

宏观信用观察

(二零二一年三季度报)

能耗双控抑制供给 经济增长有所降速

主要经济指标

单位：%

指标名称	2018年	2019年	2020年	2021年 1-6月	2021年 1-9月
GDP	91.93	98.65	101.60	53.22	82.31
GDP 增速	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)	9.80 (5.15)
规模以上工业 增加值增速	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)
固定资产投资 增速	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)
社会消费品 零售总额增速	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)
出口增速	9.87	0.51	3.63	38.60	33.00
进口增速	15.83	-2.68	-0.64	36.40	32.60
CPI 增速	2.10	2.90	2.50	0.50	0.60
PPI 增速	3.50	-0.30	-1.80	5.10	6.70
城镇失业率	4.90	5.20	5.20	5.00	4.90
全国居民人均 可支配收入 增速	5.60	5.80	2.10	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)

注：1. GDP 总额按现价计算，单位为万亿元；2. 出口增速、进口增速均以美元计价；3. 增速均为累计同比增长，GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率；4. 城镇失业率统计中，指标值为期末数；5. 2021 年数据中括号内为两年平均增速。

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

- 受限电限产、成本上涨、局部疫情、楼市调控政策等因素影响，三季度我国经济修复放缓，生产端与需求端的下行压力均有所加大。我们将全年 GDP 增速预测值由年初的 8.50% 下调至 8.00% 左右。
- 三季度工业生产走弱，限电限产对高耗能制造业产能负面影响较大。年底前能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格高位上涨等因素，工业生产或将持续承压。
- 三季度固定投资修复放缓，房地产投资受政策收紧影响持续走弱，基建投资低位运行，制造业投资持续修复，但增速提升幅度逐步放缓；消费市场复苏基础仍不牢固；出口价格上涨对出口金额的贡献度上升。
- 三季度 CPI 各月同比持续回落；PPI 持续上涨，主要受石化、煤炭、金属价格上涨影响较大。社融存量增速逐月回落，M2-M1 剪刀差进一步走阔。
- 2021 年三季度，央行年内首次降准，并新增支小再贷款额度，在保持信贷总量增长稳定的同时，突出信贷结构调整，四季度仍存降准空间；地方政府债的发行进度有所加快，财政支出呈增长趋势。“碳中和”要求与“能耗双控”行动下，限电限产政策在三季度有所加码，经济增长承压。

联合资信宏观研究部

刘 艳 liuyan@lhratings.com 010-85172818-8092

王信鑫 wangxx@lhratings.com 010-85172818-8106

吴 玥 wuyue@lhratings.com 010-85172818-8118



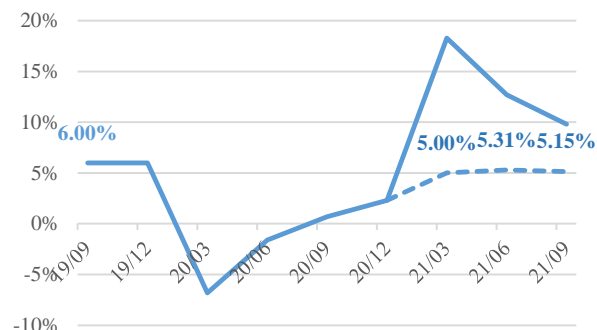
一、宏观经济运行情况

受限电限产、原材料价格高位上涨、局部疫情、楼市调控政策等因素影响，三季度我国经济修复放缓，生产端与需求端下行压力均有所加大。四季度经济稳增长压力仍在，我们将全年 GDP 增速预测值由年初的 8.50% 下调至 8.00% 左右，货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快投资计划的执行进度、加大项目建设推进力度，确保专项债券发行后及时投入使用，尽早形成实物工作量，促进经济平稳增长。从两年平均增长¹来看，三季度工业生产走弱，限电限产等措施对钢铁、有色和水泥等高耗能行业产能的负面影响较大。固定投资修复放缓，其中房地产开发投资自 5 月以来边际走弱，短期内地产投资难以逆转偏弱的格局；基建投资保持低位运行，后续基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；制造业投资持续修复，但增速提升幅度逐步放缓，限产限电、生产成本上升等不利因素一定程度上阻碍了制造业投资的修复，四季度负面影响或将持续。消费市场复苏基础仍不牢固，四季度仍会受到点状散发疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。三季度以来出口价格上涨对出口金额的贡献度上升，四季度海外需求修复叠加出口价格或将支撑出口依然保持在较高的水平，但在上年基数抬高的因素影响下，四季度整体出口增速或将小幅下行。

1. 经济修复放缓，稳增长压力加大

三季度经济修复放缓。三季度我国国内生产总值 29.10 万亿元，同比增长 4.90%，两年平均增长 4.90%，较二季度两年平均增长（5.52%）有所放缓；三季度环比增长 0.20% 也较二季度（1.20%）明显回落，**三季度经济修复动能减弱**，消费和投资对经济增长的拉动均不及疫情前同期，仅净出口拉动作用高于疫情前。2021 年前三季度，我国国内生产总值 82.31 万亿元，不变价累计同比增长 9.80%，两年平均增长 5.15%，较上半年两年平均增速放缓 0.16 个百分点。

图1. GDP 累计同比增速



注：图中虚线代表两年平均增速，下同

表 1. 三大需求对 GDP 当季同比的拉动 (%)

三大需求	2021 年 三季度	两年平均	2019 年 三季度
消费	3.80	2.58	3.49
投资	0.00	1.11	1.37
净出口	1.10	1.19	1.03

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

2. 工业生产回落，第三产业受局部疫情反复影响较大

从三大产业来看，三季度第一、二产业增加值两年平均增速²均高于疫情前 2019 年同期的水平，恢复情况良好；而第三产业增加值两年平均增速仍未回到疫情前水平，主要是服务业受局部疫情反复影响较大。

图2. 三大产业增加值累计同比增速

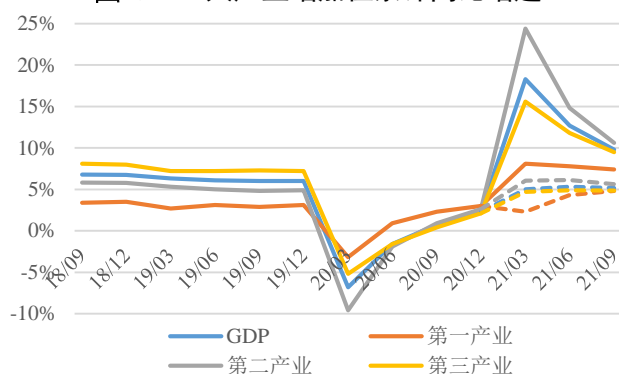


表 2. 三大产业增加值当季同比增速 (%)

