



招商銀行  
CHINA MERCHANTS BANK

研究院  
Institute

# 寒来暑往 ——2021年11月宏观经济月报

2021年11月30日

谭卓，宏观经济研究所所长 [zhuotan@cmbchina.com](mailto:zhuotan@cmbchina.com)

田地，海外宏观 [andrewtian@cmbchina.com](mailto:andrewtian@cmbchina.com)

黄翰庭，实体经济 [huanght@cmbchina.com](mailto:huanght@cmbchina.com)

牛梦琦，实体经济 [niumengqi@cmbchina.com](mailto:niumengqi@cmbchina.com)

王欣恬，实体经济 [xintianwang@cmbchina.com](mailto:xintianwang@cmbchina.com)

杨薛融，货币金融 [yangxuerong@cmbchina.com](mailto:yangxuerong@cmbchina.com)

# 一、宏观概览：海外政策转向，国内经济回暖



## 海外宏观

- **10月美国非农就业增加53.1万，超出市场预期，失业率相应回落至4.6%。**继8、9月非农就业数据遇冷后，10月出现回暖迹象，修复的最直接原因是疫情相较9月高峰的好转。结构方面，修复仍以服务业为主，但范围更加广泛。除休闲酒店开始回暖外，汽车制造业新增岗位也由负转正。前瞻的看，四季度美国就业有望稳步增长。
- **美联储11月FOMC会议宣布正式开启Taper，**将采用“100+50”方案，即每月缩减100亿美元国债和50亿美元MBS购买，预计在明年6月结束量化宽松。Taper标志着美联储政策转向的全面开始，下一步市场的关注点将是加息。未来，美联储面临就业和通胀双重目标的艰难抉择。鲍威尔认为通胀已达到加息标准，但就业仍存在一定差距，CME联邦资金期货数据显示市场预期明年6月将首次加息。



## 实体经济

- **10月经济数据环比有所好转。**10月，工业生产在保供稳价及纠偏限产限电的政策下小幅回升，但服务生产受疫情影响再度回落；固定资产投资整体保持稳定；消费在“十一”和“双十一”的带动下修复动能增强。具体来看，投资的结构发生切换。尽管房地产政策边际放松，但投资仍在快速下滑，而基建投资已经触底反弹。前瞻地看，10月经济数据的边际好转并不意味着经济已经运行至周期底部，未来随着外需回落、房地产下行，经济增长动能还将趋弱，而在消费和制造业投资难以逆势而上的情况下，仍需要加大宏观政策对冲力度，放松结构性政策对部分行业的管控。
- **10月CPI增速出现反弹，PPI增速再创新高。**能源价格上涨是推升CPI同比增速的重要力量，食品项对CPI仍有拖累，但幅度正在收窄，其他非食品消费和服务价格上涨幅度有限，PPI向CPI的传导尚不明显。受油价、食品和翘尾因素支撑，11月CPI或小幅上涨。PPI的上涨仍集中于生产资料，且越靠近上游，价格上涨越明显。驱动力仍源于大宗商品价格上涨，是输入性因素与国内政策约束共同作用的结果。当前PPI同比增速或已见顶，未来将逐渐下行。



## 货币财政

- **信贷社融增速未来有望持续回暖。**10月企业信贷需求依然较弱，但是居民部门信贷需求边际改善，叠加政府债券发行对应的低基数，推动新增社融同比小幅多增，增速持平于上月的10.0%。10月企业中长贷延续弱势，居民中长贷回归常态，票据融资则相对强势。非银存款高增对M2增速形成支撑。考虑到专项债发行带动的基建领域融资，叠加结构性货币信贷政策对制造业领域的支持，年内信用环境有望边际好转，预计社融增速后续将继续企稳回升。
- **“防风险”冲击财政收入端，支出进度仍低于2019年同期水平。**经济修复动能趋弱和房地产“防风险”对财政收入端的拖累逐步显现，10月财政支出则重新温和提速。前瞻地看，“稳增长”压力上升要求财政政策保持积极姿态，但财政收入趋紧将制约财政政策空间。

