

# “疫”苦思甜

## ——2020年下半年宏观经济展望

宏观中期报告

■ “疫”来如山倒，“疫”去如抽丝。一季度GDP陡降，二季度疫情渐行渐远，经济活动在短暂搁浅后扬帆起航，但复苏力度不一。基建与房地产迎头赶上，而“报复性消费”未见踪影，市场起起落落。如何解释这些现象？下半年宏观经济、政策、资本市场何去何从？我们预计消费、投资、股市表现差别仍比较大，可谓“疫”视不同仁。

### ■ 消费“疫”去难返：

- 消费倾向较高的低收入人群因为所从事的行业难以居家办公而受到疫情的冲击最大，是消费复苏疲弱的一个重要原因。疫情期间不能居家办公的人群的收入所受的影响一般比较大，恰恰低收入人群所从事的行业居家办公的可行性比较低。比如，有研究表明疫情期间美国食品行业居家办公的比例大约为20%，而商业金融、计算机行业可居家办公的比例高于60%。与此相应，美国年收入1万美元到1.9万美元的人群能居家办公的比例略高于30%，而年薪在7万美元以上的人群能居家办公的比例则接近60%，英国亦有类似情况。
- 信贷支持多、现金补贴少，企业支持多、家庭支持少的政策组合对消费的支撑作用有限，加上失业保险机制不成熟、疫情推升储蓄率，下半年消费或仍是弱复苏。截止5月初，我国本轮疫情的财政纾困金额约为2019年GDP的2.6%，低于主要经济体的8%-20%。居民失业金、补贴、消费券总计约为GDP的0.2%，而主要经济体的现金补贴约为GDP的1.5%-7%。我国失业保障体系尚不成熟，亦难让受疫情影响较大的低收入人群得到实质性的帮助。一季度领取城镇失业保险金人数同比逆势下滑11.5%。即使疫情消失，居民的消费倾向也未必很快回到从前，比如，研究表明2022年美国居民的储蓄率或仍将比疫情之前高5个百分点。

■ 投资“疫”苦思甜。2020年中国广义财政赤字率或接近15%，较2019年增加5个百分点左右，而货币政策仍有降准降息空间。基建下半年增速高点可能接近15%，居民购房刚需减弱，投资性需求反弹，房地产投资稳健复苏。制造业总体仍将呈现相对疲弱态势，“纾困”政策支持不可或缺。下半年GDP增速同比高点或破6%，全年或在2.4%左右。CPI同比大概率趋势放缓，全年或在2.7%，PPI通缩程度或减轻，全年同比或为-2.1%。

■ 市场一“疫”带“水”。下半年利率或处于波动状态，充裕的流动性一方面从配置角度支撑市场，另一方面企业则因低息融资而增厚收益。从海外资金来看，疫情渐缓，国际宏观环境或已进入实体疲弱、流动性充裕、市场风险偏好回升阶段，国际资本流入到新兴市场的动机上升。下半年市场情绪、中美股市PE估值差、人民币汇率等因素增添外资增配中国资产的动力。不过，中美贸易摩擦升级风险，以及海外疫情可能反复或增添变数。

**风险提示：**第二波疫情可能出现的风险；国际政治风险提高，大国摩擦加剧；发达经济体市场重启与货币政策外溢的风险

### 分析师

张文朗 (执业证书编号：S0930516100002)  
021-52523808  
[zhangwenlang@ebsecn.com](mailto:zhangwenlang@ebsecn.com)

黄文静 (执业证书编号：S0930516110004)  
010-56513039  
[huangwenjing@ebsecn.com](mailto:huangwenjing@ebsecn.com)

郭永斌 (执业证书编号：S0930518060002)  
010-56513153  
[guoyb@ebsecn.com](mailto:guoyb@ebsecn.com)

周子彭 (执业证书编号：S0930518070004)  
021-52523803  
[zhouzipeng@ebsecn.com](mailto:zhouzipeng@ebsecn.com)