产业	2021 年 三季度	两年平均 增速	2019 年 三季度
第一产业	7.10	5.49	2.70
第二产业	3.60	4.79	4.50
第三产业	5.40	4.85	7.40

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

三季度工业生产回落。三季度以来工业增加值月度同比和环比显著回落，尤其是 9 月环比增速仅为 0.05%，主要受限产限电影响。2021 年前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 11.80%，两年平均增长 6.37%，较上半年两年平均增速回落 0.19 个百分点，工业生产回落。年底前我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格高位上涨等因素，供给端或将持续承压。

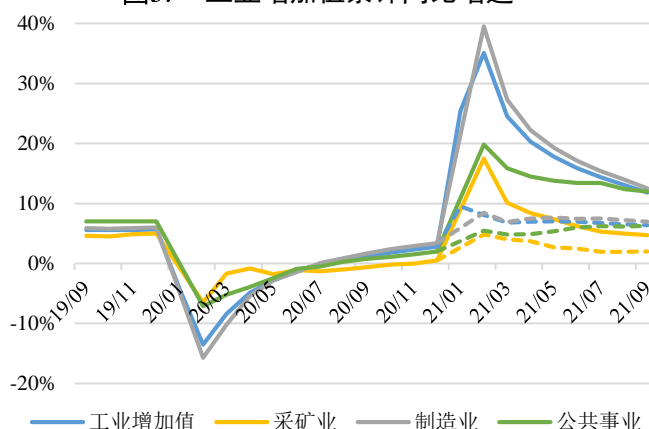
三季度制造业生产持续放缓。分三大门类看，仅电力、热力、燃气及水生产和供应业（公共事业）前三季度工业增加值累计两年平均增长较上半年有所加快，制造业和采矿业均有所放缓，其中 9 月当月制造业工业增加值两年平均增长仅为 4.97%，是近 5 年历史同期最低值，制造业生产受限产限电影响较大。

主要行业³方面，医药制造业、计算机、通信和其他电子设备制造业以及汽车制造业受出口带动前三季度工业增加值两年平均增速较高，但受芯片、电池等供应链短缺影响，三季度特别是 8 月汽车制造产能扩张承压；而黑色、有色金属冶炼及延压加工业和非金属矿物制品业工业增加值较 2019 年下降较大，主要是限电限产等措施对钢铁、有色和水泥等高耗能行业产能负面影响较大，其中黑色金属冶炼及压延加工业工业增加值两年平均增速继续下滑，除了供给端的限制外，还受到需求端地产降温的影响。

² 三大产业增加值增速均为不变价增速，下同。

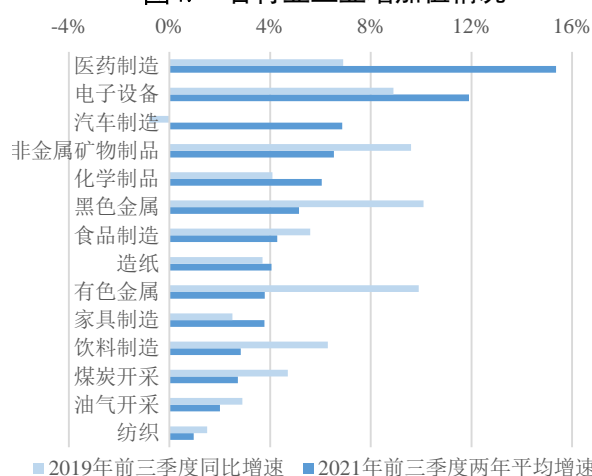
³ 图中电子设备、化学制品、黑色金属、有色金属、饮料制造、煤炭开采、油气开采全称分别为计算机、通信和其他电子设备制造业、化学原料及化学制品制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、有色金属冶炼及压延加工业、煤炭开采和洗选业、石油和天然气开采业、酒、饮料和精制茶制造业。

图3. 工业增加值累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 各行业工业增加值情况



■ 2019年前三季度同比增速 ■ 2021年前三季度两年平均增速

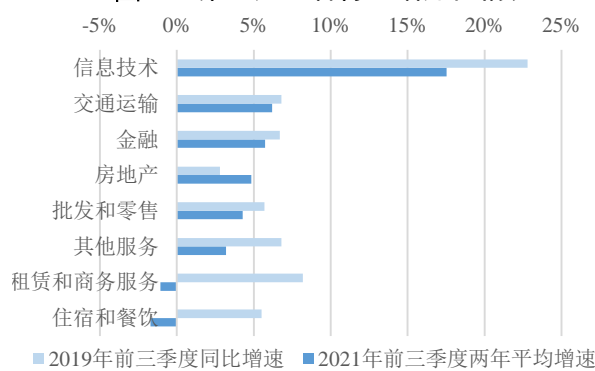
三季度服务业生产小幅回落。三季度第三产业增加值当季同比增长 5.40%，两年平均增长 4.85%，较二季度（5.05%）有所回落。前三季度第三产业增加值累计同比增长 9.50%，两年平均增长 4.85%，与上半年两年平均增速略有下降，**服务业仍有较大的向上修复空间。**9 月服务业生产出现积极变化，或是疫情影响减弱以及中秋节小长假带动服务业向好。第三产业主要行业⁴中仅房地产行业增加值两年平均增速恢复至疫情前水平，**住宿和餐饮、租赁和商务服务业拖累明显**，两年平均增速仍处于负值区间。

图5. 第三产业增加值累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图6. 第三产业各行业增加值情况



■ 2019年前三季度同比增速 ■ 2021年前三季度两年平均增速

3. 投资有所放缓，制造业投资持续修复

三季度固定资产投资有所放缓。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，比上半年两年平均增长放缓 0.60 个百分点，**三季度固定投资增长有所放缓**，前三季度固定投资三大领域中仅制造业投资两年平均增长回到疫情前水平。

⁴ 图中信息技术、交通运输全称分别为信息传输、软件和信息技术服务业、交通运输、仓储和邮政业。

图7. 固定资产投资累计同比增速

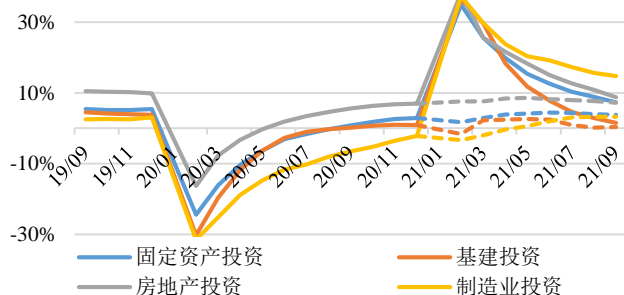


表 3. 三大领域投资增速 (单位: %)

