

首席经济学家：任泽平

研究员：连一席

✉ lianyixi@evergrande.com

研究员：马家进

✉ xiejiaqi@evergrande.com

研究员：谢嘉琪

✉ xiejiaqi@evergrande.com

研究员：郭双桃

✉ guoshuangtao@evergrande.com

联系人：范城恺

✉ fanchengkai@evergrande.com

导读：

截至3月12日，疫情蔓延至全球121个国家和地区，全球超过10万人次。全球金融海啸，2月下旬以来油价最大下跌超过30%，美股两次触发熔断，欧美股市进入技术性熊市。

我们正站在新一轮全球经济金融危机的边缘，疫情全球大流行只是导火索，根源是全球经济、金融、社会的脆弱性。2008年国际金融危机至今，12年过去了，美国欧洲主要靠量化宽松和超低利率，导致资产价格泡沫、债务杠杆上升、居民财富差距拉大、社会撕裂、政治观点激化、贸易保护主义盛行。

从金融周期的角度，这可能是一次总的清算，该来的迟早会来。

非常之时，必待非常之举，就像大萧条与罗斯福新政，滞胀与里根经济学，计划经济与邓小平改革一样。要充分估计当前经济形势的严峻性，化危为机，我们旗帜鲜明倡导“新基建”、“以第二次入世的勇气推动改革开放”、“调节收入分配、扩大中产、提振消费”。

本报告来自互联网公开渠道，版权归原作者所有。
如有疑问，请联系data@01caijing.com。

目录

1 全球大流行.....	4
1.1 中国战疫初步遏制，为长期胜利付出较大的短期代价.....	4
1.2 海外疫情加速扩散，亚洲和欧洲为重灾区.....	4
1.3 中国和新加坡快速遏制疫情的成功经验为全球燃起了希望.....	5
2 站在全球金融危机的边缘：全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，根源是全球经济金融社会的脆弱性.....	5
2.1 股市泡沫：长期宽松、股票回购、估值过高、同质化交易.....	5
2.1.1 美股大跌，技术性熊市.....	6
2.1.2 货币超发、同质化交易、股票回购等推高股市泡沫，酝酿风险.....	6
2.2 债务危机：杠杆率上升、高风险债券占比上升、偿债能力下降.....	7
2.2.1 企业债务和杠杆率快速上升，偿债能力持续下降.....	7
2.2.2 高风险企业债占比扩大，债务违约风险上升.....	7
2.3 金融机构危机：金融监管放松、资产泡沫、明斯基时刻、债务-通缩循环.....	8
2.3.1 长期低利率、资产价格持续上涨、监管放松等加剧了金融机构的顺周期性和道德风险.....	8
2.3.2 资产价格暴跌可能引发市场恐慌、流动性枯竭、金融机构破产倒闭、资产负债表衰退.....	9
2.4 社会危机：贫富差距拉大、社会撕裂、民粹主义、贸易保护主义、政治激进.....	10
2.4.1 收入与财富分配不均加剧，社会主义思潮涌动.....	10
2.4.2 制造业外流与铁锈地带衰落，逆全球化与贸易摩擦.....	11
2.4.3 上升通道堵塞与阶层固化，美国梦褪色.....	13
3 全球大流行和经济金融危机对中国的影响.....	15
3.1 产业链和贸易传导渠道：供应链受阻.....	15
3.2 外需渠道：世界经济衰退风险加大，外需下降.....	17
3.3 金融市场渠道：交叉传染，警惕信用与债务风险.....	18
3.4 大宗商品渠道：原油价格暴跌，加剧通缩，对中国有利有弊.....	18
4 展望与政策建议：新基建，改革战疫.....	19
4.1 情景分析.....	19
4.2 改革战疫：启动新基建.....	19

图表目录

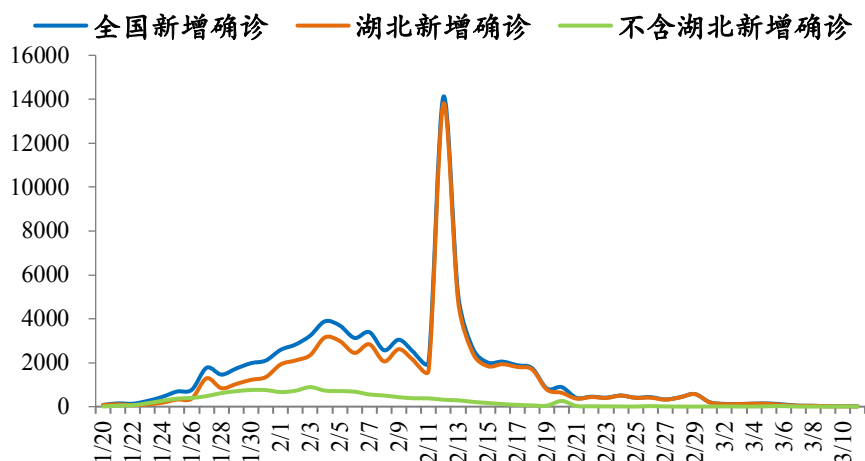
图表：中国每日新增确诊	4
图表：全球累计确诊人数(不含中国).....	4
图表：美国每日新增确诊	5
图表：截至 3 月 12 日美国确诊分布	5
图表：中国在全球经济体系中的重要性大幅提高.....	15
图表：2018 年中国各类产品各进口国份额.....	16
图表：2018 年中国对日韩进口结构	16
图表：2018 年全球半导体材料市场销售情况.....	17
图表：2018 年全球半导体设备市场销售情况.....	17
图表：中国出口前十国家和地区	18
图表：美元兑人民币情况	18
图表：WTI 原油价格暴跌.....	19

1 全球大流行

1.1 中国战疫初步遏制，为长期胜利付出较大的短期代价

中国疫情在 1 月下旬开始迅速蔓延，目前在武汉封城、全国延迟开工等政府强有力的措施、一线工作者和人民的共同努力之下，疫情已基本得到控制。

图表：中国每日新增确诊

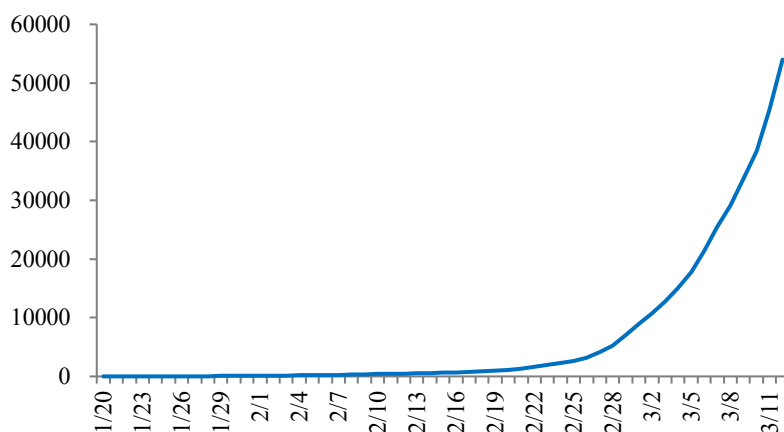


资料来源：Wind，恒大研究院

1.2 海外疫情加速扩散，亚洲和欧洲为重灾区

海外确诊指数级增长，亚洲及欧洲为重灾区。2月中旬以来，海外疫情进入快速扩散期。截至 3 月 12 日，新冠病毒扩散至 121 个国家和地区，累计感染 5.3 万人次，感染人次超过 1000 的国家达到 7 个，分别为意大利、伊朗、韩国、法国、西班牙、德国和美国。

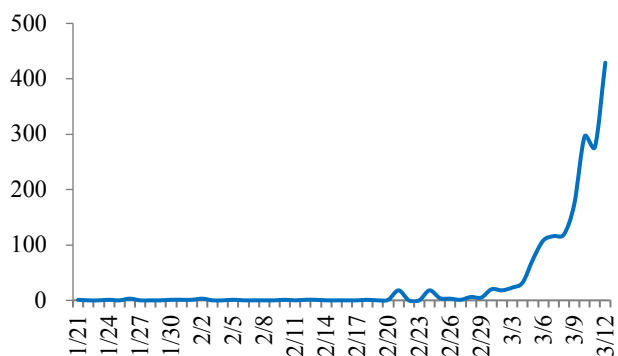
图表：全球累计确诊人数(不含中国)



资料来源：Wind，恒大研究院

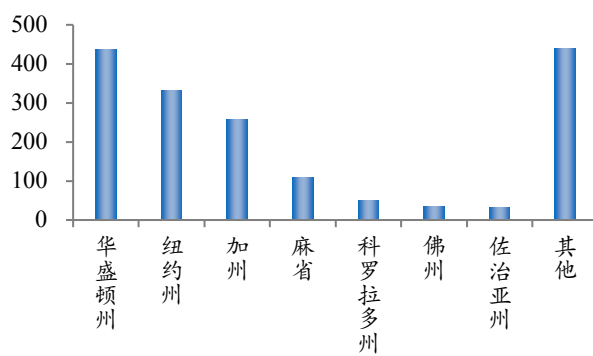
意大利成为海外疫情最严重的国家，实施全国封锁。韩国疫情因宗教活动失控。日本疫情因“钻石公主号”扩散，出现小规模聚集性感染。美国疫情 3 月份之后开始爆发，美国政府对新冠肺炎不够重视、各州自治无统一规划，直到 3 月 14 日才宣布国家进入紧急状态。

图表：美国每日新增确诊



资料来源：Wind，恒大研究院

图表：截至3月12日美国确诊分布



资料来源：Wind，恒大研究院

1.3 中国和新加坡快速遏制疫情的成功经验为全球燃起了希望

3月日本、意大利、韩国、美国等国家疫情更像中国1月底的情况，还在扩散和恐慌的状态，国家从不重视到重视，并开始采取强力措施。早期疫情失控主要是因为政府不够重视，存在“超级感染者”，没有持续采取强制性隔离措施，政府在资源协调、社会动员方面能力不足，口罩、检测试剂等医疗物资存在严重缺口，各州县各自为政，应对散漫。

