

宏观经济信用观察

(二零二二年三季报)

稳增长政策提振市场信心

基建、制造业推动经济修复

主要经济指标

单位：%

指标名称	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3
GDP (万亿)	28.99	32.42	27.02	29.25	30.76
GDP 同比增速	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80	0.40	3.90
工业增加值	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50	3.40	3.90
固定资产投资	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30	6.10	5.90
房地产投资	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70	-5.40	-8.00
基建投资	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50	7.10	8.60
制造业投资	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60	10.40	10.10
消费	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27	-0.70	0.70
出口增速	32.88	29.86	15.80	14.20	12.50
进口增速	32.53	30.05	10.00	5.70	4.10
CPI 增速	0.60	0.90	1.10	1.70	2.00
PPI 增速	6.70	8.10	8.70	7.70	5.90
调查失业率	4.90	5.10	5.80	5.50	5.50
社融存量增速	10.00	10.30	10.60	10.80	10.60

注：1.GDP 数据为当季值，总额按现价计算，同比增速按不变价格计算；
2.工业增加值、固定资产投资、社零、出口、CPI、PPI 增速为累计同比增速，基建投资不含电力；3.出口、进口增速均以美元计价；4.调查失业率、社融存量增速为期末值；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、中国人民银行、Wind，联合资信整理

摘要：

- 2022 年前三季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，消费和服务业低位修复、房地产投资低迷、出口回落，经济下行压力仍然较大。而工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成了支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。
- 信用环境方面，2022 年前三季度，社融规模显著扩张，但信贷结构出现分化，实体经济融资需求总体偏弱。一季度市场流动性总体平稳，二季度以来，受财政政策和货币政策的支持，叠加实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性总体较为宽松。央行继续健全市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。
- 政策环境方面，2022 年上半年，面对我国经济下行压力持续加大的形势，党中央、国务院果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策。三季度以来，面对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策同时，再实施 19 项接续政策，多措并举稳外资稳外贸，提振房地产市场信心，进一步完善碳达峰碳中和“1+N”政策体系。
- 行业方面，房地产基本面仍处于深度调整阶段，资金面压力仍然较大，年内到期债务规模较高、销售恢复缓慢、融资渠道不畅的房企信用风险值得关注；涉房业务企业再融资限制放松，有利于提升部分建筑、建材企业的资金实力；新能源车企布局保险领域，拓展汽车售后业务的同时也面临新的挑战。

联合资信研究中心

吴玥 wuyue@lhratings.com

刘东坡 liudp@lhratings.com

马顺福 masf@lhratings.com



一、宏观经济与行业运行情况

2022 年前三季度，国际形势更趋复杂严峻，国内疫情多发散发，经济下行压力仍然较大。经初步核算，前三季度国内生产总值 87.03 万亿元，不变价同比增长 3.00%，较上半年回升 0.50 个百分点。逐季来看，GDP 当季同比呈现“V 型”反转，二季度 GDP 同比增速（0.40%）较一季度（4.80%）大幅回落；三季度反弹至 3.90%。

图1. GDP 累计同比增速（不变价）

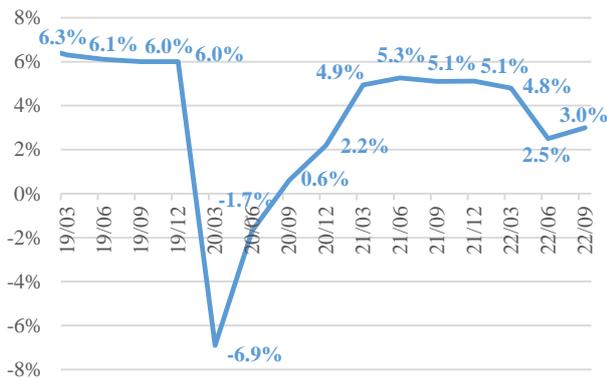


图2. GDP 当季同比增速（不变价）



注：2021 年数据为两年平均增速，下同

数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

2022 年三季度，工业生产、基建和制造业投资对经济增长形成支撑，汽车消费、重点群体失业率等结构性分项指标向好也体现了一系列稳增长政策的效果。同时，外需边际回落、房地产投资低迷、消费和服务业形势难言乐观、9 月失业率反季节性上升，经济下行压力仍然较大。四季度经济修复有望继续推进，基建和制造业投资仍有一定韧性，支撑经济增长；前期高景气度的出口大概率保持回落态势，对经济增长的拉动作用趋于下降；消费或将继续低位修复。

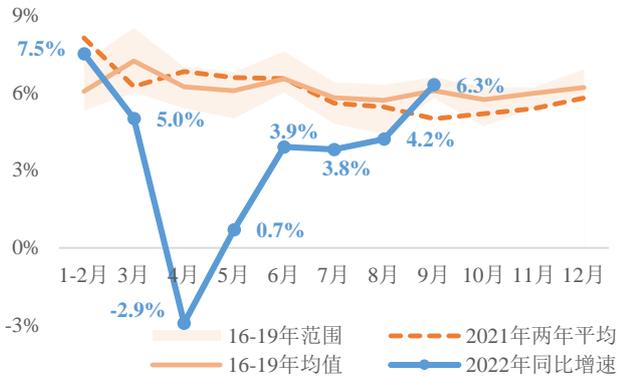
1. 生产端：工业、服务业经济加快恢复

三季度特别是 9 月工业生产加快恢复，经济大省支撑有力。2022 年前三季度，全国规模以上工业增加值同比增长 3.90%，较上半年加快 0.50 个百分点。其中，三季度全国规模以上工业增加值同比增长 4.80%，较二季度回升 4.10 个百分点，9 月回升至较高的季节性水平，工业经济呈企稳恢复态势。全国有 23 个省份工业增加值增速较二季度回升，回升面达到 74.20%。其中，前期受疫情影响较大的长三角地区大幅回升，工业增加值由二季度下降 3.20% 转为增长 8.20%。9 月主要经济大省广东、江苏、山东和浙江工业生产分别增长 5.50%、10.50%、7.60% 和 7.40%，较上月加快 4.10、0.60、0.20 和 3.40 个百分点；川渝地区工业企业加快弥补上月限电损失，工业增加值由降转增。

行业方面，得益于能源保供稳价政策持续推进，煤炭开采、油气开采等采矿业增加值保持较快增长。制造业增加值上半年累计同比增长 3.20%，其中电子设备、饮料、食品制造业增加值实现较快增长，汽车

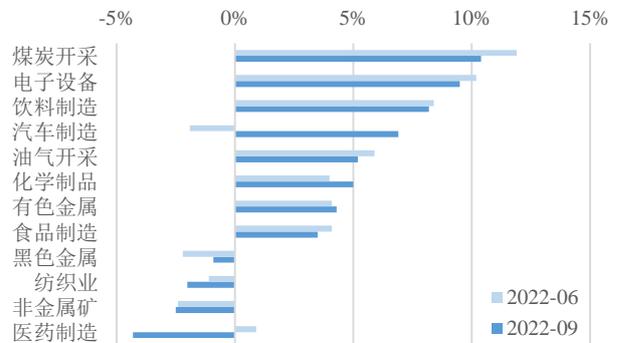
制造业快速恢复，行业增加值累计同比由上半年的下降 1.90% 转为增长 6.90%；黑色金属、纺织、非金属矿、医药制造等行业增加值有所下降，其中医药制造业由上半年的增长 0.90% 转为下降 4.30%。

