

首席经济学家：任泽平

首席研究员：熊柴

研究员：华炎雪

研究员：梁颖

研究员：孙婉莹

目录

一、	中国在抗击疫情和生产恢复方面走在全球前面，但要做好应对全球经济金融危机的充分准备	4
二、	1-2 月生产停滞，仅油气烟草两行业正增长	8
三、	投资暴跌，民间投资下滑更大	9
四、	地产投资暴跌，销售冰封，房企资金紧张.....	10
五、	制造业投资暴跌，高技术投资下滑稍小.....	11
六、	基建投资暴跌，中央密集点名新基建.....	11
七、	消费冰封，失业率攀至新高	12
八、	出口暴跌，未来将有所回升但仍承压.....	13
九、	社融数据不及预期，信贷结构恶化，短期融资占比大幅上行.....	14
十、	疫情和食品价格推高 CPI，需求下滑、油价大跌致 PPI 同比转负，通缩压力明显	15
十一、	PMI 创历史新低，服务业受冲击更大	15

图表目录

图表：耗煤量环比明显上升	4
图表：客运量环比明显上升	4
图表：美国非金融企业部门杠杆率快速上升.....	6
图表：BBB 债券是拉动美国企业债务攀升主力.....	6
图表：工业生产停滞	9
图表：1-2 月制造业、房地产和基建投资增速均创历史新低	10
图表：地产投资销售均大幅下滑	10
图表：土地购置面积累计同比持续负增长.....	10
图表：计算机制造业投资降幅稍小	11
图表：高技术制造业投资降幅稍小	11
图表：消费冰封	13
图表：失业率攀升至新高	13
图表：进出口增速均大幅下滑	13
图表：外需总体疲弱	13
图表：2 月新增社融不及预期	14
图表：2 月企业短期融资大幅上升	14
图表：核心 CPI 同比持续下滑，PPI 同比负增长.....	15
图表：CPI 主要受猪肉等食品价格拉动	15
图表：制造业和非制造业 PMI 均大幅下滑	16
图表：非制造业 PMI 分项指标多大幅下滑	16

一、中国在抗击疫情和生产恢复方面走在全球前面，但要做好应对全球经济金融危机的充分准备

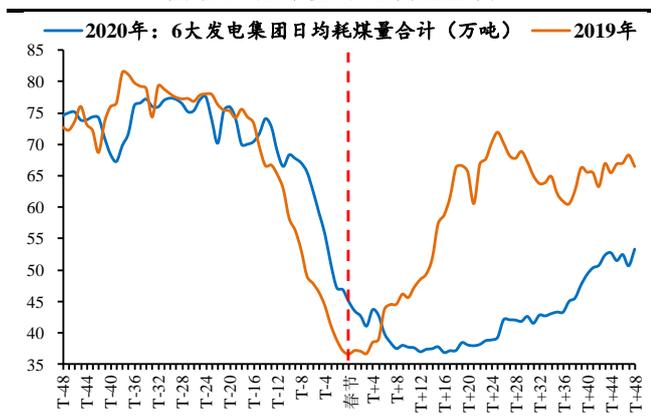
现在已经不仅是疫情全球大流行了，我们要做好应对新一轮全球经济金融危机的充分准备。

1、1-2月经济短暂停摆，用较大的短期代价换取了长期胜利，当前国内疫情有效遏制，经济活动正快速恢复。

受疫情冲击，中国1-2月经济暂时停摆，生产投资消费冰封，经济数据暴跌，一季度GDP已铁定负增长。代价沉重，胜利来之不易。1-2月规模以上工业增加值同比-13.5%，2019年12月为6.9%。1-2月城镇固定资产投资（不含农户）同比-24.5%，2019年为5.4%。1-2月房地产开发投资同比-16.3%，2019年为9.9%。1-2月社会消费品零售总额同比-20.5%，2019年12月为8%。2月新增社会融资规模为8554亿元，比上年同期少增1111亿元。

