

2017年第三季度宏观经济报告

——投资、进出口增速回落导致经济增速放缓，四季度经济或将延续放缓态势

2017年11月16日



联合资信评估有限公司

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外 邮箱：lianhe@lhratings.com

大街2号 PICC大厦17层 网址：www.lhratings.com

2017 年第三季度宏观经济报告

——投资、进出口增速回落导致经济增速放缓，四季度经济或将延续放缓态势

作者：联合资信 王晔 夏妍妍 刘艳

摘要

本季度，国际经济整体仍处于复苏态势，各主要经济体受制于自身经济发展状况，对货币政策的取向略有分化。持续复苏的全球经济为我国经济发展和结构转型提供了相对稳定和良好的国际环境，但国际流动性拐点迹象的显现以及不同国家货币政策的分化从多方面对我国制定经济政策和宏观调控产生影响。

本季度，我国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，为经济持续增长和供给侧结构性改革提供良好的市场环境。在此背景下，我国经济延续了 2016 年下半年以来的稳中向好态势。本季度，我国 GDP 同比实际增长 6.8%，较前两季度略有下降，但仍保持较快增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 涨幅有所回升，通胀水平整体保持平稳；就业水平相对稳定。从三大产业来看，本季度，我国农业生产形势较好；工业生产增速有所回落，企业利润快速增长；服务业为经济增长贡献重要力量，建筑业和房地产行业增速创新低。从三大需求来看，房地产开发和基础设施建设投资增速放缓，高技术制造业投资增速加快；居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快；进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。

展望未来，经济运行有望整体表现良好，消费将保持平稳增长，但由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，四季度我国经济增速或将继续放缓，预计全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

一、国际经济形势

本季度，全球经济持续复苏，但各国经济表现与货币政策有所分化，一些国家经济增长仍面临诸多挑战。具体来看，美国本季度 GDP 同比增长 3.0%，连续两个季度回升，失业率保持在 4.5% 以下的较低水平，CPI 同比增幅持续上涨至 2.2%，9 月美国制造业 PMI（60.8）和非制造业 PMI（59.8）分别创下 2004 年 5 月和 2005 年 8 月以来新高。基于经济复苏较为强劲，美联储 9 月宣布维持联邦利率不变，并将于 10 月开启缩表计划¹，旨在使货币政策逐步回归到常态化。欧元区本季度经季节性调整后 GDP 增长 2.5%，较上季度增速（2.3%）小幅上升，9 月失业率 8.9%，创 2009 年初以来最好水平，CPI 涨幅本季度稳中有升，整体经济呈现稳步复苏态势。日本 GDP 至今年二季度已实现 6 个季度连续增长，经济稳步复苏，但通胀仍持续低迷，7 月末日本央行会议决定将 2% 的通胀目标实现时间推迟至 2019 财年，并且 QQE²短期不存在退出的可能。新兴市场国家经济表现有喜有忧，印度经济增速进一步放缓；俄罗斯受益于国际油价自上年 2 月以来稳中有升的态势，经济有所复苏。

总体来看，本季度国际经济整体仍处于复苏态势，各主要经济体受制于自身经济发展状况，对货币政策的取向略有分化。持续复苏的全球经济为我国经济发展和结构转型提供了相对稳定和良好的国际环境，但国际流动性拐点迹象的显现以及不同国家货币政策的分化将从多方面对我国制定经济政策和采取宏观调控措施产生影响。

二、我国宏观经济运行状况

（一）宏观政策环境

1、积极的财政政策促进发展经济和防控风险相协调

¹ 缩表将以减少到期本金再投资的方式进行，期初每月缩减 60 亿美元国债、40 亿美元抵押支持债券，之后每季度扩大规模，直到每月缩减 300 亿美元国债、200 亿美元抵押支持债券为止，缩表规模不再扩大。之后按照此规模持续缩表，目前尚未明确缩表终止日期。

² QQE 是指定性和定量双宽松，一方面央行购买国债，压低国债收益率和市场无风险利率，创造低利率市场环境，鼓励投资与消费；另一方面央行通过为市场注入流动性提振通胀水平。

本季度，我国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，同时持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作，促进经济平稳发展和结构改善。

(1) 继续实施积极财政政策，重点支持公共服务、扶贫和环保等领域

2017年1-9月，全国一般公共预算收入和支出分别为13.4万亿元和15.2万亿元，支出同比增幅（11.4%）继续高于收入同比增幅（9.7%）；财政赤字1.8万亿元，较上年同期（1.5万亿元）有所扩大，占全年预算赤字的比例（74.6%）高于去年同期水平（66.8%），支出节奏明显加快。从收入来看，1-9月税收收入（11.3万亿元）仍然占全国一般公共预算收入的85%左右，同比增幅（12.1%）较1-6月（10.9%）和上年同期（6.6%）均有所提高，主要由于工业企业利润快速增长和工业品价格上涨带动工业企业所得税、工业增加值等增加，以及居民收入增加推动个人所得税增长。从支出来看，1-9月，教育支出（2.2万亿元）、社会保障和就业支出（2.0万亿元）、城乡社区支出（1.8万亿元）位居列前，扶贫支出（增幅52.0%）、污染防治支出（增幅51.7%）和能源节约利用支出（增幅44.2%）名列前茅。总体来看，我国财政支出在继续向基本公共服务和重点民生项目倾斜的同时加大了绿色环保相关支出，助推绿色经济发展。

(2) 继续出台减税降费措施，支持经济社会发展

近年来，减税降费一直是国家实施积极财政政策的重点内容，本季度相关措施继续出台：一是支持农村集体产权制度改革。7月，财政部与国税总局共同发布通知，对于进行股份合作制改革后的农村集体经济组织承受原集体经济组织的土地房屋的免征契税。二是进一步加大吸引外资力度。8月，国务院发布《关于促进外资增长若干措施的通知》，规定对境外投资人从国内企业获得利润继续投入到鼓励类投资项目的部分，实行递延纳税，暂不征收预提所得税；同时将适用原服务外包示范城市范围内、符合条件的技术先进型服务企业的所得税优惠扩大至全国范围内的相关企业。此举有利于鼓励外国投资人扩大在华投资。三是促进产业结构升级，培育经济新增长点。7月，科技部、财政

