



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2022.6.22(Y-Research RN041)

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

中国经济反弹：5 月数据回顾

摘要

国家统计局上周发布的 5 月经济数据显示，虽然经济仍在低于潜在水平运行，但明显正在从 4 月份的低点复苏。经济反弹可能会在 6 月份加速。中国相对来说不受全球宏观经济压力，特别是全球利率上升的影响。美国经济能够承受大幅度的加息。但风险在于，美国经济衰退可能会随之而来。此外，有外币借款的新兴市场经济体也可能面临巨大压力。

正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

在取消对人员流动的限制几周后，上海的生活正在慢慢恢复正常。虽然很难找到一家允许堂食的餐厅，但我们最喜欢的餐厅现在都提供外卖，我们可以在家里享用五星级的食物。菜市场重新开张了，但是很多沿街的门店还是关着，而且看起来很多夫妻店好像不会再开了。

与3月份的生活相比，最大的变化或许是核酸检测的常态化。乘坐公共交通工具，进入商场等公共场所，都要求三天内核酸检测结果为阴性。因此，我们需要经常做检测。

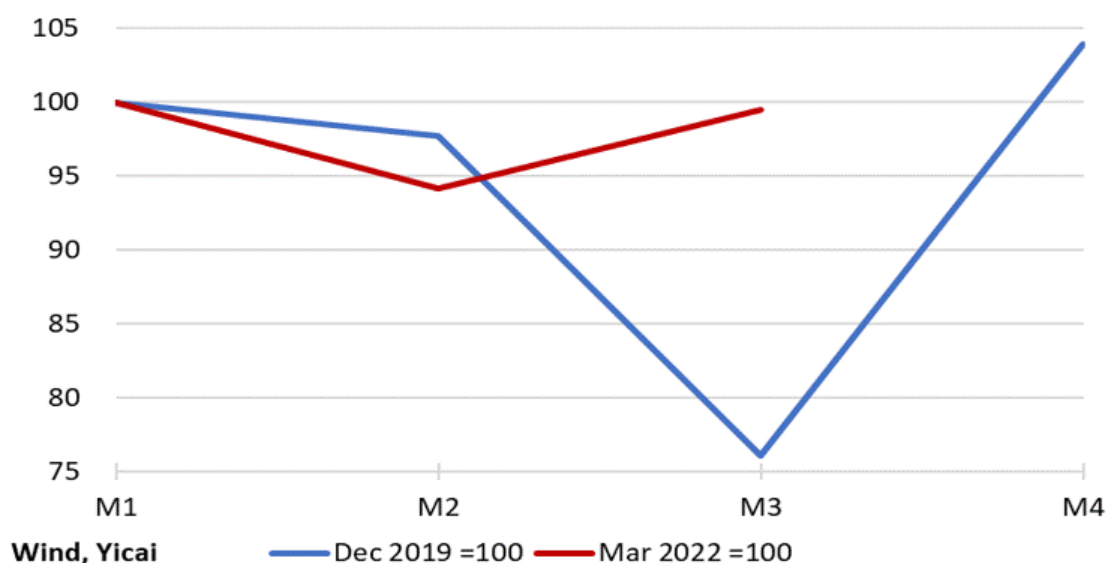
我们的小区里设置了一个检测亭，早上7点至9点，晚上6点至8点可以提供核酸检测服务。早上8点前，我泡上一壶咖啡，然后去做核酸检测。当我回来的时候，我的晨间咖啡就已经准备好了。我通常会在当天晚些时候收到测试结果。