邓巧锋 (执业证书编号：S0930517100005)  
021-52523805  
[dengqiaofeng@ebsecn.com](mailto:dengqiaofeng@ebsecn.com)

刘政宁 (执业证书编号：S0930519060003)  
021-52523806  
[liuzn@ebsecn.com](mailto:liuzn@ebsecn.com)

### 联系人

郑宇驰  
021-52523807  
[zhengyc@ebsecn.com](mailto:zhengyc@ebsecn.com)

## 目 录

1、 引言：“疫”视不同仁.....	4
2、 消费，“疫”去难返.....	5
3、 投资，“疫”苦思甜.....	10
基建持续反弹.....	11
购房：刚需走弱，投资走强.....	12
制造业投资继续承压.....	13
出口低迷，警惕中美贸易摩擦升级.....	13
4、 市场，一“疫”带“水”.....	14
5、 风险提示.....	18

## 图 目 录

图 1：新冠及 SARS 期间中国社消零售.....	4
图 2：疫情对美国经济增加值的冲击.....	4
图 3：美国不同收入人群可居家办公比例.....	5
图 4：英国不同收入人群可居家办公比例.....	5
图 5：美国不同行业可居家办公的比例.....	6
图 6：英国不同行业可居家办公的比例.....	6
图 7：美国各州的失业救助金（补贴前 vs. 补贴后）.....	7
图 8：本次疫情期间各国财政救济对 GDP 之比.....	7
图 9：我国对企业支持比较多，家庭支持较少.....	7
图 10：中国城镇领取失业保险金人数.....	8
图 11：社保参保情况.....	8
图 12：收入及消费变动预期（分收入组）.....	8
图 13：我国历史上补贴用于消费的比例.....	8
图 14：疫情推高美国居民储蓄率.....	9
图 15：社零分项同比增速指数（2003）.....	9
图 16：社零分项同比增速指数（2020）.....	9
图 17：不同口径财政赤字率.....	10
图 18：基建投资项目申报金额和同比增速.....	11
图 19：基建项目分行业申报金额.....	11
图 20：全国基建项目分行业投资金额与项目申报金额之比.....	11
图 21：2020 年专项债偏向基建.....	12
图 22：2020 年基建投资资金来源占比预测.....	12

图 23：按金融资产分组住房投资意愿指数（一季度） .....	12
图 24：2020 年各工业行业出口增速预测 .....	14
图 25：2020 年出口对各行业营业收入影响的预测 .....	14
图 26：中国从美国进口基准和潜在目标 .....	14
图 27：第一季度同比增速和全年潜在目标增速 .....	14
图 28：上市公司现金流指标 .....	15
图 29：国际宏观环境变化的三个阶段 .....	16
图 30：三种情景下，国际资本逐月流入权益市场情况 .....	17
图 31：A 股各行业外资持有市值占流通市值比重 .....	17
图 32：区域城投债发行量与区域财政收入的关系 .....	17
图 33：区域城投债净融资量与区域债务/GDP 的关系 .....	17
图 34：区域专项债发行量与财政收入的关系 .....	18
图 35：区域专项债发行量与区域债务负担的关系 .....	18
图 36：各行业出口占营业收入比重（2019 年） .....	18

## 1、引言：“疫”视不同仁

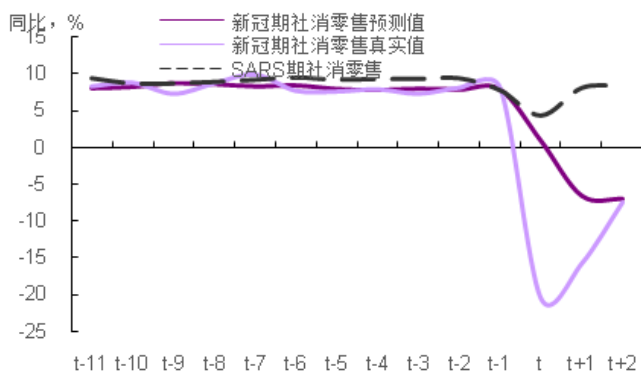
2020 年一季度实际 GDP 同比下滑 6.8%，为 1992 年公布季度数据以来的最低值。国内疫情渐行渐远，消费和投资三月下旬之后逐步复苏，但是各领域复苏力度不一。具体而言，投资复苏力度好于消费。新冠疫情对消费的短期冲击不仅远大于 SARS 同期，也大幅超过市场预期（图 1），所谓的“报复性消费”并未到来。

