

與病毒共存

——下調中國經濟年度預測

2020年中國經濟增速預計將呈現廣義的V型形態，一季度大概率陷入負增長，二至四季度經濟反彈力度具有不確定性。基準情形下，海外疫情持續蔓延，經濟生活與新冠病毒共存，疫情防控成為“持久戰”，全年增長4.5%。樂觀情形下，3月起復工復產進度快於預期，GDP增速將自二季度起補償性反彈，此後維持在超過潛在增速的水平，全年可望實現5.2%增長。

- 全球股票市場大跌：對大流行的擔憂升溫。** 新冠肺炎疫情正從區域性的傳染病（Epidemic）逐步向全球大流行病（Pandemic）演變。中國以經濟近乎全面停擺的代價奪取了抗擊疫情的階段性勝利；相較之下，海外的“佛系”流感式防疫似乎難以有效遏制病毒傳播，疫情仍處在加速擴散階段，且整體死亡率高於中國非湖北地區，這也將使得中國防疫的重心逐步從“內防擴散”轉向“外防輸入”，因此需要認識到此次疫情的持久性。從全球資本市場的反應模式看，疫情於春節期間在中國傳播時，投資者將其視為短期和局部的衝擊，並沒有作出強烈反應。直到二月下旬疫情蔓延至多個國家，全球市場才開始出現劇烈波動。
- 一季度經濟預測：出現負增長。** 疫情對經濟活動的衝擊以消費為甚，預計一季度社會消費品零售總額同比下降14.3%，其中商品銷售下降9%，餐飲業收入降幅為57%。房地產投資方面，預計一季度增速將滑落至-12%。基建投資增長的瓶頸主要在於復工進度，假設3月基建完全復工並趕工，一季度全口徑基建投資增速將滑落至-1.6%。製造業投資增長面臨多重壓力，基準情形下一季度增速下滑至-9%。疫情對淨出口影響中性，預計一季度出口增速將下滑至-12.6%，進口增速降至0.3%。預計一季度名義GDP增長率為-2.5%，對應實際GDP同比增速為-3.7%，消費、投資將分別拖累名義GDP增速1.4和1.1個百分點。
- 下調全年經濟展望。** 從1918年的西班牙流感到2003年的SARS，在疫情衝擊下經濟增長曲線均呈廣義的V型形態，只有長度和深度的差異。從這個意義上講，我們不必對長期的增長前景過於悲觀。預計基準情形下，政策逆週期調節，實際GDP增速在二季度反彈至5.5%附近，三季度報復性增長到8.0%以上的位置，四季度回落到6.5%的趨勢增速水平，全年經濟增長4.5%。樂觀情形的曲線形態一致，反彈力度加大，全年增速5.2%。
- 政策相應：“休克”抗疫，“刺激”療傷。** 考慮到疫情衝擊的普遍性和經濟主體連接的廣泛性，若不妥善處理目前的流動性危機，金融穩定可能遭受嚴峻挑戰。因此逆週期調節“加碼”，不僅為了穩增長，更是為了防範系統性風險。貨幣政策一方面需要穩定企業和居民的預期，另一方面需要推動經濟修復，防範信用收縮。一、二季度流動性有望保持充裕，並進一步凸顯結構性特徵。全年有望繼續降準2次（合計100BP），分別在年中和三季度末落地。存款基準利率也有望下調。全年MLF利率有望下調20-30BP，與壓縮“加點”交替進行，推動1年期LPR在年末降至3.9%，5年期LPR降至4.7%。財政將主要從加大財政支出、推進階段性減稅降費，以及撬動貨幣金融資源及市場資金形成合力三個方面應對疫情。預計目標赤字率至少上調至3%，新增專項債額度將進一步提高，PSL等政策性金融工具仍有發力空間，特別國債也是備選政策之一。

丁安華，首席經濟學家

(852) 3761 8901
dinganhua@cmbi.com.hk

中國實際GDP增速預測 (%)

季度	2019	2020F (基準情形)	2020F (樂觀情形)
Q1	6.4	-3.7	-2.5
Q2	6.2	5.5	6.5
Q3	6.0	8.0	8.5
Q4	6.0	6.5	7.0
全年	6.1	4.5	5.2

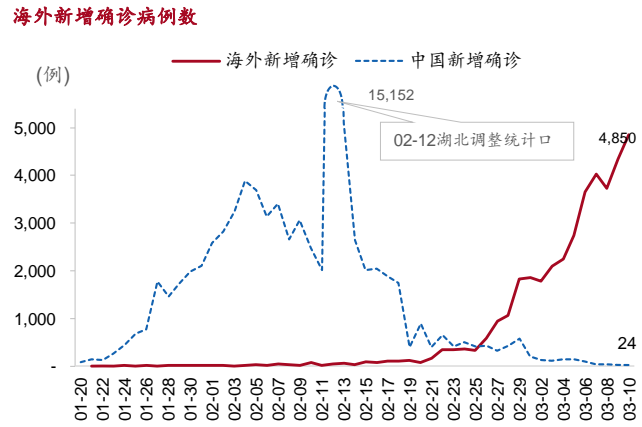
資料來源：Wind、招商銀行研究院預測、招銀國際證券

一、全球股票市場大跌：對大流行的擔憂升溫

(一) 資本市場對疫情的反應

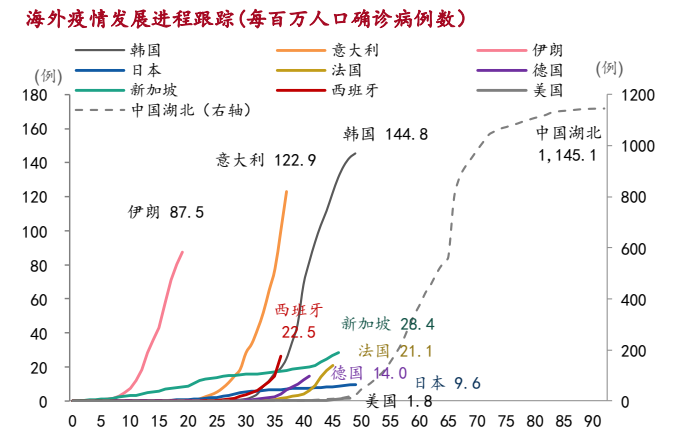
新冠肺炎疫情出現至今，形勢發生新的變化：從一個區域性的傳染病 (epidemic) 逐步向全球大流行病 (pandemic) 演變。中國作為疫情的始發地，在空前嚴厲的防控措施下，新增確診病例不斷衰減；進入三月份，新冠病毒在海外出現快速蔓延勢頭，全球一百多個國家均出現確診病例，對疫病在全球大流行的擔憂上升 (圖 1, 2)。

