



招商銀行
CHINA MERCHANTS BANK

研究院
Institute

秋意渐起 ——2021年8月宏观经济月报

2021年8月31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：海外修复提速，国内增长承压



海外宏观

- **7月非农数据在6月快速修复的基础上进一步提速。**导致非农超市场预期原因有三：一是疫情改善，二是失业补助，三是暑期出行。同时，就业修复呈现出三大特征：一是修复仍以服务业为主，二是弱势群体情况边际改善，三是短期与长期失业分化明显。
- **前瞻地看，三季度美国就业修复速率将达年内高点。**由于近期就业市场修复加速，9月22日的美联储议息会议释放Taper指引的可能性上升，8月非农数据将非常关键。总体而言，8月非农就业仍有望保持强劲修复态势，但Delta毒株在美蔓延可能对增速带来影响。



实体经济

- **7月经济修复延续，下行压力显现，疫情和极端天气等短期冲击使得动能加速下降。**需求方面，出口动能边际趋弱，房地产投资增速继续回落，基建投资和制造业投资亦边际走弱，消费增速明显下滑。总供给方面，工业增加值增速降幅扩大，继续向疫前水平回归。服务业生产受疫情冲击而再次走弱，未来恢复仍需时日。
- **前瞻地看，我国经济的下行压力或将逐渐增大。**一方面，因病毒变异传染性增强，疫情对经济的冲击可能更加频繁。另一方面，国内经济的结构性矛盾并未从根本上解决，消费持续疲弱，PPI增速仍处于高位，都阻塞了国内经济大循环的运行。
- **7月CPI保持温和增长，PPI增速高位震荡。**CPI增速小幅下降，猪肉价格对CPI的拖累扩大，而受燃料价格增长推动的交通与通信分项，以及暑期居民旅行增加带动教育文娱分项则起到了一定的支撑作用。PPI再次冲上高点，反弹的动力来自于生产资料价格涨幅扩张。但PPI增速回落仍是趋势，且在下行过程中可能出现一定程度的波动。



货币财政

- **信贷需求走弱叠加金融严监管和财政后置的情况下，7月社融信贷M2表现均不及预期。**预计年内社融增速下行空间有限，M2增速有望小幅回升。
- **货币政策延续了稳健中性的政策基调，但重心更加倾向“稳增长”。**未来狭义流动性有望保持平稳，广义流动性收敛的速度将放缓。政策操作上，四季度或有再度降准的可能，不排除年内小幅下调1年期LPR以推动“降成本”。
- **7月财政政策仍然维持审慎基调，但支出力度边际提升。**经济延续修复带动财政收入稳定增长，但财政支出增速小幅提速后仍处于低迷状态。前瞻地看，8月政府债券发行提速释放积极信号，未来“稳增长”将更多依靠财政发力。

二、本月主要经济数据

国家	指标	单位	2021-8 (预测)	2021-7	2021-6	2021-5	2020-08	2020-07
美国	新增非农就业人数	万人	80	94.3 ↑	85.0	55.9	137.1	176.3
	CPI	当月同比, %	5.1	5.4 ↑	5.4	5.0	1.3	1.0
中国	工业增加值	当月同比, %	6.1	6.4 ↓	8.3	8.8	5.6	4.8
	社会消费品零售总额	当月同比, %	9.5	8.5 ↓	12.1	12.4	0.5	-1.1
	全社会固定资产投资	累计同比, %	9.4	10.3 ↓	12.6	15.4	-0.3	-1.6
	其中: 基建投资 (全口径)	累计同比, %	4.4	4.2 ↓	7.2	10.4	2.0	1.2
	制造业投资	累计同比, %	14.1	17.3 ↑	19.2	20.4	-8.1	-10.2
	房地产投资	累计同比, %	11.2	12.5	14.7	18.4	3.0	2.1
	出口 (以美元计)	当月同比, %	15.2	19.3 ↓	32.2	27.8	9.1	6.8
	进口 (以美元计)	当月同比, %	27.5	28.1 ↓	36.7	51.0	-1.6	-0.7
	CPI	当月同比, %	1.0	1.0 ↓	1.1	1.3	2.4	2.7
	PPI	当月同比, %	8.8	9.0 ↑	8.8	9.0	-2.0	-2.4
	社会融资规模	当月同比, %	10.5	10.7 ↓	11.0	11.0	13.3	12.9
	M2	当月同比, %	8.4	8.3 ↓	8.6	8.3	10.4	10.7
	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：疫苗复苏加速

