



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2022.7.25(Y-Research RN047)

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

三季度经济增长趋势依然与疫情高度相关

摘要

新的变异株不断出现，国家也已经明确了对于公共卫生的优先态度。如果新冠疫情能够得到控制，我认为经济能在第三季度回升至疫情前的增长趋势，并保持至第四季度，使得年增长率来到 4.2% 至 4.7% 区间。然而，需求的构成将与前疫情时代的预期有所不同，私人消费和住房需求减弱，而出口和公共投资增强。

正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

上海取消因疫情防控而设的出行限制已近两个月。人们再次自由地漫步于这座城市之中，而生活似乎也回到了正轨。但疫情留下的“伤痕”也很明显。许多店门依旧紧闭，而商场也不像往日那般拥挤，店员们也经常和我说生意恢复得有多慢。

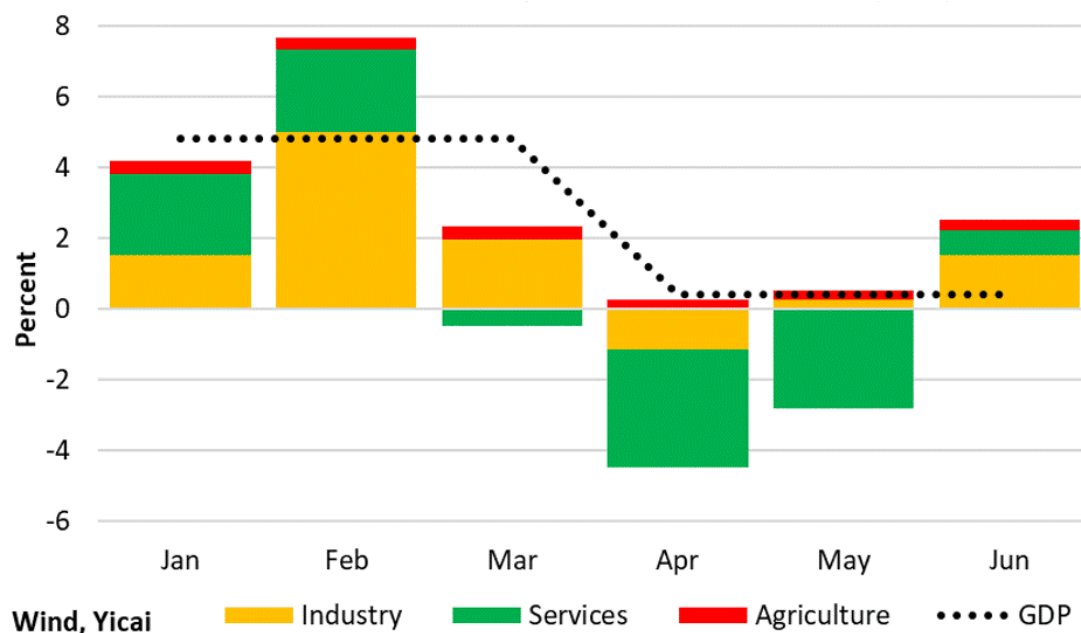
由于为了遏制奥密克戎变异毒株引起的新冠肺炎的爆发而采取的措施使得这座城市的大部分地区在近三个月中有两个月处于隔离的状态，上海的国内生产总值 (GDP) 在第二季度同比下滑了将近 14%。而其失业率也接近了全国平均水平的两倍。

虽然整个城市的状态恢复在 6 月有了较大的起色，但普遍的谨慎情绪依然存在。人们担心疫情会卷土重来，即便是被发现出现在感染者周边也可能会产生严重后果。因此，尽管上海再次推动新冠疫苗的接种，人们仍尽量待在家中并严格控制消费支出。