图3. 工业增加值当月同比增速¹



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图4. 主要工业行业增加值累计同比增速²



注：2021 年数据为两年平均增速

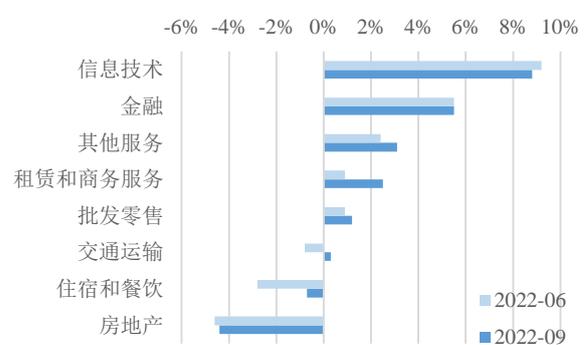
三季度服务业生产有所恢复。经初步核算，前三季度服务业增加值同比增长 2.30%，较上半年加快 0.50 个百分点，其中三季度服务业增加值同比增长 3.20%。从主要行业来看，前三季度信息传输、软件和信息技术服务业以及金融业发展较好，增加值同比增速超过 5%；交通运输、仓储和邮政业出现积极变化，行业增加值由上半年的下降 0.80% 转为增长 0.30%；而房地产、住宿和餐饮业增加值同比下降明显，但前三季度降幅较上半年有所收窄。

图5. 服务业增加值当季同比增速



注：2021 年数据为两年平均增速

图6. 服务行业增加值累计同比增速³



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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

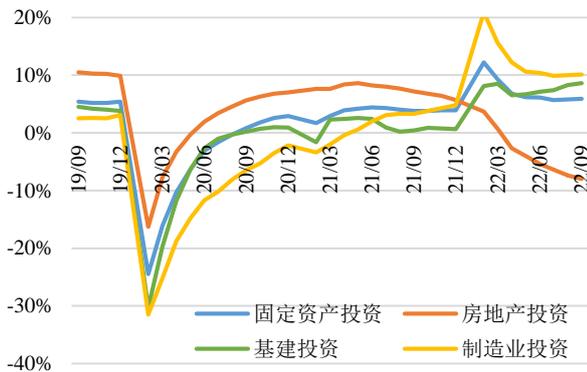
² 图中煤炭开采为煤炭开采和洗选业；电子设备为计算机、通信和其他电子设备制造业；饮料制造为酒、饮料和精制茶制造业；油气开采为石油和天然气开采业；化学制品为化学原料及化学制品制造业；有色金属为有色金属冶炼及压延加工业；黑色金属为黑色金属冶炼及压延加工业。

³ 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。

2. 需求端：基建和制造业投资是主要支撑，房地产投资仍低迷

固定资产投资增速小幅回落，房地产投资增速继续探底。2022年前三季度，全国固定资产投资完成额（不含农户）42.14万亿元，同比增长5.90%，整体呈小幅回落态势。三大领域方面，**房地产开发投资增速持续探底**，1—9月房地产投资同比降幅扩大至8.00%，5月以来商品房销售面积与销售额同比降幅波动收窄，但销售的回暖尚未传导至投资端；**基建投资表现较为强势**，主要受加快项目审批落地等稳投资政策的驱动；**制造业投资仍处于高位**，电子及通信设备、医疗仪器设备等高技术制造业投资是主要的驱动力。

图7. 固定资产投资累计同比增速



注：2021年数据为两年平均增速，基建投资不含电力。

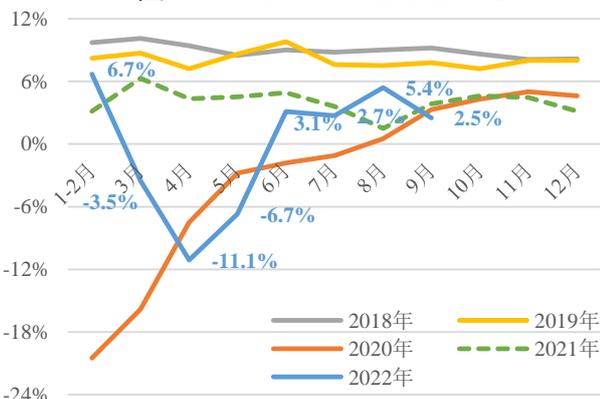
数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

表1. 三大领域投资增速

三大领域	2022年 1-9月	2022年 1-8月	2021年 1-9月 两年平均
房地产	-8.00	-7.40	7.20
基建	8.60	8.30	0.40
制造业	10.10	10.00	3.30

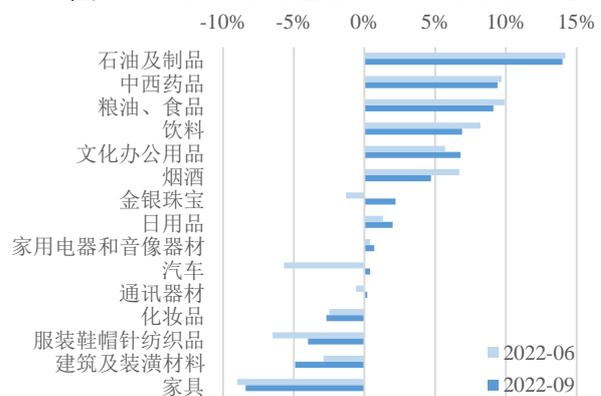
消费在波动中修复，非生活必需品以及部分房地产链条商品销售承压。2022年前三季度社会消费品零售总额（下称“社零”）32.03万亿元，同比增长0.70%，上半年为下降0.70%。其中，前三季度餐饮收入同比下降4.60%，餐饮恢复仍然较为缓慢。逐月来看，1—2月消费修复较快；4月降至低点；6月开始恢复增长；9月回落至2.50%。限额以上商品方面，前三季度油价支撑石油及制品销售额同比涨幅较高；中西药品、粮油、食品、饮料以及烟酒等生活必需品销售额增长较快；服装鞋帽、化妆品等非生活必需品以及建筑及装潢材料、家具等房地产链条商品销售额同比有所下降；金银珠宝、汽车、通讯器材销售额由上半年的下降转为增长。9月，家具、建筑及装潢材料销售额同比降幅有所收窄。

图8. 社零当月同比增速情况



注：2021年虚线数据为两年平均增速

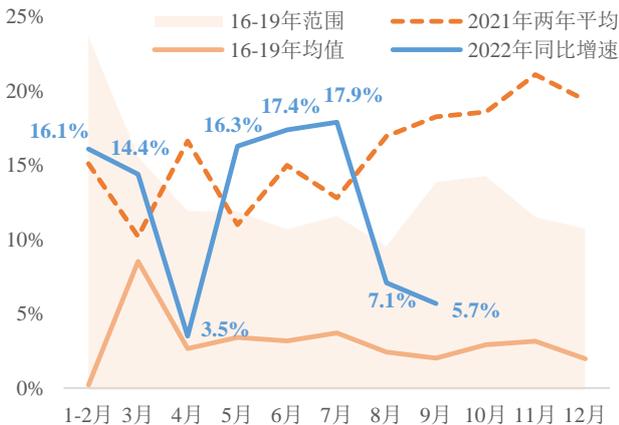
图9. 主要商品零售额累计同比增速情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