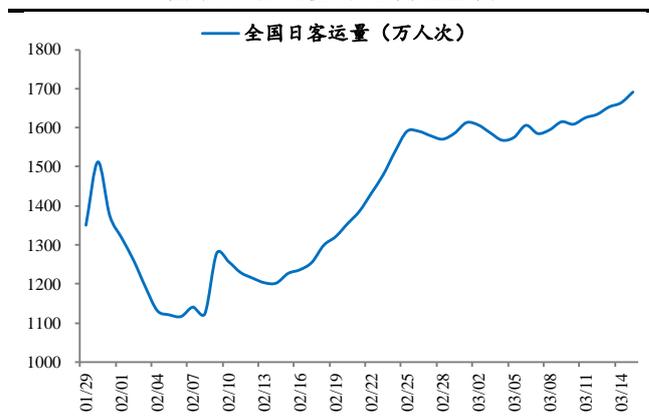
中国疫情正得到有效控制，从发电量、客运量等数据看，2月中下旬以来国内经济活动在快速恢复。截至3月16日，武汉以外连续5天无境内新增，武汉新增确诊已连续6天保持在个位数。从高频数据看，3月前17天六大电厂日均耗煤量较2月环比增长27.7%，前15天商品房日均成交面积较2月环比增长193%，前15天全国日均客运量较2月环比增长22.5%。国家发改委3月17日表示，除湖北等个别省份外，全国其他省（区、市）规模以上工业企业复工率均已超过90%，其中浙江、江苏、上海、山东、广西、重庆等已接近100%；货运也已正常化，铁路装车数已恢复到正常水平，民航、港口、水运均正常运营；3月16日调度发电量达178亿千瓦时，明显高于2月底的162亿千瓦时，上升9.9%。

图表：耗煤量环比明显上升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：客运量环比明显上升



资料来源：Wind，恒大研究院

后半段还不能大意，防止疫情态势死灰复燃，企业恢复生产仍困难重重。下一步国内的任务是尽快恢复生产生活，经济“停摆”对大多数行业均造成明显冲击，特别是聚集性行业、高负债企业、民营中小微企业，部分企业面临现金流断裂风险。加之全球疫情蔓延，将通过产业链、贸易、外需、金融市场等传导至国内。必须大力帮助企业渡过难关，防止出现倒闭潮、失业潮。

2、未来的风险点主要是疫情全球大流行的二次输入风险、经济衰退风险和金融市场传染。

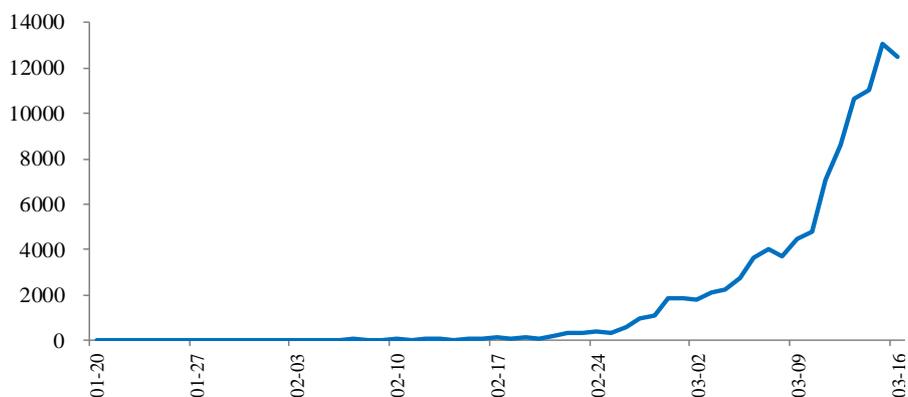
截至3月17日,疫情已蔓延至海外150多个国家和地区、超过10万人,全球股市暴跌,油价史诗级暴跌,各国掀起降息潮。

目前来看,由于国情不同,欧美在采取强力隔离、暂停聚集性活动等措施可能不如中国,这势必导致海外的防疫过程会更漫长,由此付出的代价可能比中国更大。

近期美欧主要股市跌幅均超过20%,跌入技术性熊市,美股甚至3次熔断,而A股跌幅较小、相对稳健,一方面反应了中国在抗击疫情和恢复生产方面的积极进展,另一方面也反应了投资者对欧美疫情蔓延更严重更久、陷入经济衰退、引爆金融危机等的担心。而事实上投资者已经在往流动性危机、金融危机的方向进行恐慌性交易,风险资产暴跌,资金躲进避险资产,甚至抢流动性。

