



Committed to Improving
Economic Policy.

Research Note

2022.2.21 (Y-Research RN011)

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

更快、更高、更强：经济复苏的比较

摘要

对于那些有着重商主义倾向的人来说，经济发展被视为一种奥林匹克式的竞争。现在主要经济体的 GDP 都超过了疫情前的峰值。2019 年第四季度以来，中国的 GDP 增速最快。截至 2021 年底，所有主要经济体的实际 GDP 均低于趋势水平。由于中国已经缩减政策，2022 年其政策应该基本为中性。相比之下，随着通胀压力的增加，美国和欧洲应该收紧宏观经济政策。

正文

柯马克 (Mark Kruger) / 第一财经研究院高级学术顾问

冬奥会的热潮席卷了我家。

我的女儿们沉迷于中国自由式滑雪运动员谷爱凌的那些激动人心的壮举。我的妻子一直在网上搜索，希望能买到本届冬奥会的吉祥物冰墩墩，我也在密切关注加拿大男子冰球队的命运。

对于那些有着重商主义倾向的人来说，经济发展被视为一种奥林匹克式的竞争。而且，由于中国、美国和欧盟都公布了 2021 年国民经济核算，他们也会因最快的复苏、最高的国内生产总值 (GDP) 和最强劲的经济表现被授予“奖牌”。

让我们来看看复苏情况的比较。

图 1 至 3 的数据显示了中国、美国和欧盟的季度实际 GDP 与其在新冠肺炎疫情之前 (2018-2019 年) 趋势的对比。我们可以将这一趋势视为对这些经济体生产能力 (productive capacity) 的粗略衡量，把实际 GDP 视为代表总需求。我们将 2019 年第四季度的实际 GDP 和趋势设定为 100，这是新冠肺炎疫情暴发前的峰值。

从这些图表中可以观察到三个结论。

第一，虽然欧盟刚刚跨过 100 的基线，但现在每个主要经济体的 GDP 都超过了疫情前的峰值。

第二，2019 年第四季度以来，中国的 GDP 增速最快。中国的 GDP 已较疫情前的峰值增长了 10%，而美国和欧盟的 GDP 分别增长了 3% 和 0.4%。中国的快速增长并不令人惊讶。与美国 (3%) 和欧盟 (2%) 相

比，中国在疫情前的增长率趋势要高得多（6%）。

第三，截至 2021 年底，所有主要经济体的实际 GDP 均低于趋势水平。这意味着，与生产能力相比，所有主要经济体都面临着总需求不足的问题。其中美国的差距最小（-1.8%），其次是中国（-2.3%）和欧盟（-2.5%）。

