



▲上月中國社會消費品零售同比增長5.9%，好於市場預期，消費者信心指數連升3個月。

經濟觀察家

一、GDP：同比增長5.4%，超出預期

一季度中國GDP增長5.4%，超出市場預期，實現良好開局。具體來看，3月工業增加值、服務業生產指數、社會消費品零售、固定資產投資增速均比1至2月有所加快，顯示經濟保持穩中向好、穩中回升態勢。

不過，隨著美國推出面向全球的「對等關稅」以及中國採取反制，外部環境的不確定性風險急劇上升。中國需密切關注對美出口受阻帶給總出口和經濟增長的拖累，「靠前發力推動既定政策盡快落地見效，並根據形勢需要及時推出新的增量政策」。

首季GDP超預期 中國經濟底氣足



經濟探針
溫彬

一、GDP：同比增長5.4%，超出預期

一季度中國GDP同比增長5.4%，好於市場預期，延續了去年以來穩中向好、穩中回升的態勢，實現良好開局。

一季度GDP表現之所以超出預期，與三個因素密不可分：

一是出口繼續暢旺。一季度中國按美元計出口同比增長5.8%，與去年全年增速大致持平，實現貿易順差2730億美元，大幅高於去年同期的1832億美元。美國加徵關稅擾亂全球貿易市場秩序，但貿易商加緊搶出口，使得一季度出口並未失速，淨出口繼續發揮較強支撐作用。

二是政策加力擴圈。以舊換新政策支持持續拉動耐用用品消費，設備更新政策推動工具購置增速創歷史新高，政府債加快發行托底基建投資，一系列穩地產政策推動市場出現「小陽春」，發展新質生產力帶動高技術行業快速發展等，這些都凸顯出政策的積極效果。

三是市場活力信心增強。3月份製造業PMI和非製造業商務活動指數均有提升，特別是中小企業景氣度明顯回升；3月末M1增速回升至1.6%，達到近一年來的最高水平；消費者信心指數持續回升，顯示市場主體對未來預期有明顯改善，有利於提升經濟內生增長動能。

展望二季度，由於美國加徵超高關稅使直接出口美國受阻，世界經濟秩序面臨重創，外部環境更趨複雜嚴峻，經濟持續回穩正面臨壓力，需密切關注4月底政治局會議是否出台增量政策。

二、工業：增速超预期加快

3月規模以上工業增加值同比增長7.7%，較1至2月加快1.6個百分點。3月環比增長0.44%，略低於上月的0.51%。

產業結構仍在優化升級。3月高技術產業增加值同比增長10.7%，較1至2月加快1.6個百分點，且快於整體增速。其中，計算機、通信和其他電子設備製造業工業增加值同比增長13.1%，高於1至2月的10.6%。專用設備製造業同比增長4.7%，高於1至2月的3.8%。

三、消費：餐飲、商品整體回升

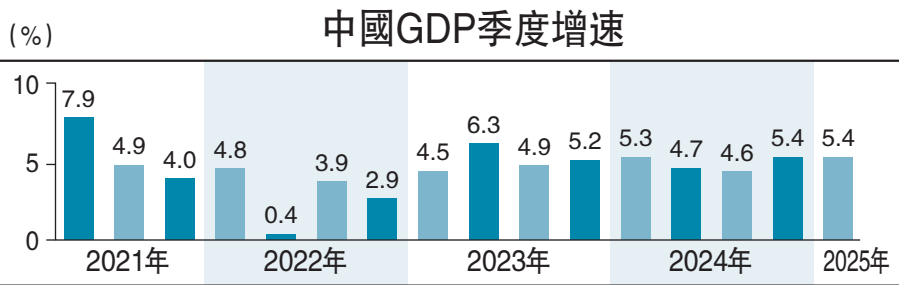
3月社會消費品零售同比增長5.9%，高於1至2月的4.0%，好於市場預期。季調後環比增長0.58%，與前兩個月環比增速大致持平。

總體來看，3月消費表現超出預期，居民消費意願和消費能力均有改善。截至2月，消費者信心指數已經連續3個月回升，且達到去年4月以來最高水平。3月城鎮調查失業率由5.4%回落至5.2%，一季度居民人均可支配收入同比增長5.5%，達到近一年來的最高水平。

