



Committed to Improving  
Economic Policy.

## Research Note

2021.12.27(Y-Research RN139)

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

[www.cbnri.com](http://www.cbnri.com)

研究简报

中国观察

# “三重”压力下 11 月经济增长放缓

## 摘要

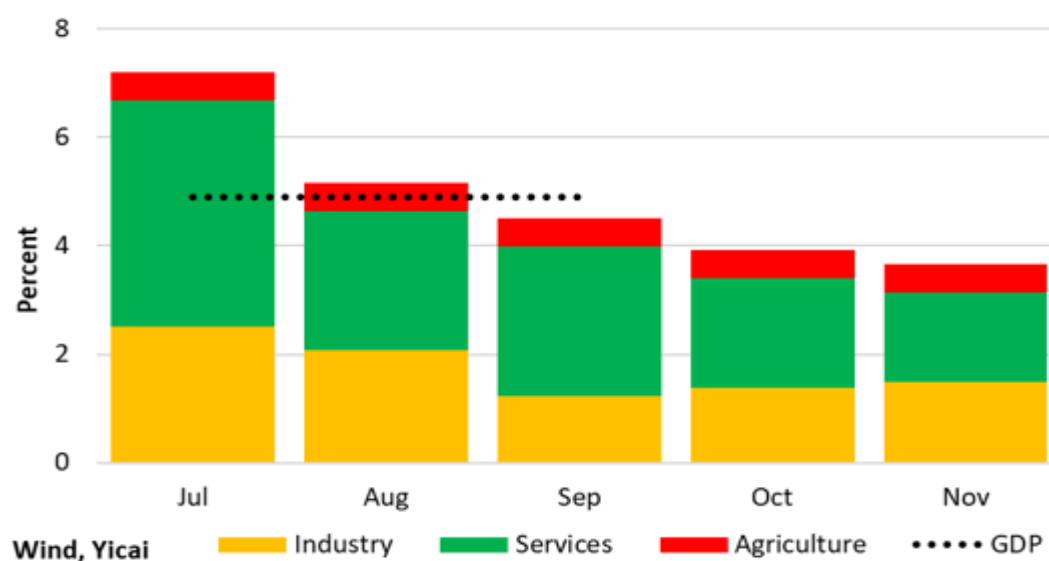
近日，国家统计局发布了 11 月主要经济数据。除非 12 月份出现较大反弹，否则第四季度的增速很有可能会低于第三季度的 4.9%。政府对经济增长缓慢的容忍度将取决于劳动力市场的态势。明年的政策组合必须平衡好几个因素。控制金融风险仍是首要任务，大规模放松货币政策的可能性不大。财政政策也可能将以增强社会保障为导向。

## 正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

12月15日，中国国家统计局发布了11月主要经济数据。数据显示，虽然增速明显低于疫情前的水平，但是经济仍然保持增长。我们的月度数据模型显示11月的国内生产总值(GDP)增速依然低于4%（见图1）。因此，除非12月份出现较大反弹，否则第四季度的增速很有可能会低于第三季度的4.9%。疫情前的2019年，全年GDP增速为6%。

