



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

秋风萧瑟 ——2021年9月宏观经济月报

2021年9月29日

谭卓，宏观经济研究所所长 zhuotan@cmbchina.com

田地，海外宏观 andrewtian@cmbchina.com

黄翰庭，实体经济 huanght@cmbchina.com

牛梦琦，实体经济 niumengqi@cmbchina.com

王欣恬，实体经济 xintianwang@cmbchina.com

杨薛融，货币金融 yangxuerong@cmbchina.com

一、宏观概览：海外加息提前，国内修复疲弱



海外宏观

- 8月非农就业数据在Delta毒株冲击下意外爆冷，但随着疫情回落，修复料将再度提速。美国就业修复呈现出三大特征：一是修复仍以服务业为主；二是弱势群体情况有所分化；三是永久性失业的下降占据主导。
- 9月议息会议美联储显著下调今年的经济预期，小幅上调年底失业率，再次上调通胀预期。
- 美联储超宽松货币政策的退出路径愈发明朗。量化宽松方面，随着Delta毒株感染回落和疫苗的持续接种，疫情对美国的影响逐渐下降，Taper大概率将在11月FOMC会议后官宣并在年内落地。加息方面，根据利率点阵图变化，预期加息时点大幅提前，加息节奏明显加快。



实体经济

- 8月经济供需两端继续回落，疫情扰动持续，内生增长动力不足，仅靠外需无法支撑持续高速增长。需求方面，海外疫情再度蔓延对我国出口形成了提振，房地产投资仍是稳定内需的基石，基建投资有望在年内好转，制造业呈现短暂韧性，但或不可持续，消费受疫情拖累超预期低迷，暂无拐点可言。供给方面，工业生产大概率将继续回落，服务业生产受疫情反复的影响，未来修复斜率仍受压制。
- 8月工业企业利润增速边际放缓，价格增速上行支撑利润增长，产量和利润率增速放缓。大宗价格高企导致上游采矿业和中游原材料加工业利润增速加快，其他中游行业利润承压，下游利润收缩。
- 前瞻地看，我国经济面临的结构性矛盾短期内调整难度较大，同时疫情对经济的冲击可能成为一种常态。我们分别下调三、四季度GDP增速预测0.8pct、0.6pct至5.1%、4.4%，全年GDP增速预测下调0.4pct至8.2%。
- 8月CPI增速继续下行，PPI增速创年内新高。消费需求不足是CPI不断下降的主要原因，食品价格尤其是猪肉价格继续拖累CPI增速。PPI进一步上行，主要原因仍在于供给受限导致生产资料价格涨幅扩大，预计短期仍将高位震荡。



货币财政

- “稳信用”和“宽财政”的政策诉求下，信贷需求不足的情况开始得到缓解，8月新增社融表现小幅超出市场预期。但受到信贷派生动能下降的拖累，M2增速环比小幅下降，不及市场预期。
- 前瞻地看，考虑到“财政后置”和“稳货币”的政策基调，预计年内社融增速有望逐步企稳，后续或有小幅回升空间，M2增速亦有望小幅回升。货币政策进一步放松概率有限。短期内债券收益率或难继续向下。
- 8月财政政策的积极程度有所提升。经济延续修复带动财政收入稳定增长，财政支出继续温和提速，增速小幅提升后仍处于较低水平。前瞻地看，“财政后置”背景下，“宽财政”效果正逐渐显现。

二、本月主要经济数据

国家	指标	单位	2021-9 (预测)	2021-8	2021-7	2021-6	2020-09	2020-08
美国	新增非农就业人数	万人	40.0	23.5 ↓	94.3	85.0	66.1	137.1
	CPI	当月同比, %	5.0	5.3 ↑	5.4	5.4	1.4	1.3
中国	工业增加值	当月同比, %	5.0	5.3 ↓	6.4	8.3	6.9	5.6
	社会消费品零售总额	当月同比, %	3.3	2.5 ↓	8.5	12.1	3.3	0.5
	全社会固定资产投资	累计同比, %	7.8	8.9 ↓	10.3	12.6	0.8	-0.3
	其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	2.9	2.6 ↓	4.2	7.2	2.4	2.0
	制造业投资	累计同比, %	11.2	15.7 ↑	17.3	19.2	-6.5	-8.1
	房地产投资	累计同比, %	9.9	10.9 ↓	12.7	14.7	5.6	4.6
	出口 (以美元计)	当月同比, %	18.2	25.6 ↑	19.3	32.2	9.4	9.1
	进口 (以美元计)	当月同比, %	14.1	33.1 ↑	28.1	36.7	13.5	-1.6
	CPI	当月同比, %	1.1	0.8 ↓	1.0	1.1	1.7	2.4
	PPI	当月同比, %	9.6	9.5 ↑	9.0	8.8	-2.1	-2.0
	社会融资规模	当月同比, %	10.3	10.3 ↓	10.7	11.0	13.5	13.3
	M2	当月同比, %	8.0	8.2 ↓	8.3	8.6	10.9	10.4
	1年期LPR	%	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
	5年期LPR	%	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65	4.65

