



Research and
Development Center

稳住就业的经济增长底线大致是 4%

2022 年 6 月 8 日

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师
执业编号: S1500521040002
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

肖张羽 宏观研究助理
邮箱: xiaozhangyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

稳住就业的经济增长底线大致是 4%

2022 年 6 月 8 日

摘要:

受疫情和经济下行影响,今年就业形势愈发严峻,失业率持续冲高。本篇报告聚焦于三个问题:(1)目前就业问题有多严重;(2)实现全年就业目标至少需要经济增速达到多少;(3)哪些政策可以帮助解决就业问题。

- 如果年内没有出台超常规的刺激政策,全年经济增速将略低于 4%。疫情对于经济的冲击主要体现在二季度。我们综合考虑了 4、5 月各省工业增加值、社零等月度数据以及拥堵指数、地铁客运量等高频数据,对各地区的经济受损程度做出假设。结果显示,二季度全国 GDP 增速在 0%-0.5%。之后,我们测算了基准情形下各季度经济数据分项的表现。如果年内没有出台超常规的刺激政策,经济增速将略低于 4%,在 3.7% 左右。
- 随着经济下行压力加大,国内就业形势较为严峻。今年 4 月失业率升至 6.1%,成为有记录以来的次高值,距离 2020 年 2 月的 6.2% 仅有一步之遥。新增就业方面,1-4 月新增就业人数为全年的 37.0%,进度落后于往年水平。这两个指标都说明短期全国就业压力较大。为了全方位评估今年就业问题的严重程度,我们从就业主体和就业人群两个视角进行分析。从就业主体视角来看,1) 就业吸纳能力较强的住宿餐饮服务业、房地产业、教育业的用工需求收缩;2) 小微企业面临市场需求疲弱、成本压力高企、突发疫情扰动的“三座大山”。从就业人群角度,年轻群体就业的结构性问题较为突出,年轻人的就业期望和用人单位的岗位需求之间的结构性错配较为严重。这一定程度上与互联网行业业务增速放缓,降低用工需求有关。
- 如果要达到全年平均失业率控制在 5.5% 以内的目标,今年我国经济增速至少需要达到 4%。政策层面高度重视就业问题,多次强调就业优先。在 2022 年政府工作报告中,就业目标的设定为“城镇新增就业 1100 万人以上”、“城镇调查失业率全年控制在 5.5% 以内”。那么要实现全年的就业目标,经济增速最低可以是多少?为了回答这个问题,我们使用奥肯定律刻画了我国失业率与经济增速的关系。可以看到,我国失业率的变化与经济增速之间呈现较强的负相关,与奥肯定律相符。依据疫情后的奥肯曲线推算,如果要达到年度就业目标,经济增长底线大致是 4%。
- 政策亟需加大基建投资力度、刺激消费,同时也要针对就业吸纳能力较强的行业对症下药。1) 财政部发行基建专项国债,对冲内外部因素对经济基本面的消极影响,提振各部门的信心。2) 通过发放消费券、刺激耐用品消费等组合拳释放居民的消费潜力,并加大对低收入人群的定向扶持。3) 对于小微企业比重大,就业人数众多,同时受疫情冲击最为严重的服务业,政策需要对症下药;此外,需要灵活优化防疫政策,降低服务业复工的要求,确保服务业的线下消费场景稳步恢复。4) 支持平台经济健康发展的具体措施有望加快出台,推动互联网行业重新释放稳就业潜能。
- 风险因素:新冠病毒变异导致疫苗失效;国内政策超预期等。

目录

一、全年经济增速可能会有多高？	4
1.1 就业与经济的关系	4
1.2 二季度经济增速预计在 0%左右	5
1.3 基准情形下各季度经济数据分项测算	7
1.4 基准情形下，全年经济增速将略低于 4%	11
二、就业问题有多严重？	12
2.1 就业主体视角：第三产业和小微企业受损严重	13
2.2 劳动力视角：年轻群体就业的结构性问题突出	18
三、实现全年就业目标的经济增长底线在哪里？	21
四、政策和投资含义	22
4.1 哪些政策可以期待？	22
4.2 哪些投资机会可以挖掘？	25
风险因素	26

表目录

表 1：4、5 月多个省市感染人数处于高位	6
表 2：分地区法二季度经济增速测算	7
表 3：基准情况，我国 GDP 增速测算	11
表 4：2020 年各行业的城镇就业比重和人数	14
表 5：政策层面高度重视就业问题，多次强调就业优先	21
表 6：4.3%的经济增速下，各个经济变量的组合	23
表 7：政府部门对平台经济的政策转向“促进”与“支持”	25

图目录

图 1：奥肯定律	4
图 2：GDP 增加 1 个百分点拉动就业人数略高于 200 万人	5
图 3：截至 5 月中旬，严格指数仍处于高位	6
图 4：上海、北京、长春 4、5 月拥堵指数低于本轮疫情前	7
图 5：基准情形下，全年社零增速在 3%-4%	8
图 6：2022 年 1-5 月专项债发行进度远超 2021 年同期	9
图 7：基准情形下，基建投资增速在 6%-7%	9
图 8：预计制造业投资全年增长 8%-9%	10
图 9：地产投资有望在下半年逐步回暖	10
图 10：全球制造业 PMI 与出口走势一致性较强	11
图 11：名义 GDP 与实际 GDP 增速测算	12
图 12：去年 11 月以来失业率不断抬升	12
图 13：新增就业人数进度落后于往年水平	13
图 14：我国第三产业的就业吸纳能力较强	14
图 15：疫情的反复会对住宿餐饮业造成冲击	15
图 16：建筑业从业人员 PMI 呈震荡下行态势	16
图 17：北京的教育业法人单位从业人员平均人数一路下滑	16
图 18：小微企业就业人数占比	17
图 19：小微企业经营状况已经连续两个季度下滑	18
图 20：16-24 岁的失业率已经达到了 18.2%	18
图 21：2022 届高校毕业生规模首次超过千万	19
图 22：IT 互联网是毕业生群体中最为热门的行业	20
图 23：平台大厂营业收入增速自 2021 年二季度进入下行通道	20
图 24：中国奥肯曲线	22
图 25：2020 年 4-6 月杭州发放消费券后，社零阶段性企稳回升	24
图 26：PPI、CPI 的剪刀差与消费指数负相关	26
图 27：恒生科技指数已近乎腰斩	26

一、全年经济增速可能会有多高？

1.1 就业与经济成长的关系

美国著名经济学家阿瑟·奥肯 (Okun)，于 1962 年提出了著名的“奥肯定律”。该定律论证了失业率与国民生产总值增长率二者呈反方向变化的关系。即高增长率使失业率降低，低增长率则会提高失业率。两者的关系在学术界已被众多研究证实，比如 Freeman (2001) 通过对十个工业国家的数据进行分析，发现奥肯定律在这些国家均成立。对应到目前中国的状态，经济增速受到疫情干扰走低，导致失业率的抬高。

图 1：奥肯定律

$$g - g^n = \beta * (u - u^n)$$

g : GDP 增长率 g^n : 潜在增长率

u : 失业率 u^n 自然失业率

β : 奥肯系数

资料来源：奥肯 (1962)，信达证券研发中心

在 2020 年《政府工作报告》吹风会上，《报告》起草组成员、国务院研究室党组成员孙国君表示“1 个点的 GDP 增速对应 200 万的新增就业”。城镇新增就业人数是指报告期内，城镇累计新就业人员数与自然减员人数之差。结合实际情况来看，我们用 2016 年以来的数据计算，得出 GDP 每增加 1 个百分点拉动的就业人数略高于 200 万人，基本符合上述规律。这就意味着 GDP 增速越高，经济体所能创造的就业岗位就越多，失业率也会随之降低。该规律与奥肯定律不谋而合。

需要注意的是，城镇新增就业并不是简单的今年就业人口减去去年就业人口（净新增），它会忽略统计期内的失业情况。也就是说，当失业率短期内上升较快时，新增就业人数指标的参考意义可能会有所失真。

图 2: GDP 增加 1 个百分点拉动就业人数略高于 200 万人



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

经济的平稳健康发展有助于促进就业增长, 实现居民的充分就业; 而经济下行压力较大时往往会产生就业问题。鉴于经济增长和就业有着密切的关系, 在深入研究就业问题之前, 我们首先需要分析目前的经济形势, 并研判下半年经济的表现。

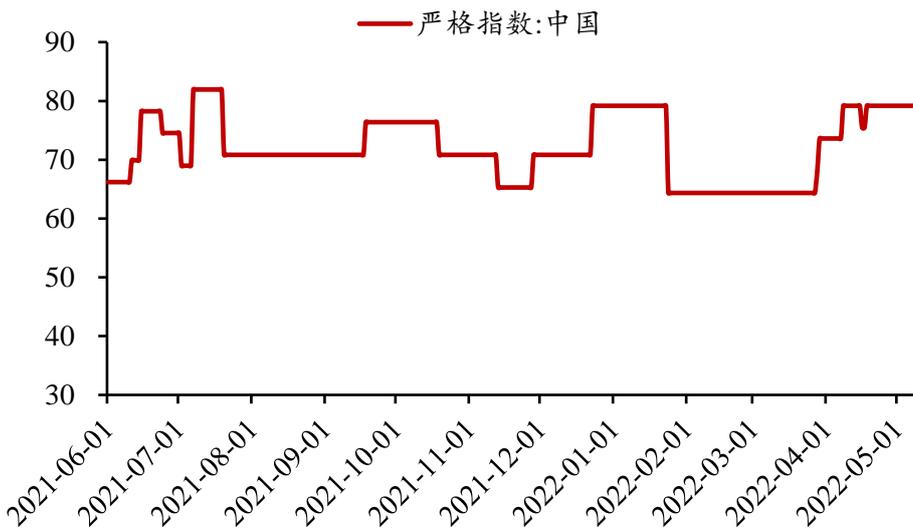
1.2 二季度经济增速预计在 0%左右

疫情对于经济的冲击主要体现在二季度。无论是从时间维度还是空间维度, 二季度疫情对于经济的影响都要大于一季度。时间维度上, 3月疫情的影响主要发生在后半期, 而本轮疫情贯穿了整个4月。牛津大学编制的“防疫严格指数”3月底开始显著上行, 截至5月中旬仍处于高位。空间维度上, 二季度疫情的影响范围更广。疫情在各地散发, 5月份31个省市中有16个累计感染人数超过100人, 北京、天津、河南等8个省的累计确诊人数多于4月份。

