

## 中华人民共和国 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：杜凌轩 lxdu@ccxi.com.cn

项目组成员：张晶鑫 jxzhang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 11 月 26 日

## 中国 – AA<sub>g</sub><sup>+</sup> / 稳定

**评级观点：**中诚信国际维持中华人民共和国（以下简称“中国”）主权信用等级为 AA<sub>g</sub><sup>+</sup>，评级展望为稳定。中诚信国际肯定了中国庞大的经济规模、多元化的经济结构、由中国基本的政治制度及较高的政府效能所支撑的很强的制度实力、相对较低的显性债务规模及较强的债务负担能力、充裕的外汇储备对当前信用级别的有力支撑。但同时关注到宏观杠杆率及隐性债务规模的快速上升、大国博弈背景下不断演变的地缘政治风险对主权信用构成的下行压力。

### 概况数据

	2018	2019	2020	2021F
实际 GDP 增长率 (%)	6.8	5.9	2.3	8.1
通货膨胀率 (CPI, %)	1.8	4.5	0.2	2.0
一般政府财政余额/GDP (%)	-2.6	-2.8	-3.7	-3.0
一般政府债务/GDP (%)	36.3	38.6	45.8	45.6
一般政府利息支出/政府收入 (%)	4.0	4.4	5.4	6.3
(经常账户余额+净 FDI)/GDP (%)	0.9	1.1	2.6	2.9

### 正面

- **中国经济规模庞大、经济结构多元，2020 年中国是全球唯一实现正增长的主要经济体。**成功的防疫及有效的逆周期调控措施使 2020 年中国经济维持增长态势，GDP 同比增长 2.3%，GDP 总量超 14.7 万亿美元。
- **中国政府尤其是中央政府的显性债务水平仍相对较低，且较高的国内储蓄率支撑较强债务负担能力。**2020 年末，中国一般政府债务水平/GDP 为 45.8%，中国显性负债率在同级别国家中处于较低水平。
- **中国外汇储备充裕且对短期外债的覆盖率较高。**受益于出口超预期的“错峰增长”及旅游支出下降，2020 年中国经常账户余额占 GDP 比重增至 1.9%。中国对外部融资的依赖程度较低，2020 年末中国短期外债占外汇储备比重为 40.9%。
- **中国的基本政治制度及执政党很强的领导能力确保了政治环境的长期稳定及较高的政府效能。**中国制度实力很强，国内政治局势长期稳定，且执政党具备坚实的社会基础。受益于此，自 2020 年年中以来，中国国内疫情感染率持续维持在极低水平，助力经济迅速复苏。

### 评级历史关键信息

中华人民共和国	
主体评级	评级时间
AA <sub>g</sub> <sup>+</sup> /稳定	2020/04/20
AA <sub>g</sub> <sup>+</sup> /稳定	2019/09/27
AA <sub>g</sub> <sup>+</sup> /稳定	2017/07/25

### 关注

- **逆周期调控政策的实施致使中国杠杆率上扬，隐性债务规模进一步提高，需关注隐性债务风险。**2020 年中国宽货币、宽信用的“稳增长政策”推动了杠杆率的快速上行，创历史新高的城投债的发行致使以融资平台为主要载体的隐性债务增速反弹。2020 年中国隐性债务的估算规模约为 45.4~51.6 万亿，隐性债务风险较为突出。
- **大国博弈背景下不断演变的地缘政治风险。**尽管中美关系短期呈现出一些积极变化，但两者相互制衡的格局并未发生根本改变，中美关系发展的不确定性将长期影响中国的地缘政治风险；尽管短期内爆发地缘冲突的可能性很低，但中国与美国及其传统盟友之间的关系发展仍存较大不确定性，并从贸易关系上对中国的供应链、出口及制造业投资等构成持续的潜在威胁。