三大领域	2021 年前三季度	两年平均增长	2019 年前三季度
房地产	8.80	7.20	10.50
基建	1.50	0.40	4.50
制造业	14.80	3.30	2.50

数据来源: 国家统计局、Wind, 联合资信整理

三季度房地产开发投资持续走弱,“三条红线”、“限贷令”以及部分地区出台的限售、限贷政策效果不断显现,地产企业融资端收紧的同时,销售端持续降温影响房地产企业回款进度,资金压力抑制房地产企业的投资。未来房地产调控收紧态势可能有所缓解,但在房地产调控政策基调不变的前提下,短期内地产投资难以逆转偏弱的格局。

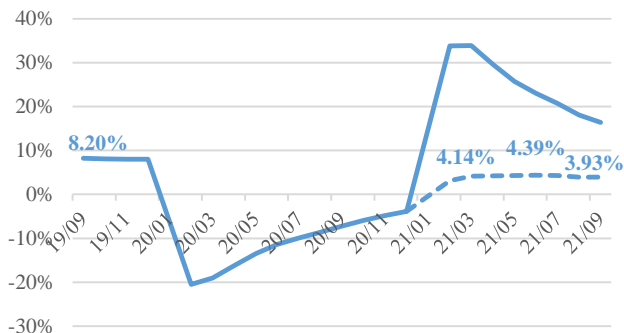
三季度基建投资保持低位运行,主要是受到 2021 年专项债推迟发行、财政资金支出缓慢的影响,9 月政府债券发行节奏恢复常态,但基建投资仅有小幅回升,可能是基建项目资金到位有一定的滞后效应。后续随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设,预计基建投资逐步改善,但受制于地方政府债务管理趋严,预计改善空间有限。

三季度制造业投资持续修复,但增速提升幅度逐步放缓。制造业企业利润改善、产能利用率处于高位、出口高景气度以及政策支持支撑三季度制造业持续修复,但限产限电、生产成本上升等不利因素一定程度上阻碍制造业投资的修复,造成三季度制造业投资增长动力减弱,导致制造业投资增速斜率放缓。四季度以上不利因素或将持续对制造业投资修复产生制约。

4. 消费修复基础仍不牢固, 餐饮收入波动较大

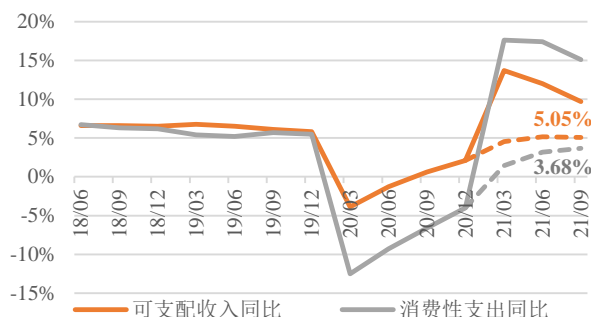
三季度消费复苏放缓。2021 年前三季度,我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元,同比增长 16.40%,两年平均增速 3.93%,较上半年两年平均增速小幅回落,与疫情前水平仍有一定差距,三季度居民人均可支配收入、消费性支出修复同步放缓。中秋节假期以及十一小长假临近带动 9 月单月消费较 8 月的低点小幅反弹,疫情对消费的负面影响有所缓解。四季度消费仍会受到点状散发疫情影响,但电商购物节等因素有助于带动消费提升。

图8. 社会消费品零售总额累计同比增速



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图9. 居民收入与支出情况



限额以下商品零售和接触性服务仍是消费的主要拖累，商品零售与疫情前差距主要体现在限额以下的部分，限额以上商品零售额两年平均增速均为正值，汽车销售自二季度以来受芯片供应短缺以及排放标准升级切换期等影响，两年平均增速持续放缓，9月当月汽车零售额两年平均增速再次落入负值区间。三季度餐饮收入波动较大，8月受疫情冲击大幅回落，9月回升至正值，接触性消费由于对疫情变化更为敏感，整体波动较大且较疫情前水平差距较大。

图10. 商品零售额累计同比增速

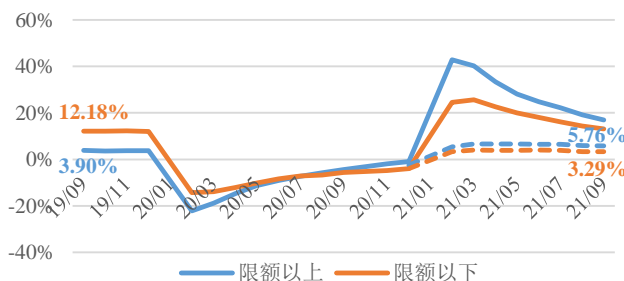


图11. 餐饮收入当月同比增速

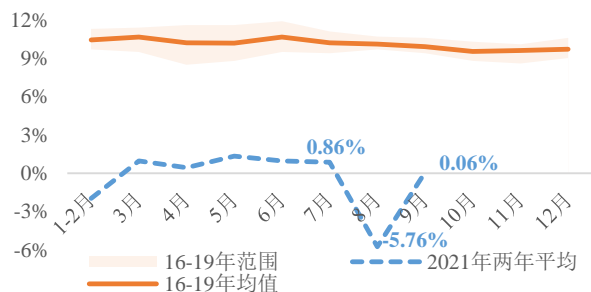
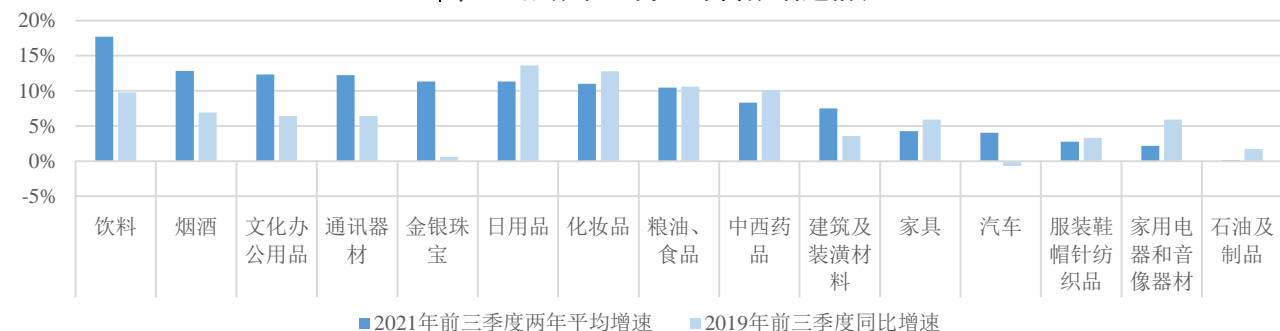


