



# 中国经济 观察

2021年四季度

---

毕马威中国

2021年11月

[kpmg.com/cn](http://kpmg.com/cn)

# 目录

	<b>行政摘要</b>	<b>2</b>
	<b>经济走势</b>	<b>4</b>
	□ 中国经济保持复苏，但增速明显放缓	5
	□ 制造业投资支撑固定资产投资增长	9
	□ 疫情反复使消费增长承压	17
	□ CPI、PPI剪刀差扩大	20
	□ 社融存量增速放缓，结构优化	22
	□ 外贸保持强劲	25
	□ 中国香港	28
	□ 全球经济	29
	<b>政策分析</b>	<b>34</b>
	□ 北京证券交易所设立	35
	□ 横琴、前海双区建设推动大湾区发展	39
	□ 西部陆海新通道建设实施方案公布	42
	□ 工信部加快建设新型数据中心	46
	□ 碳达峰碳中和总体部署正式发布	51
	<b>附表：主要经济指标</b>	<b>53</b>

注：从2021年一季度起，“专题研究”部分通过毕马威《[宏观热点洞见](#)》系列单独发布，希望可以为您带来更及时、更深入的研究，敬请关注。

# 行政摘要

前三季度我国经济总体保持恢复态势，但增速有所放缓，累计同比增长9.8%，两年平均增长5.2%。受去年同期高基数，局部疫情反复、极端天气、宏观调控收紧等因素影响，三季度中国实际GDP同比增长4.9%，较二季度的7.9%明显回落。剔除基数因素，三季度两年平均增速为4.9%，较二季度下降0.6个百分点（表1）。当前全球经济不确定因素依然较多，受大宗商品价格上涨、国际供应链冲击持续、以及能耗双控等政策影响，预计未来我国工业生产增速将进一步放慢，9月、10月制造业采购经理指数（PMI）已经连续两个月处于收缩空间。此外，经济恢复尚不均衡，传染性更高的变异病毒仍在传播，也将拖累居民消费增长，未来一段时间中国经济复苏将面临更大挑战。我们预计2021年中国经济实际增长8.2%，2022年增长5.5%。

- 三季度工业生产同比增速回落。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长11.8%，两年平均增长6.4%，较上半年回落0.6个百分点。煤电对我国电力供应依然起到重要作用，占我国总发电量的60%左右。8月以来煤炭价格飙升，叠加能耗双控力度加大导致煤炭产量的降低，致使部分地区出现限电限产

的状况，对工业生产形成一定扰动。此外，局部疫情防控、汛情、大宗商品价格上涨、国际供应链受阻等因素对工业生产也造成冲击，使工业增加值总体增速回落。

- 消费保持了同比增长，但增速依然较慢，持续低于历史平均水平。受局部疫情反复及基数升高等因素影响，三季度社消零售增速较二季度明显放慢，两年平均增长2.3%。随着疫情得到控制，居民外出购物及就餐增加，9月社零增速略有反弹。金价回落叠加中秋、国庆等婚庆旺季，金银珠宝消费维持高景气；受石油价格上涨影响，石油制品类消费走高；家具、家电及建筑装潢材料消费下滑，与房地产销售不佳相印证；此外，汽车消费仍不景气，缺“芯”问题持续。同时，线上零售依然保持良好的增长势头，占社会消费品零售总额的比重为23.6%。根据央行三季度城镇储户调查，居民对收入的信心较二季度有所下滑，在消费上自然也会更加谨慎，选择更多消费的居民占比较上季度下降1.0个百分点。进入10月份，随着天气转冷，疫情又出现抬头趋势，疫情防控再次收紧，未来消费复苏仍面临较大压力。

表1 两年平均经济增速

	2017-2019 平均增速	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 前三季度
国内生产总值	6.6%	5.0%	5.5%	4.9%	5.2%
工业增加值	6.2%	6.8%	6.6%	5.3%	6.4%
社会消费品零售总额	9.0%	4.1%	4.6%	2.3%	3.9%
固定资产投资	6.2%	2.7%	5.6%	3.2%	4.0%
出口额	6.1%	13.4%	14.2%	16.1%	14.6%
进口额	9.8%	11.9%	14.1%	14.3%	13.5%
人均可支配收入	6.5%	4.5%	5.9%	4.9%	5.1%
财政收入	5.8%	3.2%	5.2%	4.6%	4.3%
财政支出	8.2%	0.1%	1.5%	2.3%	0.2%

数据来源：Wind，毕马威分析

注：国内生产总值、工业增加值、人均可支配收入为实际增速，其余为名义增速。

- 投资方面，受疫情、汛情、宏观调控等因素的影响，三季度房地产、基建投资出现回落，但是制造业投资保持了回暖态势，成为固定资产投资的重要支柱。在企业利润增长、海外供需缺口持续、政策支持力度等因素的共同作用下，制造业企业的投资信心在三季度继续回升，带动制造业投资增长。另一方面，房地产调控持续发力，近期部分房地产企业债务风险加大，商品房销售、新开工、施工等各项数据均有所下降，预计未来房地产投资增速将继续回调。
- 尽管去年基数很高，三季度出口两年平均增速仍达到了16.1%，较二季度提升1.9个百分点。发达经济体消费需求的稳步增长，叠加疫情使得海外供应链修复较慢，都推动了中国出口的持续增长。在当前航运条件紧张的背景下，中欧班列的运营开拓了“一带一路”沿线国家市场，并带动我国中西部出口增速加快。进口方面，国际市场原材料和农产品价格快速上涨，推动我国进口金额同比大幅上升。受秋冬季节能源需求加大、以及“双碳”目标下环保限产等因素影响，预计四季度我国煤炭和天然气的进口将有所提升，从而缓解当前供需相对紧张的局面。

宏观政策方面，由于经济活动放缓，三季度财政收入仅为4.7万亿元，较二季度减少1.3万亿元，两年平均增速为4.6%，较二季度回落0.6个百分点。三季度财政支出总体上延续了上半年较紧的态势。前三季度公共财政赤字1.5万亿元，较前两年明显回落。截至2021年9月末，全国地方已发行新增地方政府专项债券约2.37万亿元，完成全年额度3.65万亿元的65%，四季度财政发力空间依然较大。我们认为，今年地方政府债券发行后置，有助于利用好上半年稳增长的窗口期，防范化解地方政府债务风险。然而当前我国经济面临下行压力加大，三季度经济增速放缓，四季度地方政府专项债发行应有所提速，并加快形成实物工作量，以确保今明两年经济运行在合理区间内。

货币政策方面，我国货币政策继续保持灵活精准、做好跨周期调节。今年前三季度M2和社融存量增速慢于同

期名义GDP增速，流动性总体偏紧。展望未来，在总量方面，考虑到四季度有较大规模MLF到期及地方债的发行，银行体系流动性需求上升，央行有可能通过定向降准补充流动性。在结构方面，央行将继续加大力度服务实体经济，用好新增的3,000亿元支小再贷款额度，实施好普惠小微企业贷款延期还本付息和信用贷款支持计划这两项直达实体经济的货币政策工具。11月8日，央行正式推出碳减排支持工具，支持金融机构向碳减排重点领域相关企业发放碳减排贷款，助力清洁能源、节能环保、碳减排技术三大重点领域的发展。碳减排贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，目前LPR利率1年期为3.85%，5年期为4.65%。进而，央行对金融机构（目前仅包括全国性金融机构）采用“先贷后借”的直达机制，以1.75%的利率，对碳减排贷款本金的60%提供资金支持。此外，为保障碳减排支持工具的精准性和直达性，央行要求金融机构公开披露发放碳减排贷款的情况以及由此带动的碳减排数量等信息，并由第三方专业机构对这些信息进行核实验证。

10月中旬IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，预计今年全球经济增长5.9%，较7月的预测下调0.1个百分点，预计2022年全球经济增长4.9%，与7月的预测持平。疫苗接种率和政策支持力度的差异使得全球经济复苏路径将继续分化。IMF预计发达经济体的总产出将在2022年恢复至疫情前的水平，但是由于供应链紧张的持续时间长于预期，叠加三季度消费受疫情反复影响表现不及预期，IMF将发达经济体增长预期调低0.4个百分点至5.2%。与之相反，一些新兴市场经济体和低收入国家由于疫苗覆盖率仍处于较低水平，而疫情暴发使其生产经营活动再次受到冲击，经济复苏前景充满挑战。宏观政策方面，在大规模财政刺激和需求端加速修复的拉动下，通货膨胀超预期维持在较高水平并将持续至2022年中，促使美联储开始缩减购债规模，将对世界经济带来影响。美联储已于11月正式启动缩减购债规模计划，在11月、12月两月分两次减少各150亿美元的资产购买规模，并表示后续会根据经济复苏步伐对购债规模再次调整。

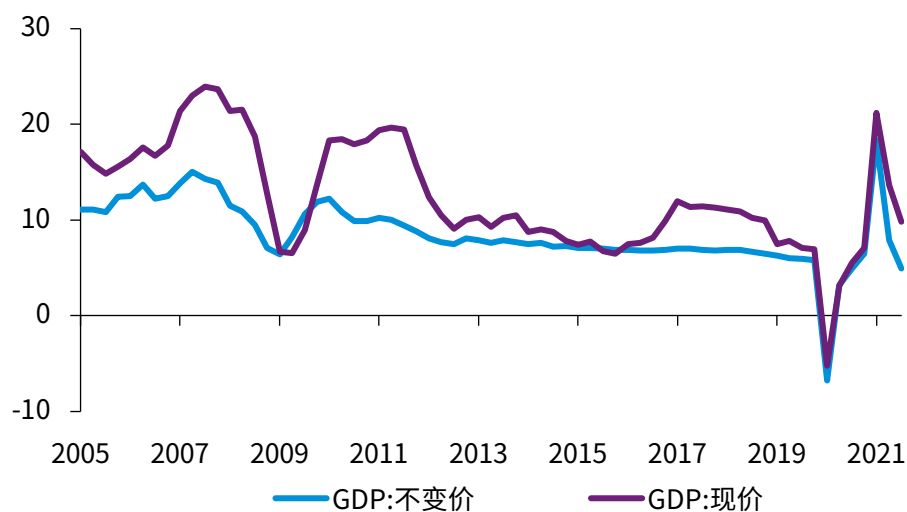
# 经济走势



# 中国经济保持复苏 但增速明显放缓

前三季度我国经济总体保持恢复态势，但增速有所放缓，累计同比增长9.8%，两年平均增长5.2%。受去年同期高基数，局部疫情反复、极端天气、宏观调控收紧等因素影响，三季度中国实际GDP同比增长4.9%，较二季度的7.9%明显回落。剔除基数因素，三季度两年平均增速为4.9%，较二季度下降0.6个百分点。当前全球经济不确定因素依然较多，受大宗商品价格上涨、国际供应链冲击持续、以及能耗双控等政策影响，预计未来我国工业生产增速将有所放慢，9月、10月制造业采购经理指数（PMI）已经连续两个月处于收缩空间。此外，经济恢复尚不均衡，传染性更高的变异病毒仍在传播，也将拖累居民消费增长，未来一段时间中国经济的复苏将面临更大挑战。我们将2021年中国经济增速调整为8.2%，并预计2022年中国经济增长5.5%。

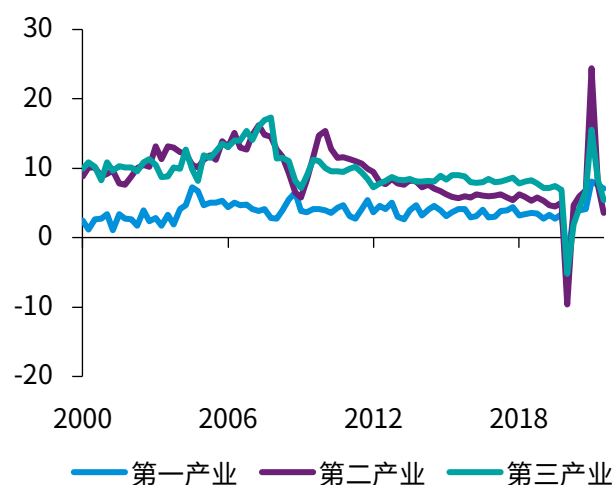
图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分产业来看，三季度第一、二、三产业同比增速分别为7.1%、3.6%、5.4%（图2），两年平均增速分别为5.5%、4.8%、4.8%，除去第一产业较二季度提升0.1个百分点，第二、三产业分别较二季度下降1.3、0.3个百分点。

图2 三次产业增速，当季同比，%



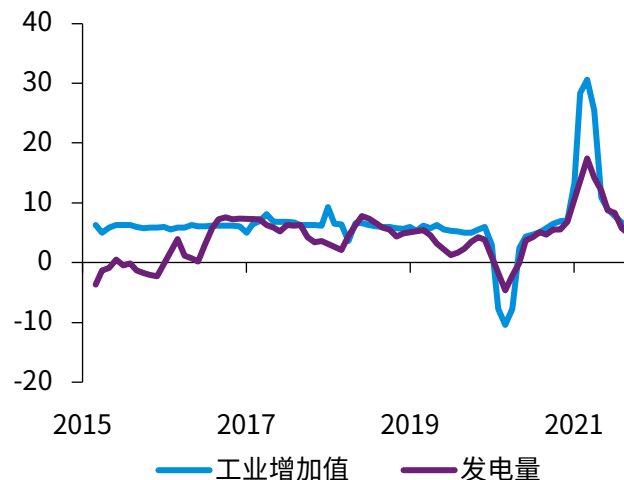
数据来源：Wind，毕马威分析

产出方面，工业生产在三季度同比增速有所回落。前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长11.8%，两年平均增长6.4%，较上半年回落0.6个百分点。其中，三季度两年平均增速为5.3%（图3），较二季度增速回落1.3个百分点。煤电对我国电力供应依然起到重要作用，占我国总发电量的60%左右。7月以来，煤炭价格飙升，叠加能耗双控力度加大导致煤炭产量的降低，致使部分地区出现限电限产的状况，对工业生产形成一定扰动。此外，三季度局部疫情、汛情暴发，大宗商品价格上涨，国际供应链持续紧张等因素对工业生产造成进一步冲击，使工业增加值总体增速略低于往年平均水平。10月工信部、生态环境部发布通知，将对部分地区钢铁行业实施错峰生产，预计工业产出将继续回调。

服务业对经济增长贡献率有所提升，前三季度，服务业增长贡献率为54.2%，比上半年提高1.2个百分点。此

外，高技术产业继续保持较快增长。前三季度，高技术制造业增加值同比增长20.1%，两年平均增速为12.8%，较规模以上工业快6.4个百分点。新能源汽车、工业机器人、集成电路、产量两年平均增速均超过28%，实现大幅增长。

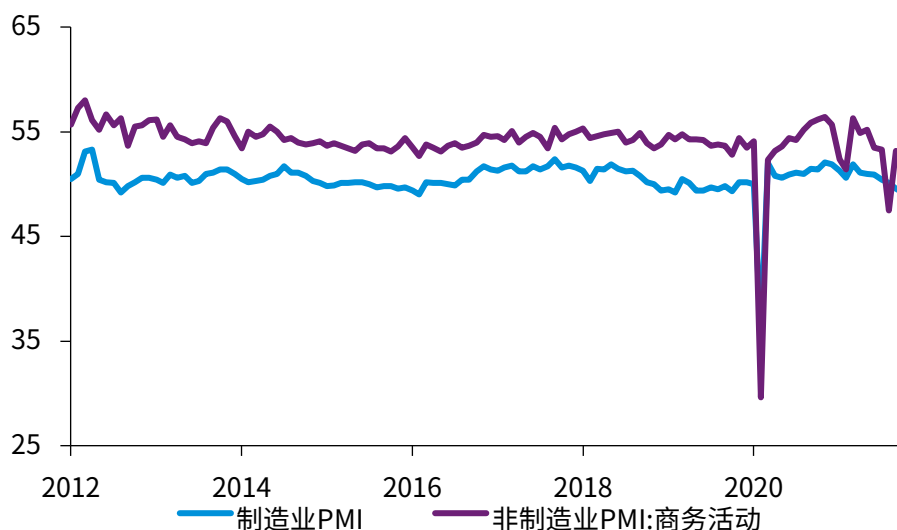
图3 工业增加值和发电量，当月同比，3个月移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

三季度，官方制造业PMI连续下行，9月触及49.6，跌落至荣枯线以下，结束了自去年3月以来连续18个月处于荣枯线以上的扩张态势，10月制造业PMI继续走低至49.2。其中生产指数和新订单指数均低于50的荣枯线，市场需求总体放缓，受电力供应影响，工业生产动能有所回落。此外，10月供应商配送时间指数为46.7，较上月下降1.4个百分点，连续3个月低于荣枯线，表明企业面临较大的供应链压力。值得注意的是，高技术制造业和装备制造业的PMI依然处于扩张区间，10月相关指数分别达到52和51.2，较9月有所提升。非制造业商务活动指数在8月跌落至47.5后，9-10月重新回至荣枯线以上（图4），反映了服务类企业对后续发展前景保持乐观态度。

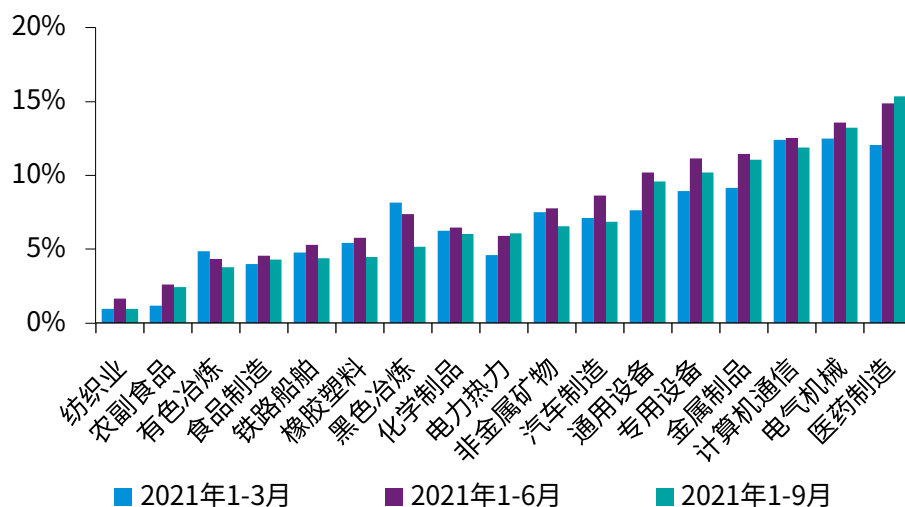
图4 中国制造业PMI和商务活动PMI，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业来看，疫苗接种继续利好医药制造业，工业增加值两年平均增速由上半年的14.9%的高水平进一步走高至15.4%；电力热力行业在需求端的拉动下，增加值小幅提升0.15个百分点至6.1%（图5）。其他行业前三季度两年平均增速均较上半年有所回落。受零部件、芯片短缺的影响，1-9月电气机械和计算机通信行业增加值两年平均增速分别回落至13.2%和11.9%，汽车制造行业增加值从上半年的8.6%，下调至6.9%。此外，在环保措施力度加大的影响下，一些高耗能行业如黑色金属冶炼、非金属矿物、橡胶塑料等行业产出有所回落。同时，生活必需品相关生产仍然偏弱，前三季度纺织业和农副食品加工行业增加值两年平均增速分别处于1%和2.4%的较低水平，低于疫情前的平均增速。

