

海外疫情蔓延压力下的中国经济

核心内容:

★当前，新冠疫情呈全球加速蔓延态势，形势不容乐观。截至3月31日中国境外累计确诊超68.7万例，病亡超过3.4万例（本报告完成时4月1日上午已经超过77万例，病亡超过3.8万例），新冠疫情已经成为1918年大流感以来最严重的全球大流行瘟疫，境外病亡率高达4.97%，显著高于中国水平（湖北以外地区死亡率不到1%，含湖北地区病亡率4.05%）。确诊病例、死亡病例已经达到了境内的8-10倍，且毫无减速迹象（图1、2）。美欧主要经济体疫情均处于疫情严重蔓延态势之中，欧洲确诊累计突破40万大关，已是中国总确诊数的5倍；美国日新增病例在2万例以上，累计确诊已超过16万例，累计死亡超3000例。针对全球大流行的态势，医学专家张文宏等判断，疫情在今年夏天结束基本已经不可能，而美国政府预计形势显著好转至少需到今年6月份。

★我们预计本次由于全球抗疫所致的经济停滞性衰退，可能使得出口直接下滑20%以上，这样出口额度基本回到了2014-2015年的状态，影响最严重预计在第2季度。如果疫情持续时间过长，那么全年净出口对GDP的冲击与2009年类似。

★海外疫情蔓延导致全球需求萎缩对于国内工业生产的影响也较显著。从目前看虽然内需主导中国经济，但出口仍然在我国工业生产动力中占有重要地位。加入WTO后的5年，我国与出口相关的工业生产达到顶峰，2005年我国工业生产中约19.6%与外贸有关。近年来随着国内消费的兴起，我国工业生产更多转入对内服务，但2019年仍然有约11.7%的工业生产是为外贸服务。换言之，我国出口减少会影响近11%的工业生产，如果出口减少20%，预计拉低工业增加值约2.2个百分点。

★我们综合判断，一季度经济负增长是大概率事件，全年经济预计同比增长2.7%左右。综合来看，1季度GDP会出现较大幅度的下滑，2季度GDP有望重新回到正增长，3、4季度增长速度加快。如果2季度我国持续推出稳增长措施，同时货币政策能有所放开，尤其是监管政策有所放松，那么经济增长反弹修复将会比我们预计的要更为迅速。

★政策建议：从危机的形成机理和作用机制出发，当前我们可能面临的疫情经济危机可能并非简单通过扩张货币信贷，增加投资，刺激有效需求就可以有效应对，政策操作需要精准、精细。货币政策固然需要宽松，整体降低全社会包括政府的融资成本以支持实体经济复苏，但是货币政策的作用有其边界，并非万能；更加关键的是财政政策应该果断扩张，突破3%的赤字率上限，全力支持经济复苏，但是如何操作当前所需的扩张性财政是一个关键问题，政策操作需要更加精准、精细。我们坚信，立足于坚持深化改革开放以及弥补一系列体制机制短板，向改革要动力，向开放要活力，中国经济就能发挥韧性强、潜力足、回旋空间大的特性，无论面对怎样的世界风云变幻也能够办好自己事的基础上，争取国内经济社会的平稳发展。未来，一旦全球疫情过去，中国必将迎来经济社会发展新的高度，对此我们应保持积极乐观态度。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515030003

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 6656 1871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目 录

一、海外疫情对经济形势影响特点与判断	3
1. 海外疫情发展形势不容乐观	3
2. 疫情对于世界经济损害的独特影响机制判断	5
二、疫情压力下本年度中国经济增长形势的判断	8
1. 外贸领域：海外疫情蔓延对我国经济的直接影响	8
(1) 出口减少对 GDP 的冲击	9
(2) 出口减少对工业生产的影响	11
2. 海外扩张性政策：对中国经济与金融市场的间接外溢影响	12
3. 中国本年度经济增长的判断	14
三、中国应对当前经济形势的政策建议	16
1. 疫情对经济的影响及宏观政策面临的主要矛盾和问题	16
2. 宏观政策逆周期调节需要果断发力但应注意精准和精细	17