注: ↑表示高于预期; ↓表示低于预期; 无标注表示符合预期。

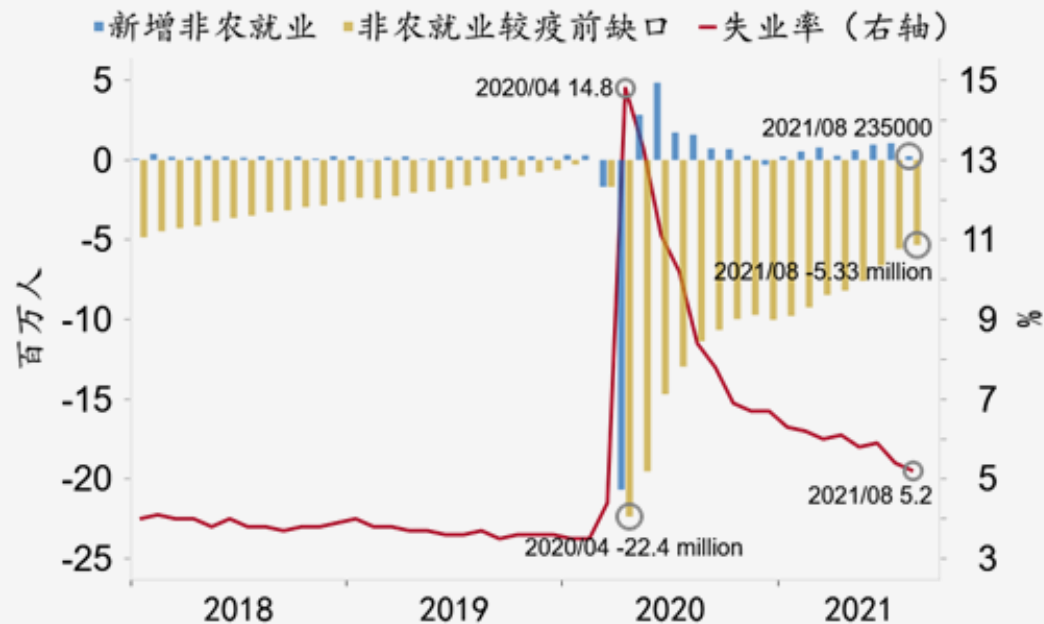
三、海外宏观：复苏受疫情扰动

(一) 美国非农：疫情产生结构性冲击

- 8月美国非农就业失速，仅增加23.5万，远低于市场预期（73万），失业率由5.4%下降至5.2%
- Delta毒株使8月美国新增确诊和入院人数反弹至接近年初水平，尽管死亡率仍处低位（1%），各州防疫措施未实质收紧，但就业增速仍受到明显压制。