反观新加坡和中国则能够快速控制疫情。纵观新加坡应对新冠疫情的各种措施，主要包括：按流行病学标准，全力追逐每一个病例的传播链条；应收尽收，以财政补贴、鼓励疑似者尽快看病，政府掏钱鼓励人们看病；用一切可能方法，确保本地医疗资源平稳运行；全力推动充分的诊断，保障临床医疗资源充足；收紧签证政策，严格防控外来输入；铁腕管理、强制居家隔离制度；鼓励勤洗手，使用戴口罩，保持个人卫生；避免大型聚集公众活动；及时的信息披露和充分的公众沟通解释，缓解公众紧张。

可以看出，新加坡采取的这些措施有赖于强大的政府、雄厚的经济实力、高效的民众执行力、科学的防疫体系、以及愿意付出较大的短期代价换取长期的胜利——这些和中国的“战疫成功”，有颇多相似。

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

2 站在全球金融危机的边缘：全球金融市场雪崩，疫情只是导火索，根源是全球经济金融社会的脆弱性

2008年金融危机之后，各国央行和政府主要以超低利率和量化宽松等政策加以应对，而实质性的供给侧结构性改革进展迟缓。这带来了一系列风险和脆弱性，比如美国面临股市泡沫、债务杠杆、金融机构风险、社会撕裂等四大危机。

2.1 股市泡沫：长期宽松、股票回购、估值过高、同质化交易

美联储长期宽松的货币政策催生了美国股市延续近11年的史上最长牛市。疫情终结美股牛市，两次熔断，跌入技术性熊市。股市大跌将通过

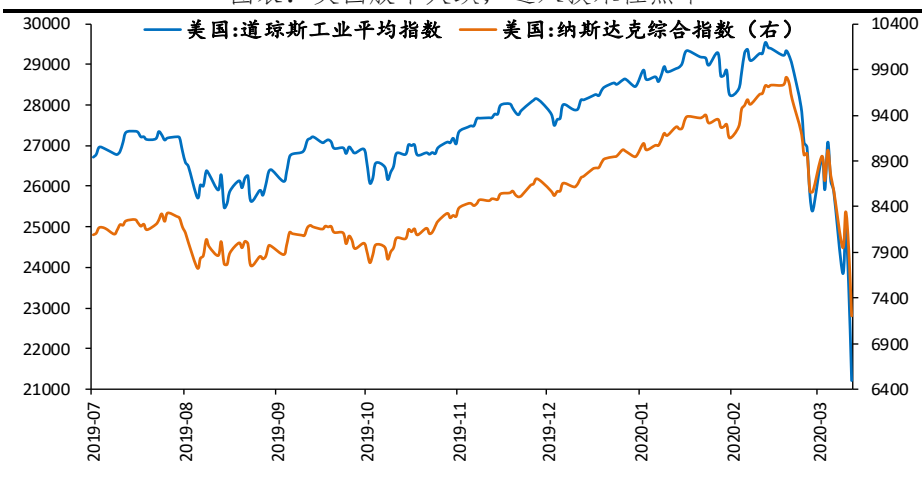
居民部门的财富效应、企业部门的托宾 Q 效应、信贷市场的资产负债表和抵押品等渠道冲击实体经济。

2.1.1 美股大跌，技术性熊市

在经历 11 年牛市后，2020 年 2 月下旬以来美股大跌，两次熔断。3 月 9 日和 12 日，道琼斯工业指数下跌均超过 2000 点，美股猛烈下跌触及 7% 的一级市场熔断线，是 1997 年以来首次引发熔断机制。2 月 20 日至 3 月 12 日，道琼斯工业指数、纳斯达克综合指数、标普 500 指数分别下跌 27.76%、26.64%、26.74%，美股已进入技术性熊市。

全球股市重挫。3 月 12 日全球有 11 国股市因大跌而触发熔断。亚洲方面，泰国、菲律宾、韩国、巴基斯坦、印尼等 6 个国家股市均发生熔断。美股开盘后，加拿大、巴西、墨西哥、哥伦比亚股市也触发熔断，其中，巴西股指大跌 15%，一日内两次熔断。

图表：美国股市大跌，进入技术性熊市



资料来源：Wind，恒大研究院

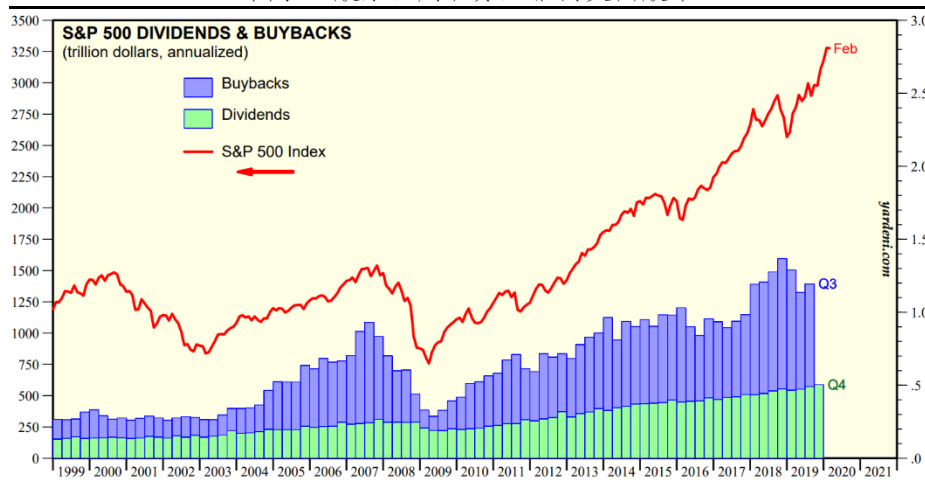
2.1.2 货币超发、同质化交易、股票回购等推高股市泡沫，酝酿风险

货币超发、投资者同质化交易行为以及上市公司股票回购是股市长牛的重要原因，在市场下跌时泡沫被刺破蕴藏着巨大风险。

市场的同质化交易行为不断增加。长期低利率压低了养老基金、保险公司等机构投资者的资产收益率，促使其将资金投向股市。量化交易、指数基金等被动投资逐渐盛行，增大了市场交易的同质性。苹果、微软、亚马逊等龙头蓝筹科技股市值占比持续上升，对指数影响显著。处于牛市时，同质化的交易行为快速推升股价，转入熊市时，则会造成大规模抛售，市场流动性枯竭，陷入下跌螺旋。

部分上市公司通过发债加大杠杆进行股票回购和分红。股票回购和分红是美股持续走牛的重要原因，除了拥有大量现金的公司外，部分公司出于市值管理或投机套利的目的，通过发债的方式筹集资金回购股票，做大每股收益，推高股价。但是，一旦股价下跌，发债的企业将面临巨大亏损和流动性短缺，企业财务状况恶化，债务违约风险上升，进一步压低股价。

图表：股票回购和分红推高美国股市



资料来源：Standard & Poor's, 恒大研究院

2.2 债务危机：杠杆率上升、高风险债券占比上升、偿债能力下降

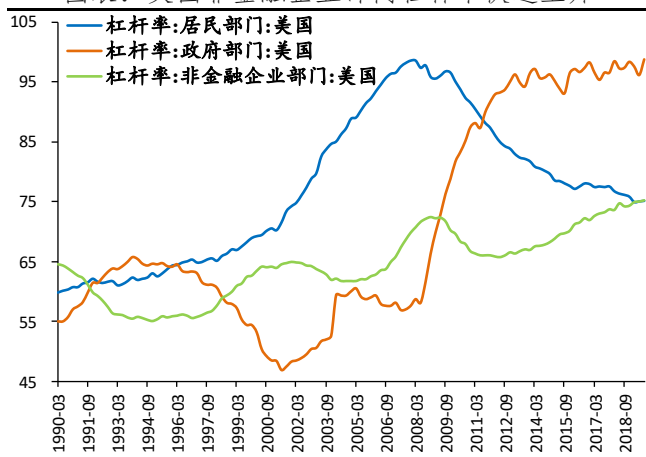
美国正处于金融周期的高位，企业部门面临巨大的债务风险：杠杆率快速上升、偿债能力持续下降、高风险债券占比上升、信用利差扩大。企业部门债务有可能成为金融危机的策源地。

2.2.1 企业债务和杠杆率快速上升，偿债能力持续下降

2008 年金融危机后，美国居民部门修复破损的资产负债表，杠杆率（债务/GDP）持续下降；政府部门加强宏观逆周期调节、承接私人部门杠杆转移，杠杆率快速攀升，但 2014 年后基本平稳；非金融企业部门受危机冲击去杠杆，但杠杆率快速反弹，超过危机前水平，目前更是超过居民部门。

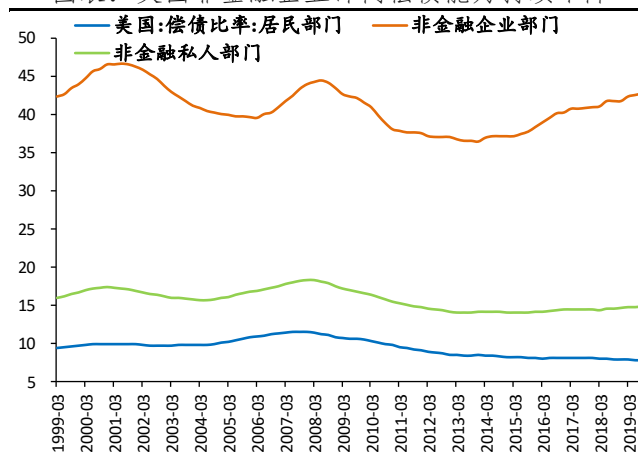
美国企业债务和杠杆率快速上升，但偿债能力却持续下降。美国非金融企业部门的偿债比率（当期应付本息/当期收入）远高于居民部门和整体非金融私人部门，且持续上升，位于历史相对高位。