图5 主要行业工业增加值增速，累计同比，两年平均，%

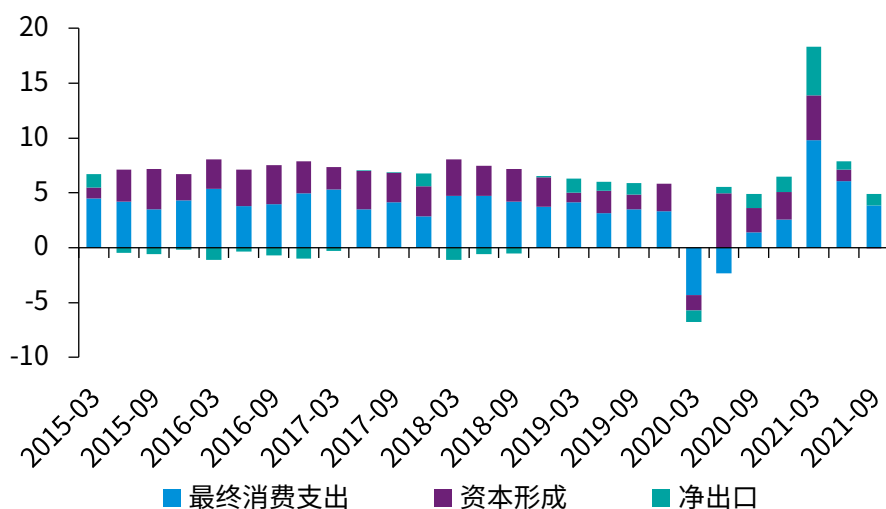


注：数据为两年平均增速。  
数据来源：Wind，毕马威分析



从需求端来看，受疫情反复的影响，以服务类消费为主的暑期消费在7-8月明显回落。9月随着疫情得到控制，包括餐饮消费在内的服务消费增速快速回升。三季度最终消费支出拉动经济增长3.9%，较二季度回落2.1个百分点，对经济增长的贡献率为78.8%。从长期来看，消费依然是中国经济增长的重要动能，但由于当前收入尚未完全修复，居民消费倾向有所回落，叠加局部地区疫情反复，消费恢复速度弱于预期。尽管制造业投资依然保持良好修复态势，但是受房地产监管趋严，基建投资疲软的影响，投资端需求对经济增长的贡献也显著降低，三季度资本形成总额拖累经济增长约0.03%，对经济增长的贡献率为-0.6%。三季度净出口对经济增长的拉动作用继续保持强劲，货物和服务净出口拉动经济增长约1%，较二季度提高0.2个百分点，对经济增长的贡献21.7%（图6）。

图6 三大需求对GDP的增长拉动，当季值，百分点



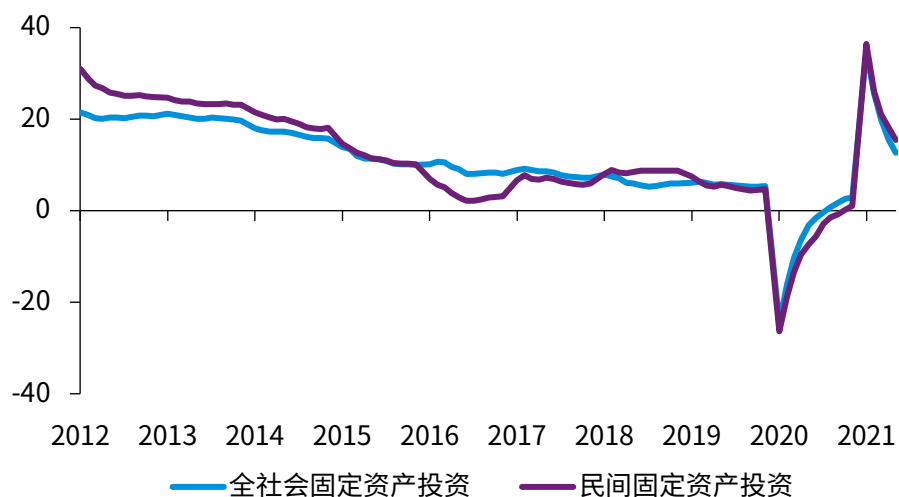
数据来源：Wind，毕马威分析



# 制造业投资支撑固定资产投资增长

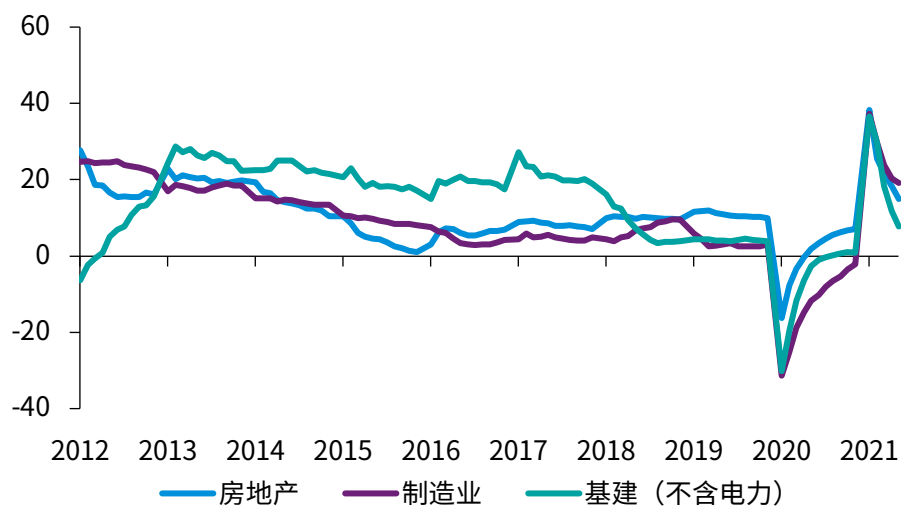
前三季度固定资产投资同比增长7.3%（图7），较2019年同期增长8.2%，两年平均增速为4%。其中，三季度两年平均增速为3.3%，与二季度相比，下降近2个百分点。在投资的三大支柱中，制造业、房地产、基建（不含电力）投资累计同比分别为14.8%、8.8%、1.5%（图8）。1-9月民间固定资产投资累计同比增长9.8%，两年平均增长4%，较上半年提高0.6个百分点。

图7 固定资产投资，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 固定资产投资分部门，累计同比，%



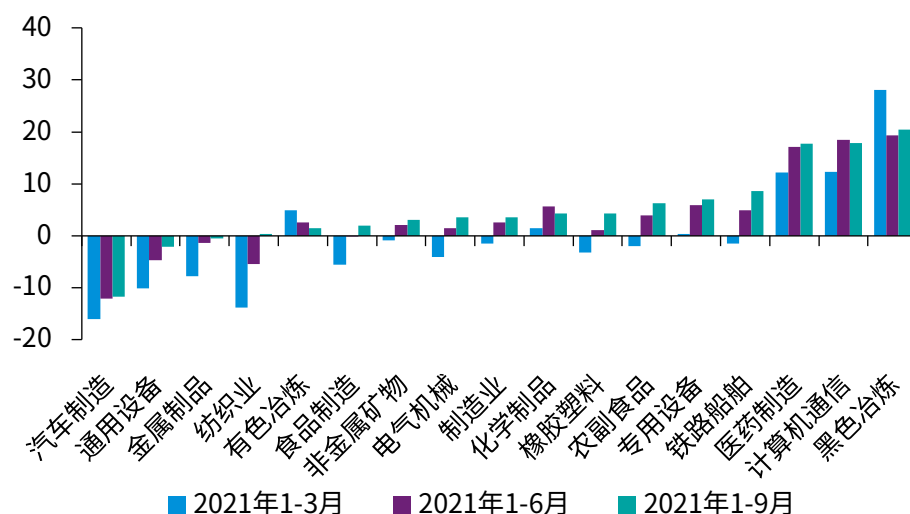
数据来源：Wind，毕马威分析

## 制造业投资稳步增长

2021年前三季度制造业投资累计同比增长14.8%（图9），两年平均增速3.6%，较上半年提升1个百分点。由于疫情、汛情、宏观调控等因素的影响，三季度房地产、基建投资出现回落，但是制造业投资继续保持回暖态势，两年平均增长5.1%，较二季度提高0.5个百分点，成为固定资产投资的重要支柱。主要有以下几点原因：一是随着经济持续复苏，企业利润处于平稳增长态势。1-9月规模以上工业企业利润同比增长44.7%，比2019年同期增长38.1%，两年平均增长17.5%，依然显著高于疫情前的平均水平。二是当前全球经济呈现不均衡复苏，发达经济体持续回暖，而一些在新兴市场的重要生产基地受德尔塔变异病毒的影响，工业生产依然受到限制。海外供需差推升中国出口订单数量，叠加制造业产能利用率已达到近年来的较高水平，企业扩大资本开支的意愿较强。三是“十四五”期间，一系列支持制造业高质量发展的政策持续发力，有助于提升企业的投资信心。比如，金融机构加大对制造业的支持力度，截至9月末，制造业中长期贷款余额同比增长37.8%，高于全部产业15%的增速。此外，近来政府通过降成本等多项措施，以缓解大宗商品价格上涨对中下游企业利润率的挤压效应，稳固中下游制造业企业投资动力。

从制造业细分行业来看，受外需拉动较大的行业投资提速较多，计算机通信和医药制造保持较高的投资增速。随着全球贸易的复苏，铁路船舶运输设备行业投资增速在三季度大幅提升。产能升级方面，在政府不断加强加快补齐产业链供应链短板弱项，加快设备更新和技术改造投资的背景下，橡胶塑料行业在三季度也加快投资步伐，以期突破技术瓶颈，实现国产替代。不过由于环保限产，有色冶炼行业的投资增速持续回落；汽车行业仍受芯片短缺的影响，投资修复动能较弱。

图9 制造业分行业投资增速，累计同比，两年平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析。数据为两年平均增速。

此外，高技术产业在政策的支持下进一步扩张。前三季度，高技术产业投资同比增长18.7%，两年平均增长13.8%。其中，高技术制造业投资同比增长25.4%，两年平均增速高达17%，继续高于制造业投资整体增速。计算机及办公设备制造业、航空航天器及设备制造业投资同比分别增长40.8%、38.5%。

展望未来，短期内关键零部件短缺，以及较为紧张的国际航运条件将对企业的投资规划形成一定干扰，而未来大宗商品价格走势对制造业投资仍将产生影响。我们认为，10月底的国常会上再次强调部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，进一步加大助企纾困力度，将对中小企业制造业投资形成一定支撑。此外，海外预期向好，将继续推动我国制造业企业扩大产能，装备制造、金属制品、机械设备等行业的投资保持增长。“十四五”规划强调发展壮大实体经济，加强产业链韧性，并推动制造业向绿色、高端、智能升级。我们认为制造业投资在产业升级和绿色转型的带动下将继续稳步增长。

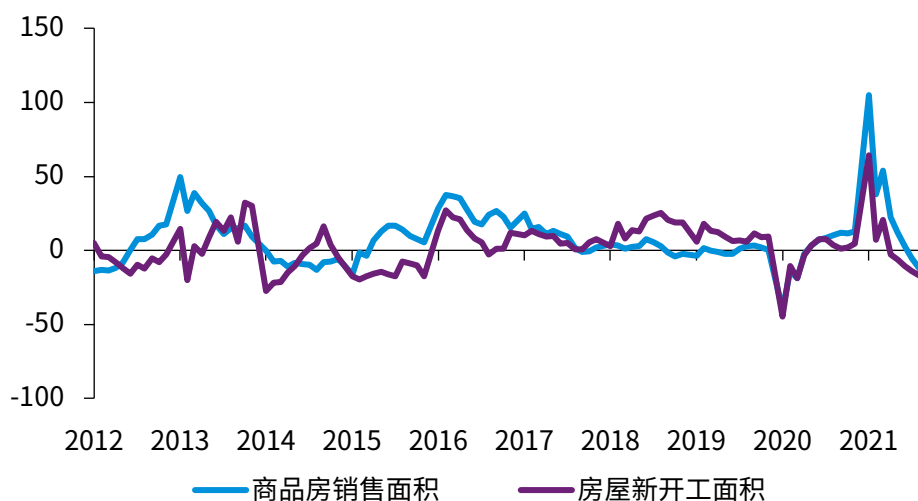


## 调控持续趋紧 房地产投资继续回落

从房地产销售来看，前三季度商品房销售面积同比增长11.3%，销售金额同比增长16.6%。受房地产调控持续趋紧的影响，多个城市上调房贷利率，收紧房贷额度，居民购房热度有所回落，7-9月房地产销售面积当月同比连续落入负增长区间，致使三季度增速较上半年继续回落（图10）。从两年平均增速来看，销售面积在三季度同比下降2%，较二季度减少近10个百分点，销售金额同比增速则从二季度的12%下降至1.3%。住宅贷款是居民中长期贷款的主要构成部分，三季度新增居民中长期贷款较去年同期减少5,100亿元，较二季度进一步少增1,600亿元，显示银行对居民个人住房贷款变得更加谨慎。

在多项房地产调控政策的监管下，房地产开发投资步伐正在放缓。三季度房地产新开工面积较去年同期下降17.4%。从两年平均增速来看，新开工面积在三季度同比下降7.4%，较二季度减少6.2个百分点。此外，受资金来源紧张，限产限电，以及水泥、玻璃、混凝土等建材价格上涨的影响，开发商施工意愿有所降低，三季度施工面积较去年同期下滑18%，两年平均下降5.9%；而竣工面积同比增速也较二季度下降11个百分点，两年平均增速从二季度的11.5%降至0.7%，对房地产投资进一步形成拖累。

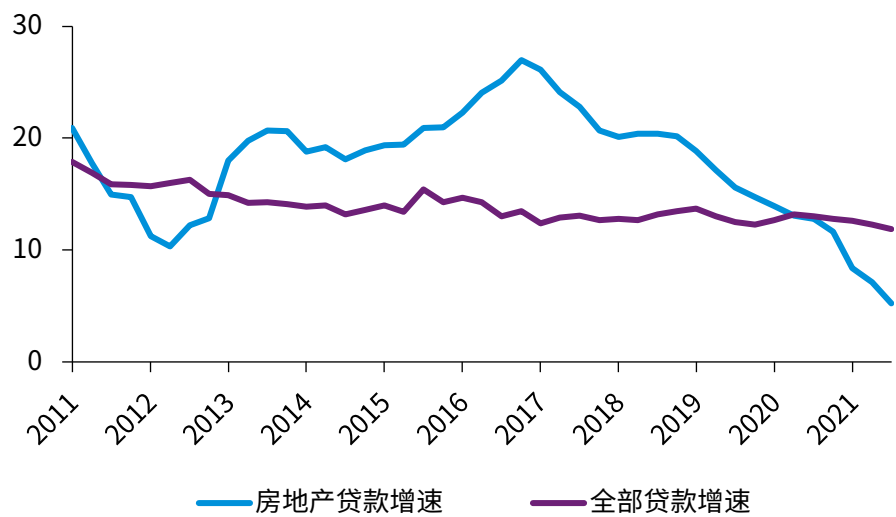
图10 房屋新开工以及销售面积，当月同比，3个月移动平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从房企到位资金来看，今年前三季度国内贷款较去年同期减少1,714亿元；金融机构对房企开发投资的贷款显著收紧。与此同时，数据显示主要金融机构房地产贷款余额占全部贷款余额比重已回落至27.1%，较去年9月末的28.9%下降1.5个百分点。此外，自去年二季度以来，房地产贷款余额同比增速也开始低于全部贷款余额同比增速（图11），房地产调控效果明显。此外，当前房企到位资金主要来源是定金及预收款，前三季度占比高达37.4%。9月中旬以来，一些房企开发商发生债务风险，也对居民购房信心形成一定干扰，也将对房地产销售和资金流动性产生影响。

图11 金融机构贷款余额增速，%

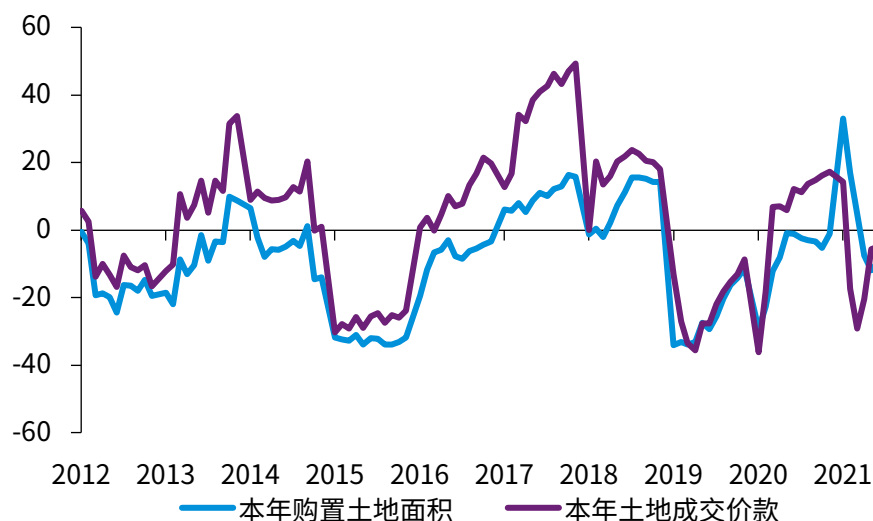


数据来源：Wind，毕马威分析



土地成交方面，在“两集中”的新供地模式下，多个城市在三季度完成第二轮集中供地。总体来看，北京、深圳等城市的第二轮集中供地的数量和面积较第一轮均有较大幅度的增加，并带动三季度土地购置面积达到6,708万平方米，较二季度提升近2,000万平方米。截至9月末，土地购置面积累计同比修复至-8.5%，较上半年提升3.3个百分点（图12）。土地成交价格方面，受第一轮集中供地出现热门城市、热门地块溢价率较高的现象，与“稳地价”的预期出现背离，很多城市对拍卖规则进行调整，如设置溢价上限，采取“摇号”“竞品质”等模式，以平稳土地成交价款。从目前已经启动第二轮集中供地的城市来看，成交溢价率显著降低，流拍率也有所提升，房地产开发企业在土地成交环节趋于理性。但是一些大型头部房企依然看好部分一二线城市的优质地块，致使成交价格触及上限，并带动9月土地成交价款回升，当月同比增长21%。截至9月末，土地成交价款累计同比提升至0.3%，较上半年改善了6个百分点。

图12 本年土地购置面积和成交价款，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

近期部分房地产企业债务风险上升，对房地产市场活动和投资者信心造成了一定的干扰，但其风险外溢性总体可控。今年政府坚持“房住不炒”的原则，持续稳地价、稳房价、稳预期的长效发展机制，当前我国房地产市场的运行整体上保持平稳态势。展望下一阶段，随着部分地区房地产税改革试点工作的展开，房地产监管调控力度将持续加强。9月底央行、银保监会召开房地产金融工作座谈会，指出前期部分金融机构对融资管理规则存在一些误解，暂停了对房地产开发贷款的发放，并指导主要银行要保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展<sup>1</sup>。预计后续房地产企业开发贷款将有所改善，施工、竣工将有所好转，但新开工和销售仍可能持续走弱。我们预期房地产投资将稳步回落。

1 人民银行举行2021年第三季度金融统计数据发布会，2021年10月，  
<http://www.gov.cn/xinwen/202110/16/c2964.htm>

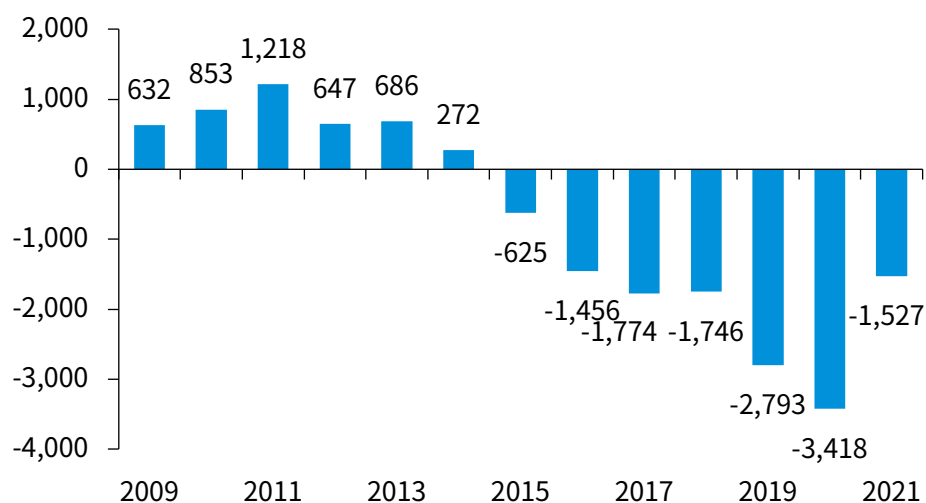
## 基建投资表现低迷

前三季度基建（不含电力）投资同比增长1.5%，较6月末的7.8%回落6.3个百分点。其中三季度两年平均增速为-1.7%，较二季度下降4.3个百分点。受上半年地方政府专项债发行节奏放缓，以及疫情、汛情的影响，基建投资在7月当月同比下降10.5%，触及年内低点，而后随着地方政府专项债发行量持续回升，9月基建投资增速有所修复，但同比仍为负增长。分行业来看，交通运输业特别是管道运输、航空运输业和水上运输的投资回升较为明显，而受大宗商品价格上涨、供应链零部件短缺，以及去年较高基数的影响，致使电力、热力和水的供应生产业、道路运输和铁路运输等公共事业领域的施工工期延长，投资增速有所放缓。

