



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2021.9.23(Y-Research RN115)

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

经济进一步放缓，但不必惊慌

——8 月经济数据评述

摘要

消费者谨慎和供给限制影响了中国 8 月份的经济数据。由于劳动力市场强劲，短期内不会大力出台宽松举措。政策将继续强调减少金融风险 and 实现环境目标。

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 9 月 15 日发布了 8 月主要经济数据。8 月经济数据不仅显得弱势，还再一次不及参与第一财经研究院调研的经济学家们的预期（表 1）。经济学家们最大的错误是对零售额的高估，工业增加值也明显高于预期。

表 1 2021 年 8 月第一财经研究院首席经济学家调研

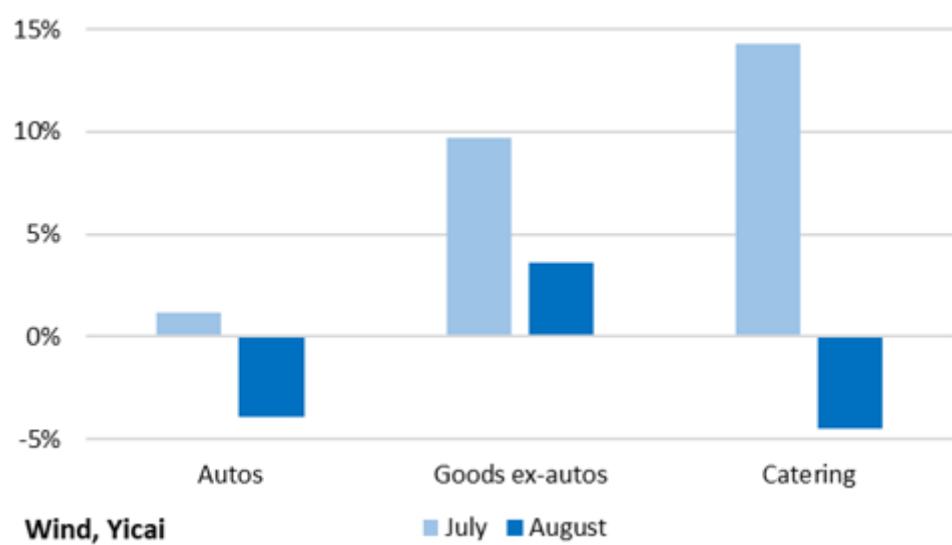
	预测中位数 (%)	8 月实际 (%)	8 月实际与预测差值 (百分点)	7 月实际与预测差值 (百分点)
工业增加值 (同比)	5.8	5.3	-0.5	-1.4
固定资产投资 (同比累计)	9	8.9	-0.1	-1
零售额 (同比)	7.1	2.5	-4.6	-2.6

8 月，集中在南京的新冠肺炎感染激增，抑制了消费者的购物欲望。中国的感染率仍然远低于其他国家。尽管如此，8 月平均每天新增 60 例病例，高于 7 月的 39 例。

