



2017年1月宏观经济运行检验报告单

宏观经济运行

- **官方制造业 PMI 轻微回落。**1月官方制造业 PMI 从上月的 51.4% 轻微回落到 51.3%，但比去年同期高出 1.9 个百分点，仍然位于近两年以来的高位。大、小型企业制造业 PMI 分别较上月回落 0.5 和 0.8 个百分点，中型企业 PMI 较上月增加 1.2 个百分点。大、中型企业制造业 PMI 继续位于枯荣线以上，而小型企业制造业 PMI 仍然位于枯荣线以下且差距进一步拉大。
- **进出口表现强势。**1月出口和进口同比增速分别为 7.9% 和 16.7%，比上月增加 14.1 和 13.6 个百分点，出口同比增速自去年 3 月以来首次转正。季调后的 1 月出口和进口增速分别为 8.1% 和 17.6%，比上月增加了 12.1 和 10.7 个百分点。
- **CPI、PPI 增速均上涨。**1月 CPI 同比上涨 2.5%，较上月增速上升 0.4 个百分点。其中，食品烟酒价格同比上涨 2.5%，影响 CPI 同比上涨约 0.75 个百分点。1月 PPI 同比上涨 6.9%，比上月扩大 1.4 个百分点。其中，生活资料出厂价格同比涨幅与上月的 0.8% 持平，而生产资料出厂价格同比上涨 9.1%，影响 PPI 上涨约 6.7 个百分点。石油和天然气开采、煤炭开采和洗选、黑色金属冶炼和压延加工、石油加工、化学原料和化学制品制造业价格同比涨幅比上月分别扩大 38.8、4.4、2.7、7.8 和 2.6 个百分点，是带动本月 PPI 增速上升的主要力量。

宏观经济运行环境

- **外部经济景气程度持续提高，大宗商品价格上升。**1月摩根大通全球综合 PMI 为 53.9，比上月增加 0.3 个百分点，是 2015 年 8 月以来的最高值。波罗的海干散货指数同比上升 134.83%，较上月增加了 32.7 个百分点。CRB 大宗商品现货价格同比上升 14.1%，较上月增加了 2.1 个百分点。
- **国内金融市场总体平稳，流动性利差回升。**1月，7 天银行间质押式回购利率均值为 2.68%，较上月下降 33 个基点。10 年期国债收益率均值为 3.23%，处于 2015 年底以来的高位。用 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回升，较上月上升 66 个基点至 1.07%，处于 2015 年下半年以来的高位。
- **M1 和 M2 剪刀差大幅收窄，社融大增。**M1 增速由上月的 21.4% 大幅下降到 14.5%，M2 增速与上月的 11.3% 持平。1 月新增社会融资 37400 亿元，比上月增加 21140 亿元，比去年同期增加 2642

亿元。其中，新增人民币贷款 23100 亿元，比上月增加 13157 亿元；新增信托贷款 3175 亿元，比上月多增 1532 亿元；新增未贴现银行承兑汇票 6131 亿元，比上月增加 4542 亿元。

- **企业居民中长期贷款创历史新高。**1 月，金融机构新增人民币贷款 20300 亿元，比上月增加 9900 亿元。其中，居民和企业新增中长期贷款分别为 6293 和 15200 亿元，比上月增加 2076 和 8246 亿元，是拉动 1 月人民币贷款激增的主要因素。此次居民和企业长期贷款的上升可能与去年央行“收短放长”政策以及房地产市场调控有关。受利率上行趋势影响，1 月票据融资大幅下降，从上月的-2542 亿元下降到-4521 亿元。

近期展望和风险提示

- 周期性需求回升位于高点，近期物价仍处于阶段性高位，未来几个季度投资和产出增速处于高位回落区间。
- CPI 受前期需求上升的影响有进一步小幅上升空间；PPI 会出现结构分化，需求面不支持价格再涨，但前期累计的供给面收缩也很难让工业品价格大幅下降。
- 短期资本外流有所缓和，但当前汇率形成机制仍不能有效平抑资本流动。
- 信用利差过低，对企业债券信用风险低估，对风险溢价的修复会对债券市场带来显著冲击。