前三季度公共财政收入16.4万亿元，同比增长16.3%。两年平均增长4.3%。由于经济活动放缓，三季度财政收入仅为4.7万亿元，较二季度减少1.3万亿元，两年平均增速为4.6%，较二季度回落0.6个百分点。从结构来看，前三季度税收收入约14万亿元，同比增长18.4%，两年平均增长5.3%。工业品价格上涨、企业利润稳定增长等因素带动增值税、企业所得税分别增加17.4%，18.8%，是公共财政收入增长的主要原因。此外，由于股票市场交易表现较为活跃，前三季度证券交易印花税同比增速高达40%。而受疫情影响，国内消费修复动能疲软，致使前三季度国内消费税增速不及整体税收增速；房地产监管趋严，也使得与土地地产相关的税收下降，对整体财政收入形成拖累。前三季度非税收入约2.3万亿元，同比增长5.4%，两年平均增速为-0.8%。

1-9月公共财政支出达到17.9万亿元，累计同比增速2.3%，较上半年回落2.2个百分点。可以看到，财政支出在三季度依然延续上半年紧缩态势，并未有明显发力的迹象。前三季度公共财政赤字金额为1.5万亿元，较前两年有显著回落（图13），表明财政政策总体上来说依旧处于偏紧的状态。此外，政府性基金支出为7.14万亿元，完成预算值的54%。财政总体支出节奏较往年同期有所放缓。

图13 前三季度公共财政收支差额，十亿元

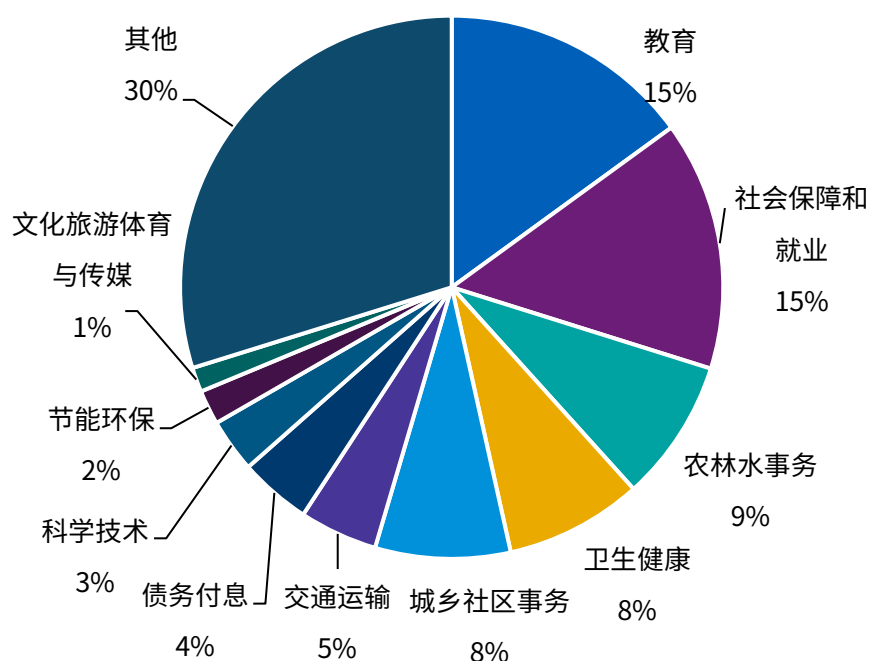


数据来源：Wind，毕马威分析



从结构上看，教育、社保和就业是前三季度财政支出的主要投向，占财政支出比重达到30%，两年平均增长分别达到1.6%，5.3%，但尚未恢复至疫情前的增速水平。此外，农林水事务占财政支出比重同样比较高，在去年较高基数的影响下，三季度同比增速达到2%，两年平均增长7.6%，在一定程度上支撑了第三季度的基建投资。与之相反，交通运输相关支出占财政支出总额的比重则从疫情前的5.1%下降至9月末的4.7%。可以看到，财政仍然是影响基建投资增长的重要因素，三季度财政收入的下滑也限制了总体财政支出的增长。我们认为未来财政支出将继续向民生领域倾斜，在一定程度上影响后续基建投资的规模。

图14 前三季度财政支出结构，%



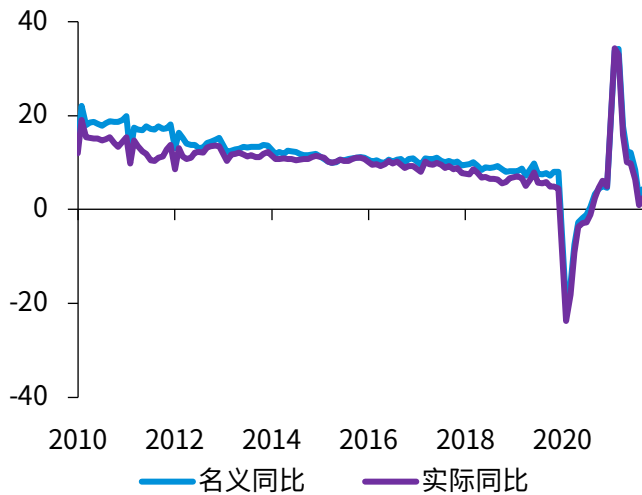
数据来源：Wind，毕马威分析

截至2021年9月末，全国地方已发行新增地方政府债券约3万亿元，其中一般债券6,819亿元、专项债券约2.37万亿元，较上半年提升近3,400亿元，完成全年额度3.65万亿元的65%。可以看到，三季度地方政府专项债的发行进度有所提升，在此基础上，四季度还有约1.28万亿元的专项债需要发行，财政发力空间较大。我们认为，今年政府债券的发行后置，有助于政府利用好上半年稳增长的窗口期，防范化解地方政府隐性债务风险。然而当前我国经济面临较大的下行压力，三季度经济增速逐步放缓，随着一系列“十四五”规划的重大项目陆续启动，预计四季度地方政府专项债发行将进一步提速，并对四季度以及明年一季度的基建投资起到一定支撑作用，确保今明两年经济运行在合理区间内。

# 疫情反复使消费增长承压

前三季度，社会消费品零售总额同比增长16.4%，两年平均增长3.9%，仍远低于疫情前的水平。受局部疫情反复及基数升高等因素影响，三季度社零增速较二季度明显放慢，两年平均增长2.3%。随着疫情得到控制，居民外出消费增加，9月社消零售同比从8月的2.5%反弹至4.4%，两年平均增速3.8%，也较8月提高2.3个百分点（图15）。剔除价格因素后，同期社消零售实际同比也从0.9%加快至2.5%。

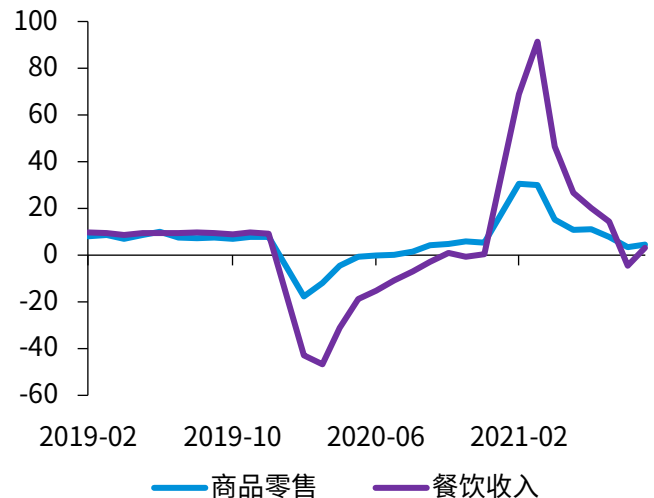
图15 社会消费品零售总额，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从消费类型来看，三季度受局部疫情反弹的拖累，居民外出购物、就餐以及旅游活动等受到限制，商品和餐饮消费同比增速均较二季度有所放慢，特别是餐饮收入两年平均增速转为负增长。不过随着疫情逐步得到控制，9月商品零售两年平均增速从8月的2.4%修复至4.3%（图16），餐饮收入两年平均增速也由负转正，较8月大幅提升5.8个百分点。

图16 商品零售和餐饮收入，当月同比，%

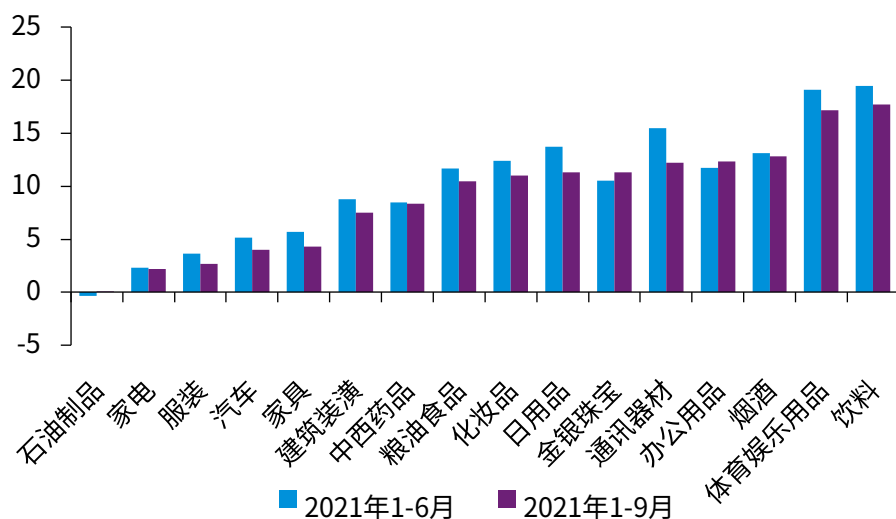


数据来源：Wind，毕马威分析



从消费品类别来看，一方面，受石油价格上涨的影响，前三季度石油制品类商品消费走高，两年平均增速由负转正，较上半年提高0.5个百分点（图17）；金银珠宝继续延续高景气，两年平均增速11.3%，或与金价回落叠加中秋、国庆等婚庆旺季有关；家具、家电以及建筑装潢材料消费下滑，与房地产销售不佳相印证；汽车消费仍不景气，更多是供给端的原因，缺“芯”问题仍然持续。

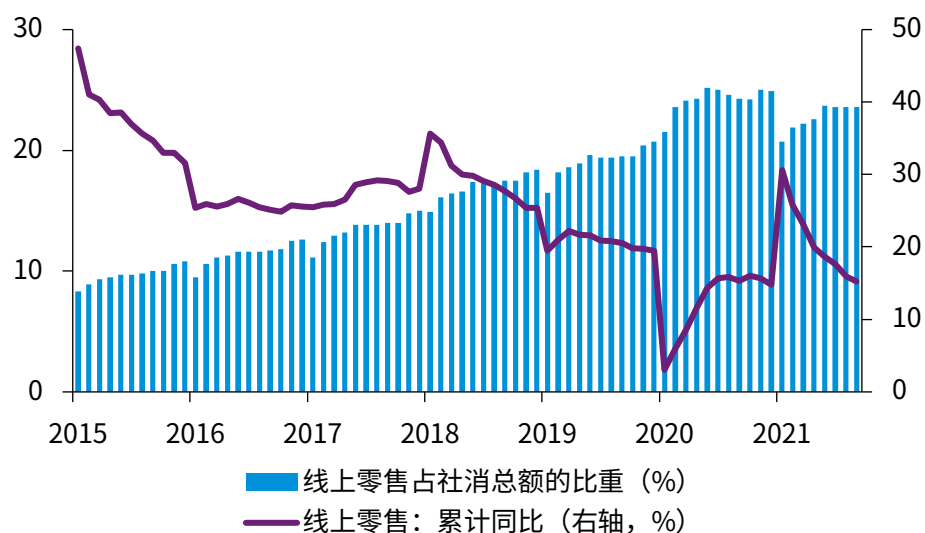
图17 分类别消费增速，累计同比，两年平均，%



数据来源：Wind，毕马威分析。数据为两年平均增速。

从消费渠道来看，线上零售依然保持良好的增长势头，前三季度实物商品网上零售额同比增长15.2%（图18），较1-8月回落0.7个百分点，占社会消费品零售总额的比重持平于23.6%。

图18 实物商品线上零售额占比及其增速，累计值，%

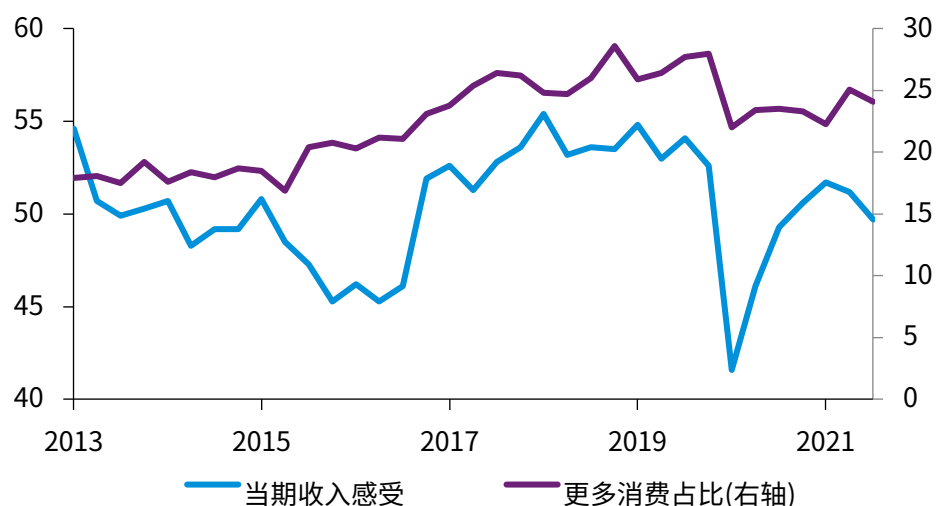


数据来源：Wind，毕马威分析

总体来看，我国消费的基础仍然较为稳健。从就业来看，前三季度全国城镇新增就业1,045万人，完成全年目标的95%。9月全国城镇调查失业率为4.9%，较上月下降0.2个百分点，较去年同期下降0.5个百分点。随着毕业季的过去，16至24岁人口调查失业率也有好转，较7月下降1.6个百分点至14.6%。收入方面，前三季度，全国居民人均可支配收入实际同比9.7%，两年平均增速5.1%，与经济增长基本同步。

不过，根据央行三季度城镇储户调查，居民对收入的信心有所下滑，三季度居民收入感受指数为49.7%（图19），较二季度回落1.5个百分点。居民对收入不乐观，在消费上自然也会更加谨慎，选择更多消费的居民占比为24.1%，较上季度下降1个百分点。前三季度，全国居民人均消费支出实际同比15.1%，两年平均增速3.7%，较疫情前的水平仍有差距。进入10月份，随着天气转冷，疫情又出现抬头趋势，防控再次收紧，未来消费复苏仍面临较大压力。

图19 央行季度城镇储户调查问卷，%



数据来源：Wind，毕马威分析

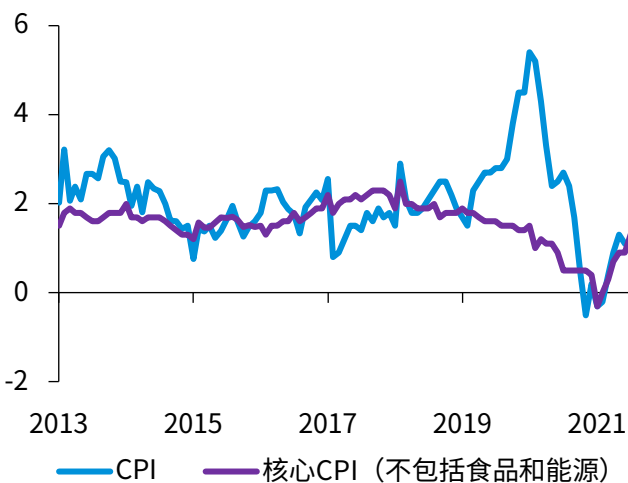
注：当期收入感受指数为扩散指数，在50%以上，反映该项指标处于向好或扩张状态；低于50%，反映该项指标处于变差或收缩状态。

# CPI、PPI剪刀差扩大

三季度受疫情影响，居民外出消费受限，叠加猪价大幅下行，CPI有所回落。9月CPI同比涨幅0.7%（图20），较8月下降0.1个百分点，连续第4个月下行。分项来看，9月食品价格同比由8月的-4.1%进一步下跌至-5.2%，猪价仍然是主要拖累。由于生猪存栏量和能繁母猪存栏量仍在上升，猪肉供给充足，猪肉价格连续下行，9月猪价同比进一步下跌至-46.9%。剔除食品和能源项后，9月核心CPI同比稳定在1.2%，与上月持平。

非食品方面，受石油、煤炭及天然气等能源价格上涨带来的传导效应，9月能源相关CPI分项普遍上涨。具体来看，居住项下的水电燃料价格同比由8月的1.8%扩大至2.6%；交通和通信项下的交通工具用燃料价格同比由8月的22.1%反弹至22.8%。此外，教育文化和娱乐项下的教育服务价格受开学季的影响也有所提高。其他用品及服务价格降幅有所收窄，反映出线下接触类消费有所恢复。从核心CPI以及非食品价格的走势可以看出，当前虽然需求仍然偏弱，但PPI向CPI的传导效应有所显现。

图20 CPI和核心CPI，当月同比，%

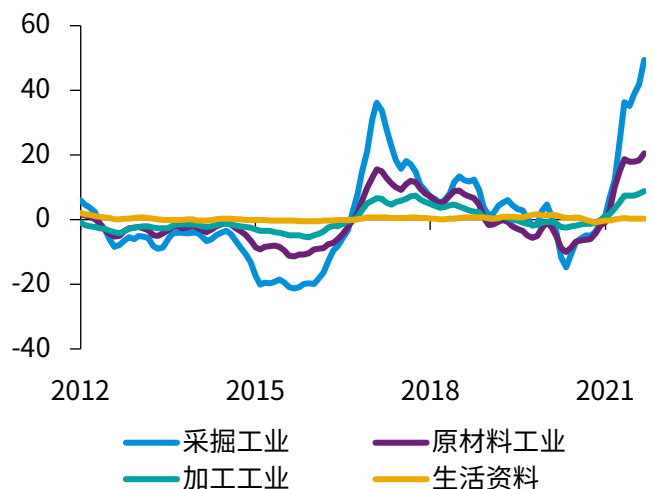


数据来源：Wind，毕马威分析

展望未来走势，食品方面，10月10日中央启动第四次猪肉收储，再加上秋冬季猪肉消费进入旺季，预计猪肉价格将有所企稳，对CPI的拖累可能会有所减缓；非食品方面，虽然现在能够看到价格向下游传导的迹象，但由于终端需求依旧偏弱，传导效率仍然较差，再加上近期疫情零星散发，居民外出消费和旅游活动受到一定限制。总体来看，我们预计全年CPI表现温和，同比增长0.9%。

前三季度PPI累计同比6.7%，涨幅较上半年扩大1.6个百分点，9月PPI同比由8月的9.5%进一步上升至10.7%，创下自1996年10月首次发布数据以来的新高。9月PPI上行主要是受到生产资料的带动，特别是上游的采掘工业和原材料工业，PPI涨幅分别较上月大幅提高7.6和2.1个百分点；中游的加工工业PPI涨幅小幅上升0.9个百分点；而同期下游的生活资料PPI同比涨幅仅由0.3%微升至0.4%，可以看到上游的通胀压力对下游的传导作用仍然有限（图21）。

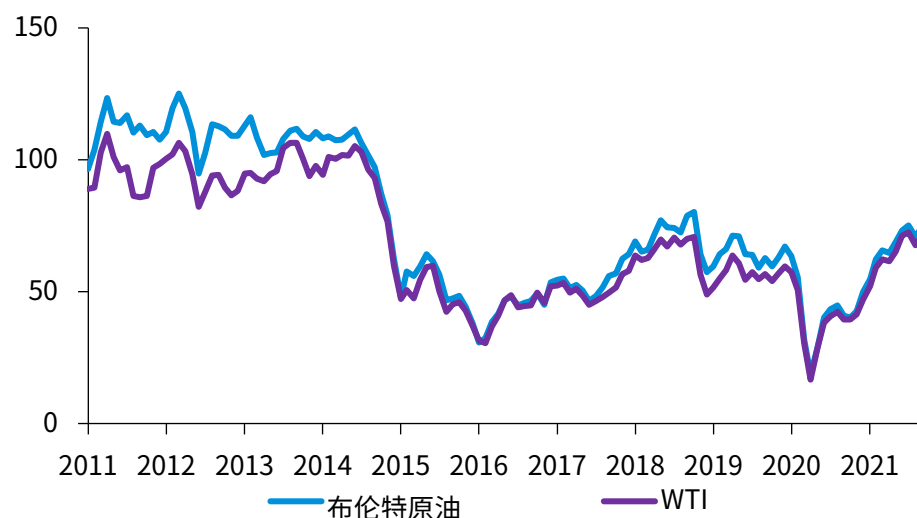
图21 各行业PPI，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