圖 1：新冠病毒海外新增確診病例數



資料來源：國家衛健委、招商銀行研究院、招銀國際證券

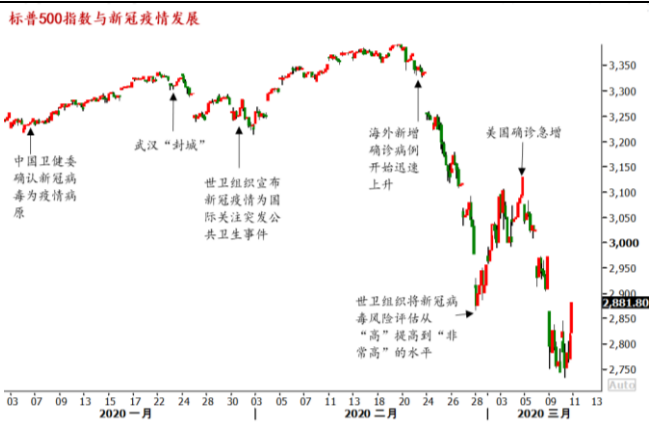
圖 2：從區域性傳染病向全球大流行演變



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券
注：含累計確診數>500例的國家。各地首例確診日期為第0天。

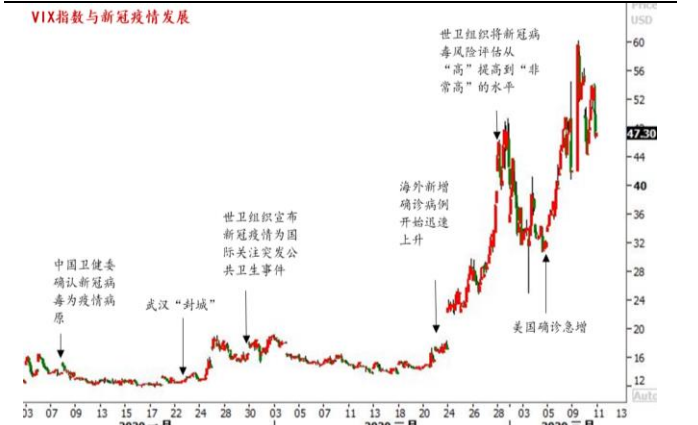
從全球資本市場的反應模式看，新冠病毒春節期間在中國的傳播，投資者將其視為短期和局部的衝擊，市場並沒有作出強烈反應。直到二月下旬，也就是武漢封城一個月後，新冠病毒逐步蔓延至多個國家，全球市場才開始出現劇烈波動 (圖 3, 4)。市場的恐慌情緒明顯升溫，加之石油價格暴跌的催化，3月9號美國道瓊斯指數出現歷史上最大的當日跌幅。

圖 3：全球股票市場的反應模式



資料來源：路透、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 4：VIX 指數：全球大流行的憂慮上升



資料來源：路透、招商銀行研究院、招銀國際證券

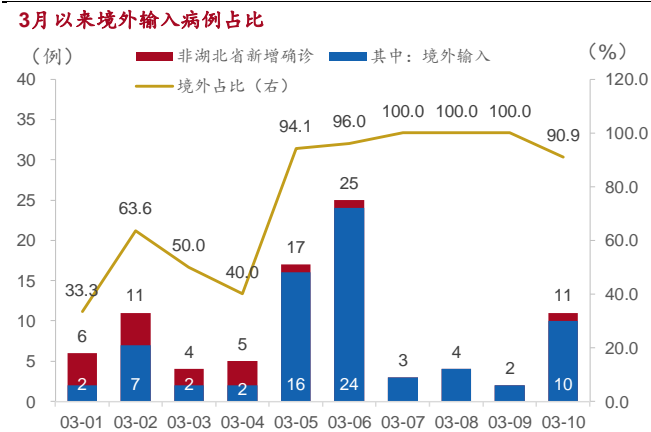
(二) 疫情演變的可能前景

2月28日，世衛組織（WHO）將新冠肺炎全球風險級別從此前的“高”上調至“非常高”。越來越多的流行病專家認為，新冠疫情很可能演變成為全球性大流行病。

一方面，海外疫情的快速惡化給我國的疫情防控帶來了新的壓力，“外防輸入”壓力上升。近期，北京、甘肅、浙江、上海、廣東、寧夏均出現境外輸入病例，分別來自伊朗、意大利和英國。3月5日之後，境外輸入病例已占我國湖北省外地區每日新增確診病例的90%以上（圖5）。

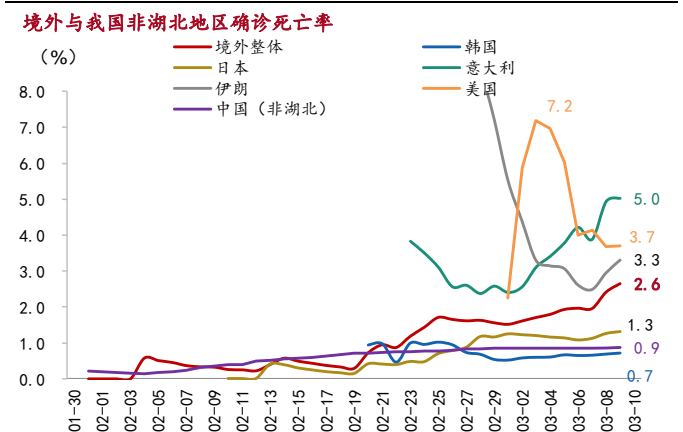
另一方面，海外疫情爆發呈現出更加令人擔憂的特徵。一是部分國家新冠疫情的蔓延速度顯著快於我國。根據WHO公佈的數據，韓國和意大利從開始爆發到確診人數達百萬分之五僅用了3天時間，中國此前用了5天；而韓國確診病例數達到百萬分之24的占比只用了8天，而中國用了15天。二是海外整體疫情死亡率高於我國非湖北地區（圖6）。這一差異可能與這些國家的檢測能力相關。

圖5：境外輸入病例成為新的風險點



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖6：海外整體疫情死亡率顯著高於我國非湖北地區



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(三) 經濟影響：與病毒共舞

新冠疫情在全球的蔓延，出現了一些新的特徵。此前我們基於SARS疫情經驗對經濟活動的評估，相當程度上已經失去說服力。

一是從疫情的性質上，新冠病毒的傳染力極強，具有無病症傳染的特徵。超過一半的新冠病毒感染者在初期並不發熱，僅有輕微症狀甚至無症狀，但仍具有傳染性，隱形病患給防控帶來極大的壓力。二是從疫情的防控思路，各國的做法差異明顯。部分國家採取“流感化防控”，即所謂“佛系防控”策略，重點檢測、重症收治，儘量降低重症患者的死亡率。這意味著新冠病毒也將“流感化”，難以像SARS病毒一樣徹底消失，病毒與人類長期共存，成為隨時可能捲土重來的季節性疾病。而隨著疫苗的出現，未來新冠病毒死亡率大概率也將“流感化”。

因此，從疫情影響的時間長度和空間範圍上，新冠病毒與SARS不同。在疫苗出現之前，新冠病毒對全球經濟活動將施加持續的負面影響。因防疫隔離政策和人們自願擴大的社會距離（social distancing），將明顯制約生產效率，並抑制市場主體的消費、投資和貿易活動。

疫情爆發期間，我國採取了近乎全面封鎖的強力防控措施，以經濟生活全面停頓為代價，取得了“戰疫”的階段性勝利。問題是，從全球角度，既然新冠病毒短期內不會消失，我們就要學會與病毒共存。在擴大的社會距離下，恢復經濟社會生活的正常運行。公共政策上，需要認識到此次疫情的持久性，切忌抱有“畢其功於一役”的決戰心態，寄希望於短期內根除病毒。

