

中国经济活动预计4月逐步恢复正常，疫情之后如何刺激各行业

刘陈杰 财经杂志 2 days ago

财经
CAIJING

独立 独家 独到

疫情是危机，也是机遇，暂时的苦难使得我们进一步审视目前国家治理体系的细节，也给予我们一个历史性的机遇做出符合未来一段时间的合理政策安排的时间和空间



2020年2月27日，武汉街头唯有穿梭的外卖员，让这个城市有了一丝鲜活。摄影/《财经》记者王小

文 | 刘陈杰

近一段时期以来，新冠肺炎疫情对中国经济、社会稳定造成了一定程度的影响。参照2003年非典时期的经验，在基准情景下，**我们预计2020年4月中国各项经济活动可能逐步恢复正常。2020年**

是中国全面实现小康目标的收官之年，为了实现这一目标，新冠肺炎疫情后经济刺激的重点应该落笔在哪些领域呢？更为具体的是，结合短期和中长期的目标，我们站在现在的历史时点，应该有一个怎样的经济扶持图景？

经济刺激总规模测算

2020年新冠肺炎疫情对GDP增速的冲击预测。本次新冠肺炎疫情从2019年12月开始从局部到周围蔓延，其传播规模和范围大于2003年的非典疫情，防控力度和政策重视程度也大于非典期间。根据2003年的经验对比，我们粗浅地对新冠肺炎疫情做三个情景分析：乐观、基准、悲观情景。

在乐观情景下，我们假设本次新冠肺炎疫情能在2020年2月中下旬出现明显好转（对比2003年的5月底），在2020年全国“两会”前有一个较好局面。

在基准情景下，我们假设本次新冠肺炎疫情能在2020年2月中下旬出现好转，但传播范围的广度和深度依然严峻，需要气温的提升、医护人员的努力和全国范围内隔离措施的持续执行才能最终战胜疫情，我们预计可能持续两个月左右，即到3月底能出现明显好转。

在悲观情景下，我们假设新冠肺炎疫情的传播范围的广度和深度在2月底非常严峻，春节后的人员流动和企事业复工后出现新的情况，疫情出现反复。在这种情况下，我们预计可能持续三个月左右，即到4月底才能出现明显好转。

疫情对GDP增速的影响显著，预计中国2020年一季度GDP增速在0%-2%。按照目前的形势发展，我们采取基准情景假设分析，即到2020年4月，中国经济活动逐渐恢复到正常水平。我们运用GDP核算的生产法分产业的细分法来粗略地测算2020年一季度的GDP增速。

（1）第二产业主要是制造业，按照我们调研的制造业上市公司的春节后复工程度来看，目前复工率普遍在50%-60%左右，一些医疗等紧缺行业的复工更高一些。假设到2020年4月，制造业企业复工率普遍达到100%，且在这一过程中，复工率基本呈现匀速变化（主要为了模拟测算方便）。那么在2020年一季度，制造业的平均复工水平将为80% - 85%。

(2) 第三产业主要为服务业，新冠肺炎疫情对服务业的压力更大一些，除了部分线上服务业受益，大部分人力资本密集的服务业受到疫情的冲击较大。按照我们调研的服务业上市公司的春节后复工程度来看，目前复工率普遍在40%-50%左右，其中线上和5G应用服务业的产能利用率较高，但大部分服务业压力很大。假设到2020年4月，服务业企业复工率普遍达到100%，且在这一过程中，复工率基本呈现匀速变化（主要为了模拟测算方便）。那么在2020年一季度，服务业的平均复工水平将为70%-75%。

我们假设第一产业受到疫情的影响略有限，这里也主要是囿于数据的确实，但第一产业占GDP的比重较小，对整体的GDP的增速影响有限。

如果在整个2020年一季度，我们的生产水平较2019年同期提升6%左右，疫情对经济的影响主要是产能而不是产能的效率，产能的效率我们按照线性外推假设来实现。

按照分产业的复工情况和生产效率的假设，以及分产业的比重来测算新冠肺炎疫情对2020年一季度经济增长的影响，根据我们的假设，在基准情景下，即2020年4月以后，中国经济活动可能基本恢复正常，那么疫情对2020年一季度GDP的影响较为显著。**按照我们的测算，在基准情景下，2020年一季度中国GDP增速大约为0% - 2%。疫情后政府经济刺激规模大约为1万亿 - 2万亿元。**我们通过一个较为粗略的经验模型来测算新冠肺炎疫情对经济的影响，在基准情景下，2020年一季度中国GDP增速大约为0% - 2%。如果要想实现2020年全面建成小康社会的最低增速目标来看，2020年二季度、三季度和四季度所需要额外的经济增长压力大约为每个季度新增1个百分点的GDP。按照目前政府投资的乘数来看，我们的实证检验近五年的政府投资乘数大约为2.8 - 3，比十年前政府投资乘数（4 - 5之间）下降了很多。按照这个比例，由此倒推的疫后政府经济刺激规模大约为1万亿 - 2万亿元之间。**因此，在2020年二、三、四季度，政府在疫后经济刺激的过程中至少大概需要投入1万亿 - 2万亿元的规模，才能保证全面建成小康社会任务的基本完成。**

