



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF 宏观经济月度数据分析会

(2020年4月) (总第38期)

## 技术性反弹与“倒灌”冲击下的 中国宏观经济

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2020年4月

技术性修复与“倒灌”冲击下的  
中国宏观经济  
——CMF 中国宏观经济月度数据分析报告  
(2020年4月)

## 摘要

4月17日，全球瞩目的中国一季度宏观经济数据公布。数据显示，尽管一季度我国宏观经济出现比较深幅度的下滑，但远好于此前的市场预期。目前全球大型经济体中只有中国基本完整经历了“医学意义”上的疫情防控周期，并且基本实现生产秩序正常化。同时，我国也是全球防疫物资供应的中心和全球经济应对疫情冲击的主要动力来源之一。因此，在欧美经济全面下滑条件下，中国第一季度宏观经济数据具有全球性的指标意义。

数据显示，相对此前国内外经济学家和研究团队对我国第一季度宏观经济数据的预测，一季度我国宏观经济反弹的程度超出预期。在注意到3月份与1-2月份相比出现的改善的同时，我们应该注意到目前的改善在性质上属于环比意义上的技术性修复。

自疫情爆发以来，在中央及各级政府的领导下，全国上下“众志成城”抗击疫情的同时也采取措施实现复工复产。与1-2月份的宏观经济相比，随着国内疫情基本得到控制，全国范围内的复工复产得到有序运行，以及一系列救助措施的出台等利好因素，近期宏观经济将出现短期环比意义上的反弹。

预计近期出现的环比反弹持续时间将非常有限。2季度受全球疫情蔓延形势加剧和全球经济衰退的影响，我国经济将大概率出现环比和同比意义上的增速下滑。全年来看，各季度GDP同比增速将呈现“前低后高”。

结合大量数据和事实梳理，本文得出了以下基本判断：

**判断一：**一季度宏观经济整体表现超预期。然而3月份以来的反弹主要是环比意义上的，具有技术性修复性质。

**判断二：**预期2季度开始，受国外经济衰退的“倒灌效应”叠加国内需求冲击，如果没有大规模刺激政策，经济将大概率再次出现环比和同比意义上的增速下滑。

**判断三：**外部需求下降和全球产业链瘫痪及其造成的不确定性因素和悲观预期可能对我国经济造成较长期影响，对此要有应对预案。

**判断四：**基于一季度宏观数据的整体表现，在整体刺激政策到位的情况，我国有条件实现比较理想的经济社会发展目标。

我国经济将面临的三个主要挑战：

**挑战一：**受国外疫情整体恶化的影响，多国同步采取“封城和封国”政策。随着国外防疫政策趋同，不仅导致全球总需求骤降。全球产业链由此前的“分段式瘫痪”转变为“整体性瘫痪”，从而大大增加了疫后经济复苏的困难。

**挑战二：**疫情冲击将对人们的收入预期和消费偏好等产生深刻冲击，对我国经济造成的影响将持续较长时间。结构性改革更加迫切。

**挑战三：**疫情对全球经济秩序和治理结构造成重大冲击，全球经济可能加速进入“长期停滞”状态，全球化进程也因此遭遇挑战。疫情导致各国贸易保护主义、民粹主义以及可能发生的全球产业链的重构将使我国面临的稳外贸和稳外资局面可能更加严峻。

基于此，本报告认为，应该从短期和长期两个方面入手。

短期急救型政策不能因为国内疫情得到基本控制而放松，但是政策的重心要

有所调整。政策重心应从疫情爆发初期的“保企业、保复产、保复工”，转移到“稳就业、保民生”。灵活创新财政、货币政策，防止由于国内外需求骤降造成大面积的复工即失业现象。

长期针对中国经济中的“灰犀牛”，加大各项改革力度，破除现有的制度性壁垒和阻碍，逐步解决深层次结构性矛盾，释放新一轮改革红利。

## 第一部分 1 季度我国经济整体分析：疫情冲击超预期

2020 年初爆发的疫情无疑对我国乃至全球经济造成了重大冲击。据 IMF 最新发布的全球经济展望，发达经济体今年将萎缩 6.1%，新兴经济体将萎缩 1%。印度和中国预计仍将实现正增长，增长率分别为 1.9%和 1.2%。

目前全球大型经济体中只有我国基本完整经历了“医学意义”上的疫情防控周期，并且基本实现生产秩序正常化。同时，我国也是全球防疫物资供应的中心和全球经济应对疫情冲击的主要动力来源之一。因此，在欧美经济全面下滑条件下，中国第一季度宏观经济数据具有全球性的指标意义。

数据显示，尽管一季度我国宏观经济出现比较深幅度的下滑，但远好于此前的市场预期。这为我国乃至全球经济复苏创造了条件，夯实了基础。同时应该看到自 3 月份以来出现的反弹属于修复性的技术反弹。大多数指标的反弹属于环比意义上的，而非同比意义上的。

### 一、供给面

#### （一）GDP

由于新冠疫情所造成的影响，2020 年第一季度我国国内生产总值遭受巨大冲击。尤其以交通运输、旅游、住宿餐饮和线下零售等服务性行业在此次疫情中受到的冲击最甚。一季度的数据集中体现了内部疫情冲击和外部需求冲击叠加爆发对我国经济带来的剧烈震荡。疫情在世界多国蔓延导致全球生产体系休克、产业链和资金链断裂，全球经济出现停摆，既导致我国面临较大的外部需求冲击，也增加了我国宏观经济和产业链复工复产的难度。

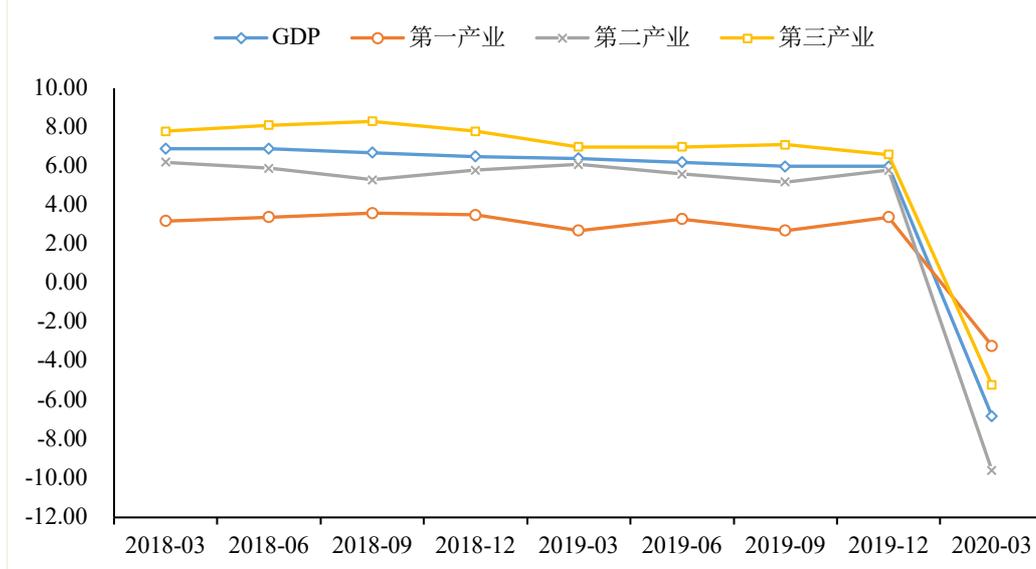


图 1: GDP 及其组成部分, 同比增速 (%)

在第一季度中,我国 GDP 实际同比下降 6.8%,其中,第一产业同比下降 3.2%,第二产业同比下降 9.6%, 第三产业同比下降 5.2%。与去年同期相比,我国三大产业均有不同程度的下降,这也显示了本次疫情的严重性。

分各产业看,第一产业受疫情直接冲击的影响相对较小,增速仅比去年同期减少 6.4 个百分点。受到直接影响的主要是农、牧、渔业相关产业的生产资料 and 产品的运输,以及由此产生的食品、蔬菜及禽蛋等农产品无法进城,以及畜禽和水产养殖饲料难以及时补充等问题。在此基础上,一些地区的果蔬肉蛋局部供应出现紧张,一定程度上也推动了一季度农产品消费价格的普遍上涨。

第二产业在此次疫情中受损严重,增速比去年减少了 15.8 个百分点。不过得益于政府的快速反应和果断决策,疫情在国内得到有效控制,全面复工基本实现。但经济有效复苏依然有赖于国内外的需求重启。虽然各地为有效纾解疫情对经济社会发展造成的不利影响纷纷出台相关政策,防疫已取得阶段性成果,社会秩序恢复速度加快,国内复工复产取得重要进展,但随着国外疫情日益严峻和世界经济下行趋势加大,我国仍然面临着来自国内外总需求不足的双重压力。进出口企业的订单大幅减少,特别对陶瓷、家具、纺织等劳动力密集行业的出口加工企业影响较大。

受行业特点决定,第三产业在此次疫情中遭受重创。疫情对住宿餐饮、运输仓储、观光旅游等第三产业的影响更为直接和明显。不仅国内大型超商、旅游景

区、餐饮企业纷纷关门歇业，国外居民来华观光旅游、商务出行、学术交流的人数也大幅度降低。春节旺季的消费经济也遭受有史以来的最大重创，以住宿和餐饮业为例，根据国家统计局数据显示，第一季度全国收入仅为 6026 亿元，相比 2019 年第一季度，同比下滑 44.3%。

新冠疫情对中国经济的影响深刻而复杂，全行业产业链几乎全线停摆。受封闭隔离影响，2 月份全社会经济活动基本处于“冻结”状态，进入 3 月份以来生产活动方得初步恢复。根据 2003 年“非典”疫情的经验，我国第二产业在疫情结束后能够迅速恢复，而第三产业恢复速度则会相对较慢。但是与当时相比，现在我国的经济结构已发生了重大变化。首先，在此次受疫情中，受影响较大的第三产业在国民生产总值中的占比大幅攀升，统计数据显示，第三产业占 GDP 的比值从 2007 年的 42.5% 提升至 2019 年的 53%，升幅达到了 10%。其次，此次新冠疫情爆发的节点是春节，借着春运期间人口的大范围流动而得以波动至全国，延长了企业停工停产的周期。因此与“非典”相比，此次疫情的风险更大，经济下行压力也显著增强。

虽然新冠疫情造成了严重的负面影响，但也为我国经济的长期发展带来了一些机遇。疫情带动了国内在线市场需求，激发相关企业的创新活力，迫使服务行业转型升级，成为行业发展新的契机。电子商务、远程办公、网络教学、在线问诊等“互联网+”新领域的不断发展渗透，开始走入公众的视野，影响着人们的选择与消费行为。基于大数据、云计算、物联网、人工智能、5G 等高水平数字经济产业前沿技术的应用在这次疫情中走入千家万户和政府企业，成为了我国各行业向着数字化、智能化转型的催化剂，也能够为中国经济的下一轮增长提供新的动力。

中国是世界上最先走出疫情的国家，政府在疫情暴发的较早阶段实施严格的隔离限制，经济受冲击的层面虽然较广，但只要国内疫情没有出现第二波暴发，经济便有望以相对较快的速度复苏，对整体企业盈利的影响也相对较少。相反，由于世界其他国家正在或者即将深陷疫情重灾区，国外的竞争对手开始停产，这反而成为了中国企业加速国际化的机会。不仅可以倒逼国内公司进行国产替代，帮助降低成本和增加利润，而且迫使中国进行全产业链的建设和升级，使得我国产业链抗击风险的能力得到提高。

## (二) 工业增加值

根据统计局公布数据显示，3月全国规模以上工业增加值同比下降1.1%，细分到三大门类里，采矿业增长了4.2%，制造业下降了1.8%，电力、燃气及水的生产及供应业下降了1.6%。

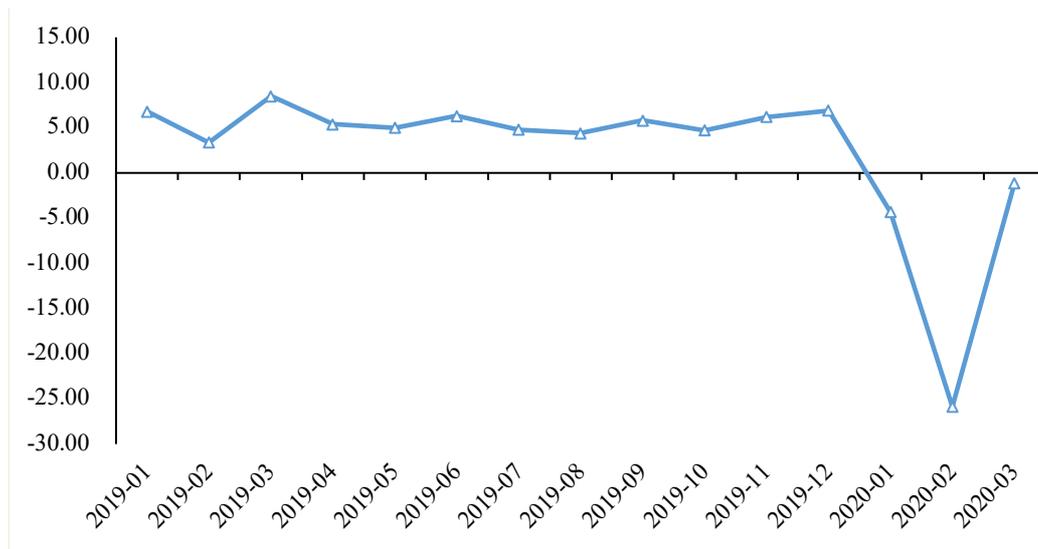


图 2: 全国规模以上工业增加值，当月同比 (%)

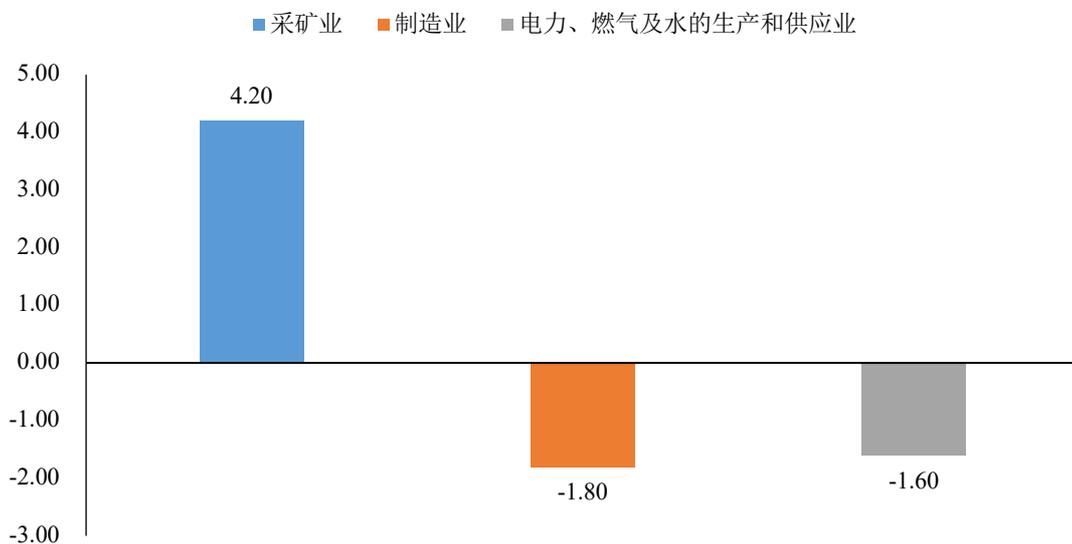


图 3: 2020年3月三大门类工业增加值，当月同比 (%)

按地区来看，我国各地区产业结构的不同在疫情防控恢复阶段展露明显。三月份我国四大地区的工业增加值，除西部地区外，同比增速虽然仍处于负增长区间，但是恢复程度各有不同。其中，东北地区恢复最为缓慢，与去年同期相比下

降了 7.1%。说明支持东北地区等老工业基地振兴战略依然长期而艰巨，阻碍地区发展的一些体制机制问题尚待进一步解决，振兴动力不足，加之此次疫情的冲击，未来一段时间内可能仍将是东北经济较为困难的时期。东部、中部地区正在从疫情的影响里逐渐恢复，分别同比下降了 0.7%和 0.8%。东部、中部地区相较于之前两位数的跌幅已进入恢复阶段，得益于东部、中部地区高科技制造业的产业结构转型升级，在疫情中，和互联网、智能制造、医药健康相关的行业均逆市上扬，为疫情期间两地区的经济增长提供了发展空间。未来一段时期里，疫情造成的短期影响有望彻底消除。西部地区由于人口与城市的分布较为分散，在疫情期间所受影响较小，本身工业结构又以采矿业、能源为主，经济恢复也最为迅速，三月份同比增长了 4.3%，已经接近去年平均水平。

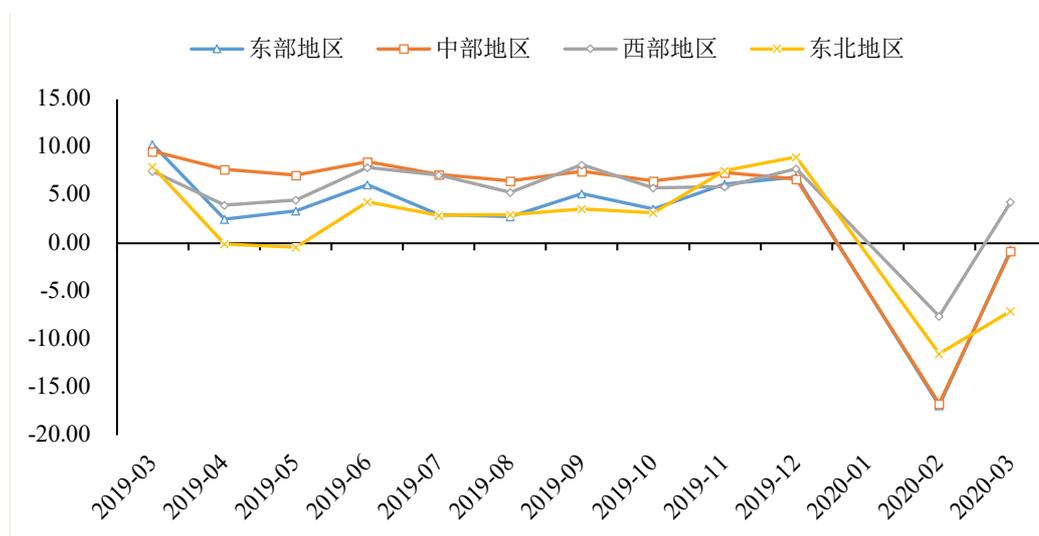


图 4：四大地区工业增加值，当月同比 (%)

分经济类型来看，不同类型企业工业增加值增速均受到冲击，其中以内资企业受到的冲击最大。高技术产业、国有及国有控股企业、股份制企业、外商及港澳台投资企业、私营企业工业增加值在三月份同比增速分别为 8.9%、-2.5%、-0.2%、-5.4%和-0.5%，分别较同期值下行 1.1、7.2、10.2、9.6、14.7 个百分点。其中，私营企业增加值较同期值跌幅最深，而高技术产业增加值较同期值跌幅最浅，二者相差 13.6 个百分点，表明在疫情中，私营企业遭受重创，恢复艰难，仍需精准施测，帮助舒缓行业影响，减压止痛。而高技术产业受益于网络办公、自动化生产和部分行业——如医疗、互联网、人工智能等——在疫情期间的逆市上扬，基本维持了平均增长水平。

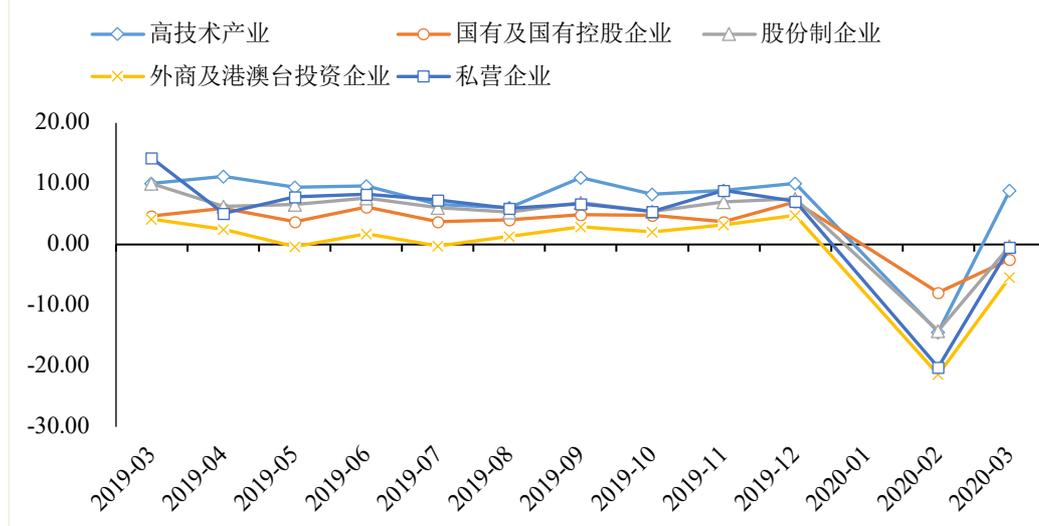


图 5: 不同类型企业工业增加值, 当月同比 (%)

### (三) 发电量

进入三月以来,我国发电量较二月相比有些许回升。三月份我国规模以上企业工业发电量 5525 亿千瓦时,同比去年下降了-4.6%,虽然好于春节时期的数据,但是仍在负位运行。

发电量被誉为经济运行的“晴雨表”。三月份发电量和去年同期相比仍然处于低位,虽然各地复工复产正在有序进行,政府也出台了更多的逆周期政策,但是春节期间被抑制的消费和生产行为还是没有被释放出来,期待的报复性消费并没有出现。并且,随着疫情在全球多地蔓延,涉外企业复工艰难,我国经济的长期健康稳定发展会面临更多的外部挑战,国民经济向常态回归之路仍然艰巨。

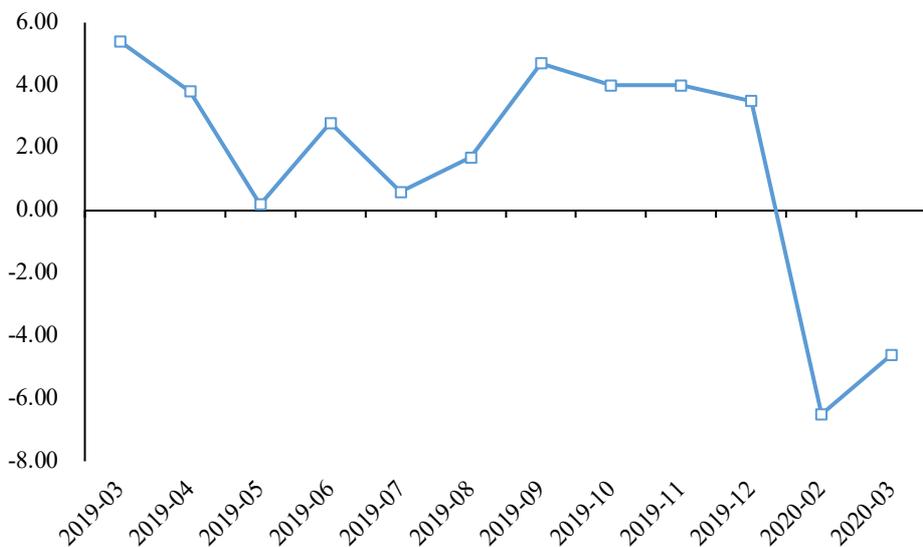


图 6: 规模以上企业发电量, 当期同比 (%)

#### (四) 失业率

在失业率方面, 3 月份, 由于各地逐渐开始复工复产, 城镇新增就业人数相比 2 月份有了稳步回升, 但是与去年同期相比依然处于低水平。2020 年 3 月, 城镇调查失业率为 5.9%, 较去年同期攀升 0.7 个百分点, 31 个大城市城镇调查失业率为 5.7%, 较去年同期攀升 0.6 个百分点, 全国城镇累计新增就业 229 万人, 较去年同期下滑 29.32 个百分点。随着疫情在国内的逐步趋缓, 全国各地也开始平安有序复工复产。但是随着海外疫情的加速扩散, 将累及国内外需和全球化水平较高的企业。同时, 一些国家的停产措施也将令国内一些产业链并不完成的生产门类受到拖累。由于我国失业率的统计范围仅包括正规就业人员, 受此次疫情影响最大的中小微企业和灵活就业人群并没有被统计在内, 因此, 实际的失业情况可能会更严重。但是也要看到, 随着复工复产和各类逆周期政策的出台, 就业情况正在逐步好转。

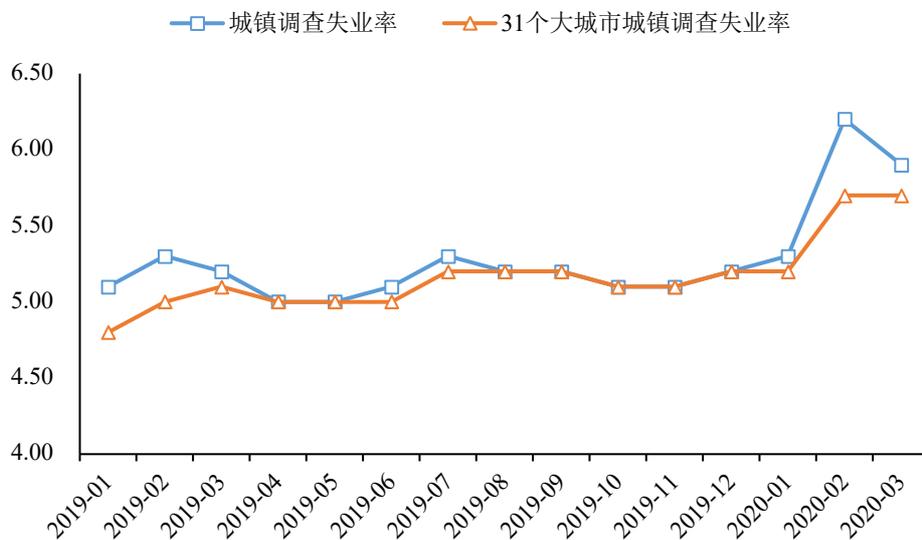


图 7: 城镇调查失业率 (%)