不出所料，新冠肺炎疫情对服务业的影响最为明显。餐饮业销售额同比增长率从 7 月的 14% 下降到 8 月的近 -5%（图 1）。航空旅行也

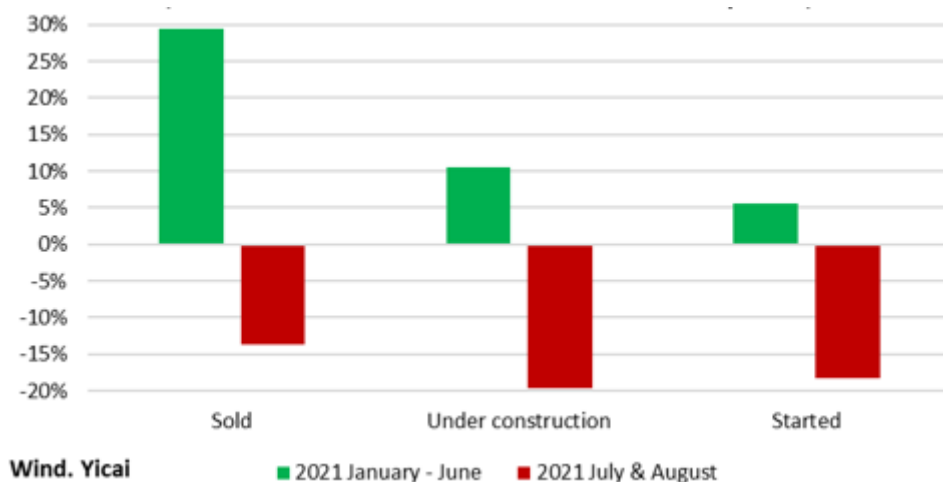
出现了大幅下降，8月客运量比去年同期下降了52%，为2019年同期的三分之一左右。8月汽车销售进一步走弱，这在一定程度上与汽车生产放缓有关。除了消费者的普遍谨慎之外，基数效应也有助于解释为什么除汽车以外的商品零售增长率从7月的10%下降到8月的4%。

图1 零售额增长（同比）



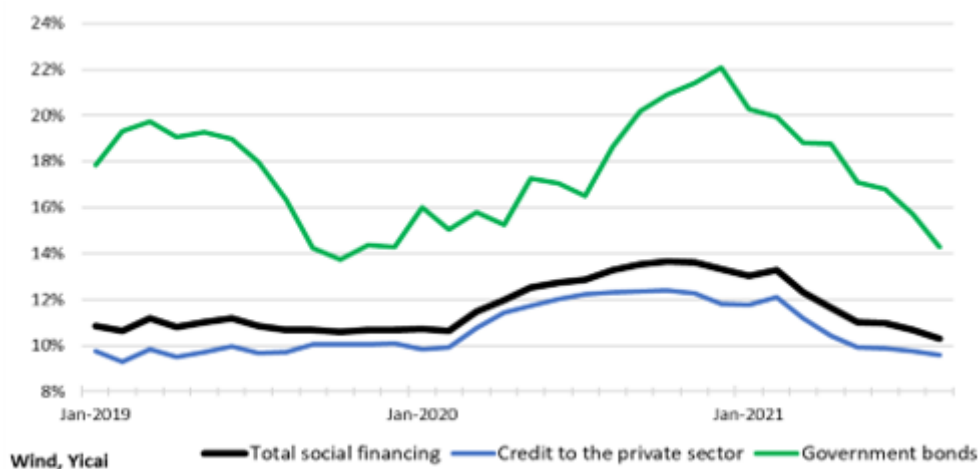
消费者不仅对商品和服务的消费热情降温，他们似乎也不再购买房产了。经过今年上半近30%的同比增长之后，7-8月住宅销售面积同比下降了14%（图2），说明购房者还在消化之前买的房子。然而，住房销售的持续放缓会给负债过高的房地产开发商带来一些麻烦，他们希望凭借活跃的市场减少债务。事实上，在过去的两个月里，由于房地产开发商必须努力满足中国政府为管理房地产杠杆设定的“三道红线”，建筑活动比销售下降的速度还要快。