从国家层面来说，经济数据并没有那么糟糕。

经济在第二季度勉强实现了 0.4% 的同比增长。我们的月度指标表明：在经历了 4 月和 5 月的下跌后，6 月实现了经济的（正）增长（图 1）。

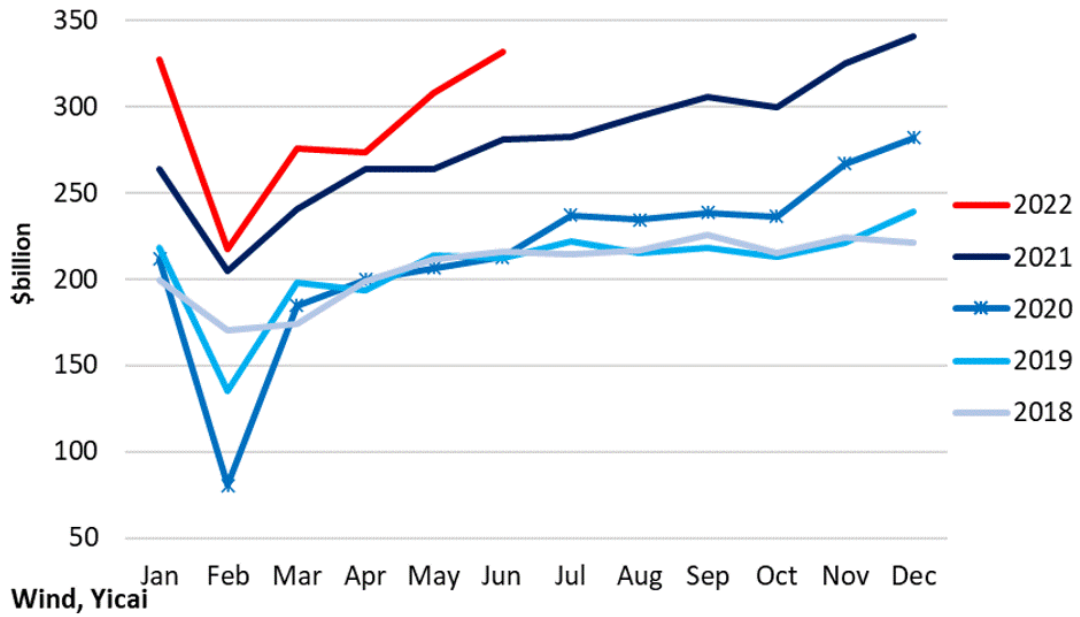
图 1 国内生产总值及月度指标的增长



出口依旧是最大的亮点。

尽管面对着因新冠肺炎疫情管控措施而引起的物流运输困难以及去年的强势增长，出口在第二季度同比增长 13%（图 2）。不可思议的是，本季度出口额比 2018 至 2020 年的平均数据要高出 50%。这不仅是中国的贸易伙伴们对商品的强烈需求的证明，同样也是对中国有能力将这些货品推向市场的证明。