(一) 美国非农：修复进入“快车道”

- 7月美国非农就业增加94.3万，远超市场预期（84.5万），失业率由5.9%快速下降至5.4%
- 非农修复超预期，主要有三个原因：一是新冠疫情改善；二是失业补助取消；三是出行旺季到来
- 6月时失业率不降反升（6月就业大幅增加）为后期修复积蓄势能的观点得到验证

美国新增非农就业持续超预期

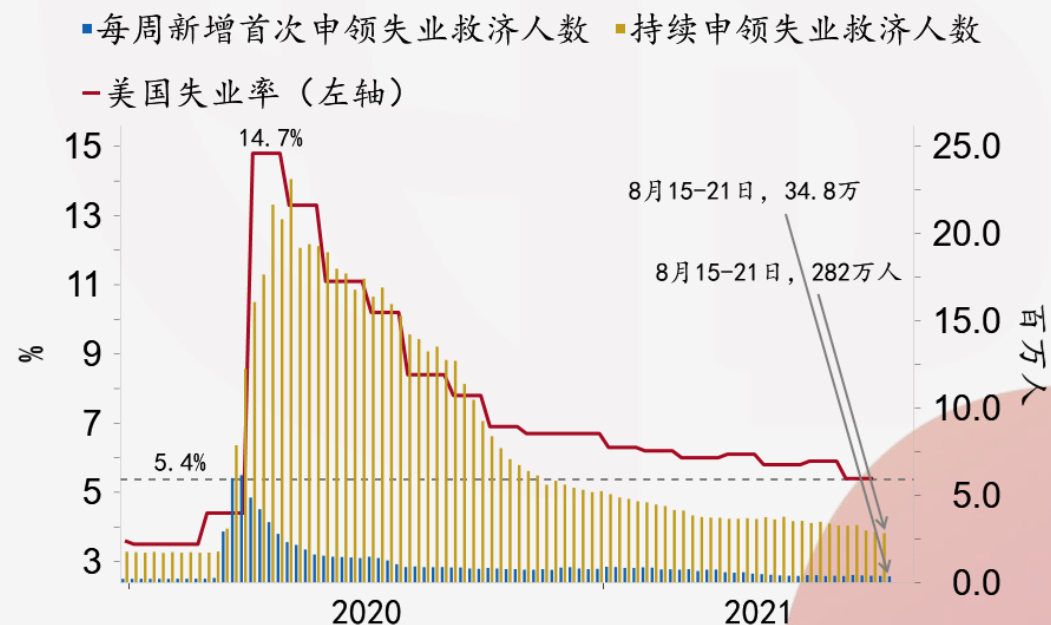
美国就业指标



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

每周首次申领失业救济人数持续下降

美国失业情况统计



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

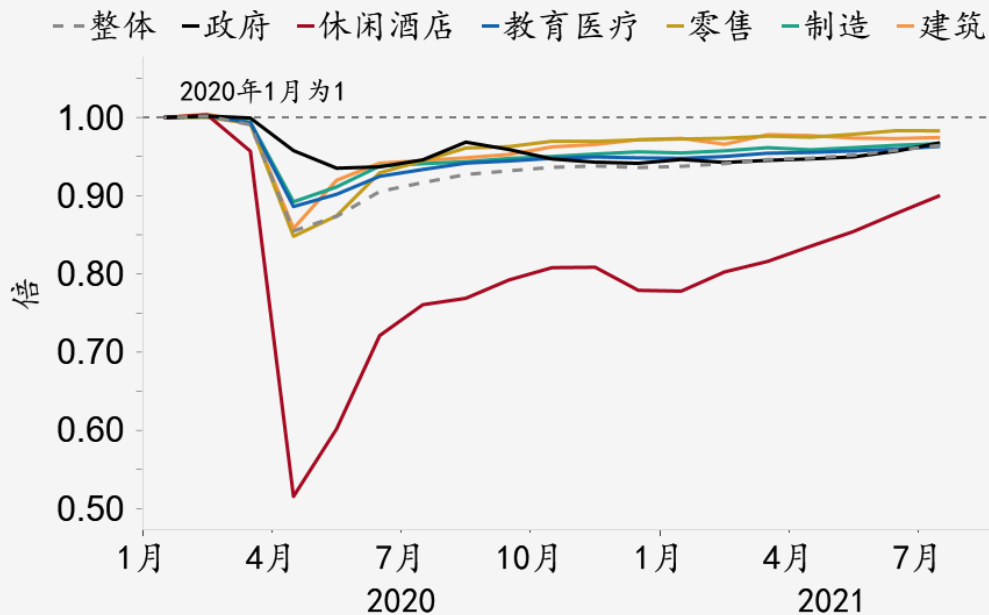
三、海外宏观：疫苗复苏加速

(一) 美国非农：修复进入“快车道”

- 从行业看，修复仍以服务业为主，其中休闲酒店业持续强劲复苏（增加38万），是新增就业的最大拉动
- 从群体看，弱势群体就业情况边际改善，其中“大学-高中以下学历失业差”小幅缩窄0.3pct至6.4%
- 前瞻地看，三季度美国就业修复速率将成为年内高点，但需关注Delta毒株对经济修复产生的影响