诊断建议

- 加快汇率形成机制的市场化改革。
- 完善对金融机构杠杆率运用的审核和监管。
- 加大精细化、补短板性质的基础设施项目储备，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	8.1	8.3	-1.6	出口	7.9	-6.2	0.4
制造业投资	4.2	3.6	-1.4	季调后出口	8.1	-4	0.7
劳动密集型	5.1	7.6	-1.8	高新技术产品	5.3	-7.8	0.2
资本密集型	2.7	1.1	-1.0	机电产品	8.5	-7.7	0.6
技术密集型	4	3.4	-0.9	消费	当月	上月	Z-Score
第三产业投资	10.9	11.3	-1.3	实物	10.9	10.8	-0.8
房地产投资	6.9	6.5	-0.8	耐用品	14.8	13.5	0.1
基础设施投资	17.4	18.9	-1.1	易耗品	7.4	7.3	-0.9
服务业投资	5.4	10.4	-2.3	服务			
存货投资				消费型服务业	12.1	13.8	0.5
工业企业存货	5.5	3.1	-0.1	交通通讯	13.9	14.2	1.5
产成品存货	3.2	0.5	-0.9	教育文化娱乐	12.7	15	0.3
增加值	当月	上月	Z-Score	价格	当月	上月	Z-Score
工业增加值	6	6.2	-0.7	CPI	2.5	2.1	0.7
轻工业	2.7	2.9	0.1	食品	2.7	2.4	-0.6
重工业	-13.2	-10	-1.9	非食品	2.5	2.0	3.1
服务业增加值	14.6	13.9	0.2	核心CPI	2.2	1.9	2.9
零售	8.1	7.9	-0.9	消费品	2.2	1.8	0.2
交运仓储邮政	7	-2.4	0.6	服务	3.2	2.5	1.7
金融	-0.4	-1.1	-0.4	PPI	6.9	5.5	3.8
房地产	49.4	54.2	0.9	生产资料	9.1	7.2	3.8
				生活资料	0.8	0.8	1.4

注：

(1) 工业增加值和投资等指标更新到 2016 年 12 月，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 11 月，其余均更新至 2017 年 1 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	14.5	21.4	0.6	10年国债收益率	3.2	3.1	-0.6
M2	11.3	11.3	-1.3	7天银行间质押式回购利率	2.7	3	-0.7
社融存量 累计同比	12.8	12.8	0.3	短期流动性利差	1.1	0.5	-0.3
人民币贷款	12.8	13.4	-2.1	债券市场期限利差	0.5	0.5	-0.4
外币贷款	-9	-12.9	1.2	债券市场信用利差	1.7	1.7	-2.0
委托贷款	20.3	19.8	-0.1	70城市新住宅价格	10.5	10.5	1.7
信托贷款	19.7	15.8	2.3	一线城市	25	26.8	1.3
未贴现银行承兑汇票	-24.6	-33.4	0.1	二线城市	17.6	18.1	2.2
债券融资	19.5	22.5	-1.7	三线城市	5.9	5.5	1.3
股票融资	27	27.6	0.8	CFETS指数	94.8	94.9	-0.8
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	52.7	52.7	1.3	中央政府支出	6	4.5	-0.14
BDI指数	134.8	102.1	2.6	地方政府支出	11.1	10.5	-0.01
CRB现货指数	14.1	12	2.6	中央政府收入	4.3	5	0.1
VIX指数	11.6	12.5	-1.4	地方政府收入	7	9	-0.2

注：

- (1) 数据均来自 Wind。房价和政府收支指标更新至 2016 年 12 月，其余指标均更新至 2017 年 1 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。