

与病毒共存

——下调中国经济年度预测

2020年中国经济增速预计将呈现广义的V型形态，一季度大概率陷入负增长，二至四季度经济反弹力度具有不确定性。基准情形下，海外疫情持续蔓延，经济生活与新冠病毒共存，疫情防控成为“持久战”，**全年增长4.5%**。乐观情形下，3月起复工复产进度快于预期，GDP增速将自二季度起补偿性反弹，此后维持在超过潜在增速的水平，**全年可望实现5.2%增长**。

- 全球股票市场大跌：对大流行的担忧升温。**新冠肺炎疫情正从区域性的传染病（Epidemic）逐步向全球大流行病（Pandemic）演变。中国以经济近乎全面停摆的代价夺取了抗击疫情的阶段性胜利；相较之下，海外的“佛系”流感式防疫似乎难以有效遏制病毒传播，疫情仍处在加速扩散阶段，且整体死亡率高于中国非湖北地区，这也将使得中国防疫的重心逐步从“内防扩散”转向“外防输入”，因此需要认识到此次疫情的持久性。从全球资本市场的反应模式看，疫情于春节期间在中国传播时，投资者将其视为短期和局部的冲击，并没有作出强烈反应。直到二月下旬疫情蔓延至多个国家，全球市场才开始出现剧烈波动。
- 一季度经济预测：出现负增长。**疫情对经济活动的冲击以消费为甚，预计一季度社会消费品零售总额同比下降14.3%，其中商品销售下降9%，餐饮业收入降幅为57%。房地产投资方面，预计一季度增速将滑落至-12%。基建投资增长的瓶颈主要在于复工进度，假设3月基建完全复工并赶工，一季度全口径基建投资增速将滑落至-1.6%。制造业投资增长面临多重压力，基准情形下一季度增速下滑至-9%。疫情对净出口影响中性，预计一季度出口增速将下滑至-12.6%，进口增速降至0.3%。预计一季度名义GDP增长率为-2.5%，对应实际GDP同比增速为-3.7%，消费、投资将分别拖累名义GDP增速1.4和1.1个百分点。
- 下调全年经济展望。**从1918年的西班牙流感到2003年的SARS，在疫情冲击下经济增长曲线均呈广义的V型形态，只有长度和深度的差异。从这个意义上讲，我们不必对长期的增长前景过于悲观。预计基准情形下，政策逆周期调节，实际GDP增速在二季度反弹至5.5%附近，三季度报复性增长到8.0%以上的位置，四季度回落到6.5%的趋势增速水平，全年经济增长4.5%。乐观情形的曲线形态一致，反弹力度加大，全年增速5.2%。
- 政策相应：“休克”抗疫，“刺激”疗伤。**考虑到疫情冲击的普遍性和经济主体连接的广泛性，若不妥善处理目前的流动性危机，金融稳定可能遭受严峻挑战。因此逆周期调节“加码”，不仅为了稳增长，更是为了防范系统性风险。货币政策一方面需要稳定企业和居民的预期，另一方面需要推动经济修复，防范信用收缩。一、二季度流动性有望保持充裕，并进一步凸显结构性特征。全年有望继续降准2次（合计100BP），分别在年中和三季度末落地。存款基准利率也有望下调。全年MLF利率有望下调20-30BP，与压缩“加点”交替进行，推动1年期LPR在年末降至3.9%，5年期LPR降至4.7%。财政将主要从加大财政支出、推进阶段性减税降费，以及撬动货币金融资源及市场资金形成合力三个方面应对疫情。预计目标赤字率至少上调至3%，新增专项债额度将进一步提高，PSL等政策性金融工具仍有发力空间，特别国债也是备选政策之一。

丁安华，首席经济学家

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

中国实际GDP增速预测 (%)

| 季度 | 2019 | 2020F (基准情形) | 2020F (乐观情形) |
|----|------|--------------|--------------|
| 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 |

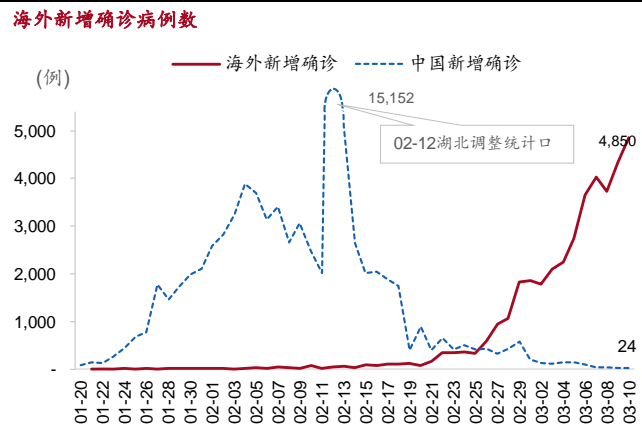
资料来源：Wind、招商银行研究院预测、招银国际证券

一、全球股票市场大跌：对大流行的担忧升温

(一) 资本市场对疫情的反应

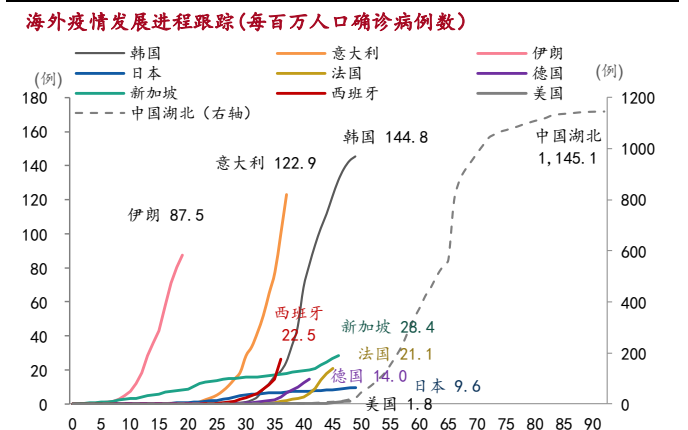
新冠肺炎疫情出现至今，形势发生新的变化：从一个区域性的传染病（epidemic）逐步向全球大流行病（pandemic）演变。中国作为疫情的始发地，在空前严厉的防控措施下，新增确诊病例不断衰减；进入三月份，新冠病毒在海外出现快速蔓延势头，全球一百多个国家均出现确诊病例，对疫病在全球大流行的担忧上升（图1，2）。

图1：新冠病毒海外新增确诊病例数



资料来源：国家卫健委、招商银行研究院、招银国际证券

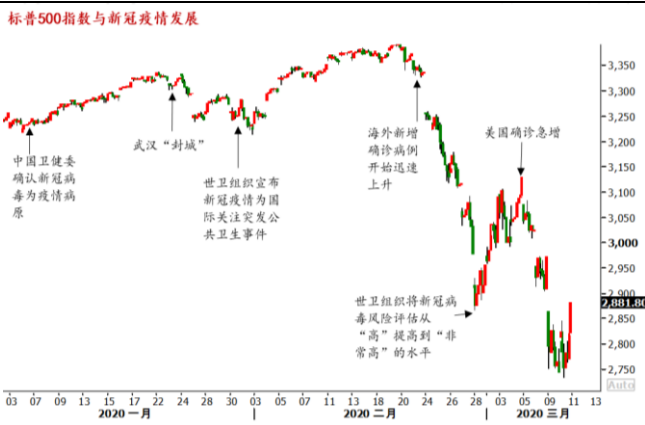
图2：从区域性传染病向全球大流行演变



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券
注：含累计确诊数>500例的国家。各地首例确诊日期为第0天。

