

2020年03月10日

2020全球经济推演：U型复苏、衰退还是危机

姓名：花长春（分析师）

邮箱：huachangchun@gtjas.com

电话：0755-23976621

证书编号：S0880518110004

姓名：张捷（分析师）

邮箱：zhangjie018644@gtjas.com

电话：010-59312761

证书编号：S0880517050006

姓名：高瑞东（分析师）

邮箱：S0880519040002

电话：021-38676720

证书编号：S0880519040002

韩旭(分析师)

邮箱：hanxu019257@gtjas.com

电话：0755-23976213

证书编号：S0880519100004

赵格格（分析师）

邮箱：zhaogege@gtjas.com

电话：0755-23976170

证书编号：S0880519120001

董琦(研究助理)

邮箱：dongqi020832@gtjas.com

电话：010-59312761

证书编号：S0880118090020

田玉铎(研究助理)

邮箱：tianyuduo@gtjas.com

电话：010-59312713

证书编号：S0880119060068

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。

01

疫情蔓延，3-5月不稳定因素较多，全球经济不确定性上升。

- **中国经济深V反转**，但一季度或只有1%的增速，后续政策力度势必加大，下半年增速或超7%；
- **全球经济大概率呈现U型复苏**，日、韩、欧元区等在上半年将可能发生技术性衰退，美国维持1%左右的增速，全球全年或达2.7%，发生金融危机概率不高。

02

疫情会改变经济趋势吗？未来2-3个月须密切观察这两大风险：

- **疫情可能触发金融危机的五个风险点**：（1）全球资金空转所带来的资产泡沫；（2）股市财富效应和居民消费信心的正反馈；（3）美国企业债务风险；（4）石油价格下跌对资源国财政打击和金融市场的二次伤害；和（5）意大利可能点燃市场对欧债危机的再次担心。
- **疫情对产业链、供应链冲击**：疫情重灾区的亚洲——中日韩——也是制造业中心，在全球电子、汽车等产业链举足轻重。总体上看，短期冲击有限，但跨国公司、海外政府则可能重新调整其全球供应链。

03

全球经济、金融稳定大受挑战，是各国政府考虑的主要矛盾，疫情蔓延不缓，宽松不止。

- **美国**：上半年或降息75-100bp，QE可能性在增加；
- **欧日**：央行加码QE或QQE；
- **中国**：定向降准100bp，下调LPR40bp，存款基准利率25bp；财政赤字率达3.5%，专项债超3.5万亿元，老基建复苏，新基建为重点方向；房地产政策，“房住不炒”基调下支持“改善型需求”；产业政策向5G、新能源、医疗、汽车等行业倾斜。

01 全球经济推演：U型复苏、衰退和危机的三种情形

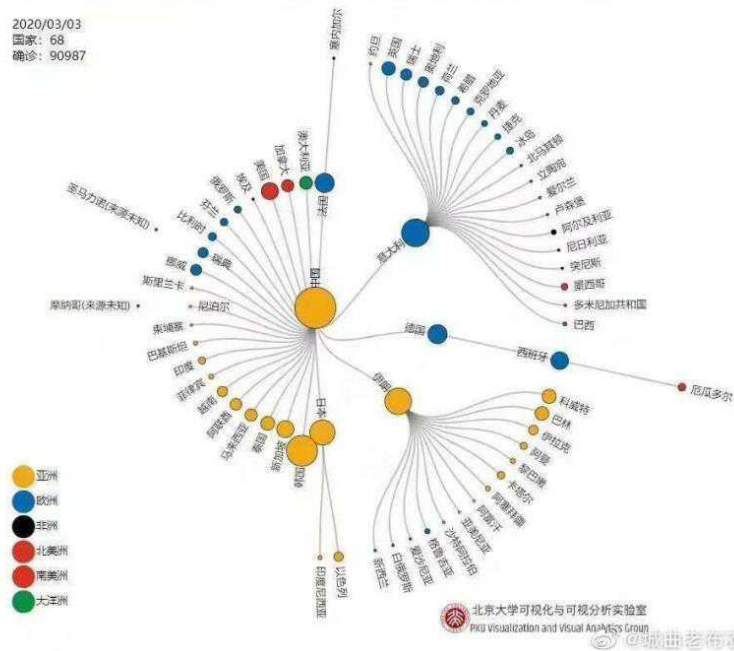
- ◆ 疫情对全球经济影响传导和不同情形推演
- ◆ 中国经济“深V反转”，下半年GDP增速或超过7%
- ◆ 疫情持续时间较长，全球经济U型复苏，部分国家技术性衰退

1.1 疫情迅速在海外蔓延

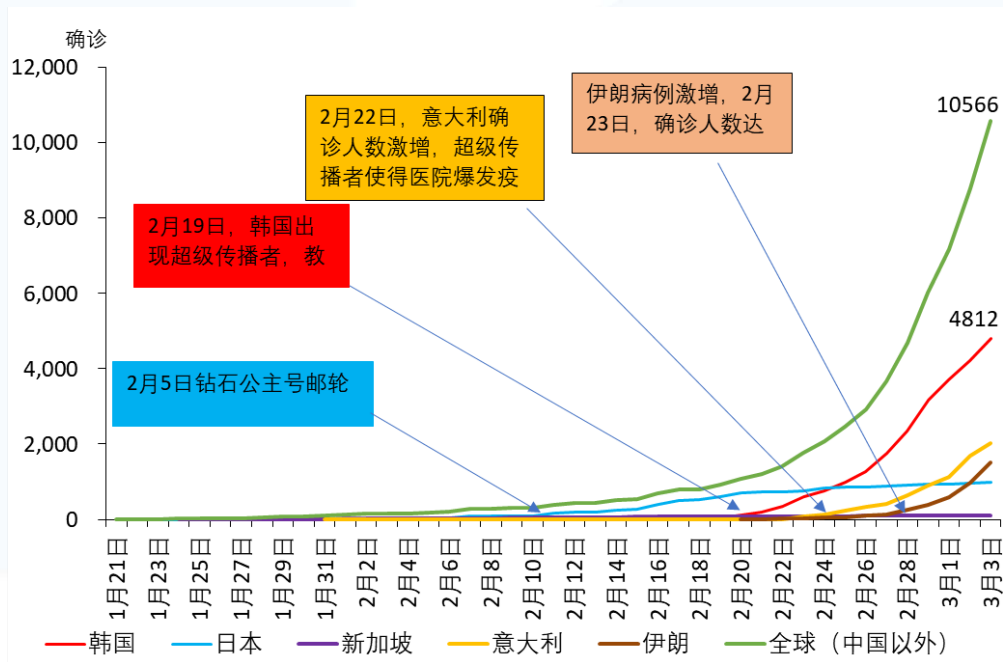
疫情全球蔓延，15个国家地区学校全面停课，近3亿人因疫情无法上学。

新冠肺炎疫情 —— 世界各国首例传播来源

2020/03/03
国家: 68
确诊: 90987



疫情在全球蔓延



1.1 疫情对全球经济影响传导和不同情形推演

经过初步估算以及和国内外投资者交流，我们对三种情形进行了主观判断，基准、乐观和悲观情形概率分别为40%，30%，和30%。

全球经济2020年推演的三种情形

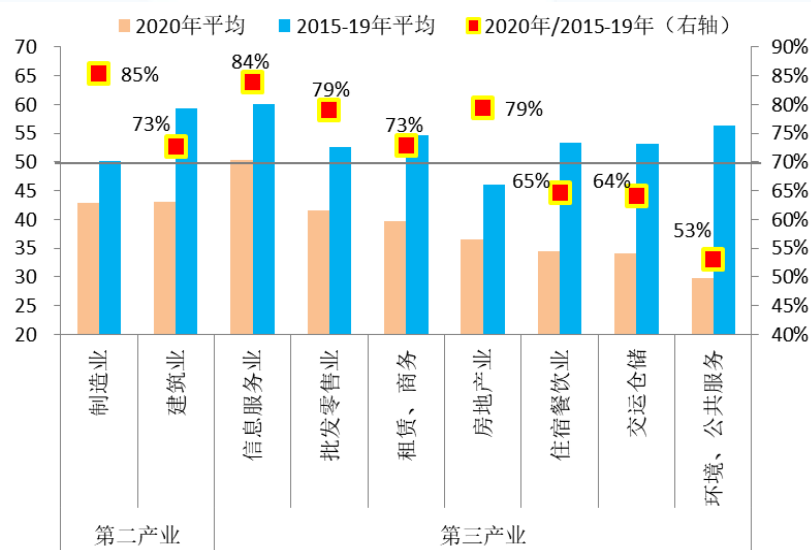
疫情和防疫措施	经济可能性	概率	主要经济体可能的政策反应
<p>基准情形</p> <p>中国疫情基本控制，全国（除湖北）将在3月底达到满产，湖北省将在3月中旬开始复工，4月底达到满产；</p> <p>海外疫情3月中上旬开始爆发，中下旬新增病例逐渐达到顶峰，4、5月疫情逐渐得到控制。主要国家的学校将会在疫情蔓延时期关闭，部分特大城市（如纽约、伦敦、巴黎、东京等）会加强管制。</p>	<p>中国：深V反转，全年增速5.3%；</p> <p>全球：U型复苏（欧洲、日本上半年略有衰退）</p>	40%	<p>中国</p> <p>1、定向降准100个基点，降LPR40bp，降存款基准利率25bp；</p> <p>2、预算赤字率3.5%，专项债3.6万亿；</p> <p>3、房地产融资、限购限贷、首付比有所放松；</p> <p>4、5G、汽车等产业政策加码。</p> <p>美国：降息75bp；</p> <p>欧洲：QE；</p> <p>日本：QQE加码。</p>
<p>乐观情形</p> <p>中国疫情基本控制，全国（除湖北）将在3月中达到满产，湖北省将在3月中旬开始复工，4月中达到满产；</p> <p>海外疫情3月上旬爆发，中下旬新增病例逐渐达到顶峰，4月全球疫情逐渐得到控制。主要国家虽然短期关闭学校，但病毒毒性减弱，死亡率下降，世界各国不再公布感染人数等数据。主要特大城市的管制不用很严。</p>	<p>中国：V型反转，全年5.5%；</p> <p>全球：U型复苏（日本上半年略有衰退）</p>	30%	<p>中国</p> <p>1、中国定向降准50个基点，降LPR30bp；</p> <p>2、预算赤字率3.2%，专项债3.2万亿；</p> <p>3、房地产融资、限购限贷有所放松；</p> <p>4、5G、汽车等产业政策加码。</p> <p>美国：降息50bp；</p> <p>欧洲：QE（规模较小）；</p> <p>日本：QQE（规模不变）。</p>
<p>悲观情形</p> <p>中国疫情复产过程中反复，而且还有输入性疫情，不断干扰生产，全国（除湖北）将在4月中旬达到满产，湖北省将在4月上旬开始复工，5月底达到满产。</p> <p>海外疫情3月上旬爆发，因为控制措施过晚而出现大面积蔓延，疫情在5、6月才基本得到控制。病毒毒性并没有减弱。部分海外大城市，如纽约、伦敦、东京、巴黎等，面临着半封闭。</p>	<p>中国：深V反转，全年增速5%左右；</p> <p>全球：上半年美、欧、日等衰退，并伴随金融风险上升（企业违约和银行坏账）</p>	<p>经济衰退但无危机：20%；</p> <p>经济衰退但有危机：10%；</p>	<p>中国：</p> <p>1、定向降准150个基点，降LPR50-60bp，降存款基准利率50bp；</p> <p>2、预算赤字率3.7-4.0%，专项债3.8-4.0万亿；</p> <p>3、房地产融资、限购限贷、首付比明显放松；</p> <p>4、5G、汽车等产业政策加码。</p> <p>美国：降息100bp，重启QE；</p> <p>欧洲：QE（规模加大）；</p> <p>日本：QQE（规模加大）。</p>

1.2 中国经济：“深V反转”，下半年GDP增速或超过7%

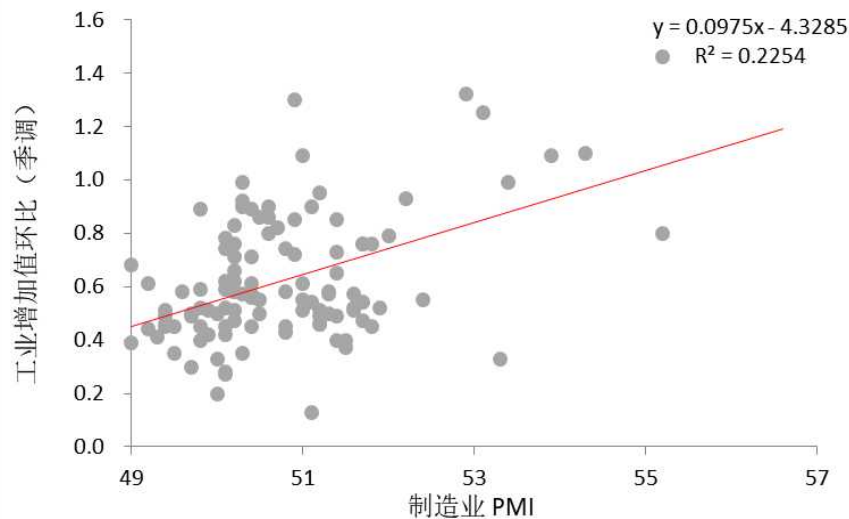
与2月12日我们的判断相比，我们维持经济走势的判断，但需要对一季度和全年经济做下调
PMI数据显示1-2月份经济（环比动能）或只有过去五年平均的60-70%。