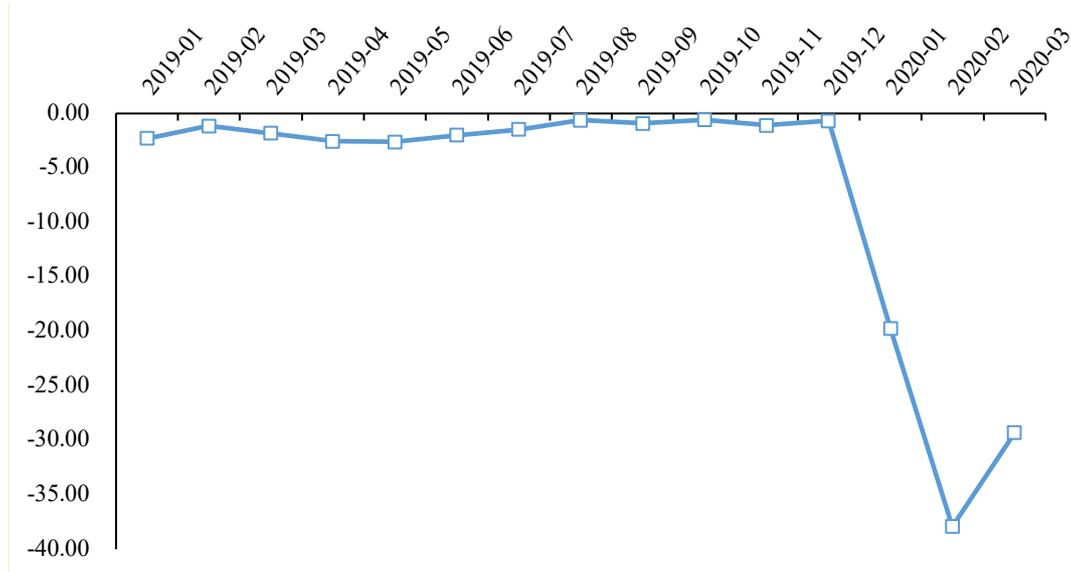


图 8：城镇新增就业人数，累计同比（%）

## 二、需求面

### （一）消费品零售总额

新冠疫情对消费需求冲击明显。2020 年 3 月，我国社会消费品零售总额为 26,450 亿元，同比下降 15.8%，降幅较 1-2 月收窄 4.7 个百分点，扣除价格因素实际下降 18.1%。1-3 月份，社会消费品零售总额 78,580 亿元，同比下降 19.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额 72,254 亿元，同比下降 17.7%。短期来看，消费面临劳动力市场需求收缩的挑战，失业率上升、收入预期不稳定对消费产生显著的负面影响。长期来看，疫情可能对人们的消费观与消费偏好产生深刻冲击。从消费观来看，疫情期间大家都在适应“类低欲望”的消费模式，对购物、服务等依赖的减少可能逐渐成为习惯，重塑个人消费观。从消费偏好来看，疫情期间扩张的线上消费需求，可能有助于消费者适应并形成线上消费的习惯和偏好，推动消费方式的结构转型。

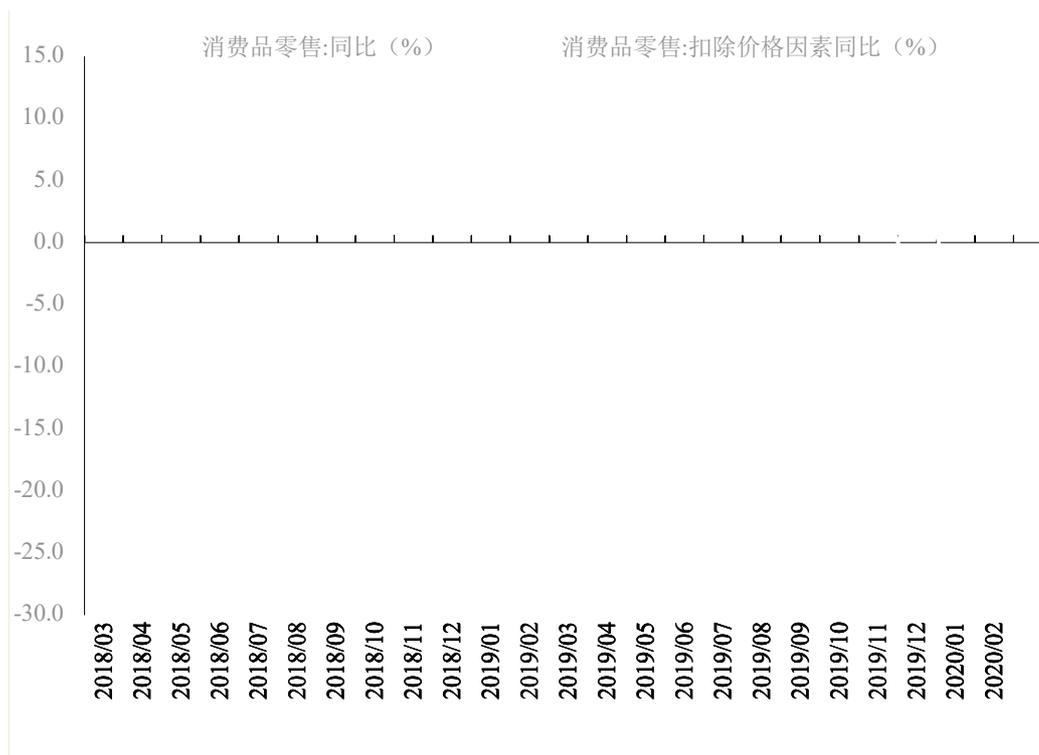


图 9: 消费品零售总额同比增速

按经营单位所在地分,2020年3月城镇社会消费品零售总额为22,974亿元,同比下降15.9%,降幅收窄4.8个百分点;乡村社会消费品零售总额为3,476亿元,同比下降15.1%,降幅收窄3.9个百分点。1-3月份,城镇消费品零售额67,855亿元,同比下降19.1%;乡村消费品零售额10,725亿元,下降17.7%。乡村社会消费品零售总额同比跌幅小于城镇社会消费品零售总额,主要是城镇整体消费水平更高,消费需求弹性更大,而乡村消费中生活必需品比重较高,需求弹性相对较小。

分地区来看,疫情冲击下消费品零售收缩幅度最大的省份为湖北、海南、山西、青海和辽宁,1-2月累计同比跌幅分别达43.1%、33.1%、31.8%、25.9%和25.4%。整体来看,中、西部地区消费品零售降幅高于其他地区,疫情冲击下各地区消费品零售增速分化的原因主要体现在两个方面。第一,从经济发展水平来看,东部地区经济发展水平较高,产业结构更成熟,风险抵御能力较中西部地区更强,对冲击影响的自我消化能力较强。第二,湖北省及其周边省份较其他地区疫情更为严重,中部地区复工复产进度较其他地区要晚。

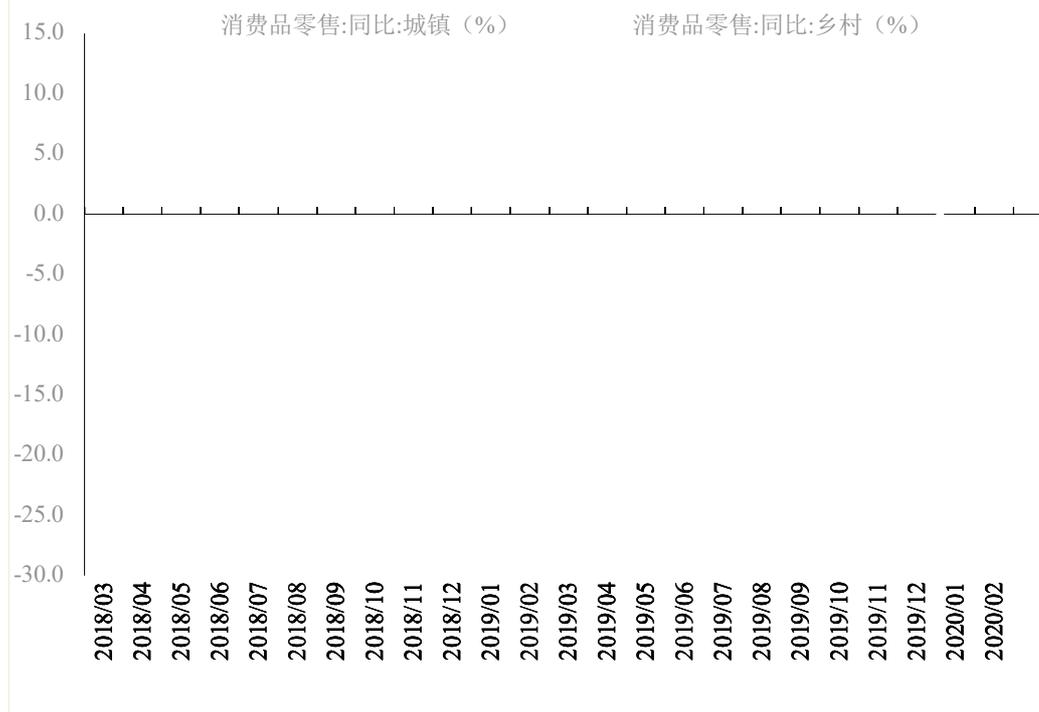


图 10: 城镇和乡村消费品零售总额同比增速

按消费类型分, 2020 年 3 月餐饮收入为 1,832 亿元, 同比下降 46.8%, 降幅比 1-2 月份扩大 3.7 个百分点; 商品零售为 24,618 亿元, 同比下降 12.0%, 降幅收窄 5.6 个百分点。1-3 月份, 商品零售 72,553 亿元, 同比下降 15.8%; 餐饮收入 6,026 亿元, 下降 44.3%。疫情冲击下, 人们外出活动受限, 以餐饮业为首的消费性服务业面临最严峻的需求冲击。消费性服务业这一现象主要是由其行业特征所决定的, 消费性服务的生产过程和消费过程在时间和空间上几乎是并存的。时间上并存意味着不存在可以一定程度上调节供需平衡的库存, 空间上并存意味着在疫情冲击下, 该行业复工复产应该晚于其他生产性行业。从另一方面来说, 疫情结束后的消费反弹, 也主要集中在餐饮业、娱乐业和旅游业等消费性服务业。这种消费反弹主要是刚需消费逐步恢复和短期的补偿型消费, 但大规模回补性消费不太可能出现。从 2003 年非典型性肺炎疫情结束后的消费情况来看, 我国餐饮业、娱乐业和旅游业等领域存在一定回补消费空间。住宿和餐饮业 2003 年第三季度和第四季度分别同比增长 19.73%和 17.79%, 增速明显高于前两季度的 12.26%和 9.47%。但新冠肺炎疫情爆发的当今与 2003 年非典型性肺炎爆发存在许多不同之处。从经济结构和消费结构来看, 2020 年消费对经济增长的贡献更高, 线上消费对消费下滑存在明显对冲效应。对于餐饮业来说, 外卖带动餐饮业

更快复苏，后续增长动力相对疲软，回补消费空间较小。

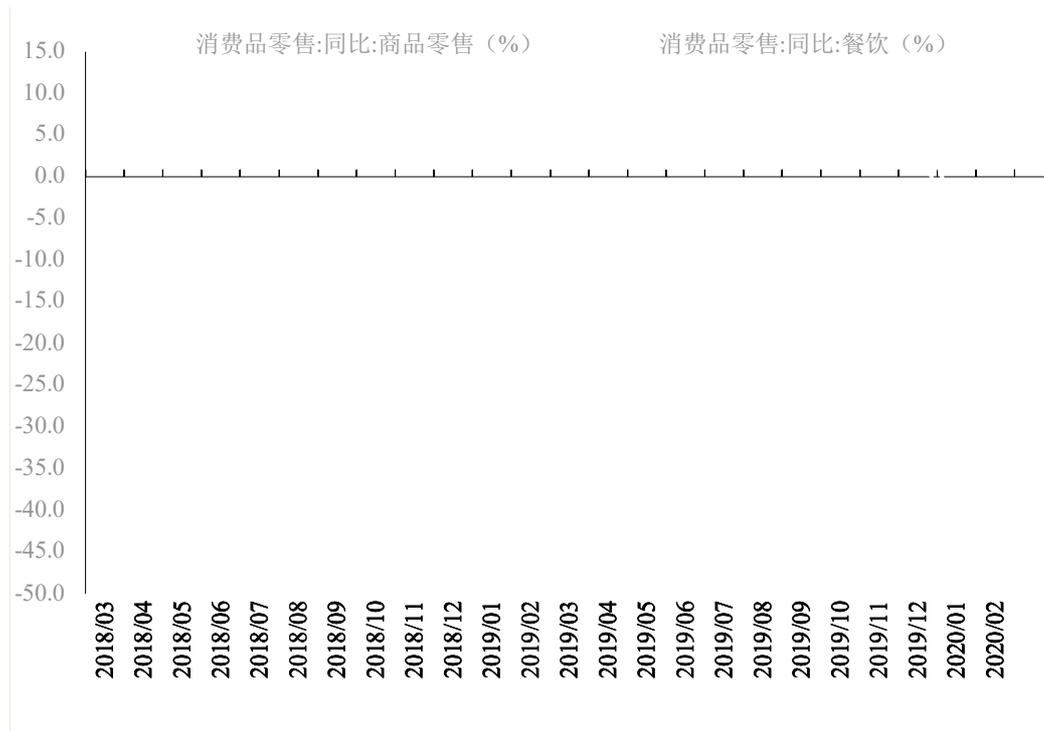


图 11：商品零售和餐饮零售总额同比增速

大规模回补性消费难以出现，主要受到消费群体的收入、时间、消费心理和商户供给有限等约束。第一，疫情期间很多行业无法正常运转，相关从业人员收入减少，限制消费回补；第二，疫情结束后，人们回到工作岗位上，而回补性消费需要额外的时间投入，因此时间也会约束回补性消费。第三，疫情可能对线下人流较大的服务消费带来持续性的抑制作用，消费者可能担心与他人的密切接触。最后，从商户角度来说，由于生活服务生产和消费的同步性，商户有限空间内所能接待的客人有限，也没有像商品销售一样可以出售“库存”，供给与需求错配也可能制约消费回补。

商品零售也出现了明显下滑，尤其是可选消费品，如汽车、家电等需求也面临巨大冲击。根据疫情对商品需求冲击的类型大致可以将商品分为四类。第一类是需求上升的商品，主要是医药、卫生用品和居家所需的食品类商品等，3月限额以上企业粮油、食品类，饮料类和中西药品类商品分别增长 19.2%、6.3%和 8.0%，比 1-2 月份分别加快 9.5、3.2 和 7.8 个百分点。第二类是需求基本不变的商品，主要是生活必需品，不会因疫情导致更多或更少的消费，3月限额以上企业日用品类、办公用品类商品分别增长 0.3%和 6.1%，累计同比分别下降 4.2%和

3.4%。第三类是需求下降但恢复较快的商品，主要是人们依赖程度较低的生活必需品或价格较低的可选消费品，如服装、保健品、化妆品等，3月限额以上企业服装类和化妆品类商品分别减少34.8%和11.6%。

第四类是需求下降且恢复周期较长的商品，主要是价格较高的可选消费品，如汽车、家电等，也是造成商品零售下滑的最主要因素。1-3月汽车类限额以上社会消费品零售总额同比下降30.3%，其中3月同比下降18.1%，降幅有所收窄。中国汽车工业协会公布的数据显示，2020年3月，受新冠肺炎疫情的严重影响，汽车行业的产销出现大幅下滑，汽车产销同比分别下降44.5%和43.3%，降幅较2月分别收窄35.3和35.8个百分点。1-3月，汽车产销同比分别下降45.2%和42.4%。其中，3月乘用车产销降幅尤为明显，同比分别下降49.9%和48.4%，降幅较2月收窄33和33.3个百分点，仍明显高于汽车产销总体降幅。3月新能源汽车产销（不含特斯拉）同比分别下降56.9%和53.2%。3月限额以上企业家用电器和音像器材类零售总额同比下降29.7%，一季度累计同比下降29.9%。白色家电产销、零售大幅下滑，根据产业在线1-2月累计数据，空调内销同比减少47.2%；冰箱内销同比减少30.8%；洗衣机内销同比减少26.4%。空调销售暴跌是因为除了疫情的影响之外，空调行业本身从去年开始就已经进入需求疲态，出现行业规模下滑，反映短期冲击与长期需求下行共同作用。

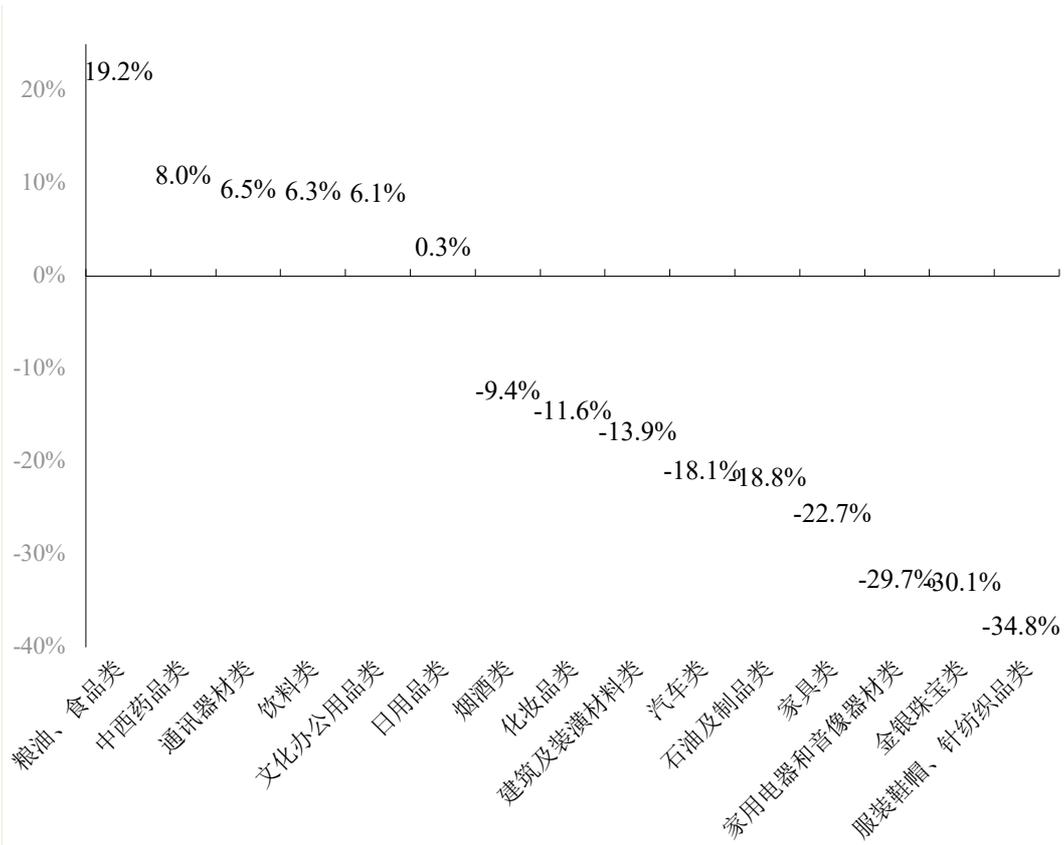


图 12: 各类限额以上单位消费品零售总额同比增速

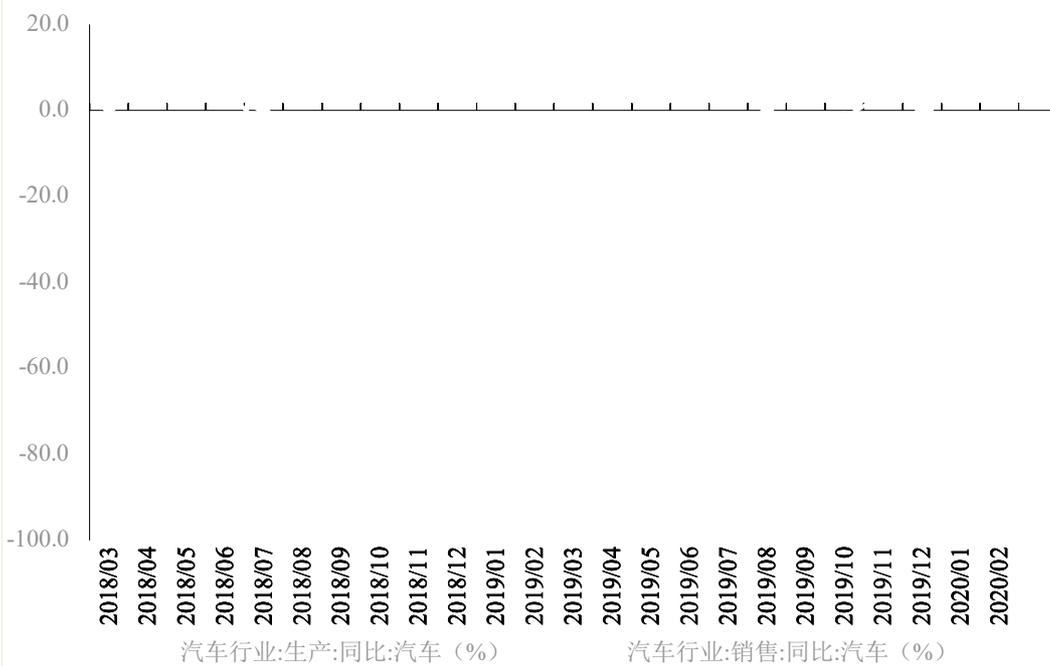


图 13: 汽车生产和销售同比增速

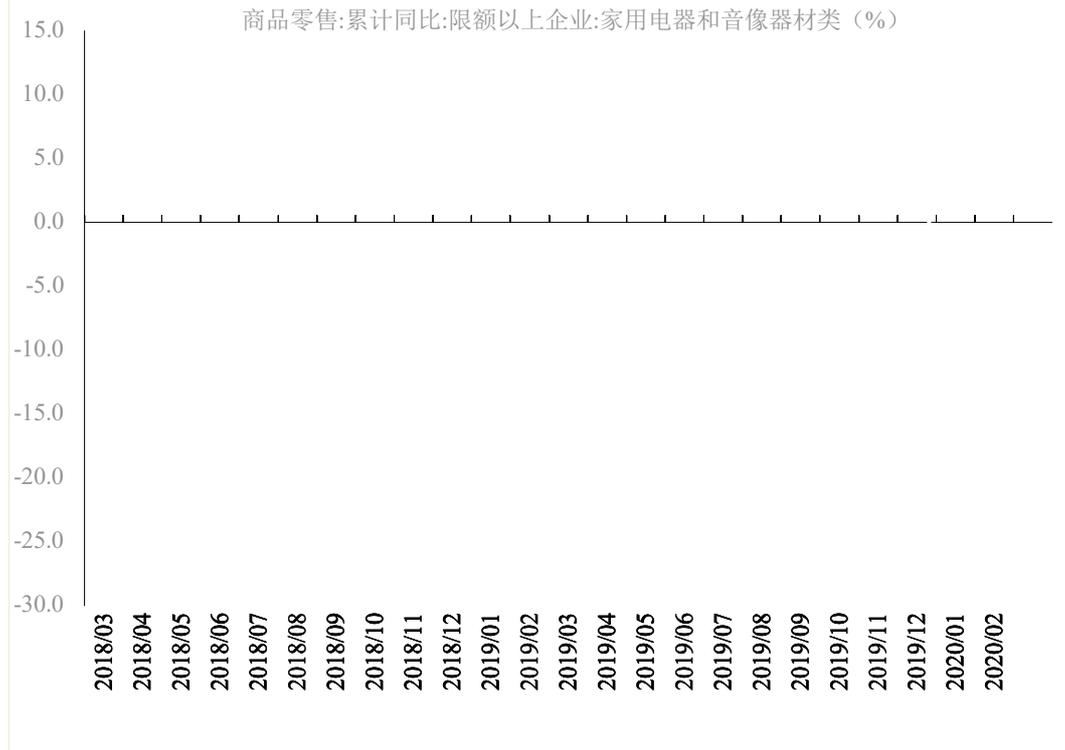


图 14: 限额以上企业家用电器和音像器材类零售总额累计同比

从消费方式来看，疫情期间人口流动受限，门店大量关闭冲击线下零售，线上消费拉动需求恢复，进一步影响消费习惯。2020 年 1-3 月网上零售额为 22,169 亿元，同比下降 0.8%，下降幅度显著少于社会消费品销售总额，反映疫情期间实体商品零售部分转向线上零售。快递物流在 3 月上旬已基本恢复，带动网络零售率先回暖。实物商品网上零售额为 18,536 亿元，同比增长 5.9%；其中吃类、用类实物商品网上零售额分别增长 32.7%、10.0%，穿类实物商品网上零售额累计下降 15.1%。疫情期间线下消费被严重抑制，促使更多居民通过线上电商平台进行消费，线上消费的扩张将逐渐影响消费习惯，推动商品零售的线上化率进一步提升。