图1 中国GDP指数（2019年第四季度=100）

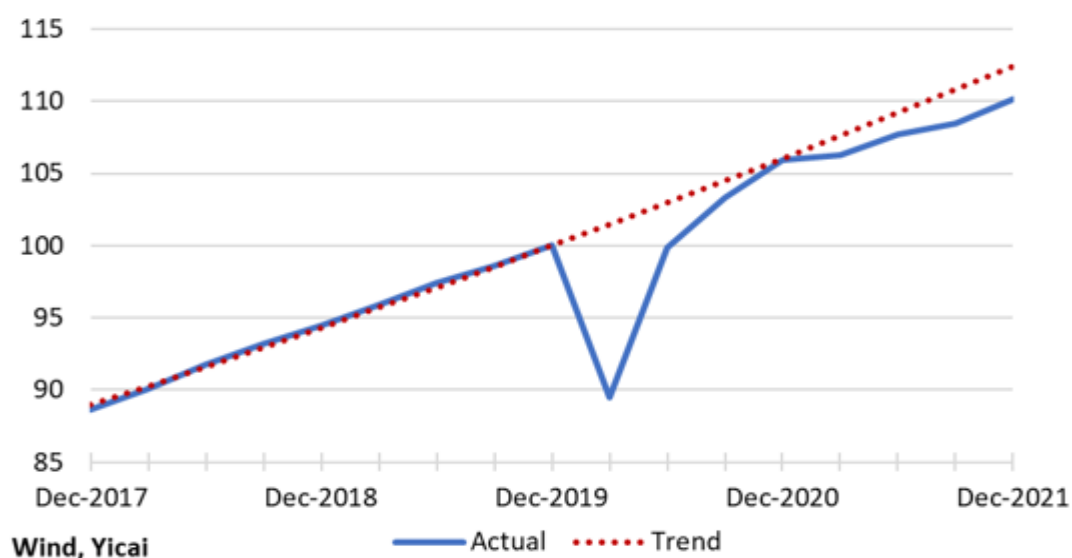


图2 美国GDP指数（2019年第四季度=100）

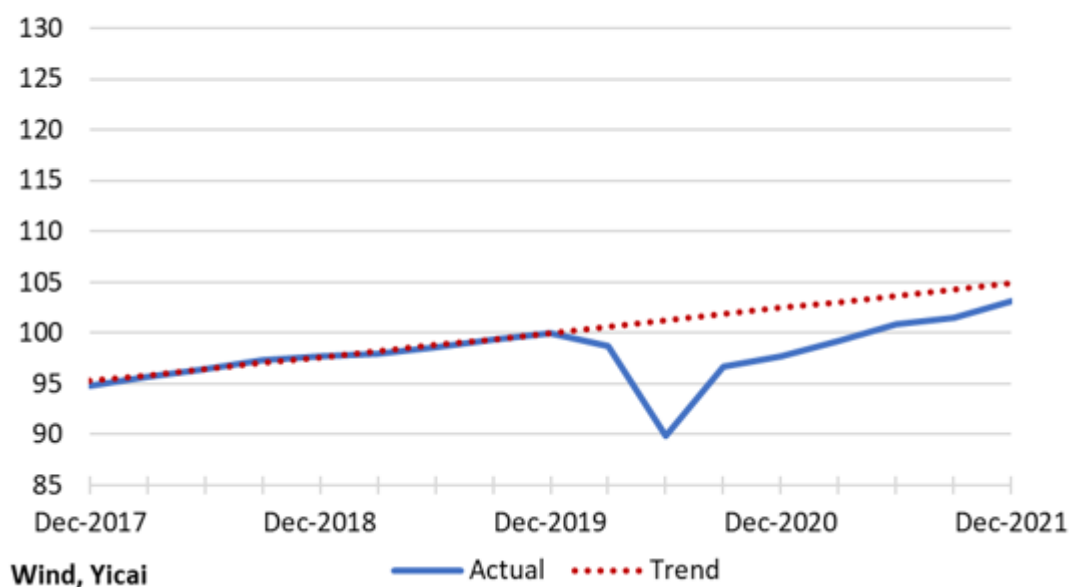
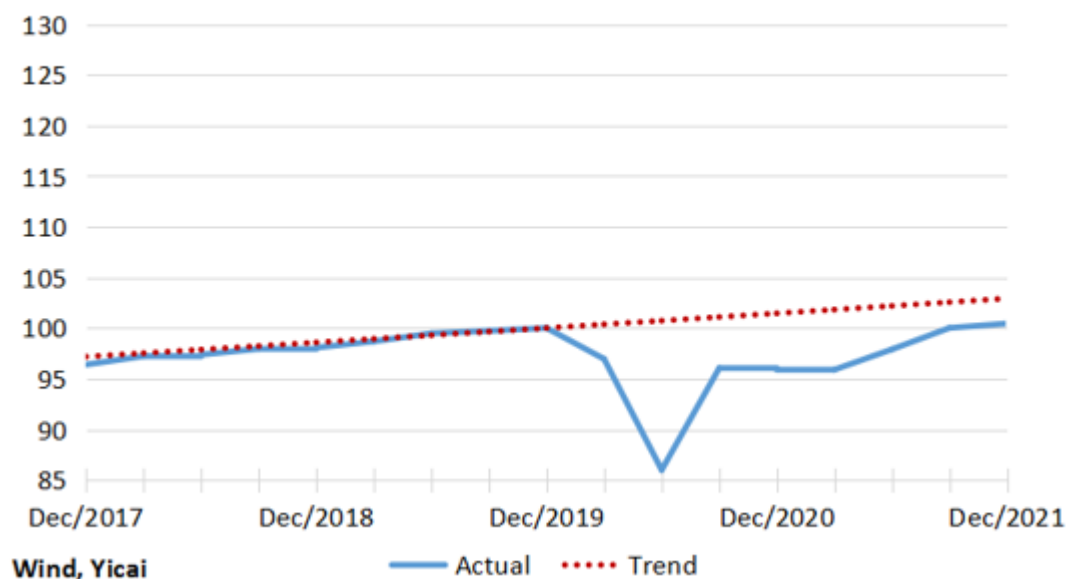


