



第二季度经济增长有望转负为正，就业和民生压力仍较大

——2020年第二季度中国宏观经济分析

北京大学宏观经济与金融研究中心*

摘要：二季度国内新冠疫情基本得以控制，经济持续好转，但仍未完全恢复。工业企业复工程度良好，大型企业4月中旬基本全部复工，中小型企业5月中旬复工比例在九成以上。受基建投资和房地产投资的快速拉动，固定资产投资快速攀升，二季度同比已经转为正增长，但由于整体内外需疲弱和利润下降，制造业投资依然负增长。消费恢复较慢，商品零售虽已基本恢复至去年水平，但服务业尤其是线下服务业零售仍然大幅负增长。二季度海外疫情快速和大幅蔓延严重冲击了各国经济，导致外需大幅下滑，同时也使得防疫物资出口大增，商品净出口额大幅增加。出境旅游低迷又缩小了服务贸易逆差，两者共同作用使得二季度商品和服务净出口反而大幅增长。根据测算，最终消费约比去年同期下降1300亿元，固定资本形成比去年增加300亿元，货物和服务净出口增加6400亿元，三者合计增加5400亿元，对应二季度名义GDP增长约2.2%，剔除价格因素后，实际增长约1.8%。对应上半年累计同比增长约-2.3%。

价格方面，疫情后食品价格快速下降，CPI同比快速下滑，而在经济复苏的情形下，PPI同比在6月触底回升。下半年CPI同比和PPI同比的剪刀差将收窄。

目前宏观经济最大的困难在于就业形势严峻、大量线下服务类企业生存困难、外贸订单大幅下降以及低收入群体生活艰难。建议政策重点目标应该保居民就业、保基本民生、保市场主体。应大力发展民营企业，保障就业。将抗疫特别国债资金更多用于解决低收入群体的基本生活问题。

* 撰稿人：海闻、梁润、王鹏飞、欧阳良宜、喻奇

联系人：蔡荣（0755-26038161，cairong@phbs.pku.edu.cn）



一、二季度经济持续好转，预计 GDP 增长 1.8%左右

2020 年一季度爆发的新冠疫情对中国经济造成巨大冲击，一季度 GDP 同比下降 6.8%，为过去三十年里首次同比负增长。进入二季度后，国内疫情基本得以控制，企业复工率逐步提高，规模以上企业在 4 月中旬已经基本全部复工，中小企业复工率至 5 月中旬超过了九成。投资和消费活动都逐渐回升，但仍未达正常水平，投资当月同比增速已经在 4 月转为正增加，而社会消费品零售总额在 4、5 月同比仍为负，线下服务业更是远未恢复正常。二季度海外疫情持续扩散，持续时间和蔓延程度均远超预期。疫情对各国经济产生了严重的负面影响，外需因此大幅下降，但疫情也使得防疫物资出口大增，导致商品净出口大幅增加。同时，出境旅游大幅萎缩使得服务贸易逆差大幅收窄。整体商品和服务净出口在二季度反而大幅增长，对 GDP 形成了正向拉动。

根据测算，最终消费比去年下降约 1300 亿元，固定资本形成比去年增加 300 亿元，货物和服务净出口增加 6400 亿元，三者合计增加 5400 亿元，对应二季度名义 GDP 增长约 2.2%，剔除价格因素后，实际增长约 1.8%。对应上半年累计同比增长约-2.3%。

二、工业生产持续回暖，已接近正常水平

受疫情影响，工业生产在春节后很长时期内均非常低迷，一季度工业增加值累计同比下降 8.4%。二季度以来，工业生产开始加速恢复正常。根据工业和信息化部数据，在 4 月中旬，全国规模以上工业企业平均开工率已达 99%。在 3 月底，我国中小企业复工率为 76.8%，4 月 15 日增至 84%，到 5 月 18 日进一步回升至 91%。

4 月工业增加值同比年内首次转正为 3.9%，5 月同比增加至 4.4%。6 月高炉开工率和发电量呈现继续回暖态势，6 月上旬全国全口径发电量同比增长约 9.1%，比 5 月高出 4.8 个百分点，预计 6 月工业增加值同比增速将继续回升。