3月份经济形势主要取决于复产进展，尽管目前有明显进展，但与我们之前的预期相比仍然偏低。

2020年1-2月份经济动能或为平时的60-70%



经济活动环比动能与PMI明显相关

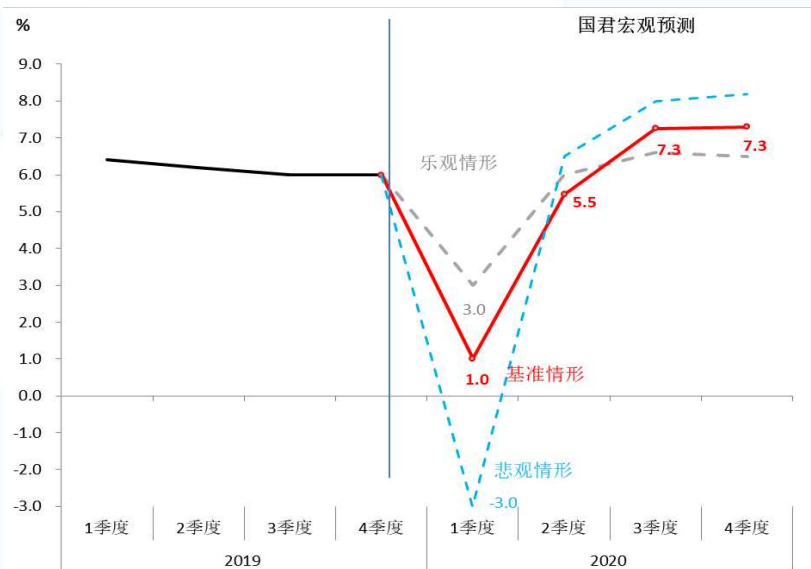


资料来源：中采，CEIC，国泰君安证券研究

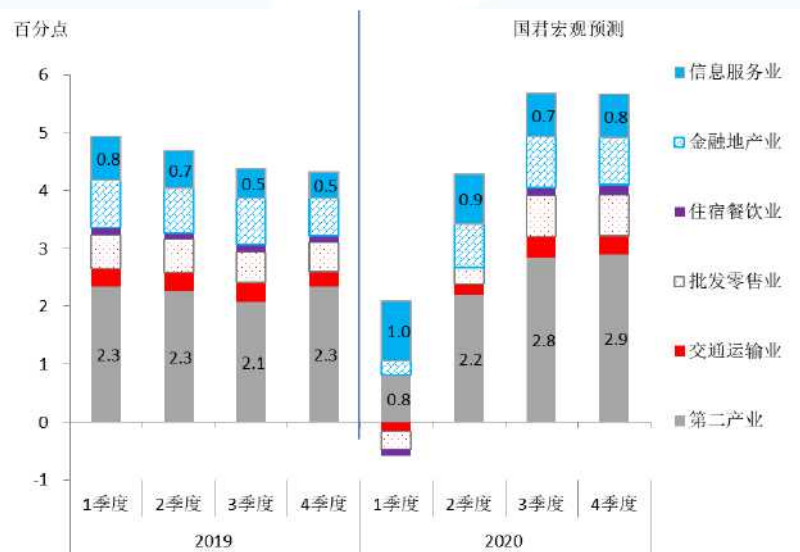
1.2 中国经济：“深V反转”，下半年GDP增速或超过7%

我们下调一季度GDP增速，由之前预测的3.9%至1%，而且仍有一定的下行风险，下半年或超7%。

2020年中国经济走势三种情形推演，深V反转



各主要行业对我国GDP增速的贡献



资料来源：CEIC，国泰君安证券研究

1.3 中国经济：“深V反转”，下半年GDP增速或超过7%

一季度经济指标将大幅下行，二季度内需恢复，但外需偏弱，下半年全球经济同步复苏。

G20中其它主要经济体对中国经济的弹性（滞后一个季度）

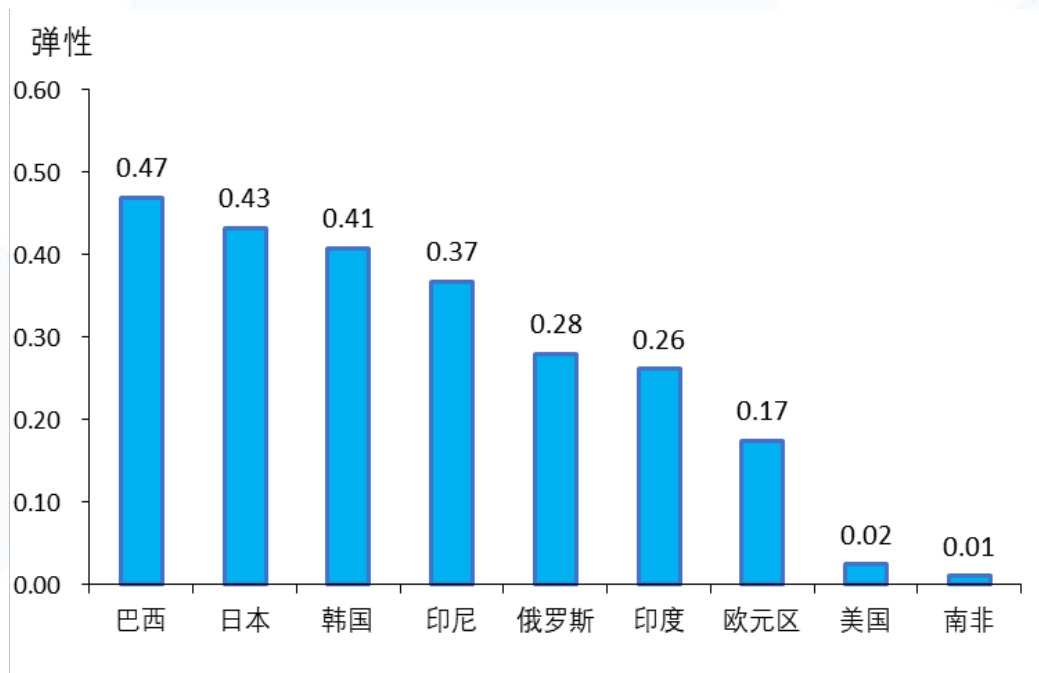
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	2018	2019	2020
实际GDP同比(%)	6.4	6.2	6.0	6.0	1.0	5.5	7.3	7.3	6.6	6.2	5.3
名义GDP同比(%)	7.8	8.3	7.6	8.7	4.0	8.2	9.2	8.8	9.8	8.1	7.6
工业增加值同比(当季平均)(%)	6.2	5.6	5.0	5.9	1.0	4.5	5.6	6.1	6.2	5.7	4.3
固定资产投资(累计同比)(%)	6.3	5.8	5.4	5.4	0.7	4.6	5.3	5.8	5.9	5.4	5.8
房地产投资(累计同比)(%)	11.4	11.0	10.1	9.1	-2.4	4.1	4.8	4.6	8.3	9.1	4.6
制造业投资(累计同比)(%)	4.6	3.0	2.5	3.1	-1.5	1.5	2.5	2.9	9.5	3.1	2.9
广义基建投资(累计同比)(%)	2.9	3.0	3.4	3.3	2.5	6.2	7.6	8.9	1.8	3.3	8.9
社会零售同比(%)	8.5	8.5	7.6	7.8	1.0	7.5	8.3	7.8	9.1	8.0	6.2
出口同比(%)	1.4	-1.0	-0.4	1.9	-17.1	-11.4	-5.3	-4.1	10.2	0.5	-9.1
进口同比(%)	-4.3	-4.0	-6.5	3.2	-19.4	-9.4	0.1	4.6	16.2	-2.8	-6.3
贸易差额(亿美元)	741	1,056	1,189	1,270	724	830	845	932	3,510	4,215	3,332
经常账户差额占GDP比重(\$)	1.6	1.3	1.4	1.5	0.8	0.8	0.5	0.6	0.3	1.5	0.7
CPI(%)	1.8	2.6	2.9	4.3	5.1	4.4	3.7	2.6	2.1	2.9	4.0
PPI(%)	0.2	0.5	-0.8	-1.2	-0.1	-0.6	-0.3	-0.1	3.6	-0.3	-0.3
新增人民币贷款(万亿人民币)	5.8	3.9	4.0	3.2	6.2	4.2	4.3	3.6	16.1	16.8	18.3
新增社融(万亿人民币)	8.6	6.0	6.0	5.0	8.5	6.4	6.3	5.0	22.5	25.6	26.2
M2同比增速(%)	8.6	8.5	8.4	8.7	8.6	8.5	8.4	8.4	8.1	8.7	8.4
一年期MLF利率	3.30	3.30	3.30	3.20	3.00	2.80	2.80	2.80	3.30	3.20	2.80
LPR利率(%)	4.31	4.31	4.20	4.15	3.95	3.75	3.75	3.75	4.31	4.15	3.75
存款基准利率(%)	1.50	1.50	1.50	1.50	1.50	1.25	1.25	1.25	1.50	1.50	1.25
国债收益率(10年期)(%)	3.1	3.2	3.1	3.1	2.6	2.4	2.6	2.7	3.2	3.1	2.7
存款准备金率(%)	13.5	13.5	13.0	12.5	12.5	12.0	12.0	12.0	14.5	12.5	12.0
汇率(CNY/USD)	6.7	6.9	7.1	7.0	6.9	6.9	6.8	6.8	6.9	7.0	6.8

1.3 全球经济：中国经济或拖累全球经济0.1-0.2个点

国泰君安证券2020年春季投资策略线上交流会

中国经济一季度停摆，或拖累全球经济达0.1-0.2个百分点，对巴西、日本、韩国、印尼影响最为明显，俄罗斯、印度、欧元区影响次之。

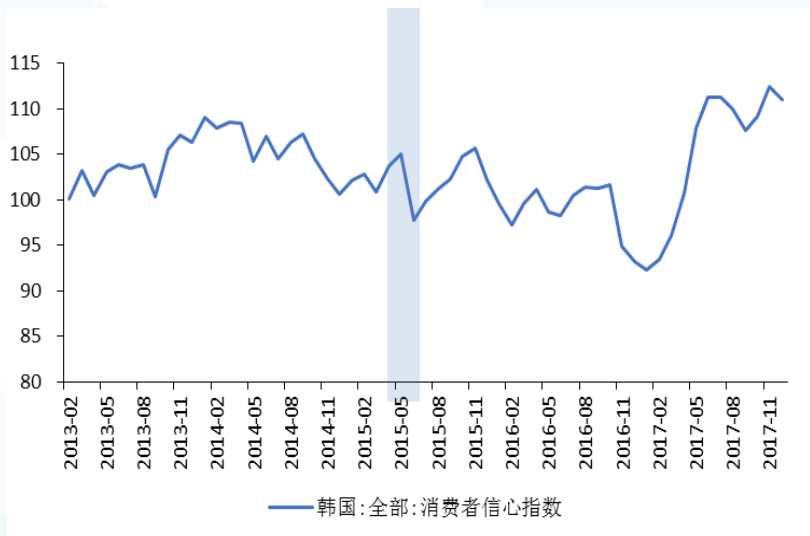
G20中其它主要经济体对中国经济的弹性（滞后一个季度）



全球经济：海外疫情对自身经济的冲击案例——2015年韩国中东呼吸综合症

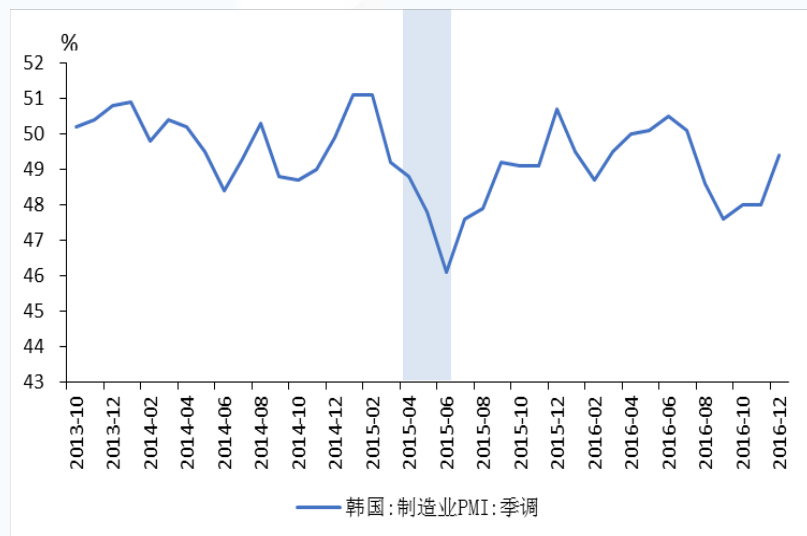
韩国中东呼吸综合症期间消费信心和制造业信心指数都出现了明显的下滑，2015年二季度GDP较一季度下滑约0.5%

