程于 3% 位置遇阻

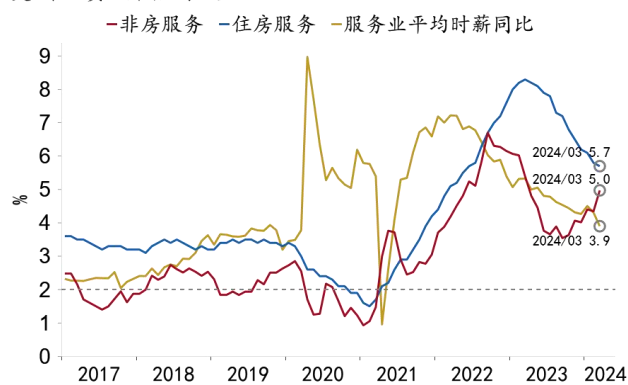
美国CPI同比增速及构成



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 8：薪资高增，通胀更强

美国工资-价格螺旋



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

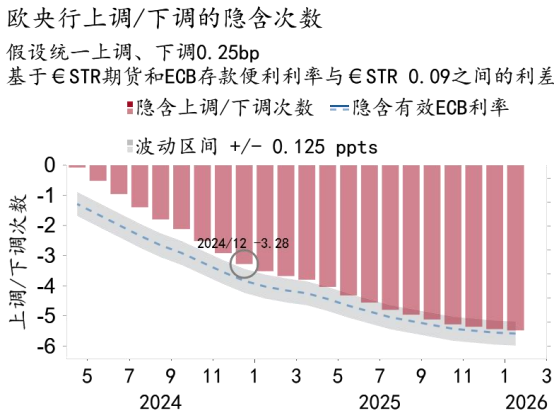
前瞻地看，市场年内降息 1-2 次的预期仍然略显乐观。无论是供给侧的住房和劳动力短缺，还是需求侧的人工智能快速发展和制造业补库存进程，均指向美国经济韧性与通胀粘性将在中期持续，美联储降息预期或将进一步收敛。

(二) 欧洲经济：温和复苏

欧央行宣布保持三大关键利率不变，并首次给出明确降息指引。4月11日，欧洲宣布将再融资利率、存款便利利率、边际贷款利率三大关键利率维持在 4.5%，4% 以及 4.75%，符合市场预期。欧央行首次在议息会议声明中表示，如果通胀持续向目标值回归的信心得到了进一步增强，放松货币政策的限制性将是合适的。

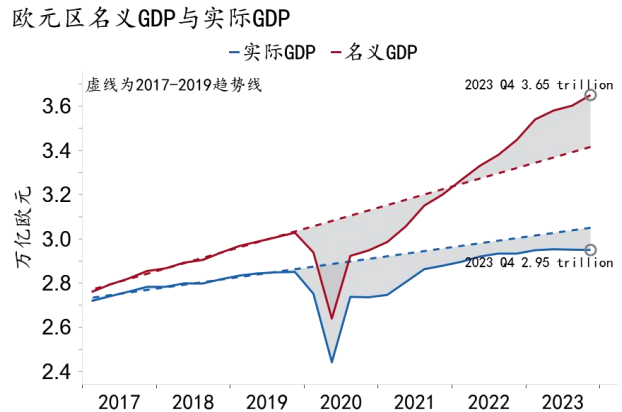


图 9：市场预期欧央行年内降息次数超过 3 次



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

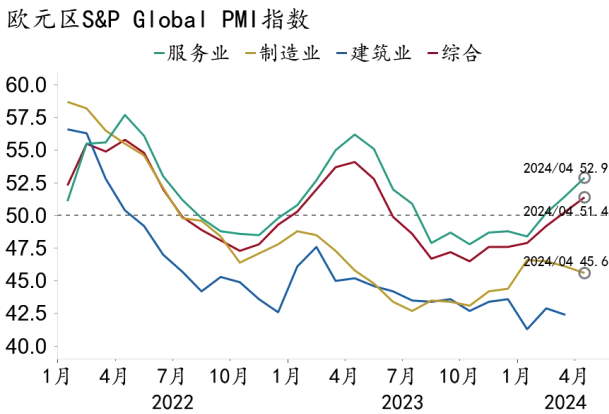
图 10：欧元区经济增长趋于停滞



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

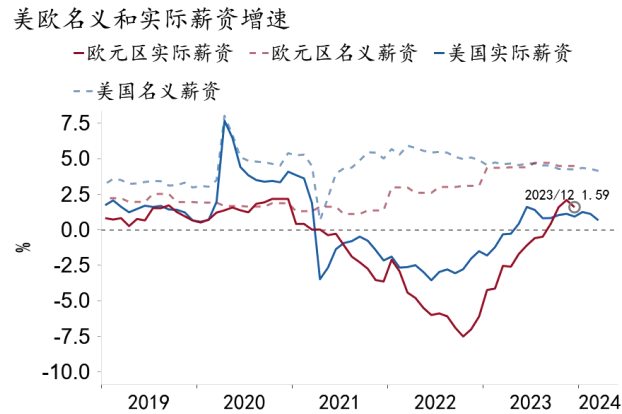
2023 年以来，欧元区经济增长在高利率的压制下趋于停滞。2023 年四季度欧元区实际经济同比增速仅为 0.6%，不但大幅弱于疫前趋势水平，而且增长近乎停滞。边际上看，在服务业的拉动下，欧元区经济或已开启一轮复苏。4 月欧元区服务业 PMI 大幅上行至 52.9，拉动综合 PMI 升至 51.4，连续 2 个月处于扩张区间。薪资高增叠加通胀回落带来实际薪资增速转正，对欧元区消费构成支撑，进而驱动经济重回扩张。

