第一财经研究院 RESEARCH
Committed to Improving Economic Policy.

Research Note

2020.8.20(Y-Research RN198)

柯马克（Mark Kruger）/第一财经研究院高级学术顾问

www.cbnri.org

研究简报 中国观察

中国经济复苏的可持续性如何?

摘 要

上周公布的7月份经济数据显示，其中许多指标并未像预期一样迅速增长。特别是人们意识到，经济复苏并不平衡。但如果仔细分析这些数据，就能发现经济复苏的不平衡只是表象，数据中实际存在很多亮点。下半年的不确定因素仍然较多，经济预测会比以往更加困难。尽管如此，我们仍然有理由预期中国经济将恢复潜在增长。市场反应最终是惊喜还是失望，这取决于这些经济预期的走向。

正 文

中国今年二季度的 GDP 增长达到 3.2%，远超分析师和决策者的预期，即便是中央高层也指出，这一经济表现明显好于预期。

上周公布的 7 月份经济数据显示，其中许多指标并未像预期一样迅速增长，市场情绪随即走向低落。特别是人们意识到，经济复苏并不平衡。例如，供应的增长超过了需求的增长，有人担心这会使得库存增加，甚至导致经济增长停滞。但如果仔细分析这些数据，就能发现经济复苏的不平衡只是表象，数据中实际存在很多亮点。

首先是消费。关注点主要集中在零售数据上，社会消费品零售总额 7 月同比下降了 1.1%。零售数据的弱势表现主要源于餐饮业（下降了 11%），这主要是因为人们出于健康考虑避免到餐馆就餐。另一个表现较弱的消费品类是石油及制品的销售（同比下降了 14%），但这似乎与汽油零售价格下降（下降了 16%）有关，而非由于需求疲软。

从乐观的方面看，继 5 月和 6 月出现温和增长之后，7 月乘用车销量增长了 9%。这是一个鼓舞人心的迹象，因为消费者必须有相当的信心才会花钱购买像汽车这样的大件耐用品。这种信心似乎同样反映在房地产市场上。图 1 显示，过去三个月住房销量（红线）十分强劲，平均增长率达 13%。相比之下，2019 年的平均增长率仅为 2%。家庭购买住房的意愿表明，他们并未对自己的经济状况感到格外担忧。

住房需求的强劲正在刺激供应增加，在建的建筑面积（蓝线）正在从 5 月的低谷逐渐回升。住宅建设增加是中国钢铁产量大幅回升的原因

之一。

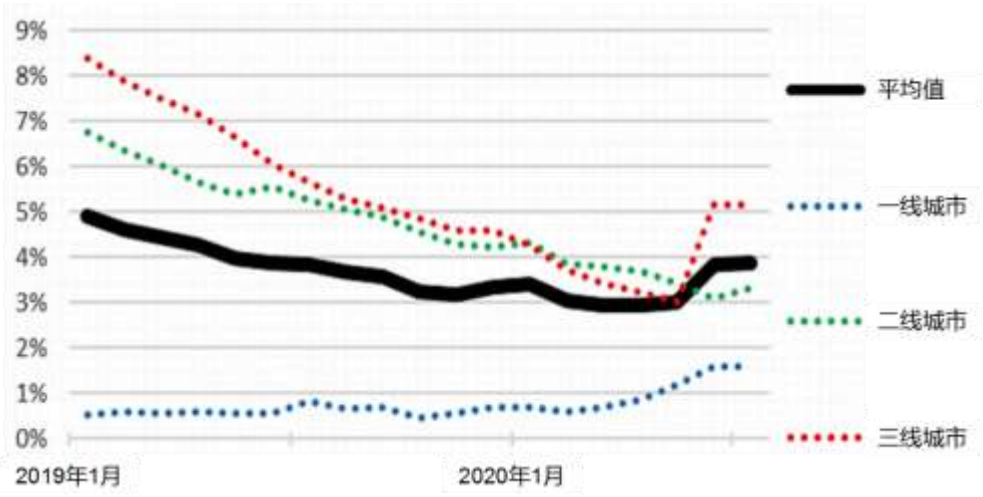
图 1 住房指标（同比）



来源：Wind、第一财经

只要房价上涨保持适度，政府就有可能允许房地产市场带动经济复苏。图 2 显示，六月和七月的房价增长加快，特别是在三线城市。但是，全国的房价同比涨幅率约为 4%，与去年年中的水平相当，因此下半年的房地产开发应该会继续保持强劲。