表 1：4、5 月多个省市感染人数处于高位

地区	当月累计感染人数		
	3月	4月	5月
上海	37188	554517	58283
北京	424	433	1547
四川	297	359	1424
河南	287	619	1191
辽宁	2237	1011	1117
江苏	972	2410	605
浙江	873	1305	385
天津	959	42	373
吉林	45102	32007	367
江西	506	1457	324
广东	3343	699	313
福建	3283	611	247
青海	3	139	183
河北	4368	1908	170
山东	5112	1022	125
新疆	39	169	125
黑龙江	745	916	95
安徽	385	1338	69
广西	725	619	64
云南	627	375	41
湖北	62	400	26
重庆	96	15	21
贵州	17	14	18
山西	50	387	16
湖南	102	65	9
陕西	409	73	6
内蒙古	111	82	3
海南	7	90	0
西藏	0	0	0
甘肃	740	28	0
宁夏	0	4	0

资料来源：万得，信达证券研发中心

图 3：截至 5 月中旬，严格指数仍处于高位


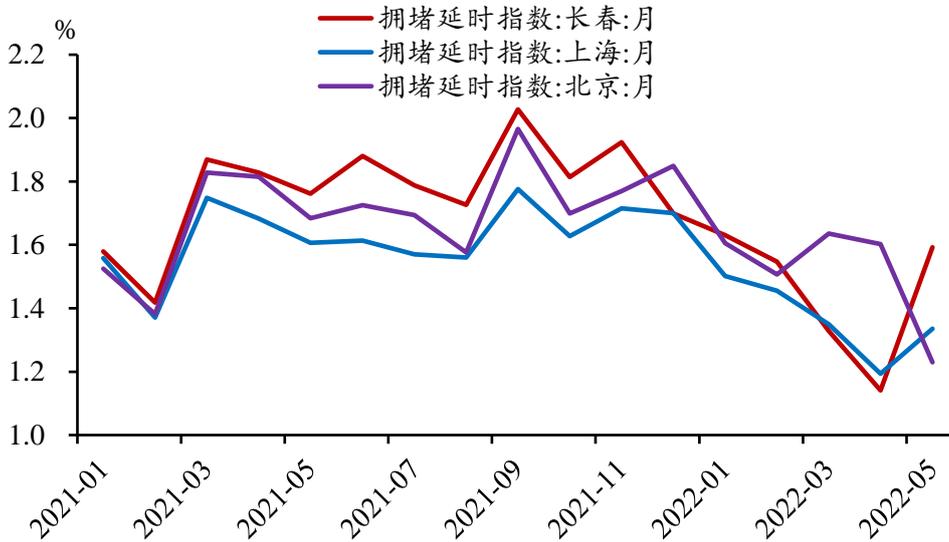
资料来源：万得，信达证券研发中心

我们采用分地区法测算第二季度的 GDP 增速。如果经济运行平稳，且没有受到疫情的冲击，二季度 GDP 增速约为

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 6

5.5%。在此基础上，我们综合考虑了4、5月各省工业增加值、社零等月度数据以及拥堵指数、地铁客运量等高频数据，对各地区的经济受损程度做出假设：上海4月GDP较基准情形下降50%、5月下降30%、6月下降20%；北京分别下降20%、30%、20%；吉林下降30%、10%、5%；其他实施疫情防控措施的省份二季度GDP增速比正常情况减少5.0%（这些省份占全国GDP约57.8%）。结果显示，二季度全国GDP增速在0%-0.5%，疫情对我国二季度经济的冲击在5%-5.5%。

图 4：上海、北京、长春 4、5 月拥堵指数低于本轮疫情前



资料来源：万得，信达证券研发中心

表 2：分地区法二季度经济增速测算

	地区	二季度GDP占比 (%)	受疫情冲击 (%)	对二季度GDP拖累 (%)
第一类	上海	3.8	-33.3	-1.3
	北京	3.6	-23.3	-0.8
	吉林	1.2	-15.0	-0.2
第二类	四川	4.7	-5.0	-0.2
	河南	5.5	-5.0	-0.3
	辽宁	2.4	-5.0	-0.1
	江苏	10.3	-5.0	-0.5
	浙江	6.4	-5.0	-0.3
	江西	2.6	-5.0	-0.1
	天津	1.4	-5.0	-0.1
	广东	10.7	-5.0	-0.5
	青海	0.3	-5.0	0.0
	河北	3.5	-5.0	-0.2
	山东	7.4	-5.0	-0.4
	新疆	1.4	-5.0	-0.1
	黑龙江	1.2	-5.0	-0.1
	合计			

资料来源：万得，信达证券研发中心

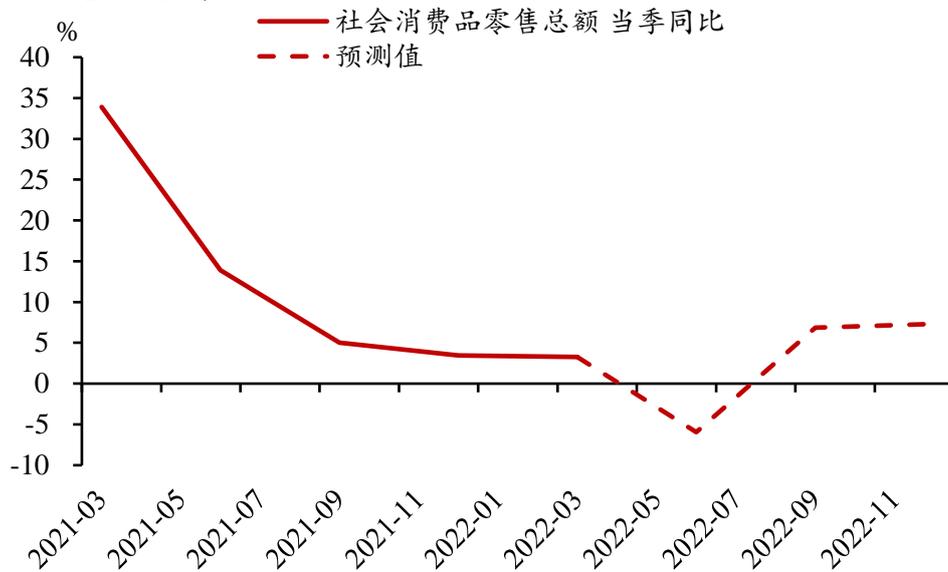
1.3 基准情形下各季度经济数据分项测算

在常态化核酸检测的新模式下，消费有望在下半年迎来复苏。4月份在疫情的冲击下，消费被砸出深坑，尤其是

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 7

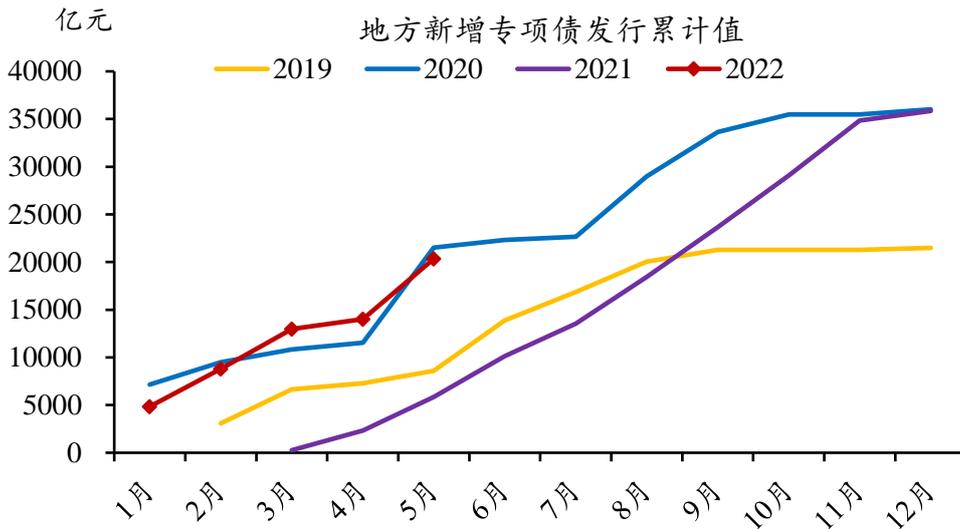
疫情封控导致居民聚集性、接触性消费受阻，餐饮收入同比大幅下滑；出行相关消费，如服装类、金银珠宝类，也出现了全面收缩。5月中旬开始，疫情形势已经有所好转，北京5月28日通报，已连续6天实现新冠病例数下降，27日社会面病例实现清零，本轮疫情已得到有效控制；5月29日上海市发布《上海市加快经济恢复和重振行动方案》，6月1日起取消企业复工复产审批制度。理论上常态化核酸检测能够及时排查疫情潜在风险，防止病毒传播引发的大规模封控，减少封控对于消费能力、消费意愿的负面影响。有了常态化核酸的护航，下半年消费有望迎来复苏。我们预计三、四季度社零的同比增速为6.9%、7.3%。

