



2017年6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，大型企业有明显改善。**6月官方制造业PMI为51.7%，较上月回升0.5个百分点。大型企业制造业PMI为52.7%，较上月上升1.5个百分点；中、小型企业制造业PMI为50.5%和50.1%，分别较上月下降0.8和0.9个百分点。
- **工业增速显著回升，结构继续优化。**6月全国规模以上工业增加值同比增长7.6%，较上月回升1.1个百分点。制造业增加值趋稳，6月同比增长6.9%，与4、5月持平。汽车、通用设备、专用设备、计算机通信和其他电子设备制造业增加值增速分别为13.1%、12.3%、12.0%、14.6%，分别较上月回升2.8、0.8、0.9和3.5个百分点。
- **销售稳中有升。**6月社会消费品零售总额同比名义增长11.0%，比上月加快0.3个百分点。汽车类销售增速为9.8%，较5月加快2.8个百分点。商品房销售面积1-6月累计同比增长16.1%，较1-5月加快1.8个百分点。
- **固定资产投资趋稳。**1-6月份，全国固定资产投资累计同比增长8.6%，与1-5月持平。其中，制造业投资同比增长5.5%，较1-5月上升0.4个百分点；基础设施投资累计同比增长16.9%，较1-5月上升0.2个百分点；房地产开发投资累计同比增长8.5%，较1-5月下降0.3个百分点。
- **进出口显著上升。**6月出口同比增速为11.3%，比上月高出2.6个百分点；进口增速为17.2%，比上月上升2.4个百分点。对主要贸易伙伴国出口增速均加快：对美国、欧盟、日本和韩国出口同比增速分别达到19.9%、15.2%、5.5%和10.9%。
- **CPI、PPI均企稳。**6月CPI同比上涨1.5%，与上月持平。非食品价格同比增速较上月回落0.1个百分点至2.2%；食品价格同比增速从上月的-1.6%回升到-1.2%。6月PPI同比上涨5.5%，与上月持平。其中，生活资料出厂价格同比增速保持较上月回落0.1个百分点至0.6%，生产资料出厂价格同比上涨7.3%，与上月持平。
- **人民币汇率摆脱贬值预期。**国内外相对经济基本面变化，再加上引入逆周期因子，使得人民币摆脱了贬值预期。离岸人民币/美元市场报价频繁低于在岸人民币/美元汇率，人民币贬值预期显著弱化，资本流动更加平衡。

宏观经济运行环境

- **外部经济景气程度尚好，大宗商品涨势趋缓。**6月摩根大通全球综合 PMI 为 53.7，与上月基本持平，处于近两年以来的高位；摩根大通全球制造业 PMI 为 52.6，也与上月持平。主要经济体的制造业 PMI 保持良好势头。波罗的海干散货指数同比上升 41.5.0%，较上月下降了 15.5 个百分点。CRB 大宗商品现货价格同比上升 5.6%，较上月上升 1.5 个百分点。
- **利率上升势头告一段落，信用利差更宽。**6月，7天银行间质押式回购利率均值为 3.46%，较上月上升 20 个基点。10 年期国债收益率均值下降 5 个基点至 3.57%，仍处于 2015 年底以来的高位。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 4 个基点至 1.27%；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下降 15 个基点至 0.03%；十年期 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 14 个基点至 2.16%。进入 5 月份以来银行间市场利率的波动有所缓和，去年年底开始的利率持续攀升态势暂告一段落。不同期限国债收益率也暂停上涨的势头。
- **M2 继续回落，信贷社融显著回升。**金融去杠杆持续发力下，6 月 M2 同比增速为 9.4%，创历史新低。6 月新增人民币贷款 1.54 万亿，环比多增 4300 亿，同比多增 1600 亿元。6 月新增社会融资 1.78 万亿，环比多增 7175 亿，同比多增 1321 亿。除人民币贷款大增以外，信托贷款、未贴现承兑汇票和债券融资均有较为显著的回升，分别较上月多增 653、1040 和 2242 亿，然而表外融资较信贷表现仍然较弱。M2 增速的进一步下滑和社融的结构性回升（信贷相对表外和直接融资更为强势）体现了“脱虚向实”，坚定金融去杠杆的同时减少对实体经济冲击这一政策意图。

