



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2022.11.18(Y-Research RN070)

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

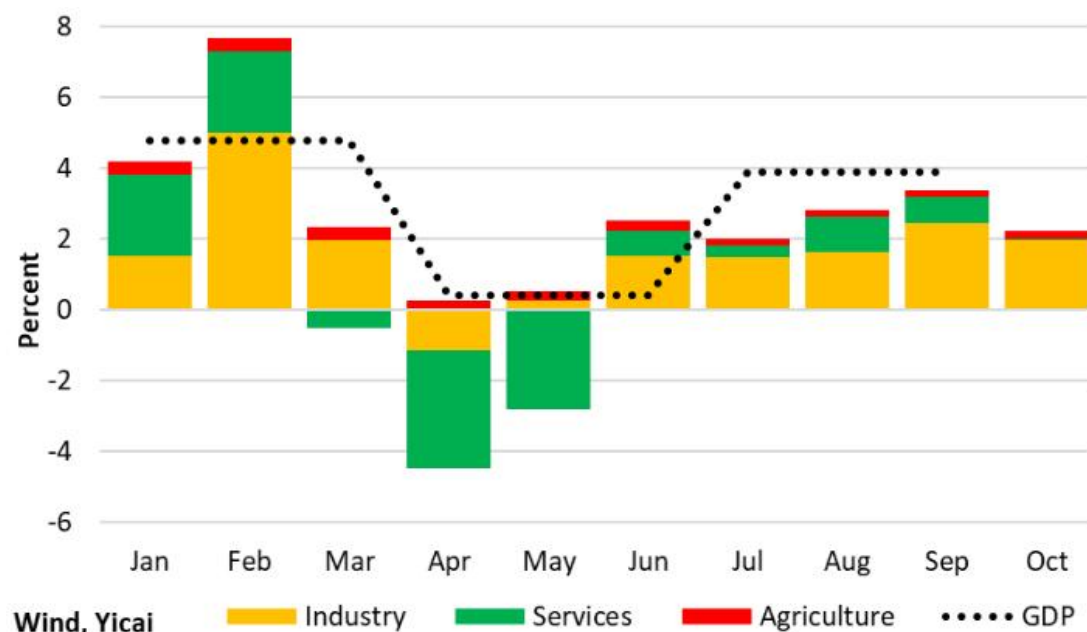
中国观察

10 月中国经济数据解读

中国国家统计局 11 月 15 日发布的经济数据显示, 10 月经济恢复较 9 月有所放缓。不过, 最近对疫情防控措施的进一步优化和房地产相关金融政策的微调可能使四季度经济数据上扬。

我们的月度 GDP 指标结合了国家统计局公布的工业增加值和服务业生产指数, 以及对农业部门的估计。指标表明, 10 月 GDP 同比增速从 9 月的 3.4% 放缓至 2.2% (图 1)。

图 1 GDP 和月度指标增长（同比）



对新冠疫情的担忧继续影响消费。

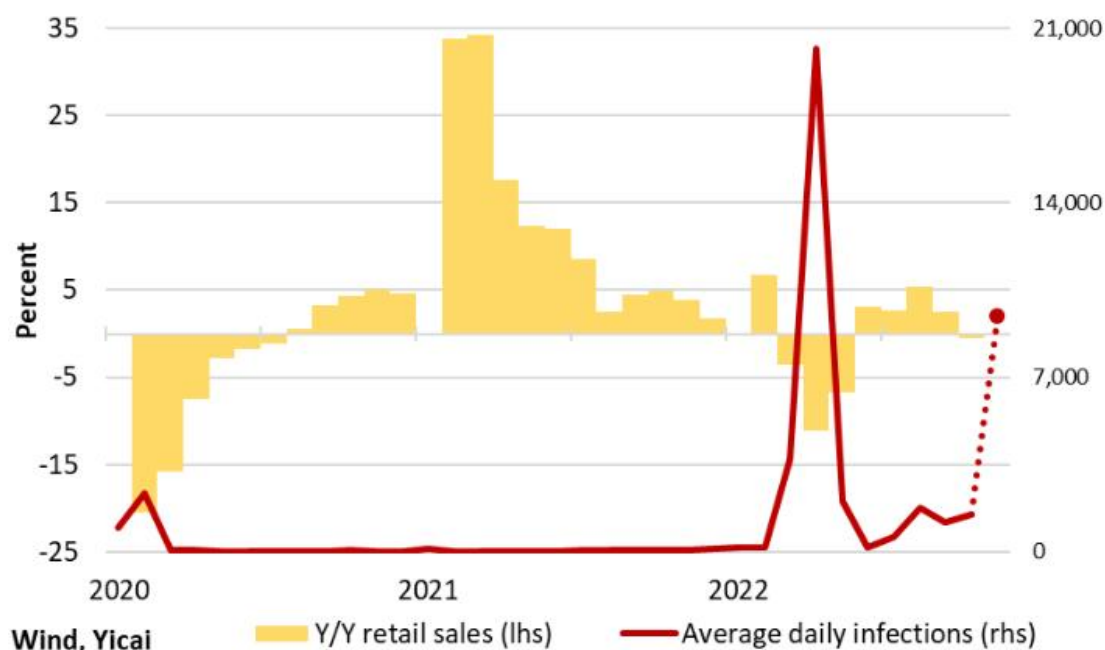
得益于国庆黄金周假期，往年 10 月的旅游服务消费通常较高。但今年 10 月铁路客运量只有 1.19 亿人次，低于 2021 年的 2.48 亿人次，更远低于疫情前 3.19 亿人次的高峰。