图2 住房指标（建筑面积同比增长）



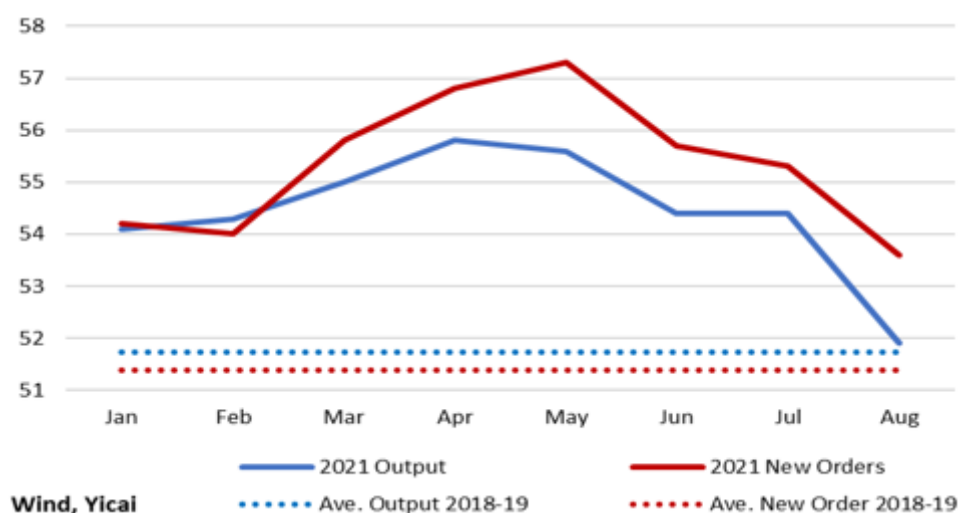
房地产开发商不是去杠杆化的唯一对象，信贷扩张也大幅放缓。8月末社会融资规模存量(广义信贷总量)同比增长10.3%，比1月末回落了近3个百分点。企业和政府贷款明显放缓(图3)。一月期上海银行间同业拆借利率从去年底的2.7%下降到近日的2.4%以下，说明虽然信贷增速放缓，但信贷环境仍然足够宽松。

图3 信贷市场指标



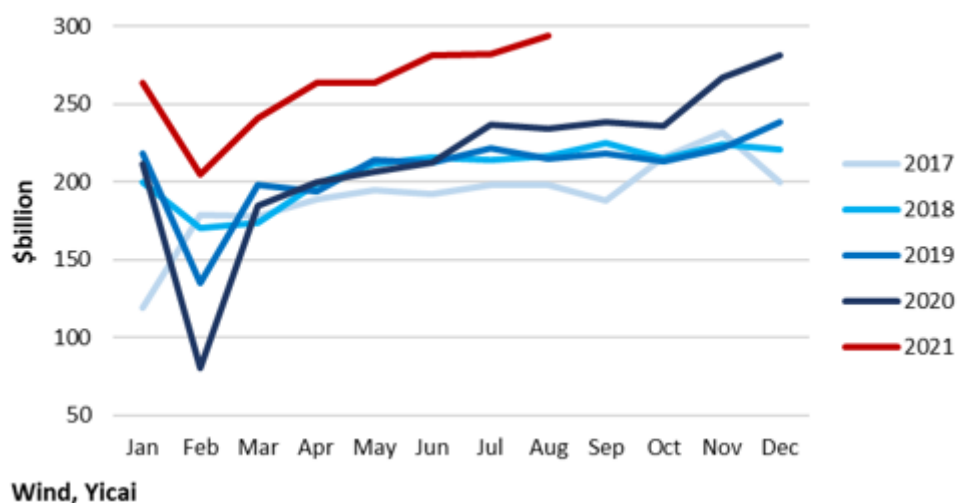
尽管国内需求疲软，但中国受益于强劲的海外销售。从全球来看，需求复苏早于中国，供给一直跟不上需求反弹的步伐。摩根大通（JPMorgan）的全球制造业采购经理人指数（PMI）显示，新订单和产出之间存在巨大差距（图4）。新订单仍远高于疫情前的平均水平，而产出却大幅放缓。美国和欧盟都出现了制约生产的供应瓶颈。中国也在应对供应方面的担忧，但由于疫情在中国得到更好的控制，中国工厂的状况相对较好，出口商可以获得海外市场份额。