图3 欧盟GDP指数（2019年第四季度=100）



值得指出的是，美国和欧盟的 GDP 似乎仍在缓慢复苏，而中国的 GDP 在 2020 年底基本上已经恢复到原来的趋势，随后有所偏离。

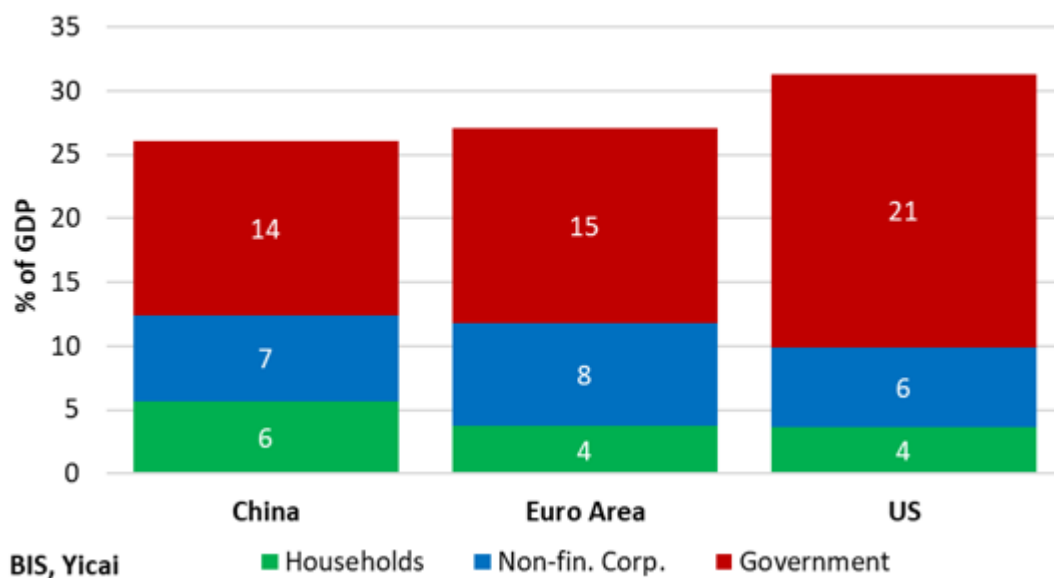
中国 2021 年低于趋势的增长似乎是由政策造成的。财政政策明显影响了经济增长。政府财政赤字比 2020 年减少了 1.9 万亿元，甚至比 2019 年减少了 4000 亿元。此外，货币政策有所收紧。由于政府将注意力从支持经济发展转向控制金融风险，2021 年 12 月信贷同比增速从 2020 年 12 月的 13.3% 和 2019 年 12 月的 10.7% 放缓至 10.3%。最后，坚持“三条红线”政策对住宅地产的供求都产生了影响。

在为抵消疫情带来的收缩效应而提供了大量支持之后，中国减少了支持政策。从 2019 年底到 2021 年年中，未偿还信贷总额占 GDP 的比例提高了 26 个百分点（图 4）。相比之下，在过去三年中，债务与 GDP 的比率增加了 7 个百分点。政府借贷占增额的一半多一点，其余部分在家庭和非金融企业之间平均分配。