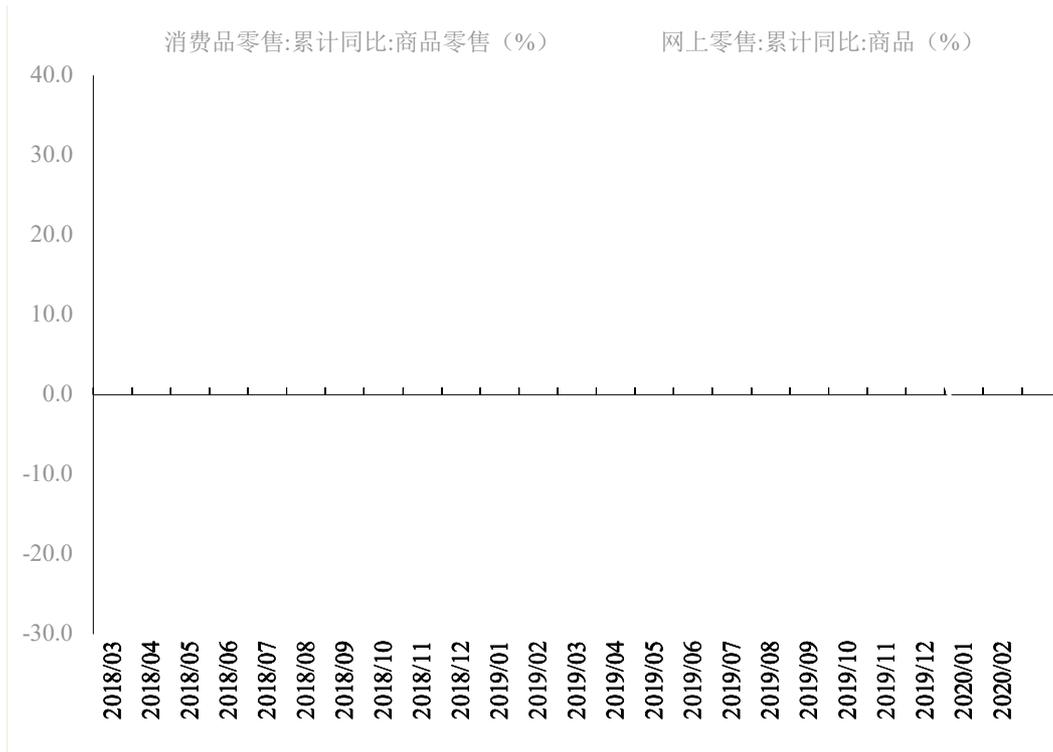


图 15: 网上零售与消费品零售总额累计同比增速对比

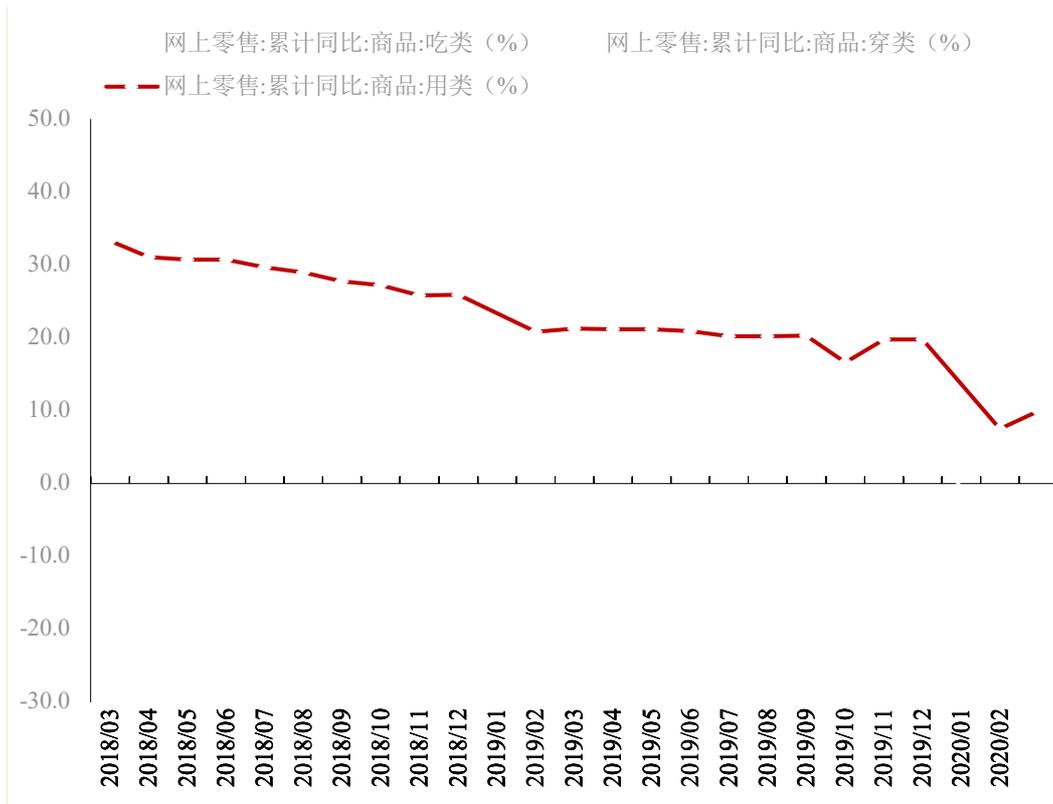


图 16: 网上商品零售细分类别零售额累计同比增速

刺激消费驱动内需是短期疫情冲击和长期经济下行压力下的必然选择。由于

居民收入与经济增长同步变动，刺激消费往往需要定向补贴。3月以来，为激发居民消费需求、推动受疫情冲击较大的行业恢复，多地推出消费券，发挥财政资金在消费需求方面的拉动作用，减缓经济下行的压力。发放消费券具有几方面优势：一、消费券可以对目标人群精准投放，尤其是受疫情影响收入减少、就业前景不明朗的中低收入阶层；二、消费券可以对目标行业精准投放，主要是在疫情中受到冲击最大的餐饮、零售、旅游、文娱等服务业。三、消费券可以直接转化为购买力，直接刺激消费拉动经济复苏，政策效果明显。但也存在以下问题：一方面消费券拉动消费回补，主要是短期效应，只能带动相关行业尽快恢复，对经济发展和结构转型贡献较小，而且过度使用可能造成对消费需求的透支。另一方面，消费券决策和管理成本较高，最终效果受各环节监管效力牵制明显。从过往经验来看，在发放渠道、环节及标准上不统一容易滋生腐败问题；消费券作为一种代币在市场上流通容易被假冒，防伪、打假成本上升；消费券流入市场后，会出现消费券兑换现金的二级市场，容易滋生地下交易，导致民众总体消费没有增加，政策失效。

从历史经验来看，消费券政策效果显著。2009年，为应对国际金融危机，杭州市发放了9.1亿元的消费券。杭州社会消费品零售总额增速出现了非常迅速的回升，增速超过全国水平。从目前消费券的发放情况来看，多个城市消费券发放规模过亿，主要面向餐饮业、旅游业、零售业、住宿业等受疫情影响较大的消费性服务业。从支付方式来看，各地消费券以电子形式为主，需要通过微信、支付宝或其他APP申领和使用。从拉动效应来看，据杭州市商务局统计，在发放消费券后的56小时，拉动消费4.53亿元，同时段兑付政府补贴2893万元，拉动效应达到了15倍。郑州在发放消费券3天后，累计核销金额1427万元，拉动消费1.87亿元，拉动效应达到13倍。

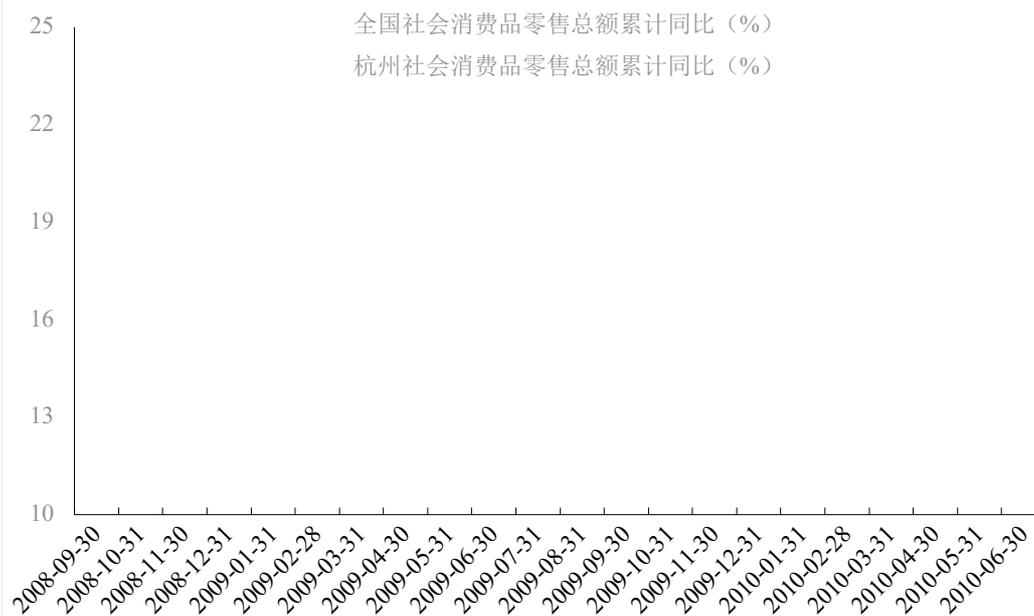


图 17：2009 年杭州发放消费券前后社会消费品零售总额与全国情况对比

## （二）投资类

虽然疫情的爆发导致全国范围内的经济冻结以致固定资产投资及其分项快速下滑，但是我国经济目前已进入恢复环节。自三月份以来，全社会固定资产投资虽然累计同比依然下降了 16.1%，但是环比上升了 52.5%。其中第一产业固定资产投资环比上升 94.4%，第二产业固定投资环比上升 75.75%，第三产业固定投资环比上升 42.51%。虽然与去年同期相比，三大产业的固定资产投资累计额均出现了较大幅度的下滑，但我们也要看到，在疫情期间和三月全国开始复工复产以来，医药制造业、互联网企业的固定投资增速明显高于全社会固定投资增速，在疫情期间更多先进适用的技术逐步走入千家万户，使得我国固定投资的产业结构得到优化，以信息产业为代表的高科技高附加值产业得到了发展，更多的传统产业也开始关注自身的转型升级。

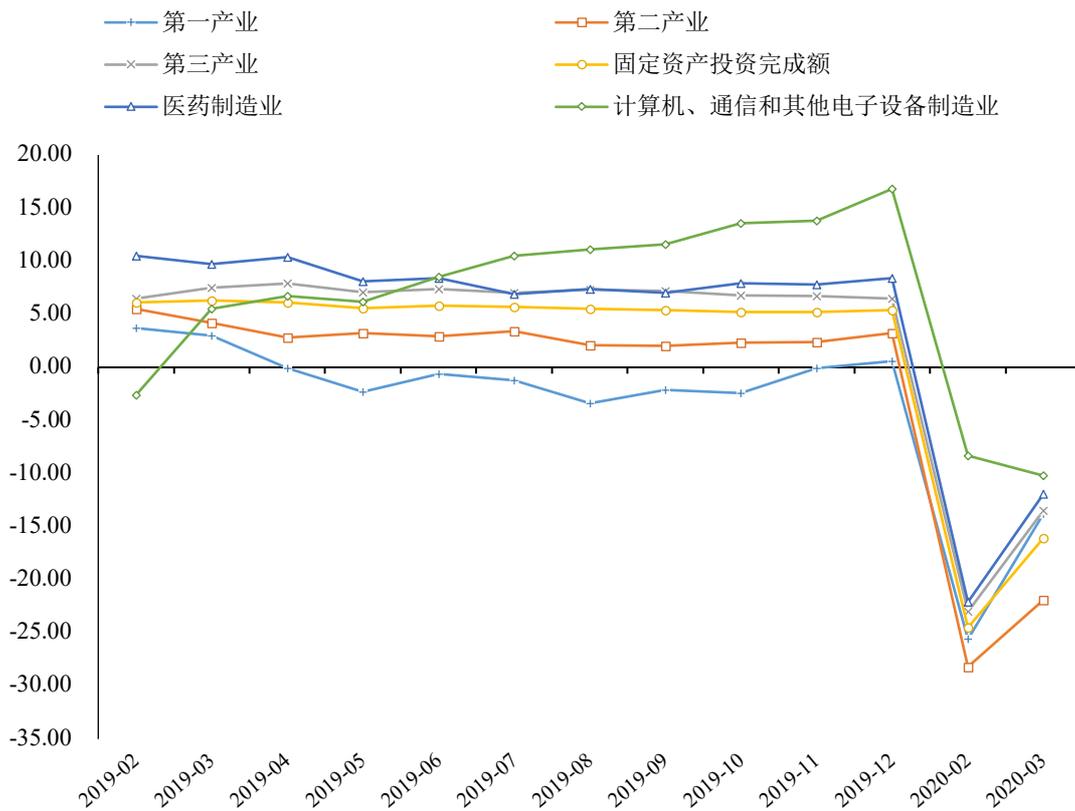


图 18: 固定资产投资完成额, 累计同比

基建投资方面, 虽然 2019 年基建投资整体维持之前的增速低位运行, 但是 2020 年作为我国全面建成小康社会和“十三五”计划的收官之年, 面对内部经济下行压力和因为保护主义抬头所带来的世界经济的不确定性, 加之年初爆发的新冠疫情又为经济添加了更多不确定因素, 预期国家将加大逆周期调节。3 月 27 日的中央政治局会议明确加大宏观政策对冲力度, 有效扩大内需, 全面做好“六稳”工作, 启动“新”一轮基建。主要关注与 5G 技术、人工智能、工业互联网、物联网、大数据中心等科技创新领域的基础设施, 以及教育、医疗、社会保障等民生工程领域基础设施升级, 更加突出各产业的数字化特征, 加快推动产业转型升级, 高端化智能化发展的大趋势。预计以信息数字化为代表的新基建将为经济“战疫”和中国经济中长期内的科技成长注入新动能。

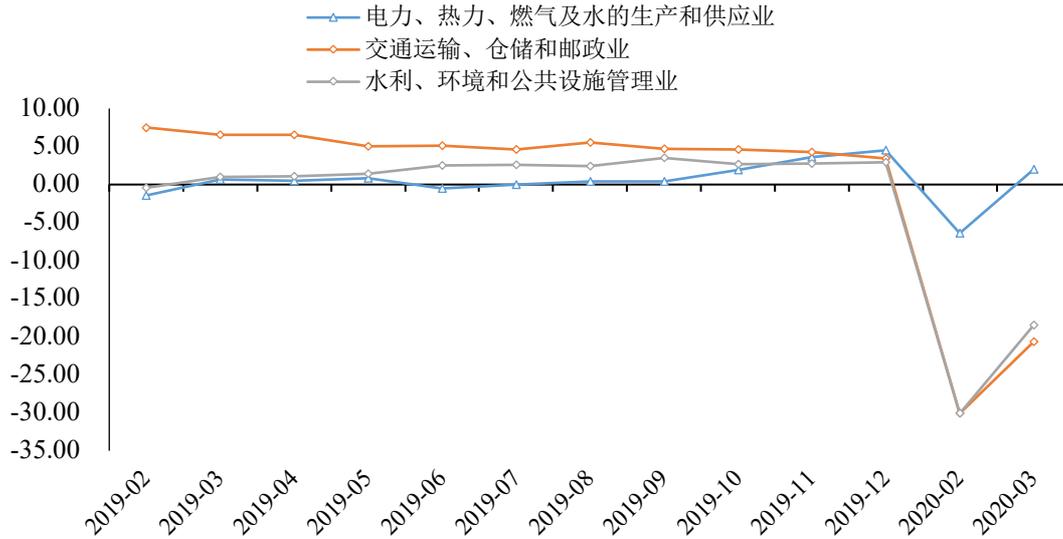


图 19：基础设施建设固定资产投资累计增长

房地产投资方面，针对疫情影响，虽然多地纷纷出台相关政策支持房地产开发企业疫情期间平稳发展，但是相关政策的出台也从侧面印证了房产类企业在短时间内难以全面复工复产的现状。因疫情影响导致的开工复工延后，各市入市地块出让终止或者延期、购房需求疲软，加之去年全年三四线城市棚改规模骤降，这都使得房地产企业下半年可售货值下降，影响全年的销售情况。又因为销售端受阻，使得企业回款难度增加，在投资方面也将更加谨慎。综合上述因素，受疫情影响，房地产企业资金回笼压力增加，短期内投资额将迅速下降。但是在长期范围内，国家对房地产行业“房住不炒”及“稳地价、稳房价、稳预期、防风险”的长效管理调控政策不会因疫情发生根本改变，住房市场体系和住房保障体系的行业长期发展趋势也不会因疫情发生变动。

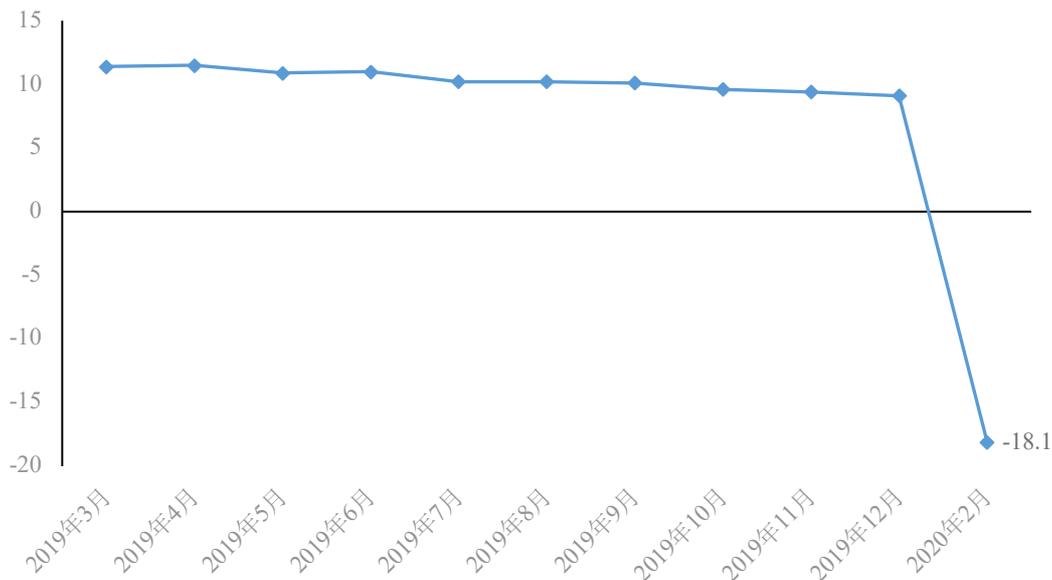


图 20: 房地产固定资产投资累计增长

制造业投资情况是衡量我国经济的重要指标，制造业，特别是先进制造业不仅是我国参与国际竞争的先导力量，推动国内技术进步，也为我国的人才市场提供了高质量的就业岗位，是国家经济的根本，民生的保障。但是新冠疫情的全球爆发打乱了企业的发展需求，对深度嵌入全球价值链分工的中国企业而言需要高度警惕。因此我们认为，作为“世界工厂”，中国的制造业投资面临国内国外疫情的反复冲击，制造业的全面复苏前景未明，待全球疫情缓和后方有回暖希望。

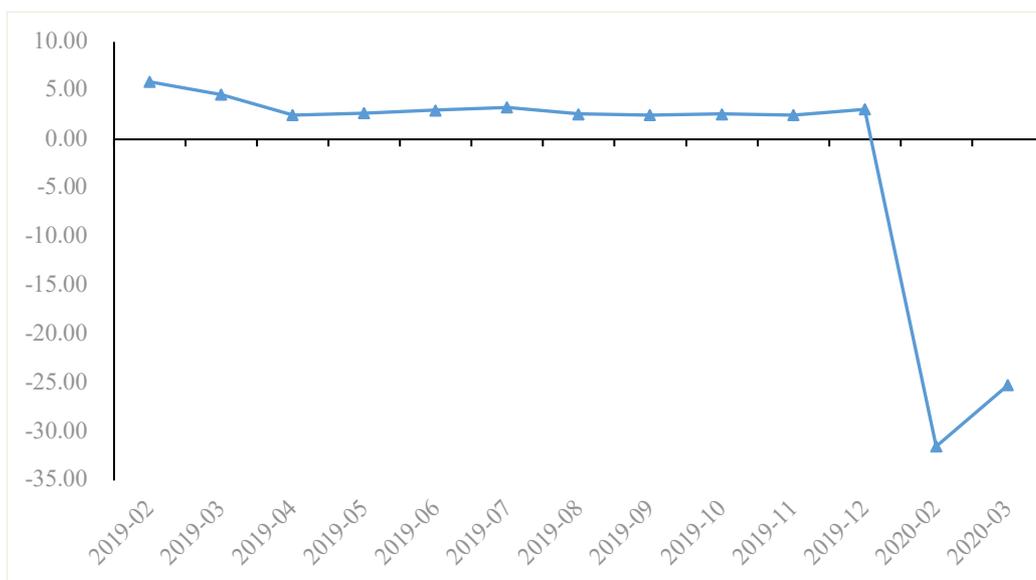


图 21: 制造业固定资产投资完成额，累计同比

虽然在疫情期间多个行业受到冲击，但也不是全面的下跌，有部分行业因此获得了较大增长。比如医疗、保险、健康等相关产业，尤其是其中的医疗产业，大量工厂开足马力在生产，这段期间的产值增速预计将会很高。此外，新零售业、游戏产业、短视频、生鲜电商、线上办公、在线教育等多个行业并未受到影响，甚至扩大了销售额，增加了大量用户，行业的发展因疫情的影响获得了较大的推力。

### （三）物价类 CPI、PPI

#### CPI 稳步回落，国际油价拉动 PPI 收缩加剧

2020 年 3 月，受疫情、油价下跌等冲击及经济下行趋势影响，全国居民消费价格指数(CPI)同比上涨 4.3%，环比下降 1.2%，其中食品价格同比上涨 18.3%，环比下降 3.8%。一季度，全国居民消费价格比去年同期上涨 4.9%。2020 年 3 月全国工业生产者出厂价格 (PPI) 同比下降 1.5%，环比下降 1.0%。工业生产者购进价格同比下降 1.6%，环比下降 1.1%。一季度，工业生产者出厂价格比去年同期下降 0.6%，工业生产者购进价格下降 0.8%。2020 年一季度，各类价格指数波动较大，整体来看，居民消费价格指数 (CPI) 稳步回落但仍处于高位，工业生产者价格指数 (PPI) 收缩加剧。

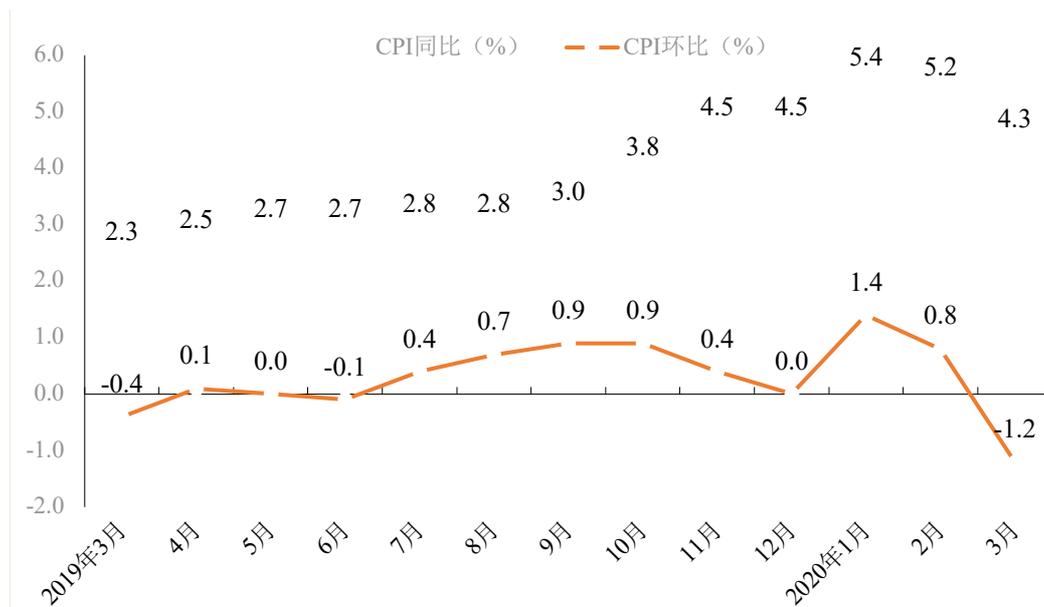


图 22：CPI 同比和环比增速

疫情对 CPI 产生非对称性影响，2020 年 3 月食品 CPI 和非食品 CPI 价格分

化有所收敛，二者同比增速“剪刀差”收窄至 17.6 个百分点。具体来看，3 月食品价格同比上涨 18.3%，涨幅较上月回落 3.6 个百分点；而非食品价格上涨 0.7%，涨幅较上月回落 0.2 个百分点，为 2015 年 5 月以来最低值。3 月份扣除食品和能源的核心 CPI 同比上涨 1.2%，环比下跌 0.2%。目前受猪肉价格、石油价格和疫情多项因素扰动影响，整体 CPI 增速存在一定“失真”现象，不能全面、真实反映当前物价走势，核心 CPI 对判断当前物价形势和未来货币政策走向更具参考价值。从核心 CPI 变化来看，有效需求不足的问题在疫情冲击下仍在加剧。

