



2020年4月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- **经济景气程度回落。**4月，官方制造业PMI为50.8，较3月回落1.2个百分点。大型和中型企业制造业PMI为51.1和50.2，分别较3月回落1.5和1.3个百分点；小型企业制造业PMI为51.0，较3月回升0.1个百分点。
- **工业增速回调。**4月全国规模以上工业增加值同比增长3.9%，较3月回升5.0个百分点。分大类看，制造业同比增长5.0%，较3月回升6.8个百分点；采矿业增加值同比增长0.3%，较3月回落3.9个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长0.2%，较3月回升1.8个百分点；通用设备和专用设备增加值同比增长7.5%和14.3%，较3月回升12.9和16.5个百分点。
- **消费仍处低谷，网上零售优势凸显。**4月，社会消费品零售总额同比下降7.5%，较3月少降8.3个百分点；汽车类销售同比零增长，较3月少降18.1个百分点。1-4月网上零售额同比增速1.7%，较1-3月回升2.5个百分点。其中实物商品网上零售额同比增长8.6%，较1-3月增加2.7个百分点，占社会消费品零售总额的比重进一步上升到24.1%。
- **固定资产投资降幅收窄。**1-4月，全国固定资产投资累计同比下降10.3%，较1-3月少降5.8个百分点。其中，制造业投资累计同比下降18.8%，较1-3月少降6.4个百分点；第三产业中的基础设施投资累计同比下降11.8%，较1-3月少降7.9个百分点；房地产开发投资累计同比下降3.3%，较1-3月少降4.4个百分点。1-4月，商品房销售面积累计同比下降19.3%，较1-3月少降7.0个百分点；新开工面积累计同比下降18.4%，较1-3月少降8.8个百分点。
- **出口改善，进口下挫。**4月，美元计价出口金额同比增速3.5%，较3月回升10.1个百分点。出口改善主因年初出口订单交付时滞3个月左右。进口金额同比下降14.2%，较3月多降13.2个百分点。4月，贸易顺差453亿美元，较3月扩大254亿美元。分国家和地区来看，对美国、日本和韩国出口同比增速为2.2%、33.0%和8.4%，分别较3月回升23.0、34.4和7.0个百分点；对欧盟出口同比增速为-4.5%，较3月少降19.7个百分点；对东盟出口同比增速为4.2%，较3月降低3.5个百分点。
- **CPI和PPI均回落。**4月，CPI同比增速3.3%，较3月回落1.0个百分点。核心CPI同比增速为1.1%，较3月回落0.1个百分点；非食品价格同比增速为0.4%，较3月回落0.3个百分点；食品价格同比增速为14.8%，较3月回落3.5个百分点。4月PPI同比增速-3.1%，较3月多降1.6个百分点。其中，生产资料和生活资料出厂价格同比增速分别为-4.5%和0.9%，较3月回落2.1和0.3个百分点。

宏观经济运行环境

- **外部经济陷入衰退。**4月摩根大通全球综合 PMI 为 26.5，较 3 月回落 12.7 个百分点；摩根大通全球制造业 PMI 为 39.8，较 3 月回落 7.5 个百分点。美国制造业 PMI 从 3 月 49.1 回落至 41.5，欧元区制造业 PMI 从 3 月 44.5 回落至 33.4，日本制造业 PMI 从 3 月 44.8 回落至 41.9。CRB 大宗商品现货价格环比下降 7.7%。
- **广义信贷回升。**4 月，M1 同比增速为 5.5%，较 3 月回升 0.5 个百分点；M2 同比增速为 11.1%，较 3 月回升 1.0 个百分点。广义信贷（现有口径下社会融资规模-股权融资）存量同比增速为 12.2%，较 3 月回升 0.5 个百分点。4 月，新增广义信贷 3.1 万亿，较 3 月减少 2.1 万亿。其中，政府新增债务（国债+地方债+专项债）0.3 万亿，较 3 月减少 0.3 万亿；企业新增债务 2.1 万亿（包括地方融资平台企业新增债务），较 3 月减少 1.5 万亿，包括银行贷款减少 1.1 万亿，表外融资减少 0.2 万亿，企业债券减少 0.01 万亿；居民新增债务 0.7 万亿，较 3 月减少 0.3 万亿。
- **7 天回购利率下降。**7 天银行间质押式回购利率 4 月均值为 1.57%，较 3 月下降 47 个基点。3 个月 SHIBOR 与 3 个月国债收益率之差来代表的短期流动性利差较 3 月下降 4 个基点至 0.51%；10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差来代表的期限利差上升 50 个基点至 1.29%；10 年期 AA 级债券收益率与 10 年期国债收益率之差来代表的信用利差上升 7 个基点至 2.12%。