在欧元区，信贷增长的规模和构成与中国相似。在美国，信贷增

长占 GDP 比高出 10%，其中政府借贷发挥了巨大的作用。

图4 未偿还信贷变化（2019.12-2021.6）



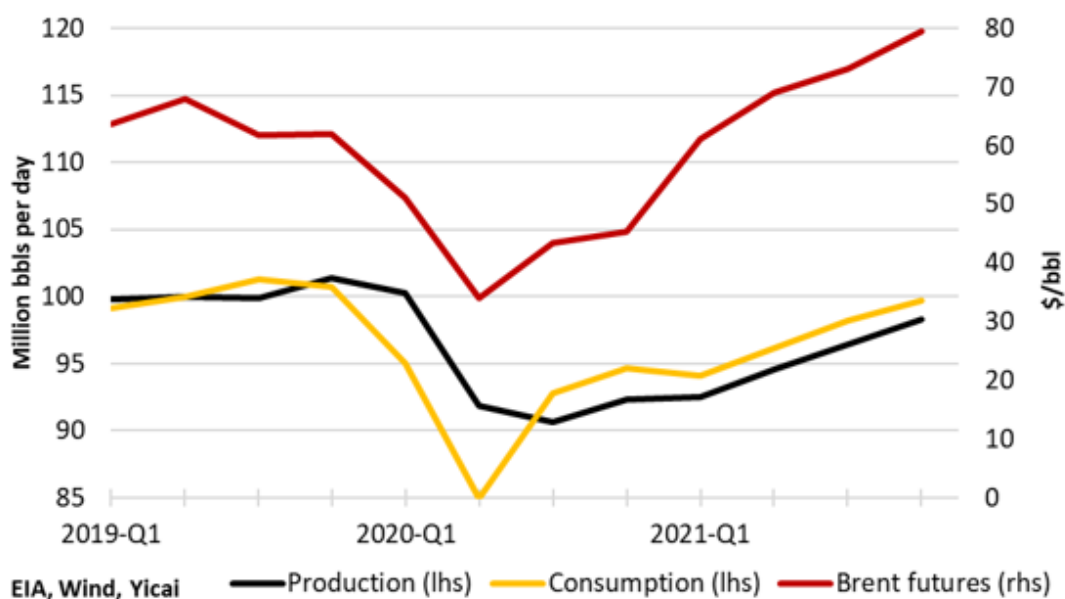
由于中国已经缩减政策，2022 年其政策应该基本为中性。相比之下，随着通胀压力的增加，美国和欧洲应该收紧宏观经济政策。

目前的通货趋势有些不同寻常，因为即使 GDP 仍然低于趋势，价格也在加速上涨。这意味着，至少在短期内，供应约束使各经济体的生产能力低于长期趋势。

全球石油市场最能说明供应疲软和价格上涨之间的相互作用。随着疫情暴发，全球石油消费萎缩，布伦特原油价格大幅下跌（图 5）。自 2020 年年中以来，石油生产一直落后于消费的复苏。库存下降，价格开始上涨。

虽然 OPEC+ 继续增加其生产配额，但供应约束仍在限制这一卡特尔的生产能力。2 月初，布伦特原油价格突破 90 美元。目前原油比一年前贵了 60% 左右，已经达到 2014 年年中以来的最高水平。

图5 全球原油生产、消费和价格走势



供应链中断导致货物无法按时到达目的地，这在提升价格方面发挥着更广泛的作用。国际货币基金组织表示，随着美国消费者迅速的从购买服务转变为购买商品，美国供应中断的情况“相当严重”，导致强劲的需求和供应约束之间出现非常大的不平衡，这解释了为什么美国的核心通胀（不包括食品和能源）比中国和欧盟增长得更快（图6）。

图6 核心CPI同比 (%)



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_37869

