



## 2016年8月宏观经济运行检验报告单

### 宏观经济运行

- 工业增加值增速回升，制造业结构有所优化。8月全国规模以上工业增加值同比增长6.3%，较上月回升0.3个百分点，较上年同期高出0.2个百分点。今年8月比去年8月多出两个工作日，在一定程度上带动了工业增加值增速的反弹。制造业中，汽车、计算机通信和通用设备表现抢眼，增加值分别同比增长21.4%、10.6%和5.7%。高技术产业和装备制造业增加值分别同比增长11.8%和10.8%，增速比规模以上工业快5.5和4.5个百分点。
- 制造业PMI止跌回升，需求端有所改善。官方制造业PMI为50.4%，较上个月回升0.5个百分点，在连续4个月的下跌后重回枯荣线以上。制造业PMI反弹反映了制造业需求环境的改善。大型企业制造业PMI从上月的50.2%上升至50.8%，中小型企业PMI虽未下降，然而依然位于枯荣线以下。
- 基础设施投资带动固定资产投资增速趋稳，民间投资仍处弱势。1-8月份，全国固定资产投资累计同比增长8.1%，增速与1-7月份持平。1-8月全国房地产开发投资同比增长5.4%，增速比1-7月上升0.1个百分点。基础设施投资保持较快增长，1-8月份同比增长19.7%，比1-7月份加快0.1个百分点。制造业投资有所回落，1-8月份同比增长2.8%，比1-7月份低0.2个百分点。1-8月份民间固定资产投资同比增长2.1%，与1-7月份持平，远低于全国固定资产投资增速。1-8月份制造业民间投资同比增长2.1%，其中，汽车、电器和计算机通信表现尚可，分别增长13.5%、8.2%和5.5%。
- 消费稳中有升。8月社会消费品零售总额同比名义增长10.6%，较7月上升0.4个百分点。8月耐用品零售额名义同比增速从7月的10.8%上升至12.4%，易耗品零售额名义同比增速从上月的5.1%上升至8月的6.9%。
- 季调后的进出口降幅扩大。8月出口同比增速为-2.8%，进口增速1.5%。考虑到今年8月较去年8月增加2个工作日，季调后的出口和进口增速分别同比下降6.4%和6.8%，比上月降幅分别扩大了4.9和1.2个百分点。8月以人民币计价的季调后出口同比增速为2.3%，比7月低3.7个百分点；以人民币计价的季调后进口同比增速从7月的1.8%回升到2.5%。
- CPI回落，PPI降幅继续收窄。CPI同比上涨1.3%，较上月回落0.5个百分点，包括猪肉、蛋类在内的食品价格同比回落导致食品价格指数从上月的3.3%大幅下降到本月的1.3%，主导了本月CPI的涨幅回落。PPI同比下降0.8%，降幅比上月收窄0.9个百分点，连续8个月降幅收窄。

## 宏观经济运行环境

- 外部经济环境基本稳定，大宗商品价格上升。8月摩根大通的全球制造业 PMI 指数为 50.8，处于今年以来的高位。波罗的海干散货指数同比下降 36.9%，降幅比上月扩大 9.4 个百分点。CRB 大宗商品现货价格显著回升。能源、钢铁、矿产类大宗商品价格指数的上升带动了中国大宗商品总指数从 7 月的 100.59 显著上升至 8 月的 104.77。
- 国内货币和金融市场稳定。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。用 3 个月 SHIBOR 与 3 个月国债收益率之差来代表的流动性利差由 0.72% 微升至 0.76%。用 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由 0.52% 上升至 0.57%。用十年期 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继续下降，较上月下降 290 个基点至 1.60%，处于历史极低区间。

## 近期展望

- 房地产是最具代表性的周期性行业，处于本轮上升周期顶部，工业部门和整体经济也因此受益。PPI、工业部门增长和盈利近期都处于阶段性高位。具有前瞻性的宏观经济指标有向下调整压力。
- 尽管处于周期性顶部，但经济趋势性下行压力较大，整体经济活力并不高，通胀压力低，货币政策不会有明显的紧缩。