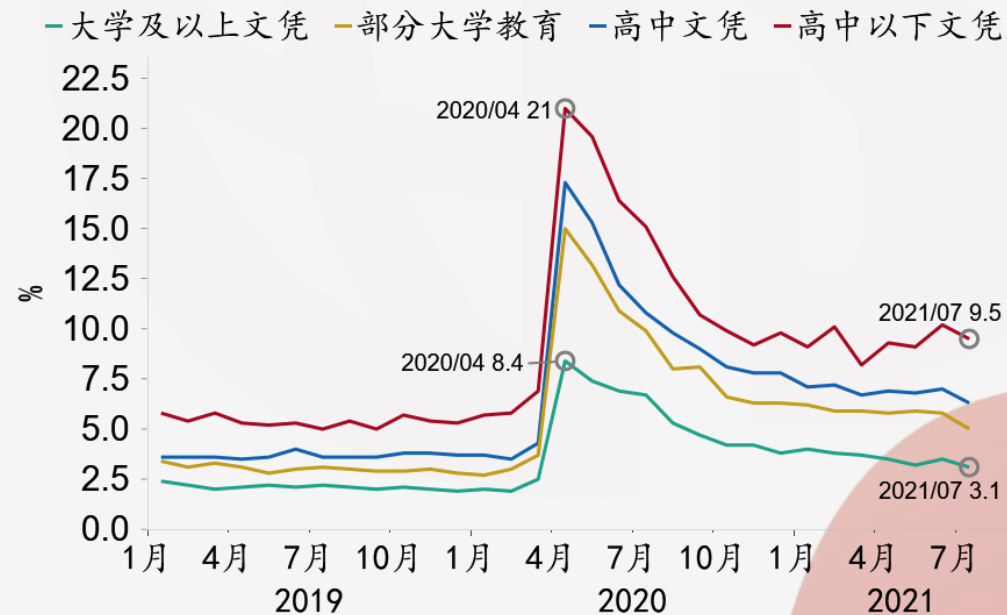
休闲酒店业持续回暖

美国各行业就业水平



高低学历失业率差距缩窄

美国不同受教育程度人群失业率



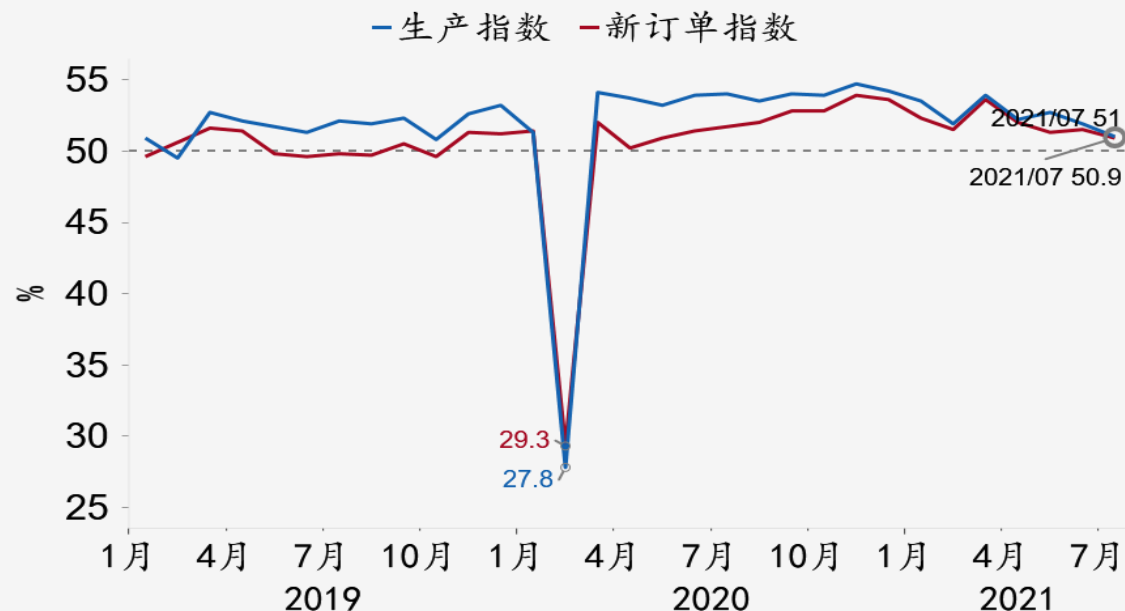
四、实体经济：经济下行压力加大

(一) PMI：需求不足拖累生产

- 7月中国制造业采购经理人指数为50.4%，非制造业商务活动指数为53.3%，连续17个月处于扩张期间
- 制造业需求不足拖累生产，进出口景气度收缩加剧，价格指数有所回升，企业经营承压
- 非制造业商务活动指数环比回落0.2pct，建筑业整体回落，基建新订单指数大幅下滑；暑期消费拉动服务业回升，但不及往年

制造业需求不足拖累生产