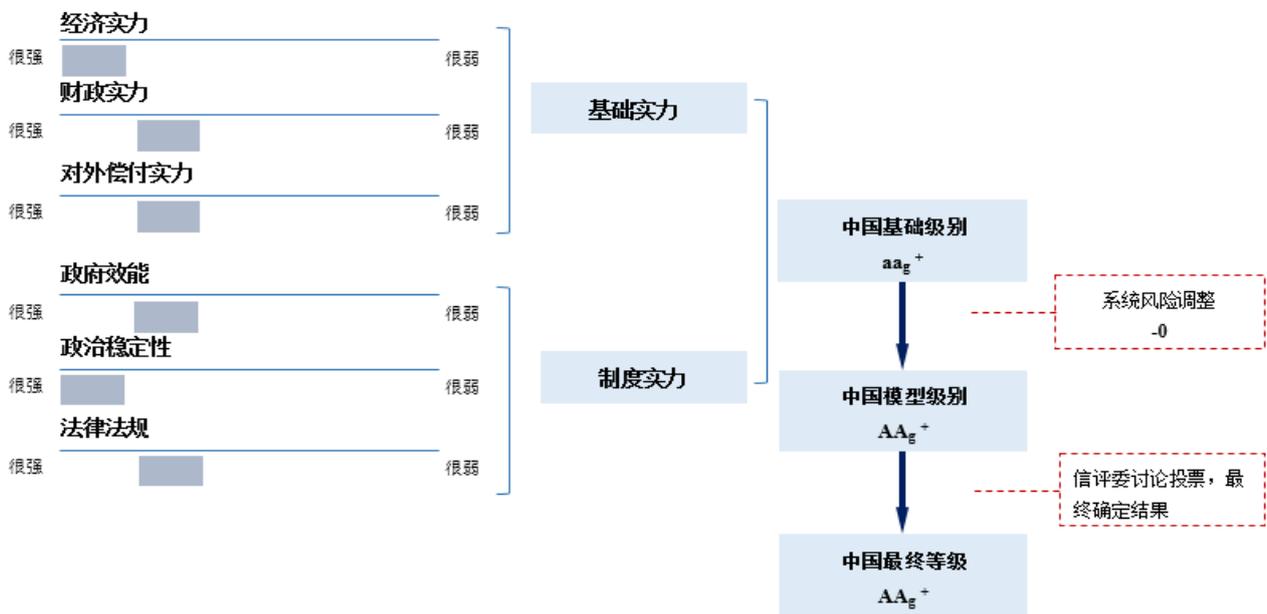
### 评级展望

- 中诚信国际认为，中国主权信用水平在未来 12~18 个月内将维持稳定。中国经济基本面向好，经济稳步复苏及政策向常态化回归也将缓冲杠杆率持续上升的风险。
- **可能触发评级上调因素。**若有迹象表明中国有效推进结构性改革、在保持宏观杠杆率稳定的情况下经济得以实现稳健和可持续的增长，地缘政治风险显著下降，控制腐败的能力显著增强，中诚信国际将考虑上调中国的主权信用评级。
- **可能触发评级下调因素。**若中国的结构性改革无法正常推进，杠杆率及隐性债务规模显著且急速持续上行，国企普遍陷入财务困境，或经济增长意外停滞，社会制度及长期稳定的政治局势发生重大不利变动，中诚信国际将考虑下调中国的主权信用评级。

比较表

2020 年部分国家指标							
国家	级别	名义 GDP (万亿美元)	人均 GDP (万美元)	实际 GDP 增长率 (%)	一般政府财政余额 /GDP (%)	一般政府债务 /GDP (%)	(经常账户余额+净 FDI) /GDP (%)
中国	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	14.72	1.05	2.3	-3.7	45.8	2.6
澳大利亚	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	1.36	5.27	-2.5	-7.3	51.0	5.1
加拿大	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	1.64	4.33	-5.4	-10.6	104.4	-3.4
荷兰	AA <sub>g</sub> <sup>+</sup>	0.91	5.23	-3.7	-4.3	54.5	12.3