图表：美国非金融企业部门杠杆率快速上升



资料来源：Wind, 恒大研究院

图表：美国非金融企业部门偿债能力持续下降



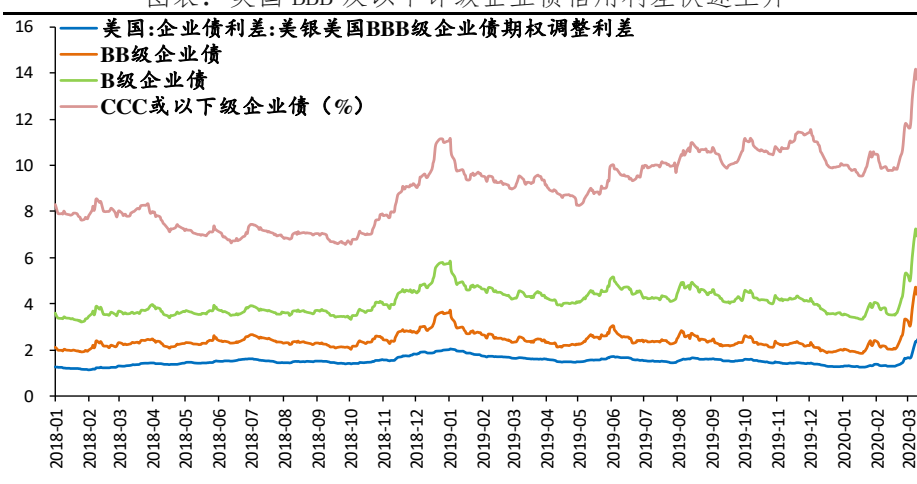
资料来源：BIS, 恒大研究院

2.2.2 高风险企业债占比扩大，债务违约风险上升

美国高风险企业债占比持续扩大。美国非金融企业债券余额从 2008 年的 2.2 万亿美元上升至 2018 年的 5.7 万亿美元，其中风险较高的 BBB 级企业债增加了近 2 万亿美元，占比从 2008 年的 36.4% 上升至 2018 年的 47.4%。同时，杠杆贷款以及 BB 和 B 级企业债也大幅增长，加剧美国债市风险。2020 年 1 月标普下调 676 家美国企业债发行人的评级，上调 352 家，上调与下调发债企业之比为 0.52，创 2009 年以来新低，被下调评级的企业中 86% 都与发行高收益债有关。

美国高风险企业债信用利差扩大，违约风险上升。BBB 及以下评级企业债信用利差快速上升，表明市场风险偏好下降。利差扩大增加了企业再融资的成本与难度，一旦无法顺利再融资，债券大规模违约，风险将传染至整个金融体系。

图表：美国 BBB 及以下评级企业债信用利差快速上升



资料来源：Wind，恒大研究院

2.3 金融机构危机：金融监管放松、资产泡沫、明斯基时刻、债务-通缩循环

股市、债市等资本市场如果持续动荡，可能引发商业银行等金融机构危机，导致金融体系流动性枯竭，明斯基时刻降临，最终传导并放大至实体经济，经济陷入严重的资产负债表衰退和债务-通缩循环。

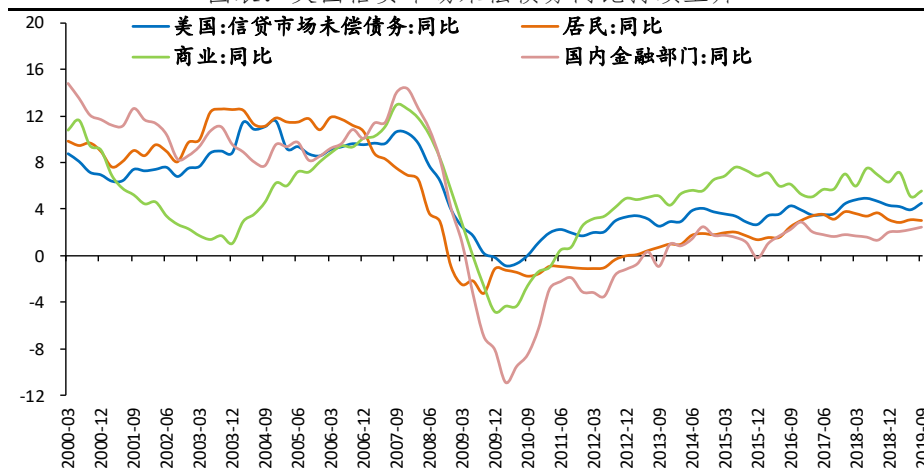
2.3.1 长期低利率、资产价格持续上涨、监管放松等加剧了金融机构的顺周期性和道德风险

2008 年全球金融危机的最大教训就是：加强宏观审慎监管，防范金融机构的道德风险和大而不能倒，避免金融体系内部风险积聚和对实体经济的冲击。美国通过了《多德-弗兰克法案》，对系统重要性金融机构进行严格监管，填补对冲基金等监管空白，对资产证券化及场外衍生品市场进行约束，严格银行资本金监管和业务监管等。

但是，由于美联储实行长期低利率和多轮量化宽松政策，大量资金涌入资本市场，快速推高资产价格，尤其是美国股市一路上涨。同时，在华尔街的推动下，特朗普政府放松金融监管，通过《促进经济增长、放松监管要求、保护消费者权益法案》，修订《多德-弗兰克法案》和沃尔克规则，对抵押贷款、社区银行、大型银行和证券市场的监管均进行了放松。

长期低利率、资产价格持续上涨、监管放松等加剧了金融机构的顺周期性和道德风险。金融机构风险偏好上升，投资决策更加激进，信贷市场未偿债务同比持续上升。金融机构低估持有资产的隐含风险，谋求短期收益率最大化，即便未来风险爆发，也有美联储和政府提供救助。

图表：美国信贷市场未偿债务同比持续上升

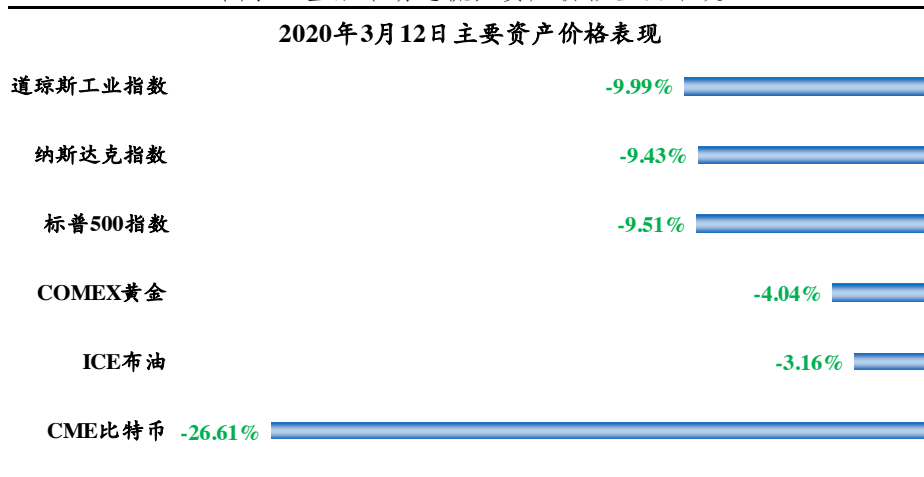


资料来源：Wind，恒大研究院

2.3.2 资产价格暴跌可能引发市场恐慌、流动性枯竭、金融机构破产倒闭、资产负债表衰退

若应对不当，资本市场动荡可能引发经济金融危机。2008年金融危机肇始于美国房价下跌、次级贷款违约、衍生品价格暴跌、金融机构巨额亏损、雷曼兄弟破产倒闭、全球金融市场恐慌。当金融机构持有的资产质量快速恶化，金融机构被迫抛售资产以减轻损失，当整个市场都在追求流动性时，挤兑发生，流动性枯竭。为了获取流动性，不仅风险资产被抛售，流动性更强的安全资产也被快速抛售变现，导致资产价格全面下跌。

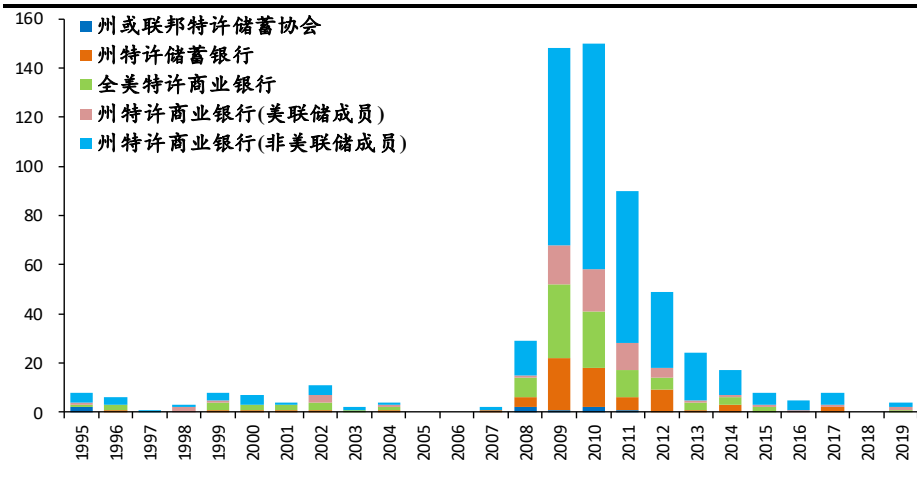
图表：金融市场恐慌，资产价格全面下跌



资料来源：Wind，恒大研究院

资产价格暴跌导致金融机构资产负债表快速恶化，资不抵债，破产倒闭。2008年金融危机时，美国第四大投行雷曼兄弟破产，第三的美林和第五的贝尔斯登被收购，房地美和房利美受政府托管，还有大量商业银行倒闭或接受救助。