图12. 限额以上商品零售额增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

5. 价格因素对出口贡献度上升，进口或将量价齐降

2021年前三季度，我国货物贸易进出口总值4.37万亿美元，为历史同期最高值，同比增长32.8%，呈

逐季下降的特点；其中，出口金额 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口金额 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

三季度出口增速有所放缓，主要是由于上年基数抬高。全球经济和贸易回暖带来的需求增加是支撑我国出口的主要因素，但三季度以来出口价格上涨对出口金额的贡献度上升，集成电路、手机和家用电器等受大宗商品涨价明显的行业，出口均表现出量减价增的特点。从三季度主要出口产品对整体出口同比增速的拉动来看，自动数据处理设备及其零部件、家用电器和集成电路依然是出口的最大拉动项；纺织纱线、织物及制品对出口的负向拉动进一步增大。四季度，海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高的水平，但在上年基数抬高的因素影响下，四季度整体出口增速将小幅下行。

图13. 进出口情况（%，亿美元）

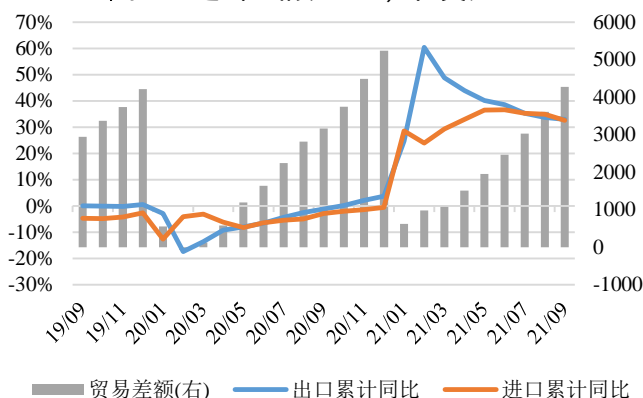


图14. 出口价格、数量指数

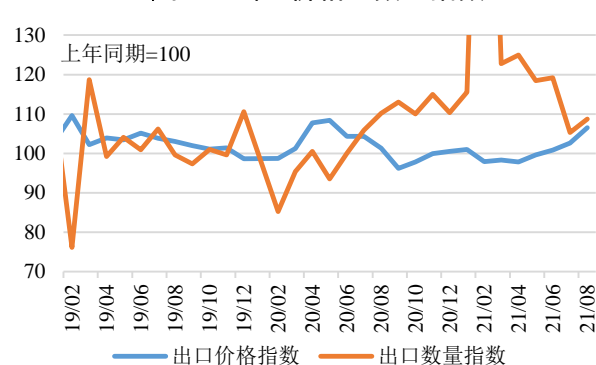
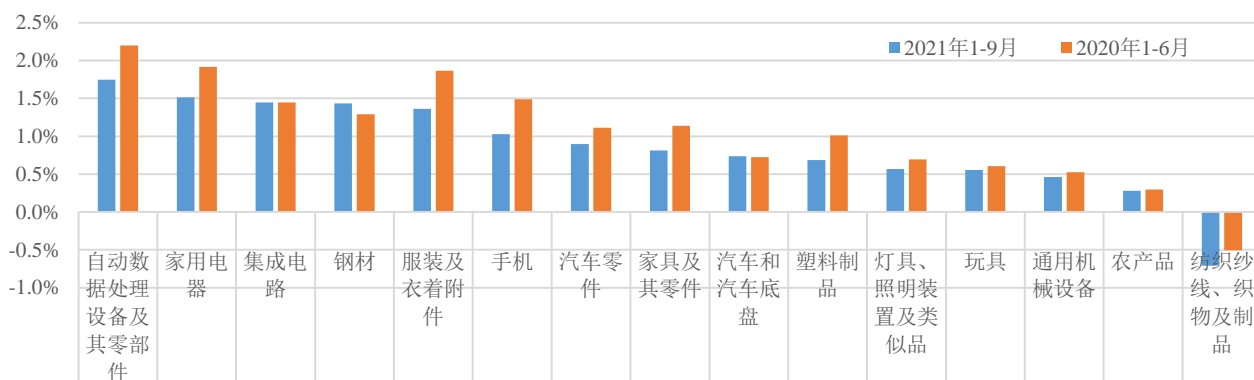


图15. 主要出口产品对整体出口同比增速的拉动



注：由于口径问题，图中自动数据处理设备及其零部件、家用电器、手机和通用机械设备仅有2021年数据

数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

三季度以来，进口增速呈现逐步下行的趋势，部分大宗商品量减价扬，国际大宗商品价格的上涨抑制了部分国内需求。从主要进口商品看，前三季度铁矿砂及其精矿是进口增速的主要支撑项，但从三季度开始，其进口数量也逐步下行，或与国内房地产投资走弱相关。四季度，各地“双限”政策的实施叠加冬季环保政策，或将导致国内工业生产放缓，导致对海外原料的需求下降，预计进口将出现金额和数量双降。

图16. 前三季度进口商品数量与价格累计同比增速

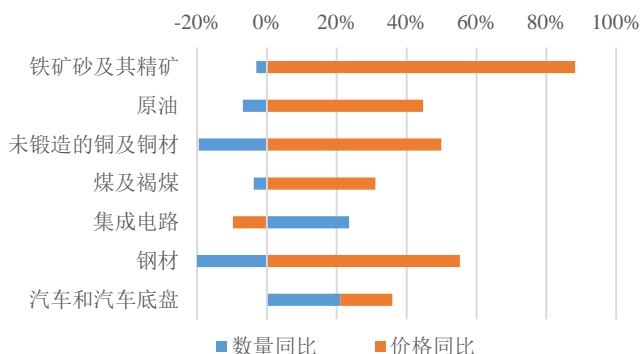


表 4. 前三季度进口商品金额同比增速

商品		累计同比
上游	铁矿砂及其精矿	82.55%
	原油	34.75%
	未锻造的铜及铜材	20.66%
	煤及褐煤	26.12%
中游	集成电路	11.47%
	钢材	10.47%
下游	汽车和汽车底盘	39.06%

