

清华大学国家治理与全球治理研究院研究报告

保安全、稳民生、谋长远：
全球疫情下的经济形势分析战略报告

清华大学中国经济思想与实践研究院疫情课题组

（李稻葵、厉克奥博、李冰、陆琳、郭美新、冯明、
徐翔、石锦建、吴舒钰、陈大鹏、张驰、张鹤、郎昆）

2020年4月18日

保安全、稳民生、谋长远： 全球疫情下的经济形势分析战略报告

清华大学中国经济思想与实践研究院疫情课题组

（李稻葵、厉克奥博、李冰、陆琳、郭美新、冯明、徐翔、石锦建、吴舒钰、陈大鹏、张驰、张鹤、郎昆）

2020 年 4 月 18 日

新冠肺炎疫情作为百年来最大的公共卫生事件，对全球生产生活造成了巨大冲击，今年预计将出现二战以来的第一次全球经济负增长。我们认为，新冠疫情将大大加速百年未有之大变局的历史进程，原本要经历十到二十年的长期缓慢变化可能会被压缩到在未来两三年集中出现，外部环境的恶化程度甚至会超过改革开放以来的任何时期。百年未有之大变局，根本标志在于美国的相对衰落和新兴国家的崛起。当前美国社会严重分裂，社会矛盾积累，国际领导力下降，美国已经从全球利益的平衡者和规则制定者，变成了考虑自身利益的国家。疫情之后，美国很可能会以清算心态以攻为守，对中国的发展制造障碍，从而掩盖在疫情防控工作的失误和回应国内的不满情绪。我们认为，现行的全球化模式将要结束，中国作为全球化最大的受益者，对此必须以底线思维做好全面的心理准备和政策应对。

当前，中国距离迈过中等收入门槛还差最后一步，为了应对未来形势的变化，必须清晰中国经济当前所处的阶段，从而找出应对之策。我们认为，当前中国经济正处于工业化的中后期，城镇化的中期，产业升级的关键期，和信息化的深化期。能否成功地释放出这四个阶段所蕴含的国内需求潜力，将是未来中国经济能否平稳增长，实现两个一百年奋斗目标的关键。

我们研究院曾于 2 月 21 日发布的报告提出，新冠病毒不同于非典可以被短时间内完全消灭，而是可能以弱而不灭的状态长期持续，因此积极复工是与病毒打持久战的最有效的方式。当时在疫情没有大规模境外传播的背景下，我们判断疫情将于一季度末到二季度得到控制，在政府出台积极应对措施的假设下，预计对经济增长的影响大约是 -0.17 到 -0.36 个百分点。然而，疫情在全球的快速蔓延，以及欧美对疫情应对的迟缓，让世界经济出现了大范围的停滞，反过来严重影响了中国经济复工的进程以及外贸、产业链等诸多领域。根据目前的严峻形势，我们计算在不采取政策刺激的情况下，全年 GDP 增速为 1.9%。

考虑到未来两三年国际环境快速恶化的可能性，我们认为中国今年以及未来两三年经济工作的核心应当围绕三

个方面。第一，保安全。着力确保金融安全、供应链安全、能源安全、科技安全、粮食安全，防止这些关键领域出现问题导致发展倒退。第二，稳民生。着力保障中低收入者的收入，帮助中小企业纾困，稳定就业形势。第三，谋长远。推动包括国企改革，要素市场改革等一系列市场化改革，着力通过中等收入人群倍增的方式，培育和释放内需，为中国经济中长期发展提供动力。

因此，对于今年的经济增长目标，我们认为不宜设置过高。在百年未有之大瘟疫的冲击下，如果依旧按照原有增长目标实施政策，将透支未来两三年的政策空间，导致疫情过后外部环境恶化时，我们正处于前期刺激政策副作用的消化期，造成被动局面。基于此，我们建议今年力保完成城乡居民人均可支配收入的翻一番，GDP 增长重点考虑保就业的需要，即 GDP 增长 3%到 4%。

本报告将系统地分析疫情发展和结束方式，疫情对国际国内经济金融影响以及相关政策建议。

目 录

一、全球疫情尚处爆发期，美欧成为风暴中心.....	5
（一）重点国别和区域疫情现状分析	6
1. 美国：新增病例处于“高峰期”，防控形势严峻.....	6
2. 欧洲：疫情多点爆发，防控全面升级.....	8
3. 日韩：输入性风险递增，疫情整体可控.....	9
4. 东南亚和南亚：医疗水平不足，疫情爆发风险陡增.....	11
（二）展望：疫情何时以何种方式结束？	13
1. 疫情发展的两大不确定性因素：防控力度+疫苗和特效药.....	13
2. 重点国家和地区疫情展望.....	14
二、国际经济形势分析.....	16
（一）国际经济和金融现状	16
1. 世界经济增长乏力，疫情负面冲击显著.....	16
2. 反全球化浪潮迭起，国际形势严峻复杂.....	17
（二）新冠疫情会否导致新一轮国际金融危机	18
1. 如何定义金融危机.....	18
2. 新冠疫情是否会诱发金融危机.....	20
3. 全球性信用扩张的潜在后果.....	21
（三）新冠疫情对国际贸易的影响	22
1. 新冠疫情将强化“三足鼎立”的国际商品贸易结构.....	22
2. 疫情对中国国际贸易的影响.....	23
三、国内经济形势分析.....	24
（一）中国经济当前所处的发展阶段	24
1. 中国处于工业化的中后期.....	24
2. 中国处于城镇化发展的中期.....	25
3. 中国处于产业升级的关键期.....	27
4. 中国处于信息化的深化期.....	28
（二）2020 年经济增长目标	29

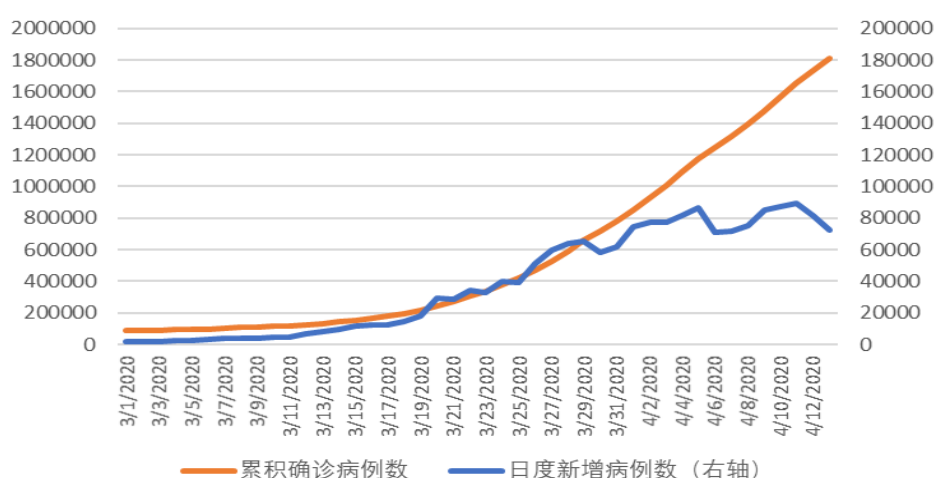
1. 无刺激政策情况下的 GDP 增速预测.....	29
2. 两种增长目标下所需的政策刺激估算.....	29
四、应对措施——保安全，稳民生，谋长远.....	30
（一）保安全——防止中国经济发展的安全基础受到冲击	30
1. 更加重视粮食安全，防止国际粮价大幅上涨风险.....	30
2. 加强石油安全，加快石油储备建设，防止航道运输风险.....	31
3. 力保东亚产业链安全，防止关键产业链断裂风险.....	31
4. 多措并举守护金融安全，务实推动金融双向开放.....	33
（二）稳民生——稳定就业形势，保证居民收入持续增长	34
1. 疫情冲击下财政收支平衡压力骤升.....	34
2. 应对疫情、重振经济，财政政策将从多渠道发挥主导作用.....	35
3. 刺激政策发力重点应当是中低收入群体生活及中小企业生存，避免政府投资过多.....	36
（三）谋长远——培育市场，发力内需，努力实现中低收入群体倍增	37
1. 推动土地和户籍制度改革，新型城镇化潜力巨大.....	37
2. 加快推动化解不良资产，在高杠杆的环境下实现杠杆置换.....	40
3. 务实推动金融双向开放，低调推进人民币国际化.....	42
4. 消除汽车消费政策瓶颈，汽车消费有望成为拉动消费的主要动力.....	43
5. 制定中等收入群体倍增计划，促进中长期国内需求释放.....	45
五、总结.....	47

一、全球疫情尚处爆发期，美欧成为风暴中心

新冠病毒与非典相比，传染性更高，隐蔽性更强，大概率将死而不灭，反复出现，因此防疫工作将是一场持久战，同时，人类也必须适应病毒的存在，在疫情基本得到控制的条件下积极恢复生产工作。

世界卫生组织（WHO）1月30日宣布新冠肺炎疫情为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC），3月11日又升级为“全球大流行”（pandemic）。根据WHO数据，截至4月13日，全球累计确诊病例已经超过177万人，死亡超过11万人，涉及200多个国家和地区。整体来看，全球疫情处于爆发高峰，日度新增病例数已经呈现“达峰”迹象（如图表1所示）。

图表1 全球疫情发展（3月1日至4月13日）



数据来源：欧洲疾控中心（ECDC），来自 <https://ourworldindata.org/coronavirus>

但疫情发展尚具有较大不确定性，累计确诊总数“达峰”转降尚需较长时间。不确定性因素之一是各国目前的严格隔离政策能否有效落实、能持续多久，国际防疫合作能否发挥实效，之二是疫苗和特效药（包括研发新药和测试传统药物）进展。目前来看，由于新冠肺炎病毒的传染性强、潜伏期长、潜在的无症状感染者不易识别，加之疫苗和特效药短期内很难面市并获得大面积应用，**疫情很可能不会在短期内消失，而将在较长时期内持续**。整体看全球疫情走势，我们认为，**最有可能的疫情退出路径是，疫情将大概率跨年，夏季减弱、秋冬季二次爆发，在明年春季后随着疫苗和特效药的上市而逐渐缓解**。这决定了统筹推进疫情防控和经济社会发展的重要性，全球将面临一场“持久战”和“适应战”。一方面，疫情防控不能指望“毕其功于一役”，要做好打“持久战”的准备，落实“常态化”疫情防控举措。另一方面，经济不可能长期“停摆”，社会不可能长期维持“社交隔离”，随着疫情“达峰”下行，全球经济体将面临“适应战”，即适应疫情发展特点，在常态化疫情防控中推进生产生活秩序全面有序恢复。

当然，不同国家和地区处于疫情发展的不同阶段，需要分别判断其疫情形势。**中国**疫情爆发以来，各级政府采取强力措施，全国范围企业停产停工、居民居家隔离、病例应收尽收，目前疫情防控已经取得阶段性胜利，进入“外防输入、内防反弹”的阶段，关键是统筹推进疫情防控和经济社会发展，坚持在常态化疫情防控中加快推进生产生活秩序全面恢复，大部分地区很可能在4月底恢复正常经济生活。**韩国**也因为“早发现、早隔离、早治疗”，较为有

