



诸建芳

首席经济学家

S1010510120003



程强

宏观分析师

S1010520010002



刘博阳

宏观分析师

S1010518040001



联系人：吴宇晨

突如其来的新冠疫情给中国经济和全球经济带来了前所未有的冲击。面对风浪突起，中国政府及时调整预期目标，并采取特殊时期特殊举措，坚守经济基本盘。中国最先控制住疫情，最先复工复产。中国经济已呈现快速修复之势，经济增速年内有望恢复至疫前水平，预计全年最终实现 3.1% 的正增长。我们认为，评价今年经济好坏与否，重点不在于全年增速高一点或低一点，而在于经济运行能否在年内较短时间里迅速恢复至疫情前的合理增长区间。如果中国经济能够在年内回到疫情前水平，这意味着疫情冲击下的临时性失业、市场微观主体生存压力、产业链供应链受阻现象将得到有效缓解，经济不会受到持久性创伤，经济结构不会出现严重失衡，经济社会发展主要目标就能够如期完成，而疫情导致的一季度经济断崖式负增长将是短暂的、一次性的。

■ **预计经济增速年内将恢复至疫前水平。**中国经济已呈现出快速修复之势，4 月当月房地产投资、基建投资、工业企业收入等指标增速已实现转正，尽管外需压力持续，但投资率先发力，消费接续回升，预计整体经济运行将呈现二季度明显好于一季度、下半年明显好于上半年的“V”型走势。今年政府工作报告虽然没有设定具体增长目标，但就业、脱贫、防风险等任务已经隐含了经济增长的全年目标，我们测算在 3-3.5% 左右。中国经济增速年内有望恢复至疫前水平，预计全年最终实现 3.1% 的正增长。

■ **特殊时期、特殊举措，逆周期政策大力度对冲疫情冲击。**财政政策方面，逆周期调节总盘子近 11 万亿，预算赤字上调至 3.6% 以上，实际广义赤字率及对名义 GDP 的占比均达到 10% 左右，体现出特殊时期的财政政策更加“积极有为”；中央加杠杆，2 万亿新增资金将通过新的特殊转移支付机制，直达市县基层，保障财政政策的实施效果；考虑到乘数效应，预计财政“组合拳”将对全年 GDP 拉动约 5.6 个百分点。货币政策方面，政策着力点将转向“宽信用”，创新的货币政策工具将进一步加强对中小企业的直接支持力度，稳企稳岗。预计本轮“宽信用”力度将超过过去两轮宽松周期，社融增速年内有望升至 13% 左右，以信用扩张支持实体经济的货币政策取向将贯穿全年。

■ **“两新一重”、消费回补将成为扩大内需中的亮点。**扩大内需已上升为重大战略，聚焦于拉动有效投资和消费。在投资方面，“两新一重”中新基建、新型城镇化建设和重大工程建设托底投资。在消费方面，疫情背景下必选消费韧性较强，可选消费尽管前期受到较大冲击，但伴随着消费的回补，汽车、家居建材相关消费弹性较大，后续料将有亮眼表现。“老旧小区”是今年政策上的重要抓手，会在扩大投资和拉动消费上双发力。

■ **逆全球化现象一定时期内有可能加剧。**疫情蔓延导致短期全球经济衰退，加上美国疫情防控压力和总统大选临近等因素导致中美关系再生波澜，科技领域和经贸协议成关注焦点，我国外贸形势不容乐观。疫情也暴露出产业链过于分散容易导致生产供应不稳定，促使各国思考进行产业链重构、回迁。我国已深度融合到全球分工的产业链格局，并处于核心位置，若产业链外迁重构将对我国产生新的挑战。但危中有机，我国在消费市场空间、劳动力素质、基础设施规模、营商制度环境等方面仍有吸引外资的综合优势。

■ **越是困难，改革步伐将越大。**改革部署不会因为疫情而推后，反而会不失时机的加快落地，年初至今已陆续推出了用地审批下放、创业板注册制、完善社会主义市场经济体制等多项政策，预计年内资本市场、国有企业、区域户籍制度均会有深刻的改革政策推出。改革开放 40 年来，每一轮改革都会焕发经济增长新活力，危机之中觅转机，本轮改革也将激发经济内生增长动力。今年将全面启动编制“十四五”规划，我们判断将更聚焦高质量发展，拥抱数字经济，推动产业升级，改善供需结构，推动中国经济发展和结构转型持续优化。

2020 年宏观经济指标数据预测

指标	单位	2018	2019	2020Q1	2020M4	20Q2E	20Q3E	20Q4E	2020E
实际 GDP	同比	6.6	6.1	-6.8	/	4	6.5	7	3.1
工业增加值	同比	6.2	5.7	-8.4	3.9	5	6.5	6.8	2.9
社会消费品零售总额	同比	9	8	-19	-7.5	1	8	10	1
名义固定资产投资	同比	5.9	5.4	-16.1	-2.2	8.1	10.1	11.4	5.9
房地产	同比	9.5	9.9	-7.7	7	9	10	11	6.8
基建	同比	1.8	3.3	-16.4	4.8	15	18	18	12.1
制造业	同比	9.5	3.1	-25.2	-6.7	2	4	7	0
出口（以美元计）	同比	9.9	0.5	-13.3	3.5	-3.5	-13	-11	-10
进口（以美元计）	同比	15.8	-2.7	-2.9	-14.2	-14	-4	-4	-6
贸易差额（以美元计）	亿美元	3509	4213	131	453	1545	528	735	2939
汇率（CNY/USD，期末值）		6.86	6.98	7.09	7.06	7.10	7.04	6.95	6.95
CPI	同比	2.1	2.9	4.97	3.3	3	1.6	-0.4	2.2
PPI	同比	3.5	-0.3	-0.6	-3.1	-2.3	-1.5	-0.7	-1.3
人民币贷款	万亿元	16.2	16.8	7.3	1.7	4.1	4.2	3.8	19.4
新增社融	万亿元	21.1	24.3	10.9	3	8.4	7.1	5.4	31.8
社融存量同比	同比	10.3	10.7	11.5	12	12.4	12.8	12.9	12.9
M2	同比	8.1	8.7	10.1	11.1	11.3	11.3	11	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

## 目录

预计经济增速年内恢复至疫前水平 .....	1
投资：“两新一重”带动投资修复 .....	2
消费：必选有韧性、可选有亮点 .....	7
外贸：外需回落对进出口的影响将持续到三季度 .....	9
工业：盈利将持续改善向好 .....	11
物价：CPI-PPI 剪刀差将现反转 .....	12
汇率：人民币韧性将在下半年凸显 .....	14
<b>逆周期政策大力度对冲疫情冲击 .....</b>	<b>17</b>
财政政策：特殊时期、特殊举措 .....	17
货币政策：创新工具直达“宽信用” .....	19
<b>关注疫情后中长期因素的变化 .....</b>	<b>23</b>
一定时期内逆全球化现象加剧 .....	23
全球产业链出现转移和重构 .....	25
中美经贸关系更加严峻复杂 .....	26
深化改革步伐加大 .....	27
数字经济获得更大发展空间 .....	29
“十四五”规划更加彰显高质量发展 .....	30
<b>风险提示 .....</b>	<b>32</b>

## 插图目录

图 1：经济逐季向好：空间和节奏 .....	2
图 2：我国存量住房的更新需求 .....	3
图 3：房地产开发投资将逐季修复，预计全年累计增速约为 6.8% .....	4
图 4：土地购置费已率先修复 .....	4
图 5：新开工、竣工面积回到合理区间后将带动建安工程增长 .....	4
图 6：东部发达地区人均铁路、公路密度较低 .....	5
图 7：我国基建水平较发达国家仍有距离 .....	5
图 8：新基建范围详解（2017 年数据） .....	6
图 9：全球主要经济体制造业景气程度均受到疫情严重冲击 .....	6
图 10：我国主要制造业行业投资情况已呈现改善趋势 .....	6
图 11：疫情冲击下餐饮收入与商品零售均呈现显著回落 .....	7
图 12：一季度居民收入也受到显著冲击 .....	7
图 13：受疫情冲击必选消费和可选消费出现显著分化 .....	8
图 14：各省市消费券用途的关键词热度，餐饮旅游零售汽车靠前 .....	8
图 15：汽车消费恢复超预期向好 .....	8
图 16：典型北京老旧小区改造带动多项工程门类需求 .....	8
图 17：国内外疫情接力带来外贸供需端的非对称变化 .....	10
图 18：中国新出口订单与全球生产景气度密切相关 .....	10
图 19：2020Q1 中国对东盟的进出口金额和出口金额均超过欧盟 .....	10
图 20：今年以来对美贸易进口增速显著高于出口 .....	10
图 21：全球制造业景气呈现周期性，截止 2020 年 1 月全球景气呈现上升趋势 .....	11
图 22：库存周期受扰动，从主动补库阶段变为被动补库 .....	12
图 23：4 月规上企业盈利修复明显，但短期物价仍将带来压力 .....	12
图 24：食品和非食品同比增速均出现下降 .....	13
图 25：主要服务和可选商品价格环比在 2-4 月中均出现负增长 .....	13
图 26：猪价对食品价格的影响已经开始转负 .....	13
图 27：2020 年 CPI 预测值 .....	13
图 28：年初 PPI 环比出现较大幅度负增长 .....	14
图 29：PPI 或将于今年年末转正 .....	14
图 30：一季度我国 GDP 增速明显弱于欧美经济体 .....	15
图 31：避险情绪推升美元指数短期居高不下 .....	15
图 32：前瞻指标显示，美元指数持续走强的动力似乎不足 .....	16
图 33：近期逆周期因子并未出现显著影响汇率波动的情况 .....	16
图 34：以中美 5 年期国债利差变化观察，近期步调重回一致，贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补 .....	16
图 35：财政扩张中预算外工具的重要性日渐凸显 .....	17
图 36：不论是实际的狭义赤字率还是广义赤字率均有显著抬升 .....	17
图 37：中央成为加杠杆的主力（预算内赤字） .....	18
图 38：今年转移支付增速是 2013 年以来的最高增速 .....	18
图 39：再贷款与再贴现额度四轮共计 2.24 万亿元，目前已使用近 7000 亿元，估算仍有近 1.5 万亿规模有待释放 .....	20
图 40：银行信贷、社融增速及 M2 增速年初以来均出现明显上升，有力缓解了实体经济的融资压力 .....	21

图 41: 企业短期贷款维持较好增长, 中长期贷款增速也开始提升 .....	21
图 42: 若无“二次疫情”冲击, PPI 本轮低点大概率将出现在二季度, 货币政策最密集的落地期或已接近尾声 .....	21
图 43: 预计本轮宽松周期, 社融升幅将超过过去两轮短周期, 仅次于 2009 年的水平 .....	22
图 44: 部分国家收入前 1% 的人口财富占比情况 .....	24
图 45: 我国货物出口占全球的比例逐年上升 .....	25
图 46: 全球价值链微笑曲线示意图 .....	26
图 47: 我国受教育人口不断提升 .....	26
图 48: 今年前三个月我国进口美国商品累计增速低于去年同期 .....	27
图 49: 围绕提高全要素生产率全面深化改革 .....	28
图 50: 每一轮与时俱进重大改革都会促使经济增长焕发新的活力 .....	29
图 51: 我国数字经济结构也持续优化 .....	29
图 52: 新基建的主要领域 .....	30
图 53: 数字经济与新基建 .....	30
图 54: 十四五时期的发展方向 .....	31
图 55: 高质量发展下的供给—需求关系 .....	31

## 表格目录

表 1: 根据两会主要目标任务对隐含增速的测算 .....	1
表 2: CFPS2018 中居民按照收入分组的消费支出情况 .....	9
表 3: 今年财政支出增量资金对名义 GDP 的拉动为 5.6 个百分点 .....	19
表 4: 今年以来, 不同期限资金市场利率均出现明显下降 .....	20



## ■ 预计经济增速年内恢复至疫前水平

突如其来的新冠疫情给中国经济和全球经济带来了前所未有的冲击。正常出行和经济活动被阻断，全球产业链供应链循环受到严重削弱，微观主体流动性面临枯竭，失业人数激增，经济出现断崖式负增长。面对风浪突起，中国政府及时调整预期目标，并采取特殊时期特殊举措，大力度对冲疫情冲击，坚决守住经济基本盘。中国最先控制住疫情，最先复工复产。我们认为，中国经济已呈现快速修复之势，投资率先发力，消费接续回升，整体经济运行将呈现二季度明显好于一季度、下半年明显好于上半年的“V”型走势，预计经济增速年内将恢复至疫前水平，全年最终实现 3.1% 的正增长。我们认为，评价今年经济好坏与否，重点不在于全年增速高一点或低一点，而在于经济运行能否在年内较短时间里迅速恢复至疫情前的合理增长区间。如果中国经济能够在年内回到疫情前水平，那么也就意味着疫情冲击下的临时性失业、市场微观主体生存压力、产业链供应链断裂现象将得到有效缓解，经济不会受到持久性创伤，经济结构不会出现严重失衡，经济社会发展主要目标就能够如期完成，而疫情导致的一季度经济断崖式负增长将是短暂的、一次性的。

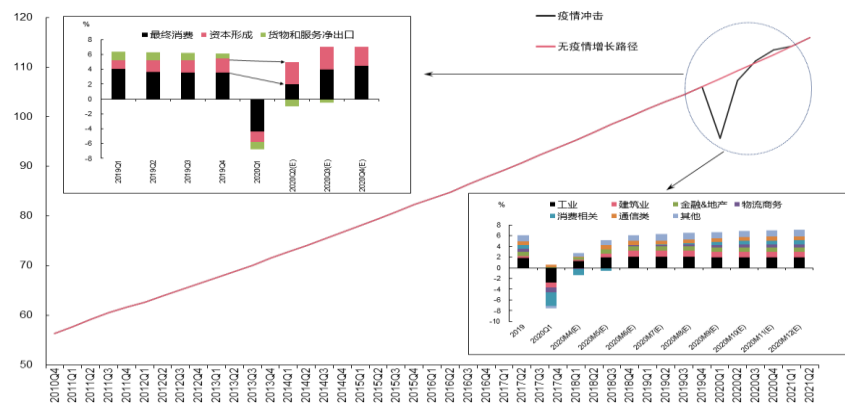
今年政府工作报告中没有设定增长目标，但不等于没有目标。就业、脱贫、防风险已经隐含了对经济增速的内涵要求，我们估算在 3%-3.5% 之间（详见《宏观经济每周聚焦——两会精神学习体会：以保促稳、着眼长远》，20200523）。面对疫情冲击，一揽子政策发力“六稳”、“六保”，以减税降费、降经营成本、扩大金融支持稳企业，以稳企业保就业。财政政策加力提效，赤字提高、特别国债、地方政府专项债扩大额度等发力稳定经济增长，货币政策将创新直达实体的融资工具以扩信用，促进社融和 M2 增速明显提升。将扩大内需提升为国家战略，应对疫情冲击和后续海外需求的不确定性。我们认为，一揽子逆周期政策是带动经济逐季修复、尽快回到合理区间的重要支撑。

表 1：根据两会主要目标任务对隐含增速的测算

	目标	隐含增速
保就业	1、城镇新增就业 900 万	略低于 4%
	2、调查失业率 6%	3.8% 左右
脱贫攻坚	贫困发生率从 0.6% 降至 0%	略高于 3.3%
防范化解风险	——	回到合理区间
赤字率倒算	3.6% 以上的赤字率	3.5% 左右

