



2016年6月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- 固定资产投资前6个月累计同比9%，比1-5月份回落0.6个百分点，为2000年4月以来的最低水平。其中，民间固定资产投资累计同比为2.8%，制造业固定资产投资累计同比为3.3%，二者均延续了今年以来的下滑趋势，并分别创2004年2月有记录以来的最低值。投资结构优化的萌芽并未被投资增速下行扼杀，制造业中技术密集型行业投资虽有所下滑，但表现明显优于资本密集型行业，第三产业投资则保持两位数增长。
- 固定资产投资中的另外两股力量中，基础设施投资持续发挥托底作用，累计增速较上月提高0.9个百分点至20.9%。房地产开发投资累计增速较上月下滑0.9个百分点至6.1%，与之相应，商品房销售面积和房屋新开工面积累计同比较上月分别回落3.4个百分点和5.3个百分点。**房地产周期的拐点已然形成，对这个问题感兴趣的读者请关注我们近期发布的报告“发现中国经济短周期”。**
- 与低迷的投资相比，6月社会消费品零售额同比增速10.6%创今年以来的最高值，主要源于耐用品消费的强势复苏，如家用电器和音响器材同比增长由前值0.7%飙升至12.3%，汽车同比增长亦由前值8.6%提高到9.5%。
- 以美元计价的出口同比下降4.8%，较上月回落0.7个百分点。从规模上看，出口金额（1803.8亿美元/11744.8亿人民币）与上月（1810.6亿美元/11718.7亿人民币）基本持平。
- 价格方面，PPI同比增速由上月的-2.8%继续收窄至-2.6%，但环比由今年3月以来的正值转为-0.2%，主要与黑色金融、有色金属和化学制品等价格由涨转跌有关。CPI同比由此前的2.0%回落至1.9%，环比则延续3月以来的下降趋势，环比增速-0.1%。分项来看，核心CPI同比增速1.6%与上月持平，非食品价格同比增速微升0.1个百分点至1.2%，而食品价格同比增速4.6%较上月下调1.3个百分点，主要与鲜菜价格同比下跌6.5%有关。

宏观经济运行环境

- 全球制造业 PMI 继续停留在荣枯线边缘，全球主要经济体制造业投资和出口乏力。全球金融市场受到英国“脱欧”公投显著冲击，所幸市场情绪很快趋于平稳。
- 国内金融市场的流动性环境与上月基本相同。7 天银行间质押式回购利率和 10 年期国债收益率均值与上月基本持平，均处于历史数据的较低区间。流动性利差（3 个月 SHIBOR 与 3 个月国债收益率之差）由 0.72% 微升至 0.76%，期限利差（10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差）由 0.61% 微降至 0.55%。信用利差（十年期 AA 级债券收益率与 10 年期国债收益率之差）下降 150 个基点至 2.07%，处于历史极低区间。
- 新增社融由上月的 6599 亿全线回升至 16293 亿：一是新增表内本外币贷款 12874 亿（较上月多增 4024 亿），其中外币贷款减少 267 亿，录得 2015 年 8 月以来的次低值，反映企业偿还美元贷款接近尾声；二是表外融资减少 192 亿（较上月少减 3187 亿），其中银行未贴现承兑汇票减少 2722 亿，说明规范票据业务发展政策带来的影响仍在发酵；三是新增直接融资 3176 亿（较上月多增 2491 亿），其中企业债券融资增加 2009 亿，扭转了上月发债遇冷的状况。
- 财政持续发力，全国一般公共预算支出 22637 亿元，同比增速由 5 月 17.6% 上升至 19.9%。其中，中央财政支出和地方财政支出同比增速分别高达 22.1% 和 19.6%。与之相应，6 月财政存款余额较上月减少 3295 亿，凸显积极财政立场。

近期展望

- 经济进入房地产投资和信贷驱动的下行周期。由于是下行周期初期，工业增加值和企业利润等指标还能保持在相对高的位置，未来几个季度的下降难以避免。
- 受前期货币政策环境较为宽松的影响，近期通缩压力不大，货币政策进一步放松的概率很低。

