

【宏观快评】

一季度财政运行中的转型信号

——3月财政数据点评

事项

3月广义财政收入同比3.4%，1-2月同比-1.4%；3月广义财政支出同比-2.5%，1-2月同比6.1%。

主要观点

❖ 一、一季度财政运行中的转型信号

去年四季度以来，尤其是今年一季度的财政运行中，我们观察到三个转型信号，或对市场理解短期和中期的财政政策变化有启发：

（一）信号1：财政资金加速倾斜投资于人、科技、服务消费和民间投资

从今年全年的预算安排看，财政资金加速倾斜投资于人、科技、服务消费和民间投资；从一季度的财政运行看，姿态是积极落实全年预算部署；以下我们分为全年预算安排和一季度财政运行两部分看（注：财政资金，指预算内两本账支出+预算外准财政（即新型政策性金融工具），详见《今年财政的平衡、倾斜和改革焦点》）：

1、全年预算安排

对于投资于人，4项典型的投资于人支出（教育、社会保障和就业、卫生健康、住房保障支出）同比增长5.4%，高于一本账支出整体（4.4%）和去年4项支出同比增速（4.3%）。4项支出在一本账支出中占比41.3%，为近年来的最高点。

对于科技，预算内，一本账科技支出同比增长862亿，同比增速7.1%（去年同比增长551亿，同比增速4.8%）；预算外，根据国开行和进出口行披露的投向数据，5000亿准财政（去年四季度投放，或大部分结转今年使用，下同）投向数字经济、人工智能比重约40%（作为对比，上轮2022年7400亿准财政90%投向传统基建，包括交通运输、市政产业园、能源农林水利）。

对于服务消费和民间投资，预算内，今年安排超长期特别国债2500亿支持消费品以旧换新（去年3000亿），设立1000亿财政金融协同促内需专项资金（特别国债500亿+其他预算资金500亿），投向6项领域，其中4项用于民间投资，2项用于居民消费（服务业经营主体贷款贴息政策支持服务消费）；预算外，根据国开行、进出口行、农发行披露的投向数据，5000亿准财政支持民间投资和民间资本比重约25%。

2、一季度财政运行

对于投资于人，主要用于民生的一本账支出，一季度同比增长2.6%，支出规模为年初预算的24.9%，支出进度为近五年来最快；其中，三项典型民生类支出（社保就业、教育、卫生健康）同比增速6.2%，高于一本账整体支出同比增速（2.6%）和基建类支出同比增速（-1.8%）。

对于科技，5000亿准财政（如上文所述，投向数字经济、人工智能比重约40%）一季度或加速使用，面临接续：国家发改委4月17日要求“加快有序投放（2026年）8000亿元新型政策性金融工具资金。”

对于服务消费和民间投资，据财政部，“相关政策（中小微企业贷款贴息、设备更新贷款贴息、民间投资专项担保计划等）累计支持企业融资约3300亿元，同比增长12.8%。”

（二）信号2：项目建设资金年度预算约束松动，掣肘转向项目端

今年新增政府债只比去年多300亿（11.89万亿，去年为11.86万亿）、卖地收入依然承压（一季度同比-24.4%），但我们测算，今年全年可形成实物工作量的财政资金同比增长9.7%，创2022年以来新高（2020~2025年分别为：21.2%，-5.2%，17%，-8.4%，3.8%，3.2%，测算假设详见《财政视角看基建高增》，口径详见正文），增量主要来自两方面：

一是跨年度的增量政策结转（去年四季度盘活2000亿地方债结存限额用于大省项目建设+5000亿准财政），这部分资金或集中助力一季度“开门红”：一季度基建同比增长超预期（8.9%）；以城投债+非城投国企信用净融资同比增量衡量，3月地方预算外扩张创2021年12月以来新高，其中6大省（广东、

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

证券分析师：高拓

电话：010-66500860

邮箱：gaotuo1@hcyjs.com

执业编号：S0360521080001

相关研究报告

《【华创宏观】“租赁和商务服务业”快速增长》
2026-04-20

《【华创宏观】提级论证管理重点项目——政策周观察第76期》
2026-04-19

《【华创宏观】经济在复苏，中游在受益——3月经济数据点评》
2026-04-17

《【华创宏观】中东冲突扰动下贸易量价分化的三点观察——3月进出口数据点评》
2026-04-15

《【华创宏观】涨价之下的流动性变化——2026年3月金融数据点评》
2026-04-14

江苏、浙江、山东、河南、四川) 预算外扩张创 2020 年 4 月以来新高。

二是年内的准财政，今年首次在政府工作报告中明确：“发行新型政策性金融工具 8000 亿元”。

需要注意的是，由于盘活地方债结存限额、准财政投放都无需调整财政预算（无需报全国人大或全国人大常委会批准），今年预算执行中仍可随时加码，从而增加可形成实物工作量的财政资金，支持项目建设。

因此，“资金跟着项目走”的实物工作量框架下，项目端的重要性或边际上升，今年全国、中央、地方层面或均面临一些掣肘：

1、全国层面，项目审核趋严：4 月 15 日发布的《国务院办公厅关于深化投资审批》要求：“加强对重点地区和重点领域政府投资项目的提级论证管理”。

2、中央层面，一是项目标准趋严：3 月 24 日，财政部《关于 2026 年中央国有资本经营预算的说明》显示，央企税后利润的收取比例较此前提高 10%~15%，央企一级集团（法定上缴主体）短期或通过收缩投资计划、放弃并购项目等手段来应对利润上缴压力，项目现金流标准或较去年同期更严。如，据《经济观察报》采访的国资委人士表述，“监管层的核心诉求是通过利润上缴的结构性调整，倒逼央企聚焦主责主业，砍掉低效无效资产，优化投资结构”。

二是发改委项目审核情况待观察：发改委审核项目总投资额（当年上半年+年下半年）和当年基建增速的历史对应较好，但注意到这一关系去年严重反向，或因地方计划投资体量、拖累更大。去年 12 月，国家发改委批复或核准多个重大基础设施项目，总投资超过 4000 亿元，但该数据此后至今未更新。

三是“十五五”基建大项目前置发力情况待观察：“十五五”基建定调“适度超前”、重大工程数量由“十四五”的 21 个增长到 23 个。

3、地方层面：年度重大项目计划设定保守，经济大省挑大梁压力不小。今年，三大区域（6 个经济大省，12 个重债省份、中 13 省）重大项目计划投资目标（与基建增速对应较好）均设定负增：6 大省当中，除广东同比增速设定为正（5%，去年 0%）以外，其余 5 省同比增速均为持平去年或下滑。

在此背景下，4 月 24 日，财政部扩大地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围（将河北省、江西省、湖北省、重庆市纳入），或有分担经济大省挑大梁压力的考量。

（三）信号 3：中游制造有望从“受哺”退税到“反哺”财政

今年广义赤字率回落（两本账广义赤字率 8.5%，去年 9%），因此保证财政收入端、尤其是税收收入变得尤为关键。

一季度，以税收收入为主体的一本账收入增幅（2.4%）创 3 年来同期新高，收入规模为年初预算的 27.9%、进度为 2021 年以来最快。如我们在《财政“跨周期”的底气》中所述，去年以来，牛市的税收效应、企业反内卷、政府反内卷或已成为税收收入同比增速回升的三股重要底气（详见正文）。

展望中期，关注中游制造对财政的“反哺”：我国每年出口退税约 2 万亿，集中于工业、8 成在中游装备制造；中国中游制造的崛起与全球议价力的提升，必然伴随相关出口退税“反哺”财政空间的客观扩大：理论上，当中游足够强，就能从“受哺”退税转向“反哺”财政（出口退税减少=财政收入增加）。

“反哺”路径而言，基于“竞争力-返还率”分析框架，“行业”是重要标尺：内生竞争力强、税费返还率高的行业，出口退税政策具备优先调整的条件：包括电气、通用设备、专用设备、运输设备、橡胶塑料、仪器仪表、家具、其他制造以及电子（非半导体）；如财政部综合司司长李先忠 1 月 20 日所述，“（取消光伏等产品出口退税）有利于引导产业结构合理调整，促进产业转型升级，综合整治‘内卷式’竞争”。

“反哺”弹性而言，如果出口退税政策调整，我们测算未来三年每年“反哺”财政的空间或约 1900~3300 亿（详见《当中游足够强：从“受哺”退税到“反哺”财政——战略看多中游制造系列八》）。

❖ 二、3 月财政数据点评

收入端：税收收入同比增速创去年 10 月以来新高，个人所得税高增主因年终奖春节错位，地产相关税拖累幅度扩大

支出端：持续倾斜民生类支出，一季度进度近 5 年最快

广义财政：土地市场仍承压，专项债发行边际放缓

❖ 风险提示：后续政策超预期，预算与执行存在差异，准财政资金的使用进度难以跟踪，可能低估或高估去年的准财政资金在 2025 年的使用规模。

目 录

一、一季度财政运行中的转型信号	5
（一）信号 1：财政资金加速倾斜投资于人、科技、服务消费和民间投资	5
（二）信号 2：项目建设资金年度预算约束松动，掣肘转向项目端	7
（三）信号 3：中游制造有望从“受哺”退税到“反哺”财政	11
二、3 月财政数据点评	15
（一）收入端：税收收入同比增速创去年 10 月以来新高，个人所得税高增主因年终奖春节错位，地产相关税拖累幅度扩大	15
（二）支出端：持续倾斜民生类支出，一季度进度近 5 年最快	18
（三）广义财政：土地市场仍承压，专项债发行边际放缓	19

图表目录

图表 1	一般公共预算科技支出、基础研究支出	5
图表 2	准财政投向	6
图表 3	超长期特别国债投向	6
图表 4	一般公共预算支出分项增速	6
图表 5	全年财政资金：可用于实物量部分增速或是 2022 年以来新高	7
图表 6	全年财政资金：具体分项	8
图表 7	3 月地方预算外扩张创 2021 年以来单月新高	8
图表 8	发改委项目审核与基建增速	9
图表 9	“十五五”基建重大工程数量增长	10
图表 10	2026 年 6 大省重大项目计划投资目标增速：仅广东为正	10
图表 11	各省重大项目计划投资目标一览	11
图表 12	多口径赤字率	12
图表 13	出口退税集中在中游装备制造（2025 年）	13
图表 14	出口退税“反哺”财政的“竞争力-返还率”分析框架	14
图表 15	出口退税“反哺”财政的弹性	14
图表 16	一般公共预算收入分项增速	16
图表 17	一般公共预算收入进度	16
图表 18	税收收入增速	17
图表 19	非税收入增速	17
图表 20	税收收入分项拉动	17
图表 21	一般公共预算支出进度	18
图表 22	一般公共预算支出分项增速	18
图表 23	一般公共预算支出分项拉动	19
图表 24	卖地收入	19
图表 25	广义财政收入增速	20
图表 26	广义财政支出增速	20
图表 27	财政收支一览	20