图 11：欧元区经济持续复苏



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 12：欧元区实际薪资水平保持正增

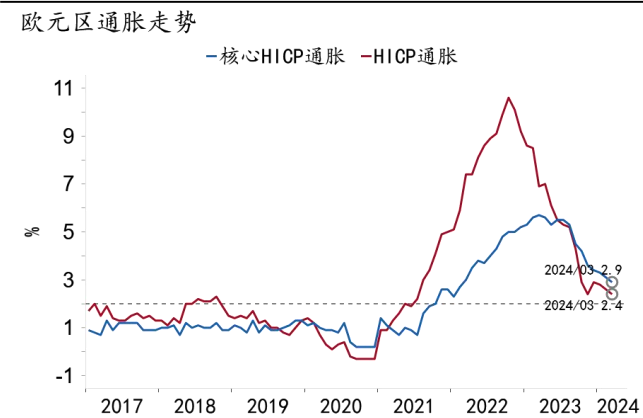


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

欧元区通胀超预期回落。3 月欧元区通胀超预期下行，连续 4 个月去化。欧元区 HICP 通胀跌至 2.4%，低于市场预期的 2.5%。核心通胀跌至 2.9%，低于市场预期的 3%。从结构看，“弱商品、强服务”是美欧通胀的共性特征。食品烟酒和非能源工业品是通胀回落的边际贡献项，服务通胀则在 4% 的高位小幅反弹。

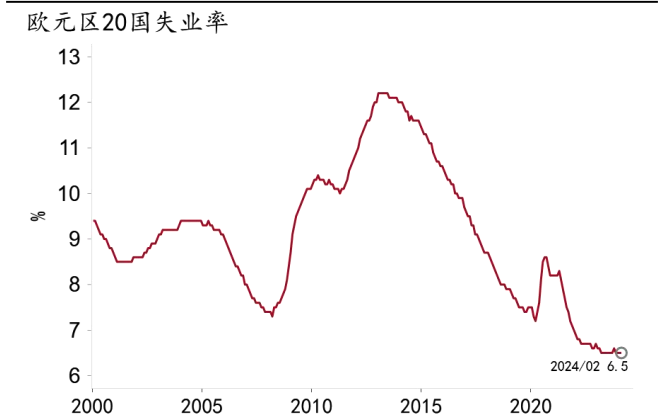
欧元区就业市场温和转冷，薪资增速有所放缓。2 月欧元区失业率仍维持在 6.5% 的历史低位，但 2023 年末职位空缺率已下降至 2.7%，指向雇佣需求边际转冷。2023 年四季度薪资同比增速跌至 3.4%，较三季度下降 1.8pct。

图 13: 欧元区通胀超预期回落



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 14: 欧元区失业率仍处历史低位



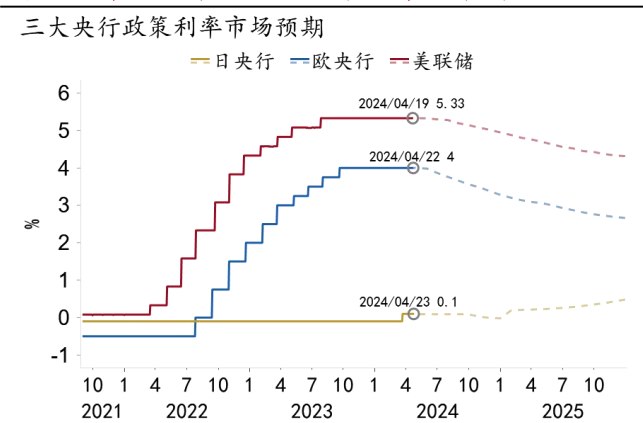
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

前瞻地看，欧央行目前已逐步具备了在 6 月首次降息的铺垫与条件，但市场全年 3 次的降息预期略显乐观，去通胀进程可能受阻，失业率也将继续处于低位。一方面，与美国类似，欧元区同样面临着劳动力供给不足导致失业率持续低企薪资持续高增的问题，服务通胀的进一步去化可能受阻。另一方面，尽管欧央行可能有意愿持续降息，但迫于美国再通胀发酵与美联储降息预期持续延后，汇率压力可能使欧央行妥协。

（三）日本经济：黎明之前

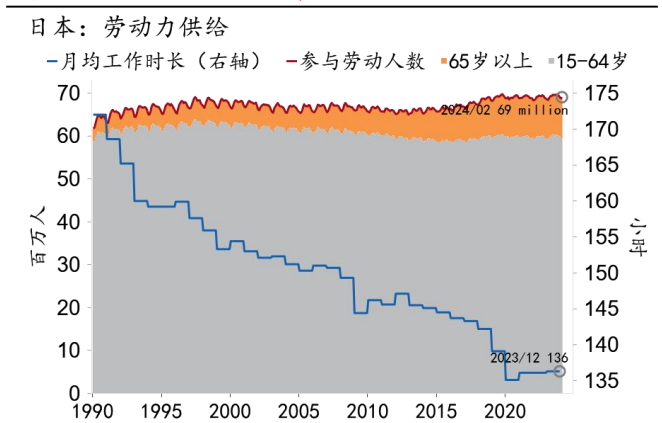
日本央行于 3 月议息会议宣布结束负利率政策、收益率曲线控制和资产购买计划，4 月议息会议宣布维持该政策不变。日本央行相信薪资和价格之间的正向循环已经具备可持续性，超宽松政策也就完成了历史使命。然而，由于日本央行长期以来一贯的谨慎作风，市场并不认为日本央行会在短期内继续加息。