韩国的消费者信心指数疫情期间下滑



数据来源：国泰君安证券研究，WIND

韩国制造业PMI指数疫情期间下滑



1.3 全球经济或受疫情直接、间接影响达0.3-0.4个点

我们下调全球经济增速，从之前预测3.1%到2.7%。

全球主要经济体受疫情影响的三种情形，U型复苏概率较高

	2019Q4	2020 Q1			2020 Q2			2020 Q3			2020 Q4			2020		
		乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观	乐观	基准	悲观
全球														2.9	2.7	2.1
美国	2.3	1.3	1.0	0.5	1.3	1.0	-0.2	2.2	1.9	1.0	2.4	2.3	1.8	1.8	1.6	0.8
欧元区	1.0	0.2	-1.1	-2.5	0.0	-1.5	-2.6	2.2	2.0	3.5	2.5	2.3	3.0	1.2	0.4	0.4
日本	-0.4	-1.6	-2.8	-3.5	0.0	-0.6	-2.6	0.3	-0.3	-0.6	1.5	1.0	0.5	0.1	-0.7	-1.6
新兴经济体																
中国	6.0	3.0	1.0	-3.0	6.0	5.5	6.5	6.6	7.3	8.0	6.3	7.3	8.2	5.5	5.3	4.9
印度	4.9	5.7	4.0	4.3	6.1	4.6	4.4	6.4	5.4	5.0	6.4	5.6	5.2	6.2	4.9	4.7
俄罗斯	1.4	0.5	-0.8	-2.0	1.0	-0.5	-1.5	1.7	1.5	1.3	1.8	1.6	1.4	1.3	0.5	-0.2
南非	0.6	0.9	0.4	0.2	0.5	0.4	0.3	0.9	0.5	0.1	1.2	0.9	0.8	0.9	0.6	0.4
巴西	1.8	1.5	1.0	0.5	2.2	2.0	1.6	2.2	2.0	1.6	2.3	2.1	1.8	2.1	1.8	1.4
韩国	2.2	0.1	-1.0	-2.0	0.3	-1.2	-1.8	2.1	2.5	2.6	2.1	2.4	2.4	1.2	0.7	0.3
印尼	5.0	4.9	4.0	3.3	5.2	5.1	4.0	5.2	5.1	4.7	5.3	5.2	4.9	5.2	4.9	4.2

资料来源：Wind，Bloomberg，国泰君安证券研究

02 疫情可能改变趋势两大风险： (1) 触发金融危机和 (2) 供应链中断

- ◆ 疫情受短期外部冲击，正常情况下改变节奏，不改趋势
- ◆ 可能改变趋势的风险一：触发全球金融危机
- ◆ 可能改变趋势的风险一：严重干扰全球供应链、产业链

可能触发金融危机的风险点（一）：金融市场恐慌持续发酵³⁹，刺破美国十年牛市累积的泡沫，引发流动性危机

2019年全球经济下行，美联储等主要央行大力度宽松，美股估值高位、全球资金在金融市场空转明显，流动性挤兑容易引发危机

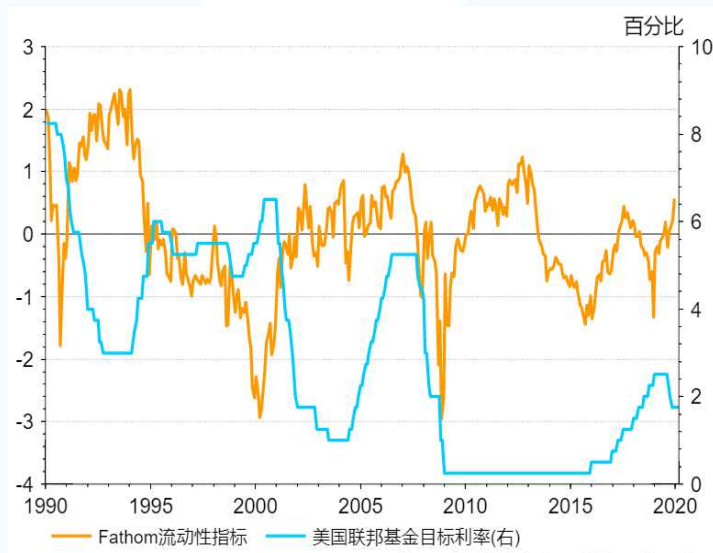
TED 利差短时间内急剧上升超过30bp



资料来源：Refinitiv Datastream，国泰君安证券研究

注：TED利差是三月期伦敦银行间市场利率与三月期美国国债利率之差，是国际金融市场最重要的风险衡量指标。一般来说，TED利差较为稳定，在10~50个基点之间波动。但2007年次贷危机爆发时，银行违约风险和流动性风险上升，TED一度飙升至200个基点

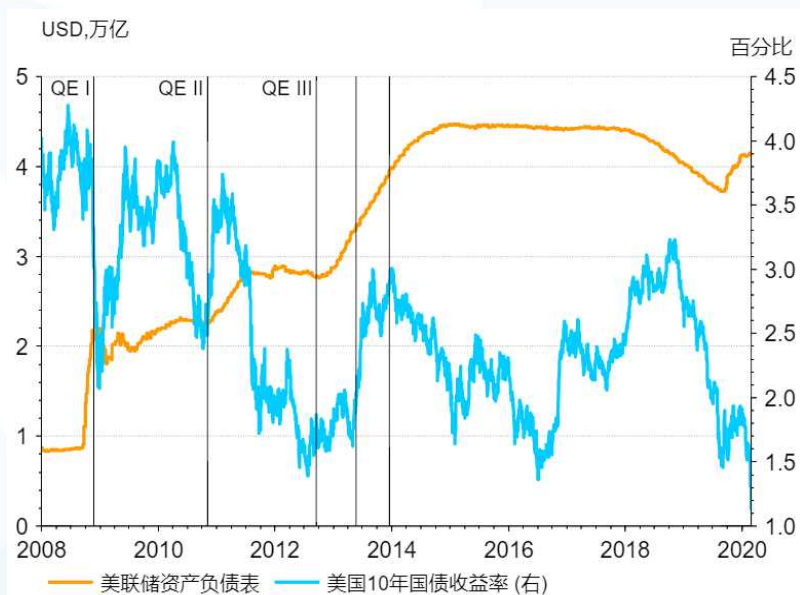
美联储的利率几乎处于1975年以来低位



可能触发金融危机的风险点（一）：金融市场恐慌持续发酵，刺破美国十年牛市累积的泡沫，引发流动性危机

2019年全球经济下行，美联储等主要央行大力度宽松，美股估值高位、全球资金在金融市场空转明显，流动性挤兑容易引发危机

美联储资产负债表规模距离2008年来高位不远

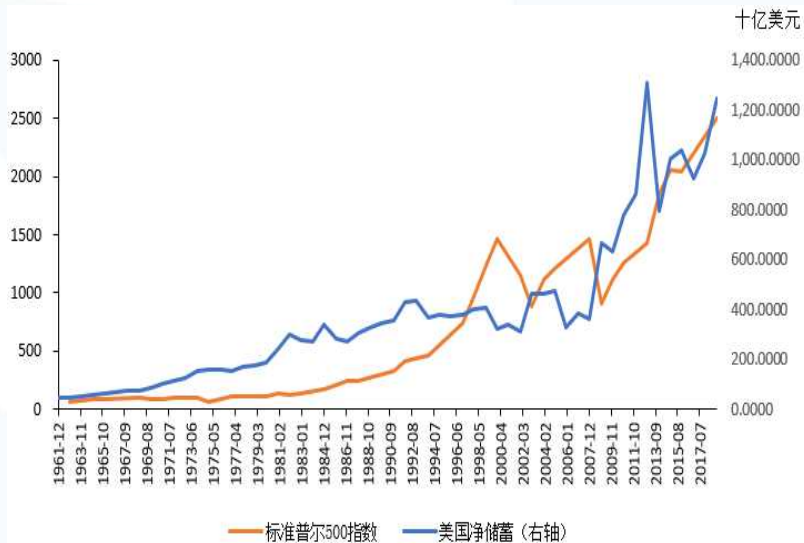


2019年3月以来，美联储降息是支撑美股重要因素

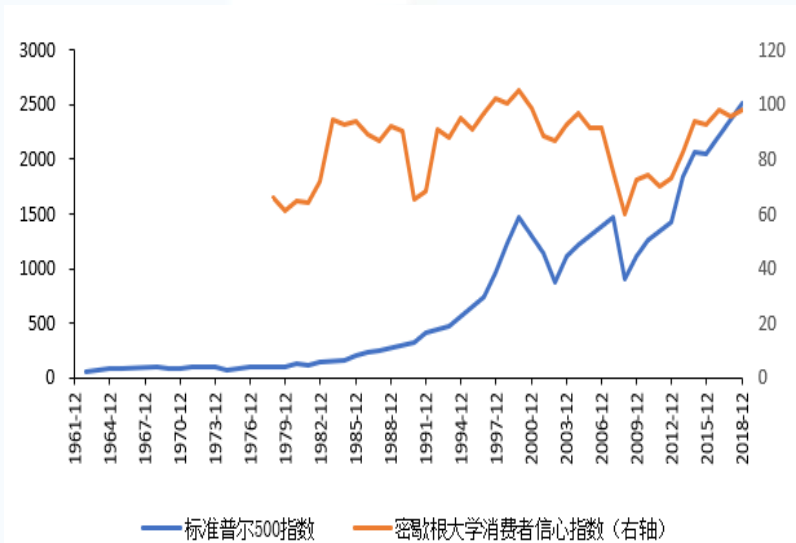


美国的股市与居民储蓄、消费者信心有着明显的正向关系。若股市出现明显调整，则居民消费信心、消费支出大幅滑坡，会降低企业产能利用率，或导致企业债务出现问题。

美国储蓄对股价变化



美国消费者信心变化对股价变化



资料来源：Wind，国泰君安证券研究

可能触发金融危机的风险点（二）：美国家庭部门资产一半在证券资产，股票市场至关重要

正如房地产“绑架”中国经济一样，美国股市“绑架”美国经济，因为两国居民资产配置都过于偏重于一方。

中国家庭资产负债表

中国		规模 (万亿人民币)	占比
非金融资产	房地产	330	62%
	耐用消费品	15	3%
金融资产	现金和银行存款	80	15%
	银行理财	25	5%
	权益投资	40	8%
	基金	20	4%
	信托	11	2%
	养老金	12	2%
合计		533	人均39万人民币

美国家庭资产负债表

美国		规模 (万亿美元)	占比
非金融资产	房地产	30	25%
	耐用消费品	6	5%
金融资产	现金和银行存款	11	9%
	债券	5.5	5%
	股票	16	13%
	共同基金	9.5	8%
	未上市股权	13	11%
	养老金	29	24%
合计		120	人均36万美元