图1 2021年GDP和月度指标增长（同比）

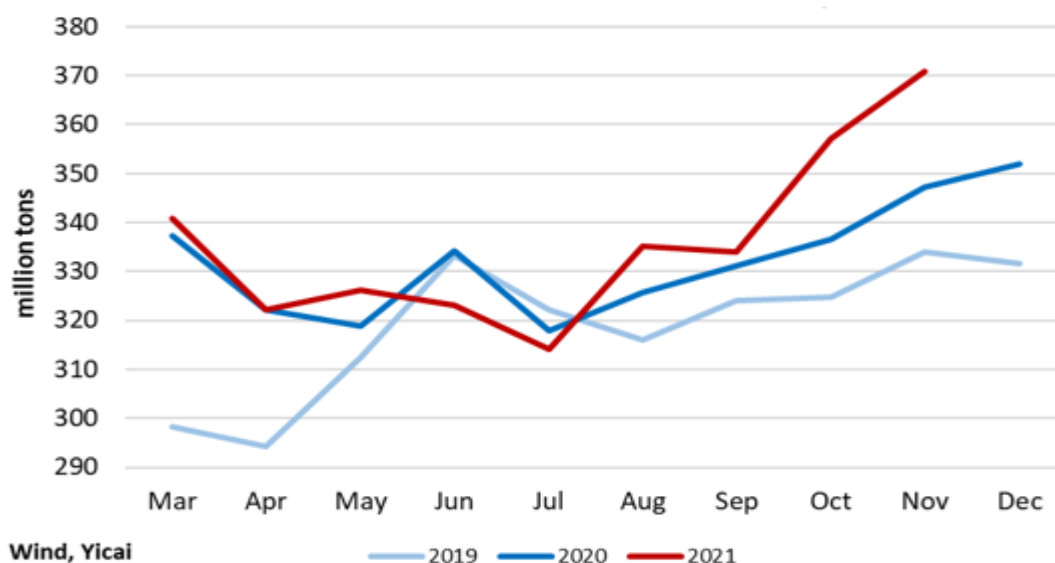


好的方面是，工业增加值从9月的低点持续反弹。11月同比增长3.8%，令人惊喜。第一财经研究院调研的首席经济学家的预测均值为3.6%。

供应瓶颈得到缓解，中国工业从中受益。11月国内原煤产量继续增加（见图2）。另外，11月煤炭进口量约是去年同期的两倍，

比 2019 年 11 月高出近 70%。12 月第一周煤炭库存创两年新高，煤炭供应回升减轻了电力短缺对工业的影响。电力短缺曾在第三季度严重影响工业生产。

图2 国内原煤产量

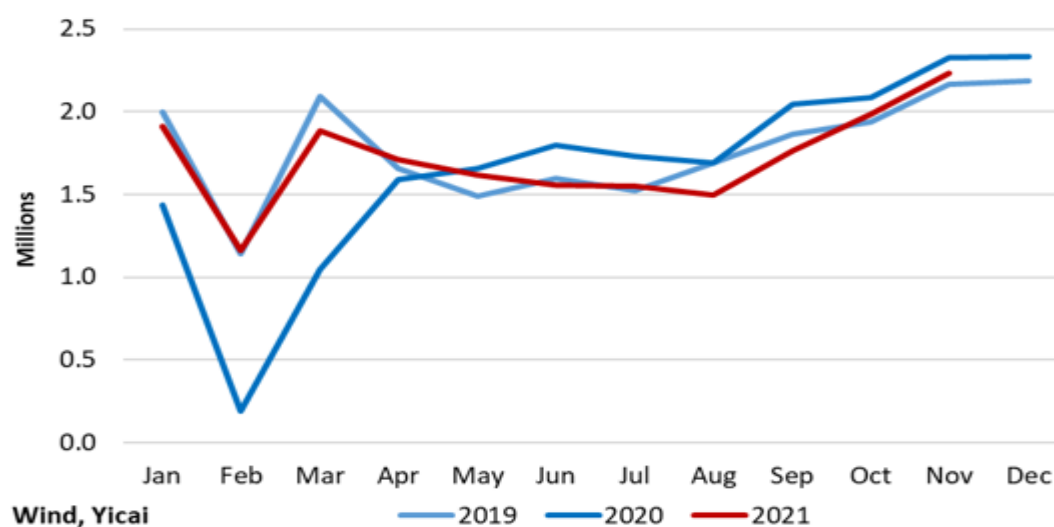


11 月，国内半导体产量在 9 月大幅下滑后连续第二个月增长。半导体进口也在 11 月出现反弹。国家统计局发言人付凌晖 5 表示，半导体供应的改善支撑了汽车生产更为强劲的增长（见图 3）。

虽然中国的工业正在回升，但服务业进一步停滞。11 月，国家统计局公布的服务业生产指数同比增速放缓至 3.1%，还不到疫情前增速的一半。尽管中国的新冠肺炎感染率远低于世界其他地方，但消费者仍对人际接触频繁的活动持谨慎态度。餐饮销售额 9 月和 10 月均小幅增长，但 11 月同比下降了近 3%。

