



2016年4月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- 实体经济运行与3月份保持类似特征。房地产和基建投资相对活跃，制造业投资和出口增速处于低位，消费基本保持平稳。制造业投资和消费均保持了结构调整和升级的趋势。
- 固定资产投资增速较上月轻微下滑0.2%，主要源于制造业投资速度由6.4%降为6%，传统的劳动密集型制造业投资减速尤为突出。基础设施建设投资增速19.7%，仍保持在较高水平。房地产投资增长表现突出，7.2%的增速虽然在历史上并不耀眼，但延续了年初以来加速上涨的态势。
- 社会消费品零售同比名义增长10.1%（扣除价格因素实际增长9.3%）。消费零售增长高于GDP增长已经持续了较长时间，对GDP增速下滑拖累消费增长的担心应有所缓解。从收入法看，GDP增速下降过程中劳动者收入增速下降有限，对消费持续增长形成了支撑。
- 生产者价格（PPI）同比增长-3.4%，降幅较前值-4.3%显著收窄，PPI通缩压力的降低主要来自黑色金属材料（螺纹钢等）和燃料动力（石油等）价格上涨。消费者价格（CPI）连续两月保持2.3%的同比涨幅。尽管猪肉和鲜菜涨价明显，但非食品价格通胀保持1%左右的低位，拉低了CPI整体水平。

宏观经济运行环境

- 金融市场总体流动性充裕。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）和期限利差（10年期国债收益率与1年期国债收益率之差）均收窄至0.7%，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）上升120个基点至2.3%，反映了市场对企业债违约的担忧。从历史数据看，上述利差数据均维持在较低或正常水平，短期风险不高。
- 货币和信贷环境较上月有显著变化。M1同比上升22.9%，在历史上属于较高增速。M2同比增速由前值13.4%下降为12.8%，主要源自信贷增速的大幅下降，造成M1和M2增速剪刀差创6年新高。4月新增信贷5556亿，较上月大幅下降8144亿，但同比增速仍达到14.1%，处于历史正常区间。新增长期居民贷款与前值接近，显示住房按揭贷款仍处于相对高位。新增企业贷款由上月6693亿剧烈下降至1415亿，其中长期贷款由上月5078亿骤降为-430亿，与当月3500亿元以上的地方债置换有关。
- 4月新增社会融资总额7510亿，不及3月的三分之一，与去年同期相比降幅接近30%。除新增委托贷款和企业股票融资有所增加外，其余各项融资均不及上月，其中贷款下降是拉低新增社

会融资规模的首要因素，而企业债券融资也由 3 月的 6457 亿下降为 2096 亿。尽管 4 月当月信贷和社融大幅下挫，但前 4 个月累计新增信贷和新增社融同比增长分别为 18%和 29%，数值仍然不低。

- 外部环境与上月趋同。反映外需变化的摩根全球制造业 PMI 从 3 月的 50.6 下降为 50.1，但仍处于荣枯线上方。4 月波罗的海干散货指数均值为 607，较上月和去年同期均有所回升。全球金融市场相对稳定，主要货币的汇率和利率相对平稳，反映短期市场波动性预期的标普 500 VIX 指数波澜不惊，较上月和去年同期差异不大。

近期展望

- 未来几个月，经济增速上行的拐点临近。此轮投资和工业品价格数据反弹的主要力量来自房地产投资反弹。从过去三轮房地产市场起伏的经验看，每一轮房地产投资从谷底到峰值的时间 15 个月，此一轮房地产的价格和新开工面积谷底在 2015 年 3 月，调整已经持续了 13 个月，临近拐点。此外，相对宽松的货币政策已经开始调整，再加上个别大城市的购房政策调整，都预示着房地产市场的拐点临近。所谓成也萧何败也萧何，房地产投资的拐点的来临将对经济增速带来边际上的压力。
- 尽管经济增速临近拐点，但主要宏观数据的同比增速表现不差。房地产投资增速即便临近拐点，绝对的房地产投资水平不低，对工业品需求仍保持在高位，不构成对当期工业品价格严重下行压力。如果再考虑到前期积累的工业品价格反弹，接下来生产者价格的同比负增长有望继续收窄，企业利润同比增速也有望保持在较高水平。

诊断建议

- 货币政策保持稳健
- 财政相关基础设施建设支出可暂缓发力，储备政策空间至 4 季度和明年
- 加快大城市住宅用地供应机制改革，缓解大城市房地产市场日益增加的供求矛盾和价格上涨压力
- 抓住保增长压力趋缓 2-3 个季度的时间窗口，加快推进改革措施

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

(2016年4月)