一、一季度财政运行中的转型信号

（一）信号 1：财政资金加速倾斜投资于人、科技、服务消费和民间投资

从今年全年的预算安排看，财政资金加速倾斜投资于人、科技、服务消费和民间投资；从一季度的财政运行看，姿态是积极落实全年预算部署；以下我们分为全年预算安排和一季度财政运行两部分看（注：财政资金，指预算内两本账支出+预算外准财政（即新型政策性金融工具），详见《今年财政的平衡、倾斜和改革焦点》）：

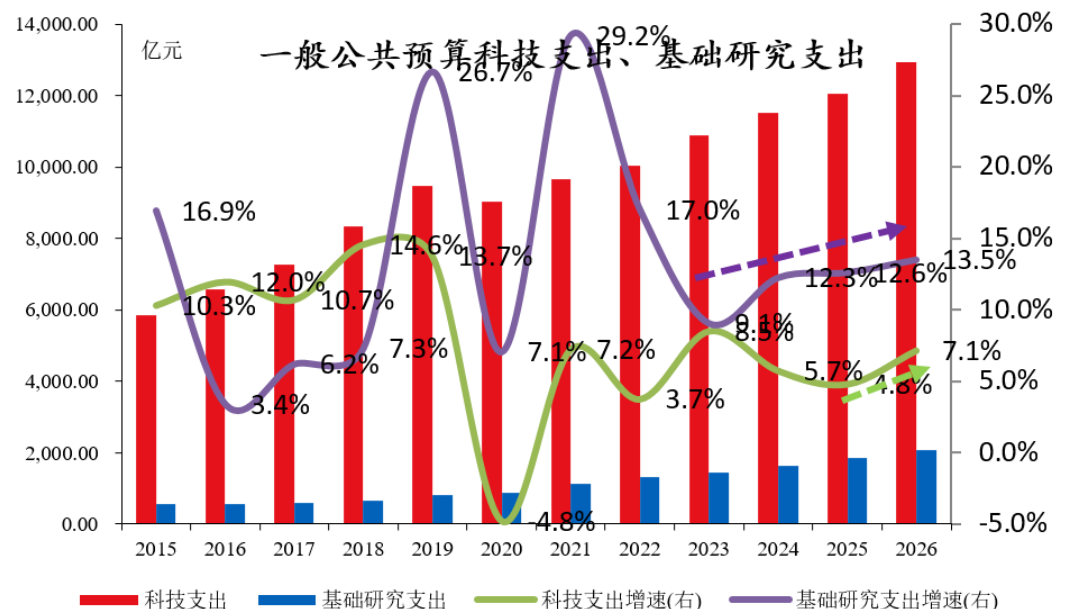
1、全年预算安排

对于投资于人，4 项典型的投资于人支出（教育、社会保障和就业、卫生健康、住房保障支出）同比增长 5.4%，高于一本账支出整体（4.4%）和去年 4 项支出同比增速（4.3%）。4 项支出在一本账支出中占比 41.3%，为近年来的最高点。

对于科技，预算内，一本账科技支出同比增长 862 亿，增速 7.1%（图 1，去年同比增长 551 亿，增速 4.8%）；预算外，根据国开行和进出口行披露的投向数据，5000 亿准财政投向数字经济、人工智能比重约 40%（图 2，作为对比，上轮 2022 年 7400 亿准财政 90% 投向传统基建，包括交通运输、市政产业园、能源农林水利）。

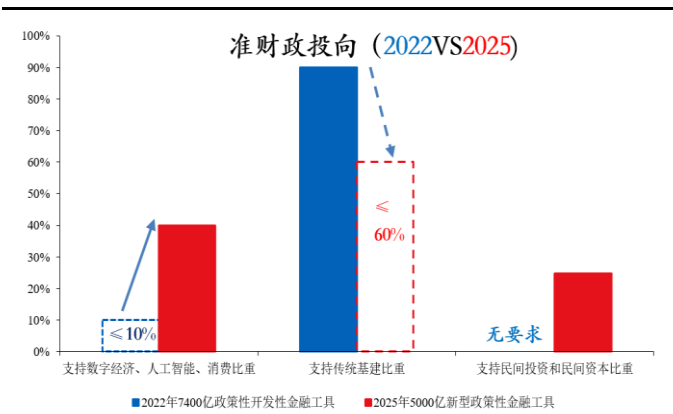
对于服务消费和民间投资，预算内，今年安排超长期特别国债 2500 亿支持消费品以旧换新（图 3，去年 3000 亿），设立 1000 亿财政金融协同促内需专项资金（特别国债 500 亿+其他预算资金 500 亿），投向 6 项领域，其中 4 项用于民间投资，2 项用于居民消费（服务业经营主体贷款贴息政策支持服务消费）；预算外，根据国开行、进出口行、农发行披露的投向数据，5000 亿准财政支持民间投资和民间资本比重约 25%。

图表 1 一般公共预算科技支出、基础研究支出



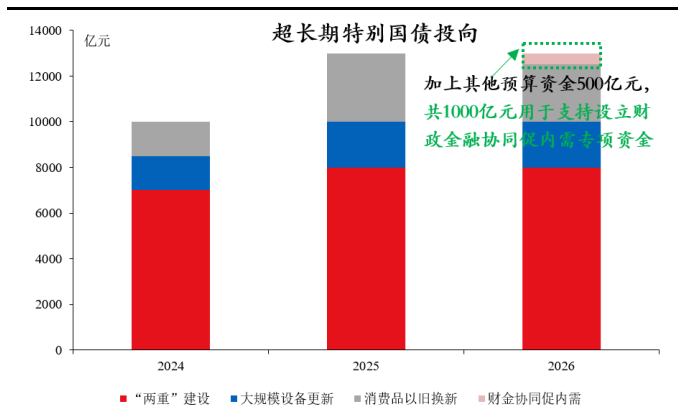
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 准财政投向



资料来源：国开行，农发行，进出口行，华创证券 注：为三大政策行披露的投向数据，传统基建包括交通运输、市政产业园、能源农林水利

图表 3 超长期特别国债投向



资料来源：财政部，华创证券

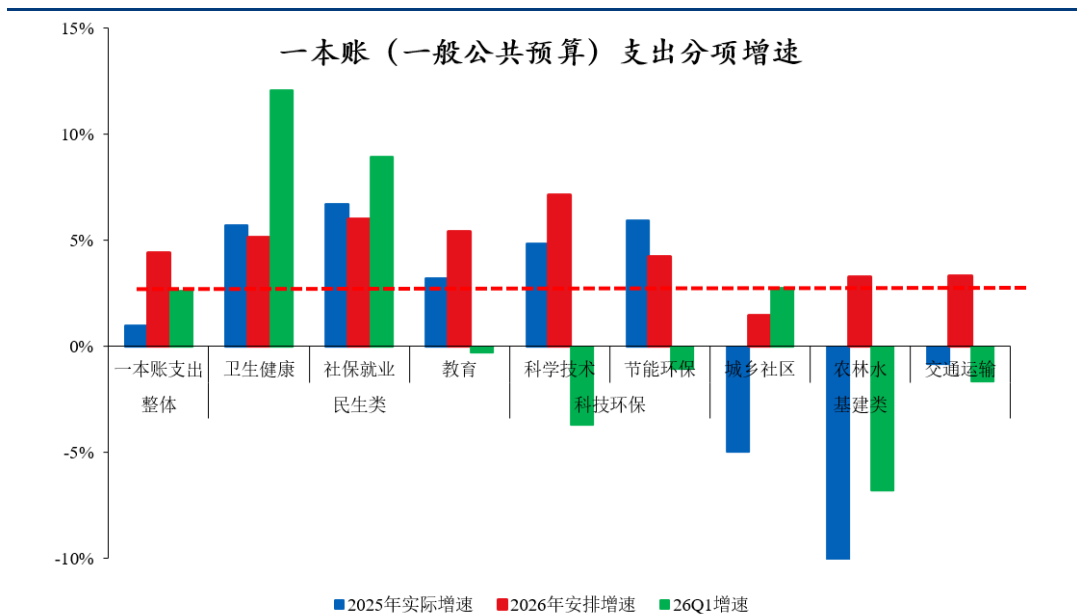
2、一季度财政运行

对于投资于人，主要用于民生的一本账支出，一季度同比增长 2.6%，支出规模为年初预算的 24.9%，支出进度为近五年来最快；其中，三项典型民生类支出（社保就业、教育、卫生健康）增速 6.2%，高于一本账整体支出增速（2.6%）和基建类支出增速（-1.8%，图 4）。

对于科技，5000 亿准财政（如上文所述，投向数字经济、人工智能比重约 40%）一季度或加速使用，面临接续：国家发改委 4 月 17 日要求“加快有序投放（2026 年）8000 亿元新型政策性金融工具资金。”

对于服务消费和民间投资，据财政部，“相关政策（中小微企业贷款贴息、设备更新贷款贴息、民间投资专项担保计划等）累计支持企业融资约 3300 亿元，同比增长 12.8%。”

图表 4 一般公共预算支出分项增速

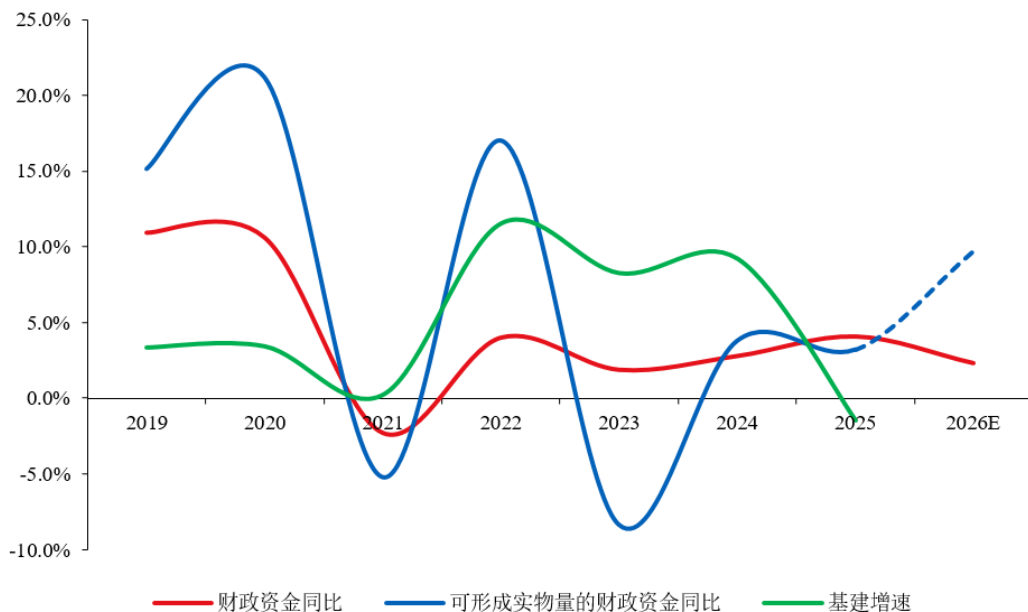


资料来源：Wind，华创证券

（二）信号 2：项目建设资金年度预算约束松动，掣肘转向项目端

今年新增政府债只比去年多 300 亿（11.89 万亿，去年为 11.86 万亿）、卖地收入依然承压（一季度同比-24.4%），但我们测算，今年全年可形成实物工作量的财政资金同比增长 9.7%，创 2022 年以来新高（图 5~6，2020~2025 年分别为：21.2%，-5.2%，17%，-8.4%，3.8%，3.2%，测算假设详见图 5~6 附注及《财政视角看基建高增》），增量主要来自两方面：

