

岁末天寒 ——2021年12月宏观经济月报

2021年12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

刘阳，货币金融 lylidd@cmbchina.com



一、宏观概览：海外加速转向，国内“稳增长”



海外宏观

- **美联储12月FOMC会议标志其全面转鹰。**此次会议宣布加速Taper，调整后Taper速度翻倍，从明年1月起每月缩减200亿美元的国债购买和100亿美元的MBS购买，预计较原方案提前三个月，在明年3月中旬结束量化宽松。Taper提前结束将为美联储加息创造更加灵活的空间。最新美联储票委点阵图显示，加息时点将提前至明年，加息次数预期中位数为三次。CME联邦资金期货数据显示市场认为6月前完成首次加息的可能性较高。
- **系统性的误判通胀是美联储当下加速掉头的主要原因。**美联储承认供给短缺的程度和时间超出预期，并删除了通胀“临时性”的相关表述。就业方面，美联储认为进展迅速，并对未来表示乐观。前瞻地看，若通胀在明年一季度前未见回落，加息时点可能进一步提前。



实体经济

- **11月经济增长压力依然较大。**在煤电保供和旺盛出口支撑下，工业生产增速继续回升，但服务业修复持续受疫情扰动。固定资产投资相对稳定，其中，制造业投资的边际上升是主要支撑力量，房地产投资尽管本月出现触底反弹迹象，但仍处于下行区间，基建投资仍面临一些约束，尚待发力。消费受多地疫情复发影响，修复动能边际减弱。前瞻地看，中央经济工作会议已释放出明确的“稳增长”信号，提出了“积极推出有利于经济稳定的政策，政策发力适当靠前”的要求，未来宏观政策和结构性政策将逐步发力，托底经济增长。随着政策明显转向，经济底部有望逐渐显现。
- **11月CPI增速继续上行，PPI增速开始自顶部下行。**食品项对CPI的影响由负转正，猪肉价格降幅收窄、蔬菜价格上涨是主要原因；非食品项对CPI的影响相对稳定，油价高企仍是重要支撑。年末猪肉和鲜菜进入销售旺季，加上油价高位波动，CPI同比增速有望继续得到支撑，但由于基数回升，12月CPI的增长幅度预计将小于11月。PPI上涨受生产资料的支撑减弱，来自生活资料的贡献边际上升，显示出价格增长向下游传递的迹象。随着保供稳价政策进一步推进，叠加基数抬升，未来PPI同比增速将进入下行区间。



货币财政

- **信贷社融有望持续回暖。**11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，叠加企业债融资回暖和政府债券低基数效应，推动新增社融增速较上月增加0.1pct至10.1%。企业中长贷延续弱势，居民中长贷继续回归常态，票据融资则相对强势。非银存款下降对M2增速构成拖累，而财政存款加速投放是主要支撑。考虑到专项债发行结构性货币信贷政策的支持，年内信用环境有望边际好转，社融增速或将继续企稳回升。
- **财政支出有望发力“稳增长”。**11月，财政收入增长延续放缓态势，经济下行压力加大叠加房地产“防风险”的拖累进一步显现，支出则持续温和提速。前瞻地看，中央经济工作会议已释放出明确的“稳增长”信号，年内和明年财政政策的“积极”将体现在节奏上，即明年的前置发力与今年的后置发力形成衔接。

二、本月主要经济数据

国家	指标	单位	2021-12 (预测)	2021-11	2021-10	2021-09	2020-12	2020-11
美国	新增非农就业人数	万人	35	21.0↓	53.1	19.4	-14.0	24.5
	CPI	当月同比, %	6.2	6.8↑	6.2	5.4	1.4	1.2
	工业增加值	当月同比, %	3.9	3.8↓	3.5	3.1	7.3	7.0
	社会消费品零售总额	当月同比, %	3.1	3.9↑	4.9	4.4	4.6	5.0
	全社会固定资产投资	累计同比, %	6.1	5.2↓	6.1	7.3	2.9	2.6
	其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	0.9	-0.2↓	0.7	1.5	3.4	3.3
	制造业投资	累计同比, %	12.8	13.7↑	14.2	14.8	-2.2	-3.5
	房地产投资	累计同比, %	5.8	6.0↓	7.2	8.8	7.0	6.8
	出口 (以美元计)	当月同比, %	6.5	22.0↑	27.1	28.1	18.0	20.5
	进口 (以美元计)	当月同比, %	6.8	31.7↑	20.6	17.5	7.6	4.6
中国	CPI	当月同比, %	1.7	2.3↑	1.5	0.7	0.2	-0.5
	PPI	当月同比, %	10.2	12.9↑	13.5	10.7	-0.4	-1.5
	社会融资规模	当月同比, %	10.5	10.1↓	10.0	10.0	13.3	13.6
	M2	当月同比, %	8.5	8.5↑	8.7	8.3	10.1	10.7
	1年期LPR	%	3.80	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：政策转向提速