如何解释这些现象？下半年宏观经济、政策、资本市场何去何从？要回答这些问题，我们还从疫情冲击的性质和政策应对说起。虽然新冠疫情对中国经济的供应与需求都产生了冲击，但疫情对经济冲击的根源在于供应端。在供需均受到负面冲击的情况下，如果需求端受到的影响大于供应端，结果是量价齐跌，但如果是供应端受到的影响大于需求端，结果会量跌价升。

今年一季度我国 GDP 增速陡降，但是 GDP 平减指数仍然上升，正是量跌价升的体现。与此不同，2008 年全球金融危机爆发后，我国 GDP 增速从 2008 年 3 季度的 9.5% 跌至 2009 年一季度的阶段性低点 6.4%，但 GDP 平减指数跌幅更大，从 2008 年 9 月份同比 9% 左右跌至 2009 年 2-3 季度的 0 以下。

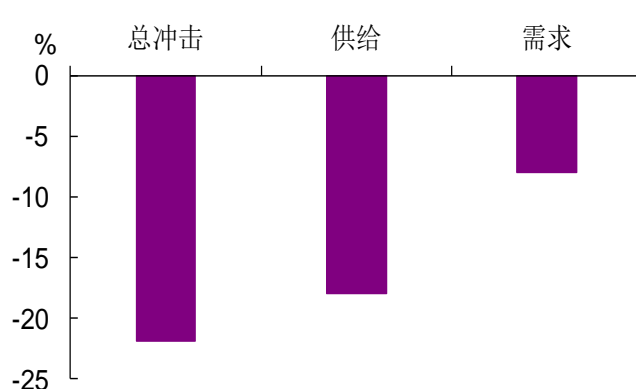
多个因素导致供应端受到的影响大于需求端。比如，为防止疫情快速扩散，中国“快刀斩乱麻”，各级政府采取了异常严格的管控措施，生产受到很大的影响。同时，与其他经济体相比，我国独特的大规模春节民工返工受阻也加剧了供应端的冲击。有研究<sup>1</sup>发现，即使像美国这样没有采取严格疫情管控、也没有大规模异地工作人群的国家，疫情对供应端的影响也可能大于需求端（图 2）。

图 1：新冠及 SARS 期间中国社消零售



资料来源：Wind，光大证券研究所。t:2020 年 2 月和 2003 年 5 月，n 为距离基期 t 的月份

图 2：疫情对美国经济增加值的冲击



注：相对于疫情前水平的下降幅度，一阶冲击

资料来源：Del Rio-Chanona, R M, P Mealy, A Pichler, F Lafond and J D Farmer (2020), "Supply and demand shocks in the COVID-19 pandemic: An industry and occupation perspective", Covid Economics, 6: 65-104.

疫情对供应端的冲击大于需求端，因此宏观政策主要是针对供应端“对症支持”而不是重走大幅刺激需求的老路。过去几个月来，我国宏观政策正是沿着这个方向推进，“对症支持”政策包括减税降费、补贴、给予企业贴息和

<sup>1</sup> Del Rio-Chanona, R M, P Mealy, A Pichler, F Lafond and J D Farmer (2020), "Supply and demand shocks in the COVID-19 pandemic: An industry and occupation perspective", Covid Economics, 6: 65-104.