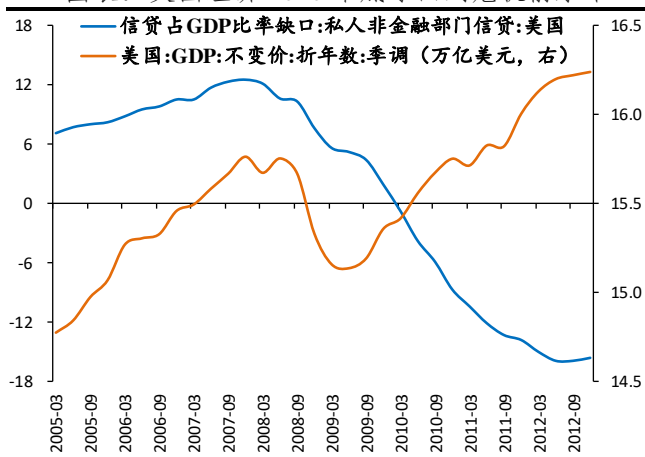
图表：2008年金融危机导致美国银行业发生大规模倒闭或接受救助



资料来源: Wind, 恒大研究院

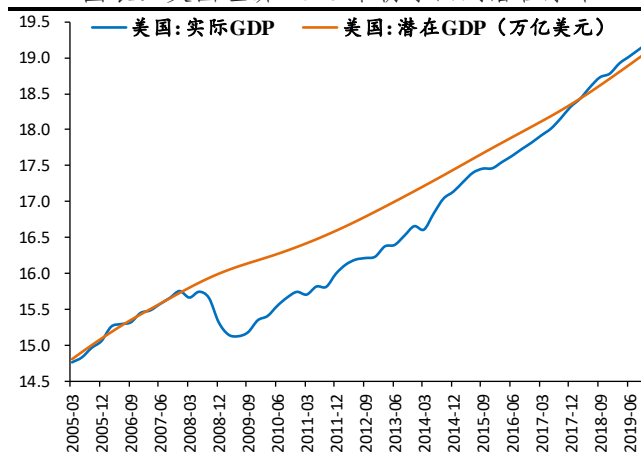
金融体系的巨大冲击将传导并放大至实体经济，经过资产负债表衰退和债务-通缩循环等机制，金融危机最终演变为经济危机。2008年金融危机导致美国陷入1929年“大萧条”以来最严重的经济衰退。美国实际GDP直到2010年底才重新回到危机之前的水平，且直到2018年初才回到潜在GDP的水平。

图表: 美国经济2010年底才回到危机前水平



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表: 美国经济2018年初才回到潜在水平



资料来源: Wind, 恒大研究院

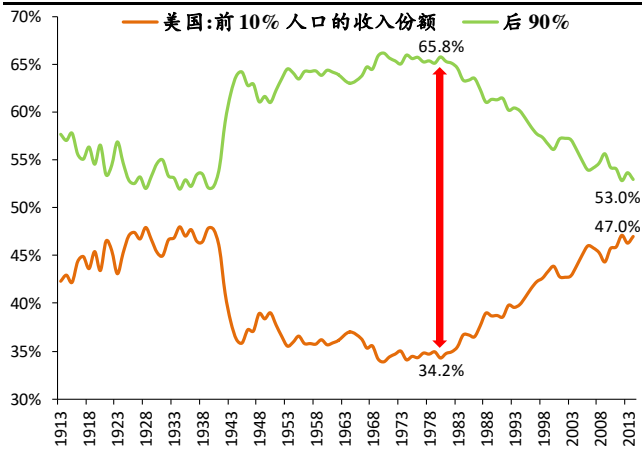
2.4 社会危机：贫富差距拉大、社会撕裂、民粹主义、贸易保护主义、政治激进

美国存在严峻的社会危机，特朗普和桑德斯等政治激进人士快速崛起，反映了美国不同社会阶层之间严重撕裂、贫富分化问题日益严重、铁锈地带快速衰落、逆全球化思潮涌动、民粹主义兴起、贸易摩擦不断等严重问题。

2.4.1 收入与财富分配不均加剧，社会主义思潮涌动

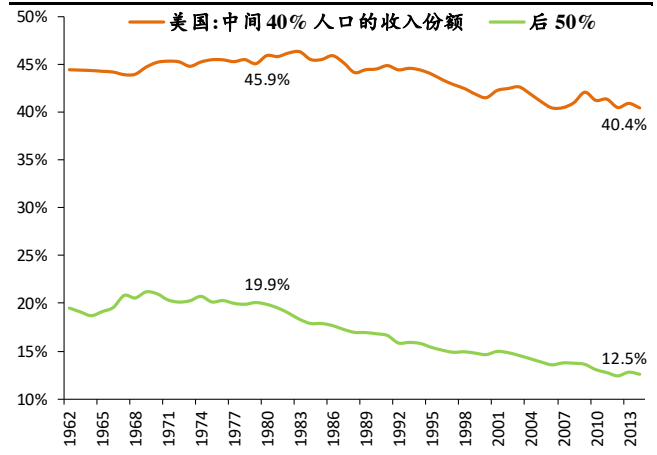
美国收入分配差距持续扩大，1968-2018年基尼系数从0.386升至0.486。2014年，美国前1%的人口拥有20.2%的总收入，前10%的人口拥有47.0%的总收入；而在1980年，二者的占比分别为10.7%和34.2%。2014年，后50%的人口仅拥有12.5%的总收入，中间40%的人口拥有40.4%的总收入；并且后50%人口收入份额的下降速度显著快于中间的40%人口。OECD的36个成员国中，美国的基尼系数仅次于墨西哥、智利和土耳其，显著高于其他主要发达经济体。

图表：美国前 10% 和后 90% 的收入差距持续扩大



资料来源：WID.world, 恒大研究院

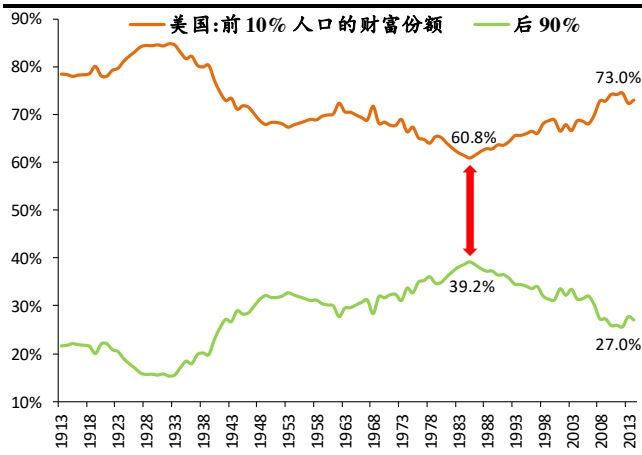
图表：美国后 50% 人口的收入份额快速下降



资料来源：WID.world, 恒大研究院

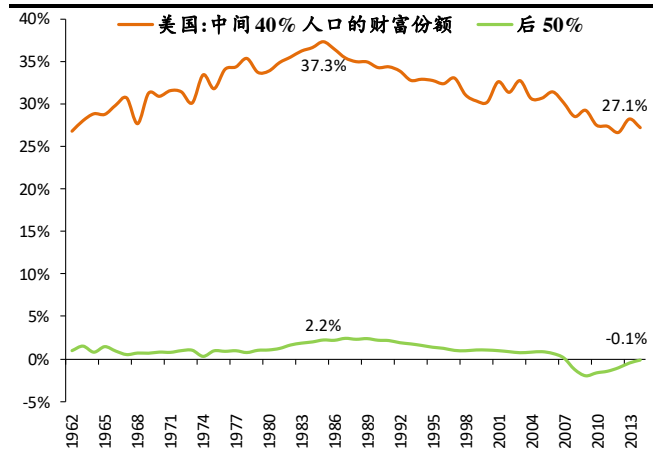
美国财富分配差距持续扩大。2014 年，美国前 1% 的人口拥有 38.6% 的总财富，前 10% 的人口拥有 73.0% 的总财富；而前者在 1980 年的占比为 22.5%，后者在 1985 年的占比为 60.8%。2014 年，后 50% 的人口仅拥有 -0.1% 的总财富，中间 40% 的人口拥有 27.1% 的总财富；后 50% 的人口受次贷危机冲击陷入负资产，中间 40% 人口的财富份额亦快速下降。

图表：美国前 10% 和后 90% 的财富差距持续扩大



资料来源：WID.world, 恒大研究院

图表：美国后 50% 人口受次贷危机冲击陷入负资产

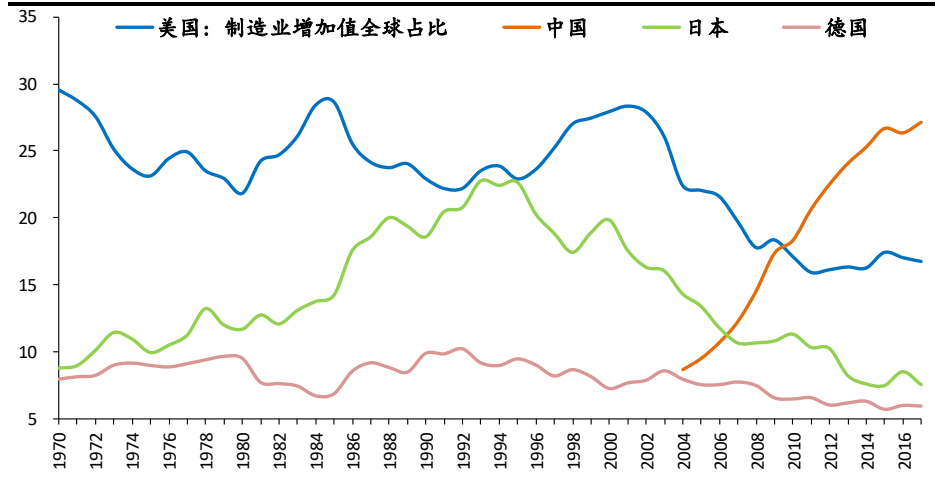


资料来源：WID.world, 恒大研究院

2.4.2 制造业外流与铁锈地带衰落，逆全球化与贸易摩擦

美国制造业持续外流。2001 年中国加入 WTO，依靠物美价廉的产品迅速抢占国际市场。美国制造业增加值占全球比重由 2001 年的 28.3% 快速下滑至 2017 年的 16.7%，中国则从 2004 年的 8.7% 快速上升至 2017 年的 27.1%。中国于 2010 年超过美国，成为世界第一制造大国。