效地控制了疫情，在输入性风险可控的情况下，将在夏季来临前结束疫情。日本早期较为成功地控制了疫情扩散，但 4 月以来疫情重新呈现爆发态势，目前已经部分进入“紧急状态”，虽然有本地扩散风险和输入性风险，但日本防控政策会根据疫情发展灵活调整，整体风险可控。东南亚、南亚国家因病毒检测不到位而存在不确定性，人员的密集、医疗条件的不足也增加疫情防控的困难，但随着防控措施的不断加码、中国支援物资筹措的进一步到位，再加之良好的气候条件，我们判断这些国家也有望在 3 个月之内基本防控住疫情的发展。然而，美国和欧洲国家的形势却不如亚洲国家乐观，疫情很可能在今年夏天得不到有效控制并在秋冬季节出现二次爆发。4 月是美国抗击疫情的关键窗口，目前已经呈现“高峰期”迹象，但疫情防控尚存在较大不确定性。我们判断美国新增病例数已经“达峰”、之后将逐渐下降，但总病例数“达峰”尚需较长时间，夏季之前控制疫情难度较大，秋冬可能发生“二次爆发”，需要依靠疫苗或者特效药来控制疫情，如果疫苗和特效药到位，2021 年将结束疫情，否则疫情可能持续到 2022 年甚至更长时间。欧洲部分国家（例如德国），已经做好了“持久战”准备，官方口径是按照 2 年抗疫计划来部署工作，这意味着相关国家寄希望于在温和的隔离政策、部分停工停产的情况下，在较长时间内逐步控制疫情。

（一）重点国别和区域疫情现状分析

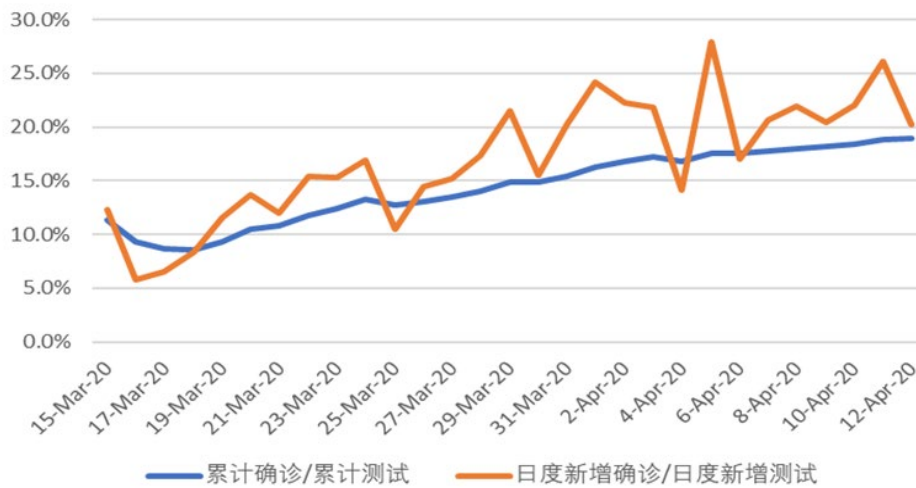
1. 美国：新增病例处于“高峰期”，防控形势严峻

美国已经成为新冠肺炎疫情的新“震中”。根据约翰·霍普金斯大学数据，截至 4 月 12 日，美国累计确诊超过 56 万例（全球最多），死亡超过 2.2 万例（全球最多）。美国 50 个州已经全部进入新冠疫情“巨灾状态”（Major Disaster Status）。3 月 28 日，美国疾控中心针对纽约、新泽西和康涅狄格州发布“旅行警示”，要求避免到这些地区旅行。目前美国疫情已经呈现“高峰期”迹象，防控形势依然严峻。

一是检测能力快速提升，日度新增病例数已经基本稳定，但各州情况差别较大。3 月 18 日美国总检测数仅为 8.1 万，22 日提升至 20 万左右，26 日超过 48 万，3 月 30 日超过 85 万，4 月 3 日超过 150 万，4 月 12 日则超过 280 万。随着检测能力提升，确诊病例也大幅上升，但近日日度新增病例数已经基本稳定。按照 WHO 数据，4 月 8 日至 4 月 13 日，美国日度新增病例数基本稳定在 3 万左右（分别为 29510、31709、30859、35386、31606、31633）。同时，美国阳性率也呈现“达峰”迹象，“新增确诊/新增测试”与“累计确诊/累计测试”两项指标均初步呈现稳定态势（见图表 2）。全球来看，目前美国阳性率处于全球平均水平¹。但是，横向来看，各州情况差别较大。纽约、华盛顿、加州、路易斯安娜、宾夕法尼亚等疫情比较严重的州目前检测数目较大，日度新增病例数已经达峰后转为下降，但是新泽西等处于疫情爆发期的州检测不足（截至 4 月 12 日，总检测数 12.7 万，其中阳性高达 6.2 万，阳性率近 50%），某些疫情尚不严重的州检测量尚较小（截至 4 月 12 日，怀俄明州检测数仅 5571，南达科塔 8553）。

图表 2 美国新冠病毒测试阳性率

¹ 参考 <https://ourworldindata.org/grapher/covid-19-total-confirmed-cases-vs-total-tests-conducted>



数据来源：<https://ourworldindata.org/grapher/covid-19-total-confirmed-cases-vs-total-tests-conducted>

二是关键医疗物资生产和供应逐渐发力，但仍可能面临缺口。特朗普政府已经正式动用“国防生产法”(Defense Production Act)，来协调关键医疗物资和设备的生产。美国药监局也针对呼吸机等发布了“紧急使用许可”(Emergency Use Authorization)，允许将类似设备改造成呼吸机用于临床救治。美国医疗体系现有呼吸机约 17.5 万台。疫情之前美国大约有 5 万个重症监护室 (ICU)，根据 CDC 估计，可以增加至 10 万个。根据中国经验，约有 20% 的确诊病例需要入院治疗，约有 5% 的病例会发展成重症。假设美国医疗体系可以拿出一半的医疗资源应对新冠疫情（新增的全用在新冠患者身上），则美国现有 ICU 可以同时应对 5 万名重症，约对应 100 万确诊病例。从总数来看，美国医疗体系具备应对能力。但是，因为跨区域调动难度大等因素，疫情严重州的医疗体系可能能力不能支。纽约在疫情爆发过程中艰难地从各地“抢呼吸机”，如今勉强可以应对重症需求²，但新泽西等处于爆发期的州严重缺乏呼吸机等关键设备，4 月 11 日全州呼吸机储备仅剩余 61 台³。同时，专业医护人员缺口也不容小觑，设备可以量产，但专业医护人员无法短期内培训完毕。例如，纽约州仅有 7713 名医师持有呼吸机操作的资格证。⁴

三是已经落实较为严格的隔离措施，但跨区域人员流动难以管控。美国政府针对全国发布了“社交隔离”(social distancing) 相关政策，主要包括禁止人员集聚、关闭非必要公共场所等，目前计划执行至 4 月末。这对于减少社区传播具有积极意义。疫情严重区域主动延长“社交隔离”期，例如纽约市决定公立学校 6 月底之前将保持停课状态。但是，目前跨区域人员流动管控不严，例如在纽约州政府的反对下，美国政府未能对纽约州等疫情大爆发的州采取“封城”措施，只是发布了旅行警示，要求避免非必要旅行，这无法阻断疫情州和非疫情州之间的人员流动和疫情扩散。同时，特朗普坚持不在联邦层面出台强制隔离政策，让各州自行决定防控力度，截至 4 月 10 日，犹他、怀俄明、爱荷华等 8 个州尚未出台居家隔离政策。另外，受制于隐私保护等原因，美国对于确诊病例的历史活动范围缺乏追踪，根据美国疾控中心数据，95% 以上的确诊病例的感染原因尚未查明。随着疫情达峰，美国社会要求“复产复工”的呼声将逐渐增强，社交隔离无法长期维持，疫情已经初步缓解的州也不能排除疫情反弹的可能。

² 参考 <https://nypost.com/2020/04/12/de-blasio-says-nyc-has-enough-ventilators-ppe-for-coming-week/>

³ 参考 <https://www.pix11.com/news/coronavirus/latest-coronavirus-updates-in-new-jersey-sunday-april-12-2020>

⁴ 参考 <https://nypost.com/2020/03/29/heres-the-next-big-problem-after-new-york-gets-ventilators/>

整体来看，美国是“两手准备”，一方面寄希望于通过严厉手段控制疫情扩散、在 6 月之前初步控制疫情，另一方面做好“持久战”准备、走一步看一步。

2. 欧洲：疫情多点爆发，防控全面升级

3 月 13 日，世卫组织宣布欧洲成为新冠肺炎疫情的“震中”。三月下旬，欧洲多国疫情出现指数型增长，其中意大利、西班牙、德国、法国疫情最为严重。进入四月以来，欧洲多国新增病例和死亡病例出现放缓迹象，但世卫组织认为，欧洲疫情尚未形成持续稳定的“降温”态势。截至 4 月 11 日，欧洲新冠肺炎累计病例数已接近 78 万例，累计死亡数接近 7 万例，其中西班牙累计确诊病例 163027 例，死亡 16606 例，病死率超过 10%；意大利累计确诊病例 152271 例，死亡 19468 例，病死率接近 13%；德国累计确诊病例 125452 例，死亡 2871 例；法国累计确诊病例 93790 例，死亡 13832 例；英国累计确诊病例 79885 例，死亡 9892 例；土耳其、比利时、瑞士、荷兰等国累计确诊病例也均超过两万例，且确诊增速居高不下。

图表 3 欧洲部分国家疫情数据

国家	累计确诊	新增	死亡
西班牙	163027	4754	16606
意大利	152271	4694	19468
德国	125452	3281	2871
法国	93790	3114	13832
英国	79885	5280	9892
土耳其	52167	5138	1101
比利时	28018	1351	3346
瑞士	25107	556	1036
荷兰	24571	1322	2653
葡萄牙	15987	515	470
奥地利	13806	246	337
俄罗斯	13584	1667	106
瑞典	10151	466	887

注：以上为北京时间 4 月 11 日 24 时前的数据，累计确诊病例小于 10000 例国家未列入内。

为应对新冠肺炎疫情扩散，欧洲各国逐步加强防控措施。自意大利于3月10日宣布封国以来，欧洲各国陆续封闭边境，限制人员跨国流动。除此之外，各国政府陆续采取了停止非必要的商业活动、限制居民外出、学校停课、呼吁居家办公、停止公众集会、关闭公共场所、关闭公共交通等隔离措施，并开始建设方舱医院。根据公开资料收集，我们将欧洲主要国家目前采取的防控措施总结如图表4。就目前消息来看，停工停产状态基本至少要继续到四月下旬。例如，捷豹路虎英国工厂日前宣布停产，预计4月20日复工，但仍需视情况变化而定。日产英国工厂自3月中旬以来一直处于停工状态，并且4月无复工计划。宝马欧洲工厂日前公布停工停产预计持续到4月19日。此外，三月下旬以来，欧洲多国不断升级防控措施，延长禁足期限，如法国将原本3月31日到期的禁足令延长至4月15日，日前又宣布还将继续延长；西班牙政府将向议会申请将国家紧急状态延长至4月25日；德国将禁足令延长至4月19日；金融时报发表文章称英国“封国”措施可能持续六个月。

