



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

深秋时节 ——2021年10月宏观经济月报

2021年10月30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：海外疫情扰动，国内经济走弱



海外宏观

- **三季度美国经济在疫情反弹、政策退潮和供给受限三大利空因素的作用下显著回落。**供给仍是美国经济的主要制约因素，其成因也是多方面的：一是全球供应链持续扰动。二是美国物流链条不畅。三是美国劳动力短缺明显。结构上，私人投资成为三季度经济增长的主要驱动。消费是三季度GDP增速大幅下降的主要原因。前瞻的看，三重冲击下美国三季度经济增速应为全年低点，随着疫情的缓和及销售旺季的到来，四季度美国经济有望反弹。
- **9月美国非农就业仅增加19.4万，大幅低于市场预期，Delta毒株导致的疫情反弹仍是不及预期的主要原因。**尽管9月数据不及预期，但今年美国就业市场的整体表现仍较为亮眼。前瞻的看，随着Delta毒株在美国的传播开始回落，四季度美国就业有望逐步回暖。



实体经济

- **受疫情汛情扰动和结构性矛盾拖累，2021年三季度经济总体虽保持恢复态势，但供需两端动能明显减弱。**9月，生产增速继续回落，投资小幅下滑，消费略有恢复。不过，内需中投资的结构转变已初现端倪，房地产投资快速下滑，基建投资已开始触底反弹。前瞻地看，四季度我国经济面临的供给受限、需求承压的局面暂时不会改变。供给方面，年内需求疲弱和能源供给不足，仍将拖累生产。需求方面，受房地产和财政政策“一紧一松”的影响，推动投资修复的主要动力转变或将持续。未来房地产投资韧性或将减弱，基建投资有望持续发力，制造业投资提振仍然有限。在疫情冲击常态化的背景下，消费增长或仍受制约。
- **9月CPI增速继续下行，PPI增速再创新高。**食品项仍然对CPI构成拖累。非食品项涨幅扩大，但因居民消费低迷影响，原材料价格向下传导并不显著，工业消费品涨幅依旧有限。未来CPI增速大概率将保持低位波动，年底可能在基数的影响下稍有上升。工业品价格同比的持续上涨仍然源于供给端的约束，政策成为主导PPI变化的关键变量。生产资料价格同比增速继续上行，生活资料价格同比稍有增长。短期内PPI仍将处于高位，不排除继续向上突破的可能。



货币财政

- **信贷社融增速或已见底，未来有望回升。**9月信贷需求依然不足，叠加高基数效应，导致新增社融表现不及市场预期。企业中长贷、居民中长贷均延续弱势，企业短贷和票据融资则相对强势，财政支出提速对M2增速形成支撑。前瞻地看，考虑到今年专项债需在11月底前发行完毕，叠加“稳信用”的政策诉求，四季度的信用环境有望边际好转，预计社融增速已于本月见底，后续有望企稳回升。“稳货币”的政策基调下，M2增速亦有望继续小幅回升。
- **9月“财政后置”仅得到部分体现，年末或将发力。**经济修复动能趋弱使得财政收入增长边际放缓，财政支出增速在低位再度边际回落，支出进度仍低于2019年同期水平。前瞻地看，四季度财政支出仍有望提速。后续对基建的支持力度或将加码。相应地，财政支出节奏亦有望加快。

二、本月主要经济数据

国家	指标	单位	2021-10 (预测)	2021-09	2021-08	2021-07	2020-10	2020-09
美国	新增非农就业人数	万人	40	19.4↓	23.5	94.3	63.8	66.1
	CPI	当月同比, %	5.2	5.4↑	5.3	5.4	1.2	1.4
中国	工业增加值	当月同比, %	4.2	3.1↓	5.3	6.4	6.9	6.9
	社会消费品零售总额	当月同比, %	4.1	4.4↑	2.5	8.5	4.3	3.3
	全社会固定资产投资	累计同比, %	6.2	7.3↓	8.9	10.3	1.8	0.8
	其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	2.3	1.5↓	2.6	4.2	3.0	2.4
	制造业投资	累计同比, %	12.8	14.8↑	15.7	17.3	-5.3	-6.5
	房地产投资	累计同比, %	8.0	8.8↓	10.9	12.7	6.3	5.6
	出口 (以美元计)	当月同比, %	18.5	28.1↑	25.6	19.3	10.9	9.4
	进口 (以美元计)	当月同比, %	26.9	17.6↑	33.1	28.2	4.8	13.5
	CPI	当月同比, %	1.0	0.7↓	0.8	1.0	0.5	1.7
	PPI	当月同比, %	10.2	10.7↑	9.5	9.0	-2.1	-2.1
	社会融资规模	当月同比, %	10.2	10.0↓	10.3	10.7	13.7	13.5
	M2	当月同比, %	8.4	8.3↑	8.2	8.3	10.5	10.9
	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：供需缺口加剧