图 15: 市场预期日央行政策利率短期内不会上行



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 16: 日本劳动者工作时长大幅下行

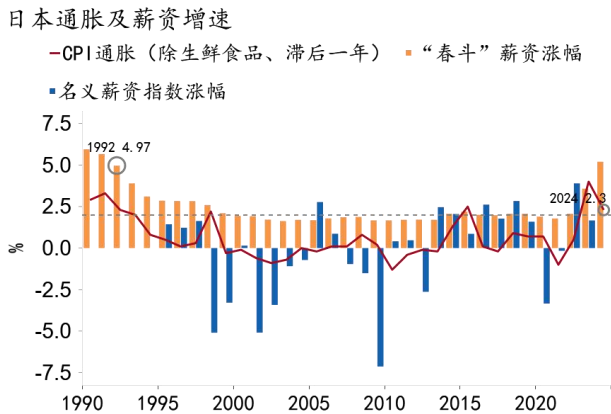


资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

与美欧类似，日本同样出现了劳动力供给持续收缩的情况。尽管参与劳动人数和劳动参与率在女性及老人回归职场的影响下有所上行，但这也带来了人均工作时长的大幅收缩，总体上看劳动力供给持续收缩。

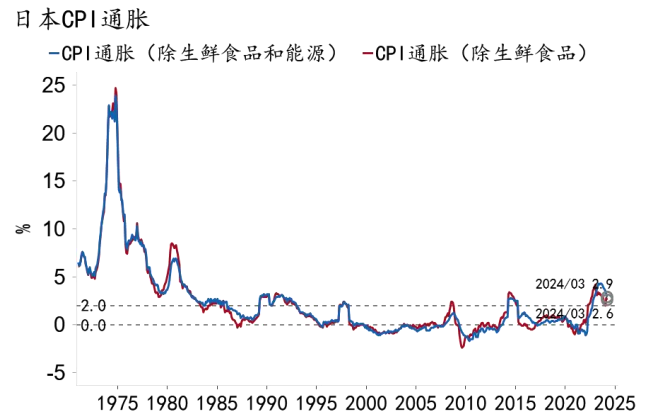
劳动力供给持续收缩带来了劳动力议价能力的提升，叠加大疫宽松和日元贬值的催化，日本“工资-价格”螺旋步入正循环，困扰日本社会 30 年的“低通胀、低薪资”或已成为历史。2024 年日本“春斗”薪资涨幅达 5.2%，创 1992 年以来新高。与此同时，日本 CPI 通胀（除生鲜食品和能源）已经连续 2 年位于 2% 上方，失业率则持续位于历史最低水平。

图 17：日本“工资-价格”螺旋步入正循环



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 18：日本通胀连续 2 年位于 2% 上方



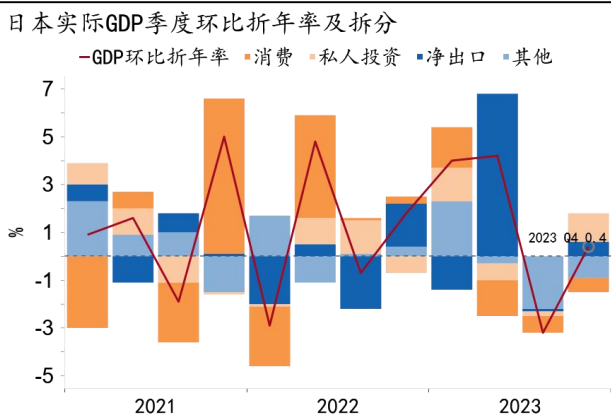
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

宽松政策退坡叠加通胀侵蚀，2023 年日本经济内生动能有所转弱，居民消费连续三个季度负增长。从结构看，美国经济景气叠加日元大幅贬值令出口成为日本经济的阶段性支撑。

边际上看，4 月 PMI 指数指向日本经济内生动能已在薪资高增的驱动下重回景气。4 月服务业 PMI 指数大幅上行至 54.6，制造业 PMI 指数上行至 49.9，前者持续位于扩张区间，后者则已逼近荣枯线。

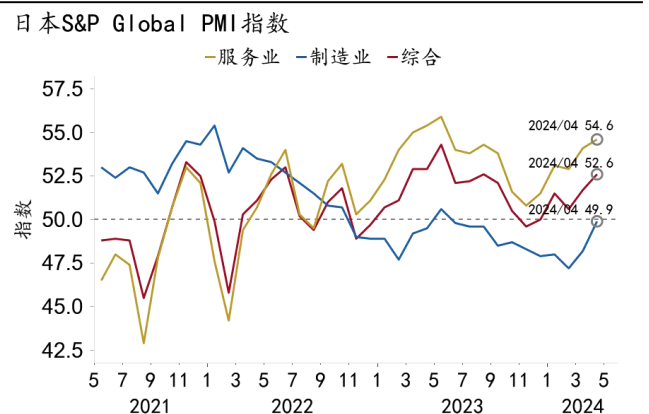
前瞻地看，日本薪资和物价水平的温和增长或具可持续性，经济有望在内外需的双重支撑下实现进一步复苏。老龄化带来劳动力议价能力提升是一个全球性趋势，这将带来名义薪资的增长，并同时提振消费动能和通胀水平，企业利润随之改善，私人投资转为扩张，畅通从收入到支出的正向循环。

图 19：日本消费连续三个季度负增长



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 20：日本经济动能边际走强



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

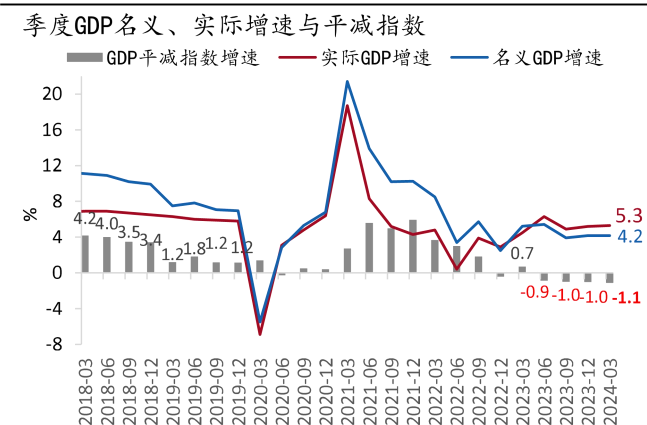
基于当前通胀、就业、经济形势评估，不同于日本央行短期内不会加息的市场预期，我们认为日本央行已经具备了进一步加息的条件。一方面，美欧央