二、一季度經濟預測：出現負增長

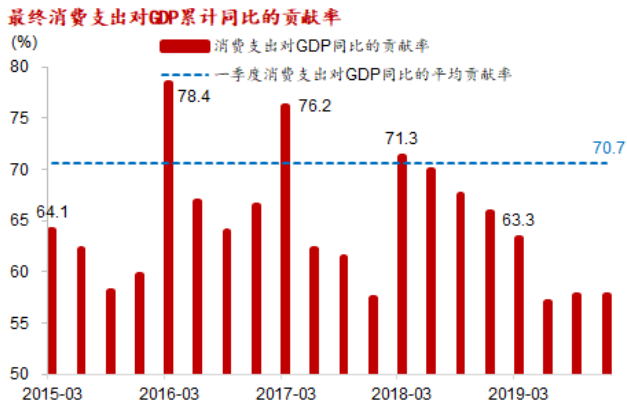
(一) 消費支出：關鍵影響因素

從我國經濟的季節運行特徵看，一季度主要是由消費驅動。過去五年，消費支出貢獻一季度 GDP 增長平均為 70.7%（圖 7）。原因不難理解：春節假期對中國人來說，意味更少的工作，更多的旅行和消費。所以，判斷一季度的增長速度，重點是消費支出的增長。

不幸的是，疫情對經濟活動的衝擊，以消費為甚。疫情防控要求居家隔離，居民出行受限，外出消費大幅萎縮；同時改變了消費結構，使得部分線上消費替代了線下消費，可選消費明顯下降，衛生健康支出上升。

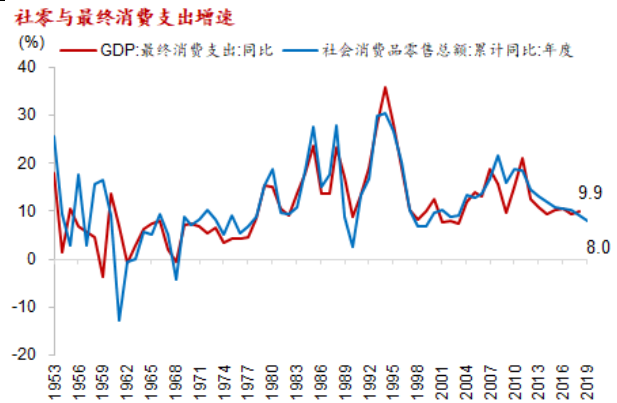
觀察消費活動的變化，主要以社會消費品零售總額為替代數據。雖然國民經濟統計中的最終消費支出與社會消費品零售總額的口徑有所差異，但兩者的相關關係一直比較穩定（圖 8）。

圖 7：最終消費開支對季度 GDP 增長的貢獻



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 8：消費品零售總額與最終消費開支增長

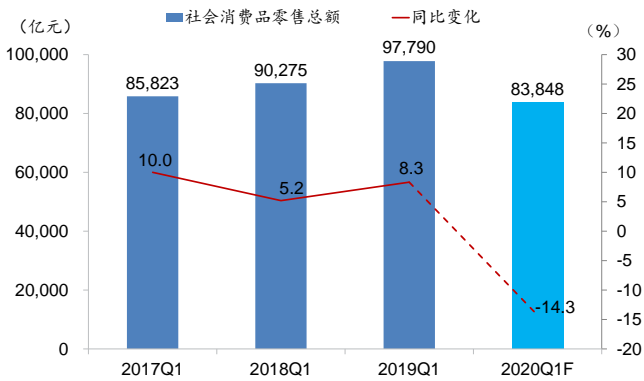


資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

測算疫情對消費開支的影響，我們通過限額以上企業商品零售總額的行業數據，推算社會消費品零售總額的變化，進而估算一季度消費支出的增長。值得注意的是，疫情對各項消費的影響並非線性，需要考慮疫情衝擊程度、防疫措施強度、假期和復工進度的不同影響。根據上述方法，略去複雜的測算細節，我們預計一季度社會消費品零售總額約為 **83,848 億元**，同比下降 **13,942 億元**，降幅 **14.3%**（圖 9）。其中，商品銷售金額約為 **79,272 億元**，同比下降 **7,873 億元**，降幅 **9%**（圖 10）；餐飲業收入約為 **4,576 億元**，同比減少 **6,069 億元**，降幅 **57%**。

圖 9：預計一季度社消同比增長-14.3%

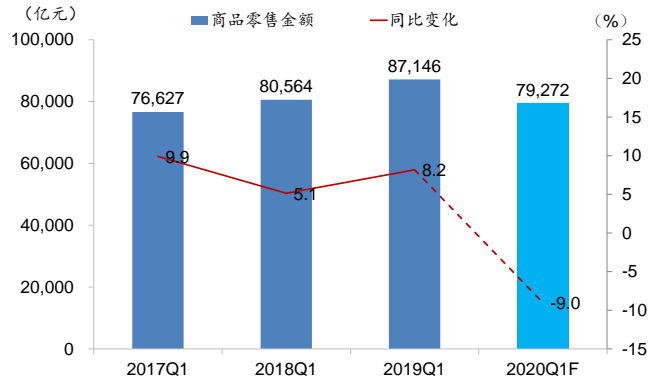
社會消費品零售總額及同比變化



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 10：預計一季度商品銷售同比增長-9%

商品零售金額及同比變化



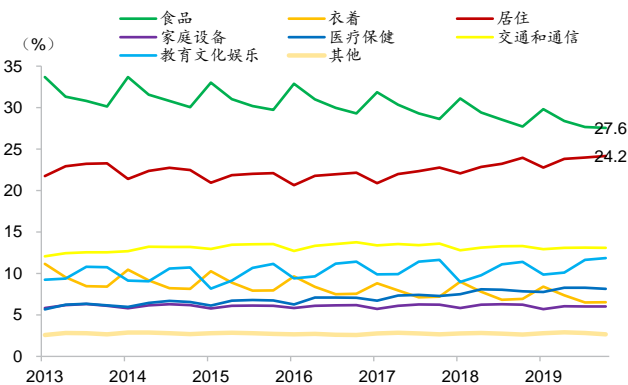
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

歷史上，GDP 統計中最終消費支出受負面衝擊的幅度，要顯著小於社會消費品零售總額的下降的幅度（圖 8）。其中原因：一是社消零售總額不包括服務消費，而在涉及服務消費的幾個領域中，居住性消費佔有較大比重，且採用虛擬支出的方式進行統計，受疫情影響不大。二是最終消費支出包括居民和政府兩部分，疫情期間政府通過加大衛生防疫投入、加大中央轉移支付力度、提前下撥相關財政撥款等方式，大幅增加了相關消費支出。截至 3 月 4 日，各級財政已安排疫情防控補助資金超過 1,105 億元，這一定程度上能夠對最終消費支出形成支撐。三是居民自產自用的產品不計入社會消費品零售總額，但很可能被統計在居民最終消費支出中。例如雖然餐飲業收入大幅下降，但這部分需求很可能通過家庭內部化而計入最終消費支出（圖 11）。

據此，根據社消零售總額與最終消費的關係（圖 12），考慮到一季度服務類消費支出的結構性變化，測算出最終消費支出將拖累一季度名義 GDP 同比增速 1.4 個百分點。