一、GDP：同比增長5.4%，超出預期

一季度中國GDP增長5.4%，超出市場預期，實現良好開局。具體來看，3月工業增加值、服務業生產指數、社會消費品零售、固定資產投資增速均比1至2月有所加快，顯示經濟保持穩中向好、穩中回升態勢。

不過，隨著美國推出面向全球的「對等關稅」以及中國採取反制，外部環境的不確定性風險急劇上升。中國需密切關注對美出口受阻帶給總出口和經濟增長的拖累，「靠前發力推動既定政策盡快落地見效，並根據形勢需要及時推出新的增量政策」。



展望下一階段，在中美貿易摩擦加劇的背景下，促消費將成今年工作重中之重。除了落實現有的各項政策之外，以舊換新補貼規模擴大，並納入服務消費等增量政策也已進入決策視野。而隨着各項促消費措施發力顯效，消費增長動能有望繼續改善。

四、投資：基建、製造業均改善

一季度固定資產投資同比增長4.2%，高於1至2月的4.1%，好於預期。3月環比增長0.15%，慢於1月的0.61%和2月的0.55%，呈邊際放緩勢頭。

（一）基建投資：前置發力

一季度狹義基建投資（不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業）同比增長5.8%，較1至2月加快0.2百分點。廣義基建投資同比增11.5%，較1至2月加快1.5個百分點。

廣義基建無論是絕對增速還是邊際變化均好於狹義基建，顯示出中央主導的基建投資增長更快。不過，隨着地方政府債務壓力緩解以及財政政策靠前發力、專項債加快發行，狹義基建投資也獲得增長動能。

（二）製造業投資：增速回升

一季度製造業投資增長9.1%，較1至2月加快0.1個百分點。我們測算3月單月增速為9.2%，有所加快。

製造業投資增速之所以回升，應主要源於政策支持。一方面，今年以來設備更新繼續加力，一季度設備工器具購置同比增長19%，高於1至2月的18%，刷新2013年以來的最高水平。另一方面，官方繼續加大對新質生產力和現代化產業體系的支持，高技術產業繼續保持較快增長。

（三）民間投資：有所改善

一季度民間投資同比增速為0.4%，略好於1至2月的0%。扣除房地產開發投資，一季度民間投資同比增長6.0%，與1至2月持平。推斷民間投資的邊際好轉主要由於房地產業的邊際改善，而這又與官方加力推動房地產市場止跌回穩，一些房地產企業資金狀況得到改善有關。

從佐證指標來看，3月份中小企業PMI確實有改善。中型企業PMI上升0.7個百分點至49.9%，為今年以來最高水平；小型企業PMI上升3.3個百分點至49.6%，為去年5月以來最高水平。

五、房地產：開發降幅擴大

一季度全年房地產開發投資同比-9.9%，降幅較1至2月擴大0.1個百分點。我們測算的3月當月同比增速為-10.0%，又回到兩位數降幅。房價有回溫。3月份高線城市出

現「小陽春」跡象，居民購房意願回升，帶動房價走高。3月份70個大中城市新建住宅銷售價格環比-0.1%，連續4個月維持這一水平。24個城市環比上漲，比上月增加6個。70個大中城市二手住宅價格環比-0.2%，較上月的-0.3%降幅收窄。有10個城市環比上漲，比上月增加7個。

銷售有好轉。一季度銷售面積同比-3.0%，銷售額同比-2.1%，均較1至2月收窄，新房市場活躍度提升。這也體現在金融數據上，3月份新增居民中長期貸款同比多增531億，加槓桿意願有回升。

六、政策：擇機推出增量政策

今年以來，政策措​​施加力擴圈，存量政策和增量政策共同顯效，推動今年一季度經濟開局良好。不過，隨着美國於4月初加徵「對等關稅」，二季度出口可能面臨較大挑戰，擇機推出增量政策的必要性上升。