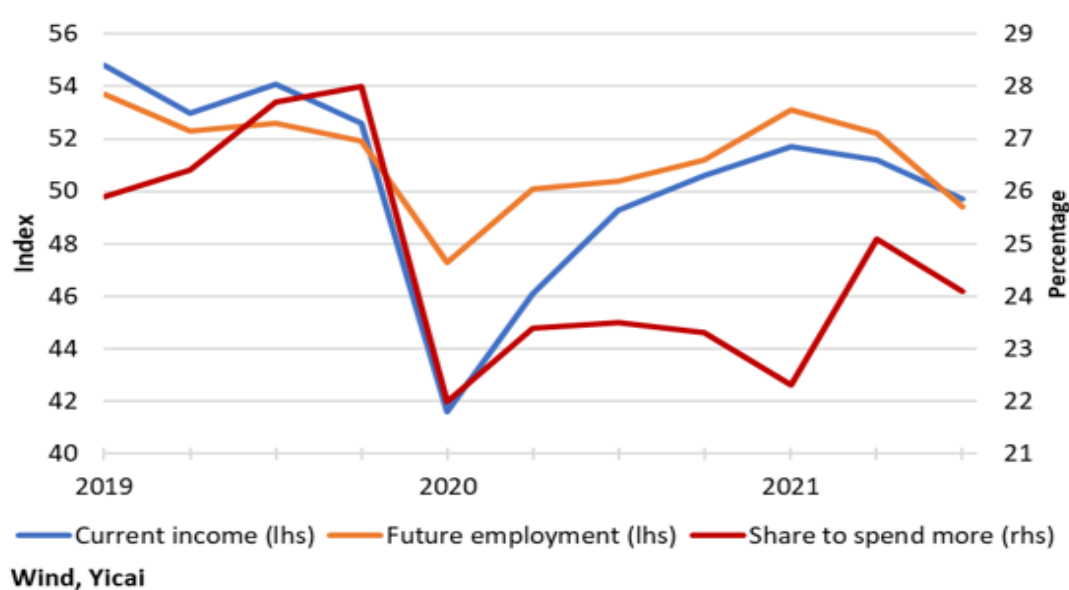
谨慎的态度也在更普遍地影响消费。11 月的零售额同比仅增长了 3.9%，比 10 月下降了一个百分点。这也令接受第一财经研究院调查的经济学家们感到失望，他们预测增长 4.4%。

图3 乘用车产量



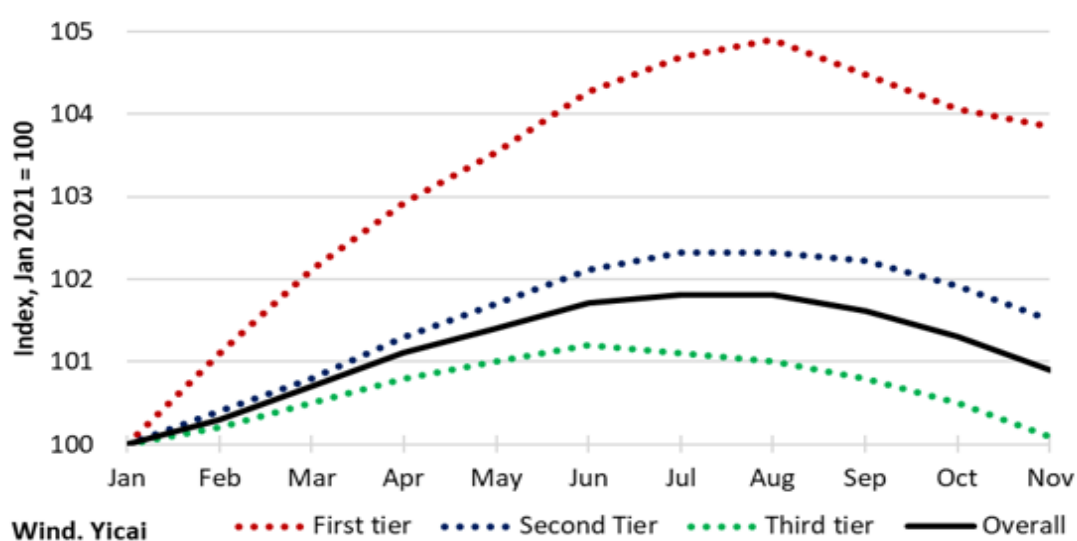
中国人民银行的调查显示，虽然有所复苏，但消费者信心仍远低于疫情前的水平。9月，只有24%的受访者表示他们计划增加支出，低于2019年27%的平均水平（见图4）。调查表明，与疫情前相比，消费者对自己的收入和就业前景仍然更加悲观。这种谨慎可能会转化为更高的预防性储蓄。

