



2018年9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。**9月官方制造业PMI为50.8%，较8月回落0.5个百分点。分企业规模来看，大型企业PMI为52.1%，与上月持平，中型企业PMI从8月的50.4%回落至48.7%，小型企业PMI从8月的50.0%回升至50.4%。
- **工业增速回落。**9月全国规模以上工业增加值同比增长5.8%，较8月回落0.3个百分点。分大类看，制造业同比增速从6.1%回落至5.7%；采矿业增加值同比增速从2.0%回升至2.2%；电力、热力、燃气及水生产和供应业从9.9%回升至11.0%；通用设备增加值同比增速从5.9%回升至6.1%；专用设备、汽车制造业增加值同比增速分别从8月的9.8%和1.9%下降至9.7%和0.7%。
- **消费小幅回升，汽车销售疲软。**9月，社会消费品零售总额同比名义增长9.2%，较8月回升0.2个百分点。汽车类销售同比增速-7.1%，较8月降低3.9个百分点，处于连续五个月负增长。
- **固定资产投资处于低位，基建投资仍为主要拖累。**1-9月，全国固定资产投资累计同比增长5.4%，比1-8月回升0.1个百分点。其中，制造业投资累计同比增长8.7%，比1-8月上升1.2个百分点；第三产业中的基础设施投资累计同比增长3.3%，较1-8月下降0.9个百分点；房地产开发投资累计同比增长9.9%，较1-8月下降0.2个百分点。1-9月商品房销售面积累计同比增速为2.9%，较1-8月回落1.1个百分点；新开工面积累计同比增速为16.4%，较1-8月上升0.5个百分点。
- **出口增速反弹，对欧日出口大幅改善。**9月，美元计价的出口同比增速为14.5%，较8月上升5.4个百分点，季调后为15.2%，较8月上升4.9个百分点，人民币贬值降低商品相对价格、出口退税率提高的利好效应以及中美贸易摩擦政策落地引发的出口抢跑等多重原因带来了本月的出口大增。进口同比增速为14.3%，较8月下降5.6个百分点。分国家和地区来看，9月对美国、欧盟、日本和韩国出口同比增速为14.0%、17.4%、14.3%和2.7%，分别较8月回升0.8、9.0、10.6和6.8个百分点；对东盟出口同比增速为14.1%，较8月回落1.8个百分点。
- **CPI小幅上涨，PPI回落。**9月，CPI同比上涨2.5%，比8月高出0.2个百分点。其中，非食品价格同比增速为2.2%，比8月下降0.3个百分点；食品价格同比增速为3.6%，比8月上升1.9个百分点。9月，PPI同比增速从8月的4.1%回落至3.6%。其中，生产资料出厂价格同比增速为4.6%，比8月下降0.6个百分点；生活资料出厂价格指数为0.8%，比8月上升0.1个百分点。

宏观经济运行环境

- **外部经济高位回落。**9月摩根大通全球综合 PMI 为 52.8，比 8 月下降 0.6 个百分点；摩根大通全球制造业 PMI 为 52.2，较 8 月回落 0.4 个百分点。其中，美国和欧元区制造业 PMI 回落，分别从 8 月的 61.3 和 54.6 下降至 59.8 和 53.2；日本制造业 PMI 为 52.5，与上月持平。波罗的海干散货指数环比下降 15.4%，较 8 月回落了 19.1 个百分点，CRB 大宗商品现货价格环比下降 1.3%，较 8 月少降了 2.5 个百分点。
- **社融统计口径扩大，但难阻社融增速持续下滑。**9月，M1 和 M2 同比增速分别为 4.0%和 8.3%，均较 8 月回升了 0.1 个百分点。9 月，新增社会融资 2.21 万亿，较 8 月增加了 6900 亿，较去年同期增加了 3900 亿，这主要是因为央行将发行进度较快的地方专项债纳入了社融统计口径。其中，表内信贷微增，直接融资减弱，表外融资降幅放大：新增人民币贷款 1.43 万亿，较 8 月增加 1201 亿；企业债券融资 487 亿，较 8 月降低 2810 亿；新增未贴现银行承兑汇票-547 亿，较 8 月少降了 231 亿；新增委托贷款和信托贷款合计-2341 亿，较 8 月降低了 446 亿。从存量来看，9 月社会融资规模存量同比增速为 10.6%，比 8 月下降了 0.2 个百分点。
- **市场情绪不佳。**信用扩张放缓，人民币贬值预期升温，再加上全球经济趋缓以及中美贸易纠纷等一系列因素的叠加影响下，市场悲观情绪上升，资本市场表现亦不佳。

