报告日期： 2020 年 06 月 22 日

疫后经济一问：多少增长能稳住就业？

——2020 年下半年经济增长展望

核心观点

1、下半年最关键的经济变量并非 GDP 增速，而是调查失业率。2、调查失业率结构性问题是大学生进入劳动力市场，目前已有针对性措施化解。3、调查失业率总量性问题，经测算全年 GDP 增速在 2%就可以使调查失业率在 6%以下，今年可以完成就业目标。

分析师：李超
执业证书编号：S1230520030002
邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪
邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

❑ 失业尚存二次冲高可能，年底应能控制在 6%以下

疫情对于劳动力市场的冲击不仅导致了失业率大幅上行，同时劳动参与率也显著下降。目前农民工大规模返城已基本结束，未来农民工的回流速度更多地取决于经济复苏的力度，农民工供给上升对于失业率的影响趋弱。2020 年高校毕业生规模再创新高，大学生将在 7、8 两个月陆续进入劳动力市场，根据我们的测算，**7 月份调查失业率或将二次冲高至 6.2%**。经济增速没有回到合理区间带来的次生风险是失业情况难以好转，下半年经济回归到 6%的合理区间之后，调查失业率中枢有望回落至 5.7%附近，若下半年 GDP 增速仍在 3%以下，调查失业率将保持在 6%的高位。

❑ 消费持续稳健修复，结构分化特征延续

在疫情得到有效控制的情况下，供给端影响趋弱，下半年消费将伴随经济复苏持续稳健修复，但全年较难实现增长，**我们预计下半年社会消费品零售总额同比增速+9.3%**，略高于 2019 年的同期水平，全年累计增速为-0.2%。**疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征**，在疫情还可能在一段较长时期内与我们的生活并行共存的情况下，这种分化特征有望延续。

❑ 固定资产投资增速较具韧性，或为今年经济核心驱动力

经济动能修复和政策效果落地将继续带动基建及地产数据回升，两项数据将较具韧性，制造业投资也将逐步修复，受制于 PPI 下行及盈利仍处低位，修复速度或略慢，但高技术制造业大幅改善对整体制造业构成强支撑。**总体看，我们认为投资是今年经济增长最主要驱动力。**预计今年固定资产投资增速同比+5.6%，其中基建投资同比+10%，房地产开发投资同比+6%，制造业投资同比-1%。

❑ 进出口：出口无需悲观，顺差提振经济

我们预计 2020 年下半年，三大逻辑支撑下，出口将有较为积极表现，防疫物资出口仍有支撑，海外经济修复利好我国出口，全球产业链重塑阶段中国领先性复苏占据优势地位。受益于海外经济体复工复产渐进推进和我国内需逐步修复，进口渐进修复。**商品贸易顺差有望扩大，服务贸易逆差收窄，相比 2019 年，预计进出口对经济增长的提振作用提升。**

❑ GDP 增速三、四季度有望回归合理区间

3 月以来，我国经济持续向合理增长区间靠拢，供给端，复工复产基本完成，工业增加值持续修复，PMI 连续 3 个月位于荣枯线上方，下半年工业生产端复工复产稳步推进不会中断，并且在我国供给弥补海外供给缺口使得外需不悲观的情况下，工业增加值增速有望稳步提升，预计全年增速 2.9%。需求端，整体上呈现投资领先消费的特征，预计后续地产和基建表现强势，高技术制造业投资亦将大幅改善，继续引领经济修复，投资是今年经济主驱动力，消费走势或较滞后，而贸易顺差对 GDP 将有较大正贡献。**总体看，我们预计经济持续回暖，二季度 GDP 增速有望转正，三、四季度有望回归至合理区间，全年 GDP 增速在+2.3%。**