部等部门发布通知，要求进一步落实政策，做好企业研发费用加计扣除的工作，强化政策服务。此举有助于进一步优化税收服务、降低企业负担，同时也有助于鼓励企业加大研发投入，促进产业结构转型升级。8 月，国务院办公厅印发《关于进一步推进物流降本增效促进实体经济发展的意见》，要求在物流运营领域深化“放管服”改革，加大降税降费力度，同时促进物流业与制造业联动发展。物流业的降本增效有利于促进产业结构调整 and 区域协调发展，对提升国民经济整体运行效率具有重要意义。9 月，财政部会同五部委发出通知，对节能节水与环境保护专用设备企业增加了部分享受税收优惠的产品项目，通过减税降费措施支持环保行业发展。

(3) 规范地方政府发债行为，综合平衡地方经济增长与防控金融风险

8 月，发改委发布《关于在企业债券领域进一步防范风险加强监管和服务实体经济的有关工作的通知》，要求对存量企业债券中涉及的地方政府债务进行排查，化解相关风险，对企业新发债券要明确发债企业和政府间权责关系，进一步规范地方政府举债融资行为，防范地方性债务风险。此外，本季度，《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》和《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》等政策文件陆续发布，在“堵后门”的同时“开前门”，引导和鼓励地方政府发行专项债券支持经济建设，引导企业债券积极支持实体经济。上述政策的实施在促进地方政府举债融资行为规范化发展的同时，有利于更好地促进地方经济稳定健康发展。

(4) 进一步推动 PPP 模式发展，吸引社会资本为实体经济服务

本季度，监管部门陆续推出 PPP 模式发展相关政策。一是**完善 PPP 模式在基础设施领域的运用**。7 月，发改委发布《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》，要求对基础设施的存量资产加快运用 PPP 模式，规范有序地盘活基础设施存量资产，此举有利于拓宽基础设施建设资金来源，进一步吸引民间投资。此外，国务院法制办于 7 月发布《基础设施和公共服务领域政府和社会资本合作条例（征求意见稿）》，对合作项目的发起、实施、监督管理以及争议解决等方面作出了具体规定，统一 PPP 顶层设计有望获得实质性进展。二是**PPP 模式的适用范围进一步拓宽**。7 月，财政部发布通

知，要求在政府参与的新建污水、垃圾处理项目全面实施 PPP 模式，此举将推动 PPP 模式在环保领域的运用与发展。8 月，财政部会同两部门³发布《关于运用政府和社会资本合作模式支持养老服务业发展的实施意见》，提出运用 PPP 模式推动养老服务业供给侧改革，加快养老服务业市场的培育和发展。三是 **PPP 项目进一步扩容**。本季度，发改委等监管机构先后发布《林业生态领域第一批 PPP 试点项目名单》和《农业领域政府和社会资本合作第一批试点项目表》，标志着 PPP 模式开始进入林业和农业领域。截至 2017 年 9 月末，全国 PPP 综合信息平台入库项目达 14220 个，入库项目金额 17.8 万亿元，入库项目数及项目金额较 6 月末分别增加了 4.9 个和 8.5 个百分点，仍保持较快增长。截至 9 月末，项目累计落地率（35.2%）较 6 月末累计落地率（34.2%）有所上升。PPP 模式的推广有助于撬动民间资本、激发民间投资活力，促进经济结构调整和产业升级。

2、稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆

本季度，我国继续实施稳健中性的货币政策，在为经济稳增长提供支持的同时，严守不发生系统性风险的底线。总体来看，市场资金面呈紧平衡状态，M1 和 M2 增速持续放缓，新增社会融资规模略有上升，市场利率整体呈现平稳走势。此外，在宏观经济稳中向好的环境下，人民币汇率有所上升，外汇储备规模持续增加。

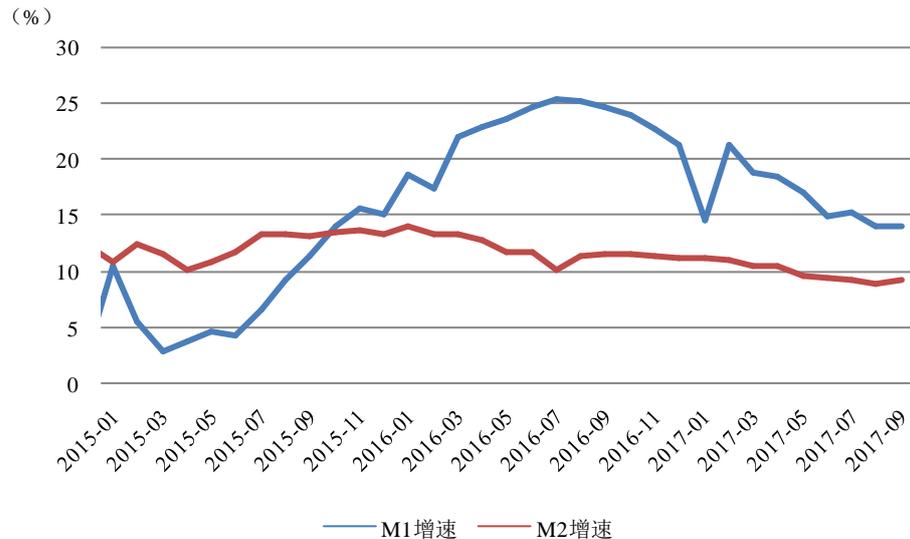
（1）市场资金面维持紧平衡状态

本季度，央行继续实施稳健中性的货币政策，通过灵活运用逆回购、常备借贷便利（SLF）、中长期借贷便利（MLF）、抵押补充贷款（PSL）等多种货币政策工具“削峰填谷”，合计净投放 1939.5 亿元，较上季度净投放量（6201.4 亿元）有所减少，反映出在经济向好、汇率企稳以及外储稳定背景下央行维持稳健中性货币政策，避免过度投放带来市场对于流动性预期的误判。除受到企业缴税、时点因素等影响出现阶段性趋紧外，资金面整体保持紧平衡状态，为协调经济去杠杆、促进实体经济发展和维护金融市场稳定提供了保障。

³ 财政部、民政部和人力资源社会保障部。

(2) M1、M2 增速继续放缓

截至 2017 年 9 月末，我国狭义货币（M1）余额 51.8 万亿元，同比增速（14.0%）较 6 月末和上年同期分别下降 1.0 和 10.7 个百分点，增速继续回落。广义货币（M2）余额 165.6 万亿元，同比增速（9.2%）连续 6 个月下降，增速较 6 月末和上年同期分别下降 0.2 和 2.3 个百分点，且低于全年 12% 的目标。今年以来，M1 与 M2 增速的负“剪刀差”呈现逐步缩窄态势，主要归因于 M1 增速自 2016 年下半年以来的明显回落。一方面，M1 增速回落可能是由于自 2016 年下半年以来在货币政策维持中性偏紧，市场利率普遍上行带动企业等发债成本上升，抑制了直接融资规模的增加；另一方面，地方政府置换债券额度下降导致企业活期存款回落，也影响了 M1 增速，导致“负剪刀差”收窄。



