

研究报告

2020 年第 22 期

2020.07.24

研究团队

负责人：周月秋 樊志刚

执笔人：王小娥 杨 苒 刘 新
张汉楚

邮箱：

xiaoe.wang@icbc.com.cn

复苏持续 企稳明朗

——2020 年上半年国内经济金融形势分析及展望

摘要：

- 2020 年上半年，新冠肺炎疫情对我国经济社会发展造成前所未有的冲击。2 季度以来，我国疫情防控取得战略性成果，主要经济指标出现边际改善。
- 随着宏观对冲政策进一步发力，预计 3、4 季度 GDP 增速将进一步回升，全年增速在 2.5% 左右。
- 建议：外防“全球经济大衰退、全球疫情大流行”双输入影响，内强“抗疫防疫成果、经济正常恢复”双稳固态势，确保实现年内经济社会发展目标。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行现代金融研究院所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

2020 年上半年，面对百年不遇的全球突发新冠肺炎疫情，在以习近平同志为核心的党中央坚强领导下，全国人民众志成城、顽强拼搏，在统筹疫情防控和复工复产方面取得重大阶段性成果，生产生活秩序逐步恢复，各类经济指标出现边际改善。2 季度 GDP 增速为 3.2%，预计 3、4 季度 GDP 增速继续逐季回升，今年 GDP 增速将呈现明显的对勾型（“✓”）走势。

一、上半年我国经济金融运行主要特点

初步核算，上半年国内生产总值（GDP）456614 亿元，按可比价格计算，同比下降 1.6%。上半年经济金融运行特点可概括为“一承压、双复苏、三亮点”。

（一）一承压：外贸

2020 年以来，受疫情冲击，美、欧、日主要经济体 1 季度均为负增长，2 季度下滑态势进一步加剧，全球经济衰退已成定局。从先行指标看，摩根大通全球综合 PMI 指数从今年 2 月起持续低于荣枯线，4 月降至 26.2，为有数据记录以来最低点。

表 1 主要经济体 GDP 均负增长（%）¹

	美国	欧元区	日本	英国
1 季度	-5.0	-3.0	-3.4	-1.7
2 季度预测	-38	严重下滑	更大收缩	-25

数据来源：WIND

全球经济衰退使我国外贸显著承压。同时，疫情导致产业链供应链受阻，外贸企业面临订单取消或延期、新订单签约困难等问题。以人民币计价，上半年我国出口累计增长-3%。但是，欧洲经济启动复苏和防疫物资出口发挥重要的对冲支撑作用。自 4 月份起，出口连续 3 个月实现正增长，分别为 8.1%、1.4% 和 4.3%。上半年包括口罩在内的纺织品出口增长 32.4%，医药、医疗器械出口分别增长 23.6% 和 46.4%。上半年，我国进口同比下降 3.3%，回落幅度大于出口。

¹ 欧元区和英国为同比口径，美国和日本为环比折年率口径。各主要经济体 2 季度增长预测数据分别来源于美国国会预算办公室、欧央行、日本央行和英国央行。



但进口在4、5月两位数降幅后，也于6月“转负为正”，增长6.2%，较上月回升18.9个百分点。

（二）双复苏：供给与需求

1. 供给端：工业复苏快于服务业

相较于工业生产，部分服务业具有典型的聚集性、接触性特征，因此复苏速度总体慢于工业。

工业生产呈现快速改善态势。随着2季度疫情防控取得决定性成果，前期制约工业生产恢复的劳动力和防疫物资短缺问题大为缓解，工业生产稳定回升。1-6月，规模以上工业增加值累计增速为-1.3%。其中，2季度增速为4.4%，较1季度上升12.8个百分点；4-6月增速呈逐月上升走势，分别为3.9%、4.4%和4.8%。6月制造业PMI为50.9%，比上月继续小幅提升，连续4个月保持在扩张区间。

服务业稳步修复。上半年全国服务业生产指数为-6.1%，降幅比1季度收窄5.6个百分点。其中，信息传输、软件和信息技术服务业，金融业增加值高速增长，增速分别为14.5%、6.6%；批发零售业、住宿和餐饮业仍处负增长区间，增速为-8.1%和-26.8%，降幅比1季度分别收窄9.7和8.5个百分点。非制造业PMI连续4个月回升，6月达到53.4，为年内最高值。