图 5：基准情形下，全年社零增速在 3%-4%

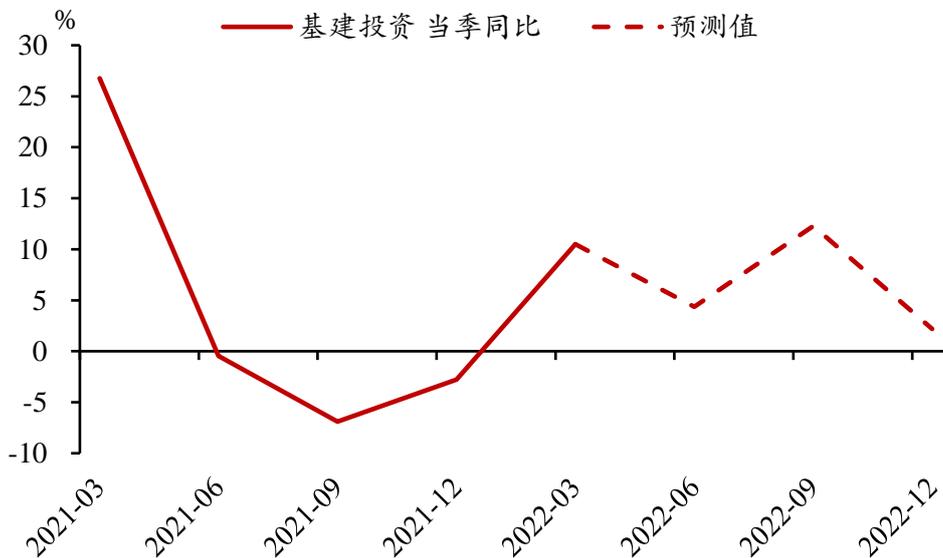


资料来源：万得，信达证券研发中心

基建投资将继续作为逆周期“稳增长”的抓手。政策端来看，4月26日中央财经委员会第十一次会议强调“全面加强基础设施建设”，4月29日召开的中共中央政治局会议上提出“要全力扩大国内需求，发挥有效投资的关键作用，强化土地、用能、环评等保障，全面加强基础设施建设”，可见基建投资在一季度实现高速增长之后，将继续作为逆周期“稳增长”的抓手。资金端来看，今年截至5月末，新增专项债发行达到2.04万亿元，完成全年进度的55.7%，其中5月发行量达到了6320亿元之多，这与5月初监管部门要求今年新增专项债须在6月底之前基本发行完毕的指示有关。考虑到疫情对于项目开工的扰动，预计二季度基建投资的增速将较一季度有所放缓。往后看，受益于5、6月专项债的大量发行与疫情的消退，基建投资有望在三季度实现两位数的增长。然而，按照近日国常会要求“今年专项债8月底前基本使用到位”，结合从发行到投资落地约1个月时滞，专项债三季度将基本使用完。那么四季度将缺少专项债的资金支撑，再加上基数垫高，四季度基建投资增速将显著走弱。我们预计三、四季度基建投资的同比增速为12.3%、2.2%。

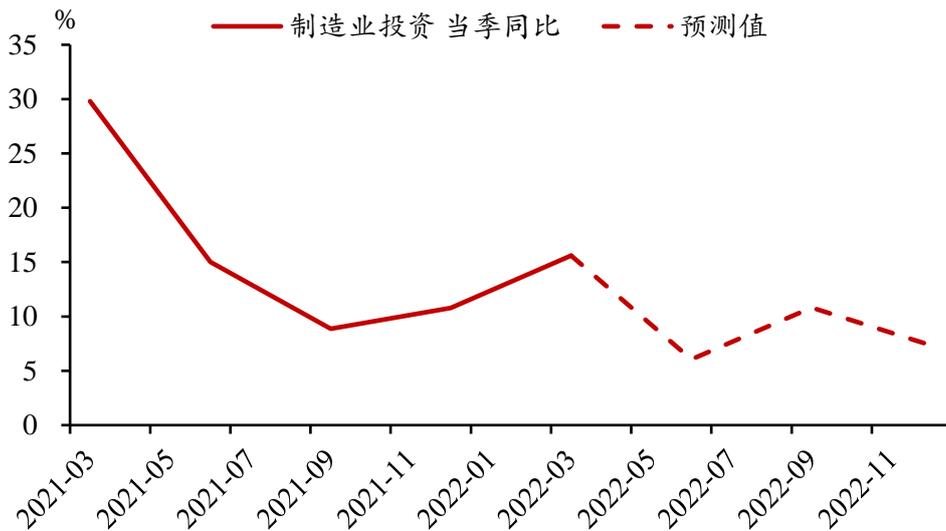
图 6：2022 年 1-5 月专项债发行进度远超 2021 年同期


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 7：基准情形下，基建投资全年增速在 6%-7%


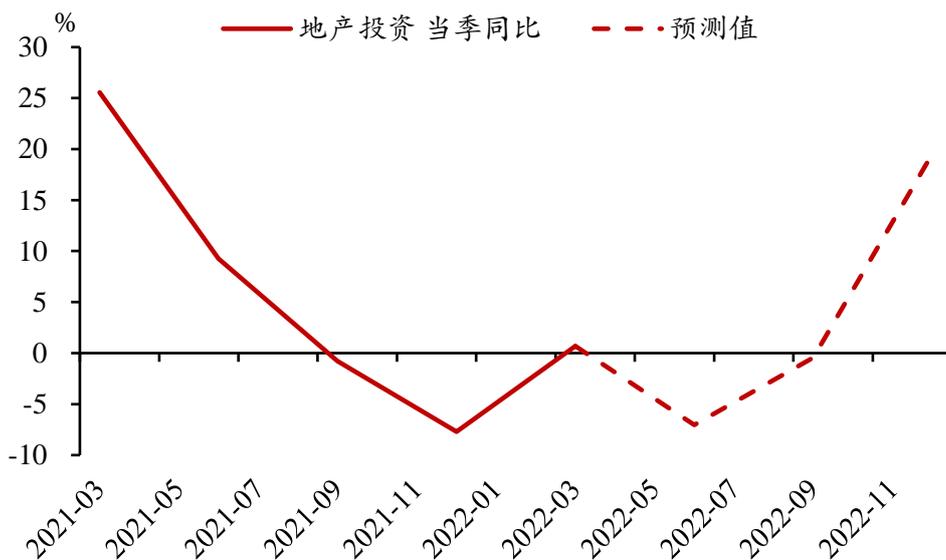
资料来源：万得，信达证券研发中心

得益于政策扶持，制造业投资延续高速增长。一是技改投资，推动传统产业加快向高端化、绿色化和智能化转型，以及聚焦制造业基础零部件、基础材料、基础工艺、基础软件，加快补齐产业链供应链短板弱项。二是创新研究推动的高技术投资。1-4 月制造业投资保持两位数的高增，背后离不开政策的扶持。比如 4 月 1 日起实施的大规模留抵退税政策，首月全国已有 8015 亿元增值税留抵退税款退到纳税人账户上，缓解了企业端的经营压力；4 月份，人民银行设立 2000 亿元科技创新再贷款，支持高新技术、专精特新等科技型企业，引导金融机构加大对科技创新的支持力度，撬动社会资金促进科技创新。三季度制造业投资预计延续前期的较高增速，同比增长 10% 以上。伴随出口和工业企业利润两项前瞻指标的下滑，制造业投资同比将于四季度小幅回落至 7.3% 左右。

图 8：预计制造业投资全年增长 8%-9%


资料来源：万得，信达证券研发中心

房贷利率下调将与各地限购限售解绑形成合力，带动地产数据逐步回暖。在市场信心尚未恢复的情况下，疫情对居民的就业、收入产生冲击，再加上疫情防控静态管理导致居民看房、购房受到限制，居民的购房需求疲弱，4月房地产销售陷入严重的负增长。受到资金紧张和预期不振两方面制约，房企投资的积极性不足，房地产各项数据进入低谷。随着房地产政策不断松绑，下半年地产投资可能会有所改善。5月15日央行、银保监会下调首套房贷利率下限；5月20日，5期LPR下调15bp，降幅创下历史新高，释放出明确的稳房贷信号。今年以来，多个城市在“因城施策”的框架下放松限购限售政策。房贷利率下调将与各地限购限售解绑形成合力，带动房地产销售逐步回暖。销售端的企稳将在下半年传导至地产投资，驱动地产投资在二季度末触底反弹，预计全年增长约2.5%。

图 9：地产投资有望在下半年逐步回暖


资料来源：万得，信达证券研发中心

出口的繁华已经落幕，预计年内增速前高后底。(1) 从总量效应来看，发达经济体步入货币紧缩周期，一方面年内美国、欧洲等发达国家经济增速将逐季放缓，另一方面，美联储加息、缩表将造成新兴市场的资本外流以及增

大债务风险，对外需形成扰动。(2) 从结构效应来看，海外疫情防控常态化，产能持续修复，我国机电产品和医疗物资的出口面临回落的压力。IMF 四月发布的《世界经济展望》中公布了对 2022 年全球贸易的增速预期，为增长 5.0%，发达国家的进口增速在 6.1%；2021 年中国的出口份额为 15.4%，预计今年中国出口份额将回落至 15.2% 左右。我们判断今年我国出口增速在 4%-7%。

图 10：全球制造业 PMI 与出口走势一致性较强



资料来源：万得，信达证券研发中心

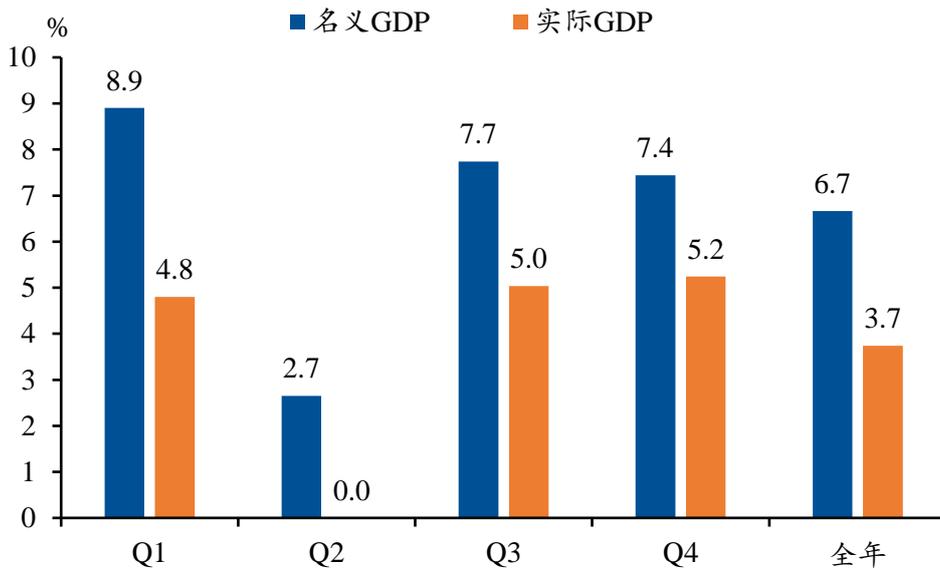
1.4 基准情形下，全年经济增速将略低于 4%

综合以上测算结果，如果年内没有出台超常规的刺激政策，全年经济增速将略低于 4%。后半年在疫情负面影响消退的环境下，经济增速将逐步向潜在增速回归。预计三、四季度 GDP 同比分别为 5.0%、5.2%，全年增速略低于 4%，在 3.7% 左右。

表 3：基准情况，我国 GDP 增速测算 (%)