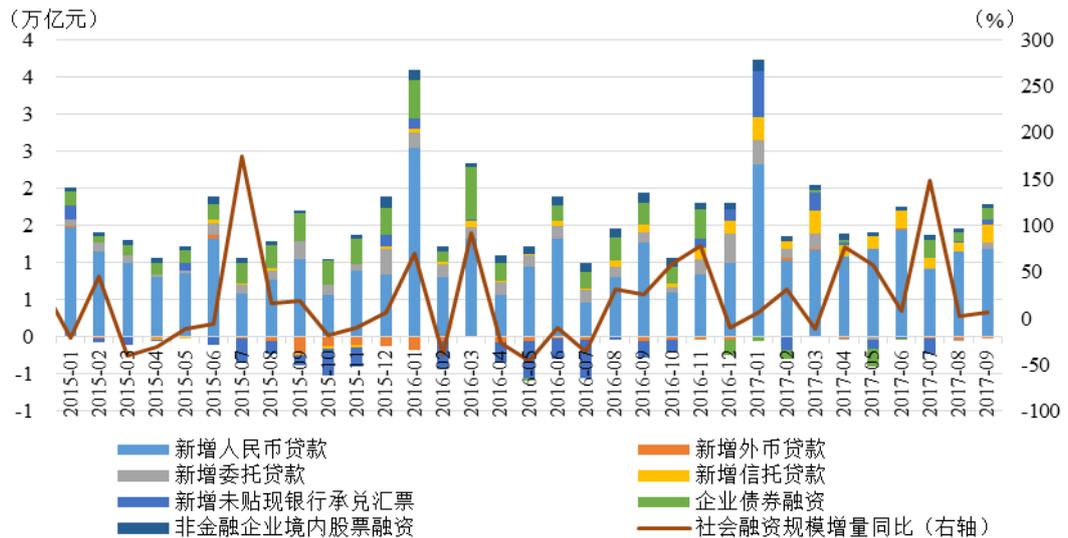
资料来源：国家统计局

图 1 M1、M2 同比增速

(3) 新增社会融资规模略有上升

2017 年 9 月末，我国社会融资规模存量 171.2 万亿元，同比增速（13.0%）较 6 月末（12.8%）和上年同期（12.5%）均有小幅上升，且增速继续高于年初设定的 12% 的目标。本季度，我国社会融资规模增量 4.5 万亿元，

较上季度（4.2 万亿元）和上年同期（3.6 万亿元）均有所增加，主要是由于经济持续向好带动市场融资需求加大。其中，新增人民币贷款规模（3.3 万亿元）较上季度（3.7 万亿元）变动不大，但较上年同期（2.5 万亿元）增幅明显，同比大幅增加可能是出于经济向好的缘故，企业扩大生产带动融资需求。此外，本季度企业债券融资净额较上季度由负转正（0.53 万亿元），较上季度（-0.22 万亿元）大幅增加，主要是由于宏观经济持续向好背景下企业融资需求有所增加、市场利率相对平稳等因素促使债券发行量有所回升，较上年同期（0.83 万亿元）下降可能是因为今年以来货币政策维持中性偏紧，利率较上年同期明显上升导致企业发债规模同比仍下降。



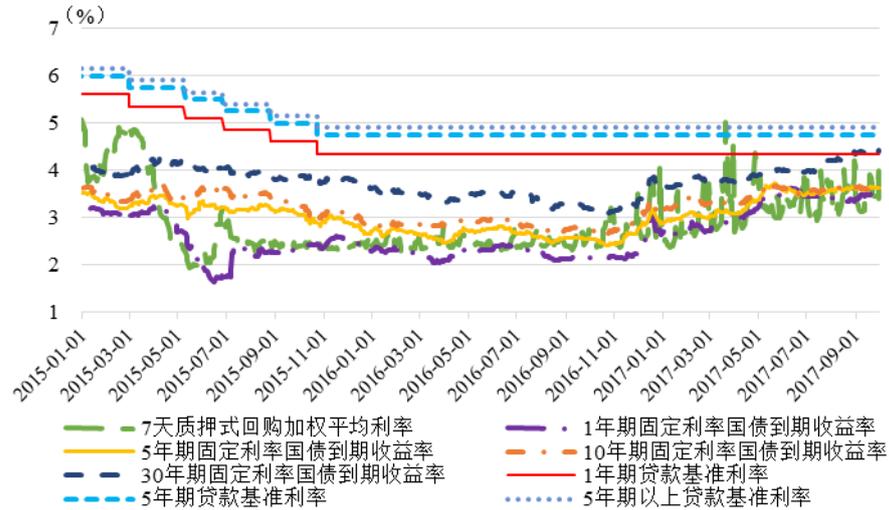
资料来源：国家统计局

图2 2015年-2017年9月社会融资规模增量及增速情况

(4) 市场利率呈现平稳走势

本季度，在经济去杠杆、资金面维持紧平衡的背景下，市场利率整体呈现平稳走势。具体来看，本季度1年期、3年期、5年期、7年期贷款基准利率维持在2016年初以来的水平；银行间7天质押式回购加权平均利率以及银行间1年期、5年期、10年期、30年期固定利率国债到期收益率在2016年前三季度表现出平稳的走势，但自2016年四季度以来因为流动性趋紧致使利率普遍小幅上行，今年6月末有所回落后保持相对平稳走势。本季度，7天银行间回购

加权利率以及银行间固定利率国债 1 年期、5 年期、10 年期、30 年期到期收益率的平均水平分别为 3.45%、3.42%、3.58%、3.61%和 4.24%，较上季度略有上升，较上年同期明显上升。



资料来源：国家统计局

图 3 2015 年-2017 年 9 月利率走势情况

(5) 人民币汇率有所走强，外汇储备规模持续增加

7-8 月，受益于我国经济稳中向好、人民币汇率形成机制的进一步完善以及美元指数走弱等因素，人民币兑美元汇率总体呈现升值态势，随着 9 月美联储宣布将开启缩表行动，人民币相对美元出现一定贬值。9 月末美元兑人民币中间价较 6 月末下降 2.0 个百分点，CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子和 SDR 货币篮子指数均较 6 月底有不同幅度的上升。在人民币汇率相对平稳的背景下，截至 2017 年 9 月末，我国官方外汇储备超过 3.1 万亿美元，连续 8 个月增加。总体来看，人民币汇率的稳定以及持续增加的外汇储备有助于维护我国资本市场的稳定、提升货币政策空间，对促进外贸出口拉动经济增长也有重要作用。