图表4 欧洲主要国家目前采取的防控措施

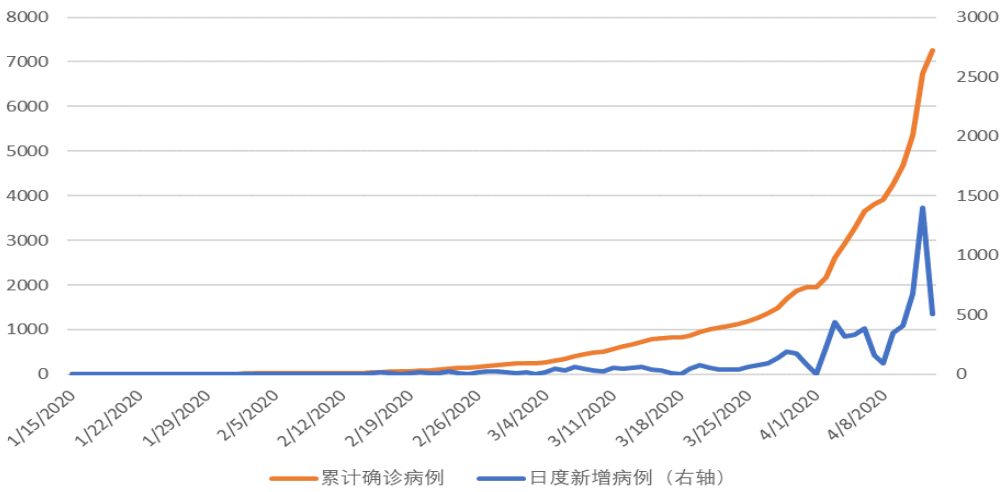
	关闭边境	停止了所有非必要商业活动（关闭餐厅、酒吧等）	限制居民外出	学校停课/呼吁员工在家办公	停止公众集会（暂停体育比赛，停止举办婚礼葬礼宗教仪式等）	关闭公共场所（包括公园博物馆艺术馆等）	关闭公共交通	建设方舱医院
意大利	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓
英国	×	✓	✓	✓	✓	✓	部分关闭	✓
西班牙	✓	✓	✓	✓	✓	✓	部分关闭	✓
法国	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓
德国	✓	✓	✓	✓	✓	✓	×	✓

3. 日韩：输入性风险递增，疫情整体可控

新冠疫情在日本发生较早，但确诊病例在较长时间内增加缓慢，到3月底累计确诊不到2000例，死亡62例。进入4月后，疫情呈现爆发态势，4月13日累计确诊已经达到7255例，死亡102例。4月7日，日本宣布东京都、大阪府等7个地区进入“紧急状态”，暂定持续1个月。这七个地区的地方政府有权采取严格隔离措施，包括要求居家隔离、学校停课、电影院等非必要公共场所关闭、可以强制征用医药物资、采取行政手段管控食品和药品销售等。4月13日，日本政府称，目前没有理由将紧急状态扩大到全国，不会“封城”，但呼吁民众做好防疫持久战准备，展开“最大限度的警戒”。目前日本病毒检测数目较低，主要是因为日本政府对潜在患者进行病毒检测的条件比较严格，例如对无症状、非高危人群的检测条件是“连续4天体温超过37.5度”，目的是为了减少对医疗体系的挤兑。根据3月20日专家委员会讨论结果，目前日本防疫重点是限制集会以及增强医疗体系应对重症患者的能力。

检测数目有限，加上隔离措施力度不够大，可能导致轻症患者引发大规模疫情扩散。同时，虽然日本已经限制外国人入境，但随着日本公民回国增多，输入性病例爆发的风险值得警惕。⁵

图表 5 日本新冠疫情累计确诊病例和日度新增病例（1 月 15 日至 4 月 13 日）

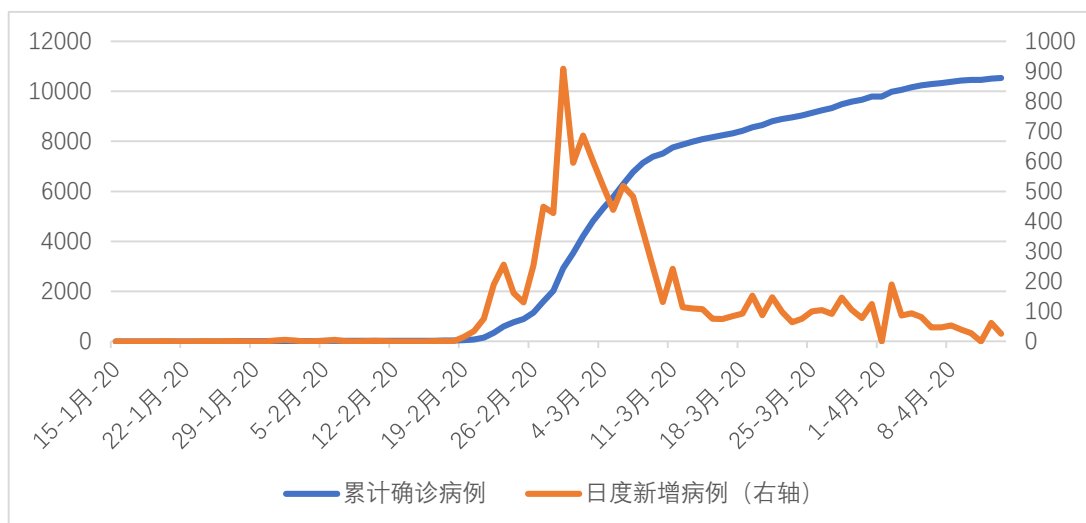


数据来源：欧洲疾控中心（ECDC），来自 <https://ourworldindata.org/coronavirus>

自 2 月 18 日由于大规模聚集性感染事件而导致每日确诊病例暴增以来，韩国病例爆发持续 10 日之久，确诊病例由最初的数十例增至 5000 多例。然而，韩国政府及时采取果断的应对措施，包括通过大量的检测检出确诊病例、结合大数据网络彻查病例移动路径、隔离与确诊病例的接触人员并对其采取禁止出境措施、全民医保制度确保所有感染者得到优质且低廉的治疗等，韩国实现在避免大面积停工停产的情况下，尽快控制住疫情蔓延走势。截止当前，韩国的每日新增感染者人数控制在两位数，且死亡率控制在 1% 以内，该指标远低于全球平均 2.3% 左右的 covid-19 致死率。

图表 6 韩国新冠疫情累计确诊病例和日度新增病例（1 月 15 日至 4 月 13 日）

⁵ 参考 <https://www.vox.com/covid-19-coronavirus-explainers/2020/3/28/21196382/japan-coronavirus-cases-covid-19-deaths-quarantine>

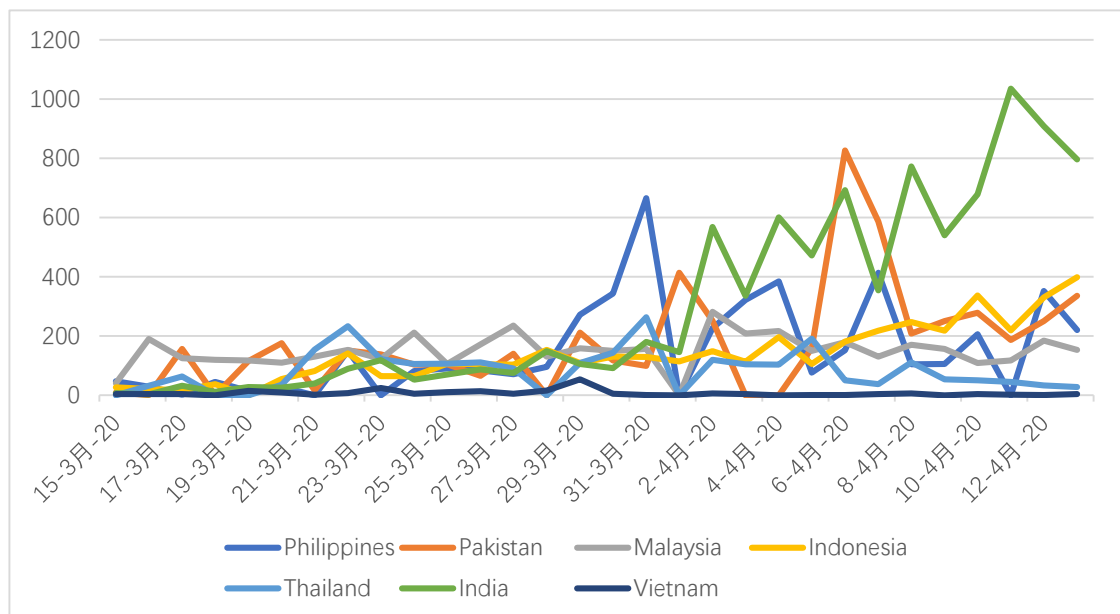


数据来源：欧洲疾控中心（ECDC），来自 <https://ourworldindata.org/coronavirus>

4. 东南亚和南亚：医疗水平不足，疫情爆发风险陡增

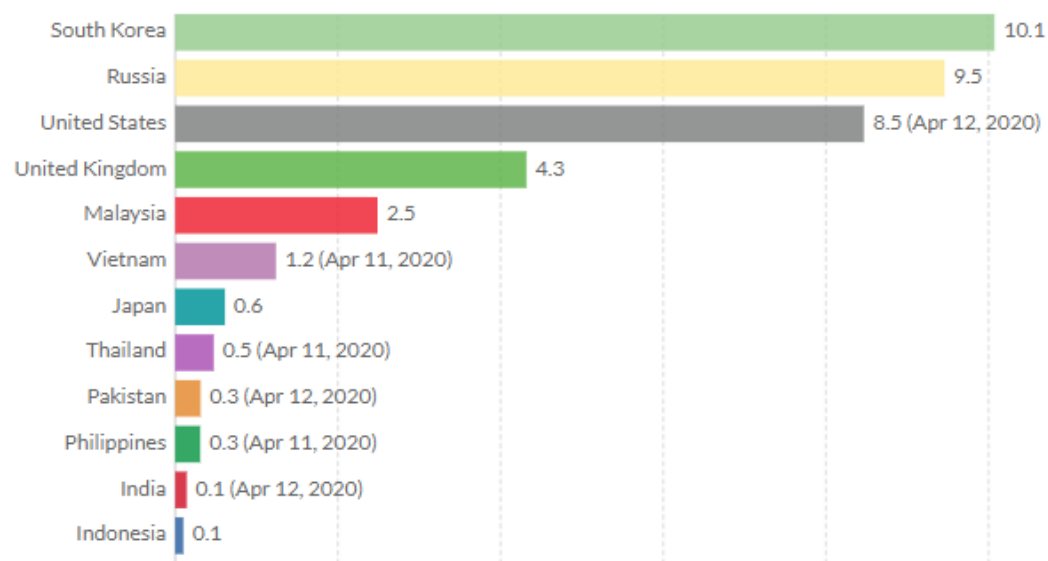
除了陷入危机的欧美国家和表现突出的东亚国家外，还有一批国家的疫情发展也值得关注，那就是医疗水平相对有限而人口却密集的东南亚国家。虽然与欧美国家相比，这些国家的累计确诊和死亡病例数都处于较低水平，其中确诊病例数最多印度的病例总计 9152 人（截至 4 月 13 日），尽管如此，我们仍对这一地区的疫情发展持谨慎的态度，认为该地区疫情爆发并造成人道主义危机的风险较大。一方面，东南亚、南亚国家的病毒检测能力较弱，脆弱的医疗体系不足以支持大规模的疫情检测，因此可能存在较多未被确诊的隐藏新冠病毒感染者。以印度为例，随着最近一段时间来检测水平和检测量的提高，印度的新冠确诊病例数从 3 月底的一千多例陡增至几近过万，即便如此，印度的千人 COVID-19 检测数仅有 0.1 人，远低于美欧国家，甚至低于东南亚国家和其他发展中国家。另一方面，东南亚、南亚国家的医疗供给不足，根据世界银行的统计，除了医疗水平在全球居领先水平的新加坡之外，绝大多数国家的千人医生数均低于世界平均水平，其中在东南亚的人口第一大国印度尼西亚，每 2650 人中才有一位医生。稀缺的医疗资源使得这些国家在面临一场大的疫情冲击时，极易出现医疗资源的挤兑，造成社会恐慌、疾病死亡率上升等严重的后果。所幸的是，在 3 月中旬疫情严峻之后，东南亚多国均升级了防控措施，包括菲律宾、马来西亚在内的多个国家均实现了不同程度的“封城”，并禁止群体性活动和集会，该地区国家炎热潮湿的气候条件也有助于抑制病毒活性，降低交叉感染的概率。