资料来源：《政府工作报告》，中信证券研究部测算

图 1：经济逐季向好：空间和节奏



资料来源：Wind，中信证券研究部预测、绘制 注：2018Q4GDP 实际值=100

在我们的基准假设中，海外疫情在三季度之前仍难以出现明显好转，外需对国内经济构成负向拖累，但是在扩大内需战略下，拉动经济增长的并不是基建“独轮车”，而是消费和投资的协同发力。从数据来看，投资分项中率先实现单月同比转正的是房地产投资，而促进消费回补已有政策组合拳（稳企稳岗保就业保收入、消费券、汽车购置补贴、鼓励新消费业态、鼓励服务消费释放潜力、老旧小区改造拉动装修建材消费等）。我们预计房地产投资、基建投资在二季度率先发力，累计同比增速可能转正，消费也会在三季度开始出现明显回补，内需带动下，下半年经济运行有望回到合理区间，全年经济增速预计略高于 3%。从产业层面看，预计工业、建筑业、金融和信息等生产性服务业是支撑二季度经济回补的重要力量，住宿餐饮和批发零售等生活性服务业在下半年也会对经济回补形成积极贡献。从 GDP 的绝对量来看，疫情冲击后的增长路径将呈现出“V”型。

## 投资：“两新一重”带动投资修复

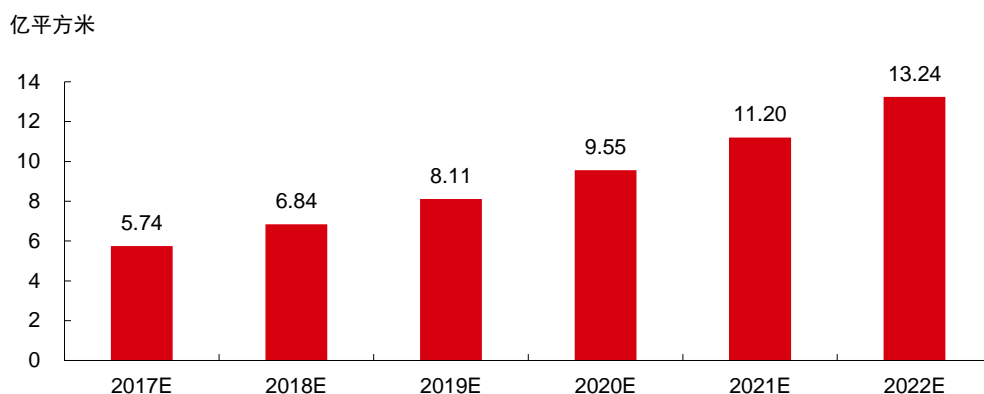
我们认为，疫情冲击后需要扩大有效投资进行逆周期调节，今年投资的重点是“两新一重”，即新基建、新型城镇化和重大工程建设。“两新一重”是既促消费惠民生又调结构增后劲的投资领域，对经济产生的正外部性更大。以“旧改”为重要抓手的新型城镇化建设会有效拉动房地产投资和基建投资，以 5G 等为代表的新基建会有效拉动基建投资和制造业投资，重大工程建设进一步推动基建投资，政府工作报告指出今年增加国家铁路建设资本金 1000 亿元。总的来看，我们预计 2020 年固定资产投资增速将达 5.9%，房地产开发投资呈逐季修复的态势，基建将成为逆周期调节的重要抓手，制造业投资在相关政策的持续呵护下虽然增速绝对值不高，但趋势上也会持续改善。

## 房地产投资：“旧改”带来韧性

在“旧改”的带动下，预计地产投资以及相关产业链会表现出超预期的韧性。不论是城乡一体化发展还是新型城镇化建设，核心都是改善居民的居住条件。在上一轮城镇化发展要求中，改善居民居住条件尤其是三线及以下的城市建设是主要任务之一。因此棚户区改造作为重要的抓手经历了一轮快速发展的阶段。通过“棚改”进行城镇化建设，解决使用年限已长、基础设施简陋、功能不全的房屋的问题，这个过程主要创造房地产增量。作

为保障居住需求、稳定经济发展的重要政策，“棚改”经历 2014 年及以前的实物化安置和 2015 年以后的货币化安置，切实带动了居民居住质量的提高、带动了商品房销售和去库存，对地产投资提供了有力的支撑。经过多年努力，棚户区改造已经基本接近尾声。2019 年棚户区改造套数仅为 316 万套，已经较 2018 年 626 万套大幅缩减。并且我们预计未来棚改规模继续下降。而新兴城镇化建设的政策思路则是以发展都市圈和城市群为主。目前我国房地产市场也进入了存量急需更新的时期。根据中信证券研究部地产组测算，我国目前存量住房面积约为 373 亿平米<sup>1</sup>，而我国城镇住房大规模建设集中于 1998 年房改之后，因此未来将陆续进入存量更新期，是地产投资韧性的来源。

图 2：我国存量住房的更新需求



资料来源：中信证券研究部预测

**今年老旧小区改造在盈利模式和融资方式上都有创新。**老旧小区从 2015 年开始提出，前期在各试点城市进行了逐步的推进，但整体力度较弱。今年以来，对老旧小区的支持政策显著在加码，2020 年全年计划老旧小区改造 3.9 万个，涉及居民近 700 万户，整体规模较去年翻倍。我们认为老旧小区是短期经济逆周期调节的抓手，中长期还符合新型城镇化发展方向同时也和新基建的内容相契合，因此可能是今年财政逆周期调节中配合公共消费推进的重点项目之一。除了政策支持力度显著加大外，今年老旧小区改造在盈利模式和融资方式上都有一定的突破。北京“劲松模式”成功引入社会资本，成为北京市政府大力推广的模式，而专项债今年又明确向老旧小区改造倾斜，整体来看一直以来制约旧改发展的融资方面的问题都出现了一定的改善，我们认为今年老旧小区改造将会放量支撑地产投资。按照我们的估算，中性情况下，今年旧改规模可能达到 1 万亿元左右<sup>2</sup>。

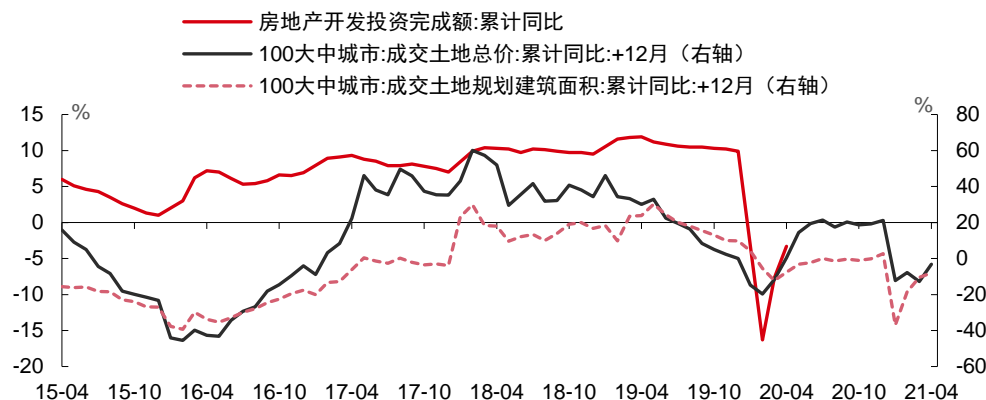
**预计 2020 年房地产投资将逐季修复。**受疫情冲击，今年 2 月份绝大部分房地产施工项目被迫停滞，因此 1-2 月份房地产开发投资完成额累计值较去年回落 16.3 个百分点。但随着疫情初步缓解，3 月、4 月房地产开发投资完成额累计同比分别为-7.7%和-3.3%，约合单月同比正增长 1.1%和 7.0%。后续随着房地产投资、施工的正常化，房地产开发投资将逐季修复，预计全年房地产开发投资累计同比增速将在年末回到 6.8%左右。

<sup>1</sup> 详细参见中信证券研究部地产组 2019 年 11 月 5 日外发报告《房地产行业专题报告——中国房屋存量可能存在明显低估》

<sup>2</sup> 详细参见中信证券研究部宏观组与地产组 2020 年 5 月 7 日联合外发报告《宏观&地产专题报告——“旧改”：兼顾短期与中长期经济增长的新抓手》



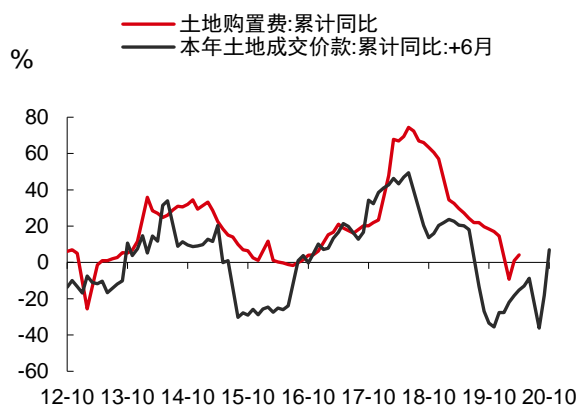
图 3: 房地产开发投资将逐季修复, 预计全年累计增速约为 6.8%



资料来源: Wind, 中信证券研究部

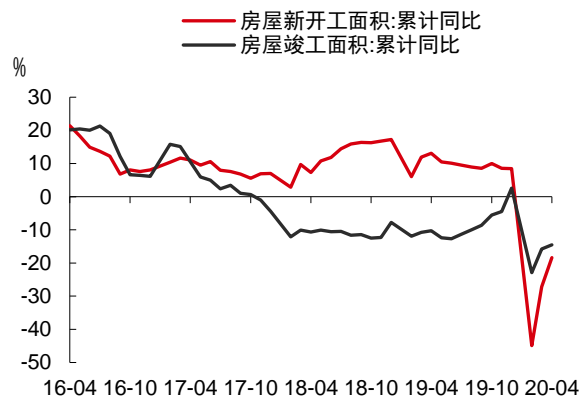
**土地购置费已率先修复, 后续建筑、安装工程也将提供支撑。**房地产开发投资单月同比增速转正, 主要受土地购置费一项拉动, 3 月、4 月土地购置费单月分别同比增长 8.5% 和 10.2%, 我们认为这一趋势仍能延续。随着疫情常态化防控中复工复产的推进, 前期施工项目停摆、工人到岗不足的现象将得到明显的缓解, 也会带动建筑、安装工程等项目回归正轨。全年来看, 受期房交付等因素推动, 竣工面积增速修复的逻辑仍在, 同时考虑到新开工面积增速有望较快回到合理区间, 预计建筑工程和安装工程将展现韧性, 为房地产开发投资提供支撑。

图 4: 土地购置费已率先修复



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 5: 新开工、竣工面积回到合理区间后将带动建安工程增长



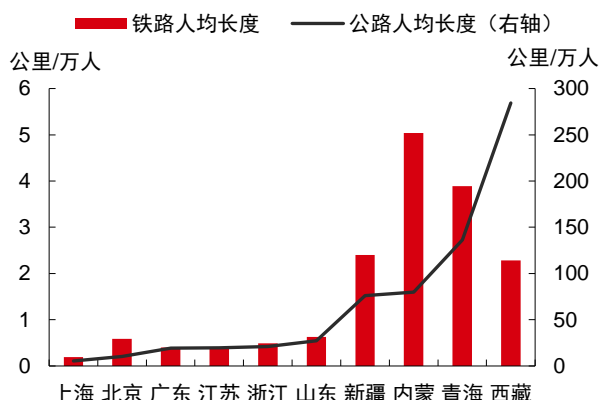
资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 基建：新老并重

**基建将成为逆周期调节的重要抓手。**1-4 月份，广义基建投资累计增速为-11.8%，约合 4 月单月同比增速 4.8%。面对疫情冲击，基建投资已经迅速调节力度和节奏，预计年内传统领域基建都将维持较高的增速水平，成为稳定经济增长的压舱石，预计全年基建增速会超过 12%。专项债增发、基础设施公募 REITs 试点，都将为基建投资提供充足的资金来源。2020 年新增地方政府专项债额度为 3.75 万亿元，较 2019 年增加 1.6 万亿元。从今年一季度已经发行的专项债来看，约 85% 资金用于投向基建。基础设施 REITs 的制度创新开辟了新融资渠道，在不增加地方政府杠杆率的情况下为基建项目提供长期资金，并且也将盘活目前基建领域累积的优质存量资产，为增量的基建项目建设带来充裕的资金。

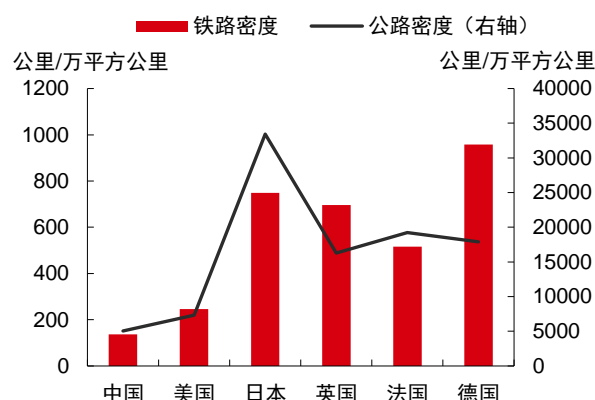
**中国基建总存量虽然已居世界领先，但从空间分布和人均水平来看仍有发展空间。**2004 年至 2019 年，我国年均基建投资累计增速约为 17.6%，持续高速增长。但从空间分布来看，东部发达地区因为人口和产业的持续集聚，铁路、公路的人均长度水平较低，随着区域人口密度的进一步提升，对基础设施的需求仍将持续增加。对比发达国家来看，我国铁路、公路密度远低于美日英法德等国家，我国铁路、公路密度仅为德国的 14.3%、28.2%，仍有较大的提升空间。

图 6：东部发达地区人均铁路、公路密度较低



资料来源：Wind，中信证券研究部

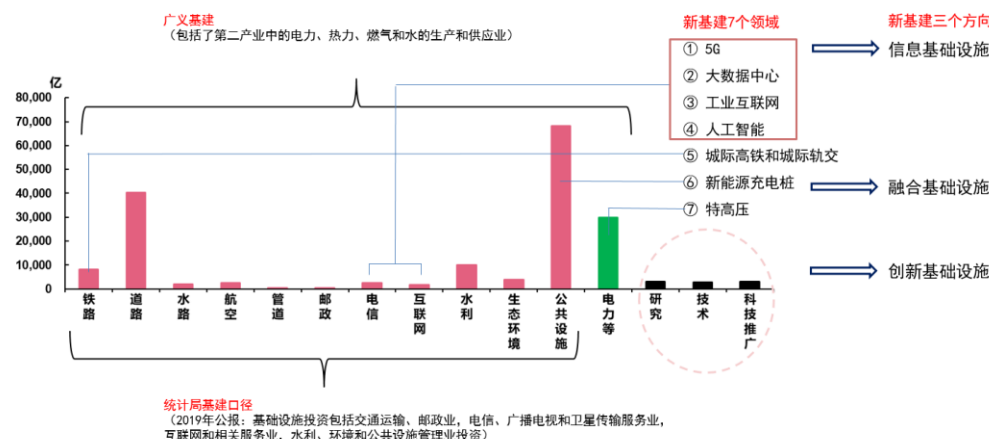
图 7：我国基建水平较发达国家仍有距离



资料来源：IMF，Wind，Bloomberg，中信证券研究部

**新基建不仅是短期应对经济增速下行压力的抓手，也促进长期经济转型升级。**我们估计今年新基建总投资规模可能在 2 万亿以上，占总基建投资的比重可能在 10-15%，未来 3-5 年，新基建在总基建中的占比可能进一步提升至 15-20%。新基建会进一步夯实数字经济的基础。从投资视角来说，新基建的 5G、工业互联网、人工智能、数据中心等建设本身会带来高技术制造业的投资机会，同时数字经济延伸出来的医疗、教育、文化娱乐、政府服务等“数字化”新业态也会形成巨大的高端现代服务业的投资机会。政府工作报告中提到“两新一重”，其中排在第一位的就是新基建。我们认为相比历次逆周期调节，这一轮政策发力中的新基建将成为一个亮点。

