



## 2017年3月宏观经济运行检验报告单

### 宏观经济运行

- **经济景气程度高位企稳。**3月官方制造业PMI与上月的51.6%持平，位于近两年以来的高位。其中，大型企业制造业PMI与上月53.3%持平；中型企业PMI较上月下降0.1个百分点至50.4%；小型企业制造业PMI较上月有明显改善，从46.4%上升至48.6%，但仍然位于枯荣线以下。
- **工业增速大幅上升，制造业表现突出。**3月全国规模以上工业增加值同比增长7.6%，比1-2月上升1.3个百分点，比去年同期上升0.8个百分点。制造业增加值3月同比增长8.0%，比1-2月上升0.6个百分点。专用设备制造业增长13.5%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长16.1%，分别较1-2月加快1.1和1.2个百分点；汽车制造业增加值增速为12.4%，比1-2月下降3.0个百分点。
- **固定资产投资继续攀升。**1-3月份，全国固定资产投资累计同比增长9.2%，较1-2月上升0.3个百分点。其中，制造业投资同比增长5.8%，较1-2月增加1.5个百分点；基础设施投资同比增长18.7%，较1-2月下降2.6个百分点。房地产开发投资同比增长9.1%，较1-2月上升0.2个百分点；新开工面积同比增长11.6%，较1-2月增加1.2个百分点。
- **消费回升。**3月社会消费品零售总额同比名义增长10.9%，较1-2月回升1.4个百分点。汽车类销售增速为8.6%，较1-2月上升6.3个百分点。
- **季调后进出口均强势反弹。**得益于全球经济环境改善，1季度对主要贸易伙伴的出口均有不同程度的改善。3月出口同比增速为16.4%，比上月回升17.7个百分点；季调后同比增速为16.9%，回升10.8个百分点。3月进口增速为20.3%，比上月下降17.8个百分点；然而，季调后的进口同比增速为20.1%，比上月上升了8.3个百分点。
- **CPI、PPI企稳。**3月CPI同比上涨0.9%，较上月增速上升0.1个百分点。其中，医疗保健、居住、教育文化和娱乐、交通和通信价格同比分别上涨5.3%、2.4%、2.3%和2.0%，合计影响CPI同比上涨1.44个百分点；鲜菜价格同比下降27.9%，影响CPI同比下降0.95个百分点。3月PPI同比上涨7.6%，比上月回落0.2个百分点。其中，生活资料出厂价格同比增速为0.7%，较上月回落0.1个百分点；生产资料出厂价格同比上涨10.1%，较上月回落0.3个百分点。

## 宏观经济运行环境

- **外部经济景气程度持续改善，大宗商品上涨势头有所缓和。**3月摩根大通全球综合 PMI 为 53.8，比上月回升 0.4 个百分点，处于近两年以来的高位。各主要经济体的制造业 PMI 有不同程度的改善，出口也继续处于上升通道。波罗的海干散货指数同比上升 197.8%，较上月增加了 50.3 个百分点。CRB 大宗商品现货价格同比上升 9.5%，较上月回落 3.2 个百分点。
- **国内金融市场总体平稳。**3月，7天银行间质押式回购利率均值为 3.47%，较上月上升 41 个基点。10年期国债收益率均值下降 4 个基点至 3.33%，仍处于 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上升，较上月上升 3 个基点至 1.60%；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上升 4 个基点至 1.73%。
- **M1、M2 均回落。**3月，M1 增速由上月 21.4%回落至 18.8%，M2 增速较上月的 11.1%回落至 10.6%。3月社会融资规模为 2.12 万亿，环比多增近 1 万亿，同比少增 2700 亿。其中，新增人民币贷款 1.16 万亿，环比多增 1200 亿，同比少增 1600 亿；受 MPA 考核影响，委托贷款、信托贷款、新增未贴现银行承兑汇票等表外融资规模大幅增加，合计同比增加近 5000 亿，环比增加 7000 亿左右。