风险提示：疫情二次爆发，拖累经济复产节奏；政策落地不及预期，基建回升幅度和地产投资韧性不足。

报告撰写人： 李超
数据支持人： 张迪

正文目录

1. 失业尚存二次冲高可能，年底应能控制在 6%以下 3
2. 消费持续稳健修复，结构分化特征延续 6
3. 固定资产投资增速较具韧性，或为今年经济核心驱动力 9
3.1. 基建：资金项目匹配，投资资金回升 9
3.2. 房地产投资延续修复 10
3.3. 制造业投资增速继续修复，但转正难度仍大 11
4. 进出口：出口无需悲观，顺差提振经济 12
5. GDP 增速三、四季度有望回归合理区间，经济涅槃重生 14
6. 工业生产稳提升，内需外需齐发力 15
7. 主要宏观数据预测表 16

图表目录

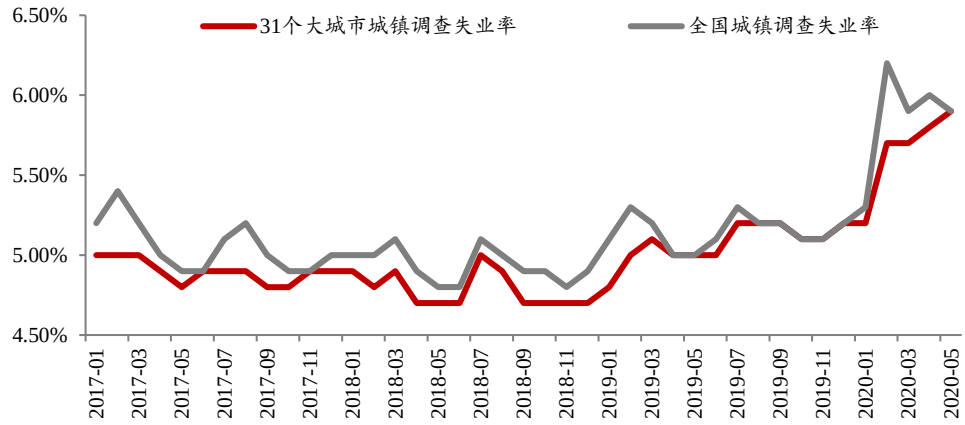
图 1：调查失业率中枢提高一个百分点 3
图 2：高校毕业生人数再创新高 4
图 3：每年毕业季调查失业率都将上升 0.2 个百分点 4
图 4：进入毕业季之后，调查失业率或将二次冲高 5
图 5：城镇新增净新增就业与 GDP 增速正相关 6
图 6：假设 2020 年 GDP 带动净新增就业的弹性为 127 万 6
图 7：预计下半年社会消费品零售总额同比增速+9.3%，全年累计增速为-0.2% 7
图 8：疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征 8
图 9：结合 2003 年 SARS 期间经验，餐饮等线下消费行业恢复元气仍需要耐心 8
图 10：固定资产投资增速继续修复，预计全年增速+5.6% 9
图 11：3 月以来全国商品房销售逐渐回暖 10
图 12：房地产开发资金来源与建安投资增速相关 11
图 13：预计房地产开发投资增速会延续修复趋势 11
图 14：高技术制造业增速明显高于整体制造业投资 12
图 15：医药制造业、计算机通信电子设备制造业投资增速较高 12
图 16：预计 2020 年全年出口有韧性、进口小承压，顺差扩大 13
图 17：2020 年 GDP 增速预测图 15
图 18：日均耗煤量已达去年同期水平 15
图 19：焦炉生产生产率已超去年同期水平 15
图 20：炼油厂开工率已超去年同期水平，接近前年同期 16
图 21：汽车半钢胎开工率接近前两年同期水平的 87% 16
图 22：2020 年下半年重要宏观经济数据预测 16

1. 失业尚存二次冲高可能，年底应能控制在 6%以下

2020 年新冠疫情来势汹汹，拖累企业复工复产的同时，就业情况恶化，失业率高企。3 月 10 日李克强总理在国常会上表示，“只要今年就业稳住了，经济增速高一点低一点都没什么了不起”；4 月 17 日政治局会会议在“六稳”工作的基础又提出了“六保”，其中“保居民就业”再次放在首位；两会未设具体增长目标，以保障就业、抓好“六保”作为今年工作的着力点，将全年调查失业率目标定在 6%左右。那么，多少经济增长能稳住就业？调查失业率能否稳定在 6%以内？

