

疫情研究专题系列

## 2020年下半年中国经济形势分析与预测

张志前

### 主要观点

- ▶ 受新冠疫情的影响，2020年上半年中国经济 GDP 同比下降 1.6%，其中，一季度 GDP 同比下降 6.8%，二季度 GDP 同比增长 3.2%。主要宏观数据呈现 1-2 月大幅回落、3 月反弹的趋势。进入二季度，随着疫情的有效控制，中国经济开始全面复苏。
- ▶ 上半年，央行推出了包括三次降低存款准备金率、增加 1.8 万亿元再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息等政策措施。预计，下半年可能还有一次降准，金融系统让利 1.5 万亿元的政策也将推动落实。
- ▶ 今年以来，我国在相关领域的改革不仅没有因疫情而止步，还继续向深水区迈进，成为全面深化经济金融体制改革的关键一年。上半年，多项重磅改革举措已接连落地，频率之高、密度之大、分量之重前所未有。下半年相关改革措施的落地值得关注。
- ▶ 综合来看，在新冠疫情不出现大反复的情况下，2020年下半年，中国经济将继续延续二季度全面复苏的态势，财政支出力度将进一步加大，货币政策环境更加的宽松，改革红利释放值得期待。

## 目 录

|                     |    |
|---------------------|----|
| 一、上半年中国经济回顾 .....   | 3  |
| (一) 生产稳步回升 .....    | 3  |
| (二) 投资持续向好 .....    | 3  |
| (三) 消费明显改善 .....    | 4  |
| (四) 出口表现较好韧性 .....  | 5  |
| (五) 就业形势基本稳定 .....  | 6  |
| 二、下半年中国经济预测 .....   | 7  |
| (一) 基建将继续发力 .....   | 7  |
| (二) 制造业面临结构调整 ..... | 8  |
| (三) 消费信心难以提振 .....  | 9  |
| (四) 出口压力仍然较大 .....  | 10 |
| 三、下半年宏观经济政策展望 ..... | 11 |
| (一) 财政支出力度加大 .....  | 11 |
| (二) 货币宽松可能加码 .....  | 11 |
| (三) 通胀压力日渐消退 .....  | 12 |
| (四) 改革红利持续释放 .....  | 13 |

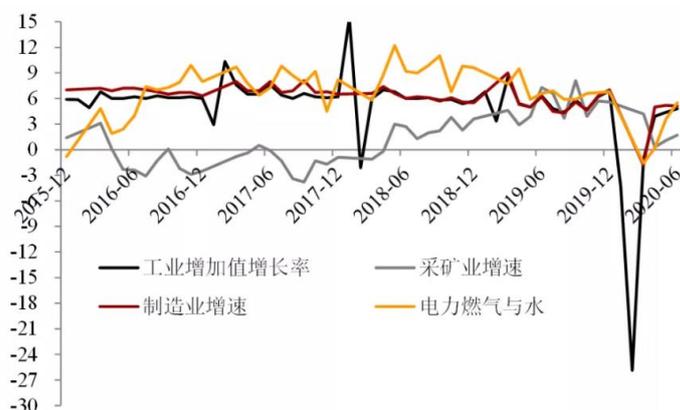
## 一、上半年中国经济回顾

受新冠疫情的影响，2020 年上半年中国经 GDP 同比下降 1.6%，其中，一季度 GDP 同比下降 6.8%，二季度 GDP 同比增长 3.2%。主要宏观数据呈现 1 季度大幅回落、3 月开始反弹。进入二季度，随着疫情的有效控制，中国经济开始全面复苏。6 月份，中国经济延续修复态势，数据较上月继续回升。

### （一）生产稳步回升

2020 年 1-6 月，我国规模以上工业增加值同比下降 1.3%，6 月份，规模以上工业增加值同比实际增长 4.8%。分三大门类看，6 月份，采矿业增加值同比增长 1.7%，增速较 5 月份加快 0.6 个百分点；制造业增长 5.1%，增速回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 5.5%，增速加快 1.9 个百分点。

图 1 三大产业增加值同比增速



### （二）投资持续向好

1-6 月，全国固定资产投资同比下降 3.1%，降幅比 1-5 月份收

窄 3.2 个百分点。其中，房地产投资同比增长 1.9%，基础设施投资（不含电力）同比下降 2.7%，制造业投资下降 8.3%。全国商品房销售面积 69404 万平方米，下降 8.4%；商品房销售额 66895 亿元，下降 5.4%，降幅比一季度分别收窄 17.9、19.3 个百分点。