10 月的服务业产值与去年同期基本持平。相比之下，工业的韧性较强，10 月同比增速达 5%。然而，由于国内私有企业需求偏弱，叠加外部需求放缓，工业产值越来越依赖于公共支出。

出乎意料的是，在 9 月增长 2.5% 后，10 月零售额同比增速小幅收窄。可以看出，零售业似乎对新冠疫情特别敏感（图 2）。在单日新增病例由 6 月的 170 例攀升至 1500 例后，10 月零售额随之出现下降。这也是新冠肺炎病例的第三次急增。在 2020 年初和 2022 年春季病例急增时，零售业也曾受到过影响。

11 月上半月，单日新增病例超过 9400 例，表明消费还将面临压力。

图 2 零售额和新增病例数



中国的政策制定者一直努力在保护公众健康和支持经济复苏之间寻求平衡。

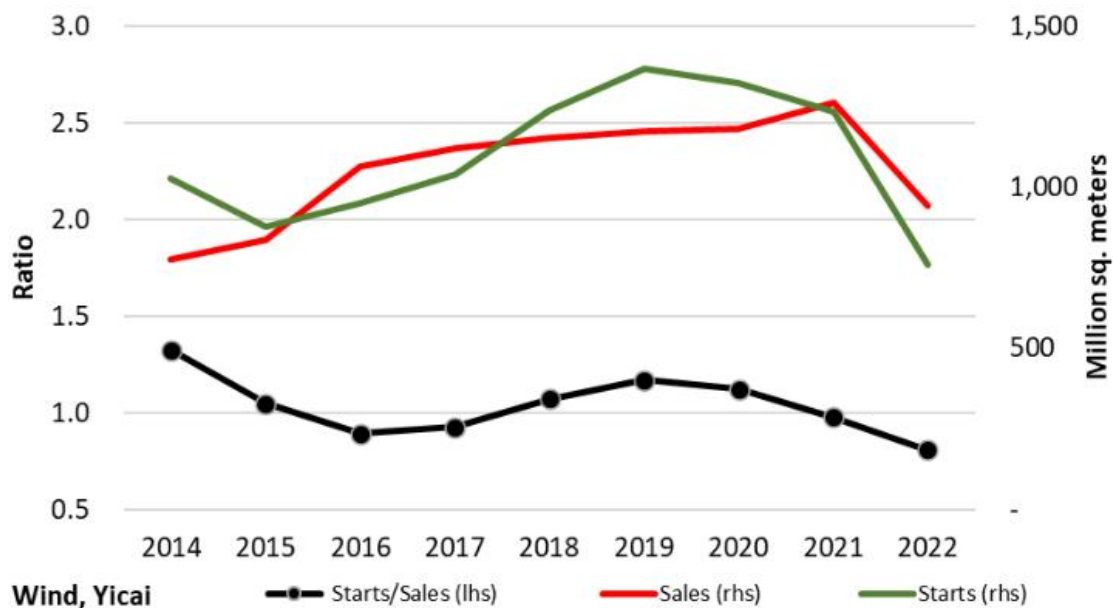
在坚持动态清零的大方针下，中国近日放宽了部分防疫政策。入境旅客隔离时间缩短，取消了对确诊病例的“次密接”的追踪和隔离。同时，即使飞机上有阳性旅客，航班也不再实行“熔断”。

