



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2021.7.20(Y-Research RN082)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

www.cbnri.com

研究简报

中国观察

二季度中国经济回归正轨

摘要

环比数据显示，中国经济增速从第一季度增长 0.4% 反弹至第二季度的 1.3%。病毒对第一季度国民经济核算产生了重大影响，但第二季度疫情防控情况总体良好，这使得消费反弹，GDP 季度增速恢复到疫情前的水平。强劲的国内外需求使中国工厂的生产保持在疫情前的增长趋势。有观点认为经济复苏可能正在停滞，我相信现在恐慌为时过早。首先，当逐季观察经济增长时，势头是在上升的，而不是下降。其次，信贷需求下降与固定资产投资增速放缓是一致的。第三，中国人民银行强调，下调存款准备金率并不意味着货币政策转向。

正文

作者：柯马克（Mark Kruger）/第一财经研究院高级学术顾问

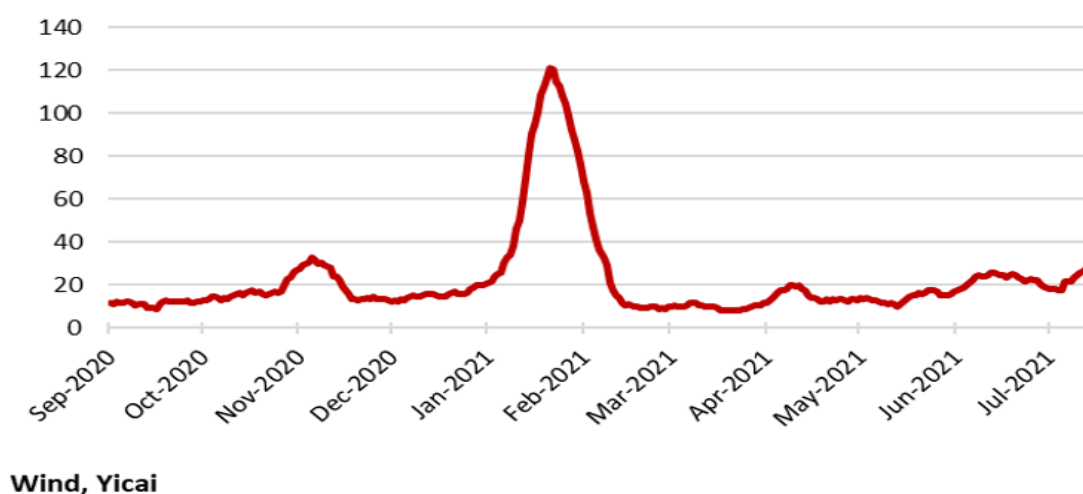
中国国家统计局于7月15日公布了2021年第二季度国民经济核算数据，第二季度GDP同比增速从第一季度的18.3%放缓到7.9%。

同比数据仍然受到去年疫情带来的低基数效应影响，相比之下，环比增速更可靠一点。与预期相同，经济环比增速从第一季度的0.4%反弹至第二季度的1.3%（第一季度的数值从最初公布的0.6%修正为0.4%）。

第一季度消费受到新冠肺炎感染数激增的抑制，影响到了中国农历新年的庆祝活动。与新年相关的旅游和娱乐是第一季度GDP的重要组成部分，因此病毒对第一季度的国民经济核算产生了重大影响。