图表 5 全年财政资金：可用于实物量部分增速或是 2022 年以来新高



资料来源：Wind，华创证券测算 注：可形成实物量的财政资金包含四个分项，分别按可形成实物量的比例计入：A：两本账收入，其中，一本账收入（含调入资金和使用结转结余，为避免重复计算剔除二本账调入部分）：20%左右是基建类支出（城乡社区、交通运输、农林水）。二本账收入：卖地收入 20%是政府可用财力，主要用于基建（其余 80%主要是征拆成本，大部分转移支付给居民，不对应实物量），假设 2026 年卖地收入同比-15%；B：一本账债务（国债净融资+新增一般债），用于一本账支出，同 A 按 20%计入；C：新增专项债剔除用于清欠、化债部分，近年平均约 60%用于基建，超长期特别国债剔除用于以旧换新部分，D：准财政、用于项目的地方债结存限额均对应实物量，2022 年 5000 亿结存限额全部用于项目建设，假设均落在 2022 年（年底经济压力相对大），2025 年两个 5000 亿增量政策假设有 1000+500=1500 亿落在当年（年底经济压力相对小，或大部分结转 2026 年），2026 年 8000 亿准财政假设有 5000 亿落在当年

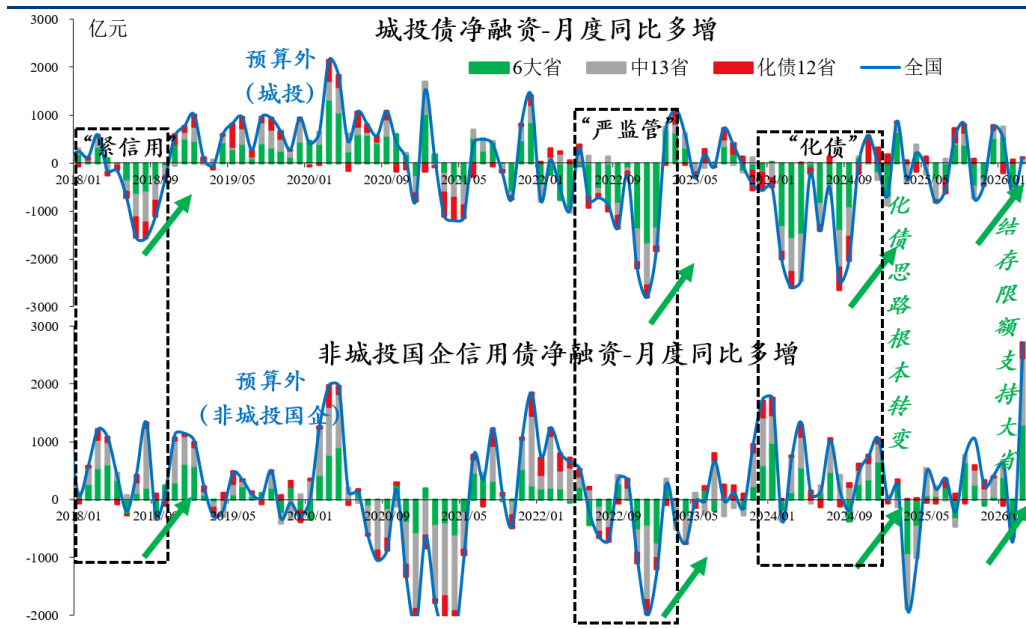
图表 6 全年财政资金：具体分项

		全年财政资金 (单位: 亿元)								
可形成实物量比例E	代号和公式	分项	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025 2026E
20% A		两本账收入 (*含调入资金和使用结转结余)	264841	282374	279593	290236	283894	289669	297280	282287 285152
20% B		一本账债务 (国债净融资+新增一般债)	19812	26562	39859	31114	34849	48255	41707	57398 58900
60% C		二本账债务 (新增专项债+超长期特别国债)	13207	21488	36019	35844	40384	40648	40188	45917 44000
100% D		预算外的其他财政资金 (准财政+用于项目的结转限额)	0	0	0	0	12399	0	0	1500 10500
	- A+B+C+D	财政资金	297860	330425	355471	357194	371527	378571	379174	387103 398552
		- 财政资金同比		10.9%	7.6%	0.5%	4.0%	1.9%	0.2%	2.1% 3.0%
	A*20%+B*20%+C*60%+D*100%	可形成实物量的财政资金	64855	74680	90502	85776	100378	91973	95464	98534 108110
		- 可形成实物量的财政资金同比		15.1%	21.2%	-5.2%	17.0%	-8.4%	3.8%	3.2% 9.7%

资料来源: Wind, 华创证券测算 注: A: 两本账收入, 其中, 一本账收入 (含调入资金和使用结转结余, 为避免重复计算剔除二本账调入部分): 20%左右是基建类支出 (城乡社区、交通运输、农林水)。二本账收入: 卖地收入 20%是政府可用财力, 主要用于基建 (其余 80%主要是征拆成本, 大部分转移支付给居民, 不对应实物量), 假设 2026 年卖地收入同比-15%; B: 一本账债务 (国债净融资+新增一般债), 用于一本账支出, 同 A 按 20%计入; C: 新增专项债剔除用于清欠、化债部分, 近年平均约 60%用于基建, 超长期特别国债剔除用于以旧换新部分, D: 准财政、用于项目的地方债结存限额均对应实物量, 2022 年 5000 亿结存限额全部用于项目建设, 假设均落在 2022 年 (年底经济压力相对大), 2025 年两个 5000 亿增量政策假设有 1000+500=1500 亿落在当年 (年底经济压力相对小, 或大部分结转 2026 年), 2026 年 8000 亿准财政假设有 5000 亿落在当年

一是跨年度的增量政策结转 (去年四季度盘活 2000 亿地方债结存限额用于大省项目建设+5000 亿准财政), 这部分资金或集中助力一季度“开门红”: 一季度基建同比增长超预期 (8.9%); 以城投债+非城投国企信用净融资同比增量衡量, 3 月地方预算外扩张创 2021 年 12 月以来新高 (图 7), 其中 6 大省 (广东、江苏、浙江、山东、河南、四川) 预算外扩张创 2020 年 4 月以来新高。

图表 7 3 月地方预算外扩张创 2021 年以来单月新高



资料来源: Wind, 华创证券

二是年内的准财政，今年首次在政府工作报告中明确：“发行新型政策性金融工具 8000 亿元”。

需要注意的是，由于地方债结存限额盘活、准财政投放都无需调整财政预算（无需报全国人大或全国人大常委会批准），今年预算执行中仍可随时加码，从而增加可形成实物工作量的财政资金，支持项目建设。

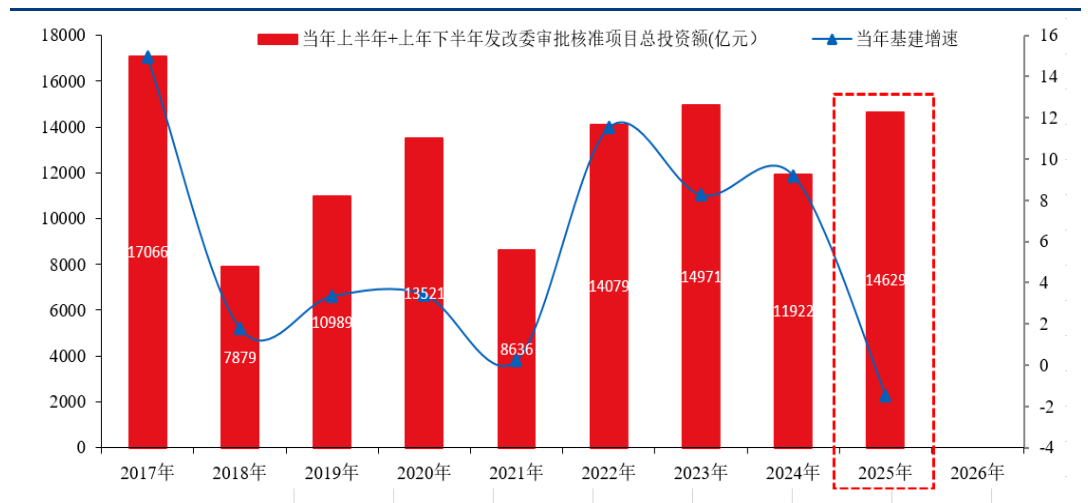
因此，“资金跟着项目走”的实物工作量框架下，项目端的重要性或边际上升，今年全国、中央、地方层面或均面临一些掣肘：

1、全国层面，项目审核趋严：4 月 15 日发布的《国务院办公厅关于深化投资审批》要求：“加强对重点地区和重点领域政府投资项目的提级论证管理”。

2、中央层面，一是项目标准趋严：3 月 24 日，财政部《关于 2026 年中央国有资本经营预算的说明》显示，央企税后利润的收取比例较此前提提高 10%~15%，央企一级集团（法定上缴主体）短期或通过收缩投资计划、放弃并购项目等手段来应对利润上缴压力，项目现金流标准或较去年同期更严。如，据《经济观察报》采访的国资委人士表述，“监管层的核心诉求是通过利润上缴的结构性调整，倒逼央企聚焦主责主业，砍掉低效无效资产，优化投资结构”。

二是发改委项目审核情况待观察（图 8）：发改委审核项目总投资额（当年上半年+上年下半年）和当年基建增速的历史对应较好，但注意到这一关系去年严重反向，或因地方计划投资体量、拖累更大。去年 12 月，国家发改委批复或核准多个重大基础设施项目，总投资超过 4000 亿元，但该数据此后至今未更新。