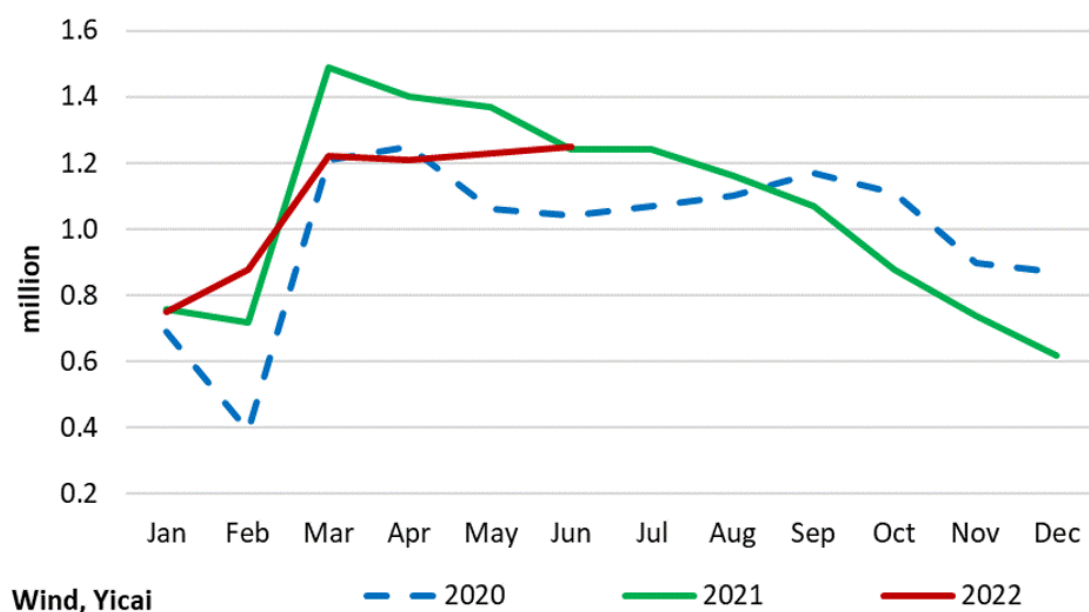
图2 中国出口额的月度数据



中国劳动力市场的状况在持续改善。

就业机会的提供在今年3到5月间落后于去年的表现后，于6月与去年水平相当（图3）。今年到目前为止，中国的经济已经在正规劳动力市场上新增了650万个城镇就业岗位，这样看来，今年新增1100万个就业岗位的年度目标已触手可及。

图 3 新增正式城镇就业岗位

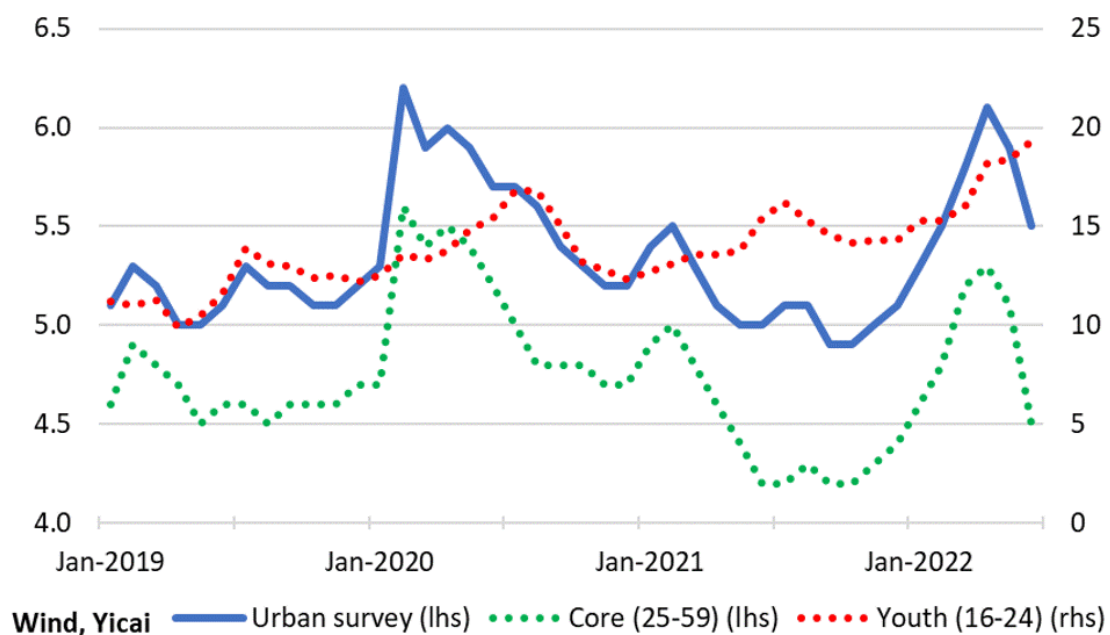


失业率数据表明劳动力市场已经变得越来越细分。

核心劳动力人群（劳动者），即那些年龄在 25 至 59 岁之间的人的失业率降低至 4.5%，略低于 2020 年初，即首次新冠肺炎疫情爆发前的水平（图 4）。

与此同时，青年的失业率则超过了 19%。中国国家统计局新闻发言人付凌晖表示：今年大学毕业生的数量创历史新高，但与新冠肺炎疫情相关的不确定性使得雇主对招聘新员工持谨慎态度。