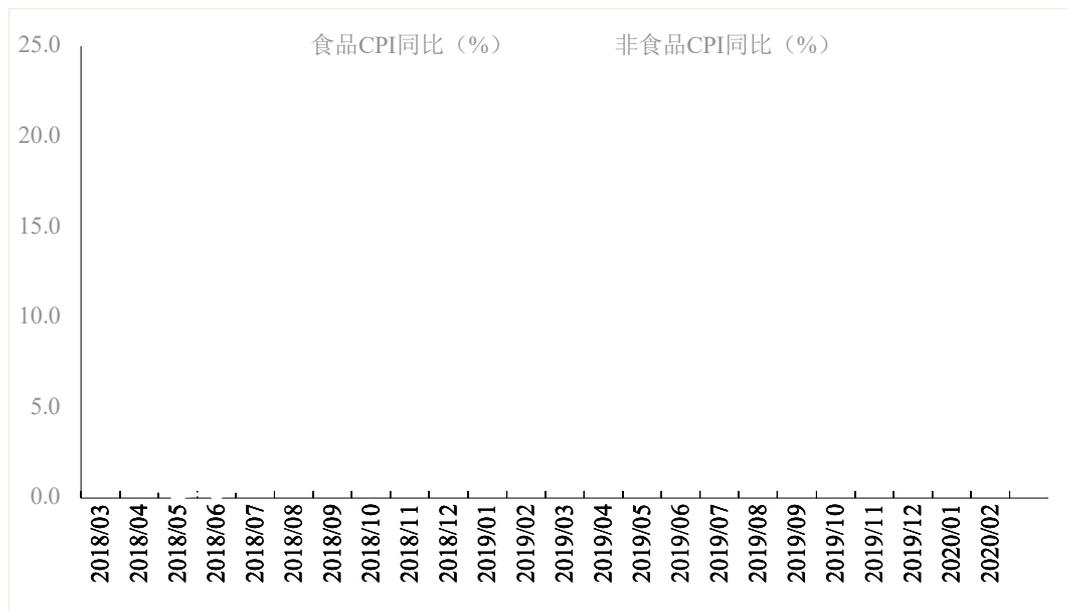


图 23：食品 CPI 和非食品 CPI 同比增速

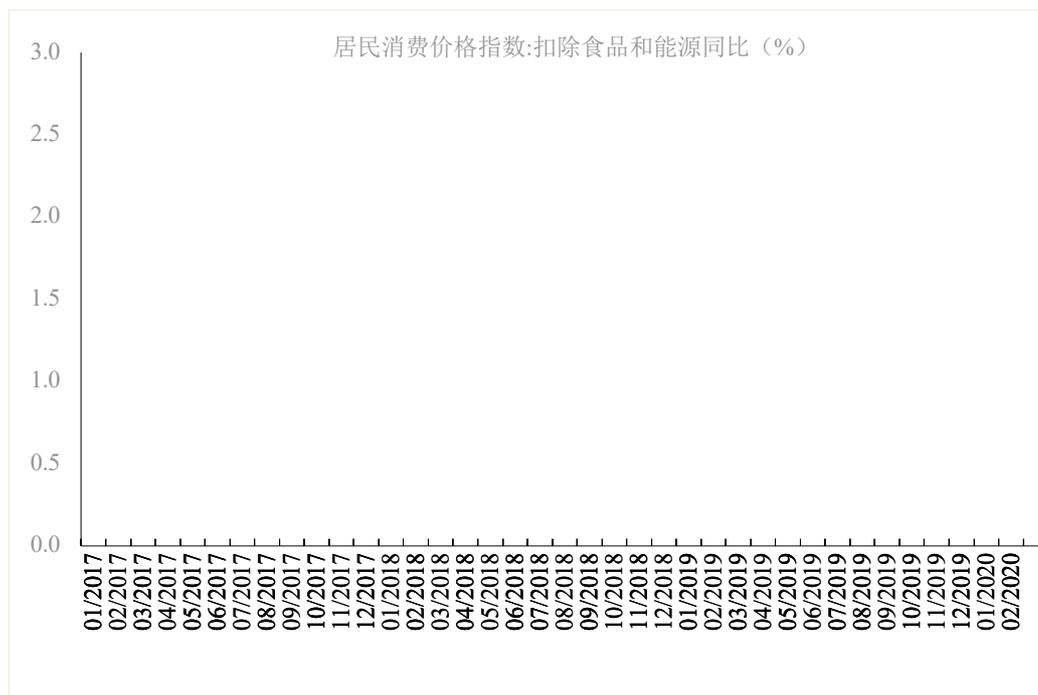


图 24: 核心 CPI 同比增速

食品 CPI 拉动全国居民消费价格指数 (CPI) 同比大幅上涨, 其中猪肉价格仍然是主要拉动因素, 同比上涨 116.4%。作为替代品的其他肉类价格也维持高点, 牛肉、羊肉价格同比涨幅分别为 21.7%和 12.1%。2020 年 3 月食品 CPI 畜肉类、食用油、水产品领涨, 畜肉类价格同比上涨 78.0%, 影响 CPI 上涨约 3.44 个百分点, 其中猪肉价格同比上涨 116.4%, 影响 CPI 上涨约 2.79 个百分点。食品价格上涨较多主要是疫情带来的短期冲击, 从供给方面看, 一方面由于疫情期间各地交通运输管制和人员流动受限等因素, 物资配送受阻; 另一方面部分企业和市场延期开工开市, 一些产品的生产和供给受到影响。从需求方面看, 受“居家”要求与“避险”心理等因素影响, 部分居民出现囤购现象, 助推食品价格上涨。供给端冲击是主要原因, 从食品相关行业利润来看, 农副食品加工业 2 月利润累计同比增速为 2.2%, 食品制造业 2 月利润累计同比增速为-33.5%, 均大幅低于食品 CPI 和食品类 PPI 价格增速。

2020 年 3 月食品 CPI 环比显著走低, 一方面主要是猪肉和蔬菜价格有所回落, 符合季节性; 另一方面是鸡蛋价格继续走低。3 月以来, 随着生猪调运逐步畅通、屠宰企业复工复产、各地陆续加大储备肉投放力度, 猪肉平均批发价零售价平缓下降, 同比涨幅较上月有所收敛, 环比下跌 6.9%, 主要是季节性因素以

及近期猪肉供给短缺问题有所缓解。但当前猪肉价格同比涨幅仍然处在很高的水平，而且疫情缓和后可能出现积压的部分商品和服务需求集中释放，畜肉类产品价格将继续支撑全国居民消费价格指数（CPI）保持较高水平。鲜菜、蛋类、水产品环比分别下跌 12.2%、4.3%和 3.5%。随着国内疫情得到有效控制，人员和物资流动趋于正常，疫情对食品价格的推高作用有所缓和，2020 年 3 月各类食品价格普遍下行，仅粮食价格环比维持不变。

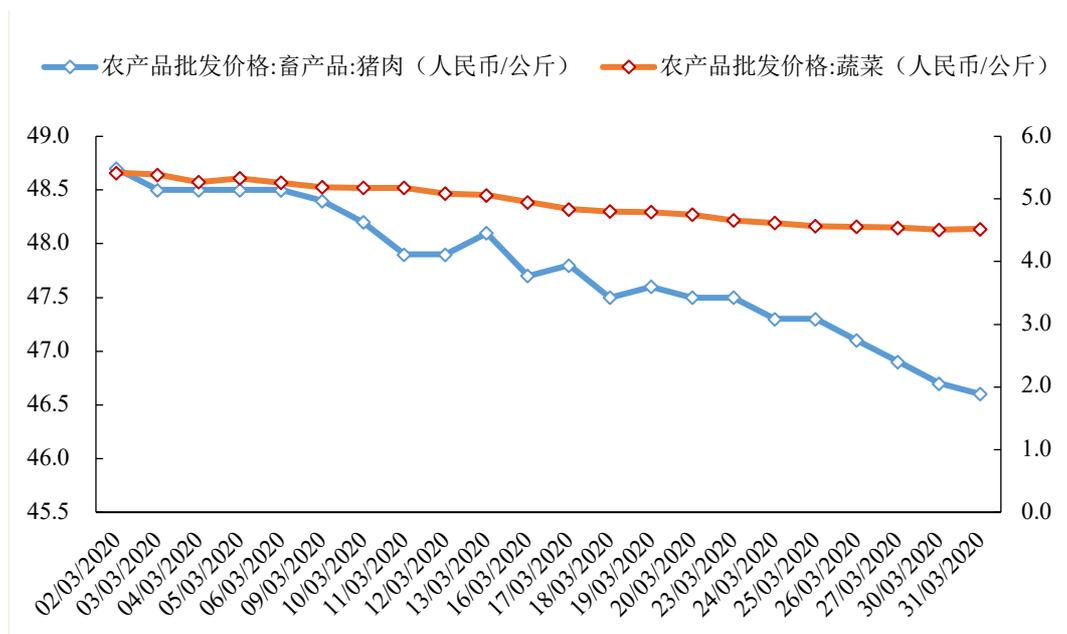


图 25：3 月猪肉和蔬菜价格变动情况

国际粮价上涨对国内粮价的影响较小，3 月份以来，我国大米零售价每公斤 6.6 元，面粉零售价每公斤 6.36 元，价格保持稳定，市场供应平稳。一季度粮食价格同比上涨 0.6%，3 月份粮食价格同比上涨 0.7%，为小幅上涨，环比持平。我国小麦、稻谷库存充足，一旦粮食市场出现波动，我国可以通过调控手段应对外部影响。近期国际粮价上涨一方面是因为世界谷物储备下降，但另一方面更多是疫情造成的恐慌性消费。我国的大米、小麦、玉米三大主粮是自给自足的，2019 年粮食总产量 6.64 亿吨，创历史新高，库存结余 2.8 亿多吨。我国谷物净进口量 1468 万吨，占我国谷物总消费量的 2%左右，主要以大豆、粗粮等饲料粮为主，国际粮食供给收缩对国内粮价影响较为可控。

非食品中，交通和通信、居住价格有所下降，环比分别下降 2.5%和 0.3%。一方面是受疫情冲击需求收缩，疫情期间出行大幅减少，飞机票价格下降 28.5%，

交通、住宿等行业面临需求滑坡。另一方面，国际油价大跌降低水电及交通工具用燃料成本。

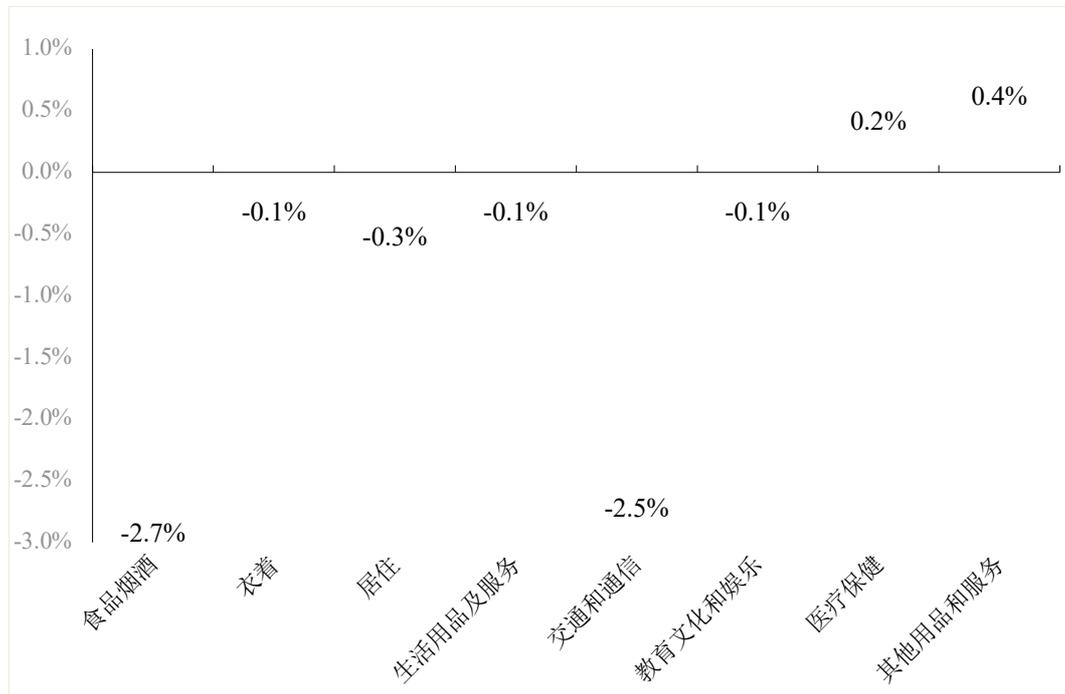


图 26：分类别 CPI 同比增速

2020 年 3 月工业生产者出厂价格指数(PPI)收缩的主要原因是生产资料 PPI 萎缩。2020 年 3 月生活资料 PPI 同比增长 1.2%，但生产资料 PPI 同比下降 2.4 个百分点，较上月下降幅度扩大 1.4 个百分点，拉动整体 PPI 收缩了 1.79 个百分点。疫情对企业生产和投资、工地开工以及终端消费活动均产生负面冲击，有效需求不足是 PPI 不断走低的主要原因。随着国内疫情缓解、复工复产推进，疫情对 PPI 供需两端的短期冲击将逐步减弱。国内逆周期政策加码，基建发力拉动投资，将从需求侧对 PPI 产生一定支撑。同时受到外源性的国际油价大幅下跌影响，3 月份国内 PPI 环比、同比跌幅进一步加大。外部冲击叠加国内经济下行压力，总需求不足的问题依然严峻。

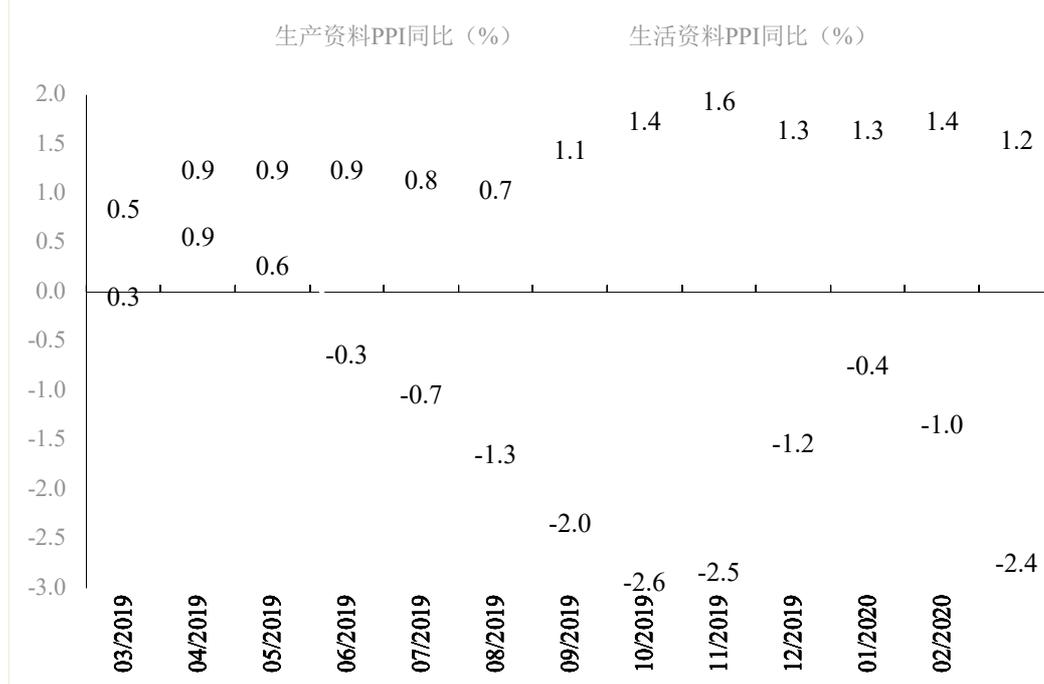


图 27：生产资料 PPI 和生活资料 PPI 同比增速

分行业看，2020年3月原料业和采掘业生产资料价格降幅明显，同比下降5.2%和4.0%，环比下降3.5%和2.7%，加工工业价格下降1.2%，环比下降0.5%。2020年3月国际原油市场一方面受到疫情冲击需求，价格大幅度下降，影响国内石油及相关行业价格环比显著下降。另一方面，OPEC+与俄罗斯谈判破裂，沙特和俄罗斯之间的石油价格战进一步打压受到疫情威胁的油价，国际油价断崖式下跌。截至4月中旬，OPEC+与非OPEC+产油国就减产达成历史性协议，决定今年5月至6月间将日均原油产量削减970万桶，从今年7月至今年12月将减产规模缩减至每日800万桶，从2021年1月至2022年4月将减产规模缩减至每日600万桶。虽然减产协议达成，但由于减产协议从5月才开始执行，非OPEC+产油国的减产计划不明晰，而OPEC+产油国的减产决心和执行力度还需观望，加之疫情全球蔓延下需求前景不佳，全球原油库存压力较大，国际油价仍有进一步下跌的可能。3月石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业出厂价格同比下降21.7%和10.6%，环比急跌17.0%和7.8%。受到低价原油的影响，部分和原油相关性高的液体化工品因短期需求不足也面临库存饱和，价格显著下跌。下游的化学原料和化学制品制造、化学纤维制造、橡胶和塑料制品制造等行业价格均出现不同程度下降。

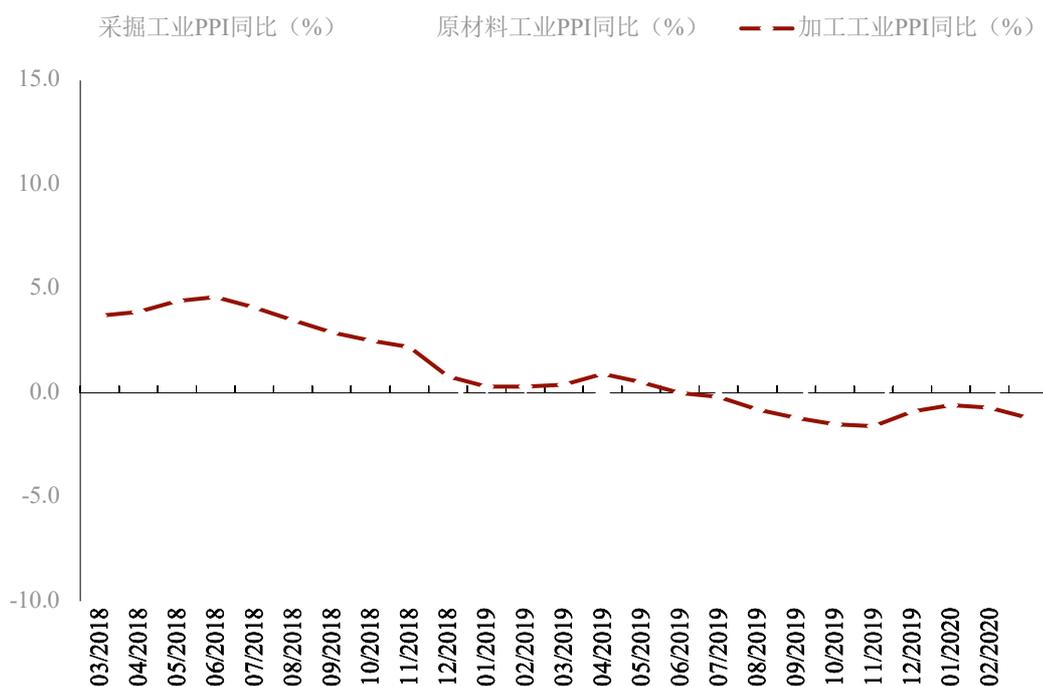


图 28: 分行业 PPI 同比增速

煤炭、钢材和有色金属价格承压。煤炭复工复产较早，3月初已基本恢复到正常生产水平，供给端受疫情影响较小。电厂、港口煤炭库存高于去年同期，表明需求偏弱，价格承压。螺纹钢库存大幅上升，目前库存水平已经达到2011年以来的最高水平，价格由年初3753元/吨跌至3月底的3540/吨，较去年同期3953元/吨下跌10.45%。从供给端来看，全国高炉开工率和唐山钢厂产能利用率保持稳定，库存较大反映需求相对不足，主要是3月份房地产项目和基建项目施工进度缓慢，复工进度不足。受钢材库存增加影响，黑色金属冶炼和压延加工业价格同比下降3.9%，降幅比上月扩大3个百分点。有色金属主要矿产地和冶炼加工地生产活动未受到疫情明显干扰，供给相对平稳，但地产、家电等有色金属下游行业需求恢复不及预期，价格继续下挫。有色金属冶炼和压延加工业出厂价格环比、同比均下降3.5%。

CPI-PPI剪刀差收窄，PPI-PPIRM价差扩大。2020年3月CPI的4.3%同比涨幅中，去年价格变动的翘尾影响约为3.3个百分点，新涨价影响仅为1.0个百分点。而PPI的1.5%同比降幅中，去年价格变动的翘尾影响约为0，新涨价影响约为-1.5个百分点。我国CPI上行是由食品价格大涨推动，PPI伴随经济增速和

投资需求下行，疫情冲击加上 3 月以来的石油价格战对 PPI 产生较大打击，而食品价格随疫情缓解和季节性因素明显回落，二者增速差距有所收窄。未来 CPI-PPI 剪刀差有望进一步收窄，短期来看，原油、煤炭、钢铁和橡胶四大工业原料降价效应一路传导至终端消费领域，进一步拉动 CPI 回落。长期来看，随着影响供给的短期冲击消失，需求不足的情况将显露出来。PPI 和 PPIRM 同步收缩，PPI 降幅略低于 PPIRM，二者价差扩大，工业企业盈利能力有所好转，但主要是国际原油价格下降降低工业企业成本，工业投资需求仍然不足。

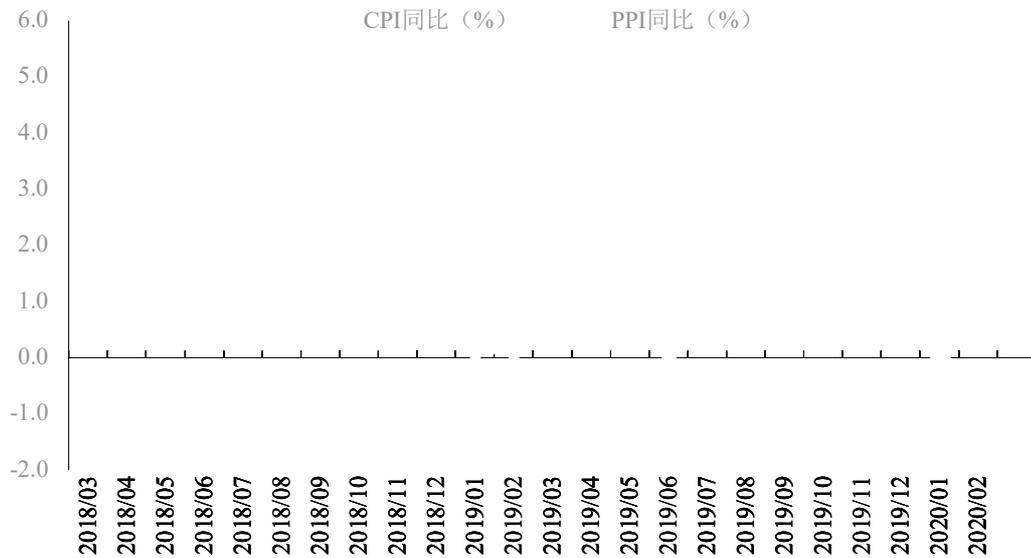


图 29: CPI-PPI 同比增速

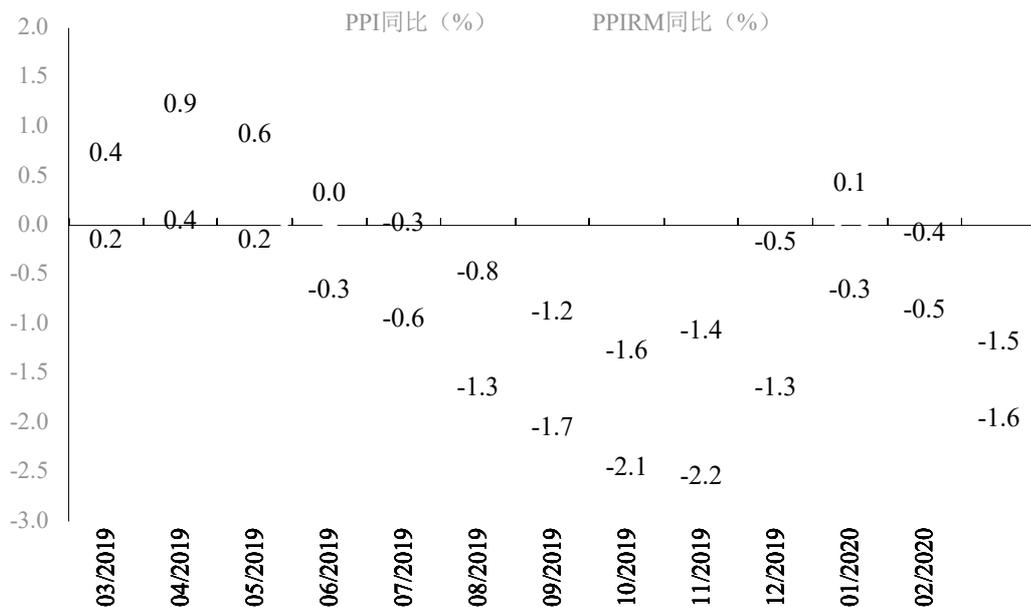


图 30: PPI-PPIRM 同比增速

### 三、国际贸易与 FDI

#### (一) 进出口

新冠肺炎疫情已经发展为全球性疫情，对国际贸易造成很大的冲击。世界贸易组织于 2020 年 4 月 8 日发布年度《全球贸易数据与展望》报告中强调，考虑到“史无前例的”疫情对全球经济影响的不确定性，今年全球贸易缩水幅度可能超过 2008 年国际金融危机时的幅度。该报告显示，受贸易紧张局势和经济增长放缓影响，2019 年全球货物贸易量已下降 0.1%，2019 年全球商品出口的美元价值下降 3%，至 18.89 万亿美元。由于运输和旅行限制，服务贸易最可能受到新冠肺炎疫情的影响。2020 年，基本上全球所有地区的贸易量都将出现两位数的下降，其中北美和亚洲的出口贸易将受到最大打击，从行业角度来看，电子和汽车制造产业的贸易缩水更为严重。至于对未来国际贸易的展望，该报告强调，2021 年全球贸易的最终表现在很大程度上将取决于疫情持续时间和各国抗疫政策的有效性，而目前全球的疫情形势仍旧不容乐观。