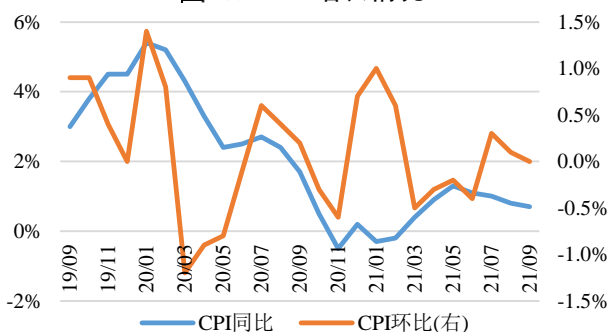
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

6. CPI 涨幅回落，PPI 持续上涨

2021 年三季度 CPI 各月同比涨幅逐步回落。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.6%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.7%，总体呈先升高后回落走势。三季度，猪肉价格下降导致食品价格降幅走阔，是拖累 CPI 同比增速的主要因素；PPI 价格继续向 CPI 传递，工业消费品价格上涨幅度进一步扩大；随着服务消费持续恢复，服务价格逐步回升，尤其是出行类价格回升较快。四季度元旦、春节临近叠加年内中央第二轮的冻猪肉收储即将启动，猪肉价格有望小幅上涨，同时冬季蔬菜、水果价格上涨，预计将带动食品价格下降幅度收窄；非食品价格在 PPI 价格传递和服务价格上涨的带动下，涨幅或将进一步扩大。综合以上分析，预计四季度 CPI 涨幅或将有所扩大。

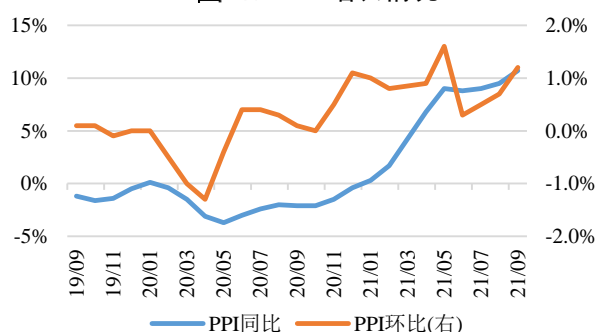
三季度 PPI 各月同比和环比涨幅同步上升。2021 年前三季度，PPI 同比上涨 6.7%，呈逐月上涨的趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素。从行业看，石化、煤炭、金属价格上涨的影响比较大：受国际原油价格上涨影响，国内石化相关行业涨幅较高，前三季度涨幅普遍在 10%-30%左右，比上半年均有所扩大；煤炭、金属等相关行业受供给偏紧叠加需求旺盛影响，价格涨幅相对较高，前三季度煤炭相关行业同比上涨幅度超过 30%，钢铁、有色行业同比上涨幅度超过 20%。近期国际能源价格持续上涨，国内部分原材料供应偏紧，预计四季度 PPI 或将维持高位运行，关注高成本对企业利润带来的侵蚀作用。

图17. CPI 增长情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图18. PPI 增长情况

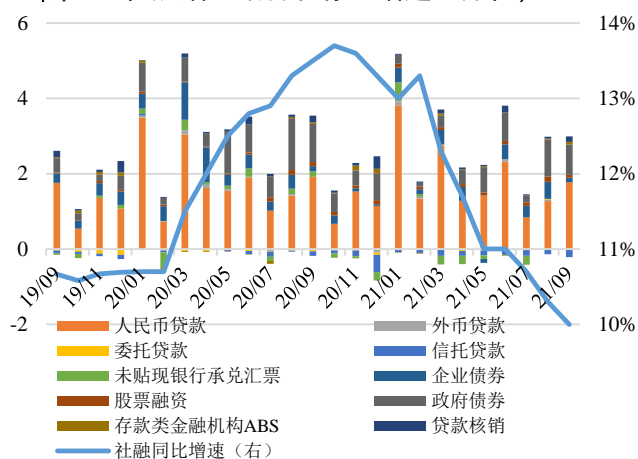


7. 社融存量增速逐月回落，M2-M1 剪刀差进一步走阔

2021 年三季度，社融增速延续上半年的回落趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 9 月末，M2 的余额是 234.28 万亿元，同比增长 8.3%，比上半年低 0.3 个百分点，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，比上半年低 1 个百分点。从结构看，三季度，人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资同比大幅下降，与 2019 年同期基本持平，政府债券和企业债券的融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。

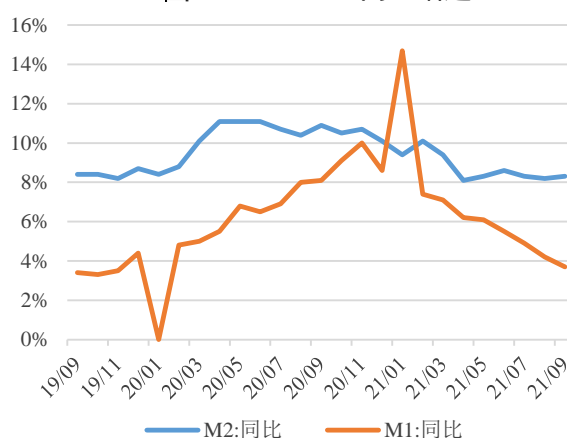
三季度，M1 同比增速持续回落，主要是受到房地产销售回落、居民存款转到企业活期存款的规模缩小影响，M2 同比增速相对较为稳定，截至 9 月末，M2-M1 剪刀差进一步扩大至 4.6%。M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