经济刺激主要投向哪些行业？

在2020年经济变局下，我们将面临实体经济投资回报率低迷、抑制房地产投机属性、复杂国际环境等深刻的环境变化。经历了2018年强力去杠杆、控风险的尝试之后，我们判断政策制定者将会通过中长期科技创新提高技术进步、控制短期金融泡沫、释放保持就业稳定的适度流动性的政策组合来确保在稳定的时间内，实现对变局的应对。因此，我们判断2020年在流动性并不实质性收紧、财政政策更为积极的背景下，疫情后经济刺激的方向将是结构性的，而且疫情的影响将是一时的、短暂的，非决定性的。那么，新冠肺炎疫情后政府经济刺激主要投向哪些行业？如何避免资金“脱实向虚”？

5G产业链是未来几年较为确定的行业性政策刺激方向，网络的建设将推动运营商资本开支提升，带来通信板块行业性投资机会。5G应用场景、国产软件的自主可控等领域在未来一段时间内将成为中国科技追赶的主力战场之一。除了5G手机换机，无线耳机为代表的智能配件，打开了物联网应用的浪潮，而5G网络的成熟，将正式开启从人周边智能穿戴生态，到智能家居、智能汽车、智慧交通、智慧城市、工控的万物互联的浪潮。5G的高速带宽、广域网和低延时的特点，将支持终端智能生态和云的实时通信和数据交换，给工业领域和消费者带来体验和应用上质的飞越。而万物互联的启动，开启了相应物联网微型模组、高精度结构件等领域的投资机会。在经济变局之下，集成电路领域将成为重点发展的部分。中国在全球5G建设的过程中将更为积极，即使没有新冠肺炎疫情，中国加大5G基础设施和应用设施的投入将是坚决和长期的。按照我们的测算，中国在5G基础设施和应用方面的投资在未来2年 - 3年将累计超过万亿。因此，疫后政府经济刺激的重点行业将首先集中在5G等基础设施建设和相关应用。

疫情后经济刺激的另一个重点在于中国医疗体制和医疗体系建设。生物医药行业与经济周期的相关性不强，符合我国居民老龄化和消费升级趋势，具有结构性机会。随着中国2015年以来药政审评审批新政逐步推进，审评积压的状况显著改善，在很大程度上减轻了初创型研发企业的投入要求，企业申报创新药数量和品种获批数量较此前有了显著提升，医保对创新药的承接力度也在逐步加大。医药行业是非周期行业，在经济减速期，医药板块的稳健增长就显得弥足珍贵。具体而言，在儿童青少年近视防控方面，已经上升为国家战略；从龙头企业的创新药与创新器械方面，新品带来超预期因素；从消费属性行业：生长激素等需求稳定，符合消费升级趋势；创新药临床试验领域和血液制品领域也具有中长期的结构性机会。新冠肺炎疫情对于中国的一大经验教训就是全国医疗应急体系和战略医疗物资储备体系的建设，这一方面的基础设施也将是疫后政府经济刺激的重点。

传统房地产行业和基建行业也将是疫后政策刺激的一个重要方面。部分传统周期性行业细分市场的龙头具有结构性机会。部分细分行业龙头企业的效应，即龙头企业在行业内不断地提升实力，通过兼并重组和各种方式，不断地侵占市场份额，逐渐形成了行业内的更为巩固的龙头地位和护城河。在传统的周期性行业、甚至部分新兴行业也出现了这一现象，即企业分层现象。部分行业细分市场的龙头，在整体经济增长乏力的背景下具有结构性机会。房地产行业在中长期看，投资前景略有下降，但是在短期经济下行压力加大的情况下，疫后经济刺激的背景下，房地产行业的政策压力和融资压力将得到阶段性的缓解。传统基建行业主要集中在人口净流入地区的公共品的提升质量和部分地区长期缺乏有力基建配套的区域。与过去十年不同，传统房地产行业和基建行业的刺激将是短期的。