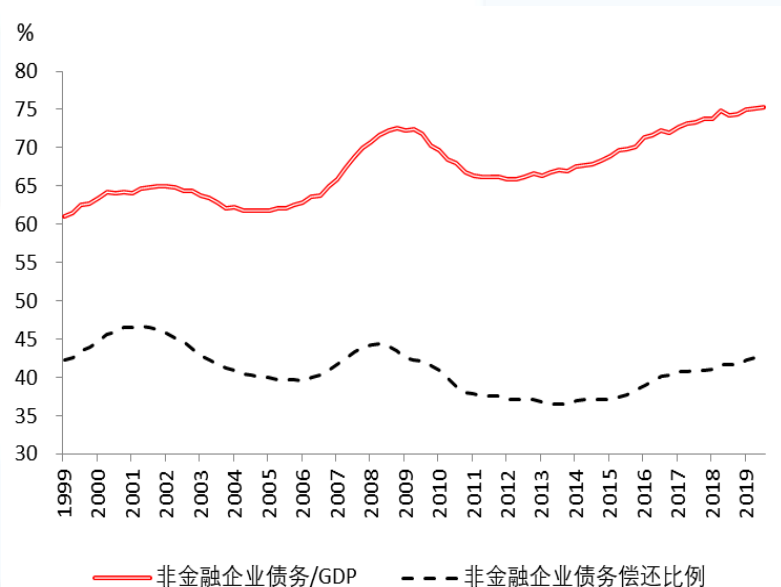
资料来源：Wind，国泰君安证券研究

可能触发金融危机的风险点（三）：美国企业部门债务已创历史新高，若出问题，不亚于金融海啸

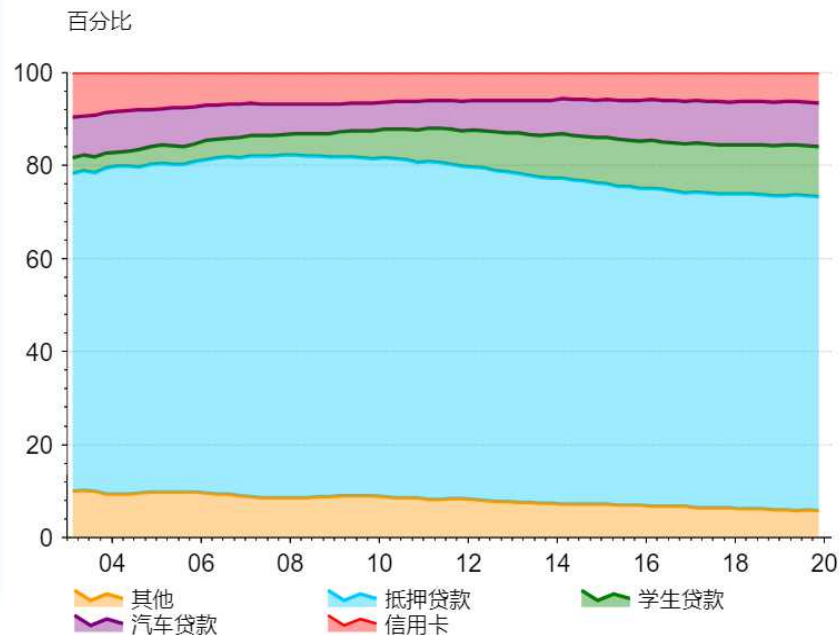
当前美国债务率偏高，已经达到GDP的75%

美国家庭部门的债务率总体不高，尤其是房地产贷款相对较低，但学生贷、汽车贷上得比较快

美国企业部门债务率和偿债比例



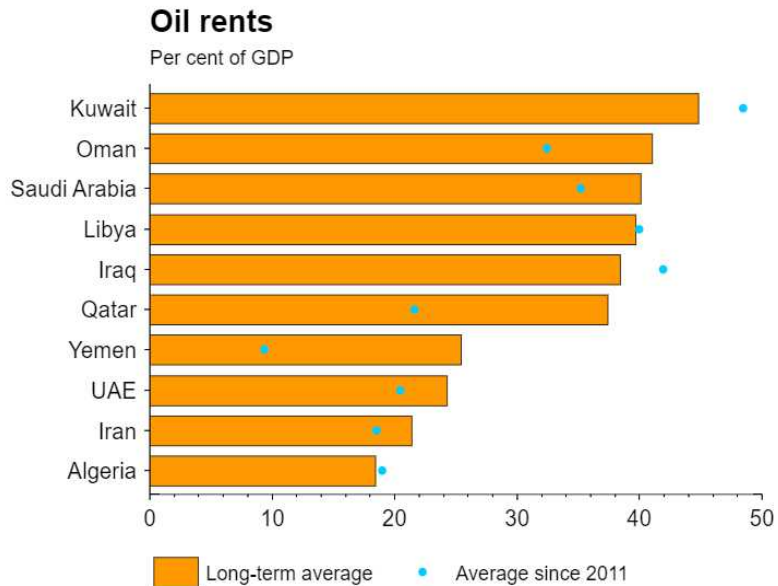
美国家庭部门债务结构以抵押贷款为主



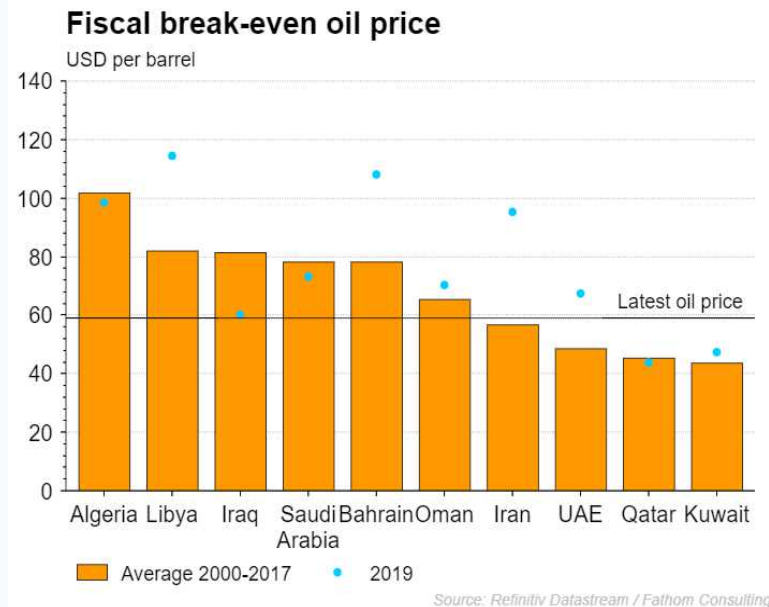
可能触发金融危机的风险点（四）：能源价格暴跌，或导致石油出口国出现财政紧张，进而使得石油美元回流石油出口国，进一步导致国际资本市场流动性紧张

世界主要资源国家面临着能源价格的下跌，不得不抽离其在国际金融市场上的资金，从而加剧全球金融市场的波动，从而加大全球经济下滑的概率。

中东国家的石油收入占比



油价决定中东国家的财政状况



可能触发金融危机的风险点（五）：意大利债务风险或引起市场对欧债危机的回忆

以主权债务的CDS价格以及意大利的国债收益率来看，市场对意大利的债务违约风险的担忧程度略有提升

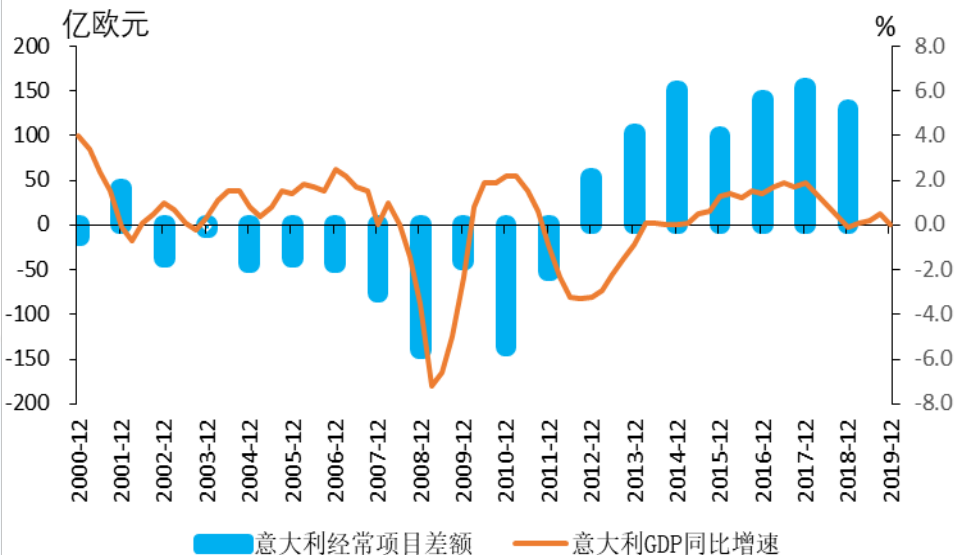
市场对意大利的违约风险担忧有限



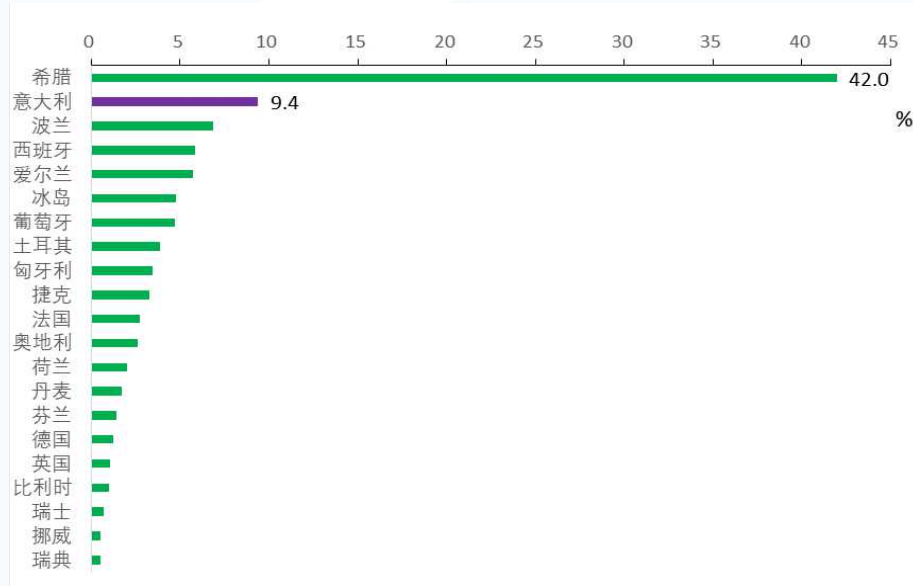
可能触发金融危机的风险点（五）：意大利债务风险或引起市场对欧债危机的回忆

意大利经济增长一直偏弱，旅游业又是其重要的产业，疫情的出现必然影响其旅游业的发展。此外，上次欧债危机所遗留的银行不良资产的问题依旧构成潜在的风险

意大利经济复苏偏弱 经常账户贡献大

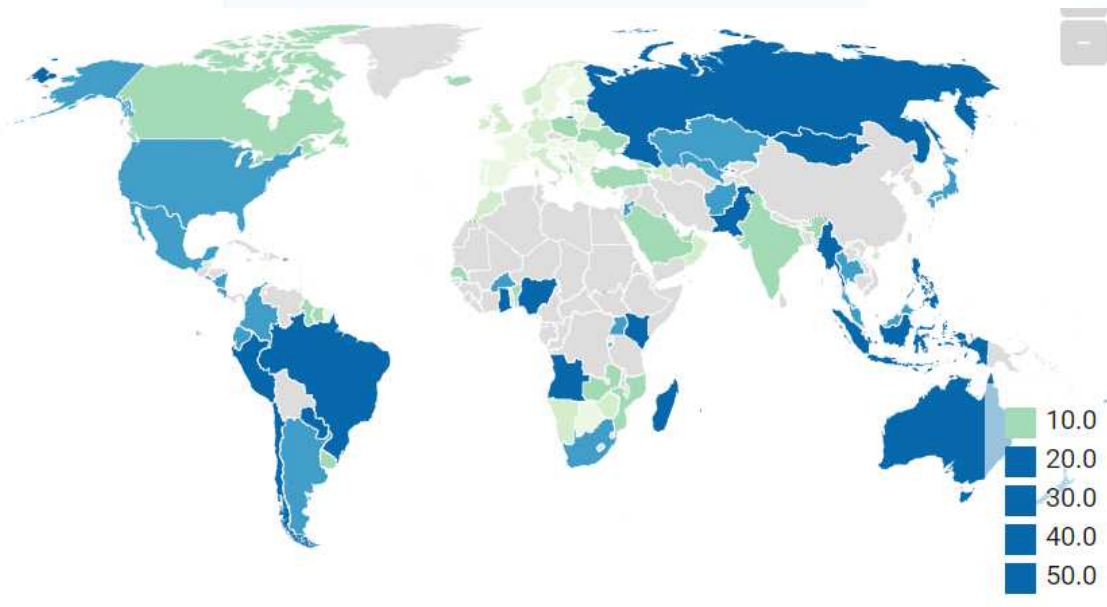


欧洲主要国家的不良贷款率，希腊奇高，意大利也比较高（2018）



中国对64个国家的中间品的出口占该国进口中间品比重超过10%，其中对美国占比15.6%、对日本占比14.9%、对印度占比11.8%

中国中间品占全球主要国家中间品进口的比重

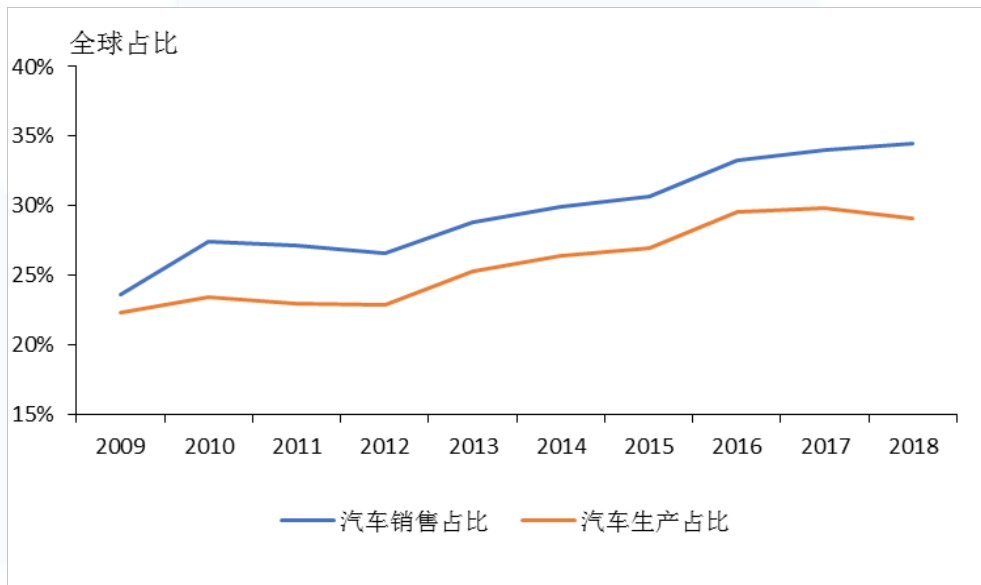


资料来源：UN Comtrade Database，国泰君安证券研究

注：利用UN Comtrade Database中的BEC代码分类，选取各国从中国进口的中间品并计算占比情况。

重要的汽车生产和消费国：2018年中国销售汽车2800万辆，占全球汽车销量的34%，汽车生产2780万辆，约占全球汽车生产的29%，中国汽车产销占全球版图的三分之一。