行降息时点的持续后移会给日元汇率带来持续性压力。另一方面，日本的经济复苏和通胀回暖均已具备一定可持续性。

二、中国经济：“开门红”略超预期

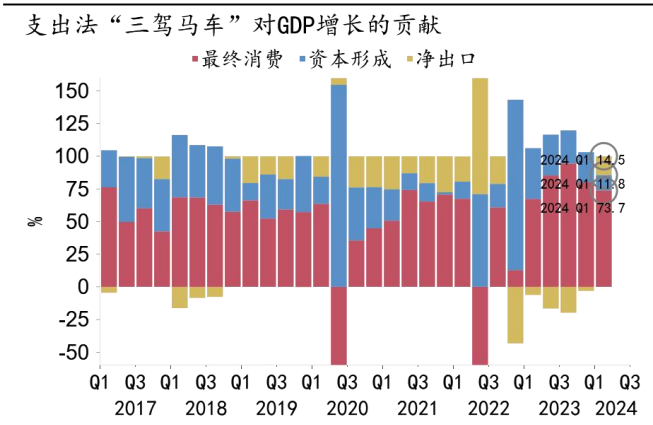
一季度我国经济实现“开门红”，好于市场预期，实际 GDP 同比增长 **5.3%**，动能明显改善，主要受益于政策托举、外需韧性以及内需内生性修复。支出法下，净出口对经济增长的贡献由负转正至 **14.5%**，最终消费和资本形成的贡献小幅收窄至 **73.7%**、**11.8%**。

图 21：一季度实际 GDP 增速 5.3%，好于名义增速



资料来源：Wind，招商银行研究院

图 22：净出口对增长的贡献转正



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

总体上看，经济数据呈现三方面特征。

一是经济实际增长高于名义增长。GDP 实际同比增速超过名义 GDP 同比增速（4.2%）1.1pct，是造成经济数据与微观感受出现“温差”的主要原因。这折射出当前物价下行的压力：一季度 CPI、PPI、出口价格增速中枢分别在 0%、-2.7%、-6.3% 左右。受此影响，需求端数据与实际 GDP 之间出现分化。一季度，以名义值衡量的社零总额增长 4.7%，城镇固定资产投资额增长 4.5%，出口金额（人民币计）增长 5.0%，均显著低于实际 GDP 增速。

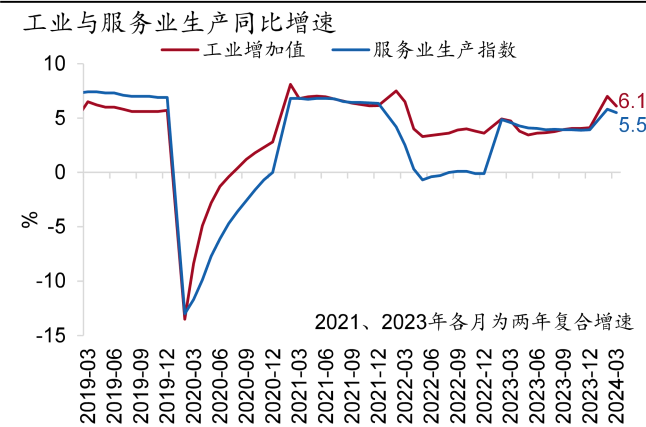
二是内外需有所改善，并对工业生产形成支撑。一季度逆周期政策落地显效，与公共部门更为相关的基建和制造业投资表现强劲，增速分别达 8.8%、9.9%，支撑固定资产投资实际增速达到 5.9%。出口增长显著超过市场预期，以人民币计价的出口同比增速达 5.0%，较去年四季度大幅反弹 4.2pct。消费内生性修复，动能出现明显改善，特别是假日消费表现亮眼。受益于上述因素，我国工业增加值延续高增长，同比增速较去年四季度进一步上行 0.8pct 至 6%。但值得注意的是，工业产能利用率下行至 73.6% 的较低水平。

三是经济修复节奏上前高后低，显示“稳增长”压力仍存。3 月多数经济数据增速在 1-2 月大幅反弹后回落，剔除基数效应后动能仍然有所转弱。

3 月供给端动能总体放缓。随着基数走高、假日效应消散，叠加需求不足拖累，3 月工业生产同比增速放缓至 4.5%，季调环比 -0.08%，自去年 5 月以来首度转为环比收缩，服务业生产增速放缓至 5.0%。