圖 11：占比較高的食品和居住消費受疫情衝擊較小

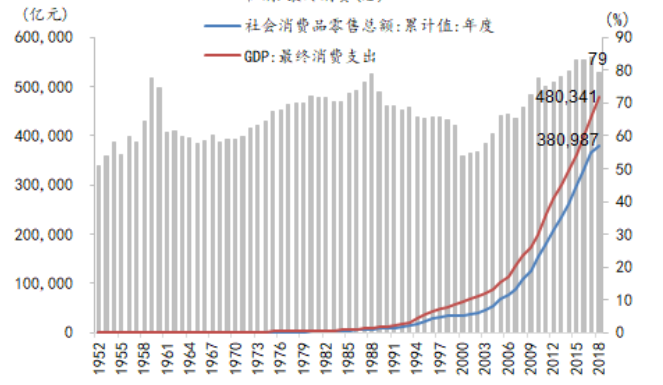
城鎮居民人均消費性支出



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 12：社會消費品零售總額與最終消費支出比例

社消與最終消費



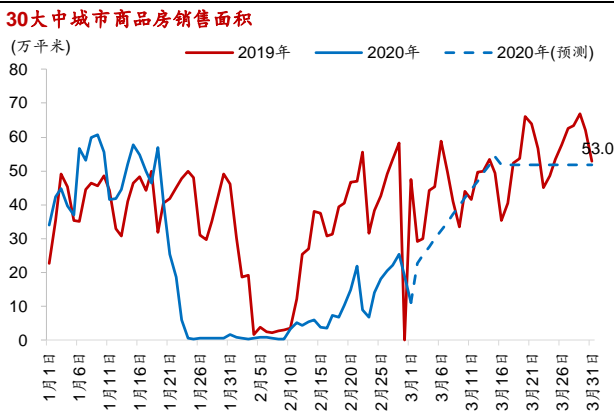
資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

(二) 投資支出

房地產投資

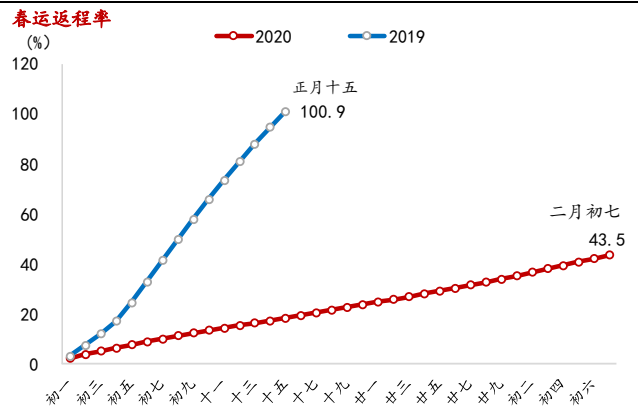
疫情衝擊下房企銷售活動暫停，春節假期後商品房銷售面積同比增速修復速度遠低於歷史同期水平。2月份商品房銷售面積同比大減76%。假設商品房銷售在2月末3月初開始逐漸修復，於3月下旬修復至春節前的正常水平（圖13），**一季度商品房銷售面積同比增速將滑落至-27%**。銷售回款佔據房企資金來源的半壁江山，這將影響房企拿地、開工等資本開支，進而對房地產投資形成拖累。從百城土地成交情況來看，房企拿地面積、拍地金額同比增速均出現大幅下滑。

圖 13：一季度商品房銷售面積預測



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

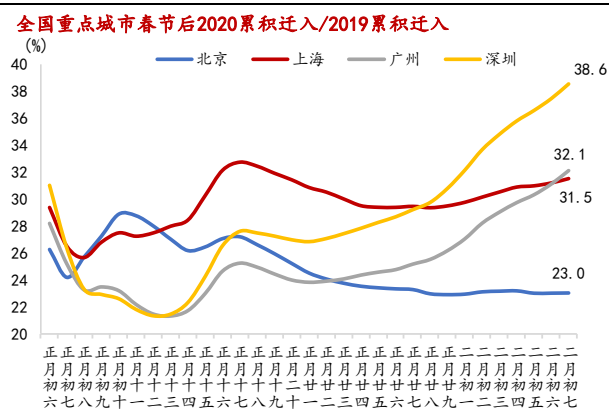
圖 14：2020年春運返程進度遠低於歷史同期



資料來源：交通部、招商銀行研究院、招銀國際證券

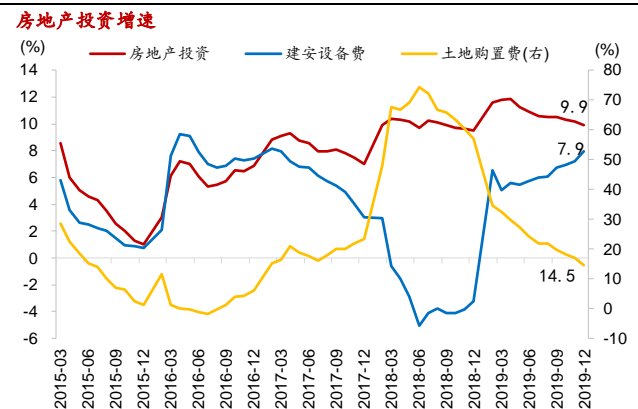
此外，由於開工、施工需要大量的勞動力，疫情期間人員流動受限，拖累了房地產投資進度（圖14，15）。根據各地政府部門和住建部門的要求，房企復工的時間起點大致在2月下旬。假設房企的復工率由50%逐步上升，至3月第三周恢復至100%，**預計一季度房地產投資增速將滑落至-12%**（圖16）。其中建安設備費投資同比增速下滑至-7%，土地購置費同比增速下滑至-20%。**房地產投資增速的下滑將對一季度名義GDP增速產生0.6個百分點的拖累。**

圖 15：2020年一線城市春節後遷入率低於40%



資料來源：交通部、百度遷徙、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 16：房地產投資增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

基建投資

基建施工在2月受到大幅拖累。作為“穩增長”的主要抓手，隨著復工節奏加快，以及逆週期調節政策發力，3月起基建投資增速將會向上修復。事實上，一季度基建的資金來源相對充裕，1-2月地方政府專項債發行9,498億元，較去年同期大幅增長6,237億元（圖17）。可見，基建投資增長的瓶頸主要在於復工進度。

從結構上看，在政策支持下，5G商用、人工智能、工業互聯網、物聯網等“新基建”的同比增速將以更快速度反彈。但由於傳統基建項目在18.2萬億的基建投資中佔據80%以上的比重，傳統基建的增速對經濟的支撐作用更大。

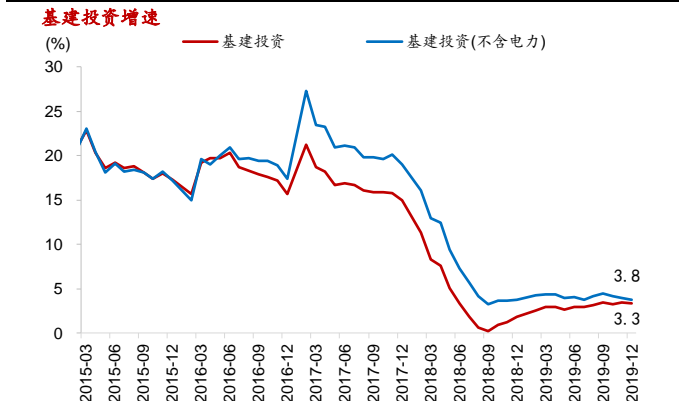
據我們的調研信息，目前基建項目的復工率要顯著慢於其他行業。假設3月基建的復工率由30%逐步上升至100%，並假設基建投資額較節前增加80%，且基建項目趕工、3月下旬每週工作6天，那麼一季度全口徑基建投資增速將滑落至-1.6%（圖18），拖累一季度名義GDP增速0.1個百分點。