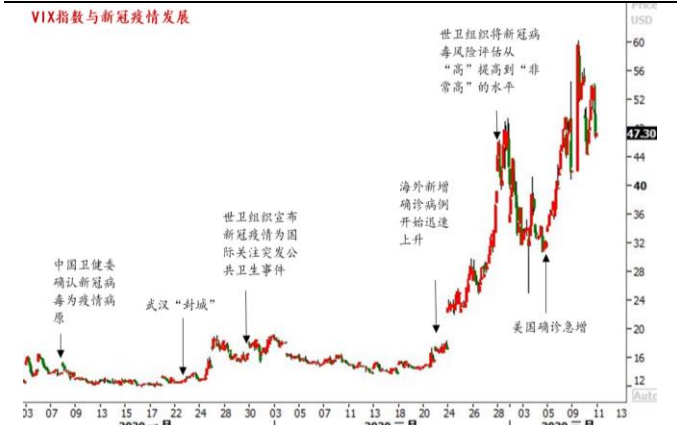
从全球资本市场的反应模式看，新冠病毒春节期间在中国的传播，投资者将其视为短期和局部的冲击，市场并没有作出强烈反应。直到二月下旬，也就是武汉封城一个月后，新冠病毒逐步蔓延至多个国家，全球市场才开始出现剧烈波动（图3，4）。市场的恐慌情绪明显升温，加之石油价格暴跌的催化，3月9号美国道琼斯指数出现历史上最大的当日跌幅。

图3：全球股票市场的反应模式



资料来源：路透、招商银行研究院、招银国际证券

图4：VIX指数：全球大流行的忧虑上升



资料来源：路透、招商银行研究院、招银国际证券

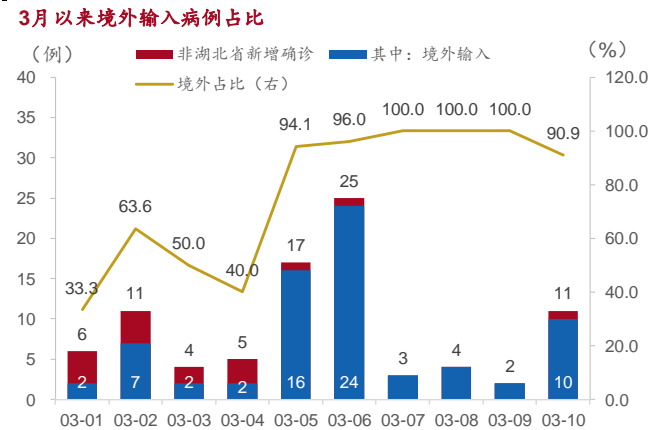
(二) 疫情演变的可能前景

2月28日，世界卫生组织（WHO）将新冠肺炎全球风险级别从此前的“高”上调至“非常高”。越来越多的流行病学专家认为，新冠疫情很可能演变成为全球性大流行病。

一方面，海外疫情的快速恶化给我国的疫情防控带来了新的压力，“外防输入”压力上升。近期，北京、甘肃、浙江、上海、广东、宁夏均出现境外输入病例，分别来自伊朗、意大利和英国。3月5日之后，境外输入病例已占我国湖北省外地区每日新增确诊病例的90%以上（图5）。

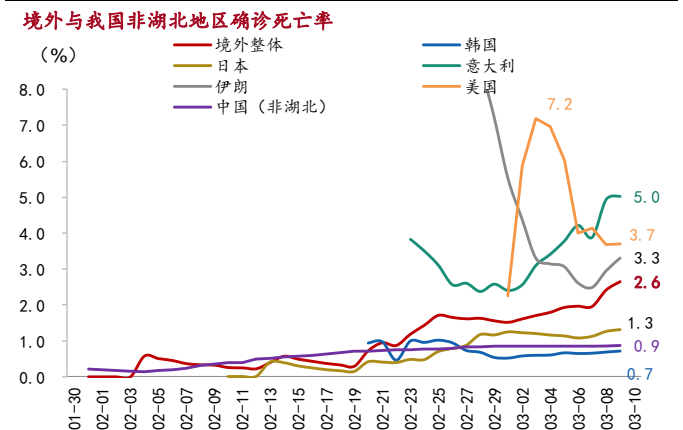
另一方面，海外疫情爆发呈现出更加令人担忧的特征。一是部分国家新冠疫情的蔓延速度显著快于我国。根据WHO公布的数据，韩国和意大利从开始爆发到确诊人数达百万分之五仅用了3天时间，中国此前用了5天；而韩国确诊病例数达到百万分之24的占比只用了8天，而中国用了15天。二是海外整体疫情死亡率高于我国非湖北地区（图6）。这一差异可能与这些国家的检测能力相关。

图5：境外输入病例成为新的风险点



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图6：海外整体疫情死亡率显著高于我国非湖北地区



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

(三) 经济影响：与病毒共舞

新冠疫情在全球的蔓延，出现了一些新的特征。此前我们基于SARS疫情经验对经济活动的评估，相当程度上已经失去说服力。

一是从疫情的性质上，新冠病毒的传染力极强，具有无病症传染的特征。超过一半的新冠病毒感染者在初期并不发热，仅有轻微症状甚至无症状，但仍具有传染性，隐形病患给防控带来极大的压力。二是从疫情的防控思路，各国的做法差异明显。部分国家采取“流感化防控”，即所谓“佛系防控”策略，重点检测、重症收治，尽量降低重症患者的死亡率。这意味着新冠病毒也将“流感化”，难以像SARS病毒一样彻底消失，病毒与人类长期共存，成为随时可能卷土重来的季节性疾病。而随着疫苗的出现，未来新冠病毒死亡率大概率也将“流感化”。

因此，从疫情影响的时间长度和空间范围上，新冠病毒与SARS不同。在疫苗出现之前，新冠病毒对全球经济活动将施加持续的负面影响。因防疫隔离政策和人们自愿扩大的社会距离（social distancing），将明显制约生产效率，并抑制市场主体的消费、投资和贸易活动。

疫情爆发期间，我国采取了近乎全面封锁的强力防控措施，以经济生活全面停顿为代价，取得了“战疫”的阶段性胜利。问题是，从全球角度，既然新冠病毒短期内不会消失，我们就要学会与病毒共存。在扩大的社会距离下，恢复经济社会生活的正常运行。公共政策上，需要认识到此次疫情的持久性，切忌抱有“毕其功于一役”的决战心态，寄希望于短期内根除病毒。