疫情对于劳动力市场的冲击有目共睹，2 月调查失业率冲高至 6.2%，中枢较去年同期上升了 1 个百分点。**值得注意是，疫情对于劳动力市场的冲击不仅导致了失业率大幅上行，同时劳动参与率亦显著下降。**根据统计局公布的数据，3 月份就业人员规模比 1 月份下降 6%以上，意味着约 2600 万人暂时离开就业岗位，这其中绝大部分是尚未返城的农民工群体。

图 1：调查失业率中枢提高一个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从结构性上看，调查失业率我们重点关注两大就业群体——农民工和大学生。

外出农民工大规模返城已基本结束，农民工供给上升对于失业率的影响趋弱。4 月调查失业率为 6.0%，在复工复产持续推进、就业岗位逐渐放开的情形下相较 3 月仍提高了 0.1%，主要系今年农民工返城较晚所致，往年农民工在 2 月份返城基本完成，今年因疫情影响季节性特征有所延后。当农民工大批量返城一段时间之后，摩擦性失业现象陆续减少，5 月失业率也下降至 5.9%。

根据统计局披露，截至 4 月底，农民工返城 9 成左右，这意味着 4 月底相较 2019 年底仍有超过 1700 万外出农名工留在本地。不过，我们认为，大规模返城已基本结束，未来农民工将伴随着经济稳健复苏而稳步回流：

其一，**疫情发生之后政府采取了一系列就业优先政策保障和引导农民工就近就业**，例如在县城和中心镇建设一批城镇基础设施、推动以工代赈项目、加强农业基础设施、推进农村产业园建设创造保洁/保安/消杀等公益性岗位等等，**部分外出农民工在本地解决了就业**。

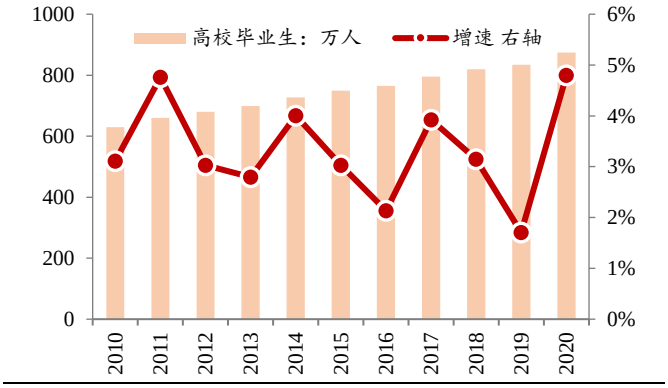
其二，疫后的企业复工和员工复岗基本完成，几乎不存在因疫情防控无法正常返城就业的情况，**外出农民工数量不及去年主要源于经济增速尚未回到合理区间、城镇就业岗位的创造能力较为有限，因此未来农民工的回流速度更多地取决于经济复苏的力度。**

此外，中央银行出台的创新工具保障中小微企业的现金流，也降低了企业倒闭风险，减少了农民工失业风险。

综上所述，根据我们对于 GDP 恢复节奏的判断，下半年仍有 1100 万以上的农民工陆续返城，但截至年底外出农民工的总人数有可能首次低于去年同期。

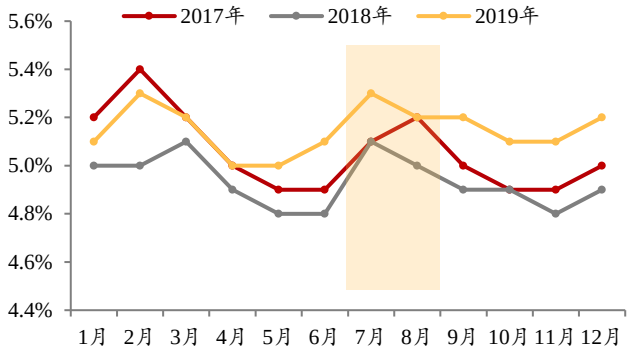
2020 年高校毕业生规模再创新高，下半年大学生的就业情况是影响调查失业率的核心变量。2020 年高校毕业生规模达到 874 万人，7 月即将迎来“最难就业季”，**调查失业率或二次冲高。**高校毕业生知识水平高、就业意愿强，若无法顺利就业很容易被纳入“失业人口”，对调查失业率影响较大。考虑到今年毕业生的规模，若要完成城镇新增就业和调查失业率的目标，保障高校毕业生的就业至关重要。