在病例数增加的背景下放宽公共卫生政策，体现了政府的自信。不过，这些变化能在多大程度上激发消费者的信心还有待观察。

10 月房地产市场仍未有起色。

住宅销售面积比去年低 25% 左右，而新开工面积则比去年低近 40%（图 3）。今年迄今为止，房屋新开工面积与销售面积的比率仅为 0.8。这表明，没有足够的在建新房来满足目前的需求。

图 3 住宅相关指标：截至 10 月 31 日

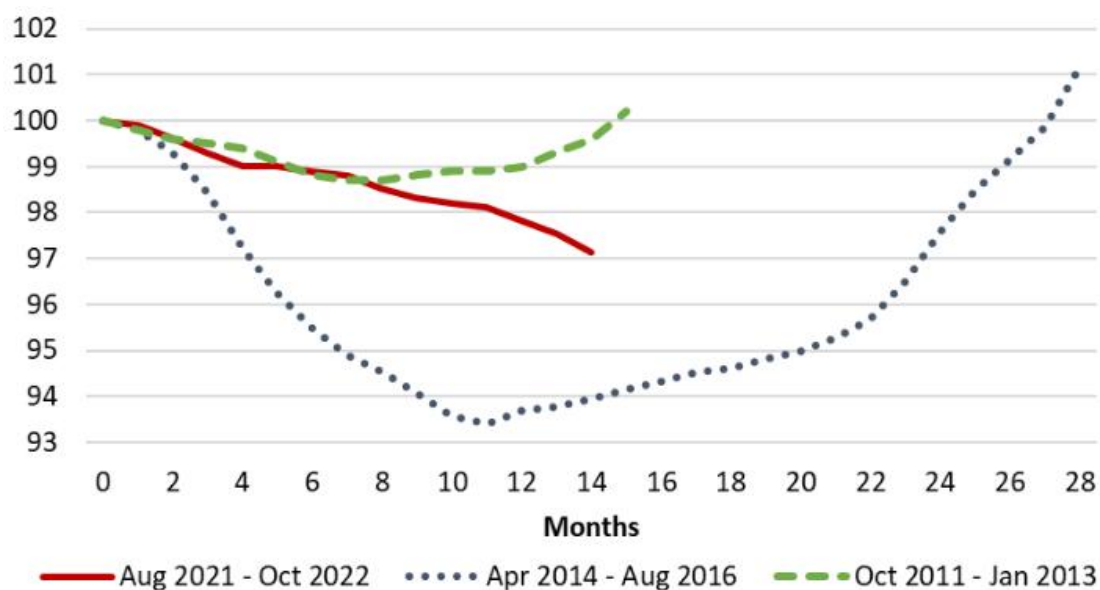


开发商们并没有建造更多的房屋，造成这一结果的部分原因是他们所面临的财务限制。虽然政策制定者们仍然受到“房住不炒”这一方针的指引，但他们也鼓励金融机构通过延长或置换债务来为房地产开发商提供流动性支持。

从某种程度上来说，住房需求的疲软部分来自于家庭对开发商的财务实力以及他们完成项目能力的不确定，而政策的调整则市场设定了下限。

由于供应和需求双双下降，在这一轮周期中，库存的增长并不大。此外，新房价格也较为平稳。在中国 70 个主要城市中，新房价格仅仅比去年 8 月的峰值下降了 3%。虽然这相较于 2011-2013 年那一轮周期来说是一个较大的修正，但并不如我们在 2014-2016 年所见到的那么大（图 4）。