二、一季度经济预测：出现负增长

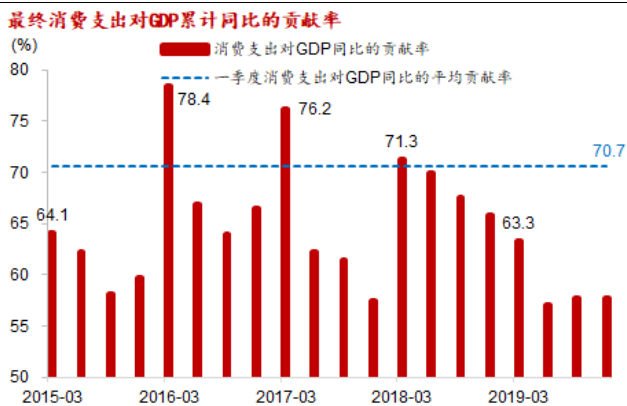
（一）消费支出：关键影响因素

从我国经济的季节运行特征看，一季度主要是由消费驱动。过去五年，消费支出贡献一季度 GDP 增长平均为 70.7%（图 7）。原因不难理解：春节假期对中国人来说，意味着更少的工作，更多的旅行和消费。所以，判断一季度的增长速度，重点是消费支出的增长。

不幸的是，疫情对经济活动的冲击，以消费为甚。疫情防控要求居家隔离，居民出行受限，外出消费大幅萎缩；同时改变了消费结构，使得部分线上消费替代了线下消费，可选消费明显下降，卫生健康支出上升。

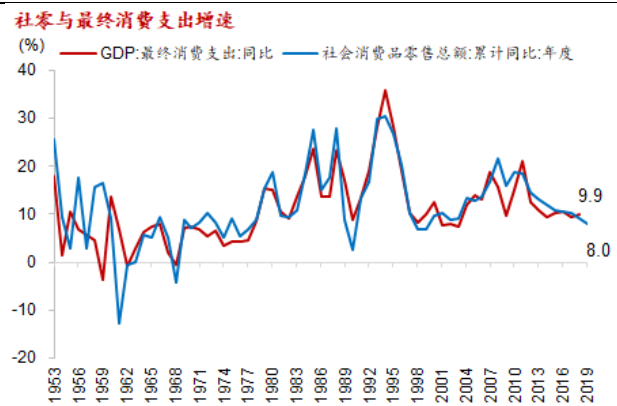
观察消费活动的变化，主要以社会消费品零售总额为替代数据。虽然国民经济统计中的最终消费支出与社会消费品零售总额的口径有所差异，但两者的相关关系一直比较稳定（图 8）。

图 7：最终消费开支对季度 GDP 增长的贡献



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 8：消费品零售总额与最终消费开支增长

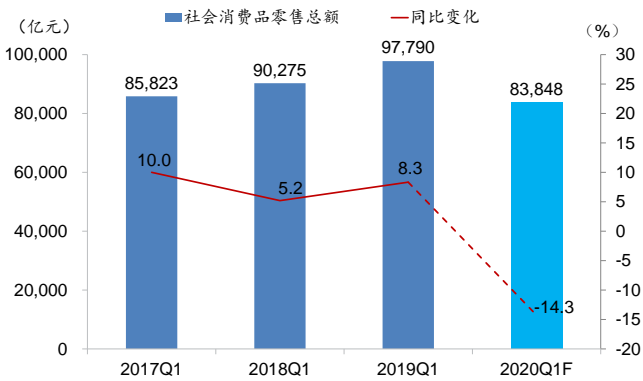


资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

测算疫情对消费开支的影响，我们通过限额以上企业商品零售总额的行业数据，推算社会消费品零售总额的变化，进而估算一季度消费支出的增长。值得注意的是，疫情对各项消费的影响并非线性，需要考虑疫情冲击程度、防疫措施强度、假期和复工进度的不同影响。根据上述方法，略去复杂的测算细节，我们预计一季度社会消费品零售总额约为 **83,848 亿元**，同比下降 **13,942 亿元**，降幅 **14.3%**（图 9）。其中，商品销售金额约为 **79,272 亿元**，同比下降 **7,873 亿元**，降幅 **9%**（图 10）；餐饮业收入约为 **4,576 亿元**，同比减少 **6,069 亿元**，降幅 **57%**。

图 9：预计一季度社消同比增长-14.3%

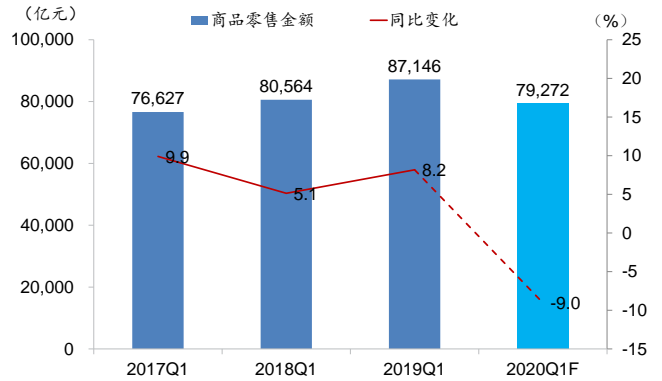
社会消费品零售总额及同比变化



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 10：预计一季度商品销售同比增长-9%

商品零售金额及同比变化



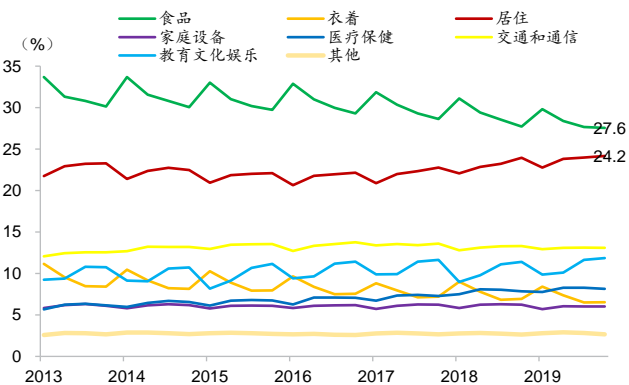
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

历史上，GDP 统计中最终消费支出受负面冲击的幅度，要显著小于社会消费品零售总额的下降的幅度（图 8）。其中原因：一是社消零售总额不包括服务消费，而在涉及服务消费的几个领域中，居住性消费占有较大比重，且采用虚拟支出的方式进行统计，受疫情影响不大。二是最终消费支出包括居民和政府两部分，疫情期间政府通过加大卫生防疫投入、加大中央转移支付力度、提前下拨相关财政拨款等方式，大幅增加了相关消费支出。截至 3 月 4 日，各级财政已安排疫情防控补助资金超过 1,105 亿元，一定程度上能够对最终消费支出形成支撑。三是居民自产自用的产品不计入社会消费品零售总额，但很可能被统计在居民最终消费支出中。例如虽然餐饮业收入大幅下降，但这部分需求很可能通过家庭内部化而计入最终消费支出（图 11）。

据此，根据社消零售总额与最终消费的关系（图 12），考虑到一季度服务类消费支出的结构性变化，测算出最终消费支出将拖累一季度名义 GDP 同比增速 1.4 个百分点。