此外，给老年人接种疫苗的工作也在进行。在全国范围内，60岁以上的人群中有65%接种了3次疫苗，高于3月底的55%。

国家统计局上周发布的数据显示，虽然经济仍在低于潜在水平运行，但明显正在从4月份的低点复苏。

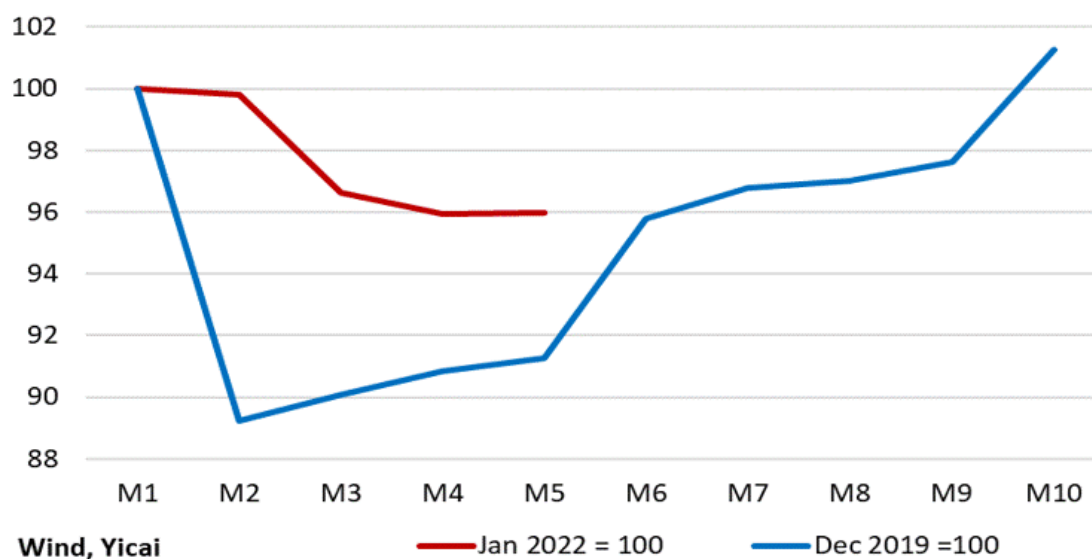
5月份工业增加值基本上恢复到奥密克戎疫情前的峰值（图1）。由于大宗商品价格上涨，采掘业今年表现尤为强劲，这一周期的累计跌幅仅为2020年新冠疫情暴发期间的四分之一。

图 1 工业增加值指数



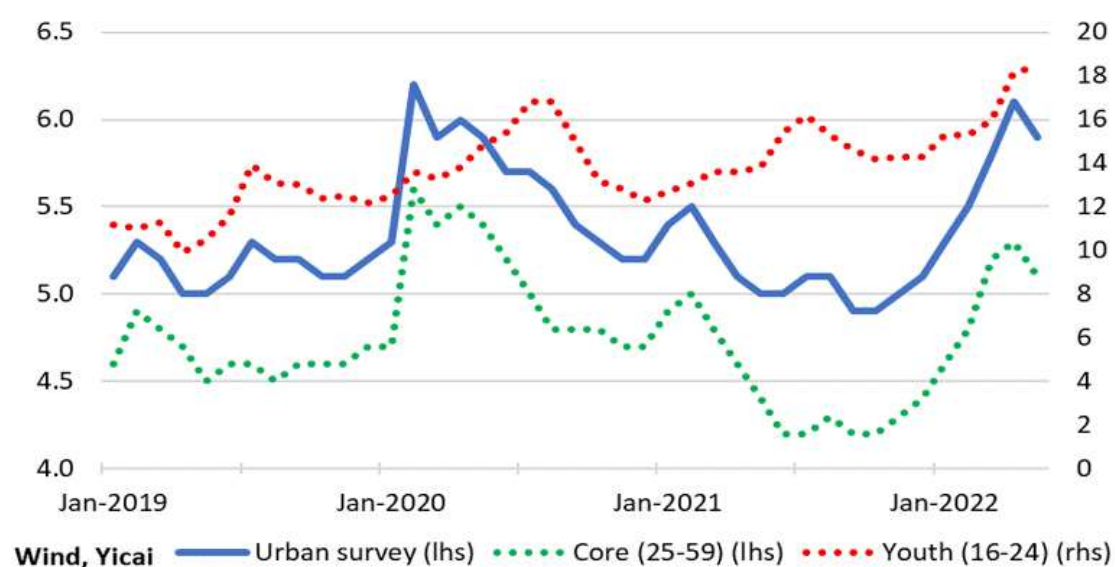
相比之下，我们还没有看到零售销售的复苏（图 2）。尽管如此，零售销售自今年高峰以来的下降幅度仅为 2020 年的三分之一左右。餐饮销售受到的冲击尤其大，与去年同期相比下降了 20% 以上。对于所有亏损的餐厅来说，目前的降幅比 2020 年 2 月至 3 月 40% 的降幅要小得多。