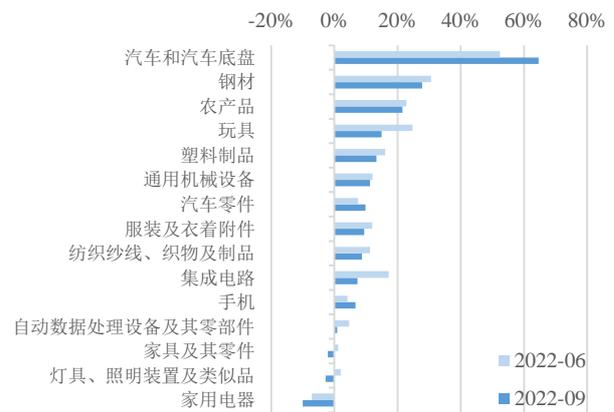
出口边际回落。2022年前三季度，我国出口2.70万亿美元，进口2.05万亿美元，贸易顺差6451.50亿美元。前三季度出口同比增长12.50%，较上半年（13.90%）有所放缓。逐月来看，除4月受疫情影响外，8、9月出现较大幅回落，主要是受到外需减弱、前期积压的订单释放结束叠加高基数效应的影响。主要出口商品方面，三季度汽车和汽车底盘、汽车零件和手机出口金额同比涨幅有所加快；家具及其零件、灯具、照明装置及类似品出口金额同比转负；家用电器出口额同比降幅扩大。

图10. 出口同比增速情况



数据来源：海关总署、Wind，联合资信整理

图11. 主要出口商品金额累计同比增速



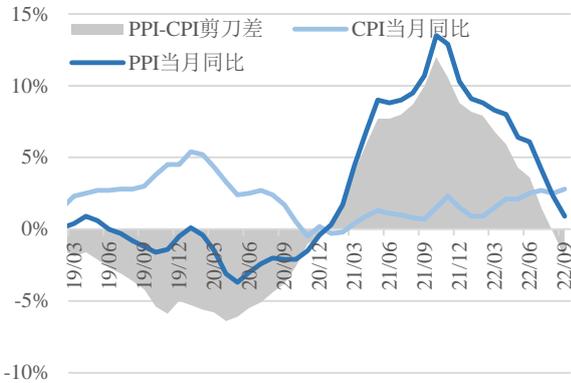
注：图中所选商品为出口重点商品中出口金额较大的商品

3. 价格：生产者出厂价格涨幅持续回落，人民币对美元汇率先升后贬

CPI 同比走势前低后高。2022年前三季度，全国居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.00%，涨幅较上半年扩大0.30个百分点。逐月来看，CPI同比走势前低后高，呈现波动上行态势。1—2月受国际大宗商品价格上涨和春节等因素影响，CPI同比涨幅均为0.90%；3—7月CPI同比涨幅持续扩大至2.70%；8月国际油价下行，疫情影响部分服务消费需求，CPI环比转为下降，同比涨幅回落至2.50%；9月受季节性因素影响，CPI同比涨幅扩大至2.80%。分项来看，食品价格有所上涨，其中受疫情散发、高温干旱天气等因素影响，部分鲜活食品价格上涨较多；能源价格仍处高位，国内汽油、柴油、居民用煤、车用天然气等能源价格涨幅较大；疫情影响下服务消费需求偏弱，服务价格涨幅较上半年有所回落。

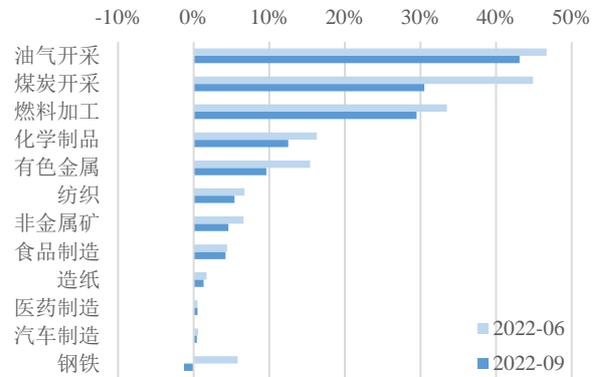
PPI 同比涨幅持续回落。2022年前三季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨5.90%，涨幅较上半年回落1.80个百分点。逐月来看，受上年同期基数走高影响，PPI同比涨幅由1月的9.10%持续回落至6月的6.10%，7—9月回落速度有所加快。从主要行业来看，随着保供稳价稳步推进，煤炭开采行业出厂价格同比增速较上半年大幅回落；输入性价格传导压力有所减轻，国内油气开采、燃料加工、有色金属、化学制品等相关行业价格涨幅较上半年有所回落；非金属矿、钢铁行业受下游需求偏弱影响，价格有所回落，其中钢铁价格同比增速转为负值。前三季度PPI-CPI剪刀差转负，价格上涨由上游逐步向下游传导，中下游企业成本端压力有所缓解，盈利情况有望改善。

图12. PPI-CPI 剪刀差情况



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图13. 主要行业 PPI 累计同比增长情况



汇率方面，2022 年前三季度人民币对美元即期汇率先升后贬。具体来看，上半年人民币对美元即期汇率先后经历了小幅震荡升值（年初至 2 月底）、持续快速贬值（3 月初至 5 月中旬）、窄幅震荡（5 月下旬至 6 月底）三个阶段⁴。进入第三季度，人民币对美元再次走弱，特别是 8 月中旬以来人民币对美元即期汇率经历了年内第二轮大幅快速贬值，由 8 月 12 日的 6.73 贬至 9 月末的 7.09，在 9 月 28 日更是一度贬至 7.25。本轮人民币对美元即期汇率急速贬值主要是由于三方面原因：一是美联储强势加息叠加美国经济基本面相对欧洲更强，以及俄乌冲突持续导致全球避险情绪不断上升，带动美元指数快速上行，再创 20 余年以来新高。二是国内疫情反复叠加极端高温干旱天气、电力供应紧张及房地产项目交付问题等因素影响，国内主要经济数据走弱，经济修复基础仍不稳固。三是中美货币政策分化加剧导致中美债利差倒挂程度持续加深，资本外流压力进一步加大。

图14. 人民币汇率走势



数据来源：中国外汇交易中心、Wind，联合资信整理

⁴限于篇幅，此处不再详细分析上半年人民币对美元即期汇率走势，请参阅《经济下行压力显著增大，稳增长政策需持续发力——宏观经济信用观察半年报（2022 年 6 月）》。

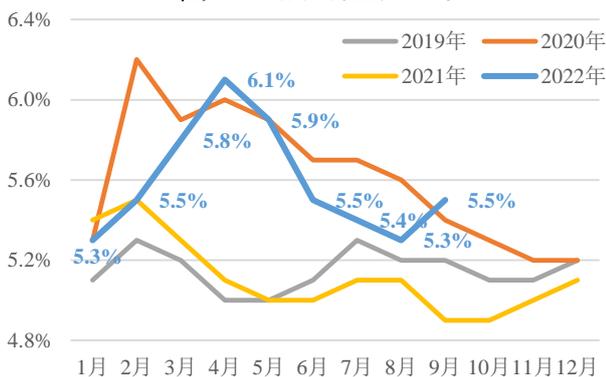
展望第四季度，短期内中美经济基本面错位导致的中美货币政策分化仍将继续，或致中美利差持续倒挂。同时，俄乌冲突升级加剧欧洲能源危机，使得欧洲经济前景进一步恶化，或将推动美元指数继续上行。此外，近期我国出口开始出现走弱迹象，疫情形势仍严峻复杂，国内经济恢复压力犹存。综上所述，短期内人民币对美元汇率预计将继续承压。但从中长期看，随着稳经济一揽子政策效果持续显现，我国经济有望回稳向上，助力人民币汇率保持基本稳定。