图 2：高校毕业生人数再创新高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：每年毕业季调查失业率都将上升 0.2 个百分点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

874 万大学生何去何从？2 月份以来，保障就业的举措陆续出台，高校毕业生作为就业工作的重中之重，相关政策不断推出并逐步落实落细，从两方面双管齐下：一方面，扩大招聘规模、拓宽就业渠道，尽量在当年解决毕业生的就业问题；另一方面，引导一部分毕业生不参与今年的就业竞争、延长毕业生的择业窗口，并进一步促进人力资本积累。目前的经济环境和政策举措能解决 874 万高校毕业生的就业问题吗？我们对大学生毕业后的可能去向进行了详细拆解。

表 1：高校毕业生就业去向拆解和预计

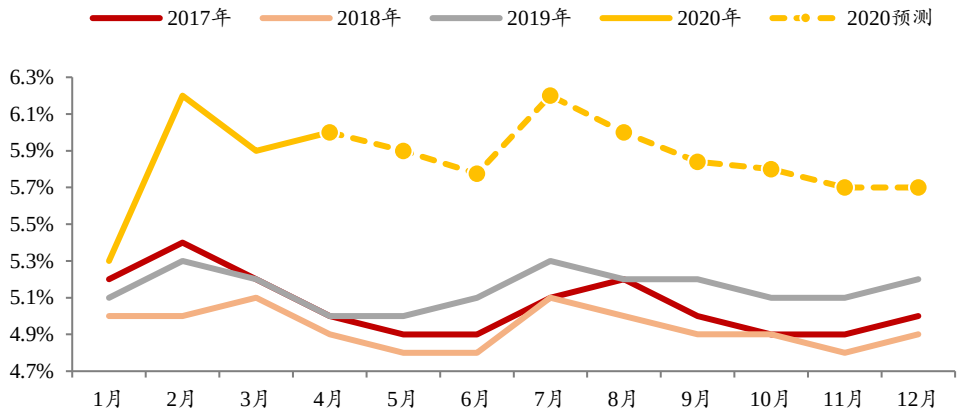
单位：万人	2019 年	2020 年 E	较上年变化	备注
毕业生	**834**	**874**	**+40**	
升学深造	108	159	+51	教育部发文要求扩大硕士研究生招生和专升本规模，预计同比增加 18.9 万人、32.2 万人
央企国企	145	160	+15	国资委、国办先后发文分别要求央企和国企扩大高校毕业生招聘规模
公务员、事业单位	90	123.6	+33.6	公务员改革告一段落，中央和地方公务员扩招；中组部发文要求事业单位招聘向应届毕业生倾斜
基层就业	16.7	20	+2.3	扩大“大学生村官”、“三支一扶”、“西部计划”、“特岗教师计划”以及科研、社区、医疗基层岗位
“先上岗、再考证”	0	45	+45	教育部表示将招收 40 多万毕业生补充中小学和幼儿园教师队伍，采取“先上岗、再考证”的举措

入伍参军	10	20	+10	教育部、发改委先后表示，“增加参军入伍规模，拓宽就业渠道”
见习	15	60	+60	人社部称“今明两年将组织百万毕业生见习”，国办发文要求“扩大就业见习规模”
创业	15	10	-5	创业环境具有较大不确定性
民营、三资企业	421	209	-212	互联网行业、物流行业受疫情影响小，民营和外资的银行、券商等金融企业也能提供部分就业岗位，其他行业招新需求大幅下降
其他	13	13	-	

资料来源：中组部，教育部，人社部，团中央，《大学生就业报告》，Wind，浙商证券研究所

根据上述测算，**2020 年以来各类就业优先政策相比去年可额外提供 200 万以上的毕业去向**，但由于民营和三资企业整体的招新需求下降，仍有少部分大学生可能无法在毕业当年解决就业问题。**大学生将在 7、8 两个月陆续进入劳动力市场，结合农民工的就业情况，我们认为 7 月份调查失业率或将二次冲高至 6.2%。**