## 二、本月主要经济数据

国家	指标	单位	2021-11 (预测)	2021-10	2021-09	2021-08	2020-11	2020-10
美国	新增非农就业人数	万人	42	53.1 ↑	19.4	23.5	24.5	63.8
	CPI	当月同比, %	5.6	6.2 ↑	5.4	5.3	1.2	1.2
	工业增加值	当月同比, %	4.0	3.5 ↓	3.1	5.3	7.0	6.9
	社会消费品零售总额	当月同比, %	2.8	4.9 ↑	4.4	2.5	5.0	4.3
	全社会固定资产投资	累计同比, %	6.0	6.1 ↓	7.3	8.9	2.6	1.8
	其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	1.6	0.7 ↓	1.5	2.6	3.3	3.0
	制造业投资	累计同比, %	12.3	14.2 ↑	14.8	15.7	-3.5	-5.3
	房地产投资	累计同比, %	6.4	7.2 ↓	8.8	10.9	6.8	6.3
中国	出口 (以美元计)	当月同比, %	12.4	27.1 ↑	28.1	25.6	20.5	10.9
	进口 (以美元计)	当月同比, %	11.6	20.6 ↓	17.6	33.1	4.6	4.8
	CPI	当月同比, %	2.1	1.5 ↑	0.7	0.8	-0.5	0.5
	PPI	当月同比, %	10.9	13.5 ↑	10.7	9.5	-1.5	-2.1
	社会融资规模	当月同比, %	10.2	10.0 ↓	10.0	10.3	13.6	13.7
	M2	当月同比, %	8.4	8.7 ↑	8.3	8.2	10.7	10.5
	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。

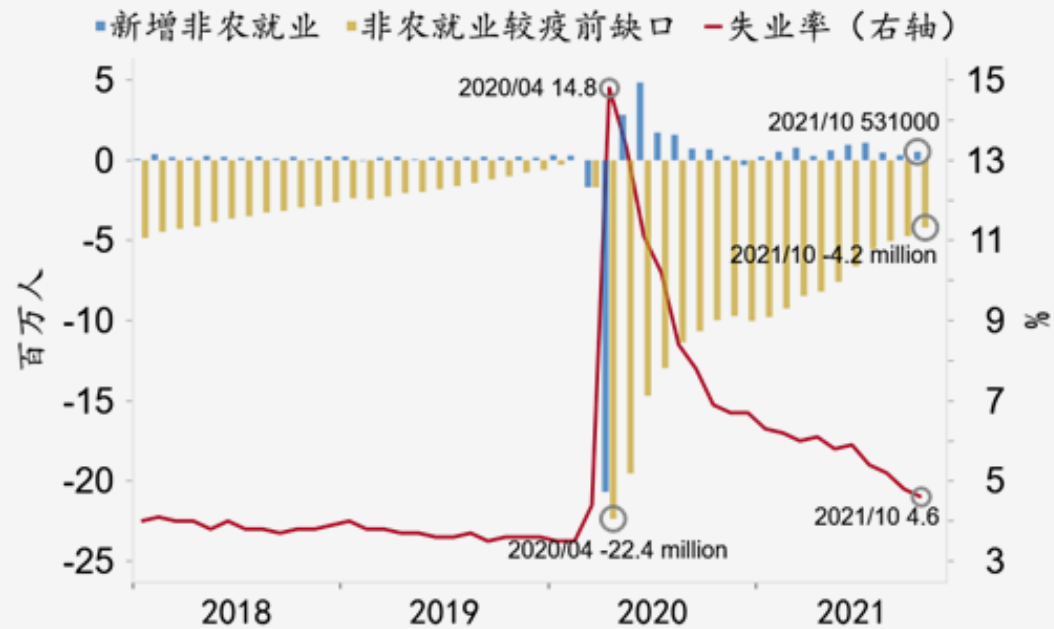
# 三、海外宏观：政策转向启动

## (一) 美国非农：疫情改善，就业反弹

- 10月美国非农就业增加53.1万，小幅超出市场预期（45万），失业率则由4.8%下降至4.6%
- 尽管受疫情扰动，今年美国就业市场的整体表现仍较为亮眼。今年以来，美国月均新增非农就业约58.2万人，较2020年4月已累计修复1,820万，较疫前缺口缩窄至420万
- 劳动力供给出现边际改善：10月劳动力增量由负转正，增加10.4万人，新增劳动力主要由女性贡献（女性新增18万）