资料来源：国家统计局

图 4 人民币兑美元汇率和人民币汇率指数走势

3、各领域改革持续推进，激发市场主体活力，促进经济结构转型

本季度，相关部门出台多项涉及供给侧结构性改革、国企改革以及简政放权等多方面改革措施，意在激发市场活力，促进经济结构转型升级，在经济进入新常态的背景下培育经济增长新动能。

(1) 加快推进供给侧结构改革，促进产业转型升级

2017 年 8 月，国家发改委会同工信部、财政部联合发布《关于推进供给侧结构性改革，防范化解煤电产能过剩风险的意见》，要求严格淘汰落后产能并严控新增产能规模，加快现有机组改造提升，清理整顿违规煤电项目。在此背景下，本季度我国火电工程投资连续三个月实现负增长，调控效果逐步显现。9 月，国务院发布指导意见，要求加快推进农业供给侧结构性改革，促进全产业链和产业集聚发展，推动粮食循环经济和新业态的建立，此举有利于粮食产业实现精细化和集约化的发展方向，加快发展农业产业经济。

(2) 进一步推进国企改革，加强垄断行业价格监管

2017 年 7 月，国务院发布《中央企业公司制改制工作实施方案》，明确提出通过划拨土地处置、税收优惠、工商变更登记以及资质资格承继等对央企公司制改制提供政策支持，加快推动央企完成公司制改制，这将有助于央企改善经营机制、提质增效。2017 年前三季度，中央企业累计实现营业收入 19.1 万亿元，同比增长 15.4%，实现利润总额 1.1 万亿元，同比增长 18.4%，延续了上年四季度以来的持续增长态势，中央企业运行质量稳步改善。9 月，《国家发改委关于进一步加强垄断行业价格监管的意见》发布，要求严格成本监审、

健全定价机制、规范定价程序、推进信息公开以及强化定价执行，同时指出近期的重点工作在于电力输配价格、天然气管道运输价格、铁路客运价格、居民供水供气供热价格和垄断行业经营服务性收费等领域，这将有助于合理降低垄断行业价格，提高垄断行业生产经营效率。

（3）继续推行简政放权，优化市场经营环境

2017 年 9 月，国务院明确取消 52 项行政许可事项，另有 23 项依照有关法律设定的行政许可事项，将在全国人大常委会修订相关法律后予以废止，此举有助于切实减轻企业负担，激发市场主体活力。同月，国务院就更大范围内推进“证照分离”的改革试点发布意见，明确提出清理规范各类许可、统筹推进“证照分离”和“多项合一”等方面改革重点，并将试点范围从原有浦东新区拓展至 10 个自贸区⁴，这将有助于进一步降低 10 个自贸区企业的制度性交易成本。此外，国税总局发布《关于进一步深化税务系统“放管服”改革优化税收环境的若干意见》，从深化简政放权、创新监管方式、优化纳税服务等方面对优化税收服务提出了具体要求，以切实减轻市场主体纳税成本负担、提高公共服务水平。上述措施从多角度贯彻国务院“简政放权、放管结合、优化服务”的要求，有助于进一步降低企业经营成本，为经济持续稳步发展和培育新经济增长点创造条件。

（4）营造良好市场环境，促进“双创”深入发展

2017 年 7 月，国务院发布《强化实施创新驱动发展战略，进一步推进大众创业万众创新深入发展的意见》，从科技成果转化、拓展企业融资渠道、促进实体经济转型升级、完善人才流动等角度鼓励和推进“双创”进一步发展。8 月，工信部印发《制造业“双创”平台培育三年行动计划》，要求把“双创”平台的发展与“双创”要素汇集、基于互联网的能力开放、新型模式创新和区域合作行动相结合，推动制造业新旧动能的转换。“双创”的深入发展有利于推动我国产业结构调整、创造就业以及增加税收等，在我国经济进入新常态的背景下具有重要意义。9 月，国务院办公厅印发《关于推广支持创新相关改革

⁴ 10 个自贸区包括：天津、辽宁、浙江、福建、河南、湖北、广东、重庆、四川、陕西。

举措的通知》，将京津冀等 8 个创新试验区⁵内探索形成的创业领域创新政策⁶和针对科技企业的金融创新服务⁷在全国范围推广。此举有利于进一步加大支持创新的力度，营造有利于“双创”的制度环境和公平竞争市场环境。另外在拓宽融资渠道方面，7 月，证监会发布《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》，指出符合条件的公司可以发行双创债，同时提出一系列具体措施⁸。9 月，上交所等机构共同制定并发布《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则（试行）》，从多角度⁹明确了双创公司非公开发行可转换债券的规则。上述政策明确了“双创”公司债券融资渠道，为“双创”营造良好融资环境，为经济增长注入新动力。

（二）宏观经济运行

本季度，在实施积极财政政策和稳健中性货币政策的背景下，我国经济增长略有放缓，但仍维持较高增速水平。其中，固定资产投资增速放缓是经济增速回落的主要拖累，但稳定的居民消费和较高的贸易进出口增速为经济增长构成支撑。

1、经济增速略有放缓，西部地区经济表现依旧亮眼

本季度，受益于世界主要经济体持续复苏，加上积极财政政策和稳健中性货币政策密切配合下的供给侧结构性改革持续深入推进，我国经济延续了 2016 年下半年以来的稳中向好态势。本季度，我国实现国内生产总值¹⁰（GDP）21.2 万亿元，同比实际增长 6.8%（以下除特殊说明以外均为名义增长），较前两季度 6.9%的增速略有下降，但经济增速仍持续中高速增长态势；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长态势，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济

⁵ 8 个创新实验区域包括京津冀、上海、广东（珠三角）、安徽（合芜蚌）、四川（成德绵）、湖北武汉、陕西西安、辽宁沈阳。

⁶ 包括专利快速审查、确权、维权一站式服务；强化创新导向的国有企业考核与激励；事业单位可采取年薪制、协议工资制、项目工资等灵活多样的分配形式引进紧缺或高层次人才；事业单位编制省内统筹使用；国税地税联合办税。

⁷ 包括以关联企业从产业链核心龙头企业获得的应收账款为质押的融资服务；面向中小企业的一站式投融资信息服务；贷款、保险、财政风险补偿捆绑的专利权质押融资服务。

⁸ 包括采取专项审核、支持设置转股条款、鼓励业务创新等措施。

⁹ 包括挂牌转让、转股、信息披露等方面。

¹⁰ 依据《中国国民经济核算体系（2016）》，研发支出计入 GDP 核算。

形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 涨幅有所回升，通胀水平整体保持平稳；就业水平相对稳定。