图 8：新基建范围详解（2017 年数据）

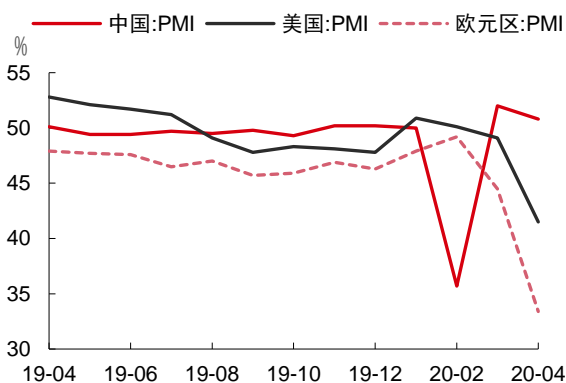


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 制造业投资：以政策扶持应对外需压力

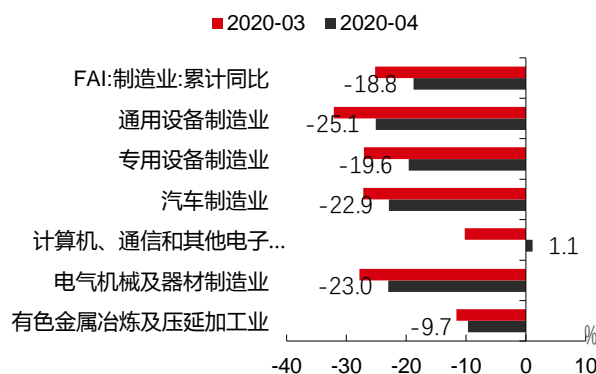
预计在政策的持续呵护下，全年制造业投资增速有望转正。国内疫情冲击、外需明显放缓等因素明显拖累了制造业投资，一季度制造业固定资产投资累计增速大幅下跌 25.2%。从 4 月数据来看，尽管主要制造业行业投资累计同比增速仍位于负增长区间，但已呈现改善趋势，其中通用设备制造业、专用设备制造业以及汽车制造业等核心产业，同比降幅分别较前值收窄了 6.3、7.5 和 4.3 个百分点。对于制造业企业而言，疫情冲击下的首要任务是促使企业生产经营恢复到正常水平，稳定盈利之后逐步恢复投资活动。短期内，由于外需明显放缓，对外贸易占比较大的制造业仍将承压。然而，国家持续扩大金融支持中小微企业力度预计也会对制造业投资构成拉动，叠加下半年房地产和基建投资的正向外溢效果，制造业投资增速的负增长有望逐季收窄。

图 9：全球主要经济体制造业景气程度均受到疫情严重冲击



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 10：我国主要制造业行业投资情况已呈现改善趋势

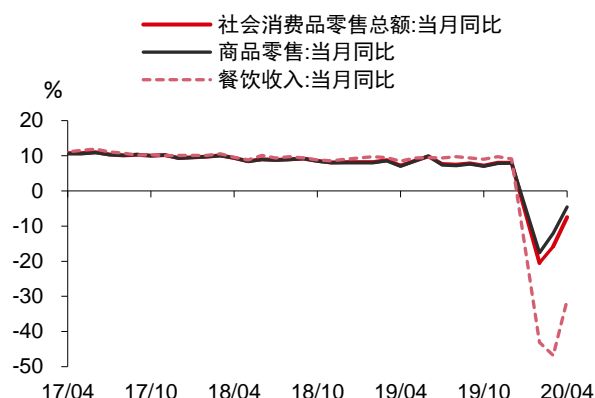


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 消费：必选有韧性、可选有亮点

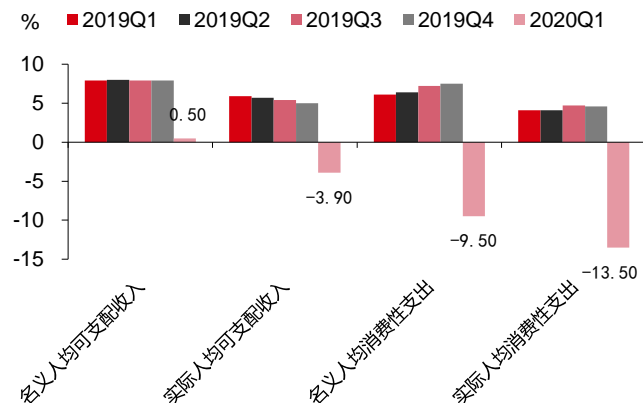
**疫情后部分领域消费会出现回补。**此次疫情在国内集中爆发正好在春节前后，政策上当机立断采取居家隔离很快地控制了疫情的发展，但对消费产生了负面影响。春节假期是带动消费的重要时期，疫情下的居家隔离导致聚会等社交场景大幅减少，对餐饮和商品消费均产生了较大的冲击。而疫情逐步平缓后，居民的社交生活等恢复正常的节奏慢于生产活动的恢复，因此消费回补的节奏也会慢于生产的回补。但考虑到我国巨大的消费潜力，以及各级政府出台的促消费政策组合拳，我们认为消费回补不会缺席，预计三季度增速恢复至疫前水平，全年有望实现正增长。

图 11：疫情冲击下餐饮收入与商品零售均呈现显著回落



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 12：一季度居民收入也受到显著冲击

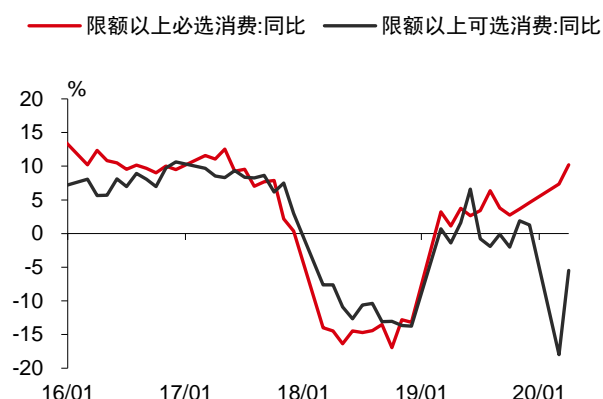


资料来源：Wind，中信证券研究部

**在疫情居家隔离的背景下，居民对必选消费中的粮油食品、烟酒饮料等消费的增长强劲，并且与其他可选商品的增长出现了明显的分化。**疫情后，虽然居民收入暂时回落可能会促使居民减少部分需求弹性比较大的可选消费支出，但我们认为汽车和地产后周期消费的恢复将有不俗的表现。比如家电消费，一定程度还受益于居家隔离带来的居民家电需求增加。此外还有装修等，短期的需求冲击对装修相关的建材家具的影响较为有限，反而因为工期延误会导致需求后延集中释放。政策端也积极推进助力消费企稳，根据商务部数据，已有 28 个省份、170 多个地市统筹地方政府和社会资金，累计发放消费券达 190 多亿元<sup>3</sup>。根据我们的统计，各省市的消费券用途主要集中在餐饮、旅游、零售、汽车。同时，已有多个省市单独公布针对汽车的促消费政策。

<sup>3</sup> 来自 2020 年 5 月 8 日国务院联防联控新闻发布会商务部讲话，经济日报，<http://nanning.gxorg.com/toutiao/2020/0513/35634.html>

图 13: 受疫情冲击必选消费和可选消费出现显著分化



资料来源: Wind, 中信证券研究部 注: 必选消费包括: 粮油食品饮料烟酒, 可选为除去必选以外的其他

图 14: 各省市消费券用途的关键词热度, 餐饮旅游零售汽车靠前

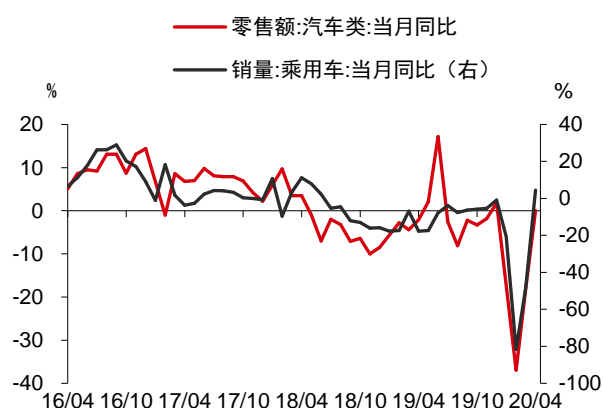


资料来源: 国务院, 中信证券研究部

### 汽车与家居建材类消费将成为消费回补的重要支撑

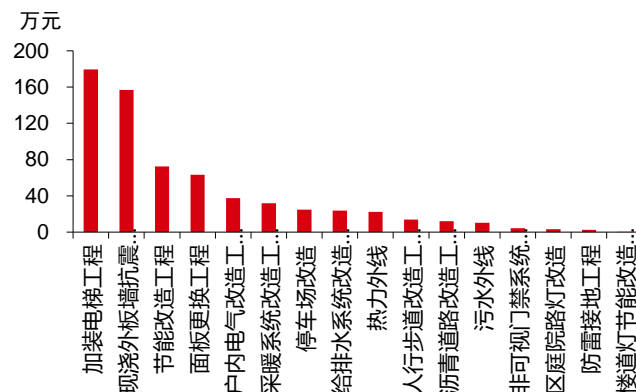
汽车与家居建材类消费获益于政策助力将有亮眼表现。汽车在整体消费中占比 10% 左右, 疫情后各省份纷纷出台汽车消费政策, 包括对有牌照限制的省份更大力度放开牌照以及对高排放老旧汽车置换提供补贴等。历史来看, 汽车消费政策对汽车消费的提振程度较为显著, 4 月受到政策带动和需求回补的影响, 限额以上的汽车消费增速大幅回升 18.1 个百分点至 0 增长。我们估算如果汽车消费政策大范围推进, 在保守的情形下, 预计将新增汽车消费金额 3906 亿元左右, 是 2019 年汽车零售额的 9.9% (详细测算请参见《宏观经济专题报告——鼓励汽车消费政策将由点及面》, 2020-3-27)。对于家居建材类消费来说, 受到竣工周期的提振整体需求有支撑, 叠加今年老旧小区改造量预计达到去年的两倍, 我们预计地产相关的家电、建材与家具可能成为消费中的亮点。

图 15: 汽车消费恢复超预期向好



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 16: 典型北京老旧小区改造带动多项工程门类需求



资料来源: Wind, 中信证券研究部



## 不应过分担心“就业——收入——消费”这一冲击链条

市场预期居民收入下滑对可选消费将形成较大的冲击，但从中国居民的收入结构和支出结构分析，消费明显回补并非不可能。消费可能是市场分歧比较大的话题之一。目前市场预期消费将呈现出缓慢回补的节奏，且对全年的消费增速预期也较为悲观，预计较去年会出现显著回落。主要逻辑是疫情冲击使得居民收入端受到显著的冲击，进一步导致收入价格弹性比较大的商品消费大幅下跌。

然而，低收入群体主要消费支出受到政策支持预计影响有限，高收入居民收入受疫情冲击较小，且主要消费支出可能受益于消费券或折扣促销等出现提振，消费回补存在超预期的可能。我们通过对居民的收入进行排序分组发现，除食品支出外，对于收入较低人群其消费支出中医疗保健支出与居住支出占比较高；对于高收入的人群其消费支出中占比较大的是家庭设备支出、居住支出和文教娱乐支出。在当前的疫情背景下，财政积极支持扩大医疗保健支出，因此低收入人群的消费支出预计收缩比较有限。而对于高收入人群来说，疫情冲击对其收入端的影响比较有限，同时可能会因为疫情居家隔离增加家庭设备和日用品支出等。从居民内部的消费结构来看，不同收入群体在疫情期间受到的影响不同，因此整体韧性较强，参考消费结构的数据，预计消费的回补力度可能会好于市场预期。

表 2：CFPS2018 中居民按照收入分组的消费支出情况

按收入从低到高五等分	家庭设备及日用品支出	衣着鞋帽支出	文教娱乐支出	食品支出	居住支出	医疗保健支出	交通通信支出	其他消费支出
1	8.4%	3.6%	7.5%	30.3%	20.2%	20.9%	8.2%	0.9%
2	10.1%	4.7%	10.2%	33.5%	18.8%	13.0%	8.3%	1.4%
3	11.0%	5.0%	9.9%	34.1%	19.5%	10.3%	8.6%	1.6%
4	14.3%	5.0%	9.8%	33.7%	18.2%	9.1%	8.2%	1.7%
5	17.9%	5.2%	11.0%	29.9%	17.4%	8.0%	8.4%	2.3%

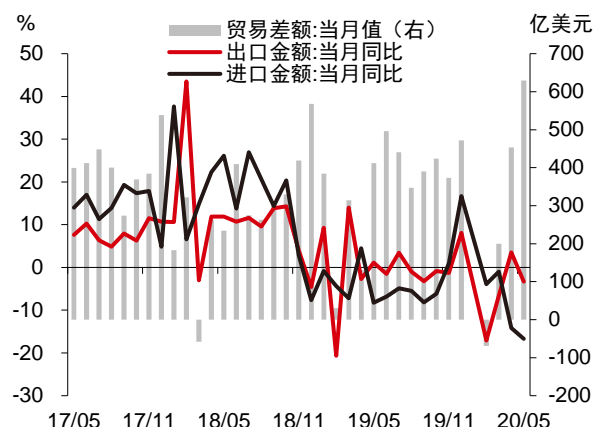
资料来源：CFPS，中信证券研究部

## 外贸：外需回落对进出口的影响将持续到三季度

受到疫情带来的非对称的扰动，海外需求回落对外贸的影响将整体后延。上半年受到海外疫情带来的非对称的扰动，进出口的景气也由于供需不同步变化而未能显示当期真实的需求情况。往后看，前期海外疫情对经济的冲击包括生产、就业与收入等会逐步体现到需求上，国内制造业的新出口订单已经有所体现。4 月新出口订单较前值大幅回落 12.9 个百分点至 33.5%。新订单的减少已经从 5 月开始逐步体现到外贸数据上。此前市场预期二季度是外贸的低点，我们认为可能会整体后延至三季度。预计全年出口增速为-10%左右。

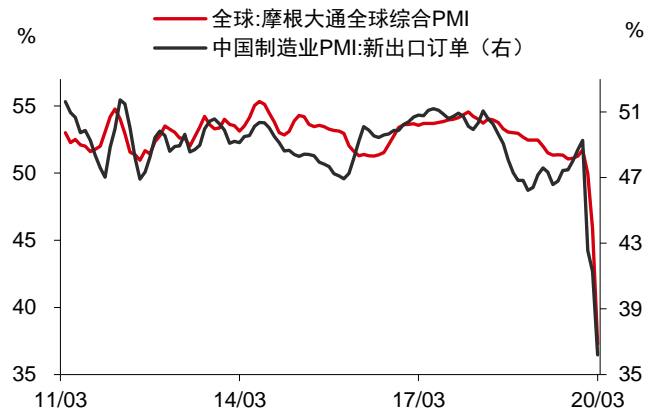
疫情对经济的冲击先体现在供给端，后逐步传导到需求端。因此国内外的疫情接续导致贸易的供需端出现非对称变化。经过国内外的经验对比我们发现，疫情带来的停产停工会先冲击一国的供给端，后传导到需求端。此次疫情 2 月份在国内集中爆发，3 月中旬开始在海外集中爆发。因此体现为国内 1-2 月出口增速大幅回落但进口增速好于预期，对应出现逆差；而 3-5 月出口显著好于预期，进口低于预期，对应呈现为顺差。整体上看，上半年在国内和海外疫情接续背景下，由于供给和需求端的传导时滞性会带来进口和出口的非对称变化。