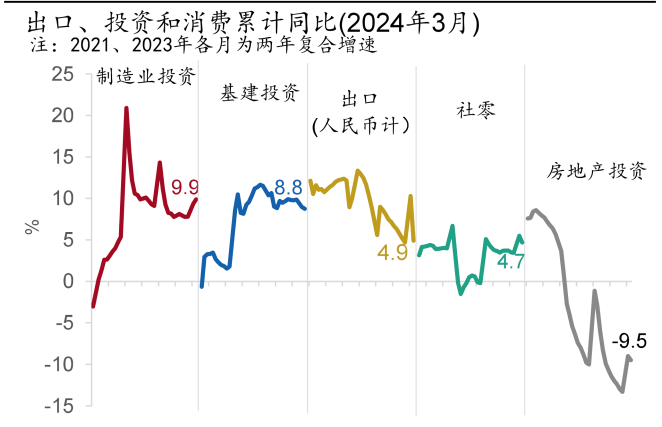


图 23：3 月工业和服务业生产动能边际放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

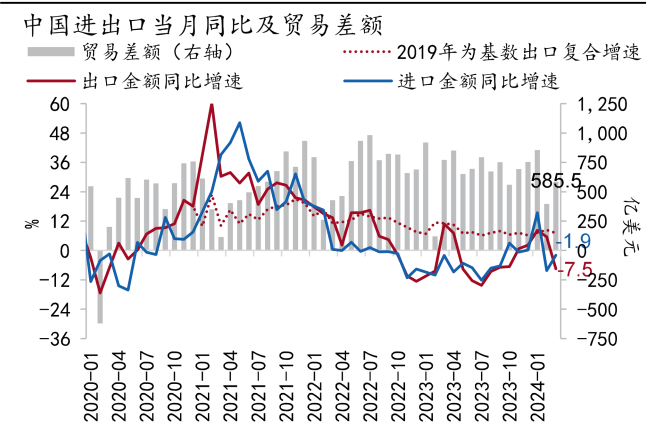
图 24：需求端走向分化



资料来源：Wind，招商银行研究院

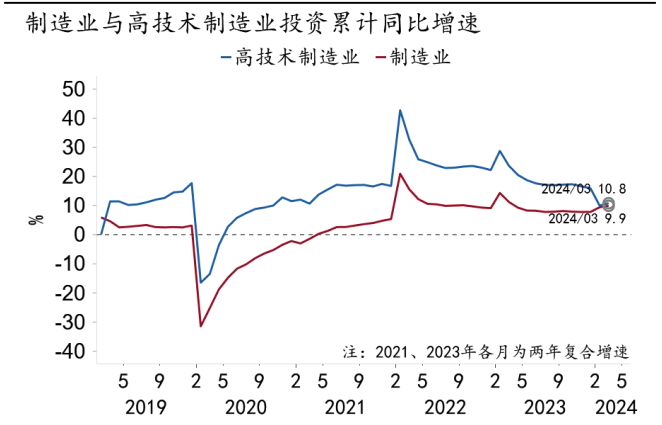
3 月外需动能小幅转弱但仍较稳健。3 月出口金额同比增速较 1-2 月累计增速大幅下行 14.6pct 至-7.5%，主要受基数走高影响。以 2019 年为基数的出口金额年均复合增速达 7.1%，较 1-2 月累计增速小幅回落 1.3pct，但仍然略高于去年四季度的平均水平。

图 25：出口增速下行，动能小幅放缓



资料来源：Wind，招商银行研究院

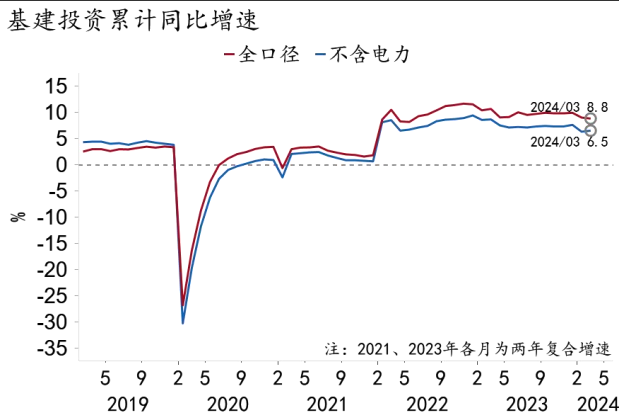
图 26：高技术制造业投资增速提升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

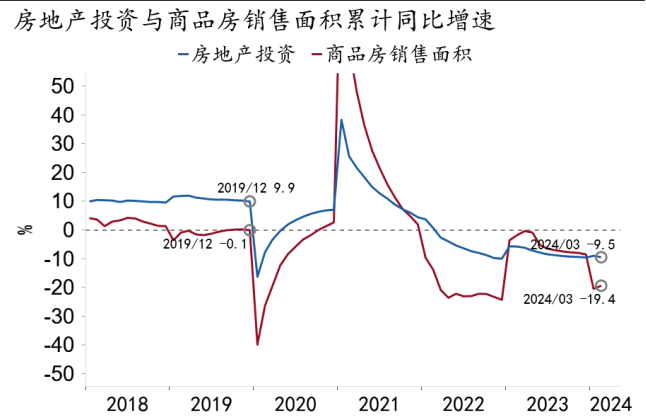
3 月内需走向分化。城镇固定资产投资同比增速较 1-2 月上行 0.6pct 至 4.8%，投资各分项延续开年格局。政策托举下**制造业投资增速继续提升**，制造业投资当月增速上行 0.9pct 至 10.3%，累计同比增速达 9.9%，较 1-2 月上行 0.5pct。其中，高技术制造业增速提升，部分行业如化学原料、有色、电气机械等增速出现回落。**基建投资保持高速增长但边际“降速”**，当月同比增速边际下行 0.4pct 至 8.6%，累计同比增速下行 0.2pct 至 8.8%，或受新增专项债发行进度较慢拖累，结构上，电热燃水业、交运仓邮业高增，水环公共业增长偏缓。**房地产方面，3 月销售端“小阳春”不旺，房地产投资大幅下行 7.8pct 至-16.8%**。房企销售端回款同比下降近五成，大幅拖累房企到位资金同比下降三成。存量方面，竣工面积在高基数、新开工不足和到位资金下行的三重压力下，3 月同比增速降至 2022 年 8 月以来新低，多项资金支持政策仍待显效，但商品房待售库存高企或边际缓解。增量方面，“三大工程”拉动一季度房地产投资 0.6pct，对冲存量下行压力。