4. 就业：失业率高于上年同期水平，稳就业压力仍然较大

稳就业压力仍然较大。2022年前三季度，全国城镇调查失业率均值为5.59%，高于上年同期0.43个百分点。逐月来看，1—2月，全国就业形势总体稳定，城镇调查失业率接近上年同期水平，环比小幅上升主要是春节假期的影响，符合季节性变化规律；3—4月受国内局部疫情加重影响，就业压力较大，城镇调查失业率上升至4月的6.10%；5月以后疫情防控形势有所好转，一系列稳经济稳就业政策措施落地显效、复工复产加快，全国城镇调查失业率开始回落，降至8月的5.30%；9月受疫情多发散发影响，调查失业率反季节性上升至5.50%。

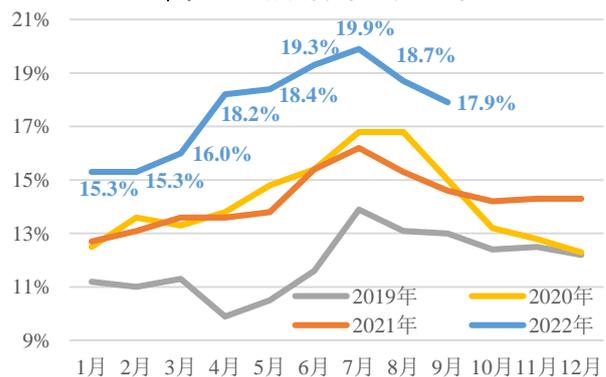
三季度重点群体就业形势有所改善。党中央、国务院高度关注重点群体就业工作，针对青年失业率较高的问题，深化离校未就业高校毕业生服务攻坚行动，持续实施青年专项技能培训计划、百万就业见习岗位募集计划等；针对农民工群体失业率波动较大的问题，不断完善农民工就业创业帮扶措施，大力实施以工代赈。8—9月，16—24岁青年人失业率连续2个月下降；外来农业户籍人员失业率从5月开始连续4个月回落，降至8月的5.00%，较4月的高点下降1.60个百分点。

图15. 城镇调查失业率



数据来源：国家统计局、Wind，联合资信整理

图16. 城镇青年人失业率



二、宏观信用环境

2022年前三季度，积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，叠加金融监管政策边际松动，推动社融总量显著扩张，但信贷结构出现分化，实体经济融资需求总体偏弱。一季度央行通过灵活开展公开市场

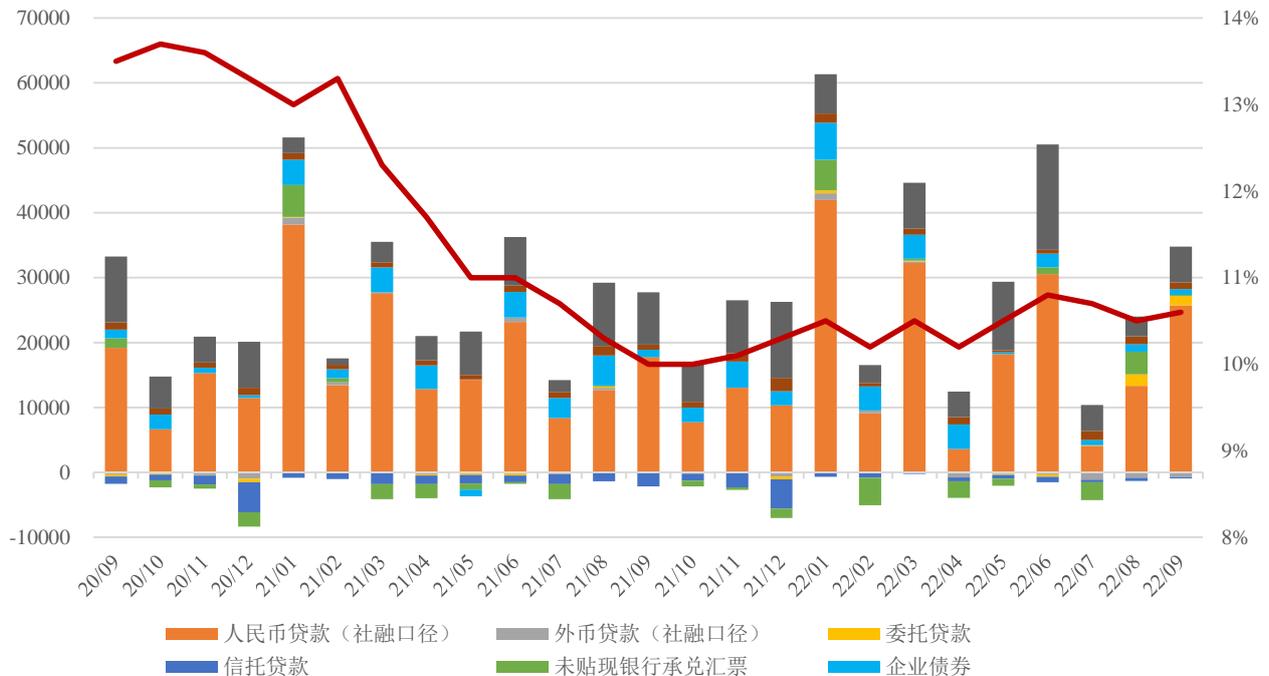
操作保持了市场流动性总体平稳；二季度以来，在财政政策和货币政策的支持下，叠加实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性总体较为宽松。央行继续健全市场化利率形成和传导机制，推动企业综合融资成本显著下降。

1. 社融规模扩张，信贷结构分化，企业债券融资节奏同比继续放缓

政府债券净融资、社融口径人民币信贷和表外融资推动社融规模显著扩张。2022 年前三季度新增社融规模 27.77 万亿元，同比多增 3.01 万亿元，其中 9 月份新增社融规模 3.53 万亿元，同比多增 6245 亿元；9 月末社融规模存量为 340.65 万亿元，同比增长 10.6%，增速较上月末高 0.1 个百分点。分项上看，今年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资、社融口径人民币贷款同比分别多增 1.5 万亿元、1.06 万亿元，是社融总量扩张的主要支撑因素。表外融资方面，受益于金融监管政策边际松动，委托贷款、信托贷款、未贴现银行承兑汇票同比分别多增 4440 亿元、少减 7456 亿元、少减 1337 亿元，亦对社融规模形成有效支撑。此外，非金融企业境内股票融资同比多增 596 亿元，对社融形成一定支撑。拖累项方面，社融口径外币贷款（折合人民币）、企业债券净融资同比分别多减 4748 亿元、少增 2413 亿元。

展望第四季度，稳经济一揽子政策将持续发力，特别是随着准财政增量政策工具落地生效、5000 多亿元专项债结存限额在 10 月集中发行、央行重启抵押补充贷款（PSL）投放并新设 2000 亿元以上设备更新改造专项再贷款，以及房地产维稳系列政策陆续落地，基建、制造业领域的融资需求有望继续增长，房地产领域的信贷需求也有望回暖，从而对社融规模扩张形成有力支撑。