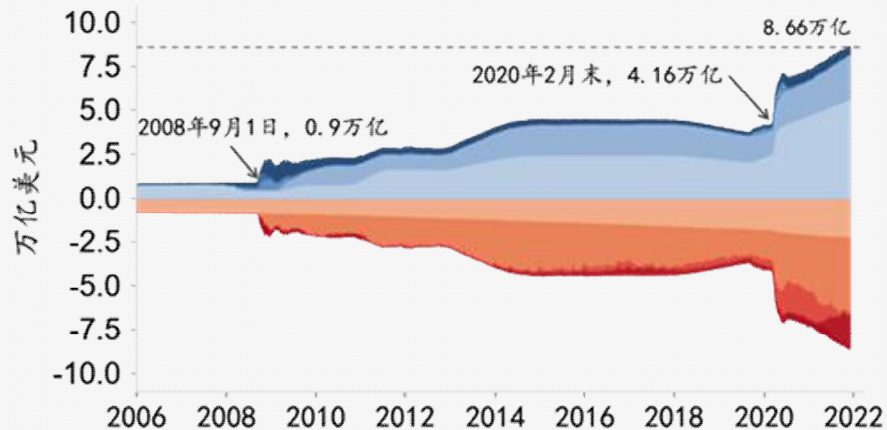
(一) 美联储：加速掉头

- 美联储公开市场委员会在12月议息会议后发表声明，宣布维持联邦基金利率在0-0.25%区间，同时加速Taper缩减购债规模
- 在疫苗接种和经济重启的支撑下，美联储认为未来经济增长仍将保持强劲
 - 就业方面，美联储认为进展迅速；通胀方面，美联储承认供给短缺的程度和时间超出预期，并删除了通胀“临时性”的表述