近期展望和风险提示

- 周期性行业销售增速放缓，并因此带动整体经济增长在未来 4-6 个季度持续放缓。
- 国内前期持续收紧的货币政策进入观望期。
- 宏观审慎管理和金融监管改革对部分中小银行、非银金融机构和实体经济带来冲击。

诊断建议

- 走向浮动的汇率形成机制改革迎来窗口机遇。
- 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，为私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

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	8.6	8.6	-1.2	出口	11.3	8.7	0.8
制造业投资	5.5	5.1	-1.0	季调后出口	7.6	9.4	0.6
劳动密集型	2.8	5.9	-1.8	高新技术产品	6.9	6.4	0.4
资本密集型	4.8	4.8	-0.7	机电产品	8.2	7.7	0.6
技术密集型	9.6	9.3	-0.4	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	11.3	11.6	-1.0	实物	11	10.7	-0.5
房地产投资	8.5	8.8	-0.5	耐用品	11	9	-0.5
基础设施投资	21.1	20.9	0.2	易耗品	8.2	8.8	-0.6
服务业投资	4.8	9.6	-2.1	服务			
存货投资				消费型服务业	10.6	12.6	0.3
工业企业存货	10.3	10.7	1.2	交通通讯	16.9	14.6	2.0
产成品存货	9.3	10.4	0.4	教育文化娱乐	8	13.1	-0.2
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	7.6	6.5	0.0	CPI	1.5	1.5	-0.8
轻工业	4.1	1.8	1.1	食品	-1.2	-1.6	-1.8
重工业	-8.6	-8.8	-0.9	非食品	2.2	2.3	1.7
服务业增加值	8.3	9.9	-0.5	核心CPI	2.2	2.1	2.4
零售	6	6.3	-1.5	消费品	0.6	0.7	-1.5
交运仓储邮政	5.7	13.2	0.4	服务	3.0	2.9	1.2
金融	1.3	2.2	-0.3	PPI	5.5	5.5	2.1
房地产	21.2	23.5	-0.1	生产资料	7.3	7.3	2.1
				生活资料	0.5	0.6	1.1

注：

- (1) 服务业增加值及其分项更新至 2017 年 5 月，其余均更新至 2017 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：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	15	17	0.5	10年国债收益率	3.6	3.6	0.1
M2	9.4	9.6	-2.2	7天银行间质押式回购利率	3.5	3.3	0.2
社融存量累计同比	12.8	12.9	0.3	短期流动性利差	1.3	1.3	0.2
人民币贷款	13.1	13.2	-0.9	债券市场期限利差	0	0.2	-2.0
外币贷款	-3	-2.2	1.3	债券市场信用利差	2.2	2	-0.8
委托贷款	14.4	16.1	-2.5	70城市新住宅价格	9.5	9.6	1.3
信托贷款	32.3	29.8	2.1	一线城市	12.3	14.4	0.0
未贴现银行承兑汇票	-2.3	-7.4	1.7	二线城市	12.6	13.7	1.1
债券融资	7.1	8.6	-2.1	三线城市	7.7	7.3	1.4
股票融资	21.7	23.6	-0.5	CFETS指数	93.2	92.6	-1.0
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	52.6	52.6	1.0	中央政府支出	10	9.2	0.64
BDI指数	41.5	57	0.5	地方政府支出	18.2	16.7	0.99
CRB现货指数	5.6	4.1	1.2	中央政府收入	17	21.5	1.0
VIX指数	10.5	10.9	-1.6	地方政府收入	10.5	8.2	0.2

注：

- (1) 数据均来自 Wind，房价更新至 2017 年 5 月，其余指标均更新至 2017 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，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。