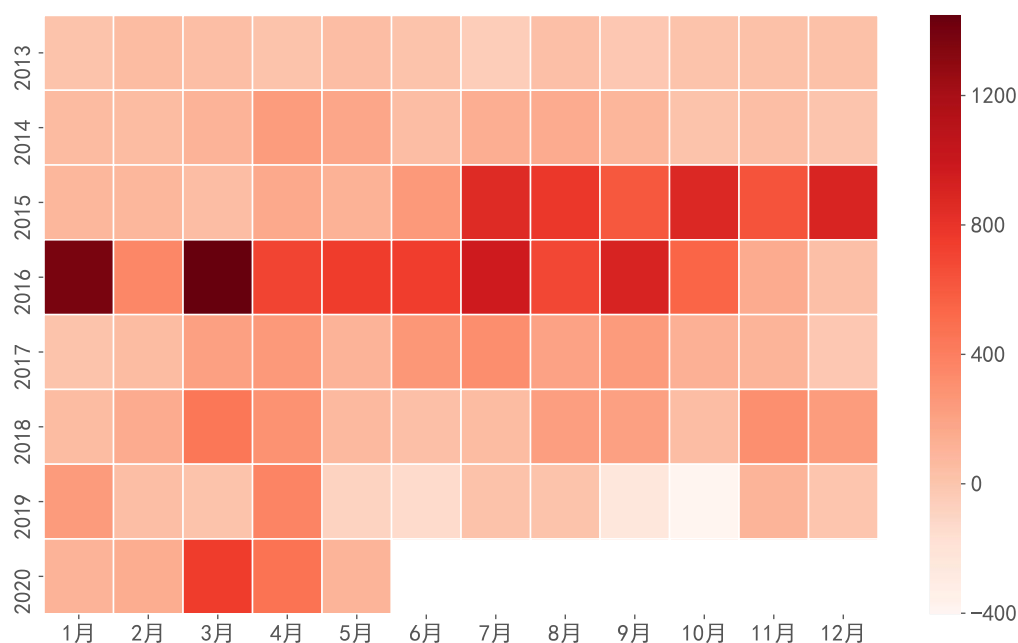


三、地产和基建驱动固定资产投资快速恢复

前5月固定资产投资累计同比增速-6.3%。三大类中，房地产业投资受疫情冲击相对最小，一季度同比下降9.3%，降幅最小，到前5月时，累计同比已恢复至-1.8%。基建投资一季度同比下降了16.36%，到5月时累计同比已恢复至-3.3%。制造业投资下降幅度最大，一季度降幅超过25%，到5月时累计同比为-14.8%，仅医药、钢铁、通信、仪器仪表等少数行业为正增长。

地产投资整体韧性较强。尽管2月土地购置费经历了三年以来首度同比负增长，但相比建安投资一季度超过10%的下行，二季度累计增速恢复至5%的土地购置费再次起到了稳定器的作用。地产投资整体在疫情冲击下保持了韧性，至5月建安投资累计同比也恢复至-2.9%，原因在于：（1）为应对疫情而陆续出台的较宽松的货币信用政策为地产融资创造了便利，地产企业债券净融资高于去年，现金流好转利于房企拿地和施工；（2）房地产库存销售比整体处于过去十年来较低位置，疫情后改善性需求增加也促进了房地产投资。**预计下半年房地产投资将继续回升。**