时段	名义 GDP 增速	最终消费	净出口	资本形成	基建投资	制造业投资	地产建安
Q1	8.9	10.1	14.6	7.1	10.5	15.6	0.7
Q2	2.7	0.8	13.6	4.6	4.3	6.1	-7.0
Q3	7.7	6.5	6.4	9.3	12.3	10.8	-0.4
Q4	7.4	6.7	6.4	8.4	2.2	7.3	19.5
全年增速	6.7	5.7	8.7	7.8	6.7	9.0	2.5
全年对 GDP 拉动	—	3.1	0.1	3.5	0.8	1.1	0.2

资料来源：万得，信达证券研发中心

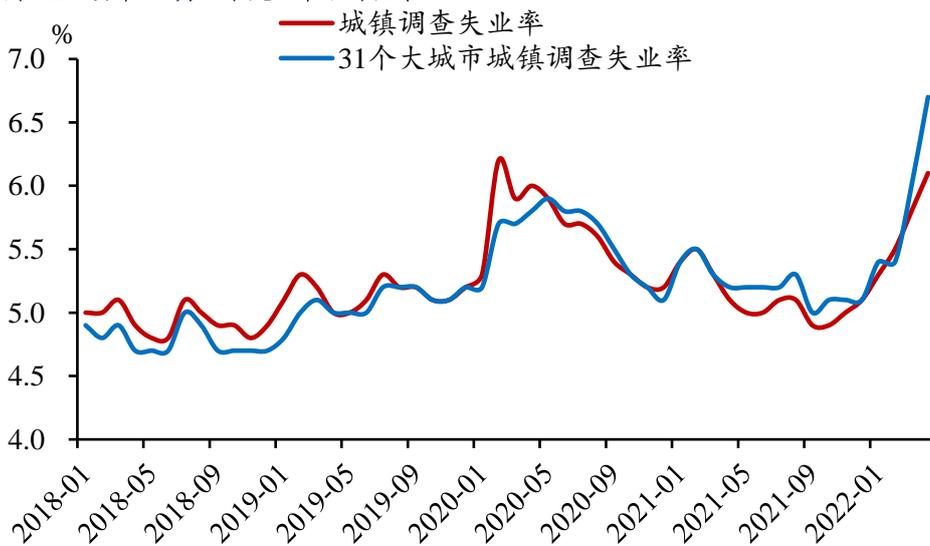
图 11: 名义 GDP 与实际 GDP 增速测算


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

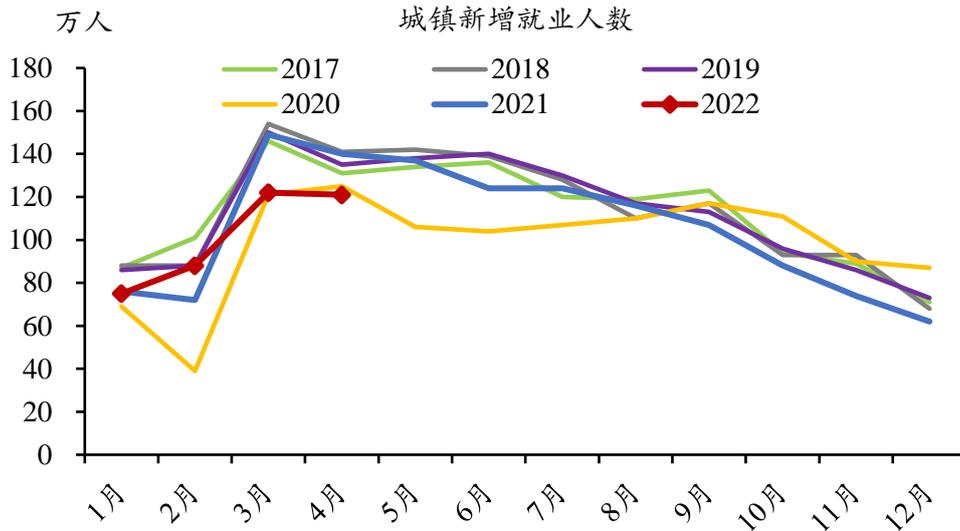
二、就业问题有多严重?

去年 11 月以来, 我国城镇调查失业率持续走高。今年 4 月失业率升至 6.1%, 由于我国调查失业率自 2018 年才开始公布, 6.1% 的失业率水平是有记录以来的次高值, 距离 2020 年 2 月的 6.2% 仅有一步之遥。其中, 31 个大城市城镇调查失业率达到 6.7%, 已经连续两个月创造数据的新高, 它与全国失业率的差值也在不断扩大。究其原因, 3 月以来疫情封控减弱了上海、苏州、深圳等大中型城市的就业吸纳能力, 4 月 18 个城市地铁客运量总和同比下降 41.3%, 显示城市的经济活力较低。新增就业方面, 今年 1-4 月新增就业人数为全年的 37.0%, 进度落后于往年水平。这两个指标都说明短期全国就业压力加大。

为了全方位评估今年的就业问题的严重程度, 我们从就业主体和就业人群两个视角进行分析。

图 12: 去年 11 月以来失业率不断抬升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 13：新增就业人数进度落后于往年水平


资料来源：万得，信达证券研发中心

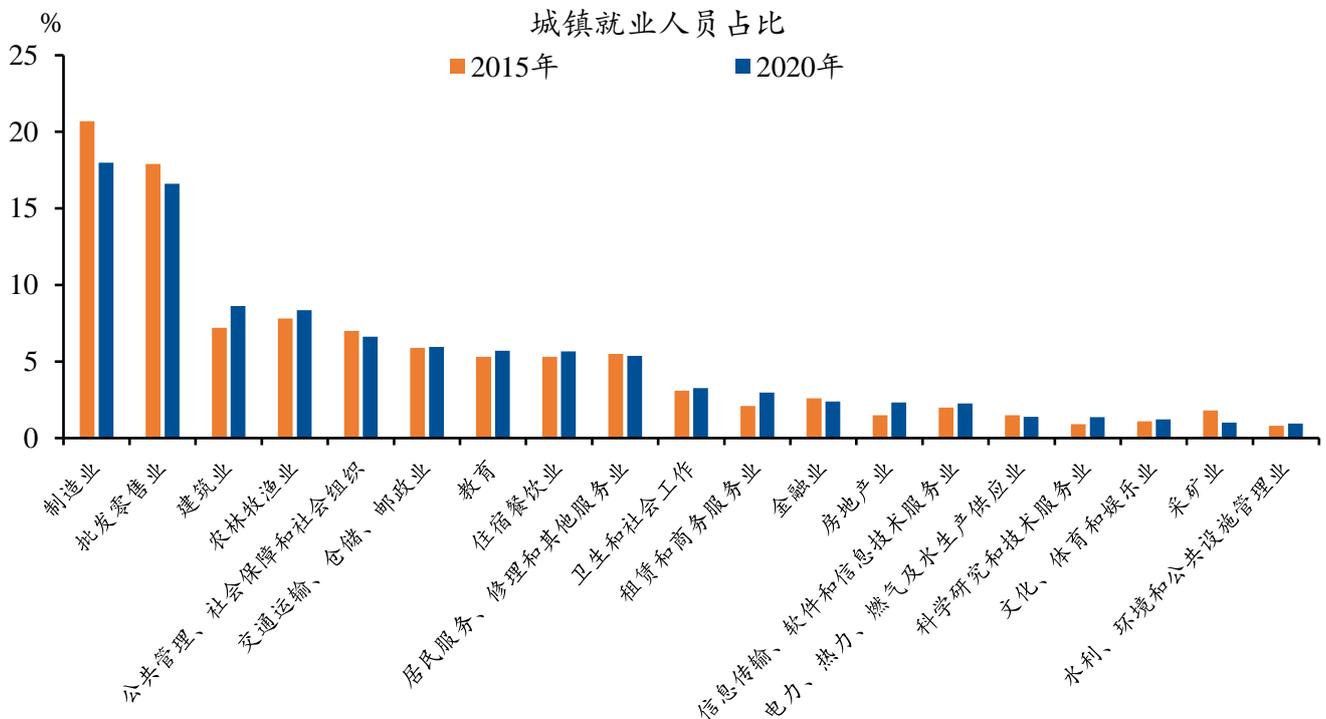
2.1 就业主体视角：第三产业和小微企业受损严重

分行业来看，我国第三产业的就业吸纳能力较强。我们根据《人口与就业统计年鉴》计算了各行业的城镇就业比重和人数。2020年，制造业、批发零售业、建筑业的就业占比位居前列，分别占据18%、16.6%、8.6%。随后是农林牧渔业、公共管理、交通运输、教育、住宿餐饮、居民服务这六个行业的就业比重也超过了5%。2015年-2020年的五年间，中国的就业增长主要由第三产业驱动，第一、二产业的就业人数占比趋于回落。其中，住宿餐饮业(+0.4 pct)、教育(+0.4 pct)、租赁与商务服务(+0.9 pct)、房地产业(+0.8 pct)成为了吸纳城镇就业的主力军。

表 4：2020 年各行业的城镇就业比重和人数

行业	城镇就业 (万人)	比重 (%)	产业	比重 (%)
农林牧渔业	3859.8	8.3	第一产业	8.3
采矿业	468.8	1.0		
制造业	8322.8	18.0	第二产业	29.0
电力、热力、燃气及水生产供应业	643.5	1.4		
建筑业	3989.2	8.6		
批发零售业	7683.1	16.6		
交通运输、仓储、邮政业	2751.7	5.9	第三产业	62.7
住宿餐饮业	2619.2	5.7		
信息传输、软件和信息技术服务业	1049.6	2.3		
金融业	1100.7	2.4		
房地产业	1077.6	2.3		
租赁和商务服务业	1371.7	3.0		
科学研究和技术服务业	635.0	1.4		
水利、环境和公共设施管理业	439.6	1.0		
居民服务、修理和其他服务业	2487.8	5.4		
教育	2634.1	5.7		
卫生和社会工作	1514.0	3.3		
文化、体育和娱乐业	559.9	1.2		
公共管理、社会保障和社会组织	3062.5	6.6		