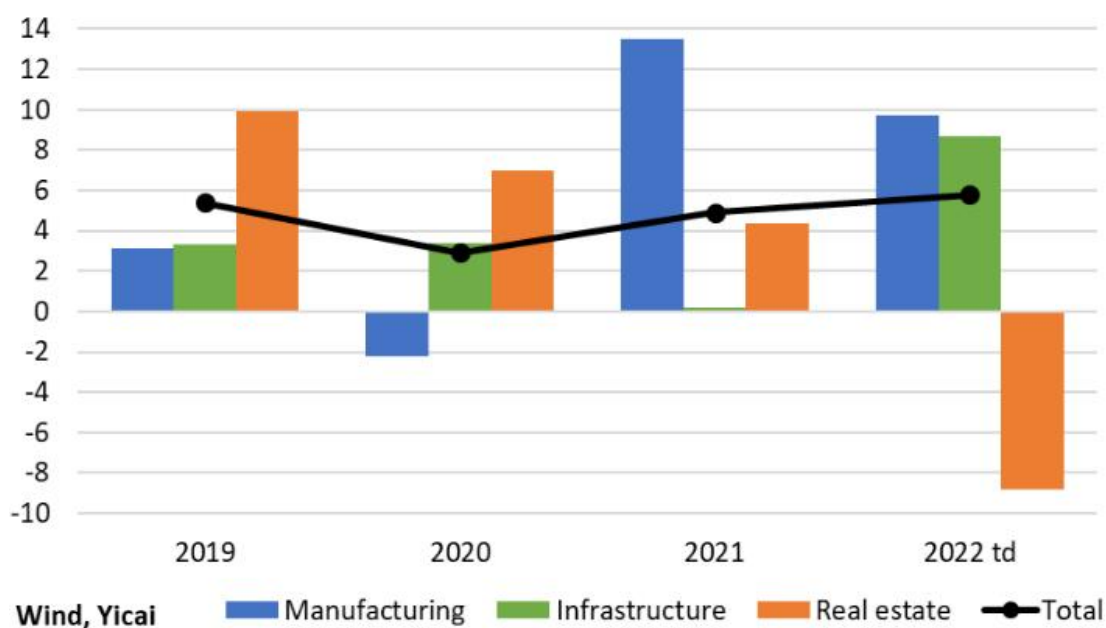
图 4 70 个主要城市新房价格指数



Wind, Yicai

政策制定者们已尝试过通过增加在基础设施建设方面的支出以及鼓励制造业投资来抵消房地产的疲软（图 5）。这可能会使得未来经济变得更加高效。

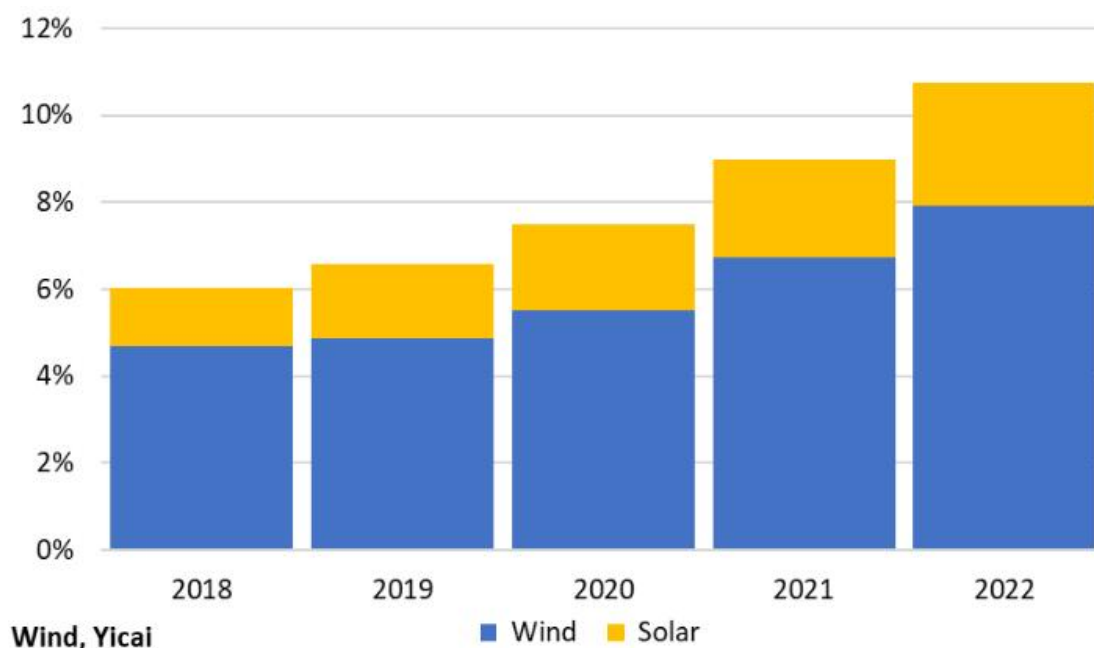
图 5 固定资产投资同比名义增长 (%)