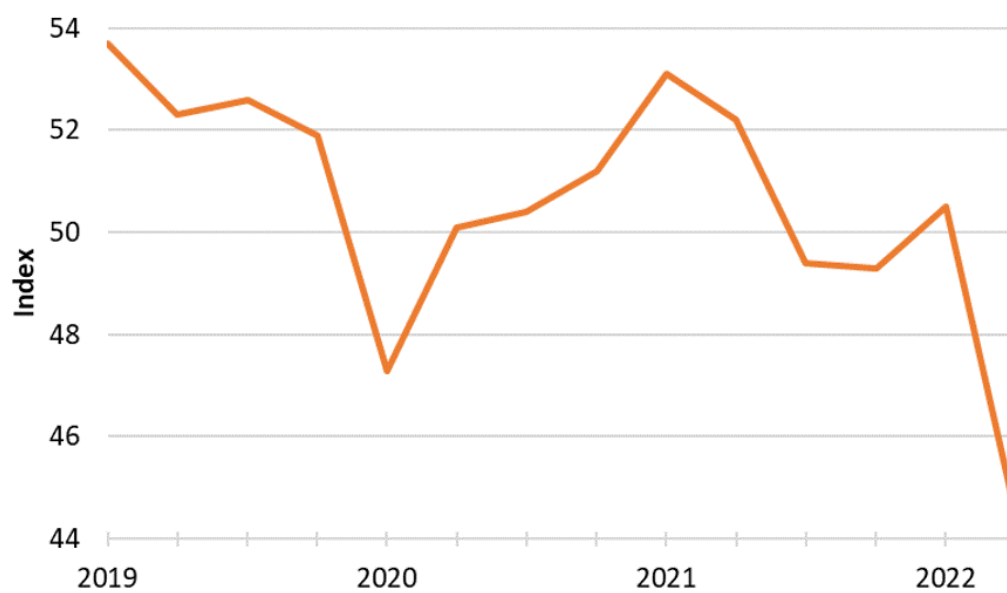
图 4 失业率



尽管劳动力市场在过去几个月有所改善，但对就业安全的担忧仍在拖累经济。

中国人民银行最近的调查显示，就业预期指数大幅下降。受访者目前对就业前景比在 2020 年第一季度冠状病毒首次爆发时更悲观，这对经济造成了更大的破坏性影响。（图 5）