### 美国非农就业修复提速

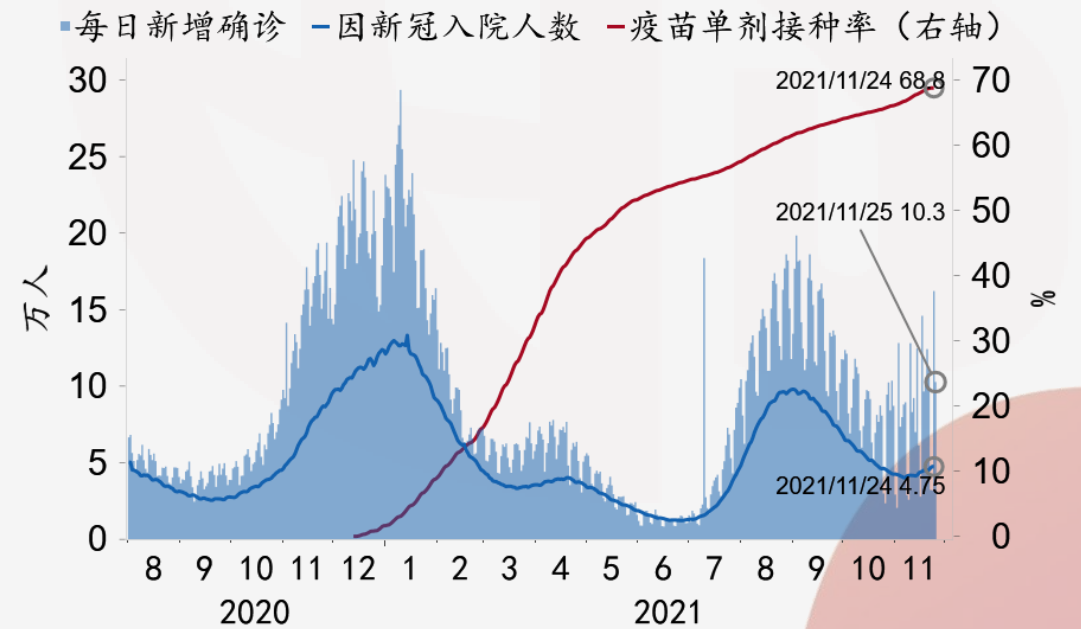
美国就业指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 美国疫情较高点有所回落

美国新冠疫情指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

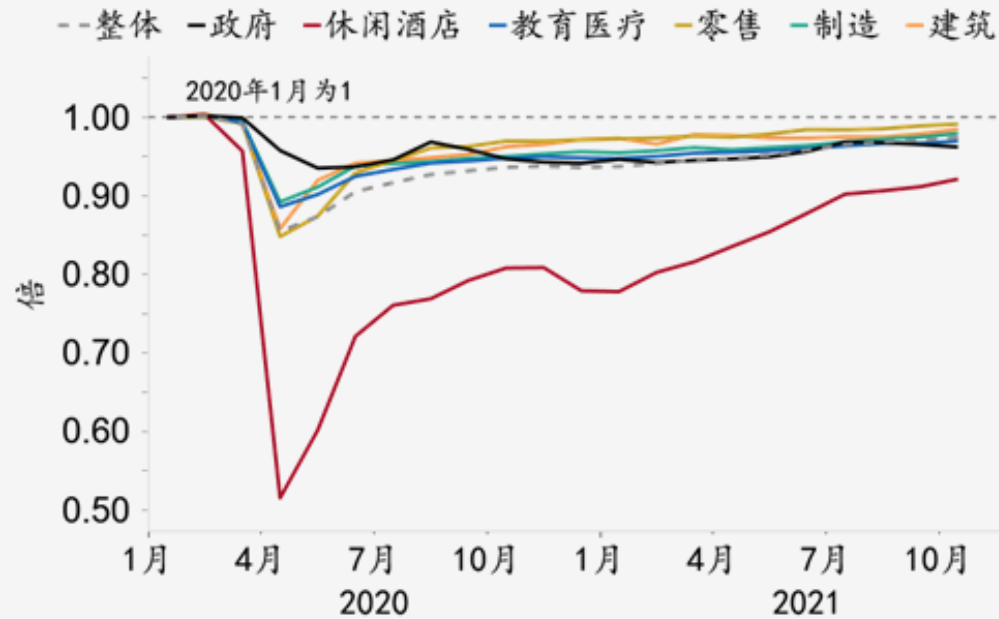
# 三、海外宏观：政策转向启动

## (一) 美国非农：疫情改善，就业反弹

- 从行业看，修复仍以服务业为主，酒店休闲业出现回暖（+16.4万），汽车制造业由负转正，指向汽车供应链边际好转
- 从学历看，高中以下学历就业改善优于本科及以上人群，前者失业率下降0.5pct，后者仅0.1pct，差距缩窄至5pct
- 前瞻的看，当前市场需求仍然旺盛，随着疫情稳定，四季度美国就业有望回暖至30-50万区间