图 11：占比较高的食品和居住消费受疫情冲击较小

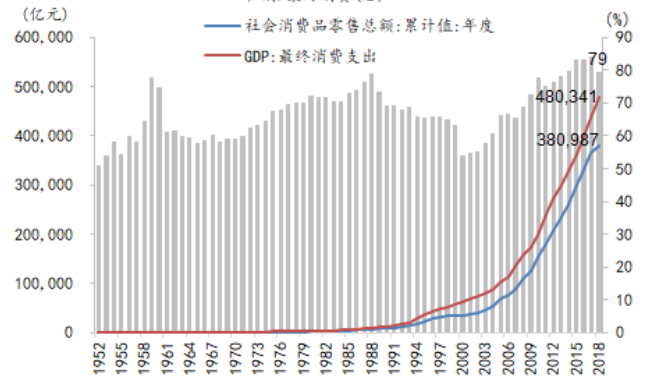
城镇居民人均消费性支出



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 12：社会消费品零售总额与最终消费支出比例

社消与最终消费



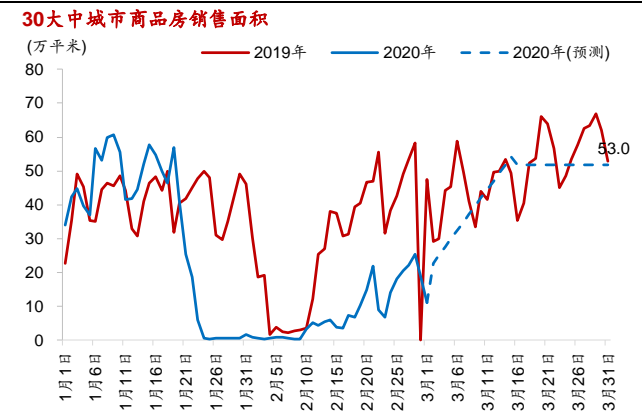
资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

(二) 投资支出

房地产投资

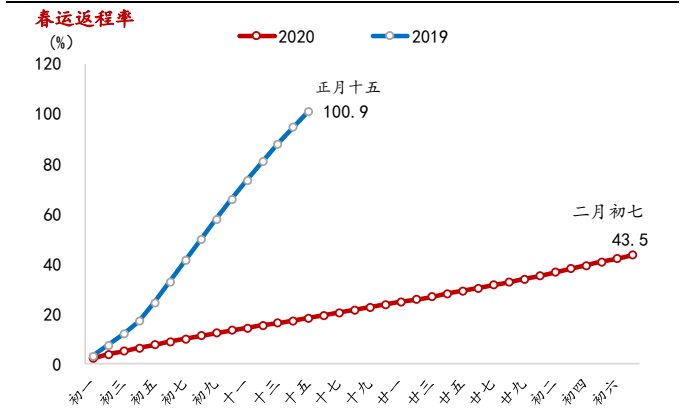
疫情冲击下房企销售活动暂停，春节假期后商品房销售面积同比增速修复速度远低于历史同期水平。2月份商品房销售面积同比大减76%。假设商品房销售在2月末3月初开始逐渐修复，于3月下旬修复至春节前的正常水平（图13），一季度商品房销售面积同比增速将滑落至-27%。销售回款占据房企资金来源的半壁江山，这将影响房企拿地、开工等资本开支，进而对房地产投资形成拖累。从百城土地成交情况来看，房企拿地面积、拍地金额同比增速均出现大幅下滑。

图 13：一季度商品房销售面积预测



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

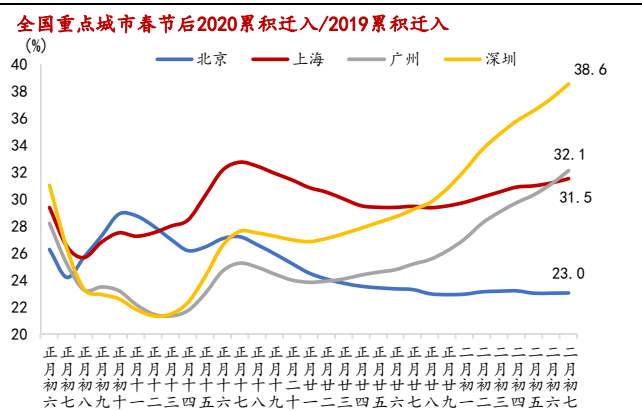
图 14：2020 年春运返程进度远低于历史同期



资料来源：交通部、招商银行研究院、招银国际证券

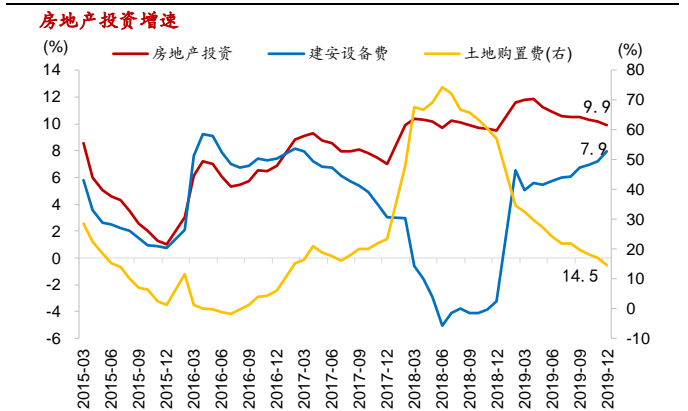
此外，由于开工、施工需要大量的劳动力，疫情期间人员流动受限，拖累了房地产投资进度（图14，15）。根据各地政府部门和住建部门的要求，房企复工的时间起点大致在2月下旬。假设房企的复工率由50%逐步上升，至3月第三周恢复至100%，预计一季度房地产投资增速将滑落至-12%（图16）。其中建安设备费投资同比增速下滑至-7%，土地购置费同比增速下滑至-20%。房地产投资增速的下滑将对一季度名义GDP增速产生0.6个百分点的拖累。

图 15：2020 年一线城市春节后迁入率低于 40%



资料来源：交通部、百度迁徙、招商银行研究院、招银国际证券

图 16：房地产投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

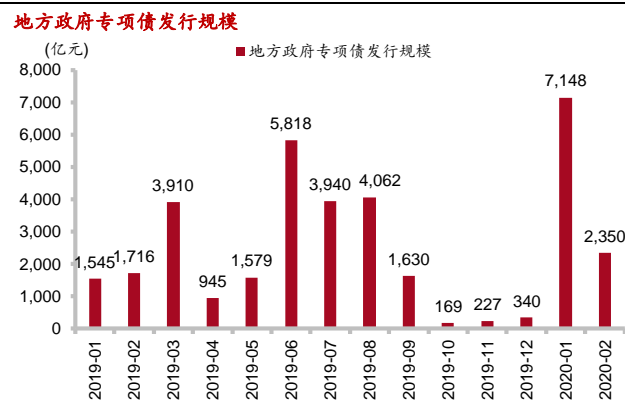
基建投资

基建施工在2月受到大幅拖累。作为“稳增长”的主要抓手，随着复工节奏加快，以及逆周期调节政策发力，3月起基建投资增速将会向上修复。事实上，一季度基建的资金来源相对充裕，1-2月地方政府专项债发行9,498亿元，较去年同期大幅增长6,237亿元（图17）。可见，基建投资增长的瓶颈主要在于复工进度。

从结构上看，在政策支持下，5G商用、人工智能、工业互联网、物联网等“新基建”的同比增速将以更快速度反弹。但由于传统基建项目在18.2万亿的基建投资中占据80%以上的比重，传统基建的增速对经济的支撑作用更大。