图 5 中国央行就业预期指数

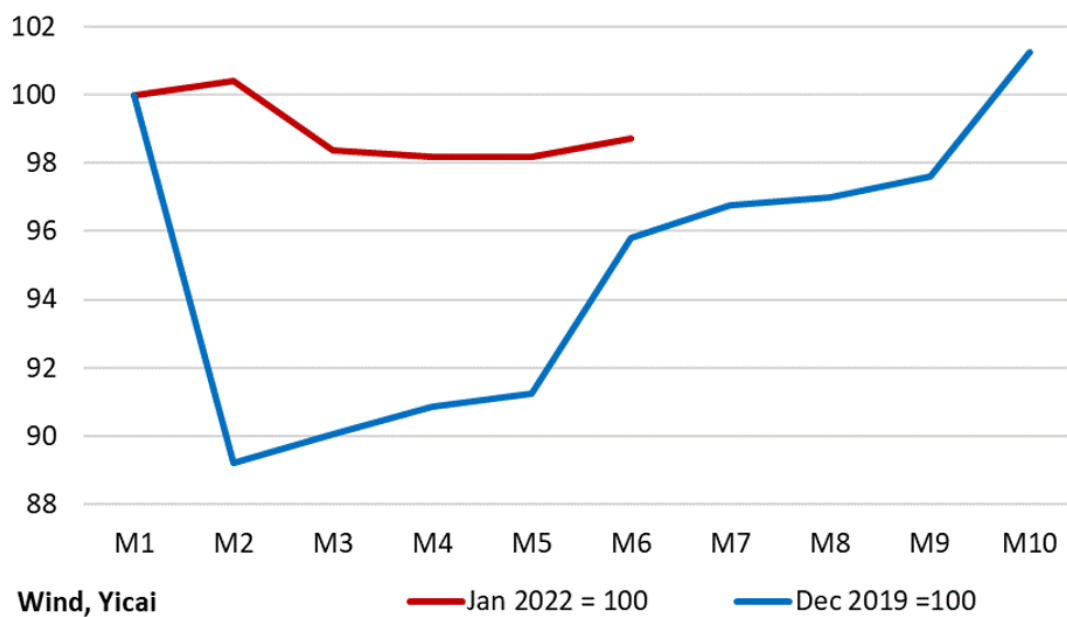


Wind, Yicai

只要消费者觉得就业受到威胁,就很难期待消费的强劲反弹。

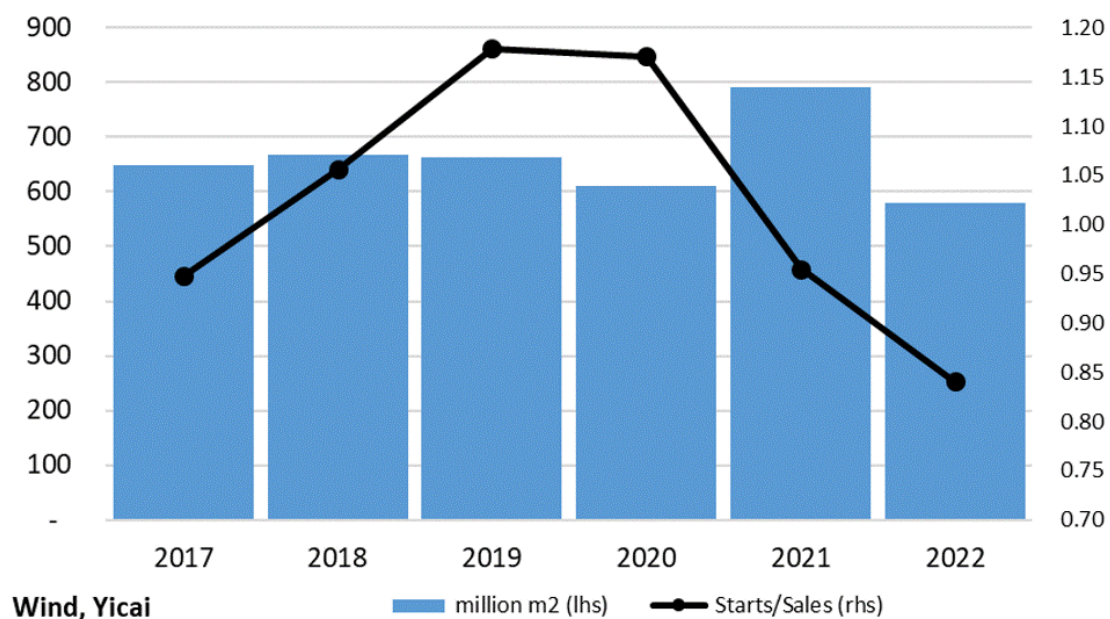
虽然 Omicron 疫情下零售额降幅比 2020 年的来得小,但消费者的谨慎态度暗示,未来几个月反弹将相当缓慢(图 6)。

图 6 名义零售指数



新房销售冷清也在意料之中，今年上半年同比下降 27%。不过，这种疲软部分源于 2021 年的强劲表现（图 7）。与 2017-19 年的平均水平相比，今年的销售“不过”下降了 14%。