图表目录

图 1: 全球感染病例累计密度分布示意图	3
图 2: 全球疫情严重国家每日新增病例	4
图 3: 中国出口增速对比 (%)	8
图 4: 2020 年出口走势预判 (%)	9
图 5: 2009 年净出口对 GDP 的拉动为负 (%)	10
图 6: 中国出口全球主要贸易伙伴国占比 (%)	10
图 7: 中国进口全球主要贸易伙伴国占比 (%)	11
图 8: 出口占工业的比值 (%)	12
图 9: 2020 年中国 GDP 增速走势预测 (%)	15
表 1: 美韩两国检测力度对比	5
表 2: 全球疫情重点国家推出的社交隔离措施一览	7
表 3: 中国 GDP 预期 (%)	15
表 4: 2020 年各行业对 GDP 的拉动 (%)	16

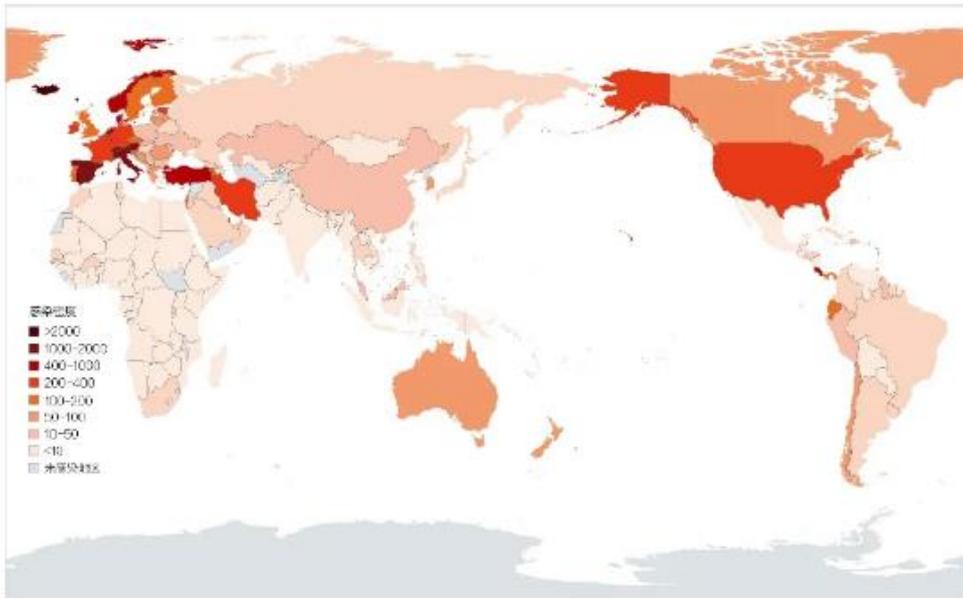
一、海外疫情对经济形势影响特点与判断

1. 海外疫情发展形势不容乐观

当前，新冠疫情呈全球加速蔓延态势，形势不容乐观。截至3月31日中国境外累计确诊超68.7万例，病亡超过3.4万例（本报告发布时4月1日上午已经超过77万例，病亡超过3.8万例），新冠疫情已经成为1918年大流感以来最严重的全球大流行瘟疫，境外死亡率高达4.97%，显著高于中国水平（湖北以外地区死亡率不到1%，含湖北地区死亡率4.05%）。确诊病例、死亡病例已经达到了境内的8-10倍，且毫无减速迹象（图1、2）。美欧主要经济体疫情均处于疫情严重蔓延态势之中，欧洲确诊累计突破40万大关，已是中国总确诊数的5倍；美国日新增病例在2万例以上，累计确诊已超过16万例，累计死亡超3000例。针对全球大流行的态势，医学专家张文宏等判断，疫情在今年夏天结束基本已经不可能，而美国政府预计形势显著好转至少需到今年6月份。