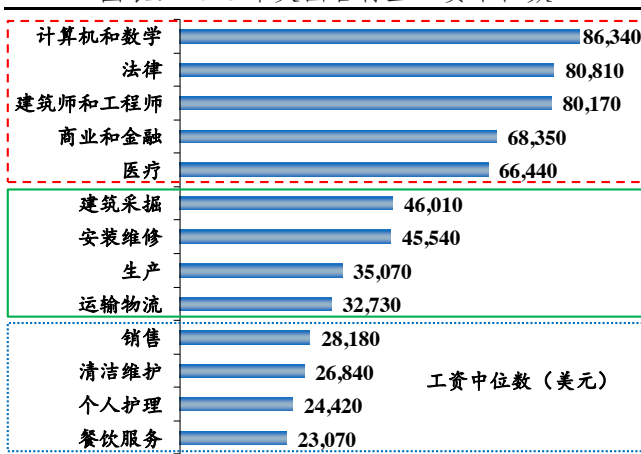
图表：美国制造业增加值全球占比快速下滑



资料来源: United Nations, 恒大研究院

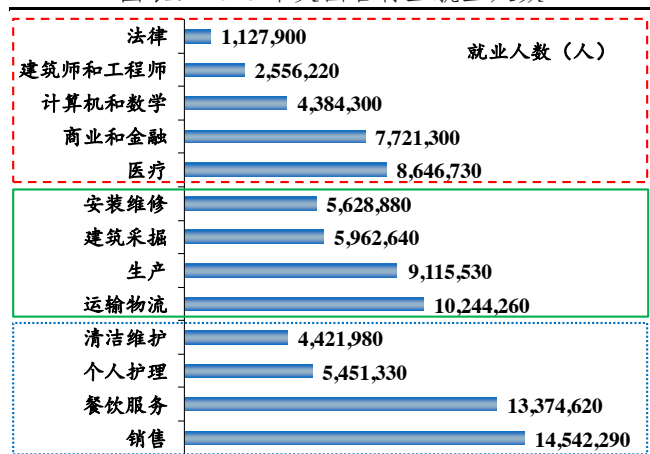
制造业岗位流失冲击蓝领工人就业。美国中产阶级的崛起依赖于制造业大发展，制造业提供了大量相对高薪且稳定的工作岗位，1913年福特汽车公司的流水线工人便是最典型的例子。因此受制造业萎缩冲击最大的就是这些蓝领中产工人。2018年美国薪资最高的是计算机、法律、金融和医疗等高端服务业，接下来是制造业，最低的则是餐饮等低端服务业。高端服务业的就业岗位有限、职业技能要求较高，因此制造业工人往往只能向低端服务业转移，收入下降且岗位不稳定。

图表：2018年美国各行业工资中位数



资料来源: U. S. BLS, 恒大研究院

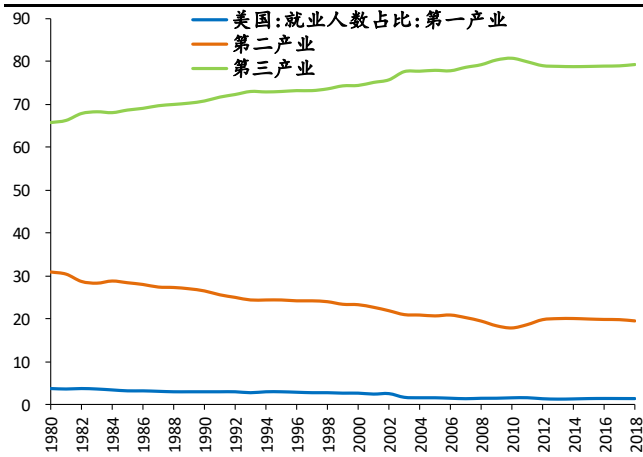
图表：2018年美国各行业就业人数



资料来源: U. S. BLS, 恒大研究院

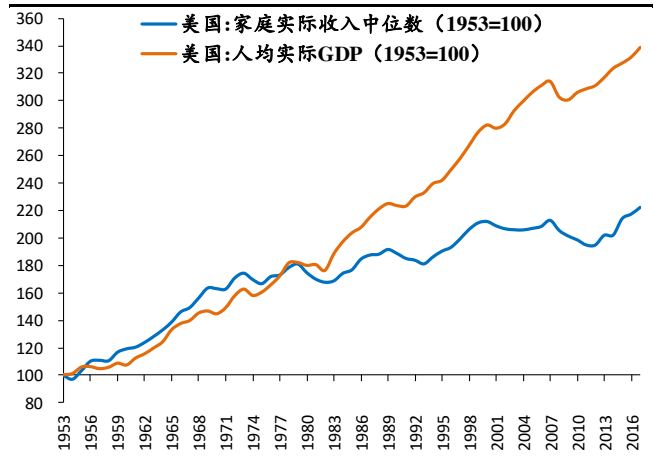
中产阶级收入增长停滞。美国第二产业就业人数占比持续下降，第三产业占比上升。产业结构和就业结构变化带来收入分配上的变化。美国人均实际GDP平稳上升，1953-2017年间增长了238.9%；但是家庭实际收入的中位数却只增长了122.2%，尤其是1980年之后，收入增速显著放缓。经济增长的成果集中流向高收入阶层，而未惠及广大的中产阶级。

图表：美国第二产业就业人数占比持续下降



资料来源：Wind，恒大研究院

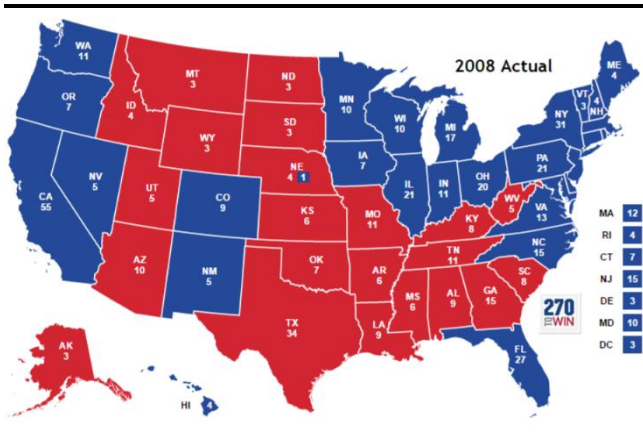
图表：美国家庭收入中位数增速不及人均 GDP



资料来源：FRB of St. Louis，恒大研究院

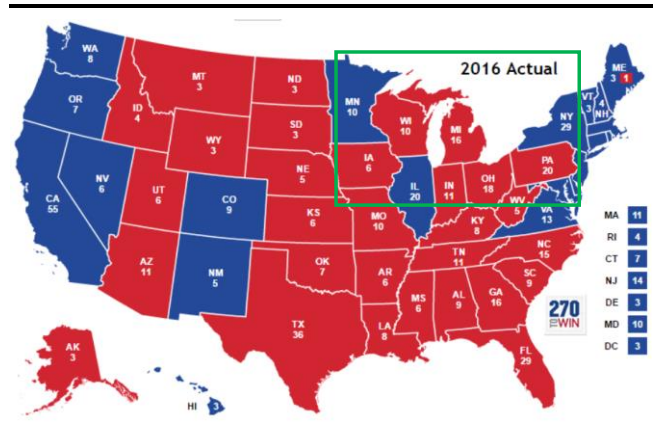
铁锈地带助力特朗普赢得大选。美国五大湖区的工业重镇随着产业变迁而快速衰落，被称为“铁锈地带”。当地的蓝领工人经历失业、收入下降、社区衰败、梦想破灭，正是这些未被精英阶层关注的沉默的大多数，帮助特朗普爆冷赢得大选。比较 2008 年和 2016 年的总统大选结果，最大的变化便是五大湖区周边的六个州发生了倒戈。

图表：2008 年美国总统大选结果



资料来源：270toWin，恒大研究院

图表：2016 年美国总统大选结果



资料来源：270toWin，恒大研究院

2.4.3 上升通道堵塞与阶层固化，美国梦褪色

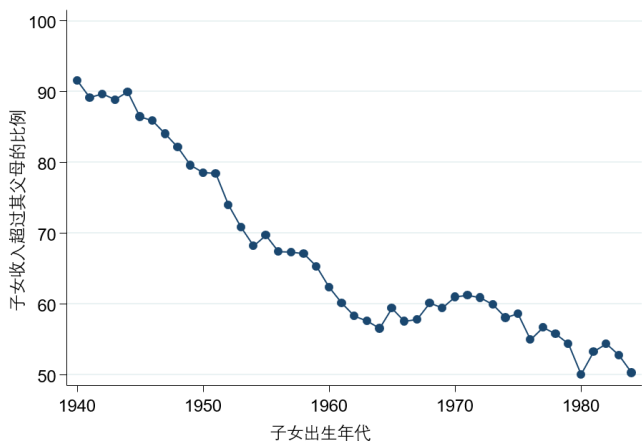
美国梦的核心是：每一代人都比上一代人收入更高、生活更好，只要肯努力，就有希望实现阶层跃升，跻身中产阶级。上升通道是否顺畅、阶层是否固化可用“绝对流动性”这一指标来衡量：全社会子女 30 岁时收入超过其父母 30 岁时收入的比例。比例越高，说明下一代人实现阶层跃升的希望越大。

美国的绝对流动性在持续下滑，从 1940 年的 92% 下降至 1984 年的 50%。这意味着 1940 年出生的人群，他们 30 岁时的收入基本都能超过其父母年轻时的水平；而 1984 年出生的人群，竟有一半不如父母。如果你出生于 1940 年，若想要达到父母一辈 80 分位的水平，只需超过 14% 的同龄人即可；如果出生于 1980 年，则需要超过 74% 的同龄人，竞争更加激烈，阶层跃升愈发困难。