图19. 社融增量结构和存量增速（万亿，%）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

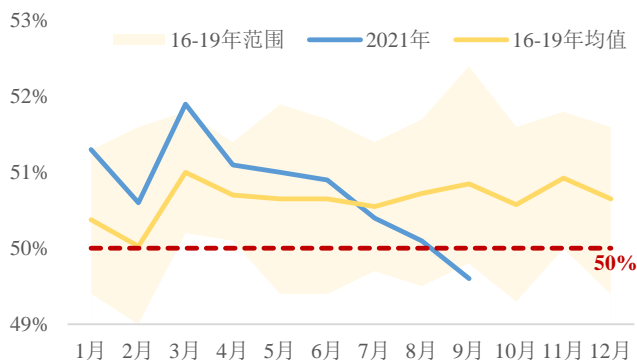
图20. M1、M2 同比增速



8. 制造业 PMI 跌至荣枯线以下，非制造业商务活动指数重回扩张区间

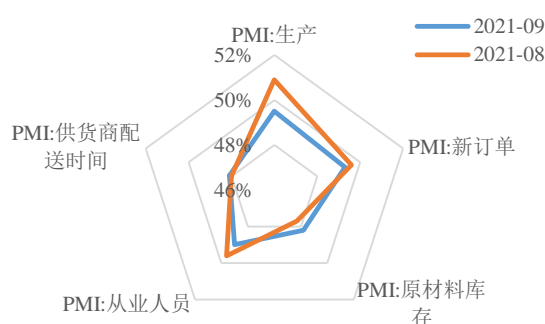
2021 年三季度制造业 PMI 呈现逐月小幅下降的趋势，9 月制造业 PMI 跌至 49.6%，供需两端均降至荣枯线下，制造业生产活动和市场需求总体放缓。从行业角度看，在调查的 21 个行业中，有 12 个高于临界点，比上月增加 2 个，但石油煤炭及其他燃料加工、化学纤维及橡胶塑料制品、黑色金属冶炼及压延加工等高耗能行业生产和新订单两个指数均进一步下滑至 45.0% 以下，反映了 9 月制造业 PMI 降至荣枯线下更多的是受高能耗行业影响。

图21. 制造业 PMI



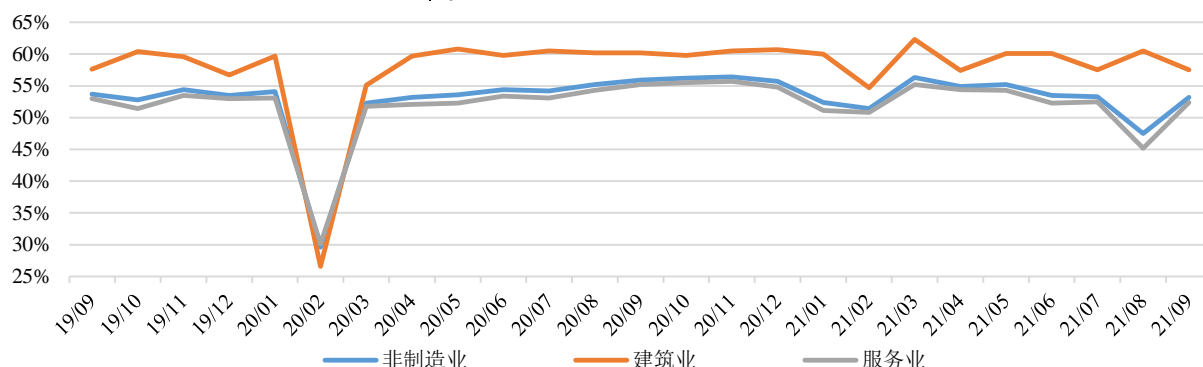
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图22. 制造业 PMI 各分项指标



2021年三季度非制造业商务活动指数呈现V型，8月降至荣枯线以下，9月重回扩张区间。9月份，非制造业商务活动指数为53.2%，高于上月5.7个百分点，升至临界点以上，非制造业景气水平快速回升，其中服务业恢复明显，建筑业仍位于较高景气区间。

图23. 非制造业商务活动指数



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

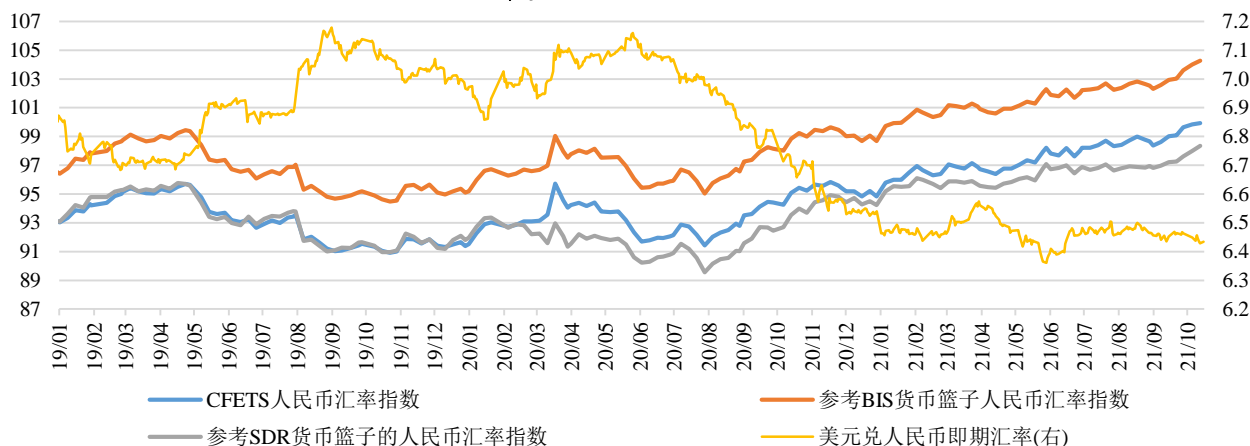
9. 外汇储备规模基本稳定，人民币汇率承压

2021年三季度我国外汇储备规模基本稳定。截至2021年9月末，我国外汇储备规模为3.20万亿美元，较6月末下降133.84亿美元，降幅为0.42%。受新冠肺炎疫情、主要国家货币政策预期等因素影响，美元指数上涨，主要国家金融资产价格总体下跌，汇率因素与资产价格变化等因素共同作用，导致9月外汇储备规模较上半年小幅下降。

2021年以来，美元兑人民币汇率双向宽幅波动，三季度以来波动区间收窄；人民币三大汇率指数延续2020年下半年以来的升值趋势，主要是由于我国经济相对较好且国内疫情显著好于海外，支撑人民币汇率指数坚挺。四季度，预计人民币三大汇率指数或将小幅贬值，主要是由于四季度我国经济恢复的挑战增多，与海外经济体的经济优势收窄，且各经济体生产受疫情影响的敏感性下降；Taper临近叠加美国经济在疫