图 2 名义零售销售指数



5 月份城镇调查失业率总体有所下降（图 3）。虽然总体失业率看起来与我们在上一个周期中看到的非常相似，但失业人口的构成存在差异。25-59 岁这一就业主体人群的失业率在稍低的水平上达到顶峰。然而，由于近年来大学毕业生人数创历史新高，16-24 岁年轻人的失业率较高。

图 3 失业率



2022 年 5 月的周平均工作时长为 47.2 小时，略低于 2021 年 5 月（图 4），但仍比 2019 年 5 月和 2020 年 5 月高出约 1 小时。这意味着有足够的工作让现有的员工忙起来。随着经济前景的不确定性消退，企业可能会开始招聘新员工。

中国房地产市场一直具有很强的周期性，但在最近两年波动比较大（图 5）。在房地产开发商资金紧张、新冠疫情和 2021 年的强劲表现共同作用下，今年房地产市场不尽如人意。为了应对这一局面，很多城市降低了首付比例和按揭贷款利率，并向房地

产开发商提供支持。如果说房地产市场数据中有好消息，那应该是目前的需求水平比房屋开工率高出 20%。

图 4 5 月的周平均工作时长

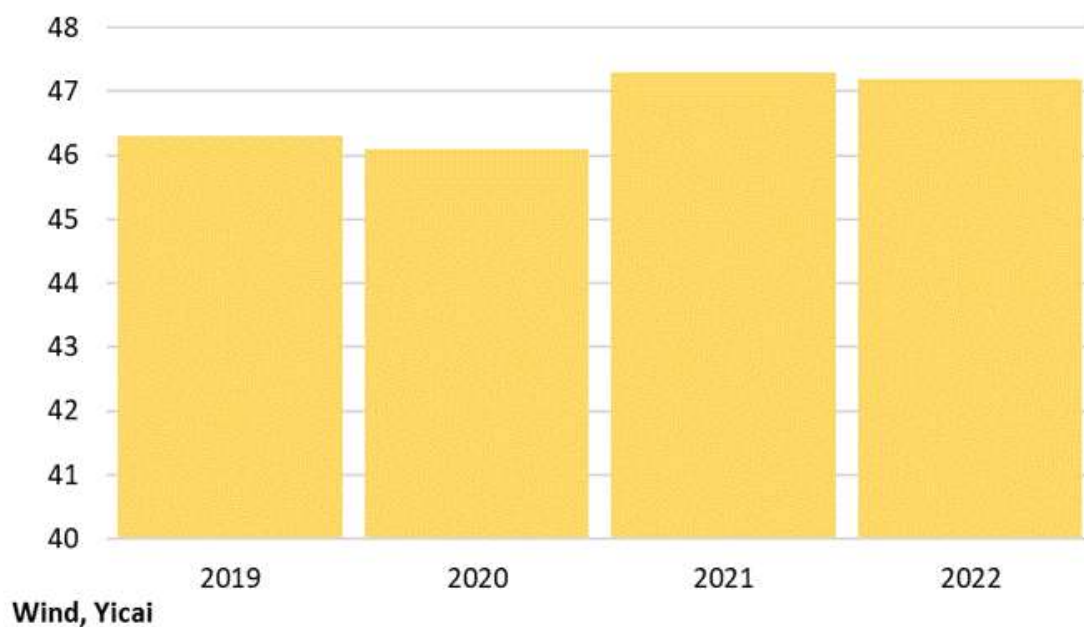
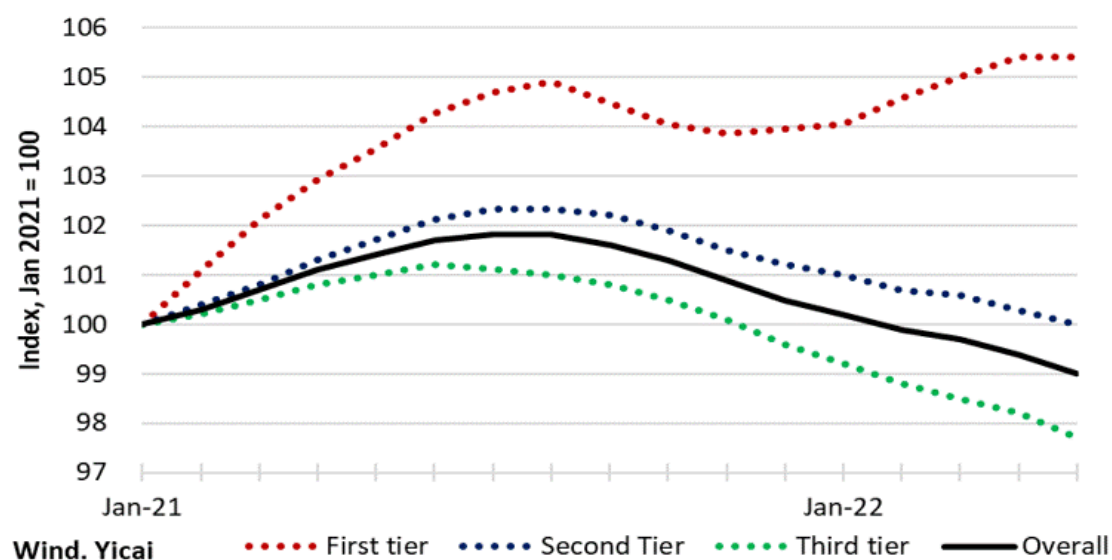