表2 工业恢复快于服务业（%）

	工业增加值同比	服务业生产指数		制造业 PMI	服务业 PMI
4月	3.9	-4.5	4月	50.8	52.1
5月	4.4	1.0	5月	50.6	52.3
6月	4.8	2.3	6月	50.9	53.4
变化	↑ 0.9	↑ 6.8	变化	↑ 0.1	↑ 1.3

数据来源：Wind

2. 需求端：投资复苏快于消费

新冠肺炎疫情的感染风险增加了市场主体的交易成本。交易金额越大，感

染风险所导致的交易成本边际影响越小，单笔投资活动的交易金额明显大于单笔消费金额。

投资反弹速度领跑需求端。上半年，全国固定资产投资增速为-3.1%，较1季度收窄13.0个百分点。一是逆周期调节政策持续发力推动基建投资向好。上半年基建（不含电力）投资累计为-2.7%，较1季度大幅收窄17.0个百分点。二是受房产交易逐步活跃、部分地区加大土地投放力度。上半年房地产投资累计增长1.9%，在三大投资中率先转正。三是制造业经营仍处恢复期、利润跌幅仍然较大，制造业投资恢复速度相对偏慢。上半年累计增速为-11.7%。

居民消费虽然不如投资恢复得快，但降幅也明显收窄。上半年，社会消费品零售总额增速为-11.4%，较1季度收窄7.6个百分点。基本生活用品和医疗用品较快增长，上半年粮油食品类、饮料类和中西药品类商品零售额分别增长12.9%、10.5%和5.8%。消费升级类商品销售较快。体育娱乐用品类、通讯器材类商品零售额分别增长6.1%和5.8%。受汽车、住房消费拉动，汽车类、家具类、建筑及装潢类商品零售额增速较1季度分别回升15.1、15.2和12.9个百分点。

表 3 投资恢复快于消费（%）

	固定资产投资	房地产开发投资	基建投资(不含电力)	制造业投资
1 季度	-16.1	-7.7	-19.7	-25.2
1—6 月	-3.1	1.9	-2.7	-11.7
变化	↑ 13.0	↑ 9.6	↑ 17.0	↑ 13.5
	社会消费品	汽车类	家具类	建筑及装潢
1 季度	-19.0	-30.3	-29.3	-23.9
上半年	-11.4	-15.2	-14.1	-11.0
变化	↑ 7.6	↑ 15.1	↑ 15.2	↑ 12.9

数据来源：Wind

（三）三亮点：新动能逆势成长，社融信贷高增长，股市汇市显稳健

亮点一：以“三新”为代表的新动能逆势成长。疫情催生数字经济、智能制造、生命健康等新产业，大数据、云计算、物联网等新技术，以及在线办公、



在线教育、在线娱乐、在线销售等新业态的逆势发展。上半年，网上商品零售额同比增长 14.3%，比社会消费品零售总额增速高 25.7 个百分点；高技术制造业增加值增长 4.5%，比工业增加值增速高 5.8 个百分点。

亮点二：金融支持实体力度明显加大。2020 年上半年，为应对疫情冲击，我国三次降低存款准备金率，两次下调中期借贷便利（MLF）利率，引导 LPR 利率下行 30BP，创设直达实体经济的货币政策工具，实体经济融资环境明显改善。上半年社融新增 20.83 万亿元，比上年同期多 6.22 万亿元；6 月末 M2 同比增长 11.1%，比上年同期高 2.6 个百分点；贷款加权平均利率由上年末的 5.44% 降至 3 月末的 5.08%。

亮点三：金融市场表现优于多数经济体。2 月下旬以来，疫情全球蔓延引发国际金融市场剧烈动荡，股市一度深跌，新兴市场货币汇率暴跌。相较而言，我国股市、汇市运行总体稳健。7 月 10 日，上证综指和深证成指分别报收 3383 点和 13671 点，较年初分别上涨 10.9% 和 31.1%；人民币对美元汇率中间价为 6.9943，较年初小幅贬值 0.2%。