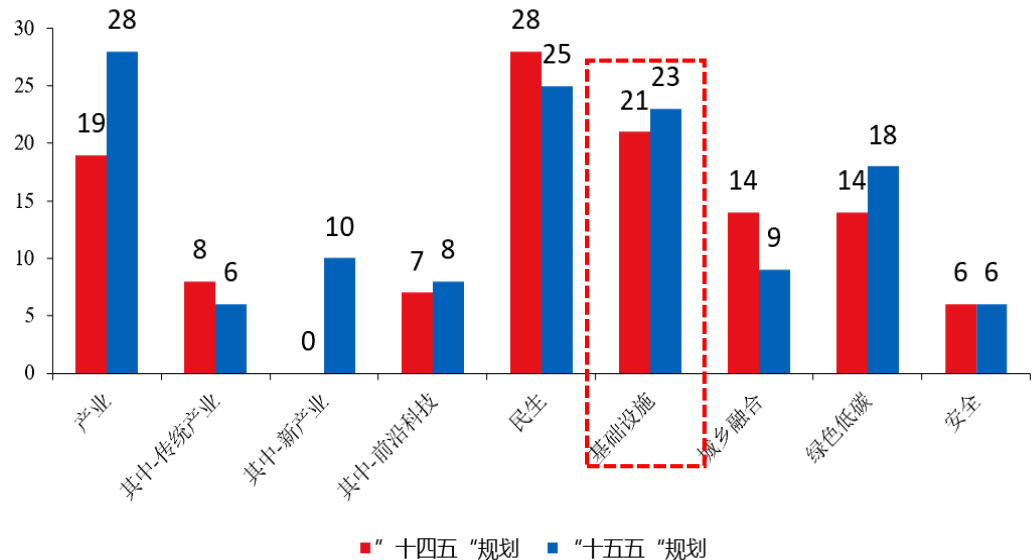
图表 8 发改委项目审核与基建增速



资料来源：国家发改委，华创证券

三是“十五五”基建大项目前置发力情况待观察：“十五五”基建定调“适度超前”、重大工程数量由“十四五”的 21 个增长到 23 个（图 9）。

图表 9 “十五五”基建重大工程数量增长

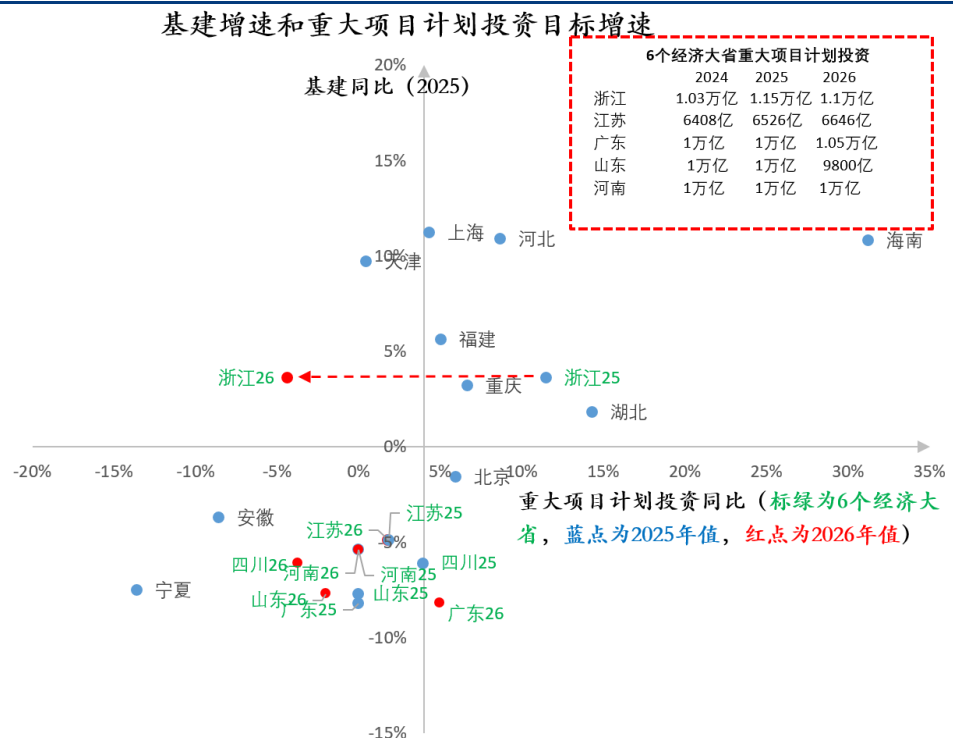


资料来源：新华社，中国政府网，华创证券

3、地方层面：年度重大项目计划设定保守，经济大省挑大梁压力不小（图 10）。今年，三大区域（6 个经济大省，12 个重债省份、中 13 省）重大项目计划投资目标（与基建增速对应较好）均设定负增（图 11）：6 大省当中，除广东同比增速设定为正（5%，去年 0%）以外，其余 5 省同比增速均为持去年或下滑。

在此背景下，4 月 24 日，财政部扩大地方政府专项债券项目“自审自发”试点范围（将河北省、江西省、湖北省、重庆市纳入），或有分担经济大省挑大梁压力的考量。

图表 10 2026 年 6 大省重大项目计划投资目标增速：仅广东为正



资料来源：我的钢铁网，各地发改委，企业预警通 注：如全年基建同比缺失，用前三季度基建累计同比代替

图表 11 各省重大项目计划投资目标一览

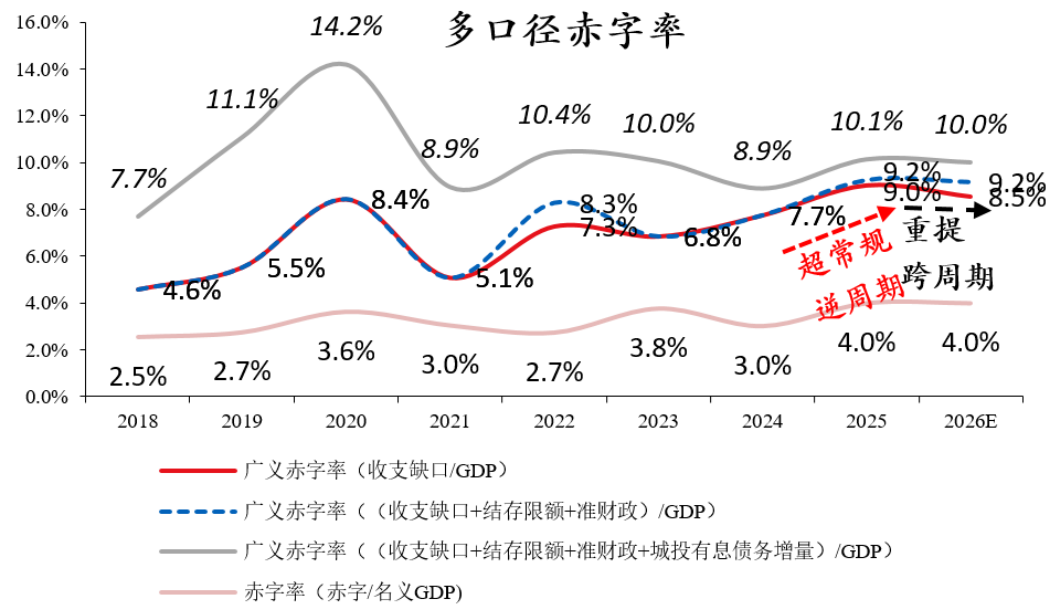
重大项目计划完成投资额		年度计划投资 (亿元)								总投资 (万亿元)				
分类	省份	2026年同比	2025年同比	2024年同比	2026	2025	2024	2023	2022	2026	2025	2024	2023	2022
6大省	浙江	-4.3%	11.5%	3.1%	11000	11500	10313	10000	10000		7.5			
	河南	0.0%	0.0%	-47.4%	10000	10000	10000	19000	13000		3.1		6.7	4.8
	四川	-3.7%	3.9%	7.7%	7625	7917	7616	7071					5.2	
	江苏	1.8%	1.8%	12.9%	6646	6526	6408	5676	5590					
	广东	5.0%	0.0%	0.0%	10500	10000	10000	10000	9000	8.6	9.2	8.1	8.4	7.7
	山东	-2.0%	0.0%		9800	10000	10000							
6大省		-0.7%	3.0%	-14.3%										
重债12省	青海												1.3	
	黑龙江							3000						
	重庆		6.7%	4.7%		4800	4500	4296	3600		4.4	2.9	3.0	2.6
	云南					3973					2.9			
	甘肃							2512	2225			1.7		1.3
	吉林													
	天津	-8.5%	0.5%	4.7%	2022	2209		2361	2158	1.4	2.0	2.0	1.9	1.2
	宁夏		-13.6%	-8.9%		680	787	864			0.4	0.8	0.9	
	辽宁					2100					1.4			
	贵州			-60.1%			3197	8004	6449					
	内蒙	4.0%	5.5%	17.7%	10000	9611	9109	7739	3012				3.2	
	广西					5000		5000	4008					3.8
重债12省		-1.1%	3.6%	-6.9%										
中13省	河北	4.0%	8.7%	-15.4%			2200	2600	2500	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1
	陕西	-28.8%			3500	4917		4818	4600		2.9		2.0	1.9
	福建	1.1%	5.0%	5.0%	7226	7150	6807	6480	6168	4.0	4.3	4.3	4.1	4.1
	江西					3857			4165		1.5			1.7
	湖北	-15.0%	14.3%		4084		4494		3038	3.4	4.0	3.5		
	北京	5.0%	6.0%		3128	2979	2811		2802		1.4	1.2		1.2
	新疆					4069		3000	2700		3.5		2.7	2.2
	西藏					2030								
	上海	6.3%	4.3%	7.0%	2550	2400	2300	2150	2000				1.7	
	海南	-22.3%	31.2%	23.2%	1280	1647	1255	1019	856	0.7	0.9	0.8	0.6	0.4
	安徽		-8.5%			5994	6554		16572		3.5			
	湖南	12.4%	-22.6%				4715		4527	2.0	1.8	2.3		1.9
	山西	-23.3%			2829	3687			0	2.4				
中13省		-3.0%	1.9%	0.7%										

资料来源：我的钢铁网，各地发改委，华创证券 注：如无年度计划投资同比而有总投资同比，用总投资同比替代，6大省、重债12省、中13省同比均为据GDP加权平均

（三）信号3：中游制造有望从“受哺”退税到“反哺”财政

今年广义赤字率回落（图12，两本账广义赤字率8.5%，去年9%），因此保证财政收入端、尤其是税收收入变得尤为关键。

图表 12 多口径赤字率



资料来源：Wind，华创证券测算

一季度，以税收收入为主体的一本账收入增幅（2.4%）创3年来同期新高，收入规模为年初预算的27.9%、进度为2021年以来最快。如我们在《财政“跨周期”的底气》中所述，去年以来，牛市的税收效应、企业反内卷、政府反内卷或已成为税收收入同比增速回升的三股重要底气：