表 1 2017 年第三季度我国主要经济数据

项目	2016 年				2017 年		
	一季度	二季度	三季度	四季度	一季度	二季度	三季度
GDP (万亿元)	15.9	18.2	18.9	21.4	18.1	20.1	21.2
GDP 增速 (%)	6.7	6.7	6.7	6.8	6.9	6.9	6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	5.8	6.1	6.1	6.1	6.8	6.9	6.3
固定资产投资完成额增速 (%)	10.7	8.1	7.1	8.0	9.2	8.3	5.5
社会消费品零售总额增速 (%)	10.3	10.2	10.5	10.6	10.0	10.8	10.3
出口增速 (%)	-4.2	-1.0	-0.2	-3.0	14.8	14.5	8.1
进口增速 (%)	-8.2	-1.4	2.6	7.3	31.1	21.0	16.6
CPI 增幅 (%)	2.1	2.1	1.8	2.1	1.4	1.4	1.6
PPI 增幅 (%)	-4.8	-2.9	-0.8	3.3	7.4	5.8	6.2
城镇登记失业率 (%)	4.0	4.1	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	8.0	8.1	7.2	7.8	7.9	8.2	8.3

注：1.增速及增幅均为同比增长情况；

2.出口增速、进口增速统计均以人民币计价；

3.GDP 增速、规模以上工业增加值增速为实际增长率，固定资产投资完成额增速、社会消费品零售总额增速、城镇居民人均可支配收入增速为名义增长率；

4.规模以上工业增加值增速、CPI 增幅以及 PPI 增幅无分季度数据时，采用月度数据求平均值计算。

资料来源：国家统计局

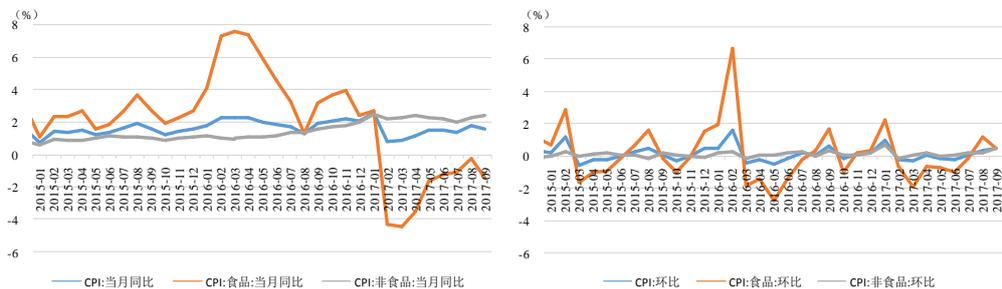
(1) 西部地区经济表现亮眼，山西、辽宁等产业衰退区经济形势继续好转

从 GDP 总量来看，2017 年 1-9 月，广东、江苏、山东、浙江以及河南位居全国前 5 位，其中广东和江苏总量均超 6 万亿元，广东以 6.5 万亿元排名第一，同比增长 7.6%，较 1-6 月回落 0.2 个百分点，较上年同期增加 0.3 个百分点；从同比增速来看，1-9 月，全国共有 23 个省份的经济增速高于全国水平，其中贵州（10.1%）、西藏（10.1%）、重庆（10.0%）名列前茅。此外，受益

于去产能的深入推进和经济结构调整的深化，山西、辽宁等产业衰退区经济持续好转，1-9月，山西GDP增速（7.2%）较1-6月和上年同期分别增加了0.3和3.2个百分点，为2014年一季度以来最高；辽宁GDP增速（2.5%）较1-6月增加0.4个百分点，较上年同期（-2.2%）大幅增加。

（2）CPI 稳中有升

本季度，我国居民消费价格指数（CPI）同比上涨1.6%，较上季度（1.4%）小幅上升0.2个百分点，较上年同期（1.7%）小幅回落0.1个百分点，本季度CPI各月涨幅呈先升后降态势。9月，CPI同比上涨1.6%，涨幅较上月（1.8%）回落0.2个百分点，主要是受食品价格回落影响；9月CPI环比上涨0.5%，较上月（0.4%）略有提升，主要是受服务价格上涨影响。总体来看，本季度，CPI继续温和上涨，但仍低于政府工作报告中确立的3%的调控目标。



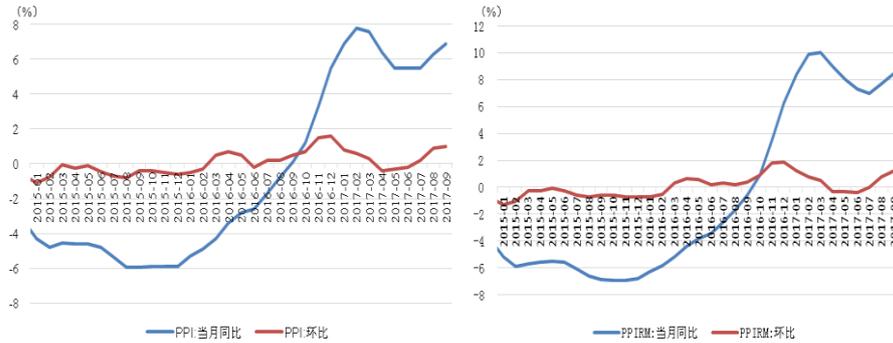
资料来源：国家统计局

图5 CPI 同比（左图）和环比（右图）走势

（3）PPI 和 PPIRM 涨幅有所回升

本季度，我国工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.2%，较上季度（5.8%）上升0.4个百分点，较上年同期（-2.4%）大幅上涨，且本季度内各月涨幅逐渐提高。9月，PPI环比涨幅（1.0%）和同比涨幅（6.9%）分别较上月提高0.1和0.6个百分点。本季度，我国工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比增长7.7%，涨幅较上季度（10.5%）回落2.8个百分点，较上年同期（-1.6%）大幅上升，且本季度内各月涨幅逐渐回升。9月，PPIRM环比涨幅（1.2%）和同比涨幅（8.5%）分别较上月增加0.4和0.8个百分点。总体来

看，PPI 和 PPIRM 的涨幅呈回升态势，主要是由于经济稳中向好、工业领域需求有所扩张导致工业品价格上涨。此外，PPI 涨幅继续大于 CPI 涨幅，这可能是由于 PPI 的上涨也受到一些行业去产能的影响，而非完全由终端市场需求旺盛所致。



