



2021年3月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- **经济景气程度回升。**3月官方制造业PMI为51.9，较2月回升1.3个百分点。大型、中型和小型企业制造业PMI为52.7、51.6和50.4，分别较2月回升0.5、2.0和2.1个百分点。
- **工业部门保持较高活力。**3月全国规模以上工业增加值同比增长14.1%，环比增加0.6%，两年平均增长6.2%。分大类看，制造业同比增长15.2%，两年平均增长6.4%；采矿业增加值同比增长2.9%，两年平均增长3.5%；电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长13.9%，两年平均增长5.9%；通用设备和专用设备制造业同比增长20.2%和17.9%，两年平均增长6.6%和7.4%；汽车制造业同比增长40.4%，两年平均增长4.4%。
- **进出口强劲，贸易顺差收窄。**3月美元计价出口金额同比增长30.6%，两年平均增长10.3%，较2018-2019年同期增速均值回升4.8个百分点。进口金额同比增长38.1%，两年平均增长16.7%，较2018-2019年同期增速均值回升12.9个百分点。3月，贸易顺差138亿美元，较上月收窄241亿美元。分国家和地区来看，对美国、欧盟和韩国出口同比增速为53.3%、45.9%和20.9%，分别较2019年3月上升49.6、22.2和14.3个百分点；对日本和东盟出口同比增速为7.6%和14.4%，分别较2019年3月下降2.0和10.3个百分点。
- **消费偏弱。**3月社会消费品零售总额同比增长34.2%，环比增长1.75%，两年平均增长6.3%，较2018-2019年同期增速均值回落3.1个百分点；汽车类销售同比增长48.7%，两年平均增长10.4%。1-3月全国网上零售额同比增速29.9%。其中实物商品网上零售额同比增长25.8%，占社会消费品零售总额比重为21.9%。
- **固定资产投资小幅增长。**1-3月，全国固定资产投资累计同比增速25.6%，环比增长2.1%，两年平均增速为2.9%。民间固定资产投资累计同比增速26.0%，两年平均增长1.7个百分点。其中，制造业投资累计同比增长29.8%，两年平均下降2.0个百分点；第三产业中的基础设施投资累计同比增速29.7%，两年平均增长2.1个百分点；房地产开发投资累计同比增长25.6%，两年平均增长7.6个百分点。1-3月，商品房销售面积累计同比增长63.8%，两年平均增长9.9个百分点；新开工面积累计同比增长28.2%，两年平均下降3.4个百分点。
- **CPI和PPI均回升。**3月CPI同比增长0.4%，较2月回升0.6个百分点。其中，非食品价格同比增长0.7%，较2月回升0.9个百分点；食品价格同比下降0.7%，较2月多降0.5个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比增长0.3%，较2月回升0.3个百分点。受国际大宗商品价格上涨等因素影响，3月PPI同比增速4.4%，较2月回升2.7个百分点。

宏观经济运行环境

- **外部经济景气度持续改善，大宗商品价格显著上行。**3月摩根大通全球综合 PMI 为 54.8，较 2 月回升 1.6 个百分点；摩根大通全球制造业 PMI 为 55.0，较 2 月回升 1.1 个百分点。美国制造业 PMI 从 2 月 60.8 回升至 64.7，欧元区制造业 PMI 从 2 月 57.9 回升至 62.5，日本制造业 PMI 从 2 月 51.4 回升至 52.7。CRB 大宗商品现货价格环比增长 5.4%。
- **社融存量增速回落。**3 月 M1 同比增速为 7.1%，较 2 月回落 0.3 个百分点；M2 同比增速为 9.4%，较 2 月回落 0.7 个百分点。社会融资规模存量同比增速为 12.3%，较 2 月回落 1.0 个百分点。3 月，新增社融 3.3 万亿，较 2 月增加 1.6 万亿。其中，政府新增债务（国债+地方债+专项债）0.3 万亿，较 2 月增加 0.2 万亿；企业新增债务 1.9 万亿（包括地方融资平台企业新增债务），较 2 月增加 0.4 万亿；居民新增债务 1.1 万亿，较 2 月增加 1.0 万亿。
- **7 天回购利率回落。**7 天银行间质押式回购利率 3 月均值为 2.20%，较 2 月回落 23 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 2 月回升 8 个基点至 0.67%；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回升 2 个基点至 0.61%；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回落 7 个基点至 1.60%。