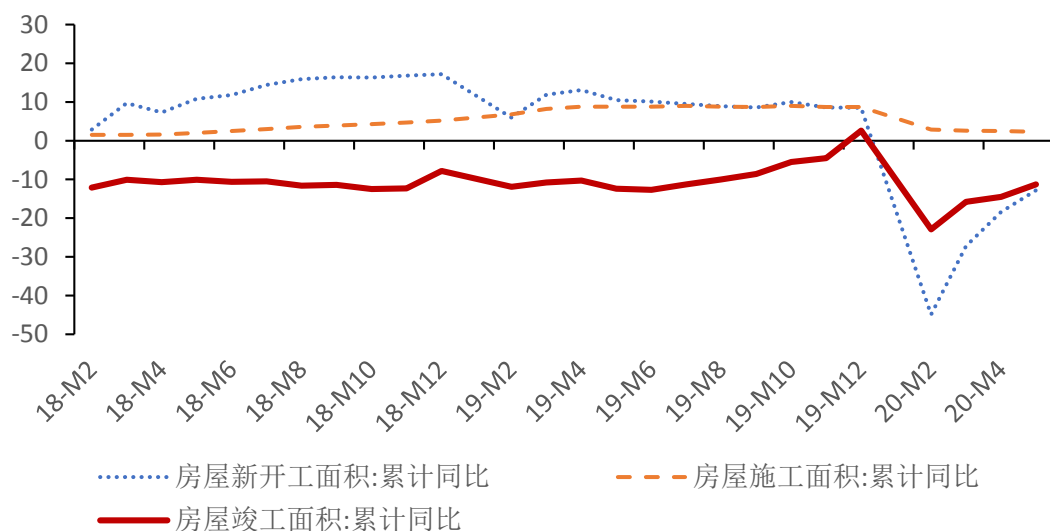
图1 房地产企业月度债券净融资热力图（亿元）



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心



图 2 新开工与竣工面积累计同比从 3 月开始回升

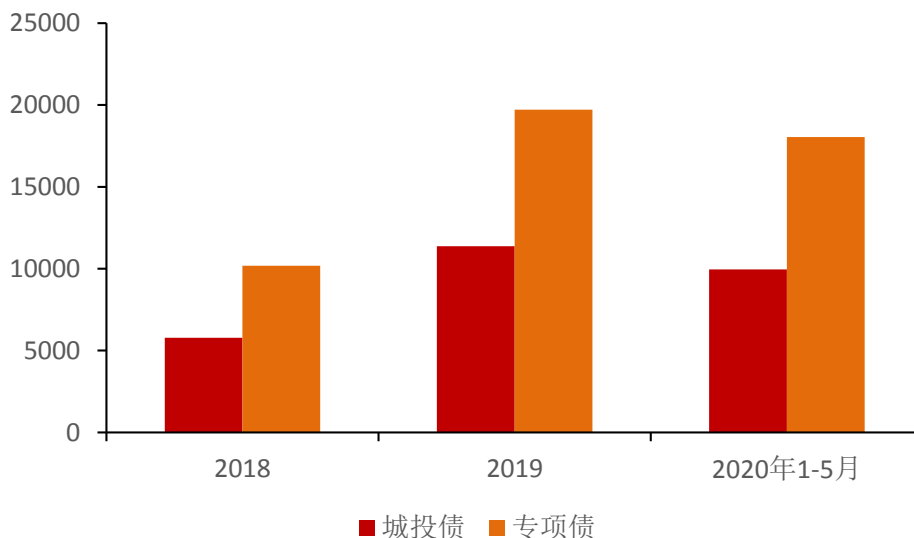


数据来源: Wind, 北京大学宏观经济与金融研究中心

基建投资快速复苏。3月以来,三大类投资中基建投资复苏速度最快。从基建资金来源看,3月以来城投债和用于基建的专项债净融资额均大幅扩张,《政府工作报告》提出今年“专项债额度3.75万亿元,比去年增加1.6万亿元”,目前使用额度尚未过半,专项债资金用于项目资本金的规模占比已提升至25%。中央财政发行的抗疫特别国债,以及提高财政赤字率所增加的资金,也将部分投入公共卫生及“两新一重”等领域基建,下半年基建的整体资金来源充足。从项目构成看,今年专项债投资范围增加了新基础设施建设(5G、人工智能、物联网等)、新型城镇化建设、公共卫生等基建领域,但短期内中西部的铁路、公路建设等传统基建投资仍在发挥重要的逆周期调节作用。**预计下半年基建投资将继续快速增长。**



图 3 城投债与地方政府专项债净融资额（亿元）



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

注：2020年1-5月专项债融资超过80%为基础设施建设领域，2019年仅约35%。

制造业投资依然疲弱。二季度以来制造业投资累计同比有所恢复，主要依赖医药、通信等领域固定资产投资拉动。5月PMI指数50.6%，6月增加至50.9%，继续保持在荣枯线之上，PMI新订单指数回升显示制造业内需在小幅回暖。制造业的终端需求为出口品、消费品和房地产（建筑业）相关产品，下半年出口、消费形势并不明朗，抑制了制造业投资复苏。此外，盈利水平大幅下降也拖累了制造业投资回升。前5月工业企业利润累计同比下降了19.3%，仅5月当月转为正增长。在需求没有显著回升的情形下，预计下半年制造业投资难以快速增长。