资料来源：国家统计局

图 6 PPI（左图）和 PPIRM（右图）走势

(4) PMI 先降后升

本季度，中国制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均呈先降后升的态势。9 月制造业 PMI（52.4%）为 2012 年 5 月以来最高点，且连续 14 个月保持在荣枯线之上，表明制造业的扩张步伐有所加快。其中生产指数以及新订单指数自 2016 年 3 月以来均维持在荣枯线之上，表明制造业生产和市场需求持续增长。原材料库存指数较上月有所上升，补库存意愿有所改善。非制造业 PMI 历经 7 月、8 月回落后，9 月回升至 55.4%，较上月上升 2.0 个百分点，为 2014 年 6 月以来的最高水平，非制造业延续平稳较快的发展态势。其中，非制造业新订单指数、投入品价格指数和业务活动预期指数均有所上涨且处于景气区间内，这表明非制造业需求稳中有升。

(5) 就业水平保持稳定

本季度，我国城镇登记失业率（3.95%）与上季度（3.95%）持平，较上年同期（4.04%）有所下降，延续了上年三季度以来的回落趋势，一定程度上反映了我国经济持续向好的态势。

2、工业企业利润持续增长，服务业与高端制造业持续快速发展

本季度，我国三大产业保持稳定增长，农业生产形势较好；工业生产增速有所回落，但企业利润仍保持快速增长；服务业持续高速增长，第三产业贡献率继续提升，产业结构持续改善。

（1）农业生产形势较好

本季度，第一产业增加值 1.9 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速环比和同比均变动不大；2017 年 1-9 月，第一产业对 GDP 增长的贡献率为 4.0%，较 1-6 月提升 0.9 个百分点，与上年同期水平相当。总体来看，农业生产形势较好。

（2）工业生产增速有所回落，企业利润快速增长

本季度，第二产业增加值 8.5 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较上季度和上年同期分别回落 0.4 和 0.1 个百分点。2017 年 1-9 月，第二产业对 GDP 增长的贡献率（37.2%）继续小幅回落。1-9 月，全国规模以上工业增加值同比实际增长 6.7%，增速较 1-6 月（6.9%）略有回落，较上年同期（6.0%）有所提高；受益于去产能的推进和国企改革的深化，国有及国有控股企业工业增加值同比增长 6.8%，延续了本年以来的较快增长态势。

工业结构进一步优化。在国家继续推进供给侧结构性改革、鼓励支持高新技术产业发展的背景下，我国工业结构持续优化。2017 年 1-9 月，计算机、汽车、医药等高新技术制造行业保持较快发展，工业增加值同比实际增速均在 11.0% 以上；矿采选业和金属冶炼及压延加工业等重污染和过剩产能行业增加值同比仍为负增长。

工业企业利润保持快速增长。2017 年 1-9 月，全国规模以上工业企业实现利润总额 5.6 万亿元，同比增长 22.8%，较 1-6 月（22.0%）和上年同期（8.4%）分别提高 0.8 和 14.4 个百分点；规模以上工业企业主营业务收入利润率为 6.2%，较 1-6 月（6.1%）和上年同期（5.7%）均有所提高。工业企业利润的快速增长可能出于多方面原因，一是企业减税降费政策的陆续出台降低了企业的经营成本；二是供给侧结构性改革的深化使得落后产能逐渐淘汰，带来

部分行业的集中度提升，助力企业盈利的改善；三是 PPI 涨幅有所回升，工业品价格上涨带动利润增长。

(3) 服务业为经济增长贡献重要力量，建筑业和房地产行业增速创新低

本季度，第三产业增加值 10.7 万亿元，同比实际增长 8.0%，增速较上季度（7.6%）和上年同期（7.6%）均有所增长；2017 年 1-9 月第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 1-6 月（59.1%）略有下降，较上年同期（58.5%）继续提高，第三产业仍为经济增长贡献主要力量。从主要行业来看，本季度，信息传输、软件和信息技术服务业增加值同比增速（29.0%）最快；租赁和商业服务业（11.8%），交通运输、仓储和邮政业（9.1%）也保持较快增长；受房地产市场调控持续影响，建筑业和房地产行业同比增速（4.0%、3.9%）分别创下 2001 年以来和 2015 年下半年以来新低。

3、房地产开发和基础设施建设投资增速放缓，高技术制造业投资增速加快

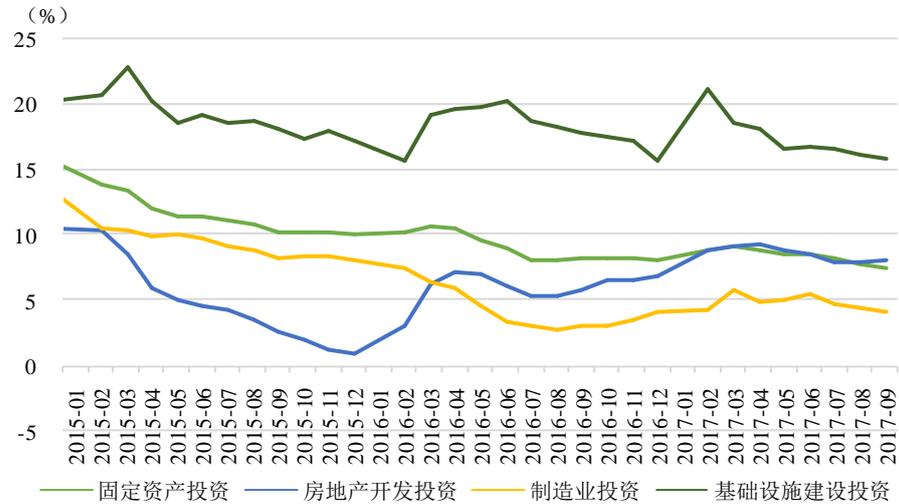
2017 年 1-9 月，我国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1-6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）分别下降 1.1 和 0.7 个百分点。其中，民间投资（27.8 万亿元）同比增长 6.0%，增速较 1-6 月（7.2%）下降 1.2 个百分点，民间投资信心略显不足；但较上年同期（2.5%）仍有明显增加，主要是因为去年以来政府通过简政放权，减税降费，拓宽医疗、教育、养老等行业民间投资准入领域，进一步放宽民间投融资渠道，拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施促使民间投资明显回升。总体来看，本季度，房地产开发、基础设施建设以及制造业投资增速均有所放缓，同时制造业内不同行业有所分化。