低息贷款，帮助企业渡过难关。美国应对疫情的政策也有类似的特征，其财政救助金额虽然较大，但与次贷危机时相比，侧重点明显不同。次贷危机时的救助主要用于拯救金融部门，之后的财政法案更倾向于促进就业，刺激需求，而这次美国政府的救助措施更倾向于短期纾困。**与主要经济体相比，我国宏观政策呈现信贷支持较多、现金补贴较少，企业支持较多、家庭支持较少的特征，这是我国消费以及制造业投资复苏不及预期的原因之一。**

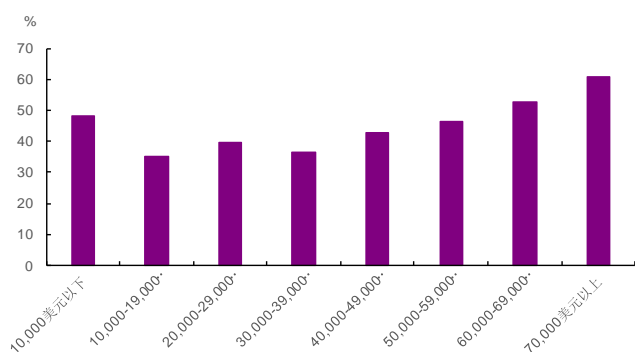
随着复工复产推进，疫情的冲击从供应端传导至需求端，这一方面源于经济内生演变逻辑，另一方面也跟政策有关。展望下半年，如果对居民的纾困没有明显变化，预计消费复苏可能仍然比较缓慢，基建和房地产投资继续反弹，但外需疲弱继续压制制造业复苏。境内外充裕的流动性利好资本市场，不过要警惕中美贸易关系波动可能带来的风险。简而言之，消费、投资、市场表现差异或比较大，可谓“疫”视不同仁。

## 2、消费，“疫”去难返

不仅社消复苏远弱于预期，截止4月底，酒店入住率、航班客运量、消费客流量仅恢复到年前水平的20%-52%，五一假期的旅游人数与收入分别同比下滑41%和60%，虽然比清明期间61%和81%的同比降幅有所缩窄，但是远低于SARS消退后第一个黄金周（十一）10%以上的同比正增长（受疫情影响，2020年春节黄金周、03年五一旅游数据未公布）。

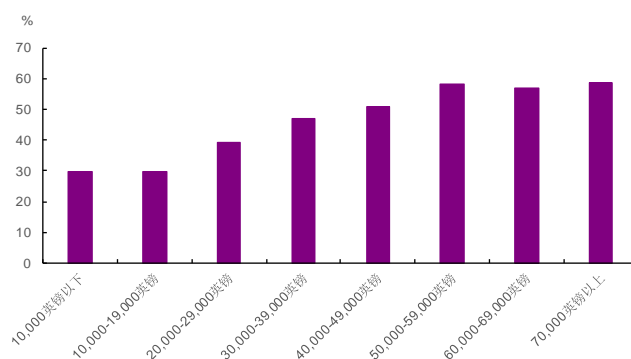
消费复苏弱，一方面可能因为疫情尚未完全消失，大家仍然“心有余悸”，不敢出去消费，但另一方面也跟疫情的影响不均有很大关系。疫情对低收入人群的影响可能更大，而低收入人群恰恰消费倾向比较高，结果总体消费受到的抑制比较大。国外的研究数据<sup>2</sup>也可以证明这一点，新冠疫情期间，美国年收入1万美元到1.9万美元的人群能居家办公的比例略高于30%，而年薪在7万美元以上的人群能居家办公的比例则接近60%（图3），英国亦有类似情况（图4）。

图3：美国不同收入人群可居家办公比例



资料来源：dams-Prassl, A, T Boneva, M Golin and C Rauh (2020), “The large and unequal impact of covid-19 on work”, VoxEU.org, 8 April.