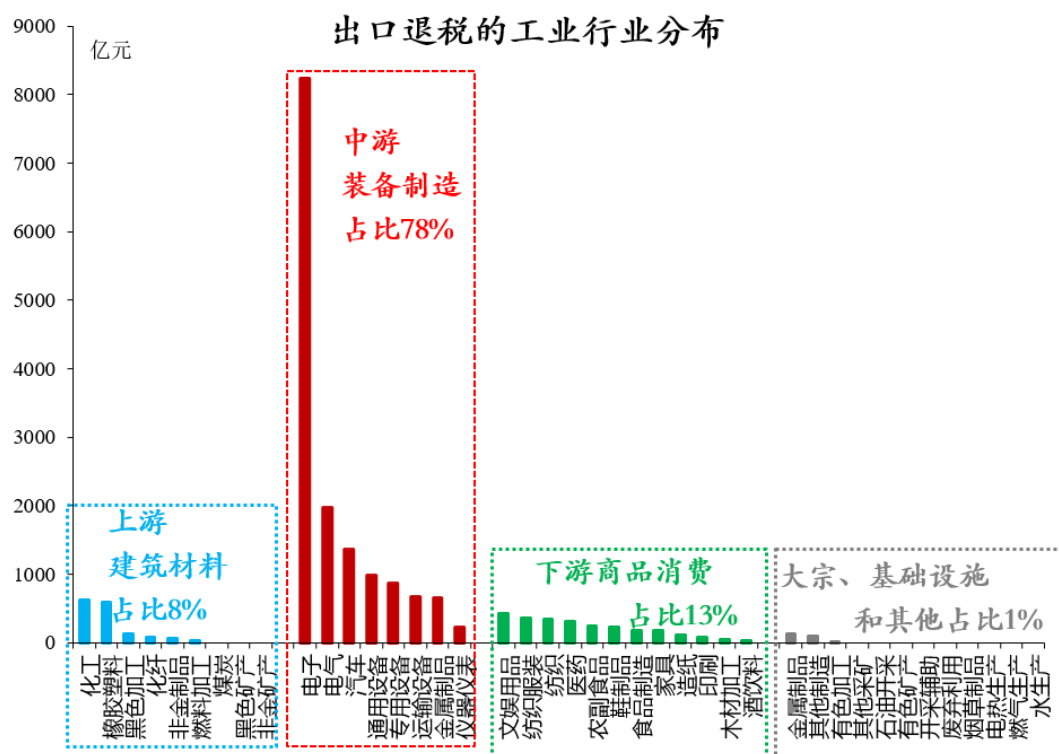
1、牛市的税收效应：国家税务总局将去年1-11月税收收入同比增长归因为“得益于经济稳中向好以及资本市场活跃等因素带动”；今年一季度，个人所得税（股息红利所得、限售股转让所得、股权转让所得占20%）同比增长10.5%、证券交易印花税同比增长78.1%（详见《牛市的税收效应》）。

2、企业反内卷，提振价格相关税：中央经济工作会议强调“国内供强需弱矛盾突出”，“深入整治‘内卷式’竞争”。我国税收收入以流转税为主，80%为PPI相关税、对PPI高度敏感，重点行业反内卷有望提升PPI同比增速，3月PPI同比已增速转正，带动增值税等税收收入回升，如据财政部所述，“（3月）分税种看，国内增值税增长4.9%，主要受工业生产者出厂价格降幅收窄等因素带动”（详见《税收经济剪刀差：几点产业观察》、《税收背后的价格故事》）。

3、政府反内卷，提升实际税率：中央经济工作会议强调“制定全国统一大市场建设条例”，“规范税收优惠、财政补贴政策”；今年各省预算报告当中，“规范税收优惠、财政补贴政策”是共性新增点：地方各级政府会在同级政府之间进行税收竞争，表现为通过实施税收优惠政策来降低企业税收负担（增值税和企业所得税是主要对象），导致实际税率偏低；我们构建的税收竞争指数接近过去30年最大值，反映了统一大市场的必要性（详见《地方保护的“衡量”——基于税收尺度的定量研究》，《31省预算观察：定量老线索，定性新变化》）。

展望中期，关注中游制造对财政的“反哺”：我国每年出口退税约2万亿，集中于工业、8成在中游装备制造（图13）；中国中游制造的崛起与全球议价力的提升，必然伴随相关出口退税“反哺”财政空间的客观扩大：理论上，当中游足够强，就能从“受哺”退税转向“反哺”财政（出口退税减少=财政收入增加）。

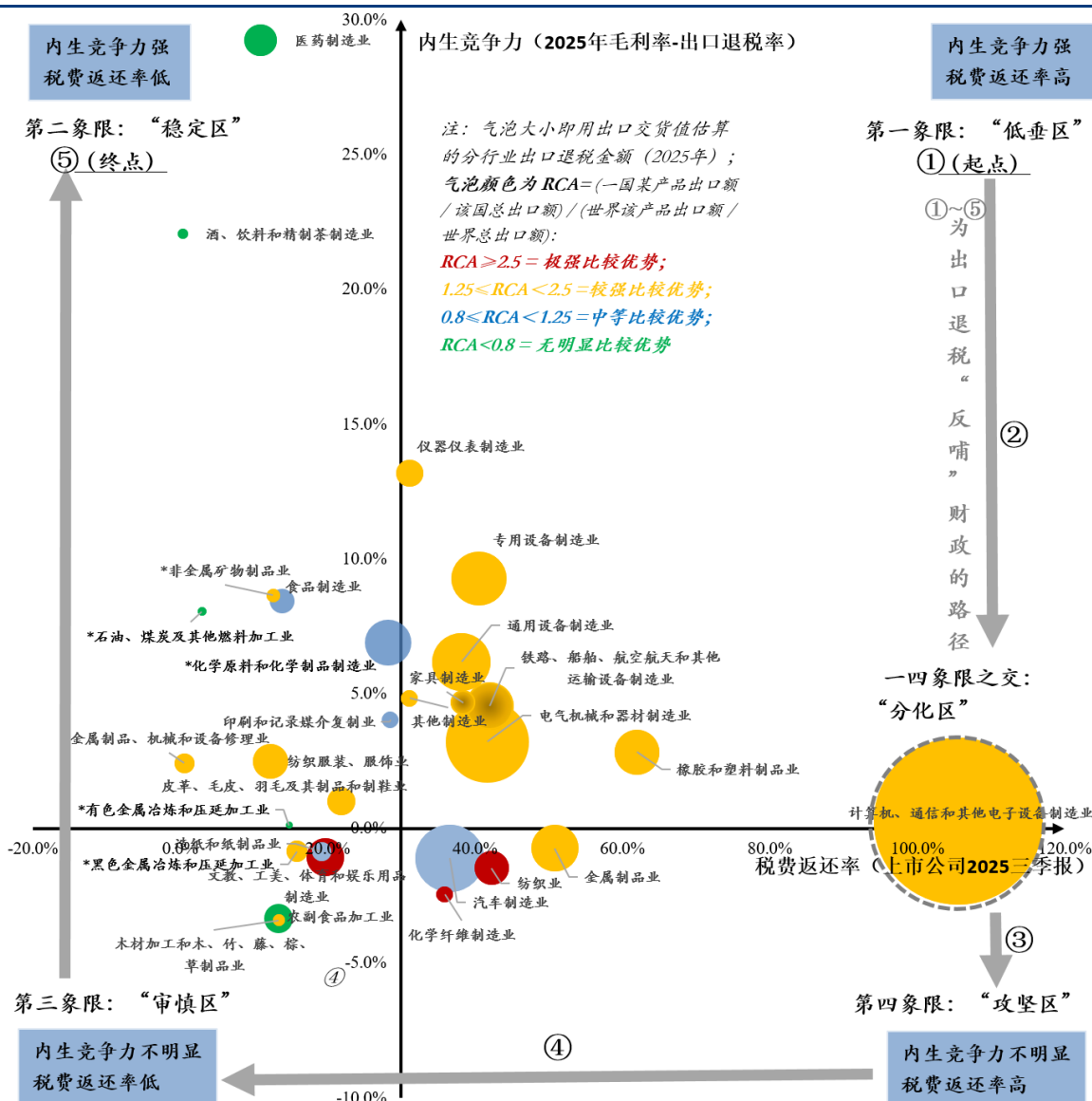
图表 13 出口退税集中在中游装备制造（2025 年）



资料来源：Wind，华创证券测算

“反哺”路径而言（图 14），基于“竞争力-返还率”分析框架，“行业”是重要标尺：内生竞争力强、税费返还率高的行业，出口退税政策具备优先调整的条件：包括电气、通用设备、专用设备、运输设备、橡胶塑料、仪器仪表、家具、其他制造以及电子（非半导体）；如财政部综合司司长李先忠 1 月 20 日所述，“（取消光伏等产品出口退税）有利于引导产业结构合理调整，促进产业转型升级，综合整治‘内卷式’竞争”。

图表 14 出口退税“反哺”财政的“竞争力-返税率”分析框架



资料来源：Wind，华创证券测算 注：出口退税率以13%为主，若跨区间则统一取中值；*为“两高一资”行业，分类是基于数据分布特征的初步划分，旨在提供一种分析框架，不同阈值可能导致归类结果发生变化

“反哺”弹性而言（图 15），如果出口退税政策调整，我们测算未来三年每年“反哺”财政的空间或约 1900~3300 亿（详见《当中游足够强：从“受哺”退税到“反哺”财政——战略看多中游制造系列八》）。

图表 15 出口退税“反哺”财政的弹性

单位：亿元	合计	第一象限	一、四象限之交	第四象限	第三象限	第二象限
出口退税“反哺”财政的路径	-	①内生竞争力强，税费返率高	②类似第一象限（半导体相关行业以外）	③内生竞争力不强，税费返率高	④内生竞争力不强，税费返率低	⑤内生竞争力强，税费返率低
出口退税规模E	19170	5566	8237	2418	943	2005
出口退税占比E	-	29.0%	43.0%	12.6%	4.9%	10.5%
未来3年每年反哺财政空间E1（乐观）	3318	1855	1043	322	26	71
未来3年每年反哺财政空间E2（中性）	2484	1392	782	242	26	42
未来3年每年反哺财政空间E3（保守）	1940	1113	626	161	26	14

资料来源：Wind，华创证券测算，基于 2025 年值，测算仅为宏观量级感知，实际情况视后续政策是否调整及具体节奏

二、3月财政数据点评

（一）收入端：税收收入同比增速创去年10月以来新高，个人所得税高增主因年终奖春节错位，地产相关税拖累幅度扩大

3月，一般公共预算收入增幅扩大（6.9%，1-2月0.7%），一季度，一般公共预算收入同比增长2.4%；收入规模为年初预算的27.9%，进度为2021年以来最快。