中国汽车产销的全球占比

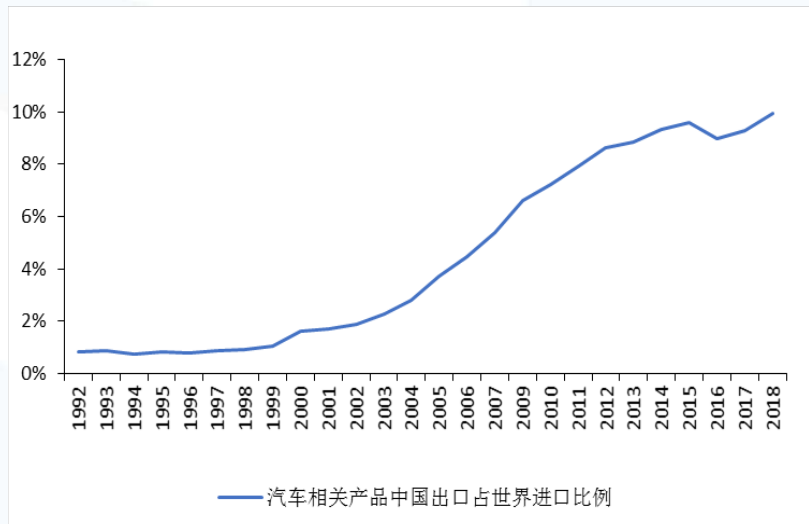


资料来源：Bloomberg，国泰君安证券研究

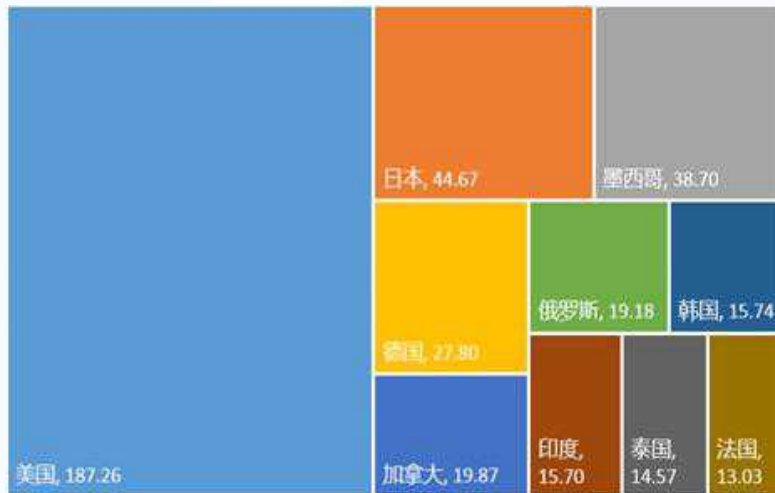
2.2 疫情对全球产业链冲击：中国产业链（1）——汽车产业链

疫情发生后，韩国现代、菲亚特克莱斯勒、通用汽车公司的生产都受到影响
 汽车相关产品出口占全球进口的比重已经从2000年的2%附近提升到了10%。
 中国进口该类产品排名前列的为美国、日本、墨西哥、德国、加拿大、俄罗斯和韩国等

中国汽车相关产品出口全球占比



从中国进口汽车相关产品前十国家（单位：亿美元）



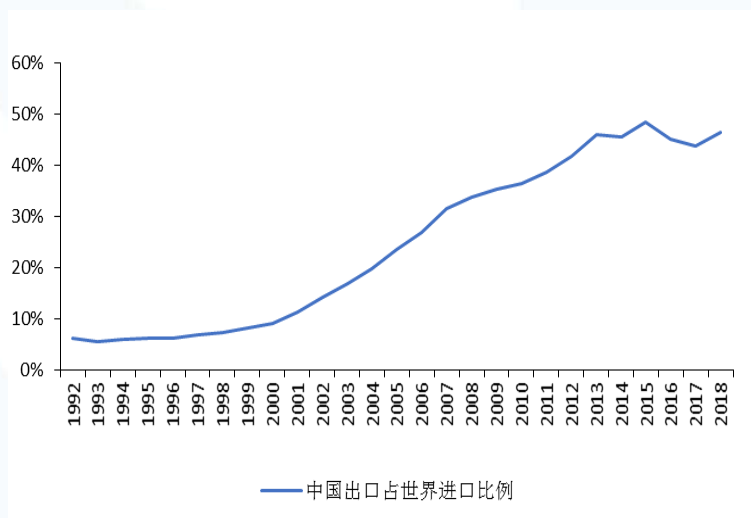
资料来源：UN Comtrade Database，国泰君安证券研究
 注：汽车相关产品选取HS码87章产品：车辆及其零件、附件、但铁道及电车道车辆除外

从细分行业印制电路板看，全球产值600亿美金以上，52%的产能在中国大陆，是电子产业链开产的重要一环

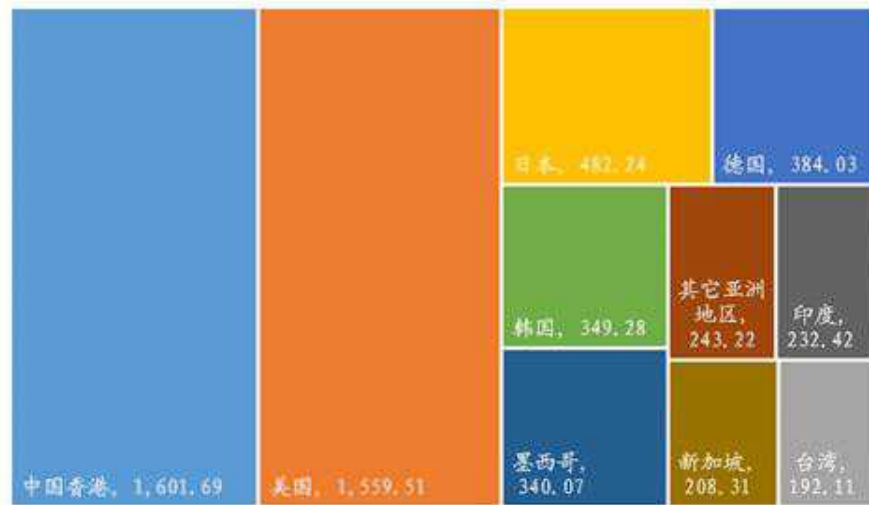
我国相关产品的出口已经占到了全球进口比重的46%

美国、中国台湾、日本、德国和韩国从中国进口较多，预期冲击较大

中国电子相关产品出口全球相关进口占比达50%



从中国进口电子相关产品前10国家及地区（单位：亿美元）



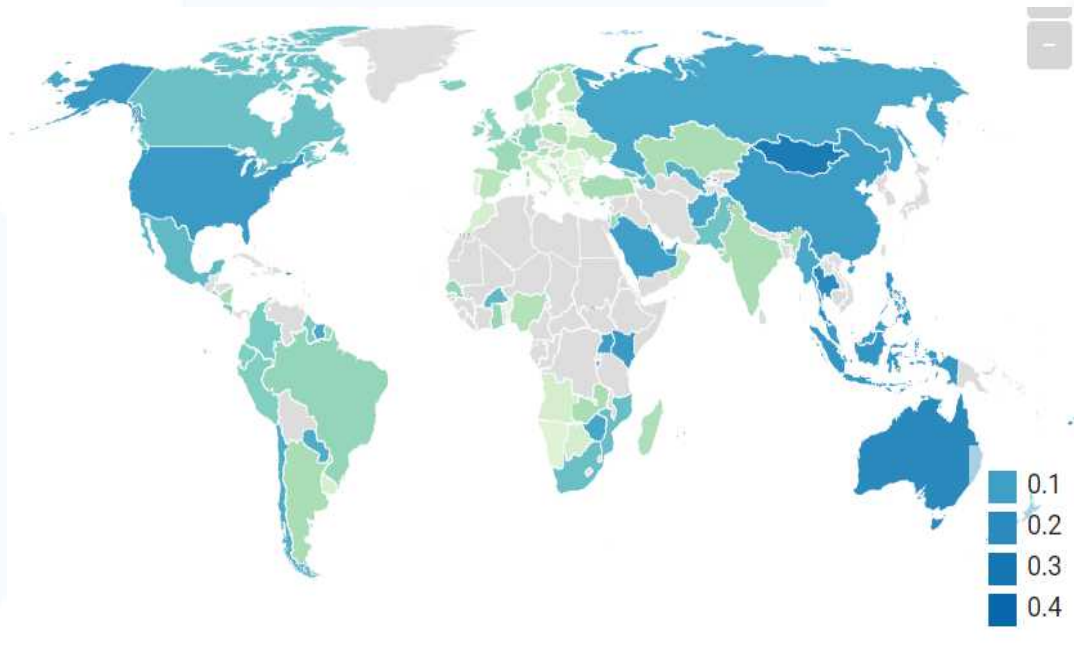
资料来源：UN Comtrade Database, Wind, 国泰君安证券研究

注：电子相关产品选取HS码85章产品作为代表：录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件；中国台湾地区采用Wind数据库数据

2.2 疫情对全球产业链冲击：日本——核心原材料地位突出，雁阵转移辐射东亚

日本对21个国家的中间品的出口占该国进口中间品比重超过10%，其在部分核心原材料的重要性不容小觑

2018年日本对全球中间品出口占各国进口的比重



疫情对全球产业链冲击：日本——核心原材料地位突出 雁阵转移辐射东亚

日本在光学、精密仪器等领域及核心原材料领域具有重要地位。因此，日本的生产如果受到较大冲击，可能会导致全球的工业生产陷入设备及核心原材料的“卡脖子”的境地。

2018年日本在HS2位码下对全球出口占全球进口的比重

HS2位码	所占比重	对应商品类别
37	38.68%	照相及电影用品
87	11.11%	车辆及其零件、附件，但铁道及电车道车辆除外
92	9.51%	乐器及其零件、附件
90	8.21%	光学、照相、电影、计量、检验、医疗或外科用仪器及设备、精密仪器及设备；上述物品的零件、附件
82	7.77%	贱金属工具、器具、利口器、餐匙、餐叉及其零件
84	7.59%	核反应堆、锅炉、机器、机械器具及其零件
96	7.57%	杂项制品
72	7.22%	钢铁
32	7.02%	鞣料浸膏及染料浸膏；鞣酸及其衍生物；染料、颜料及其他着色料；油漆及清漆；油灰及其他胶粘剂；墨水、油墨
38	7.01%	杂项化学产品

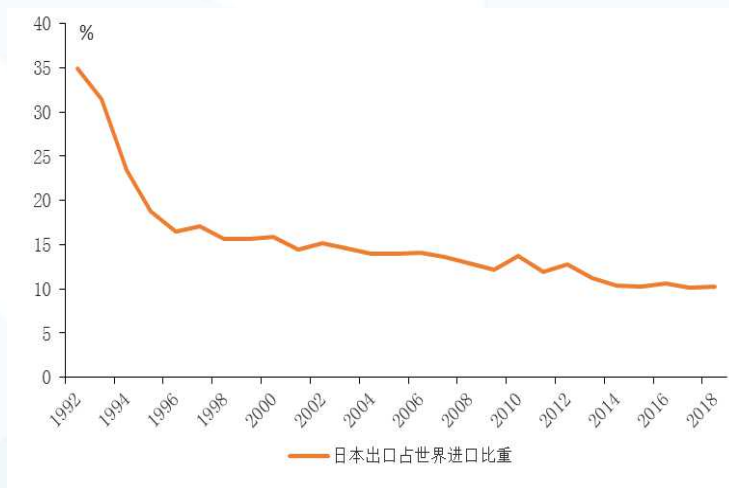
资料来源：UN Comtrade Database，国泰君安证券研究

注：日本钢铁主要中单价超过1000元/吨的占比超过19%，以及其它合金钢板材；杂项化学产品主要为载体催化剂、单晶硅片、水泥、混凝土用添加剂等（共占74%）

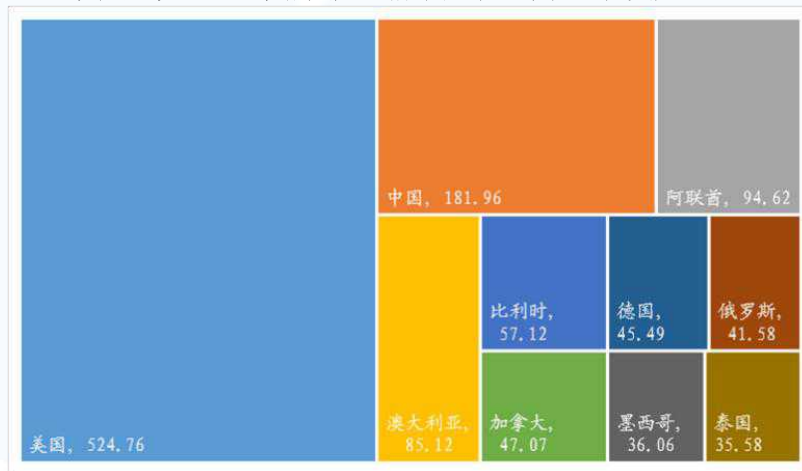
汽车产业链领域，日本的出口占全球进口的比重目前在10%左右，2018年，中国从日本进口的汽车相关产品的规模为182亿美元，占中国全年进口的比重为22.3%