图 17. 社融存量增速和增量结构（亿元）



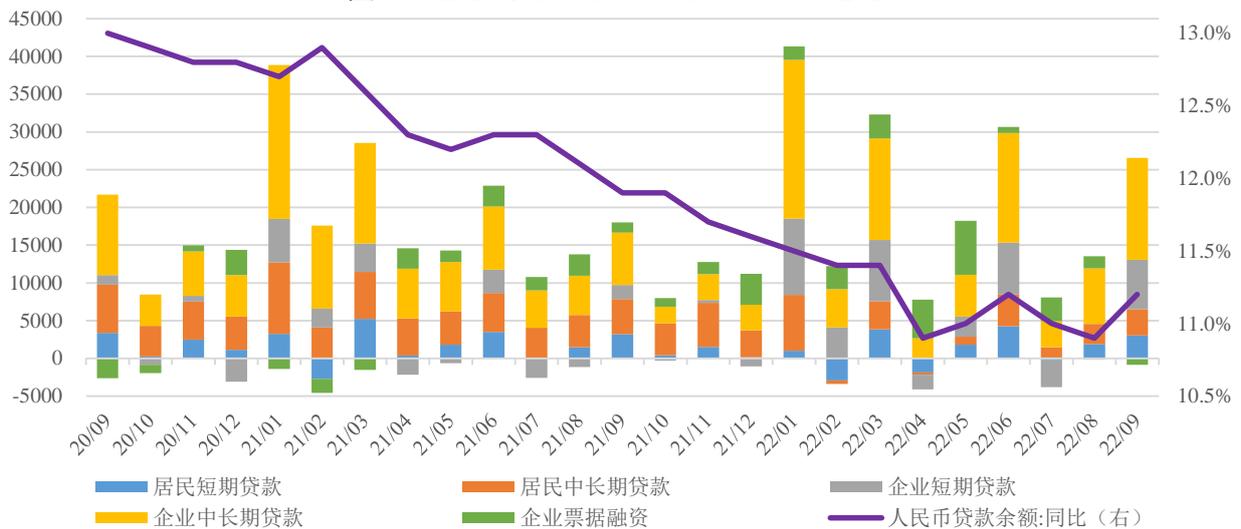
数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

信贷总量扩张，结构分化，实体经济融资需求偏弱。2022 年前三季度金融机构口径人民币贷款增加

18.08 万亿元，同比多增 1.36 万亿元，其中 9 月份金融机构口径人民币贷款增加 2.47 万亿元，同比多增 8108 亿元；9 月末金融机构口径人民币贷款余额 210.76 万亿元，同比增长 11.2%，增速比上月末高 0.3 个百分点。结构上看，前三季度居民短期、中长期贷款新增规模同比分别少增 5400 亿元、2.4 万亿元，反映出居民消费和购房贷款需求依旧较弱，仍需政策持续加力。企业短期贷款、中长期贷款和票据融资同比分别多增 2.24 万亿元、3200 亿元和 1.69 万亿元，贷款结构短期化特征依旧明显，但在近期一系列稳增长增量政策工具的支持下企业长期贷款需求边际有所改善。

展望第四季度，随着基建和制造业领域增量政策工具落地生效，预计将带动企业中长期贷款持续增长。对于房地产行业，9 月底以来央行等四部委陆续发布多项房地产宽松政策，但在“房住不炒”的政策总基调下，上述宽松政策更多在于“托市”而非“举市”，因此，预计房地产领域信贷将边际回暖但难言大幅增长。对于居民消费，在收入和预期有效改善前，短期内居民消费意愿预计将持续偏弱。综上所述，第四季度信贷总量有望继续回升，但信贷结构或将延续分化态势，居民消费和购房信贷需求或继续低位徘徊。

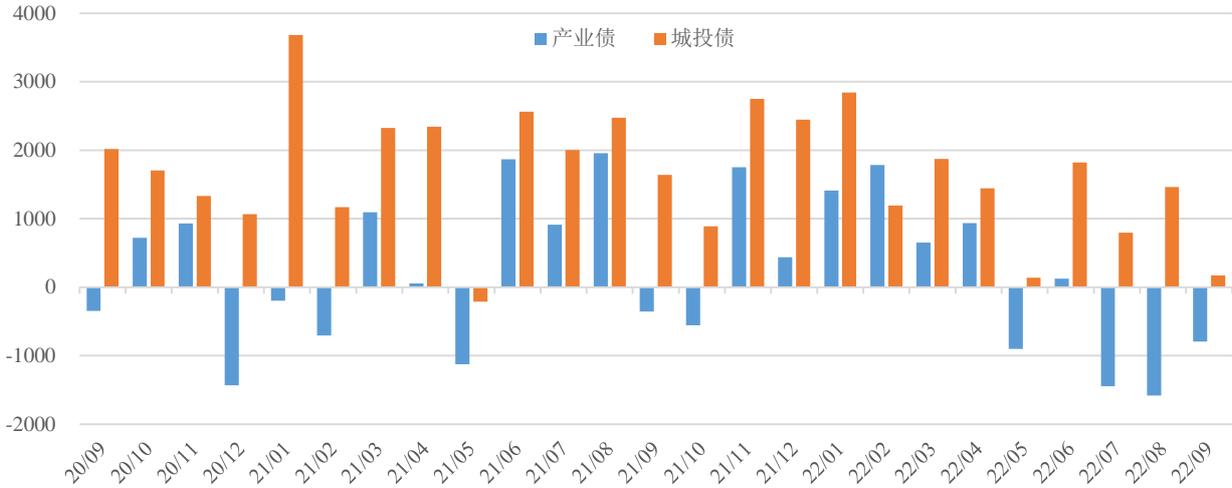
图18. 金融机构新增人民币贷款结构（亿元）



数据来源：中国人民银行、Wind，联合资信整理

企业债券融资节奏同比继续放缓。前三季度，社融口径企业债券净融资同比少增 2413 亿元，9 月同比少增 524 亿元，企业债券融资节奏同比继续放缓。根据 Wind 口径，企业债券融资呈现以下特征：**从概念板块看**，2022 年前三季度产业债和城投债净融资规模均大幅收缩，其中产业债净融资额 184.08 亿元，同比少增 3329.57 亿元；城投债净融资额 1.17 万亿元，同比少增 6249.92 亿元。9 月份产业债净融资额-794.86 亿元，同比多减 440.41 亿元；城投债净融资额 169.54 亿元，同比少增 1471.69 亿元。**从企业性质看**，前三季度国企债净融资额 3.22 万亿元，同比少增 1.68 万亿元，民企债净融资额-515.07 亿元，同比少减 521.04 亿元。9 月份国企债净融资额 5372.81 亿元，同比多增 1969.34 亿元；民企债净融资额-35.43 亿元，同比少减 517.15 亿元。**从区域结构看**，前三季度广东、甘肃、贵州、辽宁、天津等 12 省市企业债券融资规模呈收缩态势，其中 9 月份内蒙古、福建、贵州、天津、云南等 15 省市企业债券融资规模呈收缩态势。