- 9月美国非农就业仅增加19.4万，大幅低于市场预期（50万），失业率则由5.2%下降至4.8%
- 尽管9月数据不及预期，但今年美国就业表现仍较为亮眼：今年以来，美国月均新增非农就业约56.1万人，较2020年4月已累计修复1,740万，较疫前缺口缩窄至500万
- 值得注意的是，9月劳动力规模在年内首次显著下降（-18.3万），美国劳动力市场供需缺口进一步恶化

美国新增非农就业修复爆冷

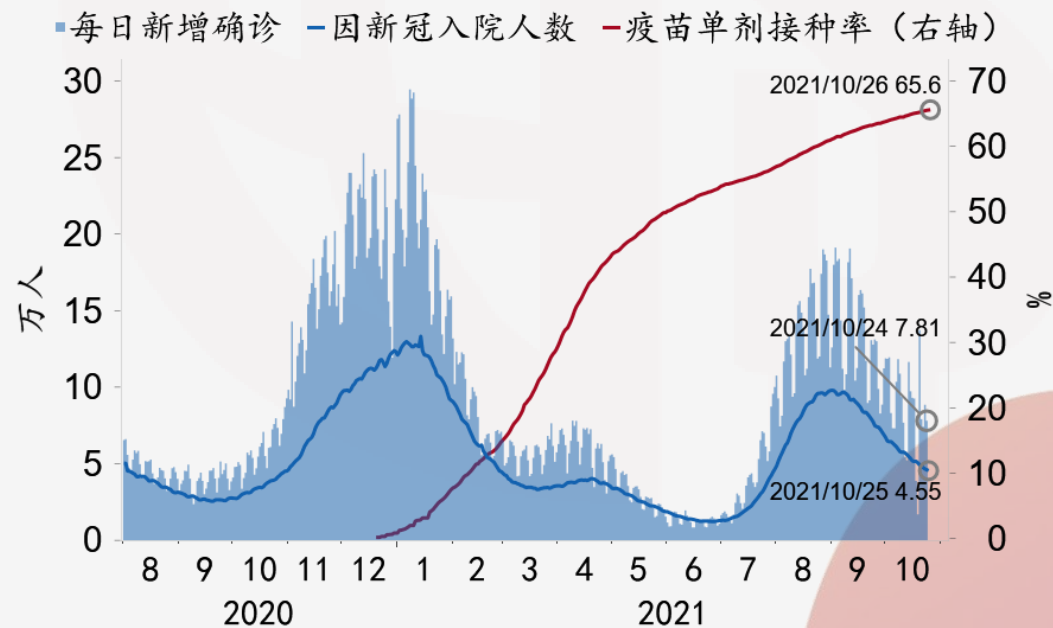
美国就业指标



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

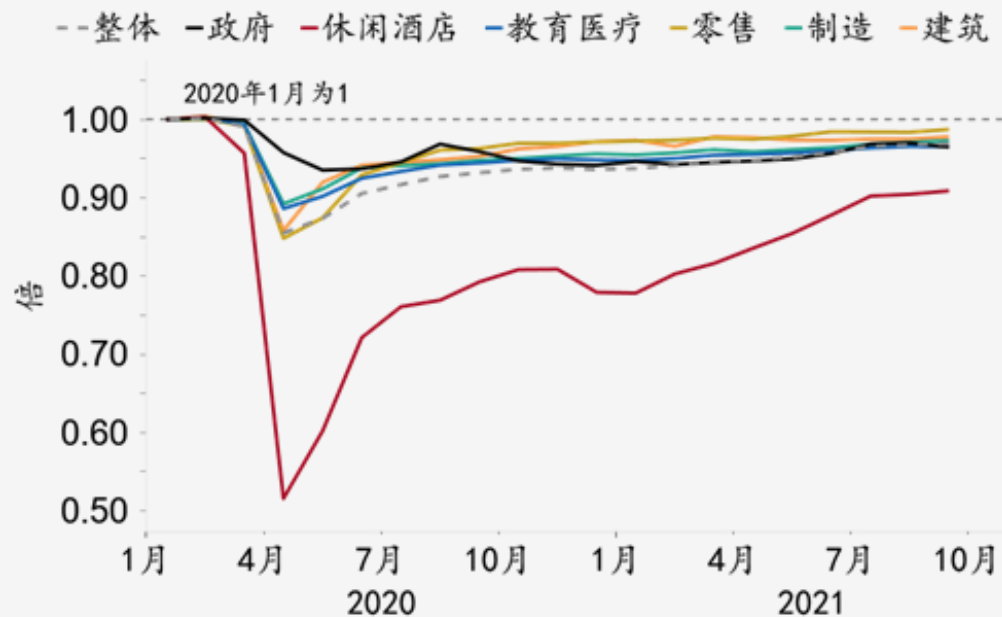
三、海外宏观：复苏受疫情扰动

(一) 美国非农：供需缺口加剧

- 从行业看，修复仍以服务业为主，酒店休闲业出现回暖（+7.4万），政府教育雇员大幅恶化（-12.3万），是爆冷的主要原因
- 从学历看，本科及以上学历就业情况的改善优于高中以下学历，前者失业率下降0.3pct，后者却上升0.1pct，差距缩窄至5.4pct
- 前瞻的看，尽管9月非农不及预期，但市场需求仍然旺盛，随着疫情回落，四季度美国就业有望回暖至30-50万区间

