



2024年3月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- **经济景气程度重回扩张区间。**3月官方制造业PMI为50.8，较2月回升1.7个百分点。大型企业制造业PMI为51.1，较2月回升0.7个百分点；中型企业制造业PMI为50.6，较2月回升1.5个百分点；小型企业制造业PMI为50.3，较2月回升3.9个百分点。
- **工业生产平稳。**3月全国规模以上工业增加值同比增长4.5%，较1-2月回落2.5个百分点。分大类看，制造业同比增长5.1%，采矿业增加值同比增长0.2%，电力、热力、燃气及水生产和供应业同比增长4.9%。通用设备制造业同比持平，专用设备制造业同比增长0.9%，高技术制造业增加值同比增长7.6%。1-2月，全国规模以上工业企业利润总额同比增长10.2%。
- **出口同比增速回落，贸易顺差扩大。**3月美元计价出口金额同比增长-7.5%，较2月回落13.1个百分点。进口金额同比增长-1.9%，较2月回升6.3个百分点。3月贸易顺差585.5亿美元，较2月增加188.4亿美元。
- **消费增速放缓。**3月社会消费品零售总额同比增长3.1%，较2月回落2.4个百分点。其中，商品零售同比增长2.7%，较2月回落1.9个百分点；餐饮收入同比增长6.9%，较2月回落5.6个百分点。汽车类销售同比增长-3.7%，较2月回落12.4个百分点。1-3月全国网上零售额同比增速12.4%。其中，实物商品网上零售额同比增长11.6%，占社会消费品零售总额比重为23.3%。
- **固定资产投资维持稳定，房地产开发投资持续下降。**1-3月，全国固定资产投资累计同比增速4.5%，较1-2月回升0.3个百分点。民间固定资产投资累计同比增速0.5%，较1-2月回升0.1个百分点。其中，制造业投资累计同比增长9.9%；第三产业中的基础设施投资累计同比增长6.5%；房地产开发投资累计同比下降9.5%，较1-2月多降0.5个百分点。1-3月，商品房销售面积累计同比下降19.4%，较1-2月少降1.1个百分点；新开工面积累计同比下降27.8%，较1-2月少降1.9个百分点。
- **CPI小幅回落，PPI保持负增长。**3月CPI同比增长0.1%，较2月下降0.6个百分点。其中，非食品价格同比增长0.7%，较2月回落0.4个百分点；食品价格同比下降2.7%，较2月多降1.8个百分点。扣除食品和能源的核心CPI同比增长0.6%，较2月回落0.6个百分点。3月PPI同比增速为-2.8%，较2月多降0.1个百分点。其中，生产资料出厂价格同比增速为-3.5%，较2月多降0.1个百分点；生活资料出厂价格同比增速为-1.0%，较2月多降0.1个百分点。

宏观经济运行环境

- **外部经济平稳。**3月摩根大通全球综合 PMI 为 52.3，较 2 月回升 0.2 个百分点；摩根大通全球制造业 PMI 为 50.6，较 2 月回升 0.3 个百分点。3 月美国制造业 PMI 为 50.3，较 2 月回升 2.5 个百分点，欧元区制造业 PMI 从 2 月 46.5 回落至 3 月的 46.1，日本制造业 PMI 从 2 月的 47.2 回升至 3 月的 48.2。CRB 大宗商品现货价格环比上升 1.82%。
- **新增社融维持稳定。**3 月 M1 同比增速为 1.1%，较 2 月回落 0.1 个百分点；M2 同比增速为 8.3%，较 2 月回落 0.4 个百分点。社会融资规模存量同比增速为 8.7%，较 2 月回落 0.3 个百分点。3 月，新增社融 4.9 万亿，较 2 月回升 3.3 万亿。其中，政府新增债务（国债+地方债+专项债）0.46 万亿，较 2 月回落 0.14 万亿；企业新增债务 3.5 万亿（包括地方融资平台企业新增债务），较 2 月回升 2.0 万亿；居民新增债务 0.9 万亿，较 2 月回升 1.5 万亿。
- **7 天回购利率回升。**7 天银行间质押式回购利率 3 月均值为 2.11%，较 2 月回升 8 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 月回落 7 个基点至 0.53%；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较 2 月回落 2 个基点至 0.53%；10 年期 AAA 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较 2 月回升 8 个基点至 0.44%。