美联储资产负债表规模超过疫前两倍

美联储资产负债表

- 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

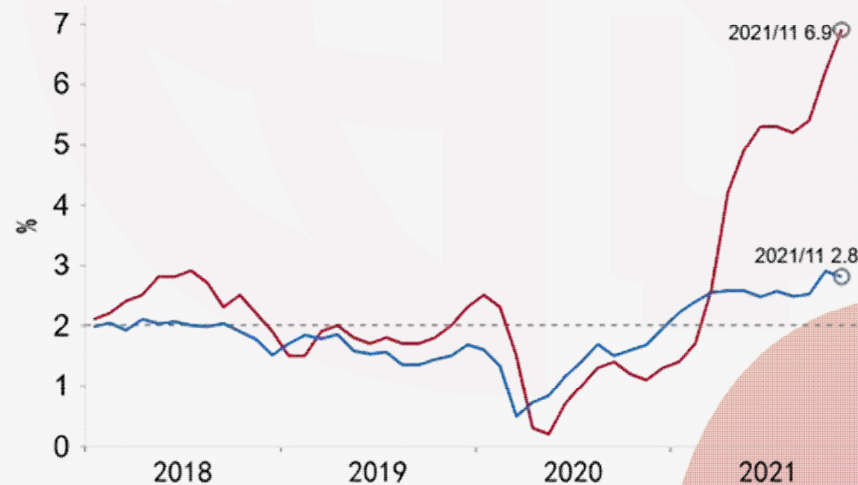


资料来源：Macrobond、招商银行研究院

美国通胀预期边际回落

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

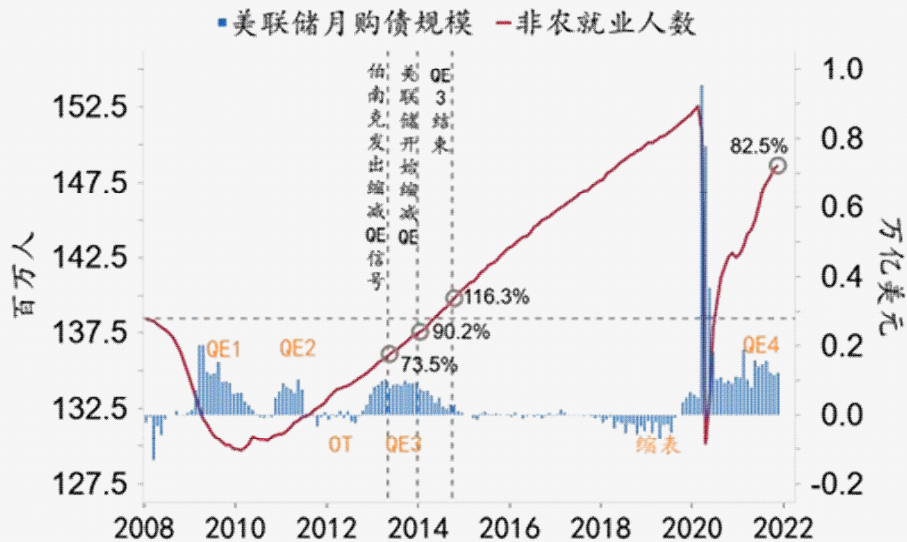
三、海外宏观：政策转向提速

(一) 美联储：加速掉头

- 将从“100+50”方案升级至“200+100”，预计较原方案提前三个月，在明年3月中旬结束量化宽松
- Taper提前结束将为美联储加息创造更加灵活的空间
 - 过半票委（10名）认为明年应加息三次，将联邦基金利率从0-0.25%区间提升至0.75-1%

非农缺口已修复至疫前8成以上

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

11月以来美国国债收益率有所回落

美国债收益率走势



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

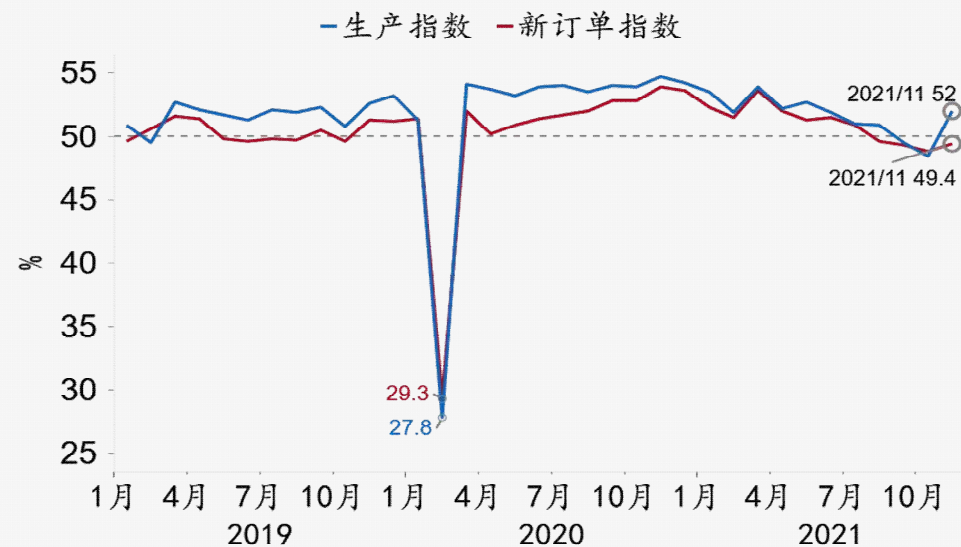
四、实体经济：“稳增长”压力依然较大

(一) PMI：经济动能回升

- 11月中国制造业采购经理人指数为50.1%，重回扩张区间；非制造业商务活动指数为52.3%
- 制造业供需环比均有所回升，生产活动显著加快，产能有效释放，进出口景气度继续季节性回升，价格指数大幅回落
- 非制造业商务活动指数环比略下降0.1pct，建筑业环比回升，基建新订单指数持续上升；服务业景气水平回落

制造业产能有效释放

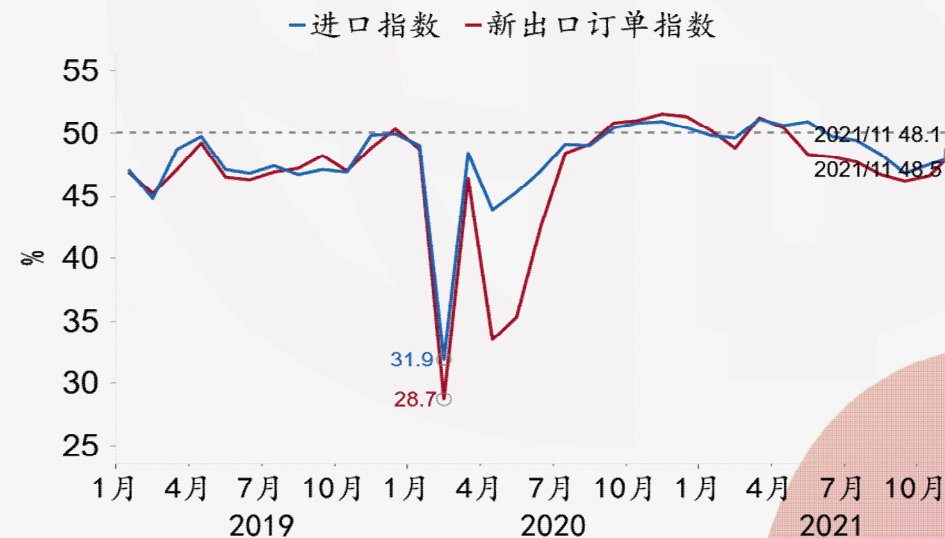
制造业PMI生产与新订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