投资	当月	上月	诊断	出口	当月	上月	诊断
固定资产投资	10.5↓	10.7	低	出口	-1.8↓	11.5	正常
制造业投资	6↓	6.4	低	季调后出口	0.2↑	-6.3	正常
劳动密集型	-12.3↓	8.9	低	高新技术产品	-7.1↑	-7.8	中低
资本密集型	2.1↓	4.8	中低	机电产品	-7.9↑	-9.6	低
技术密集型	8.5↓	11.0	正常	消费	当月	上月	诊断
第三产业投资	12.4↓	12.6	中低	实物	10.1↓	10.5	中低
房地产投资	7.2↑	6.2	中低	耐用品	7.3↓	11.8	中低
基础设施投资	19↓	19.6	正常	易耗品	6.1↑	6.1	中低
服务业投资	-14↓	13.1	低	服务			
存货投资				消费型服务业	9.1↓	15.5	正常
工业企业存货	-0.6↓	-0.1	中低	交通通讯	8.2↓	14.0	正常
产成品存货	0.7↓	3.3	低	教育文化娱乐	16.8↑	10.9	正常
增加值	当月	上月	诊断	价格	当月	上月	诊断
工业增加值	6↓	6.8	正常	CPI	2.3	2.3	正常
轻工业	-12.2↓	-11.3	正常	食品	7.4↓	7.6	正常
重工业	5.6↓	30.5	正常	非食品	1.1↑	1.0	正常
服务业增加值	16.3↑	14.3	正常	核心CPI	1.5	1.5	正常
零售	9.5↑	8.1	正常	消费品	2.5	2.5	正常
交运仓储邮政	-4.2↓	2.4	中低	服务	2↑	1.9	正常
金融	-4.7↓	0.3	正常	PPI	-3.4↑	-4.3	正常
房地产	68.4↑	50.2	高	生产资料	-4.5↑	-5.7	正常
				生活资料	-0.2	-0.2	正常

注：

1. 令 n 为当月值， m 为过去 5 年均值， sd 为过去 5 年标准差，则诊断结果中由低到高五档的界定为：低： $n < m - 1.5sd$ ；偏低： $m - 1.5sd \leq n < m - sd$ ；正常： $m - sd \leq n < m + sd$ ；偏高： $m + sd \leq n < m + 1.5sd$ ；高： $n \geq m + 1.5sd$ 。升降平以上月值为参照。
2. 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 3 月，其余均更新至 2016 年 4 月。
3. 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。
4. 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。

5. 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。
6. 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。
7. 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。

Macro Doctor 宏观经济环境检验报告单

(2016年4月)

货币与信贷	当月	上月	诊断	金融市场与资产价格	当月	上月	诊断
M1	22.9↑	22.1	高	10年国债收益率	2.9↑	2.9	低
M2	12.8↓	13.4	正常	7天银行间质押式回购利率	2.5↑	2.5	中低
社会融资规模存量累计同比	13.1↓	13.4	正常	短期流动性利差	0.7↓	0.8	中低
人民币贷款	14.1↓	14.5	正常	债券市场期限利差	0.7	0.7	正常
外币贷款	-21.3↓	-20.2	中低	债券市场信用利差	2.3↑	2.2	低
委托贷款	20.9↑	19.6	正常	CFETS 指数	97.5↓	98.5	中低
信托贷款	5.5↑	4.9	高	70个大中城市新宅价格指数同比	2.9↑	1.9	正常
未贴现银行承兑汇票	-22.9↓	-19.0	中低	一线城市	29.5↑	25.6	高
债券融资	31.6↑	30.6	高	二线城市	5.2↑	3.5	正常
股票融资	22.7↑	22.2	正常	三线城市	-0.5↑	-1.0	正常
外部经济环境	当月	上月	诊断	政府	当月	上月	诊断
摩根制造业 PMI	50.1↓	50.6	正常	中央政府支出	4.7↑	3.1	正常
BDI 指数	2.7↑	-33.4	正常	地方政府支出	8.2↓	12.0	正常
CRB 现货指数	-1.3↑	-5.1	正常	中央政府收入	1.4↑	1.0	中低
VIX 指数	14.3↓	15.8	低	地方政府收入	11.7↑	9.0	正常

注：

1. 数据均来自 Wind。70 个大中城市新宅价格指数同比数据更新至 2016 年 3 月，其余指标均更新至 2016 年 4 月。南华工业品指数、CRB 现货综合指数、BDI 货运指数均取月内平均值的同比数据，VIX、R007、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、政府性基金收支、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。
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加总值的同比增速，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。