图 27: 基建投资增速小幅放缓



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

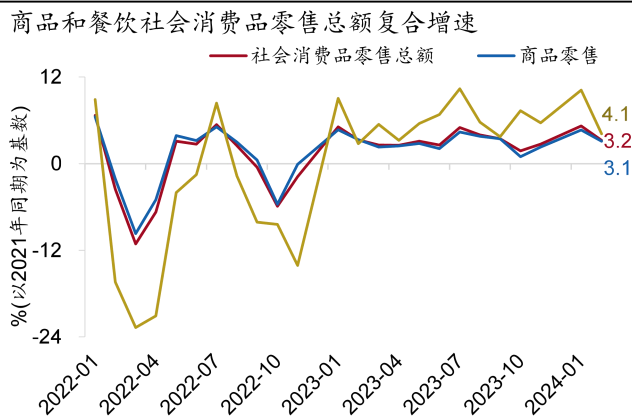
图 28: 房地产销售降幅收窄, 投资降幅再度扩张



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

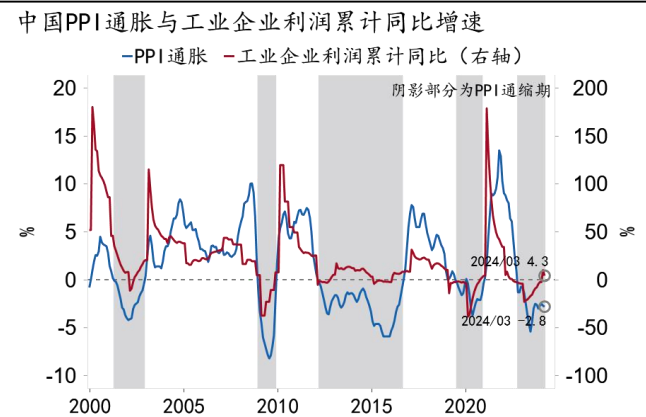
消费增速不及预期, 动能维持温和。3 月社零当月同比 3.1%, 季调环比 0.26%, 处于季节性低位, 主要是假日脉冲过后动能冲高回落。其中, 必选消费类目的食品、药品保持较高动能, 可选消费品偏弱, 仅金银珠宝、通讯器材好于总体。房地产后周期类的家电和装潢材料同比增速有所上行, 自本轮地产下行周期以来首度出现同比改善的趋势, 或受二手房交易回暖提振。汽车消费

图 29: 消费动能整体放缓



资料来源: Wind, 招商银行研究院

图 30: PPI 通胀持续为负, 工业企业利润增速回落



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

同比增速和动能则较 1-2 月进一步下行至收缩区间。

物价方面, 3 月 CPI 通胀 0.1%, 低于市场预期 (0.3%)。环比增速-1.0%, 回吐 2 月全部涨幅; PPI 通胀-2.8%, 低于市场预期 (-2.7%)。环比增速-0.1%, 连续 5 个月下跌。春节效应退坡带来食品和旅游价格大幅下跌, 是 CPI 通胀超预期回落的主要原因。从长期看, 疫后 CPI 通胀呈现出了“中枢下移, 波动加剧”的特征, 中枢水平或从疫前的 2%跌至 1%; 地产持续走弱带来了钢铁和煤炭价格的下行, 并驱动 PPI 通胀进一步走弱, 在地产企稳前, PPI 通胀或将持续为负。

工业企业利润方面, 3 月同比增速大幅回落 13.7pct 至-3.5%, 三年复合增速下降 0.1pct 至-3.8%, 累计同比增速较 1-2 月下降 5.9pct 至 4.3%。一方面, 3 月量价齐跌, 拖累企业营收较前两月放缓 2.2pct 至 2.3%, 动能亦有所减弱 (以 21 年为基期, -0.8pct)。另一方面企业利润率有所回升, 但仍然偏低。



1-3 月累计利润率为 4.86%，其中 3 月利润率约 5.0%，分别较 1-2 月上升 0.16pct 和 0.3pct，但仍处于历史较低水平。

前瞻地看，基数走低叠加政策托举、物价改善，二季度 GDP 实际增速或进一步上行至 6.5%，名义增速或同步回升。短期内，固定资产投资特别是房地产投资仍是决定经济动能边际变化的关键因素。供给方面，预计二季度工业生产或边际放缓，服务业生产有望加速。需求方面，在外需保持韧性的情形下，预计二季度出口增速将明显反弹，后温和回落。制造业投资有望维持较高增速，受大规模设备更新改造和外需支撑；基建投资增速有望小幅提升，但升幅或受财政收支压力及债务风险化解制约；房地产销售端与投资端各项数据或低位企稳，低基数主导下降幅均有收窄。消费有望延续温和修复，同比增速或在基数走低作用下有所上行。

三、宏观政策：财政积极，货币稳健

（一）金融形势：信贷需求回落，货币继续沉降

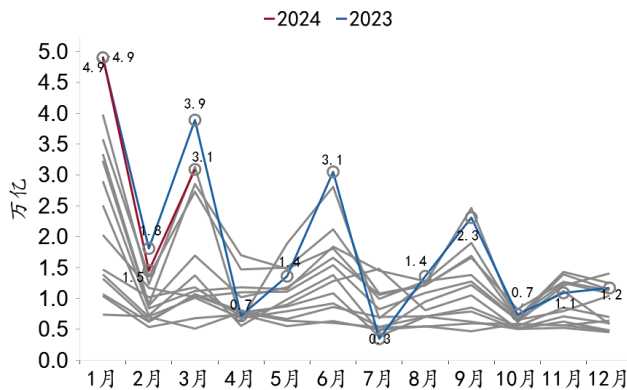
信贷方面，受内需边际回落和去年高基数影响，人民币贷款同比大幅下降，**新增企业、居民和非银贷款同步退潮**。3 月新增人民币贷款 3.09 万亿，回到疫情三年当月平均水平。**企业端**，由于经济长期结构性调整持续、假日短期提振因素消退、化债制约基建投融资需求，新增企业贷款动力不足。3 月非金融企业贷款新增 2.34 万亿，同比少增 3,600 亿。其中，中长贷当月新增 1.6 万亿，同比少增 4,700 亿；短贷新增 9,800 亿，同比少增 1,015 亿。表内信贷需求疲弱推升贴现规模，票据利率月内“前高后低”显示信贷增长缺乏后劲。3 月票据净融资减少 2,500 亿，同比少减 2,187 亿；国股行半年直贴利率中枢为 2.10%，环比小幅上升 22bp。**居民端**，房地产“小阳春”弱于去年，二手房市场以价换量继续挤压新房销售，30 大中城市新房成交同比降幅仍近五成，导致居民中长贷回到上一轮房价下行周期的平均水平（2018-2019 年）。中长贷方面，3 月居民中长贷新增 4,516 亿，同比少增 1,832 亿。短贷方面，仍受去年同期高基数以及银行放缓投放的影响，3 月居民短贷新增 4,908 亿，同比少增 1,186 亿。