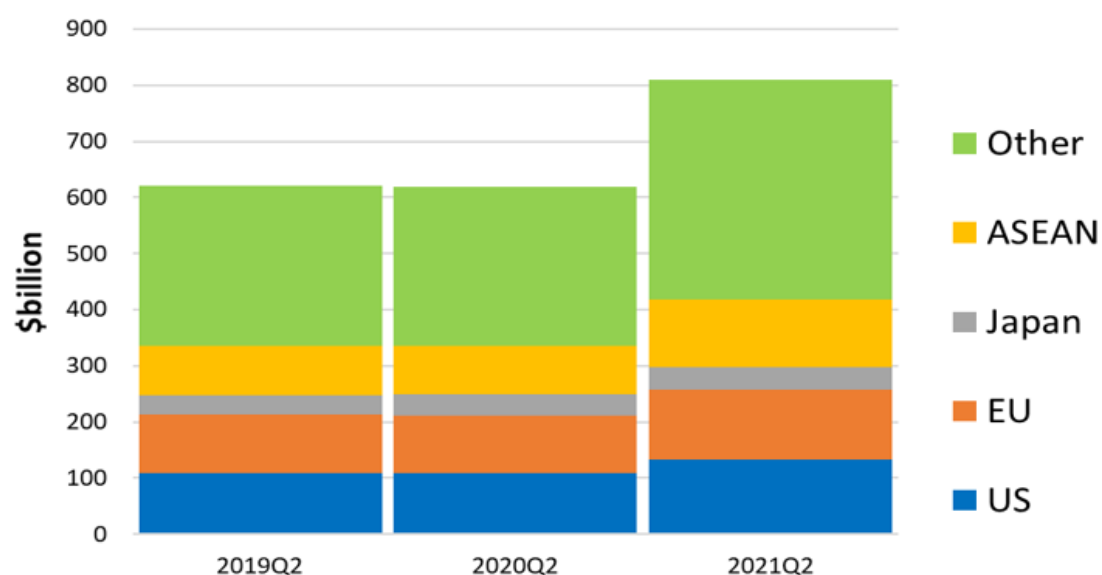
尽管广东暴发了一次小规模疫情，但第二季度疫情防控情况总体良好（见图1），这使得消费反弹，GDP季度增速恢复到疫情前的水平。

图1 新增感染人数：10天移动平均值



海外需求极大的促进了第二季度经济增长。4至6月，中国出口总额为8090亿美元，同比增长超30%（见图2）。对所有主要区域的出口额均显著增长，对“其他”类别下的较小国家的出口额增速最快。中国的贸易呈现出更加多样化的发展趋势，这有利于抵御个别市场的不景气。

