



## 2017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51.2%，较上月回落0.6个百分点。其中，大型企业和中型企业制造业PMI为52.0%和50.2%，分别较上月下降0.3和0.2个百分点；小型企业制造业PMI继续改善，从48.6%上升至50.0%，自2014年8月以来首次回升到枯荣线。
- **工业增速大幅下降，制造业表现欠佳。**4月全国规模以上工业增加值同比增长6.5%，比上月下降1.1个百分点。制造业增加值4月同比增长6.9%，较3月下降1.1个百分点。汽车制造业，专用设备制造业，计算机、通信和其他电子设备制造业增加值增速分别为9.2%、12.0%和13.0%，分别较上月下降3.1、1.5和3.1个百分点。
- **固定资产投资企稳。**1-4月份，全国固定资产投资累计同比增长8.9%，较1-3月回落0.3个百分点。其中，制造业投资同比增长4.9%，较1-3月下降0.9个百分点；基础设施投资同比增长18.2%，较1-3月下降0.5个百分点。房地产开发投资同比增长9.3%，较1-3月上升0.2个百分点；新开工面积同比增长11.1%，较1-3月下降0.5个百分点。
- **销售下降。**4月社会消费品零售总额同比名义增长10.7%，较3月下降0.2个百分点。汽车类销售增速为6.8%，较3月下降1.8个百分点。另一周期性较强的商品房销售面积1-4月累计同比增长15.7%，较1-3月下降3.8个百分点。
- **进出口回落。**4月出口同比增速为8.0%，比上月下降8.4个百分点，但仍处于回升通道中；季调后同比增速为9.8%，下降8.1个百分点。除对日本出口增速从上月的8.5%上升至13.3%，4月我国对主要贸易伙伴出口出现了不同程度的回落：对美国出口从19.7%回落至11.7%，对欧盟从16.6%回落至4%，对韩国从13.7%下降至0.8%。4月进口增速为11.9%，比上月下降8.4个百分点；季调后的进口同比增速为17.2%，比上月下降2.9个百分点。
- **CPI略升，PPI回落。**4月CPI同比上涨1.2%，较上月增速上升0.3个百分点。非食品价格同比上涨2.4%，影响CPI上涨约1.90个百分点。食品价格同比下降3.5%，影响CPI下降约0.73个百分点。其中，鲜菜价格下降21.6%，蛋、猪肉、禽肉价格分别下降11.4%、8.1%和2.7%。4月PPI同比上涨6.4%，比上月回落1.2个百分点。其中，生活资料出厂价格同比增速为0.7%，与上月持平；生产资料出厂价格同比上涨8.4%，较上月回落1.7个百分点。

## 宏观经济运行环境

- **外部经济景气程度平稳，大宗商品涨势趋缓。**4月摩根大通全球综合PMI为53.7，与上月持平，处于近两年以来的高位；摩根大通全球制造业从上月的53.0微降至52.8。各主要经济体的制造业PMI出现分化：美国制造业PMI回落，而日本和欧元区制造业PMI保持扩张。波罗的海干散货指数同比上升101.1%，较上月下降了96.6个百分点。CRB大宗商品现货价格同比上升3.4%，较上月回落6.1个百分点。
- **国内金融市场总体平稳。**4月，7天银行间质押式回购利率均值为3.31%，较上月下降16个基点。10年期国债收益率均值上升5个基点至3.38%，处于2015年底以来的高位。用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下降，较上月减少20个基点至1.40%；用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1.80%。
- **中长期贷款拉动信贷上升，社融表外转表内。**4月，M1增速由上月的18.8%回落至18.5%，M2增速由上月的10.6%回落至10.5%。4月新增人民币贷款1.1万亿元，环比多增800亿元，同比多增5444亿元。其中，中长期贷款为9667亿元，同比多增5817亿元。4月社会融资规模为1.39万亿，环比少增7289亿元，同比多增6133亿元。监管发力导致表外融资向表内转移：4月表内贷款同比多增5158亿元，而委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票等表外融资合计同比增加1770亿元。