资料来源：《中国人口和就业统计年鉴 2021》，信达证券研发中心

图 14：我国第三产业的就业吸纳能力较强


资料来源：《中国人口和就业统计年鉴 2021》，信达证券研发中心

经过上述分析，我们可以推断今年年初以来的就业压力与住宿餐饮服务、房地产、教育的用工需求收缩有关。

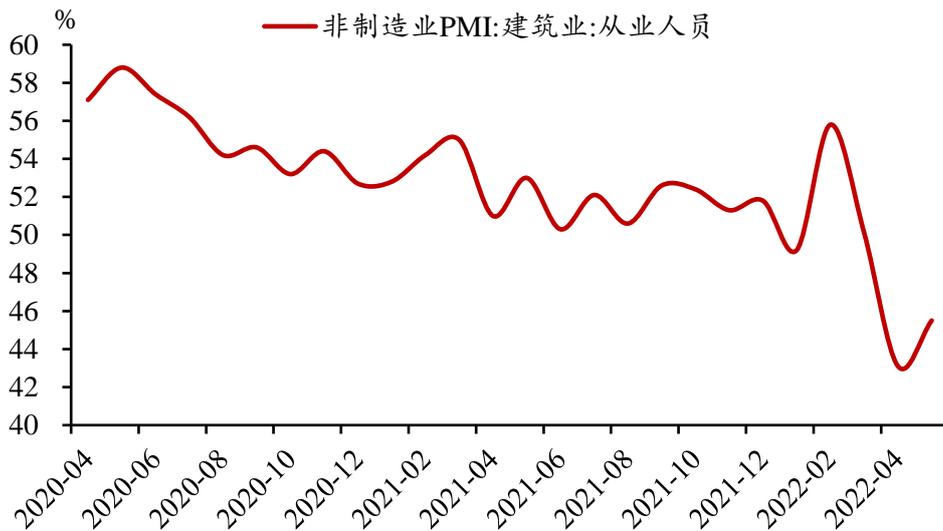
作为线下经营为主的服务业，疫情的反复对住宿餐饮业造成了不可忽视的冲击。一季度住宿餐饮业增加值同比下降 0.3%，3、4 月餐饮收入同比录得-16.4%、-22.7%。疫情的艰巨性、复杂性与长期性，让行业内企业面临着极大挑战，例如部分涉疫地区实施封控措施，餐厅暂停堂食或暂时停业。由此，住宿餐饮业的就业吸纳能力不断恶化。

图 15：疫情的反复会对住宿餐饮业造成冲击



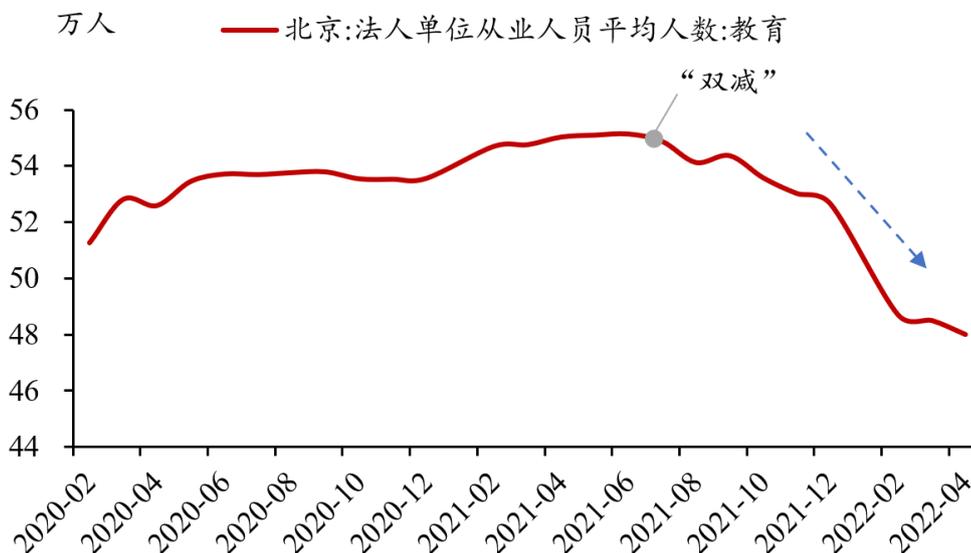
资料来源：万得，信达证券研发中心

房地产调控的后遗症，行业就业景气度低迷。房地产业对于就业的影响可以拆分为两个部分，一块是建筑业中的房屋建筑（包括房屋主体工程的施工活动、建筑物内各种设备的安装活动、建筑装饰和装修），属于房地产开发投资的相关活动；另一块是第三产业中的房地产业（包含房地产开发经营、物业管理、房地产中介服务、房地产租赁经营），与房屋的买卖、租赁息息相关。综合两部分来看，广义房地产业在就业中的比重达到 5-6%，有着举足轻重的地位。2020 年末至 2021 年三季度，房地产调控层层加码，房地产多项指标持续回落。房地产业就业景气度的走弱可以从建筑业从业人员 PMI 中一窥端倪。2021 年 10 月以来，建筑业从业人员 PMI 呈震荡下行态势，今年 4、5 月连续两个月低于荣枯线。

图 16：建筑业从业人员 PMI 呈震荡下行态势


资料来源：万得，信达证券研发中心

“双减”政策落地，引发教培行业就业市场震动。2021年7月24日，“双减”政策落地，对教培机构进行了严格的管理和限制。教育机构在政策出台之后缩减规模、关停门店。天眼查数据显示，截至9月1日，2021年教培相关企业注销或吊销的数量超16万家，较2020年同期相比，增长约26.51%。行业震动之下，大量的校外教育培训行业人员被裁员。以北京为例，北京的教育业法人单位从业人员平均人数在2021年6月达到顶峰，为55.1万人。7月之后，该数值一路下滑，截至今年4月已降至48万人，较高点缩减了13%。

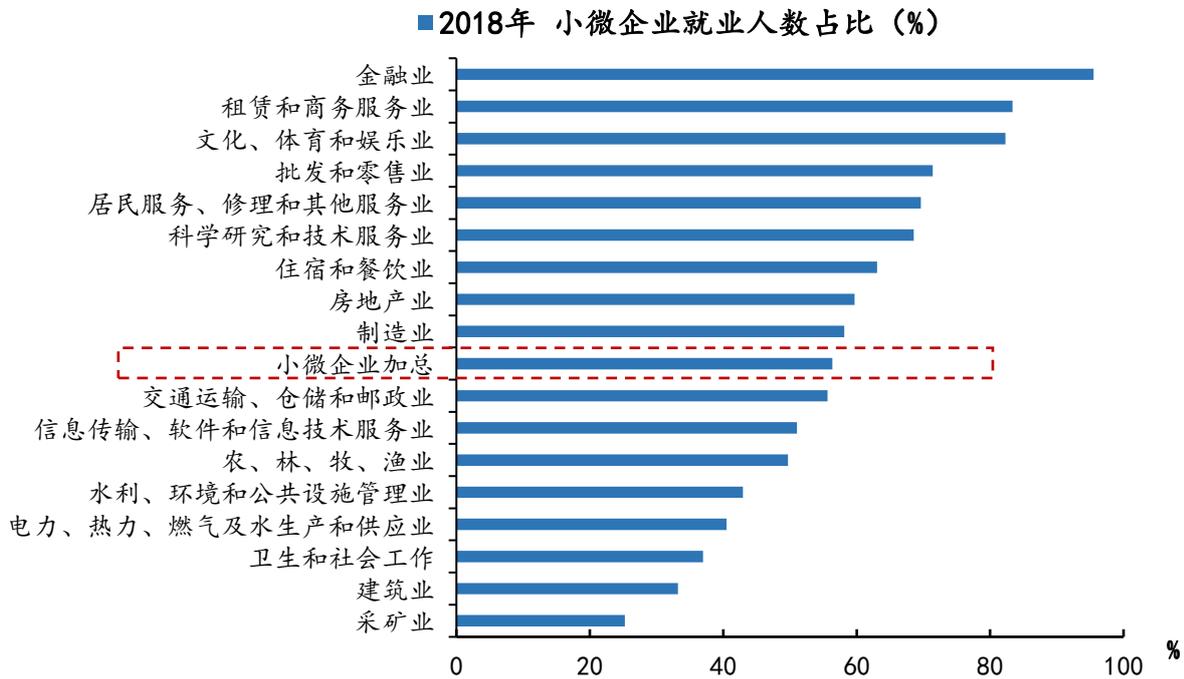
图 17：北京的教育业法人单位从业人员平均人数一路下滑


资料来源：万得，信达证券研发中心

行业规模层面，小微企业对国民经济和社会发展起着非常重要的作用，具有“八七六五”的特征。在2018年的第十届陆家嘴论坛上，央行行长易纲表示“从我国的实践看，小微企业贡献了全国80%的就业，70%左右的发明专利权，60%以上的GDP，和50%以上的税收”。由此可见，小微企业对于我国经济发展起着非常重要的作用。根据2018年的经济普查年鉴数据，我国小微企业的从业人数在第三产业中占比较高，在批发和零售业、住宿和餐饮

业、租赁和商务服务业等重要行业中占比超过 60%。

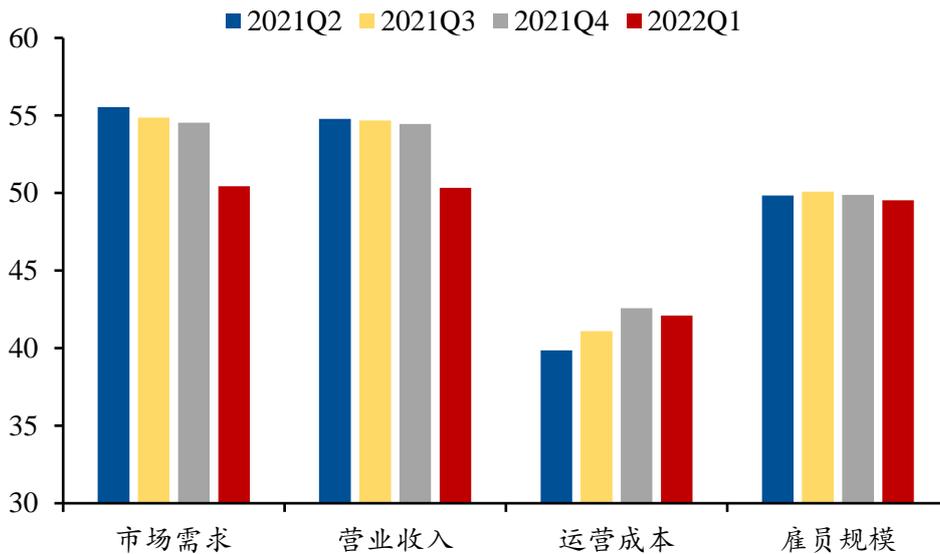
图 18：小微企业就业人数占比



资料来源：《中国经济普查年鉴 2018》，信达证券研发中心

2022 年上半年小微企业面临市场需求疲弱、成本压力高企、突发疫情扰动的“三座大山”。北京大学、中国社会科学调查中心和蚂蚁集团发布的《中国小微经营者调查 2022 年一季度报告》显示，小微企业经营状况已经连续两个季度下滑，以市场需求、营业收入、运营成本、雇员规模四个指标衡量的小微企业信心指数从 2021 年四季度的 48.1 下降至今年一季度的 47.3，深陷于荣枯线之下。报告还提到小微经营者们反映各项扶持政策的覆盖面不断收缩，有约三分之二小微经营者未被任何扶持政策所惠及。样本中小微经营者创造就业岗位数量的中位数从去年四季度的 2.0，下降到了今年一季度的 1.0，降幅达到了 50%。