近期展望和风险提示

- 经济景气程度处于下行通道，需警惕房地产市场大幅降温、投资乏力、信用扩张放缓以及外部冲击几方面负面因素的叠加影响。
- 人民币汇率未来几个季度仍面临压力，主要原因是国内外经济周期和货币政策走势分叉。
- 股票市场已有大幅充分调整，有恰当政策保障下或将迎来反弹。

诊断建议

- 货币政策继续保持市场流动性充裕，采取多重手段防止信用扩张再度放缓。
- 落实积极财政政策手段扩大总需求，加快研究和出台地方隐性债务综合治理方案。
- 发展以权益型 REITs 为代表的金融工具，推进个人养老金账户发展，推动金融系统的供给侧改革。
- 增加人口流入城市的住宅用地供应和基础设施建设。
- 在具有巨大市场发展潜力的教育、医疗、文体娱乐等领域放松管制，为民营资本流入创造更好的投资环境。

作者：张斌 张佳佳

联系人：张佳佳 zhangjj@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	5.4	5.3	-1.3	出口	14.5	9.1	0.9
制造业投资	8.7	7.5	0.1	季调后出口	15.2	10.3	1.5
劳动密集型	2.8	3.3	-1.5	高新技术产品	15.5	16.3	1.3
资本密集型	2.9	3.4	-1.0	机电产品	13.5	13.9	1.2
技术密集型	7.5	8.2	-0.9	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	5.3	5.5	-1.8	实物	9.2	9	-1.4
房地产投资	9.9	10.1	0.2	耐用品	-12	-8.5	-2.5
基础设施投资	3.3	4.2	-3.0	易耗品	-14	-12.7	-2.4
服务业投资	4.8	6	-1.8	服务			
存货投资				消费型服务业	3	-70.4	0.1
工业企业存货	10.3	10.1	1.0	交通通讯	11.9	11.6	0.4
产成品存货	9.8	9.5	0.6	教育文化娱乐	13.9	12.3	0.4
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	5.8	6.1	-0.5	CPI	2.5	2.3	1.3
轻工业	1.4	4.4	-0.3	食品	3.6	1.7	0.5
重工业	-12.7	-2.7	-1.6	非食品	2.2	2.5	1.0
服务业增加值	3.4	2.5	-0.8	核心CPI	1.7	2.0	-0.3
零售	5.7	5.7	-1.2	消费品	2.7	2.1	1.7
交运仓储邮政	3.9	-2.7	0.3	服务	2.1	2.6	-0.8
金融	0.4	1	-0.3	PPI	3.6	4.1	0.8
房地产	2.6	2.3	-0.6	生产资料	4.6	5.2	0.8
				生活资料	0.8	0.7	1.6

注：

- (1) 服务业增加值及其分项更新至 2018 年 8 月，其余均更新至 2018 年 9 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-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	4	3.9	-1.1	10年国债收益率	3.6	3.6	0.2
M2	8.3	8.2	-1.5	7天银行间质押式回购利率	2.7	2.6	-0.6
社融存量累计同比	10.6	10.8	-1.8	短期流动性利差	0.7	0.8	-1.0
人民币贷款	13	12.9	-0.9	债券市场期限利差	0.7	0.8	0.5
外币贷款	-1.6	-0.1	0.9	债券市场信用利差	2.3	2.2	-0.2
委托贷款	-7.7	-6.2	-2.0	70城市新住宅价格	5.6	5.4	0.3
信托贷款	0.2	4.4	-1.2	一线城市	0.7	0.8	-1.1
未贴现银行承兑汇票	-13.9	-11	-0.2	二线城市	4.2	4	-0.2
债券融资	7	8.2	-0.9	三线城市	6.8	6.5	0.9
股票融资	9.2	9.6	-1.5	CFETS指数	92.9	92.8	-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	52.2	52.6	0.1	中央政府支出	10.2	8.8	0.78
BDI指数	6.1	49.8	-0.3	地方政府支出	13.5	12.2	-0.03
CRB现货指数	-4.2	-4.8	-0.3	中央政府收入	9.5	10.4	-0.1
VIX指数	12.9	12.5	-0.5	地方政府收入	15.2	16.5	0.6

注：

- (1) 数据均来自 Wind，房价和政府收支数据更新至 2018 年 8 月，其余均更新至 2018 年 9 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。