图表 7 东南亚及南亚主要国家新增病例数



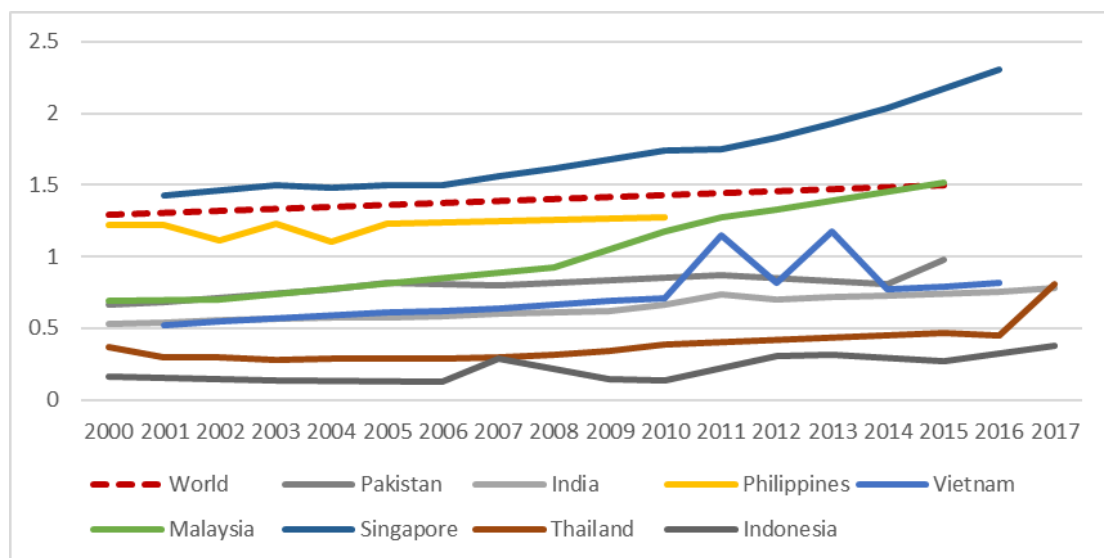
数据来源: European CDC-Latest situation update worldwide

图表 8 每千人 COVID-19 检测数 (截至 2020 年 4 月 13 日)



数据来源: OurWorld in Data

图表 9 东南亚及南亚国家的千人医生数



数据来源：世界银行 WDI 数据库

（二）展望：疫情何时以何种方式结束？

1. 疫情发展的两大不确定性因素：防控力度+疫苗和特效药

整体来看，全球疫情尚处爆发期，疫情发展具有较大不确定性。

不确定性因素之一是各国目前的严格隔离政策能否有效落实、能持续多久，国际防疫合作能否发挥实效。钟南山表示全球疫情至少持续到 6 月，但夏天结束战斗的前提是各国像中国一样对疫情进行强力有效的干预。同时，钟南山也指出，由于新冠肺炎病毒传染性极强、存在无症状感染者，不能指望疫情全部消失，控制在不影响生活生产即可。张文宏认为，新冠病毒死亡率不高的特点干扰了西方国家的最初对疫情的判断，在“走一步看一步”的策略导致现如今几近失控的疫情局面后，西方国家纷纷将策略调整为中国式的积极抗疫战略“早识别、早隔离、早治疗”，只要策略积极，疫情有效防控只是时间问题，预期疫情高峰会出现在 4-6 月，夏天大多数病例能得到很好的控制，但秋冬季节疫情很可能再次复发，且持续 1-2 年的时间。

不确定性因素之二是疫苗和特效药（包括研发新药和测试传统药物）进展。如果进展顺利，例如疫苗可以实现较大概率免疫并可较低成本大规模量产，或者特效药可以显著降低重症率和死亡率、并可较低成本大规模量产，则疫情会较快得到有效控制，社会恐慌心理也将大大缓解，世界各国将从严格隔离状态迅速转入“大规模疫苗接种或者特效药救治+稳步恢复经济社会秩序”的轨道。如果进展不顺，则还得依靠最传统的全球大隔离的方式“闷死”病毒。对疫苗持比较乐观态度的钟南山认为，疫苗将最早于 9 月份可以用在人身上，而张文宏则认为疫苗的研发和上市大概需要 1 至 3 年，且成功率存在较大不确定性。美国政府防治新冠肺炎疫情的首席技术专家福奇认为虽然近期中美都已经开始了第一批新冠疫苗的人体实验，但距离疫苗的广泛使用至少需要 1 年至一年半。从现有的疫苗和药物研发项目进度来看，我们认为 2020 年疫苗或者特效药上市的概率较低。根据 Milken Institute 数据，截至 4 月 13 日，全球有近 200 种针对新冠病毒的疫苗或者药物在研发过程中，包括 79 种疫苗，37 种抗体，18 种抗病毒药物，12 种常规药物，4 种 RNA 相关药物和 7 种细胞相关药物，但业界普遍认为疫苗和药物研发进度具有极高的不确定性。对于疫苗，中美均已开始人体测试。在已经公布的疫苗研究计划中，进展较快的项目预期 2020 年 3 月开

始“第一阶段测试”（针对患者群体随机测试），年末完成，2021年初进入“第二阶段”（小规模，针对身体健康的志愿者）以及“第三阶段”（较大规模，针对身体健康志愿者），但尚未有项目公布预期完成日期。普遍估计可供大规模使用的疫苗1年之后才有望上市。抗体类药物普遍预期2020年夏季开启“第一阶段测试”，其中进度最快的已经进入第二阶段/第三阶段测试，或者预期2020年4月完成第二阶段初步测试。针对已有药物的测试，美国药监局已经正式允许羟氯喹和阿奇霉素（两种现有的廉价药品）用于临床测试，同时还有多个不同项目在测试其他药物（包括钟南山院士参与的连花清瘟胶囊测试项目），但目前来看，很难形成稳健的结论，并非“特效药”。

我们认为疫苗和特效药短期内不能对当前疫情走势起到决定性扭转作用，还需要依赖严格的隔离措施。但随着疫情逐渐接近高峰，美欧等国家可能无法持续当前的严格隔离状态，一旦公众要求恢复正常经济社会生活的呼声变强，可能会转入“走一步、看一步”的“边防疫边复工”的状态。

在各国对疫情的应对措施不同、且疫苗和特效药的研发存在不确定性的情况下，我们认为此次疫情将有三种不同的退出路径。在第一种比较乐观的情景下，世界各国通力合作，不惜以牺牲经济为代价，进行高效的协同“闭关”，则有望像中国一样在3个月内结束战斗。按照这一路径，疫情将在夏天得到根除。在第二种比较中性的情境下，正如传染病专家所预测的那样，疫情将在4-6月达到高峰，夏季短暂的减弱之后，秋冬季将卷土重来。在来年春季时，新冠疫情仍将出现小高峰，但随着疫苗和特效药在一年后上市，病毒将得到彻底控制。在第三种悲观情形下，疫苗和特效药的研发不顺利，欧美国家采用消极抗疫的政策，寄希望于群体免疫，从而造成病毒肆虐并造成大量死亡案例。疫情将持续2年以上，在病毒不断变异的过程中毒性降低，与人类长期共存。

我们认为第二种中性情景，即病毒将在夏季减弱、秋冬季二次爆发，并在明年春季后随着疫苗和特效药的上市而结束，是最有可能的疫情退出路径。这决定了统筹推进疫情防控和经济社会发展的重要性，全球将面临一场“持久战”和“适应战”。一方面，疫情防控不能指望“毕其功于一役”，要做好打“持久战”的准备，落实“常态化”疫情防控举措。另一方面，经济不可能长期“停摆”，社会不可能长期维持“社交隔离”，随着疫情“达峰”下行，全球经济体将面临“适应战”，即适应疫情发展特点，在常态化疫情防控中推进生产生活秩序全面有序恢复。

然而，不同国家处于疫情发展的不同阶段，因此在分析疫情走势时不可一概而论。我们将针对具体国家和地区做疫情发展展望。

2. 重点国家和地区疫情展望

中国疫情防护形势积极向好，已经取得阶段性胜利，进入“外防输入、内防反弹”的阶段，关键是统筹推进疫情防控和经济社会发展，坚持在常态化疫情防控中加快推进生产生活秩序全面恢复。学者们普遍认为，中国国内疫情在4月底能得到基本控制，大部分地区将恢复正常的经济生活秩序。

韩国也因为“早发现、早隔离、早治疗”，较为有效地控制了疫情，在输入性风险可控的情况下，将在夏季来临前结束疫情。**日本**早期较为成功地控制了疫情扩散，但4月以来疫情重新呈现爆发态势，目前已经部分进入“紧急状态”，虽然有本地扩散风险和输入性风险，但日本防控政策会根据疫情发展灵活调整，整体风险可控。**东南亚、南亚**国家因病毒检测不到位而存在较大不确定性，虽然防控措施不断加码，但医疗卫生水平的不足使得疫情爆发风险上升，有可能成为下一个全球疫情震中。

美国疫情呈现爆发高峰迹象，大概率疫情要跨年。哈佛大学医学院传染病专家 Ashish Jha 认为，美国面临经济停摆和疫情大爆发的两难，且由于前期反应迟钝而错过防控黄金期，目前解决两难困境的关键是进行大规模病毒检测和严格的“早发现、早隔离、早治疗”措施。3月25日，华盛顿大学健康指标和评估研究所（IHME）发布预测，即使维持现有的“社交隔离”措施，新冠肺炎导致的重症医护需求也会超过医疗体系现有救治能力，疫情高峰会出

现在4月中旬，未来四个月美国新冠肺炎死亡人数可能达到4万-16万人。3月30日，美国国家过敏和传染病研究所所长福奇称，新冠肺炎在美国引发的总死亡人数可能超过10万。3月30日，特朗普表示政府将全力以赴将死亡人数控制在10万以内，未来两周（到4月中旬）死亡率将见顶，5月底之前疫情有望得到初步控制。另外，麻省理工学院研究人员发现，目前疫情主要爆发在寒冷、干燥地区，这意味着新冠肺炎可能表现为季节性⁶。福奇指出，随着温度升高，美国新冠疫情有望得到明显缓解，但是南半球国家（例如南非、澳大利亚、新西兰、巴西）疫情可能爆发，在北半球秋冬季节，美国疫情可能卷土重来，2021年初美国可能会有新的疫情高峰，所以疫苗研发极其重要。⁷整体来看，美国是“两手准备”，一方面寄希望于通过严厉手段控制疫情扩散、在6月之前初步控制疫情，另一方面做好“持久战”准备、走一步看一步、等待疫苗和特效药上市。4月是美国抗击疫情的关键窗口，目前已经呈现“爆发高峰”迹象，但疫情防控尚存在较大不确定性。**我们判断美国新增病例数已经“达峰”、之后将逐渐下降，但总病例数“达峰”尚需较长时间，夏季之前控制疫情难度较大，秋冬可能发生“二次爆发”，需要依靠疫苗或者特效药来控制疫情，如果疫苗和特效药到位，2021年将结束疫情，否则疫情可能持续到2022年甚至更长时间。我们判断，随着美国疫情形势得到初步控制，美国将在6月甚至5月启动复产复工，借鉴中国经验统筹推进疫情防控和经济社会发展，落实常态化防疫措施，推进正常生产生活秩序有序恢复。**由于美国不存在“农民工”问题，员工返岗速度较快，复产复工的难度小于中国。