图 5 住宅销售面积



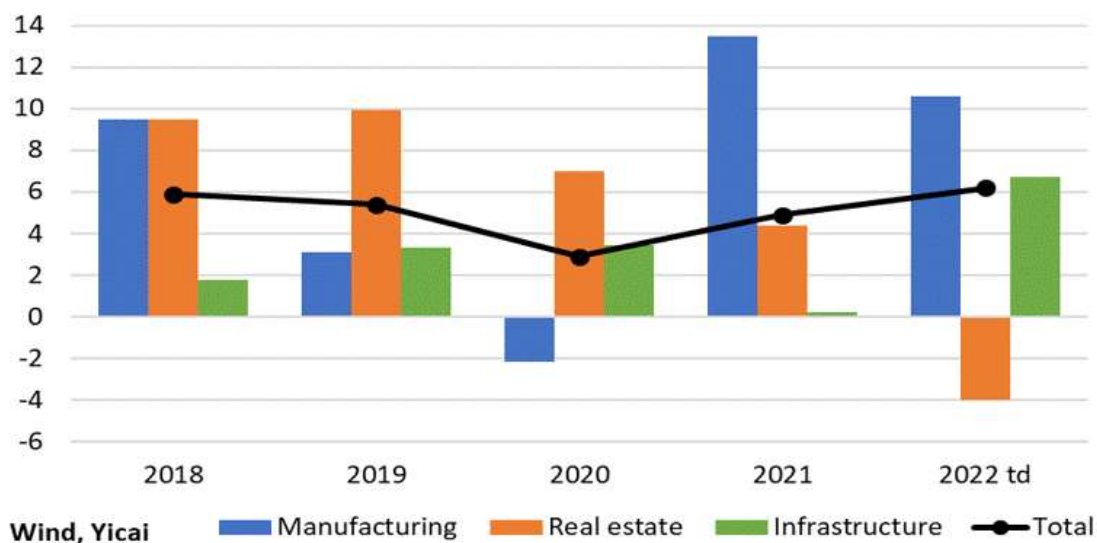
中国 70 个大中城市的二手房价格比 2021 年 1 月下降了 1%（图 6）。房价下跌的地区均为三线城市，二线城市房价与 17 个月前的水平持平。数据显示，一线城市房价涨幅在 5% 左右。不过，不同地段的房价走势大相径庭。我住的房子位于浦东新区塘桥镇。房价比去年下降了 10%，但现在的价格仍然是 2012 年购买时的 3 倍。