图 7 上半年所售住宅物业面积

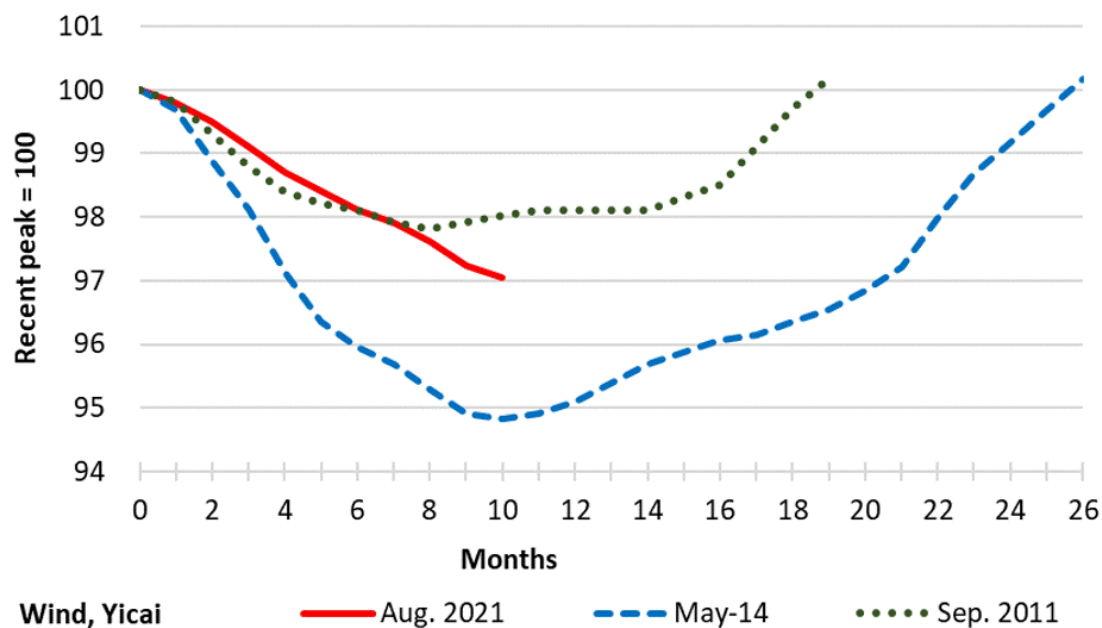


房屋开工量下降得比房屋销售量更厉害。今年上半年，新屋开工-销售之比降至 0.84，远低于此前五年的平均水平 1.06。

住房需求的疲软反映在房价的下跌上。

自 2021 年 8 月峰值以来，二手公寓价格已经下降了 3%（图 8）。这与我们在 2011 年和 2014 年的低迷时期看到的情况一致。经验表明，如果疫情仍处在控制下，我们应该正到达这一周期的低谷。