由此，2020 年一季度我国外贸形势在 2019 年外贸形势恶化的基础上进一步恶化。从总量上看，2020 年第一季度，我国进出口总额 9,432.2 亿美元。其中，出口总额 4,782.1 亿美元，进口总额 4,650.1 亿美元，贸易顺差 132.0 亿美元。

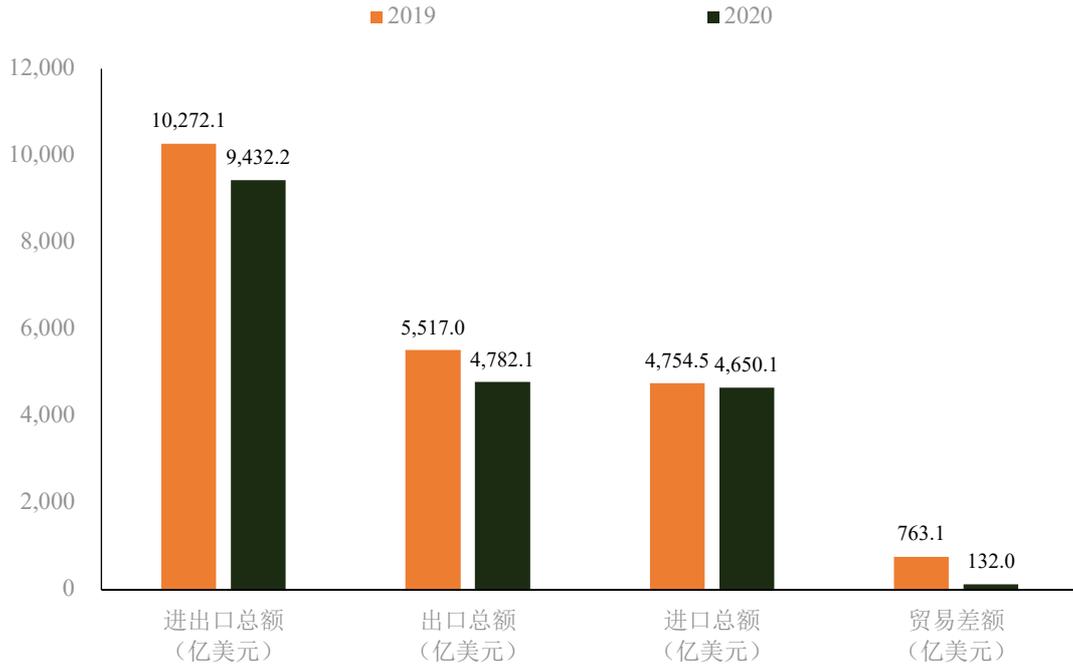


图 31：2019-2020 年第一季度进出口金额

2020 年第一季度，我国进出口总额累计同比下降 8.4%。其中，出口总额累计同比下降 13.3%，进口总额累计同比下降 2.9%，贸易顺差累计同比下降 82.7%。可见本次疫情冲击对我国出口的影响明显大于对进口的影响

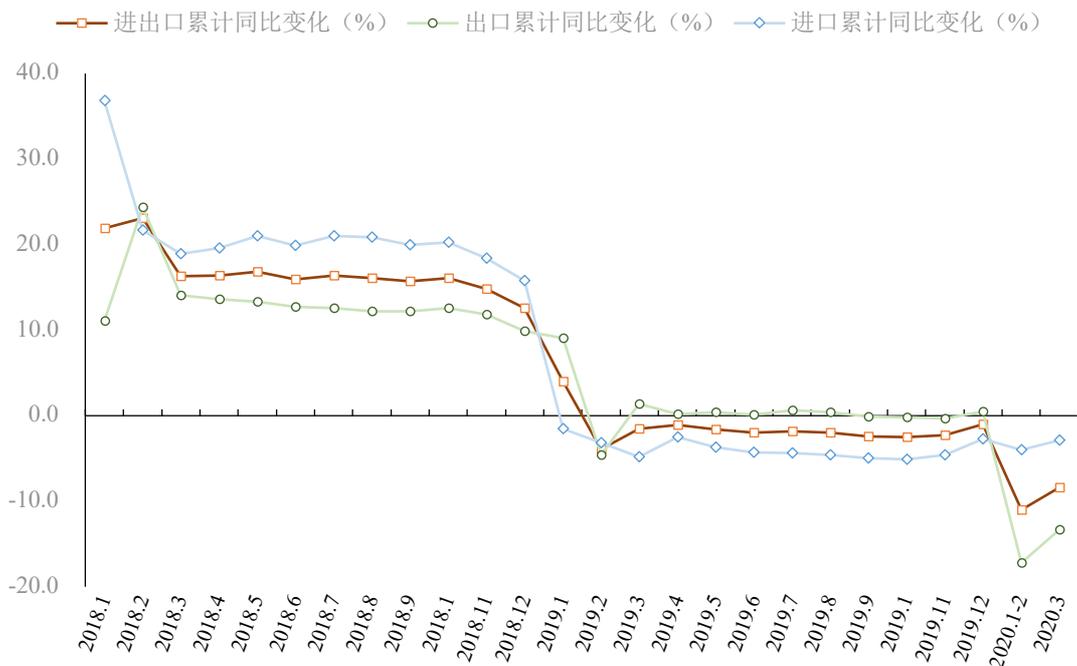


图 32：进出口（按美元计值）累计同比变化情况

从贸易对象来看，我国对外贸易持续受到全球经济下行压力和中美贸易摩擦两大因素的影响。在防控疫情的全球形势下，全球范围内的贸易都将不可避免受到影响。2020年3月5日，我国商务部称已至少24个国家和地区对中国货物贸易采取管制措施，其中涉及禁止从中国进口的国家12个，涉及货物检疫的国家有4个。可见我国对外贸易形势非常不容乐观。

从我国进出口的主要对象来看，我国出口规模受到影响较进口规模更为明显。据海关总署，2020年第一季度，我国对欧盟、美国、日本的进出口商品总额分别为1,257.5亿美元、957.4亿美元、668.9亿美元，分别累计同比下降22.6%、19.9%、9.8%。其中，对欧盟、美国、日本的出口商品总额分别为705.1亿美元、682.6亿美元、296.3亿美元，分别累计同比下降27.9%、25.1%、16.1%。对欧盟、美国、日本的进口商品总额分别为552.4亿美元、274.9亿美元、372.6亿美元，分别累计同比下降14.7%、3.4%、4.2%。



图 33：第一季度我国对欧、美、日进出口变化情况

另外，由于我国发生新冠肺炎疫情后进行了针对医疗物资领域的生产，有一定能力向共同处在抗击疫情时期的国家出口医疗物资，截至4月8日，已经有58个国家（地区）以及4个国际组织与中国企业签署了医疗物资商业采购合同，

还有 71 个国家和 10 个国际组织正在与中国企业开展商业采购洽谈。此外，还有其他的国外采购商与中国企业通过各种渠道开展合作。根据中国海关统计，从 3 月 1 日到 4 月 4 日，中国出口主要防疫物资 102 亿元，主要包括口罩约 38.6 亿只，防护服 3,752 万件，红外测温仪 241 万件，呼吸机 1.6 万台，新冠病毒检测试剂 284 万盒，护目镜 841 万副。

本次疫情冲击对我国服务贸易进口的影响明显大于对服务贸易出口的影响。2020 年 1-2 月我国服务贸易总额 1,012 亿美元，累计同比下降 14.03%。其中，出口服务贸易总额 343 亿美元，累计同比下降 7.74%，进口服务贸易总额 669 亿美元，累计同比下降 16.94%。

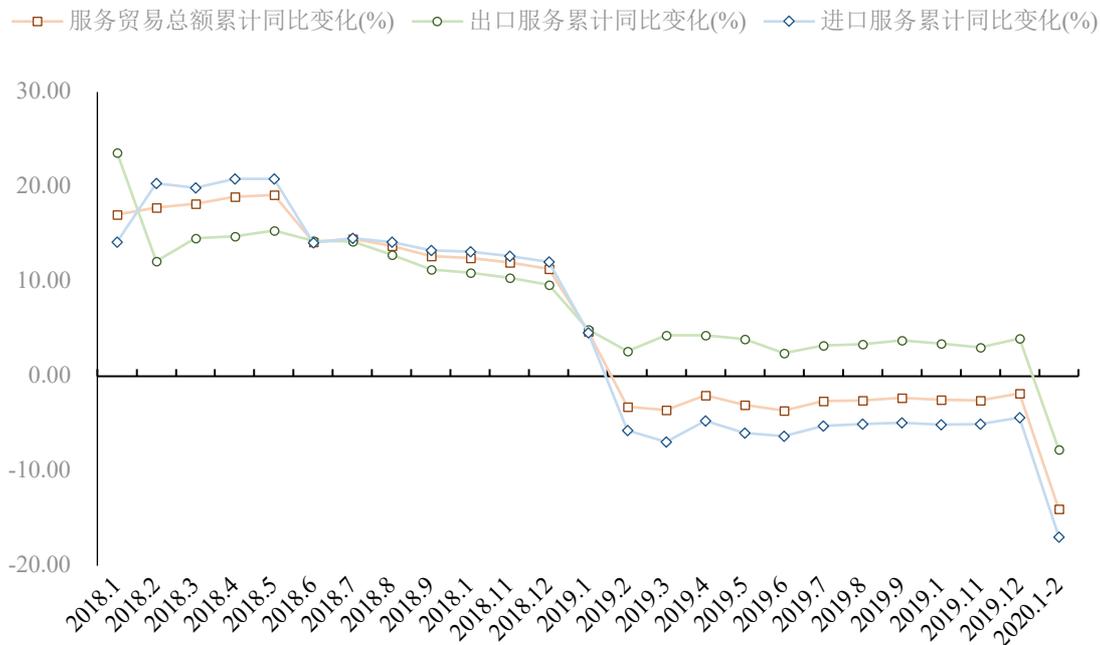


图 34：服务贸易（按美元计值）累计同比变化情况

2020 年 1-2 月，我国累计货物和服务贸易余额逆差 377 亿美元，其中，货物贸易逆差 52 亿美元，服务贸易逆差 326 亿美元，出现双逆差。2019 年同期累计货物和服务贸易余额顺差 113 亿美元，货物贸易顺差 546 亿美元，服务贸易逆差 433 亿美元。较去年同期，我国货物贸易由顺差转为逆差的同时，服务贸易逆差差额有所收紧。

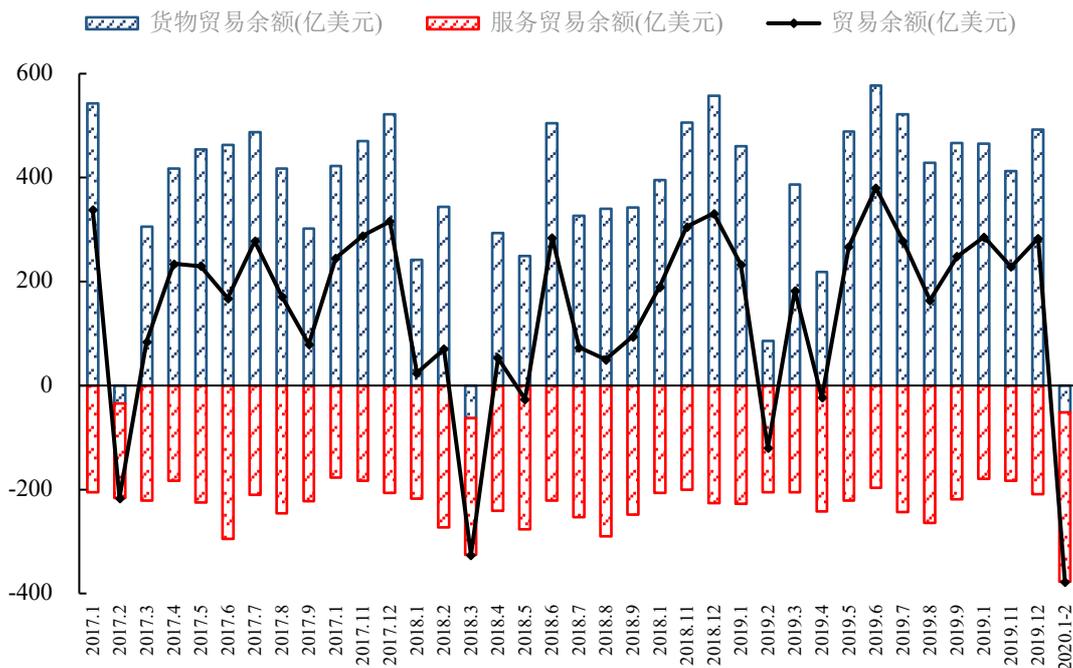


图 35: 贸易余额变化及构成

从行业角度来看,世界贸易组织指出电子和汽车制造产业的贸易缩水将更为严重,这主要是由于这两个产业的产业链分工国际化程度、分散化程度很高。尤其是汽车产业对于我国国民经济的意义重大,汽车是国民经济重要的支柱产业。随着国际疫情蔓延,受疫情影响严重的欧洲、美国的部分汽车和零部件生产企业不同程度地受到影响。在全球化背景下,产业链国际分工协作日趋紧密。我国是汽车制造大国,也是全球重要的汽车零部件及原材料生产基地,每年都有大量的汽车和零部件进出口贸易。海外疫情蔓延不可避免对我国汽车贸易和供应链运转带来影响。为应对海外疫情导致的供应链反向传导,国内汽车及零部件生产已经处于全面复工复产阶段,汽车供应链压力有所缓解,同时,我国针对性地提出了促进汽车消费的相关政策以减缓疫情对汽车供应链和消费需求的冲击。

我国外贸由于疫情期间的运输等行业的限制性措施也受到相当程度影响。截至4月1日,共有124个国家(地区)对航班/列车/船舶进行限制,71个国家(地区)关闭全部或部分边境口岸或加强检疫情况,179个国家(地区)对人员实施限制性措施,导致我国外贸面临国际物流迟滞、增加货物通关成本、商务往来和商业洽谈受阻等问题,导致企业履约和获取订单难度增大。

尽管3月制造业PMI新出口订单指数和进口指数分别较2月回升17.7和16.5

个百分点。但同时，全球疫情蔓延对世界经济和国际贸易的影响逐步显现。我国部分外贸企业在手订单延期或被取消，新签订单受到影响，特别是纺织服装等消费类行业，短期内受到较大冲击。

## （二）FDI

### 1. 对外直接投资情况

2020年1-2月，我国对外全行业直接投资1,127.3亿元人民币，同比增长1%，折合162亿美元，同比下降1.8%。其中，我国非金融类直接投资累计1,078.6亿元人民币，同比增长1.8%，折合155亿美元，同比下降1%。1-2月我国对外直接投资一大特点是，对“一带一路”投资合作增幅较大。1-2月，我国企业对“一带一路”沿线的48个国家有新增投资，合计27.2亿美元，同比增长18.3%。在“一带一路”沿线的59个国家新签对外承包工程合同额153.6亿美元，同比增长25.6%，完成营业额91.4亿美元。

### 2. 实际利用外资情况

近年来，我国不断扩大开放，持续优化营商环境，在全球FDI连续下降的背景下，我国利用外资规模不降反升，逆势上扬，稳居全球第二引资大国地位。

中国1-2月吸收外资也有一定积极表现：一是高技术产业保持增长。1-2月，高技术产业实际使用外资415.2亿元人民币，同比增长2.2%。其中，医药制造业、医疗仪器设备及仪器仪表制造业、信息服务、电子商务服务实际使用外资同比分别增长6.7%、139.7%、30.5%和449.8%。二是重点开放平台表现突出。上海、广东自贸试验区外资分别增长13%和12.8%，海南、福建、浙江自贸试验区吸收外资分别增长230.2%、149.5%和140%。三是部分经济体对华投资稳定增长。“一带一路”沿线国家、东盟对华投资分别增长9.7%和15.1%。

但是从整体来看，据联合国贸易和发展会议（CNUCED）统计，全球FDI已连续4年下降，2019年比2015年下降了31.5%。2020年3月26日联合国贸易和发展会议（CNUCED）发布《全球投资趋势监测报告》对3月8日预测结果“因抗击疫情实施封禁政策所带来的冲击、跨国公司利润连续下降等因素，2020年全球FDI将连续第5年下降，下降幅度5%-15%”做出了调整，认为由于疫情

加重，2020 年全球 FDI 将同比下降 30-40%。全球 FDI 的蛋糕在缩小的长期趋势下，引资竞争在加剧，加上世界经济下行压力加大，更是由于全球疫情态势不容乐观，今年我国利用外资形势更加复杂严峻，全年实现稳外资目标任务非常艰巨。

2020 年 3 月我国实际利用外资 817.8 亿元人民币，当月同比下降 14.1%，当月同比下降幅度较 2020 年 2 月当月同比下降幅度收紧 11.5%，但实际利用外资情况仍然不容乐观，第一季度我国累计实际利用外资 2,161.9 亿元人民币，累计同比下降 10.8%。2020 年第一季度我国吸收外资累计同比下降的主要原因是受到新冠肺炎疫情冲击的影响，叠加春节假期因素，导致人流物流不畅，企业大面积停工停产，投资活动受限，投资者等待观望情绪加重。

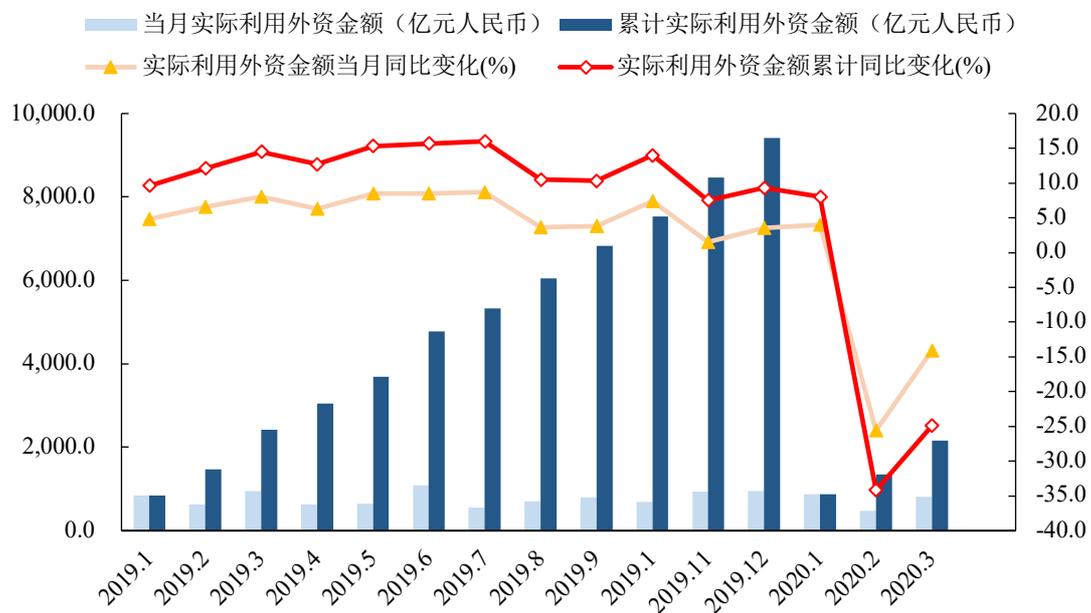


图 36: 实际利用外资金额（按人民币计值）及同比变化

美国商会 3 月 25 日调查显示，40%的企业将按原计划加大对华投资，这一比例比 2 月提高了 17 个百分点，就这一结果来看，外商在华投资预期和投资信心短期内可能较为稳定。在全球 FDI 持续下降以及新冠肺炎疫情的冲击环境下，内外需求均存在较大的不确定性的情况下，我国应高度重视，做好应对疫情稳外贸稳外资工作。其中包括推出新的扩大开放举措，强有力地对冲疫情带来的不利影响，进一步提升我国在产业配套、人力资源、基础设施等方面的综合竞争吸引力，增强外国投资者长期在华投资经营的预期和信心。

我国目前的一大工作重心是稳外贸稳外资。

在国际层面，我国需要就新冠肺炎疫情对于全球贸易投资造成严重影响，疫情的应对和贸易投资的下滑成为全球性挑战达成共识。在共识基础上进行沟通合作，共同维护全球产业链、供应链的稳定，积极采取减免关税、取消壁垒、畅通贸易等举措。

在国内方面，我国需要稳妥有序推动外贸企业复工复产，保障产业链、供应链畅通运转，推动各项支持政策尽快落地。我国外资企业复工复产进程正在加快，截至3月30日，8756家重点外资企业中，66.9%的企业产能恢复率超过70%，14.5%的企业产能恢复率不足50%。从行业看，制造业外资企业复工复产较快，超过七成产能恢复率达到70%以上；约六成的服务业外资企业营业额达到平时的70%以上。另据监测，241个在建外资大项目中，238个已复工，正在加快建设<sup>①</sup>。同时，我国还需更加积极有效利用外资，着力稳住存量，抓好重大外资项目落地，创新招商引资方式；统筹做好通关便利化和口岸疫情防控，确保重要物资通关顺畅，切实降低进出口环节成本，严防境外疫情输入。

### （三）外汇储备及汇率

截至2020年3月，我国外汇储备为30,606.33亿美元，较截至2020年2月我国外汇储备规模减少460.85亿美元，较2019年底外汇储备规模减少472.91亿美元。



图 37：外汇储备规模变化情况

<sup>①</sup> 资料来源：2020年4月3日，我国商务部外资司司长宗长青，  
<http://www.mofcom.gov.cn/xwfbh/20200403.shtml>。

更进一步通过观察外汇储备变动量，2020年3月我国外汇储备较之前的波动有更大幅度的减少。2020年2月和3月出现外汇储备规模两连降，这是自2019年以来，我国首次出现外汇储备两月连降。可见在疫情冲击下，推动我国外汇储备存量下降的力量增强。

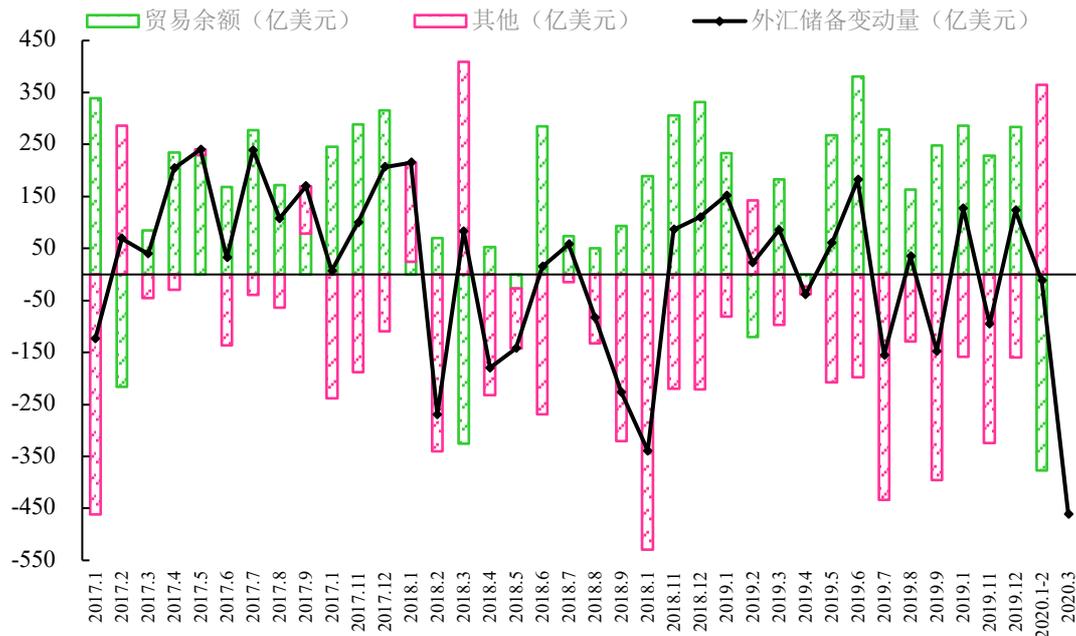


图 38: 外汇储备变动量来源情况

2020年1月1日至今，人民币兑美元汇率中间价一直处在双向波动的状态，在一定时间区间内有所提高，但整体基本稳定。

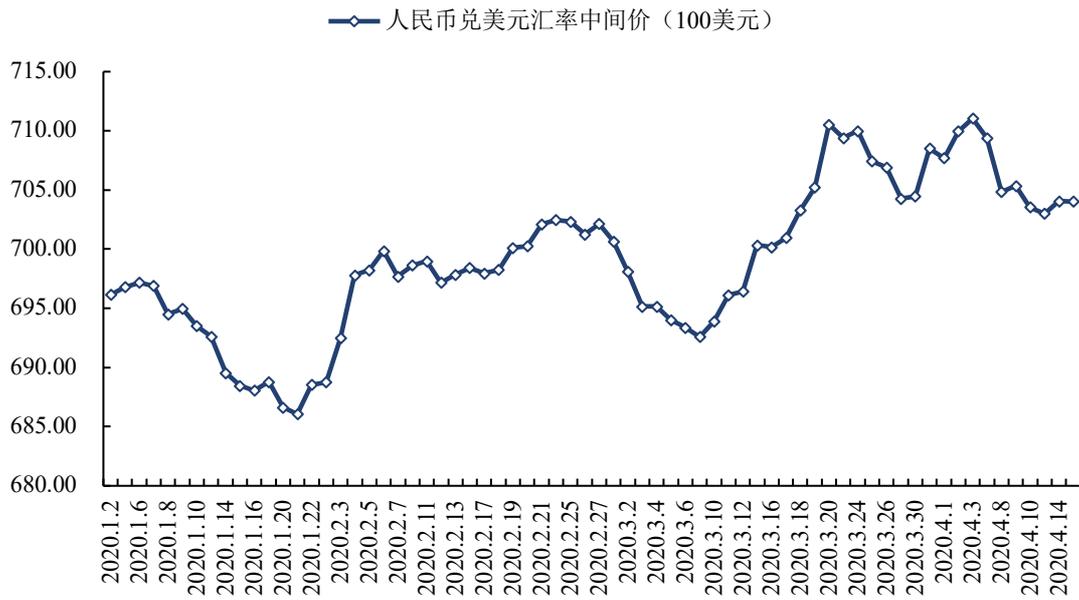


图 39：2020 年 1 月 1 日-4 月 15 日人民币兑美元汇率中间价

## 第二部分 经济复苏面临的外部挑战

判断一：2 季度之后，受国外经济衰退的“倒灌效应”叠加国内经济供需冲击相互叠加的影响，经济将大概率再次出现环比和同比意义上的增速下滑。

判断二：外部需求下降和全球产业链瘫痪及其造成的不确定性因素和悲观预期将对我国出口、投资以及消费造成较长期的影响。

挑战一：受国外疫情整体恶化的影响，多国将同步采取“封城和封国”政策。随着国外防疫政策趋同，不仅导致全球总需求骤降。全球产业链由此前的“分段式瘫痪”转变为“整体性瘫痪”，从而大大增加了疫后经济复苏的困难。