图表：海外疫情形势严峻

——全球(不含中国):确诊病例:新冠肺炎:当日新增



资料来源: Wind, 恒大研究院

3、美欧一开始麻痹大意不重视,错失控制疫情的黄金窗口期,未来升级防疫手段、牺牲短期经济是关键,考验各国动员能力。

1月30日美国商务部长威尔伯·罗斯在接受美国福克斯新闻网采访时表示,中国发生的新型冠状病毒疫情,将“有助于”加速制造业回流美国。完全是隔岸观火、幸灾乐祸的心态。

美国对疫情一开始不够重视,特朗普负有不可推脱的责任,在2-3月的防疫黄金时间窗口,不断向民众释放美国疫情不严重、美国防疫效果极佳的错误信号,甚至佛系地认为疫情会自动消失。直到疫情3月份之后疫情大面积爆发,3月14日才被迫宣布国家进入紧急状态。

目前欧美亚都在升级防疫措施,严峻考验各国国家动员能力和医疗科技水平,美国有望逐步控制疫情,真正值得担心的是欧洲,这在意大利、法国等控制债务和处理移民问题上可见一斑,德国相对好一些。意大利成为海外疫情最严重的国家,实施全国封锁。韩国疫情一开始因宗教活动失控,后面从严防控。日本疫情因“钻石公主号”扩散,出现小规模聚集性感染,近期开始重视并采取措施。

4、疫情是可以遏制的,中国和新加坡的成功经验为全球燃起了希望。

3月份日本、意大利、韩国、美国等国家的疫情更像中国1月底的情况,还在扩散和恐慌的状态,国家从不重视到重视,并开始采取强力措施。早期疫情失控主要是因为政府不够重视,存在“超级感染者”,没有持续采取强

制性隔离措施，政府在资源协调、社会动员方面能力不足，口罩、检测试剂等医疗物资存在严重缺口，各州县各自为政，应对散漫。

中国通过封城、居家隔离、延迟复工复学、隔离密切接触人群等阻断传染源扩散和输入，通过医疗驰援、物流驰援等保障医疗民生运转，不仅快速遏制了国内疫情，也为全球抗疫争取了宝贵的时间窗口。新加坡的做法主要包括：全力追踪传播链条、以财政补贴鼓励疑似者尽快看病、全力推动充分诊断、强制居家隔离制度、避免大型聚集公众活动等。可以看出，中国和新加坡采取的这些措施有赖于强大的政府、高效的民众执行力、科学的防疫体系、以及愿意付出较大的短期代价换取长期的胜利。

中国和新加坡快速遏制疫情的成功经验为全球燃起了希望，如果疫情严重的世界各国政府采取上述有效措施，也有望能有效战胜疫情。

5、疫情全球大流行可能会成为全球经济金融危机的导火索，高杠杆是风险之源，股市泡沫和企业高债务可能成为风险策源地，情况比想像中的严重。

历史告诉我们，高杠杆是风险之源，哪里杠杆高哪里就藏着脆弱性和风险点。比如，2008年美国次贷危机时期的房地产、影子银行和大规模次级抵押贷款证券衍生品，1998年亚洲金融风暴时期的外债和影子银行，1990年日本房地产泡沫危机时期的房地产和银行。

2008年国际金融危机至今，12年过去了，美国欧洲主要靠量化宽松和超低利率，导致资产价格泡沫、债务杠杆上升、居民财富差距拉大、社会撕裂、政治观点极端化、贸易保护主义盛行。

全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，根源是长期货币超发下的经济、金融、社会脆弱性。美国面临股市泡沫、企业债务杠杆、金融机构风险、社会撕裂四大危机。欧洲、亚洲等也面临同样的问题。