其中，税收收入同比转正（9.1%，1-2月0.1%），非税收入同比增幅收窄（2.2%，1-2月3.4%）。

从税收收入拉动结构看，主要拉动来自个人所得税和外贸相关税，主要拖累来自地产相关税：

个人所得税，3月同比增长188%，拉动税收收入增速（同比，下同）6.9个百分点（1-2月为拖累0.8个百分点），主因年终奖春节错位：据财政部此前所述，“（1-2月）个人所得税下降6.9%，主要是去年春节较早，集中发放2024年年终奖金分红缴纳的个人所得税入库较早、抬高基数，而今年春节在2月中下旬，相关税收将延后入库，并相应带动3月份个人所得税增幅明显回升”。

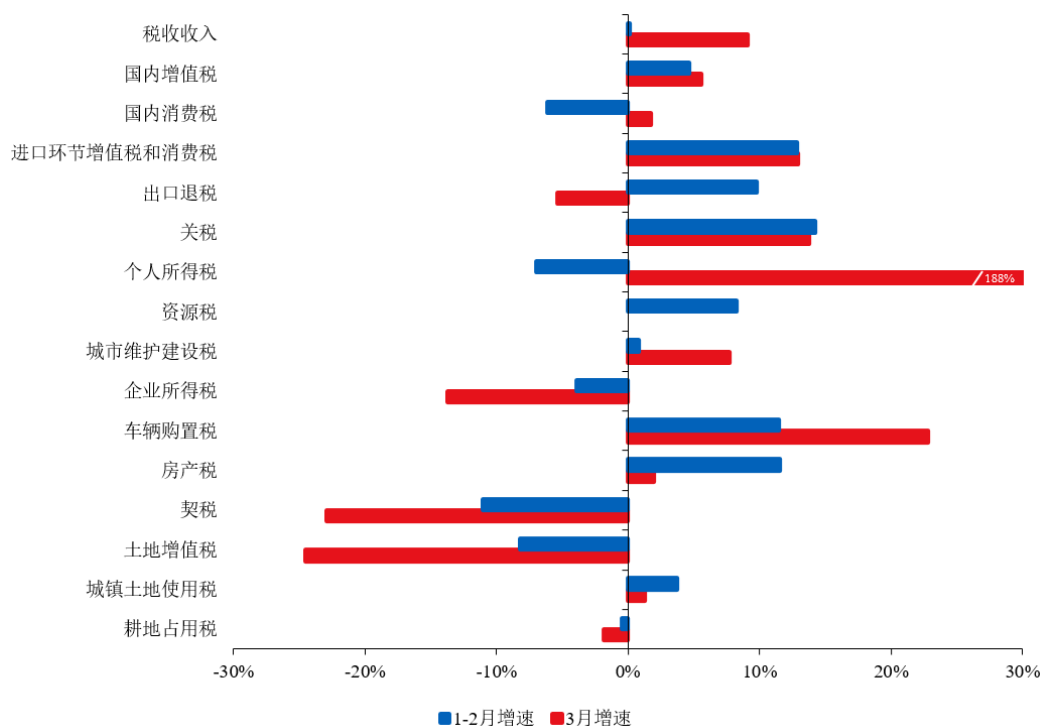
外贸相关税，3月拉动税收收入增速3.1个百分点（1-2月为拖累0.3个百分点），其中进口环节税拉动1.9个百分点，反映3月大宗涨价背景下的进口超预期高增；出口退税拉动1.2个百分点，反映3月出口数据不及市场预期；后续关注中游制造“反哺”财政（财政部 税务总局：2026年4月1日起，取消光伏等产品增值税出口退税。自2026年4月1日起至2026年12月31日，将电池产品的增值税出口退税率由9%下调至6%）。

地产相关税，3月拖累税收收入增速2.4个百分点（1-2月为拖累0.2个百分点），和卖地收入降幅仍大（-22.6%，1-2月-25.2%）相互验证，反映土地市场仍承压。

此外，企业所得税增速降幅扩大（-13.8%，1-2月-3.9%），后续将随工业企业利润回升：据财政部，“主要是汇算清缴上年企业所得税规模同比有所减少，随着今年以来规模以上工业企业利润增长势头良好，一季度企业所得税预缴规模同比增长4.8%。”

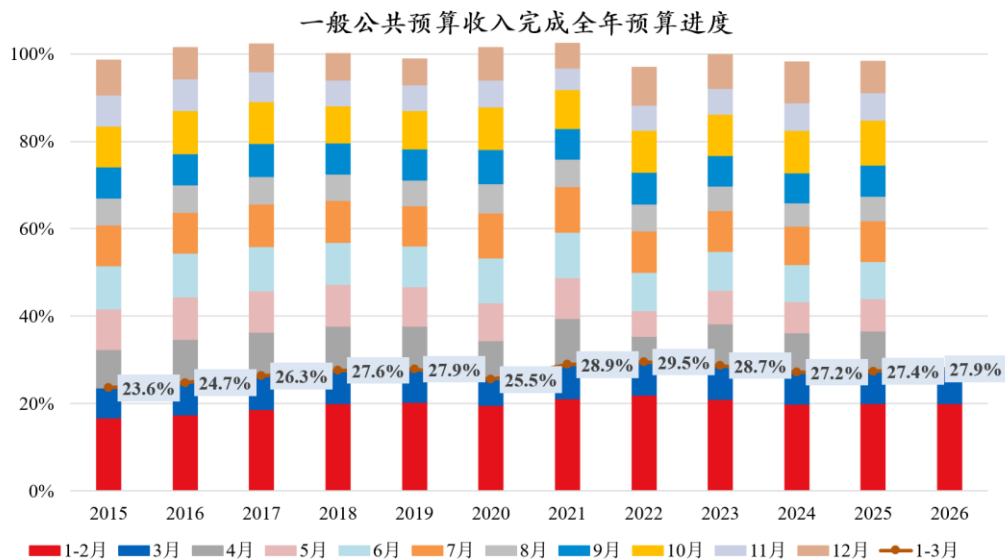
一季度非税收入同比小幅增长（2.9%），反映地方积极盘活资产：据财政部，“国有资产（资产）有偿使用收入增长7.5%，主要是地方多渠道盘活资产，行政事业单位国有资产处置、出租、出借收入等增加”。