评级模型



## 主权评级观点

### 基础实力

#### 经济实力

**中国的经济实力很强，得益于成功的防疫措施及有效的逆周期调控政策，2020年中国成为引领全球经济复苏的主导力量。2021年以来中国经济延续复苏态势，但供需两端均有制约经济复苏的因素**

2020年，新冠疫情及严格的防疫措施致使中国经济在短期内遭受重大冲击，一季度GDP同比下降6.8%。因疫情随后得到有效控制且刺激政策效果显现，中国自二季度以来实现经济复苏，全年GDP同比增长2.3%，并成为2020年全球唯一实现正增长的主要经济体，GDP总量达到约14.72万亿美元。然而，供需两端复苏均较不均衡。生产端方面，尽管工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，但服务业复苏相对较为缓慢<sup>1</sup>；需求端方面，房地产投资及出口是2020年中国经济增长的主要推动力。商品房市场的快速回暖带动房地产投资增长7.0%，同时受防疫物资出口及率先复工复产的驱动，下半年出口高速增长，全年外贸出口额同比增长3.6%。但相较而言，由于受市场因素制约较大，居民消费改善有限。疫情致使居民收入增速大幅放缓、居民消费倾向有所下降，且消费需求恢复相对较慢，2020年社会消费品零售总额同比下降3.9%。

2021年上半年，在低基数影响下中国GDP增速达12.7%，其中二季度同比增长7.9%，两年复合增速比一季度加快0.5个百分点至5.5%，经济延续复苏态势但尚未恢复至疫情前水平且复苏仍不均衡。从需求端来看，受房企加快竣工回笼资金影响，房地产投资仍是支撑上半年投资复苏的主要驱动因素，而基建投资的复苏态势一定程度上受制于政府部门去杠杆的约束；出口受全球经济广泛复苏支撑增势不减，但居民消费的反弹仍受到收入结构进

一步分化及房产购置需求对其他消费需求构成挤出等多重因素的制约，上半年投资及消费均未恢复至疫情前水平<sup>2</sup>。

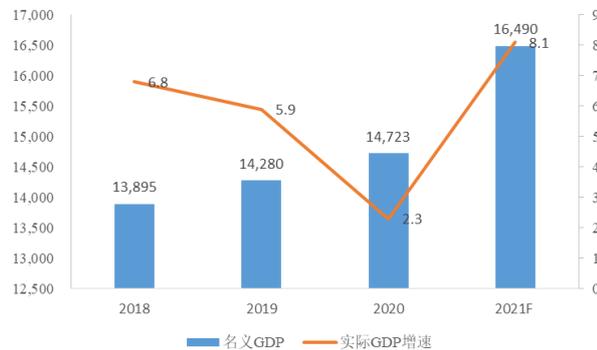
展望2021年全年，尽管上半年经济复苏中存在多重不平衡的结构性问题，但中国经济基本面向好，经济规模庞大且经济结构多元，下半年地方政府专项债的加快发行将为需求的复苏提供一定支撑。今年以来中国零星爆发的疫情通过局部封锁和大规模的核酸检测得到了快速遏制，反映出目前中国有能力在避免对经济产生重大影响的情况下控制疫情，预期消费也有望平稳复苏；另外，当前欧美国家消费反弹幅度较大，加之东南亚国家疫情反复，将对下半年出口构成延续支撑，整体预期2021年中国GDP增长8.1%。但与此同时，仍需关注内外外部不确定性因素对经济复苏的影响。外部环境方面，尽管全球需求复苏强劲，但一些行业面临的供应链瓶颈及各国差异化应对疫情下物流运输的压力对供给端的复苏产生挑战。同时，大国博弈背景下中国与西方国家的局部缓和与冲突并存；而国内方面，“三道红线”等收紧房地产融资的政策倒逼房企去杠杆降负债，房屋新开工面积和土地购置面积处于下滑区间，投资增速或因房地产投资回落而承压。另外，在上游原材料价格上涨、终端需求修复受限的背景下，大宗商品价格上涨及受“双碳”目标制约下实行的局部“限电”，或将挤压企业利润并影响经济复苏。