9月生产资料价格上涨受主要能源产品及其他原材料价格上涨的带动。一方面，国内定价的煤炭由于需求旺盛叠加供给偏紧，价格快速上行，带动煤炭开采业PPI同比大幅提升17.8个百分点；另一方面，受全球供需缺口拉大，石油、天然气等能源价格大幅上行，给国内带来输入性通胀压力，带动石油、煤炭及其他燃料加工业、燃气生产和供应业价格上涨（图22）。同时，受能耗双控、限产的影响，有色金属、水泥等高耗能行业生产受限，带动有色金属冶炼及压延业和非金属矿物制品业价格大幅上涨。

图22 国际原油现货价，月度均值，美元/桶



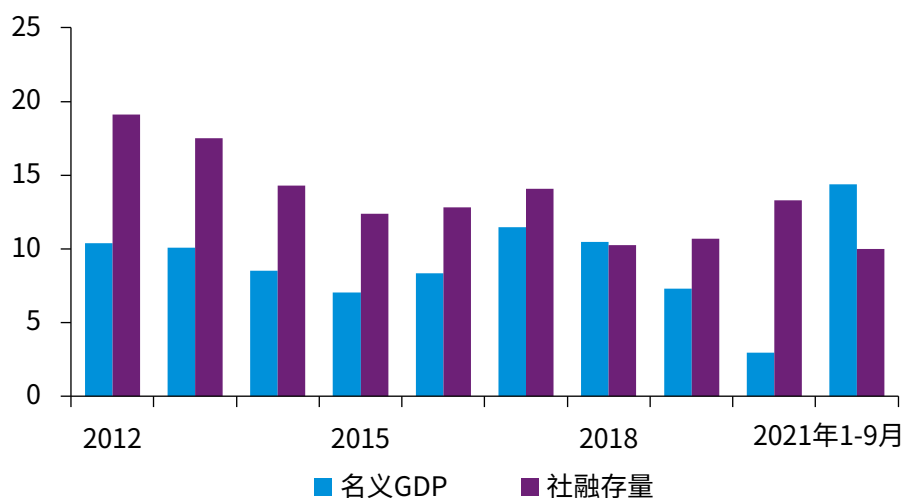
数据来源：Wind，毕马威分析

为了缓解煤炭等大宗商品价格持续上涨，政府频频出台各项保供稳价政策，包括推动具有增产潜力的煤矿扩大产能、促进停产整改的煤矿尽快恢复生产、加大煤炭进口、加速煤电市场化改革等等，预计后期生产资料价格涨幅会有所放缓，不过由于去年10月、11月基数仍然较低，短期内PPI仍有上行可能。

# 社融存量增速放缓 结构优化

截至2021年9月底，社会融资规模存量为308.1万亿元，同比增长10.0%，较上月下滑0.3个百分点（图23）。9月广义货币供给M2同比增长8.3%，较上月上升0.1个百分点。前三季度名义GDP增速为14.4%，快于同期M2和社融存量增速，流动性总体偏紧。

图23 社融存量增速与名义GDP增速，%

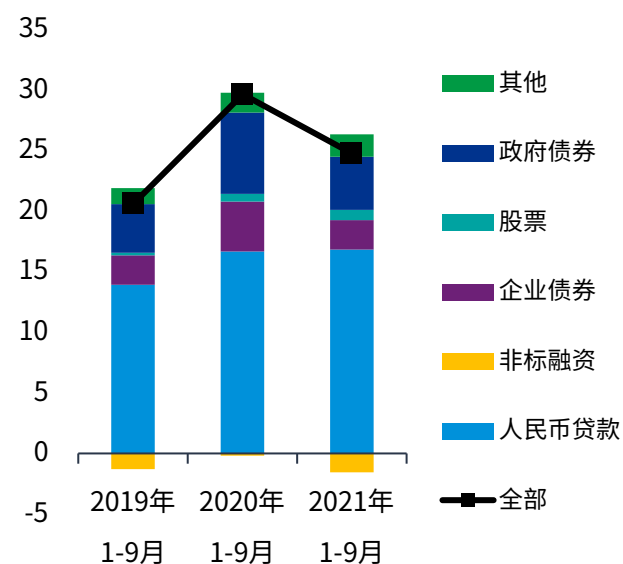


数据来源：Wind，毕马威分析



前三季度新增社融规模24.8万亿元，比去年同期减少4.9万亿元，但较2019年同期多增4.1万亿元（图24）。从具体融资结构来看，和去年同期相比，政府债券、企业债、非标融资是减少项，人民币贷款和股票融资是增加项。受限于缺乏优质项目、防范化解地方政府隐性债务风险等原因，今年专项债发行进度明显滞后，成为社融的主要拖累项目，不过四季度或迎来地方债发债提速，加上去年四季度的低基数效应，将对四季度社融同比增速形成明显支撑。非标三项里，信托贷款降幅最大，除了受监管加强的影响，还与近期房企潜在风险增加，信托收紧房企融资有关。

图24 新增社会融资规模构成，万亿元



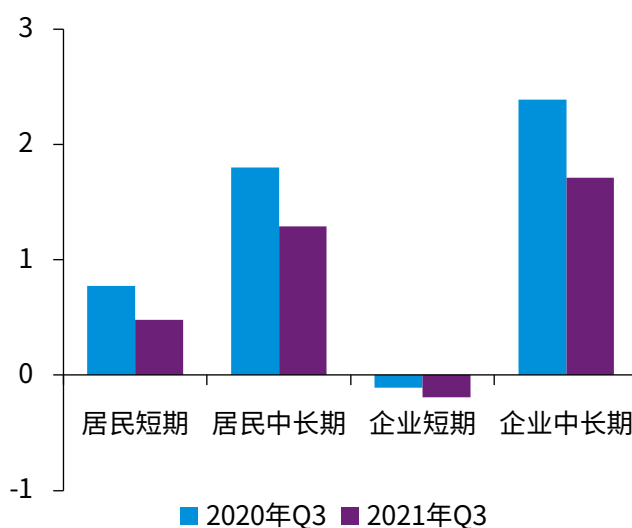
数据来源：Wind，毕马威分析

三季度新增人民币贷款4.0万亿元，较去年同期减少了2,127亿元。从贷款结构来看，三季度新增企业贷2.1万亿元，其中中长贷占比81%（图25），去年同期这一数字为133.5%，短贷占比也由去年同期的-6.1%下滑至-9.0%，贷款结构有待继续优化。目前政策对房地产监管仍然较严，房地产企业贷款数据表现较差，对整体企业贷款形成拖累。从居民部门贷款来看，受房地产

调控持续收紧的影响，居民购房意愿偏低，三季度居民中长贷较二季度以及去年同期均显著减少；居民短贷方面，三季度由于疫情零星反复，居民收入回升缓慢，消费动力仍显不足，居民短贷较二季度有所下滑。

三季度信贷结构也呈现出一些亮点。首先，金融不断加强对制造业的支持力度，9月末制造业中长贷余额同比增长37.8%，较去年同期提高2.6个百分点。其次，普惠小微企业贷款也维持较高的增长态势，9月末普惠小微企业贷款余额同比增长27.4%，比各项贷款增速高15.5个百分点。此外，金融资源向“专精特新”企业倾斜，9月末“专精特新”企业贷款余额同比增长18.2%，比全部贷款增速高6.3个百分点。

图25 新增人民币贷款结构，万亿



数据来源：Wind，毕马威分析

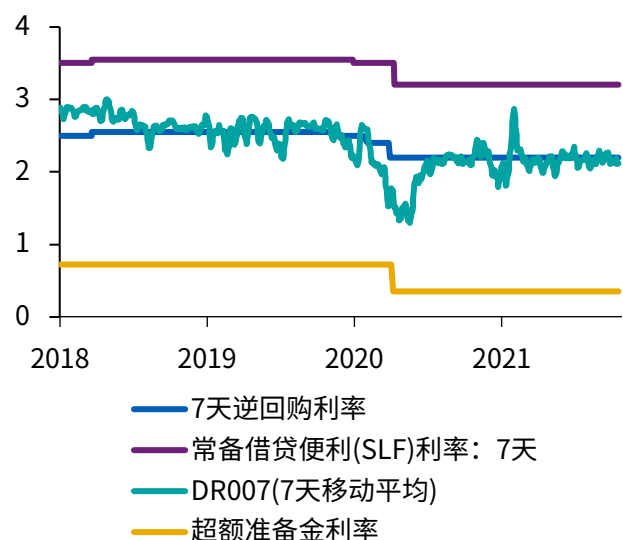


利率方面，前三季度，代表市场平均融资成本的存款机构7天质押回购利率（DR007）均值为2.18%（图26），接近央行公开市场操作7天逆回购利率，融资成本维持在较低水平。小微企业综合融资成本稳中有降，有力支持实体经济发展。9月新发放的普惠小微企业贷款利率为4.89%，较去年末下降了0.19个百分点。“专精特新”企业贷款成本也持续下降，9月末贷款合同平均利率为4.52%，分别较去年同期和去年末下降0.25和0.15个百分点。

下一阶段，我国货币政策将继续保持灵活精准、合理适度，以我为主，做好跨周期调节。总量方面，考虑到四季度有大规模MLF到期及地方债的发行，银行体系流动性需求上升，有再次降准的可能（图27）。结构方面，央行将把服务实体经济放在更加突出的位置，用好新增

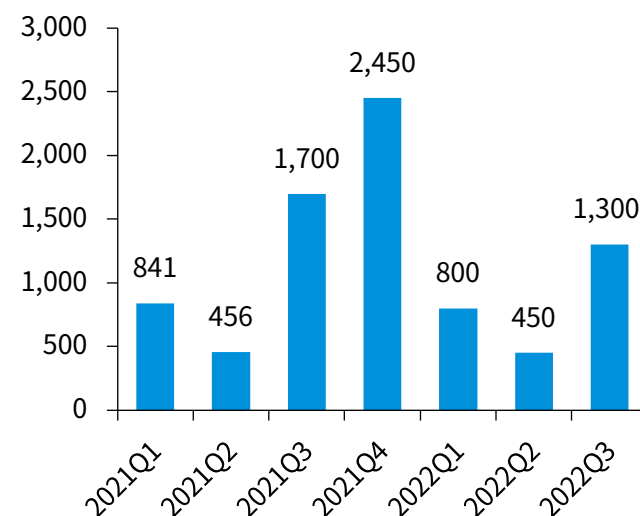
的3,000亿元支小再贷款额度，实施好普惠小微企业贷款延期还本付息和信用贷款支持计划这两项直达实体经济的货币政策工具。11月8日，央行正式推出碳减排支持工具，支持金融机构向碳减排重点领域相关企业发放碳减排贷款，助力清洁能源、节能环保、碳减排技术三大重点领域的发展。碳减排贷款利率与同期限档次贷款市场报价利率（LPR）大致持平，目前LPR利率1年期为3.85%，5年期为4.65%。进而，央行对金融机构（目前仅包括全国性金融机构）采用“先贷后借”的直达机制，以1.75%的利率，对碳减排贷款本金的60%提供资金支持。此外，为保障碳减排支持工具的精准性和直达性，央行要求金融机构公开披露发放碳减排贷款的情况以及由此带动的碳减排数量等信息，并由第三方专业机构对这些信息进行核实验证。

图26 市场利率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图27 MLF到期量，十亿元

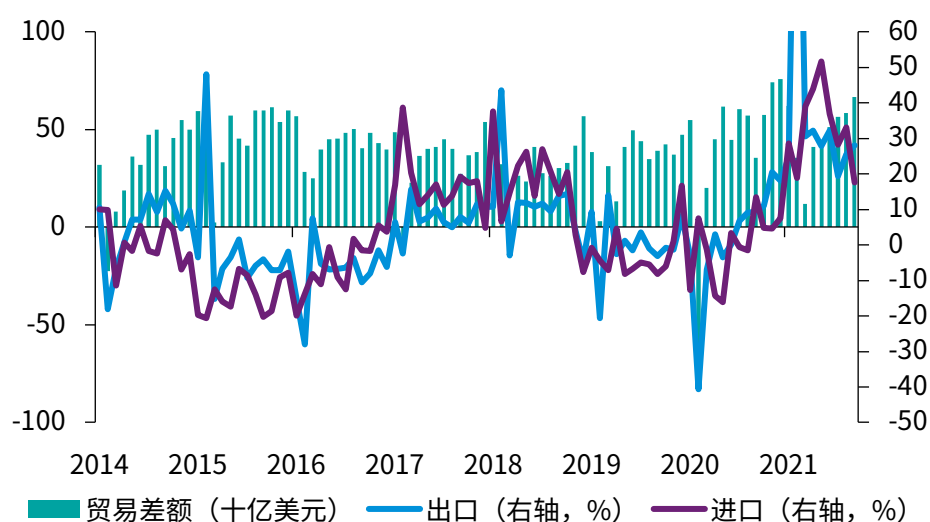


数据来源：Wind，毕马威分析

# 外贸保持强劲

2021年前三季度中国货物贸易进出口总额为4.4万亿美元，同比增长32.8%。其中，出口总额为2.4万亿美元，同比增长33.0%；进口总额近2.0万亿美元，同比增长32.6%。2021年三季度贸易顺差累计1,815亿美元（图28），较去年同期增长287.2亿美元，为仅次于2020年四季度的历史第二高位。

图28 货物贸易，当月值



数据来源：Wind，毕马威分析

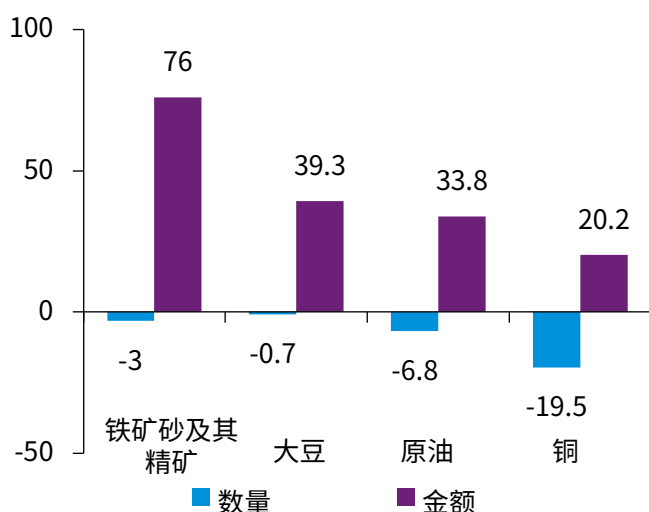
出口方面，2021年三季度出口总额为8,827亿美元，较二季度进一步增加近800亿美元，较去年同期同比增长24%。尽管去年基数很高，但全球经济的持续复苏和较为乐观的预期为中国的外需提供了强劲支撑，三季度出口两年平均增速仍达到了16.1%，较二季度提升1.9个百分点。由于主要经济体生产需求持续扩大，叠加全球一些生产基地受到疫情影响，交通运输、人口流动依然受到限制，供应链尚未完全修复，带动了我国出口的增长。而在当前航运条件紧张背景下，中欧班列的运营开拓了“一带一路”沿线国家市场，并带动我国中西部出口增速加快。

从商品出口结构来看，占中国出口比重最大的机电产品，前三季度出口额达1.4万亿美元，继续保持高速增长，同比增速达33.3%，占出口总额的58.8%，较2019年同期增长近1个百分点。防疫物品方面，随着疫苗接种进展的推进，2021年前三季度我国疫苗出口金额达到117亿美元，带动医药材及药品出口同比增长迅速，出口总额达到365亿美元，同比增长125.5%。而全球疫情的相对缓和致使包含口罩在内的纺织纱线、织物及其制品出口金额较去年同期有

所下降，占出口比重也有所回落，由6.5%降至4.4%。与之相反，钢材出口额为590亿美元，同比增长78.1%，占出口比重较2020年同期的1.8%回升至2.5%；文化用品占出口比重则从2020年的3.5%回升至4.1%，出口结构有所调整。值得注意的是，受德尔塔变异病毒的影响，一些新兴市场经济体产能再次受到冲击，我国传统劳动密集型制造行业的替代出口继续支撑中国的出口增长，服装及衣着附件、箱包、家具及其零件、玩具的出口总额分别同比增长25.3%、36.2%、38.7%和45.9%。

进口方面，2021年三季度中国进口同比增长25.9%，两年同比增速为14.3%，进口额高达7,000亿美元，继续创下季度新高。一方面，国际市场原材料和农产品价格快速上涨，使中国部分大宗商品进口数量增速放缓，但相应的进口金额同比快速上升（图29）。前三季度我国铁矿砂、铜、原油、大豆进口均价同比分别上涨81.4%、49.3%、43.6%和40.3%。另一方面，中国作为亚太地区的机电产业中枢，机电产品占我国进口额比重一直在40%以上。随着我国制造业不断加快高端化和智能化的升级步伐，以及周边经济体产能的修复，高新技术产品和机电产品的进口也保持较好的增长态势。2021年前三季度航空航天技术、生物技术产品，半导体制造设备分别较去年同期增长47.4%、42.5%和34.8%。

图29 主要大宗商品进口同比增速，%

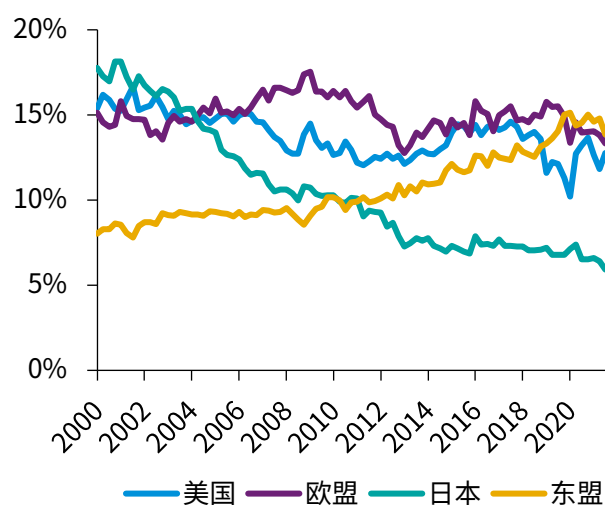


数据来源：海关总署，毕马威分析

分国别和地区来看，三季度东盟、欧盟和美国仍是我国前三大贸易伙伴。其中我国对东盟进出口总额为2,189亿美元，同比上涨40.1%，占中国外贸总额的

14.8%（图30）。中美贸易方面，2021年前三季度中美进出口贸易总额5,431亿美元，比2020年同期增加了1,416亿美元。根据我们的测算，截至2021年9月，中方自美方进口《中美第一阶段经贸协议》相关货物总金额约为1,007亿美元，其中工业制成品约592亿美元，农产品278亿美元，能源类产品137亿美元，完成2021年预计目标任务的48.7%，完成率较去年同期有所提高。值得注意的是，今年以来我国与拉美地区经济体的进出口贸易保持了较高的增速，前三季度贸易总额高达3,289亿美元，较去年同期增长45%，占我国外贸总量比重为8%，较2020年底提升1.4个百分点。

图30 各国家（地区）占中国货物贸易总额比例，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

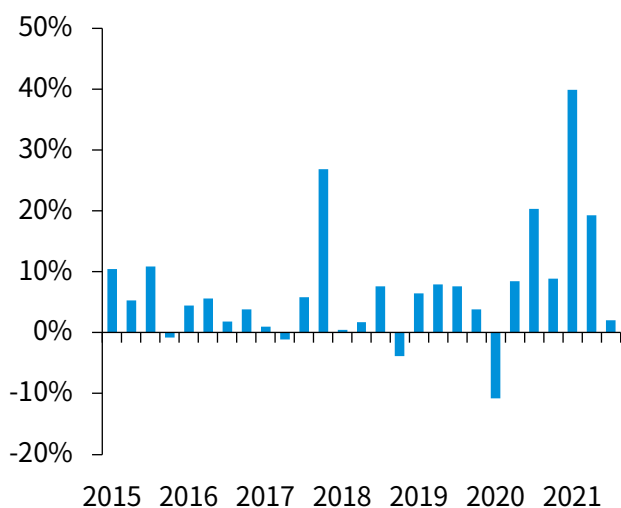
我们认为，当前全球经济回暖，主要经济体需求处于稳定恢复态势，将继续为中国的出口增长提供支撑力量。值得注意的是，受高基数效应的影响，相较于2021年前三季度中国出口的高速增长表现，四季度中国出口的增速可能会有所放缓，对中国经济复苏的贡献也将有所减弱。此外，受集装箱数量不足、港口货物拥挤、航运费用仍处于较高水平等因素影响，航运效率的下降将给我国外贸企业出口形成压力。而全球疫情反复与主要经济体财政政策力度的变化，也将为中国四季度出口带来较大的不确定性。进口方面，受秋冬季节能源需求加大以及“双碳”目标下环保限产等因素影响，预计四季度我国煤炭和天然气的进口将有所提升，以缓解当前供需紧张的格局。