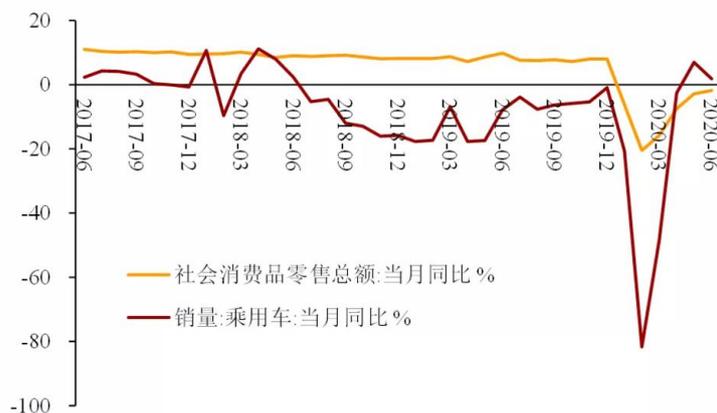
图 2 固定资产投资增速



### （三）消费明显改善

1-6 月，全国社会消费品零售总额 172256 亿元，同比下降 11.4%，其中二季度下降 3.9%。6 月份，社会消费品零售总额同比下降 1.8%，环比增长 1.34%。从主要消费品类来看，服装、家电音像、化妆品、日用品等均有大幅反弹，乘用车日均销售增速已恢复到疫情之前的水平。食品、文化办公用品、中西药、通讯器材消费金额同比增速出现回落。

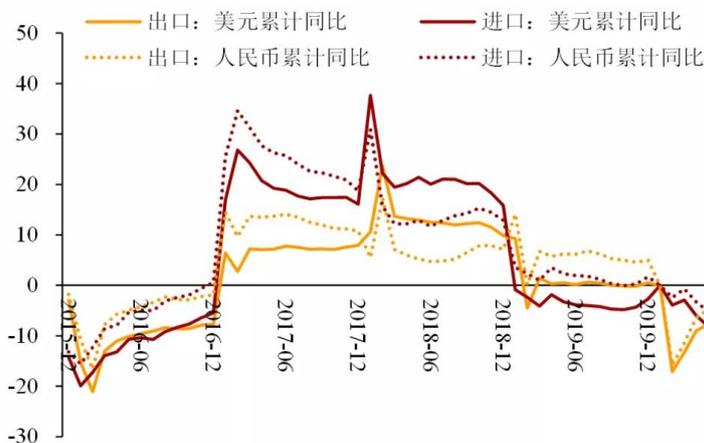
图 3 社会消费品零售总额同比增幅



#### (四) 出口表现较好韧性

1-6 月，货物进出口总额 142379 亿元，同比下降 3.2%。其中，二季度同比下降 0.2%，一季度为下降 6.5%。6 月份，进出口总额 26973 亿元，同比增长 5.1%；出口 15131 亿元，增长 4.3%；进口 11842 亿元，增长 6.2%。1-2 月国内疫情加速蔓延，出口增速下滑 13.3%；3-5 月，国内疫情基本得到控制，但海外需求下滑，出口增速平均降幅仅为-2.2%。