美国新增非农就业修复爆冷

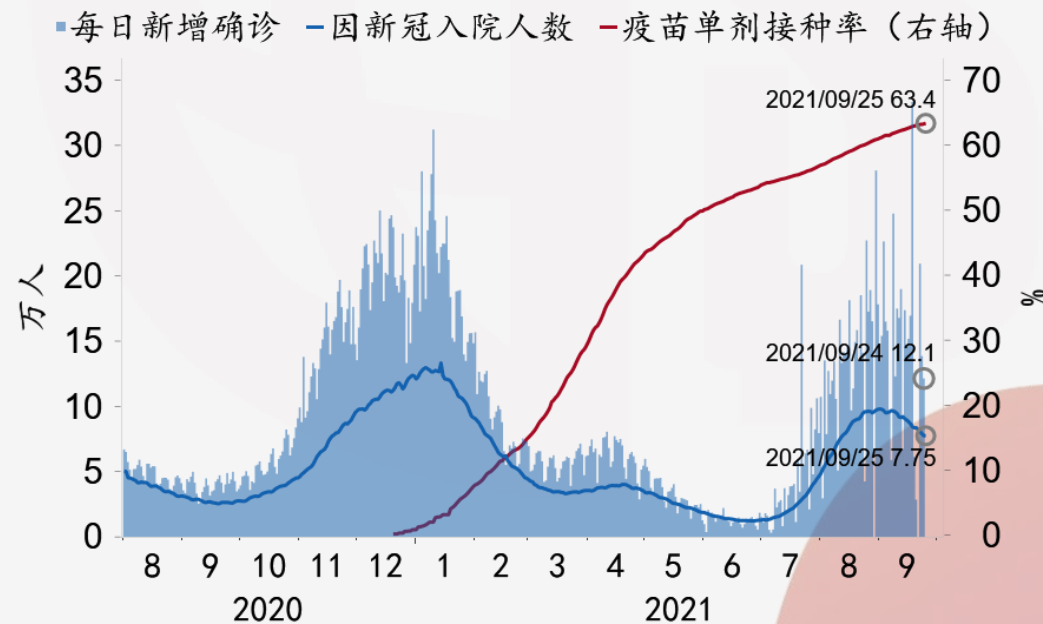
美国就业指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

本轮疫情高点在8月底至9月初

美国新冠疫情指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

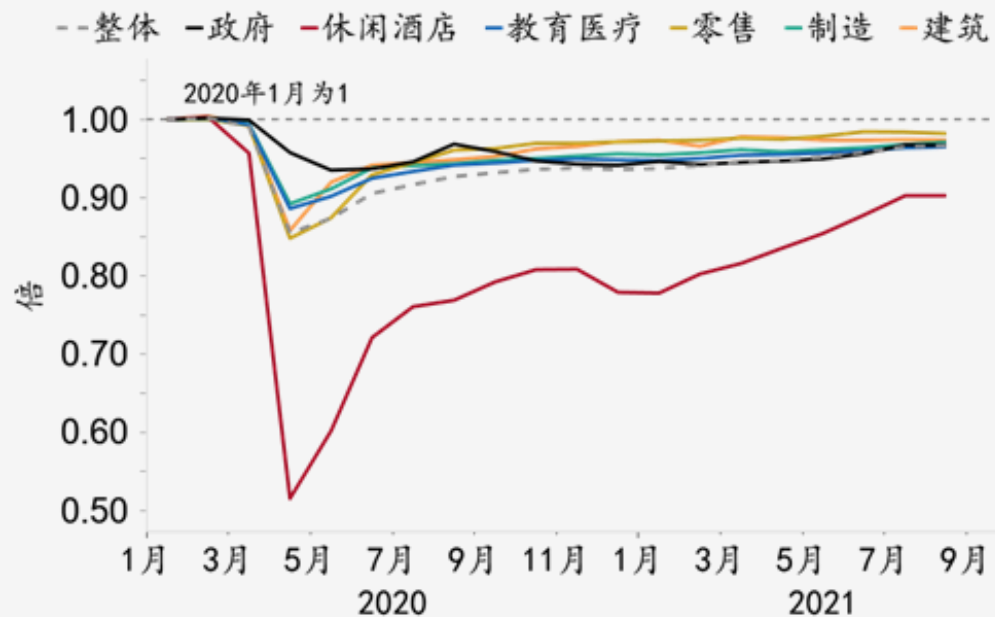
三、海外宏观：复苏受疫情扰动

(一) 美国非农：疫情产生结构性冲击

- 从行业看，修复仍以服务业为主，前期修复主力酒店休闲业本月增速归零，住宿餐饮出现负增长（-4.2万），是爆冷的主要原因
- 从学历看，高中以下学历就业改善优于本科及以上学历，前者失业率大幅下降1.7pct，后者仅下降0.3pct，差距缩窄至5pct
- 尽管8月不及预期，但暑期美国就业市场表现仍非常抢眼。6到8月美国非农就业月均增长75万人，失业率从5.9%大幅下降至5.2%