## 近期展望和风险提示

- 周期性需求回升位于高点，近期工业品价格和企业盈利仍处于阶段性高位，短期内仍将持续，中期内将迎来周期性行业下行。
- 房地产价格上涨缓和。
- PPI会出现结构分化，需求面不支持价格再涨，但前期累计的供给面收缩也很难让工业品价格大幅下降。
- 短期资本外流有所缓和，但当前汇率形成机制仍不能有效平抑资本流动。

## 诊断建议

- 加快汇率形成机制的市场化改革。
- 完善对金融机构杠杆运用的审核和监管。
- 加大精细化、补短板性质的基础设施项目储备，以对冲未来周期性行业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公共基础设施建设。
- 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，为民营企业投资创造更多机会。

作者：张斌 邓欢 何晓贝

联系人：何晓贝 hexb@cf40.org.cn

**CMD** | China Macro Doctor

宏观经济医生研究系列

## **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	8.9	9.2	-1.3	出口	8	16.4	0.4
制造业投资	4.9	5.8	-1.2	季调后出口	9.8	16.9	0.9
劳动密集型	2.6	6.2	-1.9	高新技术产品	6.9	8	0.4
资本密集型	3.7	5.7	-0.9	机电产品	7.6	8.5	0.5
技术密集型	7.5	9.7	-0.6	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	12.1	12.2	-0.9	实物	10.7	10.9	-0.8
房地产投资	9.3	9.1	-0.4	耐用品	8.2	10.5	-1.1
基础设施投资	23.3	23.5	1.0	易耗品	9.4	9.6	-0.5
服务业投资	4.8	8.5	-2.2	服务			
存货投资				消费型服务业	9.2	13.3	-0.1
工业企业存货	9.7	8.3	0.9	交通通讯	10.9	19.6	0.7
产成品存货	8.2	6.1	0.2	教育文化娱乐	15.3	5.8	0.7
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	6.5	7.6	-0.5	CPI	1.2	0.9	-1.4
轻工业	4.7	1.5	1.1	食品	-3.5	-4.4	-3.0
重工业	-8.1	-7.6	-0.9	非食品	2.4	2.3	2.4
服务业增加值	10.2	13	-0.3	核心CPI	2.1	2.0	2.2
零售	6.4	7.3	-1.4	消费品	0.2	-0.1	-2.1
交运仓储邮政	2.4	22.2	-0.1	服务	2.9	2.7	1.1
金融	-45.3	1.7	-1.6	PPI	6.4	7.6	2.6
房地产	31.1	32.8	0.2	生产资料	8.4	10.1	2.6
				生活资料	0.7	0.7	1.6

注：

- (1) 服务业增加值及其分项更新至 2017 年 3 月，其余均更新至 2017 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= $(x_t - \bar{x}) / sd_x$ 。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	18.5	18.8	1.0	10年国债收益率	3.4	3.3	-0.3
M2	10.5	10.6	-1.7	7天银行间质押式回购利率	3.3	3.5	0.0
社融存量累计同比	12.8	12.5	0.3	短期流动性利差	1.4	1.6	0.4
人民币贷款	13.1	12.6	-1.0	债券市场期限利差	0.3	0.5	-1.1
外币贷款	-1.5	-2.9	1.7	债券市场信用利差	1.8	1.7	-1.5
委托贷款	17.9	19.7	-1.4	70城市新住宅价格	10	10.3	1.4
信托贷款	26.9	24.9	2.2	一线城市	16.9	20	0.5
未贴现银行承兑汇票	-13.8	-18.7	1.0	二线城市	15.2	16.3	1.6
债券融资	10.3	12.4	-2.3	三线城市	7	6.6	1.4
股票融资	25.3	26.1	0.4	CFETS指数	93	93.5	-1.1
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	52.8	53	1.3	中央政府支出	9.4	12.2	0.53
BDI指数	101.1	197.8	1.5	地方政府支出	18.6	21.7	1.13
CRB现货指数	3.4	9.5	0.9	中央政府收入	27.9	28.7	2.5
VIX指数	13.1	11.9	-0.8	地方政府收入	8.8	10.2	0.0

注：

- (1) 数据均来自 Wind，房价更新至 2017 年 3 月，其余指标均更新至 2017 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 10 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。