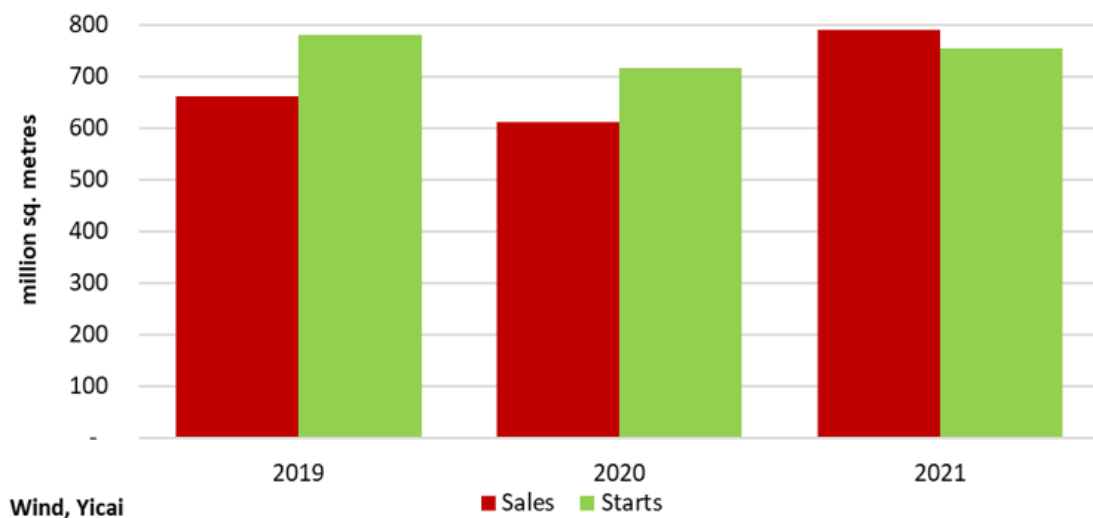
图2 中国出口分区域情况



Wind, Yicai

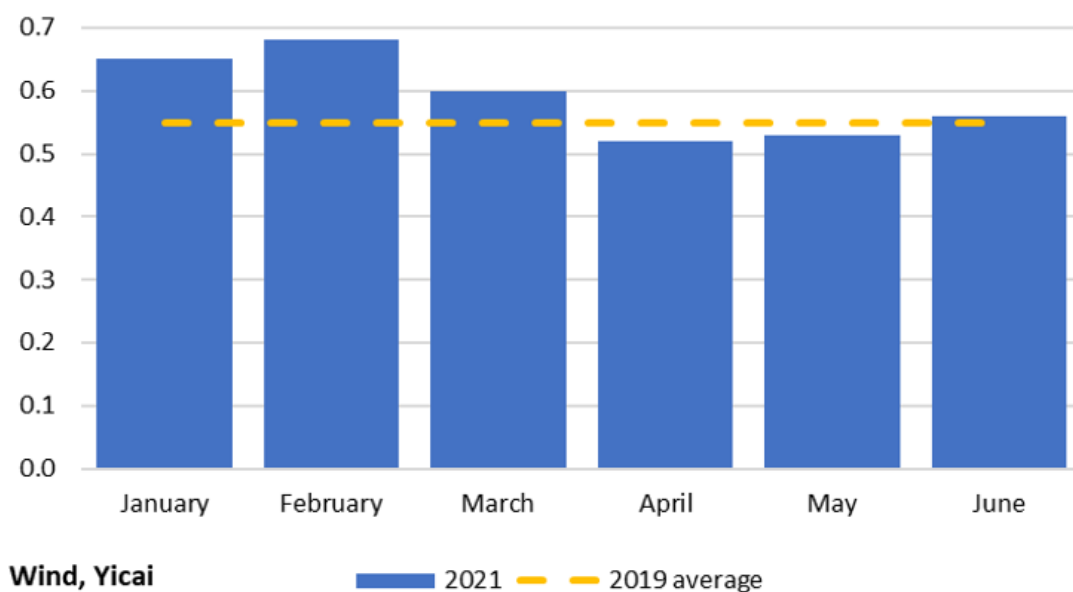
房地产行业也是促进增长的重要因素。上半年新建住宅销售面积同比增长29%，新开工建筑面积增长5%（见图3）。自2019年上半年以来，销售面积年均增长9%，新开工面积年均下降2%。两年来新开工面积下降的原因是库存积累。

图3 新建住宅（1至6月）



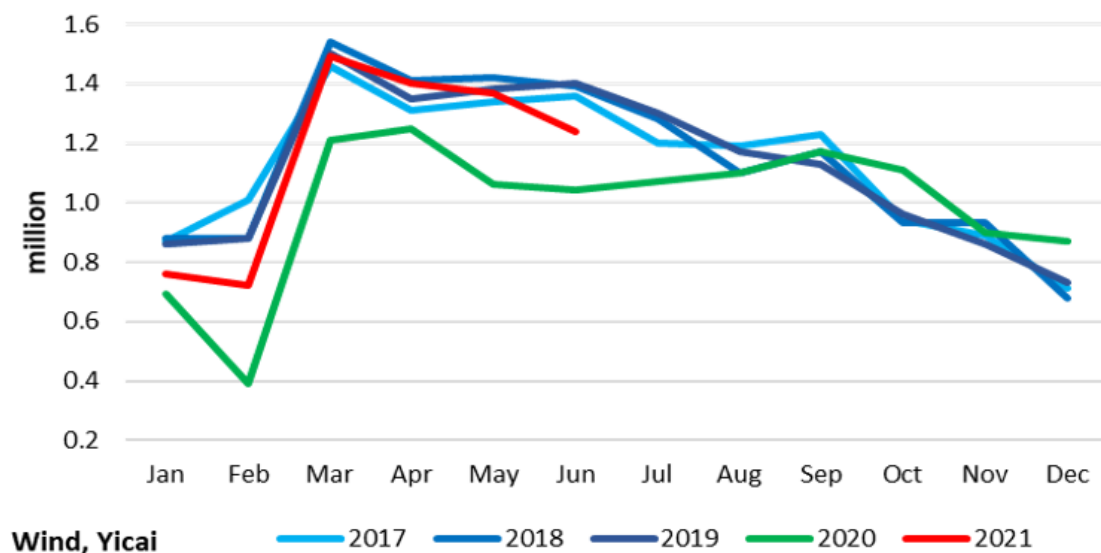
强劲的国内外需求使中国工厂的生产保持在疫情前的增长趋势。工业增加值的月度环比增长与2019年持平（图4），没有受到同比比较的扭曲。