图 6 70 个大中城市二手房价格指数



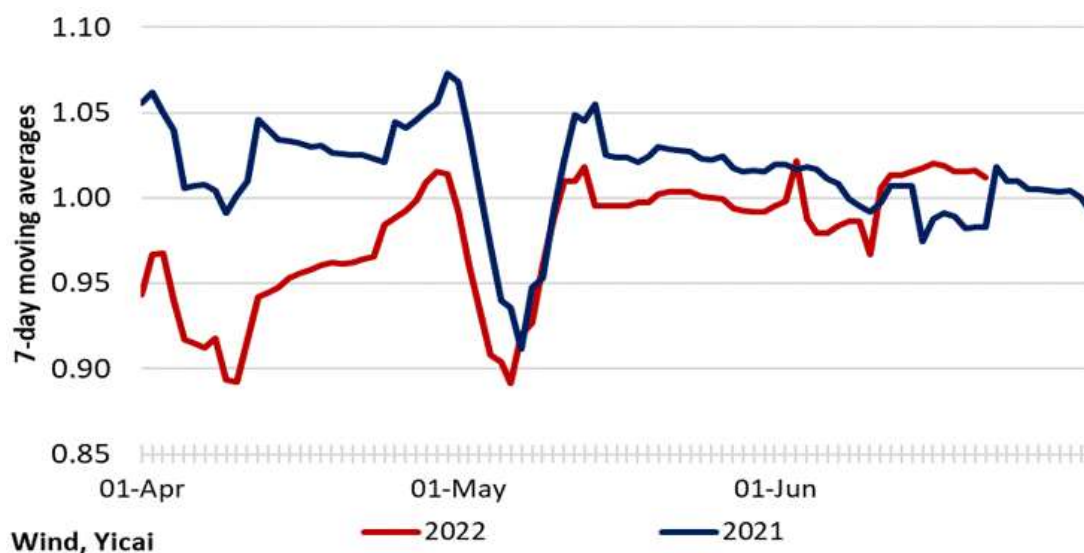
今年房地产市场仍然会拖累经济，中国需要依靠其他增长引擎。5 月 31 日，国务院发布 33 项措施促进经济复苏。其中最重要的是减税和增加基础设施支出。这一政策将使投资向制造业和基础设施倾斜，这一转变已经开始（图 7）。房地产、制造业和基础设施分别占固定资产投资的三分之一左右。通过这种方式重新平衡投资，既能维持需求，又能提高经济的基本生产能力。

图 7 名义固定资产投资增速（同比）



经济反弹可能会在 6 月份加速。我喜欢监测高德地图的交通拥堵数据，以此观察整体经济活动。数据显示，4 月和 5 月的交通拥堵分别比 2021 年下降了 7% 和 3%（图 8）。6 月至今的数据显示，交通拥堵情况与去年大致相当。