图19. 产业债和城投债净融资额（亿元）



注：城投债为 Wind 口径

图20. 国有企业净融资额（亿元）

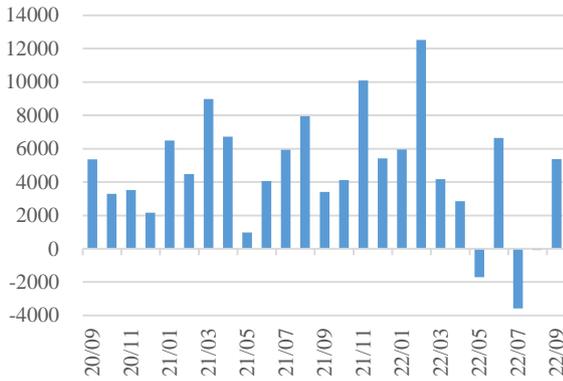
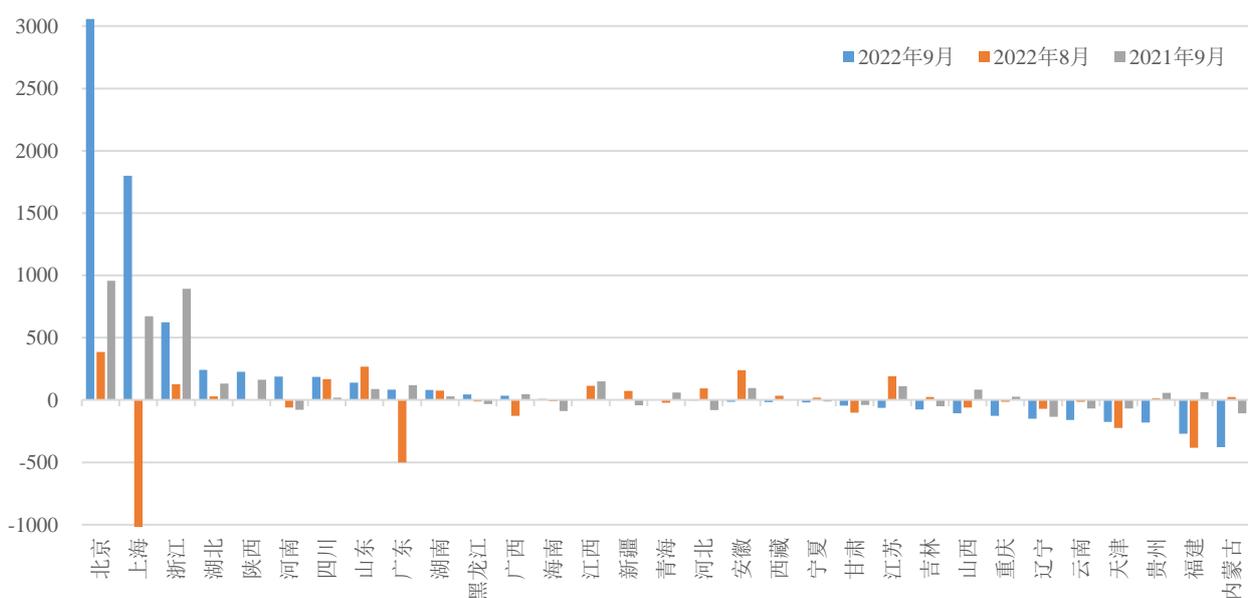


图21. 民营企业净融资额（亿元）



图22. 31省市信用债净融资额（亿元）



数据来源：Wind，联合资信整理

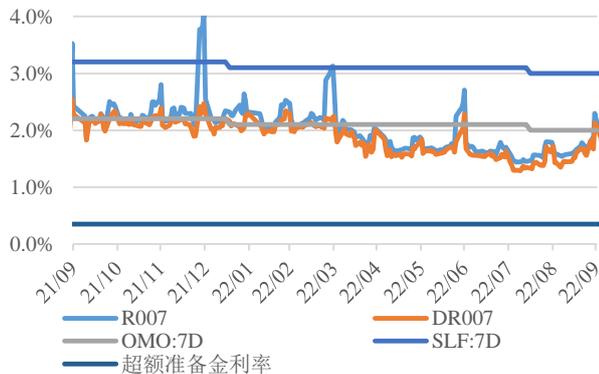
2. 市场流动性总体宽松，企业综合融资成本显著下降

市场流动性总体宽松。一季度，央行通过灵活开展公开市场操作有效熨平了春节假期、财政收支及政府债发行等因素导致的短期资金面扰动，保持了银行体系流动性总体平稳，DR007 等短期市场利率围绕政策利率中枢小幅波动。二季度以来，受央行下调准备金率、向中央财政上缴结存利润，财政部加快增值税留抵退税进度、加大财政支出稳增长力度等因素影响，加之实体经济融资需求持续偏弱，银行间市场流动性较为宽松，DR007 等短期市场利率显著低于政策利率中枢。9 月底受跨季因素影响，市场流动性出现暂时性收敛，带动 DR007 等短期市场利率小幅高于政策利率中枢。

企业综合融资成本显著下降。今年以来，央行继续健全市场化利率形成和传导机制，推动降低企业综合融资成本。前三季度，央行先后两次累计下调 1 年期 MLF 和 7 天逆回购利率各 20 个基点，带动 1 年期和 5 年期 LPR 累计分别下行 15 个和 35 个基点；指导利率自律机制建立存款利率市场化调整机制，加强存款利率监管，以提升银行存款利率市场化定价能力，稳定银行负债成本，推动降低实际贷款利率。受此影响，公司债、企业债和中期票据发行成本明显下降。数据显示，今年 9 月公司债、企业债和中期票据发行加权平均票面利率分别为 3.10%、3.88%、3.14%，较上年年末分别下降 59 个、64 个、77 个基点。

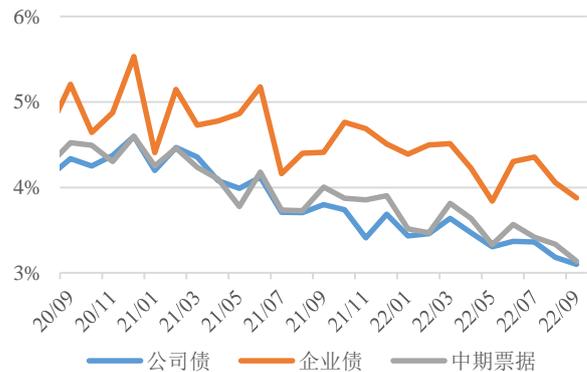
展望第四季度，央行货币政策委员会第三季度例会表示“进一步疏通货币政策传导机制，保持流动性合理充裕；完善市场化利率形成和传导机制，推动降低企业综合融资成本”，预计市场流动性仍将维持中性偏松，企业综合融资成本将继续稳中有降。

图23. 市场利率变化趋势



数据来源：Wind，联合资信整理

图24. 债券发行加权平均票面利率变化趋势



三、宏观政策环境⁵

2022 年上半年，受国内疫情冲击超预期、国际环境日趋复杂严峻影响，我国经济下行压力持续加大。

⁵限于篇幅，此处不再赘述上半年主要宏观政策，请参阅《经济下行压力显著增大，稳增长政策需持续发力——宏观经济信用观察半年报（2022 年 6 月）》。

党中央、国务院审时度势，果断加大宏观政策实施力度，及时出台稳经济一揽子政策，高效统筹疫情防控和经济社会发展，着力稳住经济大盘。三季度以来，面对经济运行面临的一些突出矛盾和问题，党中央、国务院坚持稳中求进总基调，在落实好稳经济一揽子政策的同时，再实施 19 项接续政策，多措并举稳外资稳外贸，提振房地产市场信心。出台工业、能源、城乡建设领域碳达峰碳中和基础性制度文件，以及科技支撑碳达峰碳中和实施方案，进一步完善碳达峰碳中和“1+N”政策体系。

