

研究报告

2021 年第 46 期

2021.10.28

研究团队:

组长: 周月秋

副组长: 王祺

执笔人: 杨苻 陈晶鑫

邮箱:

yangxing@icbc.com.cn

经济转型调整 政策纾困托底

——2021 年前 3 季度中国经济金融形势分析及展望

摘要:

- 2021 年前 3 季度, 我国经济延续稳健复苏态势, 主要宏观指标总体处于合理区间。但 3 季度受疫情、汛情、限产、限电等因素影响, 经济转型调整阶段性压力有所显现。
- 展望 4 季度, 预计将强化宏观政策跨周期调节, 推动经济总体保持恢复态势, 全年 GDP 增长在 8.0% - 8.5% 区间, 能够顺利实现年初预定的发展目标。

重要声明: 本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料, 但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见, 不构成对阅读者的任何投资建议。本报告(含标识和宣传语)的版权为中国工商银行现代金融研究院所有, 仅供内部参阅, 未经作者书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

年初以来，我国经济延续稳健复苏态势，主要宏观指标总体处于合理区间，前 3 季度 GDP 同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。但 3 季度受疫情、汛情、限产、限电等多重因素影响，经济转型调整阶段性压力有所显现。展望 4 季度，预计将强化宏观政策跨周期调节，推动经济总体保持恢复态势，全年 GDP 增长在 8.0% - 8.5% 区间，能够顺利实现年初预定的发展目标。

一、前 3 季度我国经济金融运行特点

(一) 需求：内需总体平稳、外需支撑有力

1. 内需总体平稳

一是消费回暖。前 3 季度，消费总体保持恢复态势：1-9 月社会消费品零售总额同比增长 16.4%，最终消费支出对经济增长贡献率为 64.8%，居民人均消费支出实际增长 15.1%。3 季度，受疫情、汛情等因素影响，居民出行、娱乐等消费需求受到抑制，8 月社会消费品零售总额同比增速 2.5%，较 7 月降 6 个百分点；但随着疫情受控、汛情减弱，叠加促消费政策和中秋消费拉动，9 月社会消费品零售总额同比增速企稳反弹至 4.4%。

表 1 社会消费品零售总额累计同比增速

	2021 年 1-9 月	两年同期平均
社会消费品零售总额	16.4%	3.9%
商品零售	15.0%	4.5%
餐饮收入	29.8%	-0.6%

数据来源：WIND 数据库，下同。

二是投资总体平稳。前 3 季度，固定资产投资累计同比增长 7.3%，资本形成总额对经济增长贡献率为 15.6%，实现稳定增长。主要特点：**基建投资低位运行**，1-7、1-8、1-9 月累计同比增长分别为 4.6%、2.9%、1.5%。**房地产投资保持韧性**，1-7、1-8、1-9 月累计同比增速分别为 12.7%、10.9%、8.8%，**房地产金融和土地调控政策效应逐步显现**。**制造业投资较快增长**，1-9 月累计同比增长



14.8%，高于全部投资增速 7.5 个百分点。其中，高技术产业投资增长 18.7%，装备制造业投资增长 16.5%。

表 2 固定资产投资累计同比增速

	2021 年 1-9 月	两年同期平均
固定资产投资（不含农户）	7.3%	3.8%
制造业投资	14.8%	3.3%
基建投资	1.5%	0.4%
房地产投资	8.8%	7.2%

2. 外需支撑有力

1-9 月出口（以美元计价）同比增长 33%，两年平均增长 14.6%，较 2019 年同期高 14.6 个百分点。对主要贸易伙伴出口均大幅增长，1-9 月对欧盟、东盟和美国出口两年平均增速分别为 16.7%、16.7% 和 14.8%。机电产品和高新技术产品出口表现亮眼，1-9 月两年平均增速分别为 15.7%、15.0%，其中汽车（含底盘）出口两年平均增长 41.6%。5 月底以来疫情对东南亚供应链形成扰动，部分订单回流我国。

表 3 出口累计同比增速

	2021 年 1-9 月	两年同期平均
出口（以美元计价）	33.0%	14.6%
美国	32.9%	14.8%
欧盟	32.0%	16.7%
日本	17.7%	7.0%
东盟	29.9%	16.7%

(二) 供给：生产恢复、服务升级

1. 生产恢复

1-9 月规模以上工业增加值同比增长 11.8%，两年平均增长 6.4%，增速与疫情前水平相当。1-9 月工业产能利用率 77.6%，较 2020、2019 年同期分别提高 4.5 和 1.9 个百分点。1-9 月工业企业利润同比增长 44.7%，较 2019 年同期增长 41.2%，两年平均增长 19.5%。但受需求放缓、限电限产等因素影响，7、8、9 月工业增加值同比增速分别为 6.4%、5.3%和 3.1%。

表 4 规模以上工业增加值累计同比增速

	2021 年 1-9 月	两年同期平均
规模以上工业	11.8%	6.4%
制造业	12.5%	7.0%
高技术制造业	20.1%	12.8%

2. 服务升级

前 3 季度，服务业增加值同比增长 9.5%，两年平均增长 4.9%；服务业增加值占 GDP 比重为 54.8%。大数据、人工智能等新技术广泛渗透，新动能发展势头良好，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值同比分别增长 19.3%、4.5%，两年平均分别增长 17.6%和 5.7%。3 季度以来，受疫情影响，接触型服务行业恢复较慢，8 月餐饮收入增速降至-4.5%，较 7 月下跌 18.8 个百分点；但 9 月实现由降转升至 3.1%。