Wind, Yicai

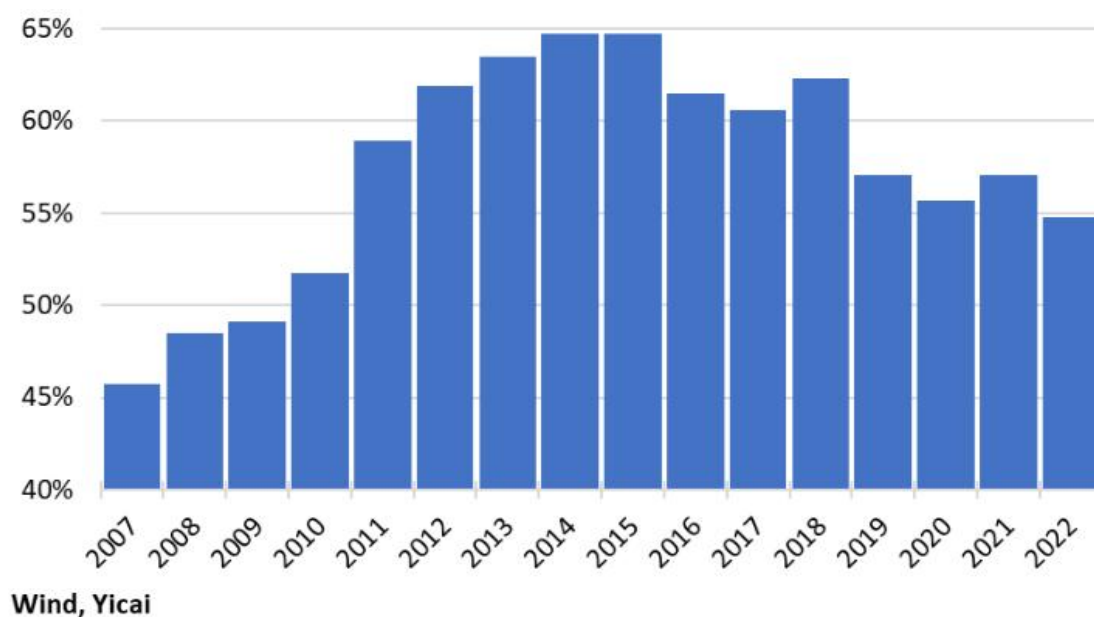
中国可再生能源技术发电的占比持续上升。今年迄今为止，中国的发电量比去年提高了 4%。其中风能和太阳能的发电量分别提高了 22%和 30%。今年 1-10 月，风能和太阳能发电占总发电量的 11%，比去年同期的 9%有所上升（图 6）。

图 6 发电量占比：1-10 月



固定资产投资增速趋于稳定，但其构成在发生变化，即私营部门所占的份额更小了。而在 2014-2015 年，私营部门占固定资产投资的近三分之二。在中美贸易摩擦的影响下，私营部门在固定资产投资中的占比已经下降了 10 个百分点（图 7）。