挑战二：疫情对全球经济秩序和治理结构造成重大冲击，全球经济可能加速进入“长期停滞”状态，全球化进程也因此遭遇挑战。疫情导致各国贸易保护主义、民粹主义以及可能发生的全球产业链的重构将使我国面临的稳外贸和稳外资局面可能更加严峻。

### 一、疫情中全球衰退的传播渠道

在此次疫情中，占全球经济总量 70%的主要经济体先后出现经济社会休克停摆现象，这将是经济全球化时代从来没有出现过的极端事例。

由于欧美等国前期对疫情防控不利，没有把握住我国全民抗疫为世界争取到的近 2 个月宝贵时间。疫情已在我国之外呈现多点同时爆发的不利局面。悲观的看法是，即便欧洲各国学习中国的经验做到“封国”或者“封城”，也难以形成像我国一样的“全国救一省，一省救一城”的抗疫局面。除非能够在短期内找到特效药物，否则疫情在国外蔓延的时间将大大超过在我国蔓延的时间，造成的破坏也更加严重。

在此情况下，我们不能简单沿用“外部冲击—金融危机—经济萧条”小国开放经济模式来认识疫情对当前世界经济的影响。疫情对一国经济的影响既有内源性的，也有外部传导性的。由于各国疫情发展不同步，一国经济可能面临“休克停摆”+多轮潮汐式外部输入式冲击。这取决于该国在控制本国国内疫情的同时是否能有效应对输入性病例。整体来看，在全球疫情得到比较全面的控制之前，

特别是欧美等主要发达国家疫情得到全面控制，经济社会活动恢复正常之前，单个国家难以实现独立的经济复苏。

疫情对各国经济的传导的机制大致分为以下几个路径：

一是世界各国和国际间的直接接触性经济活动出现断崖式下滑，需求和供给同步快速下滑。整个一季度我国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元，同比下降 6.4%。累计出口达到 33333 亿元，同比下降 11.5%；累计进口达到 32364 亿元，同比下降 0.7%。累计贸易顺差达到 968 亿元，比去年同期下降 80.9%。预期未来还可能出现深度更大的下滑。

二是在人流的控制下，疫情较重国家的供给体系崩溃导致以这些国家为主体的产业链、供应链削弱或断裂，进一步导致世界供给和需求的同步回落。在前期零部件供应短缺和当地疫情双重打击下，包括宝马、丰田、戴姆勒等一些主要的全球汽车生产商已经决定暂时关闭其在欧洲的工厂。由于汽车工业在欧盟就业市场的比重达到 6%，汽车业的整体停摆将对欧盟就业造成沉重打击。美国通用、福特和克莱斯勒等汽车厂商也决定关闭全美工厂，全球汽车业将遭受沉重打击。

三是预期前瞻性的释放，导致股市大幅度下挫，在风险情绪极度收缩的作用下出现流动性收缩和资金链问题，企业在盈利下滑和传统资金链收紧的双重压力下出现违约，导致债务链断裂，出现债市、汇市的全面动荡。

这几个方面的传递机制导致世界经济衰退将有别于一般的经济衰退。一是百年未有之疫情具有超级不确定性，由于前期欧美国家消极对待，各国疫情发展情况高度不透明，从而使后续的冲击效应依然具有强烈的不确定性。二是疫情传播的高速性导致停摆效应的产生具有强烈的“灰犀牛”特性，使金融市场难以在短期内提前一次性释放悲观预期，经济的断崖式变化很可能在金融大动荡之前发生。三是缺乏有效的国际协调机制将使疫情控制难度提高，疫后经济从停摆之后的恢复成本异常高昂。

除此之外，各国对边境和国内管控模式趋同化，将全球经济分割成一个个难以实现自给自足的省（州）或者城市规模的小型封闭经济。在没有外部物资供给的保证的前提下，封闭经济必将难以维系。它所带来的世界经济短期休克停摆效应对世界经济的冲击可能超越一般金融危机的冲击，特别是在当前垂直分工和水平分工体系高度发达的全球化时代。在各国民粹主义泛滥和地缘政治冲突加剧的

时代，要重启已经停摆的全球分工体系、产业链和供应链必将带来超级成本，各国经济重启的不同步必然导致恢复期十分漫长。

## 二、国外经济复苏窗口期的不确定性对我国外贸部门造成冲击

随着我国疫情防控取得初步成果，当前我国经济复苏面临的主要不确定性之一来自全球经济复苏的不确定性。国外疫情拐点尚未出现，各国经济何时恢复正常秩序以及财政和金融纾困政策的真实效果也有待观察。这将给我国对外贸易造成重大不确定性。整体来看，本研究认为全球疫情蔓延期间，我国国际贸易将经历三个时期：短期急速衰退→报复性反弹→长期缓慢下降三个阶段。在这一过程中，危机与挑战并存。

根据海关总署公布一季度对外贸易数据，3月份外贸进出口2.45万亿元，同比下降0.8%，相比1-2月份环比出现明显好转。其中3月份实现出口12927亿元，进口11532亿元，当月实现贸易顺差968亿元。整个一季度我国货物贸易进出口总值6.57万亿元，同比下降6.4%。累计出口达到33333亿元，同比下降11.5%；累计进口达到32364亿元，同比下降0.7%。累计贸易顺差达到968亿元，比去年同期下降80.9%。从一季度整体的贸易情况来看，有以下几个方面需要关注：

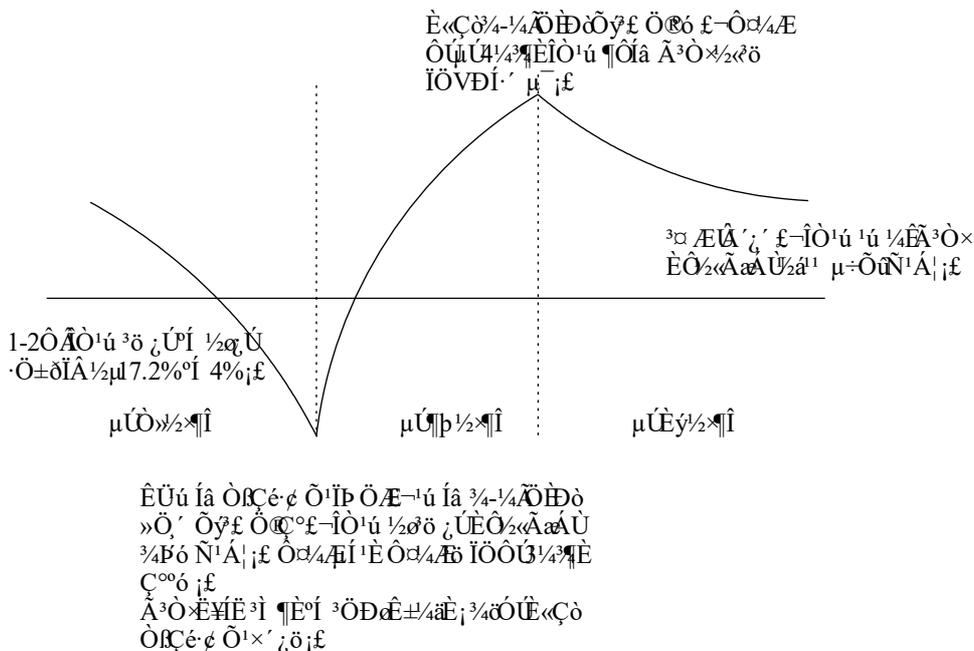
第一，一季度出口的下降幅度高于进口的下降幅度。累计出口下降11.5%，累计进口仅下降0.7%，比出口低10.8个百分点。导致出现这种现象的原因在于一季度正值我国疫情爆发的高峰期，国内产业链和供应能力受到重大冲击，出口下降较快。与此同时国外疫情尚未全面爆发，全球供应链基本保持完成。进口下降主要受我国国内需求减少影响。

第二，一季度我国对外贸易地区结构出现变化。在我国对欧、美、日等传统贸易伙伴进出口出现较大幅度下降的情况下，对东盟的进出口却出现逆势上涨。今年一季度，我国对东盟的出口增长0.4%、进口增长8.4%，进出口总额增长3.9%。一季度东盟、欧盟和美国在我国货物贸易中的比例分别为15.1%、13.3%和10.2%。东盟超过欧盟成为我国第一大贸易伙伴。长期起来欧盟和美国一直是我国第一和第二大贸易伙伴。2019年由于中美之间的贸易摩擦，东盟超越美国成为我国第二大贸易伙伴。截至2019年底，欧盟、东盟和美国与我国之间的贸易额分别占我国进出口总额的15.4%、14.0%和11.8%。

从东盟内部来看，一季度与我国实现较快贸易增长的国家主要是越南和马来西亚等国家。其中与越南的贸易总额同比增长 15.2%，出口增长 5.9%，进口大涨 30.8%；与马来西亚的贸易总额同比增长 5.3%，出口下降 1.9%，进口上涨 10.5%；此外对印度尼西亚的进口增长率也达到 9.7%。整体来看，我国对上述国家一季度也维持了进口增速大于出口的增速的状况。

导致我国和东盟国家贸易保持较快增长的原因主要有三个方面。在全球“双循环”分工结构下，东盟国家成为我国重要的原材料和初级产品来源地，双方贸易额保持较快增长。2011 年之前我国对东盟的贸易平衡一直保持逆差。近年来，随着我国劳动力、土地等生产要素价格上升，加之国际贸易摩擦等原因，一些对劳动力成本比较敏感的生产部门和生产环节从我国转移到越南和印尼等东盟国家。这些生产环节转移到东盟地区之后，依然与国内的生产网络保持着紧密的联系，大量从国内进口零部件以及基础原材料。跨境投资推动了双边贸易的快速发展。另外一个原因就是与欧美等国家相比，东盟国家在疫情控制方面相对较好，经济活动受到的影响程度较小。

尽管一季度我国对外贸易整体表现好于预期，但不可低估疫情对贸易的影响程度。世贸组织最新表示，此次疫情预计将导致全球经济下降 13%-32%，比 2008 年前的全球金融危机更为严重，几乎所有地区都将出现两位数的减少。



1-2 月份由于交货能力的下降和国内疫情防控需要，进出口出现较大规模下

降，出口和进口分别比去年同期下降 17.2%和 4%。3 月份企业复工情况虽得到好转，但由于欧美地区疫情形势变化迅速，消费预期收缩，进口商取消或收缩外贸订单规模，使得刚刚复工的外贸行业再次陷入冰点<sup>②</sup>。

受国内外疫情发展形势发展的影响，预计未来进出口同比增速下降幅度可能出现进一步扩大趋势。一季度我国进口增速下降幅度明显低于出口增速下降幅度。然而随着疫情在欧美等主要贸易伙伴国的进一步扩散，未来可能面临外需面临进一步的局面。进入 4 月份以来，大量外贸企业出现订单推迟或者订单取消的现象。随着外需的减少，外贸企业保供给保生产的压力也将出现变化，对进口原材料和初级产品的需求也将同步萎缩。我国和东盟地区的贸易也可能出现加速回落。对中间产品和工业零配件的需求属于引致性需求。随着最终需求的下降，对中间产品和零配件的需求势必下降。一季度我国和东盟贸易逆势上涨的状况可能不具有持续性。

未来我国国际贸易的发展可能面临一系列的不确定性。随着我国疫情初步得到控制，企业生产能力得到基本恢复。一旦欧美国家疫情得到控制，全球产业链重启将会对我国出口部门形成支撑和拉动作用。这要求我国的出口企业必须要在外需萎缩的情况下坚持到全球经济启动的时刻，需要出口部门有较强的韧性。但是也应该看到，疫后全球产业链可能面临区域化和碎片化趋势。全球贸易的下降不仅仅是周期性短期现象，而是长期性的趋势。这可能对我国的国际贸易总量和结构造成长期影响。对此我们应做好积极应对。疫情防控时期，经济复苏的目标应该侧重于保就业、保民生，不需要过度拘泥于具体的贸易增长水平。

表：主要发达经济体 GDP 同比增长率

单位：%

	2019				2020E
	1 季度	2 季度	3 季度	4 季度	1 季度
美国	2.7	2.3	2.1	2.3	-5.0
日本	0.8	0.9	1.7	-0.7	-3.8
德国	0.9	-0.1	1.1	0.3	-2.2
法国	1.0	1.5	1.8	1.0	-1.8
英国	2.0	1.3	1.3	1.1	-1.8

注：绿色底色数据为预计水平

<sup>②</sup> 财新网：《外贸业订单骤降 两周内从招工困难变无工可复》，  
<http://companies.caixin.com/2020-03-20/101531588.html>。

数据来源: Trading Economics

**表: 主要发达经济体 2019 年和 2020 年第一季度失业率** 单位: %

	2019			2020		
	1 月	2 月	3 月	1 月	2 月	3 月
美国	4.0	3.8	3.8	3.6	3.5	4.4
欧元区	7.8	7.8	7.7	7.4	7.3	7.9
德国	3.2	3.2	3.2	3.2	3.2	3.8
法国		8.7			8.5	
日本	2.5	2.3	2.5	2.4	2.4	3.0
英国	3.9	3.9	3.8	3.9	4.0	4.6

注: 绿色底色数据为预计水平

数据来源: Trading Economics

### 三、国际金融市场波动

疫情爆发令全球金融市场承压, 股市、债市和大宗商品市场出现同步抛售, 世界主要发达国家和地区一季度股市大幅下跌。

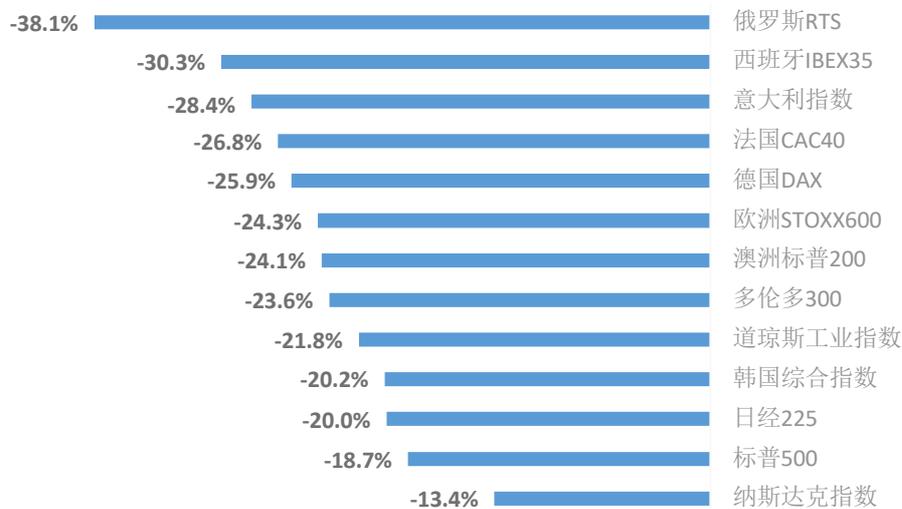


图 一季度各国股指表现

数据来源: Wind

截至 2020 年 3 月 31 日 17 时, 美国三大股指道琼斯工业指数、纳斯达克指数、标准普尔 500 指数分别下跌 21.76%, -13.36%, 下跌 18.7%; 美国股市在 3 月 9 日、12 日、13 日、18 日共触发四次熔断, 超级宽松一定程度强化了悲观情绪, 股票市场低迷。自 3 月 23 日美国股票市场达到最低点, 之后呈现缓慢上升

趋势，截至4月15日，S&P500收盘价为2783.36，较23日已经上涨24.4%，但仍低于年初水平。3月5日到3月19日，CBOE 市场波动率指数剧烈上涨，在3月16日达到最高值82.69，略高于08年金融危机雷曼兄弟破产后三个月的最高值80.86，可见市场的恐慌已经达到08年金融危机的水平。16日之后呈下降趋势，但截至4月15日，波动率指数40.84，仍高于疫情爆发前水平。

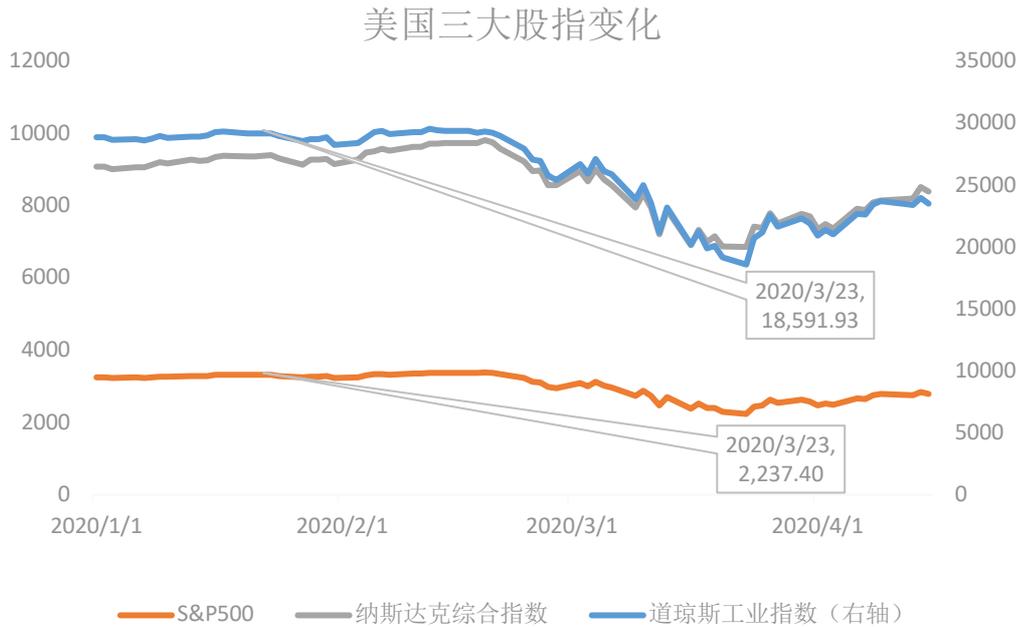


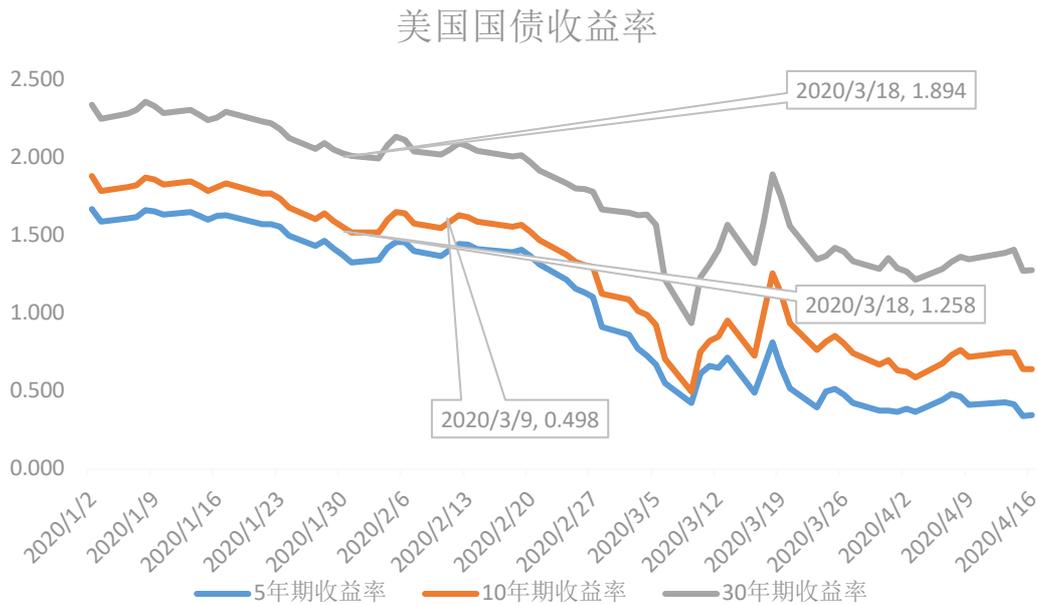
图 美国三大股票指数变化



图 CBOE 市场波动率指数

外汇市场上，美元指数自3月9号第一次熔断开始出现走强，3月20号到

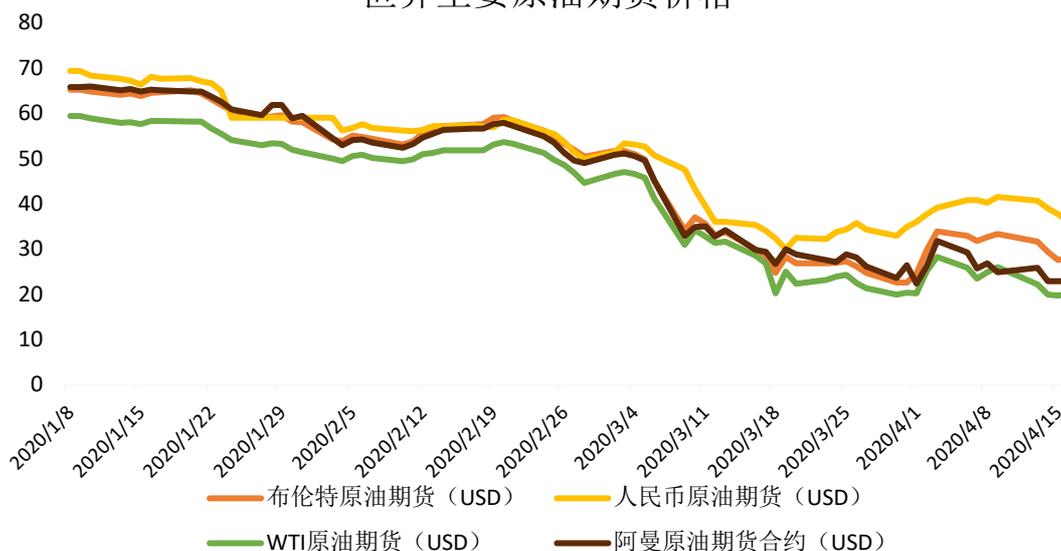
达最高点 102.817，从下图也可以看出，第一次熔断之前，美股基本与美元指数有相同的运动趋势，之后二者运动方式完全相反。这意味着全球风险加剧，市场投资者急于买入美元规避风险。债券市场，美股国债的主要波动集中在 3 月 9 日到 3 月 18 日期间，美股第一次熔断，美国国债收益率大跌，10 年期美国国债下跌到 0.498%。在此之后到 3 月 18 日，收益率呈上升趋势，美国国债被大幅抛售。3 月末开始到 4 月 16 日，美国国债收益率保持平稳，低于年初水平。



数据来源：Thomson Reuters Eikon

黄金第一季度上涨 6.77%，但是从 3 月 9 日美股第一次熔断起到 18 日最后一次熔断，黄金一直处于下跌的状态，与美元指数运动趋势相反。在这期间内，黄金遭到了大量抛售。3 月 8 日，沙特和俄罗斯未就石油减产达成基本共识，沙特临时决定采取报复性增产，导致石油价格大跌。布伦特原油期货暴跌 24.1%，WTI 原油期货跌幅为 24.59%，阿曼原油期货暴跌 26.91%。这也导致了 9 日的全球股市暴跌和美股熔断。

世界主要原油期货价格



数据来源：Thomson Reuters Eikon

#### 四、国际金融机构对全年经济增长的预测：欧美经济衰退将会持续多久？

国际货币基金组织（IMF）在 2020 年 4 月 4 日发布的报告中指出，一项有关由流行病导致的经济不确定性指标显示，冠状病毒导致的不确定性是前所未有的，截至 3 月 31 日，不确定因素的规模是 2002-2003 年非典（SARS）爆发期间的 3 倍，是埃博拉（Ebola）爆发期间的 20 倍左右。随着病例继续增加，冠状病毒的不确定性水平预计将保持高位，目前仍不清楚危机何时结束。