日本汽车在中国国内生产时，基本上零部件都已经实现了中国国内生产，因此日本疫情对日系车总体影响不大，国内企业替代日本企业供应零部件的可能性也比较低

日本汽车相关产品全球出口占比情况



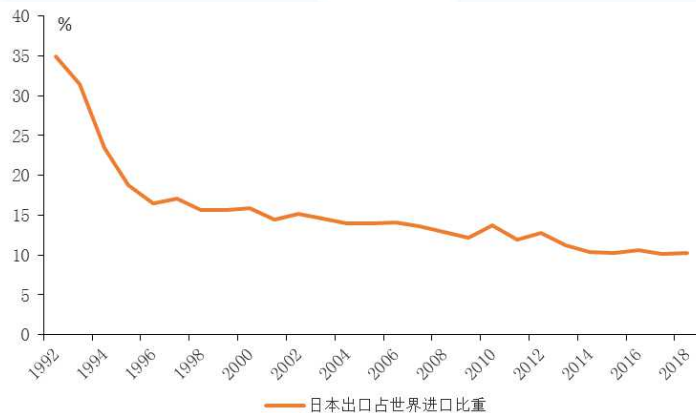
2018年从日本进口汽车相关产品前十国家（单位：亿美元）



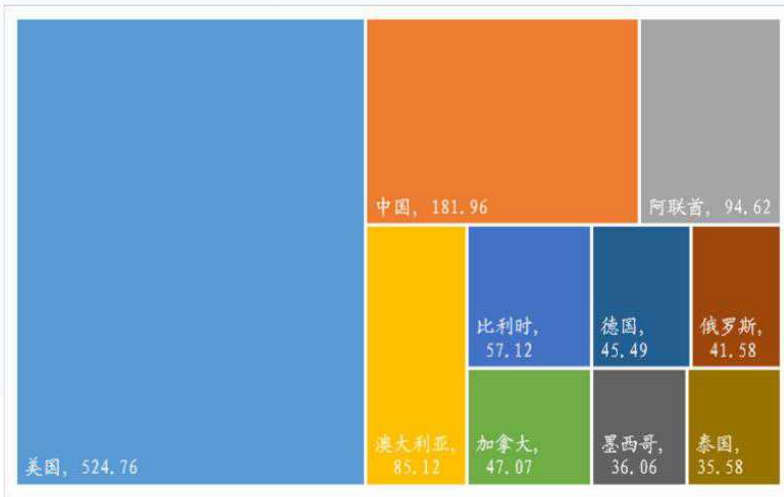
日本电子产业对全球供应链影响非常大，2019年日本半导体设备出货额约为180-190亿美元，占全球半导体设备销售额的30%以上（美国预计40-50%）：

- 半导体设备方面，全球市占率达到30%以上（细分领域如刻蚀、清洗有50%以上）；
- 材料方面则更多，达到60-70%；
- 被动器件（电容电阻等），市占率也达到50%以上；
- 摄像头芯片，Sony一家独大，占到50%以上。

日本电子相关产品全球出口占比情况



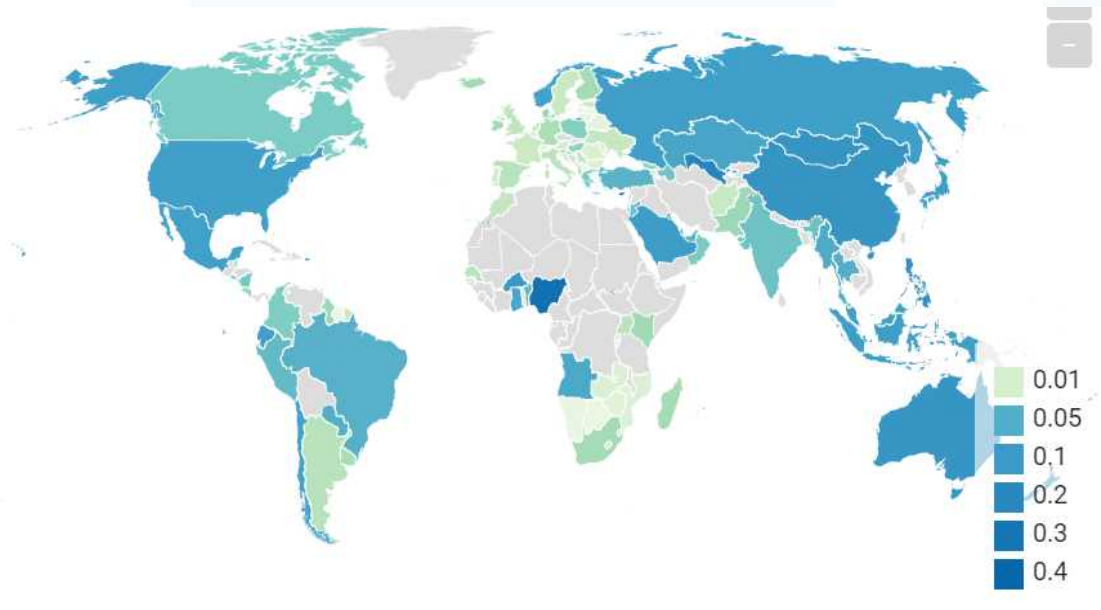
2018年从日本进口电子相关产品前十国家（单位：亿美元）



2.2 疫情对全球产业链冲击：韩国——承接转移，船舶电子影响大

韩国对10个国家的中间品的出口占该国进口中间品比重超过10%，这些国家中仅有中国是相对的生产大国

2018年韩国对全球中间品出口占各国进口的比重



资料来源：UN Comtrade Database，国泰君安证券研究

韩国对10个国家的中间品的出口占该国进口中间品比重超过10%，这些国家中仅有中国是相对的生产大国

2018年韩国在HS2位码下对全球出口占全球进口的比重

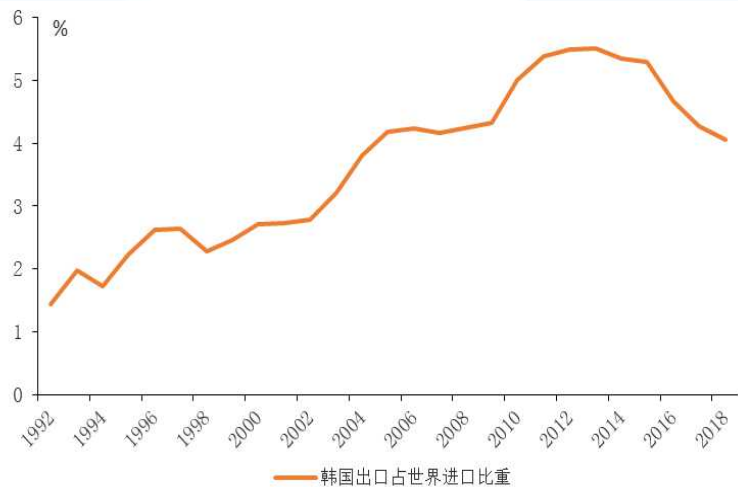
HS2位码	所占比重	对应商品类别
89	11.97%	船舶及浮动结构体
79	8.64%	锌及其制品
78	8.55%	铅及其制品
60	7.59%	针织物及钩编织物
85	7.23%	电机、电气设备及其零件；录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件
54	6.07%	化学纤维长丝；化学纤维纺织材料制扁条及类似品
55	5.80%	化学纤维短纤
72	5.65%	钢铁
29	5.45%	有机化学品
59	5.23%	浸渍、涂布、包覆或层压的织物；工业用纺织制品

资料来源：UN Comtrade Database，国泰君安证券研究

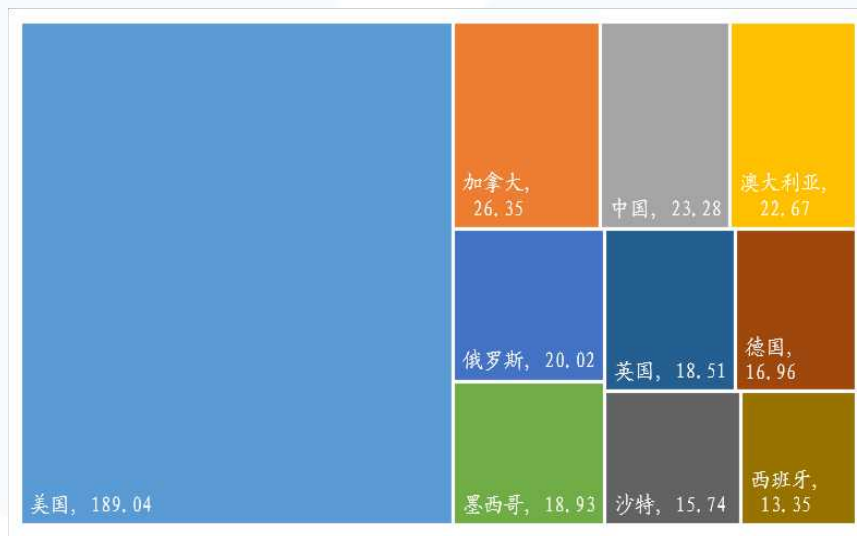
随着中国汽车产业的发展，韩国汽车相关产品的出口的全球占比有所下降，目前在4%左右

韩国汽车相关产品主要出口美欧及澳大利亚，对中国的出口在2018年约为23亿美元，占中国当年进口该产品2.8%，影响相对有限。

韩国汽车相关产品全球出口占比情况



2018年从中国进口汽车相关产品前十国家（单位：亿美元）

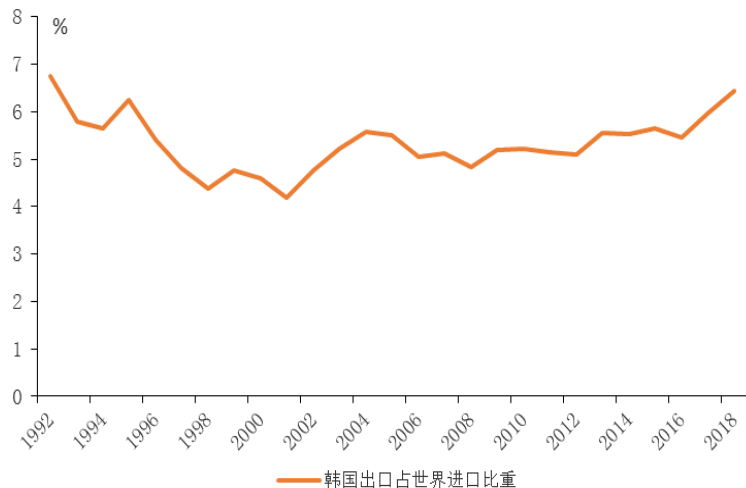


资料来源：UN Comtrade Database, 国泰君安证券研究

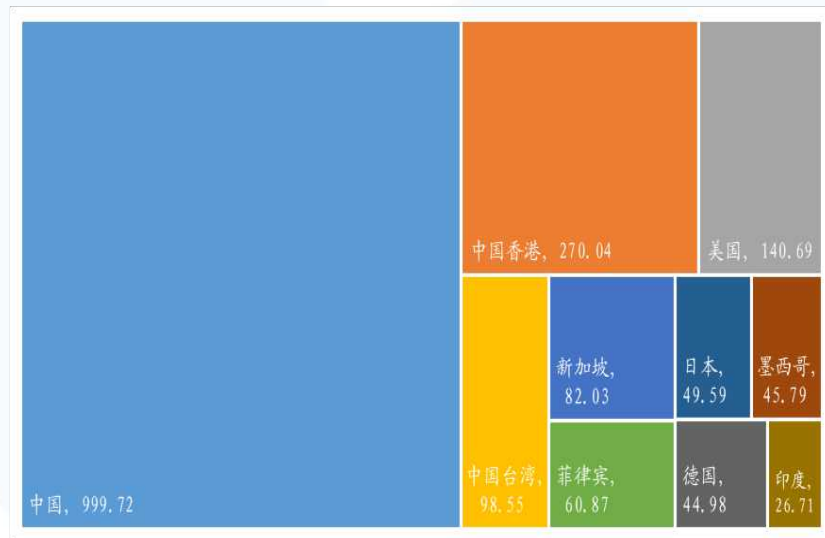
注：汽车相关产品选取HS码87章产品：车辆及其零件、附件、但铁道及电车道车辆除外