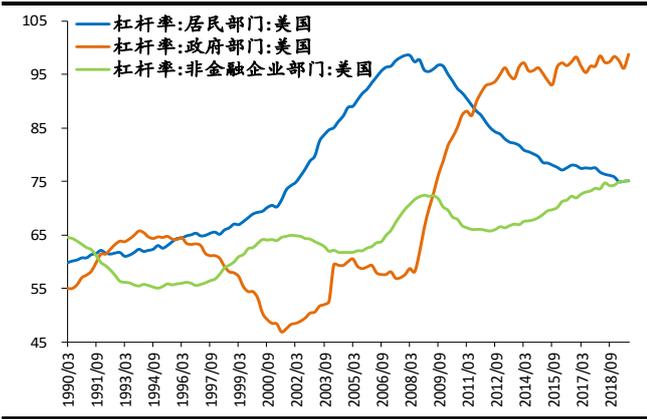
在美国，长期低利率催生的股市泡沫和企业高债务是当前最脆弱的地方，可能成为这一轮金融危机的潜在引爆点，这里面藏着的高杠杆高债务就像火药桶，也是当前受疫情冲击最大的。在长期低利率、货币超发和高管做大市值获得期权激励的驱动下，美国大量上市公司通过发债加大杠杆进行股票回购和分红、推升股价和估值，2008-2018年非金融企业债券余额从2.2万亿美元大幅升至5.7万亿美元，其中风险较高的BBB级企业债增加了近2万亿美元，占比从36.4%上升至47.4%。

我们判断，这一次全球金融危机，疫情是导火索，企业债务危机和股市泡沫是引爆点，资产负债表衰退和债务-通缩循环是金融危机向经济危机的传导机制，这就是经典金融周期中的“去杠杆”阶段。从金融周期的角度，这是一次总清算，该来的迟早会来。（参见《我们正站在全球金融危机的边缘》）

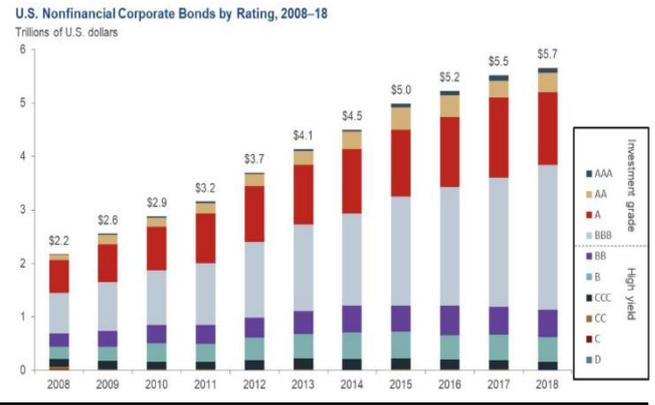
这次不一样吗？历史不会简单重复，但压着相似的韵脚。虽然这次引爆点不一样，但背后的金融危机根源和演化逻辑是一样的。

图表：美国非金融企业部门杠杆率快速上升

图表：BBB债券是拉动美国企业债务攀升主力



资料来源: Wind, 恒大研究院



资料来源: Bloomberg, 恒大研究院

6、美联储屈从于政治压力 all in，饮鸩止渴，美国的灯塔开始暗淡。

面对疫情大面积扩散和金融市场崩溃，这一次美联储再次祭出了应对2008年国际金融危机的政策组合“零利率+QE”，这完全是饮鸩止渴。

正确的应对方式是尽快控制疫情，以短期代价换取长期胜利，然后以财政政策为主、货币政策为辅来稳增长。根据中国和新加坡的成功经验，面对疫情大面积爆发扩散，首先要控制疫情和恢复生产生活，提供短期流动性和减税，然后再逐步刺激经济增长和就业。美联储直接货币大放水，步骤错误，从原来的自大不重视到现在慌不择路。

我感觉，美国这么搞，贸易保护，货币大放水，政治被民粹主义绑架，货币被政治绑架，是在走火入魔，自废武功。

以前市场经济、民主社会、美国梦、普世价值就像明灯一样在过去一百年指引着人类文明前进的方向，现在美国不再是灯塔，开始黯淡了。

这届美联储不行，鲍威尔 all in 很可能是屈从于特朗普的压力，美联储的独立性、尊严和长期以来建立的民众信任，这一次完全扫地。而且缺乏有效市场沟通，突然袭击式的大剂量政策药方把市场吓坏了，投资者会猜测政府可能掌握更严峻的情况和数据。