图4 央行消费者情绪指标



消费者的悲观情绪也正在影响房地产市场。在上半年表现非常强劲之后，房地产市场的销售额急剧下降。住房需求疲软导致中国 70 个大中城市的房价下跌（见图 5）。虽然较小的三线城市的房价自 1 月份以来基本没有变化，但更令人向往的一线和二线城市的房价较年初小幅上涨。

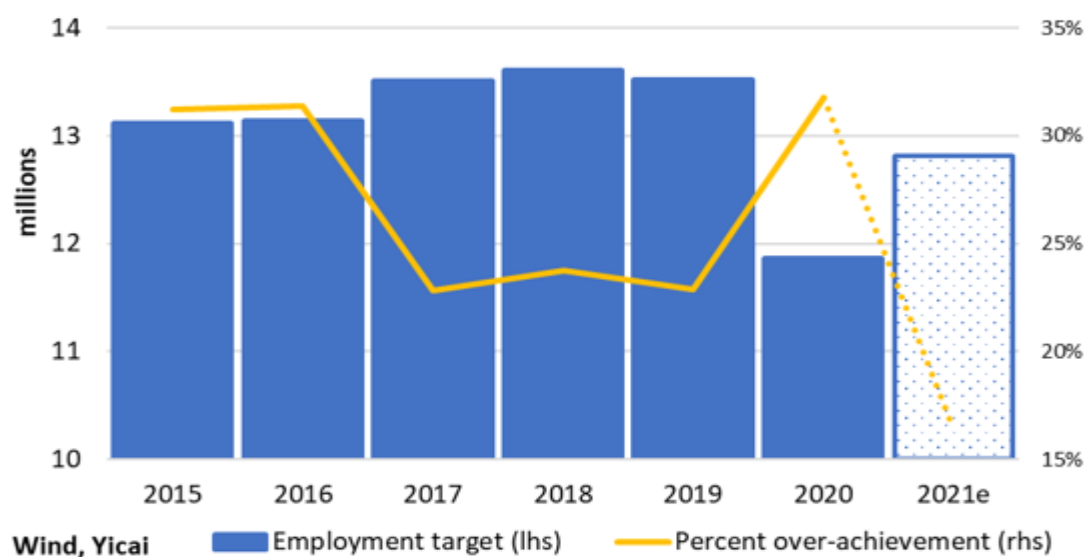
图5 70个大中城市二手房价格



虽然指标依然强劲，但 11 月中国劳动力市场状况略微变差。例如，11 月调查的失业率为 5%，2019 年平均为 5.2%。然而，11 月的失业率较 10 月的 4.9%略有上升。此外，平均周工作时间减少了 0.8 小时。

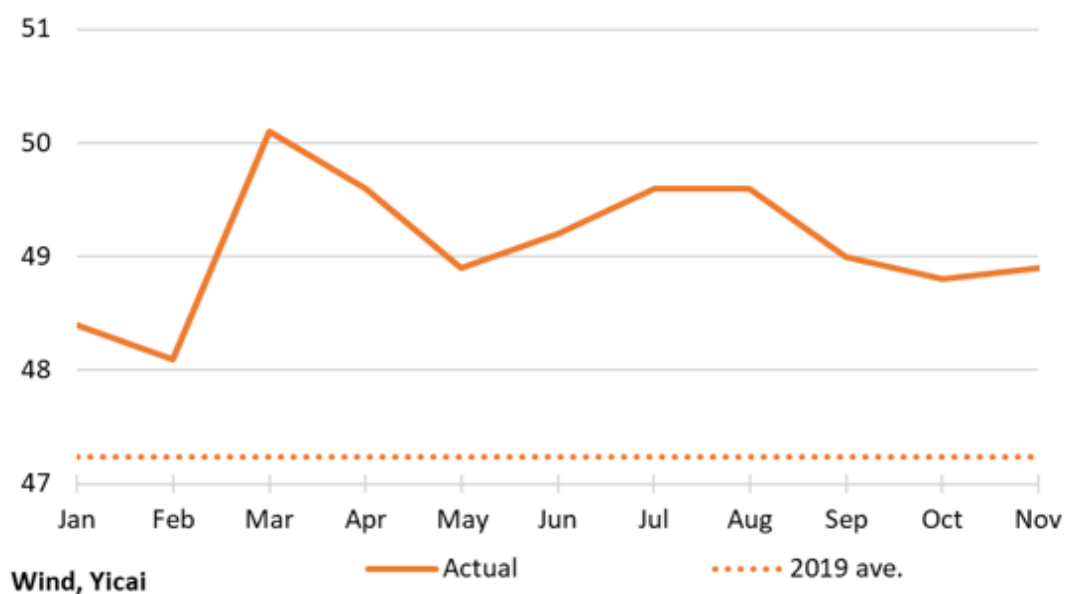
国家统计局指出，中国经济已经超额实现了政府提出的新增 1100 万个城镇就业岗位的目标，截至 11 月，已新增超过 1200 万个就业岗位。超额完成这个目标是惯例，而不是例外。2015 至 2020 年间，平均超额完成了 27%。笔者估计，到今年 12 月，将“仅”超额完成 16%（见图 6）。