利用外资方面，前三季度中国实际使用外资8,595.1亿元，同比增长19.6%（图31），总体仍维持较高增速，凸显外资依旧看好中国市场投资前景。从产业结构来看，引资结构和质量进一步优化，服务业和高技术产业表现亮眼，使用外资增长速度均快于整体增速，分别为22.5%和29.1%。我国利用外资的区域发展也更加均衡，中西部利用外资占比持续提升。此外，我国开放平台的引资作用更加凸显。其中全国21个自贸试验区、海南自由贸易港实际使用外资分别增长31.9%、386%；北京等5个服务业扩大开放示范试点地区的服务业吸收外资占全国服务业吸收外资的比例为34.1%。

下一阶段，由于全球疫情仍在持续演变，招商引资活动受到一定限制，再加上国际供应链重构使得跨国投资呈现本土化、区域化趋势等，当前稳外资的外部环境依然复杂严峻。同时也要看到，中国稳中向好的经济基本面、完善的产业链供应链基础以及持续优化的营商环境，仍然对外资具有较强的吸引力。近期，美欧日等外国商会发布报告显示，近三分之二美国企业、59%欧资企业以及36.6%的日资企业计划扩大在华投资<sup>2</sup>。

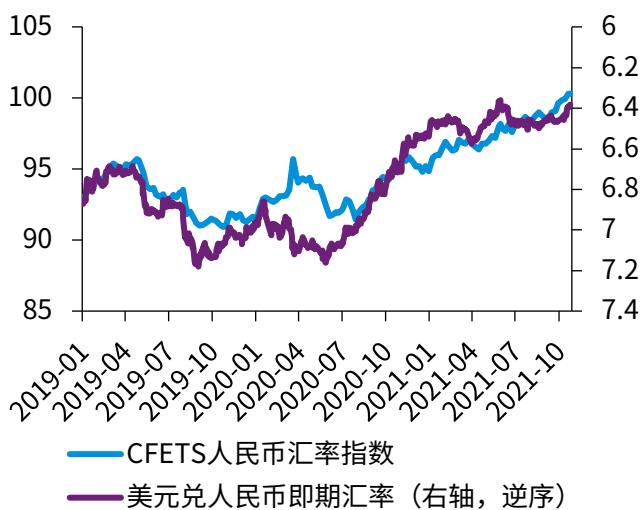
对外投资方面，中国对外投资合作发展势头良好，前三季度非金融类对外直接投资807.8亿美元，同比增长2.4%。其中，对“一带一路”沿线国家投资持续增长，占同期总额的18.4%，较去年同期上升1.9个百分点。对外投资结构不断优化，流向制造业、信息传输/软件和信息技术服务业对外投资增速均大幅超过总体增速。

图31 我国实际使用外资，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图32 CFETS汇率指数和人民币汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

汇率方面，2021年7月以来，在强劲的出口支撑和稳定的外汇储备背景下，人民币汇率稳中有升。截至10月末，人民币兑美元即期汇率较6月末升值0.9%，同期CFETS汇率指数进一步上升至100.3的高位，较其他主要货币汇率升值2.4%（图32）。一方面，在发达经济体生产需求上升和新兴市场供给尚未完全修复的共同作用下，我国贸易顺差进一步扩大；另一方面，在美联储将于11月正式启动缩减购债规模（Taper）的预期下，美元指数自9月开始上行，致使一些新兴市场经济体汇率震荡下行。但是我国宏观政策领先美国提前回归常态，并保持相对稳定，当前中美10年国债利差依然保持在1.5个百分点左右的较高水平，使人民币兑美元汇率受美元指数上行的影响较小，保持相对稳定。此外，一些新兴市场经济体由于疫苗接种率较低，仍然饱受疫情困扰，经济复苏疲软，金融市场出现大幅震荡，国际投资者转而加大对我国金融市场的证券投资，推动近期人民币汇率指数上行。

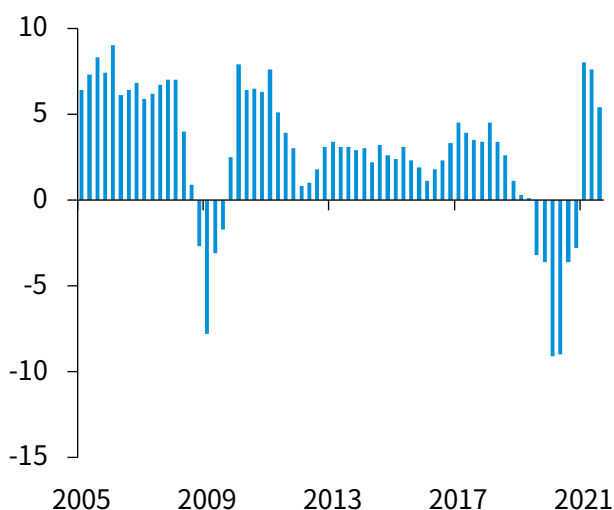
展望未来走势，短期内我国出口将继续保持强劲走势，支撑人民币汇率；但是随着各国宏观政策回归正常化、美联储正式启动缩减购债规模、中美经济复苏差距减小、利差将有所收窄，人民币升值空间将有所减小。中期来看，美国大规模刺激加剧通胀和债务风险，中国经济基本面向好趋势不变、国际收支稳健，预期人民币对美元汇率将维持强劲。

<sup>2</sup> 商务部召开“十四五”利用外资发展规划暨稳外资工作专题新闻发布会，2021年10月，<http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20211022.shtml>

# 中国香港

随着香港本地疫情逐渐得到控制，香港经济也在持续复苏。受基数影响，三季度GDP增长5.4%，低于前二季度增速，但仍处于持续复苏的轨道中（图33）。下一阶段，随着全球经济持续复苏，依然会为香港出口提供支撑，叠加政府推出消费券计划刺激本地消费，香港经济会继续回暖，香港特区政府将2021年实际GDP增速向上修订至5.5%-6.5%。

图33 中国香港实际GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，香港政府统计处，毕马威分析

就业市场方面，随着经济复苏更加稳固，劳动力市场进一步改善。香港三季度季调失业率逐月下降至4.5%，失业人数也逐月减少至18万人。主要行业中，建筑业、商用服务业以及艺术娱乐业就业改善明显，与消费和旅游相关行业的合计失业率下跌0.2个百分点至7.2%。随着经济持续复苏，劳动力市场的压力会进一步纾缓。

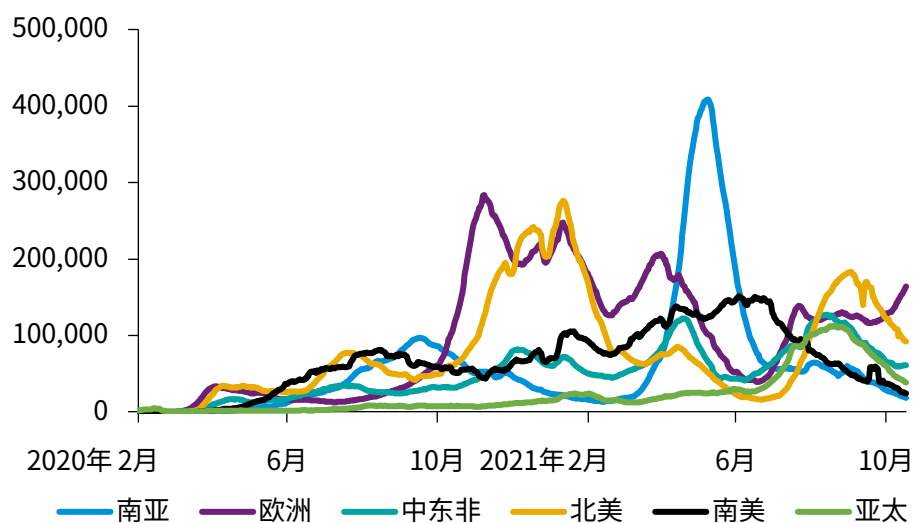
对外贸易方面，前三季度香港出口额和进口额均取得两位数的高速增长，分别较去年同期上升27.3%和26.5%。尽管9月的基数偏高，出口仍录得16.5%的显著增长。主要国家和地区方面，出口至英国、台湾、韩国金额增幅较大，来自韩国、台湾、新加坡的进口金额增幅较大。主要货品方面，机电器械、办公用品、通讯设备进出口增幅均排在前三位。全球经济的复苏，将对香港货物进出口提供支撑。

资本市场方面，和上半年相比，三季度香港资本市场有所降温，有27家企业在港交所上市，募资金额合计741亿港元，低于一季度的1,366亿港元和二季度的777亿港元。其中，小鹏汽车和理想汽车这2家“造车新势力”募资295亿港元，占三季度募资总额的39.7%。此外，有10家医疗保健和生命科学企业上市，募资总额为235亿港元，占比31.7%。

# 全球经济

国际方面，截至10月17日，全球新冠累计确诊人数2.42亿人次，死亡人数接近500万。全球共有10个经济体累计确诊超过500万人次，包括4个发达经济体和6个新兴市场国家。发达经济体方面，美国累计确诊人数已超过4,500万人次，死亡人数接近75万人（图34）。尽管新增感染人数已从夏季高点回落，但每日新增确诊仍有10万例左右。欧洲方面，由于东欧地区疫苗接种率较低，德尔塔变异病毒的快速传播，使得该地区医疗资源出现紧张，日均新增确诊人数激增，一些国家再次采取较为严厉的疫情防控措施。新兴市场方面，随着疫苗接种进展加快，印度疫情相比5月的最高峰，10月日均新增病例已回落至较低水平，当前累计确诊约3,400万人次。与此同时，目前德尔塔变异病毒在南美、亚太地区的传播速度有所放慢，日均新增确诊逐步回落。伴随着疫情的缓和，这些国家的经济活动也逐步开始重启的步伐。

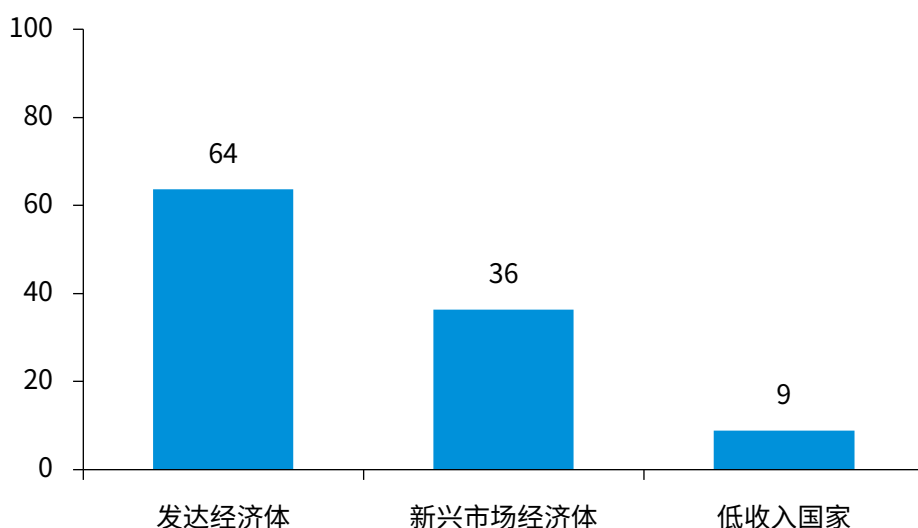
图34 全球新冠肺炎疫情发展走势，当日新增，例（截至10月17日）



数据来源：Wind，毕马威分析  
注：数据为当日新增病例七天移动平均值。

截至10月17日，全球疫苗接种超过66亿剂，有48.1%的人接种了至少一剂疫苗。然而各国的疫苗推广进度并不均衡。中国疫苗接种超过22亿剂，其中在三季度疫苗接种超过10亿剂。此外，印度疫苗接种也已接近10亿剂，美国疫苗接种超过4亿剂。按已接种两剂疫苗的人群比例来看，发达经济体已经有64%的人完成两剂疫苗接种，新兴市场经济体这一比例为36%，而低收入国家仅有9%的人群已接种两剂疫苗（图35）。各国仍需紧密配合，共同应对这次全球疫情危机。

**图35 全球已完成两剂新冠疫苗接种的人口占比，%**  
(截至10月17日)



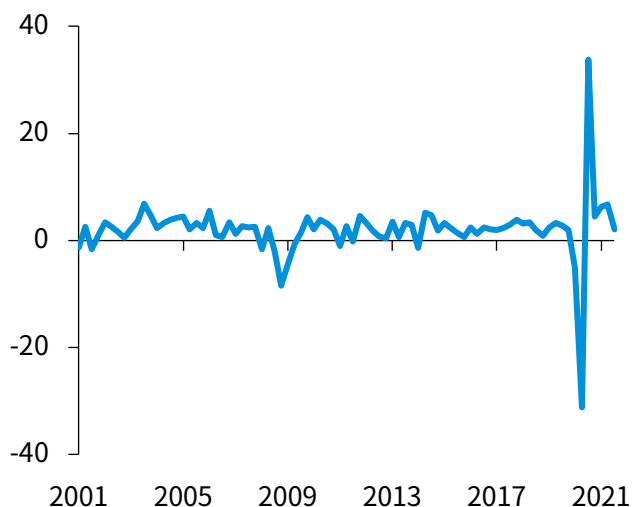
数据来源：Our World in Data，毕马威分析

10月中旬IMF发布了最新的《世界经济展望》报告，预计今年全球经济增长5.9%，较7月的预测下调0.1个百分点，预计2022年全球经济增长4.9%，与7月的预测持平。疫苗接种率和政策支持力度的差异使得全球经济复苏路径将继续分化。IMF预计发达经济体的总产出将在2022年恢复至疫情前的水平，但是由于供应链紧张持续时间长于预期，叠加三季度消费受疫情反复影响表现不及预期，IMF将发达经济体增长预期调低0.4个百分点至5.2%。与此同时，受国际大宗商品价格上涨的影响，IMF将一些商品出口国的增速预期值上调。与之相反，一些新兴市场经济体和低收入国家由于疫苗覆盖率仍处于较低水平，而疫情暴发使其生产经营活动再次受到冲击，经济复苏前景充满挑战。宏观政策方面，在大规模财政刺激和需求端加速修复的拉动下，通货膨胀超预期维持在较高水平并将持续至2022年中，促使美联储开始 缩减购债规模，将对世界经济复苏带来影响。由于当前融资环境趋紧，叠加全球通胀风险加大，一些新兴市场经济体亦开始收紧宏观政策，预期将对未来经济复苏动能产生深远影响。

## 美国

三季度美国经济受短期疫情反弹、自然灾害、以及供应链紧张等因素影响，复苏步伐有所放缓，三季度实际GDP初值环比年化增长2.0%，较二度回落4.7个百分点；三季度同比增长4.9%（图36），较二季度下降7.3个百分点。中长期来看，美国的疫苗接种率继续提升，为其经济复苏提供了良好的支撑。截至10月17日，已接种两剂新冠疫苗的人数已达到了美国总人口的56%，较二季度末提升10个百分点，但仍低于发达国家64%的平均疫苗接种率。相对缓和的疫情状况将促进线下服务消费和生产的修复，并带动经济保持增长。

图36 美国实际GDP，季调环比折年率，%



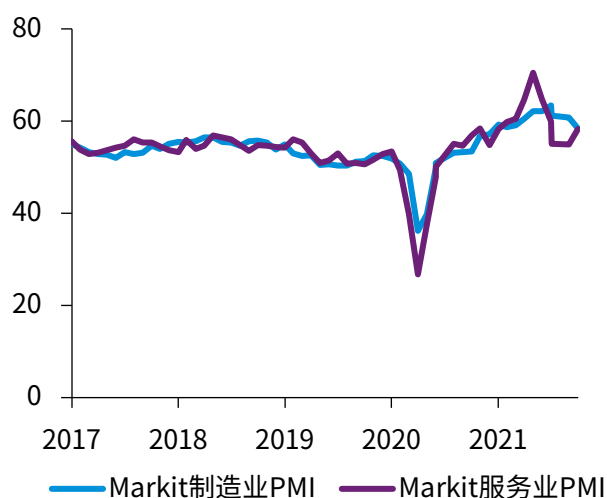
数据来源：Wind，毕马威分析

三季度美国消费复苏态势趋缓，主要与疫情反弹，以及部分与疫情相关的财政刺激政策到期，导致居民收入回落相关。从环比折年率来看，三季度私人消费支出仅增长1.6%，远低于上一季度12%的增长。其中，包括汽车在内的耐用品消费下降26.2%，石油能源类等日常用品消费受大宗商品价格上涨的影响，小幅增长2.6%。

此外，房屋租金和能源价格的上涨推动了住房、交通等服务消费的回升，而受疫情拖累，餐饮、住宿等线下服务消费增长动能回落，致使三季度服务类消费总体增长7.9%，较二季度回落3.6个百分点。总体来看，三季度私人消费拉动GDP增长1.1%，较二季度下滑6.8个百分点。10月服务业PMI回升至58.2，较9月提升3个百分点，随着疫情的缓和，预计未来美国服务消费将进一步修复（图37）。

三季度美国私人投资强势反弹，环比折年率从二季度的-3.9%回升至11.7%。一方面，美国加大了在科技创新领域的投入，政府提升了科研资助力度，带动知识产权产品相关投资增长12.2%；另一方面，随着工业生产逐步进入复苏轨道，三季度工业机械装备的投资也保持良好的恢复态势，支撑私人投资的增长。此外，近期房地产市场回暖，也带动私人住宅投资较二季度小幅回升。10月的制造业PMI依然保持较高水平，企业补库存意愿提升，投资信心增强，预计未来将继续扩大资本开支。

图37 美国Markit制造业和服务业PMI，季调

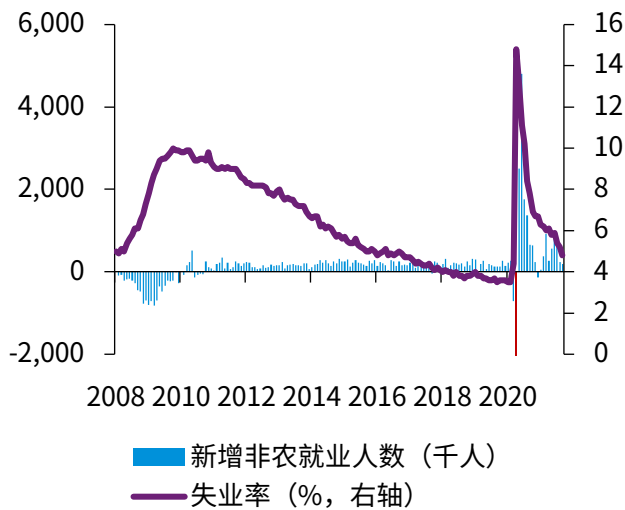


数据来源：Wind，毕马威分析



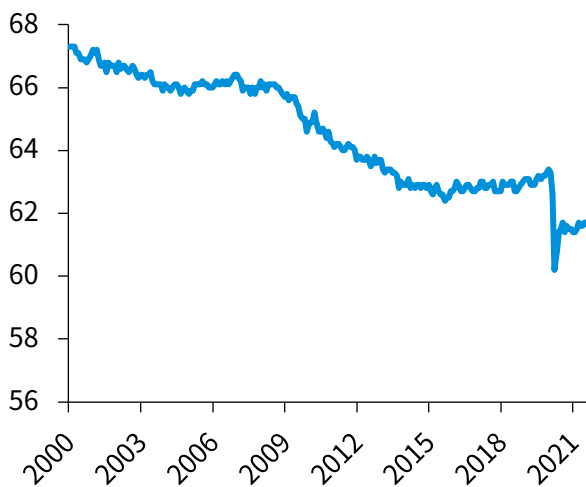
就业方面，三季度失业率有所回落，但新增非农就业人数低于市场预期。9月，美国失业率为4.8%，较6月末回落1.1个百分点，为疫情以来的最低值（图38）；由于政府就业人数大幅减少，新增非农就业人数仅为19.4万，较8月下幅17万人。值得注意的是，当前劳动力市场与疫情前相比仍有较大差距，失业率下降主要是由于部分人口退出劳动力市场，劳动参与率仍显著低于疫情前水平（图39）。