## 近期展望和风险提示

- 周期性需求回升位于高点，近期工业品价格和企业盈利仍处于阶段性高位，短期内仍将持续，中期内将迎来周期性行业下行。
- 房地产价格上涨缓和。
- 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。

## 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，以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，为民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](mailto: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>	9.2	8.9	-1.2	<b>出口</b>	16.4	-1.3	1.2
<b>制造业投资</b>	5.8	4.3	-1.1	季调后出口	16.9	6.1	1.8
劳动密集型	2.7	1.9	-1.9	高新技术产品	8	9.1	0.5
资本密集型	4.9	5	-0.8	机电产品	8.6	6.7	0.6
技术密集型	9.2	9.5	-0.6	<b>消费</b>	<b>当月</b>	<b>上月</b>	<b>Z-Score</b>
<b>第三产业投资</b>	12.2	12.2	-0.9	<b>实物</b>	10.9	9.5	-0.7
房地产投资	9.1	8.9	-0.4	耐用品	10.3	14.8	-0.7
基础设施投资	23.5	27.3	1.1	易耗品	9.7	7.4	-0.4
服务业投资	3.3	5	-2.4	<b>服务</b>			
<b>存货投资</b>				消费型服务业	13.3	3.4	0.8
工业企业存货	8.3	5.5	0.5	交通通讯	19.6	6.6	2.9
产成品存货	6.1	3.2	-0.3	教育文化娱乐	5.8	0.8	-0.5
<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>	7.6	6.3	-0.1	<b>CPI</b>	0.9	0.8	-1.9
轻工业	4	2.5	0.7	食品	-4.4	-4.3	-3.6
重工业	-6.5	-12.4	-0.6	非食品	2.3	2.2	2.3
<b>服务业增加值</b>	13	12.3	0.0	核心CPI	2.0	1.8	1.8
零售	4.2	7.9	-2.2	消费品	-0.1	-0.1	-2.5
交运仓储邮政	22.2	7	3.0	服务	2.7	2.4	0.7
金融	2.6	-64.5	-0.3	<b>PPI</b>	7.6	7.8	3.2
房地产	32.8	45.2	0.3	生产资料	10.1	10.4	3.2
				生活资料	0.7	0.8	1.5

注：

- (1) 服务业增加值及其分项更新至 2017 年 2 月，其余均更新至 2017 年 3 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	18.8	21.4	1.1	10年国债收益率	3.3	3.4	-0.4
M2	10.6	11.1	-1.7	7天银行间质押式回购利率	3.5	3.1	0.2
<b>社融存量累计同比</b>	12.5	12.8	-0.5	短期流动性利差	1.6	1.6	0.8
人民币贷款	12.6	12.9	-2.0	债券市场期限利差	0.5	0.6	-0.6
外币贷款	-2.9	-5.5	1.8	债券市场信用利差	1.7	1.7	-1.8
委托贷款	19.7	19.6	-0.4	70城市新住宅价格	10.3	10.4	1.5
信托贷款	24.9	20.9	2.3	一线城市	20	22.7	0.8
未贴现银行承兑汇票	-18.7	-22.7	0.6	二线城市	16.3	16.9	1.8
债券融资	12.4	16.7	-2.4	三线城市	6.6	6.3	1.3
股票融资	26.1	25.9	0.6	CFETS指数	93.5	94	-1.0
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	53	53	1.5	中央政府支出	12.2	7.8	1.18
BDI指数	197.8	147.5	3.2	地方政府支出	21.7	19.9	1.74
CRB现货指数	9.5	12.7	1.8	中央政府收入	28.7	28.5	3.1
VIX指数	11.9	11.5	-1.2	地方政府收入	10.2	10.7	0.1

注：

- (1) 数据均来自 Wind，房价更新至 2017 年 2 月，其余指标均更新至 2017 年 3 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。