绝对流动性的下降意味着年轻一代幸福感和希望的逐步丧失。美国婴儿潮一代（出生于 1946-1964 年）是最幸福的一代，战后经济高速增

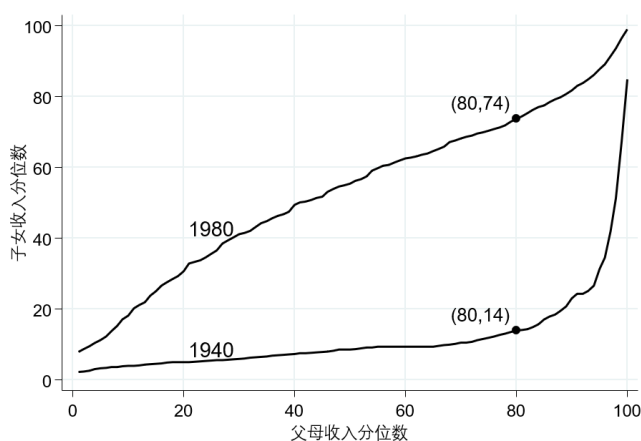
长，无需过多的个人选择，只需按部就班就能乘着时代东风过上标准的中产阶级生活：有房有车、定期家庭旅行、足额的子女教育经费、充分的医疗和养老保障等。千禧一代（出生于1981-1996年）就没有这么幸运了，往往要背负巨额教育贷款、遭遇次贷危机引发的“大衰退”、收入不足以支付房租和房贷、只能继续和父母住在一起。因此千禧一代成为“占领华尔街”运动的主要发动者和支持者。

图表：美国的绝对流动性持续下滑



资料来源：Opportunity Insights, 恒大研究院

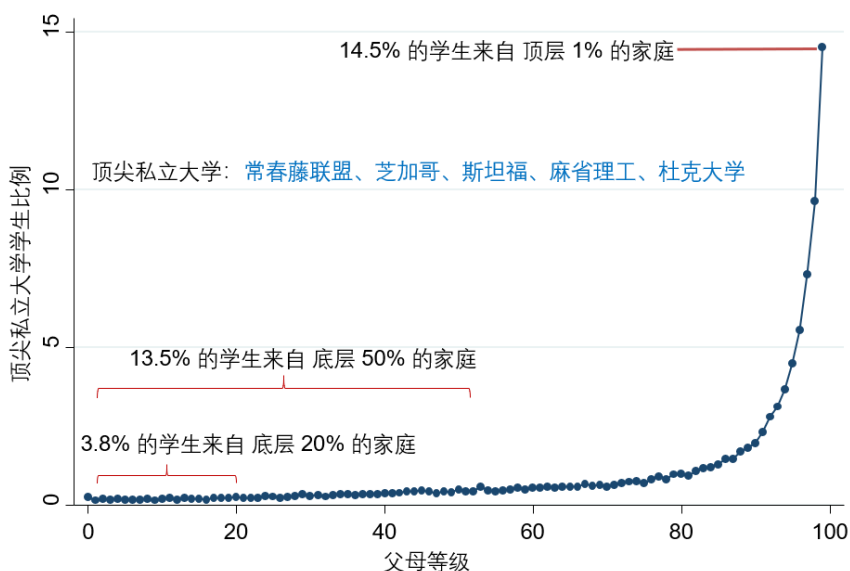
图表：美国阶层跃升竞争加剧、难度增大



资料来源：Opportunity Insights, 恒大研究院

接受高等教育是实现阶层跃升的最有效途径，教育机会的不公平正在加剧阶层固化。在美国顶尖私立大学（常春藤联盟、芝加哥、斯坦福、麻省理工、杜克大学）中，只有13.5%的学生来自底层50%的家庭，3.8%的学生来自底层20%的家庭，而来自顶层1%家庭的学生却高达14.5%，甚至超过了底层50%的家庭。顶层1%家庭的孩子就读顶尖私立大学的概率是底层20%家庭的76倍多。

图表：美国顶尖私立大学学生的家庭背景

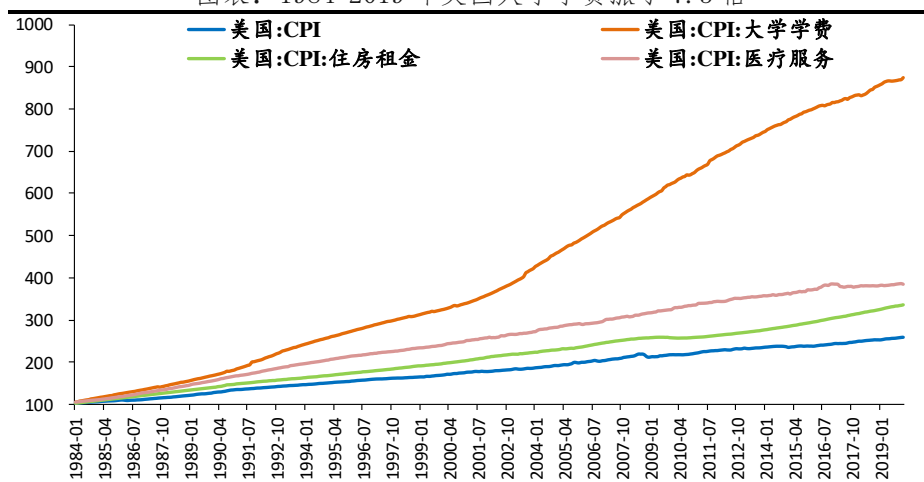


资料来源：Opportunity Insights, 恒大研究院

美国大学学费快速上涨，助学贷款负担沉重。1984-2019年，美国CPI涨了1.5倍，住房租金涨了2.2倍，医疗服务涨了2.7倍，大学学费却涨了7.3倍。高额的学费对应着高额的助学贷款。美国有近4500万人背

负助学贷款债务，占总人口的八分之一多。三分之二的大学毕业生背负助学贷款债务，平均高达 35000 美元。因此桑德斯提议立法，对华尔街征新税，以免除 1.6 万亿美元的学生债务。

图表：1984-2019 年美国大学学费涨了 7.3 倍

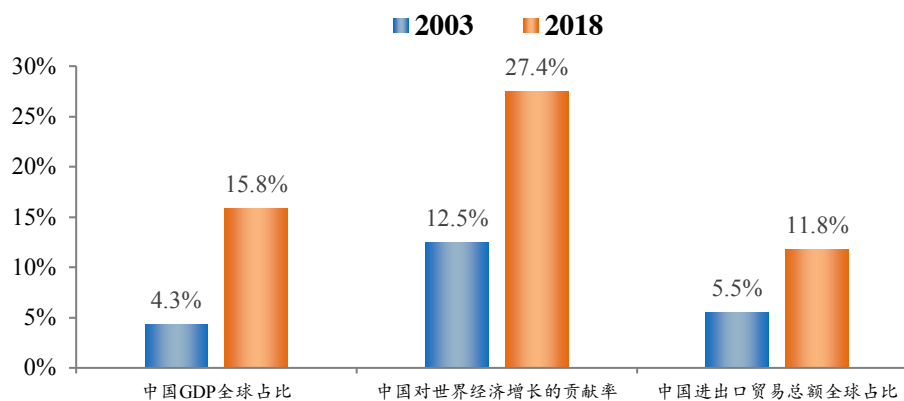


资料来源：Wind，恒大研究院

3 全球大流行和经济金融危机对中国的影响

疫情全球大流行和经济金融危机，将从产业链、贸易、外需、金融市场、大宗商品等渠道对中国进行传导。

图表：中国在全球经济体系中的重要性大幅提高



资料来源：Wind，恒大研究院

3.1 产业链和贸易传导渠道：供应链受阻

企业大面积推迟复工时间、工厂关停、物流受阻，对全球制造业的生产、运输、用工都将造成负面影响，且通过全球供应链网络层层放大，造成全球贸易萎缩、企业订单和现金流压力上升。

从产业链看，全球疫情蔓延或引发生产停滞及贸易管制，暂时阻断全球供应链。全球化时代各国产业高度依赖、密切关联，疫情对各国产业链影响取决于该国在全球产业链中的地位、依赖程度以及该国对疫情的管控程度。3月12日，世界卫生组织正式宣布新冠肺炎疫情成为“全球大流行”，全球产业链将受到更大冲击。

当前疫情较为严重的海外国家和地区为日本、韩国、欧盟(意大利)、美国,均是中国重要的贸易伙伴国,日韩疫情对我国中间件、零部件影响较大,主要体现在生产材料、设备等方面;欧美疫情对我国中间件、零部件影响较大外,还影响最终消费与资本供给,因此,目前四大疫情受灾地区对我国生产要素、资本供给、最终消费均产生冲击。

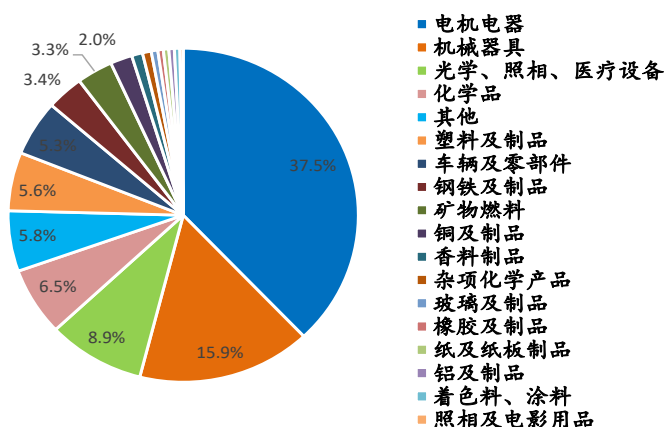
图表：2018年中国各类产品各进口国份额

	日本	韩国	美国	德国
全部中间品	7%	10.1%	5.9%	3.2%
初级工业用品	1.5%	0.3%	4.9%	0.4%
加工工业用品	8.5%	17.3%	6.4%	2.8%
初级燃料和润滑剂	0%	0%	2.6%	0%
资本品零部件(运输设备除外)	14.1%	10.4%	5.1%	7.4%
运输设备零部件	21.9%	7.4%	13.6%	21.8%
工业用初级食品和饮料	0%	0%	17.4%	0.1%
工业用加工食品和饮料	0.1%	0.1%	3.8%	1.3%
加工燃料和润滑剂	1.7%	1.1%	5.8%	1.1%