在房地产和基建投资的带动下，二季度全社会固定资产投资增速显著回升，预计上半年累计同比增速-3.8%，对应二季度当季同比增速2.8%。根据一季度固定资产投资与固定资本形成的关系推算，二季度固定资本形成同比增长0.3%，比去年增加约300亿元。

四、消费回升但仍未复原，线下服务业依然疲弱

疫情对消费尤其是对线下服务业冲击最为严重，进入二季度后，虽然消费持



续回升，商品零售已基本恢复至去年水平，但服务业依然疲弱。二季度国内疫情基本得以控制，但在境外输入风险较大，且国内部分地区又出现局部反弹情形，导致消费者出行和线下消费仍然存在顾虑和不便。此外，疫情冲击下，居民收入增长放缓、失业率提升，也抑制消费回升。

正常情况下，社会消费品零售总额同比增长率应该在 8% 左右。受疫情影响，今年一季度社会消费品零售总额同比下降了 19%，其中商品零售下降了 15.8%，餐饮零售下降了 44.3%。进入二季度后，商品消费快速回升，5 月商品零售总额基本恢复至去年水平，同比增速仅下降 0.8%。零售中占比 10% 左右的汽车销售回升迅速，销量从一季度同比下降 42.4%，到 5 月快速增加至同比上升 14.5%，销售额也从一季度同比下降 30.3% 增加至 5 月同比上升 3.5%。但餐饮零售总额仍有很大缺口，同比仍下降 18.9%。疫情严重抑制了居民出行，2、3 月全国旅客运输量同比下降了 80.7%，到 5 月下降幅度收窄至 49.3%，6 月高频数据显示旅客出行人数依然比去年同期低约 48%。从节假日旅游人数看，今年五一劳动节假期比去年还多了一天，但出游人数仅为去年 59%，旅游收入仅为去年 40.4%。5 月北京星级饭店接待住宿人数同比下降 76.1%，仅比 3 月好转了 10.1 个百分点。

预计二季度社会消费品零售总额同比仍然下降 3% 左右，根据一季度该指标与 GDP 最终消费支出的对应关系，得出二季度最终消费支出将下降 1%，即比去年二季度减少约 1300 亿元。在海外疫情仍继续扩散，国内依然有零星病例和局部反弹风险的情况下，线下服务消费在下半年恢复正常仍然艰难。

五、内外需低迷拖累进出口，防疫物资出口大增

二季度海外疫情持续蔓延，疫情国经济严重受损，拉低了出口需求。从各国 PMI 指数看，二季度各主要国家和地区 PMI 均大幅下跌。4 月欧元区和英国的 PMI 指数分别为 33.4 和 32.6，均低于 2008 年金融危机时低点，美国、日本、韩国均在 41-42 之间，大幅低于荣枯线。4 月欧元区与英国的服务业 PMI 更是分别跌至 12 和 13.4 的低点，显示疫情对实体经济尤其是服务业造成了巨大损害。在各国逐步解封并推动复工后，实体经济已经有所恢复，美国、欧元区、英国的 PMI



在5月已经开始有所回升，但仍大幅低于荣枯线，韩国和日本则继续下降。从中国 PMI 新出口订单指数来看，4月和5月分别仅为33.5和35.3，说明外需依然疲弱，大部分企业的外贸订单仍在下降。

但海外疫情蔓延使得防疫物资出口大增。据海关统计，从3月1日-5月16日，全国共验放出口主要疫情防控物资价值人民币1344亿元。日均出口额在4月上旬为10亿元，4月下旬增至30亿元，5月上半月近40亿元。根据估计，防疫物资对3、4、5月出口增速的拉动分别为0.6、4.6和8.9个百分点。若6月日均出口50亿元，按平均汇率7.13人民币/美元计算，则6月主要疫情防控物资出口210亿美元，将拉动出口增速约10个百分点。若剔除防疫物资出口，则二季度以美元计的出口同比将下降6.1%，**在防疫物资出口的拉动下，预计二季度出口将同比上升1.7%，比一季度同比增速高15.1个百分点。**下半年每月防疫物资出口额预计仍在200亿美元以上。