政府教育雇员大幅下降

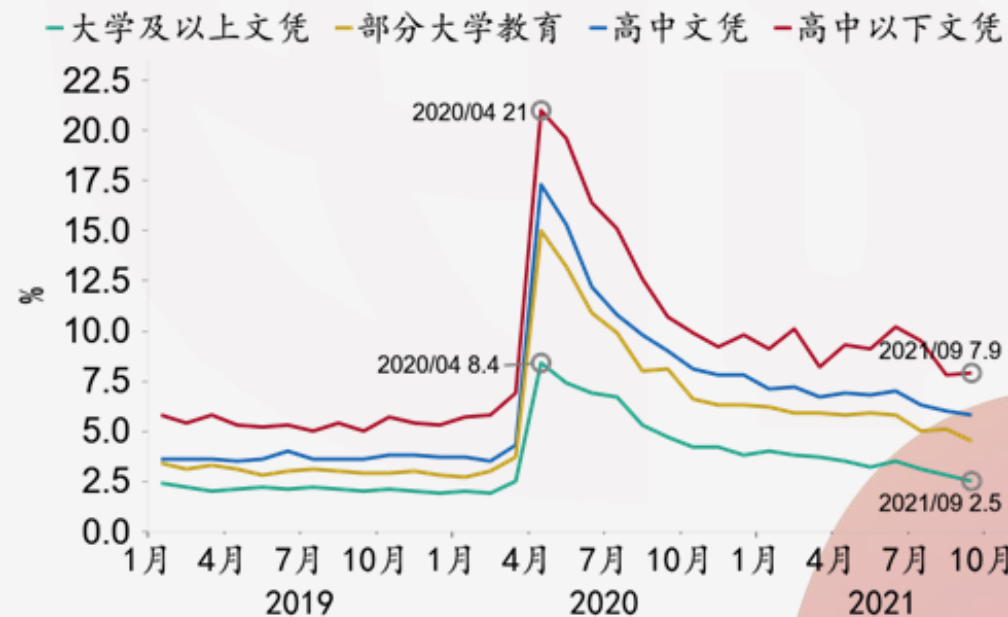
美国各行业就业水平



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扩大

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

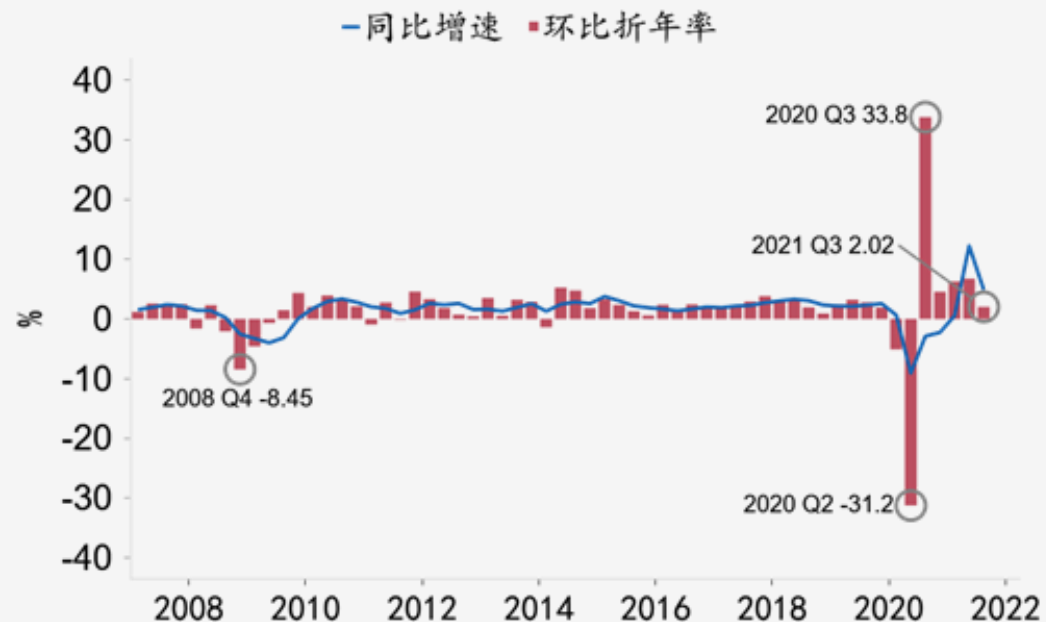
三、海外宏观：复苏受疫情扰动

(二) 美国三季度GDP：消费制约经济增长