休闲酒店增长停滞

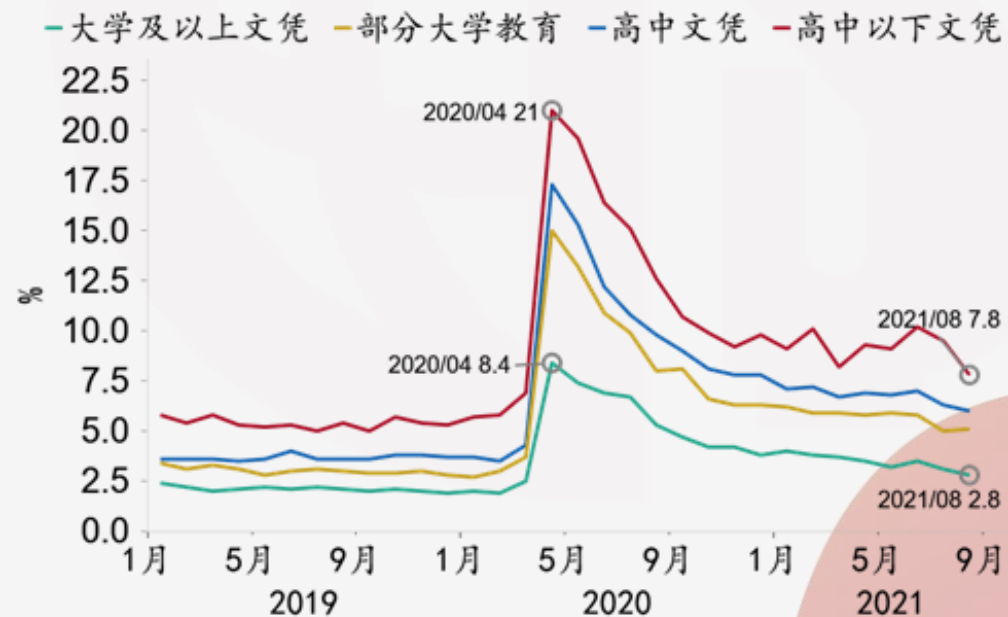
美国各行业就业水平



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

不同学历人群失业率差异边际收窄

美国不同受教育程度人群失业率



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

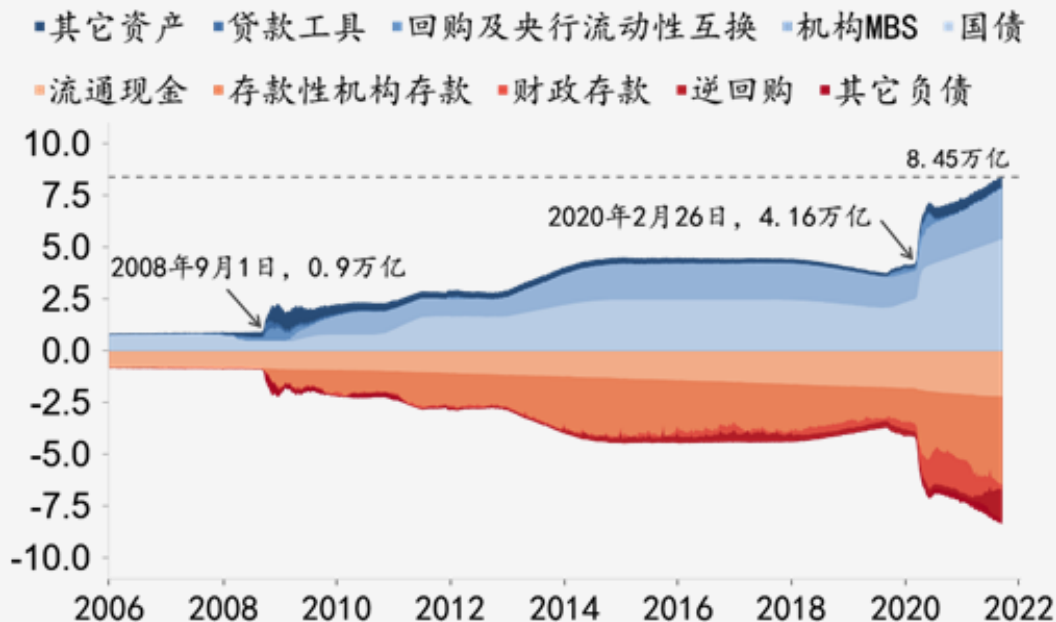
三、海外宏观：复苏受疫情扰动

(二) 美联储：Taper在即，加息提前

- 美联储公开市场委员会在9月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在0-0.25%区间，并维持目前的购债速度不变
- 美联储显著下调了今年的经济预期
 - 全年GDP增速从7%下调至5.9%；失业率从4.5%上调至4.8%；通胀则再次大幅上调0.8pct至4.2%