图38 美国新增非农就业人数以及失业率



数据来源：Wind, 毕马威分析  
注：红色柱状4月新增非农就业人数，下降2,078.7万人。

图39 美国劳动力参与率，%



数据来源：Wind, 毕马威分析

通胀方面，三季度在供应端产能尚未完全修复、防疫措施放松和宽松刺激政策引致需求上升，以及国际运输压力导致供应链紧张的共同影响下，美国的通胀及通胀预期持续保持在高位。9月美国CPI同比增长5.4%，为2008年9月以来的最高值。其中，受原油价格上涨的影响，9月能源和交通运输的CPI分别达到了24.8%和16.5%，是推升美国通胀的主要动力。此外，计算机、手机等电子产品由于重要零部件短缺、产能尚未恢复等因素导致供给不足，9月相关CPI也显著上升至8.5%。当前由于美国港口城市集装箱储备空间匮乏导致的货物堆积现象将持续一段时间，预计后续企业仍将面临加大的供应链压力，美国高通胀状态或将持续至明年年中。

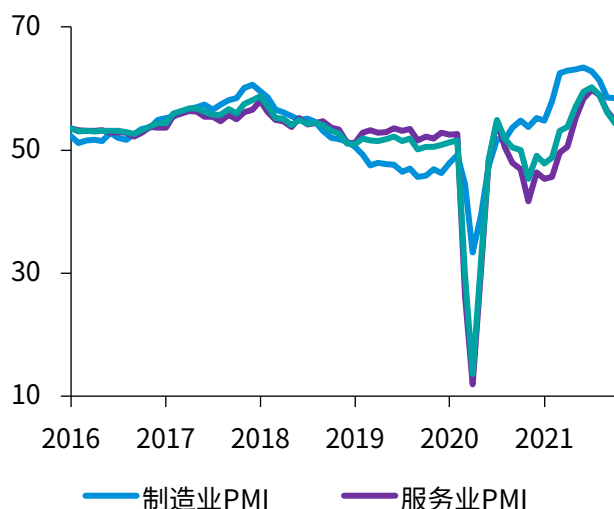
11月3日，美联储在议息会议上宣布自去年12月以来，经济总体朝着美联储的预定目标取得了实质性的进展，将于11月正式启动缩减购债规模计划。11月中旬开始将仅购买700亿美元国债和350亿美元证券抵押贷款（MBS），共计缩减150亿美元的资产购买；12月中旬开始将仅购买600亿美元国债和300亿美元MBS，进一步减少150亿美元的资产购买。值得注意的是，本次会议只宣布了未来2个月的购债计划，后续会根据经济前景对缩减购债规模节奏再次调整。此外，由于三季度劳动力市场不及预期，且远未达到充分就业状态，预计美联储将重新评估加息步伐。尽管随着疫情的缓和，预计劳动力市场、服务消费和制造业生产后续均有较大修复空间，但是供应链问题和通胀压力仍将在短期内给美国经济复苏带来一定扰动。IMF将2021年美国GDP增速调整为6.0%，较2021年7月预测下调1个百分点。

## 欧元区

由于前期欧洲地区逐步放松了防疫限制，再加上天气逐渐转冷，欧元区有些国家疫情出现反弹，导致欧元区整体经济复苏节奏放缓，在二季度GDP增长创新高之后，三季度GDP增长回落至3.7%，预计四季度欧元区经济仍将处于复苏轨道中，但复苏步伐会有所放慢。

由于疫情持续恶化，欧元区景气指数走弱，10月制造业PMI降至58.5%（图40），连续四个月下滑，服务业PMI连续三个月下滑至54.7%，且下滑幅度比制造业更大，综合PMI也连续三个月出现下滑，录得54.3%。

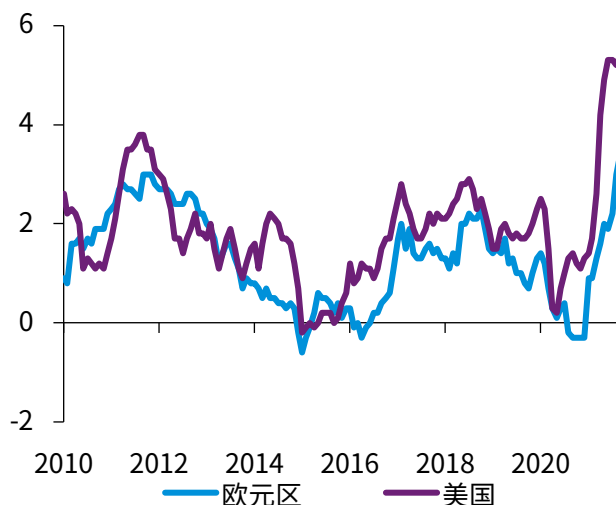
图40 欧元区采购经理指数（PMI），月



数据来源：Wind，毕马威分析

- 零售方面，受到疫情持续恶化的影响，欧元区消费有所放缓，消费者信心指数再度走弱。10月欧元区消费者信心指数由9月的-4.0%再度下跌至-4.8%，显示出消费者对经济前景不确定的担忧。
- 劳动力市场方面，欧元区失业率继续缓慢下行，9月季调失业率为7.4%，较上月下降0.1个百分点，失业人数接近1,208万人，较上月继续减少25.5万人。
- 通胀方面，随着石油、天然气等能源价格持续维持在高位，8月欧元区PPI同比上涨13.4%，高于前值12.4%，通胀率升至2008年以来的新高。9月CPI同比上涨3.4%（图41），大幅超过2%的对称通胀目标，核心CPI也上涨至1.9%，达到近13年以来的最高水平。
- 政策方面，根据10月议息会议决议，欧央行维持现行货币政策不变，维持三大关键利率不变，维持紧急抗疫购债计划（PEPP）购债速度和总规模不变。对于通胀，欧央行行长仍维持“暂时性通胀”的观点，说明其更加重视中期2%通胀目标，再加上欧元区经济复苏有所放缓，欧央行对通胀的容忍度提高，其货币政策也将不会过快的转向。

图41 欧元区和美国CPI，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

# 政策分析



# 北京证券交易所设立

9月2日，习近平主席在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会致辞中宣布，继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地<sup>3</sup>。随后，证监会及北京证券交易所陆续发布多项基础规则及配套规则，快速推进北京证券交易所的各项筹备工作及制度建设。北京证券交易所的设立，意味着以服务中小企业为己任的新三板将站上改革新起点，中国资本市场改革发展又迈出关键性的一步。

新三板自2013年正式运营以来，通过不断的改革探索，已发展成为资本市场服务中小企业的重要平台。2019年以来，证监会先后推出了设立精选层、建立公开发行制度、引入连续竞价和转板机制等一系列改革举措，激发了市场活力，取得了积极成效。精选层设立一年多来，总体运行平稳，各项制度创新初步经受住了市场考验，吸引了一批“小而美”的优质中小企业挂牌交易，为进一步深化改革、设立证券交易所打下了坚实的企业基础、市场基础和制度基础。

根据证监会介绍，北京证券交易所将以现有的新三板精选层为基础组建，所聚焦实体经济，主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，从而推动传统产业转型升级，培育经济发展新动能，促进经济高质量发展。在实施过程中，将重点把握好以下原则<sup>5</sup>：

## ➤ 一个定位：

北京证券交易所牢牢坚持服务创新型中小企业的市场定位，尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段，提升制度包容性和精准性。

## ➤ 两个关系：

1. 北京证券交易所与沪深交易所、区域性股权市场坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市功能。
2. 北京证券交易所与新三板现有创新层、基础层坚持统筹协调与制度联动，维护市场结构平衡。

图42 新三板发展历程<sup>4</sup>



资料来源：证监会，股转系统，毕马威分析

3 习近平在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞，北京证券交易所，[http://www.bse.cn/important\\_news/200010667.html](http://www.bse.cn/important_news/200010667.html)

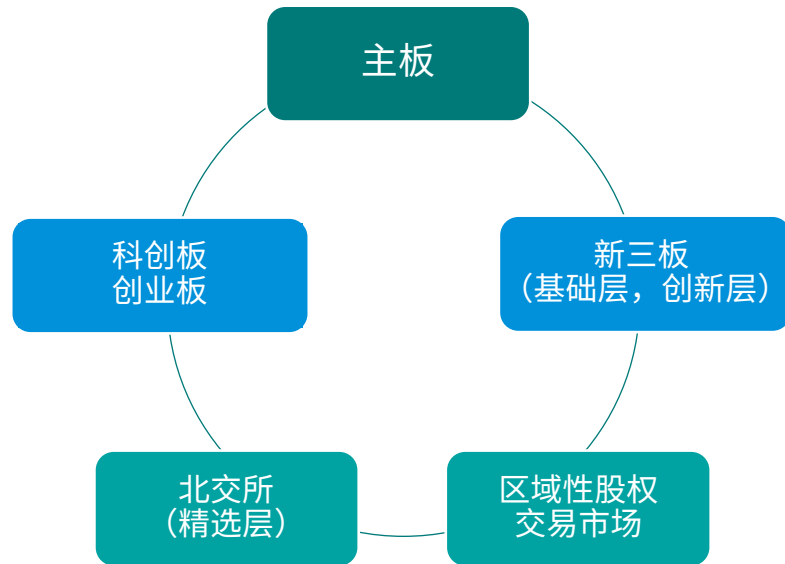
4 新三板，即全国中小企业股份转让系统，由全国中小企业股份转让系统有限责任公司负责运营。

5 坚持错位发展、突出特色建设北京证券交易所更好服务创新型中小企业高质量发展，证监会，[http://www.cs.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202109/t20210902\\_404638.html](http://www.cs.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202109/t20210902_404638.html)

➤ 三个目标：

1. 构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度安排，补足多层次资本市场发展普惠金融的短板。
2. 畅通北京证券交易所在多层次资本市场的纽带作用，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径。
3. 培育一批专精特新中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。

图43 多层次资本市场

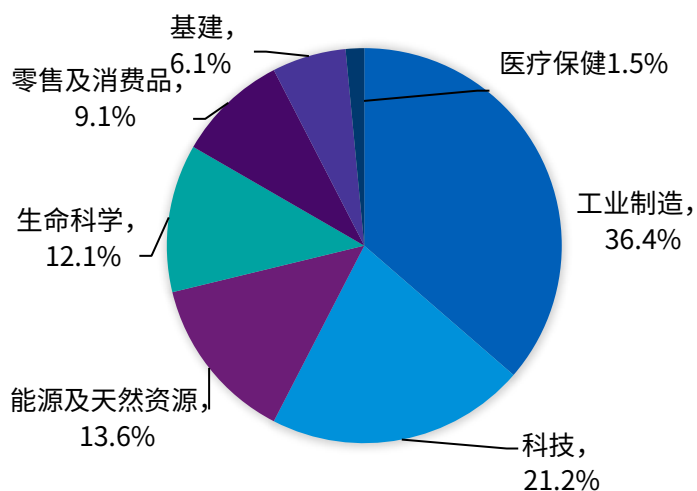


资料来源：毕马威分析

截至2021年10月21日，新三板挂牌企业共有7,246家，其中基础层共有5,934家，占81.89%；创新层有1,246家，占17.20%；而精选层仅有66家，占0.91%。

从行业分布来看，精选层挂牌企业主要分布于工业制造业以及科技行业。其中，工业制造业有24家，占36.36%；科技行业有14家，占21.21%。

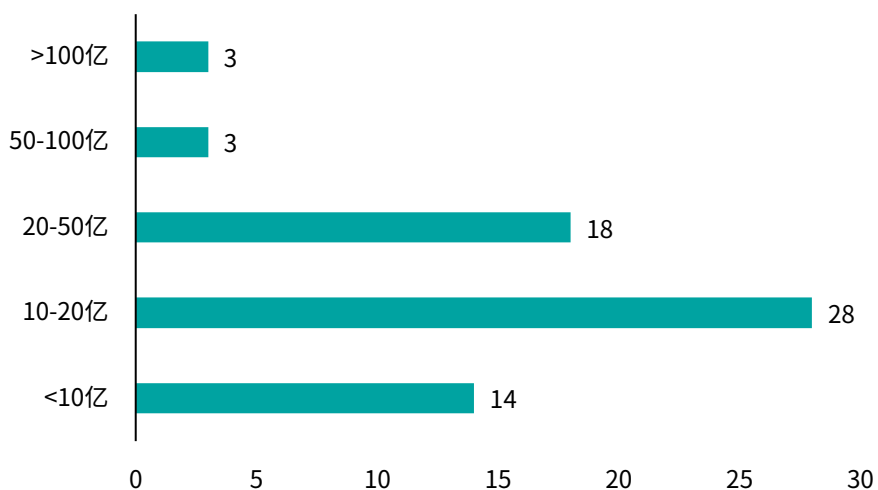
图44 新三板精选层挂牌企业行业分布占比（截至2021年10月21日）



数据来源：Wind，毕马威分析

从市值规模角度来看，目前大部分新三板精选层挂牌公司的市值普遍较低。截至2021年10月21日，新三板精选层挂牌公司市值低于50亿的共有60家，占整个新三板精选层的90.9%；而其中，接近一半为10-20亿元市值的企业，共有28家。市值超过50亿的仅有6家，超过100亿的有3家，分别为贝特瑞（825.16亿元）、连城数控（275.29亿元）以及吉林碳谷（126.98亿元）。

图45 新三板精选层挂牌企业市值分布情况，企业数（截至2021年10月21日）



数据来源：Wind，毕马威分析

在证监会9月3号的新闻发布会中，相关负责人表示，在市场功能方面，北京证券交易所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”。在早前7月30日召开的中共中央政治局会议上，会议要求“发展专精特新中小企业”，为中小企业下一步发展指明了方向。培育专精特新中小企业，是我国近年来特色最为鲜明的产业政策之一。根据工信部数据，目前我国已经颁布了三批4,762家“专精特新”小巨人企业，带动各地培育省级“专精特新”中小企业4万多家，入库培育的企业11万多家<sup>6</sup>。

**表2 北京证券交易所、科创板、创业板行业定位对比**

	行业定位
北交所	核心为“专精特新”的中小企业服务。“专精特新”中小企业是指具有专业化、精细化、特色化、新颖化等四大特征的中小企业。
科创板	优先支持符合国家科技创新战略、拥有关键核心技术等先进技术、科技创新能力突出、科技成果转化能力突出、行业地位突出或者市场认可度高等的科技创新企业发行上市。重点推荐新一代信息技术领域、高端装备领域、新材料领域、新能源领域、节能环保领域以及生物医药领域。
创业板	深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。

资料来源：威科先行，毕马威分析

北京证券交易所的设立是中央对于“专精特新”中小企业鼓励政策的延续，有望迎来发展良机。此外，这将进一步激发新三板的活力，吸引更多的资金流入中小型优质企业，为各类创新型中小企业打开上市通道、畅通创新发展的新成长路径，促进科技、资本以及实体经济的高水平循环，为服务实体经济、服务构建新发展格局、服务高质量发展保驾护航。

<sup>6</sup> 国新办举行支持中小微企业发展国务院政策例行吹风会，国新办，  
<http://www.scio.gov.cn/32344/32345/44688/46744/tw46746/Document/1711960/1711960.htm>

# 横琴、前海双区建设推动大湾区发展

9月5日、9月6日，中共中央、国务院相继印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》<sup>7</sup>（简称《横琴方案》）和《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》<sup>8</sup>（简称《前海方案》），标志着粤港澳大湾区一体化建设再次获得强有力政策支撑、横琴及前海的开发开放进入新发展阶段，为粤港澳大湾区高质量发展注入全新动力源。

根据方案，横琴合作区及前海合作区都将分别扩容。横琴合作区的实施范围为横琴岛“一线”和“二线”之间的海关监管区域，总面积约106平方公里；前海合作区面积从原来的14.92平方公里扩展到120平方公里。



7 中共中央 国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，国务院，

[http://www.gov.cn/zhengce/2021-09/05/content\\_5635547.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2021-09/05/content_5635547.htm)

8 中共中央 国务院印发《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》，国务院，

[http://www.gov.cn/zhengce/2021-09/06/content\\_5635728.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2021-09/06/content_5635728.htm)

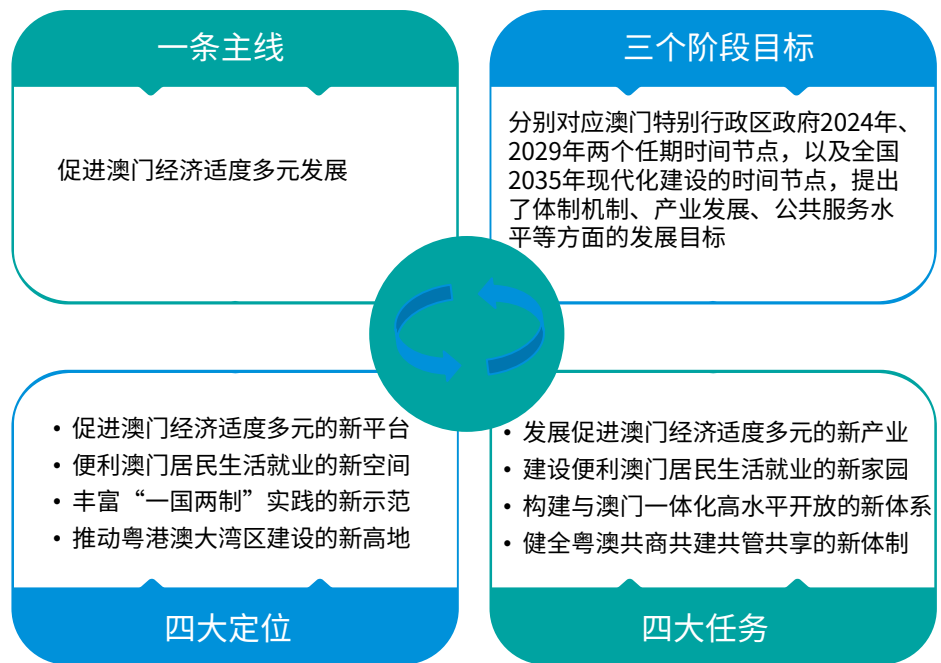
9 省长特首双挂帅，“一国两制”新实践启动，观察者网

[https://www.guancha.cn/politics/2021\\_09\\_11\\_606686\\_s.shtml](https://www.guancha.cn/politics/2021_09_11_606686_s.shtml)



从方案的具体内容来看，两个合作区各有侧重。横琴合作区力争成为促进澳门经济适度多元发展的新平台。横琴地处珠海南端，与澳门一水一桥之隔，具有粤澳合作的先天优势，但目前仍存在实体经济发展不充分、服务澳门特征不明显、与澳门一体化发展待加强等问题。《横琴方案》指出，未来横琴粤澳合作区应聚焦建设便利澳门居民生活就业的新家园、构建与澳门一体化高水平开放的新体系、健全粤澳共商共建共管共享的新体制等方面，促进澳门经济适度多元发展新模式的形成。《横琴方案》主要内容概括起来包括几个方面：一条主线、四大定位、三个阶段目标、四大任务和若干保障措施。

图46 《横琴方案》主要内容



资料来源：国新办，毕马威分析

9月9日，广东省委常委、常务副省长林克庆在国新办举行的“京粤港澳”四地连线发布会上表示，将成立横琴、前海合作区建设两个领导小组。全力构建政策规划法律体系。研究制定了推动横琴、前海合作区建设的政策文件；推动编制横琴、前海新一轮总体发展规划；研究起草横琴合作区条例、修订前海合作区条例。全力推进重点任务、重大项目、重要产业落地落实。聚焦横琴促进澳门经济适度多元发展主线，围绕前海“扩区”和“改革开放”两个重点，将任务落细、项目落地、产业落实<sup>10</sup>。

10 国新办举行横琴、前海开发建设情况新闻发布会，国新办，  
<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/xwfbh/wqfbh/44687/46796/wz46798/Document/1712151/1712151.htm>

随后在9月24日的国家发展和改革委员会惠企纾困专题新闻发布会上，在谈到如何进一步放开市场准入的问题时，国家发展和改革委员会体改司副司长蒋毅表示，目前正在对《市场准入负面清单（2020年版）》全面修订，并结合国家区域重大战略，继续出台多个放宽准入特别措施。同时，将加快深圳建设中国特色社会主义先行示范区放宽准入特别措施出台，积极推进浦东、横琴等特别措施研究制定工作<sup>11</sup>。这将进一步放开前海、横琴地区的市场准入，促进经济新一轮的发展。