欧洲疫情已经接近高峰，但大概率将延续到明年。英国顶尖医疗专家认为，如果社交距离措施奏效，英国疫情高峰可能在复活节（4月12日）左右出现，随后逐渐回落，但即使乐观预测英国死亡人数也可能达到2万。德国医疗专家普遍认为疫情将延续较长时间（大约2年），夏天之前很难控制，5-6月份全欧会面临严峻的形势，彼时即便是德国这样的医疗资源充沛、医疗水平高度发达的国家，也会面临较大的资源紧张的压力。法国医疗专家认为，乐观看法国疫情有望在未来4至6周得到控制，悲观看则可能延续到秋季甚至跨年，疫情可能多次反复，将取决于“封城”措施的落实情况以及对确诊病例的追踪监测。西班牙政府称疫情爆发正在接近峰值，医疗专家预期疫情将在5月底、6月初开始回落。欧洲疫情防控面临的挑战主要是目前以牺牲“自由”为代价的严格防控措施可能越发受到公众反对，且欧洲各国还面临政策的协同配合问题，尤其是欧盟内部尚未出台统一的严格边境管控措施，疫情国向非疫情国的输入风险较高。**分区域来看，目前南欧、西欧、中欧疫情已集中爆发，病毒扩散传播速度很快，至少无法在短期内得到遏制，待夏季高峰过后才有望逐渐好转；目前疫情相对尚不严重的北欧地区未来成为欧洲新“震中”的可能性不大，更有可能的情况是随着南欧、西欧、中欧疫情的好转而同步回落，甚至是提前回落。北欧国家距离疫情“震中”较远，目前疫情尚未大规模爆发，丹麦、挪威、芬兰等国也已采取有效的封锁措施，有望及时阻断疫情传播，相比之下瑞典政府仍未采取有力措施，2000多名该国专家已联名上书呼吁政府尽快加强防控，如果瑞典政府能及时行动，尽快收紧防疫政策，那么北欧整体的风险将得到有效控制；东欧地区目前除俄罗斯外情况均比较乐观，但俄罗斯在进入4月后出现了疫情的大爆发，四月上旬确诊病例翻了近6倍，这主要因为俄罗斯没有有效防范欧洲的疫情输入。欧洲疫情在三月上旬已开始大面积扩散，然而俄罗斯直到3月下旬才开始限制欧盟各国的航班。据媒体推测，三月下旬约有一百万人进入俄罗斯，而其中大部分只是居家隔离，没有进行核酸检测。因此，俄罗斯的情况不容乐观，未来或许会出现爆发式增长，成为欧洲第二轮疫情的主灾区。但是，即使悲观的情况发生，凭借俄罗斯的综合国力以及当前各国防疫经验的积累和国际合作的深化，俄罗斯疫情最终也会跟随着欧洲疫情整体的好转而逐步得到控制。不过，欧洲各国目前已经实施严格防控，居民的防疫意识也在不断提高，加上国际社会的大力援助，未来短期内新增感染者数量有望逐渐缩小，病例爆发主要是由以往大量积累的未发病感染者的集中发病所致。综合考虑，我们认为欧洲疫情虽然当前增势迅猛，但已逐步接近高峰，我们预期欧洲疫情有望在夏季之前出现高峰，随后逐渐回落，但回落过程中还有可能出现复发，在今年之内难以完全得到遏制。**

对于欧洲企业的复工复产，我们预期欧洲国家将在疫情得到初步控制后即启动复产复工，但现阶段的首要目标

⁶ 参考 <https://www.livescience.com/warmer-weather-slow-coronavirus-spread.html>

⁷ 参考 <https://www.cnn.com/2020/03/25/coronavirus-white-house-health-advisor-fauci-says-us-needs-to-be-prepared-for-second-cycle.html>

还是通过严格的防控措施尽早遏制疫情发展。我们预测停产停工的状态将持续到5月，待疫情高峰过去之后，欧洲有望参照中国模式，在严格落实检疫防疫制度、进一步巩固抗疫成果的基础上逐步推进复工复产，因为欧洲不存在“农民工”问题，员工以本地为主，整体来看复产复工的难度小于中国。

二、国际经济形势分析

（一）国际经济和金融现状

1. 世界经济增长乏力，疫情负面冲击显著

新冠疫情全球爆发之前，在中美贸易摩擦和地缘冲突频发的背景下，世界经济增长乏力，宏观金融风险累积。

美国金融市场和实体经济表现显著背离，已经暗含危机。美国实体经济下行压力加大，中美经贸摩擦的负面冲击持续显现。2019年，美国GDP增长2.3%，低于2018年的2.9%和2017年的2.4%，远低于美国政府此前设定的增长目标（3%）。居民消费下行压力加大，四个季度环比折年率分别为0.78%、3.03%、2.12%、1.24%。2019年12月，美国核心PCE价格指数同比仅增1.6%，低于美联储调控目标（2%），可能预示着潜在消费乏力。固定资产投资萎缩，四个季度环比折年率分别为0.56%、-0.25%、-0.14%、-0.09%。但是美国金融市场高歌猛进，估值处于历史高位。2019年，美国标普500指数创历史新高，全年上涨28.3%；市盈率达到30.91，已经高于2008年金融危机之前的水平（27.55）。另外，美国国债收益率曲线在较长时期内维持“倒挂”，预示衰退风险。

自08年金融危机及09、10年的欧债危机以来，欧洲经济暴露出的结构性问题至今仍未调整到位，经济复苏始终缺乏动力。在经济体内部，庞大的债务规模和人口老龄化导致的高福利政策给政府财政带来巨大压力，拖累了经济的增长。以意大利为例，意大利国际负债占GDP比例高达135%左右，巨大的偿债压力给政府财政政策带来沉重负担，同时，意大利又是欧洲人口老龄化程度最高的国家，用于养老的财政支出占GDP的16%左右。财政负担限制了经济增长的活力，2019年意大利经济增速只有0.2%。此外，从外部环境来看，全球制造业的持续衰退和贸易保护主义的盛行又给高度依赖制造业和贸易的欧洲经济带来艰巨挑战。2019年以来，欧洲制造业持续乏力，欧元区制造业PMI连续处于枯荣线以下，再加上国际贸易疲软，与美国在贸易政策上摩擦频发，使欧洲制造业陷入困境。德国一直是欧洲发达国家的“龙头”，其制造业享誉世界。2019年德国机械制造业订单比上一年减少9%，多个细分行业出现订单下滑、投资萎缩。制造业的萎缩直接拖累了德国的经济增长，2019年德国经济增速仅为0.6%，远低于2018年的1.5%和2017年的2.8%。

主要新兴市场国家也在不确定性加剧的国际环境下艰难地调整。亚洲国家仍然是全球经济增长引擎，但在中美贸易摩擦的冲击下，中国的海外市场收到重创，与中国存在密切经贸往来的东亚国家和东盟国家也不得不调整其在全球价值链中的分工和布局。拉美国家经济增长持续低迷，因较高的政策不确定性，巴西、墨西哥等主要拉美国家的私人消费和投资都十分疲弱，而居高不下的外债水平和堪忧的国际收支状况也使得阿根廷金融市场波动频频，面临内忧外患。中东国家因地缘政治危机和石油价格波动而陷入经济困境，随着美国制裁的加码和油价的大幅下调，伊朗不得不艰难而被动地进行经济结构转型，通过降低对石油依赖度，大力发展化工业、钢铁业及其他制造业，来实现自给自足，化解因外部原因造成的经济危机。据联合国（UN）2020年1月16日发布的《2020世界经济形势和展望》报告，2019年全球经济增长率是2.3%，是2008年金融危机以来的最低值。

在这样一个复苏艰难、风险重重的国际环境下，新冠疫情的爆发无疑使全球经济进一步陷入衰退困境。联合国4月1日发布了《世界经济形势和展望 2020 年 4 月简报》，分两种情况预测疫情对 2020 年全球经济的影响，最好的情况下 2020 年全球经济增长 1.2%；最糟糕的情况下，全球经济衰退，增长率是-0.9%。相比之下，2008 全球金融危机时期，2009 全球经济增长率是-1.7%。很多国际金融机构认为此次新冠疫情对全球经济的冲击比 2008 年金融危机影响更大。彭博数据库汇总了截至 3 月 26 日各金融机构对全球主要国家经济增长的预测。其中，美国经济增长预测的中位数（平均数）是-1.25%（-2.13%），德国经济增长预测中位数（平均数）是-3.25%（-4.02%），中国经济增长预测中位数（平均数）是 3.5%（3.29%），日本经济增长预测中位数（评价数）是-2%（-2.69%）。总体上，各金融机构预测 2020 年各主要经济体，特别是欧美日等发达国家，经济衰退的概率非常高。3 月 37 日，世界经合组织（OECD）发布新冠疫情对全球各国经济增长影响的预测报告，认为在不采取任何支持性的经济政策下，疫情爆发对各主要发达国家的第一轮直接负面效应将使得各国产出水平下降 20-25%左右，也就是说，每实行一个月严格的限制措施会导致全年 GDP 增长速度下降 2%。国际货币基金组织（IMF）4 月最新世界经济展望认为全球经济 2020 年将收缩 3%，严重程度超过 2008-2009 年金融危机时的水平，但疫情影响将从 2020 年下半年起逐步缓解，如果措施到位，2021 年全球经济有望明显反弹、增速达到 5.8%。

图表 10 各金融机构对 18 个主要经济体 2020 年经济增长的预测汇总

预测值	美国	英国	法国	德国	意大利	加拿大	日本	巴西	俄罗斯
最高值	0.7	1.3	-1.5	-1	-2.2	1.7	-0.8	3	1.8
中位数	-1.25	-2.6	-4	-3.75	-5	0.35	-2	0	0.3
最低值	-9	-7.8	-7.7	-7.4	-10.2	-4	-5	-2.5	-2.7
平均值	-2.13	-2.88	-3.82	-4.02	-5.98	-0.64	-2.69	0.29	0.04
IMF 预测	-5.9	-6.5	-7.2	-7.0	-9.1	-6.2	-5.2	-5.3	-5.5

预测值	印度	中国	南非	韩国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	中国台湾	新加坡
最高值	5.2	6.1	1	1.7	4.8	4.3	6.2	1.9	1.4
中位数	4.9	3.5	-1.45	0.7	3.15	1.2	2	0.6	-2.8
最低值	0.5	-3	-2.5	-6.7	-0.6	-5.8	0.6	-5.7	-7.3
平均值	3.53	3.29	-1.18	-0.56	2.60	0.17	2.90	-0.07	-2.99
IMF 预测	1.9	1.2	-5.8	-1.2	0.5	-1.7	0.6	-4.0	-3.5

数据来源：彭博数据库，ACCEPT 计算。

2. 反全球化浪潮迭起，国际形势严峻复杂

上世纪 90 年代，在主流学界和政策圈对贸易和资本自由化一致推崇之时，一些西方学者就对全球化可能对西方国家造成的潜在冲击表示担忧。Dani Rodrik、Joseph Stiglitz 等经济学家担心劳动力市场的调整未必像经济学教科书中所预测的那样及时有效，而贸易自由化的一个副作用就是西方发达国家的制造业，特别是低技术附加值的制造业受到来自发展中国家的冲击，引发工人失业、贫富差距拉大等社会问题。这一担忧在二十多年后的今天成为了现实。由于缺乏行之有效的低收入人群补偿机制，劳动力市场也未能及时对全球产业结构的变化做出及时有效的调整，英美等国家的人均可支配收入停滞不前，低收入人群、特别是中产阶级未能从全球化中获益，这使得贫富分化日趋严重，社会矛盾日渐累积。另一方面，金融危机爆发至今已有十多年，西方国家在应对危机时采用了不同程度的量化宽松政策，其后遗症就是高额债务和财政赤字，以及极低的政策利率。这使得在面临当前的经济增长动力不足的困境时，各国可使用的财政和货币政策工具捉襟见肘，再次采取大规模宏观刺激政策的空间有限。