<sup>1</sup> 2020年规模以上工业生产增长2.8%，第三产业增加值增长2.1%。

<sup>2</sup> 2021年上半年全国固定资产投资同比增长12.6%，两年复合增长4.4%，仍显著低于疫情前2019年5.8%的同比增速；上半年社会消费品零售总

额同比增长23.0%，两年复合增长4.4%，但仅有疫情前8%以上增速水平的一半左右。

图 1：2018~2021 年中国名义 GDP 及经济增速（十亿美元，%）



资料来源：世界银行，中诚信国际整理

## 财政实力

**中国政府财政实力较强，尽管受实施逆周期调控措施影响，2020 年政府部门杠杆率上扬，但显性债务规模仍适中，债务偿付能力处于较高水平，显性债务风险可控。但需持续关注经济下行压力下、及地方收支压力不减下较突出的隐性债务风险**

2020 年，为应对疫情下经济放缓的冲击，中国政府加码积极的财政政策，赤字率最终提高至 3.7%，同时受发行 1 万亿元抗疫特别国债、将新增地方专项债额度增至 3.75 万亿元影响，年末政府显性债务负担率提高 7.2 个百分点至 45.8%；2021 年，在经济复苏及疫情常态化发展的预期下，财政对冲风险的压力较去年有所降低，中国政府将赤字率目标设定为 3.2%，同时不再发行抗疫特别国债、并缩减新增地方政府债务限额。尽管财政政策较去年有所收紧，但这一刺激力度仍超疫情前，赤字率目标仍在 3% 以上，将对经济复苏起到一定支撑作用，同时也有保留了一定的调整空间。而债务负担方面，结合经济复苏预期、中国政府反复提出的“政府杠杆率要有所降低”的管理要求及今年以来有所微调的新增地方政府债务限额，预期 2021 年中国政府显性债务负担率将小幅降至 45.6%，中国的显性债务规模特别是中央政府的债务规模在同

级别国家中处于较低水平，且政府债务中外币债务占比较低，显性债务风险可控；同时，较高的储蓄率也为债务偿还提供了强有力的支撑，且受益于便捷的融资渠道，2020 年以前中国一般政府债务利息支出/财政收入始终维持在 5% 以下的水平。

隐性债务方面，2020 年在宽松的信用环境下，创历史新高的城投债的发行带动了以融资平台为主要载体的隐性债务增速反弹，根据中诚信国际的估算<sup>3</sup>，2020 年中国隐性债务同比增长超 13 个百分点，估算规模约为 45.4~51.6 万亿，隐性债务规模较大。在隐性债务风险化解方面，尽管中国对地方政府隐性债务新增保持严监管的态势，通过启动建制县隐性债务化解试点等方式推进隐性债务显性化，部分地区已制定了中长期的财政整顿方案即化解隐性债务存量的方案，但鉴于目前其主要实践方案仍主要以安排财政资金偿还为主，因此最终仍归结为地方政府的收支压力。2021 年以来，尽管经济持续复苏，但受土地出让收紧、持续推进减税降费等因素影响，地方财政收支压力不减，对减少隐性债务规模提供的支撑力有限，隐性债务风险较大，需对此保持高度关注。

图 2：2018~2021 年中国财政情况（%）



资料来源：中国人民银行，中诚信国际整理

## 对外偿付

直接政府性债务的部分；口径三：纯平台（在此中诚信将只承担融资功能而没有投资和经营功能的融资平台称为纯平台）有息债务（仅发债口径）+准平台其他应收款（仅发债口径）+政府付费型 PPP 投资落地额+抵押补充贷款余额（PSL）-纳入政府性债务的部分。

<sup>3</sup> 根据数据的可得性，中诚信国际对隐性债务的测算从三个角度考虑：口径一：融资平台贷款+融资平台存量债券+融资平台非标+政府付费型 PPP 投资落地（假设与融资平台不重合）+抵押补充贷款余额（PSL）-纳入直接政府性债务的部分；口径二：融资平台有息债务（仅发债口径）+PPP 相关（假设与融资平台不重合）+抵押补充贷款余额（PSL）-纳入