历史上，高度不确定性与经济增长放缓和金融环境收紧的时期相吻合。这种不确定首先出现在中国，但现在世界上许多国家都显示出经济的高度不确定性。疾病暴发的不确定性在发达经济体和新兴市场经济体中最高，但在低收入经济体中仍处于较低水平。

为应对疫情所推出的经济政策旨在实现以下三个目标：一是保证关键经济主体的运转，常规医疗、粮食生产和分配，必要基础设施和公共事业必须维持运转；二是为受危机影响的民众提供充足的资源，支持措施应该在帮助人们居家生活的同时保留其工作岗位；三是预防过度的经济混乱。在经济复苏阶段，促进经济复苏本身将面临挑战，包括更高的公共债务水平以及在政府控制下可能出现的新经

济部门。但第一阶段的相对成功将确保经济政策能够恢复正常运转。随着政府允许民众出行和返工，刺激需求的财政措施发力将会取得见效。

经济合作与发展组织（OECD）在 3 月 26 日发布的对全球经济的展望，在报告中，经合组织的秘书长安赫尔·古里亚根据经合组织的最新估计数据指出，封锁将直接影响主要经济体中占 GDP 三分之一的行业。每遏制一个月，GDP 年增长率就会下降 2 个百分点。仅旅游业就面临着 50%到 70%的产出下降。许多经济体将陷入衰退。这是不可避免的。在所有经济体中，疫情的冲击对产出的影响主要来自资源零售、批发贸易和房地产服务等行业收到的冲击，但是经济部门的跨国差异也很明显，比如运输制造业的下降对德国 GDP 的负面影响大于对其他国家的影响。企业倒闭的影响可能导致发达经济体和主要新兴市场经济体的产出水平下降 15%或更多。在中等经济体中，产出将下降大约 25%。

疫情爆发以来，全球各主要央行都祭出超级量化宽松政策，尤其以欧美国家为甚。随着近期欧美股市出现剧烈波动，相关国家货币政策达到空前的程度。2 月 10 日疫情全球爆发以来，美国相继在 3 月 3 日和 3 月 15 日分别降息 0.5 个百分点和 1 个百分点，第二次更是直接将政策利率降至 0-0.25%，政策力度超市场预期。除了降息之外，3 月 23 日美联储还宣布了无上限购债计划，其中包括重启 2008 年金融危机时使用的商业票据融资机制。

## 第三部分 短期和长期应对政策

### 一、疫情造成的萧条的特殊性及其应对政策的基本原则

对于人类社会来说，这场有疫情造成的经济衰退与一般的经济危机和金融危机截然不同。

#### （一）疫情造成的经济衰退与一般经济危机的区别

首先，疫情对经济来说是一场典型的外生系统性冲击。由此造成的经济衰退也具有外生性质。而传统的经济危机或金融危机则是由经济内部的扭曲和失衡造成，具有内生性质。某种程度上，疫情造成的衰退是经济体的一场急症；而经济危机则更像是一场由不良生活习惯酿成的慢性病。对于传统经济危机而言，在重新恢复正常增长之前，需要首先解决经济系统内部的扭曲与失衡。而疫情造成的外生性衰退则不同。只要疫情爆发之前一国经济处于基本健康状态，而且疫情能够得到迅速控制，那么经济就可能实现迅速恢复。在这一过程中不需要进行内部结构调整。我们看到 2008 年美国次贷危机爆发之际，美国家庭部门债务占 GDP 的比重最高达到 98.6%。危机之后美国经历了漫长而艰苦的去杠杆过程才迎来了近期持续的经济增长。2019 年 3 季度美国家庭部门杠杆率已经降至 75.2%，经济恢复并不需要经历之前艰苦的去杠杆过程。除非疫情持续过长时间，使原有的经济结构遭受重大破坏。因此疫后经济恢复的难度与疫情持续的时间成正比。

其次，疫情造成的经济衰退与经济危机造成的衰退在形式上有很大差异。在传染性疫情当中，经济活动因人员隔离几乎处于完全停滞状态。完整的产业链断裂为单个上下游企业，产品、要素和资金流动完全处于断裂状态。在传统的经济危机或金融危机中，经济活动只是降低到一个较低的水平，而没有完全停止。因此在短时间内，疫情造成的经济衰退往往比金融危机造成的经济衰退更加剧烈。2008 年金融危机爆发期间，美国初次申请失业金人数峰值约为 67 万人。而截至 3 月 28 日当周，美国初次申请失业金人数已经达到 665 万人，几乎是 2008 年金融危机期间的 10 倍。可以预期，初次申请失业金的人数在未来几周内还将随着疫情加剧而增长。

第三，疫情造成的经济衰退与经济危机造成的衰退在复苏形式上有很大差异。随着内部失衡和扭曲的解决，传统经济危机造成的衰退存在自发复苏的机制。这一复苏过程往往从局部产业开始，逐步向整个经济扩散。而在疫情造成的经济衰退中，经济复苏需要整个产业链从上游到下游的整体复苏。单个企业由于受上游原材料、劳动供给以及下游需求等多重因素制约，即便有意愿复工复产，也会面临来自上下游多重制约的尴尬局面。因此无法脱离整个产业链实现单独复工复产。

这一点在此次疫情中表现的尤为明显。以汽车行业为例，在疫情爆发初期，由于武汉和湖北的封城，导致韩国部分车企临时停产。尽管目前我国疫情得到基本控制，但全球疫情却仍在深度蔓延。我国虽然是全球最重要的汽车零部件制造和供应基地，但仍有大量的汽车零部件、材料、装备等需要从国外进口。根据海关统计，2019年我国汽车零部件进口额为367.1亿美元，其中德国和日本分别占比28%和27%。当前欧洲大部分零部件企业和汽车企业因疫情宣布停产或部分停产，对我国汽车产业的整体复工复产造成严重影响。

## （二）应对疫情经济政策的基本原则

上述差异决定了救助疫情造成的经济衰退和应对经济危机时应采取不同的政策思路。对于传统的经济危机或者金融危机，尽管救助的重点有所差异，但金融市场是不可忽略的环节。金融市场可能是危机爆发的策源地，同时也是货币政策传导的核心渠道。因此，在救助危机的政策组合中，往往以货币政策为主，财政政策为辅。如同在2008年金融危机中，美联储和财政部大量的救助政策都在应对金融市场危机，包括量化宽松和减税等等。然而这些传统的应对政策在处置由疫情引发的经济衰退时，面临较多的约束和掣肘。

第一，传统的货币政策通过降低利率和扩大货币供给创造有利于企业投资和家庭消费的宽松环境。但是在经济活动中断和产业链断裂的情况下，家庭和企业的现金流收入中断，对未来预期不确定，没有扩大消费和投资的意愿。负债消费或者投资反而可能使家庭和企业背负更加沉重的债务负担，面临更加严峻的债务负担。因此家庭和企业对货币政策的反应往往较低。这一点非常类似“流动性陷阱”状态。

其次，减税降费有利于降低企业成本，但是对扩大需求帮助有限。在企业生

产活动停滞状态下，减税降费有利于降低企业的固定成本，使企业在没有收入现金流的情况下可以维持更长的时间。但是在没有下游需求情况下，企业没有意愿复工复产，减税降费政策对于扩大企业生产和投资的刺激作用有限。

在传统的货币政策和减税降费政策受限的情况下，重启经济需要的是一次总需求，特别是最终需求的大推动。最终需求的扩张可以沿着产业链实现自下而上的传导，成为经济脱离暂停状态的外生推动力。在不确定性和市场风险消除之前，这一外生推动力主要依赖政府的支出政策。一旦经济开始复苏之后，正常的经济运行机制开始发挥作用，传统扩张性货币政策和财政政策的作用将逐步显现。

扩张性的政府支出政策应遵循三个基本原则。一是规模要足够大，二是覆盖面要广，三是要速度足够快。

第一，支出规模要足够大，否则容易在沿产业链传递过程中发生耗散现象，无法形成有效的拉动作用。

第二，支出政策覆盖面要广，要同时启动多个行业的总需求，提高向整个经济扩散的效率。

第三，扩大支出政策实施速度要快。疫情对经济的冲击更像是一场急症，在微观经济体出现大面积破产之前，可以争取在较短时间内以较小的代价重启经济复苏。

## 二、货币政策

### （一）已经采取的政策

相比国外货币政策大刀阔斧和高歌猛进的量化宽松，我国货币政策调整保持基本的稳定的节奏。与欧美国家所采取的高歌猛进似的激进货币政策不同，我国货币政策调整主要关注实体经济，而非金融市场。由于此前监管部门已对金融市场稳定采取了预防性政策，疫情爆发以来我国金融市场走出了一波独立于欧美市场的稳定行情。这为中国人民银行采取独立的货币政策赢得了宝贵空间。

2月25日国务院常务会议要求“国有大型银行上半年普惠型小微企业贷款余额同比增速要力争不低于30%、政策性银行将增加3500亿元专项信贷额，以优惠利率向民营、中小微企业发放”。在2月份启动一轮降息之外，人民银行还采

取了包括 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现专用额度和 3500 亿元政策性银行专项信贷额度等在内的结构性货币政策工具。

3 月 27 日政治局会议要求坚决打好三大攻坚战，加大宏观政策对冲力度，有效扩大内需，全面做好“六稳”工作，努力完成全年经济社会发展目标任务，确保实现决胜全面建成小康社会、决战脱贫攻坚目标任务。3 月 31 日国务院常务会议要求要进一步实施对中小银行的定向降准，引导中小银行将获得的全部资金，以优惠利率向量大面广的中小微企业提供贷款，支持扩大对涉农、外贸和受疫情影响较重产业的信贷投放。为落实政治局和国务院常务会议精神，最近的货币政策调整主要包括以下几个方面：

第一，通过逆回购开展公开市场操作，增加流动性供给的同时拉低银行间市场利率。3 月 30 日和 3 月 31 日两次 500 亿逆回购，招标利率由此前的 2.4% 下降至 2.2%。2 月份以逆回购利率下调 0.1 个百分点为先导带动 MLF 利率和 LPR 报价相继下调 0.1 个百分点。因此预计 4 月中旬 MLF 利率以及 LPR 报价均有望下调 0.2 个百分点，进一步推动实体经济融资成本下降。通过 LPR 改革改善了货币市场利率向贷款市场利率的传导，货币市场的利率可以影响银行对 MLF 的报价，进而通过 MLF 利率向 LPR 传导，从而引导贷款利率的变动。

第二，通过定向降准满足金融机构对准备金的需求。4 月 3 日人民银行决定对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元。商业银行发放贷款或者购买其他资产都会相应增加银行存款，导致准备金需求增加。降低存款准备金率不仅增加中小银行可用资金规模，同时也为商业银行扩大业务创造了条件。

第三，降低超额准备金利率。除了常规的降息降准之外，自 4 月 7 日起人民银行还将金融机构在央行超额存款准备金利率从 0.72% 下调至 0.35%。上一次降低存款准备金利率还是在 2008 年 11 月份金融危机百分期间，距今已经超过 12 年。2008 年 4 季度全国金融机构超额准备金比例一度高达 5.2%。上次调整法定存款准备金利率和超额存款准备金利率分别从之前的 1.92% 和 0.99% 下调至 1.62% 和 0.72%。此次调整之后，法定存款准备金利率仍维持 1.62%，法定存款准备金

与超额存款准备金之间的利差扩大到 1.27%。事实上，包括美联储在内许多发达国家的中央银行开始为法定存款准备金付息。从保护商业银行流动性和鼓励银行扩大资产业务的角度看，可以进一步降低超额存量准备金利率，提高法定存款准备金利率，扩大两者的利差。

调降法定存款准备金的作用至少有两个：首先，鼓励银行发放贷款、购买债券、扩大资产规模。据统计，截至 2019 年 4 季度，我国商业银行的超额准备金比例为 2.4%。虽然超额准备金率通常在 1 季度处于年内低点，但预期受疫情影响今年应处于相对较高水平。降准后银行对法定存款准备金需求下降。通过资产扩张可以使部分超额准备金转化为法定存款准备金，提高准备金整体的盈利能力。其次，避免银行的逆向选择行为。准备金付息的初衷是增加银行资金收益，维持银行流动性充足。然而随着存贷款利率压缩以及市场风险的扩大，银行对准备金资产的需求可能进一步增加。此次调整之前超额准备金利率为 0.72%，银行活期存款基准利率仅为 0.35%。边际上，银行将吸收的活期存款存入中央银行存在无风险套利空间。虽然 0.37% 的利差绝对水平有限，但是在市场风险上升的形势下可能会鼓励金融机构的逆向选择行为。日本等国对超额准备金采取的负利率就是这个道理。

## （二）下一步的货币政策

在实施更加灵活的货币政策的同时，人民银行还应注重稳定通货膨胀预期，避免经济出现短期滞涨。近期受肉类、鲜菜和食用油等食品价格上涨影响，消费者价格指数同比连续多月处于高位。2 月份猪肉价格同比上升 135.2%、鲜菜上升 10.9%、食用油上升 5.7%，均创出近期新高。随着我国疫情得到基本控制，复工复产和物流逐步恢复，鲜菜和食用油价格有望基本恢复正常。蓄肉类食品价格预期仍将处于高位，对消费者价格指数起到较强的支撑作用。此外，近期个别粮食出口国因疫情影响对粮食出口进行管控，造成国际粮食价格出现上涨压力，影响居民对粮食价格和整体物价水平的预期。我国粮食整体供应充足，不存在持续上涨压力，应积极通过多种渠道对消费者进行引导，稳定预期。

事实上，除了降息、降准、公开市场操作等常规性货币政策之外，关键时期，货币政策应该重视政策工具创新。第一，在疏通货币政策传导渠道，实现信贷供

给精准滴灌方面，应积极发挥数字金融等新型工具和渠道的作用。引导金融机构加大对实体经济特别是小微、民营企业的支持力度。对于中小企业而言，由于缺少必要的抵押品，信息不对称问题更加严重。借助快速发展的信息技术，通过加速发展金融科技创新，可以丰富中小企业的融资渠道。与其他国家相比，我国有比较发达的电商平台，这些电商平台与上百万家中小企业相联系。通过这些企业的交易数据，电商平台可以掌握这些企业的日常经营状况，为扩展新的金融渠道奠定了信息基础。这一巨大优势是国外金融机构无法比拟的。下一步可以积极地发展基于电商的金融平台，作为传统商业银行的补充。

第二，鼓励金融机构创新金融产品。本次疫情对经济最大的冲击是造成了供给和需求活动的暂停。与2008年危机期间金融市场上存在的“交易对手方风险”类似，实体经济内部也存在相应的风险。经济活动处于暂停状态，商业信用风险上升，企业对现金交易的需求增加，实体经济内部商业信用遭到沉重打击。在上下游产业链中甚至可能发生核心企业挤占上下游中小企业资金现象，造成中小企业经营困难。应该鼓励金融机构发展订单、仓单、应收账款融资等供应链金融产品为中小企业提供融资服务。

第三，中央银行货币政策工具创新。在政府鼓励金融机构创新金融产品为中小企业提供融资服务，还需要央行进行相应的配套制度和工具创新。通过发展适当的新型货币政策工具，为金融机构创造风险分散和再融资机制，调动金融机构的积极性，才能达到事半功倍的效果。

### 三、财政政策

#### （一）已经采取的政策

##### 1. 财政加大纾困支持力度，更加积极有为

自2020年初疫情爆发以来，中央和地方各级政府采取积极有为的财政政策，主要包括两个方面。

其一，针对受疫情影响严重的企业，出台一系列资金支持政策，纾解企业暂时性流动性困难。这些方面的政策包括：财政部对央行的专项再贷款进行定向财政贴息；鼓励各级政府性融资担保、再担保机构应当提高业务办理效率，对于确

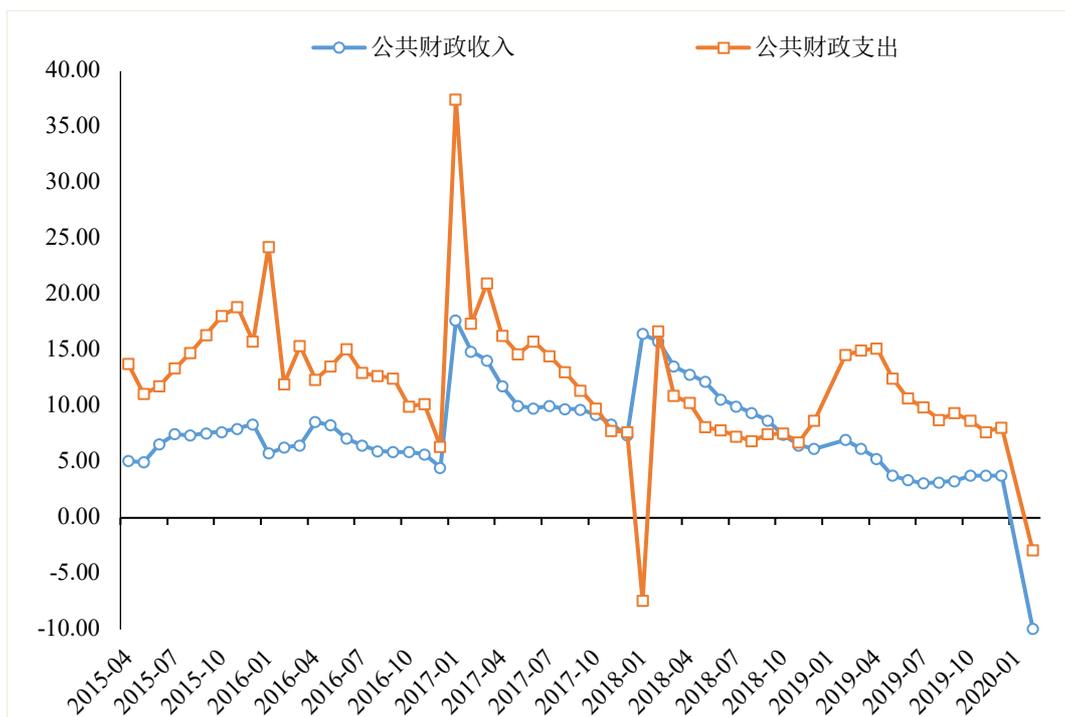
无还款能力的小微企业，为其提供融资担保服务的各级政府性融资担保机构应及时履行代偿义务，视疫情影响情况适当延长追偿时限，符合核销条件的，按规定核销代偿损失，等等。这些措施一定程度上纾解了部分企业暂时性的流动性困难，缓解了企业信用风险的积累和系统性的传导。

其二，减税降费力度进一步扩大，强化企业中长期应对疫情的能力。对防控重点物资生产企业扩大产能购置设备允许税前一次性扣除，全额退还这期间增值税增量留抵税额；对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税；对相关防疫药品和医疗器械免收注册费，加大对药品和疫苗研发的支持；免征民航企业缴纳的民航发展基金；缓缴或免征部分受疫情影响严重企业特别是中小微企业的社会保险费，等等。税费负担的大幅降低，对企业生产经营起了一定缓冲作用，帮助企业降低亏损，增强可持续经营能力。

3月27日，政治局会议指出，“适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模”“要落实好各项减税降费政策，加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设”。财政政策何以积极有为？会议指出了未来财政政策的四个方向：赤字率、特别国债、专项债、减税降费。本报告中将特别关注前三项。

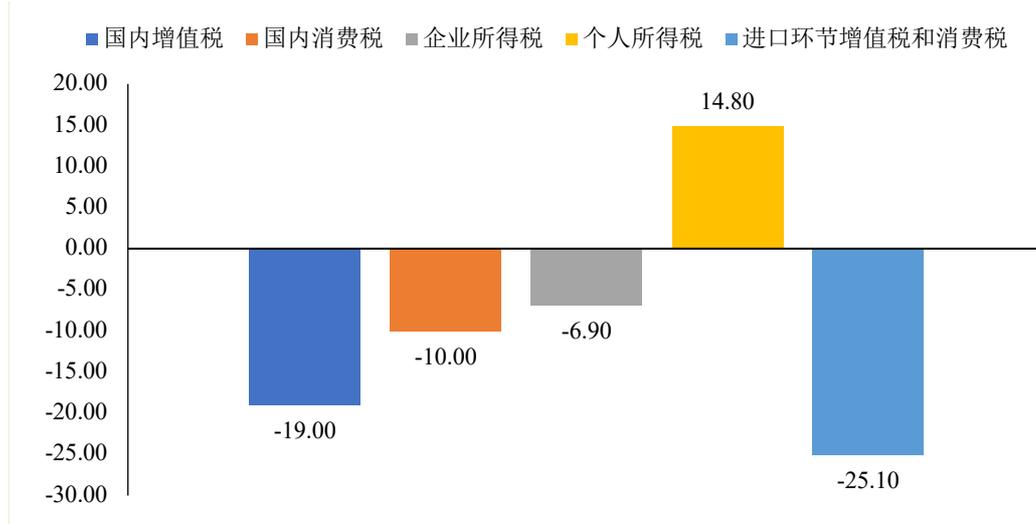
## 2. 赤字率提升

2020年一季度我国一般公共预算收支两端均大幅下滑。2020年1-2月公共财政收入累计增速-9.9%，是金融危机以来财政收入增速首次负增长。1-2月财政支出累计增速-2.9%，是1990年以来首次负增长。由于2月经济活动大部分停滞，1-2月公共财政收入仍然大于支出，盈余2882亿元。由于疫情冲击，一季度经济影响较大，随着税收减免政策及缴税日期延后，可以预计财政收入增速未来几个月仍有较大压力。随着3月开始复工，4月人员限制逐步解除，财政支出增速会有显著回升。预计今年财政赤字较2019年将有所提高，冲破3%的隐形红线是大概率事件，预计可能达到5%左右。



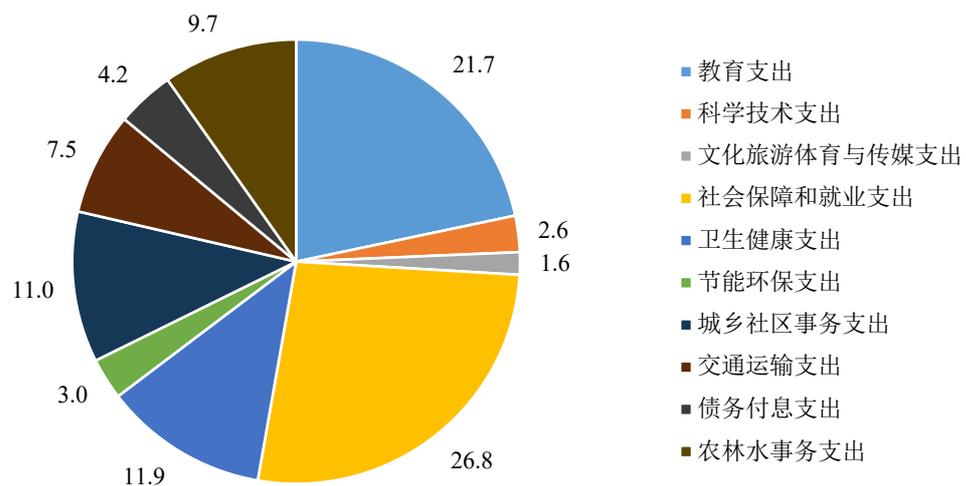
图：一般公共预算收支累计同比 (%)

在财政收入方面，除个人所得税外，各项主要税种均呈现负增长。这一方面体现出疫情对经济活动的负面影响，如企业生产大面积停摆，终端消费需求大幅萎缩；另一方面，也需考虑到减税降费、延迟缴税期限的支持政策也是税收收入下降的一个重要原因。但是相比之下，与去年同期相比，1-2月个人所得税仍然保持高速增长，达14.8%，这表明大中企业职工收入受影响程度有限。但另一方面，应该考虑到相当一部分小微企业职工收入可能低于5000元起征点，因此个人收入损失情况无法全面反映。但总体而言，个人所得税的正增长应该可以成为财政政策调整的下一个抓手。



图：2020年1-2月财政收入分项累计同比 (%)

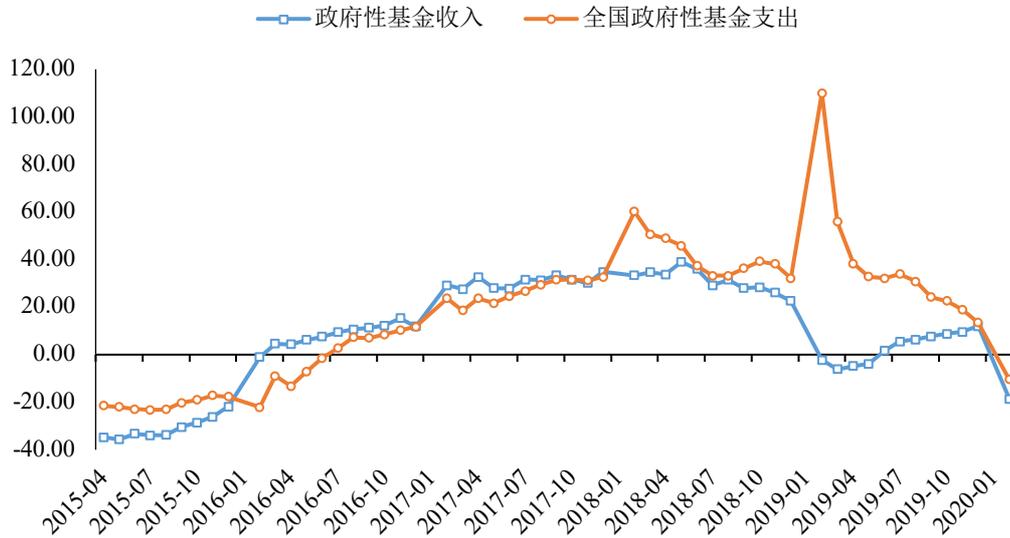
在财政支出方面，社会保障与就业支出比重超过教育居第一位，占比达到26.8%，卫生健康支出同比大幅增长。就业作为“六稳”之首，社会保障开支同样作为稳就业与防疫工作的配合，在疫情的冲击下二者受到高度关注，并且对于经济的逐步恢复也具有重要意义。疫情期间，各地政府高效采取各种医疗救治措施，安置每一位疑似病例与患者，对疫情防控做出了巨大努力，卫生健康支出相应大幅攀升，1-2月同比增长达22.7%。随着国内疫情的逐步好转，社保和卫健开支有逐步回落的预期，其他开支则有望缓慢回升。