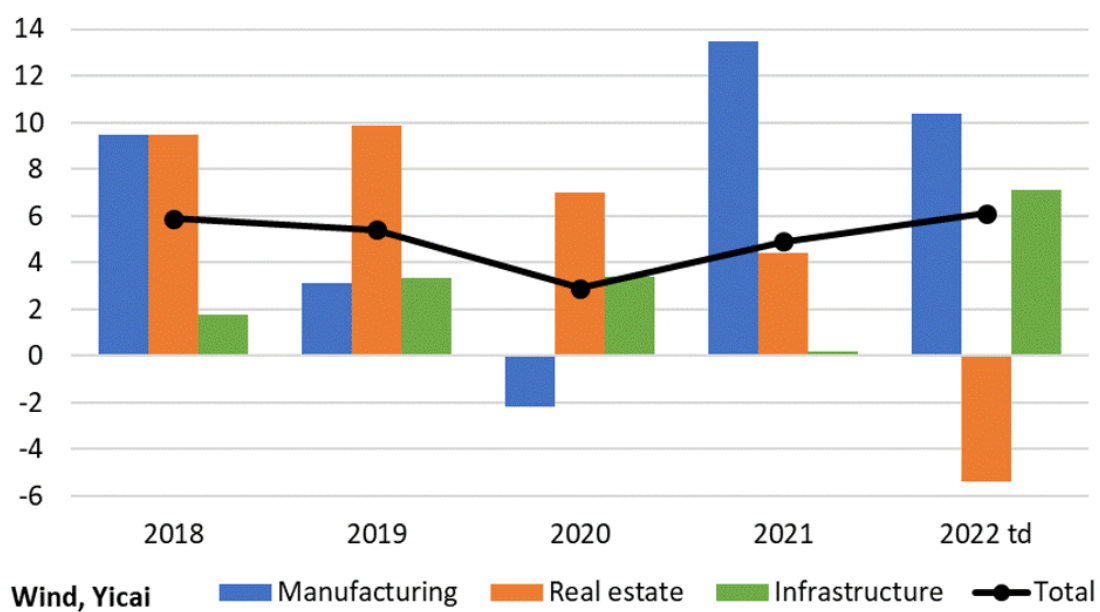
图 8 70 城二手房价格指数



基础设施投资增加抵消了房地产投资的减少（图 9），这在一定程度上响应了国务院 5 月底颁布的提振经济的 33 条措施。

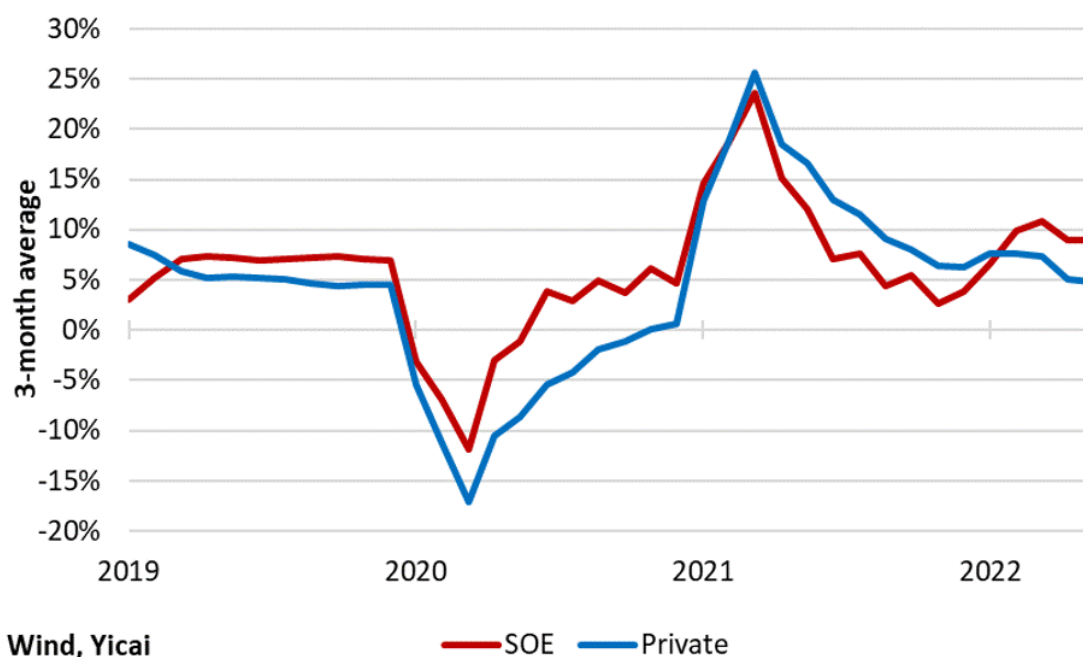
新基建（5G 基站和数据中心）、风能和太阳能发电厂以及水利投资快速增长。这种减少房地产投资的调整实际上可能是件好事，因为这样似乎可以提高长期经济效率，加快经济向低碳生产模式转型。