### 政府教育雇员持续下降

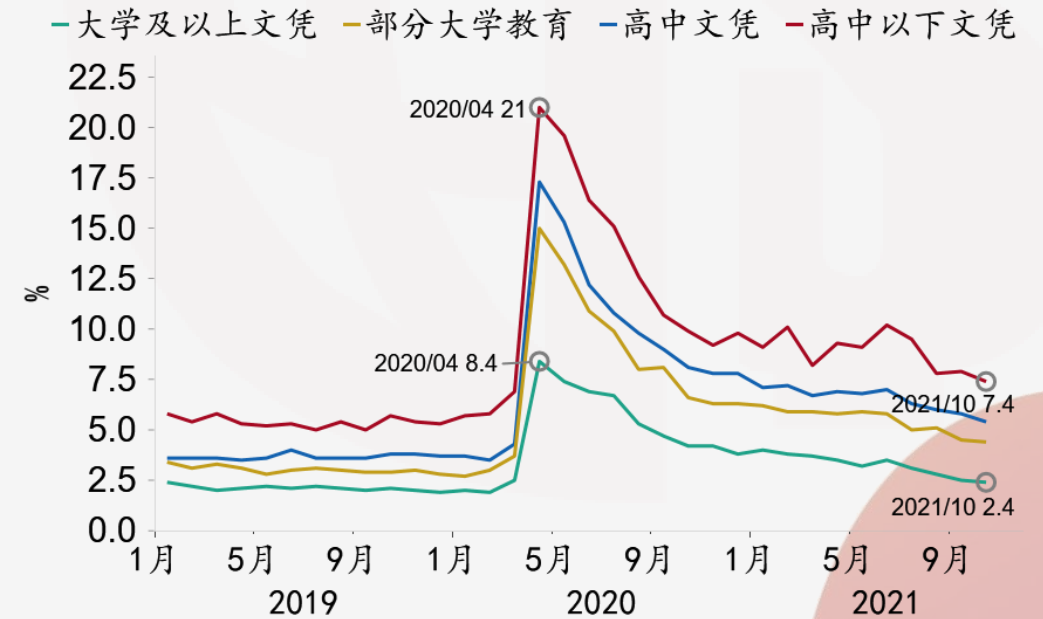
美国各行业就业水平



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缩小

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：政策转向启动

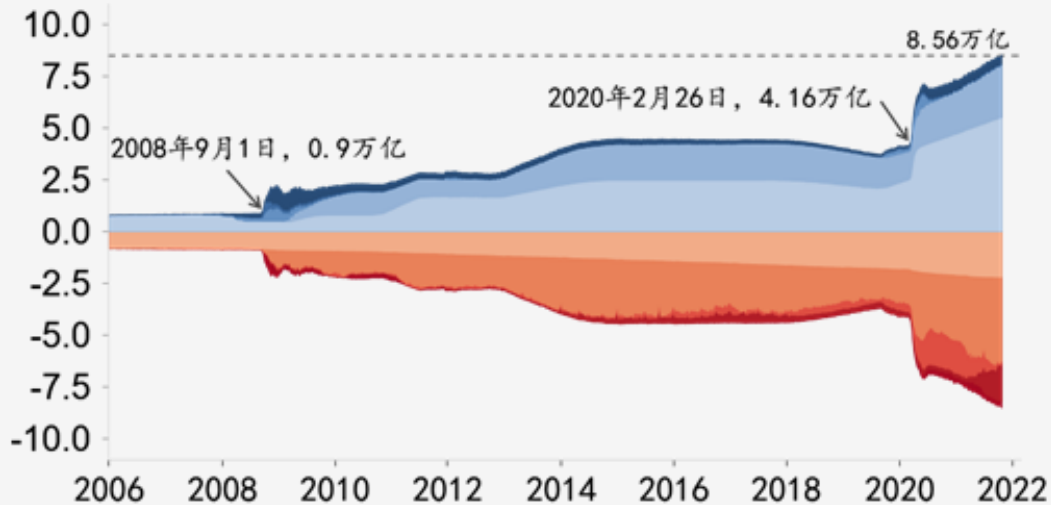
## (二) 美联储：Taper官宣，加息不急

- 美联储公开市场委员会在11月议息会议后发表声明，宣布维持联邦基金利率在0-0.25%，同时开启Taper缩减购债规模
- 尽管三季度美国GDP增长失速，但美联储仍对全年经济表示乐观
  - 就业方面，修复将重新提速；通胀方面，美联储坚持认为高通胀是“临时性的”，但承认供给短缺的程度和时间超出预期