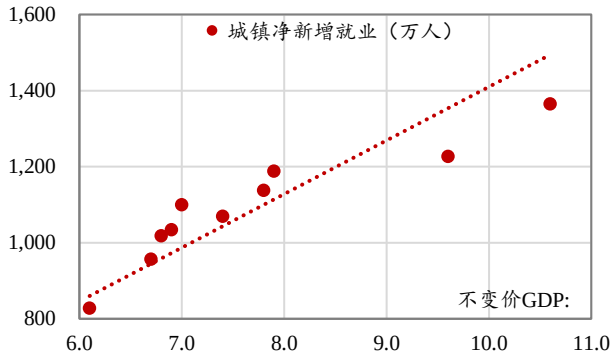
图 4：进入毕业季之后，调查失业率或将二次冲高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

从总量上看，经济增速没有回到区间带来的次生风险是失业恶化。我国属于发展中国家，城镇化进程也在持续推进，需要维持一定的经济增速以创造出足够多的就业岗位满足日益增长的从业需求。我们在《一季度 GDP-6.8%，为什么有 229 万新增就业？》中述过城镇“净”新增就业与 GDP 增速之间的关系，2017-2019 年 1%的 GDP 增长分别对应 150、143、136 万人城镇净新增就业，做线性外推的话，则 2020 年 GDP 增长带动净新增就业岗位的弹性为 127 万。如果下半年经济回到 6%的合理增长区间，全年 GDP 增长有望达到 2%以上，全年对应净新增的城镇就业人口为 254 万。

图 5：城镇新增净新增就业与 GDP 增速正相关



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 6：假设 2020 年 GDP 带动净新增就业的弹性为 127 万

资料来源：Wind，浙商证券研究所

失业率与 GDP 增速应该如何对应？失业率 = 失业人口/ 劳动力人口，而劳动力人口 = 就业人口 + 失业人口，在 2019 年数据已知的情况下，我们需要测算 2020 年新增的劳动力人口和净新增的城镇就业人口。

过去几年每年新增的劳动力人口大约为 1000 万人（主要是新增农民工和应届高校毕业生），根据我们对于农民工返城节奏以及大学生就业的测算，预计 2020 年全年新增的劳动力人口为 495 万人。刚才提到，全年 GDP 增长 2%的情形下，全年对应净新增的城镇就业人口为 254 万，那么 2020 年底较去年年底新增的失业人数为 241 万，除以对应的劳动力人口就可以得到调查失业率为 5.7%。如果下半年 GDP 增速仍在 3%以下，年底调查失业率将保持在 6%的高位。

表 2：不同经济增速情形下的调查失业率中枢预测（人口单位：万人）

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
下半年经济增速	全年经济增速	净新增城镇就业人数	净新增劳动力人口	净新增失业	2019 年失业人数	2020 预计失业人数	2020 年劳动力人口	调查失业率预测
2%	0.0%	0	495	495	2,427	2,922	47,169	6.2%
3%	0.6%	70		425		2,852		6.0%
4%	1.0%	133		362		2,789		5.9%
5%	1.6%	197		298		2,725		5.8%
6%	2.0%	254		241		2,668		5.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：(1)(2)为假设的 5 种经济增速情形；(3) = (2)* GDP 增长带动净新增就业的弹性，预计 2020 年为 127；(4)为预计的 2020 年劳动力人口增长；(5) = (4) – (3)；(7) = (6) + (5)；(8) = (4) + 2019 年劳动力人口；(9) = (7) / (8)。