美联储主席也是一届不如一届，上世纪80年代沃尔克巨人般的意志和信仰抗击通胀、树立了美元和美联储的信任，格林斯潘尚能顺势而为但要为货币超发和次贷危机负一定责任，伯南克能够按照教科书应对危机，耶伦温和，鲍威尔只剩了顺从，缺乏专业自信和职业独立性。

7、这一次全球疫情大流行和金融危机，对中国可能蕴藏重大战略机遇。

如果你干正确的事，运气就会在你这边。中国国运真好，本来中美贸易摩擦，美国开始遏制中国，新冷战。但现在，美国一开始自大麻痹大意，现在疫情爆发，金融市场恐慌，自顾不暇，特朗普这次大选自身难保。油价暴跌打击美国页岩油产业，而中国作为最大的原油进口国，最受益。美联储大放水，中国搞新基建，高下立判。这时候，你说要不要卖点美债，间接干预一下美国大选？

当然，要防止美国通过货币放水和美元贬值剪羊毛。我们建议未来应当抛售美债，减持美元资产，在全球大规模买入黄金、石油、天然气、铁矿石、土地租赁权、农产品、海外高科技公司股票等。中国外债规模很低，没必要储备高达3万亿美元的外储，降到1.5万亿基本够用了，没必要为美国过度消费和举债融资，过度持有只有零点几利息的美国债券。而且中国吸收

了 1998 年亚洲金融风暴东南亚国家的教训，一直对短期资本账户开放十分谨慎，关键时期可以动用临时资本管制。

大国的宏观政策都是有很强外部性的，2008 年四万亿大规模刺激计划间接救了美国。如果这次中国不跟，特朗普大选悬了，更温和的拜登就有希望了。

8、在做好疫情防控和复工复产的基础上，如果中国能推动以新基建和减税为主的财政政策，扩大开放，建设多层次资本市场，改善收入分配和社会治理，国运来了。

非常之时，必待非常之举，就像大萧条与罗斯福新政，滞胀与里根经济学，计划经济与邓小平改革一样。要充分估计当前经济形势的严峻性，做好应对全球经济金融危机的准备，化危为机，我们旗帜鲜明倡导“新基建”、“以第二次入世的勇气推动改革开放”、“调节收入分配、扩大中产、提振消费”。（参见《是该启动“新”一轮基建了》、《中国新基建研究报告》）

这一次应对要以财政政策为主、货币政策为辅。以工代赈，比货币放水 and 发消费券好。从价值观上鼓励劳动，从效果上有助于带动就业。

中国无须跟随美联储大水漫灌，我们在疫情防控和复产复工上都走在全球前面，未来最主要是防范海外疫情的二次输入风险，做好应对全球经济金融危机的充分准备。

最根本的是做好自己的事，好运自然来。新时代需要新基建，“新基建”有助于惠民生、稳增长、补短板、调结构、促创新，将点亮中国经济的未来，提振各方信心，是应对疫情、经济下行和推动改革创新的最有效办法。

启动“新”一轮基建，关键在“新”，要用改革创新的方式推动新一轮基础设施建设，而不是简单重走老路，导致过剩浪费和“鬼城”现象。“新”一轮基建主要应有五“新”：新的领域、新的地区、新的主体、新的方式，以及新内涵。支撑未来 20 年中国经济社会繁荣发展的“新基建”是 5G、人工智能、数据中心、互联网等科技创新领域基础设施，以及教育、医疗、社保等民生消费升级领域基础设施，具有很强的带动效应、放大效应和乘数效应。“新基建”，新未来，新的发展理念。

要把好事办好，防止“新瓶装旧酒”“重走老路”“四万亿重来”，避免沦为又一次纯粹货币超发的饮鸩止渴。

9、大势研判：走在曲线之前

大家发现我们的观点经常与众不同，旗帜鲜明，不随波逐流，不模棱两可，与学院派侧重于解释过去、过于学术不同，我们强调研究的前瞻性和实战性。独立客观专业的研究是有价值的。

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_6415