制造业PMI生产与新订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

进出口景气度继续收缩

进口与新出口订单指数



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

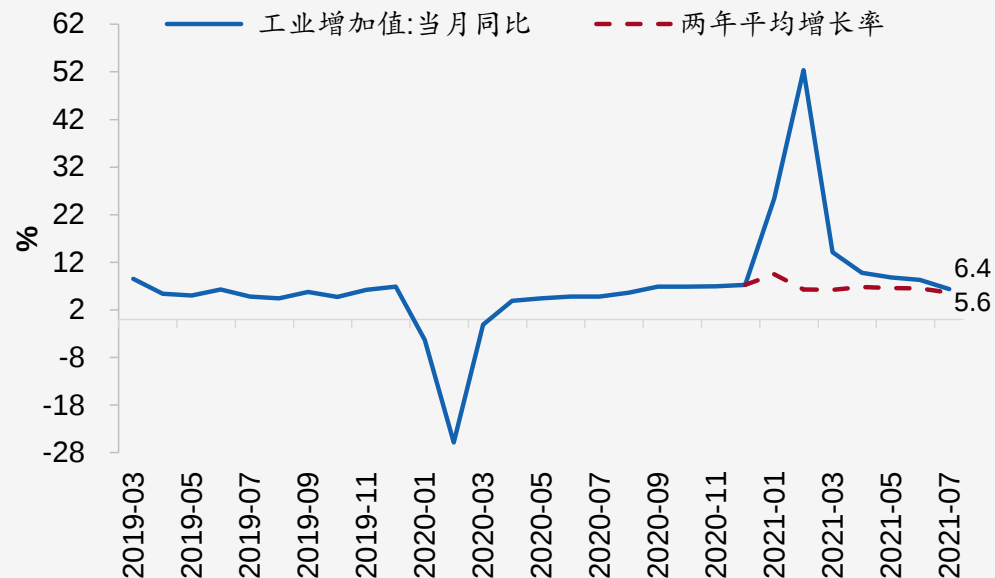
四、实体经济：经济下行压力加大

(二) 生产：外生冲击拖累增长

- 7月工业增加值同比增长6.4%，当前经济增长动能处于从顶部下行的阶段中，工业增加值增速持续向疫前水平回归
- 疫情和极端天气在一定程度上阻碍了生产活动的正常进行，使工业增加值增速下降幅度超预期
- 7月服务业生产同比7.8%，受疫情冲击而再次走弱，由于严格的防疫措施还将持续一段时间，生活性服务业恢复仍需时日