图 17：国内外疫情接力带来外贸供需端的非对称变化



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 18：中国新出口订单与全球生产景气度密切相关

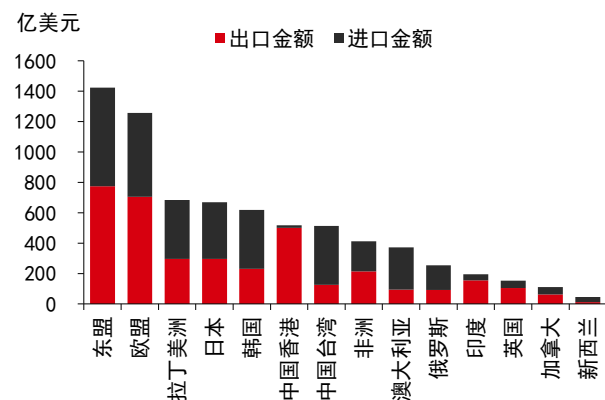


资料来源：Wind，中信证券研究部

### 东盟已代替欧盟成为中国第一大贸易伙伴，对东盟的贸易成为外贸“基本盘”

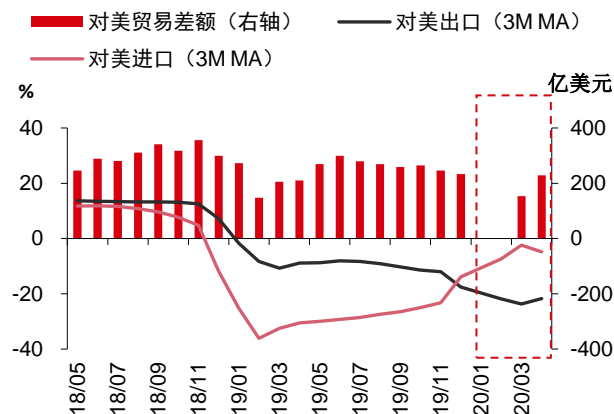
2019 年前，中国的第一大贸易伙伴一直都是欧盟，直到 2019 年 10 月东盟首次以较小的差距超越欧盟跳升为中国第一大外贸伙伴。2020 年一季度，东盟对中国的进出口总额为 1422 亿美元，在中国全部的进出口总额中占比为 15%；欧盟对中国的进出口总额为 1256 亿美元，在中国全部的进出口总额中占比为 13.3%。东盟在中国进出口总额中的占比以明显优势领先欧盟，中国进出口的第一大贸易伙伴已经从欧盟变成东盟。尽管东盟变为我国第一大贸易伙伴有欧盟口径调整的原因，但最重要的原因还是在“一带一路”的推进下，中国与东盟之间的贸易稳步增长，尤其是 2019 年 10 月中国-东盟自贸区升级《议定书》全面生效，在原产地规则、贸易通关规定、服务贸易、投资领域等方面都降低了门槛，进一步释放自贸区实施的红利。2019 年尽管受到贸易摩擦、全球经济下行等因素扰动，我国全年出口增速约为 1%，但对东盟出口增速为 12%。总体来看，对东盟的贸易已经成为中国外贸的“基本盘”，因此需要关注对东盟的贸易情况。此外，受到中美第一阶段协议的执行，中国对美国进口增速显著高于出口增速，显示中国积极扩大采购认真履约的态度。我们认为尽管当前中美关系严峻复杂，但采购并不会成为未来中美经贸问题谈判的阻碍，后文有对中美经贸关系的详细分析，此处不再赘述。

图 19：2020Q1 中国对东盟的进出口金额和出口金额均超过欧盟



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：今年以来对美贸易进口增速显著高于出口

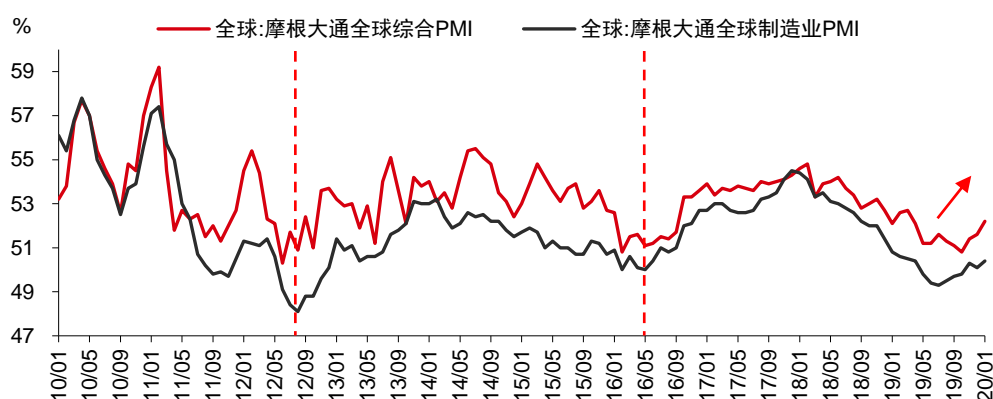


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 需关注疫情后全球补库存周期重启的可能性

疫情发生前全球需求已经逐步出现改善，显示补库存重启；疫情冲击恢复后，如果需求改善持续，可能带动经济超预期企稳。截止到 2020 年 1 月，全球制造业 PMI 以及综合 PMI 已经从 2019 年年中的低点开始进入逐步回升的阶段。纵观历史全球需求景气的变化，基本呈现为 3-4 年左右的大周期。而上一轮需求回升从 2016 年中开始到 2018 年年初触及高点，而之后中美贸易摩擦、中国需求下滑以及汽车产能收缩带来全球主要经济体增长同步放缓。因此各国从 2019 年开始纷纷推出刺激性政策，帮助经济摆脱疲态。从 2019 年下半年开始，全球需求已经逐步出现好转。但紧随其后突如其来的疫情全球扩散，中断了全球需求的改善，转而出现大幅收缩。但疫情对经济的冲击是短期的，如果后续各经济体从疫情中恢复，并且受益于当下各国内部的逆周期调节政策，前序的全球需求改善阶段也可能持续，带动全球经济超预期企稳。

图 21：全球制造业景气呈现周期性，截止 2020 年 1 月全球景气呈现上升趋势

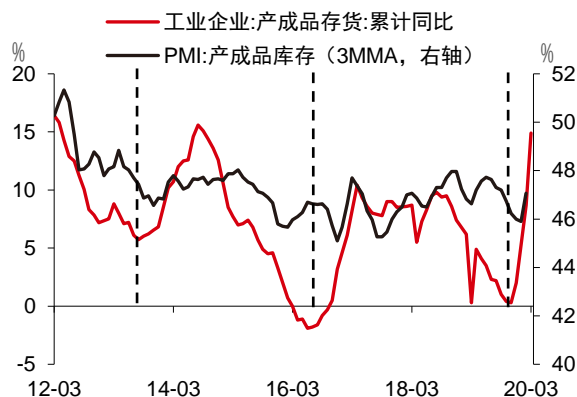


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 工业：盈利将持续改善向好

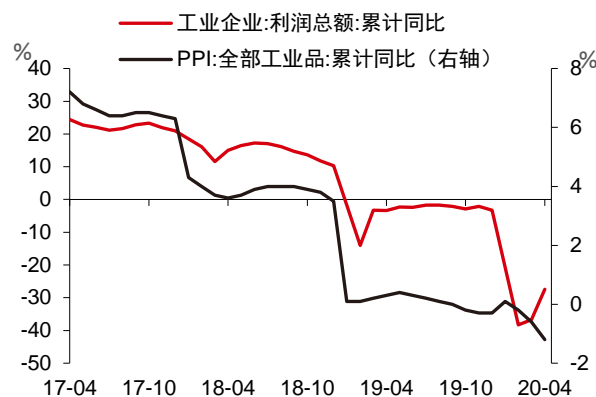
疫情扰动逐渐消退，工业生产正逐步回到合理区间。1-4 月工业增加值累计同比增速为-4.9%，4 月单月同比增长 3.9%，41 个大类行业中有 28 个行业增加值实现同比正增长，表明疫情对工业生产造成的扰动已经基本消退。从工业企业的产成品存货和 PMI 的产成品库存等指标来看，2019 年底企业库存位于历史低位，本应进入主动补库存阶段，但是受疫情冲击，库存周期受到明显扰动，3 月产成品存货同比增长 13.9%，考虑到目前外需明显放缓，内需也未完全恢复，预计消化积压库存需要一段时间。结合发电耗煤等高频数据来看，工业生产在五月中下旬已恢复至正常水平，全年来看，预计工业增加值增速约为 2.9% 左右。

图 22: 库存周期受扰动, 从主动补库阶段变为被动补库



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 23: 4 月规上企业盈利修复明显, 但短期物价仍将带来压力



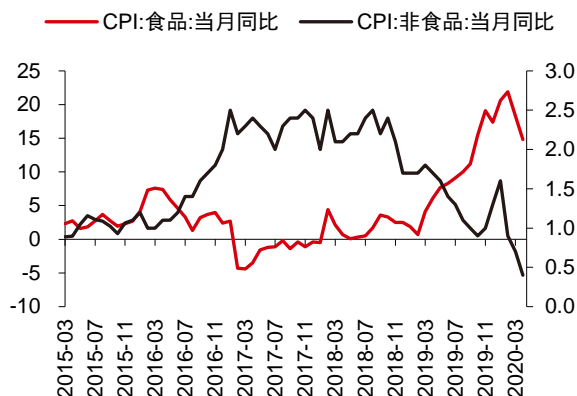
资料来源: Wind, 中信证券研究部

后续工业企业盈利情况有望改善向好。一季度, 受疫情影响, 工业企业生产、销售受阻, 但折旧、用工、房租等刚性成本并未减少, 致使企业利润大幅下滑, 一季度全国规模以上工业企业实现利润总额同比下降 36.7%。但 4 月份疫情初步得到有效控制后, 规上工业企业盈利状况迅速反弹, 4 月单月盈利同比仅下降 4.3%, 较前值大幅收窄 30.6%, 修复较为明显。预计后续随着需求反弹, 相关企业生产、销售状况将进一步改善, 带动盈利水平向好。短期来看, 预计后续工业品价格环比跌幅将有所收窄, 但同比下降幅度仍将扩大, 一定程度上仍将给企业盈利带来压力。

### 物价: CPI-PPI 剪刀差将现反转

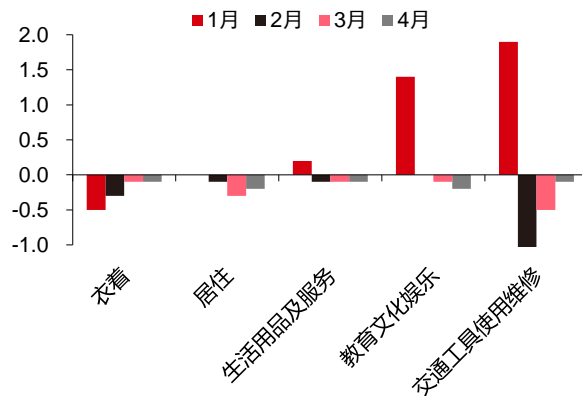
今年以来 CPI 中食品和非食品变化充分反映出疫情对基本面的影响。1-4 月 CPI 同比增速持续下降, 从年初的 5.4% 下降至 3.3%。从 CPI 二分法来看, 食品和非食品价格均出现显著下降, 虽然下降的逻辑与疫情对基本面的影响有关, 但食品价格更多与供给端回升相关, 非食品价格则是需求端变化的映射, 总体上, 前 4 个月物价变化明显体现出国内疫情从爆发-基本控制-复工复产的过程中, 供给回升快于需求端恢复的特点。具体而言, 受疫情影响, 交通运输一定程度上受限, 导致贡献食品价格主要波动的禽肉价格在 2 月出现同比高点, 此后 3、4 两月同比价格有所回落, 同期整体食品价格环比下降幅度在 3%-4% 之间, 创下近年来的最低增速水平。非食品方面, 1-4 月非食品价格同比增速从 1.6% 持续下降至 0.4%, 一方面有国际原油价格在 3、4 月暴跌的因素, 另一方面, 非食品中大多包含可选消费和服务消费品, 由于居民集中隔离导致的需求下降更快, 除医疗保健以外的 CPI 环比在 2 月均出现了负增长。此后供给端的恢复快于需求端, 反映在价格上是大部分非食品价格环比仍较为低迷。从服务 CPI 和核心 CPI 的角度, 从 2 月到 4 月, 两者同比均回落至较低水平。

图 24: 食品和非食品同比增速均出现下降 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

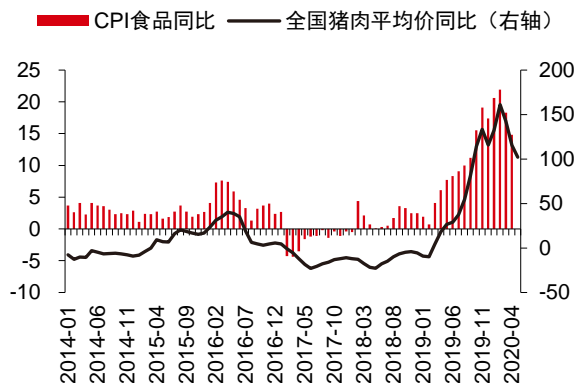
图 25: 主要服务和可选商品价格环比在 2-4 月中均出现负增长 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

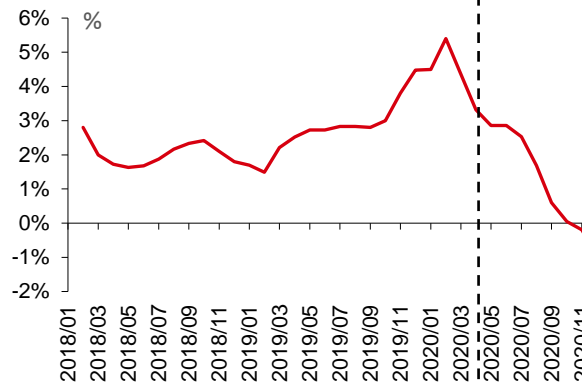
**关注 CPI 通缩风险渐升。**我们预计全年 CPI 均值为 2.2% 左右，其中下半年通胀预计将加速回落，年末或将出现通缩。一是猪周期的下半场开启。疫情使得本轮猪周期高点后移至 2 季度，我们预计生猪价格下半年将回落至 27-29 元左右，考虑到去年 3 月开始本轮猪价回升开始加速，因此高基数下预计猪价对食品价格将产生显著的拖累效应，继而造成 CPI 回落。二是消费作为回补的慢变量仍将会对非食品通胀产生负面影响。1 季度的经济衰退一方面使得居民收入增速明显下降，另一方面或多或少也会令居民未来预期恶化，这将直接体现在非食品通胀走势中。三是去年下半年 CPI 快速走高带来的高基数效应，也对今年下半年 CPI 有所拖累。

图 26: 猪价对食品价格的影响已经开始转负 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 27: 2020 年 CPI 预测值