近期展望和风险提示

- 经济处于复苏阶段，出口和工业部门相对较好，消费仍未能充分摆脱疫情的负面影响，基建和固定资产投资增速处于低位。
- 核心 CPI 处于偏低水平，国内总需求仍然偏弱。在基期作用下未来价格同比增速有所回升，全年通胀压力有限。
- 未来国内经济的主要风险在于广义信贷增速、基建投资和房地产市场过度下滑和金融部门风险集中暴露。

诊断建议

- 需要宽松的政策环境支持总需求恢复，近期政策重点是保持较低且稳定的银行间市场融资利率进而保持较低的融资成本。
- 通过多种形式的改革试验区发掘新的经济增长点。不同的城市分别设立不同定位和功能的改革试验区，每个试验区初期可以侧重某一方面的改革。

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	25.6	35	2.5	出口	30.6	154.9	1.0
制造业投资	29.8	37.3	2.7	季调后出口	27.4	13.5	2.7
劳动密集型	2.8	3.3	-1.5	高新技术产品	49.2	58.1	3.2
资本密集型	2.9	3.4	-1.0	机电产品	53.5	64.7	3.5
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	24.1	34.6	2.1	实物	34.2	33.8	3.3
房地产投资	25.6	38.3	2.6	耐用品	44.8	10.2	3.8
基础设施投资	29.7	36.6	1.6	易耗品	27.1	3.4	3.1
服务业投资	4.8	6	-1.8	服务			
存货投资				消费型服务业	14.5	6.4	0.7
工业企业存货	9.1	5.2	0.9	交通通讯	11.5	3.9	0.3
产成品存货	8.6	7.5	0.7	教育文化娱乐	19.6	11.7	0.8
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	14.1	52.3	0.9	CPI	0.4	-0.2	-1.5
轻工业	18.9	6.9	3.3	食品	-0.7	-0.2	-0.8
重工业	7.8	-1.3	2.6	非食品	0.7	-0.2	-1.1
服务业增加值	76.1	5.8	5.8	核心CPI	0.3	-0.3	-2.2
零售	37.8	46.7	3.7	消费品	0.6	-0.3	-0.9
交运仓储邮政	69.2	20	4.3	服务	0.2	-0.1	-1.7
金融	1.9	1.3	0.1	PPI	4.4	1.7	0.8
房地产	214.1	15.9	5.3	生产资料	5.8	2.3	0.9
				生活资料	0.1	-0.2	-0.9

注：

- (1) 服务业增加值更新至 2020 年 2 月，其余均更新至 2021 年 3 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	7.1	7.4	-0.4	10年国债收益率	3.2	3.2	-0.1
M2	9.4	10.1	-0.1	7天银行间质押式回购利率	2.2	2.4	-1.2
社融存量累计同比	12.3	13.3	-0.2	短期流动性利差	0.7	0.6	-0.4
人民币贷款	13	13.5	-0.4	债券市场期限利差	0.6	0.6	0.2
外币贷款	-1.1	2.4	0.5	债券市场信用利差	1.6	1.7	-1.6
委托贷款	-2.8	-3.2	-0.4	70城市新建商品住宅价格	4.4	4.1	0.3
信托贷款	-19.2	-16.8	-1.5	一线城市	5.2	4.8	0.4
未贴现银行承兑汇票	14.1	32	1.3	二线城市	4.8	4.5	0.3
债券融资	11.7	15.1	-0.4	三线城市	3.9	3.6	0.3
股票融资	13.5	12.8	0.1	CFETS指数	97	96.6	1.7
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	55	53.9	1.3	中央政府支出	-11	-1.1	-2.97
BDI指数	235.7	225.6	3.2	地方政府支出	4.8	11.6	-1.13
CRB现货指数	29.7	17.9	3.6	中央政府收入	18.6	-7.5	1.2
VIX指数	21.8	23.1	0.5	地方政府收入	32.5	4.7	2.9

注：

- (1) 数据均来自 Wind，财政数据更新至 2020 年 2 月，其余均更新至 2021 年 3 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。