美联储资产负债表规模达到疫前两倍

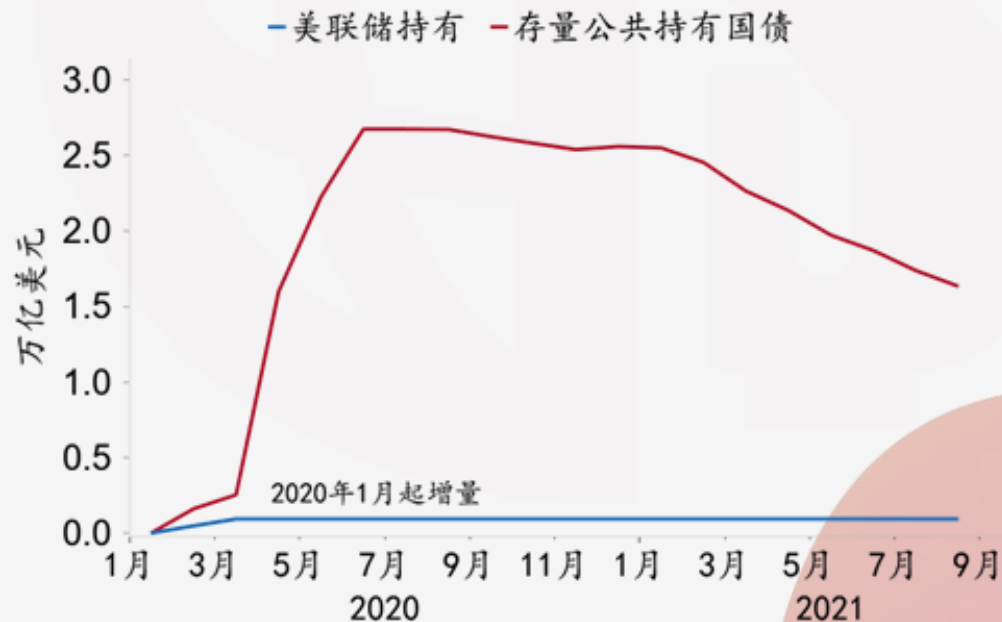
美联储资产负债表规模（万亿美元）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

年初至今美国短债净发行为负

美国国债增量（1年期及以下）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：复苏受疫情扰动

(二) 美联储：Taper在即，加息提前

- Taper节奏上，美联储首次表态认为明年中结束量化宽松较为合适：可能采取“100+50”方案缩减购债，用时8个月
- 加息预期大幅提前
 - 首次加息时点提前至2022年，2023和2024年可能分别加息3次，至0.75-1%和1.5-1.75%区间