**受出口超预期“错峰增长”及服务贸易逆差显著收窄影响，2020年中国经常账户顺差同比有所扩大，同时中国经济较快复苏带动净FDI进一步增加；2021年变异病毒对东南亚产能复苏的冲击延缓了中国出口份额下降的压力，加之中国出口结构及地区多元，与长期稳定且充足的外汇储备共同支撑了较强的对外偿付实力**

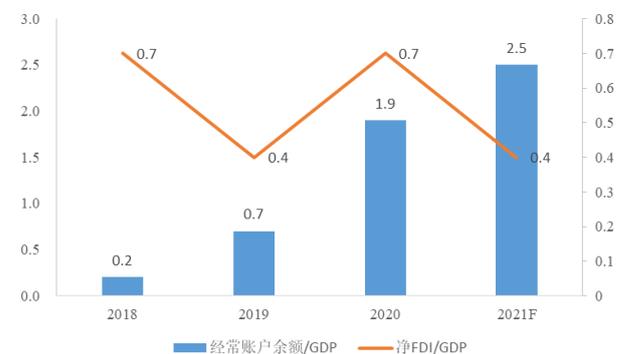
中国常年维持经常账户顺差，但受经济结构调整影响，近年来其经常账户顺差与GDP的比重逐渐由2007年9.9%收窄至2%以内。2020年，受益于二季度起产能的率先恢复及贸易结构多元化，中国防疫物资及与“宅经济”相关的产品出口显著增加，加之进口成本因国际大宗商品价格回落而有所降低，致使2020年中国货物贸易顺差较2019年显著增长31%；同时，由于疫情蔓延下跨境出行受限使得服务贸易逆差大幅收窄44%，进而推动年末经常账户顺差占GDP的比重由上年末的0.7%增至1.9%；直接投资方面，受境外疫情广泛蔓延影响，2020年中国对外直接投资同比下降20%，但受益于中国对疫情的较好防控及经济迅速复苏的支撑，年内外商直接投资同比增长14%，进而带动净FDI占GDP的比重由上年的0.4%增至0.7%。

2021年上半年，除低基数效应以外，欧美经济体的广泛复苏支撑了出口需求，而东南亚地区疫情反复下供给产能的削弱，则在一定程度上缓冲了中国出口市场份额下降的压力；加之服务贸易逆差因跨境限制及中国运输收入提升同比继续收窄，整体对经常账户顺差予以支撑，2021年6月末中国经常账户顺差占GDP的比重为1.5%。同时，中国经济的稳定复苏及内需市场的逐步恢复对外资继续保持较大的吸引力，NIIP也继续保持在较高水平<sup>4</sup>。

尽管受下半年高基数效应影响，出口增速将有所回落，但秋冬季节疫情不确定性的加大或在一定程度上保障中国错峰增长效应的延续，全年出口仍将体现出一定韧性，加之服务贸易逆差难以在短期

内恢复至疫情前水平，预计2021年中国经常账户占GDP比重为2.5%；长期来看，尽管贸易摩擦的复杂化及各国对产业链本土化和区域化的加速实现对中国经常账户顺差产生一定的收窄压力，但中国出口市场相对多元，未来RECP等多个区域贸易协定的落地将有助于分散风险，同时充裕的外汇储备能够对外债偿还形成有力支撑。截至2020年末，中国外汇储备余额同比增长3.49%至32,165亿美元。中国对外部融资的依赖性较低，外债主要由国内企业和银行持有，规模相对较小，截至2020年末全口径（含本外币）外债余额为24,008亿美元，其中短期外债占比为54.8%，较上年下降4.1个百分点，短期外债/外汇储备的比重为40.93%；考虑到中国资本账户尚未完全开放，同时中国较高的利率水平、良好的发展前景仍对海外资本有较强的吸引力，资本外流风险总体可控。