但就當下而言，決策層保持觀望態勢，並不急於出台新政策。

一是由於已有充分預案。李強總理日前主持召開的經濟形勢專家和企業家座談會指出，「外部衝擊對中國經濟平穩運行造成一定壓力。我們對此已經作了充分估計，做好了應對各種不確定因素的準備」。政府工作報告將廣義赤字率提升至8.4%，二季度政府債將會加快發行，可發揮對沖效果。

二是搶轉口窗口尚未關閉。3月中國出口同比增長12.4%，大超市場預期，主要原因在於直接對美出口受阻後，出口商開啟「搶轉口」。雖然特朗普對華加徵巨額關稅，但對全球其他經濟體還有90天的談判期，這為中國繼續「搶轉口」提供了時機。所以，預計出口短期內仍有一定韌性。

三是美國承受壓力更大。6月美國將有6.5萬億美元國債到期，面臨再融資壓力。但由於「對等關稅」對美元體系造成衝擊，美國國債收益率先降後升，使特朗普政府面臨巨大壓力。再加上加徵關稅引起的通脹上升風險，預計美國承受度相對有限，中美雙方均有下調關稅訴求。

這種情形下，政策並不急於加力，而是保持觀望、伺機而動。座談會提出，「要實施好更加積極有為的宏觀政策，靠前發力推動既定政策盡快落地見效」。但同時也要「根據形勢需要及時推出新的增量政策，以有力有效的政策應對外部環境的不確定性」。從政策節奏看，4月底的政治局會議將是重要觀察節點。

（作者為民生銀行首席經濟學家）

金融工具如何護航科技創新



周延禮

近期，金融監管總局、科技部、國家發展改革委近日聯合發布《銀行業保險業科技金融高質量發展實施方案》。《方案》從加強科技金融服務機制、產品體系、專業能力和風控能力建設出發，提出七方面20條措施。金融監督管理總局等3部委發布文件，就金融支持科技創新提出具體要求。我認為文件是貫徹落實中央經濟工作會議、中央金融工作會議、全國科技大會精神，按照《國務院辦公廳關於做好金融「五篇大文章」的指導意見》（國辦發〔2025〕8號）有關要求，探索構建同科技創新相適應的科技金融體制，推動科技創新和產業創新深度融合，促進「科技—產業—金融」良性迴圈，做好科技金融大文章。

金融支持科技創新要聚焦金融支持科技創新的重點領域和薄弱環節，需要多個部門政策組合，挖掘增加金融資源供給，暢通科技三資迴圈，促進科創產業融合，持續推進科技金融服務提質、擴面、增效，加快實現高質量發展。

一、加強科技金融服務機制建設

一要健全機構組織體系。鼓勵金融機構結合實際完善科技金融服務內部管理架構，向科技金融專業或特色分支機構適當授權。

二要優化內部考核和激勵約束機制。適當提高科技金融相關指標在內部績效考核中的佔比，適當提高科技型企業貸款不良容忍度，切實提升業務人員支持科技創新的主動性。

三要做好科技創新重點領域和薄弱環節金融服務。鼓勵金融機構加強對國家重大科技任務和科技型中小企業的金融支持。做好國家科技重大專案、國家戰略科技力量和國家級科技創新平台基地的金融服務。一視同仁服務民營、外商投資的科技型企業和研發中心。

四要完善科技金融服務生態體系。支持各級政府、科技型企業、金融機構、創業投資基金、第三方中介服務機構等共建多層次科技金融服務生態體系。

二、加強科技金融產品體系建設

一要加大科技信貸投放力度。加大科技型企業信用貸款和中長期貸款投放，靈活設置貸款利率定價和利息償付方式。對於經營現金流回收周期較長的流動資金貸款，銀行可適當延長貸款期

限，最長可達到5年。

二要優化科技保險保障服務。引導保險公司健全重大技術攻關風險分散機制，提供覆蓋科技創新活動全流程的保險產品。加大科技創新人才和相關從業人員保險供給，提升健康管理、養老服務、職業責任等方面保險保障質效。