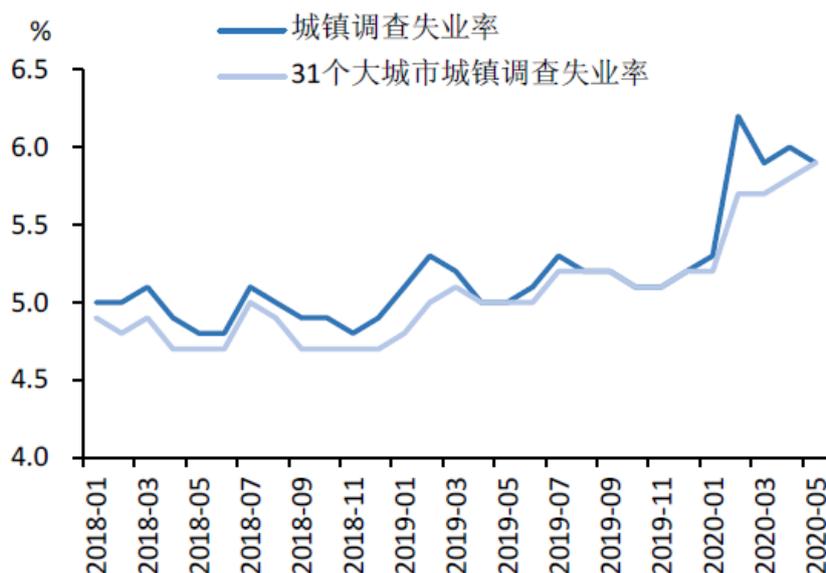
图 4 中国进出增幅走势图



### （五）就业形势基本稳定

稳就业是今年政府工作报告确定的重中之重的工作，在“六稳”和“六保”中都占据首位，目标是全年城镇新增就业 900 万人以上，城镇调查失业率 6% 左右。1-6 月，全国城镇新增就业人员 564 万人，完成全年目标任务的 62.7%。6 月份，全国城镇调查失业率为 5.7%。考虑到今年 874 万的大学毕业生陆续进入就业季，下半年稳就业的形势不容乐观。

图 5 中国城镇调查失业率



从目前的情况看，随着疫情在我国境内得到有效控制，二季度中国经济已经开始全面复苏，但是经济仍处于供过于求状态，扩大内需压力大。供给方面，工业生产出现较好反弹，增速领先于投资与消费。需求方面，基建作为逆周期调节的主要抓手持续放量，房地产投资和出口韧性较强，但制造业投资、社会消费品零售总额增

长压力较大。

## 二、下半年中国经济预测

从全球范围的疫情演化看，截止到 6 月底，东亚及欧洲等地的疫情得到一定控制，复工复产也相继展开，但是疫情并未终结，仍在全球蔓延。目前，巴西、印度等新兴经济体及非洲大陆疫情的控制仍不得力，在推进复工复产的过程中，美国部分地区疫情已经出现反复，新增病例创出新高。我国北京地区也出现了疫情的反弹，由此看来推动复产和防控疫情的矛盾依旧突出。在疫苗成功研发并且大规模接种之前，疫情很可能在今年秋冬出现反复。新冠疫情依然将是今年下半年中国经济面临的最大的不确定性。

### （一）基建将继续发力

当前基建回升至双位数增长的背景下，基建投资高增速的可持续性更加值得关注。基建投资具有典型的债务驱动特征，这就决定了资金来源是否有支撑决定了基建投资高增的持续性，而预算内财政发力的主要资金支持即地方政府专项债券和特别国债。从地方政府债券和特别国债的发行节奏来看，2019 年发行节奏明显前倾，6-12 月发行地方债 1.6 万亿，同比减少了 0.6 万亿，而前 5 个月为同比多增 1.4 万亿，财政节奏的错位是 2019 年下半年基建投资回升乏力的主因。从今年的情况来看，财政节奏整体较为平稳，5 月份以后尚余近 3 万亿地方债和特别国债额度未使用，比去年同期多 1.4 万亿，前 5

个月为同比多增 1.2 万亿。预计下半年基建仍将继续维持两位数的增长。

上半年，中国的房地产市场受到疫情的冲击并不大，表现出了很强的韧性。二季度以来，随着一波压抑需求的释放和融资环境的改善，房地产销售和投资均快速回升，并且成为疫情以来修复最强的行业之一。5 月，居民部门贷款增加 7043 亿元，其中，短期贷款增加 2381 亿元，中长期贷款增加 4662 亿元，5 月份住户部门贷款投放占比较上月继续提升。首套平均房贷利率降低至 5.32%，环比下降 10BP。在宽松货币环境下，首套房贷款利率连续 6 个月下降，叠加复工加速推进，房地产加速回暖。目前货币宽松的基调仍未出现逆转，因此，下半年房地产需求不会太差，房地产投资也不会太差。

## （二）制造业面临结构调整

从 2019 年初开始，制造业投资增速长期低位徘徊，低于工业、全部投资增速，由于制造业投资占工业投资 83%，占全部固定资产投资 31%，制造业投资对工业、全部投资带动作用减弱。受到疫情严重冲击，一季度制造业被动补库存。相对而言，国企复工复产较好，民企复工复产滞后，加之全球疫情“大封锁”下出口萎缩对制造业需求形成拖累，导致制造业投资恢复情况明显落后于基建和房地产投资。1-5 月份制造业投资累计同比下降 14.8%。从结构看，疫情之后高技术制造业投资增速持续高于整体制造业增速，制造业内部结构持续优