图3：2018~2021年中国经常账户及直接投资情况（%）



资料来源：中国国家外汇管理局，中诚信国际整理

## 制度实力

**中国的制度实力很强，基本政治制度及执政党很强的领导能力确保了政治环境的长期稳定及较高的政府效能。2020年，尽管受到新冠疫情冲击，但在治理腐败方面仍取得进展**

中国政治制度完备、政治体系成熟且政府效率较高。政治稳定性方面，中国宪法确立的基本政治制度之一即中国共产党领导的多党合作和政治协

<sup>4</sup> 2021年上半年中国国际收支口径的直接投资净流入规模超过2020年全年，为1,213亿美元；截至2021年6月末，中国对外净资产为

19,860亿美元。

商制度，避免了两党制及多党制易引发的政治乱象与政治博弈，使得中国国内政治运行平稳，政治局势长期稳定，并在政策制定方面保持长久的连续性。另外，执政党具备的坚实的社会基础和强大的执政能力进一步支持了社会稳定，并保障了其长期执政的前景。尽管中国最先遭受新冠疫情的冲击，但得益于执政党强有力的领导力、国民对政府较高的支持率及防控防疫举措的有效实施，自 2020 年年中以来，中国国内的疫情感染率已持续维持在极低水平，并在避免实施大规模封锁措施的情况下支撑了经济复苏。

政府效能方面，一方面得益于政治稳定性、政府对基础设施建设的资金支持以及中国的人力成本等优势，伴随城镇化发展下强劲的基建需求，中国基建建设规模迅速增长，总体建设水平特别是铁路基础设施处于世界前列，基础设施完善性较高，但目前仍面临着融资来源由政府主导转向市场主导的挑战；而在政策有效性方面，疫情下政府所采取的包括减税降费、增加公共投资等财政政策、鼓励向中小企业放贷、降低不良贷款拨备覆盖率、推迟贷款支付等货币政策均在有效应对疫情方面发挥了关键作用。但在经济下行压力仍存的情况下，未来能否实现较好的政策平衡即能否在中长期持续发挥降杠杆的政策效力方面仍具有一定的不确定性。

法律法规方面，近年来伴随科技创新的内外部环境变化，中国持续推进产权保护的制度建设，2021 年中国发布了《知识产权强国建设纲要（2021~2035 年）》，进一步明确了中国知识产权保护的中长期目标。尽管相关基础制度持续完善，但在侵权惩罚力度及执行、个人产权保护意识强化、协调产权保护地区差异等方面仍有较大的发展空间。另外，尽管从数据上看，2020 年中国政府通报执纪审查的中管干部数量和省管干部数量有所下降<sup>5</sup>，但执纪审查人数仍较多，且伴随政府反腐败治理行动的推进，主动投案的腐败人员也有所增多。

<sup>5</sup> 2020 年，总计通报执纪审查中管干部 18 人（2019 年：20 人）；通报

同时，2020 年以来，中国陆续颁布实施包括《中华人民共和国公职人员政务处分法》等多项法律和党内法规，为监督和制约权力持续增加制度支撑，而随着国家检察体制改革的持续深入，腐败控制的水平或将持续提高。

## 系统风险

**尽管短期内中美关系出现积极变化，但两者相互制衡的格局并未发生根本改变，中美关系发展的不确定性仍是中国面临的主要地缘政治风险。伴随经济复苏，2021 年银行业盈利水平实现反弹，但受延期还本付息政策到期、房地产调控持续等影响，银行业在稳定资产质量方面仍面临一定的挑战**

从地缘政治风险来看，2021 年以来，伴随着两次中美元首通话、三场中美高官会晤，中美关系短期内呈现出一些积极变化，但这一阶段仍充斥着潜在抬高地缘风险的事件如美英澳三国组建三边安全伙伴关系（AUKUS）、华盛顿举办由美日印澳组成的“四方安全对话（Quad）”领导人峰会等。美国对华战略并未发生显著改变，短期缓和的持续性存疑，后疫情时期的逆全球化及政治局面的僵持尚未得到实质性的突破。尽管短期内爆发地缘冲突的可能性较低，但在主要经济体密集迎来政府更迭、且全球新冠疫情尚未彻底平息的阶段，中国与美国及其传统盟友之间的关系发展仍存较大不确定性，并从贸易关系上对中国的供应链、出口及制造业投资等方面构成持续的潜在威胁。