### 美联储资产负债表规模超过疫前两倍

美联储资产负债表规模（万亿美元）

■ 其它资产 ■ 贷款工具 ■ 回购及央行流动性互换 ■ 机构MBS ■ 国债  
■ 流通现金 ■ 存款性机构存款 ■ 财政存款 ■ 逆回购 ■ 其它负债

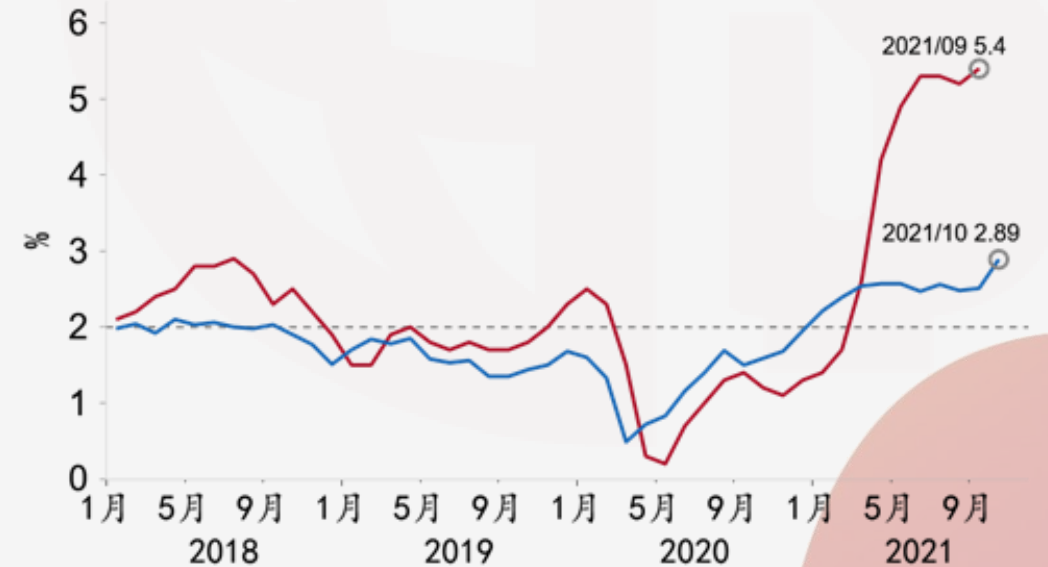


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

### 美国通胀预期有所抬头

美国通胀预期与实际通胀

— 盈亏平衡通胀率（五年期，月均） — CPI同比



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

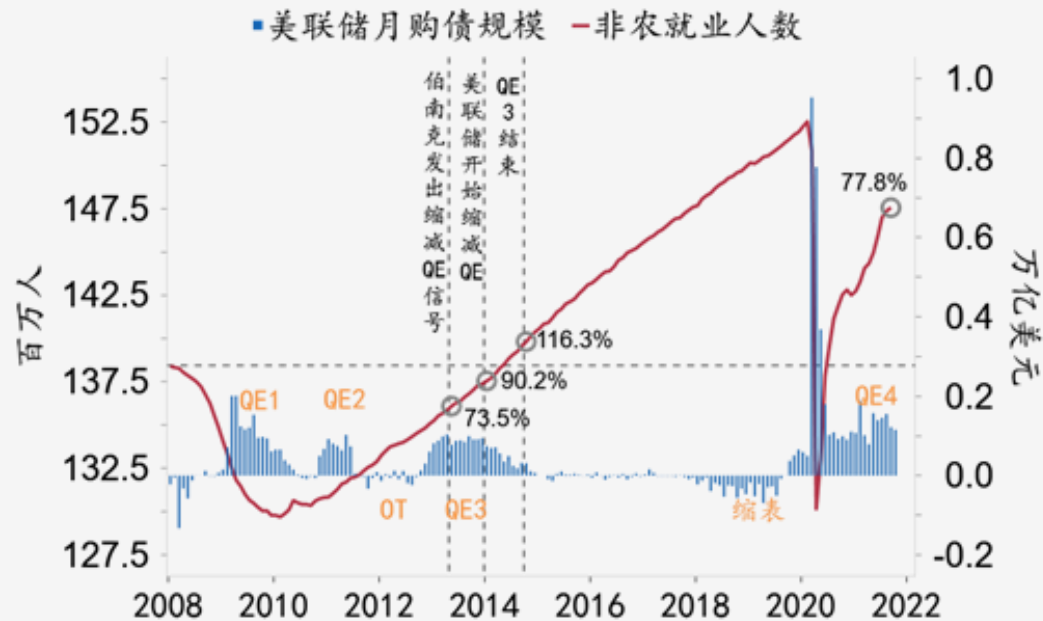
# 三、海外宏观：政策转向启动

## (二) 美联储：Taper官宣，加息不急

- 将采取“100+50”方案，每月缩减100亿美元国债和50亿美元MBS购买，预计在明年6月结束量化宽松
- 未来，美联储面临就业和通胀双重目标的艰难抉择
  - 鲍威尔认为通胀已达到加息标准，但就业仍存在一定差距，CME联邦资金期货数据显示市场预期明年6月将首次加息

### 非农缺口已修复至疫前约8成水平

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