图4：英国不同收入人群可居家办公比例

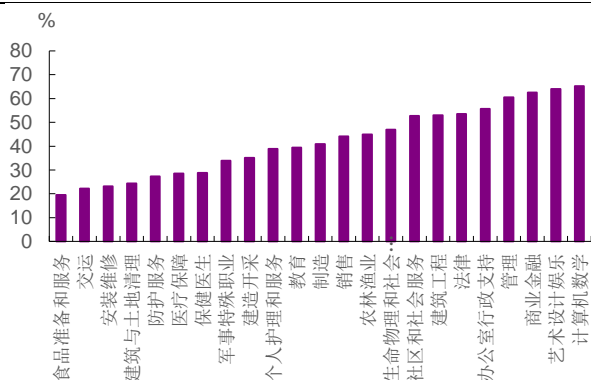


资料来源：dams-Prassl, A, T Boneva, M Golin and C Rauh (2020), “The large and unequal impact of covid-19 on work”, VoxEU.org, 8 April.

<sup>2</sup> dams-Prassl, A, T Boneva, M Golin and C Rauh (2020), “The large and unequal impact of covid-19 on work”, VoxEU.org, 8 April

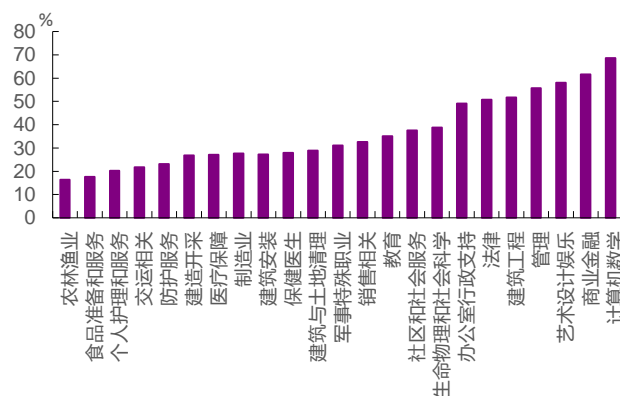
这是因为不同行业能够居家办公的可行性不一样，低收入行业居家办公的可行性低，而高收入行业居家办公的可行性比较高。研究<sup>3</sup>表明，新冠疫情期间，美国食品行业可居家办公的比例大约为 20%，安装维修可居家办公的比例大约 23%，而商业金融、计算机行业可居家办公的比例高于 60%（图 5），英国亦有类似情况（图 6）。

图 5：美国不同行业可居家办公的比例



资料来源：dams-Prassl, A, T Boneva, M Golin and C Rauh (2020), "The large and unequal impact of covid-19 on work", VoxEU.org, 8 April.

图 6：英国不同行业可居家办公的比例

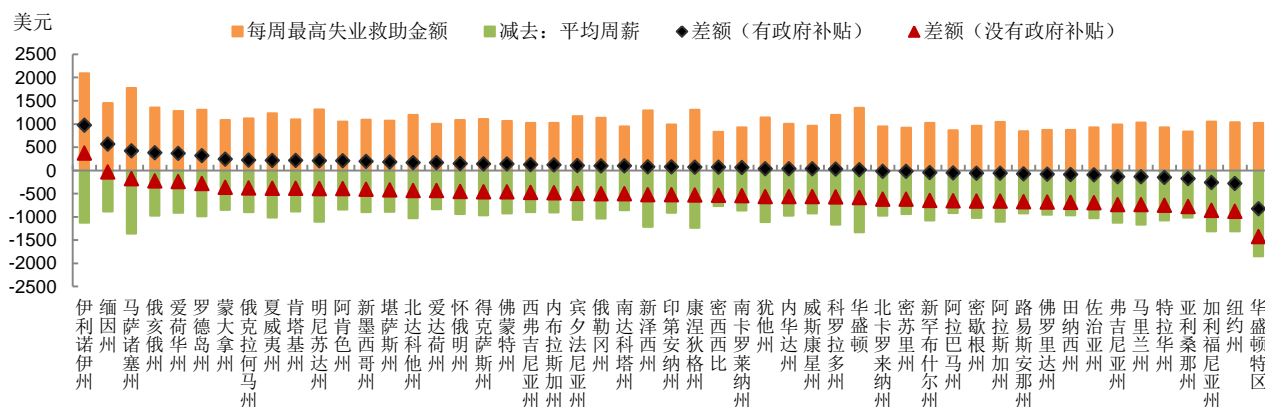


资料来源：dams-Prassl, A, T Boneva, M Golin and C Rauh (2020), "The large and unequal impact of covid-19 on work", VoxEU.org, 8 April.