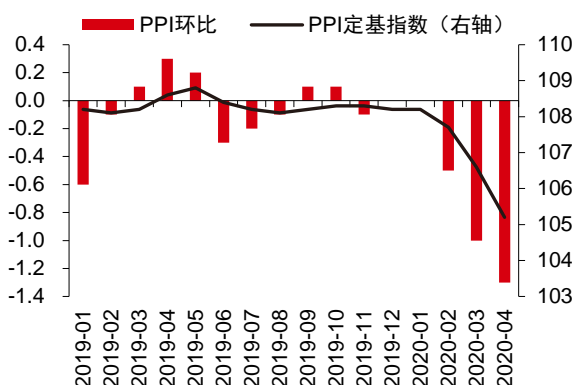


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

**今年以来 PPI 走势体现出疫情背景下工业需求在缓慢恢复的特点。**今年 1-4 月，PPI 通缩程度较去年末逐步加重，4 月 PPI 同比下跌 3.1%，创下 2016 年以来最低值。从环比来看，2-3 月疫情蔓延，工业生产几近停滞导致库存短期出现上行，价格环比下跌，4 月复工复产加速推进。事实上虽然复工进度较好，但产能恢复较慢加上海外需求下降，4 月环比仍为负值。

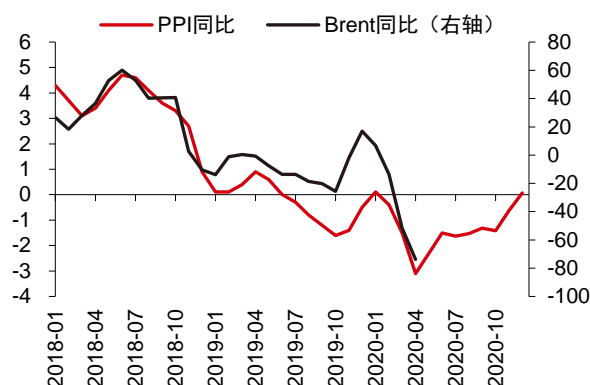


图 28：年初 PPI 环比出现较大幅度负增长（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 29：PPI 或将于今年年末转正（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

**年内 PPI 低点已过，年末有望转正。**工业品价格通缩压力将在未来持续好转，我们预计全年 PPI 同比增长中枢在 -1.5% 左右，走势呈 V 型，低点或已出现在 4 月，12 月同比增速有望小幅回升至 0 以上。一是随着主要产油国减产的逐步落地以及后续海外疫情边际好转，供需缺口有望逐渐减少，国际油价预计会出现回升。特别是今年四季度，油价环比涨幅可能有所加快，年末布油有望达到 50 美元/桶。二是预计年内工业生产将出现显著回升，拉动相关需求，工业品价格环比改善。此外，从 4 月份地产数据来看，地产开发投资单月同比增长近 7%，已经表现出相当的韧性，再考虑到老旧小区改造，加强公共消费等新的逆周期手段，预计工业品需求将也出现显著回升。

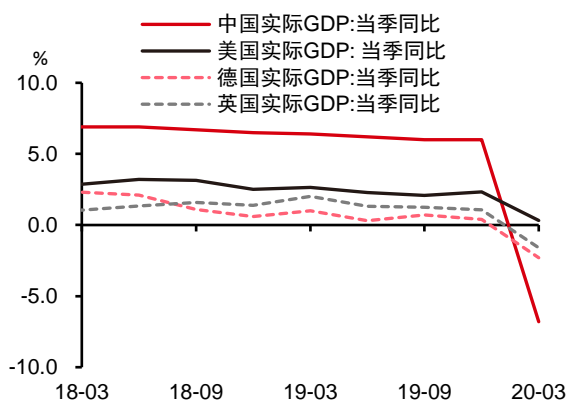
## 汇率：人民币韧性将在下半年凸显

### 理解当前汇率运行在“7”以上的两个因素

**疫情冲击的第一波出现在我国，一季度相比 G4 国家较差的经济基本面影响了人民币表现。**今年年初以来，新冠疫情在我国开始扩散，为控制疫情，我国采取了一系列的防控举措，取得了非常积极的成效。但另一方面，这些举措对我国一季度的生产和生活活动产生了较大的限制，也对我国经济产生了明显的负向冲击。一季度实际 GDP 增速仅为 -6.8%，较去年四季度的同比增速（6%）下降了近 13 个百分点。而对于欧美主要经济体而言，由于全球疫情的扩散时点较晚，一季度疫情对经济的冲击仍未显现，因此经济基本面虽受冲击，但幅度十分有限，其中英国和德国出现了季度负增长，GDP 当季同比分别为 -1.6% 和 -2.3%，而美国保持了微幅正增长，为 0.32%，较上年四季度分别下降了 2-3 个百分点之间，远低于中国的下降幅度。基本面的这种“相位差”，可能使得人民币汇率在今年上半年大多处于“7”以上的水平。

**伴随新冠疫情在全球扩散，资本市场出现大幅调整，避险情绪的抬升也导致美元指数相对走高，影响我国汇率的相对表现。**从今年年初的欧美股市来看，欧美核心股指下跌超过 30% 以上，VIX 指数也飙升至上一轮全球金融危机时水平，凸显全球避险情绪的升温。美元指数也有所走强，而欧洲经济基本面相对美国的“弱势”也进一步提升了美元价格，对人民币汇率形成了压力。

图 30：一季度我国 GDP 增速明显弱于欧美经济体



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 31：避险情绪推升美元指数短期居高不下



资料来源：Wind，中信证券研究部

## 人民币下半年大概率由弱转强

疫情防控卓有成效，导致我国疫情虽先“进”但也先“出”，与 G4 国家基本面的相对情况自二季度起料将出现反转。自二季度以来，我国新冠肺炎确诊病例基本清零，复工复产不断加快，而海外疫情则开始逐步扩散，各国均采取了相应的社交隔离等措施，对生产和生活活动进行了限制。因此，从二季度的基本面来看，我国由于疫情防控得力，预计将出现针对疫情扩散“先进先出”的状况，GDP 增长的相对趋势也会出现明显反转，我们预计二季度国内 GDP 当季增速可能达到 4% 左右，而海外主要国家可能面临两位数的负增长。从经济基本面的角度，人民币的相对升值压力反而会加大。

大周期视角来看，美元指数在趋势上从去年末已落入下行通道，只是疫情延长了其的相对强势，年末起出现下降的可能性更大。从我们的长期跟踪来看，美元实际有效汇率和经常项目与财政赤字占 GDP 比重的走势十分吻合，后者领先美元指数的变动约两年左右。从现阶段经常项目和财政赤字占 GDP 比重的走势判断，再结合今年美国可能出现的较大财政赤字，尽管美元指数短期内或由于避险因素仍处于高位，但逐步迈入下行通道的趋势或不可避免，这也将对人民币的中期走势形成支撑。

图 32: 前瞻指标显示, 美元指数持续走强的动力似乎不足



资料来源: Wind, 美国财政部, 中信证券研究部

图 33: 近期逆周期因子并未出现显著影响汇率波动的情况



资料来源: Wind, Bloomberg, 中信证券研究部估算

前期主导人民币贬值的经贸摩擦影响已在逐步消化中, 我们认为短期美元兑人民币汇率将在 6.8-7.2 的区间内运行, 下半年有望回落至区间中枢下沿。中美国债利差通常能够反映相对的美元兑人民币走势。以中美 5 年期国债利差变化观察, 我们发现去年主要由中美贸易摩擦所带来的估值缺口已不再扩大, 汇率与利差所反映的相对变化近期也重回一致。往后看, 我们认为贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补, 也会对人民币汇率形成一定支撑。

图 34: 以中美 5 年期国债利差变化观察, 近期步调重回一致, 贸易摩擦所带来的估值缺口或将慢慢得以填补



资料来源: Wind, 中信证券研究部, 数据截至 5 月 15 日

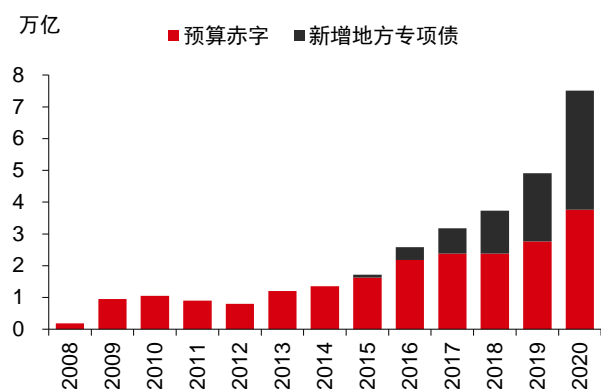
## ■ 逆周期政策大力度对冲疫情冲击

### 财政政策：特殊时期、特殊举措

#### 预算外工具的重要性日益凸显

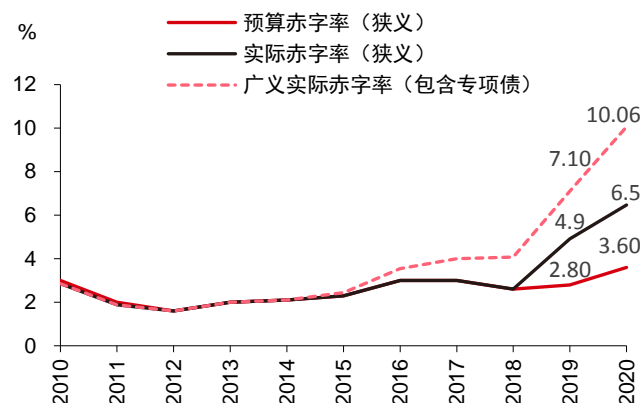
**预算外财政工具的重要性日益凸显。**两会公布今年财政政策的涵盖预算赤字 3.76 万亿、预算赤字率 3.6%以上、专项债 3.75 万亿以及特别国债 1 万亿、以及减税降费 2.5 万亿，其中大力度的减税降费略超市场预期。财政工具部署的特点愈加呈现预算外工具的占比大幅上升的情况（预算外工具仅考虑地方政府专项债）。从 2015 年开始，整体的财政逆周期调节力度加大加快，同时地方政府专项债在整个财政扩张中的占比日渐上升，2020 年专项债在整个逆周期调节空间中的占比已经高达 50%，显著高于 2015 年的 5.8%。如果进一步考虑其他预算外工具，如 2015-2017 年的专项建设债和 2020 年的抗疫特别国债，全部预算外工具对财政逆周期调节的占比会更高。

图 35：财政扩张中预算外工具的重要性日渐凸显



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 36：不论是实际的狭义赤字率还是广义赤字率均有显著抬升

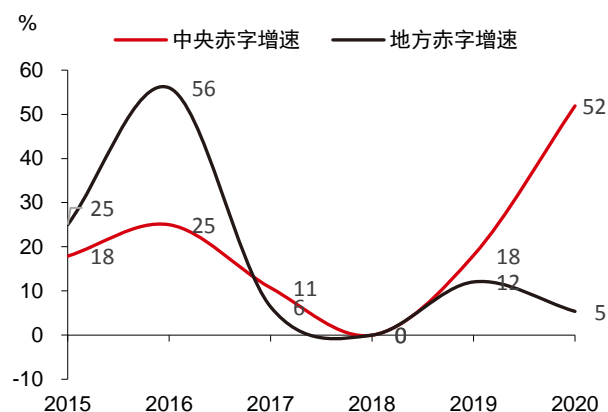


资料来源：Wind，中信证券研究部预测

### 中央承担加杠杆主力，加大对地方转移支付是亮点

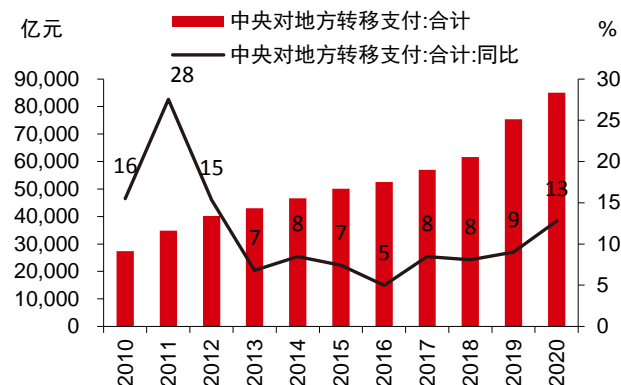
**财政扩张的主力来自中央加杠杆，通过转移支付助力地方稳经济。**今年财政政策中建立特殊转移支付机制成为亮点。两会报告中提到“财政赤字额外增加 1 万亿，抗疫特别国债 1 万亿，总计 2 万亿要全部转给地方，建立特殊的转移支付机制，资金直达市县基层、直接惠企利民。”疫情发生以来，地方财政收入大幅减少，1-4 月地方财政收入增速累计下跌 11.5%。收入的大幅回落也制约了地方财政支出的节奏。1-4 月中央财政支出增速为 0.1%，而地方财政支出持续下跌，累计增速为-3.2%。此次两会提到的大力度的转移支付政策，有助于保障地方的收入，进一步实现稳定地方财政支出，惠企利民。今年受到疫情的冲击，地方财政压力凸显，中央成为加杠杆的主力。2020 年预算内赤字中，中央赤字为 2.78 万亿，较去年增加 9500 亿元，而地方赤字规模为 0.98 万亿，较去年仅增加 500 亿。2020 年对地方的转移支付增量资金 9500 亿元，增长为 12.8%，增速也是 2013 年以来的最高增速。这个只是指一般公共预算账户内的转移支付，如果我们将特别国债也纳入对地方转移支付中，则今年转移支付增速高达 26.1%。

图 37：中央成为加杠杆的主力（预算内赤字）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 38：今年转移支付增速是 2013 年以来的最高增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

**实际狭义和广义的赤字率均有显著的抬升。**受到疫情的冲击，众多企业收入大幅回落，因此整体税基收缩导致公共财政收入下跌。同时为了给企业进一步减轻负担，政策也针对小规模纳税人和在疫情中受损严重的企业进行有针对性的减税降费，预计全年减税规模 2.5 万亿。同时财政支出力度不减，因此实际财政收支缺口预计进一步加大。按照 2020 年预算草案，2020 年公共财政收支差额为 6.76 万亿，较 3.76 万亿的预算赤字多出 3 万亿，较 2019 年的公共财政收支差额多 1.9 万亿。我们预计实际狭义和广义赤字率均有显著的抬升，分别至 6.5% 和 10% 左右，体现出积极的财政政策更加积极有为。

### 一揽子财政政策工具预计可拉动经济增长 5.6 个百分点

一揽子政策包括提高赤字率、发行抗疫特别国债、增加地方政府专项债额度以及降税降费等。我们将工具分为三类：第一类是以减税为主进一步拉动企业投资与居民消费；第二类是以政府支出为主的基建等固定资产投资相关支出，主要包括特别国债、地方政府专项债等；第三类是以政府支出的形式体现为公共领域的商品和服务供给，主要体现为一般公共预算财政支出的增加。按照三类工具的不同特点分别测算财政政策工具对经济的拉动效果。