近期展望和风险提示

- 内需不足仍是当前经济恢复的主要掣肘。
- 大型房地产企业暴雷引发进一步的信用紧缩。
- 真实利率过高对全社会信用扩张形成拖累，市场自发需求不足。

诊断建议

- 政策利率每次下调 25 个 bp，持续下调直到实现核心 CPI 稳定在 2% 左右；新增 2-3 万亿 PSL 支持基础设施投资建设
- 充分实现预算支出；把握好压降地方债务规模节奏，避免公共部门与私人部门叠加的去杠杆
- 通过取消限购、降低房贷利率、对首套房购房者采取优惠贷款利率、帮助开发商化解商住楼、车位等沉淀资产等措施，改善房地产企业现金流；通过注入政府信用，阻断银行等金融系统对房地产企业的“挤兑”，帮助房地产企业恢复正常融资渠道

作者：张斌 于飞

联系人：于飞 yufei@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	4.5	4.2	-0.1	出口	-7.5	5.6	-0.7
制造业投资	9.9	9.4	0.3	季调后出口	28.1	30	1.9
劳动密集型	7.9	14	0.3	高新技术产品	-0.2	0.2	-0.3
资本密集型	10.1	11.7	0.1	机电产品	3.3	8.5	-0.3
技术密集型	13	14.4	0.2	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	0.8	1.2	-0.4	实物	3.1	5.5	-0.2
房地产投资	-9.5	-9	-1.1	耐用品	-2.4	6.2	-0.6
基础设施投资	6.5	6.3	0.2	易耗品	1.5	0.1	-0.4
服务业投资	1.6	4.9	-0.6	服务			
存货投资				消费型服务业	34.4	23.8	1.7
工业企业存货	0.8	0.4	-1.1	交通通讯	18.7	22.9	0.9
产成品存货	2.4	2.1	-1.1	教育文化娱乐	60.8	25.2	1.8
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	4.5	-12.7	-0.1	CPI	0.1	0.7	-1.0
轻工业	25.6	-0.8	3.2	食品	-2.7	-0.9	-0.9
重工业	-4.2	1.5	-0.6	非食品	0.0	1.1	-0.5
服务业增加值	0.4	-7.9	-0.2	核心CPI	0.6	1.2	-0.8
零售	2.8	6	-0.3	消费品	-0.4	-0.1	-1.0
交运仓储邮政	6.2	12.2	0.1	服务	0.8	1.9	-0.3
金融	0.5	-1.8	-0.6	PPI	-2.8	-2.7	-0.8
房地产	-2.8	-40.7	-0.1	生产资料	-3.5	-3.4	-0.8
				生活资料	-1.0	-0.9	-1.8

注：

- (1) 服务业增加值与工业企业存货数据更新至 2024 年 2 月，其余均更新至 2024 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-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	1.1	1.2	-1.5	10年国债收益率	2.3	2.4	-2.4
M2	8.3	8.7	-1.1	7天银行间质押式回购利率	2.1	2	-0.5
社融存量累计同比	8.7	9	-1.6	短期流动性利差	0.5	0.6	0.6
人民币贷款	9.2	9.7	-2.5	债券市场期限利差	0.5	0.6	-0.8
外币贷款	-3.6	-5.3	0.1	债券市场信用利差	0.4	0.4	-1.9
委托贷款	-1.3	-0.7	0.3	70城市新建商品住宅价格	-0.6	-0.4	-1.2
信托贷款	9.6	7.7	2.0	一线城市	1	1.3	-1.3
未贴现银行承兑汇票	-3.1	-9.3	0.3	二线城市	0.2	0.5	-1.2
债券融资	1.3	0.7	-1.2	三线城市	-1.5	-1.4	-1.1
股票融资	6	6.4	-1.1	CFETS指数	100	98.9	2.7
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	50.6	50.3	-0.1	中央政府支出	54.4	-12.5	0.42
BDI指数	58.4	150.7	0.2	地方政府支出	6.9	5.8	0.43
CRB现货指数	-2.6	-5.6	-0.5	中央政府收入	-4.8	4.9	-0.6
VIX指数	13.8	14	-1.0	地方政府收入	5	0	0.1

注：

- (1) 数据均来自 Wind，政府收支数据更新至 2024 年 2 月，其余均更新至 2024 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。