作者：张斌 廉永辉 何晓贝 沙楠 邹静娴

联系人：何晓贝 hexb@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	9	9.6	-1.8	出口	-4.8	-4.1	-0.9
制造业投资	3.3	4.6	-1.8	季调后出口	-3.1	-6.2	-1.0
劳动密集型	5.3	6.9	-1.6	高新技术产品	-7.9	-7.6	-1.1
资本密集型	2.2	2.8	-1.5	机电产品	-8	-7.9	-1.5
技术密集型	4	6.7	-1.3	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	11.7	11.9	-1.4	实物	10.6	10	-1.0
房地产投资	6.1	7	-1.1	耐用品	11.3	8	-0.7
基础设施投资	20.9	20	0.1	易耗品	6.6	5.3	-1.0
服务业投资	6.4	10.1	-2.8	服务			
存货投资				消费型服务业	7.3	5.9	-0.5
工业企业存货	-0.5	-1	-1.3	交通通讯	7.5	8.2	-0.2
产成品存货	-1.1	-1.2	-1.9	教育文化娱乐	10.1	6.7	0.1
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	6.2	6	-0.8	CPI	1.9	2.0	-0.5
轻工业	-1.3	-17.8	0.6	食品	4.6	5.9	-0.1
重工业	-0.2	-18	0.6	非食品	1.2	1.1	-0.6
服务业增加值	15.9	16.3	0.3	核心CPI	1.6	1.6	0.0
零售	4.9	6.1	-1.6	消费品	1.7	2.0	-0.5
交运仓储邮政	-5.5	-4.2	-1.4	服务	2.2	2.1	-0.3
金融	-0.2	-4.1	-0.4	PPI	-2.6	-2.8	-0.2
房地产	72.1	68.4	1.8	生产资料	-3.5	-3.7	-0.2
				生活资料	-0.1	-0.2	-0.5

注：

- (1) 存货投资项目、服务性消费项目和服务业增加值项目更新至 2016 年 5 月，其余均更新至 2016 年 6 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： $Z\text{-Score}=(X_t-X_m)/sd_x$ 。其中， X_m 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	24.6	23.7	2.9	10年国债收益率	2.9	2.9	-1.5
M2	11.8	11.8	-1.3	7天银行间质押式回购利率	2.5	2.4	-1.2
社融存量累计同比	12.3	12.6	-0.9	短期流动性利差	0.8	0.7	-1.0
人民币贷款	13.8	14	-0.9	债券市场期限利差	0.5	0.6	-0.4
外币贷款	-23	-21.7	-1.1	债券市场信用利差	2.1	2.2	-2.4
委托贷款	22.1	22.1	1.0	70城市新住宅价格	5	4.1	0.8
信托贷款	6.6	6.1	1.4	一线城市	29.8	31.5	2.3
未贴现银行承兑汇票	-34.1	-31.2	-1.8	二线城市	8.7	7.1	1.4
债券融资	29.5	29.9	0.8	三线城市	1	0.3	0.1
股票融资	23.2	23.6	0.8	CFETS 指数	95.8	97.1	-1.4
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	50.4	50	-0.5	中央政府支出	5.4	1.5	-0.43
BDI指数	-13	3.8	-0.1	地方政府支出	13.2	11.3	0.40
CRB现货指数	-1.8	-3	0.3	中央政府收入	3.3	0.6	-0.3
VIX指数	17.8	14.9	0.1	地方政府收入	9.6	12.8	0.1

注：

- (1) 中国市场投资者情绪指标数据来源于上海证券交易所，其余数据均来自 Wind。房价指标更新至 2016 年 5 月，其余指标均更新至 2016 年 6 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和美国 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两项同比增速的加总，分别为财政项和基金项，如中央政府收入累计同比为中央财政收入累计同比与中央政府性基金收入累计同比之和，其它指标类似。