工业生产大幅下行

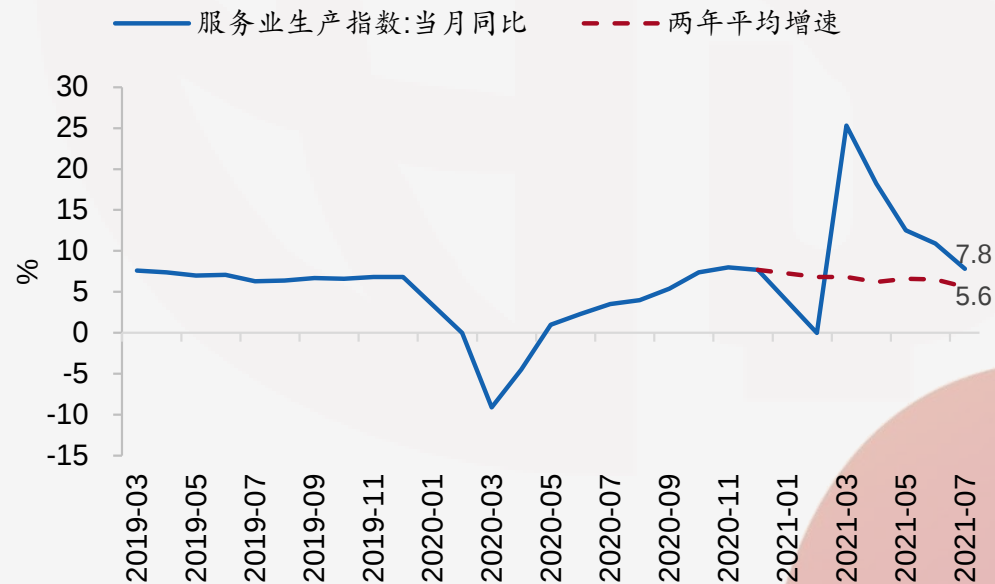
工业增加值增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

服务业生产受到冲击

服务业生产增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

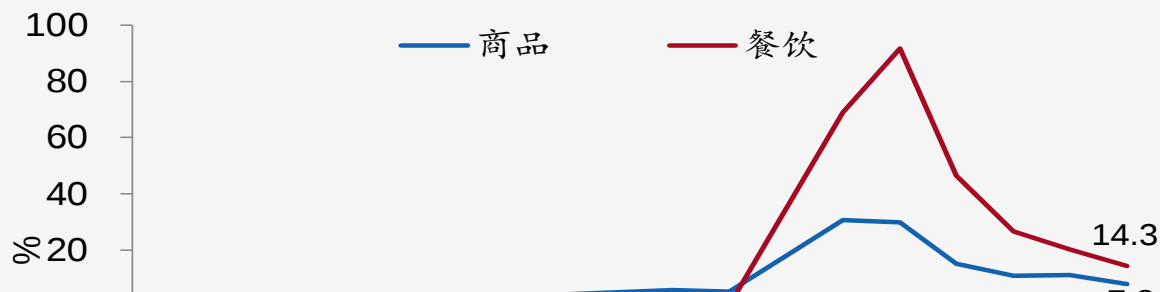
四、实体经济：经济下行压力加大

(三) 消费：受疫情和极端天气拖累

- 受国内多个省市疫情爆发以及洪涝灾害的影响，7月消费增速出现明显下滑
- 商品和餐饮消费增速继续分化，绝大多数消费品零售额持续恢复，但汽车行业受“缺芯”影响持续走弱
- 居民收入增长分化、杠杆率上升及疫情和极端天气等不利因素仍将拖累消费复苏，消费难有高增长出现

餐饮消费当月同比增速下滑幅度超商品消费

商品和餐饮消费当月同比增速



汽车行业复苏动能持续走弱

汽车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_25869