金融系统风险方面，2020 年，为支撑实体经济复苏所采取纾困措施及各银行拨备计提力度的普遍提高致使银行业盈利水平下滑，同时也使得银行业资产快速增加。尽管经济不确定性对不良贷款率带来上行压力，但主要受实施延期还本付息政策及下半年经济实现快速复苏影响，2020 年末中国商业银行不良贷款率较年初下降 0.02 个百分点至 1.84%；2021 年上半年，受经济持续复苏及货币政策逐渐正常化的支持，中国银行业盈利水平触底反

执纪审查的省管干部 391 人（2019 年：408 人）。

弹、商业银行不良贷款率略有下降<sup>6</sup>。但在经济下行压力仍存、纾困政策即将到期、实体经营压力较大的背景下，不良率仍有一定的上升压力，且相较之下区域性银行的风险敞口更大。而就“恒大事件”而言，由于恒大银行贷款规模占比有限且考虑到中国政府对金融系统较强的影响力，目前来看流动性风险很小。但其对房地产行业发展的长期影响及在房地产融资环境收紧下可能引发的其他房企实体的偿付危机将对不良率的控制及政府防范系统性金融风险的能力构成一定考验。

从 ESG 风险来看，中国 ESG 风险整体处于较低水平，其中环境风险处于中等水平、社会风险处于较低水平、治理风险处于很低的水平。**环境方面**，2020 年以来，中国气候变化加剧，区域极端天气事件频发。中国气象局气候变化中心组织发布的《中国气候变化蓝皮书（2021）》显示，中国是全球气候变化的敏感区和影响显著区，1961~2020 年，极端强降水事件呈增多趋势，极端高温事件自 20 世纪 90 年代中期以来明显增多，中国气候风险指数呈上升态势。中国面临的长期气候变化风险将对国家及地方政府带来一定的财政压力，且中国对极端天气气候事件的预报准确率远达不到彻底预警灾害的水平。为应对气候变化，中国目前正加速推进碳减排、推动经济低碳转型，其承诺争取 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和（即双碳目标）<sup>7</sup>。但鉴于中国碳排放的绝对规模和单位 GDP 的二氧化碳排放量均远超世界平均水平，因此实现双碳目标仍面临着较大的挑战。2021 年三季度以来，在国际大宗商品价格上涨、疫后出口订单明显增长致使能源消费的显著增加的背景下，为完成年度能耗双控目标，部分地区在政策加码下限电停产，或将对工业生产及经济增长产生影响，需关注低碳转型对中国经济的影响；**社会风险方面**，近年来中国居民的平均受教育水平、人均收入水平在不断提升，但人口老龄化及贫富差距问题仍较突出。2020 年中国 65

岁及以上人口比重为 13.5%，较 2010 年提高约 4.6 个百分点，人口老龄化程度有所加深，并对公共财政构成一定压力。为应对人口老龄化及进行人口结构的优化，2021 年 5 月中国放松了长期实行的人口政策，允许一对夫妻可以生育三个子女并推出包括增加产假等配套措施，但目前来看，受生育意愿及成本影响，三胎政策对出生率的刺激效应非常有限。近期中国推出诸如校外教育培训行业整顿、设立浙江共同富裕示范区等重大政策变革以呼应今年以来强化的实现“共同富裕”的目标。在构建以国内大循环为主体、扩大内需的背景下，推进共同富裕将有助于优化中国中长期的经济增长前景、提升经济社会的稳定性，但目前实现的路径和时间仍具有一定的不确定性；**治理方面**，得益于执政党坚实的社会基础、完备的政治制度及较高的政府效率，中国的治理风险处于很低的水平。