1. 稳中求进，积极作为，落实好稳经济一揽子政策和接续政策

7月28日，中共中央政治局会议分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，力争实现最好结果。宏观政策要在扩大需求上积极作为，要全方位守住安全底线，以改革开放为经济发展增动力，扎实做好民生保障工作，充分调动各方面积极性。8月24日，国务院常务会议部署 19 项稳经济一揽子政策的接续政策措施，主要包括：在 3000 亿元政策性开发性金融工具已落到项目的基础上，再增加 3000 亿元以上额度；依法用好 5000 多亿元专项债地方结存限额，10 月底前发行完毕；核准开工一批条件成熟的基础设施等项目，项目要有效益、保证质量；出台措施支持民营企业发展和投资，促进平台经济健康持续发展；允许地方“一城一策”灵活运用信贷等政策，合理支持刚性和改善性住房需求；对一批行政事业性收费缓缴一个季度，鼓励地方设立中小微企业和个体工商户贷款风险补偿基金；支持中央发电企业等发行 2000 亿元能源保供特别债，在今年已发放 300 亿元农资补贴基础上再发放 100 亿元；持续抓好物流保通保畅。9月28日，李克强主持召开稳经济大盘四季度工作推进会议，强调围绕重点工作狠抓政策落实，继续实施好稳经济一揽子政策和接续政策，注重用好政策性开发性金融工具和专项再贷款、财政贴息两项重要政策工具。同时，依法依规提前下达明年专项债部分限额。支持刚性和改善性住房需求，实施好保交楼政策。

2. 多措并举进一步稳外贸稳外资，释放增长潜力

9月13日，国务院常务会议部署进一步稳外贸稳外资举措。一是支持保订单拓市场。强化外贸企业用能、用工、物流等保障，必要时全力予以支持，确保履约。把外贸发展专项资金加快用到位。加强出境参展、商洽等服务保障。二是推动外贸新业态更大发展，抓紧新设一批跨境电商综合试验区等，更大力度支持海外仓建设。三是提升港口集疏运和境内运输效率，确保进出口货物快转快运。保障产业链供应链稳定。持续清理口岸服务不合理收费。四是强化要素保障，推动一批重点外资项目尽快落地。进一步便利外企商务、技术人员及家属出入境。五是压实外贸外资大省责任，更好发挥挑大梁作用，有关部门要加强协调和服务。9月27日，商务部印发《支持外贸稳定发展若干政策措施》，从保生产保履约，支持优势产品开拓国际市场，进一步发挥跨境电商稳外资的作用、促进贸易便利化等六个方面对加力稳定外贸做出工作安排，为外贸企业纾困、解难、助力。9月29日，国家发展改革委表示，下一步将和各部门、各地方一道，切实落实稳外资的各项政策措施。一是加紧出台 2022 年版《鼓励外商投资产业目录》，二是出台制造业引资专项政策，三是推进重大外资项目落地实施，四是加强外商投资服务。

3. 出台房地产支持政策组合拳，提振房地产市场信心

9月29—30日，央行等四部委接连发布三项房地产支持政策，向市场释放稳地产积极信号。9月29日，央行、银保监会发布通知，决定阶段性调整差别化住房信贷政策。对于2022年6-8月份新建商品住宅销售价格环比、同比均连续下降的城市，在2022年底前，**阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限**。符合上述条件的城市政府，可自主决定阶段性维持、下调或取消当地首套住房商业性个人住房贷款利率下限。9月30日，央行发布公告，决定自2022年10月1日起，**下调首套个人住房公积金贷款利率0.15个百分点**，5年以下（含5年）和5年以上利率分别调整为2.6%和3.1%。第二套个人住房公积金贷款利率政策保持不变，即5年以下（含5年）和5年以上利率分别不低于3.025%和3.575%。同日，财政部、税务总局发布公告，**对满足条件的居民换购住房予以个人所得税退税优惠**。自2022年10月1日至2023年12月31日，对出售自有住房并在现住房出售后1年内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。其中，新购住房金额大于或等于现住房转让金额的，全部退还已缴纳的个人所得税；新购住房金额小于现住房转让金额的，按新购住房金额占现住房转让金额的比例退还出售现住房已缴纳的个人所得税。

4. 工业、能源、城乡建设领域碳达峰碳中和基础性制度文件出台

7月13日，住建部、国家发改委联合印发《城乡建设领域碳达峰实施方案》。《方案》主要目标为：2030年前，城乡建设领域碳排放达到峰值；力争到2060年前，城乡建设方式全面实现绿色低碳转型，系统性变革全面实现，美好人居环境全面建成，城乡建设领域碳排放治理现代化全面实现，人民生活更加幸福。《方案》围绕建设绿色低碳城市、打造绿色低碳县城和乡村、强化保障措施等三方面提出十六条具体措施。8月1日，工信部、国家发改委、生态环境部联合印发《工业领域碳达峰实施方案》。《方案》总体目标：“十四五”期间筑牢工业领域碳达峰基础，重点行业二氧化碳排放强度明显下降；“十五五”期间基本建立以高效、绿色、循环、低碳为重要特征的现代工业体系，确保工业领域二氧化碳排在2030年前达峰。《方案》围绕工业领域碳达峰六大重点任务和两个重大行动，提出若干项具体政策措施并明确分工安排。10月9日，国家能源局印发《能源碳达峰碳中和标准化提升行动计划》。《计划》工作目标：到2025年，初步建立起较为完善、可有力支撑和引领能源绿色低碳转型的能源标准体系，有效推动能源绿色低碳转型、节能降碳、技术创新、产业链碳减排。到2030年，建立起结构优化、先进合理的能源标准体系，能源标准化有力支撑和保障能源领域碳达峰、碳中和。《计划》围绕六大重点任务提出若干项具体政策措施。

5. 出台《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》

8月18日，科技部等九部门联合印发《科技支撑碳达峰碳中和实施方案（2022—2030年）》。《方案》提出了科技支持碳达峰碳中和的十项具体行动：一是能源绿色低碳转型科技支撑行动；二是低碳与零碳工业流程再造技术突破行动；三是城乡建设与交通低碳零碳技术攻关行动；四是负碳及非二氧化碳温室气体

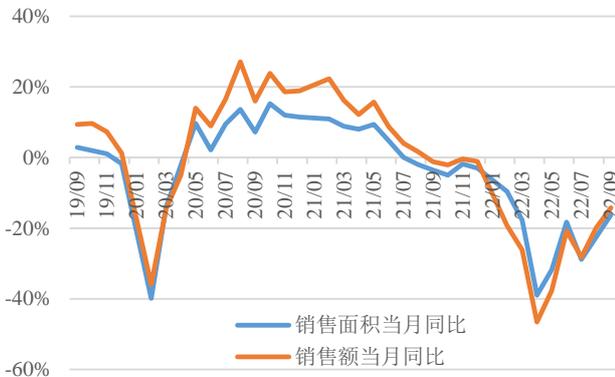
减排技术能力提升行动；五是前沿颠覆性低碳技术创新行动；六是低碳零碳技术示范行动；七是碳达峰碳中和管理决策支撑行动；八是碳达峰碳中和创新项目、基地、人才协同增效行动；九是绿色低碳科技企业培育与服务行动；十是碳达峰碳中和科技创新国际合作行动。在保障举措方面，科技部将从加强机制保障、加强碳中和技术跟踪监测、加强技术成果的产权保护等三方面做好《方案》的落实工作。《方案》将为2060年前实现碳中和目标做好技术研发储备，为全国科技界以及相关行业、领域、地方和企业开展碳达峰碳中和科技创新工作的开展起到指导作用。