社融方面，专项债发行仍未提速，拖累存量增速。3 月新增社融 4.87 万亿，同比大幅少增 5,142 亿，社融存量增速同比下滑 0.3pct 至 8.7%。由于去年增发国债和新增 PSL 可部分替代地方政府专项债，叠加今年投向扩容、项目申请时间延长，专项债发行速度较慢，拖累政府债融资进度明显慢于过去五年平均，3 月新增政府债融资 4,642 亿，同比少增 1,373 亿。国债债券收益率持续下行，带动企业债融资成本降至历史低位，3 月企业债融资增加 4,608 亿，同比多增 1,251 亿，但城投债融资有所收缩。



图 31: 3 月信贷新增 3.09 万亿, 同比下降 8,000 亿

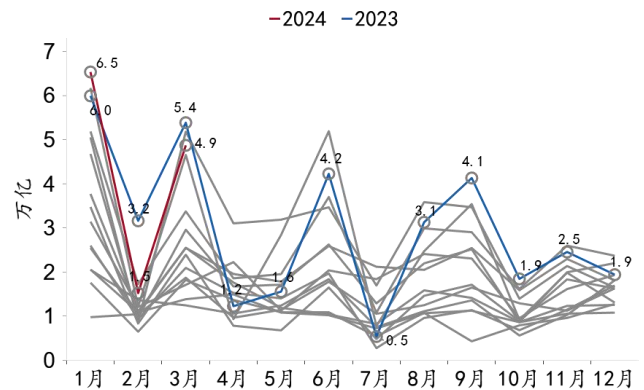
信贷的季节性



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 32: 受信贷拖累, 3 月新增同比下降 5,142 亿

新增社融的季节性



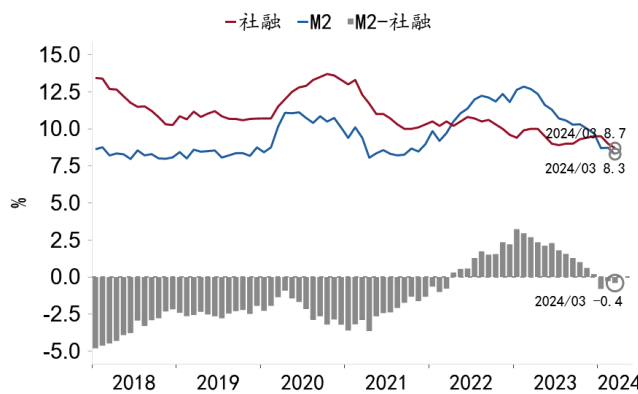
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

货币供给方面, M2 同比增速再下滑 0.4pct 至 8.3%, 仍受企业存款拖累。

企业端, 信贷增速放缓拖累存款派生, 企业存款增加 2.07 万亿, 在上月存款同比大幅少增 4.3 万亿的基础上, 再次少增 5,330 亿。居民端, 资产配置继续从房地产、基金理财等转移至存款, 延续疫情以来的高增长, 3 月居民存款增加 2.83 万亿, 同比少增 744 亿。由于财政收支增速均偏慢, 财政存款减少 7,661 亿, 同比少减 751 亿。M1 同比增速 1.1%, 环比小幅下降 0.1pct, 创当月历史新低, 而 M2-M1 剪刀差处于高位, 表明货币继续沉淀在银行体系, 流通速度亟待提升。

图 33: 社融、M2 齐下滑, 广义流动性缺口 0.4pct

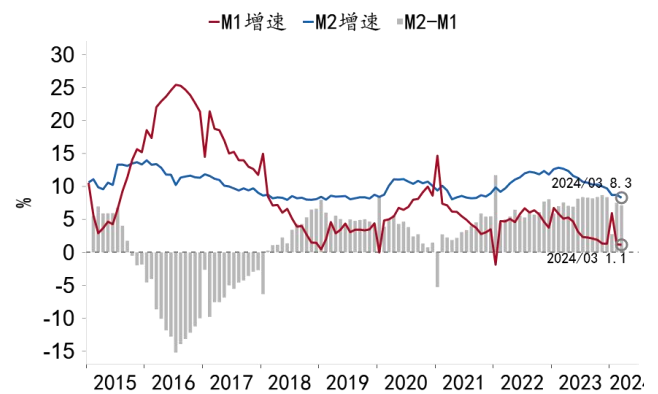
社融存量与 M2 存量同比增速



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 34: 受企业存款少增拖累, M2 增速下滑至 8.3%