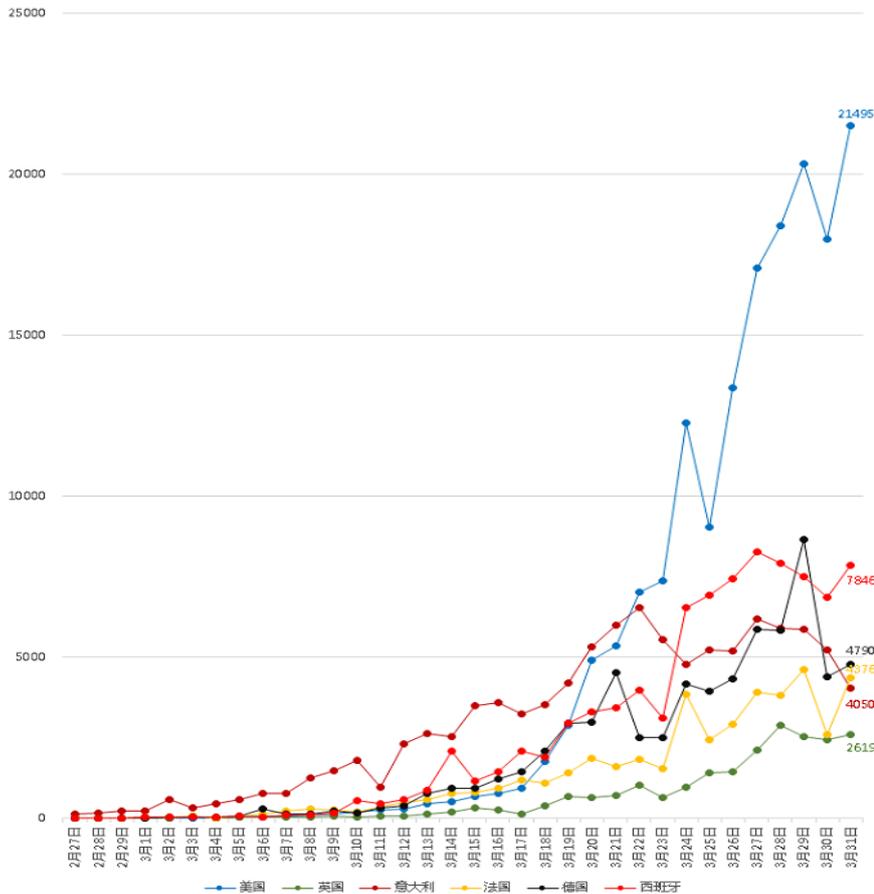
图1：全球感染病例累计密度分布示意图

境外数据截至北京时间3月31日8:00 国内数据截至北京时间3月31日0时



资料来源：财经 中国银河证券研究院

图2：全球疫情严重国家每日新增病例



资料来源：财经 中国银河证券研究院

美国疫情尚处于失控态势，但后期最大风险在于第三世界欠发达国家，经济、粮食、社会问题隐患巨大。全球新冠疫情蔓延从目前看可以分为四个阶段，第一个阶段在中国首先发现，并逐渐波及到东亚各国；第二个阶段在中东和欧洲，从中东的伊朗、南欧的意大利向周边蔓延；第三个阶段在英国和美国，从两国向全球蔓延；第四个阶段在全球的发展中国家，如南亚、非洲和拉美。目前以东亚措施得力、形势最好，伊朗和欧洲由于抗疫措施逐步加强，疫情有放缓迹象；

美国由于医疗体系散乱，政府统筹乏力，疫情仍处于失控状态，不但每日新增病例呈现爆发性增长且人均检测密度尚且距离韩国这样的东亚小型经济体都有较大差距（表1）。检测密度低但阳性率高，这是检测不力，未做到应检测尽检测的典型表现，这就意味着美国政府目前难以在全面检测基础上，做到追踪所有疑似病例及密切接触者，更遑论应隔离尽隔离、应收治尽收治，疫情整体仍处于失控态势。但由此不难判断，美国尚且如此，政府领导能力与医疗公共卫生资源尚且远逊于美国的印度、非洲、南美等不发达国家抗疫处境应最为艰难，后期第三世界国家有疫情爆发风险。联合国粮农组织已经警告不发达国家粮食危机的风险，后续世界疫情严重蔓延国家的经济与社会问题是大概率“灰犀牛”事件。

表 1：美韩两国检测力度对比

	确诊病例 ^①	总人口 ^② (单位:十万) ^③	阳性人数 ^④	检测人数 ^⑤	阳性率 ^⑥	检测密度(检测 人数/十万人) ^⑦	感染密度(例/ 十万人) ^⑧
美国 ^⑨	163869	3300	160530	945793	17.0% ^⑩	287	50
韩国 ^⑪	9786	516	9786	410564	2.4% ^⑫	765	19