近期展望和风险提示

- 外部经济陷入衰退，全球贸易负增长，工业品价格通缩，全球资本市场处于高波动时期。
- 随着疫情控制情况好转，经济自发性恢复动力。但是在外需剧烈下行、工业品价格低迷、企业资产负债表恶化、对新冠疫情仍存在普遍恐惧心理以及防止疫情死灰复燃的各种防控措施的多方面压力下，经济恢复力量孱弱，距离正常经济活动水平还有很大距离。
- 新增就业面临压力，工业品价格低迷。

诊断建议

- 做好纾困与保就业工作。提高对居民和失业群体的直接现金补贴。加紧创造新的就业机会。政府建设项目尽快开工；放宽服务业行业准入标准，部分新设立企业享受 1-2 年的税收和房屋租金政策优惠；提高公共管理服务的就业岗位。
- 降低利率，确保市场流动性充裕，对房地产企业和住房抵押贷款政策的正常化。
- 财政政策在应对疫情冲击中应该发挥主导作用。尽快发行特别国债弥补政府收支缺口，支持公益和准公益类基建项目建设。
- 加快都市圈建设，推动相关的土地和公共服务政策改革，帮助流动人口在城市落户安家。
- 助力数字经济发展，进一步释放潜在优势。

作者：张斌 张佳佳

联系人：张佳佳 zhangjj@cf40.org.cn

Macro Doctor 宏观经济运行检验报告单

投资	当月	上月	Z-Score	出口	当月	上月	Z-Score
固定资产投资	-10.3	-16.1	-2.7	出口	3.5	-6.6	0.2
制造业投资	-18.8	-25.2	-3.0	季调后出口	2.2	-6	-0.1
劳动密集型	2.8	3.3	-1.5	高新技术产品	-6.3	-12.2	-0.9
资本密集型	2.9	3.4	-1.0	机电产品	-8.5	-13.4	-1.2
技术密集型	7.5	8.2	-0.9	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	-7.8	-13.5	-2.6	实物	-7.5	-15.8	-2.7
房地产投资	-3.3	-7.7	-2.1	耐用品	-1.3	-19.2	-0.5
基础设施投资	-11.8	-19.7	-2.2	易耗品	-4.8	-11.1	-0.7
服务业投资	4.8	6	-1.8	服务			
存货投资				消费型服务业	-25.3	-14.1	-0.6
工业企业存货	7.8	4.1	0.7	交通通讯	-15.7	-10.3	-4.2
产成品存货	14.9	8.7	2.4	教育文化娱乐	-43.5	-21.9	-4.8
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	3.9	-1.1	-0.3	CPI	3.3	4.3	1.1
轻工业	5.8	1.2	2.1	食品	14.8	18.3	1.7
重工业	-10.3	7.8	-1.0	非食品	0.4	0.7	-2.2
服务业增加值	-16	-21.4	-2.5	核心CPI	1.1	1.2	-2.1
零售	-1	-11	-1.3	消费品	4.7	6.2	1.4
交运仓储邮政	-30.6	-43.3	-3.3	服务	0.9	1.1	-2.2
金融	1	2.9	-0.1	PPI	-3.1	-1.5	-0.9
房地产	-36.4	-47	-2.1	生产资料	-4.5	-2.4	-1.0
				生活资料	0.9	1.2	0.8

注：

- (1) 服务业增加值更新至 2020 年 3 月，其余均更新至 2020 年 4 月。
- (2) 劳动密集型制造业包括 12 个两位数行业：农副食品加工业，食品制造业，酒、饮料和精制茶制造业，烟草制品业，纺织业，纺织服装、服饰业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业，家具制造业，造纸和纸制品业，印刷和记录媒介复制业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业。资本密集型制造业包括 16 个两位数行业：石油加工、炼焦和核燃料加工业，化学原料和化学制品制造业，医药制造业，化学纤维制造业，橡胶和塑料制品业，非金属矿物制品业，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。技术密集型制造业包括 7 个两位数行业：通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业。
- (3) 轻工业包括：农副食品加工业，食品制造业，酒、饮料和精制茶制造业，烟草制品业，纺织业，纺织服装、服饰业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业，家具制造业，造纸和纸制品业，印刷和记录媒介复制业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业，医药制造业，化学纤维制造业，橡胶和塑料制品业。重工业包括：煤炭开采和洗选业，石油和天然气开采业，黑色金属矿采选业，有色金属矿采选业，非金属矿采选业，其他采矿业，石油加工、炼焦和核燃料加工业，化学原料和化学制品制造业，非金属矿物制品业，黑色金属冶炼和压延加工业，有色金属冶炼和压延加工业，金属制品业，通用设备制造业，专用设备制造业，汽车制造业，铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业，电气机械和器材制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业，仪器仪表制造业，其他制造业，废弃资源综合利用业，电力、热力生产和供应业，燃气生产和供应业，水的生产和供应业。
- (4) 耐用品包括零售额中的汽车类、家具类、家用电器和音像器材类、通讯器材类、金银珠宝类和体育、娱乐用品类。易耗品=限额以上企业商品零售总额:当月值-耐用品。
- (5) 服务性消费增速以相应服务行业的用电量增速代理，具体包括：交通运输、仓储、邮政业，信息传输、计算机服务和软件业，商业、住宿和餐饮业，金融、房地产、商务及居民服务业，教育、文化、体育和娱乐业和卫生、社会保障和社会福利业等 6 大行业的用电量。
- (6) 服务业增加值增速包括增加值占比最高的四个服务性行业，即零售与批发业、交通运输业、金融业和房地产业。其中，零售与批发行业中假定批发行业增速与零售业增速相同，金融业包括银行业和证券业。实际增加值增速的核算方面，零售与批发采用单缩法，交通运输业采用物量外推法，金融业采用单缩法，房地产业采用双缩法。服务业增加值增速是以上四个行业的加权平均。
- (7) Z-Score 反映了当月数据偏离历史数据均值的程度，计算公式为：相对位置=
$$\frac{(x_t - \bar{x})}{sd_x}$$
。其中， \bar{x} 为过去 60 个月变量 x 的均值， sd_x 为同期 x 的标准差。