图6 就业目标与超额完成百分比



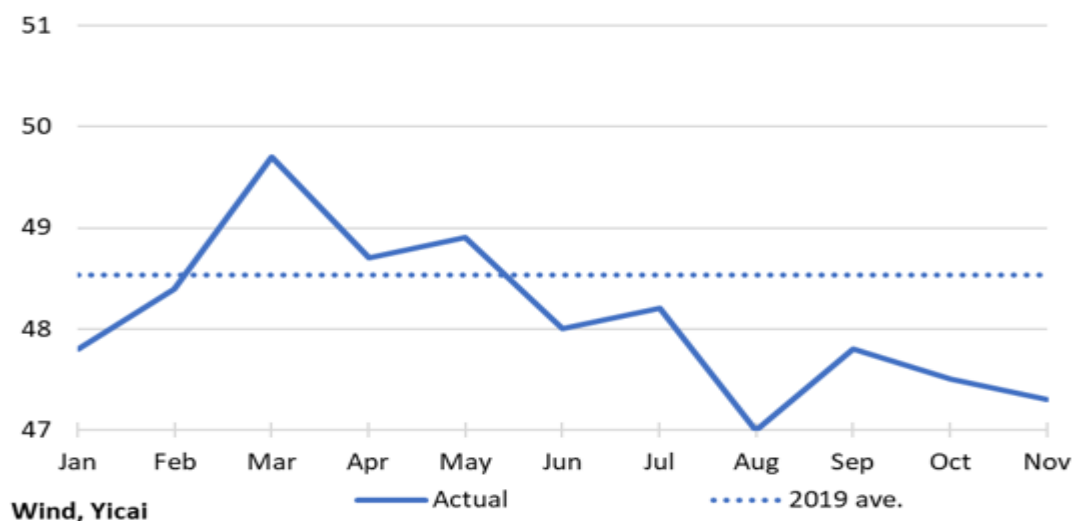
不出所料，国家统计局的采购经理人指数（PMI）表明，制造业的就业情况仍然健康，而服务业的就业情况正在变糟。2021年以来，制造业 PMI 中的就业指数一直远高于 2019 年的平均水平（见图 7）。