资料来源：财经 中国银河证券研究院

2. 疫情对于世界经济损害的独特影响机制判断

总体看，疫情在全球肆虐后果极其严重，保守估计，最终全球感染人数有可能以千万计，死亡人数可能达百万，这对全球各国政府、对人类社会提出了最强烈的挑战，实属百年未有之大变局。我国抗疫形势大大好转，但随着疫情在全球各大洲的持续蔓延，累计报告境外输入病例快速增长到 723 例，对境外输入确诊病例的防治和管理已经成为重中之重，防止疫情在国内再次蔓延。由于美国的传统国际领导力在美国现政府领导下的欠缺，国际社会实质上无法有力地统一应对疫情。目前的国际合作力度相对于奥巴马时期中美两国政府应对全球金融危机、埃博拉疫情等过去经验相比，合作力度尚有很大差距。因此，新冠肺炎有可能成为一个常态化季节性的流行性疾病，在有效的疫苗出现之前，人类社会将一直承担巨大的压力。

面对来势凶猛的疫情态势，各国均推出了以社交隔离（Social Distancing）为核心策略（包含封城、居家等手段）的防御遏制政策，中国抗疫经验已经证明该策略是当前最为有效有希望遏制疫情的防疫策略，但对于正常生产生活秩序的影响无疑也是巨大的（表 2）。全球经济因此随疫情进展陷入史无前例的停滞态势，根据 IMF 总裁格奥尔基耶娃最新判断本年度全球经济衰退已经几乎成为定局。

如何认知当前所面临的危机形成及作用机制是决定我们如何应对危机的关键，当前疫情对世界经济带来的损害有着与以往危机不同的形成机制。其形成机理与 1929 大萧条及 2008 全球金融危机不尽相同。

上两次大危机，均是在重大的技术革命发生之后，技术创新引起大繁荣，在此过程中宏观政策当局为了尽可能延续经济扩张，同时迎合民粹主义心理（人人拥有住房的美国梦等），过度放松货币政策或放松金融监管，致使宏观杠杆率不断上升，金融市场漠视风险意识的金融活动不断扩张，滥用衍生金融工具，最终引发资产价格泡沫与系统性风险的不断累积叠加。之后，在经济过热的前景下，一旦失去央行宽松货币政策的支持，犹如建立在沙子上的城堡，杠杆和系统性风险失控之下的资产价格泡沫开始出清，造成流动性枯竭乃至猝死，金融危机由此发生，最终在金融加速器效应之下，经济危机也变成现实。我们看到的 1929 年大萧条是有效需求萎缩导致的供给过剩型危机。2008 年最显著不同于 1929 年的情况是我们终于有了强大的现代中央银行体系，各国政府也都积极行动起来，因此在尽可能短的时间内结束了危机和衰退，避免了大萧条的再现。

本次疫情危机的形成机制主要源于由实体经济停顿，疫情是核心变量。本次危机主要是由于疫情及防控疫情的需要，各国主动地对经济生产与社会生活按下暂停键，这一点从 1 月以来我国复工复产进程的延宕可以明显看出，这也是 1-2 月经济数据大幅弱于预期的根本原因。可以预见，这样的经济冲击机

制随着疫情在海外各国的发展，以及海外各国对于控制疫情努力的不断升级，将不同程度在各国复制重现。

因此，本次疫情更多是终端消费需求萎缩（社交隔离措施造成）及供给停滞（生产停顿）所带来的双向收缩，造成企业和居民的收入和支出现金流急剧萎缩，共同推动经济产出的下降，在这样机制作用下产生的突发危机。这在过去百年人类历史中是绝无仅有的。对于这次危机的独特形成机制，国际上一些知名经济学家如斯蒂格利茨（Joseph E. Stiglitz）、美联储前主席伯南克（Ben S. Bernanke）、耶伦（Janet L. Yellen）等也都及时表达了各自看法，大致上与我们的判断一致，即这是一种不同于寻常的危机，不仅仅是需求的问题。

同时，在上述机制之下，疫情导致经济停摆还会进一步使得企业出现现金流缺口，促使实体经济发生经营危机，反过来进一步强化经济危机的自我实现。我们已经看到，中国为抗疫所采取的生产生活限制隔离手段直接导致1-2月工业和服务业产出骤降至-13%以下。虽然疫情在中国本土传播已经基本阻断，但上述代价也说明疫情要得到控制，离不开暂时的停业，这就意味着全球疫情若不断发展，为了控制疫情各国多多少少都要采取对生产生活正常秩序的限制措施。那么全球将因此面临着可预见的经济的暂时性衰退。根据《经济学人》对全球3000多家非金融上市公司的“压力测试”，假设疫情导致销售额下降2/3，并照常支付利息和工资等刚性成本，13%的公司（占总债务的16%）手头现金撑不过3个月，25%的公司撑不过6个月。同时，全球非金融企业债务中，7%是对疫情极为敏感的行业发行的（包括旅游、酒店、交通、餐饮、百货、赌场、航空）。目前，经济增长衰退、通缩、失业率上升与商品库存大量积压等经典的经济危机现象实际上已经不同程度的出现，危机风险客观存在，必须引起重视。