图 2 房价增长（同比）

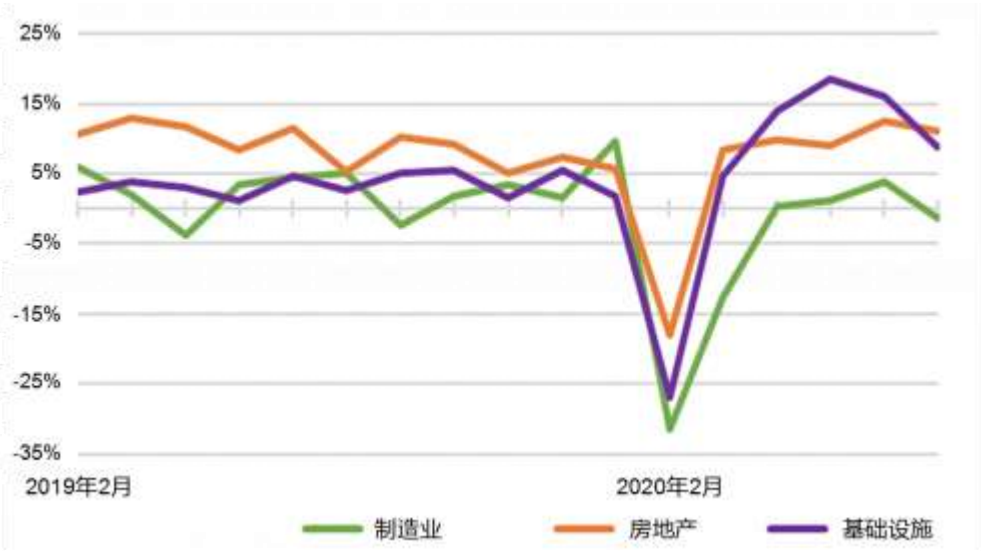


来源：Wind、第一财经

从供给侧看，几乎没有证据表明库存过剩。固定资产投资在 4 月份大幅反弹后保持持续扩张，但制造业投资仍然低迷（图 3 绿线），这表明企业在增加新产能方面仍持谨慎态度。

最近几个月，固定资产投资的重点大部分集中在基础设施建设领域。正如其他各国利用财政政策补贴收入、刺激消费，中国政府也将基础设施投资用作需求管理工具。基础设施建设既能创造就业机会，也能为经济长期发展提供服务。在各种基础设施投资中，电力、天然气和水相关的投资是今年以来最重要的领域。

图 3 固定资产投资（同比）



来源：Wind、第一财经

尽管各贸易伙伴经济疲软，但 7 月份中国出口总量仍有 7%的同比增长。对美国和东盟国家的出口分别增长了 13%和 14%。电脑（增长 36%）和手机（增长 43%）的出口尤其强劲。随着世界其他国家从疫情的影响中逐渐恢复，中国作为最有能力提供其所需商品的国家，也将从各国的复苏中受益。

中国的进口仍然不景气，但这并不说明国内需求存在问题，大宗商品价格较低抑制了进口增长。作为主要的大宗商品进口国，中国能从较低的大宗商品价格中获利。人们在汽油上的花销减少了，口袋里自然就有了多余的钱。也有证据表明，中国本土企业正在逐渐取代外国企业，成为生产出口货物的主力军，其原因可能是中国以外的供应链尚未完全恢复。

出口强劲、进口疲软，导致中国在 7 月份出现了巨大的贸易顺差，

总额仅略低于5月的历史最高水平。中国能举全国之力首先从疫情中恢复过来，中国的企业也同样可以在国内外市场中增加份额并助力经济复苏。

图 4 贸易指标



来源：Wind、第一财经

图5所示的每月经济指标是中国国家统计局发布的工业增加值和全国服务业增长指数的加权平均值。7月份，中国该指标同比增长4.4%，增速明显高于二季度。不过每月经济指标的继续上升似乎正在失去动力，因为当经济增长接近潜在增长率时，增速上升的步伐往往会放缓。中国一直采取审慎的财政和货币政策，不太可能将经济推向需求过旺。下半年的不确定因素仍然较多，经济预测会比以往更加困难。尽管如此，我们仍然有理由预期中国经济将恢复潜在增长。市场反应最终是惊喜还是失望，这取决于这些经济预期的走向。

图 5 GDP 及月度指标增长（同比）



来源：Wind、第一财经