从理论上讲，以经典的凯恩斯国民收入决定理论出发分析减税和政府支出的乘数分别为  $-\frac{c}{1-c}$  和  $\frac{1}{1-c}$ ，其中  $c$  为边际消费倾向。假定边际消费倾向为 0.3，那么减税的理论政策乘数为 0.4 左右，扩大支出的理论政策乘数为 1.4。考虑到财政工具在公共消费和公共投资领域的不同特点，我们估计政府在投资方面支出的产出 > 政府在公共消费支出的产出 > 政府减税带来的产出。

$$Y = C + I + G$$

$$Y = c(Y - T) + I + G$$

$$Y = -\frac{c}{1-c}T + \frac{1}{1-c}I + \frac{1}{1-c}G$$



在学术研究方面,李明和李德刚(2018)<sup>4</sup>提出,中国地方政府财政支出乘数约在 1.15~1.46 区间,表示 1 单位的财政支出均能带动 1 单位以上的产出。这一实证研究与我们的估计基本一致。财政部在 2019 年新闻发布会上的讲话提到“2019 年全年减税降费将超过 2.3 万亿元,占 GDP 的比重超过 2%。据测算,减税降费拉动 2019 年当年 GDP 增长 0.8 个百分点,拉动固定资产投资增长 0.5 个百分点,拉动社会消费品零售总额增长 1.1 个百分点。”按此计算,2.3 万亿的减税降费带来产出约为 9200 亿,乘数为 0.4。财政部数据反映的减税实际乘数与理论结果一致。

**今年财政逆周期调节总盘子近 11 万亿,从增量的角度分析对全年 GDP 的拉动约为 5.6 个百分点。**两会公布财政政策的涵盖减税降费 2.5 万亿、预算赤字 3.76 万亿、预算赤字率 3.6%以上、专项债 3.75 万亿以及特别国债 1 万亿。从增量的角度测算,今年减税降费 2.5 万亿,一般公共预算支出为 2.47 万亿较去年增加 8126 亿元,专项债和特别国债全年的增量分别为 1.6 和 1 万亿,总体来看新增财政支出约为 5.9 万亿,按照我们上述的财政支出乘数的估计,预计总体对名义 GDP 的拉动为 5.6 个百分点。

表 3: 今年财政支出增量资金对名义 GDP 的拉动为 5.6 个百分点

财政工具		新增金额（亿元）	财政支出乘数	拉动 GDP（亿元）	拉动 GDP 百分点
减税降费		25000	0.4	10000	1.0%
一般公共预算支出（增支）		8126	1.1	8938.6	0.9%
预算外支出	专项债	16000	1.4	22400	2.3%
	特别国债	10000	1.4	14000	1.4%
总计		59126	--	55338.6	5.6%

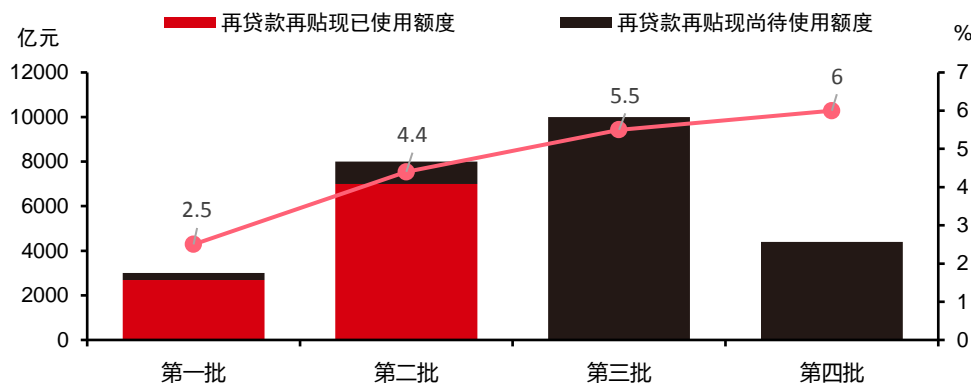
资料来源:中国政府网,中信证券研究部测算

## 货币政策:创新工具直达“宽信用”

自今年 2 月以来,为对冲疫情的冲击,货币政策“多管齐下”,央行连续实施了普惠金融定向降准及针对中小银行的定向降准,共释放 9500 亿元长期资金,同时推出了 2.24 万亿的共四轮再贷款和再贴现额度(截至 4 月末,已有约 7000 亿元再贷款和再贴现落地),着力解决和缓解中小企业及部分受疫情冲击较大企业的融资问题。此外,政策性银行也增加了 3500 亿元专项信贷额度,聚焦民营和小微企业的扶持。截至 2020 年 5 月,大型、中型和小型银行准备金率已分别降低至 12.5%、9.5%和 6%,金融机构平均法定存款准备金率为 9.4%,较 2018 年初已降低 5.2 个百分点。DR007 利率持续运行在 7 天逆回购利率以下,体现出货币市场资金的宽裕状态。

<sup>4</sup> 李明、李德刚,中国地方政府财政支出乘数再评估,管理世界,201802

图 39：再贷款与再贴现额度四轮共计 2.24 万亿元，目前已使用近 7000 亿元，估算仍有近 1.5 万亿规模有待释放



资料来源：中国人民银行，财新网，中信证券研究部估算，数据截止 2020 年 4 月末

表 4：今年以来，不同期限资金市场利率均出现明显下降

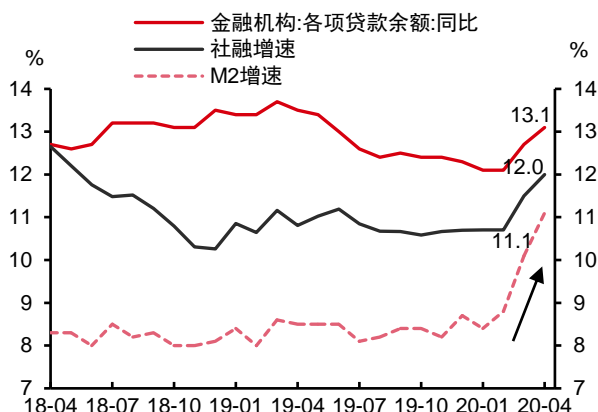
		单位	2020/05/15	2020/01/03	变化 (bp)
金融市场利率	短期利率	R007	1.38	2.68	-130
		DR007	1.30	2.22	-92
		GC007	1.41	2.97	-156
		7天Shibor利率	1.56	2.53	-97
	中期利率	3个月Shibor利率	1.40	2.96	-156
		3个月同业存单发行利率	1.77	2.60	-83
		1年期国债收益率	1.22	2.44	-122
		1年期国债收益率	1.39	2.57	-119
		1年期AAA企业债收益率	1.87	3.14	-127
	长期利率	10年期国债收益率	2.68	3.14	-46
		10年期国债收益率	2.96	3.59	-63
		5年期地方债收益率	2.32	3.11	-78
		5年期AAA企业债收益率	3.14	3.71	-57
	信用利差	国开债-国债：5年期	36	44	-8
		AAA企业债-国债：5年期	117	77	40
		AA-AAA企业债：5年期	79	72	7

资料来源：Wind，中信证券研究部，数据截至 2020 年 5 月 15 日

## 宽松下半场：重心调整，方向不改

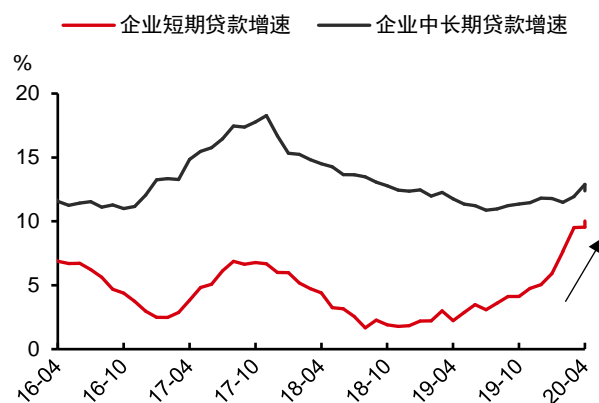
货币政策正处于从“宽货币”逐步过渡至“宽信用”的关键阶段。从 4 月金融数据中可以看到，社融、银行信贷、及 M2 的增速水平在前几个月已出现回升的基础上，进一步提高至近年来较高水平。从信贷结构来看，在企业短期贷款进一步回升的基础上，近几个月企业中长期贷款的增速开始提升，是进入“宽信用”时期的典型信号。这种条件下，货币政策宽松状态料将得以持续，但政策动作上可能更多将逐步走向平静期，进一步大幅度降准降息的必要性将有所减弱。

图 40：银行信贷、社融增速及 M2 增速年初以来均出现明显上升，有力缓解了实体经济的融资压力



资料来源：Wind，中信证券研究部

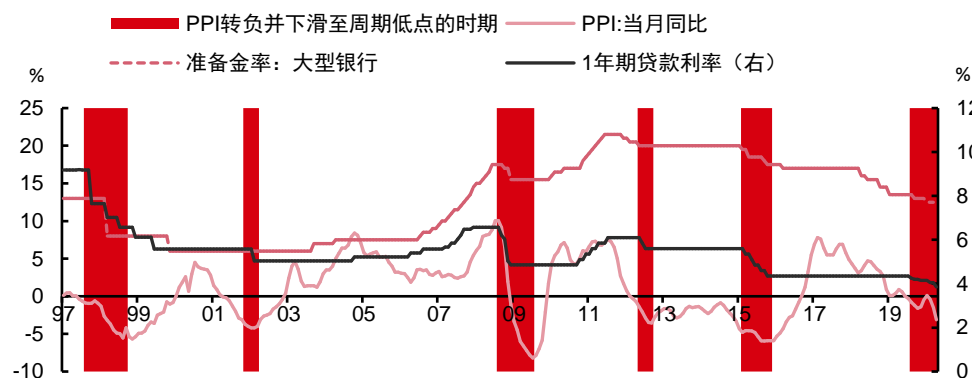
图 41：企业短期贷款维持较好增长，中长期贷款增速也开始提升



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们所重点关注的政策“锚”——PPI 的变化也显示政策最密集的落地期或接近尾声。另一方面，自 2019 年 7 月起，我国 PPI 已步入通缩区间，而近期海外疫情的蔓延更是深化了这一趋势，使得今年 4 月的 PPI 月度同比增速回落至 -3.1%。我们统计了历次 PPI 转负并下滑至低谷的时期，分析发现在这一阶段，均伴随着降准与降息，而在 PPI 改善趋势显现后，整体货币政策将逐步进入平静期。目前看，若无“二次疫情”冲击，PPI 本轮低点大概率将出现在二季度，这也对应货币政策最密集的落地期或已接近尾声。

图 42：若无“二次疫情”冲击，PPI 本轮低点大概率将出现在二季度，货币政策最密集的落地期或已接近尾声



资料来源：Wind，中信证券研究部

注：1 年期贷款利率在 2019 年 8 月前以 1 年期贷款基准利率为准，2019 年 8 月后以 1 年期 LPR 利率为准

### 仍可期待降准与小幅降息，社融年内高点或升至 13% 左右水平

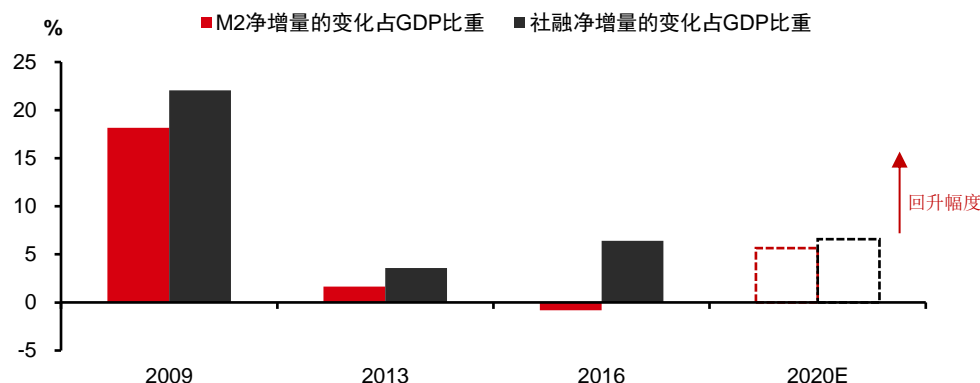
尽管我们认为现阶段不一定会有大幅度的进一步宽松举措，但面临经济形势多重不确定性，降准和降息依然可期。一季度央行货币政策执行报告提及“以更大的政策力度对冲疫情影响”，说明货币政策并不会发生转向。数量层面，我们预计在特别国债、地方政府专项债有明显供给的窗口（大概率在 6-9 月），有望进一步见到降准，以平抑市场短期的流动性压力，幅度取决于经济所面临的时点压力。价格层面，我们认为从 LPR 利率对贷

款加权平均利率的引导效果来看，近期已体现出相对积极的表现，一季度 10 个 BP 的 1 年期 LPR 利率下降带动了超过 30 个基点的贷款加权平均利率的下降，我们判断进一步的下行依然可期，以达到更明显的实体融资“降成本”的效果。我们认为 MLF 利率仍有进一步下降 10-15 个基点的空间，幅度将体现出“小步走”的状态，带动 1 年期 LPR 在三季度下降至 3.7% 左右水平，而对存款基准利率下降的期待优先级虽然有所滞后，但仍在政策的可选范围之内。

而针对《政府工作报告》提及“要求创新直达实体经济的货币政策工具”，央行也于 6 月 1 日新创设了两个货币政策工具，核心围绕服务中小微企业。根据《政府工作报告》的部署，中国人民银行在 6 月 1 日创设了两个直达实体经济的货币政策工具：1) 普惠小微企业贷款延期支持工具；2) 普惠小微企业信用贷款支持计划，旨在加大对中小微企业的定向支持。其中，第一个工具上，央行通过提供 400 亿元再贷款资金，以特定目的工具（SPV）与地方法人银行签订利率互换协议的方式，向其提供激励，激励资金约为地方法人银行延期贷款本金的 1%，预计可以支持地方法人银行延期贷款本金约 3.7 万亿元，切实缓解小微企业还本付息压力。而第二个工具则更为重要，央行通过定向再贷款支持地方法人银行，主要用于购买今年二季度至四季度新发放的普惠型小微信用贷款，合计 4000 亿元的再贷款额度预计能够推动约 1 万亿元的普惠型小微企业贷款发放，切实保障“直达”实体经济。此外，支持计划惠及的普惠小微企业还需承诺保持就业岗位基本稳定，这也为“稳就业”提供了一定支持。而叠合此前三轮的再贷款再贴现额度，疫情之后央行总计共释放了 2.24 万亿的再贷款和再贴现额度，起到了面向实体经济的流动性投放作用。与海外各国央行的类似政策比较，我国的这一货币政策工具由于信贷风险仍由发放贷款的银行承担，因此更为市场化；而利率层面，由于贷款利息全部由商业银行所享有，激励的程度也相对更高，我们认为这将进一步保障小微企业的融资能力，促进“补短板”。

社融增速今年预计将有明显走强，本轮“宽信用”力度将超过过去三轮宽松周期。预计全年社融增速可能达到接近 13% 的水平，而年中高点或取决于政府债集中发行的时点。我们以社融净增量的变化占当年名义 GDP 的比重来比较这一规模所对应的宽松程度，与以往四次宽松周期相比，本轮的力度或仅次于 2009 年全球金融危机后的宽松力度，而将大于 2013 年及 2016 年的“宽信用”程度，我们认为以信用扩张支持实体经济的货币政策方向将贯穿全年。

图 43：预计本轮宽松周期，社融升幅将超过过去两轮短周期，仅次于 2009 年的水平



资料来源：Wind，中信证券研究部估算

备注：社融数据均已调整为最新可比口径（包含政府债务）

## ■ 关注疫情后中长期因素的变化

疫情后中长期因素的变化不容忽视，这会对我国经济的中长期发展和结构转型带来新的影响。国际方面，未来一段时间内全球化进程可能出现新的波折，产业链出现转移和重构，中美经贸关系更加严峻复杂。国内方面，国内深化改革步伐加大，着力提升全要素生产率；以新基建为抓手，夯实数字经济的基础，进一步激发经济内生活力。今年我们将全面开启编制“十四五”规划，预计未来 5-10 年“高质量发展”将成为核心的宏观主线。