这种情况下，美国政府对家庭的救助力度就比较大。我们的计算表明，美国《新冠病毒救助和经济保障法案》补贴后的平均失业金与非农行业平均工资基本相当（图 7）。从全国来看，补贴后的平均失业金为每周 1100 美元，高于当前非农行业 1030 美元的平均周薪。也就是说，对低收入者而言，补贴后的失业金可能还会高于工资收入。另外，美国国会还曾通过了两部抗疫救助法案，它们对居民部门的支持力度也都大于企业。其《应对新冠疫情家庭优先法案》的支出总额约为 2000 亿美元，措施包括要求企业为员工提供带薪病假和照顾家人的病假；为美国公民提供免费病毒检测；为弱势群体提供额外的营养支持。

<sup>3</sup> dams-Prassl, A, T Boneva, M Golin and C Rauh (2020), "The large and unequal impact of covid-19 on work", VoxEU.org, 8 April

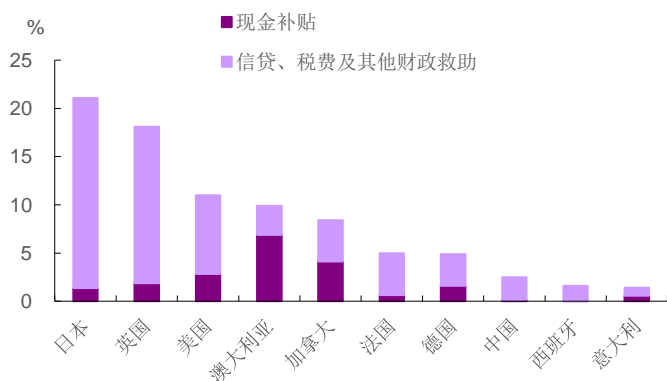
图 7：美国各州的失业救助金（补贴前 vs. 补贴后）



资料来源：FileUnemployment.org, Wind, 光大证券研究所计算

我国自疫情发生以来及时出台了一系列财政纾困政策，但力度比较温和。根据 IMF 的估算，截止 5 月 1 日，我国疫情期间的财政纾困金额约为 2.6 万亿元人民币，相当于 2019 年 GDP 的 2.6% 左右，而日、英、美、加则为 8.4%-20.1%。从结构来看，我国信贷支持较多、现金补贴较少，企业支持较多、家庭支持较少（图 8-9），居民失业金、补贴、消费券总计大约为 2019 年 GDP 的 0.2% 左右。澳大利亚、美国、加拿大、德国、日本、英国现金补贴对各自 2019 年 GDP 之比在 1.4%-6.9%。