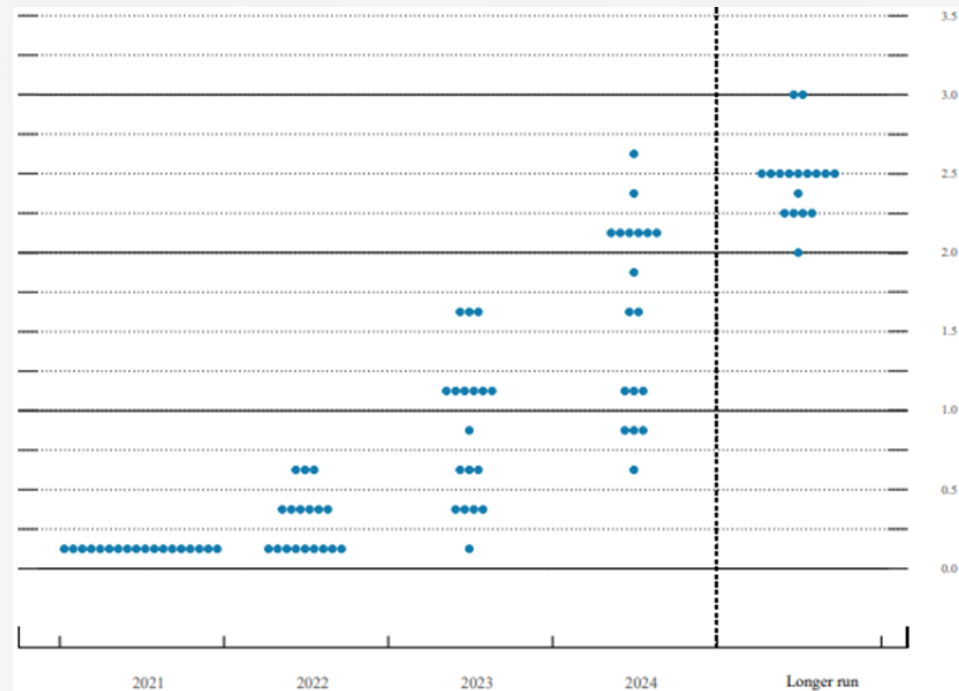
美国当前就业修复程度已好于2013年发出Taper信号时

美联储量化宽松与非农就业情况



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

票委点阵图显示加息可能提前至2022年



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

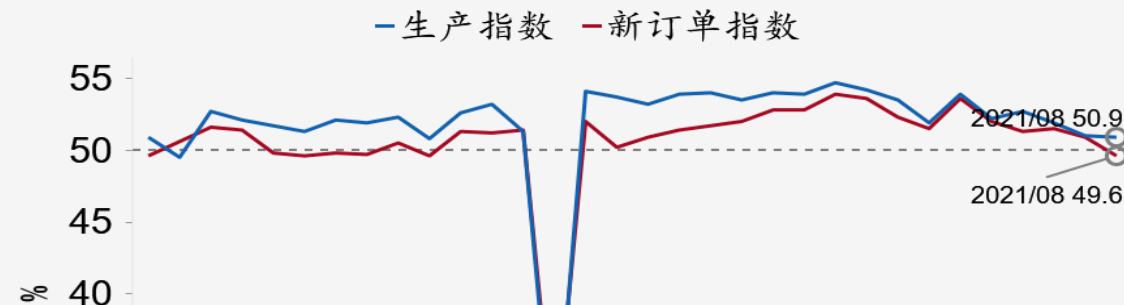
四、实体经济：下调经济增长预期

(一) PMI：供需动能均不足

- 8月中国制造业采购经理人指数为50.1%，非制造业商务活动指数为47.5%，大幅滑落至收缩区间
- 制造业供需动能均不足，新订单指数首度滑落至收缩区间，进出口持续收缩，暂未出现改善迹象，价格指数环比下降，高位波动
- 非制造业商务活动指数环比大幅回落5.8pct，建筑业有所回升，基建新订单指数明显上升；受疫情影响服务业景气度大跌

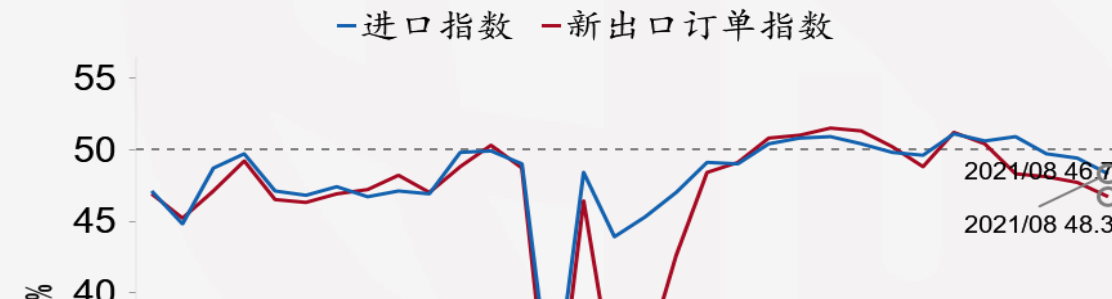
制造业新订单指数滑落至收缩区间

制造业PMI 生产与新订单指数



进出口景气度暂未出现改善迹象

进口与新出口订单指数



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_27340