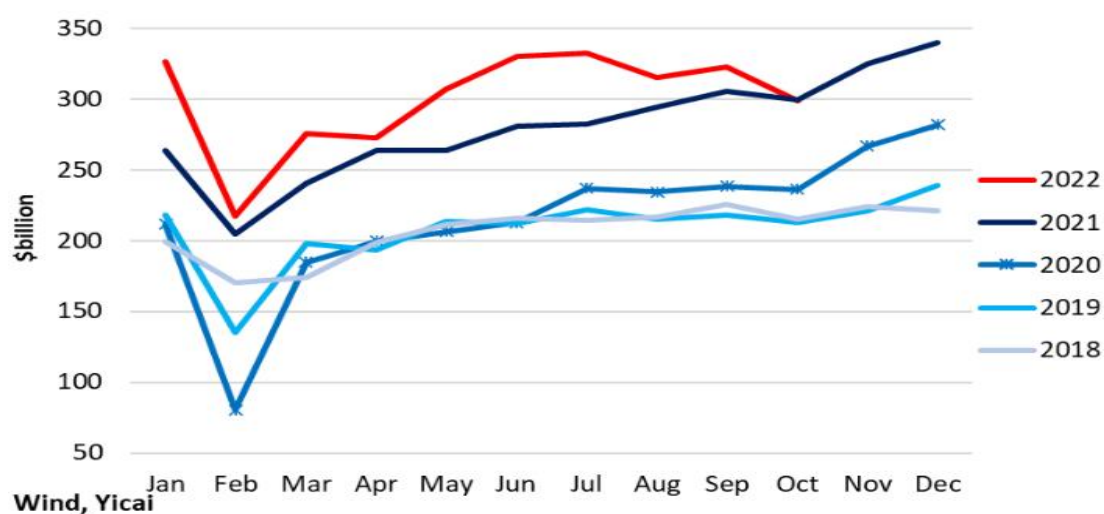
图 7 私营部门固定资产投资（1-10 月）



近年来，出口一直是中国经济的动力来源，但目前这种情况正在发生变化。

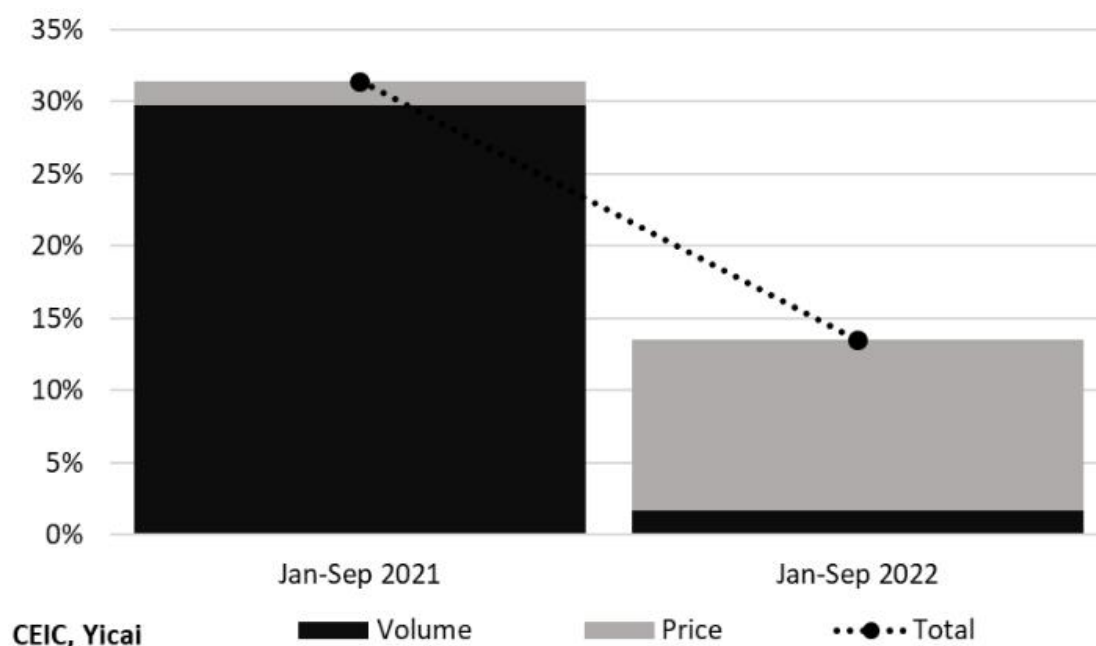
根据国家统计局的数据，10 月中国出口额同比增长 7%。然而，国家统计局是以人民币计算出口额的，在人民币贬值的时候，出口增长就可能会被放大。如果以美元计算，中国 10 月份的出口额是同比持平的（图 8）。

图 8 中国月度出口额



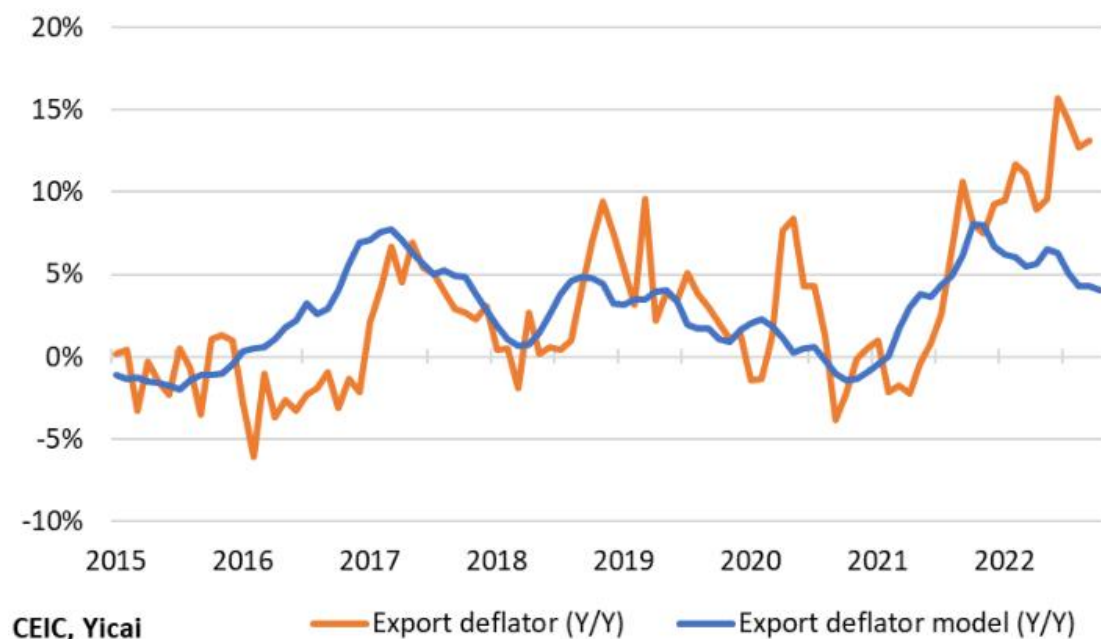
与 2021 年同期相比，今年前 9 个月出口增速大幅放缓。另外，中国的出口结构发生了巨大的变化。2021 年，出口增长几乎都是由出口量增加，而今年大部分的增长（以人民币计算）是因为出口价格的上涨（图 9）。