Macro Doctor 宏观经济环境检验报告单

货币与信贷	当月	上月	Z-Score	资产价格	当月	上月	Z-Score
M1	5.5	5	-0.7	10年国债收益率	2.5	2.7	-2.1
M2	11.1	10.1	0.6	7天银行间质押式回购利率	1.6	2	-2.8
社融存量累计同比	12	11.5	-0.3	短期流动性利差	0.5	0.6	-1.1
人民币贷款	13.1	12.7	-0.3	债券市场期限利差	1.3	0.8	2.3
外币贷款	12.6	7	2.8	债券市场信用利差	2.1	2	0.0
委托贷款	-6.1	-6.6	-0.9	70城市新建商品住宅价格	5.4	5.9	-0.5
信托贷款	-5.8	-5.6	-1.0	一线城市	3.3	3.5	-0.2
未贴现银行承兑汇票	-14.1	-16.3	-0.1	二线城市	5.8	6.2	-0.4
债券融资	19.4	17.5	0.5	三线城市	5.3	5.9	-0.6
股票融资	6	6	-1.0	CFETS指数	94.2	94.2	-0.2
外部经济环境	当月	上月	Z-Score	政府收支	当月	上月	Z-Score
摩根制造业PMI	39.8	47.3	-5.2	中央政府支出	2.1	4.5	-1.38
BDI指数	-14.1	-11.7	-0.6	地方政府支出	-3.7	-6.1	-2.65
CRB现货指数	-16.4	-8.4	-1.8	中央政府收入	-17	-11	-2.9
VIX指数	41.5	57.7	3.4	地方政府收入	-12	-12	-2.7

注：

- (1) 数据均来自 Wind，财政和房地产数据更新至 2020 年 3 月，其余均更新至 2020 年 4 月。CRB 现货综合指数、BDI 货运指数均取月内平均值的同比数据，美国 VIX 指数均取月内平均值的环比数据，CFETS 指数、3 个月的 SHIBOR、3 个月国债收益率、1 年期国债收益率、10 年期国债收益率和 10 年期 AA 级企业债收益率均取月内平均值的数据。社会融资规模存量指标及其子指标、CFETS 指标在 Wind 中数据维度均小于 5 年，在计算临界值范围时，使用已有的全部数据来计算标准差，其余指标均使用 5 年的滚动区间来计算标准差。
- (2) 社会融资规模为存量累计同比，短期贷款及票据融资、中长期贷款、居民户贷款及非金融性公司及其他部门均为金融机构新增人民币贷款累计值同比。贷款需求指数为中国人民银行的问卷调查，反映了银行家对贷款总体需求情况判断的扩散指数。
- (3) 摩根全球制造业 PMI，其中 50 为荣枯分水岭，高于 50 时，反映全球制造业经济扩展，低于 50 时，反映全球制造业经济收缩。
- (4) VIX 指数，其由芝加哥期权期货交易所（CBOE）在 1993 年开始编制。该指数的计算方法为，采用大量到期期限在一个月左右的虚值欧式看涨看跌期权，通过无模型方法直接计算得出。由于指数期权中隐含的是关于未来一个月波动率的预期，因此直接反映了投资者对未来市场的看法，故 VIX 也常被称作“恐慌指数”。当 VIX 升高时，代表投资者恐慌程度加大，VIX 降低时，代表投资者恐慌程度减弱。
- (5) 短期流动性利差选用 3 个月 SHIBOR 与 3 个月国债收益率之差，期限利差选用 10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差，信用利差选用十年期 AA 级债券收益率与 10 年期国债收益率之差，收益率数据均使用中债体系。
- (6) 中央政府收入累计同比、地方政府收入累计同比、中央政府支出累计同比及地方政府支出累计同比均为财政项和基金项之和的同比增速，如中央政府收入累计同比为中央财政收入累计值与中央政府性基金收入累计值之和的同比增速，其它指标类似。