图4 摩根大通全球制造业 PMI



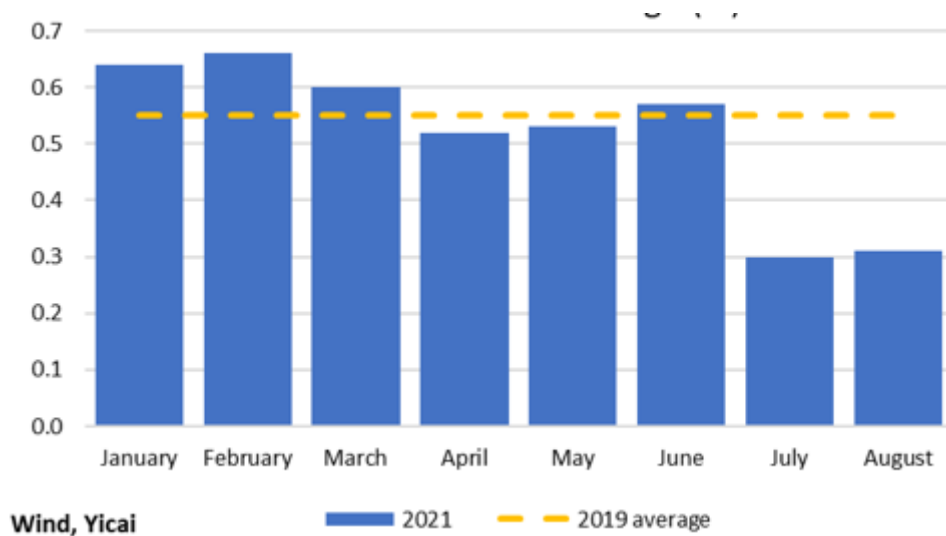
8月，中国的出口额从一年前的2340亿美元增加到3000亿美元（图5）。8月的出口增长体现在包括目的地和产品类别在内的多个方面。这表明，中国的供应链比其贸易伙伴恢复得更彻底。由于海外库存处于非常低的水平，补充库存的需求、计算机设备投资以及消费持续从服务转向商品等因素，应该至少会在年底前支撑中国的出口。

图5 2017-2021年中国月度出口额变化



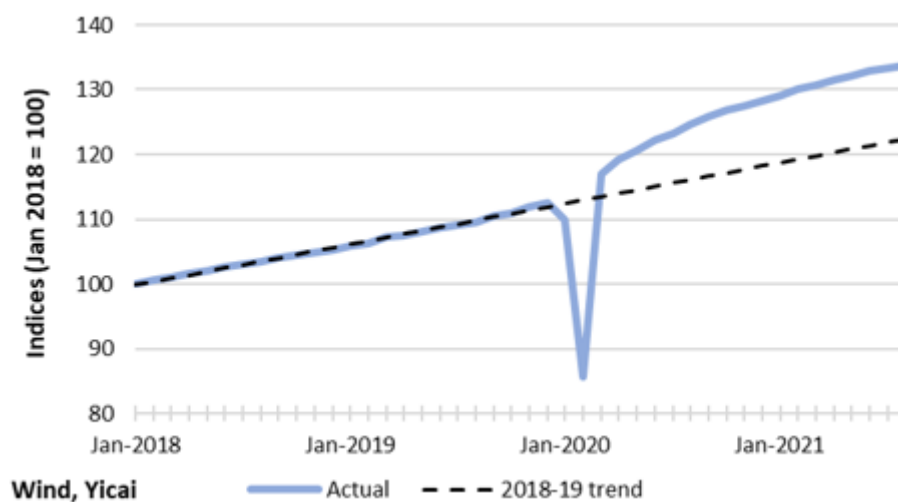
尽管国外需求强劲，但工业增加值的环比增幅再次表现得弱势（图6）。芯片的库存继续限制着汽车行业的产量。中国不是唯一一个有这样遭遇的国家，全球的汽车制造商都不得不减产。中国还一直在削减钢和铝的产量，以实现环保目标。8月，这两种金属的产量比春季的峰值分别下降了16%和6%。

图6 工业增加值环比变化 (%)