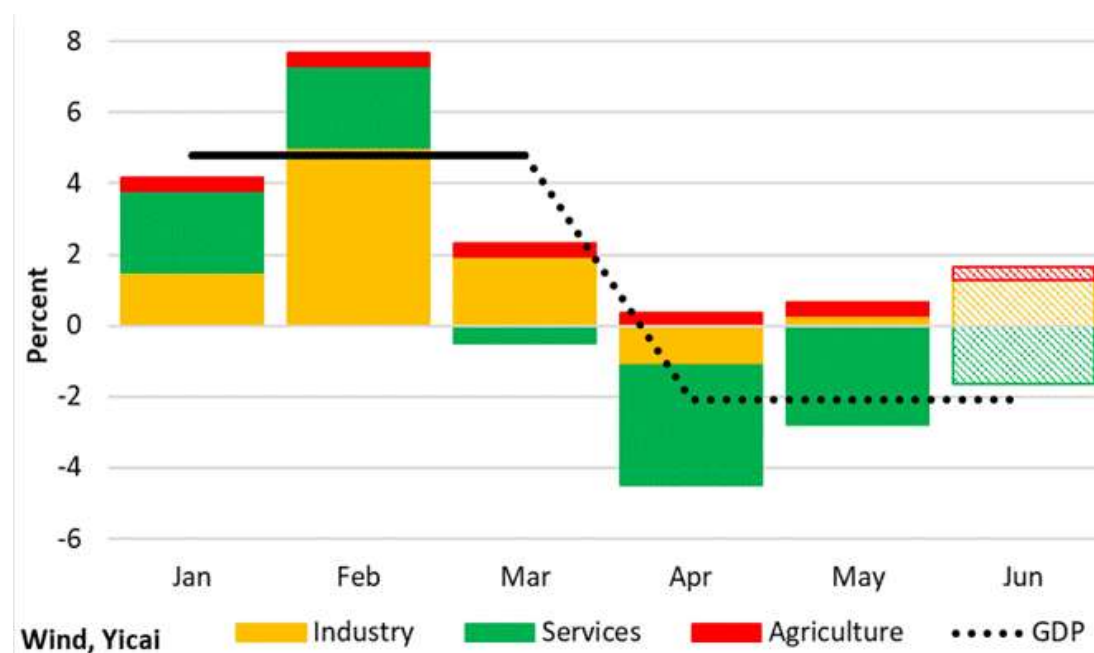
图 8 交通拥堵指数：30 个城市加权平均



我们的月度国内生产总值（GDP）指标是基于工业增加值同比增速、国家统计局的服务业生产指数和对农业部门的粗略估计（图

9)。该指标显示，4月GDP同比增速为-4%，5月为-2%。从交通拥堵数据的改善来看，6月GDP同比不增长似乎是合理的。如果二季度GDP按照该指标显示的路线发展，那么同比增速将达到-2%。这将明显高于2020年一季度-6.8%的增速。

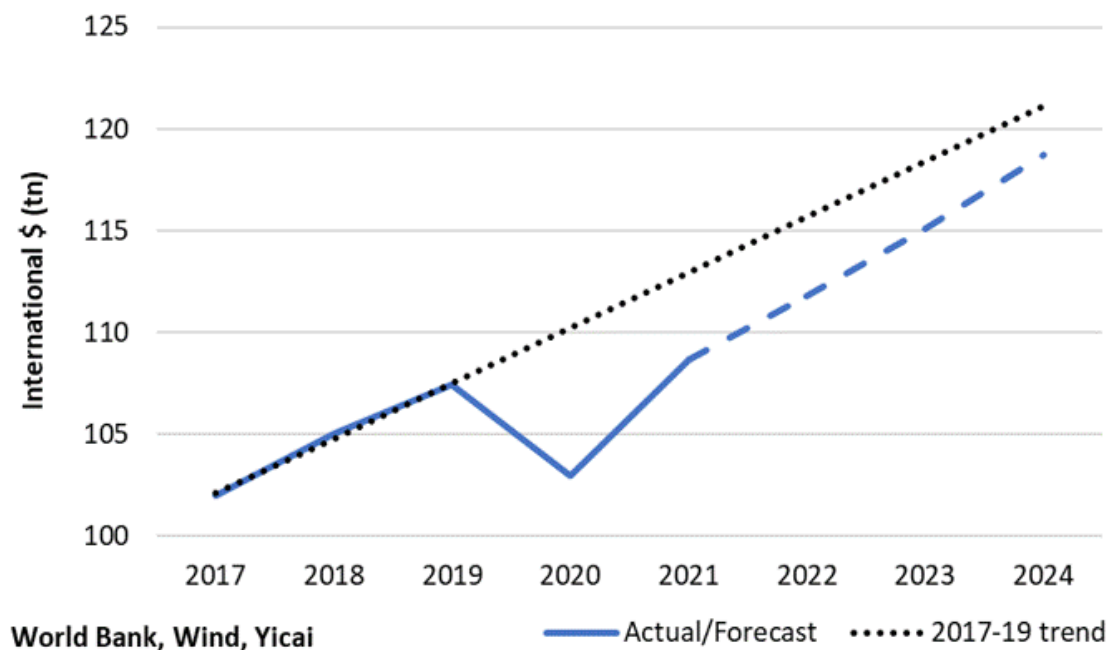
图9 GDP和月度指标增速（同比）



经济学家对外部环境的乐观情绪有所减弱。例如，世界银行最近将2022年全球经济增速预测从4.1%下调至2.9%。该机构将这种“大幅”下调归因于食品和能源价格飙升、俄乌冲突导致的供应和贸易中断以及货币政策正常化。此外，该行认为存在“相当大的滞胀风险”（经济停滞伴随高通胀）。