四、行业信用风险观察

1. 房地产基本面仍处于深度调整阶段，信用风险需持续关注

房地产基本面仍处于深度调整阶段。2022年以来，多地适度放开限购限售、降低公积金使用门槛并提高公积金贷款额度、调降房贷利率、加快房贷审批节奏。在政策放松的背景下，5月开始房地产销售情况波动修复。但房地产投资端同比降幅持续扩大，房企的拿地能力以及意愿均不足，4月以来新开工面积同比降幅持续在40%以上，基本处于历史最低水平，尚未出现转暖迹象。而在“保交楼”的推动下，房地产项目复工完工加快，竣工端出现改善，同比降幅大幅收窄。

图25. 房地产销售情况



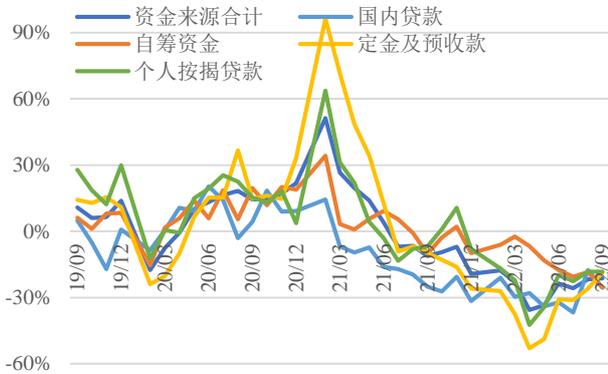
注：2021年数据为两年平均增速

数据来源：Wind，联合资信整理

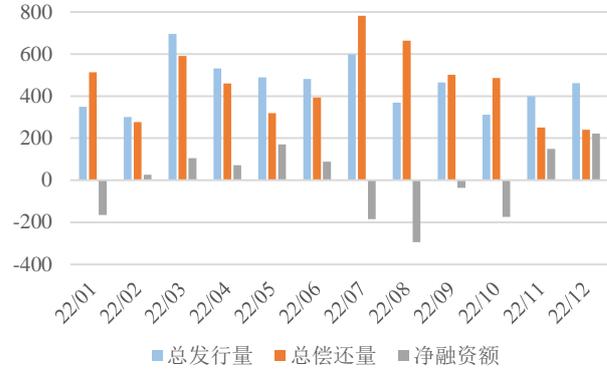
图26. 房屋新开工、竣工情况



房企资金面压力持续存在，信用风险需持续关注。从房地产资金面来看，2022年前三季度房地产企业到位资金11.43万亿元，同比下降24.50%，降幅较上半年收窄0.80个百分点；9月到位资金同比降幅收窄至21.27%，资金面压力仍然较大。尽管房地产行业度过了今年7-8月的偿债高峰期，偿还压力逐步减弱，但考虑到“房住不炒”仍为主基调，政策以维稳及托底为主，地产销售端仍在筑底，部分出险房企销售恢复面临较大困难，且境内融资环境尚未回暖，除部分国企和少数优质民营房企外，大部分房企尚不能实现“借新还旧”，年内到期债务规模较高、销售恢复缓慢、融资渠道不畅的房企信用风险值得关注。

图27. 房地产资金来源当月同比增速情况


数据来源：Wind，联合资信整理

图28. 房地产行业债券净融资情况（亿元）


注：2022年11-12月发行数据用上年同期估算

2. 涉房企业再融资限制放松，有利于提升部分建筑、建材企业的资金实力

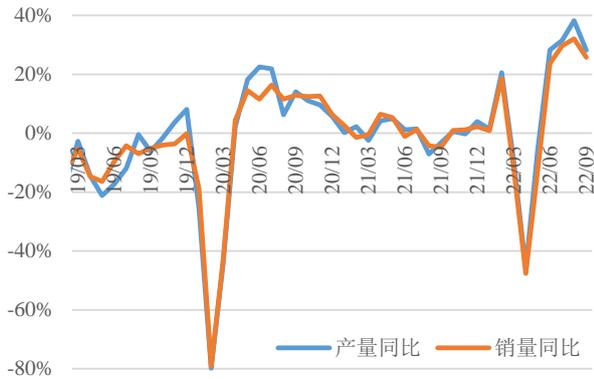
2018年10月《A股上市公司再融资审核知识问答文件》明确提出，为防止募集资金变相用于房地产业务，暂不推进审核存在房地产业务企业的再融资申请。而近日证监会对涉房企业的再融资限制出现放松：在确保股市融资不投向房地产业务的前提下，允许部分存在少量涉房业务但不以房地产为主业（最近一年一期房地产业务收入、利润等占比不超过10%）的企业在A股市场融资。

随着早前房地产市场的快速发展，多家建筑、建材企业均已涉及房地产开发业务，在股权融资受限的背景下，建筑行业以垫资为主的业务模式导致了行业高杠杆运行的特征，而高企的资产负债率也约束了企业进一步的规模扩张。当前对于涉房业务企业再融资限制的放松，一方面有利于部分企业加快股权融资节奏，充裕企业资金；另一方面杠杆水平的降低也重新拓展了债务融资的空间，减弱资产负债率高企的约束，有利于拓宽企业的融资渠道、提升企业的资金实力。

3. 新能源车企布局保险赛道，拓展汽车售后业务面临新的挑战

2022年上半年受疫情、成本上涨等影响汽车产业供需两端以及成本压力均较大，三季度汽车行业景气度明显回升。2022年前三季度，汽车产销分别完成1963.20、1947万辆，分别由上半年的同比下降3.70%、6.60%转为增长7.40%、4.40%。三季度汽车市场景气度较高，生产、零售、出口均实现较快增长，主要受上年同期低基数、车辆购置税优惠政策举措逐步显现效果、车市促销力度保持高位，主流车企优惠活动力度加大等因素影响。

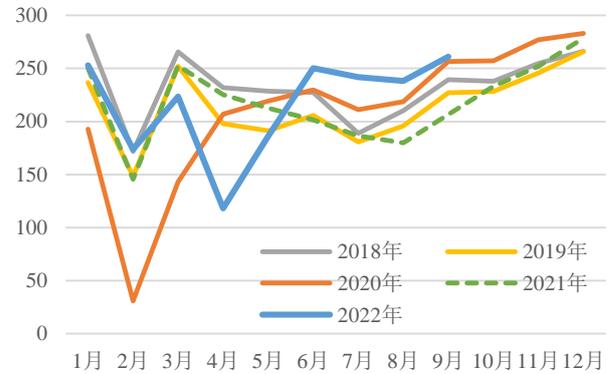
图29. 汽车产销量当月同比增速情况



注：2021 年数据为两年平均增速

数据来源：中国汽车工业协会，Wind，联合资信整理

图30. 汽车销量季节性图（万辆）



新能源车企布局保险赛道，拓展汽车售后业务的同时也面临新的挑战。2022 年以来，国内四家汽车制造企业通过设立或者收购保险中介公司，涉足保险业务。而在此之前，特斯拉在 2020 年 8 月就已涉足保险经纪领域。新能源车企开发车险业务，一方面是由于新能源车更新换代速度较快、维修费用较高、安全性能尚待提高，导致新能源车出险率和赔付率高，较高的保费价格可能为新能源车企带来可观的利润，同时由于汽车售后服务市场的利润率远高于汽车生产制造环节，因此新能源车企通过拓展更多的汽车售后、理赔维修等服务体系，也有助于为企业带来新的利润点。另一方面，车企也面临着牌照审批与合规、车险系统研发成本高、缺乏保险业务运营经验、理赔服务建设周期长等方面的挑战。

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.