图4 工业增加值月环比增速（%）



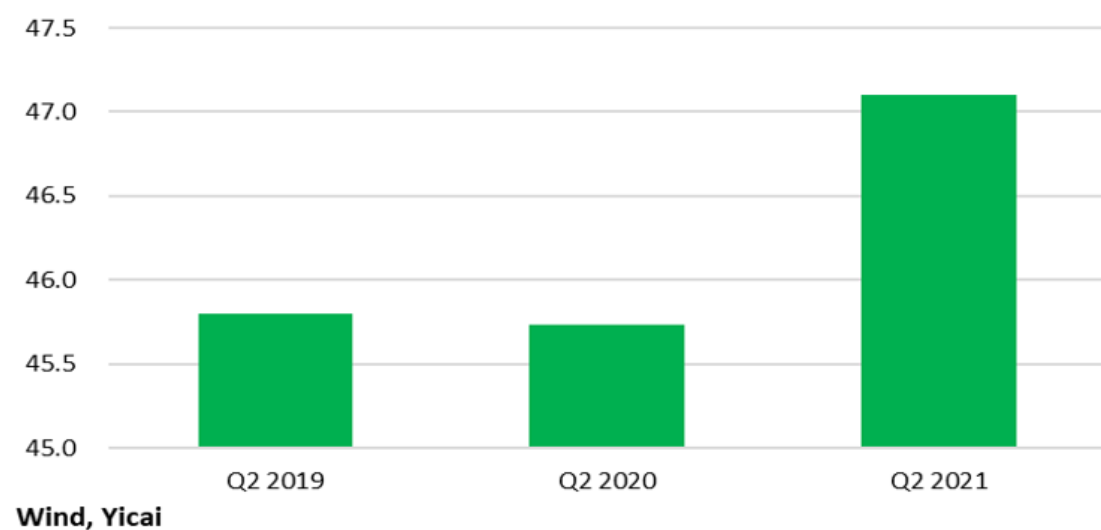
劳动力市场总体状况趋紧。新增城镇就业比去年有所增长，基本上恢复到 2017 至 2019 年的水平（见图 5）。

图 5 新增城镇就业



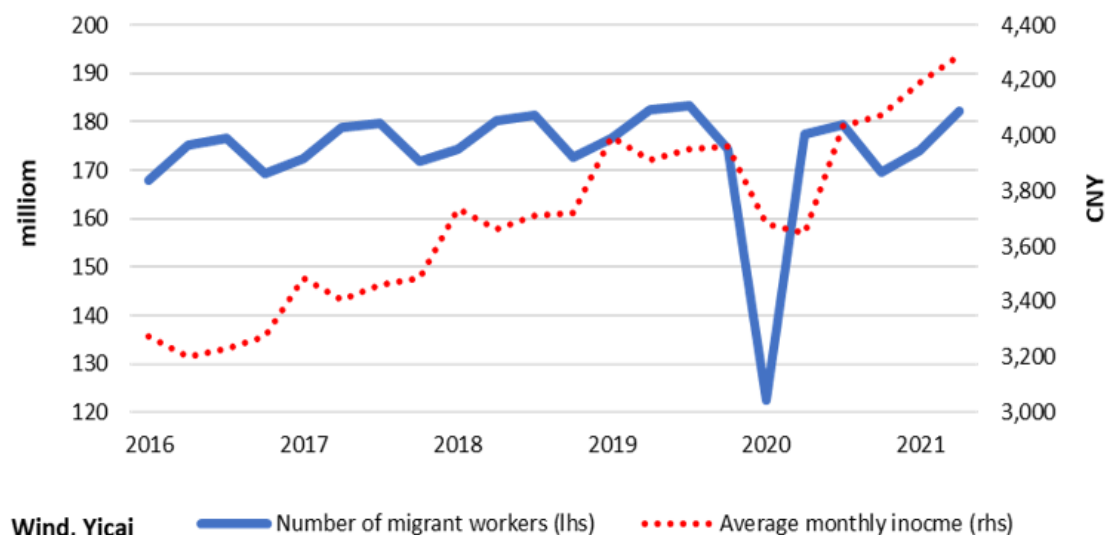
尽管就业增长强劲，但工人的工作时间却在延长。第二季度的平均周工作时间为 47.5 小时，而往年同期为 45.8 小时（图 6）。这说明劳动力供给跟不上需求。