图 19：小微企业经营状况已经连续两个季度下滑

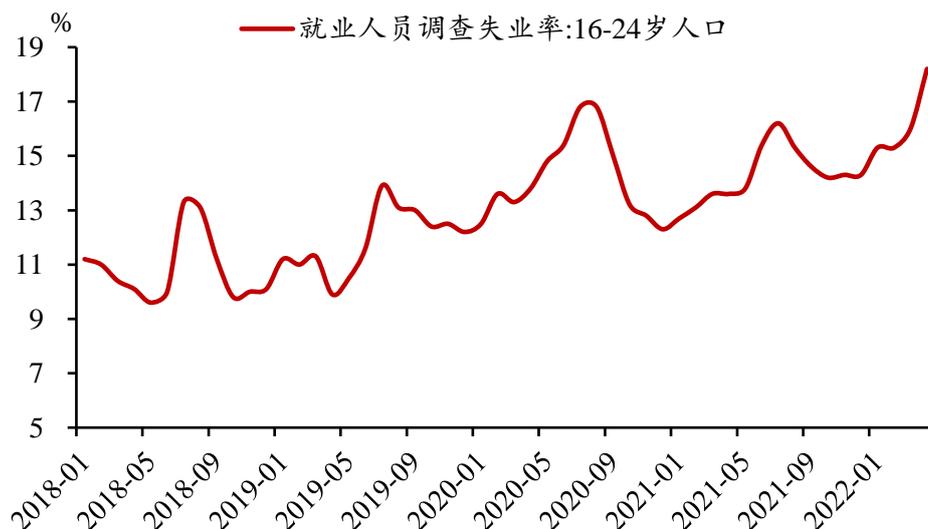


资料来源：《中国小微经营者调查 2022 年一季度报告》，信达证券研发中心

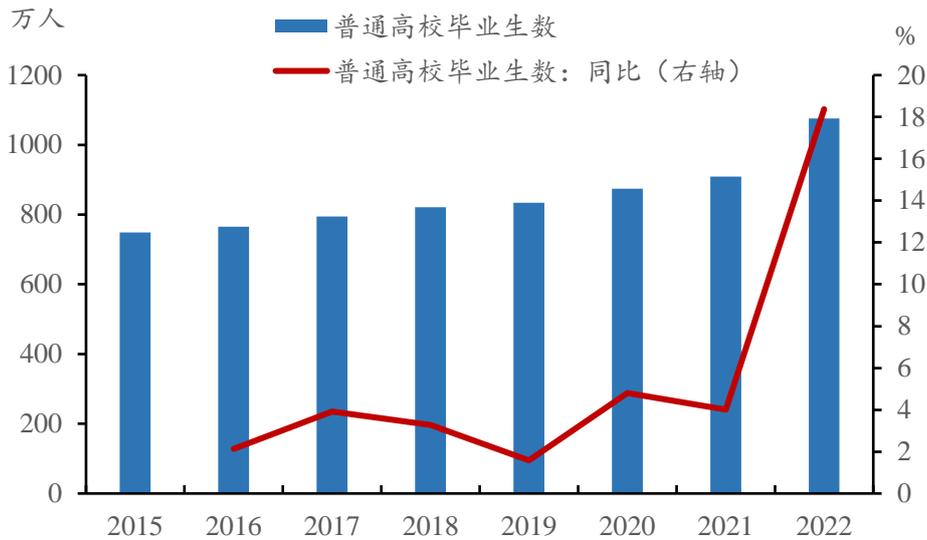
2.2 劳动力视角：年轻群体就业的结构性问题突出

年轻群体就业的结构性问题较为突出。4 月 16-24 岁的失业率已经达到了 18.2%，创下了统计数据公布以来的新高。教育部预计 2022 届高校毕业生规模达到 1076 万人，较 2021 年增加 167 万人。这是高校毕业生规模首次超过千万，同时增量也创下历史新高。考虑到 6-7 月将有 1000 多万毕业生涌入职场，下半年的保就业压力只增不减。就业承压的背景下，本届毕业生们的平均签约月薪也不如往年。智联招聘发布的《2022 大学生就业力调研报告》显示，在签约的应届毕业生中，平均签约月薪为 6507 元，比 2021 年的 7395 元低 12%。

图 20：16-24 岁的失业率已经达到了 18.2%

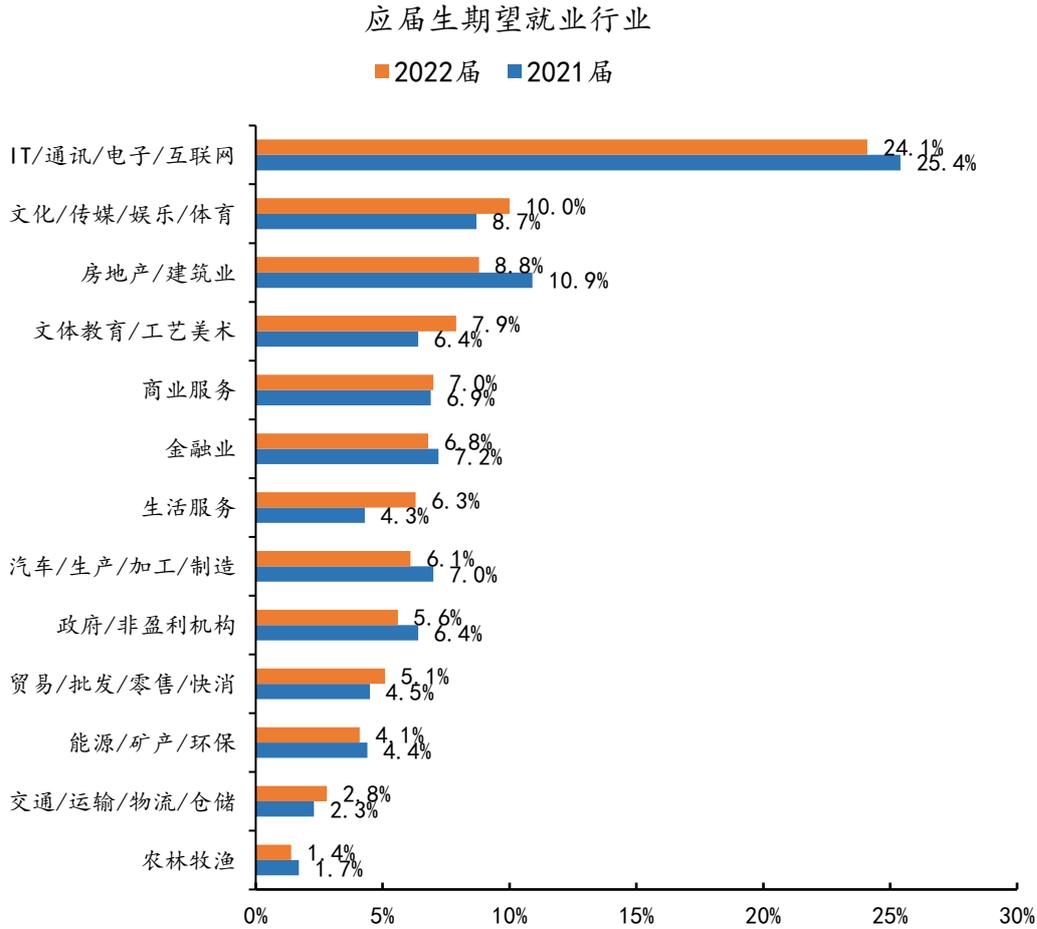


资料来源：万得，信达证券研发中心

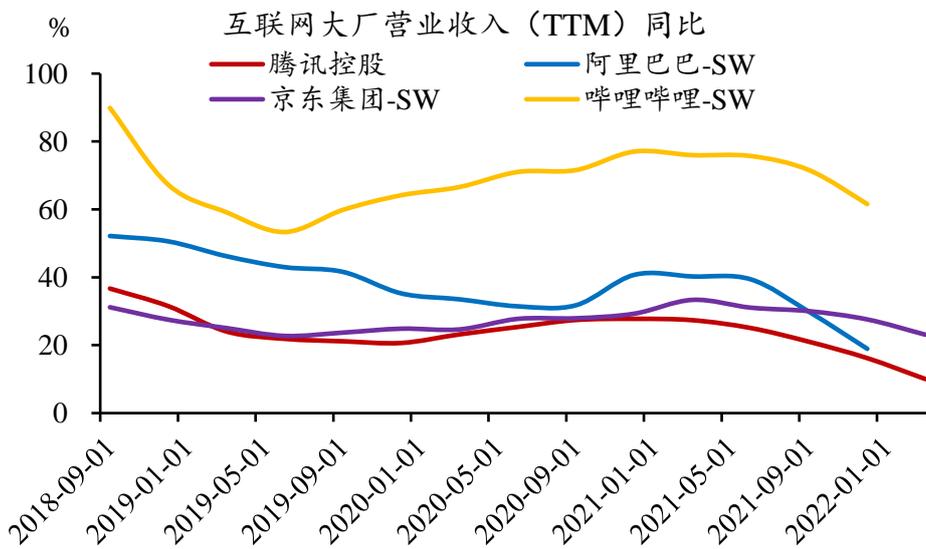
图 21：2022 届高校毕业生规模首次超过千万


资料来源: 教育部, 信达证券研发中心

互联网平台用工需求缩减，进一步放大了年轻群体的就业期望和用人单位的岗位需求之间的结构性错配。根据智联招聘发布的《2022 大学生就业力调研报告》，IT 互联网是毕业生群体中最为热门的行业，有四分之一的应届生希望进入互联网行业。然而，政策端反垄断监管，叠加用户端的流量红利逐渐消退，腾讯、阿里巴巴、京东、哔哩哔哩等互联网平台大厂营业收入增速自 2021 年二季度进入下行通道。业务增速放缓可能会导致互联网行业用工需求的缩减，进一步放大年轻群体的就业期望和用人单位的岗位需求之间的结构性错配。