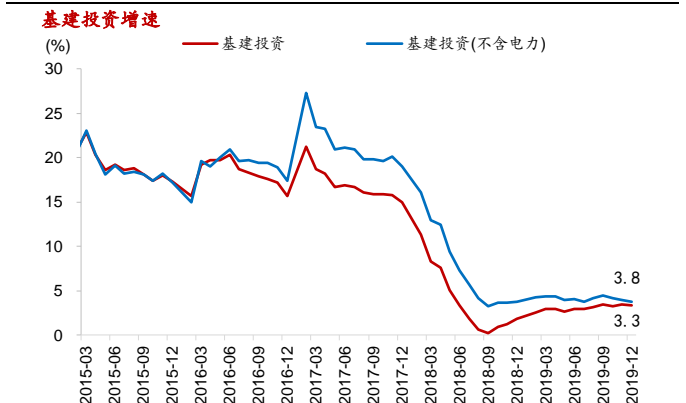
据我们的调研信息，目前基建项目的复工率要显著慢于其他行业。假设3月基建的复工率由30%逐步上升至100%，并假设基建投资额较节前增加80%，且基建项目赶工、3月下旬每周工作6天，那么一季度全口径基建投资增速将滑落至-1.6%（图18），拖累一季度名义GDP增速0.1个百分点。

图 17：一季度专项债发行规模大幅高于去年同期



资料来源：交通部、百度迁徙、招商银行研究院、招银国际证券

图 18：基建投资同比增速



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

制造业投资

制造业投资增速与经济景气度高度相关。企业根据现金流、订单量、利润、库存、产能利用率等指标来进行资本开支规划。疫情冲击下，制造业投资增长面临多重压力：

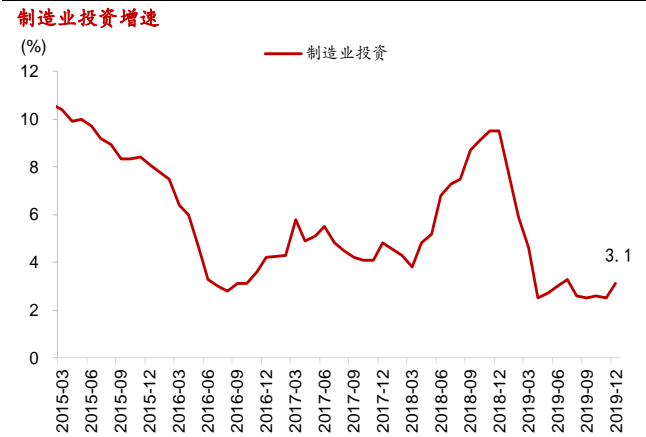
首先，由于很大一部分返工人员面临出行限制和14天隔离要求，企业也需要取得防疫验收许可，复工困难重重。即便已经复工的企业，也可能面临用工难、用工荒、防疫物资和原材料短缺的局面。复产率/产能利用率上升的斜率相较复工率更为平缓，将极大制约制造业企业的资本开支意愿。

其次，制造业的产业链辐射范围极大，疫情对某个行业/企业的冲击将沿产业链扩散/蔓延，可谓“牵一发而动全身”。严格的防疫措施下人流物流受限，供应链/产业链破裂，部分抗风险能力较差的企业/行业可能面临严重困难，拖累整个制造业的运行效率。

再次，疫情冲击下营收承压，加剧了企业现金流的紧张程度。流动性风险也可能沿产业链传导。据招商银行小微企业调研，52.3%的制造业企业预计今年上半年营收将同比减少20%以上，预计营收降幅超过50%的制造业企业占比达9.1%。64.8%的制造业企业表示现金流支撑企业经营的时间在3个月以内，其中不超过1个月的占20%。

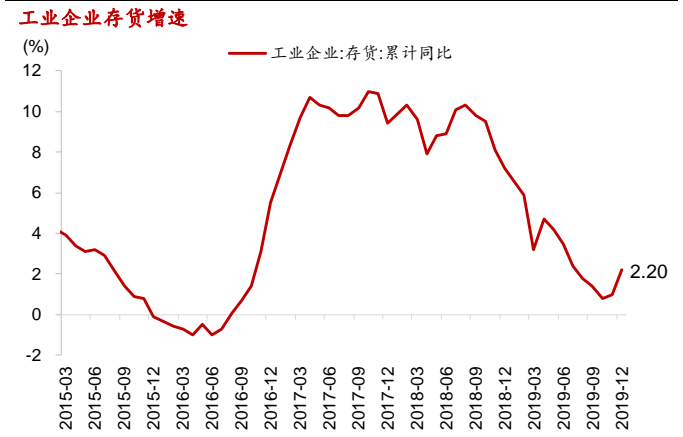
基准情形下，2020年一季度制造业投资增速下滑至-9%（图19），对一季度名义GDP增速产生约0.7个百分点的拖累。相对而言，与基建相关的上游制造业投资或好于下游。此外，还要观察存货投资的变化，截至3月第一周，钢铁、石油焦、煤炭行业的库存数据，较去年末变化分别为228%、2%、-8%（图20）。考虑存货投资的影响，一季度工业品存货同比增加4.9%，拉动GDP同比增速约0.3个百分点。

图19：制造业投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图20：钢铁库存增加或驱动工业企业库存上升



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

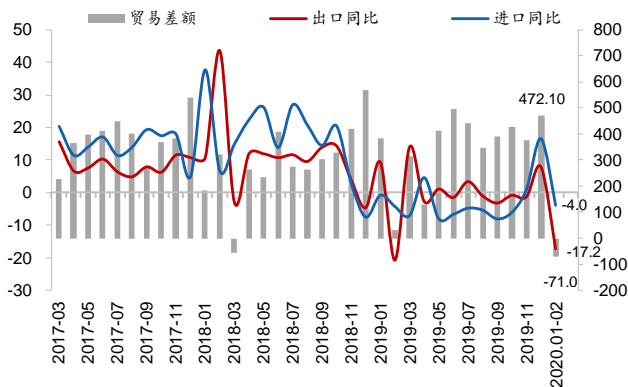
（三）净出口：影响中性

新冠疫情中断了第一阶段贸易协议后我国进出口温和恢复的态势（图21）。2020年1-2月我国出口同比增速-17.2%，进口同比增速-4%，均较2019年12月大幅下滑，贸易差额由正转负，表明疫情对出口产生了显著冲击。预计海外疫情的快速扩散将对我国进出口形成持续的负面影响。

预计一季度出口增长将大幅滑落，原因是疫情对贸易供应链的负面冲击。每年3-4月是海外新订单的下单高峰，海外疫情的快速发展将对我国二季度外需构成负面影响。2月摩根大通全球制造业PMI指数下降3.2至47.2，创2009年有数据以来最低（图22）。此外，3月美联储为应对疫情影响紧急降息50bp，叠加美债利率大幅走低，使得人民币汇率相对升值，不利于二季度的出口增长。