表 5 服务业增加值累计同比增速

	2021 年 1-9 月	两年同期平均
服务业增加值	9.5%	4.9%
信息传输、软件和信息技术服务	19.3%	17.6%
金融业	4.5%	5.7%



(三) 金融：货币供应平稳、政策纾困托底

1. 货币供应平稳

9 月末 M2 同比增长 8.3%，社融存量同比增长 10%，与名义 GDP 增速基本保持一致。信贷同比多增，1-9 月，人民币贷款增加 16.8 万亿元，同比多增 1419 亿元。结构不断优化。9 月末，普惠小微贷款余额同比增长 27.4%，比各项贷款增速高 15.5 个百分点；融资主体户数达 4092 万户，同比增长 30.8%。但中长期融资有效需求仍有待提升，9 月企业、居民中长期贷款分别同比少增 3732、1695 亿元。

表 6 货币供给变化情况（%，亿元）

	2021 年 1-9 月	2020 年 1-9 月
M2 增速（9 月末）	8.3%	10.9%
社融存量增速（9 月末）	10.0%	13.5%
新增人民币贷款	168300	166881

2. 政策纾困托底

3 季度央行加大货币政策跨周期调节力度，保持流动性合理充裕，为中小企业解危纾困。7 月全面降准 0.5 个百分点，推动金融机构加权平均存款准备金率降至 8.9%；9 月宣布新增 3000 亿元支小再贷款额度¹，引导降低小微企业融资成本。按最新数据，前 8 月企业贷款加权平均利率 4.63%，同比下降 0.13 个百分点；8 月新发放普惠型小微企业贷款加权平均利率 4.96%，较年初下降了 0.12 个百分点。

二、4 季度政策及经济走势展望

(一) 跨周期政策加码发力

1. 财政政策加“快”

¹ 为应对疫情影响，2020 年以来央行先后进行四批再贷款再贴现投放，分别为 3000 亿、5000 亿、1 万亿元和 3000 亿元，共计 2.1 万亿元。

7.30 政治局会议要求“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”，9 月发改委再次强调加快地方政府专项债券发行和使用进度，在 11 月底前完成限额内新增地方债发行工作，意味着剩下一个多月将发行新增地方债 1.58 万亿元。同时地方债相关监管政策出现松动，年内或提前下达 2022 年专项债发行额度，预计 4 季度专项债发行较往年增加较多。

2. 货币政策助“稳”

预计 4 季度央行货币政策维持稳健，政策目标兼顾稳增长和防风险。一是结构性宽信用，利用再贷款、再贴现以及直达实体经济的货币政策工具²，降低中小微企业融资成本。二是推动碳减排支持工具落地生效，精准支持清洁能源、节能环保、碳减排技术等重点领域，采取先贷后借的直达机制，同时强调商业银行对煤电、煤炭企业和项目予以合理的信贷支持。三是改善房地产信贷偏紧局面，9 月房地产金融工作座谈会要求银行保持房地产信贷平稳有序投放，释放边际改善信号，部分城市房贷利率出现小幅回落。

(二) 经济金融趋势预判

受去年同期基数因素影响，预计全年经济走势将呈现“前高后低”特点，全年经济增速在 8.0%-8.5% 区间。具体来看：

1. 工业保持平稳。国家进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革，电价浮动范围由现行的上浮不超过 10%、下浮原则上不超过 15%，扩大为上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20% 限制；更多运用市场化办法稳定大宗商品价格，保障冬季煤炭、天然气等供给，将保障产业链供应链稳定，确保工业生产平稳运行。

2. 出口韧性较强。主要经济体经济持续复苏对我国出口形成支撑，预计出口保持韧性。但全球疫情影响减退会削弱前期我国出口“替代效应”，加上全球运力不足、运费高涨、大宗商品和原材料价格上涨，人民币汇率升值叠加去年下半年高基数等因素，预计 4 季度出口增速可能小幅回落。

3. 消费边际改善。随着汛情、疫情等短期扰动因素影响逐渐消退和一系列促

² 普惠小微企业贷款延期还本付息政策和普惠小微企业信用贷款支持政策。



消费政策落地，加快推进国际消费中心城市培育建设，加大农村市场开拓力度，促进餐饮市场更好恢复，促进新型消费加快发展，加上国庆、“双十一”、元旦等重要时点带动，消费潜力有望进一步释放。

4.投资温和上升。专项债发行加速带动基建投资小幅回升，“两新一重”仍是基建投资发力重点；基建、消费回暖支撑制造业需求，制造业投资保持温和上升态势。在房地产市场监管从严和房地产税试点推进的共同作用下，预计房地产投资稳中微降。

5.通胀剪刀差收敛。猪肉价格维持低位叠加居民消费边际回暖，CPI 将小幅回升；大宗商品价格保持高位且边际下行，PPI 将小幅下行，CPI 与 PPI 剪刀差有望收敛。

6.市场流动性合理充裕。随着 4 季度专项债发行加速和约 2.45 万亿元 MLF 集中到期，市场流动性需求增加。预计央行将通过等额等息续作 MLF 以及公开市场操作等方式维护流动性合理充裕，M2 和社融余额增速小幅回升，年末增速为 10%、11%左右。