图表 16 一般公共预算收入分项增速



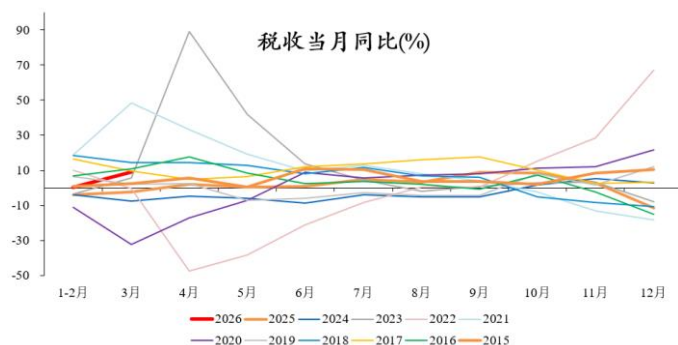
资料来源: Wind, 华创证券

图表 17 一般公共预算收入进度

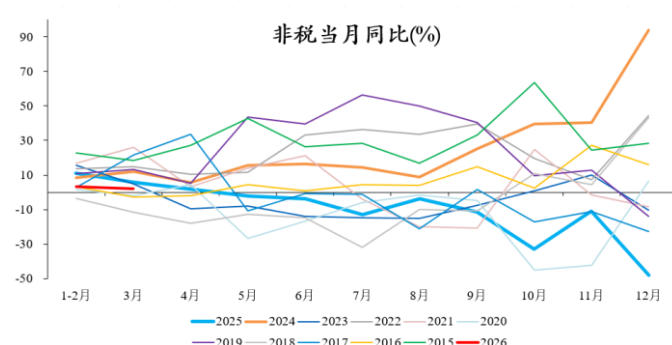


资料来源: Wind, 华创证券

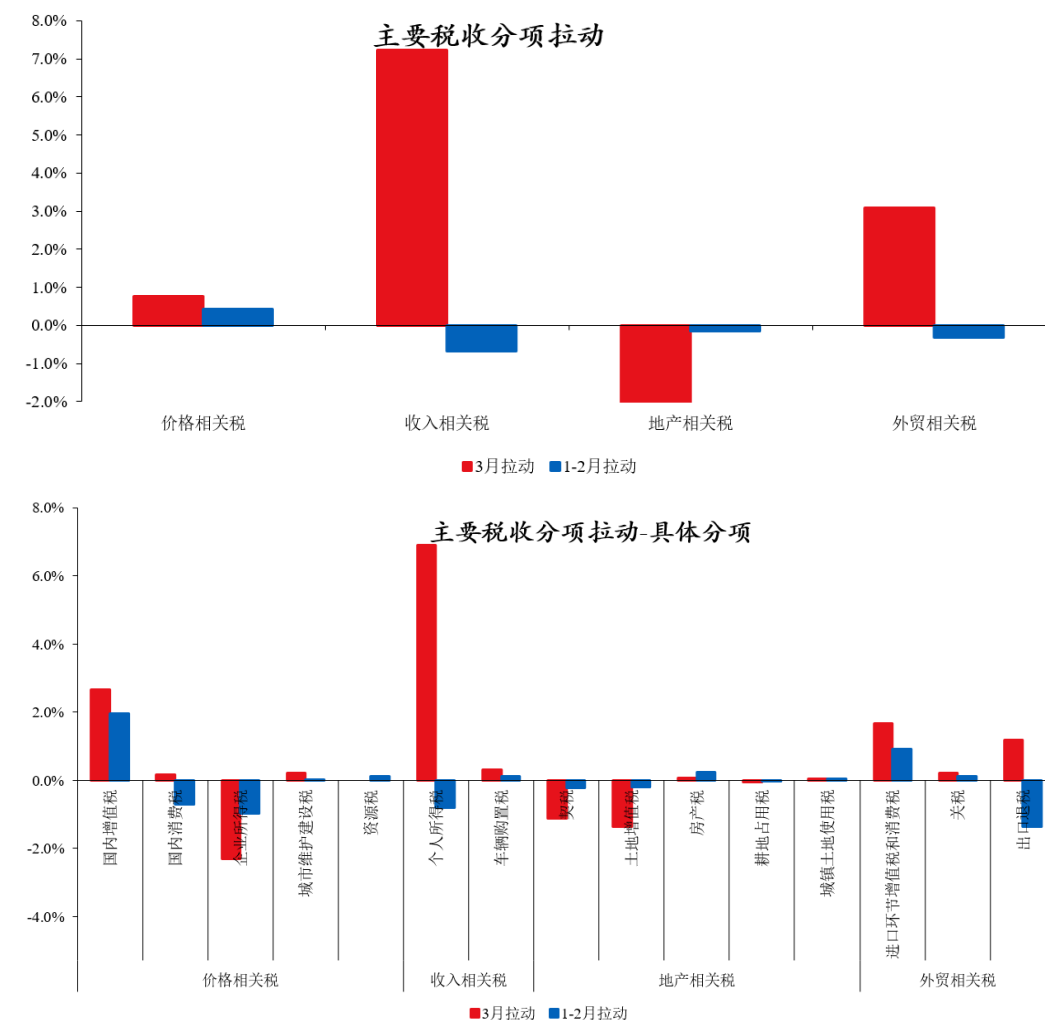
图表 18 税收收入增速



图表 19 非税收入增速



图表 20 税收收入分项拉动

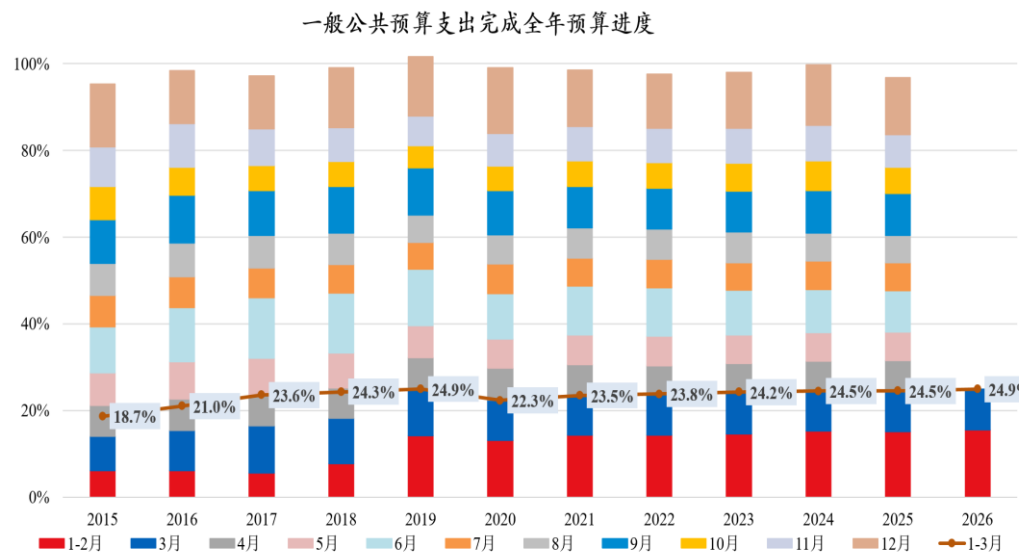


（二）支出端：持续倾斜民生类支出，一季度进度近 5 年最快

3 月一般公共预算支出增幅收窄（1%，1-2 月 3.6%），一季度，一般公共预算支出同比增长 2.6%；支出规模为年初预算的 24.9%，进度为近 5 年最快。

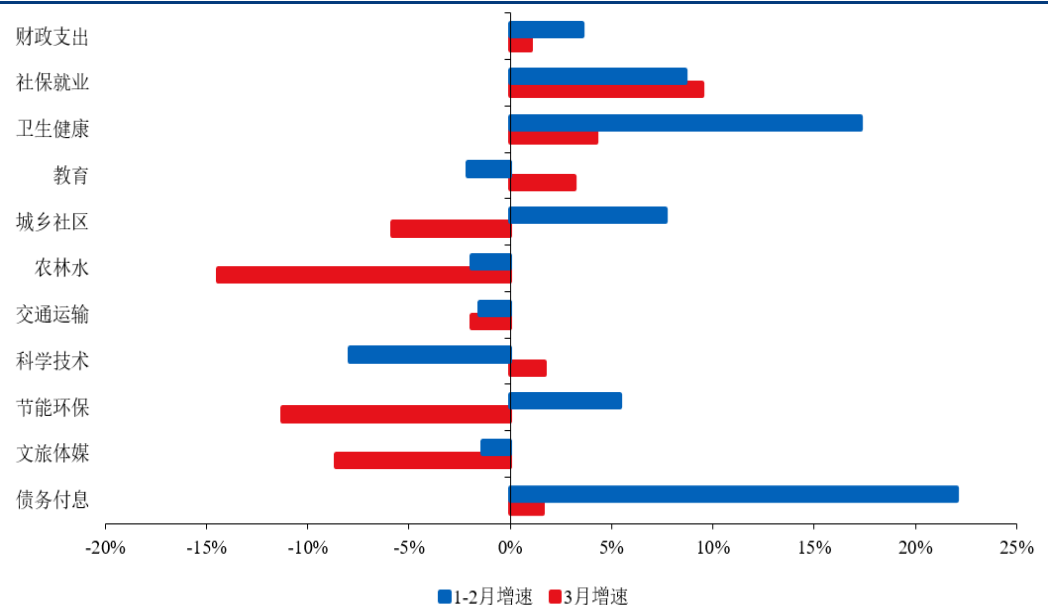
分支出类型看，持续倾斜民生类支出：三项代表性民生类支出（社保就业、卫生健康、教育）合计拉动支出增速 2.5 个百分点（1-2 月拉动 2.6 个百分点）；基建类支出（城乡社区、交通运输、农林水）合计拖累支出增速 1.5 个百分点（1-2 月拖累 0.4 个百分点）。科技环保支出合计拖累支出增速 0.2 个百分点（1-2 月拖累 0.1 个百分点）。

图表 21 一般公共预算支出进度



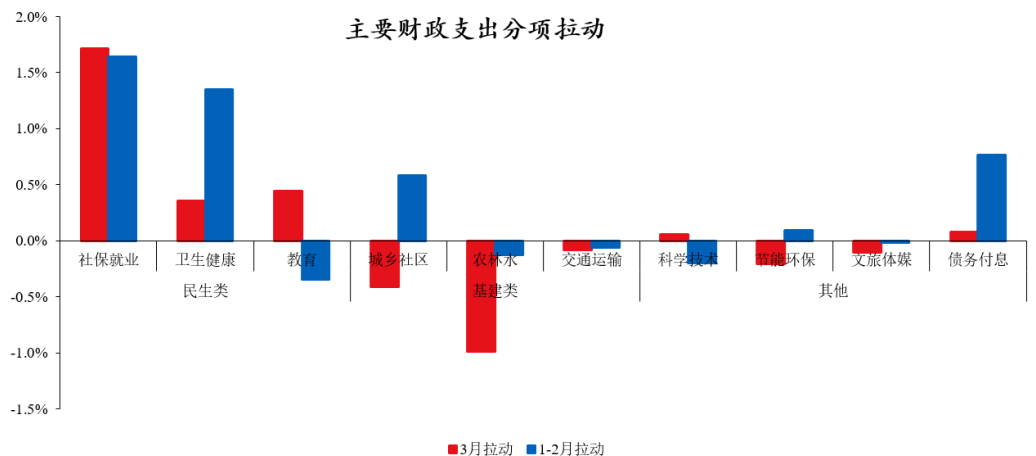
资料来源：Wind，华创证券

图表 22 一般公共预算支出分项增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 23 一般公共预算支出分项拉动



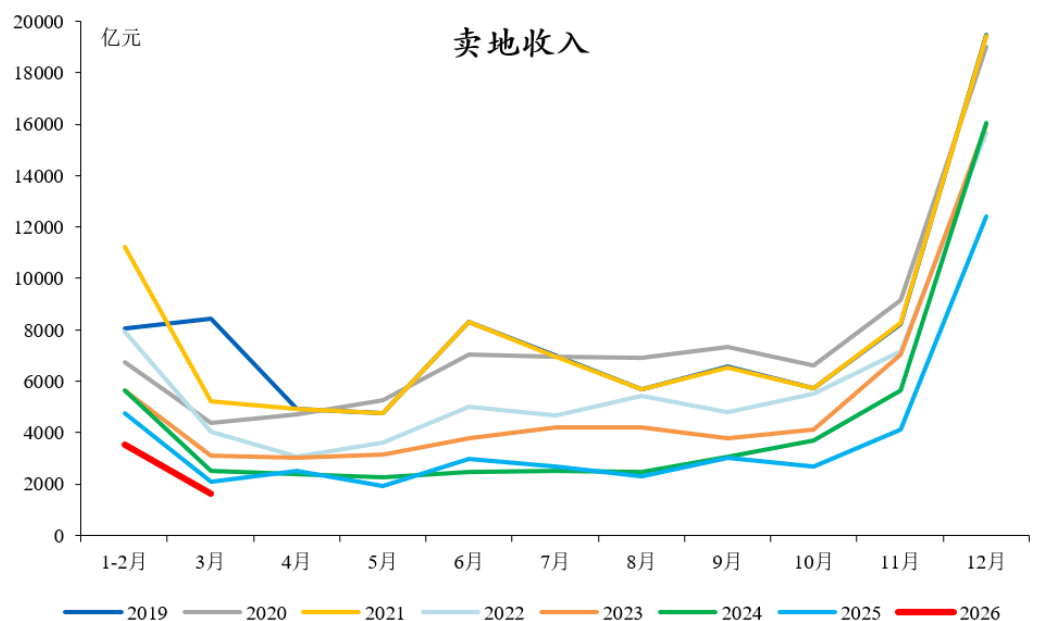
资料来源: Wind, 华创证券

(三) 广义财政: 土地市场仍承压, 专项债发行边际放缓

3月政府性基金收入降幅继续扩大(-16.7%, 1-2月-16%), 主要是卖地收入延续波动(-22.6%, 1-2月-25.2%), 和地产相关税相互验证, 反映土地市场仍承压。

政府性基金支出增速转负(-14.2%, 1-2月16%), 主要是3月新增专项债发行边际放缓(3357亿, 去年同期为3634亿), 拖累3月广义财政支出增速转负(-2.5%, 1-2月6.1%)。

图表 24 卖地收入



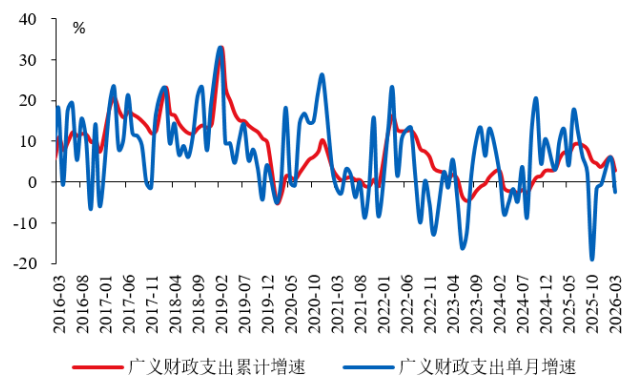
资料来源: Wind, 华创证券

图表 25 广义财政收入增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 26 广义财政支出增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 27 财政收支一览