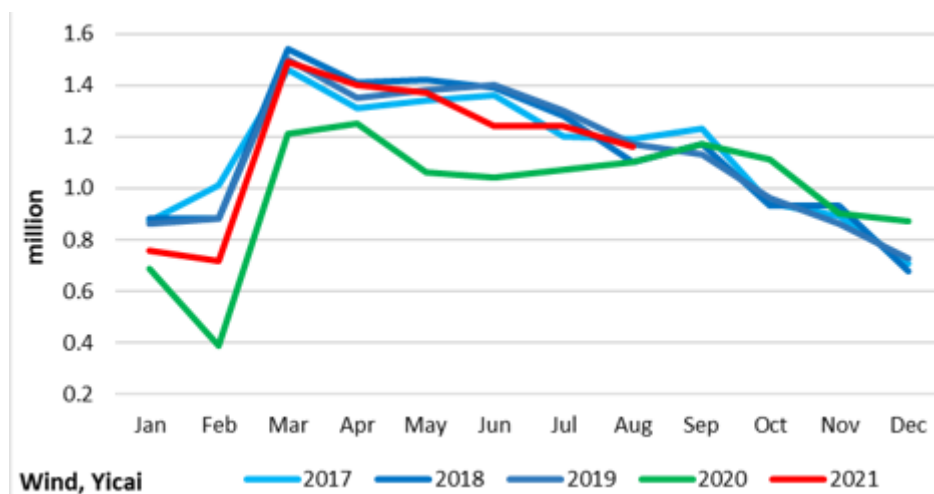
工业增加值的疲软是在“后疫情时期”的显著增长之后出现的。在新冠肺炎疫情前的趋势的基础上，生产水平比我们过去的预测高出9%以上（图7）。以新冠肺炎发生前的增长率计算，这相当于大约一年半的时间。此外，截至今年7月，工业企业的利润率为7.1%。如果这一利润率保持到年底，今年将是工业企业自2011年以来利润率最高的一年。

图7 工业增加值



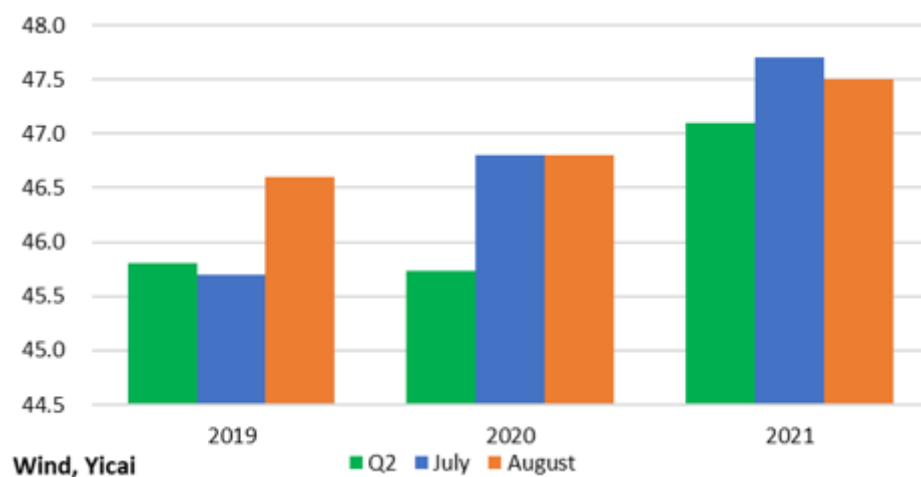
工业产出水平高一直是中国劳动力市场强劲的主要原因。新的就业机会正在接近大流行前的水平（图8），国家统计局报告称，截至8月，全年就业目标已完成85%以上。

图 8 新增城镇就业岗位



从工时数据也可以看出市场对劳动力的强劲需求。与 2020 年 8 月和 2019 年 8 月相比，上个月工人的工作时间更长（图 9），这与 7 月的情况相同。青年失业率也略有改善，从 7 月的 16.2% 降至 15.3%。尽管如此，青年失业率仍比 2019 年 8 月高出 2 个多百分点。

图 9 平均每周工时数



总而言之，由于新冠疫情导致的消费者谨慎和供给限制，中国经济正在放缓。服务业疲软是经济放缓的主要原因。工业部门的产出也在放缓，但由于国外需求强劲，仍维持在较高水平。由于劳动力市场的表现符合预期，我们认为短期内不会大力出台宽松举措。事实上，政策将继续以降低金融风险和实现环境目标为导向。