韩国相关产品的出口占全球的比重在4%-7%区间内波动，相比于汽车行业，韩国电子行业在全球的影响力更强。中国从韩国进口的电子相关产品的规模也较大

韩国电子相关产品全球出口占比情况



2018年从韩国进口电子相关产品前十国家（单位：亿美元）



资料来源：国泰君安证券研究，UN Comtrade Database

注：电子相关产品选取HS码85章产品作为代表：录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件

韩国产业链相对封闭，一般都是整机出口，对全球供应链影响主要在于存储器

2018年中国从韩国进口在HS6位码下的具体商品及占比

HS6位码	2018年中国从韩国进口金额	占85章产品金额的比重	产品大类	产品详细分类
854232	637	64%	集成电路	用作存储器的多元件集成电路、其他用作存储器的集成电路
854231	114	11%	集成电路	其他用作处理器及控制器的多元件集成电路、多元件集成电路中的自动数据处理设备机器及组件、电讯设备用的具有变流功能的半导体模块、多元件集成电路中的其他具有变流功能的半导体模块、其他用作处理器及控制器的集成电路
854239	51	5%	集成电路	其他多元件集成电路、其他集成电路
851770	41	4%	手机、对讲机用零件	数字式程控电话或电报交换机零件、光端子、脉冲编码调制设备的零件、手持式无线电话机用零件(天线除外)、对讲机用零件(天线除外)
854233	20	2%	集成电路	用作放大器的多元件集成电路、其他用作放大器的集成电路
852990	20	2%	电视、收音机用零件	电视摄像机、摄录一体机、数码相机用取像模块、手机、平板电脑用取像模块、彩色电视机的有机发光二极管显示屏、卫星电视接收用解码器、摄像机、摄录一体机、数码相机的其他
853400	17	2%	印刷电路	四层以上的印刷电路、四层及以下的印刷电路
850760	10	1%	电动汽车电池	纯电动汽车或插电式混合动力汽车用锂离子蓄电池系统、纯电动汽车或插电式混合动力汽车用锂离子蓄电池单体、其他锂离子蓄电池
854140	9	1%	光敏半导体	发光二极管、太阳能电池、其他光敏半导体器件
852580	9	1%	摄像头、照相机	非特种用途的航拍摄录一体无人机、其他非特种用途的其他数字照相机、高清摄像头、非特种用途的广播级视频摄录一体机、手机用摄像组件

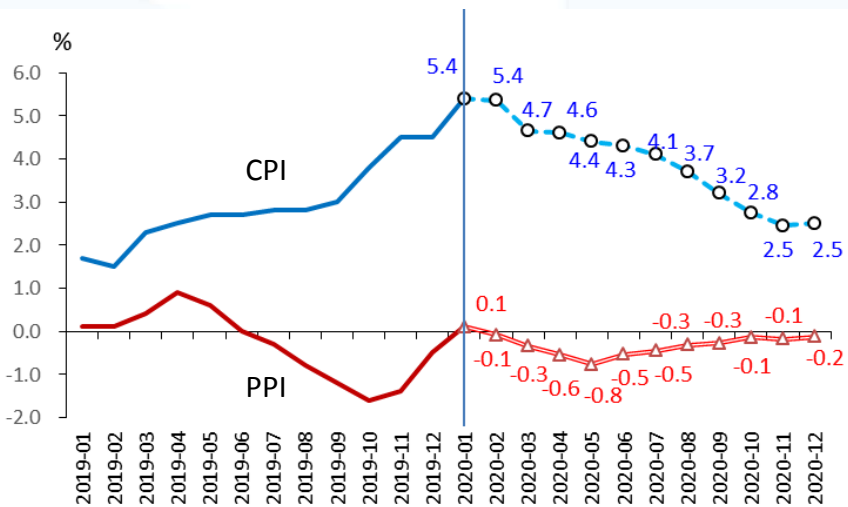
资料来源：UN Comtrade Database，国泰君安证券研究

03 全球政策宽松稳经济、稳金融，通胀非主要矛盾

- ◆ 上半年全球主要矛盾是稳增长、稳市场，通胀不是主要矛盾
- ◆ 美国大选之年，货币政策宽松或超预期
- ◆ 中国财政、货币协调确保实现小康社会目标

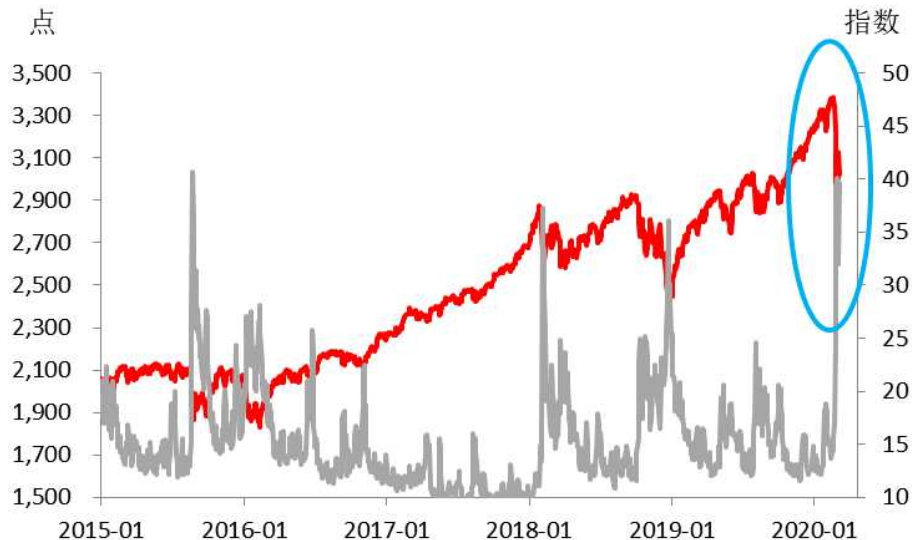
对于政府的政策，基本考虑就业、通胀和金融稳定这三个方面。短期复工过程中的结构性通胀不是主要矛盾，所有政府都会担心就业和全球金融稳定问题。

CPI、PPI将维持在政策容忍区间内



资料来源：WIND，国泰君安证券研究

疫情蔓延致使全球金融市场大受震荡



— 美国标普500指数 — 美国标普VIX指数（右轴）



3.1 主要经济体央行新一轮密集宽松或再次到来

海外主要央行降息潮不断

国别	最新值 (%)	2019年6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	2020年1月	2月	3月	变化图
发达经济体												
美国	1.25		↓-0.25		↓-0.25	↓-0.25					↓-0.5	
欧元区	-0.50				↓-0.1							
日本	-0.10											
英国	0.75											
加拿大	1.25										↓-0.5	
澳大利亚	0.50	↓-0.25	↓-0.25			↓-0.25					↓-0.25	
新西兰	1.00			↓-0.5								
丹麦	-0.75				↓-0.1							
挪威	1.50	↑0.25			↑0.25							
瑞士	-0.75											
瑞典	0.00							↑0.25				
新兴经济体												
印度	5.15	↓-0.25		↓-0.35		↓-0.25						
印尼	4.75		↓-0.25	↓-0.25	↓-0.25	↓-0.25				↓-0.25		
马来西亚	2.50								↓-0.25		↓-0.25	
菲律宾	3.75			↓-0.25	↓-0.25					↓-0.25		
泰国	1.00			↓-0.25		↓-0.25				↓-0.25		
韩国	1.25	↓-0.25				↓-0.25						
巴西	4.25	↓-0.35	↓-0.50	↓-0.50	↓-0.50	↓-0.50		↓-0.50		↓-0.25		
墨西哥	7.00		↓-0.25	↓-0.25	↓-0.25		↓-0.25	↓-0.25		↓-0.25		
智利	1.75	↓-0.50			↓-0.50	↓-0.25						
俄罗斯	6.00	↓-0.25	↓-0.25		↓-0.25	↓-0.50		↓-0.25		↓-0.25		
南非	6.25	↓-0.25								↓-0.25		
土耳其	10.75	↓-4.25			↓-3.25	↓-2.50		↓-2.00	↓-0.75	↓-0.50		

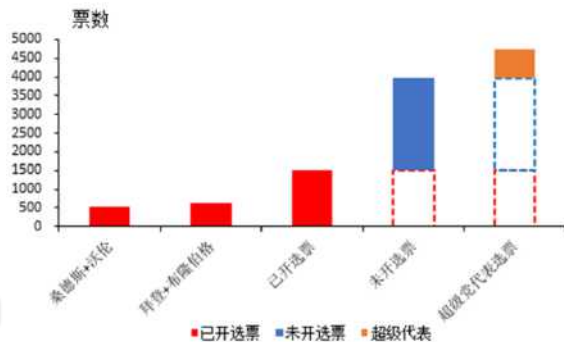
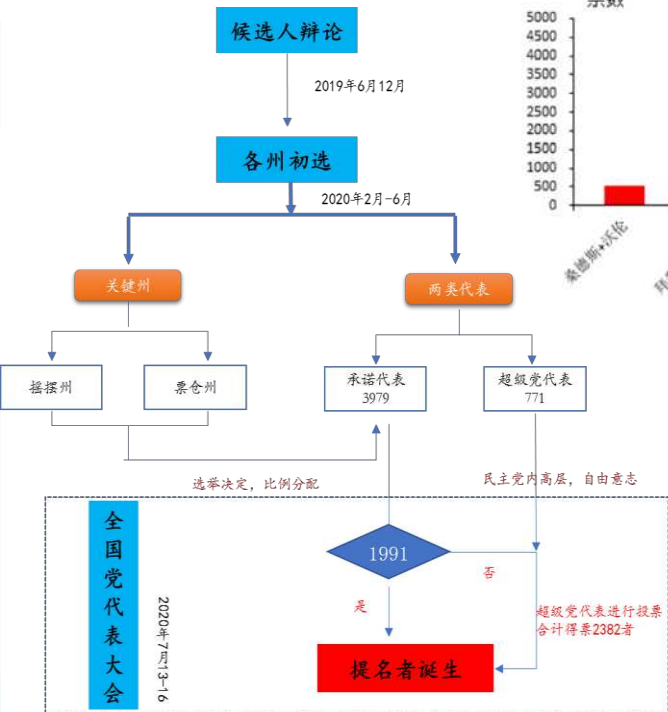
资料来源：
Bloomberg
，国泰君安
证券研究

3.2 美国：总统大选，对市场好坏参半

不利：拜登暂时压制桑德斯，但并非稳操胜券，市场还是忧虑激进革命派；

有利：特朗普政府在大选之前必保经济、金融稳定，美联储或降息75-100bp。

民主党候选人选举程序



“超级星期二”选举之后，
温和建制派VS激进革命派

创新

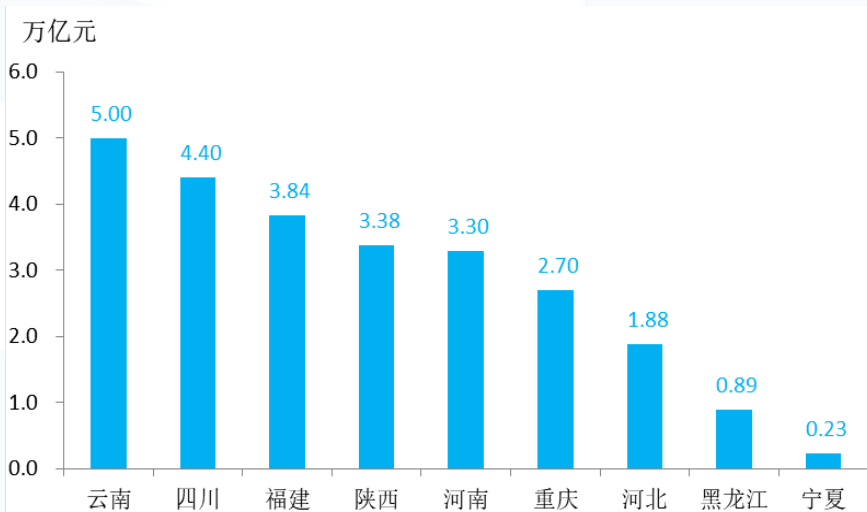
州	日期	承诺代表	超级党代表
海外民主党人	3月3日至10日	13	4
爱达荷州	3月10日	20	5
密歇根州 (摇摆州)	3月10日	125	22
密西西比州	3月10日	36	5
密苏里州	3月10日	68	10
北达科他州	3月10日	14	4
华盛顿州	3月10日	89	19
北马里亚纳群岛	3月14日	6	5
亚利桑那州	3月17日	67	12
佛罗里达州 (摇摆州)	3月17日	219	29
伊利诺伊州 (票仓州)	3月17日	155	29
夏威夷州 (摇摆州)	3月17日	136	17
佐治亚州	3月24日	105	15
皮多黎各	3月29日	51	7
可拉斯加州	4月4日	15	4
夏威夷	4月4日	24	9
路易斯安那州	4月4日	54	7
不列颠州	4月4日	14	4
威斯康星州 (摇摆州)	4月7日	84	13
蒙大拿州	4月28日	60	14
特拉华州	4月28日	21	12
马里兰州	4月28日	96	23
纽约 (票仓州)	4月28日	274	46
宾夕法尼亚州 (摇摆州)	4月28日	186	24
罗德岛	4月28日	26	10
堪萨斯州	5月2日	39	6
关岛	5月2日	7	5
印第安那州	5月5日	82	7
内布拉斯加州	5月12日	29	4
弗吉尼亚州 (摇摆州)	5月12日	28	6
肯塔基州	5月19日	54	6
俄勒冈州	5月19日	61	14
哥伦比亚特区	6月2日	20	26
新泽西州	6月2日	126	21
新墨西哥州	6月2日	34	11
南达科他州	6月2日	16	5
维尔京群岛	6月6日	7	6
蒙大拿州	6月7日	19	6