由于内外部实体经济疲弱，进口依然低迷，**4、5月以美元计进口增速同比分别下降14.2%和16.7%。**进口低迷的原因一是源于大宗商品价格下降，尤其是原油价格战导致原油价格低迷；二是由于我国进出口贸易中很大一部分是加工贸易或者是为了出口而进口的原材料或中间品，外需下降导致这部分进口大幅萎缩。从PMI指数看，4、5、6月进口指数仅分别为43.9、45.3和47，仍大幅低于荣枯线，显示制造业企业进口仍在下滑。随着大宗商品价格触底回升和经济好转，未来进口增速将有所回升。

二季度商品净出口比去年同期增加约5500亿人民币，而由于出境旅游人数锐减，服务贸易出口逆差也大幅缩窄，2至4月收窄额度在400-1000亿元不等。假定二季度共收窄2500亿元人民币，则二季度商品和服务净出口将比去年同期上升8000亿元人民币，根据历史数据，GDP口径的货物和服务净流出变动约为商品和服务净出口变动的0.8倍，据此计算得到**二季度净出口将拉动名义GDP约6400亿元，相当于去年二季度GDP的2.6%。**

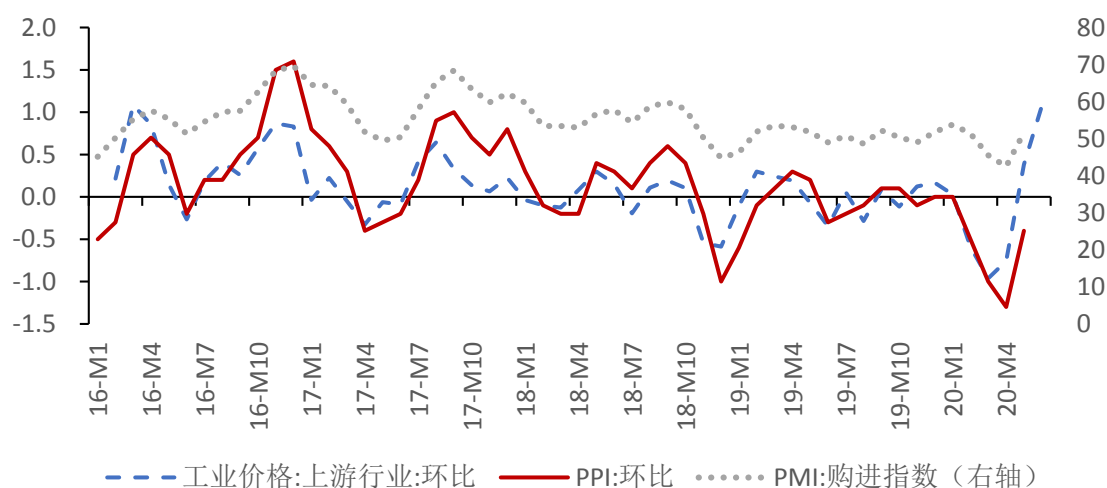


六、CPI 下行伴随 PPI 触底回升，两者“剪刀差”将缩小

受猪肉价格高位和医疗服务价格上涨影响，一季度 CPI 同比增长 5%。但疫情过后 CPI 同比持续下行，5 月同比已降至 2.4%，并将继续下探，**预计二季度 CPI 同比为 2.6%**。CPI 同比继续下行的原因在于：（1）猪肉供给持续恢复，价格从高位下跌，预计猪价在下半年均将保持小幅下行趋势；（2）不包含食品和能源的核心 CPI 在一季度仅为 1.2%，并在 4、5 月进一步下降至 1.1%，生产恢复较快而需求依然疲弱或将导致核心 CPI 同比保持低位。（3）下半年 CPI 同比翘尾因素将迅速回落。

3 月至 4 月，受全球经济下滑和原油价格战影响，能源和原材料价格大幅下行，PPI 月环比下行幅度均超过 1%，5 月环比继续下行 0.4%，月同比达到 -3.7%，**预计二季度 PPI 同比为 -3.3%**。当前 PPI 环比的下行趋势已明显减弱，且从高频数据看大部分工业品价格已经触底回升，PPI 领先指标正加速上行，预计 PPI 环比在 6 月回到正增长，下半年在中国和全球经济逐渐回升的情形下继续上升。去年年中以来的 CPI 持续上行和 PPI 持续下行的“剪刀差”将逐步收窄。