资料来源：UN comtrade, 恒大研究院

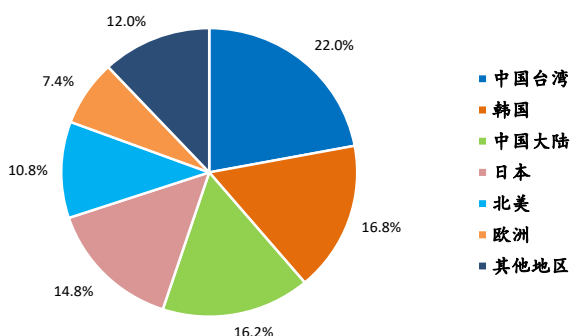
日韩方面,2018年日本和韩国贸易总额在全球占比分别为3.8%、2.9%,中国是日韩第一大出口国。从产品大类来看,中国对日韩出口最多的产品有机电产品(电机电器、机械器具)、劳动密集型产品(服装、家具、塑料、玩具)、医疗设备和化学品等,中国向日韩进口最多的产品为机电产品、医疗设备、化学品和塑料,其中,来自日、韩进口机电产品分别占自日、韩进口总额的45.5%和60.3%。从细分来看,我国对日本工业机器人、点蓄电池、汽车(带有火花点火式)、车辆齿轮箱等高度依赖,从日本进口占该零部件总进口额的62.9%、72.2%、88.9%、42.4%。我国对韩国电子集成电路和微装置高度依赖,从韩国进口占该零部件进口总额40%。日韩疫情恶化将造成全球半导体原材料短缺、核心零部件短缺、制造成本上升等主要冲击,中国作为全球半导体材料和设备重要采购国,将受到直接影响。

图表：2018年中国对日韩进口结构



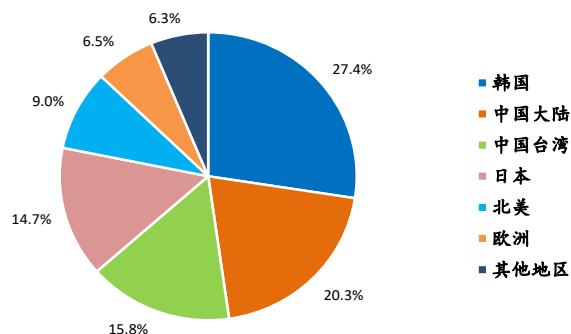
资料来源：UN comtrade, 恒大研究院

图表：2018 年全球半导体材料市场销售情况



资料来源：WSTS，恒大研究院

图表：2018 年全球半导体设备市场销售情况



资料来源：日本半导体制造装置协会，恒大研究院

欧盟方面，2018 年欧盟贸易总额在全球占比为 11.7%，前三出口产品大类为机械设备（包括核反应堆）、车辆及零部件、机电产品，前三大出口国和地区为美国、中国和瑞士，分别占欧盟出口份额的 20%、10.6% 和 8%。2018 年欧盟对中国出口金额 2450 亿美元，从产品来看，欧盟对中国出口主要为机电产品、运输设备、化工产品、贱金属及制品，主要对中国汽车、工业制造等行业造成直接影响。

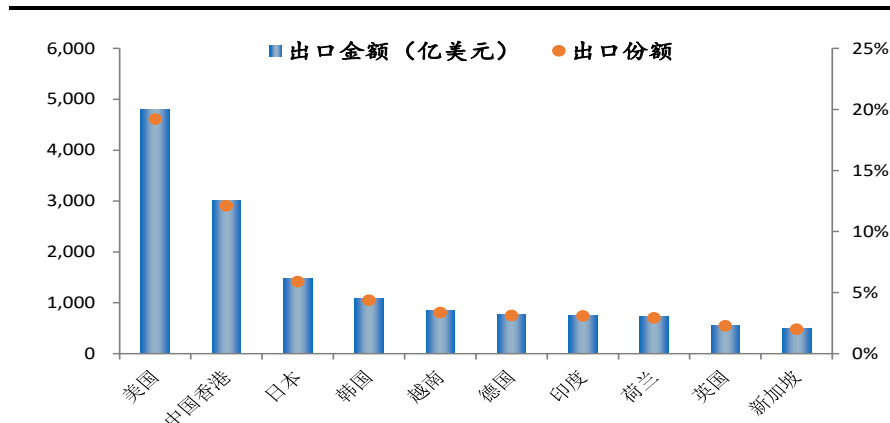
美国方面，2018 年美国贸易总额在全球占比为 10.9%，前三出口产品大类为机械设备（包括核反应堆）、矿产品、机电产品。2018 年美国对中国出口金额 1203.4 亿美元，从产品来看，美国对中国出口主要为运输设备、机电产品、化工产品和光学钟表医疗设备，2018 年出口金额分别为 276.8 亿美元、270.4 亿美元、123.5 亿美元和 98.4 亿美元，占美国对中国出口总额的 23.0%、22.5%、10.3% 和 8.2%。此外，由于美国是重要的资本流出和流入国，美国疫情如若得不到有效控制，还将对我国产业投资造成影响。

3.2 外需渠道：世界经济衰退风险加大，外需下降

海外疫情扩散将影响该国和地区的经济增长和消费意愿，对中国企业出口产生负面影响。餐旅、交运、零售、娱乐等聚集性行业需求受冲击较大，短期失业率上升，经济衰退风险加大。中国外需主要来自欧美和亚洲，也是疫情受灾较重、股市跌幅较大的地区。2018 年中国对外出口商品金额 2.49 万亿美元，前五出口国和地区为美国、中国香港、日本、韩国和越南。

从受影响行业来看，日韩疫情将对我国电机电器、器械器具、服装、化学品等产品出口产生影响，这四个行业分别占中国对日韩整体出口的 28.1%、15.2%、9.2%、5.5%。欧盟疫情将对我国机电产品、化工产品等出口产生影响，例如意大利从中国进口最多产品为机电产品。美国疫情将对我国机电产品、家居玩具、纺织品及原料出口产生影响，2018 年美国对中国进口金额分别为 2685.4 亿美元、649.3 亿美元、405.0 亿美元。

图表：中国出口前十国家和地区



资料来源：UN comtrade，恒大研究院

3.3 金融市场渠道：交叉传染，警惕信用与债务风险

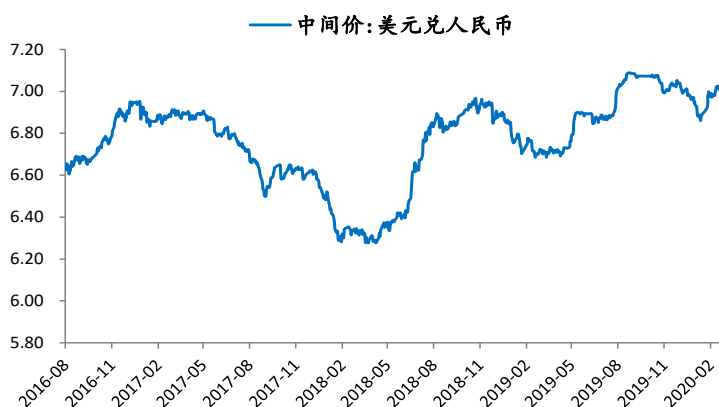
疫情引发恐慌情绪，叠加全球经济下行压力，全球金融市场动荡，中国金融市场受交叉传染。

全球大流行和金融危机对股市的影响：将从企业盈利和市场风险偏好共同打压股市，股市的波动性将加大。

对债市的影响：疫情的扩散与传染对消费、生产与投资带来负面冲击，实体经济短期走弱推动国债收益率下降；疫情带来的恐慌情绪推升避险情绪，带动利率下行。

对汇率的影响：人民币汇率波动性加大。随着国内疫情得到控制，海外例如意大利、美国、日本、韩国等地区仍然处于高危状态，全球避险情绪高涨。2月24日-3月12日，美元指数从99.3下跌至97.4，下跌1.9%。美元指数回落与美联储宣布降息影响人民币汇率，2月24日-3月12日，中间价美元兑人民币汇率从7.02降为6.96。

图表：美元兑人民币情况



资料来源：Wind，恒大研究院

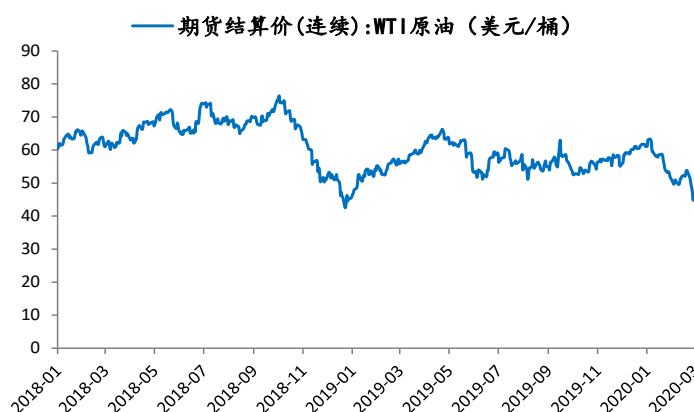
3.4 大宗商品渠道：原油价格暴跌，加剧通缩，对中国有利有弊。

受全球经济衰退风险和 OPEC 谈判破裂等影响，原油价格暴跌。3 月 9 日，国际能源署将 2020 年原油需求下调至 9990 万桶/日，较 2019 年减少 9 万桶/日。原油价格方面，2 月 24 日至 3 月 10 日，WTI 原油与布伦特原油价格均发生大幅度下滑，分别下跌 33.2% 和 33.3%。OPEC 会议上俄罗斯与沙特阿拉伯于原油减产未达成一致，双方发动价格战，需求疲弱叠加供应过剩，全球原油市场波动性加大。