房地产开发投资增速环比放缓。2017 年 1-9 月，全国房地产开发投资 8.1 万亿元，同比增长 8.1%，增速较 1-6 月（8.5%）回落 0.4 个百分点，较上年同期（5.8%）增加 2.3 个百分点。在房地产行业去库存以及房地产市场调控持续的背景下，1-9 月商品房销售面积、销售额分别同比增长 10.3% 和 14.6%，增速呈缓慢下降趋势。自上年“9.30”限购以来，各地密集出台房地产调控政策，除在房地产需求端采取“认房又认贷”、提高首付比例、取消贷款优惠利率等

措施外，还在供给端出台房地产限售政策，房地产调控不断升级。银监会也表示要严查消费贷资金挪用进入楼市的行为。总体来看，房地产调控政策加码的持续效应是本季度房地产开发投资继续放缓的主要原因。

基础设施建设投资增速高位回落。2017 年 1-9 月，我国基础设施建设投资 12.4 万亿元，同比增长 15.9%，增速仍处在较高水平，但较上季度（16.9%）和上年同期分别下降 1.0 和 2.0 个百分点，出现回落趋势，呈现一定的逆周期特点。分行业来看，1-9 月，生态保护和环境治理业、道路运输业、公共设施管理业、以及水利、环境和公共设施管理业投资同比增幅均在 20% 以上，仍保持高速增长。固定资产投资持续向生态保护、环境治理、道路建设和公共设施改造等领域倾斜有助于推动相关领域经济的发展。

高技术制造业投资增速继续加快。2017 年 1-9 月，我国制造业投资 14.1 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 1-6 月回落 1.3 个百分点，较上年同期（3.1%）增加 0.9 个百分点，本季度增速呈逐月回落态势。分行业来看，一是高技术制造业投资快速增长。1-9 月，高技术制造业投资 1.9 万亿元，同比增长 18.4%，增速较上年同期提高 6.7 个百分点，比全部制造业投资增速高 14.2 个百分点，对制造业投资增长的贡献率高达 51.7%。二是技术改造带动制造业投资增长。1-9 月，制造业中技术改造投资约 6.6 万亿元，同比增长 12.1%，增速比全部制造业投资高 7.9 个百分点，技术改造投资占全部制造业投资的比重（46.7%）较上年同期增加 3.3 个百分点。三是高耗能制造业投资持续下降。在供给侧改革以及各地加大环保监管力度的背景下，1-9 月，高能耗制造业投资同比实现负增长（-1.9%）。高技术制造业投资的持续加大，对产业结构改善和经济增长具有重要作用。



资料来源：国家统计局

图7 2015年-2017年9月固定资产投资累计同比增速情况

4、居民消费平稳增长，日常生活与升级类消费增长较快

2017年1-9月，我国社会消费品零售总额26.3万亿元，同比增长10.4%，增速与1-6月和上年同期均持平。其中，限额以上单位消费品零售总额11.8万亿元，同比增长8.5%，增速较1-6月（8.7%）回落0.2个百分点，较上年同期增加0.7个百分点。9月，我国社会消费品零售总额3.1万亿元，同比增长10.3%，较上月小幅增加。此外，1-9月，全国居民人均可支配收入19342元，同比增长9.1%，扣除价格因素实际增长7.5%，仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

分行业来看，一是与居住有关的行业消费仍然保持较高增速。2017年1-9月，家具类、建筑及装潢类分别同比增长13.3%和12.6%，但受房地产市场宏观调控持续的影响，增速较1-6月和上年同期均有所下降。二是生活用品类和升级类消费快速增长。1-9月，粮油食品类、饮料类、中西药品类、家用电器和音像器材类、化妆品类均保持10%以上的较快增长。三是网络销售继续保持高速增长态势。1-9月，全国网上零售额4.9万亿元，同比增长34.2%，增速较1-6月（33.4%）和上年同期（26.1%）均有所提高；实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重为14.0%，占比持续上升。

5、进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长

今年以来，在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求较上年有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1-9 月，我国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，增速较 1-6 月（19.6%）有所回落，较上年同期（-1.9%）大幅增长，本年以来持续同比正增长态势，外贸进出口基数的抬高可能是造成增速回落的重要原因。其中，出口和进口分别为 11.2 万亿元和 9.1 万亿元，同比增速分别为 12.4%和 22.3%，出口、进口同比增速均大幅上涨，环比均有所回落。贸易顺差 2.0 万亿元，较上年同期（2.6 万亿元）有所下滑，这可能是因为今年以来我国经济持续向好，内需改善带动进口需求，加之国际大宗商品价格出现复苏，导致贸易顺差收窄。9 月，我国进出口总值（2.5 万亿元）同比增速（10.1%），进出口总值环比有所上升，可能是因为美欧等发达经济体回暖带动外贸需求复苏，加之我国经济向好，大宗商品需求上升的缘故。本季度，净出口对经济增长的贡献率为 2.7%，延续了今年以来的正向贡献，但呈回落态势。

从贸易方式来看，2017 年 1-9 月，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.6%）较上年同期提高 0.6 个百分点，占比仍然最高；较 1-6 月占比（56.7%）变动不大。从国别来看，主要贸易国仍为美国、欧盟和日本，进出口额分别增长 18.7%、16.4%和 14.9%；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长，1-9 月对哈萨克斯坦、波兰、俄罗斯的出口金额同比分别增长 42.7%、18.2%和 17.0%。从产品结构来看，出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，此外，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10%以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升，1-9 月铁矿砂和原油进口金额均增加了 40%以上，增幅显著。

三、宏观经济预测

在本季度全球经济持续复苏的背景下，四季度美国经济有望持续向好，美联储缩表、加息对人民币流动性的边际影响或将减弱；欧元区经济增长或将延续二季度以来的良好复苏势头。在外部经济的向好推动我国进出口的持续增长的同时，我国供给侧改革也继续助推经济结构性调整，基于中国经济数据的向好，10月，世界银行和亚洲开发银行均上调2017年中国经济增长预期0.2个百分点至6.7%。

继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策。财政政策方面，9月底，国务院召开常务会议，决定采取减税等手段激励金融机构进一步加大对小微企业的支持¹¹。本季度持续出台多项规范地方政府发债行为的政策，以及促进PPP模式扩大适用的措施，这些对地方政府融资的进一步规范在促进经济稳健发展的同时将逐步激发民间投资的活力。

货币政策方面，我国将继续实施稳健中性的货币政策，同时针对不同领域灵活微调。十九大报告明确指出要健全货币政策和宏观审慎政策双支柱的调控框架，强调金融稳定也应当作为央行的调控目标之一。9月底，央行决定2018年初开始对普惠金融实施定向降准，部分金融机构的存款准备金率将降低¹²，进一步引导流动性脱虚向实。未来货币政策在引导资金脱虚向实同时将持续防控金融风险。四季度资金面可能维持紧平衡状态、M2增速变动不大、社融规模稳中有升，人民币汇率受美联储缩表、加息影响可能略有波动。