## 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 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
<b>固定资产投资</b>	8.1	8.1	-1.8	<b>出口</b>	-2.8	-5.4	-0.6
<b>制造业投资</b>	2.8	3	-1.7	季调后出口	-6.4	-1.5	-1.4
劳动密集型	4.5	6.8	-1.6	高新技术产品	-7.6	-7.5	-1.0
资本密集型	1.6	0.5	-1.5	机电产品	-7.4	-7.8	-1.4
技术密集型	3.5	3.5	-1.4	<b>消费</b>	<b>当月</b>	<b>上月</b>	<b>Z-Score</b>
<b>第三产业投资</b>	11.2	10.8	-1.4	<b>实物</b>	10.6	10.2	-1.0
房地产投资	5.4	5.3	-1.1	耐用品	12.4	10.8	-0.4
基础设施投资	19.7	19.6	-0.3	易耗品	6.9	5.1	-0.9
服务业投资	5.9	9.3	-2.6	<b>服务</b>			
<b>存货投资</b>				消费型服务业	15.5	8.1	1.3
工业企业存货	-0.7	-1	-1.3	交通通讯	11.9	8.5	1.0
产成品存货	-1.8	-1.9	-1.9	教育文化娱乐	16.9	9.1	0.9
<b>增加值</b>	<b>当月</b>	<b>上月</b>	<b>Z-Score</b>	<b>价格</b>	<b>当月</b>	<b>上月</b>	<b>Z-Score</b>
<b>工业增加值</b>	6.3	6	-0.7	<b>CPI</b>	1.3	1.8	-1.0
轻工业	-2.2	-32.9	0.6	食品	1.3	3.3	-1.2
重工业	6.5	-31.6	0.9	非食品	1.4	1.4	-0.1
<b>服务业增加值</b>	-0.5	14.4	-1.3	核心CPI	1.6	1.8	-0.1
零售	9.9	7.8	-0.5	消费品	0.9	1.4	-1.0
交运仓储邮政	-2.6	1.7	-0.9	服务	2.1	2.3	-0.5
金融	-49.8	-50.7	-2.5	<b>PPI</b>	-0.8	-1.7	0.6
房地产	55.2	56.2	1.1	生产资料	-1.0	-2.3	0.7
				生活资料	-0.3	-0.1	-0.7

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、房地产增加值更新至 2016 年 7 月，其余均更新至 2016 年 8 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	25.3	25.4	2.6	10年国债收益率	2.7	2.8	-1.8
M2	11.4	10.2	-1.5	7天银行间质押式回购利率	2.5	2.5	-1.1
<b>社融存量累计同比</b>	12.3	12.2	-0.7	短期流动性利差	0.8	0.7	-1.0
人民币贷款	13.5	13.6	-1.4	债券市场期限利差	0.6	0.5	-0.3
外币贷款	-25	-23.7	-1.1	债券市场信用利差	1.6	1.9	-3.1
委托贷款	22.5	22.5	1.0	70城市新住宅价格	6.1	5.5	1.0
信托贷款	7.5	7.1	1.4	一线城市	27.1	28.5	1.8
未贴现银行承兑汇票	-37.6	-38.5	-1.4	二线城市	11.2	9.9	1.8
债券融资	29.8	29.8	0.7	三线城市	1.9	1.4	0.3
股票融资	25.4	24.3	1.2	CFETS指数	94.3	94.8	-1.4
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	50.8	51	-0.2	中央政府支出	3.5	3.2	-0.72
BDI指数	-36.9	-27.5	-0.6	地方政府支出	13.1	12.5	0.37
CRB现货指数	0.3	-1.1	0.8	中央政府收入	4.1	4.3	0.0
VIX指数	12.4	13.2	-0.9	地方政府收入	8.7	8.8	0.0

注：

- (1) 数据均来自 Wind。房价指标更新至 2016 年 7 月，其余指标均更新至 2016 年 8 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。