圖 17：一季度專項債發行規模大幅高於去年同期



資料來源：交通部、百度遷徙、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 18：基建投資同比增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

製造業投資

製造業投資增速與經濟景氣度高度相關。企業根據現金流、訂單量、利潤、庫存、產能利用率等指標來進行資本開支規劃。疫情衝擊下，製造業投資增長面臨多重壓力：

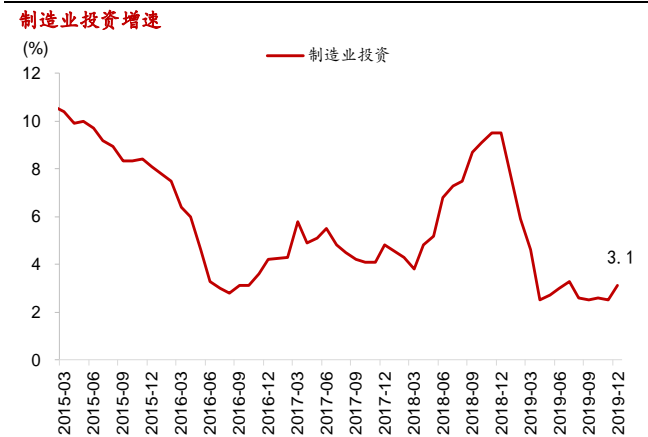
首先，由於很大一部分返工人員面臨出行限制和14天隔離要求，企業也需要取得防疫驗收許可，復工困難重重。即便已經復工的企業，也可能面臨用工難、用工荒、防疫物資和原材料短缺的局面。複產率/產能利用率上升的斜率相較復工率更為平緩，將極大制約製造業企業的資本開支意願。

其次，製造業的產業鏈輻射範圍極大，疫情對某個行業/企業的衝擊將沿產業鏈擴散/蔓延，可謂“牽一髮而動全身”。嚴格的防疫措施下人流物流受限，供應鏈/產業鏈破裂，部分抗風險能力較差的企業/行業可能面臨嚴重困難，拖累整個製造業的運行效率。

再次，疫情衝擊下營收承壓，加劇了企業現金流的緊張程度。流動性風險也可能沿產業鏈傳導。據招商銀行小微企業調研，52.3%的製造業企業預計今年上半年營收將同比減少20%以上，預計營收降幅超過50%的製造業企業占比達9.1%。64.8%的製造業企業表示現金流支撐企業經營的時間在3個月以內，其中不超過1個月的占20%。

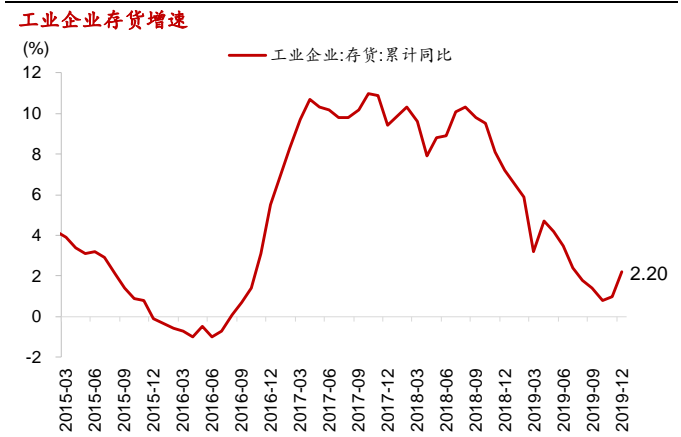
基準情形下，2020年一季製造業投資增速下滑至-9%（圖19），對一季名義GDP增速產生約0.7個百分點的拖累。相對而言，與基建相關的上游製造業投資或好於下游。此外，還要觀察存貨投資的變化，截至3月第一周，鋼鐵、石油焦、煤炭行業的庫存數據，較去年末變化分別為228%、2%、-8%（圖20）。考慮存貨投資的影響，一季工業品存貨同比增加4.9%，拉動GDP同比增速約0.3個百分點。

圖 19：製造業投資增速



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 20：鋼鐵庫存增加或驅動工業企業庫存上升



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

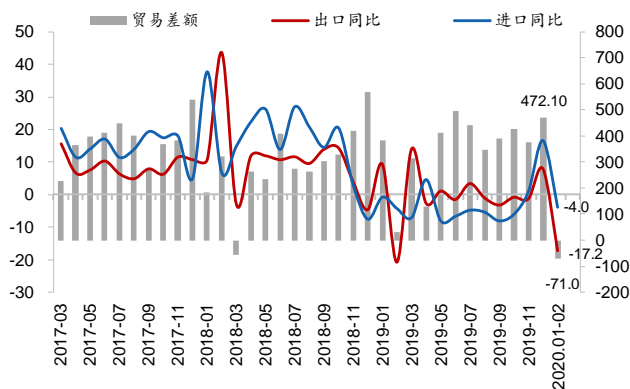
（三）淨出口：影響中性

新冠疫情中斷了第一階段貿易協議後我國進出口溫和恢復的態勢（圖21）。2020年1-2月我國出口同比增速-17.2%，進口同比增速-4%，均較2019年12月大幅下滑，貿易差額由正轉負，表明疫情對出口產生了顯著衝擊。預計海外疫情的快速擴散將對我國進出口形成持續的負面影響。

預計一季出口增長將大幅滑落，原因是疫情對貿易供應鏈的負面衝擊。每年3-4月是海外新訂單的下單高峰，海外疫情的快速發展將對我國二季度外需構成負面影響。2月摩根大通全球製造業PMI指數下降3.2至47.2，創2009年有數據以來最低（圖22）。此外，3月美聯儲為應對疫情影響緊急降息50bp，疊加美債利率大幅走低，使得人民幣匯率相對升值，不利於二季度的出口增長。