投资或呈现缓中趋稳态势，高新技术产业投资有望保持高速增长。9月，国务院办公厅发布《关于进一步激发民间有效投资活力促进经济持续健康发展的指导意见》，要求采取多项措施进一步激发民间有效投资活力。10月，发改

¹¹ 主要措施包括扩大金融机构利息收入免征增值税的贷款人适用范围并提高授信额度，延长免征小微企业借款合同印花税以及免征月销售额不超过3万元的小微企业增值税优惠期至2020年，通过实施定向降准等措施鼓励国有大型银行支持小微企业，大力支持发展政策性融资担保和再担保机构对符合条件的小微企业融资发展予以支持，通过适度放宽对创业担保贷款贴息申请人有关商业贷款记录的限制条件等帮助小微企业及时便捷获得金融服务。

¹² 普惠金融业务被定义为：单户授信500万元以下的小微企业贷款、个体工商户和小微企业主经营性贷款，以及农户生产经营、创业担保、建档立卡贫困人口和助学贷款等业务。凡前一年上述贷款余额或增量占比达到1.5%，可降准0.5个百分点；上述贷款余额或增量占比达10%的，可累进再下调1个百分点。从2018年起实施。

委印发《促进民间投资健康发展若干政策措施》，系统性提出如何解决制约民间投资发展的重点难点问题。随着相关政策的逐步落实以及各地新一轮促进 PPP 政策的发布和实施，民间投资有望有所回升。

房地产开发投资方面，多层次房地产市场有望逐步完善。十九大报告提出以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的城镇格局，并加快农业转移人口市民化。未来中小城市和小城镇可能在吸纳农业人口转移方面扮演重要角色，从而对当地房地产开发投资起到拉动作用。为保障房地产市场健康发展，多层次房地产市场有望进一步完善，继 9 月住建部印发《关于支持北京市、上海市开展共有产权住房试点的意见》，提出大力发展共有产权住房的要求后，10 月国务院法制办与住建部组成联合调查组赴多地调研，就《住房租赁管理条例》征求意见，未来中央租购并举、租购同权的政策将进一步落实，多层次住房市场有望建立以疏导住房刚性需求。从短期来看，当前政府一方面遏制房地产投机活动，另一方面加大力度发展多层次房地产市场，房地产开发投资增速或有所放缓，但不会出现大幅下滑。

基础设施建设投资方面，十九大报告中提出将加强水利、铁路、公路等基础设施网络建设，未来基础设施建设或在优化现有网络布局、促进区域经济一体化协调发展等领域有较大投资空间。7 月，国家发改委、能源局发布《中长期油气管网规划》，有关油气官网基础设施建设投资有望加快。国内的雄安新区建设、粤港澳大湾区城市群建设将会带动更多基础设施建设投资。总体而言，基于稳定经济增长的需要，我国基础设施建设投资仍将保持较高增速，但受限于当前稳健中性的货币政策、地方政府新发债务限制以及季节性等因素的影响，四季度基础设施建设投资增速或将继续放缓。

制造业投资方面，高新技术、高新制造业将持续快速增长。十九大报告中指出，要加快建设制造强国，加快发展先进制造业，培育世界级先进制造业集群，未来具有数字经济、智能制造特点的先进制造业有望成为制造业转型升级的主要发力点，带动相关领域投资。专业设备制造、计算机通讯电子设备等新兴产业发展趋势良好或将带动相关领域投资增长。7 月，国务院发布《新一代人工智能发展规划》，在政策的鼓励支持下，人工智能等领域投资有望加快。

总体来看，受制于稳健中性的货币政策、供给侧结构性改革以及环境保护等因素影响，传统制造业投资或有所下降，而高新技术产业与高端装备制造业投资在经济结构转型调整的背景下有望快速增长。

总体而言，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长。

消费潜力持续释放，升级类消费将保持快速增长。8月，国务院发布《进一步扩大和升级信息消费，持续释放内需潜力的指导意见》¹³，以互联网技术为基础的信息消费需求有望得到释放，这将有利于进一步优化现有资源促进网络消费的发展。总体来看，随着居民收入的持续增长以及监管部门对居民部门有序加杠杆的鼓励，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放；消费结构转型升级背景下信息消费、升级类消费，网络销售、医疗保健、教育文化娱乐、交通通信等领域将保持快速增长。

进出口增速短期内或继续放缓。十九大提出实行高水平贸易和投资自由化便利化政策，并指出要赋予自贸试验区更大改革自主权利、探索自由贸易港建设，这些措施有利于我国实现更高水平对外开放，进一步推动对外贸易的发展。目前来看，一方面，全球经济的持续复苏对于我国外需来说仍是利好因素，9月召开的金砖国家领导人峰会通过了一系列涉及投资便利化、服务贸易合作路线图、经济技术合作和电子商务合作等方面的正式文件，“金砖+”模式¹⁴下相关国家加强贸易往来与合作将有利于我国进出口贸易的发展。另一方面，贸易保护主义和逆全球化可能对我国进出口产生不利影响。此外，外贸先导指数9月、10月连续下滑，预示短期内我国进出口贸易仍有回落的可能，加之上年四季度及本季度基数较高影响，四季度进出口增速或将继续放缓。

¹³ 《进一步扩大和升级信息消费，持续释放内需潜力的指导意见》针对目前信息消费有效供给的创新不足、内需潜力未充分释放问题，提出通过提高信息消费供给水平、扩大信息消费覆盖面以及优化信息消费发展环境等方面扩大和升级信息消费，持续释放发展活力和内需潜力。

¹⁴ “金砖+”是金砖峰会扩大影响力的一种方式。金砖峰会传统上通过吸收新成员的方式扩大影响力，如吸收南非。然而个别金砖国家近些年对于金砖扩容持消极态度，例如巴西为保持自身在南美的影响力，不希望阿根廷成为金砖成员。因此金砖峰会通过邀请若干发展中国家和发展中国家组织参与对话的方式扩大自身影响力。本次厦门峰会“金砖+”的特色在于打破以往邀请的惯例，不局限于邀请东道国所在区域的国家，这有助于加强南南合作，扩大峰会影响力。

综合上述分析，经济运行有望整体表现良好，消费将保持平稳增长，但由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，四季度我国经济增速或将继续放缓，预计全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。