苗接种和强有力政策支持下继续改善，人民币兑美元汇率将面临一定的贬值压力，但中美关系缓和利好人民币，所以整体贬值压力可控。

图24. 人民币汇率走势

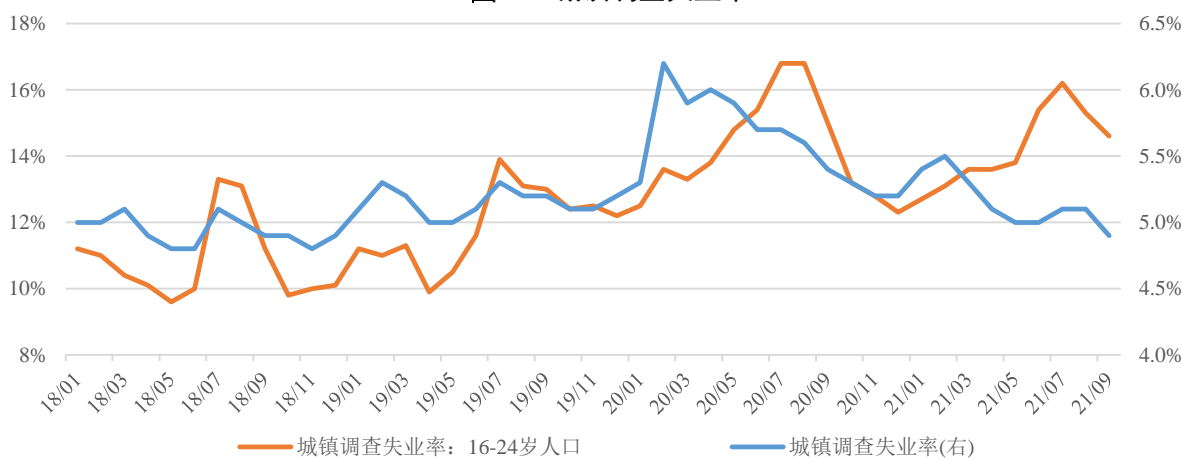


数据来源：外汇管理局、Wind，联合资信整理

10. 就业形势基本稳定，四季度保持就业稳定压力依然存在

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；城镇调查失业率均值为 5.2%，低于全年 5.5%左右的预期目标。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16-24 岁城镇人口失业率结束自 2021 年 1 月以来的连续上升，自 8 月开始出现下降；截至三季末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。就业形势基本稳定的同时，依然存在新增就业人数完成进度慢于往年同期的总量压力，以及部分群体失业率依然较高和沿海一些地区缺工的结构性矛盾，四季度保持就业稳定的压力依然存在。

图25. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

二、宏观政策聚焦

2021 年三季度，货币政策方面，年内首次下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点释放长期资金约 1 万亿元，新增 3000 亿元支小再贷款额度加大支持小微企业力度，整体来看三季度信贷总量增长稳定，同时突出信贷结构调整；财政政策方面，地方政府债的发行进度有所加快，财政支出呈增长趋势。“碳中和”要求与“能耗双控”行动下，限电限产政策在三季度有所加码。

表 5. 2021 年三季度中央主要政策⁵

	时间	部门/文件名称	主要内容
货 币 政 策	2021/9/27	货币委员会三季度例会	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持流动性合理充裕， 增强信贷总量增长的稳定性 ，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。 坚持把服务实体经济放到更加突出的位置 ，维护经济大局总体平稳，增强经济发展韧性。用好新增 3000 亿元支小再贷款额度；继续释放贷款市场报价利率改革潜力，推动实际贷款利率进一步降低。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
	2021/9/21	央行	今年将再新增 3000 亿元支小再贷款额度，并加大普惠小微信用贷款支持政策的实施力度。新增额度采取“先贷后借”模式，保障资金使用的精准性和直达性，且将在今年年内发放完毕，进一步加强对中小微企业的金融支持。
	2021/8/23	金融机构货币信贷形势分析座谈会	继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配； 要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持 。要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。
	2021/8/9	二季度货币政策执行报告	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，稳字当头，坚持正常的货币政策，搞好跨周期政策设计，增强宏观政策自主性。 管好货币总闸门 ，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。 密切跟踪研判物价走势，稳定社会预期，保持物价水平总体稳定 。
	2021/7/9	央行	决定于 2021 年 7 月 15 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含已执行 5% 存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为 8.9%。
财 政 政 策	2021/9/2	《关于全面推动长江经济带发展财税支持政策的方案》	从五个方面提出了政策措施：一是完善财政投入和生态补偿机制，谱写生态优先绿色发展新篇章；二是支持综合交通等基础设施建设，打造区域协调发展新样板；三是支持沿海沿江沿边和内陆开放，构筑高水平对外开放新高地；四是支持加快破除旧动能和培育新动能，塑造创新驱动发展新优势；五是支持长江经济带城乡融合发展，绘就山水人城和谐相融新画卷。
	2021/8/27	《2021 年上半年中国财政政策执行情况报告》	精准实施宏观政策，提升积极财政政策效能， 加快下半年预算支出和地方政府债券发行进度 ，聚焦支持实体经济和促进就业，进一步激发市场主体动力活力，同时健全跨周期调节机制，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年财政政策衔接，应对好可能发生的周期性风险，巩固经济稳中向好态势，