逆全球化的思潮与复苏乏力的全球经济形势相叠加，使得民粹主义观念在西方国家流行泛滥。在右翼思潮的引领下，为了转移国内矛盾，西方政客将枪口对准当前的多边经贸体制以及新兴的发展中国家，而中国作为最大的发展中国家和全球化的受益者，正首当其冲成为西方国家声讨的对象。从中美贸易摩擦到对华技术封锁，欧美国家正掀起一轮反全球化和反华浪潮。在此背景下，**新冠疫情的爆发成为新一轮更猛烈反华攻势的导火索，西方右翼政客将全球疫情的爆发及其对经济和社会的影响归咎于中国**，试图化解民众对政府应对疫情不当的不满情绪。美国国务卿蓬佩奥多次在公开场合将新冠病毒中国化，并指责中国政府应为疫情造成的全球影响承担主要责任。面对疫情在本国的肆虐，英国议会议员也纷纷向中国“甩锅”，认为是中国人不合理的饮食生活习惯和中国政府对疫情的不当应对造成了疫情在全球范围内的蔓延。**“外资撤离中国”的论调一时间甚嚣尘上**，例如美国白宫经济顾问库罗德建议美国政府“不惜血本”资助美国在华企业撤离中国、迁回本土，日本经济产业省也计划斥资 20 多亿美元支持日本企业撤回本土。**不仅是欧美发达国家，中国的一些发展中国家老朋友也加入了反华阵营。**伊朗外交部发言人曾质疑中国的疫情公开数据，而巴西也曾因为议员的不当言辞而与中国引发一场巴中外交危机。这些对中国的质疑和指责不断蔓延，甚至有观点认为，中国应对疫情爆发承担国际法责任，并赔偿因疫情受到伤害的国家。数千名美国人加入了对华集体诉讼，要求中国政府赔偿新冠病毒造成的损失。英国保守派智库也在报告中建议首相向中国索赔价值 3510 亿英镑的新冠病毒疫情赔偿费。印度律师协会和国际法学家委员会更是将中国政府告上联合国人权利理事会，要求中国就隐瞒疫情导致病毒全球大流行赔偿 20 万亿美元。

在当前复杂的地缘政治形势下，新冠疫情的爆发促使全球治理格局发生进一步的调整，这期间难免出现各种摩擦和冲突。**我们判断，在今后相当长一段时间，反全球化将逐渐上升为西方世界的主流声音，而反华情绪和对中国的围追堵截也将成为常态。我们必须对可能出现的舆论和政治压力做好充分的准备。**为此我们提出四条建议：第一，中国应积极参与全球疫情应对，特别是向医疗水平相对落后的发展中国家和欠发达国家施以援手；第二，在全球面临一场新冠病毒“持久战”和“适应战”的情况下，中国对内应稳步推进疫情防控和经济社会发展两手抓，对外也应积极为可能存在的国际产业链布局调整做好充分准备；第三，在稳步开展复工复产和国际经济合作的过程中，中国应充分考虑国际反馈，谨慎务实地推动人民币国际化；第四，开放合作仍应是未来世界的主旋律，中国应推动多边贸易体制改革，推动一带一路合作，这将有助于收窄发展鸿沟，为全球经济增长增添持久动力。

（二）新冠疫情会否导致新一轮国际金融危机

1. 如何定义金融危机

新冠疫情在全球范围内的持续传播及其对全球金融市场的冲击引起了国际社会对于新一轮国际金融危机即将

到来的担忧。

2020年3月以来，随着欧洲和美国成为新冠疫情的第二个“震中”，美国三大股指全面暴跌，标普500指数甚至于十个交易日内接接触发四次“熔断”，终结了2008年金融危机后美国股市的“十年长牛”。美股的暴跌进一步诱发了全球范围内的金融恐慌，多国股市创历史最大跌幅。3月12日，除美国外，至少有巴西、加拿大、泰国、菲律宾、巴基斯坦等10个国家股市出现熔断；欧洲斯托克600指数暴跌11%，刷新历史最大跌幅；德国DAX指数下跌超过12%，创1989年以来最大单日跌幅；法国CAC40指数下跌超过12%，刷新历史最大跌幅；意大利富时指数收盘大跌近17%；西班牙IBEX35指数跌近15%。令人遗憾的是，美联储为稳定市场提出的大幅降息（将联邦储备基金率降至0-0.25%区间）政策并没有能够起到有效稳定市场的作用，全球金融市场依然在震荡中下行。

图表 11 主要股票市场指数过去一年表现



关于新冠疫情是否已经或者将要诱发一次国际金融危机这个议题，政府机构、国际组织和经济学界给出的判断并不完全一致。欧洲央行行长拉加德表示，除非各国领导人对新型冠状病毒疫情采取紧急行动，否则欧洲将面临与金融危机类似的重大经济冲击。日本央行行长黑田东彦表示，新冠病毒引发的冲击与金融危机并不相同，金融危机是金融系统泡沫导致的，而此次疫情引发的冲击更多的是基本面上的。国际货币基金组织（IMF）总裁克里斯塔利娜·格奥尔基耶娃表示，目前新冠肺炎疫情造成的损失已经难以估量，今年全球经济将出现衰退，衰退程度甚至比金融危机时期更为严重。她还特别强调，在应对危机方面，发达经济体总体上更有能力，但很多新兴市场 and 低收入国家将面对严峻挑战。素有“末日博士”之称的纽约大学教授鲁比尼则认为，此次疫情带来的经济衰退将比2008年

国际金融危机、1929 年大萧条乃至第二次世界大战都要严重，因为此次疫情带来的全球范围的经济活动停滞是上述事件中都未曾出现过的。印度央行前行长、芝加哥大学教授拉詹则警告说，全球经济在 2007-2008 年金融危机爆发后并未真正恢复，政府、企业和家庭部门不断增加的债务如若出现大范围违约则将触发全球金融体系的再次崩溃。哈佛大学经济学教授罗格夫认为，此次疫情爆发带来的经济衰退更像 20 世纪 70 年代的石油危机所导致的严重的供给冲击。罗格夫的长期合作者——哈佛大学肯尼迪学院教授莱因哈特更是呼吁，应采取一切可能的、非常规的财政和货币手段应对此次“历史罕见的”大流行病带来的经济停滞。斯坦福大学金融学教授达菲则认为，与 2007-2008 年金融危机爆发时相比，如今银行体系的杠杆率更低、信贷情况相对良好，因而能够显著降低此次疫情对于国际金融体系的冲击，而中国经济的快速恢复将会是全球经济避免陷入全面衰退的唯一动力。伦敦政治经济学院教授金刻羽则认为，世界正面临着类似 20 世纪 30 年代经济萧条的前景，美国和全球的产出可能下降 40%。

为了更好地判断此次新冠疫情对于全球金融体系的负面冲击，首先需要明确国际金融危机的定义。根据国际货币基金组织（IMF）的研究报告，一次国际金融危机至少包括以下事件中的一部分在多个国际金融市场上同时发生：资产价格和信贷总量的巨大变化，金融中介丧失向实体经济提供信贷的能力，大范围的资产负债表危机（企业部门、居民部门、金融中介及主权国家）以及大规模的政府信贷支持和资产重组。毋庸置疑，大多数的金融危机都是由资产及信贷大幅扩张之后的泡沫破灭导致的。莱因哈特教授和罗格夫教授根据他们对于八个世纪的金融危机史的研究将金融危机分为两类：一类是货币及资本账户危机，另一类则是债务或银行危机。前者往往来源于货币贬值和资本恐慌性外流，而后者则由信贷和资产价格泡沫催生。他们还提出，金融危机的爆发往往会延长经济衰退的时间，恶化经济衰退的程度，导致资产价格（包含房地产价格）的大幅度下降。

2. 新冠疫情是否会诱发金融危机

我们认为，对于此次新冠疫情是否会诱发国际金融危机，尤其是和 2007-2008 年国际金融危机相比，应从以下几个角度进行分析。

第一，从全球经济基本面的角度看，当前经济下行压力甚于上一轮国际金融危机爆发时的情况。金融危机爆发之前的 2006 年，全球 GDP 增速为 4.31%，是自 2001 年至今近 20 年内的最高增速。2007 年金融危机爆发后全球经济仍实现 4.2% 的增长，2008 年这一增速才下滑到 1.8%。如今经济形势大不如前，全球经济增长开始显露疲态，2019 年全球 GDP 增速仅为 2.9%，且中美两大经济体之间的贸易争端更是增加了全球经济面临的不确定性。国际金融协会（IIF）于 3 月 23 日发布报告，预计今年全球经济将负增长 1.5%，国际货币基金组织（IMF）4 月最新世界经济展望认为全球经济 2020 年将收缩 3%，严重程度超过 2008-2009 年金融危机时的水平。

第二，从流动性的角度来看，流动性紧缺并不是当前全球金融体系面临的主要风险。自 2019 年年底开始，美联储和与欧洲央行都在进行货币流动性的投放，海外市场的货币流动性急剧增加。且美联储的缩表周期已于 2019 年 9 月结束，当前的资产水平趋近 2018 年以来的最高点。基准利率方面，目前欧央行基准利率已经为 0，美联储也为了应对疫情将联邦基准利率重新调回 0-0.25% 水平，日本央行也宣布维持 2016 年以来的负利率。跨境流动性方面，目前新兴市场国家面临着历史级的资本大量流出，无论是持续时间还是流出规模都超过了 2007-2008 年国际金融危机的水平。从这个角度来说，未来一段时间，新兴市场国家除防控疫情外还需应对资本外流带来的金融市场压力。

第三，从持续性的角度来看，此次新冠疫情对实体经济和金融市场带来的扰动将比 2007-2008 年国际金融危机时更加持久。上一轮国际金融危机爆发时，从 2008 年 9 月 14 日雷曼兄弟公司破产诱发金融海啸，到 2008 年 10 月 9 日冰岛 Kaupthing 银行被接管，一共持续了不到一个月的时间，在此之后主要是各国政府和央行救市和刺激经济的过程。而此次新冠疫情自 2020 年 1 月在中国爆发到在全球蔓延，已经维持了近 3 个月的时间，且短期内看不到疫情结束的迹象，更有学者预测此次疫情甚至可能持续到明年。即使在最乐观的情况下，全球经济因受疫情影

响而基本停滞、正常生产活动难以持续的现象也将至少维持到今年二季度后期，这将给金融市场带来持续的负面冲击和难以消除的不确定性。

第四，从应对政策的角度来看，常用于稳定金融市场的政策发挥作用的空间有限。金融市场对此次疫情反应如此之大，一部分是因为目前主要经济体的利率水平已经很低、其下行空间十分有限，另一部分是因为金融市场意识到此次疫情所引发的更多的是一场全球性公共卫生危机，传统意义的货币政策和财政政策所发挥的刺激总需求的作用在疫情国家采取隔离措施、正常经济活动濒临停滞的情况下基本失效。此外，考虑到全球经济已经连接成一个联系紧密、高度分工的供应链网络，即使一国已经基本控制住疫情，来自他国的供给不足和外需受到的巨大冲击也会影响稳定政策带来的效果。