如何避免资金“脱实向虚”？

我们认为2014年是中国经济和金融市场发展过程中有着重要意义的一年。从资本市场与实体经济的关系而言，我们发现上证指数与实体经济基本面之间的关系，在2014年以前为正相关（+57%），在2014年以后为正相关减弱，有时甚至是负相关。从热钱流动（世界银行残差法，剔除虚假贸易部分）和人民币汇率预期的角度来看，2014年以前热钱更多地表现为流入中国，2014年以后表现为持续流出中国。从货币政策的有效性来看，我们发现2014年以后，单位货币增量拉动GDP的效力在快速下降，也就是说刺激经济所需要的货币宽松程度在扩大。种种微观形态的表现综合起来，我们发现中国实体经济投资回报率在2008年以来持续下降，且在2014年附近降低至金融市场无风险融资成本以下，这就意味着过度的流动性不愿意进入实体经济，更愿意在各类资产之间空转，形成局部泡沫，威胁经济和金融稳定。由于实体经济投资回报率低于借贷成本，如果没有新一轮的供给侧改革，实体经济的杠杆率水平将越来越高，金融市场的泡沫化将进一步加剧。疫后政策刺激如何最大可能避免资金“脱实向虚”，我们主要从“标”和“本”两个层面来给出一些粗略的建议：

从治标的角度看，第一，从财政政策角度看：（1）提高预算内财政赤字率和适度提升可监控的地方政府专项债规模，给地方政府经济行为注入适度的活力；（2）适度增发一定规模的特别国债，给予特定扶持行业中长期的低息资金支持；（3）适度通过发债减税降费的方式，给予保障就业的

中小企业一定程度上的支持。第二，从货币政策的角度来看：（1）短期内货币政策宽松的必要性在增大。为了给中长期科技进步和社会发展创造良好的环境和稳定的形势，2020年中国货币政策的主基调可能还将是稳健，保持适度的宽松；（2）央行通过直接向实体经济注入流动性的方式对实体经济进行结构性的扶持。本次疫情期间央行给予出现短期困难的实体经济企业以直接的资金补充，起到了较好的效果，也保障了短期经济，特别是关键领域企业的正常运转。央行基础货币投放机制的改善应该具有中国特色，并不一定要按照经济学教科书的窠臼限制，应该审时度势，具有一定的前瞻性和创新。

从中长期治本角度看，只有实体经济投资回报率上升，才是避免资金“脱实向虚”的根本道路。第一，发挥供给侧结构性改革的作用，要充分发挥“强制性制度变迁”的后发优势，积极调动“诱致性制度变迁”的主观能动性。第二，要调动广大地方的积极性，改变以往地方追求经济增长的“锦标赛”模式，形成促进经济长期健康发展，经济结构趋于高质量的更高追求。第三，加强企业和政府机构的预算硬约束，建立现代化经济体系，改善国家治理体系，形成崇尚科技创新，科技创新有激励相容，落后重复受到市场压力的经济发展环境。

综上所述，2020年将是经济变局更为深刻的一年，新冠肺炎疫情短期内打乱了我们经济增长和金融市场发展的轨迹，但都是暂时的困难。本文主要围绕疫后经济刺激的几个重要方面：**（1）经济刺激的总规模应为多少；（2）如何处理宽松政策与资金“脱实向虚”之间的矛盾；（3）区别于过去的传统基建，哪些行业应该成为经济刺激的重点；（4）新型财政背景下，减税降费的空间和经济刺激资金的来源。疫情的危机，是危险也是机遇，暂时的苦难使得我们进一步审视目前国家治理体系的细节，也给予我们一个历史性的机遇做出符合未来一段时间的合理政策安排的时间和空间。**

凡事预则立，不预则废。本文根据新冠肺炎疫情发展的趋势，结合中国经济短期和中长期的目标、问题和结构性特点，分别测算疫情后经济刺激的重点，做一个初步的分析。本文探讨了从中长期来看，如何建立新一轮改革的激励相容机制，如何协调“强制性制度变迁”和“诱致性制度变迁”之间的关系，如何保障改革从经济发展自身趋势上符合最广大人民的利益，如何规范地方政府改革过程中的行为和调动其积极性，简要阐述了现阶段优化国家治理体系的动力机制可能遇到的关键问题。经济变局之下，我们认为中国未来的科技创新、医疗健康和消费等结构性机会不会变化，在激烈的产

业升级和消费升级的大背景下，历史的趋势无法阻挡，中国经济和社会不断前进的方向也将更为坚定。

(作者为望正资本全球宏观对冲基金董事长、中国新供给五十人论坛成员；编辑：苏琦)

(本文首刊于2020年3月2日出版的《财经》杂志)



▲ [点击图片查看更多疫情报道](#)

责编 | 黄端 duanhuang@caijing.com.cn

本文为《财经》杂志原创文章，未经授权不得转载或建立镜像。如需转载，请在文末留言申请并获取授权。