## 评级展望

中诚信国际认为，中国主权信用水平在未来 12~18 个月内将维持稳定。中国经济基本面向好，经济稳步复苏及政策向常态化回归也将缓冲杠杆率持续上升的风险。

## 评级上调因素

若有迹象表明中国有效推进结构性改革、在控制宏观杠杆率上升趋势的情况下经济实现稳健和可持续增长，地缘政治风险显著下降，控制腐败的能力显著增强，中诚信国际将考虑上调中国的主权信用评级。

## 评级下调因素

若中国的结构性改革无法正常推进，杠杆率及隐性债务规模显著且急速持续上行，国企普遍陷入财务困境，或经济增长意外停滞，社会制度及长期稳定的政治局势发生重大不利变动，中诚信国际将

<sup>6</sup> 2021 年 6 月末，商业银行不良贷款余额 2.8 万亿元，不良贷款率 1.76%。

<sup>7</sup> 2020 年 12 月，中国进一步承诺：到 2030 年单位 GDP 碳排放将比 2005 年下降 65% 以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25% 左右，风电太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。

考虑下调中国的主权信用评级。

## 近期关注

### **能耗双控致使中国制造业生产受到较大冲击，需求继续放缓；疫情影响逐渐减弱，服务业需求或将继续回暖**

中国9月制造业PMI为49.6%，较前值下调0.5个百分点，连续6个月出现回调并降至临界点以下，为19个月来首次跌入荣枯线以下，也是2020年3月以来的最低点。其中生产指数继续下滑，较上月回落1.4个百分点至49.5%。由于当前大宗商品价

格仍处高位，在中国国内“能耗双控”、环保限产限电的背景下，动力煤、铝等上游产品价格持续提高，加之海运运力紧张，物流成本上扬，致使中下游企业仍存较大的成本压力；而受需求修复内生不足以及能耗“双控”政策影响，制造业市场需求放缓，9月PMI新订单指数较前值回落0.3个百分点至49.3%，为年内低点；服务业方面，受疫情冲击边际减弱和中秋假期需求增加影响，9月服务业PMI指数提高7.2个百分点至52.4%，重回临界点之上。但服务业PMI仍低于疫情前的平均值，服务业复苏仍受到疫情的制约。而伴随国内疫情的常态化发展及国庆需求的提振，服务业复苏或将加快。

## 附一：中华人民共和国主要数据

	2018	2019	2020	2021F
人口(百万)	1,395.4	1,400.1	1,404.3	1,406.5
人均 GDP(美元)	9,958	10,200	10,484	11,724
名义 GDP(十亿美元)	13,895	14,280	14,723	16,490
实际 GDP 增长率(%)	6.8	5.9	2.3	8.1
通货膨胀(%)	1.8	4.5	0.2	2.0
一般政府财政余额/GDP(%)	-2.6	-2.8	-3.7	-3.0
一般政府债务/GDP(%)	36.3	38.6	45.8	45.6
(经常账户余额+净 FDI)/GDP(%)	0.9	1.1	2.6	2.9
外汇储备(十亿美元)	3,072.7	3,107.9	3,216.5	-
短期外债/总外债(%)	65.0	58.9	54.8	-
短期外债/外汇储备(%)	42.0	39.2	40.9	-
国际投资净头寸/GDP(%)	15.2	16.1	14.6	-

## 附二：信用等级的符号及定义

主权等级符号	含义
AAA <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力极强，融资渠道畅通，基本不受不利环境的影响，违约风险极低。
AA <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力很强，系统风险敏感性很低，中期内没有重大清偿问题，违约风险很低。
A <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力较强，系统风险敏感性较低，中期内没有重大清偿问题，违约风险较低。
BBB <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力一般，不利环境在短期内不会影响债务的清偿，违约风险一般。
BB <sub>g</sub>	受评对象的经济、财政实力较弱，目前没有明显的清偿问题和切实的调整能力，违约风险较高。
B <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，很有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险很高。
CCC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，极有可能违约和/或支付意愿出现重大问题，违约风险极高。
CC <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，基本不能保证偿还债务。
C <sub>g</sub>	受评对象在不利环境的影响下，无法偿还债务。

注：除 AAA<sub>g</sub> 级，CCC<sub>g</sub> 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。