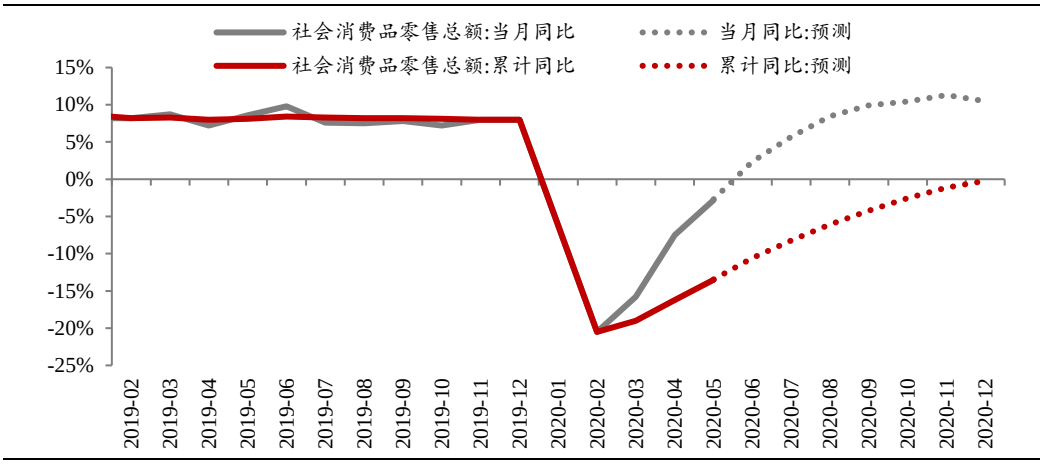
2. 消费持续稳健修复，结构分化特征延续

新冠疫情从供需两端对消费产生负面影响，但供给端影响趋弱。供给端，疫情发生之初防控要求较严，商场、饭店、汽车 4S 店等消费场景临时关闭或复工较晚，消费活动无法正常进行，但随着疫情逐渐得到控制，复商复市已取得一定成效。需求端，一方面，初期因疫情传播较快，居民防控意识较高，因安全考虑消费意愿有所降低，但此部分影

响也逐渐弱化；另一方面，疫情冲击导致企业利润下降及失业率上升，疫情对于居民收入的影响将逐渐体现。

在疫情得到有效控制的情况下，供给端影响趋弱，下半年消费将伴随经济复苏持续稳健修复，但全年较难实现增长，我们预计下半年社会消费品零售总额同比增速+9.3%，略高于 2019 年的同期水平，全年累计增速为-0.2%。

图 7：预计下半年社会消费品零售总额同比增速+9.3%，全年累计增速为-0.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们判断下半年社零同比增速将略高于 2019 年同期，原因如下：其一，经济已开始稳健复苏，并持续向合理增长区间靠拢，企业利润将随之回升，居民可支配收入增速也将得到修复，消费需求会得到自然恢复。其二，疫情期间压制的部分需求在疫后得到释放，4、5 月的汽车消费、地产后周期消费快速回补已有一定印证，婚宴、公司年会、毕业旅游等消费有望得到一定补偿。其三，各地政府陆续通过发放消费券、出台汽车消费优惠政策等方式刺激消费，对于消费回暖亦有一定帮助。

消费的修复仍将呈现渐进式节奏，难以一蹴而就，全年转正仍有一定困难。其一，消费具有较强的顺周期特征，是经济增长的稳定器，并非放大器，消费更多的是伴随着经济复苏而提振，而不是引领经济增长。其二，疫情至今尚未彻底结束，目前倒灌病例仍零星出现，6 月中旬北京新发地再现疫情，居民警惕心理和疫情防控措施的存在都将影响线下消费行业的复苏节奏。其三，消费券等刺激短期能起到一定提振效果，但稳定的收入和收入预期才是消费的决定变量。

疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征。我们认为，在疫情还可能在一段较长时期内与我们的生活并行共存的情况下，这种分化特征有望延续。我们按照受疫情冲击的程度大小和复工复产后恢复的速度快慢两个维度，将各消费行业分为四类：