圖 21：疫情對進出口產生了顯著衝擊

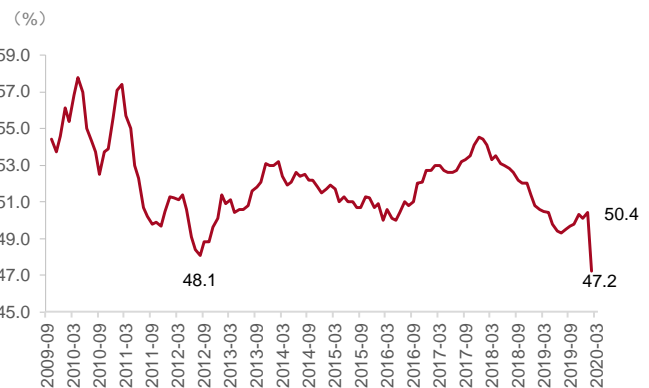
進出口增速及貿易差額



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 22：疫情全球擴散拖累外需

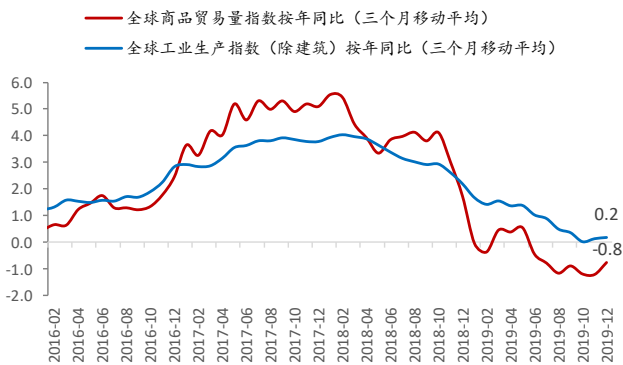
摩根大通全球制造业PMI



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 23：貿易摩擦使得全球貿易活動趨勢性下行

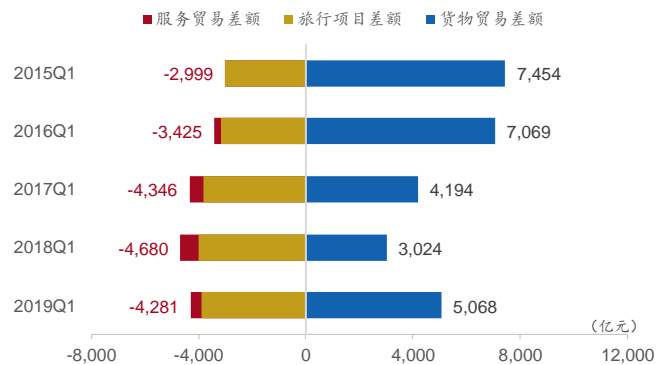
全球商品貿易量和工業生產指數



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 24：我國服務貿易保持較高逆差

2015-2019年一季服務貿易和貨物貿易差額



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

同樣，進口增速也受到新冠疫情的拖累。一是疫情拖累國內需求下降使得進口放緩。2020年1-2月我國進口同比增速較前值下降20.5pct，其中對歐盟、日本和東南亞國家的進口均大幅回落。二是出口交付延期和生產“停頓”，使得我國中小企業資金鏈緊張，疊加復工之後用工短缺、防疫成本增加等不利因素，二季度我國進口也將一定受到影響。三是新冠疫情在海外蔓延將衝擊全球產業鏈和供應鏈，使本就受貿易摩擦抑制的全球貿易活動“雪上加霜”（圖 23）。

值得注意的是，疫情影響下服務貿易逆差明顯收斂，對 GDP 形成一定支撐。2017 年以來我國服務貿易一直保持 4,000 億元以上的逆差（圖 24），其中旅行（含留學、旅遊、就醫）是第一大逆差來源，每年一季旅行項目逆差約占我國服務貿易總逆差的 90%。新冠疫情爆發後，我國全面暫停團隊旅遊、海外多個國家對中國大陸居民採取入境限制，將使得服務貿易逆差大幅收斂甚至轉正。

預計，我國一季出口增速將下滑至-12.6%，進口增速降至 0.3%。貨物貿易順差大幅收斂，但同時服務貿易逆差也將大幅收斂甚至轉為順差。兩者合計對一季名義 GDP 增速的影響中性，產生約 0.05 個百分點的拉動。

綜合測算，新冠疫情將對我國一季度經濟增長形成劇烈衝擊。基準情形下，一季度名義 GDP 的增長為-2.5%，消費、投資將分別拖累名義 GDP 增速 1.4、1.1 個百分點。考慮到價格指數的變化，以及近期石油價格的大幅下滑的影響，GDP 平減指數預計下滑至 1.2，對應實際 GDP 同比增速為-3.7%（表 1）。

表 1：2020 年 Q1 經濟預測

同比增速	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1-F (基準情形)
名義 GDP	7.4	7.9	6.4	9.6	-2.5
實際 GDP	6.4	6.2	6.0	6.0	-3.7
平減指數	1.4	1.7	1.6	1.6	1.2
社會消費品零售總額	8.3	8.4	8.2	8.0	-14.3
全社會固定資產投資	6.3	5.8	5.4	5.4	-7.9
基建投資	3.0	3.0	3.4	3.3	-1.6
製造業投資	4.6	3.0	2.5	3.1	-9.0
房地產投資	11.8	10.9	10.5	9.9	-12.0
存貨	3.2	3.5	1.4	2.2	4.9
出口（以美元計）	1.4	0.1	0.0	0.5	-12.6
進口（以美元計）	-4.1	-3.9	-4.7	-2.7	0.3

資料來源：Wind、招商銀行研究院預測、招銀國際證券

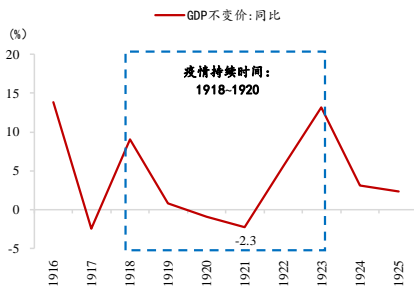
三、下調全年經濟展望

（一）疫情衝擊之下的增長曲線形態：廣義 V 型

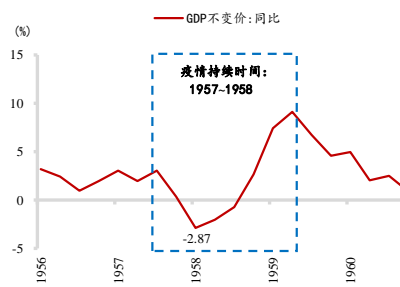
回顧一下歷史，可以經驗方式確定新冠病毒疫情對經濟潛在影響的路徑。歷史上，在疫情衝擊下，經濟增長曲線均呈廣義的 V 型形態。從 1918 年的西班牙流感到 2003 年的 SARS，V 型壟斷了經濟曲線的形態（圖 25），只有長度和深度的差異。從這個意義上講，我們不必對長期的增長前景過於悲觀。

圖 25：疫病衝擊下的 V 型經濟增長曲線

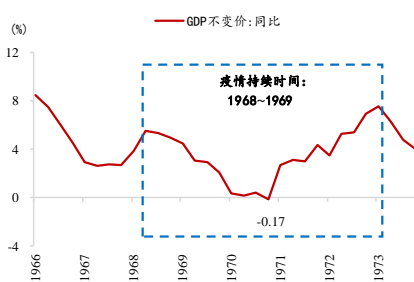
美国实际GDP增速(1918年西班牙流感,美国67.5万人死亡)



美国实际GDP增速(1958年H2N2流感,美国11.6万人死亡)



美国实际GDP增速(1968年H3N2流感,美国10万人死亡)



中国香港实际GDP增速(2003年SARS,全球919人死亡)