图 9 解构中国出口增长



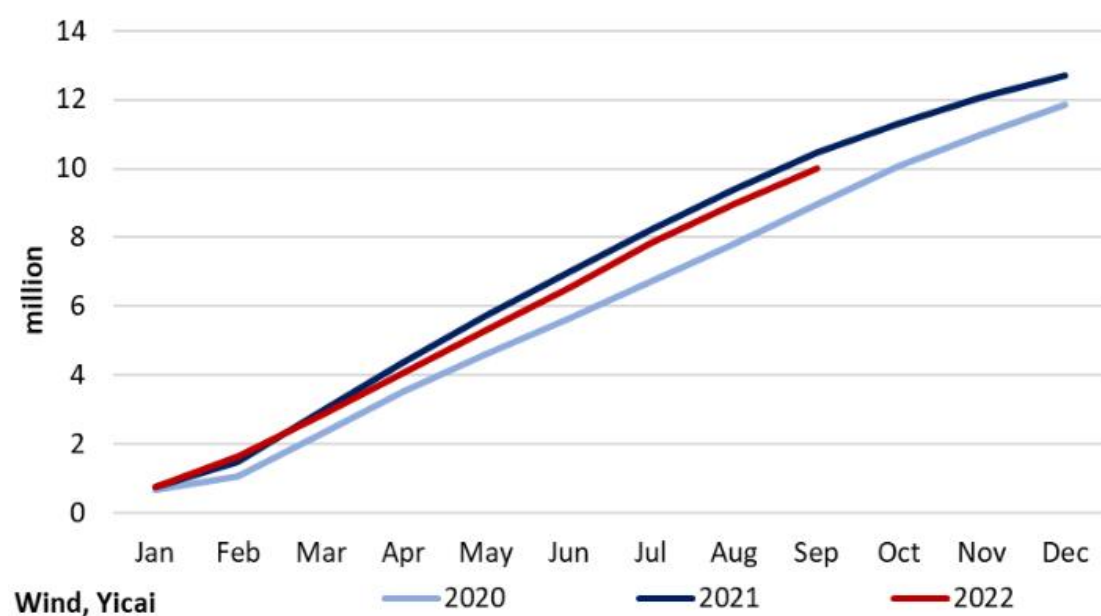
出口平减物价指数是波动的。我们发现可以用汇率变化和中国的生产者价格增长对其进行建模（图 10）。在今年的大部分时间里，出口价格都高于我们模型的预测值，由此产生的风险就是出口价格在短期内会修正这一趋势。此外，生产者价格开始下降，美元兑人民币汇率似乎已经见顶。因此，根据我们的模型预测，很可能到年底出口价格增幅会更小。

