



## 2016年5月宏观经济运行检验报告单

### 宏观经济运行

- 经济运行中，主导力量是经济结构转型。结构转型相关的两股力量，一是工业部门内部优胜劣汰的下行力量，传统的劳动和资本密集型产业面临生存压力，尤其是资本密集型制造业，其固定资产投资累计同比已连续数月处于 4%-5% 的低位增速。相比而言，高技术产业投资增速仍保持在 6% 以上。二是人力资本密集型服务业发展的上行力量。5 月份服务业投资增速从上个月的 12% 下降至 6.5%，值得进一步关注。令人担心的是民间投资的持续快速下滑，1-5 月民间投资累计增速只有 3.9%。民间投资中该做加法的人力资本密集型服务业投资增速也在快速下滑，这对经济结构转型是个坏消息。
- 以房地产为代表的周期性行业仍处于本轮周期高位。在 2-3 年的一起一伏的房地产市场短周期中，目前正处于上升周期高点，去库存势头强劲，房地产销售较上月微降 3.3%，但同比增速仍高达 33.2%，新开工面积同比增速也达到 18.3%。房地产行业的周期性高点对相关工业品也形成了支持，钢材、水泥两类工业产品产量同比增速均较上月有所上升。尽管房地产市场处于周期高点，但是此轮房地产市场上行力度弱于前面几轮，难以扭转经济整体下行的压力。
- PPI 同比增速 -2.8%，为连续第 51 个月同比负增长，但降幅较上月继续收窄 0.6 个百分点。其中，上游行业改善幅度较大，前三名分别为石油和天然气开采业（收窄 5.2%）、煤炭开采和洗选业（收窄 4.3%）和黑色金属矿采选业（收窄 3.2%）。CPI 同比增速和环比增速分别为 2.0% 和 -0.5%，均较前值下降 0.3 个百分点，并无通胀之虞。分项来看，非食品价格同比增速维持 1.1%，而食品价格同比增速 5.9% 较上月下调 1.5 个百分点，主要与鲜菜价格同比增速较上月大降 16.3 个百分点有关。

### 宏观经济运行环境

- 金融市场流动性较为充裕。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。3 个月 SHIBOR 与 3 个月国债收益率之差（流动性利差）保持 0.7% 不变，10 年期国债收益率与 1 年期国债收益率之差（期限利差）小幅收窄至 0.6%，10 年期 AA 级债券收益率与 10 年期国债收益率之差略有下降至 2.2%。从历史数据看，上述利差数据均维持在较低或正常水平。
- 5 月新增人民币贷款 9855 亿，较上月上升 4299 亿，同比增速 14% 与上月接近，处于历史正常区间。从贷款主体上看，居民、企业和非银金融机构贷款全线上升，分别增加 5759 亿、3597 亿和

416 亿。贷款期限呈现明显的长期化趋势，短期居民贷款增加 478 亿，而中长期贷款增加 5281 亿，部分缘于房地产市场对居民中长期信贷的拉动作用。企业短期贷款减少 121 亿，中长期贷款增加 1825 亿，反映出实体经济存在一定的长期资金需求。

- 货币供应方面，M1 和 M2 增速剪刀差再创新高。其中，M1 同比增速由前值 22.9% 上升至 23.7%，成为 2010 年 7 月以来的最高值，M2 同比增速则下降至 11.8%，处于历史较低位置。一方面，M1 快而 M2 慢，说明存在存款活期化现象，可能是银行月末冲贷款所致。另一方面，M2 增速降低，主要源于 15 年 5-7 月 M2 大幅抬升（其中，2015 年 5 月 M2 环比增加 26597.49 亿，这一数字是 2014 年 7 月以来的最高值），基数效应对未来数月 M2 增速均会形成掣肘。
- 社会融资总额 5 月新增 6599 亿，同比少增 5798 亿元，环比少增 911 亿。分项来看，首要原因是未贴现的银行承兑汇票减少 5066 亿元，或与监管层对票据业务加强管理有关；其次是企业债券净融资减少 397 亿，反映了前期信用风险事件对企业债发行的不利影响。其他分项大多呈现同比多增，融资需求并不弱。
- 外部环境基本持平。反映外需变化的摩根全球制造业 PMI 由上月的 50.1 重回 50 荣枯线。反映短期市场波动性预期的标普 500 VIX 较上月略有上升。此外，BDI 指数和 CRB 指数一升一降，走势发生背离，不过尚处于历史正常区间内。

## 近期展望

- 随着房地产周期开始从周期高位向下回落，未来几个月的经济增长会面临更大压力

## 诊断建议

- 加大大城市住宅土地供应和相关基础设施建设
- 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
- 精细化的基础设施项目储备，应对进一步的经济下行压力