图：2020年1-2月财政支出结构

全国政府性基金收支同降。受疫情开工影响，一季度多数城市土地出让交易量减少，土地出让金分期缴纳或延迟较大，使地方土地收入规模减少，收入时间

延迟。与一般公共财政支出类似，由于经济活动减少，全国政府性基金支出增速大幅下滑。资金来源方面，一季度地方专项债发行金额较去年同期增长 62.6%，其中多数债券发行集中在 1 月。由于今年疫情影响，叠加全面小康社会经济目标的实现，政府债券将成为财政收入的重要资金来源。



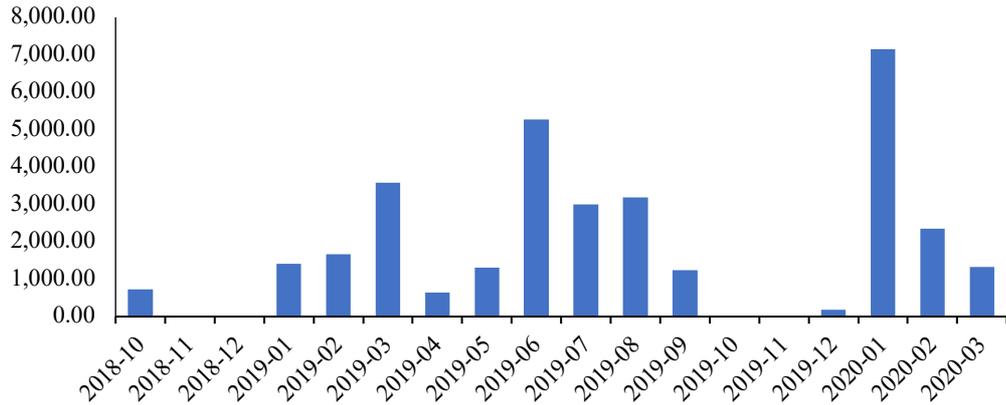
图：政府性基金收支累计同比

### 3. 扩大专项债规模

作为扩大地方政府合理合规融资的重要渠道之一，近年来专项债日益受到各地方政府重视，逐渐成为基建投资的利器，尤其在重大建设项目的落地中发挥积极作用。

据财政部统计，截至今年一季度末全国各地发行新增专项债券 1.08 万亿元，占提前下达额度的 84%，发行规模同比增长 63%。发行的新增专项债券全部用于铁路、轨道交通等交通基础设施，生态环保，农林水利，市政和产业园区等领域重大基础设施项目建设。各地用于符合条件重大项目资本金的专项债券规模约 1300 亿元，积极带动社会资本，扩大有效投资。从发行情况看，今年新增专项债券平均发行期限 14.5 年，其中 10 年期及以上长期债券发行 9331 亿元，占 86%，较 2019 年全年占比（34%）提高 52 个百分点，与往年相比期限更加合理，与项目实际期限更加匹配。总体看，新增地方政府专项债券发行使用情况较好。<sup>③</sup>

<sup>③</sup> <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4002107/index.html>



图：地方专项债发行额（亿元）

今年新增发行的专项债有以下几个特点：

其一，规模合理扩大、发行使用速度加快。近两年部分新增专项债券额度均提前下达，2019年为8100亿元，2020年截止一季度末，已下达1.29万亿元，下达规模超去年同期，并且发行进度和资金使用进度进一步提前，有利于宏观调节力度的及时发挥，对冲疫情影响。

其二，期限更为合理。截至3月31日，地方专项债中10年期以上长期债券发行占比超过八成，平均发行期限为14.5年。与往年相比，债券期限与其项目建设和运营期限更加匹配。

其三，提高专项债券作为重大项目资本金的比例，加大带动作用。对今年新增专项债券，允许地方在符合政策规定和防控风险的基础上，适当提高用于符合条件的重大项目资本金的比例，进一步带动社会资本加大投入，提高专项债券资金的拉动作用。截至一季度末，各地用于符合条件重大项目资本金的专项债券规模约1300亿元，对带动社会资本、扩大有效投资起到积极引导作用。

其四，资金投向优化，基建占绝对多数。各地已发行的1.08万亿元专项债主要投向铁路、轨道交通等交通基础设施，生态环保，农林水利，市政和产业园区等领域重大基础设施项目建设。在此基础上，适当扩大专项债券使用范围，将国家重大战略项目单独列出、重点支持；同时，可以增加城镇老旧小区改造领域，允许地方投向应急医疗救治、公共卫生、职业教育、城市供热供气等市政设施项目，特别是加快5G网络、数据中心、人工智能、物联网等新型基础设施建设。

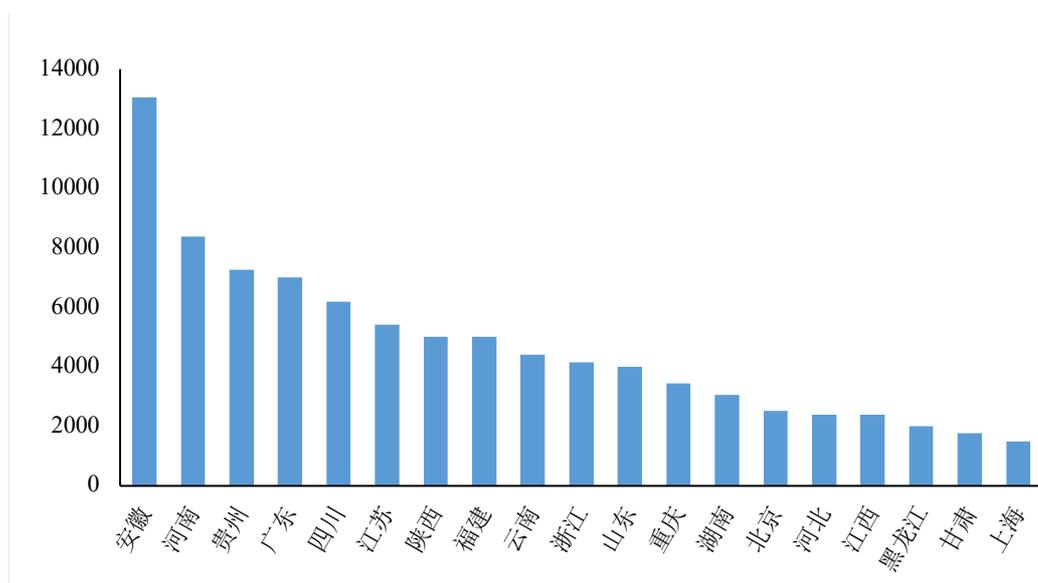
因此，从专项债的发行数额和特点来看，基础设施建设仍将是未来投资的重点，特别是新型基础设施建设有望成为经济增长的增量突破口。

## （二）不断加码的财政政策

### 1. 重大项目投资加码，托底经济增长

从投资数据看，2020 年一季度固定资产投资承压，制造业投资、基建投资、房地产投资均大幅下降，累计同比分别下降 25.2%、16.36%和 7.7%。固定资产投资短期承压一方面由于需求下滑，生产动力不足，另一方面受疫情影响的信心不足和不确定性风险加剧。随着各地政府重大项目的开工开产，这一现象有望得到缓解；同时考虑到重大项目的带动效应和地方政府财力支持，预计二季度固定资产投资数据将有大幅回升。

截至 4 月 5 日，各地政府出台了新一批 2020 年重大项目投资计划，规模较上一年有不同程度的扩大，将成为对冲疫情负面影响的重要手段。下面列出几个主要省份 2020 年度重大项目投资计划。安徽省重点项目总数达 6878 个项目，其中续建项目 4295 个，计划开工项目 2583 个，较去年增长 13.4%；全年计划投资 13054.6 亿元。河南省 2020 年重点项目共计 980 个项目，总投资 3.3 万亿元，其中 2020 年计划完成投资 8372 亿元，项目数量、总投资额、年度计划投资额分别较 2019 年增加 7.7%、6.5%、5.5%。广东共安排省重点项目 1230 个，总投资 5.9 万亿元，2020 年度计划投资 7000 亿元，其中 4411 亿元用于基础设施工程建设。



图：2020 年部分省市重大项目投资计划金额（亿元）

梳理各省份公布的重大项目投资计划可以发现，基础设施建设仍然是各地重大项目的核心，尤其是以 5G、城际交通等为代表的新型基础设施建设，体现出

各地向数字化经济、高端精尖技术的投资建设力度。疫情冲击这只“黑天鹅”固然给中国经济沉重一击,但也要关注长期以来的经济结构中蕴含的矛盾,警惕“灰犀牛”。在经济处于并有可能长期处于下行趋势的背景下,不能再依靠过去一贯依赖的粗放式增长、中低端制造业和房地产拉动,随着一系列重大项目的推进,特别是新型基础设施的建设,有望成为经济复苏的全新的内生增长动力。

由于基础设施建设投资不仅可以借助乘数效应有效提振需求,而且对经济生产具有显著的正外部性,作为对冲经济下行压力的利器,基建投资历来受到青睐。在以传统基建的项目为主的基础上,新基建的投入也日益加码,将成为经济增长的一大增量突破口。

“新型基础设施”这个概念,国务院早在 2015 年下发的《关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》中便已经提及,“固定宽带网络、新一代移动通信网和下一代互联网加快发展,物联网、云计算等新型基础设施更加完备。”新型基础设施这一概念的内涵也在不断丰富和完善。整体来看,“新基建”更关注新兴产业发展,注重培育经济新动能。然而新基建的主要问题在于其规模相对有限,其次新基建对于就业的拉动作用相对有限。新基建更侧重经济的长期发展潜力。因此就稳定经济和就业而言,新基建的作用主要起到锦上添花的作用。

## 2. 特别国债

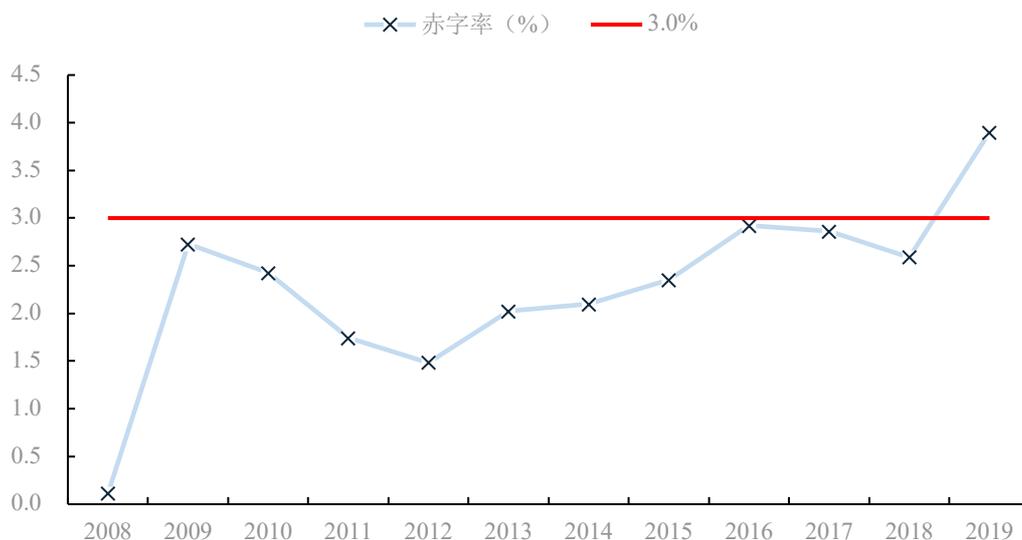
3月27日中共中央政治局会议上,在对宏观政策的部署安排中,首次提出包括特别国债在内的财政债务融资三大工具扩张思路。尤其是特别国债的提出,引发了广泛热议。历史上,我国发行过两次特别国债,以及一次续发,从用途与目的看,均为“特事特办”,而非作为稳增长的工具进行财政扩张。

首次特别国债的发行为 1998 年 8 月新发 2700 亿特别国债,以补充四大行资本金。1997 年亚洲金融危机冲击,叠加前期过度投资形成的产能过剩,商业银行资产质量恶化,不良贷款率抬升,资本充足率较低,金融体系风险持续暴露。在此背景下,我国于 1998 年 8 月首次发行特别国债,向四大国有银行补充资本金,使得后者资本充足率达到了 8%的法定要求,提高了国有银行的资本实力,降低系统性金融脆弱性风险。

第二次特别国债的发行为 2007 年新发 1.55 万亿特别国债,用于成立中投公司,并于 2017 年进行续发。2002-2007 年,“入世”红利释放,外需拉动出口高

速增长，经常账户顺差攀升，外汇储备快速攀升，催生相应投资运营管理需求。另一方面，外汇占款导致基础货币被动大量投放，通胀高企，而央行回收流动性工具有限、成本较高。因此，为提高外汇资产运营收益，同时适度对冲过快增长的流动性，财政部于 2007 年面向商业银行和社会公众发行 1.55 万亿特别国债，用筹措的资金成立中投公司；特别国债中，向商业银行发行 1.35 万亿，并全部由人民银行购入，其余 2000 亿则由社会公众持有，从而回笼流动性，达到一箭双雕的效果。

可见，历史上这两次特别国债的发行，都是“特事特办”，用于交换或购买资产等特殊目的，而非作为稳增长的工具进行的财政扩张，因此也并未列入一般公共预算的赤字口径。本次特别国债或成为应对国内外经济不确定性的一个灵活融资渠道。与一般公共预算、专项债等融资渠道相比，特别国债有其特别的优势。



图：财政赤字率情况

特别国债可以覆盖到专项债之外的领域，具有精准定向支持的优势。例如，第一，定向支持湖北等受疫情影响严重的地区，助力当地恢复经济生产；第二，支持受疫情冲击较大的贫困人口，助力决胜脱贫攻坚战；第三，给予中小微企业定向低息贷款基于贴息支持，以支持生产、投资，稳定就业。第四，在当前地方政府债务杠杆高企的背景下，特别国债通过中央加杠杆，可以避免地方政府债务负担上升过快。

特别国债固然具有“特别优势”，但也应当注意其优势的有限性。当前财政

收入和融资渠道较广，除“第一本账”发行普通国债之外，政府性基金预算账本中的专项债近年来规模快速上升，可引导投向基建以外的领域。另外，也可适当调整国有企业上缴利润，结合部分中央预算稳定调节基金中调入部分补充一般公共预算赤字。在当前财政政策操作空间灵活适度的情况下，适当提高赤字率，提高减税降费的力度和节奏，特别是对受疫情冲击较大的行业和小微企业，或最为直接。

## 附录

### (一) 附表 1 我国已经推出的主要财政纾困政策

附表 1 财政纾困支持措施

资金支持	财政贴息	<p>对 2020 年新增的疫情防控重点保障企业贷款，在人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政给予贴息支持，按企业实际获得贷款利率的 50%进行贴息，确保企业实际融资成本降至 1.6%以下，贴息期限不超过 1 年。财政贴息资金支持包括五类企业，一是生产应对疫情使用的医用防护服、隔离衣、医用及具有防护作用的民用口罩、医用护目镜、新型冠状病毒检测试剂盒、负压救护车、消毒机、消杀用品、红外测试仪、智能监测检测系统和相关药品等重要医用物资企业；二是生产上述物资所需的重要原辅材料生产企业、重要设备制造企业和相关配套企业；三是生产重要生活必需品的骨干企业；四是重要医用物资收储企业；五是为应对疫情提供相关信息通信设备和服务系统的企业以及承担上述物资运输、销售任务的企业。</p>
	融资担保	<p>对受疫情影响的小微企业，各级政府性融资担保、再担保机构降低担保和再担保费率，取消反担保要求。对受疫情影响严重地区的融资担保机构、再担保机构，国家融资担保基金减半收取再担保费。企业可向其合作的政府性融资担保机构提出申请。</p>
	政府储备	<p>疫情防控期间，对企业多生产的重点医疗防控物资，比如医用 N95 口罩、医用防护服等，全部由政府兜底采购收储，解除企业生产的后顾之忧，鼓励重点企业保质保量增加紧缺医疗物资生产。物资调配工作具体由发展改革委、工业和信息化部等负责实施，财政部积极配合发展改革委、工业和信息化部做好工作，进一步细化兜底收储方案，推动兜底政策落实落地。</p>
税费优惠	<p>对疫情防控重点保障企业，国家出台了以下税收优惠政策：一是对疫情防控重点保障物资生产企业为扩大产能新购置的相关设备，允许一次性计入当期成本费用在企业所得税税前扣除。二是疫情防控重点保障物资生产企业可以按月向主管税务机关申请全额退还 2020 年 1 月 1 日以后新增加的增值税期末留抵税额。三是对纳税人运输疫情防控重点保障物资取得的收入，免征增值税。</p> <p>针对受疫情影响较大的交通运输、餐饮、住宿、旅游等行业企业，国家出台了以下税收优惠政策：一是受疫情影响较大的困难行业企业 2020 年度发生的亏损，最长结转年限由 5 年延长至 8 年；困难行业企业，包括交通运输、餐饮、住宿、旅游（指旅行社及相关服务、游览景区管理两类）四大类，具体判断标准按照现行《国民经济行业分类》执行。困难行业企业 2020 年度主营业务收入须占收入总额（剔除不征税收入和投资收益）的 50%以上。二是对纳税人提供公共交通运输、生活服务，以及为居民提供必需生活物资快递收派服务取得的收入，免征增值税。</p>	

费用减免	<p>免征部分行政事业性收费和政府性基金政策。具体如下：一是对进入医疗器械应急审批程序并与新冠肺炎相关的防控产品，免征医疗器械产品注册费。二是对进入药品特别审批程序、治疗和预防新冠肺炎的药品免征药品注册费。三是免征航空公司应缴纳的民航发展基金。四是免征进出口货物，即出口国外和国外进口货物的港口建设费；减半征收船舶油污损害赔偿基金。</p> <p><b>阶段性减免社会保险费政策。为纾解企业困难，推动企业有序复工复产，出台了《关于阶段性减免企业社会保险费的通知》。</b>自2020年2月起，湖北以外各省（区、市）可免征中小微企业基本养老、失业和工伤保险（以下统称三项社会保险）单位缴费，免征期限不超过5个月；减半征收大型企业等其他参保单位（不含机关事业单位）三项社会保险单位缴费，减征期限不超过3个月。自2020年2月起，湖北省可免征各类参保单位（不含机关事业单位）三项社会保险单位缴费，免征期限不超过5个月。</p> <p><b>缓缴社会保险费政策。</b>受疫情影响生产经营出现严重困难的参保企业，可按有关规定申请缓缴三项社会保险费。缓缴执行期为2020年内，缓缴期限原则上不超过6个月，缓缴期间免收滞纳金。用人单位与职工协商一致，同时缓缴代扣代缴个人缴费部分的，期满后由参保单位及时缴费。</p>
------	--

注：数据统计截至4月10日。

## （二）附表2 疫情全球爆发以来主要发达经济体采取的应对政策

附表2 疫情全球爆发以来主要发达经济体采取的应对政策

国家	货币	财政
美国	<p><b>利率政策：</b></p> <p>1. 3月3日和3月15日分别降息0.5个百分点和1个百分点，第二次更是直接将联邦基金利率目标降至0-0.25%。</p> <p>2. 超额准备金利率和法定准备金利率相应地在3月4日和3月16日下降0.5个百分点和1个百分点至0.1%的水平。</p> <p><b>量化宽松政策：</b></p> <p>1. 3月15日，联储宣布的购债计划，未来几个月之内至少将持有的美国国债增加5000亿美元，将持有的抵押支持证券增加2000亿美元。</p> <p>2. 3月23日，美联储宣布将企业抵押贷款证券也纳入其购债计划范围之</p>	<p>财政部的纾困计划：好像已经第3轮了</p> <p>1. 利用外汇稳定基金（ESF）对美联储建立向市场释放流动性的项目进行300亿美元的股权投资。</p> <p>2. 3月30日，对纳税人提供经济影响款每人1200美元，符合标准的未成年人每人获得500美元。</p> <p>3. 工资保障计划批准3490亿美元用于保留员工工作和其他开支，中小企业优先获得次保障。</p> <p>4. 3月30日，美国财政部向客运航空公司，货运航空公司分别提供250亿美元和40亿美元用于支付工人工资。</p> <p>5. 美国国会通过了2万亿美元的经济刺激计划，包括支出和贷款/贷款担保</p>



	<p>内，并继续增加对国债和抵押支持证券的购买。建立一级市场信贷便利（PMCCF）、二级市场信贷便利（SMCCF）和定期资产支持证券贷款工具（TALF）等项目为企业，家庭提供充足的流动性。</p> <p>3. 4月9日，为市场提供2.3万亿美元的贷款。</p>	<p>资金。加上美联储的干预，J.P.摩根预计这项立法相当于6万亿美元的刺激计划。</p>
欧元区	<p>利率政策：隔夜存款便利利率维持-0.5%不变。主要再融资业务利率，边际贷款业务和存款业务维持在0.00%，0.25%和-0.5%不变。</p> <p>量化宽松政策：欧央行的购债计划。</p> <p>1. 3月12日，欧洲中央银行决定增加长期再融资操作(LTROs),并增加1200亿欧元的资产购买计划，为欧元区体系提供即时的流动性支持。</p> <p>2. 3月18号紧急增加总规模7500亿欧元的证券购买计划</p>	<p>德国：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 3月23日，启动经济稳定基金，包括4000亿欧元的框架担保，保住企业融资；1000亿欧元的资本重措施，帮助企业增加资本保持偿付能力。</li> <li>2. 外借1569亿欧元以应对冠状病毒流行带来的成本增加。</li> <li>3. 500亿欧元将用于支持小型企业和个体经营者。用于第二轮失业救济金的资金总额将增加约77亿欧元。补充预算还提供了另外550亿欧元的贷款担保</li> <li>4. 200亿欧元提供给家庭和员工作为治疗支出和工作补贴</li> <li>5. 排除自动稳定器的财政措施占GDP2%，担保发放的贷款和债务占GDP22%。</li> </ol> <p>法国：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 110欧元的失业补助以保证提高4.5倍的最低工资。由政府提供担保的3000亿欧元的企业贷款。</li> <li>2. 必要情况下，国有化受冲击严重的企业。保护龙头企业。考虑向欧洲投资银行贷款2000万欧元。</li> <li>3. 450亿欧元提供给员工、个体户作为医疗支出和工作补贴。</li> <li>4. 排除自动稳定器的财政措施占GDP1.9%，担保发放的贷款和债务占GDP12%。</li> </ol>
英国	<p>利率政策：3月11日和3月19日基准利率分别降低0.5个百分点和0.15个百分点，至0.1%的水平。</p> <p>量化宽松政策：英格兰银行的购债计划。增加2000亿至6450亿政府债券和非金融投资级公司债券的购买。</p>	<p>1. 3月23日，英国政府宣布为个贷款机构提供80%的担保，以增强融资信心。向企业发放超过3300亿英镑的贷款。任何营业额高达4500万英镑的可行企业获得高达500万英镑的政府支持融资。政府将为企业支付最多12个月的利息和任何贷款收取的费用。</p>



	<p>责令英国各银行不支付2019年和2020年的股息，不支付高级员工的现金奖金，这会带来1900亿英镑的银行贷款给企业。</p>	<p>2. 3月26日，英国财政部将给个体经营者未来三个月每月最高获得2500英镑。</p> <p>3. 3月27日，英国财政部将在工资的80%的基础上支付雇主应支付的国民保险和养老金。</p> <p>4. 7200亿英镑作为医疗费用、失业补助、企业就业保障金等。</p> <p>5. 排除自动稳定器的财政措施占GDP3.3%，担保发放的贷款和债务占GDP15%。</p>
<p>日本</p>	<p>利率政策：短期目标政策利率维持在-0.1%不变。</p> <p>量化宽松政策：</p> <p>1. 据3月16号发布的报告，日本央行将在九月底之前增加购入商业票据和公司债券。2万亿日元，分别达到3.2万亿日元和4.2万亿日元的规模。并积极购买交易型开放式指数基金（ETF）和房地产投资信托（REIT），使其分别达到12万亿和1800亿日元的上限。</p> <p>2. 购买日本国债，使得10年期的日本国债收益率在0附近波动，每年国债已80亿万日元的速度增加。</p> <p>3. 继续QQE和收益率曲线控制，实现2%的物价稳定目标。扩大货币基础，使得CPI同比涨幅超过2%</p> <p>据3月16号发布的报告，日本央行将进一步为企业提供贷款直到9月底。</p>	<p>自3月3日起至31号，日本财务省发行14次国债，3个月期到40年期不等。</p>
	<p>3月16号，加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行、美联储和瑞士央行宣布，将采取协调行动，通过现有的美元流动性互换安排，提高流动性供应。他们已同意将美元流动性互换协议的定价下调25个基点，使得新的利率为美元隔夜指数掉期利率加25个基点。</p>	

注：根据各国央行、财政部官网的新闻整理，截至4月5日。信息整理可能有滞后。



把脉中国经济 传递中国声音  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

