



2016年7月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- 好消息是以房地产、大宗原材料、汽车为代表的周期性行业处于周期性高位，制造业产业升级步伐仍在继续。坏消息是私人部门对未来中长期经济前景迷茫，投资意愿低，经济增长新动能难以释放，经济趋势性下行压力仍未见底。
- 工业增加值增速略有回落，中高端制造业表现尚好。7月全国规模以上工业增加值同比增长6.0%，较上月回落0.2个百分点，与上年同期持平。制造业中，汽车制造业和计算机、通信和其他电子设备制造业表现亮眼，增加值分别同比增长22.9%和12.0%。高技术产业和装备制造业增加值同比分别增长12.2%和10.7%，增速分别比上月加快0.6和1.9个百分点，比规模以上工业快6.2和4.7个百分点。
- 固定资产投资增速放缓，私人企业投资延续弱势。1-7月份，全国固定资产投资累计同比增长8.1%，增速比1-6月份回落0.9个百分点。固定资产投资当中占比达到三成的私人企业投资1-6月累计同比增速8%，低于全国固定资产投资增速。近十多年来，私人企业投资增速绝大多数时间都高于全国固定资产投资，上次私人企业投资增速低于全国固定资产投资是在金融危机期间。此次私人企业投资增速再次低于全国固定资产投资并非由于意外事件冲击，而是延续的下行趋势未能得到遏制，背后凸显的问题是私人企业投资意愿持续下降。
- 房地产投资和销售增速自高位稍有回落。7月房地产销售面积同比增速18.7%，较上月回落4.1个百分点。1-7月全国房地产开发投资同比增长5.3%，增速比1-6月回落0.8个百分点。1-7月房地产开发企业土地购置面积同比下降7.8%，降幅比1-6月高4.8个百分点。1-7月房地产开发企业到位资金同比增长15.3%，比1-6月回落0.3个百分点。
- CPI温和上涨，PPI降幅继续收窄。CPI同比上涨1.8%，较上月回落0.1个百分点。PPI同比下降1.7%，降幅比上月收窄0.9个百分点，连续7个月降幅收窄。

宏观经济运行环境

- 外部经济环境基本稳定。7月摩根大通的全球制造业 PMI 指数为 51.0，创下自去年 11 月份以来的最高值，比较而言，发达国家中美国和欧元区近期经济走势好于日本和英国，新兴市场中印度情况较好。全球大宗商品和金融市场相对稳定，波罗的海干散货指数、CRB 大宗商品现货指数、VIX 指数均处于正常变动范围内。
- 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。流动性利差由 0.76% 微降至 0.72%。期限利差由 0.55% 微降至 0.52%。信用利差下降 180 个基点至 1.89%，处于历史极低区间。
- 银行信贷投放节奏放缓，非金融公司及其他部门新增贷款罕见下降。7 月人民币贷款增加 4636 亿元，其中居民部门贷款增加 4575 亿元，非金融公司及其他部门新增贷款减少 26 亿元。非金融公司及其他部门新增贷款绝对水平下降非常罕见，上次出现的时间是 2005 年 7 月。7 月份的贷款下降有季节性因素，但剔除了季节性因素影响后的新增贷款月环比降速仍然高达 45%。贷款下降的供给面原因是银行上半年投放较多，下半年有意收缩放贷节奏；需求面原因是企业持有的现金较多且对未来经济前景缺乏信心，投资意愿低。

近期展望

- 周期性行业处于周期高位且已经临近周期顶部，未来即将进入下行周期阶段。
- CPI 和 PPI 也都处于周期性高位，CPI 有进一步向上空间。

诊断建议

- 保持稳健的货币政策。
- 加大精细化、补短板性质的基础设施项目储备，对冲明年房地产下行造成的经济下行压力。
- 加大大城市住宅土地供应和相关基础设施建设。
- 推进人力资本密集型服务业改革试点，取消和简化审批程序，尽力营造公平竞争的市场环境，为私营企业投资创造更多机会。

作者：张斌 廉永辉 邓欢 何晓贝

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	8.1	9	-1.9	出口	-4.4	-4.9	-0.8
制造业投资	3	3.3	-1.8	季调后出口	-1.5	-3.1	-0.8
劳动密集型	5.1	7	-1.6	高新技术产品	-7.4	-7.9	-1.0
资本密集型	1.7	0.9	-1.5	机电产品	-7.6	-8.1	-1.5
技术密集型	3.4	4	-1.4	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	10.8	11.7	-1.6	实物	10.2	10.6	-1.2
房地产投资	5.3	6.1	-1.1	耐用品	10.7	11.5	-0.7
基础设施投资	19.6	20.9	-0.3	易耗品	5.1	6.4	-1.1
服务业投资	5.6	9.7	-2.8	服务			
存货投资				消费型服务业	8.1	7.3	-0.3
工业企业存货	-1	-0.5	-1.4	交通通讯	8.5	7.5	0.1
产成品存货	-1.9	-1.1	-1.9	教育文化娱乐	9.1	10.1	0.0
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	6	6.2	-0.8	CPI	1.8	1.9	-0.6
轻工业	-5.2	-24.4	0.4	食品	3.3	4.6	-0.5
重工业	13.7	-32.3	1.2	非食品	1.4	1.2	-0.2
服务业增加值	14.4	15.7	0.6	核心CPI	1.8	1.6	1.1
零售	8.1	8.6	-0.9	消费品	1.4	1.7	-0.7
交运仓储邮政	3	1.7	-0.2	服务	2.3	2.2	-0.1
金融	-3	-3.9	-0.6	PPI	-1.7	-2.6	0.2
房地产	56.2	66.5	1.2	生产资料	-2.3	-3.5	0.2
				生活资料	-0.3	-0.1	-0.6

注：

- (1) 存货投资项目、服务性消费项目、服务业增加值、交运仓储邮政增加值和房地产增加值更新至 2016 年 6 月，其余均更新至 2016 年 7 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	25.4	24.6	2.8	10年国债收益率	2.8	2.9	-1.7
M2	10.2	11.8	-2.5	7天银行间质押式回购利率	2.5	2.5	-1.1
社融存量累计同比	12.2	12.3	-1.0	短期流动性利差	0.7	0.8	-1.1
人民币贷款	13.6	13.8	-1.3	债券市场期限利差	0.5	0.5	-0.5
外币贷款	-23.7	-23	-1.1	债券市场信用利差	1.9	2.1	-2.7
委托贷款	22.5	22.1	1.1	70城市新住宅价格	5.5	5	0.9
信托贷款	7.1	6.6	1.4	一线城市	28.5	29.8	2.0
未贴现银行承兑汇票	-38.5	-34.1	-1.8	二线城市	9.9	8.7	1.6
债券融资	29.8	29.5	0.8	三线城市	1.4	1	0.2
股票融资	24.3	23.2	1.0	CFETS指数	94.8	95.8	-1.5
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	51	50.4	0.0	中央政府支出	3.2	5.4	-0.81
BDI指数	-27.5	-13	-0.4	地方政府支出	12.5	13.2	0.27
CRB现货指数	-1.1	-1.8	0.5	中央政府收入	4.3	3.3	0.1
VIX指数	13.2	17.8	-0.8	地方政府收入	8.8	9.6	0.0

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 6 月，其余指标均更新至 2016 年 7 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。