图 21：疫情对进出口产生了显著冲击

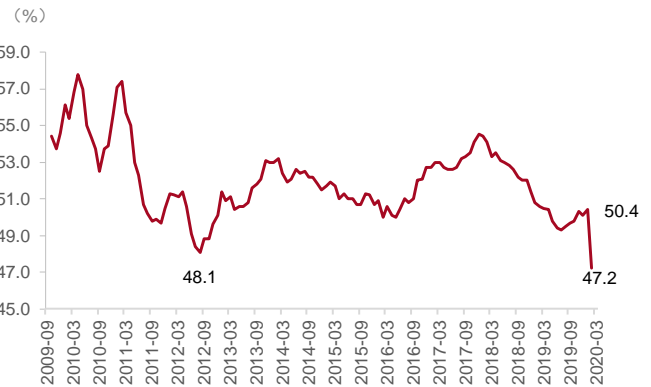
进出口增速及贸易差额



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 22：疫情全球扩散拖累外需

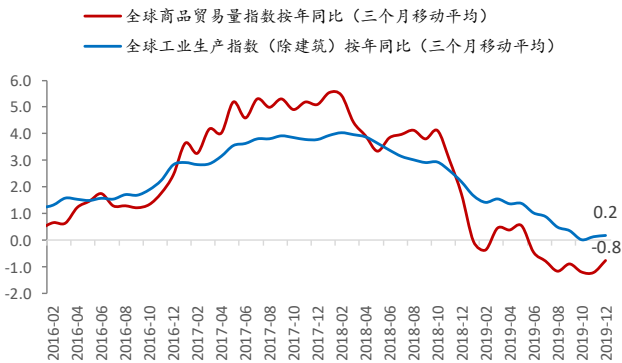
摩根大通全球制造业PMI



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 23：贸易摩擦使得全球贸易活动趋势性下行

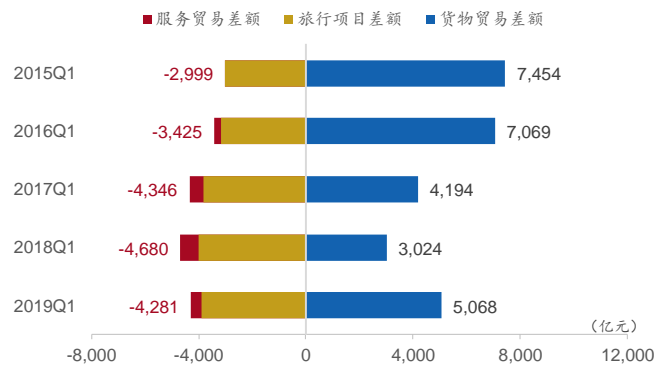
全球商品贸易量和工业生产指数



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 24：我国服务贸易保持较高逆差

2015-2019年一季度服务贸易和货物贸易差额



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

同样，进口增速也受到新冠疫情的拖累。一是疫情拖累国内需求下降使得进口放缓。2020年1-2月我国进口同比增速较前值下降20.5pct，其中对欧盟、日本和东南亚国家的进口均大幅回落。二是出口交付延期和生产“停顿”，使得我国中小企业资金链紧张，叠加复工之后用工短缺、防疫成本增加等不利因素，二季度我国进口也将一定受到影响。三是新冠疫情在海外蔓延将冲击全球产业链和供应链，使本就受贸易摩擦抑制的全球贸易活动“雪上加霜”（图 23）。

值得注意的是，疫情影响下服务贸易逆差明显收敛，对 GDP 形成一定支撑。2017 年以来我国服务贸易一直保持 4,000 亿元以上的逆差（图 24），其中旅行（含留学、旅游、就医）是第一大逆差来源，每年一季度旅行项目逆差约占我国服务贸易总逆差的 90%。新冠疫情爆发后，我国全面暂停团队旅游、海外多个国家对中国大陆居民采取入境限制，将使得服务贸易逆差大幅收窄甚至转正。

预计，我国一季度出口增速将下滑至-12.6%，进口增速降至 0.3%。货物贸易顺差大幅收窄，但同时服务贸易逆差也将大幅收敛甚至转为顺差。两者合计对一季度名义 GDP 增速的影响中性，产生约 0.05 个百分点的拉动。

综合测算，新冠疫情将对我国一季度经济增长形成剧烈冲击。基准情形下，一季度名义 GDP 的增长为-2.5%，消费、投资将分别拖累名义 GDP 增速 1.4、1.1 个百分点。考虑到价格指数的变化，以及近期石油价格的大幅下滑的影响，GDP 平减指数预计下滑至 1.2，对应实际 GDP 同比增速为-3.7%（表 1）。

表 1：2020 年 Q1 经济预测

| 同比增速 | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1-F (基准情形) |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------------------|
| 名义 GDP | 7.4 | 7.9 | 6.4 | 9.6 | -2.5 |
| 实际 GDP | 6.4 | 6.2 | 6.0 | 6.0 | -3.7 |
| 平减指数 | 1.4 | 1.7 | 1.6 | 1.6 | 1.2 |
| 社会消费品零售总额 | 8.3 | 8.4 | 8.2 | 8.0 | -14.3 |
| 全社会固定资产投资 | 6.3 | 5.8 | 5.4 | 5.4 | -7.9 |
| 基建投资 | 3.0 | 3.0 | 3.4 | 3.3 | -1.6 |
| 制造业投资 | 4.6 | 3.0 | 2.5 | 3.1 | -9.0 |
| 房地产投资 | 11.8 | 10.9 | 10.5 | 9.9 | -12.0 |
| 存货 | 3.2 | 3.5 | 1.4 | 2.2 | 4.9 |
| 出口（以美元计） | 1.4 | 0.1 | 0.0 | 0.5 | -12.6 |
| 进口（以美元计） | -4.1 | -3.9 | -4.7 | -2.7 | 0.3 |

资料来源：Wind、招商银行研究院预测、招银国际证券

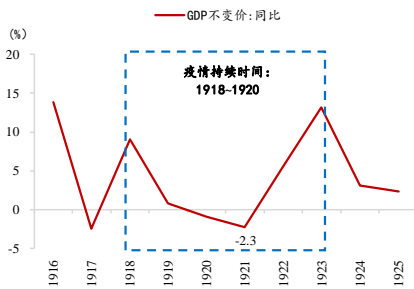
三、下调全年经济展望

（一）疫情冲击之下的增长曲线形态：广义 V 型

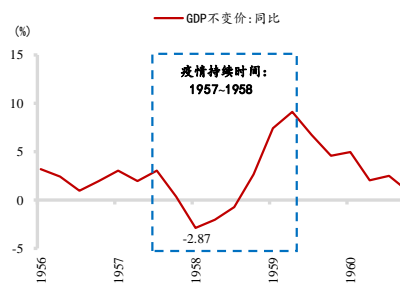
回顾一下历史，可以经验方式确定新冠病毒疫情对经济潜在影响的路径。历史上，在疫情冲击下，经济增长曲线均呈广义的 V 型形态。从 1918 年的西班牙流感到 2003 年的 SARS，V 型垄断了经济曲线的形态（图 25），只有长度和深度的差异。从这个意义上讲，我们不必对长期的增长前景过于悲观。

图 25：疫病冲击下的 V 型经济增长曲线

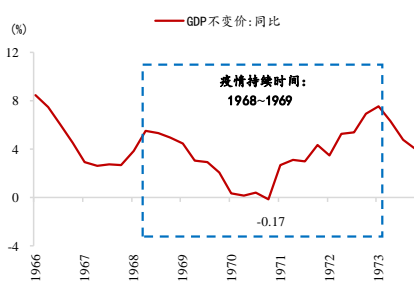
美国实际GDP增速(1918年西班牙流感,美国67.5万人死亡)



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)