油价暴跌对中国的好处是：作为全球最大的原油进口国之一，原油价格下跌对中国来说可以减少支出、增加经常性账户盈余。油价下跌促进我国交通和出行成本降低，从而控制 CPI 与 PPI。

坏处是：油价下跌将对沙特、俄罗斯、美国等石油出口大国造成财政收入下降、抛售全球资产，影响投资者情绪，从而传导到全球资本市场。

图表：WTI 原油价格暴跌



资料来源：Wind，恒大研究院

4 展望与政策建议

疫情对全球经济影响程度取决于持续时间和扩散范围。虽然中国战“疫”初步胜利，但需防范二次输入风险，做好应对全球金融市场动荡、甚至引发经济金融危机的准备。

4.1 情景分析

乐观情景：中国在 4 至 5 月份控制住疫情，海外在 5 至 6 月份控制住疫情，或疫苗于 5 月前研制成功。全球感染人数低于 20 万，死亡人数低于 1 万人。在这种情况下，疫情对全球经济的冲击在 3 至 6 个月，拖累全球 GDP 增速下滑约 0.5 个百分点，随后经济将出现反弹。

悲观情景：海外疫情失控，疫情二次输入中国，演变为全球大流行。全球感染人数超过 1 千万人，死亡人数超过 10 万人。在这种情况下，需求和供给冲击可能持续至年底，同时全球供应链将受到严重冲击，拖累全球 GDP 增长下滑 2-3 个百分点左右，甚至可能引发世界经济危机。

从目前疫情情况、内外部环境来看，新冠疫情对中国经济的影响要远超非典。

4.2 改革战疫：启动新基建

1、以货币政策为辅、财政政策为主，2020 年财政政策更积极。

当前全球经济金融社会脆弱性的根源是过去长期的货币超发和低利率，因此这一次应对要避免饮鸩止渴，以货币政策为辅、财政政策为主。

平衡财政转向功能财政，上调赤字率和专项债发行规模，支持减税和基建，放水养鱼，扩大内需。财政政策应承担更大责任，且解决货币政策难以解决的结构性问题。

第一，适度扩大赤字尤其是中央财政赤字，赤字率可突破 3%，为减税降费和增加支出稳基建腾出空间。当前人口流入地区的交通、教育、医疗等基础设施投资可以适度超前，既能稳增长，也能提高人民生活水平。

第二，增加专项债额度，从 2019 年的 2.15 万亿上调至 3.5 万亿。

第三，优化减税降费方式，从当前主要针对增值税的减税格局转为降低社保费率和企业所得税税率，提升企业获得感，真正让企业和老百姓得实惠。

第四，增加国有企业利润上缴比例，避免财政收入增速下行背景下地方政府出现“乱收费”等恶化营商环境的行为。

第五，削减民生社保之外的开支，精简机构人员，优化支出结构，提高财政支出效率。

第六，改革财政体制，给地方放权，稳定增值税中央和地方五五分成，落实消费税逐步下划地方。

2、启动“新基建”。

可以参考 1998 年亚洲金融危机和特大洪水灾害期间实施的以增发长期建设国债为主的持续温和的积极财政政策，平均每年增发 1000 亿元国债，七年间共发行约 9000 亿元，没有进行短期大规模的强刺激，既能稳增长稳就业，也避免了对市场预期和微观主体的过度干预。

怎么对冲疫情和经济下行？其实最简单有效的办法还是“新基建”，至暗时刻，“新基建”点亮中国经济的未来，短期有助于扩大需求、稳增长、稳就业，长期有助于释放中国经济增长潜力，推动改革创新，改善民生福利。

支撑未来 20 年中国经济社会繁荣发展的“新基建”则是 5G、人工智能、数据中心、互联网等科技创新领域基础设施，以及教育、医疗、社保等民生消费升级领域基础设施。“新基建”，新未来，新的发展理念。

启动“新”一轮基建，关键在“新”，要用改革创新的方式推动新一轮基础设施建设，不是“四万亿重来”“重走老路”，导致过剩浪费和“鬼城”现象。

未来“新”一轮基建主要应有五“新”：

一是新的领域。调整投资领域，在补齐铁路、公路、轨道交通等传统基建的基础上大力发展 5G、特高压、人工智能、工业互联网、智慧城市、城际高速铁路和城际轨道交通、大数据中心、新能源汽车充电桩、教育、医疗等新型基建。以改革创新稳增长，发展创新型产业，培育新的经济增长点。

二是新的地区。基础设施建设最终是为人口和产业服务的。2019 年中国城镇化率为 60.6%，而发达国家平均约 80%，中国还有很大空间，但城镇化的人口将更多聚集到城市群都市圈。我们预测，到 2030 年中国城镇化率达 71%时，新增 2 亿城镇人口的 80%将集中在 19 个城市群，60%将在长三角、粤港澳、京津冀等 7 个城市群。

未来上述地区的轨道交通、城际铁路、教育、医疗、5G 等基础设施将面临严重短缺，在上述地区进行适度超前的基础设施建设能够最大化经济社会效益。对人口流入地区，要适当放松地方债务要求，不搞终身追责制，以推进大规模基建；但对人口流出地区，要区别对待，避免因大规模基建造成明显浪费。

三是新的主体。要进一步放开基建领域的市场准入，扩大投资主体，尤其是有一定收益的项目要对民间资本一视同仁。事实上华为、阿里、腾讯等企业已经大力投入新基建。

四是新的方式。基建投资方式上要规范并推动 PPP，避免明股实债等，引进私人资本提高效率，拓宽融资来源。

新基建需要新的配套制度变革。新基建大多属于新技术新产业，需要不同于旧基建的财政、金融、产业等配套制度支撑。财政政策方面，研发支出加计扣除，高新技术企业低税率；货币金融政策方面，在低息融资、专项贷款、多层次资本市场、并购、IPO、发债等方面给予支持；产业政策方面，纳入到国家战略和各地经济社会发展规划中。

五是新的内涵。我们认为，除了硬的“新基建”，应该还包括软的“新基建”。近年我国经济社会领域“疫”情频发，先后遭遇 2015 年股灾、2018 年中美贸易摩擦、2019 年民营经济离场论、猪价大涨、2020 年新冠疫情等重大挑战。在看到我国供给侧结构性改革取得积极成效，经济社会发展趋势向好的同时，也要看到出一些政策一刀切层层加码、误伤民企中小企业、挫伤地方积极性、部分领域改革进程缓慢、民生投入不足、科技创新短板、舆论监督缺位、社会治理无序等问题。暴露出的问题反映了深层次体制机制改革的紧迫性提升。

应加强软的“新基建”：加强舆论监督和信息公开透明、建立《吹哨人保护法案》、补齐医疗短板改革医疗体制、加强应急医疗体系建设、加大汽车金融电信电力等基础行业开放、加大知识产权保护力度、改善营商环境、大幅减税降费尤其社保缴费费率和企业所得税、落实竞争中性、建立居住导向的新住房制度和长效机制、发展多层次资本市场、建立新激励机制调动地方政府和企业家积极性。

3、建议 2020 年货币政策适当降息降准，支持实体经济。通过小幅、高频、改革的方式降息，引导实际利率下行。疏通利率传导机制，改善流动性分层，提高民营企业和中小微企业在贷款中的比重。通过通胀预期管理、财政定向补贴、增加生猪供应等解决 CPI 上涨对低收入人群产生的负面影响。当前中国法定存款准备金率偏高，基础货币投放方式不太合理，适度降准可以降低商业银行和实体经济资金成本。

4、兼顾应对短期疫情和长期改革，撕开几条改革战线，释放重大信号

当前亟需推出几项具有破冰效应、释放重大信号、能够提振各方信心的关键举措，撕开几条战线，纵深推进，带活全局。

1) 放开汽车、金融、能源、电信、电力等基础领域及医疗教育等服务业市场准入，培育新的经济增长点；

2) 深化国企改革，以黑猫白猫的实用主义标准，落实竞争中性和所有制中性，消除所有制歧视；

3) 建立居住导向的新住房制度和长效机制，关键是人地挂钩和金融稳定；

4) 大力发展多层次资本市场，从间接融资到直接融资，发展 PE、VC 等。以注册制改革为抓手，完善多层次资本市场配套制度，从根本上解决中小企业和创新型企业的融资问题；

5) 当务之急是调动地方政府和企业家积极性，给地方官员新的激励机制，给民营企业家吃定心丸。

恒大研究院简介

恒大研究院（恒大智库有限公司）成立于2018年1月，是恒大集团设立的科学研究机构，以“立足企业恒久发展 服务国家大局战略”为使命，追求成为国内顶级研究院，致力建成中国特色新型智库。研究院对内为集团领导决策提供研究咨询，为集团发展提供研究支持；对外建设成为杰出的经济金融市场专业研究领导者，建立与社会公众和公共政策沟通的桥梁，传递企业社会责任的品牌形象。

免责声明

本报告由恒大研究院（恒大智库有限公司）提供，仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，所提供信息均来自公开渠道。本公司尽可能保证信息的准确、完整，但不对其准确性或完整性做出保证。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，相关的分析意见及推测可能会根据后续发布的研究报告在不发出通知的情形下做出更改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告中的信息或所表述的意见仅供参考，不构成对任何人的投资建议。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的损失负责。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“恒大研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自引用、刊发者承担。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

行业投资评级的说明：

- 推荐：研究员预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：研究员预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：研究员预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

联系我们

	北京	上海	深圳
地址：	北京市朝阳区东三环中路5号财富金融中心6层607-608（100020）	上海市黄浦区黄河路21号鸿祥大厦11楼（200003）	广东省深圳市南山区海德三道1126号卓越后海中心37楼（518054）
E-mail：	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com	hdyanjiuyuan@evergrande.com