图 4 PPI 领先指标正加速上行



数据来源：Wind，北京大学宏观经济与金融研究中心

注：上游行业产品价格考虑了中国煤炭价格、OPEC 原油价格、CRB 现货指数、能源类与有色类中国大宗商品指数、Myspic 钢价指数、Wind 铁矿石价格指数，使用 2019



年末各行业工业企业营收加权得到。

七、当前宏观经济的主要困难

二季度经济已经从最困难的状态逐步恢复，但疫情冲击的后遗症仍然严峻，海外疫情的扩散进一步拖累了经济复苏。当前宏观经济的主要困难有：

(1) 就业形势严峻。需要就业的群体主要包括：城镇失业人员、未能返工的农民工和应届毕业生。5月城镇调查失业率为5.9%，比去年同期高0.9个百分点，考虑到大量未返岗农民工，实际失业率更高。此外，2020年应届高校毕业生874万，比去年增加40万。猎聘大数据研究院3月的《2020应届毕业生春招求职报告》显示，在参与调研的应届毕业生中，成功签约的占25.73%，未签约的达74.27%。在企业压缩用工并有大量裁员的情形下，应届毕业生找工作压力倍增。4月两个主要线上招聘平台的新岗位发布数同比下降了20-25%¹。低收入岗位下降更为明显，例如智联招聘大数据显示，今年一季度对于月薪低于4000元的职位，职位数减少高达44%，而对于月薪超过15000元的职位，减少率仅为12%²。

(2) 大量线下服务类企业生存困难。线下服务业如居民服务修理、批发零售、住宿餐饮等在一季度受疫情冲击最大，二季度在疫情仍有反复的情形下经营惨淡。例如，二季度全国影院仍未恢复营业，相当于有半年时间无任何收入，4、5月餐饮业零售额同比下降25%。

(3) 外需疲弱使得外贸企业订单大幅下降。全球疫情在二季度大幅蔓延，截至6月30日，累计确诊人数已经超过千万，现仍有确诊人数423万人，累计死亡人数超过50万，且每天仍在不断增长。美国每日新增确诊人数仍在增长，尤其是复工复产的州疫情出现反弹，受疫情影响预计下半年经济难以大幅复苏。

¹ 数据来自：陈沁、何治国、谢长泰、宋铮，COVID-19系列专题报告 No.4《封城后中国经济的复苏：4月-5月》。

² 数据来自：卢海、宋禄霖、申智恩，《新冠疫情对劳动力市场、中国及全球产业链的影响——基于招聘大数据的分析和预测》。



外需疲弱导致中国外贸企业订单大跌，4、5、6月PMI出口订单指数分别仅为33.5%、35.3%和42.6%，虽不断回升，但仍远低于荣枯线。

（4）低收入群体生活艰难。根据统计局住户调查数据，按5等分分组，2019年城镇20%最低收入家庭人均月可支配收入约1296元，农村居民20%中间家庭人均月可支配收入仅1165元，20%最低收入家庭人均月可支配收入仅355元。疫情对低收入群体的冲击远超过正常群体，甚至导致一些本就困难的家庭处于崩溃边缘。最低收入群体的收入来源往往是线下服务业或临时工，或者甚至是小商小贩、拾荒者等非正规就业，突如其来的疫情导致这类群体丧失了最后的收入来源，外加本就没有多少储蓄，目前生活极为艰难。

八、政策建议

对比其他国家的新冠疫情发展情况和应对措施，我国采取的严控应对策略无疑是正确的。目前最主要的任务是防止疫情再次大面积反弹，以及处理疫情对经济冲击的后遗症问题。应根据中央政治局会议和国务院常务会的指示，将“六保”作为“六稳”工作的着力点，稳住经济基本盘。其中保居民就业、保基本民生、保市场主体这三者应该是当前经济工作的重点。建议采取更加积极的财政政策，保障就业、保障民生和维持中小微企业生存，继续减免企业尤其是中小微企业增值税，将抗疫特别国债的资金更多的用于保障低收入群体的基本生活。通过更加积极的货币政策，包括一些结构性货币政策，降低融资利率，尤其是降低中小微企业的融资成本，并配合财政政策扩大货币供给，提供充足合理的流动性支持。