根据上面的分析，我们得出以下四个判断。

第一，此次新冠疫情带来的并不是新一轮的国际金融危机，而是一次因全球性公共卫生危机引发的大范围经济停滞所带来的金融市场恐慌。恐慌的原因并非源自金融市场自身存在的结构性问题，而是国际投资者对于疫情带来的经济衰退和不确定性的自发反应。因此，最好的应对方式是通过积极应对疫情促进宏观经济稳定消除恐慌，而非传统意义上的强刺激政策。

第二，在疫情彻底结束之前，金融市场恐慌与相应而生的市场大幅调整恐将反复出现，并不会因为各国采取的稳定政策而完全消除。市场波动的来源既包括疫情本身的发展和各国防疫政策的变化，也包括疫情造成的各国经济停滞和通货膨胀的变化，还包括经济停滞带来的金融资产价格波动和货币扰动。需要意识到的一点是，根据中国经验和各国经济社会现实，对于大多数西方国家来说，维持两个月左右的居家隔离已是极限，在二季度后期很可能出现大范围的复工复产，届时面对疫情的进一步变化和全球经济的恢复情况金融市场亦将做出调整。

第三，疫情对于不同国家的不同类型的金融市场的影响存在显著差异。疫情控制较好、自身经济发展水平和金融市场状况较好、社会生产能够基本维持、政府和中央银行弹药充足的国家受到的金融市场冲击将相对较小；与之相对的，疫情仍存较大不确定性、金融市场脆弱、社会生产全面停滞、政策工具有限的国家（尤其是新兴市场国家）将面临更大的金融扰动，且存在爆发小范围、区域性金融危机的可能。以美国为例，自 2007-2008 国际金融危机后公司债规模不断扩张，到 2019 年规模已达 10 万亿美元。今年 7 月是美国公司债的集中兑付期，如届时疫情没有显著改善、经济形势仍然低迷，将存在公司债大量违约并将风险传播到其他金融市场的可能。

第四，疫情对于不同规模的企业金融影响存在显著差异。毫无疑问，此次疫情带来的金融冲击会促使各国政府和央行采取大规模的刺激计划和救助方案，而这些计划和方案的最大受益者必然是大型机构，尤其是能够直接获得各类金融支持的“大而不能倒”（Too Big To Fail）的重要企业。而与之相对的，缺少有效现金流的中小型企业，尤其是在正常状况下不通过正规金融体系融资的中小企业将承受巨大的压力。

3. 全球性信用扩张的潜在后果

为了有效应对此次新冠疫情带来的负面冲击，各主要经济体纷纷采取 2007-2008 年国际金融危机及 2009-2011 年欧债危机后规模最大、覆盖范围最广、刺激力度最强的金融和经济刺激方案，试图通过全面的信用扩张来对冲经济停滞和需求下降导致的经济下行。

自 2020 年 3 月末美国财政部提出 2 万亿美元的经济刺激法案后，美联储在 4 月 9 日再次推出 2.3 万亿美元的信贷方案以继续支持经济复苏，将购买包括投资级公司债券、垃圾债券、市政债券和担保贷款凭证在内的各类金融资产。欧盟各国历经长期的拉锯式讨论后，也终于达成了一项价值 5400 亿欧元的一揽子经济刺激计划，通过欧洲稳定机制（ESM）提供信贷额度为承受疫情压力的债务国支出提供担保，并增加了欧洲投资银行的贷款额度。日本

则于 4 月 6 日宣布了一项号称有史以来最大的总值 108 万亿日元的经济刺激计划，通过直接的现金派发、为企业提供税收和社会服务成本的延期缴纳，以及为面临资金困难的企业提供免息贷款来稳定经济。通过以上这些刺激计划，各国政府试图实现两个重要的经济目标：第一是保住就业和维持疫情期间经济的持续经营，第二是在疫情结束后为经济复苏实现“V”型反弹提供支持。

短期来看，各国政府及央行的信用扩张将在一定程度上起到稳定经济和安抚金融市场的作用，各主要金融市场进入 4 月之后的强势恢复就是一个很好的例证。毫无疑问，刺激方案中常见的低息贷款和税费减免等措施也能在一定程度上保证受困企业尤其是中小企业的存续，对于失业率的快速上升也有一定的抑制作用。然而，从中长期来看，这一轮的经济刺激将再一次不可避免地导致全球范围内的热钱泛滥，进而引起新一轮的资产价格泡沫，为全球经济在疫情之后的复苏埋下严重隐患。

与此同时，尽管美元和美债在短期由于避险作用变得抢手，但是一方面信用巨幅扩张将逐渐透支美元长期积累的国家信用，另一方面，美国的赤字率和政府债务的快速上升也会在长期动摇美国国债的信用。事实上，全球经济在 2007-2008 年金融危机爆发后从未真正恢复，为了应对金融危机采取的量化宽松政策导致政府、企业部门和家庭部门的债务持续扩张，主要经济体离新一轮新的债务危机已经仅有一纸之隔。当前美国非金融企业的杠杆率已经达到了 75%，位于历史上最高点水平，进一步的信用扩张只会在经济增长动能不足的前提下再一次推高资产价格，实质上提升而非降低了各类债务的违约风险，实质上的负利率也使得在疫情结束后通过加息等手段恢复正常经济运行变得极为困难。

（三）新冠疫情对国际贸易的影响

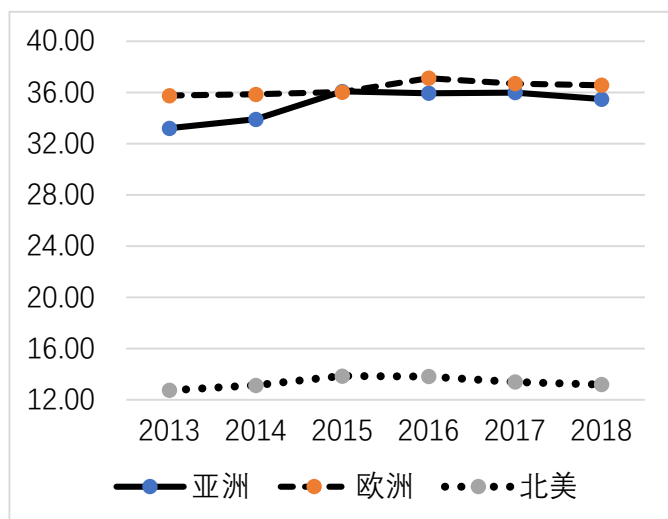
1. 新冠疫情将强化“三足鼎立”的国际商品贸易结构

从 2000 到 2017 年，国际贸易格局已经发生了很大变化。鞠建东等（2018）总结发现 2000 年时，全球贸易格局以美国为世界贸易枢纽为主，加上两个小贸易中心分别是欧洲区域的德国和东亚地区的日本。到 2017 年，世界贸易形成了三个比较平稳的贸易产业链区域：欧洲、亚洲和北美，同时产生了三个生产和贸易枢纽，分别是欧洲的德国，亚洲的中国和北美的美国。

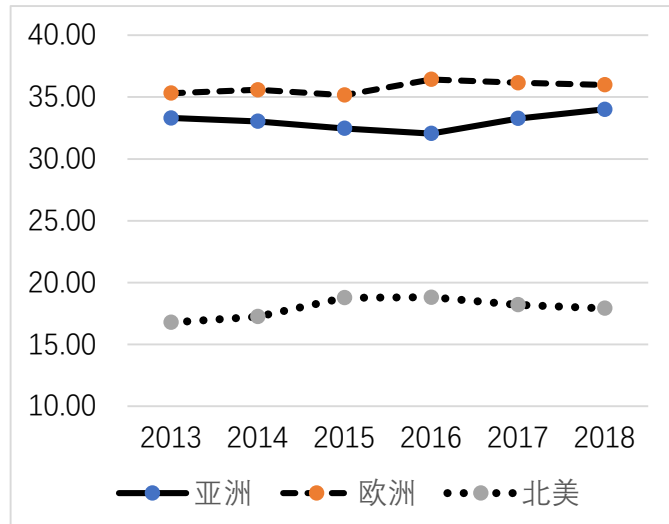
图表 12 和 13 分别描述了 2013-2018 年期间亚欧北美三地区的出口和进口在全球贸易中的占比。在这六年期间，三个地区的贸易在全球贸易比例比较稳定，亚洲和欧洲的进出口各占世界进出口的 1/3 左右，欧洲占比比亚洲比例稍微高 1-3%，北美的出口占比在 12-14%，进口占比稍高，为 16-19%。

图表 12 亚欧北美三地区出口在全球贸易出口占比

图表 13 亚欧北美三地区进口在全球贸易进口占比



资料来源：WTO 贸易数据库



资料来源：WTO 贸易数据库

2013-2018 年间，这三个地区内部贸易占比也较稳定，欧洲的内部贸易比例最高，北美次之，亚洲最小。欧洲内部总出口和总进口占欧洲总出口和进口比例均在 2/3 左右，其中内部贸易 90%左右来自欧盟 28 国之间。北美内部贸易占北美总贸易的 50%，亚洲内部贸易占亚洲总贸易的 48%左右。欧洲生产和贸易枢纽国家德国的总出口占欧洲总出口的 22%左右，进口占比 18%左右。相比而言，美国出口和进口在北美出口和进口所占的比例很高，出口占 65%左右，进口占比达到 73%左右。中国向亚洲地区出口在中国总出口的占比平均数是 50%（中国从亚洲地区的进口占中国的总进口比例平均为 56.28%），其中，向东盟出口占比，向欧洲出口占比平均数是 18%左右，向北美出口占比的平均数是 19%左右（出口到美国的占比是 18%）。

2. 疫情对中国国际贸易的影响

结合前两个月中国的进出口和现今全球的疫情情况，我们分两种不同情况分析 2020 年中国外贸情况：

较好情况下，美国在六月初能初步控制疫情，欧洲的疫情在夏季之前出现高峰，部分停工停产，一旦疫情可控后，欧洲国家没有跨区域的劳动力流动，复工复产的难度比较小，特别是德国、瑞士等管理比较好的国家恢复比较快。另外，东南亚南亚地区疫情在第二季度得到基本控制。我们假设中国对美国出口下降 20%，对欧盟出口下降 30%，对东亚和南亚出口下降 10%，其他地区 20%。这样中国全年出口下降 18%左右。

较差情况下，如果欧洲地区疫情失控，难以遏制，美国疫情在秋冬二次爆发。中国向欧洲出口全年下降 80%，向美国出口下降 50%，向东亚和南亚出口下降 10%，其他地区出口下降 20%。总体看中国全年出口下降 33%。

相比之下，金融危机的时候，全球贸易萎缩，出口下降 22%。2009 年中国对美国（北美）出口下降大概 12.5%（13%），向欧盟出口下降 19%，向东亚出口下降了 5%。

按照王直、魏尚进、祝坤福（2015，中国社会科学）和贸易增加值（2018-OECD-TIVA）数据库，中国 2015 年之后的出口中的本国增加值比例是 85%左右。按照 2019 年中国出口额 17.23 万亿人民币（占 GDP 的 17.44%），如果中国今年出口下降 18-33%，那么本国增加值下降 3.1-5.69 万亿人民币，大概占中国 GDP（988458 亿人民币）的 3.14-5.75%。

在服务贸易方面，2018 年旅游服务的逆差占服务贸易总逆差的 92%，也就是说出境游是造成中国服务贸易逆差的最主要因素。新冠疫情以来，今年中国的境外旅游贸易基本为零，以 2018 年为基准，旅游贸易零逆差能增加 GDP 大概 1.86%。

过去两年中美贸易关系跌宕起伏，虽然中美两国在去年 12 月达成了第一阶段经贸协议文本，但两国贸易争端没有完全解决，贸易摩擦潜在压力依然存在。疫情下，各国失业率上升，收入不平等上升，经济衰退压力加剧，各国政府可能会采取更多贸易保护措施，加剧逆全球化，特别是发达国家可能会更严格限制涉及到高科技产品的贸易和技术转移。在知识产权使用和技术转移方面，中国面临的压力加剧。