- 在疫情反弹、政策退潮和供给受限三大利空因素的作用下，美国经济增长速环比显著回落，较二季度下降4.7pct至2%，美国GDP总量则恢复至疫前101.4%的水平。
- 供给仍是美国经济的主要制约因素：一是全球供应链持续扰动；二是美国物流链条不畅；三是美国劳动力短缺明显

三季度经济增速显著下降

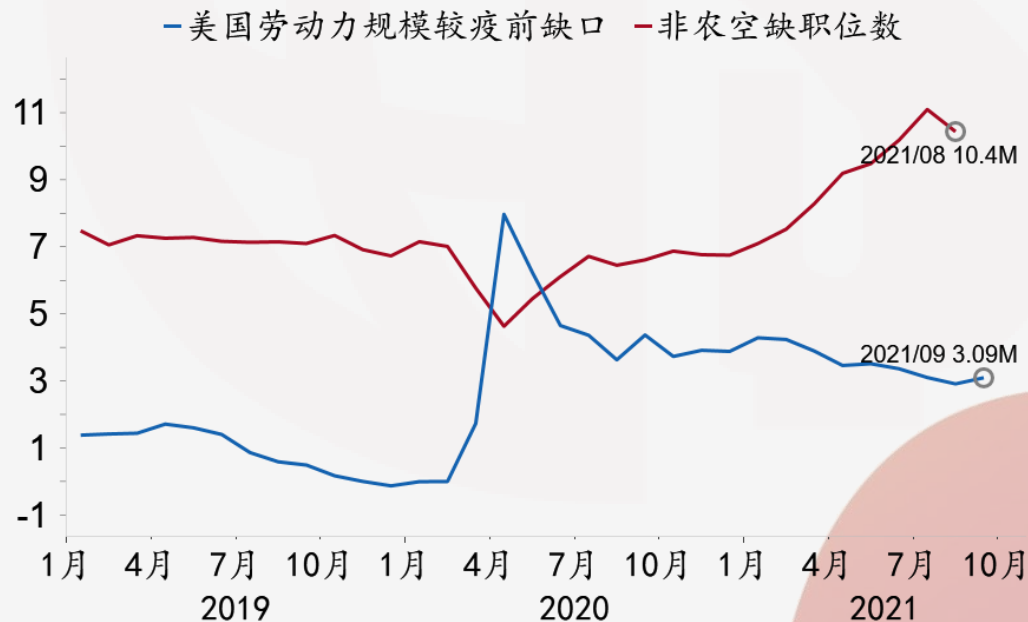
美国实际GDP增速（季度）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美国劳动力缺口明显