图7 2021年以来制造业PMI中的就业指数



另一方面，非制造业 PMI 中的就业指数正趋向远离 2019 年的平均水平，表明该行业劳动力市场走弱（见图 8）。

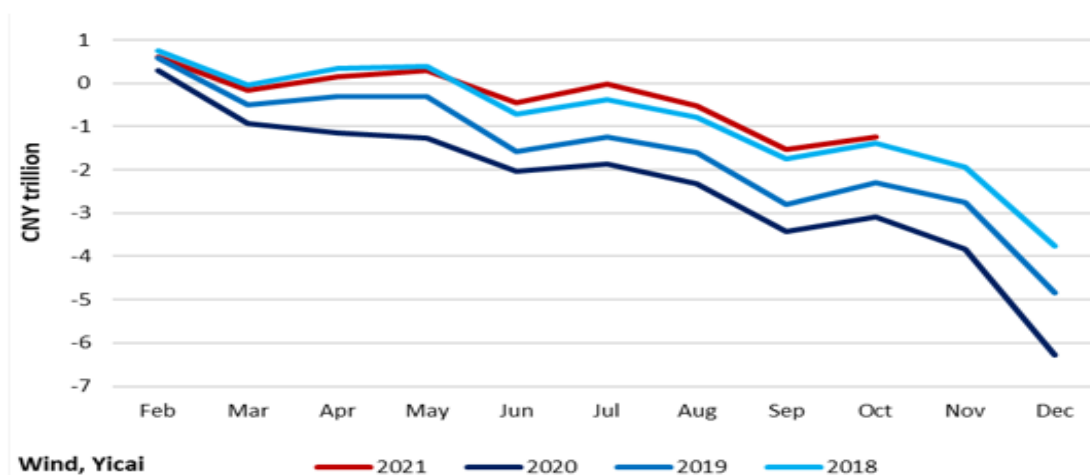
图8 2021年以来非制造业PMI中的就业指数



财政政策拖累了经济增长，而货币政策大体上是中性的。

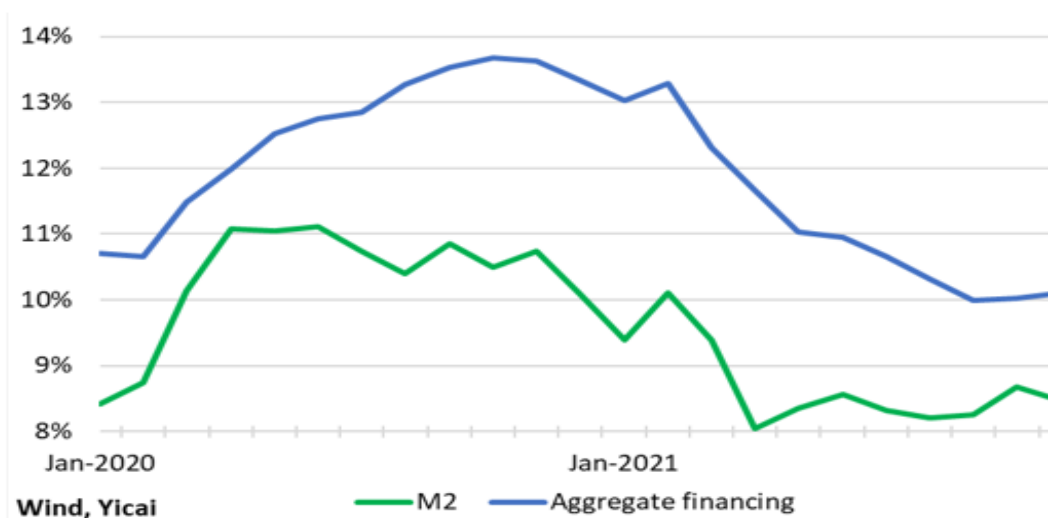
今年到目前为止，赤字较 2020 年要小得多（见图 9）。在名义 GDP 增长 10% 的基础上，预算收入预计增长 8%。截至目前，收入在增长 14% 的基础上，又增长了 15%。今年和 2020 年的累计余额之差接近 GDP 的 2%。

图9 中央政府财政余额（累计）



3月份召开的两会期间，李克强总理表示，货币供应量和社会融资规模增速与名义GDP增速基本匹配。在引导货币和信贷稳步放缓之后，年底前这些指标的增速可能在9%以内，或与名义GDP大致同步。虽然近期存款准备金率和央行的一些再贷款工具的利率有所下降，但货币政策似乎是中性的。

图10 货币政策指标（同比）



展望未来，这种低速增长将持续多久仍未知。政府非常重视确保奥密克戎不会在中国传播。例如，政府强烈建议我们不要在女儿们学校放假时离沪。我们可能优先去崇明岛度假，而不是海南岛；我们可能选择乘坐地铁和出租车出行，而不是飞机。

政府对经济增长缓慢的容忍度将取决于劳动力市场的态势。在本月上旬举行的中央经济工作会议上，领导层强调，面对需求收缩、供应冲击和预期转弱“三重压力”，要保持“稳定”。明年的政策组合必须平衡好几个因素。

控制金融风险仍是首要任务，大规模放松货币政策的可能性不大。我们可以预计，政府将增加对5G网络、超高压输电、高铁和电动汽



车充电站等“新基建”的投资。财政政策也可能将以增强社会保障为导向。这不仅符合中国倡导的共同富裕，还可以减少预防性储蓄的需求，从而促进消费。