二、下半年经济呈逐季上台阶式走势

（一）政策展望

预计下半年宏观调控政策将“稳字当头”，调控力度和节奏在延续中有所调整，旨在稳定已有效果，同时消化吸收前期政策时滞效应。

1. 财政政策着力以促基建扩内需

今年 5 月，政府工作报告定调财政政策要更加积极有为，财政支出要优化结构、扩大投资。预计下半年财政政策会集中在以下三方面发力：**一是对地方支持力度加强**，全年中央对地方转移支付预算规模为 9500 亿元，同比增长 12.8%，为近 8 年来最高增速。**二是对基础设施倾斜度增加**，从预算内资金、专项债、特别国债资金安排来看，下半年用于基建项目和抗疫比例可能在 7:3，产业链改造升级、城镇老旧小区改造、交通基础设施、市政基础设施、新基建等领域

的支出安排将提速。三是着力提高公共投资有效性，增加保障房、教育与医疗等方面的财政支出，加大民生保障力度。加快更多领域向社会资本开放，健全市场化投融资机制。

2. 下半年货币政策扩张步伐将有所放缓

央行二季度货币政策例会已经定调，要坚持“总量政策适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放在更加突出的位置”，表明下半年货币政策将以“稳”为主，适度放缓信用扩张力度。一是适当调整政策节奏和力度，以消化吸收前期宽松政策释放效应，对一些阶段性应急政策则会提前考虑适时退出。二是以提高信贷支持效率为重点，更加注重直达实体经济的工具创新，进一步引导 LPR 下行。三是为配合特别国债、专项债发行，下半年仍有可能降准 1-2 次，维护市场资金面充裕。

（二）经济走势展望

下半年国内经济运行可概括为“两个持续、一个核心”。**两个持续：**全球经济大衰退持续，全球疫情大流行持续；**一个核心：**疫情仍是影响经济增长的核心问题。这些对我国经济发展带来较大不确定性和压力，但随着企业复产复工步伐加快，加上逆周期调控政策支撑，国内需求逐渐恢复，增长动能持续提升，经济增速将稳步回升，预计 3、4 季度 GDP 增速分别台阶式的回升至 5%、7% 左右，全年各季增速呈现明显的对勾型（“✓”）走势。2020 年全年增速预计在 2.5% 左右。

1. 投资成为“稳增长”的主要驱动力，预计全年累计增速有望反弹至 5% 左右（上半年为 -3.1%）

基建投资恢复高速增长。流动性充裕叠加专项债、抗疫特别国债等政策发力，新基建、园区建设、市政水务等领域投资占比提升。预计全年基建投资增速将重回 10% 以上（上半年为 -2.7%）。

房地产投资稳中有升。在销售复苏、房企纾困政策带动下，6 月商品房销售面积同比增速转正，房企资金压力有所缓和。在改造城镇老旧小区等政策拉动下，预计全年房地产投资增速将反弹至 5% 左右（上半年为 1.9%）。



制造业投资转为正增长。海外疫情蔓延通过全球产业链对国内制造业的冲击将持续。但5月以来工业企业产销复苏，利润同比由负转正，高技术制造业投资快速反弹。预计全年制造业投资增速将恢复正增长（上半年为-11.7%）。

2. 消费处于修复改善轨道，预计全年累计增速有望恢复正增长（上半年为-11.4%）

国内经济逐步摆脱疫情拖累，社会消费活动逐步恢复正常，一系列促消费政策效应显现，5月汽车销量增速已由负转正；下半年批发零售、餐饮旅游、文化娱乐等行业将迎来恢复性增长。

3. 欧美复工和防疫物资出口边际支撑出口韧性，预计全年累计增速可能仍为负增长（上半年为-3%）

全球贸易和投资同比萎缩已成定局，中美摩擦持续升级带来负面影响，但欧洲加快经济重启对外需形成边际支撑；防疫物资出口将延续5月以来的高增长。预计下半年出口可能在承压中小幅回升。

（三）金融走势展望

下半年M2、社融存量、人民币贷款余额增速均会较上半年有所回落。预计M2、社融存量、人民币贷款余额增速年末分别为10%（6月末为11.1%）、12%（6月末为12.8%）、13%（6月末为13.2%）左右。

基于上述趋势判断，下半年宏观政策建议围绕“外防内强”着力。外防双输入：外防“全球经济大衰退、全球疫情大流行”双输入影响，内强双稳固：内强“抗疫防疫成果、经济正常恢复”双稳固态势，以确保年内经济社会发展目标的实现。