世界银行的预测显示，未来几年中国贸易伙伴的需求仍将低于趋势水平。世行认为，到2024年，新冠疫情期间损失的产出仍将有三分之一得不到弥补（图10）。

图 10 全球 GDP（不包括中国，基于购买力平价）



这是否意味着中国今年将很难实现全面复苏？

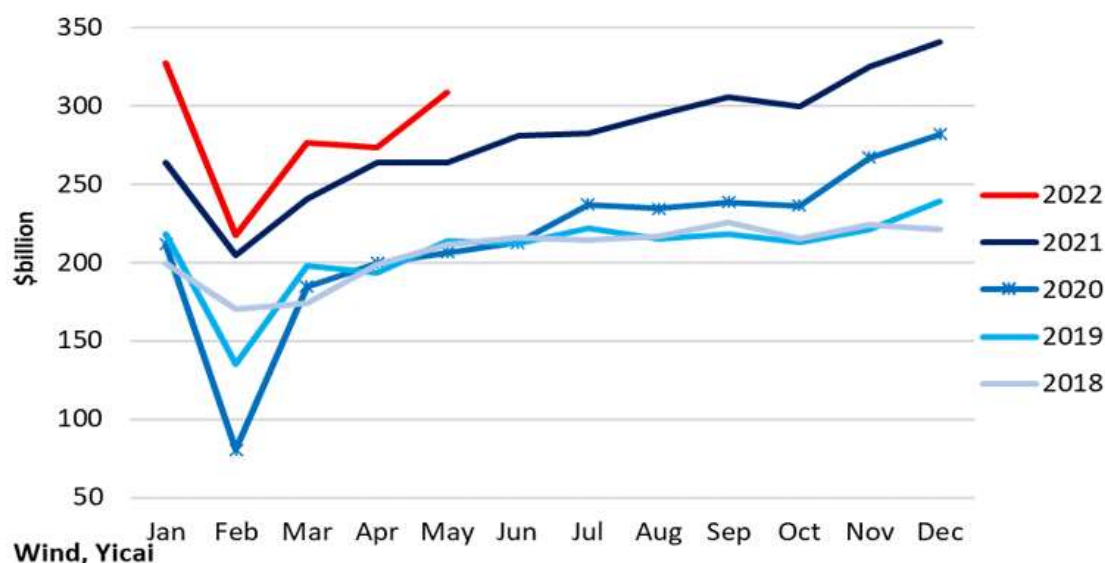
未必如此。

中国贸易伙伴的经济今年以 2.8% 的速度增长，这比 2020 年 4% 的下降更有支撑力。

此外，近年来，中国的竞争力不断增强。中国占全球出口份额从 2017-2019 年的 13% 上升到 2020-2021 年的 15%。竞争力的提升得益于产业升级和此前有效的疫情防控。

因此，虽然需求低于趋势水平，但中国的出口仍在快速增长。2020 年下半年中国出口开始加速增长，2021 年同比增长了 30%。虽然今年 4 月和 5 月暴发了奥密克戎疫情，但今年迄今为止，出口仍同比增长了 13%（图 11）。

图 11 中国月出口额



另外，中国相对来说不受世界银行指出的宏观经济压力的影响，其中最重要的是全球利率的上升。最新的“点阵图”显示，联邦基金利率还将上升约 2 个百分点，到 2023 年达到 3.8% 的峰值。

美国经济能够承受如此大幅度的加息。但风险在于，联邦基金利率将不得不大幅上升以降低通胀，美国经济衰退可能会随之而来。此外，有外币借款的新兴市场经济体也可能面临巨大压力。

中国的外债总额约为 2.7 万亿美元，规模巨大。然而，它在中国 GDP 中所占的份额相对较小，并且完全被外汇储备所覆盖(图 12)。

2020 年，中国经济从一季度新冠疫情的影响中迅速反弹，第三季度 GDP 基本恢复到疫情前的水平。这一次，由奥密克戎变异株造成的疫情影响究竟如何，5 月的数据正在给出指引。

图 12 外债总额占比