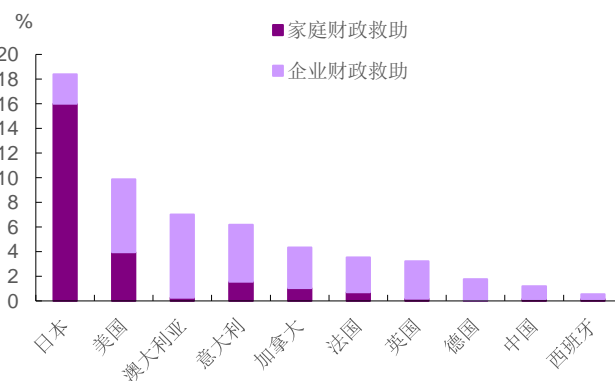
图 8：本次疫情期间各国财政救济对 GDP 之比



资料来源：IMF, 光大证券研究所

注：财政救助规模数据截至2020年5月1日，GDP为2019年水平。

图 9：我国对企业支持比较多，家庭支持较少



资料来源：IMF, 光大证券研究所

注：数据为财政救助规模占GDP之比，其中财政救助规模数据截至2020年5月1日，GDP为2019年水平。

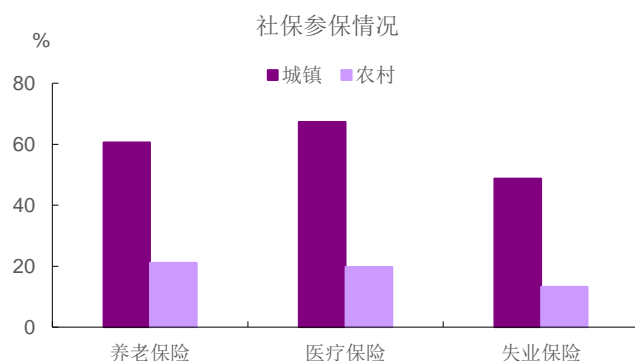
此外，我国失业保障体系不成熟，难以让受疫情影响较大的低收入人群得到实质性的帮助。我国 2020 年一季度城镇领取失业保险金只有 201 万人，同比逆势下滑了 11.5%（图 10）。我国失业保险覆盖面较窄，申领门槛高，覆盖面不够广，申领程序较复杂。根据中国家庭金融调查与研究的数据中心的数据显示，农民工三类社保的参保占比都远低于城镇职工，而农民工受疫情影响更大（图 11）。

图 10：中国城镇领取失业保险金人数



资料来源：Wind。数据截止至 2020 年一季度

图 11：社保参保情况



资料来源：中国家庭金融调查与研究中心，西南财经大学。2020 年 4 月调研。

截至 2018 年底，我国失业保障基金余额已达 5817 亿元，今年一季度的发放比例仅为 1% 左右，资金利用效率有待提升。同时失业保障政策权利义务不对等，给付标准偏低。采用了失业保险型（按工资比例）的缴费模式，却是失业救济型的补助模式（按最低工资标准设定的固定金额）。一般而言，发达国家失业金替代率在 50%-60% 之间，发展中国家在 40%-50% 之间，而我国替代率却一直停滞在 18%-25% 之间<sup>4</sup>。

中国家庭金融调查与研究中心的数据显示，低收入群体的消费倾向高、储蓄率低，但在本次疫情中受到冲击较大，生活开支紧张，未来消费恢复的预期较弱(图 12)，年收入在 3 万以下的家庭感觉生活开支紧张的比例接近 80%，而年收入 20 万以上的家庭生活开支紧张的比例不到 20%。<sup>5</sup> 历史经验表明，类现金的消费券、现金补贴和税收返还对额外消费拉动大约达到补贴金额的 16-40%，且低收入者补贴用于消费比例高(图 13)。这种情况下，收入下滑，补贴不足，加剧了消费下滑压力。

图 12：收入及消费变动预期（分收入组）

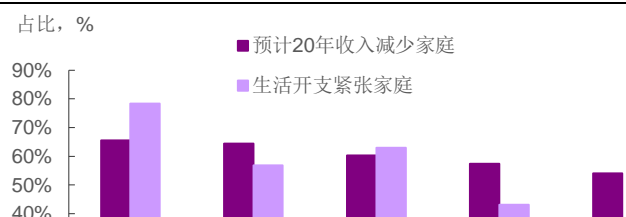
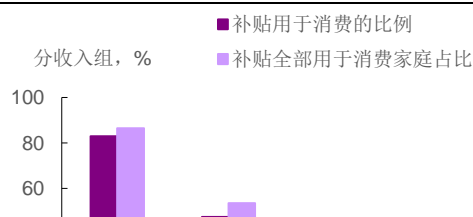


图 13：我国历史上补贴用于消费的比例



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\\_4788](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4788)