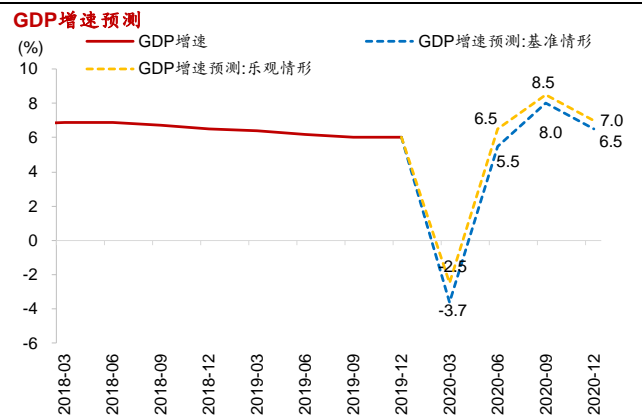
资料来源: Wind、Fred、measuringworth.com、招商银行研究院、招银国际证券

(二) 全年经济增长区间: 4.5%至 5.2%

考虑到海外疫情仍在快速发酵,新冠病毒对经济扰动或将持续,经济 V 型反弹的形态具有很大的不确定性。我们对基准情形的估计是,二季度经济稳步回升,但受制于疫情在海外的蔓延,增速难以回复到趋势增长水平;三季度,随着刺激政策的加码,可能出现报复性增长,明显高于潜在增长水平;进入四季度,冬季来临病毒可能再次活跃,但疫情基本受控,经济增速回到趋势位置(图 26, 27)。

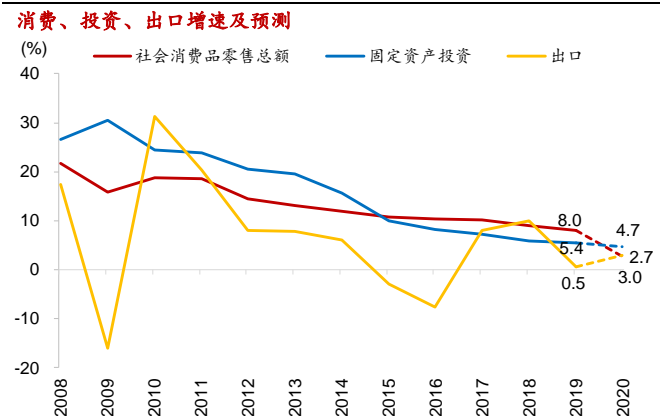
从需求侧看,消费方面,购房、购车等部分需求将随着疫情明朗、防疫力度下降逐步补偿性释放,并对二至四季度的消费增长形成支撑。不过,一季度经济停摆下的部分消费需求并不会延期释放,而是永久消失,例如餐饮和旅游。而疫情对于居民收入的冲击也将制约消费的增长。投资方面,基建作为“稳增长”的主要抓手,增速将持续显著反弹;调控政策因城施策边际放松之后,房地产投资也将自二季度起开始逐步修复;但具备顺周期特征的制造业投资或仍将遇到较大困难,尤其是部分抗风险能力较差、又受到疫情较大冲击的民营企业 and 中小企业,资本开支的能力和意愿都将受到制约。贸易方面,进出口与海外疫情的发展息息相关。

图 26：各季度 GDP 增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 27：基准情形下三驾马车增速预测



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

基准情形下，政策逆周期调节，实际 GDP 增速在二季度反弹至 5.5% 附近，三季度报复性增长到 8.0% 以上的位置，四季度回落到 6.5% 的趋势增速水平，全年经济增长 4.5%。乐观情形的曲线形态一致，反弹力度加大，全年增速 5.2%（表 2）。

表 2：各季度 GDP 增速预测

| 季度 | 2019 | 2020-F | |
|----|------|--------|------|
| | | 基准情形 | 乐观情形 |
| 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 |

资料来源：Wind、招商银行研究院预测、招银国际证券

四、政策响应：行动的勇气

新冠疫情冲击极大地加剧了整个经济的系统性风险。企业无法正常生产经营，但仍需如期支付租金、员工工资、贷款本息等刚性开支；居民收入减少，但仍需支付房贷、租金和其他日常生活开支。疫情冲击下生产活动“暂停”，使得不少市场主体的流动性和偿付能力遭受巨大冲击，尤其是高杠杆的企业和居民。

考虑到疫情冲击的普遍性和经济主体连接的广泛性，若不妥善处理目前的流动性危机，金融稳定可能遭受严峻挑战。从这个意义上讲，当前逆周期调节“加码”，不仅是为了实现经济社会发展目标，更是为了防范系统性风险。

（一）货币政策：稳信心、调结构

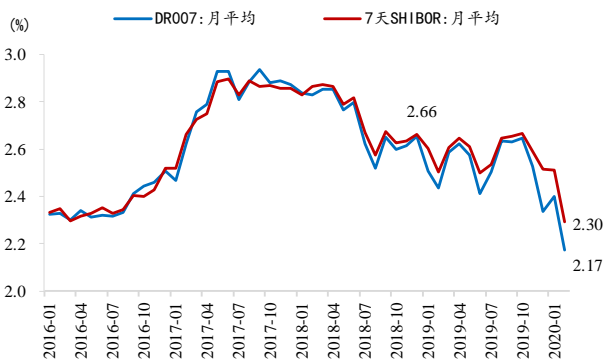
货币政策并非疫苗，无法取代防疫政策。新冠病毒对经济的冲击首先体现在供给侧，而理论上货币政策无法应对供给侧冲击。“降息”无法让被隔离/感染的人群重新工作，也无法让疫病爆发期间被迫关闭的餐厅重新开张。

但是，经济活动停顿，供给侧冲击会向需求侧传导。企业部门经营陷入困境，将直接通过减薪、裁员传导至居民部门，打击消费及消费者信心。消费者收入下降、信心受挫，将拖累企业的销售及投资，并进一步冲击居民收入。如此往复，形成恶性循环。因此，货币政策客观上仍然需要对疫情做出响应，一方面稳定企业和居民的预期，另一方面推动经济修复，防范信用收缩，缓释流动性风险。

2月3日开市以来，货币政策的响应是快速的：数量上，央行通过公开市场操作释放充裕的流动性（图 28），并通过再贷款、再贴现、财政贴息等方式和政策性银行主动扩表（共计 1.15 万亿元）。价格上，各期限主要政策利率全面下移 10bp（图 29）。货币政策为应对疫情还凸显了结构性特征：支农支小再贷款利率下行 25BP；针对疫情防控重点保障企业的“定向降息”落地，确保其实际融资成本低于 1.6%；小微贷款利率有所降低。此外，监管容忍度相应提高，资管新规过渡期或将适当延长。