图 10 实际出口平减物价指数和模型预测值



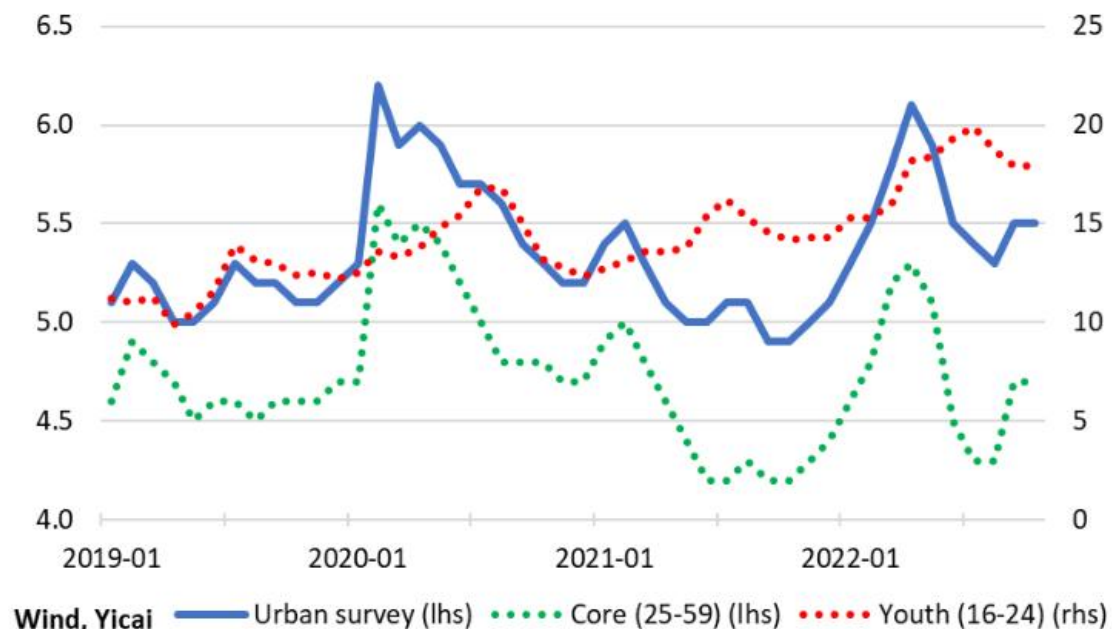
虽然 GDP 增长放缓，但中国劳动力市场仍保持稳定。政府设定的今年新增 1100 万个城镇就业岗位的目标很可能在今年 10 月份就能完成（图 11）。

图 11 新增城镇就业岗位



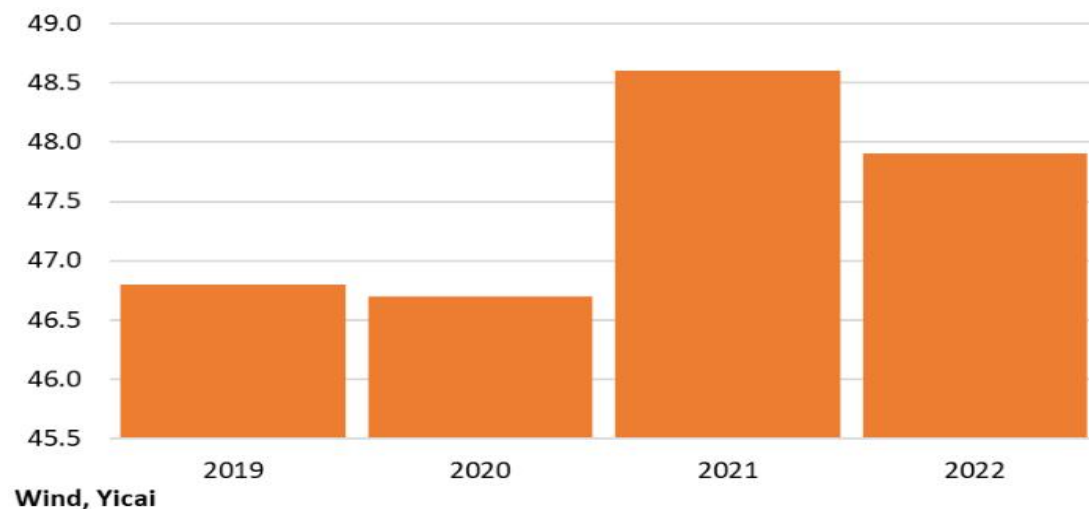
另外，整体失业率只略高于疫情前的水平，主要是由于应届毕业生增加导致青年失业率上升（图 12）。

图 12 失业率



同时，10 月份的平均周工作时间为 47.9 小时。虽然同比有所下降，但仍比 2019-2020 年高（图 13）。这意味着，虽然 GDP 增长放缓，但工作量对于现有的劳动力来说足够充足。随着经济前景的不确定性消退，公司可以更加积极地招聘新员工。

图 13 10 月平均周工作时间



在新冠肺炎感染人数增加、外需放缓、房地产市场仍然疲弱的情况下，中国经济可能面临着一定的压力。如果本季度最后两个月经济增速没有回升的话，我预计政府将做出更多的政策调整。