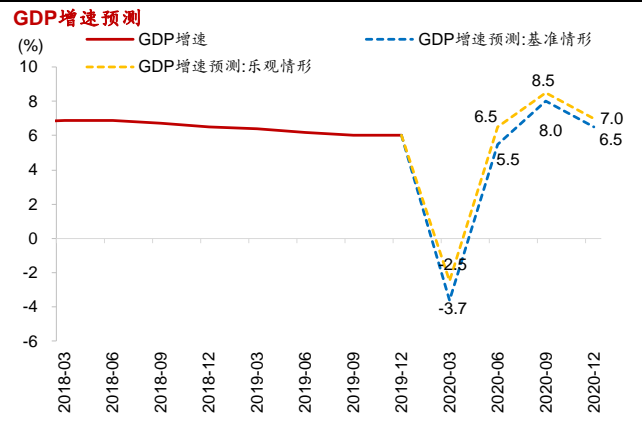
資料來源: Wind、Fred、measuringworth.com、招商銀行研究院、招銀國際證券

(二) 全年經濟增長區間：4.5%至 5.2%

考慮到海外疫情仍在快速發酵，新冠病毒對經濟擾動或將持續，經濟 V 型反彈的形態具有很大的不確定性。我們對基準情形的估計是，二季度經濟穩步回升，但受制於疫情在海外的蔓延，增速難以回復到趨勢增長水平；三季度，隨著刺激政策的加碼，可能出現報復性增長，明顯高於潛在增長水平；進入四季度，冬季來臨病毒可能再次活躍，但疫情基本受控，經濟增速回到趨勢位置（圖 26，27）。

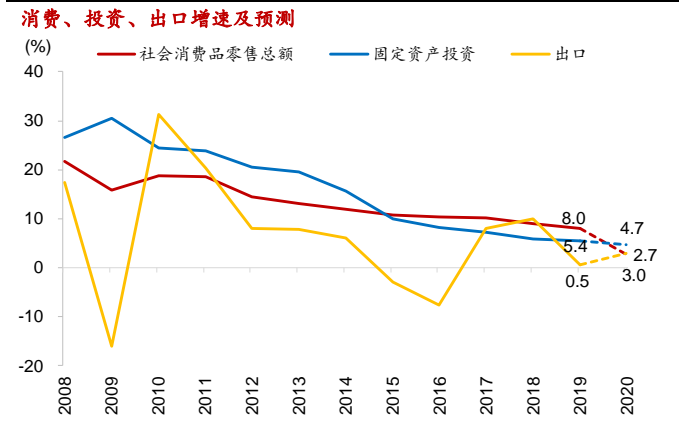
從需求側看，消費方面，購房、購車等部分需求將隨著疫情明朗、防疫力度下降逐步補償性釋放，並對二至四季度的消費增長形成支撐。不過，一季度經濟停擺下的部分消費需求並不會延期釋放，而是永久消失，例如餐飲和旅遊。而疫情對於居民收入的衝擊也將制約消費的增長。投資方面，基建作為“穩增長”的主要抓手，增速將持續顯著反彈；調控政策因城施策邊際放鬆之後，房地產投資也將自二季度起開始逐步修復；但具備順週期特徵的製造業投資或仍將遇到較大困難，尤其是部分抗風險能力較差、又受到疫情較大衝擊的的民營企業和中小企業，資本開支的能力和意願都將受到制約。貿易方面，進出口與海外疫情的發展息息相關。

圖 26：各季度 GDP 增速預測



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 27：基準情形下三駕馬車增速預測



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

基準情形下，政策逆週期調節，實際 GDP 增速在二季度反彈至 5.5% 附近，三季度報復性增長到 8.0% 以上的位置，四季度回落到 6.5% 的趨勢增速水平，全年經濟增長 4.5%。樂觀情形的曲線形態一致，反彈力度加大，全年增速 5.2%（表 2）。

表 2：各季度 GDP 增速預測

季度	2019	2020-F	
		基準情形	樂觀情形
Q1	6.4	-3.7	-2.5
Q2	6.2	5.5	6.5
Q3	6.0	8.0	8.5
Q4	6.0	6.5	7.0
全年	6.1	4.5	5.2

資料來源：Wind、招商銀行研究院預測、招銀國際證券

四、政策響應：行動的勇氣

新冠疫情衝擊極大地加劇了整個經濟的系統性風險。企業無法正常生產經營，但仍需如期支付租金、員工工資、貸款本息等剛性開支；居民收入減少，但仍需支付房貸、租金和其他日常生活開支。疫情衝擊下生產活動“暫停”，使得不少市場主體的流動性和償付能力遭受巨大衝擊，尤其是高杠桿的企業和居民。

考慮到疫情衝擊的普遍性和經濟主體連接的廣泛性，若不妥善處理目前的流動性危機，金融穩定可能遭受嚴峻挑戰。從這個意義上講，當前逆週期調節“加碼”，不僅是為了實現經濟社會發展目標，更是為了防範系統性風險。

（一）貨幣政策：穩信心、調結構

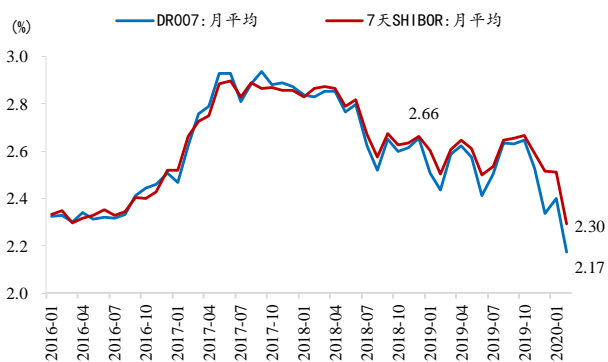
貨幣政策並非疫苗，無法取代防疫政策。新冠病毒對經濟的衝擊首先體現在供給側，而理論上貨幣政策無法應對供給側衝擊。“降息”無法讓被隔離/感染的人群重新工作，也無法讓疫病爆發期間被迫關閉的餐廳重新開張。

但是，經濟活動停頓，供給側衝擊會向需求側傳導。企業部門經營陷入困境，將直接通過減薪、裁員傳導至居民部門，打擊消費及消費者信心。消費者收入下降、信心受挫，將拖累企業的銷售及投資，並進一步衝擊居民收入。如此往復，形成惡性循環。因此，貨幣政策客觀上仍然需要對疫情做出響應，一方面穩定企業和居民的預期，另一方面推動經濟修復，防範信用收縮，緩解流動性風險。

2月3日開市以來，貨幣政策的響應是快速的：數量上，央行通過公開市場操作釋放充裕的流動性（圖 28），並通過再貸款、再貼現、財政貼息等方式和政策性銀行主動擴表（共計 1.15 萬億元）。價格上，各期限主要政策利率全面下移 10bp（圖 29）。貨幣政策為應對疫情還凸顯了結構性特徵：支農支小再貸款利率下行 25BP；針對疫情防控重點保障企業的“定向降息”落地，確保其實際融資成本低於 1.6%；小微貸款利率有所降低。此外，監管容忍度相應提高，資管新規過渡期或將適當延長。