图47 《前海方案》主要内容

<p>拓展前海合作区发展空间</p>	<p>明确将前海合作区总面积由14.92平方公里扩展到120.56平方公里，并且按程序将相关支持政策覆盖到扩区后的全部区域。</p>
<p>打造全面深化改革创新试验平台</p>	<p>明确在重大改革任务方面先行先试，提出了推进现代服务业创新发展、加快科技发展体制机制改革创新等多项任务。</p>
<p>建设高水平对外开放的门户枢纽</p>	<p>明确建立健全更高层次的开放型经济新体制，在深化与港澳服务贸易自由化、扩大金融业对外开放等方面提出了有力举措。</p>

资料来源：国新办，毕马威分析

## 毕马威分析

《横琴方案》《前海方案》两份文件是国家在区域发展上的又一重大布局，是丰富“一国两制”实践的又一重大部署，充分体现中央对粤港澳大湾区建设和粤港澳三地发展的高度重视和殷切期望。横琴、前海将利用各自优势条件，更大力度推动对接澳门、香港深度合作，这对横琴、前海两地和珠海、深圳两市的发展具有重要意义，也将对深入推进粤港澳大湾区建设起到重要的示范及带动作用，同时也是支持港澳更好融入国家发展大局、促进大湾区率先融入新发展格局的重要举措。同时，将有利于拓展香港、澳门的发展空间，实现长期繁荣和更好发展，为打造一流湾区和世界级城市群提供坚实的支撑，为探索中国式现代化新道路贡献力量。






<sup>11</sup> 国家发展和改革委员会举行惠企纾困专题新闻发布会，国新办，<http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxwfbh/xwfbh/fzggw/Document/1713581/1713581.htm>

# 西部陆海新通道建设 实施方案公布

9月2日，国家发展改革委印发了《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》<sup>12</sup>（以下简称《方案》），目标到2025年，基本建成经济、高效、便捷、绿色、安全的西部陆海新通道。东中西三条通路持续强化，通道、港口和物流枢纽运营更加高效，对沿线经济和产业发展带动作用明显。

西部陆海新通道位于我国西部地区腹地，北接丝绸之路经济带，南连21世纪海上丝绸之路，协同衔接长江经济带，在区域协调发展格局中具有重要战略地位。早在2019年8月，发改委经国务院批准发布《西部陆海新通道总体规划》<sup>13</sup>（以下简称《总体规划》），同时建立了省部级联席会议制度，统筹推进西部陆海新通道建设。《总体规划》印发两年来，各项任务有序推进，尤其是2020年以来，沿线地方政府和相关企业克服新冠肺炎疫情带来的不利影响，通道建设保持强劲增长势头，全面实现2020年发展目标。

表3 西部陆海新通道运行情况和发展目标

2020年	到2025年
班列开行 <b>4,607</b> 列 (增 <b>105%</b> ) 集装箱运量达 <b>23</b> 万标箱	集装箱运量 达 <b>50</b> 万标箱 
中越跨境班列 开行 <b>1,264</b> 列 (增 <b>23.2%</b> )	开行 达 <b>2,000</b> 列 
北部湾港 <b>52</b> 条 洋浦港 <b>33</b> 条 与 <b>100</b> 多个国家和地区通航	新增国际航线 <b>10</b> 条以上 
北部湾港 <b>505</b> 万标箱 洋浦港 <b>102</b> 万标箱 	北部湾港 <b>1,000</b> 万标箱 其中外贸箱 <b>200</b> 万标箱 洋浦港 <b>500</b> 万标箱 其中外贸箱 <b>100</b> 万标箱 

资料来源：《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》，毕马威分析

12 国家发展改革委关于印发《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》的通知，国家发展改革委，[https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202109/t20210902\\_1295953.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xwdt/tzgg/202109/t20210902_1295953.html?code=&state=123)

13 国家发展改革委关于印发《西部陆海新通道总体规划》的通知，国务院，[http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/15/content\\_5421375.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/15/content_5421375.htm)

根据发改委数据，2020年，北部湾铁海联运班列累计开行4,607列，同比增长105%。中越跨境班列（经凭祥口岸）开行1264列、同比增长23.2%。北部湾港完成集装箱吞吐量505万标箱，同比增长32.2%；洋浦港完成集装箱吞吐量102万标箱，同比增长43.9%。2021年上半年，铁海联运班列开行2,705列，同比增长112%。中越跨境班列（经凭祥口岸）开行886列，同比增长51.2%。北部湾港完成集装箱吞吐量261万标箱，同比增长22.3%；洋浦港完成集装箱吞吐量56.5万标箱，同比增长56.7%。与此同时，基础设施建设稳步推进，物流服务水平持续提升，通道开放合作积极推进<sup>14</sup>。

《方案》的出台，落实了推进高水平共建西部陆海新通道建设的新路径、新方法，将进一步推动我国交通合作，畅通贸易投资。

### ➤ 加快推进主通道建设

《方案》提出要发挥铁路骨干作用，加快大能力主通道建设，尽快形成东中西线通路合理分工、核心覆盖区和辐射延展带密切沟通、与东南亚地区互联互通的西部陆海新通道陆路交通网络。西部陆海新通道东、中、西三条主通道布局将加快，黄百铁路、贵南高铁等关键铁路设施建设完成后，将提升通道运能。同时加强通道内联辐射和推进通道对外联通，重点推进核心覆盖区与辐射延展带、长江经济带、粤港澳大湾区紧密衔接，并注重陆路跨境通道建设，推动与周边国家设施互联互通。

### ➤ 强化重要枢纽功能

《方案》将优化港口功能布局，开工建设一批港口码头等重大项目，完善陆港、空港、口岸等设施，加强集疏运体系建设，提升交通物流枢纽功能，进一步提升支撑作用。此外，加快对北部湾港、洋浦港的建设打造，同时发展国际直航航线；而重庆、成都、南充、昆明等沿线物流枢纽和节点的建设提速，将进一步提升物流承载能力。

### ➤ 提高通道运输组织与物流效率

根据《方案》，未来将结合腹地经济条件和区位特点，优化运营组织，创新物流模式，提高铁海联运、国际班轮、跨境班列班车等服务水平，全面提升通道整体运行效率。同时，未来将加密重庆、四川至北部湾港铁海联运班列开行频次，大力拓展北部湾港、洋浦港航线网络，持续提高国际航线密度，扩大集装箱外贸航线覆盖范围。

### ➤ 推动通道降低成本和优化服务

《方案》要求，加强标准规范衔接，全面清理通道运行收费环节。推动港口、铁路站场等运营主体优服提质降费，强调继续深入推进“一单制”。降低物流成本，强化口岸功能，培育冷链、大宗商品等专业化物流服务。推动口岸功能

14 关于《“十四五”推进西部陆海新通道高质量建设实施方案》总体情况的介绍，国家发展改革委，[https://www.ndrc.gov.cn/xgk/jd/jd/202109/t20210902\\_1295977.html?code=&state=123](https://www.ndrc.gov.cn/xgk/jd/jd/202109/t20210902_1295977.html?code=&state=123)

培育冷链、大宗商品等专业化物流服务。推动口岸功能升级，进一步提高通关便利化水平，提升通道规模效益和竞争优势，继续提升通道综合服务水平。

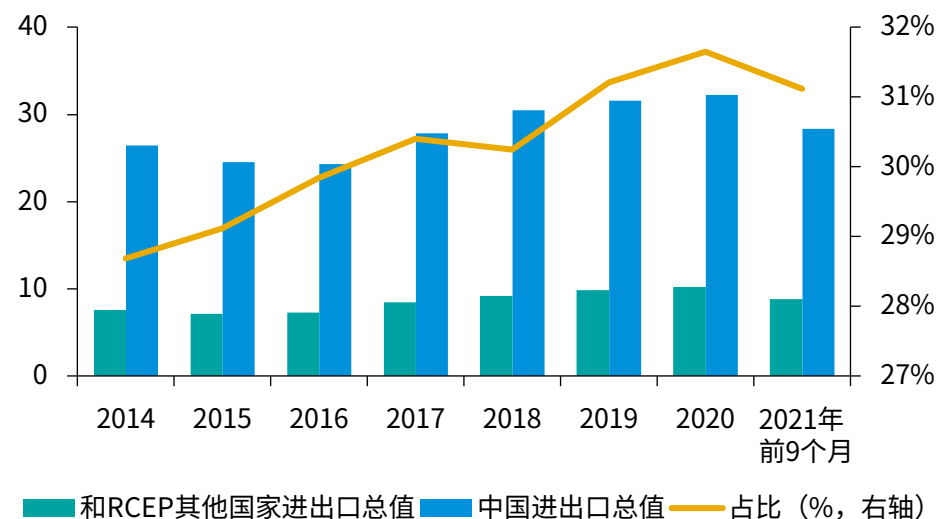
### ➤ 构建通道融合开放发展新局面

《方案》提出，进一步发挥中国与周边国家国际合作机制作用，加快资源要素和产业聚集，拓展服务业态并联动沿线产业园区、边境经济合作区，打造若干枢纽经济区，强调拓展全球服务网络，参与周边国家和地区物流枢纽节点建设，充分利用国际协定和平台，加强产业链合作、壮大国际合作园区和经济合作区。带动周边国家积极参与通道建设，扩大对话交流、协商共建，深化通道产业、贸易合作，打造融合发展的西部陆海新通道。

《方案》在深化经贸交流合作中特别提到了要落实《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP），支持沿线地区与RCEP成员国深化经贸合作。

2020年11月，由东盟十国发起，中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰共同参与的《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式签署，标志着世界最大的自由贸易安排正式成立。RCEP是一项前所未有的、由区域内发达国家、发展中国家和最不发达国家参与的大型区域贸易安排，涵盖了拥有22亿人口（占全球将近30%）的市场、26.2万亿美元GDP（占全球约30%）和将近28%的全球贸易（基于2019年数据）。RCEP的签署，对通过包容和可持续的经济复苏进程打造区域韧性，助力亚太地区打造优势互补的区域产业链体系，进一步推动中国开展高水平对外开放和高质量发展具有重要作用<sup>15</sup>。西部陆海新通道的建设，将推动我国西南地区由原来的“内陆腹地”跃升为第二轮开放的“前沿高地”，为提高我国西部地区对外开放水平、深化与东盟国家互联互通发挥重要价值，有望成为西部地区走向东盟、走向世界的黄金走廊。

图48 中国对其他14个RCEP成员国进出口总值，万亿元人民币

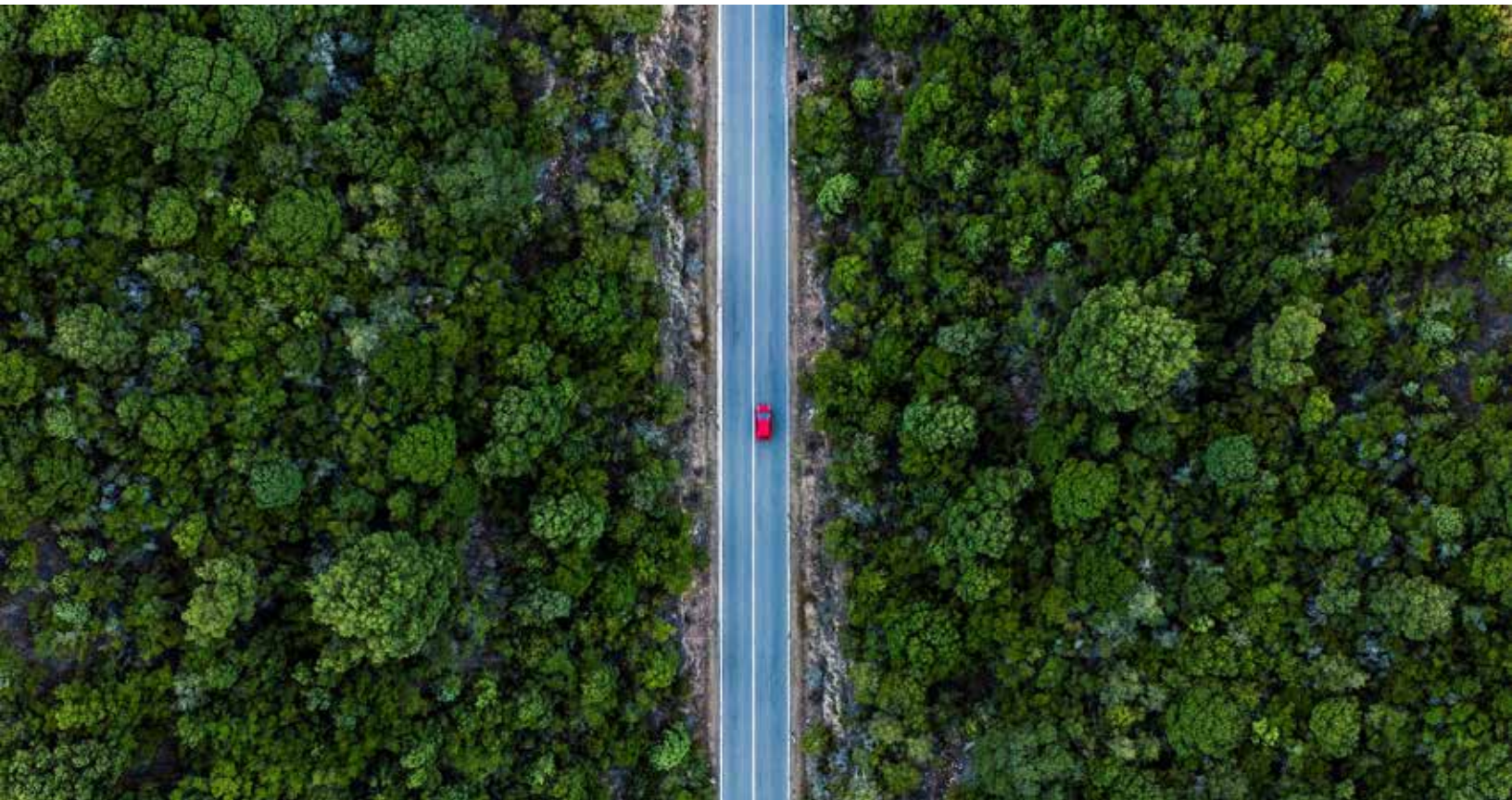


数据来源：Wind，毕马威分析

15 《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）领导人联合声明，商务部，[http://fta.mofcom.gov.cn/article/rcep/rcepnews/202011/43460\\_1.html](http://fta.mofcom.gov.cn/article/rcep/rcepnews/202011/43460_1.html)

2020年，我国对其他14个RCEP成员国进出口总值10.2万亿元人民币，增长了3.5%，占同期我国进出口总值的31.7%<sup>16</sup>。根据海关总署最新的数据，今年前三季度，中国对RCEP其他14个成员国进出口总值8.81万亿元，增长19.3%，占我国外贸总值的31.1%。其中，出口4.06万亿元，增长18%；进口4.75万亿元，增长20.4%<sup>17</sup>。

西部陆海新通道作为连通重庆等中国西部地区与东盟等国家的重要开放通道，对于推动西部开发开放和区域经济高质量发展，具有重大现实意义。“十四五”时期是建设西部陆海新通道的关键时期，在《规划》的基础上及时印发《方案》，进一步指明了“十四五”期间通道建设的具体方向，有利于高质量推进西部陆海新通道建设，打开西部对外开放的新局面，成为构建“双循环”新发展格局的重要动力。而RECP的签署，更是进一步提高区域贸易投资自由化便利化水平，将更大力度推进改革开放，为陆海新通道建设提供更加广阔的合作空间，陆海新通道建设也将迎来新一轮的发展机遇。



16 海关总署2020年全年进出口情况新闻发布会，海关总署，  
<http://fangtan.customs.gov.cn/tabid/1106/Default.aspx>

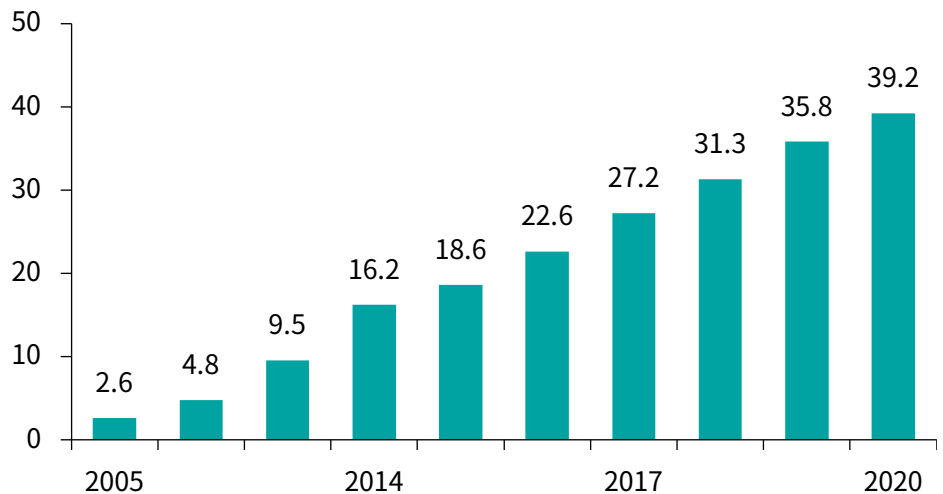
17 海关总署2021年前三季度进出口情况新闻发布会，海关总署，  
<http://www.customs.gov.cn/customs/xwfb34/302330/3946708/index.html>

# 工信部加快建设新型数据中心

7月14日，工业和信息化部印发《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》<sup>18</sup>（以下简称《三年计划》），明确“建设布局优化行动”“网络质量升级行动”“算力提升赋能行动”“产业链稳固增强行动”“绿色低碳发展行动”“安全可靠保障行动”六个专项行动的主要任务，加强协同创新，打造合作共赢的产业生态，助力我国数据中心产业实现更高质量发展。

随着新一代信息技术快速发展，数据资源存储、计算和应用需求大幅提升，传统数据中心正加速与网络、云计算融合发展，加快向新型数据中心演进。为统筹推进新型数据中心发展，构建以新型数据中心为核心的智能算力生态体系，发挥对数字经济的赋能和驱动作用。数据中心作为各个行业信息系统运行的物理载体，已成为经济社会运行不可或缺的关键基础设施，在数字经济发展中扮演至关重要的角色。

图49 我国2005年-2020年数字经济产业规模，万亿元

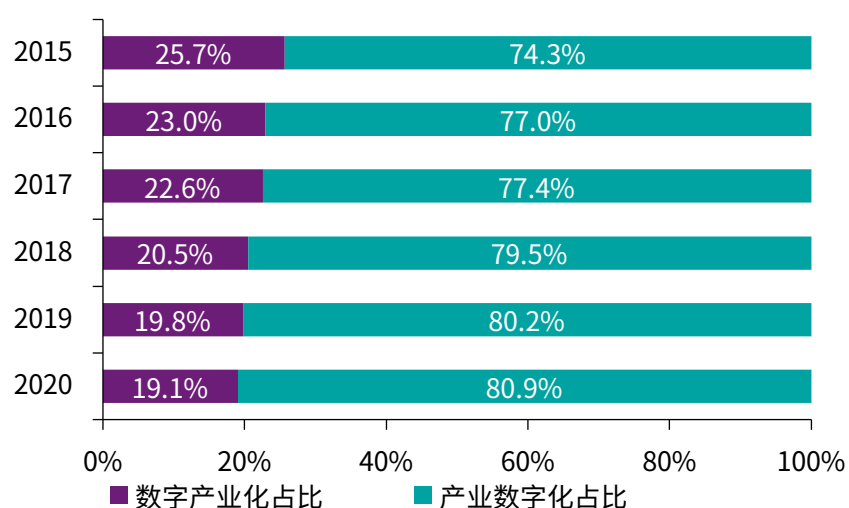


数据来源：中国信息通信研究院，毕马威分析

18 工业和信息化部关于印发《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》的通知，工信部，[https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/txy/art/2021/art\\_d6068e784bef47ca9cda927daa42d41e.html](https://www.miit.gov.cn/zwgk/zcwj/wjfb/txy/art/2021/art_d6068e784bef47ca9cda927daa42d41e.html)