单位: %	当月同比													
分项	2026-03	2026 1-2	2025-12	2025-11	2025-10	2025-09	2025-08	2025-07	2025-06	2025-05	2025-04	2025-03	2025 1-2	
公共财政收入														
全国财政收入	6.9	0.7	-25.0	0.0	3.2	2.6	2.0	2.6	-0.3	0.1	1.9	0.3	-1.6	
中央财政收入	20.5	-1.7	-50.3	-4.2	2.3	3.5	2.0	2.2	-1.8	0.4	1.6	-5.3	-5.8	
地方财政收入	1.2	2.6	4.1	4.1	4.0	2.0	2.0	3.1	0.6	-0.1	2.1	2.8	2.0	
公共财政支出														
全国财政支出	1.0	3.6	-1.8	-3.7	-9.8	3.1	0.8	3.0	0.4	2.6	5.8	5.7	3.4	
中央财政支出	5.7	4.5	1.7	4.9	-1.0	3.2	2.8	7.4	7.4	11.0	9.2	9.4	8.6	
地方财政支出	0.3	3.5	-2.3	-5.1	-11.9	3.1	0.4	2.2	-0.7	0.9	5.1	5.2	2.7	
公共财政收入分项														
税收收入	9.1	0.1	-11.5	2.8	8.6	8.7	3.4	5.0	1.0	0.6	1.9	-2.2	-3.9	
主要税种														
国内增值税	5.5	4.7	-2.2	3.3	7.2	7.6	4.4	4.3	5.0	6.1	0.9	4.9	1.1	
企业所得税	-13.8	-3.9	-18.3	-5.2	7.3	19.6	33.4	6.4	2.7	0.0	4.0	16.0	-10.4	
个人所得税	188.7	-7.0	11.4	11.4	27.3	16.7	9.7	13.9	6.8	12.3	9.0	-58.5	26.7	
国内消费税	1.7	-6.2	-3.9	3.3	4.4	3.8	0.9	5.4	2.0	0.4	0.5	9.6	0.3	
地产相关税种														
契稅	-22.9	-11.1	-12.4	-10.1	-14.9	-8.4	-18.3	-16.4	-7.5	-18.9	-15.0	-6.4	-21.7	
土地增值税	-24.5	-8.2	8.5	-12.8	-17.0	-10.6	-25.8	-20.1	-20.3	-22.3	-8.7	-10.0	-22.0	
房产税	2.0	11.5	10.4	13.3	7.2	13.2	19.1	7.8	20.7	9.5	6.9	22.5	9.9	
城镇土地使用稅	1.3	3.8	7.7	6.1	-0.3	0.9	24.4	6.4	9.0	7.7	3.2	6.2	5.2	
耕地占用稅	-1.8	-0.5	-13.7	0.0	36.2	10.4	13.7	16.0	9.6	1.1	15.7	0.4	-4.0	
外贸相关税种														
进口环节增值税和消費稅	12.9	12.9	-5.6	-2.6	3.1	2.0	-11.2	-5.9	-4.3	-6.2	-0.8	-7.6	-9.4	
关税	13.8	14.2	-0.9	-2.5	9.7	10.9	-7.0	0.0	0.0	1.9	-5.1	-12.1	-16.2	
出口退稅	-5.4	9.8	84.5	-14.9	-14.8	4.2	3.9	-5.6	11.7	7.3	5.7	8.3	16.9	
非稅收入	2.2	3.4	-47.9	-10.8	-33.0	-11.4	-3.8	-12.9	-3.7	-2.2	1.7	5.9	11.0	
公共财政支出分项														
民生类支出														
教育	3.2	-2.1	-4.3	1.2	-2.9	4.5	4.0	4.6	2.4	3.5	6.0	7.9	7.7	
科学技术	1.7	-7.9	-2.9	27.4	-0.9	26.6	1.7	-30.5	18.1	20.1	5.3	-4.8	10.5	
文化旅游体育与传媒	-8.6	-1.4	5.3	-8.3	-13.1	2.4	-2.6	7.0	3.2	16.2	0.8	2.4	5.0	
社会保障和就业	9.5	8.7	-7.4	-6.7	-0.1	8.8	10.9	13.1	8.2	11.1	9.6	9.0	5.5	
卫生健康	4.2	17.3	12.1	32.5	-21.3	2.1	2.5	14.2	5.6	3.5	10.2	4.5	0.3	
节能环保	-11.2	5.4	3.1	3.6	-11.8	22.6	29.8	-5.3	5.8	4.6	5.5	16.3	1.0	
债务付息	1.6	22.1	13.8	0.8	-8.7	6.3	2.9	8.9	-6.3	4.4	-3.0	16.0	19.7	
基建类支出														
城乡社区事务	-5.8	7.7	12.7	-16.6	-24.0	-11.6	-16.8	2.9	-8.1	-8.4	6.8	0.6	-6.6	
农林水事务	-14.4	-1.9	-11.0	-28.0	-32.8	-6.9	-22.9	-6.9	-10.0	-11.5	-6.1	2.5	-10.5	
交通运输	-1.9	-1.5	-4.8	-2.9	-14.8	22.3	18.1	-5.5	-12.7	-3.0	10.6	-8.1	2.4	
政府性基金收支														
全国政府性基金收入	-16.7	-16.0	-11.7	-15.8	-18.4	5.6	-5.7	8.9	20.8	-8.1	8.1	-11.7	-10.7	
地方国有土地使用权出让收入	-22.6	-25.2	-22.9	-26.8	-27.3	-1.0	-5.8	7.2	21.9	-14.6	4.3	-16.5	-15.7	
全国政府性基金支出	-14.2	16.0	1.5	2.8	-38.2	0.4	19.8	42.4	79.2	8.8	44.7	27.9	1.2	
广义财政收支														
广义财政收入	3.4	-1.4	-18.5	-5.2	-0.6	3.2	0.3	3.6	2.8	-1.2	2.7	-1.7	-2.9	
广义财政支出	-2.5	6.1	-0.7	-1.7	-19.1	2.3	6.0	12.1	17.6	4.0	12.9	10.1	2.9	

资料来源: Wind, 华创证券

宏观组团队介绍

研究所副所长、首席宏观分析师：张瑜

研究方向：长期从事国内外宏观经济、大类资产配置、人民币汇率及金融市场等方面研究。现任华创证券研究所副所长、宏观经济研究主管、首席宏观分析师，曾任民生证券投资决策委员会委员、首席宏观分析师、资产配置与投资战略研究中心负责人。目前还兼任中国人民大学国际货币研究所研究员，中国人民大学财税研究所兼职研究员，澳门城市大学经济研究所特约研究员，中国金融四十人论坛（CF40）青年论坛会员，中国保险资产管理业协会资管百人。作为首席带队连续多年获得资本市场奖项。2019 至 2021 年，连续多年获新财富最佳分析师、水晶球最佳分析师、新浪金麒麟最佳分析师、上证报最佳宏观经济分析师、金牛最具价值分析师、21 世纪金牌分析师、Wind 金牌分析师及路演领军人物等奖项。2022 年最新获奖详情：新财富最佳分析师第三名、水晶球最佳分析师第二名、上证报最佳分析师第二、中证报最佳分析师第二、新浪金麒麟最佳分析师第三。

副组长、高级分析师：陆银波

研究方向：宏观政策、经济增长及行业比较。中国人民大学汉青研究院数量经济学硕士研究生，统计学院数学与经济学双学士学位，CPA，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于中信证券股权衍生品部、另类投资部，主要负责可转债研究及大类资产配置，具有六年证券从业经历。凤凰卫视、第一财经等特约连线评论员，对外经济贸易大学特聘讲师。作为核心成员，连续两年获得资本市场多个奖项，包括 2020-2022 年新财富最佳分析师等。

高级研究员：文若愚

研究方向：金融利率，流动性分析，信用扩张等方面。美国得克萨斯大学达拉斯分校硕士，2021 年加入华创证券研究所。具有四年宏观研究经验，曾任职于华融证券，长江证券，期间多次在国内金融市场研究，北大金融评论，中国货币市场等学术期刊发表研究文章。作为团队成员获得“远见杯”中国经济，全球市场预测双冠军。2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：高拓

研究方向：财政政策。麦克马斯特大学金融学硕士，CFA，2019 年加入华创证券研究所。具有多年海外宏观与大宗商品策略研究经验，曾在加拿大任职于海外大宗商品基金，回国后任财富管理公司研究部负责人，长期在新浪财经、扑克财经、华尔街见闻等多家财经平台担任特约专栏作者。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

高级分析师：殷雯卿

研究方向：海外宏观与大类资产。中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。曾任职于兴业证券经济与金融研究院，主要负责贵金属研究，具有四年海外宏观与大宗商品研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

分析师：付春生

研究方向：全球通胀和海外经济。中国人民大学金融硕士，2020 年加入华创证券研究所，具有 3 年宏观研究经验。2020-2022 年新财富最佳分析师团队核心成员。

研究员：李星宇

研究方向：大类资产。清华大学金融硕士，2021 年加入华创证券研究所。

助理研究员：夏雪

研究方向：海外宏观。中国人民大学金融硕士，2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：袁玲玲

研究方向：政策研究。 南开大学金融硕士。2022 年加入华创证券研究所。

助理研究员：韩港

研究方向：国内基本面。 南开大学经济学硕士，2023 年加入华创证券研究所。



更多调研关注公众号：调研纪要更新

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	张婷	北京机构销售副总监		zhangting3@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	顾翎蓝	资深销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	刘颖	资深销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	阎星宇	销售经理		yanxingyu@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	吴昱颖	销售经理		wuyuying@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	张嘉慧	资深销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	王春丽	资深销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
	王越	高级销售经理		wangyue5@hcyjs.com
	汪丽燕	销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	温雅迪	销售经理		wenyadi@hcyjs.com
	胡丁琳	销售经理		hudinglin@hcyjs.com
	付雅琦	销售经理		fuyaqi@hcyjs.com
	许馨匀	销售助理		xuxinyun@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	祁继春	上海机构销售副总监		qijichun@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	资深销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	郭静怡	高级销售经理		guojingyi@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	吴菲阳	资深销售经理		wufeiyang@hcyjs.com
	朱涨雨	高级销售经理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	高级销售经理		likaiyue@hcyjs.com
	张豫蜀	销售经理	15301633144	zhangyushu@hcyjs.com
	刘雯	销售经理		liuwen@hcyjs.com
	章依若	销售经理		zhangyiruo@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	王世韬	高级销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	机构服务部总经理助理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	副总监	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	副总监	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹珂	高级销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	赵毅	销售经理		zhaoyi@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系

基准指数说明:

A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500/纳斯达克指数。

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;

推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;

中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;

回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;

回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所



人在草木间

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522