图9 上半年所售住宅物业面积



与往年一样，国有企业加大支出力度以应对疲弱的私有投资需求（图 10）。

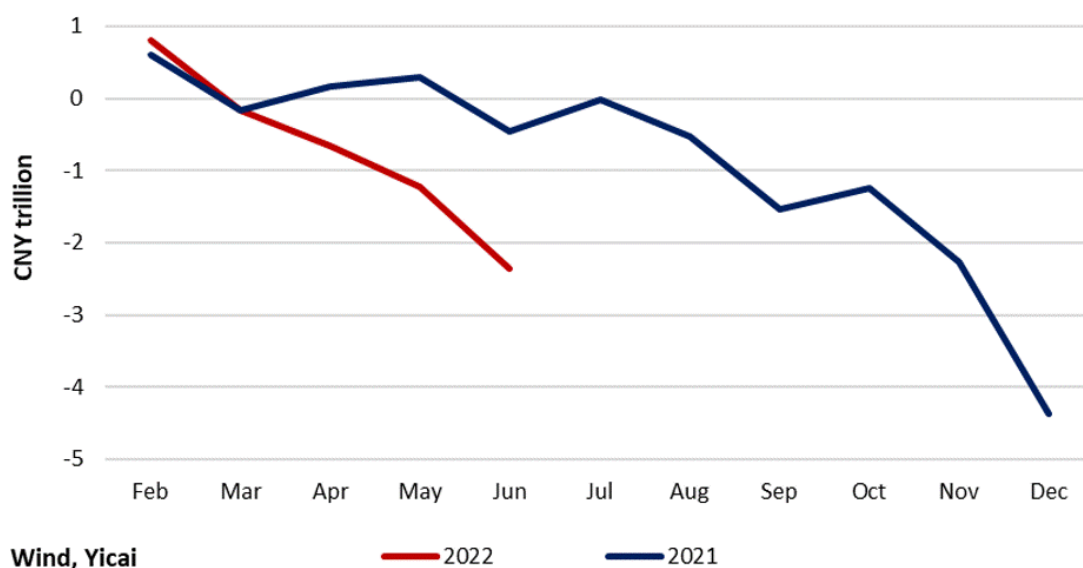
图 10 名义固定资产投资（同比）



财政政策的“自动稳定器”也为经济提供了很大的支持。

今年上半年累计财政赤字达 2.4 万亿元,比去年同期增加 1.9 万亿元(图 11)。造成赤字增加的原因是财政收入下降 10%,而政府支出上涨 6%。按照年率计算,赤字的增加占国内生产总值(GDP)的 3.8%。

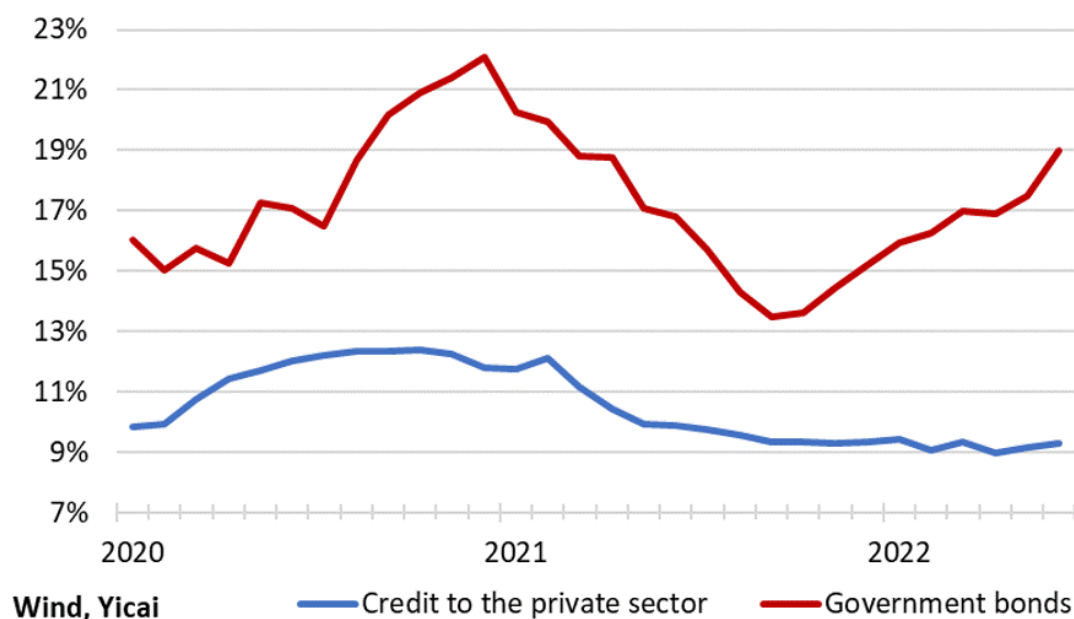
图 11 中央政府财政收支余额（总额）



信贷政策也突出了上半年政府扶持的重要性。

私营部门的信贷增长稳定在 9%，其中家庭需求的放缓被企业的强劲需求所抵消。相比之下，6 月政府债券融资同比升至 19%，去年同期则为 15%（图 12）。

图 12 信贷增长：选定指标



那么下半年情况会如何？

这很大程度上取决于病毒的发展。新的变异株不断出现，国家也已经明确了对于公共卫生的优先态度。

如果新冠疫情能够得到控制，我认为经济能在第三季度回升至疫情前的增长趋势，并保持至第四季度，使得年增长率来到 4.2% 至 4.7% 区间（图 13）。

然而，需求的构成将与前疫情时代的预期有所不同，私人消费和住房需求减弱，而出口和公共投资增强。

图 13 信贷增长：选定指标