三要推進科技金融政策試點。將金融資產投資公司股權投資試點，有序擴大至具備經濟實力較強、科技企業數量較多、研發投入量較大、股權投資活躍等條件的地區，支持符合條件的商業銀行發起設立金融資產投資公司。深化保險資金長期投資改革試點，支持保險公司發起設立私募證券基金，投資股市並長期持有。開展科技企業併購貸款試點，研究擴大試點銀行、地區和企業範圍，支持科技企業特別是「鏈主」企業進行產業整合，暢通資本迴圈。開展知識產權金融生態綜合試點，發展知識產權金融業務，研究擴大知識產權內部評估試點。

四要加強與創業投資等機構合作。鼓勵銀行依法合規與投資機構合作開展「貸款+外部直投」業務。鼓勵保險機構加大創業投資支持力度，發展長期資本和耐心資本。

五要支持科技型企業債券融資。鼓勵銀行機構為符合條件的科技型企業發行科創票據、資產支持票據、資產擔保債券等提供承銷服務。支持銀行保險機構、資產管理機構等加大科創類債券投資配置力度，推動保險機構投資資產支持計劃等證券化產品。

三、金融機構要加強科技金融專業能力建設

一要強化數字賦能，鼓勵金融機構研發數位化經營工具，增強企業識別和篩選能力，提升經營管理質效和風險防控水準。

二要健全科技金融風險分擔機制，實施支持科技創新專項擔保計劃，通過組建共保體、再保險等方式分散科技保險風險。

三要促進企業資訊共用，推動強化科技創新相關領域資訊基礎設施建設，為科技信貸評審和保險定價提供資訊支持。

四要改進第三方中介服務，提供有公信力的科技諮詢、科技價值評估、技術風險評價服務。

（作者為IFF副理事長、原中國保監會黨委副書記、副主席）
(www.iff.org.cn)

股市波動大 資金泊入樓市



樓市智庫
陳永傑

特朗普的關稅政策可謂反轉全球金融市場，上周一港股更大跌超過3000點。近日股市大上大落，貿易戰亦難短期內解決，資金避險，樓市可能會成為避險地方之一。上月投資者買樓個案顯著上升，錄得近四成升幅。

股市大上大落，有人提心吊膽，寢食難安。上星期港股急瀉三千點，一名網民不知是否炒燬股票，或後悔沒有買樓，發文稱早說過買樓最安全，層樓跌極仍可以居住。

股票能輪清光，物業卻不會像股票變成牆紙。翻查紀錄，本港樓價有紀錄以來的跌幅最多約七成。本港樓市多年來經歷無數風浪，最令人深刻是1997年爆發金融風暴，樓價短短一年跌逾四成，直至2003年沙士，樓價累跌七成便見底。2008年爆發金融海嘯，樓價下跌約25%。在地緣政治日益複雜的情況下，雖然過去四年本港樓價回落近三成，但現時樓價比起2003年，仍錄得逾3倍升幅，同期恒指升幅卻不足九成。與2008年比，樓價則升1.4倍。由此可見，物業的長期走勢的確是可以長揸必勝。

近期資金避險，上月投資者買樓個案回升。中原地產數據顯示，主要反

映投資者入市的公司名義買賣個案亦有所回升，3月錄得逾250宗公司名義入市成交，按月反彈近四成。其中新盤市場亦多了這類以公司名義持貨的投資者，上月有近60宗，比2月增加近八成。而今年首季，公司客入市增至703宗，較去年同期大幅上升近5倍。

美料下月減息 有助樓市交投

市場憧憬聯儲局為提振經濟，美國或加快減息步伐，今年的減息次數由原本預期只有兩次，變成會減息4次，每次減息四分之一厘，市場更預期下月就開始減息。如果美國真的重啟減息，必定有利股市和樓市，加上預期貿易戰難於短期內解決，股市仍會出現較大波動，部分避險資金將會流入樓市，投資者套股換樓，第二季樓市交投量會比第一季更為暢旺。近期樓價有企穩跡象，反映二手樓價走勢的中原城市領先指數CCL已連升三星期。

香港作為國際金融中心，一直以來吸引大量國際資金流入。即使面對全球經濟下行壓力，但本港樓市剛性需求強烈，尤其是中小型住宅市場，買家多為長期持有者，樓價波動相對較低。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



第一、二季市場暢旺。樓市聯儲現下月開始減息，投將有利