美国劳动力市场缺口（百万人）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

三、海外宏观：复苏受疫情扰动

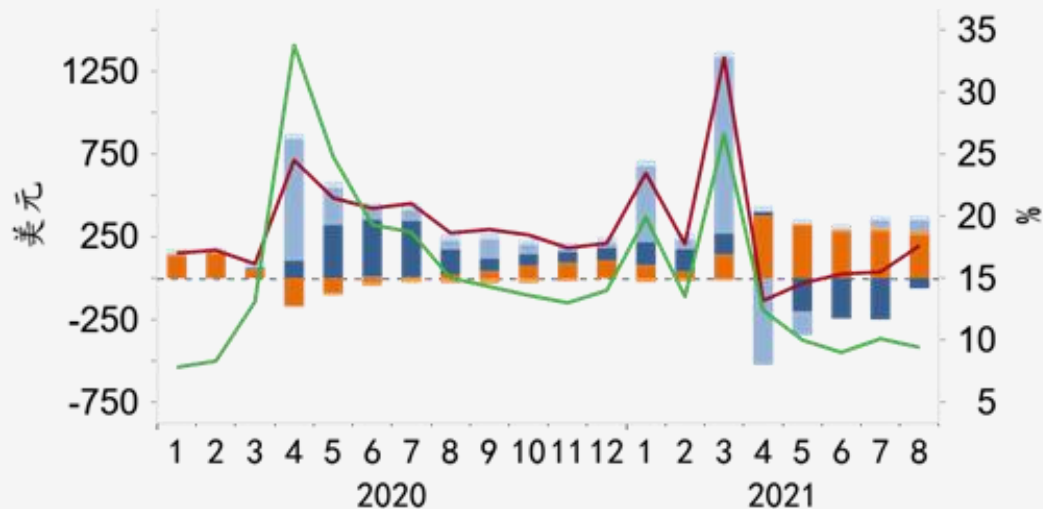
(二) 美国三季度GDP：消费制约经济增长

- 私人投资成为三季度经济增长的主要驱动（增长11.7%，贡献GDP增速1.94pct）：固定资产投资转负（-0.8%），企业主动补库存成为拉动投资主要动力；消费是三季度GDP增速下降的主要原因：尽管仍保持正增长1.6%，但增速环比大幅回落，对GDP增速贡献下降6.8个百分点，主要受耐用品消费下滑（-26.2%）拖累
- 前瞻的看，三重冲击下美国三季度经济增速应为全年低点，随着疫情的缓和及销售旺季的到来，四季度美国经济有望反弹