中国 M2-M1 增速剪刀差



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

(二) 财政形势: 收支或将提速

一季度, 全国一般公共预算收入承压, 掣肘支出力度, 支撑在于国债融资进度超前和结转结余资金 (包含增发国债)。



收入同比下降 2.3%，可比口径下增长 2.2%¹，为历史同期较低水平，修复偏缓。结构上，呈现出四个特征。一是通胀低迷显著拖累税收收入（-4.9%）。二是非税收入（10.1%）增速较高，补充财力。三是税收、非税收入一降一增下，税收收入占一般公共预算收入的比重下降至 80.8%，为历史次低值。四是主要税种增速分化，既受基数影响，也反映了不同领域经济修复状况。支出同比增长 2.9%，较 1-2 月下降 3.8pct，呈现出三个特征。一是节奏前高后低，1-2 月靠前发力，3 月受收入承压掣肘，力度减弱。二是结构有增有减，农林水（13.1%）和城乡社区（12.1%）支出高增长，主要受增发国债加快使用的支撑；教育、社保就业支出强度得到保障；卫生健康、交通运输等支出放缓。三是债务付息（4.8%）支出增速快于整体，政府部门债务压力依然较大。

3 月经济动能有所转弱，税收收入降幅走阔，非税收入增速提升，综合影响下收入增速（-2.4%）较 1-2 月小幅下降 0.1pct。收入承压叠加基数走高，3 月支出增速转负，较 1-2 月大幅回落 9.6pct 至 -2.9%，主要领域支出均有不同程度下降。

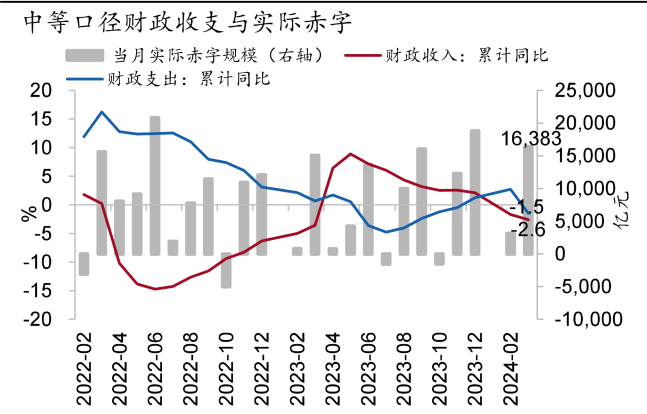
一季度全国政府性基金预算收支低迷，同比增速双双转负。收入端，国有土地出让收入（-6.7%）仍是主要拖累，虽然 1-2 月持平去年，但 3 月（-18.7%）再次大幅收缩。支出端，一季度累计降幅（-15.5%）高于收入端（-4.0%），主要是由于新增专项债发行节奏较慢，相关资金使用减少。

中等口径下（综合考虑前“两本账”），一季度财政收入降幅走阔，支出由增转降。收支增速分别为 -2.6% 和 -1.5%，分别较 1-2 月下降 0.9pct 和 4.2pct，也均显著低于年初目标的 2.5% 和 7.9%。实际赤字规模 1.64 万亿，为近年较高水平。进度方面，收入进度为 24.2%，较前五年均值低 0.4pct；支出进度为 21.6%，较前五年均值高 0.1pct。

前瞻地看，二季度将加快落实年初预算部署，包括加快新增专项债发行、启动超长期特别国债、推动所有去年增发国债项目 6 月底前开工等，受此支撑，经济动能有望继续回升，带动通胀低位回暖，财政收支增速均有望提升、但仍然承压，二季度收支缺口或边际扩张。

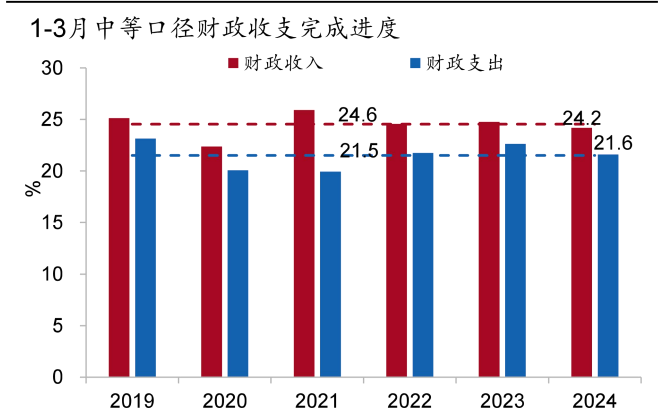
¹ 剔除 2022 年缓税入库抬高去年同期基数、去年中部分减税政策翘尾减收等特殊因素的影响。

图 35：中等口径下财政支出增速转负



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 36：中等口径下收入进度偏慢



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）宏观政策：财政加速落实，货币协同配合

宏观政策，“财政积极、货币稳健”总基调不变。财政政策方面，发改委、财政部等部门将协同发力，二季度将加速下达中央预算内资金（已下达超2,000亿，占全年比重超30%），推动去年1万亿增发国债的所有建设项目6月底前开工，加速今年新增专项债、超长期特别国债发行使用。

货币政策方面，货币政策委员会一季度例会要求，“在经济回升过程中，要关注长期收益率的变化”，同时，“要构建金融有效支持实体经济的体制机制”。此外，央行一季度金融运行和外汇收支情况新闻发布会上，邹澜司长表示，“既要根据物价变化与走势，将名义利率保持在合理水平，巩固经济回升向好的态势，也要充分考虑高质量发展需要等，避免削减结构调整动力，防止利率过低，内卷式竞争加剧或者资金空转，物价进一步降低，陷入负向循环。”因此，针对开年来长期国债收益率持续下探及资金利率偏低的现象，央行总量工具使用较为谨慎，缩量续作OMO和MLF，暂缓降准、降息等操作；但结构上继续做好“五篇大文章”，央行设立科技创新和技术改造再贷款，额度5,000亿元，利率1.75%。

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。

招商银行研究院

地址 深圳市福田区深南大道 7088 号招商银行大厦 16F（518040）

电话 0755-22699002

邮箱 zsyhyjy@cmbchina.com

传真 0755-83195085



更多资讯请关注招商银行研究微信公众号
或一事通信息总汇