圖 28：2019 年 11 月以來貨幣市場利率大幅下行

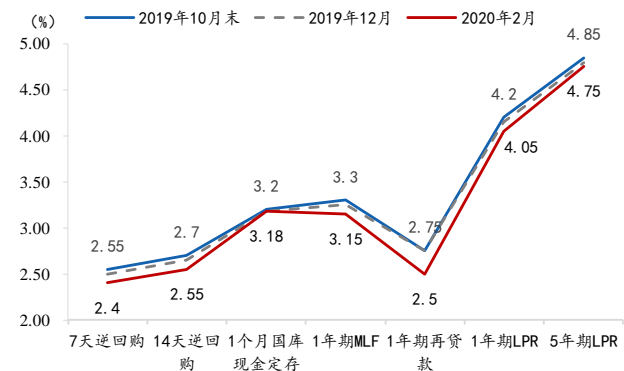
DR007和Shibor走勢



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 29：各期限政策利率全面下移

2019年11月以來各期限政策利率情況



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

未來貨幣政策操作的節奏與力度將主要取決於海內外疫情發展與經濟修復的情況，預計政策的寬鬆基調將延續至經濟企穩的明確信號出現。

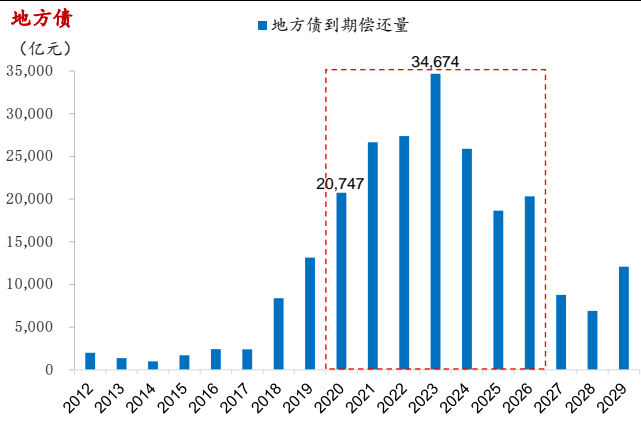
數量型操作上，一、二季度流動性有望保持充裕，並進一步凸顯結構性特徵。對中小銀行定向降准，加大對製造業、基建、新消費、民營小微企業的信貸支持力度，通過PSL支持基建等政策有望落地。普遍性政策需要等待財政政策發力，進而再通過（全面）降准和降息予以配合。節奏上，全年有望繼續降准2次（合計100bp），分別在年中和三季度末落地。

價格型操作上，未來仍需下調MLF利率以降低實體經濟融資成本。美聯儲的大幅降息使得3月MLF降息的概率進一步上升。各期限政策利率或將同步下調，降息幅度可能仍在5-10bp之間，顯著低於美聯儲的降息幅度。存款基準利率也有望下調，可能會低於貸款利率下降幅度。全年MLF利率有望下調20-30bp，與壓縮“加點”交替進行，推動1年期LPR在年末降至3.9%，5年期LPR降至4.7%。

(二) 財政政策：減稅增支，挖潛增效

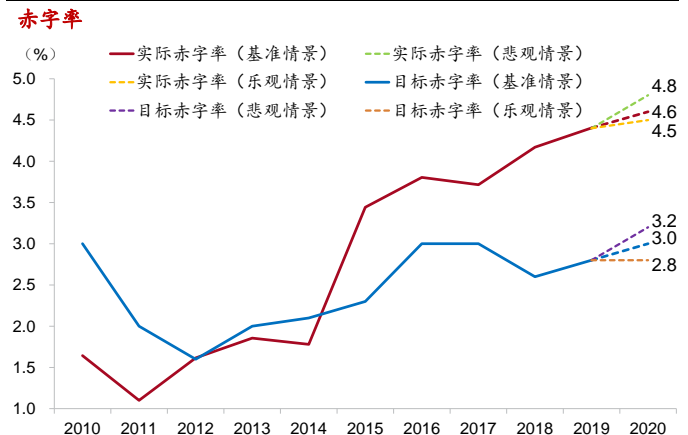
經歷前幾年大規模的減稅降費後，今年我國財政收支平衡壓力明顯加大，新冠疫情的衝擊使得收支矛盾進一步凸顯（圖 30）。目前，財政部門主要從加大財政支出、推進階段性減稅降費，以及撬動貨幣金融資源及市場資金形成合力三個方面應對新冠疫情給經濟帶來的負面影響。

圖 30：地方政府債務償還即將迎來高峰



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

圖 31：今年赤字率將進一步提高



資料來源：Wind、招商銀行研究院、招銀國際證券

首先，加大財政支出力度。截至 3 月 4 日，各級財政已安排疫情防控補助資金超過 1,145 億元。其次，推進階段性減稅降費。目前，財政對提供公共交通運輸服務、生活服務，以及為居民提供必需生活物資的快遞收派服務取得的收入，免徵增值稅。同時，財政部門還出臺了階段性的減免企業社保費、醫保費和實施緩繳住房公積金等一攬子政策，預計可為企業減負 6,000 億元。再次，撬動貨幣金融資源及市場資金形成合力。一是增加貼息資金規模，對相關銀行貸款進行貼息，確保重點物資生產企業實際融資成本低於 1.6%；二是全國 PPP（政府和社會資本合作）利用區塊鏈等最新技術實現了升級換代，提高了信息校驗度和準確性，提高對社會資本參與相關項目建設的吸引力。

展望全年，考慮到地方政府償債高峰來臨、財政收入增收乏力以及減稅降費空間有限等因素的制約，以及疫情對經濟帶來的衝擊，今年實際財政政策的執行大概率將較去年底中央經濟工作會議的定調更為積極。預計至少將目標赤字率上調至 3%（圖 31），新增專項債額度將進一步提高，PSL 等政策性金融工具仍有發力空間，特別國債也成為備選政策之一。此外，預計各級政府還將進一步盤活結轉結餘、政府性基金、國有資本經營收入等各類資金。

支出方面，除為應對疫情而大幅提高衛生健康領域的財政支出比重外，財政支出資金也將進一步向受疫情影響較大的地方傾斜。同時，預計各級政府還會繼續加大對內挖潛力度，大力壓減一般性支出，確保基層的工資、運轉和基本民生，以及具有乘數效應的重點領域資金。此外，財政資金也將繼續保障“三大攻堅戰”方面的資金需求，尤其是精準脫貧工作的全面完成。

五、結論：“休克”抗疫，“刺激”療傷

我國以經濟近乎全面停擺的代價，奪取了抗擊新冠疫情的階段性勝利；相較之下，海外的“佛系”流感式防疫似乎難以有效遏制新冠病毒的傳播，疫情仍處在加速擴散階段。這也將使得我國防疫的重心逐步從“內防擴散”轉向“外防輸入”。

前瞻地看，新冠肺炎或將演變為類似流感的季節性疾病，與人類長期共存。在疫苗問世之前，疫情防控將擴大社會距離，對全社會的生產、消費、投資和貿易活動持續施加負面影響。全球經濟都將在上升的防疫成本下艱難運行。

基準情形下，2020年我國的經濟增速將呈現出廣義的V型形態。在一季度消費和投資受到重創後，二至四季度經濟反彈力度具有不確定性。樂觀情形下，3月起復工複產進度快於預期，GDP增速將自二季度起補償性反彈，此後維持在超過潛在增速的水平，全年可望實現5.2%增長。基準情形下，海外疫情持續蔓延，經濟生活與新冠病毒共存，疫情防控成為“持久戰”，全年增長4.5%。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址：香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話：(852) 3900 0888

傳真：(852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D) 在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400) 聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。