出口景气度继续季节性回升

PMI进口与新出口订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

四、实体经济：“稳增长”压力依然较大

(二) 生产：工业连月回升，服务业仍受扰动

- 在煤电保供和旺盛出口支撑下，工业生产增速继续回升。11月工业增加值同比增长3.8%，较上月回升0.3pct，两年平均增速5.4%，较上月加快0.2pct。前瞻地看，由于未来总需求依然较弱，工业生产难以大幅反弹
- 疫情持续扰动服务业修复。11月服务业生产指数同比增速回落0.7pct至3.1%。前瞻地看，冬季病毒传播加强、叠加海外Omicron变种输入的隐忧，服务业修复仍将受到防疫举措的制约

工业生产连月回升

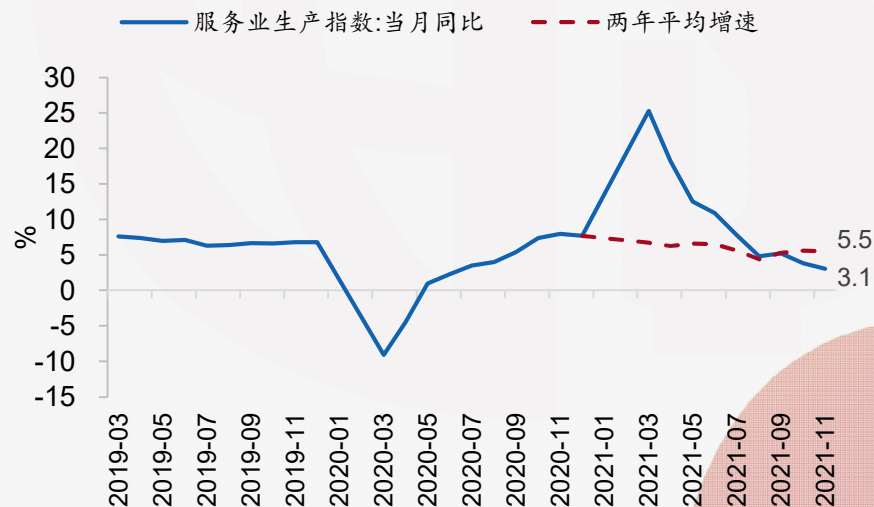
工业增加值增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

服务业仍受扰动

服务业生产增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

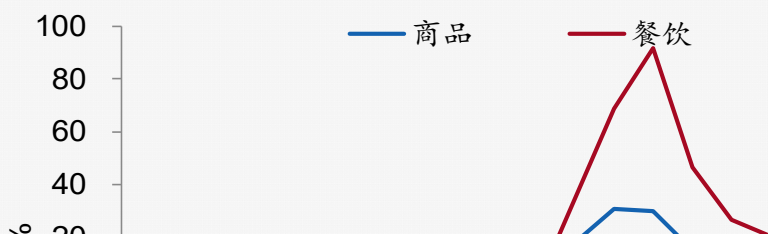
四、实体经济：“稳增长”压力依然较大

(三) 消费：疫情拖累重现

- 受多地疫情复发影响，11月消费修复动能边际减弱，餐饮消费增速再次转负
- “双十一”拉动网上商品和服务消费比重持续上升；通讯器材消费大幅回落，汽车行业复苏节奏较慢
- 前瞻地看，长短期均存在拖累消费修复的因素，预计明年消费仍将缓慢增长

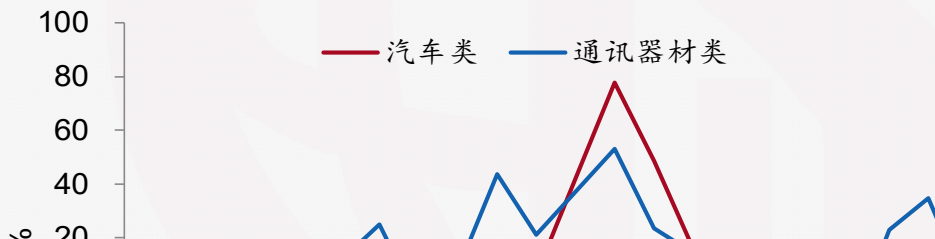
受疫情拖累餐饮消费增速再次转负

商品和餐饮消费当月同比增速



新经济相关品类消费增长放缓

汽车与通讯器材零售额当月同比增速



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_35495