（1）积极推动未复工的行业企业复工。在疫情低风险地区，应鼓励影院、娱乐场所等一些还未复工的线下服务业有序复工。

（2）应重点解决失业劳动力、农民工和应届毕业生的就业问题。保居民就业，确保不出现大面积失业，是确保如期完成脱贫攻坚目标任务，确保全面建成小康社会，确保社会稳定的必要条件，也是保基本民生，提高人民生活水平的必要途径。除继续加大减税降费力度、推动降低企业生产经营成本和强化对稳企业的金融支持外，还应该重点财政补贴中小微企业，鼓励民营企业发展，对未裁员



的企业和解决新增就业的企业提供更多税收优惠。鼓励学校和事业单位提供短期岗位解决未签约应届毕业生工作。

(3) 为进口企业寻找替代供应商，为出口企业转内销提供渠道和信息支持。海外疫情扩散同时影响到外部的供给和需求，对上游供给受到冲击的进口企业，政府可以利用信息优势提供可替代的供应商，对下游订单取消和延迟交货的出口企业，政府可以提供销售渠道和需求信息。根据北大汇丰进出口企业调查研究，企业出口转内销前三大障碍是缺乏销售渠道（46%）、竞争太激烈（35%）和国内外产品标准体系不同（33%）³。出口企业往往是接到订单后再生产，而且产品都是按照出口国的标准设计和生产的，很多仅仅是代工，没有自己的品牌，在销售渠道上也没有投入。无论是产品定位、渠道建设、品牌推广，都是一个长期而复杂的过程。政府可以提供渠道和需求信息，帮助出口企业拿到适合的订单。

(4) 关注低收入群体的基本生活保障，可由地方政府根据当地情况，直接发放现金补助或基本生活用品的消费补贴、租房补贴、食品券、奶粉券等，以及水电气差额减免，以确保低收入群体可以维持基本的生活。疫情对低收入群体造成了巨大冲击，一些非常规就业人群如小商小贩、拾荒者等丧失了最后的收入来源，生活异常艰难。我国缺乏精准的个人收入信息，难以确定低收入人群，且直接发放现金操作上比较困难，各地的情况差异也比较大。建议由地方政府因地制宜，关注低收入群体，提供必要的生活保障。例如可以设立救助站，居民凭借低收入证明材料可以领取食品券，在定点超市里可以购买米面粮油蔬菜等食品，但不能购买烟酒饮料。有小孩的困难家庭，可以领取奶粉券等。对失业无生活来源的租房家庭提供租房补贴。对居民用水、电、气进行额度减免，在超过某一额度后，进行差别收费，既能补贴低收入人群，又可以起到环保效果。

(5) 筹建一批高水平国际化高校，解决高水平高等教育需求，吸引和储备高级人才。从短期来看，将高水平国际化高校纳入新基建范围，积极筹建，可以弥补总需求不足，起到拉动 GDP 的作用。从中长期来看，高水平高等教育需求不断增长，但国外的政治文化氛围以及疫情导致海外留学障碍日益增加。此外，

³ 参见 2020 年 4 月 16 日北京大学宏观经济与金融研究中心《北大汇丰进出口企业调查研究》报告。



美国也在逐渐收紧对中国的科技封锁。筹建高水平国际化高校，一是可以将高水平高等教育需求在本地消化，二是可以吸引世界一流的科研人才，三是可以持续培养我国的高端科研人才，是突破美国科技封锁，保障我国未来可以处于世界科学和技术领先地位的有力保证。



【声明】

本文版权为北京大学宏观经济与金融研究中心所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。

北京大学宏观经济与金融研究中心简介：

北京大学宏观经济与金融研究中心（Center for Macroeconomy and Finance）是经北京大学正式批准，由北京大学汇丰商学院和平安科技有限公司合作成立的研究机构。

中心由北京大学汇丰商学院院长海闻教授兼任中心主任，美国著名经济学家、2011年诺贝尔经济学奖得主托马斯·萨金特教授担任首席顾问，并由北京大学汇丰商学院的相关领域教授联合平安科技的资深研究人员共同进行多维度、多视角的研究工作。

地址：

北京大学宏观经济与金融研究中心

深圳市南山区大学城北京大学汇丰商学院

邮编：518055

电话：(+86) 755 2603 8161

邮箱：cmf@phbs.pku.edu.cn

网址：<https://cmf.phbs.pku.edu.cn/>