图 6 平均周工作时长



农民工市场也展现出了旺盛的劳动力需求。农民工人数刚刚恢复到 2019 年第二季度的水平，然而，他们的平均月收入比两年前增长了 10%（图 7）。

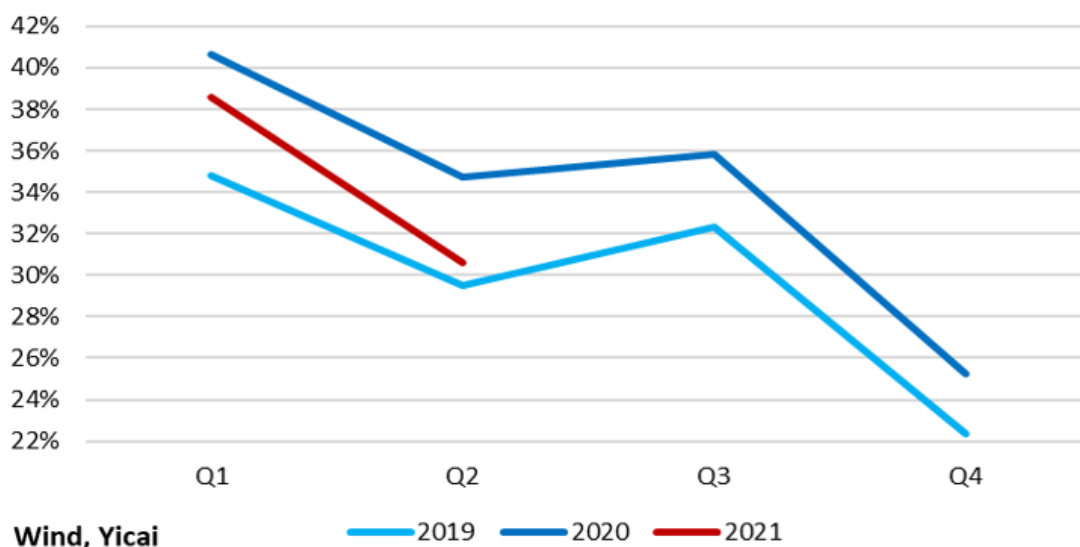
图 7 农民工人数和平均月收入



尽管劳动力需求旺盛，但 16-24 岁人群的失业率却跃升至 15.4%，是 10 个月来的最高水平。国家统计局将此归因于今年有创纪录的 910 万名大学生毕业。

就业前景的更大确定性似乎正在支撑着消费者的信心。由于人们担忧新冠疫情，害怕许多服务业工作岗位需求可能迟迟无法实现，2020 年家庭储蓄率飙升。即使在今年第一季度，储蓄率也只比疫情最严重时期略低（图 8）。好消息是，第二季度储蓄率大幅下降，已经接近疫情前的水平。

图8 家庭储蓄率



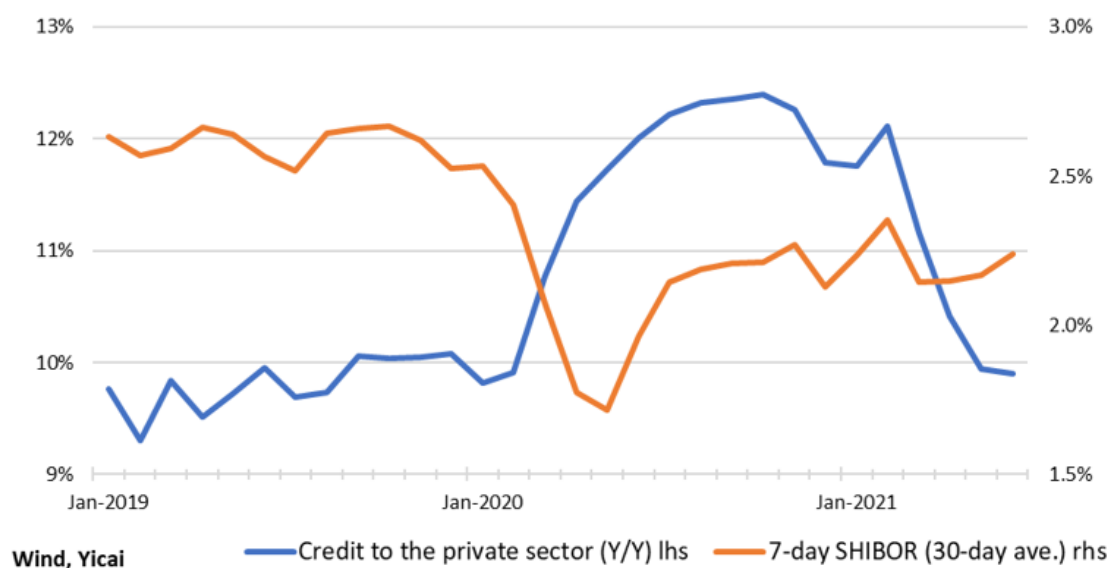
随着预防性储蓄需求下降，家庭越来越倾向于消费。2021年第二季度，实际家庭支出同比增长18%。该季度两年平均增速略高于7%，这与2020年相比有了明显的改善，当时实际的家庭支出是收缩的。