表 2：全球疫情重点国家推出的社交隔离措施一览

美国	<ol style="list-style-type: none"> 1、将 30 天欧洲旅游入境令（26 国）扩大至英国和爱尔兰。 2、除美国公民外，任何在过去 14 天内到过欧洲旅游的人将暂时不得入境美国。 3、各大邮轮将暂停往返美国港口的航线 30 天。 4、全国数百家图书馆关闭以减缓冠状病毒的传播。 5、免除联邦学生贷款利息，豁免期限将另行通知。 6、多个州的各级学校宣布延长暑假、关闭学生宿舍，全校停课，开学日期待通知。 7、提供带薪紧急假以及免费测试 COVID-19，其中包括两周的带薪病假以及长达三个月的带薪家庭医疗假。以及对所有需要进行检测的人，包括未投保的人，免费进行冠状病毒检测。 8、全国范围的“社交隔离”措施措施延长至 4 月 30 日，加州、伊利诺伊州、新泽西州、美国路易斯安那州、俄亥俄州、新泽西州、华盛顿州等 25 个州全州“封城”，禁止所有居民外出活动。
英国	<ol style="list-style-type: none"> 1、除购买生活必需品、锻炼身体(限每天一种健身方式)、寻求医疗救助、前往必要工作岗位外，禁止外出。 2、立即关闭所有出售非必需品的商店和社区场所。 3、除共同生活人员或工作原因外，禁止公共场所两人以上的聚会。禁止除葬礼（限直系亲属参加）以外的社会活动(婚礼、洗礼、宗教仪式等)。 4、如果不遵守上述规定，警察有权通过罚款和驱散聚会的方式强制执行。
法国	<ol style="list-style-type: none"> 1、民众外出活动范围只限住家方圆一公里，每天只能出外一次，不得超过一个小时。 2、外出散步的人不能结伴，违反防疫规定累犯者罚金可以加重到 1500 欧元。
德国	<ol style="list-style-type: none"> 1、除上下班和采购必需品等少数情况外不得外出，且外出时必须携带个人证件和能够证明住址的文件。 2、禁止非家庭内部的两人以上聚集，并关闭所有餐饮业的堂食服务。 3、人们在公开场合保持 1.5 米以上的距离，关闭理发店和纹身店等有近距离肢体接触的店铺。 4、恢复对法国、奥地利、瑞士、卢森堡和丹麦的边境管制措施。
西班牙	<ol style="list-style-type: none"> 1、关闭境内所有餐厅、酒吧、旅馆、学校以及出售非必需品的商店。 2、除购买食物和药品、因工作通勤、前往医院和银行、照顾老人和儿童之外，禁止外出。 3、除西班牙国籍以及有居留权的公民、医务、运输人员外，其余人员均不得通过海陆空任何方式进入西班牙，外国人离境未受此限制。
意大利	<ol style="list-style-type: none"> 1、电影院、剧院等公共场所暂停开放，多场球赛延期和实施空场，关闭所有学校。 2、全境人民出示工作需要证明、健康状况或者其他特殊原因证明才可在境内跨区域活动。 3、除非工作或健康需要，任何人都不允许往返于意大利或在境内旅行。 4、全国范围内维持 20 座机场开放，并视疫情发展情况或降低航班运营架次，每个大区政府所辖地区仅开放一座机场，其它机场仅供紧急用途。 5、凡出现发烧、咳嗽等新冠肺炎相关症状，不进行自我隔离外出者，可被控故意伤害罪。
日本	<ol style="list-style-type: none"> 1、在有可能发生集体感染的地方和场合，相关的设施应该停止营业或者停办集会活动。 2、采取强制边境管理措施，拒绝美国、中国、韩国、包含英国在内的几乎所有欧洲国家、包含泰国在内等东南亚国家旅客入境。 3、所有旅客入境均需隔离 14 天。 4、呼吁民众居家不要随意外出走动。
韩国	<ol style="list-style-type: none"> 1、持续升级入境管控措施，将对自海外入境的所有入境人员(归国的韩国籍人员、长期或者短期居留外籍人员)采取隔离 14 天的措施。

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_6045



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>