根据中国信息通信研究院发布的《中国数字经济发展白皮书》，2020年，我国数字经济延续蓬勃发展态势，规模由2005年的2.6万亿元扩张到39.2万亿元。数据已成为数字经济发展的关键要素，产业数字化和数字产业化亦为社会经济发展增添了新的动力。尤其是在全球新冠肺炎疫情期间，数字经济快速发展，在拉动内需、促进就业等方面表现突出。2020年，我国数字产业化规模达到7.5万亿元，占GDP比重的7.3%，同比名义增长5.3%，占数字经济的比重由2015年的25.7%下降至2020年的19.1%。与此同时，产业数字化获得新机遇，电子商务、平台经济、共享经济等数字化新模式接替涌现，产业数字化升级前景广阔；工业互联网、智能制造等全面加速，工业数字化转型孕育广阔成长空间。2020年，我国产业数字化规模达31.7万亿元，占GDP比重的31.2%，同比增长10.3%，占数字经济比重从2015年的74.3%提升至2020年的80.9%，为数字经济持续健康发展输出强劲动力。数字经济已成为当前最具活力、最具创新力、辐射最广泛的经济形态，是我国国民经济的核心增长极之一<sup>19</sup>。

图50 我国数字经济内部结构，%



数据来源：中国信息通信研究院，毕马威分析

近年来，党中央、国务院高度重视数据中心产业发展。2017年8月，工信部发布《关于组织申报2017年度国家新型工业化产业示范基地的通知》，首次将数据中心纳入国家新型工业化产业示范基地创建的范畴，并提出优先支持。2019年、2021年，工信部滚动组织第二批、第三批数据中心类的国家新型工业化产业示范基地创建。

19 中国数字经济发展白皮书，中国信息通信研究院，  
[http://www.caict.ac.cn/kxyj/qwfb/bps/202104/t20210423\\_374626.htm](http://www.caict.ac.cn/kxyj/qwfb/bps/202104/t20210423_374626.htm)



工信部从2017年以来每年滚动发布《全国数据中心应用发展指引》，引导各区域数据中心供需对接、提升应用水平。2020年3月4日，中央政治局常务委员会召开会议，明确指出“加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设速度”。2020年4月，国家发展改革委将数据中心列入“新型基础设施建设”范畴。2020年12月28日，国家发展改革委、中央网信办、工业和信息化部、国家能源局联合发布《关于加快构建全国一体化大数据中心协同创新体系的指导意见》，指出将加强全国一体化大数据中心顶层设计，形成“数网”“数纽”“数链”“数脑”“数盾”体系。2021年3月，国家“十四五”规划纲要从现代化、数字化、绿色化方面对新型基础设施建设提出了方针指引，党中央、国务院关于碳达峰、碳中和的战略决策又对信息通信业数字化和绿色化协同发展提出了更高要求。

根据《三年计划》，新型数据中心是指以支撑经济社会数字转型、智能升级、融合创新为导向，以5G、工业互联网、云计算、人工智能等应用需求为牵引，汇聚多元数据资源、运用绿色低碳技术、具备安全可靠能力、提供高效算力服务、赋能千行百业应用，与网络、云计算融合发展的新型基础设施。与传统数据中心相比，新型数据中心具有高技术、高算力、高能效、高安全等特征，在数字化日益普及的今日，新型数据中心能更好支撑新一代信息技术加速创新，加快推动制造强国和网络强国建设。

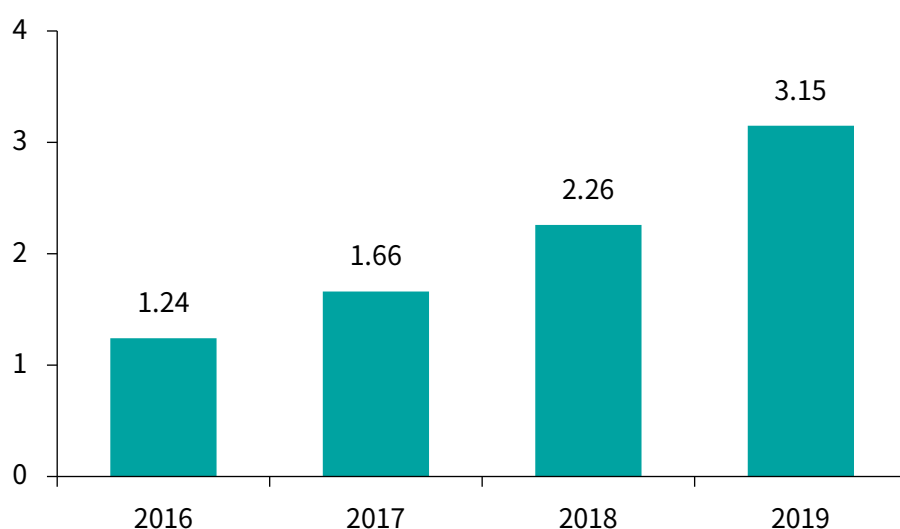
图51 新型数据中心特征



资料来源：《新型数据中心发展三年行动计划（2021-2023年）》，毕马威分析

统筹推进新型数据中心发展，首先要做好布局工作，重点是要“分类引导”。《三年计划》统筹考虑国家重大区域发展战略，根据能源结构、产业布局、市场发展、气候环境等要素，对国家枢纽节点、省内数据中心、边缘数据中心、老旧数据中心以及海外数据中心进行分类引导，着力推动形成数据中心梯次布局。工业和信息化部副部长刘烈宏表示在2021中国国际大数据产业博览会开幕式上表示，“十三五”时期，我国大数据产业年均复合增长率超过30%，2020年产业规模超过1万亿元。数据中心规模从2015年的124万家增长到2020年的500万家；数据应用正从消费互联网向工业互联网加速渗透，我国已经成为全球大数据应用最活跃、最具潜力、环境最优的国家之一<sup>20</sup>。目前，我国数据中心主要围绕经济发达、人口密集的一线城市布局，并有逐渐向中西部地区转移的趋势。截至2020年末，北京及周边、上海及周边和西部地区的数据中心机架数量排名前三，分别为53.8万台、52万台、36.9万台<sup>21</sup>。

图52 我国数据中心机架总规模，百万架



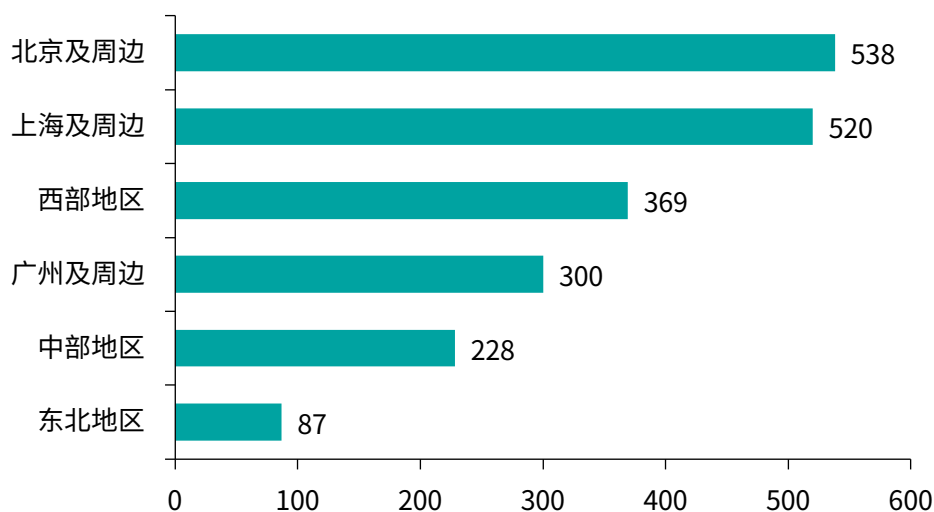
数据来源：中国信通院<sup>22</sup>，毕马威分析

20 大数据产业加速发展 多项支持举措再升级，经济参考报，  
[http://www.jjckb.cn/2021-05/27/c\\_139972498.htm](http://www.jjckb.cn/2021-05/27/c_139972498.htm)

21 新基建系列之：2020年中国城市数据中心发展指数报告，36氪研究院，  
<https://36kr.com/p/1204401537087237>

22 数据中心白皮书（2020年），中国信通院、开放数据中心委员会，  
<http://www.odcc.org.cn/download/p-1405822176457056258.html>

图53 我国主要省市数据中心机柜存量（截至2020年末），千台



数据来源：36氪研究中心，毕马威分析

此外，随着信息技术快速发展，数据中心输出的算力逐渐成为驱动经济社会转型的重要力量，以传统机架规模指标衡量产业发展水平已与当前的发展形势不相适应。因此，《三年计划》首次引入算力指标EFLOPS对数据中心发展质量进行评价，旨在引导数据中心从粗放的机架规模增长向提升算力的高质量发展演进，更好推动数据中心的质量变革与效率变革。《三年计划》提出，单体数据中心主要加快提升算力算效水平和部署高性能、智能算力，推进算力供应多元化；产业数字化主要强化产业数字化转型支撑能力，推动企业深度上云用云，支撑工业等重点领域加速数字化转型；同时，推动数云协同发展，通过建立新型数据中心算力算效评估体系，开展企业上云效果评价和新型数据中心支撑行业数字化转型优秀应用评选等举措，持续提升数据中心算力供给能力。

“十四五”规划纲要指出，要充分发挥海量数据和丰富应用场景优势，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业、新业态、新模式，壮大经济发展新引擎，打造数字经济新优势。数字经济已经成为驱动我国经济高质量发展的核心关键力量，随着新一代信息技术的发展，数字经济潜力将进一步被释放，新型数据中心的发展将会带动更多潜在应用场景的涌现，为经济社会高质量发展提供新动能。

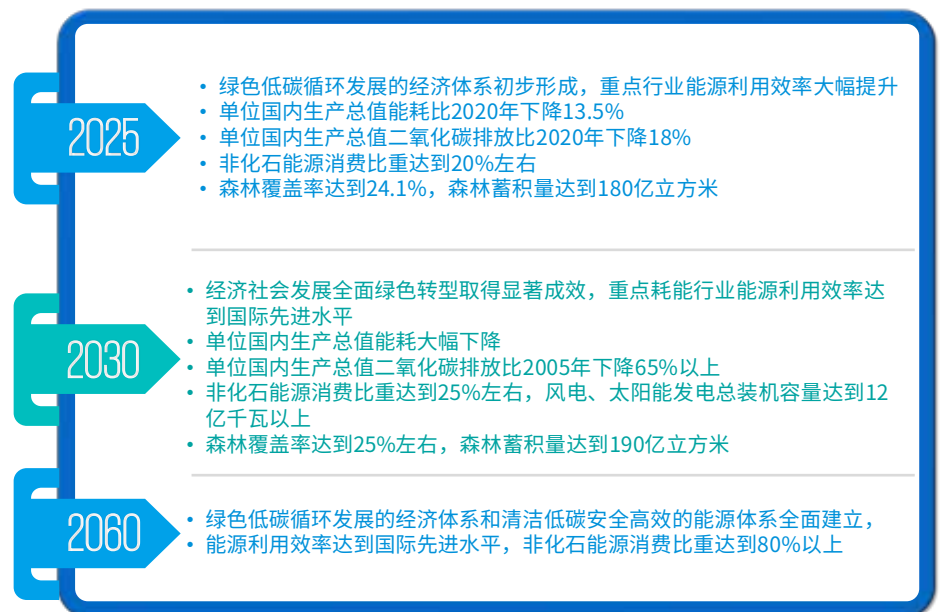
# 碳达峰碳中和总体部署正式发布

10月24日，中共中央国务院发布《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》（以下简称《意见》）<sup>23</sup>。作为碳达峰碳中和“1+N”政策体系中的“1”<sup>24</sup>，《意见》为碳达峰碳中和这项重大工作进行系统谋划、总体部署。

《意见》明确实现碳达峰、碳中和目标，要坚持“全国统筹、节约优先、双轮驱动、内外畅通、防范风险”的工作原则；提出了构建绿色低碳循环发展经济体系、提升能源利用效率、提高非化石能源消费比重、降低二氧化碳排放水平、提升生态系统碳汇能力等五方面主要目标，确保如期实现碳达峰、碳中和。

根据《意见》，到2030年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。到2060年，绿色低碳循环发展的经济体系和清洁低碳安全高效的能源体系全面建立，能源利用效率达到国际先进水平，非化石能源消费比重达到80%以上。一系列的目标，是立足于我国发展阶段和国情实际的，标志着我国将完成碳排放强度全球最大降幅，用历史上最短的时间从碳排放峰值实现碳中和，体现了最大的雄心力度，需要付出艰苦卓绝的努力。

图54 碳达峰碳中和工作主要目标



资料来源：《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，毕马威分析

23 中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见，国务院，

[http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/24/content\\_5644613.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/24/content_5644613.htm)

24 “1+N”政策体系中的“1”是指党中央、国务院印发的意见，在碳达峰碳中和“1+N”政策体系中发挥统领作用；意见将与2030年前碳达峰行动方案共同构成贯穿碳达峰、碳中和两个阶段的顶层设计。“N”则包括能源、工业、交通运输、城乡建设等分领域分行业碳达峰实施方案，以及科技支撑、能源保障、碳汇能力、财政金融价格政策、标准计量体系、督察考核等保障方案。

2020年9月22日，习近平总书记在第75届联合国大会一般性辩论上宣布中国二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值，努力争取2060年前实现碳中和。实现碳达峰、碳中和，是以习近平同志为核心的党中央经过深思熟虑作出的重大战略决策，事关中华民族永续发展和构建人类命运共同体。

实现碳达峰、碳中和是一场广泛而深刻的经济社会系统性变革，面临前所未有的困难挑战。当前，我国经济结构还不合理，工业化、新型城镇化还在深入推进，经济发展和民生改善任务还很重，能源消费仍将保持刚性增长。与发达国家相比，我国从碳达峰到碳中和的时间窗口偏紧。做好碳达峰碳中和工作，迫切需要加强顶层设计。在中央层面制定印发《意见》，对碳达峰碳中和这项重大工作进行系统谋划和总体部署，进一步明确总体要求，提出主要目标，部署重大举措，明确实施路径，对统一全党认识和意志，汇聚全党全国力量来完成碳达峰碳中和这一艰巨任务具有重大意义<sup>25</sup>。

实现碳达峰、碳中和涉及经济社会发展方方面面。《意见》从10方面提出了31项重点任务，明确了碳达峰碳中和工作的路线图、施工图。

- 推进经济社会发展全面绿色转型，强化绿色低碳发展规划引领，优化绿色低碳发展区域布局，加快形成绿色生产生活方式。
- 深度调整产业结构，加快推进农业、工业、服务业绿色低碳转型，坚决遏制高耗能高排放项目盲目发展，大力发展绿色低碳产业。
- 加快构建清洁低碳安全高效能源体系，强化能源消费强度和总量双控，大幅提升能源利用效率，严格控制化石能源消费，积极发展非化石能源，深化能源体制机制改革。

- 加快推进低碳交通运输体系建设，优化交通运输结构，推广节能低碳型交通工具，积极引导低碳出行。
- 提升城乡建设绿色低碳发展质量，推进城乡建设和管理模式低碳转型，大力发展节能低碳建筑，加快优化建筑用能结构。
- 加强绿色低碳重大科技攻关和推广应用，强化基础研究和前沿技术布局，加快先进适用技术研发和推广。
- 持续巩固提升碳汇能力，巩固生态系统碳汇能力，提升生态系统碳汇增量。
- 提高对外开放绿色低碳发展水平，加快建立绿色贸易体系，推进绿色“一带一路”建设，加强国际交流与合作。
- 健全法律法规标准和统计监测体系，完善标准计量体系，提升统计监测能力。
- 完善投资、金融、财税、价格等政策体系，推进碳排放权交易、用能权交易等市场化机制建设。

中国一直是生态文明的践行者，全球气候治理的行动派，为《巴黎协定》的达成和生效实施作出了重要贡献。当前，我国经济社会进入新发展阶段，人民对美好生活的向往以及经济的高质量发展都对对生态文明建设提出了更高要求，必须贯彻新发展理念，推动绿色发展。《意见》的实施，将为我国建设人与自然和谐共生的现代化作出更大贡献、为全球实现应对气候变化《巴黎协定》目标注入强大动力。

25 就《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》访国家发展改革委负责人，国务院，[http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/25/content\\_5644689.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2021-10/25/content_5644689.htm)

## 附表：主要经济指标

			2019	2020	2021					
	指标	单位	年度	年度	4月	5月	6月	7月	8月	9月
主要经济活动指标	名义国内生产总值	万亿元	98.7	101.6	28.3			29.1		
	实际国内生产总值	同比, %	6.0	2.3	7.9			4.9		
	规模以上工业增加值	同比, %	5.7	2.8	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1
	工业企业利润总额	累计同比, %	-3.3	4.1	106.1	83.4	66.9	57.3	49.5	44.7
	社会消费品零售总额	同比, %	8.0	-3.9	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4
	固定资产投资完成额	累计同比, %	5.4	2.9	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3
	房屋新开工面积	累计同比, %	8.5	-1.2	12.8	6.9	3.8	-0.9	-3.2	-4.5
	房屋销售面积	累计同比, %	-0.1	2.6	48.1	36.3	27.7	21.5	15.9	11.3
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	-11.4	-1.1	4.8	-7.5	-11.8	-9.3	-10.2	-8.5
	中国制造业采购经理指数	指数	49.7	49.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6
对外贸易及投资	出口金额	同比, %	0.5	3.6	32.1	27.8	32.2	19.3	25.6	28.1
	进口金额	同比, %	-2.7	-0.6	43.9	51.6	36.9	28.2	33.1	17.6
	贸易顺差	十亿美元	421.1	524.0	41.2	44.3	51.2	56.3	58.4	66.8
	实际使用外资金额(非金融类)	十亿美元	136.5	144.9	14.5	13.0	19.7	9.9	13.3	15.7
	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	110.6	110.2	9.5	9.0	10.6	8.9	8.2	9.8
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.90	6.90	6.52	6.43	6.42	6.47	6.48	6.46
	人民币实际有效汇率指数	指数	122.0	124.7	127.2	127.0	126.9	127.7	127.7	127.9
	上证综合指数(期末值)	指数	3050	3473	3446.9	3615.5	3591.2	3397.4	3543.9	3568.2
	货币供应量(M2)	同比, %	8.7	10.1	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3
	社会融资规模存量	同比, %	10.7	13.3	11.7	11.0	11.0	10.7	10.3	10.0
	新增社会融资规模	万亿元	26	35	1.9	2.0	3.7	1.1	3.0	2.9
	新增人民币贷款	万亿元	17	20	1.5	1.5	2.1	1.1	1.2	1.7
	上海银行间同业拆放隔夜利率(Shibor)	%	2.18	1.59	1.90	2.00	2.02	2.01	2.01	2.04
价格	居民消费价格指数	同比, %	2.9	2.5	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	199.7	198.2	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7
	原油	美元/桶	57.0	39.5	61.7	65.2	71.3	72.6	67.7	71.4
	螺纹钢	元/吨	3933	3748	5044	5533	5022	5148	5202	5476
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	9.7	4.9	4.4	4.5	4.3	4.1	3.7	3.3

数据来源: Wind, 毕马威分析

# 联系人



**邹俊**  
北方区首席合伙人  
毕马威中国  
+86 (10) 85087038  
jacky.zou@kpmg.com



**杨洁**  
华东及华西区首席合伙人  
毕马威中国  
+86 (21) 22122466  
tracy.yang@kpmg.com



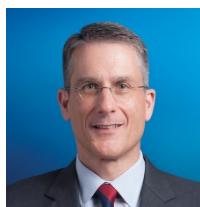
**黄文楷**  
华南区首席合伙人  
毕马威中国  
+86 (20) 38138833  
ricky.wong@kpmg.com



**韦安祖**  
香港首席合伙人  
毕马威中国  
+852 28267243  
andrew.weir@kpmg.com



**吴国强**  
中国业务发展主管合伙人  
毕马威中国  
+86 (10) 85087067  
raymond.kk.ng@kpmg.com



**史伟华**  
中国业务发展首席运营官  
毕马威中国  
+86 (21) 22123884  
thomas.stanley@kpmg.com



**康勇**  
首席经济学家  
毕马威中国  
+86 (10) 85087198  
k.kang@kpmg.com

研究团队：曾远, CFA；郑亚男；孟璐；范嘉怡；贺琳斐(实习生)  
设计：马方

[kpmg.com/cn/socialmedia](https://kpmg.com/cn/socialmedia)



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：

<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2021 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) — 中国合伙制会计师事务所，是与英国私营担保有限公司— 毕马威国际有限公司相关联的独立成员所全球性组织中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均为毕马威全球性组织中的独立成员所经许可后使用的商标。

二零二一年十一月印刷