图 22：IT 互联网是毕业生群体中最为热门的行业


资料来源：《2022 大学生就业力调研报告》，信达证券研发中心

图 23：平台大厂营业收入增速自 2021 年二季度进入下行通道


资料来源：万得，信达证券研发中心

三、实现全年就业目标的经济增长底线在哪里？

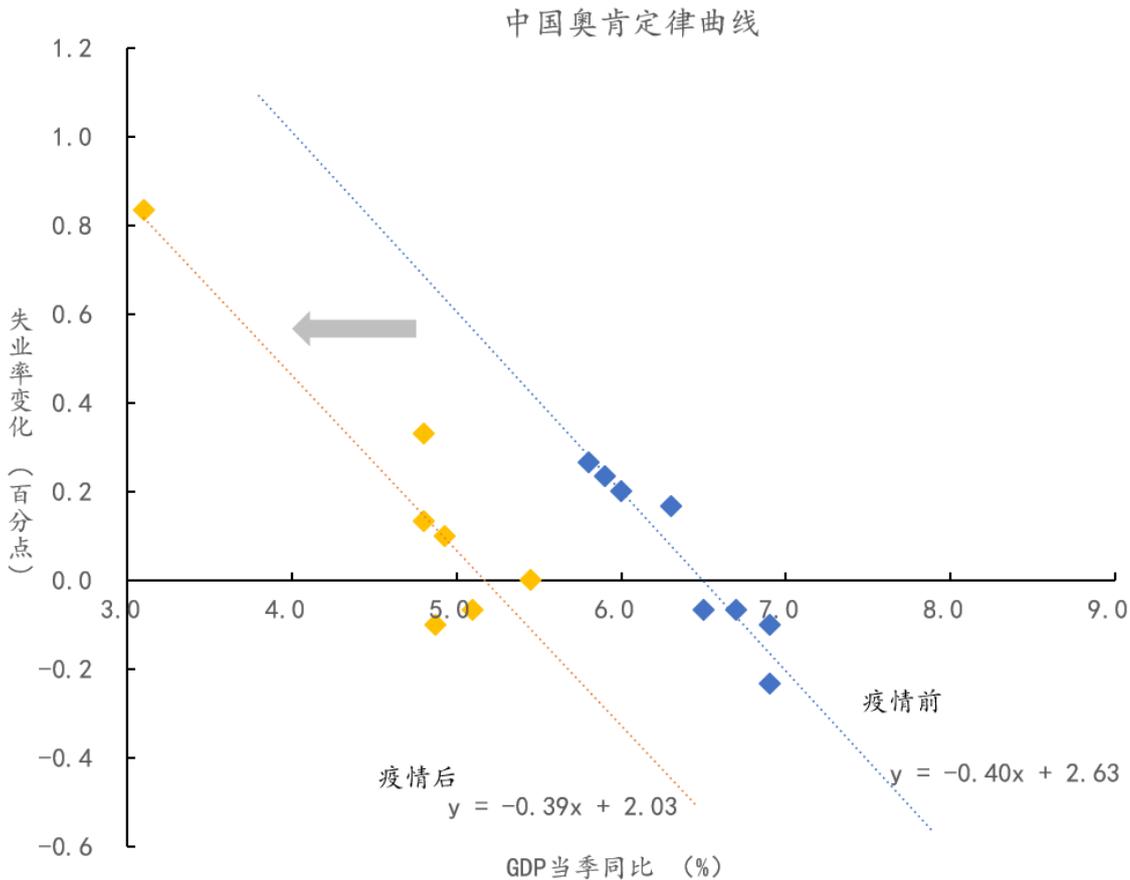
政策层面高度重视就业问题，多次强调就业优先。5月11日的国常会上，李克强总理强调，财政、货币政策要以就业优先为导向，退减税、缓缴社保费、降低融资成本等措施，都着力指向稳市场主体稳岗位稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。5月25日的全国稳住经济大盘电视电话会议强调，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。

表 5：政策层面高度重视就业问题，多次强调就业优先

时间	会议名称	会议内容
2022-4-6	国务院常务会议	保持经济运行在合理区间，主要是实现就业和物价基本稳定，要着力通过稳市场主体来保就业，综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。
2022-4-27	国务院常务会议	加大稳岗促就业政策力度，保持就业稳定和经济平稳运行。稳就业是经济运行保持在合理区间的关键支撑，要落实党中央、国务院部署，采取更有力举措稳就业。
2022-5-5	国务院常务会议	进一步为中小微企业和个体工商户纾困举措，以保市场主体稳就业；确定推动外贸保稳提质的措施，助力稳经济稳产业链供应链。
2022-5-7	全国稳就业工作电视电话会议	稳就业事关广大家庭生计，是经济运行在合理区间的关键支撑。要落实好就业优先政策，在有效防控疫情的同时保持就业大局稳定。要加强对困难企业的稳岗纾困帮扶，积极拓展新的就业空间，更好发挥技能培训在稳岗位促就业方面的作用。
2022-5-11	国务院常务会议	财政、货币政策要以就业优先为导向，退减税、缓缴社保费、降低融资成本等措施，都着力指向稳市场主体稳岗位稳就业，以保基本民生、稳增长、促消费。要进一步研究运用多种政策工具，调动地方积极性并压实责任，切实稳岗位稳就业。
2022-5-18	稳增长稳市场主体保就业座谈会	突出就业优先，通过稳市场主体来保就业保民生，落实落细留抵退税减税等组合式纾困政策，引导金融机构对中小微企业和个体工商户贷款缓交利息。
2022-5-25	全国稳住经济大盘电视电话会议	要全面贯彻新发展理念，高效统筹疫情防控和经济社会发展，坚定信心，迎难而上，把稳增长放在更加突出位置，着力保市场主体以保就业保民生，保护中国经济韧性，努力确保二季度经济实现合理增长和失业率尽快下降，保持经济运行在合理区间。

资料来源：信达证券研发中心整理

如果要达到全年平均失业率控制在 5.5% 以内的目标，今年我国经济增速的底线为 4%。在 2022 年政府工作报告中，就业目标的设定为“城镇新增就业 1100 万人以上”、“城镇调查失业率全年控制在 5.5% 以内”。那么要实现全年的就业目标，经济增速最低可以是多少？为了回答这个问题，我们对奥肯定律的公式做一些变化，用失业率的同比变化来替代失业率与自然失业率的偏离。可以看到，在疫情前我国失业率的变化与经济增速之间呈现较强的负相关，与奥肯定律相符。疫情后奥肯曲线整体向左平移，我们推测其原因与两个因素有关，一是稳就业政策发力显效，二是疫情导致经济潜在增速下台阶。失业率控制在 5.5% 以内，意味着今年平均失业率的上升幅度不能超过 0.4%（去年为 5.1%）。依据疫情后的奥肯曲线推算，失业率 0.4% 的升幅对应的全年经济增速为 4.3%，也就是说，今年达成就业目标的经济增长底线大致是 4%。

图 24：中国奥肯曲线


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、政策和投资含义

4.1 哪些政策可以期待？

下半年 GDP 增速需要超过 6.1%，才能保证全年经济增速达到 4.3%。在第一部分中，我们计算得到基准情形下全年经济增速约为 3.7%，这意味着实现 4.3% 的增速仍需要付出努力。具体到分项，考虑到下半年出口（外生变量）与制造业（慢变量）的变动空间有限，且这两项对政策刺激的敏感度偏低，我们主要测算 4.3% 的经济增速下，基建、地产与消费三个变量的组合。

情形一（基建+地产+消费）：基建投资增长 9% (+2.3 pct) 左右，地产投资增长 5% (+2.5 pct) 左右，最终消费增速 6.1% (+0.4 pct)，对应社零在 5%-7% (+2 pct)。

情形二（基建）：基建投资增长 11% (+4.3 pct) 左右，地产投资增长 2.5% (不变) 左右，最终消费增速 5.8% (+0.1 pct)，对应社零在 4%-6% (+0.5 pct)。

表 6：4.3%的经济增速下，各个经济变量的组合（%）

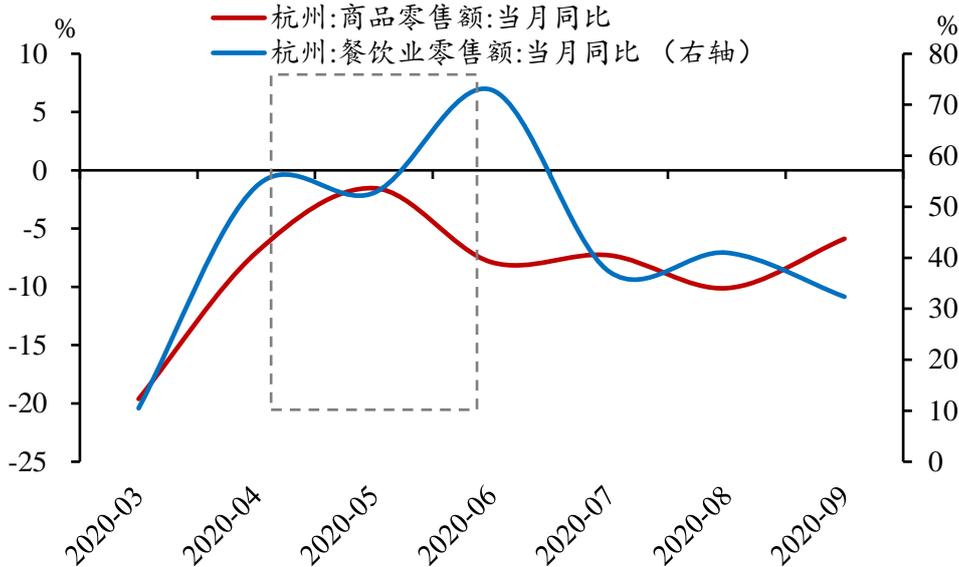
情形	名义GDP增速	最终消费	净出口	资本形成	基建投资	制造业投资	地产建安	
基准情形	全年增速	6.7	5.7	8.7	7.8	6.7	9.0	2.5
	全年对GDP拉动	—	3.1	0.1	3.4	0.8	1.1	0.2
情形一	全年增速	7.3	6.1(+0.4)	8.7	8.8	9.0(+2.3)	9.0	5.0(+2.5)
	全年对GDP拉动	—	3.4	0.1	3.8	1.1	1.1	0.3
情形二	全年增速	7.3	5.8(+0.1)	8.7	9.2	11.0(+4.3)	9.0	2.5
	全年对GDP拉动	—	3.2	0.1	4.0	1.3	1.1	0.2