美国居民收入由补贴向内生性转变

美国居民收入结构变化

—居民储蓄率（右轴） —可支配收入同比增量 医保社保退伍金等
■其它补助 ■失业补助 ■经营收益 ■资本收益 ■工资福利

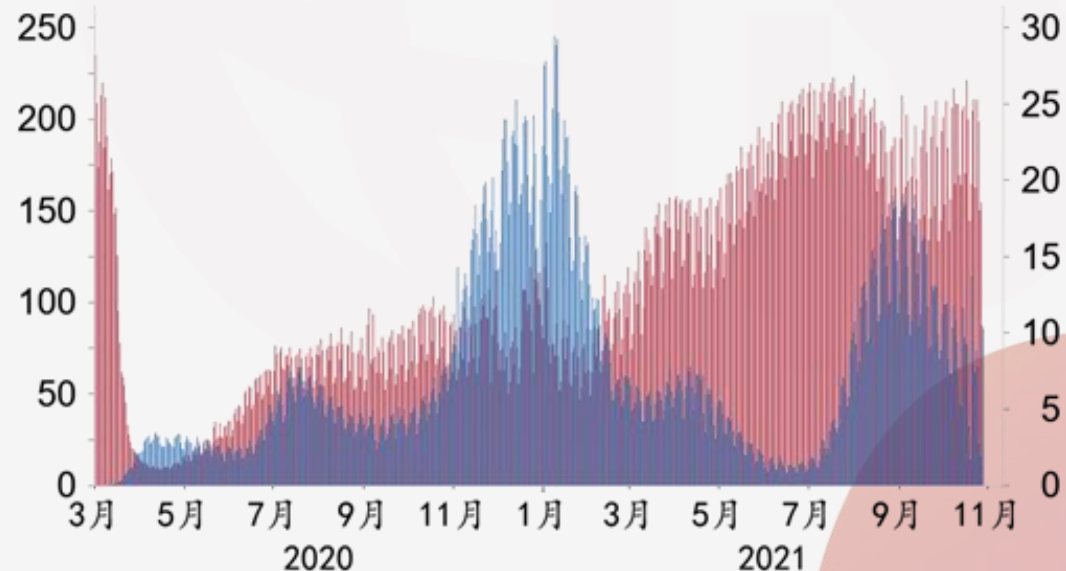


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

疫情缓和后美国航旅人数再度回暖

美国航空旅客数（万人）

■美国航空旅客TSA安检人次 ■美国每日新增新冠确诊（右轴）



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：承压的局面暂时不变

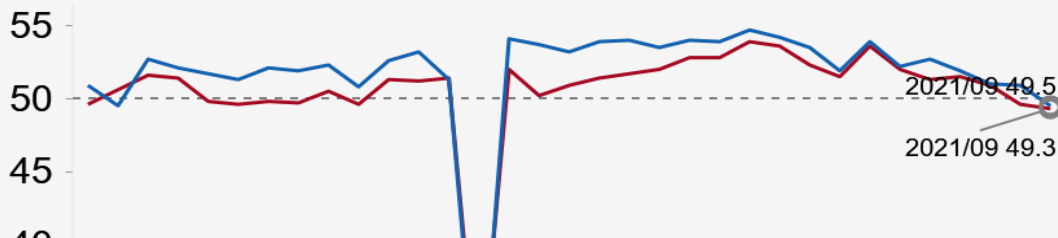
(一) PMI：制造业收缩，服务业反弹

- 9月中国制造业采购经理人指数为49.6%，降至临界点以下；非制造业商务活动指数为53.2%，大幅回升至扩张区间
- 制造业供需环比回落，新订单指数持续下滑，出口景气指数继续收缩，价格指数环比转升重回近四个月高点
- 非制造业商务活动指数环比大幅回升5.7pct，建筑业环比回落，基建新订单指数持续上升；疫情缓解拉动服务业景气水平回升

制造业供需环比均继续下滑

制造业PMI生产与新订单指数

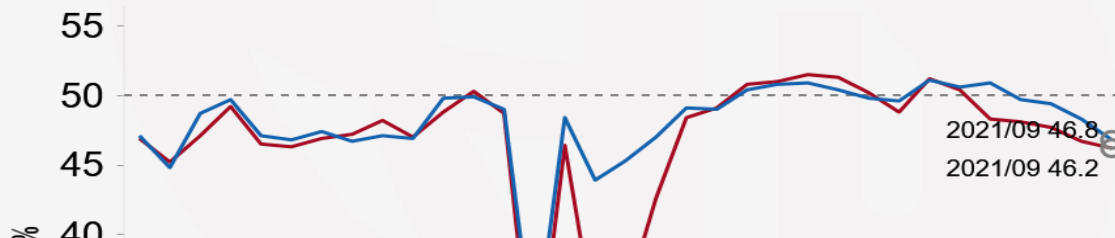
—生产指数 —新订单指数



进出口景气度持续收缩

PMI进口与新出口订单指数

—进口指数 —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_28989