### 一定时期内逆全球化现象加剧

**历史地看，全球化进程并非一帆风顺。**全球化是涵盖政治、经济、社会、文化的综合概念，而其中的全球经济一体化是指全球或区域性的商品、资本和劳动力市场的整合，以及由此而导致的商品和要素价格趋同、流动和交易成本的降低以及国际生产体系的形成。从历史上看，人类经历了三次全球化快速发展和两次逆全球化思潮。

- **第一次全球化。**始于工业革命时期，一方面蒸汽机铁路等技术革命有效提升了交通运输效率并降低了成本，相关数据表明，1840-1901 年世界平均运输价格下降了 40%。另一方面，自由贸易理论促使各国政府放松贸易限制，再加上以金本位为主体的国际货币制度的建立，有效降低了汇率波动，为贸易参与者突破了各国货币的限制，最终造成的结果是全球贸易和对外资本流动显著加快，大量人口在各国间流动，全球化进程明显加快。
- **第一次逆全球化。**第一次全球化被两次世界大战所打断。根源在于全球化带来了新的竞争者，导致一些国家的市场空间明显不足，产品销售遭遇困难，失业率逐渐上升。同时对于一国而言，更为严重的是收入分配的不均，资本家和工人收入水平上升而农场主和农民的福利下降。两次世界大战和 1929 年的大萧条使得各国逐步收紧贸易和移民政策，采取“以邻为壑”的贸易战、货币战等保护主义政策。1931 年，英国宣布终结英镑金本位制度，1933 年，美国宣布放弃与英、法签署双边汇率协定。与此同时，罗斯福政府以“美国复苏优先”为竞选纲领入主白宫。首次逆全球化思潮开始萌发。
- **第二次全球化。**始于二战结束前后（大约为 1950 年），各国意识到贸易战和保护主义政策带来的负面影响，为了恢复经济增长，全球主要国家重启贸易自由化和扩大全球市场的开放政策，同时例如关税及贸易总协定（GATT）、国际货币基金组织（IMF）、世界银行（World Bank）等国际组织也相应建立，加速了区域经济一体化发展。相关数据表明，WTO 中发达经济体的平均关税水平从 40% 下降至 5%，全球化生产过程迅速发展，全球贸易总值中 40%-60% 来自于全球产业链的贡献。特别是在 20 世纪 90 年代之后，全球产业链布局出现加速，跨国公司开始在全球范围内针对价值链进行细分和配置，资本流动和分散生产达到空前的规模。背后的原因在于新技术革命带来的交通和通信成本的不断下降，OECD 数据表明，2000 年国际海运和空运价格仅为 1930 年以来的 20% 和 12% 左右。总体而言，战后的和平红利、人口红利和贸易制度红利和新技术革命共同

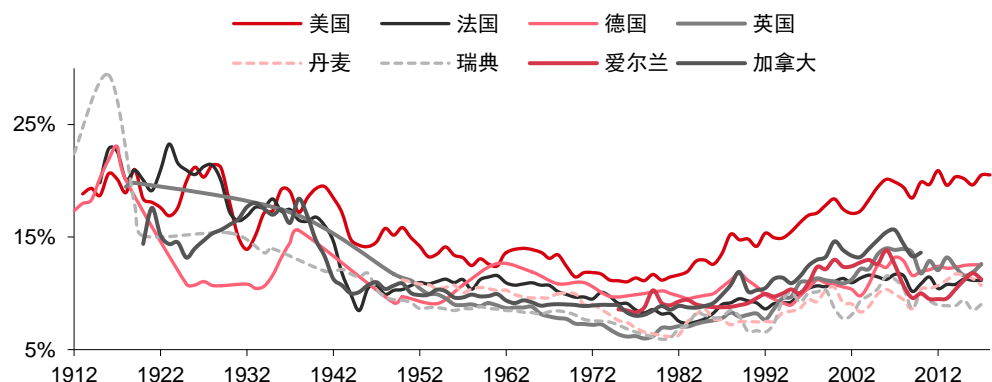


推进了第二次全球化的快速发展。

- **第二次逆全球化。**持续时间较为短暂，但背后映射出的问题较第一次而言有所增多。在二战后到 1997 年亚洲金融危机爆发前的相当长一段时间内，全球化将大多数国家的经济增长水平推升至新的高度，但收入差距、生态环境等问题随之而来。全球化被认为是西方发达经济体、大型跨国公司和高收入人群推动的市场扩张，加剧了对小国的侵占，造成了贫困和不平等、劳工标准降低、本土文化受到侵蚀等。西方社会发生多次大规模集会、游行和示威活动，引发一系列暴力冲突。但 2001 年“911”事件之后，由于全球重心转向反恐，方致使第二次逆全球化得以告一段落。
- **第三次全球化。**以智能化、信息化和自动化为特点的第四次工业革命继续降低企业经营生产成本，同时产业特征进一步模糊化，制造业的服务化不断发展。全球生产方式日益多元多样化。此次全球化的特点是新兴经济体发展壮大，以中国加入 WTO 为例，中国进入全球市场进一步促进全球产业链的形成，更多的发展中国家充分发挥比较优势和资源禀赋深入融入其中，按照不同的价值链贡献程度分享全球化红利。

总体而言，全球化与逆全球化交替发展的背后逻辑在于：全球化大多发生在经济繁荣、某种技术或领域革命、各方分享改革红利的背景下，集中体现在生产全球化分配以及成本明显下降，经济增长生产等相关成本明显下降，而往往当经济下滑或遭遇外部冲击，致使收入与利益分配不均时，社会出现结构性变化，逆全球化的思潮便逐步萌发。另外，在全球化与逆全球化不断交替的过程中，可以看到两者各自所经历的时间越来越短，说明全球化所带来的经济和社会繁荣越来越明显，但同时引发的问题也越来越严重。

图 44：部分国家收入前 1%的人口财富占比情况



资料来源：世界财富与收入数据库（WWID），中信证券研究部

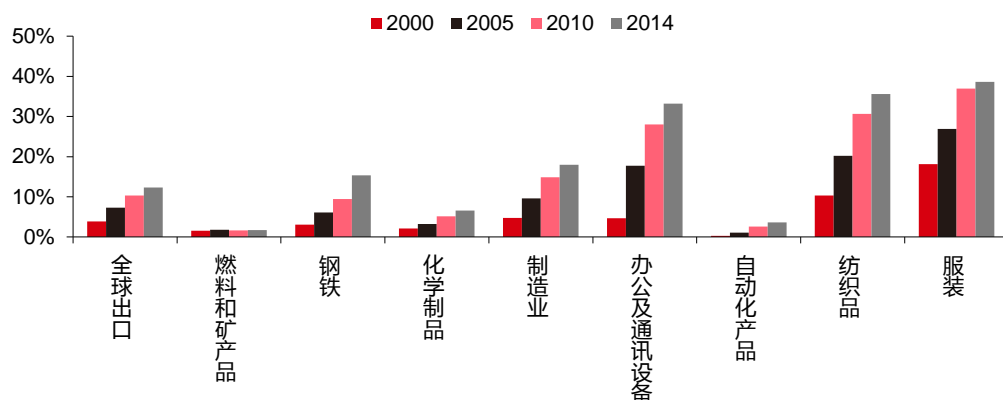
此次疫情或加速第三次逆全球化进程，对我国而言集中体现在中美经贸关系和产业链重构上。以美国加快推行贸易保护政策和英国脱欧公投为代表，欧美发达经济体逐步开始退出一系列国际合作协议等，全球发达国家再次萌发了逆全球化思潮，这将深刻影响未来全球经济增长和国际合作形势。今年全球新冠疫情作为外部冲击严重影响到了经济增长态势，今年 4 月 IMF 在最新《世界经济展望报告》中预测 2020 年全球经济将萎缩 3%，创

下上世纪 30 年代大萧条以来的最低值。我们认为，虽然全球共建公共卫生设施、加强国际卫生合作的必要性在提高，但对于经济全球化而言，发达国家过度依赖对外贸易、产业链过于分散冲击供给、经济衰退造成的收入不平等，将再次加剧逆全球化思潮的蔓延程度。中国已经深度融入全球经济，应关注疫情后可能出现的全球产业链“重构”和中美经贸关系未来走向。

## 全球产业链出现转移和重构

**疫情凸显中国在全球产业链中的重要性。**在全球开放体系下，如今全球产业链和价值链结构稳定且成熟，这种全球合理分工的背后核心机理则是比较优势，各国根据自身的资源禀赋，完成价值链上最具有优势的环节。而中国已经逐步成为全球产业链的中心。首先，按照联合国工业体系分类以及《2016 年工业发展报告》中显示，中国是全球唯一拥有全部工业门类的国家，涉及 41 个工业大类，191 个中类，525 个小类。在全球 500 多种主要工业产品中，中国有超过 220 种的工业产品产量占据全球第一。其次，中国是众多海外国家的最重要贸易伙伴之一。世界银行的世界发展指数（WDI）显示，截止至 2018 年，中国已经成为 120 个国家的最大贸易伙伴。我国出口占全球出口贸易量比重从 2000 年的 3.9% 升至 2014 年的 12.3%。最后，截至 2018 年，我国在 WTO 出口行业分类中，电讯设备、纺织品、办公通讯设备、机械和交通运输设备和集成电路出口占全球的比重均为各国首位，进一步验证我国在全球生产环节中的重要地位。

图 45：我国货物出口占全球的比例逐年上升

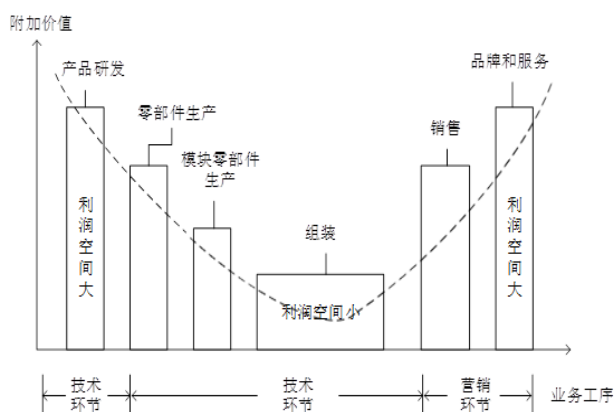


资料来源：Wind，中信证券研究部

此次疫情使得各国工业生产几近停滞，对全球上游或下游相关产业环节造成供需两端的冲击。美国、德国、法国、日本等发达国家已经开始讨论将海外产业链生产环节回迁至本国，意在重视本地化生产和降低经济对外需的依赖，向选择性的自给自足和“脱钩”大幅迈进。实际上，提升生产效率是跨国企业在布局产业链的重要决策考量，生产效率取决于生产成本、消费市场、制度环境等综合因素。然而疫情等外部冲击下，过于分散的产业链布局破坏了生产的稳定性，因此产业回迁可以认为是生产效率和生产稳定性的相互博弈结果。我国产业链部分环节已经逐步开始转移到东南亚等地区，疫情加速产业链外迁的可能性是存在的。

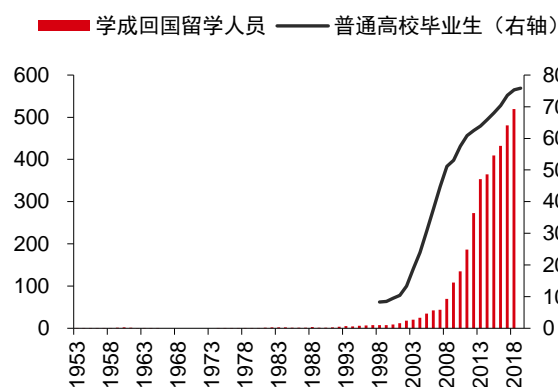
**充分利用中国的综合优势，化危为机。**一是产业链的重构与变迁为多方面因素共同所致，如劳动力成本、营商制度环境、消费市场规模等，虽然疫情可能成为加速迁移的催化剂，但打破长期以来形成的专业化分工固有模式是一个相对缓慢的过程。二是长期来看我国仍然具备吸引外资或产业链集群落地的能力。我国每年有 700 万大学生毕业，受教育水平逐步提高使得劳动力素质显著提升，这是全球大部分国家难以比拟的。我国拥有优质和庞大的基础设施和完整的产业门类。从长期视角来看，虽然部分行业产能转移或将成为趋势，但综合来讲中国仍然可吸引外资的投资；三是产业链转移倒逼我国加快产业结构调整，助力高质量发展进程。我国传统劳动力密集型行业出口占比已经降到 20% 左右，而以机电产品为主的相关行业出口占比已经显著增加，我国出口结构已经从劳动密集型转为技术密集型。根据“微笑曲线”原理，当前我国相关行业的出口增加值较低，仍然以组装加工为主，位于曲线的最底部，而增加值较高的曲线两端、如产品研发和产品服务核心竞争力仍有待加强。我国面临的产业链外迁更多集中于劳动密集型行业，例如纺织业等，有望给予我国大力发展高附加值产业的空间，促进加快产业转型速度，向全球产业链的高端环节靠近。四是加快对外开放力度，进一步改善营商环境以稳定当前产业链核心结构。

图 46：全球价值链微笑曲线示意图



资料来源：中信证券研究部绘制

图 47：我国受教育人口不断提升（单位：万人）



资料来源：Wind，中信证券研究部

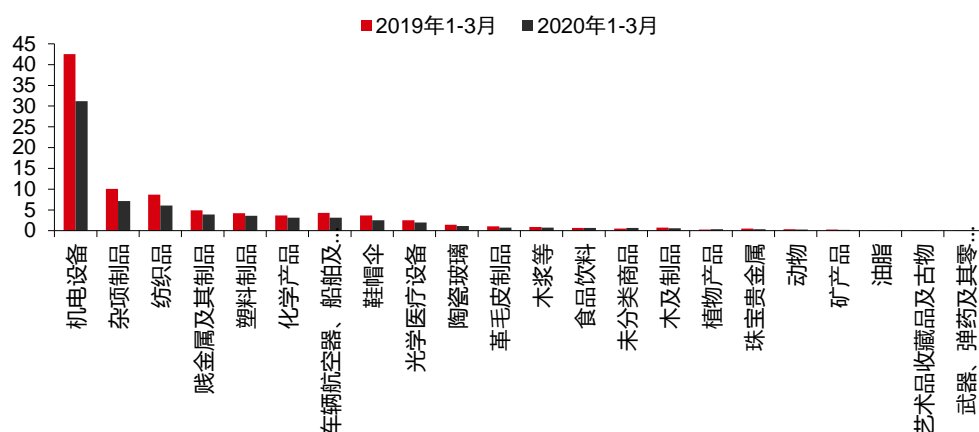
## 中美经贸关系更加严峻复杂

**疫情冲击下中美经贸关系再起波澜。**美国尚未走出新冠疫情阴影，日均新增确诊人数仍在两万人以上，国内复工复产进度缓慢，至少上半年经济衰退的可能性较大。而总统大选日益临近，由于疫情防控不利，特朗普竞选压力有所上升。因此，特朗普政府逐渐将国内矛盾转移至海外，将疫情传播和防控问题等相关责任推卸给中国，并进一步加强对中国高科技领域的限制封锁。如，2 月 28 日美国参议院通过《美国安全和可信网络通信法案》，禁止用联邦资金从具有国家安全的公司购买通信网络设备。5 月 15 日美国商务部工业与安全局宣布将严格限制华为使用美国技术、软件设计和制造半导体芯片。