资料来源：信达证券研发中心

结合以上测算与就业问题的结构性特征，我们认为政策亟需加大基建投资力度、刺激消费，同时也要针对就业吸纳能力较强的行业对症下药。

财政部发行基建专项国债，对冲内外部因素对经济基本面的消极影响，提振各部门的信心。根据前文情形一和情形二的测算，可以发现年内基建投资的进一步发力对稳定经济增速，创造就业岗位至关重要。应对当前局面，值得总结借鉴 1998 年的经验，即“采取更加积极有力的财政政策，扩大国债发行规模，进一步增加基础设施建设资金的投入，带动银行信贷的支持，具有易操作、见效快的特点”。当年下半年增发 1000 亿国债，同时配套 1000 亿银行贷款，全部用于基建，支撑经济强力回升，接近实现全年预定目标。我们认为 4.29 政治局会议提到的“增量政策工具”或同样为增发国债，大概率在下半年，规模可能超万亿，同时搭配银行贷款，重点支持基建投资。一方面，预算草案的编制时间早于 3 月中下旬爆发的疫情，故其对应的是疫情不严重情况下的财政安排。另一方面，今年专项债发行前置，若在下半年使用“增量政策工具”，可有力支持四季度项目建设，使全年基建投资都具备强度。

通过加大发放消费券、刺激耐用品消费等组合拳释放居民的消费潜力，加大对低收入人群的定向扶持。2022 年 4 月以来已有广东、浙江、北京、江苏等多地发放消费券。消费券具有乘数效应，能对短期消费起到显著带动作用。以杭州为例，2020 年 4-6 月杭州发放消费券，覆盖餐饮、购物等多个领域，推动社零阶段性企稳回升。根据 21 世纪经济报道，杭州消费券的乘数效应约为 10.7 倍。刺激耐用品消费涵盖汽车、家电下乡、减征汽车购置税、以旧换新等政策。未来消费补贴还应该加大对低收入人群的定向扶持。

图 25：2020 年 4-6 月杭州发放消费券后，社零阶段性企稳回升


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

对于小微企业比重大, 就业人数众多, 同时受疫情冲击最为严重的服务业, 政策需要对症下药。给予服务业企业纾困资金、融资应急资金, 扩大优惠政策覆盖面, 加大对服务业企业的纾困帮扶力度, 解决政策覆盖不到位的问题。此外, 需要灵活优化防疫政策, 适当降低服务业复工的要求, 确保服务业的线下消费场景稳步恢复。

支持平台经济健康发展的具体措施有望加快出台, 推动互联网行业重新释放稳就业潜能。2022 年 4 月 29 日, 政治局会议提出, 要促进平台经济健康发展, 完成平台经济专项整改, 实施常态化监管, 出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。5 月 7 日, 李克强总理在全国稳就业工作电视电话会议上表示要促进平台经济健康发展, 带动更多就业。5 月 31 日, 《国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知》强调, 要充分发挥平台经济的稳就业作用, 稳定平台企业及其共生中小微企业的发展预期; 鼓励平台企业加快人工智能、云计算、区块链、操作系统、处理器等领域技术研发突破。不难发现, 从之前的“严监管”, 到如今的“促进”与“支持”, 政府部门传递的信号越来越积极。在政策的支持下, 互联网平台有望继续成为稳就业的重要力量。

表 7：政府部门对平台经济的政策转向“促进”与“支持”

时间	会议/文件	会议主题
2022-4-29	政治局会议	要促进平台经济健康发展，完成平台经济专项整改，实施常态化监管，出台支持平台经济规范健康发展的具体措施。
2022-5-7	全国稳就业工作电视电话会议	促进平台经济健康发展，带动更多就业。
2022-5-13	《关于进一步做好高校毕业生等青年就业创业工作的通知》	设置好“红灯”、“绿灯”，促进平台经济健康发展，带动更多就业。
2022-5-17	“推动数字经济持续健康发展”专题协商会	企业家是最重要的创新主体，要支持平台经济、民营经济持续健康发展，研究支持平台经济规范健康发展具体措施，鼓励平台企业参与国家重大科技创新项目。
2022-5-31	国务院关于印发扎实稳住经济一揽子政策措施的通知	促进平台经济规范健康发展。出台支持平台经济规范健康发展的具体措施，在防止资本无序扩张的前提下设立“红绿灯”，维护市场竞争秩序，以公平竞争促进平台经济规范健康发展。充分发挥平台经济的稳就业作用，稳定平台企业及其共生中小微企业的发展预期，以平台企业发展带动中小微企业纾困。引导平台企业在疫情防控中做好防疫物资和重要民生商品保供“最后一公里”的线上线下联动。鼓励平台企业加快人工智能、云计算、区块链、操作系统、处理器等领域技术研发突破。

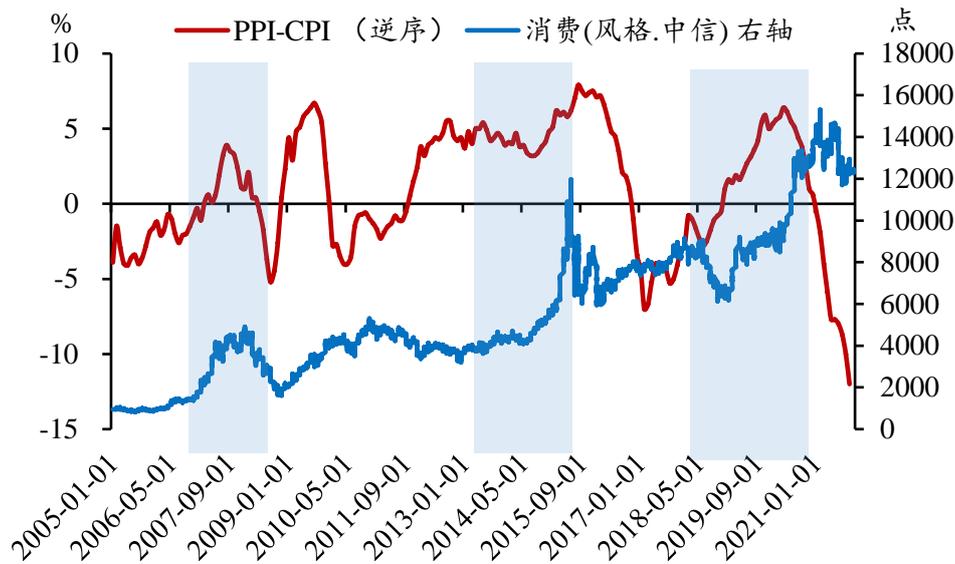
资料来源：信达证券研发中心整理

4.2 哪些投资机会可以挖掘？

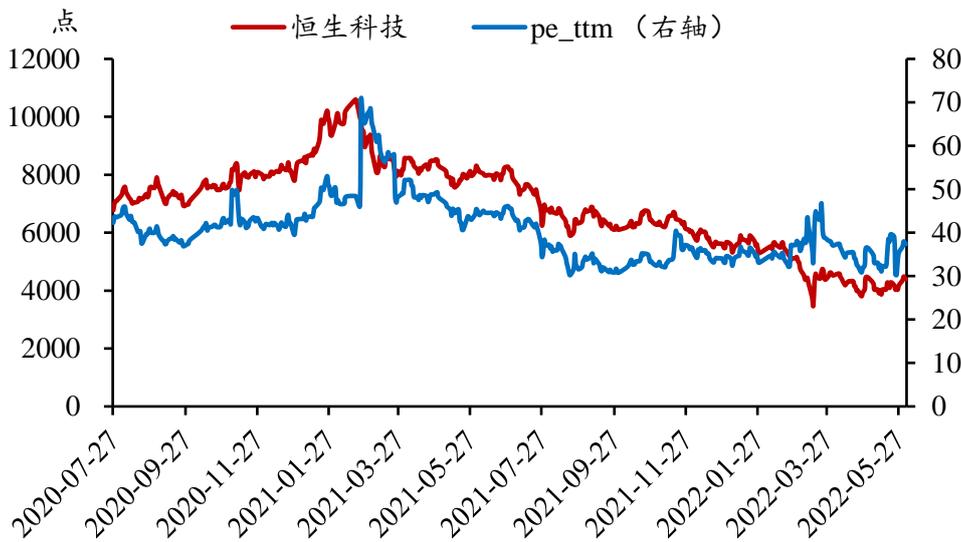
一是“稳增长”相关领域，包含传统基建、地产、建材以及部分新基建（IDC、云计算产业链）。

二是布局消费板块，如餐饮、酒店、旅游、航空等。6月起消费进入修复阶段，叠加下半年PPI与CPI的剪刀差预计逐步缩窄，下游消费品行业盈利能力有望持续改善。回顾历史，PPI与CPI剪刀差收窄的时期，消费板块均有不错的表现。另外，可以关注促政策支持消费领域，如汽车、家电等。

三是关注港股互联网。2021年4月以后，恒生科技指数一路震荡下行，截至5月底，恒生科技指数距离高点已近乎腰斩。面对经济、就业的压力，平台经济监管政策趋于稳定。支持平台经济健康发展有利于提振市场信心，带动更多就业。建议关注港股互联网板块的投资机会。

图 26: PPI、CPI 的剪刀差与消费指数负相关


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 27: 恒生科技指数已近乎腰斩


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

风险因素

新冠病毒变异导致疫苗失效; 国内政策超预期等。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

肖张羽，信达证券宏观研究助理。英国剑桥大学经济与金融硕士，英国伦敦大学学院经济学学士。曾供职于民生证券，2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究实体经济。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。