3.3 中国：财政政策，再现新版“4万亿”？疫情之后基建刺激尚在规划中

财政赤字率或达3.5%，地方政府专项债或超3.5万亿元；

目前我们所看到的所有地方政府基建投资额度绝大多数是疫情之前的数据，真正基建刺激尚未显现。

9省市公布项目投资总额，总和25.61万亿元



13省市公布的2020年投资额，总和5.42万亿元



资料来源：地方两会，《21世纪经济报道》，国泰君安证券研究

什么是新基建？我们将新基建分为四个层次：

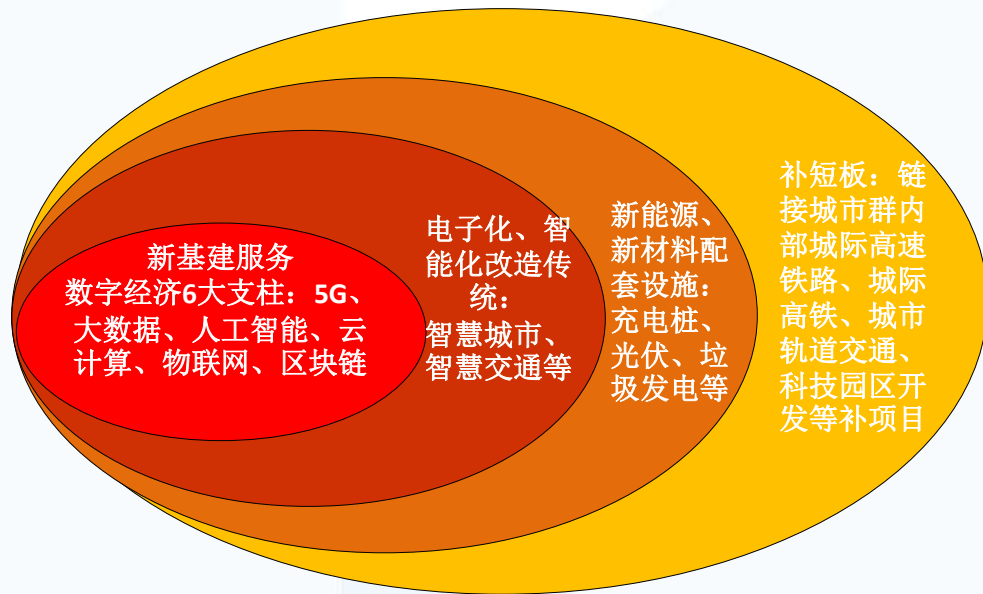
(1) **最内核**是为数字、信息经济的六大支柱——即5G、大数据、人工智能、云计算、物联网、区块链——提供基础设施，如5G基站、IDC数据中心等；

(2) **第二层次**是电子化、智能化改造现有城市的传统基础设施，如智慧城市、智慧交通等等项目；

(3) **第三层次**是在城市中发展新能源、新材料的配套应用设施，例如为新能源产业提供支持的充电桩、光伏、垃圾发电等；

(4) **第四层次**也是最外层，实际上并不能称得上新基建，更多是补短板基建，如科技园区的开发、连接城市群内部的城际高速铁、轻轨等。

四个层次来看“新基建”



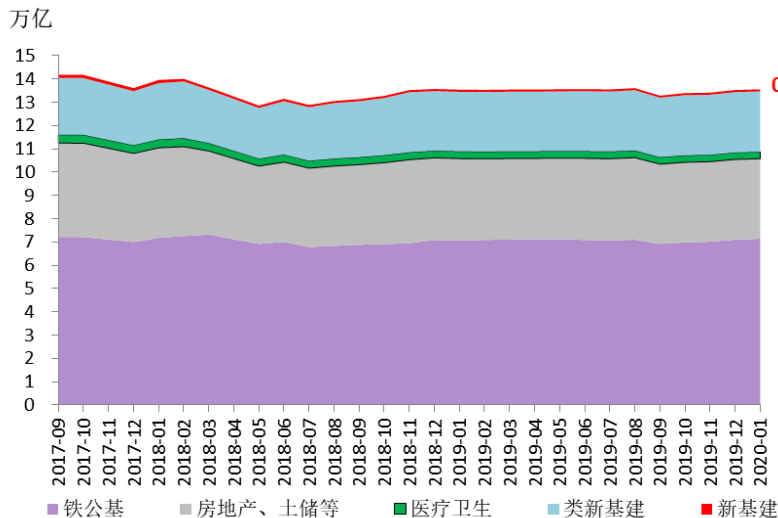
资料来源：财政部、发改委网站，国泰君安证券研究

3.3 中国：财政政策，“新基建”是政策规划重点方向，但恐难撑起“稳增长”这片天

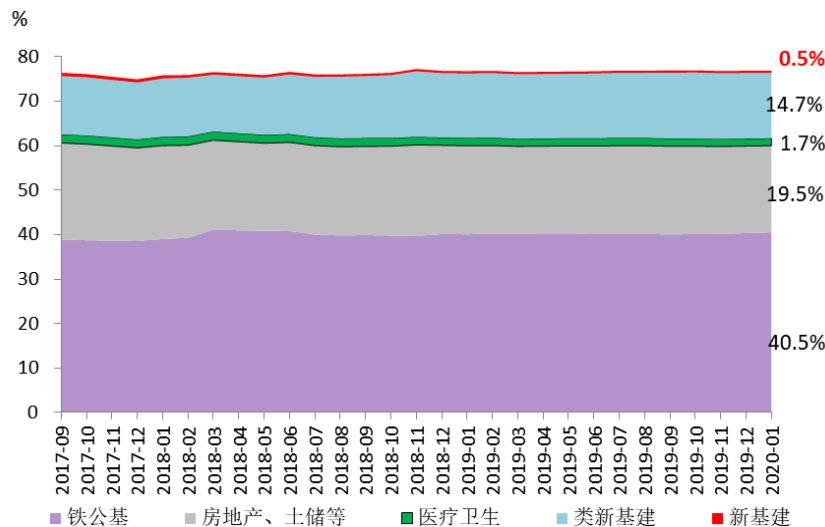
截止2020年1月，存量PPP项目总投资规模大概17.6万亿元，其中：

- ✓ “新基建”项目在整个PPP项目库中少的有点可怜，不足1000亿元，占比只有0.5%；
- ✓ 类“新基建”项目，如轨道交通、园区开发、垃圾发电等，在PPP项目库中大约2.6万亿，占比14.7%左右；
- ✓ 铁公基（铁路、公路、港口、码头、机场、隧道等），约7.1万亿元，占比接近41%。

PPP项目库中“新基建”和类“新基建”的规模



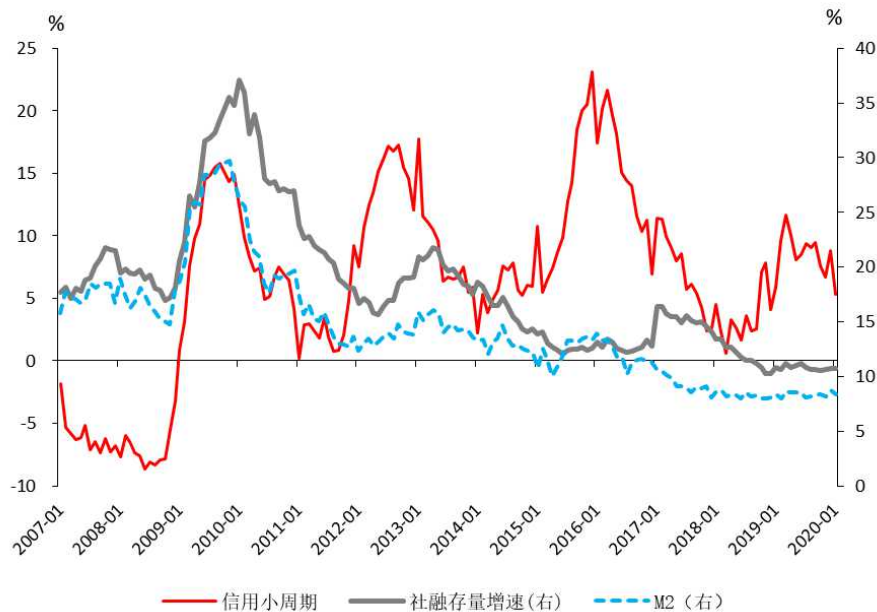
PPP项目库中“新基建”和类“新基建”的占比



货币政策：我们认为央行有可能下调LPR达40bp，定向降准100bp，以及存款基准利率25bp。

金融政策：资管新规等继续延期，或再延一年，金融市场化改革将持续不断。

我国信用周期又出现回落，但货币增速已从放缓到企稳

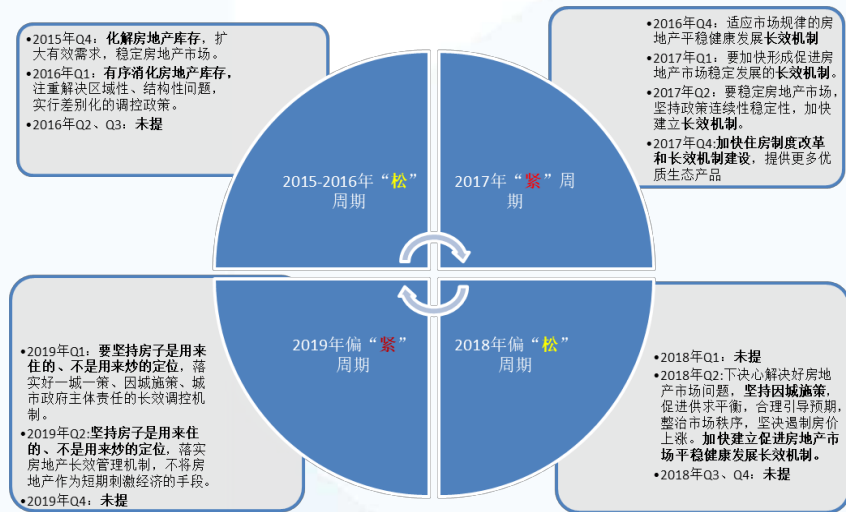


房住不炒基调不变，但适当支持改善型住房需求；

29个省（市）房地产调控政策从紧到松形成六个梯队：

- **最严**：只强调“房住不炒”，调控基调最严：代表北京。还包括浙江、海南、河北、湖南、吉林、江苏、山西。
- **次之**：强调“房住不炒”，又强调“三稳”：代表上海。还包括宁夏。
- **趋松**：只强调“三稳”：福建、湖北、江西、重庆。
- **松动空间大**：强调差别化调控、因城施策：广东、安徽、甘肃等。
- **只强调“平稳健康发展”等**：河南、广西、内蒙古、辽宁、新疆。
- **未提房地产**：29省（市）公布的两会报告来看，贵州、山东、天津、西藏未提及房地产。

2020年房地产政策大概率边际趋“松”周期



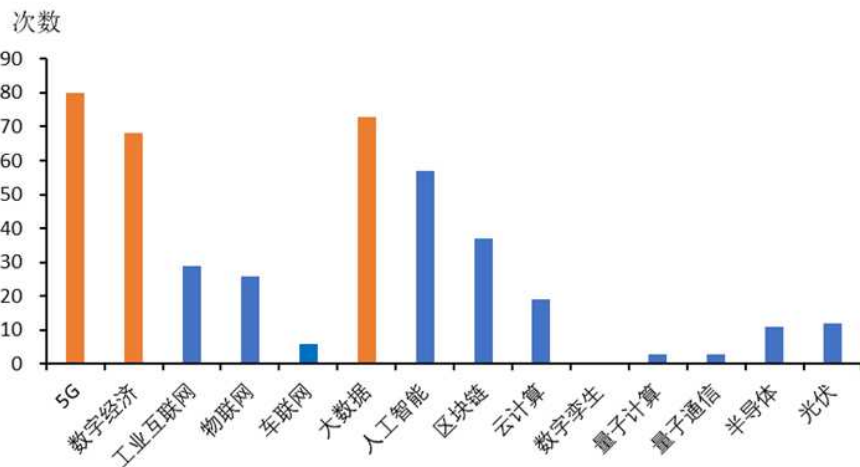
资料来源：各省（市）政府工作报告，政治局会议公告，国泰君安证券研究

2020年中国产业政策将与“新基建”结合起来，以信息技术和新能源汽车为产业政策突破点，并辅以集成电路、生物医药等行业支持。

29省（市）地方政府工作报告新经济聚焦点在5G、集成电路、生物医药等

29省（市）地方政府工作报告提5G、数字经济、大数据、人工智能最多

四个领域	具体方向
着力打造先进制造业集群	聚焦工程机械、集成电路、高端装备、生物医药、物联网、前沿新材料等 13 个先进制造业集群，实施一批强链、补链、延链项目，全力提升产业基础能力和产业链现代化水平。
着力加大技术改造力度	大力发展“5G+工业互联网”，实施智能制造工程和制造业数字化转型行动，推动工业化与信息化深度融合，促进“江苏制造”向“江苏智造”转变。
着力推动产业优化提升	深入实施现代服务业质量提升行动，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸、生活性服务业向高品质和多样化方向发展，全面提升现代服务业与先进制造业融合发展水平。
着力培育壮大“三新”经济	加强人工智能、大数据、区块链等技术创新与产业应用，培育壮大新一代信息技术等战略性新兴产业，加快 5G 通信网络和车联网先导区建设，大力发展数字经济，以新产业、新业态、新模式为高质量发展增添新动能。



资料来源：各省（市）政府工作报告，国泰君安证券研究

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，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任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。