化。1-5 月份高技术制造业累计同比增长 2.7%，累计增速已经由负转正。

新冠疫情爆发后，传统制造业受到冲击较大，工业互联网、人工智能、5G 等在疫情防控、复工复产等方面发挥了重要作用，而制造业正面临转型升级的新挑战。展望下半年，预计在国内外需求修复、政策扶持下制造业投资降幅将继续收窄。但考虑到企业投资扩张相对于利润具有滞后性，以及高库存对投资意愿的制约，其修复速度将较慢，年内大幅改善空间有限。但中美关系紧张，科技“脱钩”将倒逼国内制造业转型升级，叠加疫后政策“调结构”目标明确，高科技制造业投资景气度有望延续，制造业内部结构将持续优化。在海外需求大幅萎缩的情况下，下半年制造业扩大产能、追加投资的意愿不足。

### （三）消费信心难以提振

新冠疫情对居民消费的影响主要体现在两个方面：一是为了控制疫情传播，交通停运、旅游停发、餐饮业歇业，同时居民因防控疫情无法出门，导致居民消费行为的减少；二是疫情对就业和居民收入的影响，导致消费行为的减少和“消费降级”，也可以理解为疫情对居民资产负债表路径的冲击。疫情防控对居民消费的影响主要体现在服务消费，因此，随着国内疫情基本可控，实物消费有望逐步向疫情前增速水平进行修复，但由于疫情防控的常态化，服务消费明显低于疫情前增速水平的情况将持续存在。

下半年，影响消费的主要因素仍然是疫情的反复和居民收入预期的下降。北京在出现新发地疫情之后，用快速和全面检测、精细化防控、保持人员流动畅通和生产生活秩序正常，给疫情反复下的常态化防疫树立了样板，但消费信心和收入预期的恢复，需要稳定的生产生活环境，也需要时间。上半年居民收入普遍下降，但是消费支出下降更大，投资意愿减弱，储蓄出现上升。数据显示，今年一季度，人民币存款增加了 8.07 万亿元，同比多增了 1.76 万亿元，其中住户储蓄存款增加了 6.47 万亿元。预计下半年，消费整体修复的态势不变，但斜率放缓，很难回到疫情前的水平。

#### （四）出口压力仍然较大

新冠疫情爆发以来，中国出口展现了较强的韧性，其中防疫物资出口是重要因素。防疫物资占总出口的比重从 3 月份的 0.5% 快速上升至 5 月份的 8.4%。截止到 5 月中旬，防疫物资日均出口介于 35-40 亿元左右，相较于 4 月份仍在增加。二季度以来，出口表现持续超预期，主要原因：一是因疫情导致延期复工的积压订单得以交付；二是防疫物资出口对冲了全球经济下行对我国外需的冲击。但是，后续海外需求萎缩的负面效应将逐渐显现。一般而言，PMI 新订单指数大幅下跌至出口增速大幅下滑有一个滞后期。海外疫情从今年 3 月份开始蔓延，海外需求的下降会在下半年的出口数据中体现。在疫情没有在全球范围内得到控制的情况下，预计下半年出口增速仍将承压。

### 三、下半年宏观经济政策展望

#### (一) 财政支出力度加大

今年财政赤字的扩张幅度较大，国债+地方债+特别国债共计8.61万亿，占名义GDP的8.6%，为近年最高水平。但上半年的财政支出进度明显落后于往年。以一般公共预算为例，今年前5个月的支出序时进度仅为预算的87%，过去3年基本在95%左右；政府性基金支出仅为全年预算的25%，去年同期为30%。按照财政预算报告中的计划，下半年的财政支出增速将明显高于上半年。下半年一般公共预算支出增速将有望达到8%，政府性基金支出增速将达到48.4%，对经济恢复的推动效果也有望进一步增强。

财政收入的扩张主要来自特别国债和大幅扩容的地方专项债。根据财政预算报告，受疫情影响，今年全国政府性基金预算收入为8.1万亿，同比下降3.3%，但加上特别国债收入1万亿和地方专项债务收入3.75万亿后，收入总量达到12.9万亿，对应预算支出12.6万亿，同比增长38%，远高于去年的13.4%。根据财政部发布的《2020年政府收支分类科目》，特别国债支出包括基础设施建设和防疫，而土储和棚改将被严格限制。