（1）**必选消费品：**基本不受疫情冲击，甚至有一定增益，如粮油食品、饮料、中西药品等行业，其中粮油食品的零售额增速不降反增。

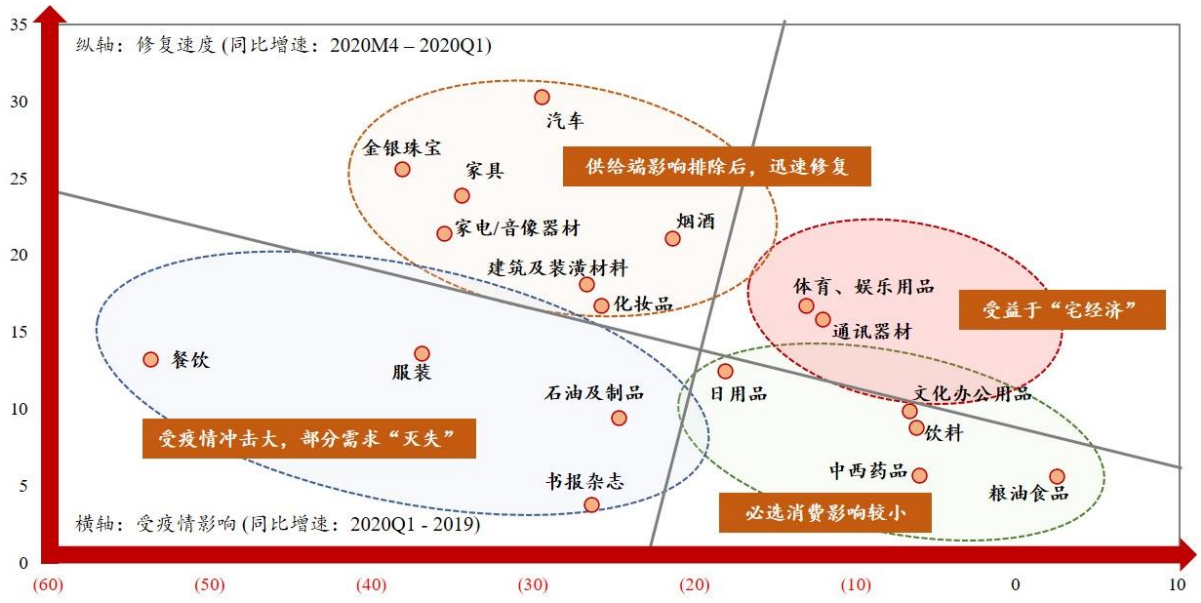
（2）**非必选但具备“宅经济”属性的消费品：**虽然受到了疫情影响，但由于受益于“居家隔离”的要求，总体而言受冲击程度较小，3 月起零售额开始快速反弹，1-5 月累计增速基本转正，如通讯器材、体育娱乐用品及文化办公用品。

（3）**“聚集”属性较小的消费品：**汽车消费以及家具、家电、装潢等地产后周期消费，疫情初期由于防控较严而导致供给不足，一季度零售额严重滑坡，但由于该等消费

“聚集”属性较小，在实现常态化防控下的复工复产之后开始迅速恢复，5 月当月增速已转正，未来将逐渐向疫情前的正常水平回归。

（4）**“聚集”和“出行”属性较强的消费品：**餐饮业、石油及制品、纺服鞋帽等行业由于具备“聚集”和“出行”的属性，受疫情影响较大，存在部分需求 “灭失”的可能。目前疫情仍未彻底结束，6 月中旬北京新发地再现数十例新增确诊，居民的防控意识和部分地区的疫情防控措施再次加强，该等消费的复苏节奏将受到二次拖累。

图 8：疫情发生之后，消费结构表现出较强的分化特征



资料来源：Wind，浙商证券研究所

餐饮等线下消费行业恢复元气仍需要耐心。5 月餐饮收入当月同比-18.9%，在外卖等线上餐饮服务起到一定对冲作用的情况下，跌幅仍然较深，证明疫情对于线下场景的影响依然显著存在。结合 03 年 SARS 期间经验，5 月底疫情控制住之后，8 月住宿和餐饮业零售额增速才恢复至疫情前水平，而新冠疫情的影响力远超 SARS，目前倒灌病例仍零星出现，6 月中旬北京新发地再现疫情，居民警惕心理和疫情防控措施的存在都将影响线下服务类行业的复苏节奏。

图 9：结合 2003 年 SARS 期间经验，餐饮等线下消费行业恢复元气仍需要耐心

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_4364