⁵ 上半年主要政策详见《经济继续稳定修复，消费拖累经济增长-宏观信用观察半年报（2021 年 6 月）》

	2021/7/30	政治局会议	下半年积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度， 推动今年底明年初形成实物工作量
	2021/7/16	发改委	据悉近期国家发改委向地方下发通知，要求做好 2022 年地方专项债项目前期工作。通知称，其目的在于充分发挥专项债在推动有效投资中的作用和效益， 争取明年专项债券早发行、早使用、及早形成实物工作量，促进投资稳定增长。
能耗双控	2021/10/13	工业和信息化部、生态环境部	实施对象为钢铁冶炼企业， 工作分两个阶段进行 ，第一阶段：2021 年 11 月 15 日至 2021 年 12 月 31 日，确保完成本地区粗钢产量压减目标任务。第二阶段：2022 年 1 月 1 日至 2022 年 3 月 15 日，以削减采暖季增加的大气污染物排放量为目标，原则上各有关地区钢铁企业错峰生产比例不低于上一年同期粗钢产量的 30%
	2021/9/16	生态环境部	重点区域秋冬季攻坚范围在京津冀及周边地区“2+26”城市和汾渭平原城市基础上，增加河北北部，山西北部，山东东、南部，河南南部部分城市。扎实推进 VOCs 治理突出问题排查整治
	2021/9/16	发改委，《完善能源消费和总量双控制度方案》	到 2025 年，能耗双控制度更加健全，能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高。搭配 2030 年，能耗双控制度进一步完善，能耗强度继续大幅下降，能源消费总量得到合理控制，能源结构更加优化。到 2035 年，能源资源优化配置、全面节约制度更加成熟和定型，有力支撑碳排放达峰后稳中有降的目标实现。
	2021/8/17	发改委，《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》	能耗强度降低预警等级为一级的省（区），自通知印发之日起， 对能耗强度不降反升的地区（地级市、州、盟），2021 年暂停“两高”项目节能审查（国家规划布局的重大项目除外） ，于通知印发后 20 个工作日内，将暂停“两高”项目节能审查的地区名单报送国家发展改革委。各地要坚决贯彻落实党中央、国务院决策部署，对上半年严峻的节能形势保持高度警醒，采取有力措施，确保完成全年能耗双控目标特别是能耗强度降低目标任务。
	2021/7/31	政治局会议	统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。
	2021/7/7	《“十四五”循环经济发展规划》	提出到 2025 年，主要资源产出率比 2020 年提高 20%；已发在“双超双有”高能耗行业实施强制性清洁生产审核，推动石化、化工、焦化、水泥、有色、电镀、印包装印刷等重点行业，“一行一策”制定清洁生产改造提升计划。
	2021/10/15	第三季度金融统计数据新闻发布会	部分金融机构对于 30 家试点房企“三线四档”融资管理规则也存在一些误解，对要求“红档”企业有息负债余额不得新增，误解为银行不得新发放开发贷款，企业销售回款偿还贷款后，原本应该合理支持的新开工项目得不到贷款，也一定程度上造成了一些企业资金链紧绷
其他	2021/9/29	人民银行、银保监会	金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，持续落实好房地产长效机制，加快完善住房租赁金融政策体系。 金融机构要按照法治化、市场化原则，配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益。
	2021/9/24	人民银行	自 2021 年 9 月 24 日起，内地与香港债券市场互联互通南向合作正式上线运行
	2021/8/31	住建部	加快建立以公租房、保障性租赁住房和共有产权住房为主体的住房保障体系，强调“十四五”期间，将以发展保障性租赁住房为重点，将进一步完善住房保障体系，增加保障性住房的供给，努力实现全体人民住有所居；新市民和青年人多、房价偏高或上涨压力较大的城市， 在“十四五”期间，新增保障性租赁住房占新增住房供应总量的比例应力争达到 30%以上。 并表示将加快老旧小区改造工作，“十四五”期间我国将基本完成改造 2000 年底前建成的 21.9 万个城镇老旧小区

2021/08/17	中央财经委员会	8月17日，习近平总书记主持召开中央财经委员会第十次会议，研究扎实推动 共同富裕 等问题。 10月16日，《求是》杂志发表习近平的重要文章《扎实推动共同富裕》，文章中明确提出促进共同富裕总的思路。此前6月《中共中央国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》正式出炉，该意见提出，到2025年，浙江省推动高质量发展建设共同富裕示范区取得明显实质性进展；到2035年，基本实现共同富裕。
2021/8/14	国务院《“十四五”就业促进规划》	到2025年，要实现以下目标： 就业形势总体平稳 ：城镇新增就业5500万人以上，努力实现更大规模，城镇调查失业率控制在5.5%以内，重点群体就业保持稳定。城乡、区域就业机会差距逐步缩小，劳动力市场供求基本平衡。 就业质量稳步提升 。 结构性就业矛盾有效缓解 ：人力资源质量大幅提升，更加匹配产业转型升级和高质量发展的需要。全国高技能人才总量稳步扩大，劳动年龄人口平均受教育年限达到11.3年，新增劳动力受过高等教育比例达到55%。 创业带动就业动能持续释放 。 风险应对能力显著增强 。

数据来源：央行、财政部、发改委、中国政府网，联合资信整理

三、宏观经济预测

2021年四季度，能耗双控、原材料价格高位、局部疫情、楼市调控政策等因素影响仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。我们将全年GDP增速预测值由年初的8.50%下调至8.00%左右。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快投资计划的执行进度，加大项目建设推进力度，确保专项债券发行后及时投入使用，尽早形成实物工作量，促进经济平稳增长。

生产方面，拉闸限产“运动式”减碳得到纠正，但年底前我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格高位上涨等因素，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，**短期内地产投资难以逆转偏弱的格局**；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，**基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限**；制造业投资三季度进入平台期，限产限电、生产成本上升可能是阻碍制造业投资加速修复的限制因素，**以上不利因素或将持续对制造业投资修复产生制约**。消费市场复苏基础仍不牢固，四季度仍然会受到疫情影响，**但电商购物节等因素有助于带动消费提升**。四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高的水平，但在上年基数抬高的因素影响下，**四季度整体出口增速或将小幅下行**。

四季度元旦、春节临近叠加年内中央第二轮的冻猪肉收储即将启动，猪肉价格有望小幅上涨，同时冬季蔬菜、水果价格上涨，预计将带动食品价格下降幅度收窄；非食品价格在PPI价格传递和服务价格上涨的带动下，涨幅或将进一步扩大。综合以上分析，预计四季度**CPI涨幅或将有所扩大**。近期国际能源价格持续上涨，国内部分原材料供应偏紧，预计四季度**PPI有可能还会高位运行，关注高成本对企业利润带来的侵蚀作用**。四季度，**预计人民币三大汇率指数或将小幅贬值**，主要是由于四季度我国经济恢复的挑战增多，与海外经济体的经济优势收窄，且各经济体生产受疫情影响的敏感性下降；Taper临近叠加美国经济在疫苗接种和强有力政策支持下继续改善，**人民币兑美元汇率将面临一定的贬值压力，但中美关系缓和利好人民币，所以整体贬值压力可控**。

免责声明

本报告涉及的内容仅供参考，不构成对某种决策的最终操作建议，更不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。联合资信评估股份有限公司就本报告涉及的内容不对接收方做出任何担保，对于本报告涉及内容导致的任何直接的或者间接的投资盈亏等后果，联合资信评估股份有限公司不承担任何责任。

本报告涉及的内容版权仅为联合资信评估股份有限公司所有。如引用发布，需注明出处为联合资信评估股份有限公司，且不得对本报告涉及的内容进行有悖原意的（包括但不限于）引用、删节和修改。

DISCLAIMER

The content provided in this report is for reference only; therefore it does not constitute any final operational advice for certain decision, and is less able to be served as the basis for investment research decisions, as well as any moral, liable or legal basis or evidence, with or without warranty of any kind, either express or implicit. **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** assumes no guarantee for the content in the report, nor bears any liability or responsibility for any investment gains and losses, either directly or indirectly, arising from or in reliance upon the content of the report.

The copyright of the content contained in this report are solely owned and reserved by **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** A reference to **China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.** shall be made in any citation, and no citation, abbreviation and modification may be made to the content against the original meaning.