#### (二) 货币宽松可能加码

为应对新冠疫情冲击，上半年，央行推出了包括三次降低存款准备金率、增加1.8万亿元再贷款再贴现额度、出台小微企业信用贷

款支持计划、实施中小微企业贷款阶段性延期还本付息等政策措施。然而，5月以来，随着MLF利率和LPR报价连续两个月维持不变，央行对流动性的态度在边际上有所收紧，其主要目的是防止资金脱实向虚，防范金融风险，防止房地产市场出现过热。可以预计，这种收紧的态势不会延续太长。下半年，随着国内信用扩张放缓叠加外部不确定性加大，货币宽松的空间有可能会再度打开。

一方面，政策力度边际收敛后，消费和制造业投资等内生性经济活动恢复速度可能有所减慢，7月前后的经济基本面恢复进度可能不及预期；另一方面，7-8月将有874万高校毕业生进入劳动力市场，考虑到经济基本面大概率不会复原，就业市场将面临比往年更大的压力，调查失业率很可能出现更明显的季节性提升。如果7月份，城镇调查失业率升至6.2%甚至更高，则货币政策可能再度加码，继续加大宽松的力度。预计，下半年继续降息的可能性不大，但很可能还有一次降准。与此同时，上半年国常会提出，推动金融系统全年向各类企业合理让利1.5万亿元。下半年将会推动这项政策的落实。

### （三）通胀压力日渐消退

今年年初，受春节叠加新冠疫情影响，CPI环比尤其是食品价格出现大幅上涨，CPI同比一度突破5%。1-6月，全国居民消费价格同比上涨3.8%，涨幅比一季度回落1.1个百分点。其中，城市上涨3.6%，农村上涨4.7%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨12.2%，涨

幅最大。受疫情影响，需求持续低迷，加上国际大宗商品价格的回落，上半年 PPI 持续走低。1-6 月，全国工业生产者出厂价格同比下降 1.9%；其中 6 月份同比下降 3.0%，环比上涨 0.4%。

在供给和需求双重受到冲击的背景下，宽松的货币政策并不会导致通货膨胀。下半年，面对供给端的快速恢复，需求端则依旧维持较慢的复苏力度，供给和需求两者间异步不仅会对经济增长形成抑制，还将对国内通胀形成持续压制。CPI 方面，在猪肉供给问题逐步得到缓解后，叠加蔬菜价格的季节性走低，CPI 同比增速重回 2 时代。PPI 方面，疫情可能反复，复工复产将有所放缓，新兴市场疫情扩散和发达经济体复工还存在较大不确定性，预计年内 PPI 转正概率低，全年 PPI 中枢可能会在-2%左右。

#### （四）改革红利持续释放

今年以来，我国在相关领域的改革不仅没有因疫情而止步，还继续向深水区迈进，成为全面深化经济金融体制改革的关键一年。上半年，多项重磅改革举措已接连落地，频率之高、密度之大、分量之重，值得关注。4月10日，《中共中央国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，一个多月后，《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》。6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》。6月30日，在中央全面深化改革委员会上《国企改革三年行动方案(2020-2022年)》

《深化农村宅基地制度改革试点方案》等文件通过。

下半年，相关领域的改革将会持续推进，特别是要素市场、国企改革、财税金融体制改革等重点领域改革将进一步深化和展开。在资本市场领域，随着新《证券法》的实施，资本市场的基础制度改革会显著加速，通过IPO、再融资改革、多层次市场建设提升股权融资工具的效率，畅通一级市场投资退出渠道，从而发挥资本市场的资源配置功能。值得注意的是，今年政策“不走老路”的基调，有助于避免强刺激导致经济结构进一步扭曲，但也意味着中期经济的前景，更依赖于改革开放红利的释放。目前资本市场已经有所反应，股市连续多日上涨。下半年这种局面有望延续。

综合来看，在新冠疫情不出现大反复的情况下，2020年下半年，中国经济将继续延续二季度全面复苏的态势，财政支出力度将进一步加大，货币政策环境更加的宽松，改革红利释放值得期待。2020年全年中国经济可以实现正增长，增速可能会在2%左右，通货膨胀会进一步走低，可以实现全年经济发展和就业目标。

## 免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。