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

投资	当月	上月	Z-Score	出口	当月	上月	Z-Score
<b>固定资产投资</b>	9.6	10.5	-1.7	<b>出口</b>	-4.1	-1.8	-0.8
<b>制造业投资</b>	4.6	6	-1.7	季调后出口	-6.2	0.2	-1.4
劳动密集型	5.5	8.8	-1.6	高新技术产品	-7.6	-7.1	-1.1
资本密集型	4.1	4.1	-1.3	机电产品	-7.9	-7.9	-1.6
技术密集型	6.7	9.5	-1.1	<b>消费</b>	当月	上月	Z-Score
<b>第三产业投资</b>	11.9	12.4	-1.4	<b>实物</b>	10	10.1	-1.3
房地产投资	7	7.2	-1.0	耐用品	7.9	7.3	-1.2
基础设施投资	20	19	-0.2	易耗品	5.4	6.1	-1.1
服务业投资	6.5	12	-2.9	<b>服务</b>			
<b>存货投资</b>				消费型服务业	5.9	9.1	-0.8
工业企业存货	-1	-0.7	-1.4	交通通讯	8.2	8.2	-0.1
产成品存货	-1.2	0.7	-2.0	教育文化娱乐	6.7	16.8	-0.3
<b>增加值</b>	当月	上月	Z-Score	<b>价格</b>	当月	上月	Z-Score
<b>工业增加值</b>	6	6	-0.9	<b>CPI</b>	2.0	2.3	-0.4
轻工业	4.1	-23	0.8	食品	5.9	7.4	0.3
重工业	10.9	1.4	1.0	非食品	1.1	1.1	-0.8
<b>服务业增加值</b>	15.9	16.3	0.3	核心CPI	1.6	1.5	0.0
零售	4.9	6.1	-1.6	消费品	2.0	2.5	-0.4
交运仓储邮政	-5.5	-4.2	-1.4	服务	2.1	2.0	-0.5
金融	-0.2	-4.1	-0.4	<b>PPI</b>	-2.8	-3.4	-0.3
房地产	72.1	68.4	1.8	生产资料	-3.7	-4.5	-0.3
				生活资料	-0.2	-0.2	-0.6

注:

- (1) 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 2 月, 其余均更新至 2016 年 3 月。由于 1 月份的数据缺失, 服务业增加值、零售业和房地产业增加值的上月值均指 2015 年 12 月的数据。
- (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。
- (8) 除房价相关指标更新至 2016 年 4 月外, 其余数据更新至 2016 年 5 月。

### 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	23.7	22.9	2.9	10年国债收益率	2.9	2.9	-1.6
M2	11.8	12.8	-1.3	7天银行间质押式回购利率	2.4	2.5	-1.2
<b>社融存量累计同比</b>	12.6	13.1	-0.3	短期流动性利差	0.7	0.7	-1.1
人民币贷款	14	14.1	-0.5	债券市场期限利差	0.6	0.7	-0.2
外币贷款	-21.7	-21.3	-1.0	债券市场信用利差	2.2	2.3	-2.1
委托贷款	22.1	20.9	1.1	70城市新住宅价格	4.1	2.9	0.6
信托贷款	6.1	5.5	1.3	一线城市	31.5	29.5	2.7
未贴现银行承兑汇票	-31.2	-22.9	-1.9	二线城市	7.1	5.2	1.1
债券融资	29.9	31.6	0.9	三线城市	0.3	-0.5	-0.1
股票融资	23.6	22.7	1.0	CFETS指数	97.1	97.5	-1.2
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	50.1	-0.9	中央政府支出	1.5	4.7	-1.18
BDI指数	3.8	2.7	0.3	地方政府支出	11.3	8.2	0.1
CRB现货指数	-3	-1.3	0.1	中央政府收入	0.6	1.4	-1.3
VIX指数	14.9	14.3	-0.5	地方政府收入	12.8	11.7	0.3

注:

- (1) 中国市场投资者情绪指标数据来源于上海证券交易所，其余数据均来自 Wind。系统性风险指标更新至 2015 年 12 月，其余指标均更新至 2016 年 3 月。南华综合指数、CRB 现货综合指数、BDI 货运指数均取月内平均值的同比数据，中国市场情绪指标 (iVIX) 和美国 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) 系统性风险指标取信贷 GDP 比率缺口。其中信贷数据取境内贷款 (非金融企业及机关团体贷款)，GDP 为年化数值，缺口值即为 HP 滤波的扰动项。其计算步骤为：首先，根据信贷数据和 GDP 数据计算出 Credit to GDP Ratio；其次，使用 HP 滤波分离出 Ratio 的平滑项和波动项，参数值设为 1600；最后，得出 Credit to GDP Ratio Gap。
- (7) 风险厌恶程度 (VRP)，该指标反映了中国股票市场上投资者风险厌恶程度的环比变化，在数值上它等于股票指数隐含方差与已实现方差期望值之差 (方差风险溢价)。根据 Bollerslev 等 (2009) 模型的假定，让已实现方差服从随机游走形式，计算公式如下：

假设指数的对数价格服从下述分布，

$$dp(t) = \mu(t)dt + \sigma dW(t) + \kappa(t)dN(t)$$

$$r_{t+j/n} = P_{t+j/n} - P_{t+(j-1)/n}$$

已实现方差和隐含方差 (iVIX<sup>2</sup>) 的计算公式:

$$RV_{t+1} = \sum_{j=1}^n r_{t+j/n}^2$$

$$iVIX_t^2 = \frac{2e^{j\tau}}{\tau} \left[ \int_0^{S_t^*} \frac{1}{K^2} P_t(K) dK + \int_{S_t^*}^{\infty} \frac{1}{K^2} C_t(K) dK \right]$$

$$VRP = iVIX_t^2 / 12 - E(RV)$$

- (8) 国内投资者情绪 (iVIX)，由上海证券交易所发布，用于衡量上证 50ETF 未来 30 日的预期波动，直接反映了投资者的情绪水平。该指数是根据方差互换的原理，结合 50ETF 期权的实际运作特点，并通过对上海证券交易所交易的 50ETF 期权价格的计算，编制而得。
- (9) 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。