展望下半年，我们继续预计季度环比增长将与2019年1.4%的平均水平一致。如果这一点得以实现，今年的增长率将达到8.5%。

第二季度GDP增速略低于第一财经研究院首席经济学家调查8.3%的预测，经济是否正失去动力？

信贷市场的发展似乎表明对资金的需求有所下降。今年上半年，私营部门的信贷增长大幅放缓。与此同时，短期利率仍然低于2019年的水平（图9）。信贷增长放缓和利率降低综合表明，是信贷需求疲弱而非货币政策紧缩在起作用。

图 9 信贷市场指标



中国人民银行近日下调了存款准备金率，加剧了人们对经济状况的担忧。此举令市场意外，一些观察人士认为经济复苏可能正在停滞。

但我相信现在恐慌为时过早。

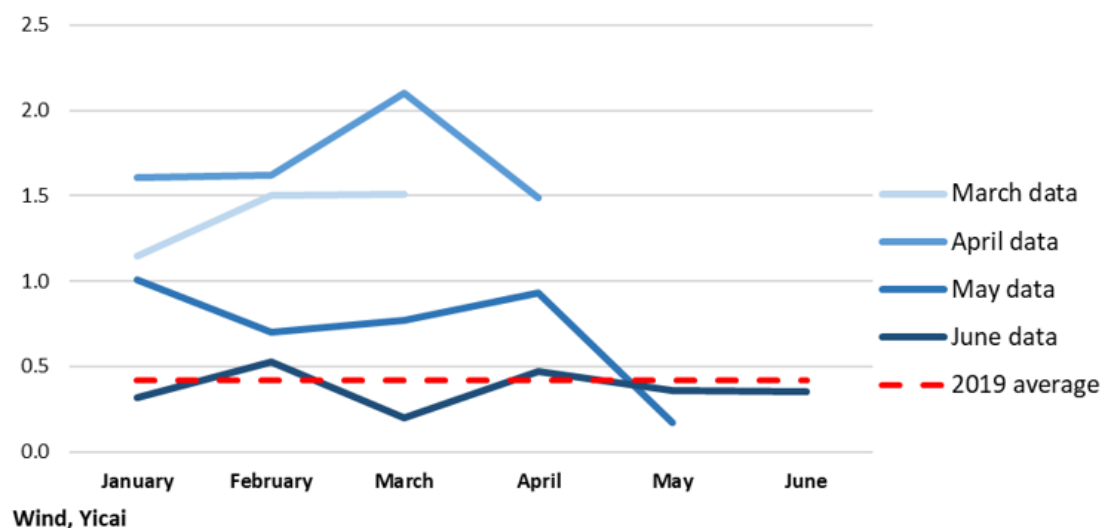
首先，如上所述，当逐季观察经济增长时，势头是在上升的，而不是下降。

其次，信贷需求下降与固定资产投资增速放缓是一致的。国家统计局报告称，2021 年上半年固定资产投资两年平均增速为 4.4%，比 2019 年的增速低约 1 个百分点。

为了更清楚地了解近期投资趋势，我们查看了国家统计局的月度环比投资数据。这些数据因为修正发生了较大变化（图 10），例如，月平均增速在 4 月份数据公布时为 1.39%，到了 5 月份数据公布时降至 0.71%，到了 2021 年第二季度国民经济核算数据公布时，则降至 0.37%。

月平均增长 0.37%，则年增长率为 4.5%。虽然略低于 2019 年 0.42% 的平均水平（年增长率 5.2%），但应该足以支持 GDP 强劲增长到年底。

图 10 固定资产投资月环比增长率（%）



第三，中国人民银行强调，下调存款准备金率并不意味着货币政策转向。事实上，它将此举定性为流动性操作。大量中期借贷便利(MLF)即将到期，存款准备金率下调有助于确保信贷市场平稳运行。

虽然投资可能正在减弱，但我想，我们可以从强劲的出口、强劲的劳动力市场和消费的反弹中得到安慰。此外，我认为我们可以相信央行所说的货币政策方向保持不变。