**市场担心中美第一阶段协议的履行问题。**今年初在中美达成第一阶段协议中，中国承诺将在 2020-2021 年两年对美增加总计 2000 亿美元的商品和服务的采购（根据 2017 年实际值为基准，我们预测 2020 年和 2021 年将分别额外增加 767 亿美元和 1233 亿美元），其中按照金额排序依次为制造业产品（777 亿美元）、能源（524 亿美元）、服务业（379

亿美元)、农产品(320 亿美元)。截止 2020 年 4 月,中国对美国进口累计约 367 亿美元,完成采购计划总额的 18%,速度远低于预期,因此引发近期市场预期中美贸易摩擦可能出现升级的讨论。我们认为,主要原因在于全球疫情对于采购、运输等贸易活动造成的外生性冲击。如果全球疫情在年内出现明显缓和,那么中国完成采购协议的可能性较显著增加,然而如果疫情仍在持续影响全球生产活动,那么按照此前的协议中规定“如果遇到自然灾害,关于协议执行可以重新协商”,至少采购并不会成为未来中美经贸问题谈判的阻碍。至于第二阶段贸易谈判,我们预计在年底美国总统大选结束前重启概率相对较小,大选仍然是特朗普政府的首要关注点。而中美第一阶段协议中并未针对技术转让和知识产权部分作出详尽安排,料这也将成为第二阶段谈判的重点之一。从长期来看,即使没有疫情,中美在经贸关系领域也将进入战略博弈阶段。

图 48: 今年前三个月我国进口美国商品累计增速低于去年同期(单位: %)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

## 深化改革步伐加大

既有的改革部署并不会因为疫情而推后,反而会在外部冲击下不失时机的加快落地。自从 2 月以来,我国已经陆续推出了多项重要的改革举措。

- 3 月 12 日,国务院印发关于授权和委托用地审批权的决定,将国务院可以授权的永久基本农田以外的农用地转为建设用地审批事项授权各省、自治区、直辖市人民政府批准,而且试点将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批事项委托部分省、自治区、直辖市人民政府批准(首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆,试点期限 1 年)。
- 4 月 9 日,中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》,包括推进土地要素市场化配置、引导劳动力要素合理畅通有序流动、推进资本要素市场化配置、加快发展技术要素市场等九个方面。
- 4 月 27 日,中央深改委审议通过了创业板试点注册制的实施方案,《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试

行)》等规则已向社会公开征求意见，资本市场改革加快推进。

- 4 月 30 日，中国证监会与国家发展改革委联合发布了《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点相关工作的通知》，境内基础设施领域公募 REITs 试点正式起步，未来会有效盘活存量资产，形成良性投资循环，提升直接融资比重，降低企业杠杆率。
- 5 月 18 日，中共中央国务院印发《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》，从更高的站位，提出以完善产权制度和要素市场化配置为重点，全面深化经济体制改革，加快完善社会主义市场经济体制，建设高标准市场体系，实现产权有效激励、要素自由流动、价格反应灵活、竞争公平有序、企业优胜劣汰，加强和改善制度供给，推进国家治理体系和治理能力现代化，推动生产关系同生产力、上层建筑同经济基础相适应，促进更高质量、更有效率、更加公平、更可持续发展。

按照传统的新古典增长理论，发展的动力来自于资本、劳动力、土地和全要素生产率提升。沿着这一思路，我国人均自然资源并不充裕，靠资本简单快速积累推动经济增长的方式已经变得“得不偿失”了，劳动力人口也在 2012 年出现了拐点。因此，未来增长的动力源泉需要靠改革推动全要素生产率的提高。

图 49：围绕提高全要素生产率全面深化改革

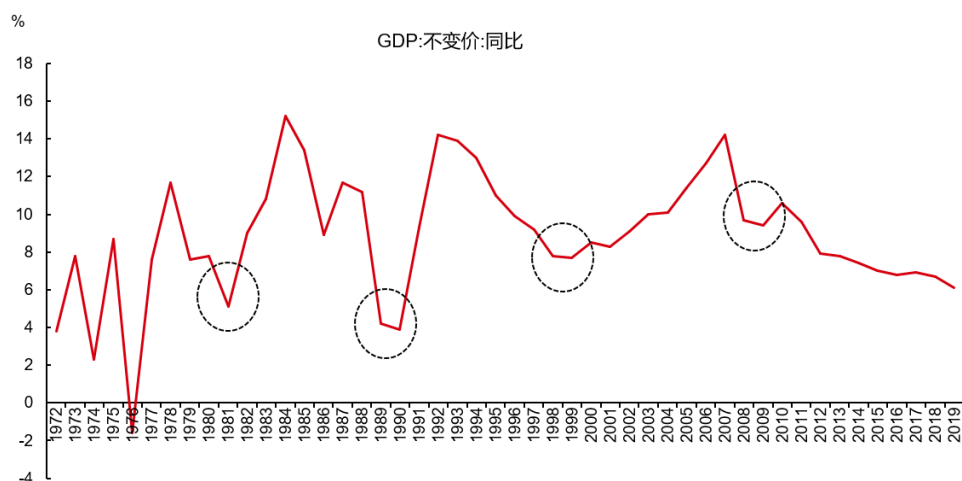


资料来源：中信证券研究部绘制

从我国 40 年改革开放的历史来看，每一轮与时俱进重大改革都会促使经济增长焕发新的活力。通过改革，一方面促进资本、劳动、土地等要素的自由流动，通过更加优化的方式有机结合起来；另一方面进一步激活人的创造性，将我国广阔内需潜力空间转化成经济增长的内生动力。



图 50：每一轮与时俱进重大改革都会促使经济增长焕发新的活力

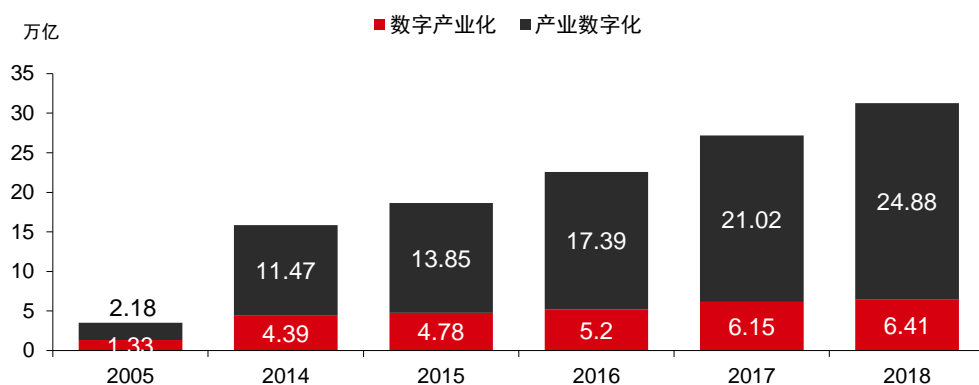


资料来源：Wind，中信证券研究部

## 数字经济获得更大发展空间

从客观现实看，数字经济已经成为我国经济结构转型中的重要支撑。我国数字经济总量从 2008 年的 4.81 万亿元上涨至 2018 年的 31.3 万亿元，占 GDP 比重超过三分之一，达到 34.8%。2018 年，数字经济发展对 GDP 增长的贡献率达到 67.9%，超越绝大部分发达国家水平，成为带动我国国民经济发展的核心关键力量。同时产业数字化也在深入推进，2018 年产业数字化规模超过 24.9 万亿元，同比增长了 23.1%，占 GDP 比重 27.6%，其中工业、服务业、农业数字经济占行业增加值的比重分别为 18.3%、35.9%和 7.3%。

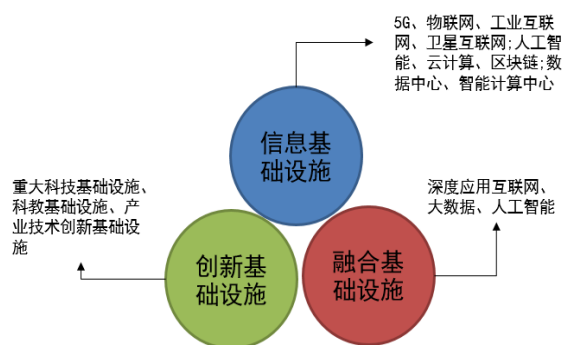
图 51：我国数字经济结构也持续优化



资料来源：中国信通院，中信证券研究部

**新冠肺炎疫情成为数字经济的催化剂。**疫情发生以来，传统经济发展受到较大影响，数字经济成为推动经济发展的新引擎。一方面，远程办公、在线教育和互联网医疗等新业态在疫情防控期间呈现出巨大的发展潜力和空间；另一方面，从流行病学追踪，到红外人体温度快速筛检仪等，大数据、人工智能、云计算等数字科技也在抗疫中大显身手。此外，作为数字经济的发展基石，“新基建”本身也成为逆周期调节中的重要抓手。

图 52：新基建的主要领域



资料来源：国家发改委，中信证券研究部绘制

图 53：数字经济与新基建



资料来源：中信证券研究部绘制

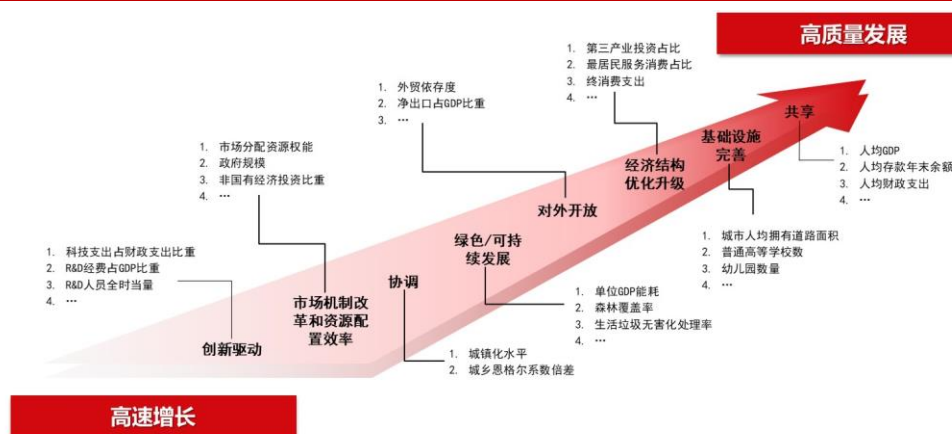
## “十四五”规划更加彰显高质量发展

疫情虽然对我国短期的经济运行产生较为明显的冲击，但是并不会改变我国经济中长期向好的基本面，也不会打乱我国的重大战略部署。今年是 2020 年，一般逢 5 和 0 的年份，党中央都会召开全会讨论形成关于下一个五年计划的建议，作为编制下一个五年计划的总体指导。比如在 2015 年 10 月 26 日至 29 日，党的十八届五中全会通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，要求必须牢固树立并切实贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念（即五大发展理念），坚持供给侧结构性改革的主线。这些纲领性精神对 5 年来的宏观经济发展和资本市场投资方向都产生了重大影响。

规划编制工作的总体安排，一般来说分为三个阶段进行。以“十三五”规划为例，在 2014 年启动（逢 5 和 0 年份的前一年），第一阶段主要是 2014 年，开展前期重大问题研究，形成“十三五”规划基本思路。第二阶段主要是从 2015 年初到中央“十三五”规划建议出台前，开展“十三五”规划纲要框架重大专题研究，起草形成纲要的框架。第三阶段主要是中央建议通过之后，按照中央建议精神，研究起草“十三五”规划草案，并准备提交全国人大审议。

2020 年已经进入“十四五”规划编制工作的第二阶段，这个阶段中会逐渐形成指导今后五年的主要思路框架。展望“十四五”时期，会和之前几个五年存在明显不同，“十四五”时期我们站在全面建成小康社会的起点上，面对的是新时代“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”（2017 年党的十九大提出）。我们认为，虽然“十四五”时期外部环境可能会更加复杂，“百年未有之大变局”下不确定性和挑战更多，但是我国经济仍会呈现出巨大的韧性。从政策的战略方向和经济发展可能的现实结果来看，“高质量发展”都将是未来 5-10 年的一个宏观主逻辑。

图 54：十四五时期的发展方向

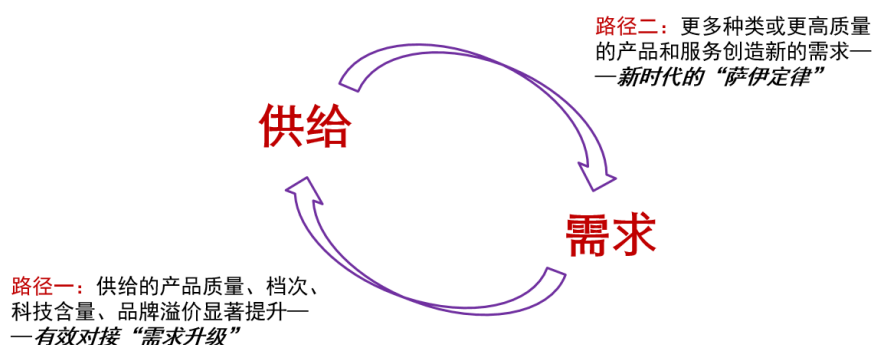


资料来源：中信证券研究部绘制

在高质量发展的路径上，供给和需求的关系也会呈现出新的时代特点。我们建议布局两大类从供给层面改变产业格局的行业企业：

- 能够通过不断改进产品质量，提高科技附加值率，或者依托核心竞争资源，最终形成较大品牌溢价率，有效对接新时代人们对美好生活向往中激发出来的消费升级的需求，以及现代制造业中关键零部件的需求。
- 能够通过供给创新，用新产品、新业态、新模式激发出居民新需求的行业企业，比如当前已经进入我们日常生活的智能手机和由此不断衍生出来的智能家电、智能穿戴等相关产品，以及依托移动互联网创新出来的线上线下融合消费新业态。

图 55：高质量发展下的供给—需求关系



资料来源：中信证券研究部绘制

## ■ 风险提示

**二次疫情风险。**中国尽管出现二次疫情的可能性较低，但也要防范于未然，一旦二次疫情爆发，势必在一定程度上影响我国经济的恢复。海外多国疫情仍未结束，存在着疫情反复和二次疫情爆发的可能性，将从外需、产业链、供应链稳定、情绪面和更宽松政策的溢出效应等层面影响我国经济。

**新兴市场主权债务危机风险。**新兴市场原有债务规模已经较高，其中部分国家外债规模较大，偿债能力较弱。根据世界银行最新数据显示，截止至 2018 年，新兴市场国家和发展中国家的总债务已经达到了 55 万亿美元，即 170%GDP 的水平，较 2010 年增加了 54%。相比过去 50 年的前三轮债务周期，本轮债务周期中的债务增长规模更大，增长更快，范围更广。之前三轮债务周期在新兴市场国家均以金融危机结束，因此考虑到现在新兴市场国家较高的债务水平，我们有必要关注其状态。**特别是在疫情冲击的特殊背景下，对新兴市场国家危机可能引发的连锁反应需要高度警惕。**一方面，考虑到新兴市场国家普遍医疗卫生水平较差，疫情防控能力较薄弱，疫情在全球的持续时间可能会因此被拉长。另一方面，受疫情影响，新兴市场国家均出台财政刺激政策，同时税收减少，伴随着新兴市场国家货币的普遍贬值，主权债务风险出现的可能性进一步加大。

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即以：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalamal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**美国：**本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

**加拿大：**本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

**欧盟与英国：**本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

**澳大利亚：**本研究报告在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）仅向《公司法（2001）》第 761G 条定义下的批发客户分发，并非意图分发给任何零售客户。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。