图 28：2019 年 11 月以来货币市场利率大幅下行

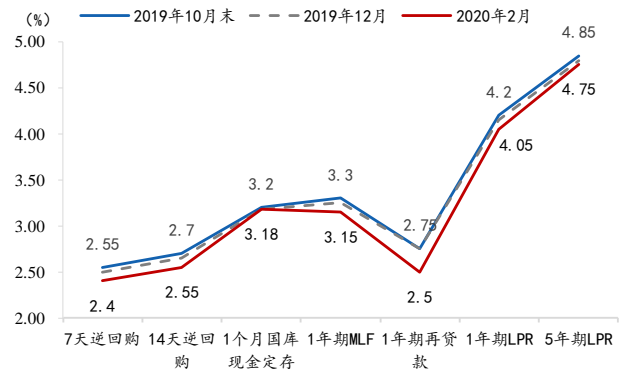
DR007和Shibor走势



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 29：各期限政策利率全面下移

2019年11月以来各期限政策利率情况



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

未来货币政策操作的节奏与力度将主要取决于海内外疫情发展与经济修复的情况，预计政策的宽松基调将延续至经济企稳的明确信号出现。

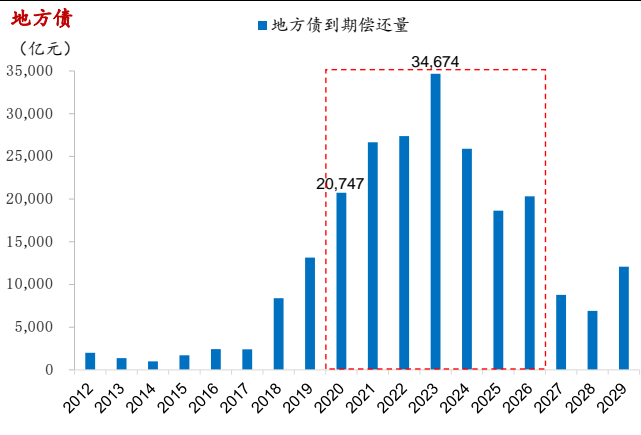
数量型操作上，一、二季度流动性有望保持充裕，并进一步凸显结构性特征。对中小银行定向降准，加大对制造业、基建、新消费、民营小微企业的信贷支持力度，通过 PSL 支持基建等政策有望落地。普遍性政策需要等待财政政策发力，进而再通过（全面）降准和降息予以配合。节奏上，全年有望继续降准 2 次（合计 100 bp），分别在年中和三季度末落地。

价格型操作上，未来仍需下调 MLF 利率以降低实体经济融资成本。美联储的大幅降息使得 3 月 MLF 降息的概率进一步上升。各期限政策利率或将同步下调，降息幅度可能仍在 5-10bp 之间，显著低于美联储的降息幅度。存款基准利率也有望下调，可能会低于贷款利率下降幅度。全年 MLF 利率有望下调 20-30bp，与压缩“加点”交替进行，推动 1 年期 LPR 在年末降至 3.9%，5 年期 LPR 降至 4.7%。

(二) 财政政策：减税增支，挖潜增效

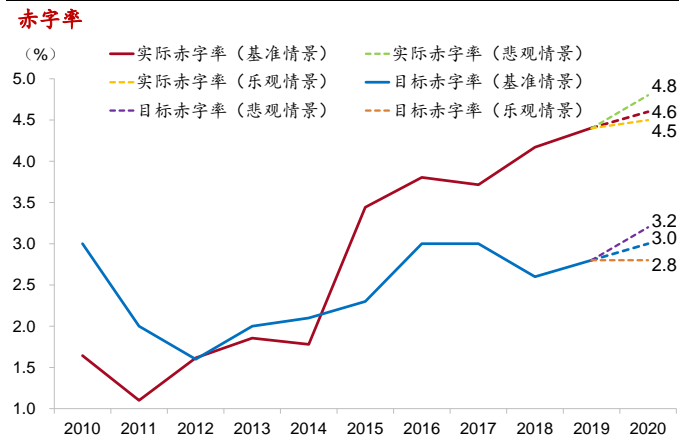
经历前几年大规模的减税降费后，今年我国财政收支平衡压力明显加大，新冠疫情的冲击使得收支矛盾进一步凸显（图 30）。目前，财政部门主要从加大财政支出、推进阶段性减税降费，以及撬动货币金融资源及市场资金形成合力三个方面应对新冠疫情给经济带来的负面影响。

图 30：地方政府债务偿还即将迎来高峰



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

图 31：今年赤字率将进一步提高



资料来源：Wind、招商银行研究院、招银国际证券

首先，加大财政支出力度。截至3月4日，各级财政已安排疫情防控补助资金超过1,145亿元。其次，推进阶段性减税降费。目前，财政对提供公共交通运输服务、生活服务，以及为居民提供必需生活物资的快递收派服务取得的收入，免征增值税。同时，财政部门还出台了阶段性的减免企业社保费、医保费和实施缓缴住房公积金等一揽子政策，预计可为企业减负6,000亿元。再次，撬动货币金融资源及市场资金形成合力。一是增加贴息资金规模，对相关银行贷款进行贴息，确保重点物资生产企业实际融资成本低于1.6%；二是全国PPP（政府和社会资本合作）利用区块链等最新技术实现了升级换代，提高了信息校验度和准确性，提高对社会资本参与相关项目建设的吸引力。

展望全年，考虑到地方政府偿债高峰来临、财政收入增收乏力以及减税降费空间有限等因素的制约，以及疫情对经济带来的冲击，今年实际财政政策的执行大概率将较去年底中央经济工作会议的定调更为积极。预计至少将目标赤字率上调至3%（图 31），新增专项债额度将进一步提高，PSL等政策性金融工具仍有发力空间，特别国债也成为备选政策之一。此外，预计各级政府还将进一步盘活结转结余、政府性基金、国有资本经营收入等各类资金。

支出方面，除为应对疫情而大幅提高卫生健康领域的财政支出比重外，财政支出资金也将进一步向受疫情影响较大的地方倾斜。同时，预计各级政府还会继续加大对内挖潜力度，大力压减一般性支出，确保基层的工资、运转和基本民生，以及具有乘数效应的重点领域资金。此外，财政资金也将继续保障“三大攻坚战”方面的资金需求，尤其是精准脱贫工作的全面完成。

五、结论：“休克”抗疫，“刺激”疗伤

我国以经济近乎全面停摆的代价，夺取了抗击新冠疫情的阶段性胜利；相较之下，海外的“佛系”流感式防疫似乎难以有效遏制新冠病毒的传播，疫情仍处在加速扩散阶段。这也使得我国防疫的重心逐步从“内防扩散”转向“外防输入”。

前瞻地看，新冠肺炎或将演变为类似流感的季节性疾病，与人类长期共存。在疫苗问世之前，疫情防控将扩大社会距离，对全社会的生产、消费、投资和贸易活动持续施加负面影响。全球经济都将在上升的防疫成本下艰难运行。

基准情形下，2020年我国的经济增速将呈现出广义的V型形态。在一季度消费和投资受到重创后，二至四季度经济反弹力度具有不确定性。乐观情形下，3月起复工复产进度快于预期，GDP增速将自二季度起补偿性反弹，此后维持在超过潜在增速的水平，全年可望实现5.2%增长。基准情形下，海外疫情持续蔓延，经济生活与新冠病毒共存，疫情防控成为“持久战”，全年增长4.5%。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：(1) 发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；(2) 他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）(1) 并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；(2) 不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；(3) 没有在有关香港上市公司内任职高级人员；(4) 并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

| | |
|-----|------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15% |
| 持有 | : 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10% |
| 未评级 | : 招银国际证券并未给予投资评级 |

招银国际证券行业投资评级

| | |
|------|--------------------------|
| 优于大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标 |
| 同步大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若 |
| 落后大市 | : 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。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，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D) 在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构属制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。