### 8月以来美国国债收益率稳步上移

美国债收益率走势



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

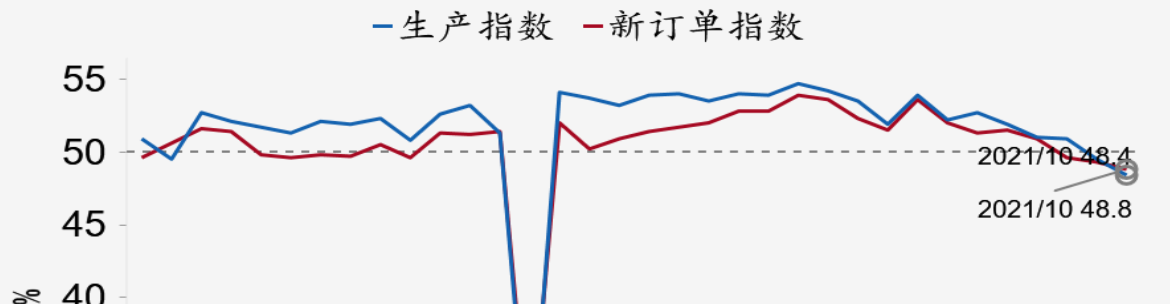
# 四、实体经济：下行压力边际缓解

## (一) PMI：供给冲击持续

- 10月中国制造业采购经理人指数为49.2%，连续两个月处于收缩区间；非制造业商务活动指数为52.4%
- 制造业供需环比持续下滑，供给冲击制约明显，新订单连续两个月收缩，出口景气度季节性回升，价格指数上升至近五个月高点
- 非制造业商务活动指数环比下降0.8pct，建筑业环比下滑，基建新订单指数持续上升；服务业整体恢复放缓

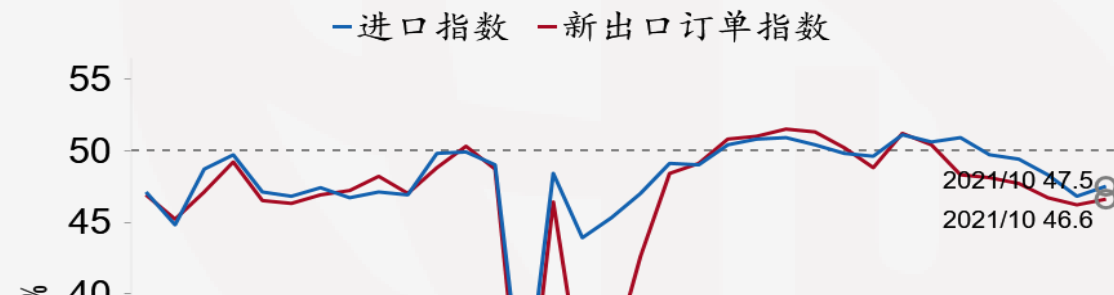
### 制造业供给冲击制约明显

#### 制造业PMI生产与新订单指数



### 出口景气度季节性回升

#### PMI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\\_30563](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30563)