根据以上分析，我们认为中国外贸应当在以下领域发力：（1）各国都需要医疗用品来抗击新冠病毒，我们应积极修复上中游原材料和部件的国内和国际物流，加大口罩呼吸机等等医疗产品生产和出口。（2）由于疫情，石油，铁矿石等价格下跌，这是增加石油、铁矿和各种重金属矿石的储备好时机，中国应加大大宗商品的进口。（3）中国对亚洲地区的出口占到总出口的一半，东亚南亚地区的生产和贸易受疫情影响较小，我们应深化亚洲区域贸易合作，尤其是东亚地区的产业链合作。（4）我们应对非医疗产品相关的消费品出口企业进行贷款支持，避免出现大范围企业破产情况，让企业出口转内销，提高产品的质量水平，打开国内市场。（5）结合医疗产品贸易和援助等各种方式，有步骤地和各国进行技术转移和谈，尤其是涉及到高科技产品的贸易和技术转移方面，明确互惠互利、共同抵制病毒和追求长期良好经济发展的目标。（6）尽快举办一系列的中外贸易投资洽谈会，从春季广交会开始，推出网络版广交会，相关政府部门提供技术支持和政策支持。同时，开通各种网络资源，便于在华企业和外商收集和交流信息，匹配供需资源，弥补不能参与实地考察商务谈判的缺陷，保证企业获得外贸订单。

三、国内经济形势分析

当前，中国距离迈过中等收入门槛还差最后一步，为了应对未来形势的变化，必须清晰中国经济当前所处的阶段，从而找出应对之策。我们认为，当前中国经济正处于工业化的中后期，城镇化的中期，产业升级的关键期，和信息化的深化期。能否成功地释放出这四个阶段所蕴含的国内需求潜力，将是未来中国经济能否平稳增长，实现两个一百年奋斗目标的关键。

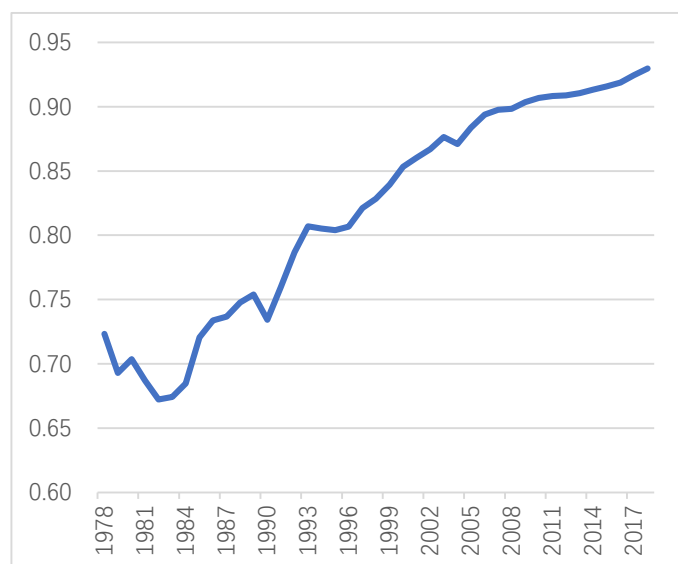
（一）中国经济当前所处的发展阶段

1. 中国处于工业化的中后期

在产业发展阶段方面，当前中国经济处于“工业化中后期阶段”。一方面，从增加值比例结构来看，目前中国非农产业增加值在 GDP 中的占比已经达到 90%以上，农业占比下降至 10%以下。尽管相比美国的 95%和日本的 98%还有差距，但已经大致相当于德国、法国等欧洲国家的水平。其中，中国工业增加值占 GDP 比例在 2018 年达到 33%，明显高于发达国家的平均水平（欧盟 22%，美国 18%，日本 29%）；服务业增加值占 GDP 比例为 53%，低于发达国家平均水平（欧盟 66%，美国 77%，日本 69%）。当前，工业增加值占 GDP 比例已经处于下降趋势，而服务业增加值占比攀升较快。但另一方面，相对于发达国家而言，中国工业领域仍呈现资本密集度低、技术含量低、行业集中度低的特征。

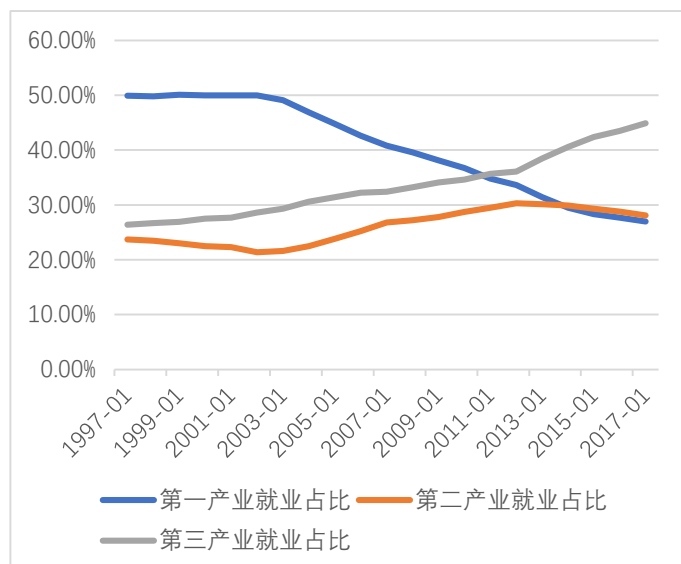
从就业比例结构来看,中国的工业化水平明显不足。2018 年,非农产业就业人口占总就业人口的比重仅为 74%。不仅远远低于发达国家 95%以上的水平,甚至低于巴西、墨西哥等发展中国家的水平。作为参考,2018 年欧洲国家平均的第二三产业就业人口占比达到 96%,日本为 97%,美国为 98%,巴西为 90%,墨西哥为 87%。未来十五年左右的时间里,逐步推进由工业化中后期向后工业化经济的转变、实现高质量的工业化将是中国经济发展的一个主要任务,非农产业就业人口占比会进一步上升,农业就业人口将显著减少。

图表 14 第二三产业增加值占比



数据来源：国家统计局

图表 15 三次产业就业占比



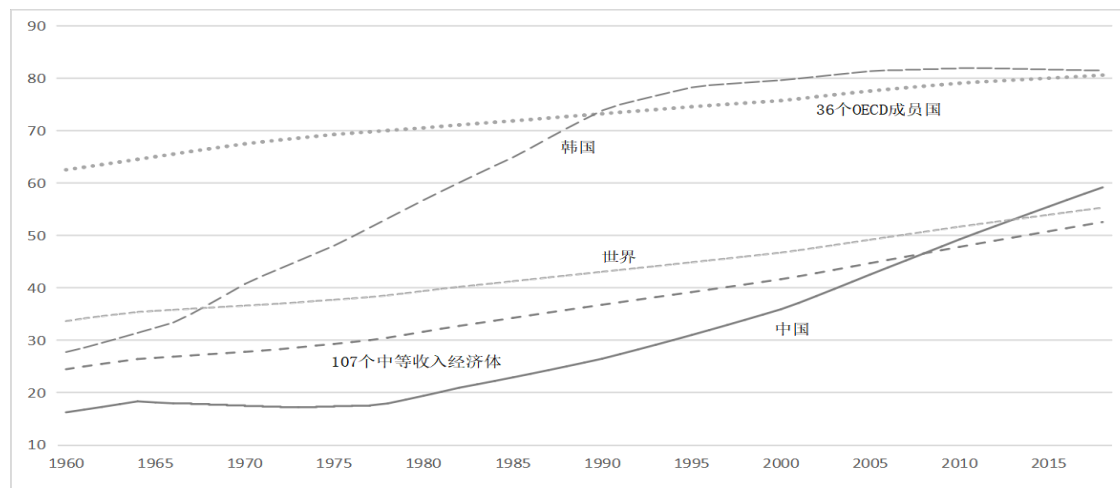
数据来源：国家统计局

2. 中国处于城镇化发展的中期

2019 年中国城镇常住人口 84843 万人, 占总人口比重为 60.6%。从历史数据来看, 城镇化在新中国成立之后尤其是改革开放四十多年来得到了快速显著的提升(城镇化率 1949 年和 1978 年分别为 10.6%和 17.9%)。从跨国比较来看(图表 16), 中国的城镇化率 2009 年超过中等收入经济体⁸的总体水平, 2014 年超过世界总体水平, 与发达国家的差距逐年减少, 2018 年的城镇化水平与韩国 20 世纪八十年代相当。

图表 16 1960-2018 年主要经济体城镇化率(城镇人口占总人口比例, %)

⁸ 按照世界银行的定义, 这里的中等收入经济体包括 2017 年人均国民收入介于 996-12055 美元之间的国家/地区。



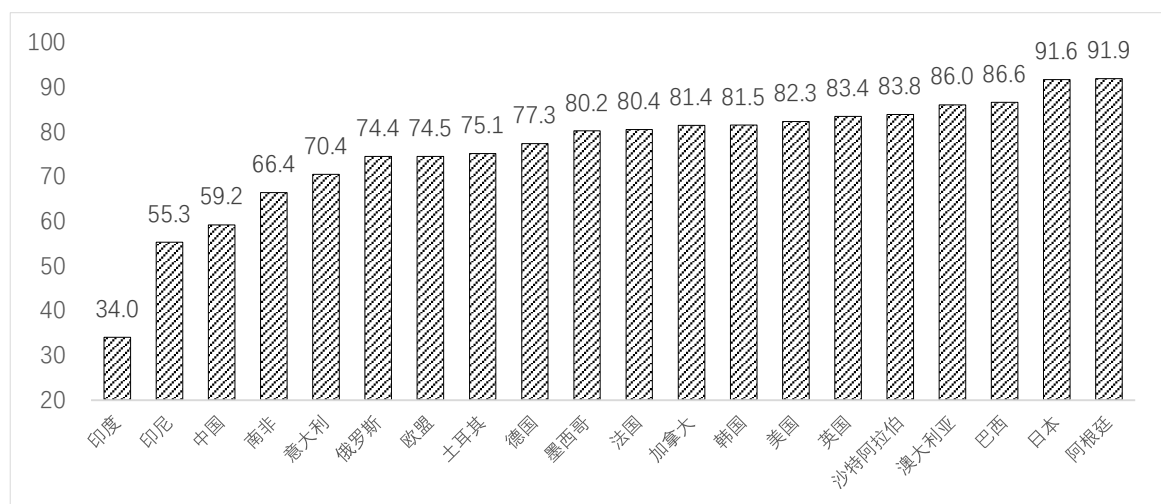
数据来源：世界银行

中国的城镇化还有较大的提升空间。首先，和发达国家 2019 年 81%左右的城镇化率相比中国还有一定差距，与 G20 国家平均水平相比仍然较低，仅高于印度和印尼（如图 2 所示），未来还有较大的提升空间。其次，上述城镇人口指的是居住在城镇范围内的全部常住人口，用户籍人口衡量的中国城镇化率 2019 年仅为约 44%，非户籍人口无法享受相应的市民待遇和充分的社保医疗教育等公共服务，未成为真正的城市居民，户籍人口城镇化率的提高还需要很大努力。最后，中国的城镇化进程相对滞后于工业化进程，从城镇化和工业化相匹配方面来看，2017 年全球总体城市化率/工业化率⁹为 2.2，中国该比例为 1.4，远低于美国（4.5）和英国（4.7）等发达国家，在“金砖”国家中，低于巴西（4.7）、俄罗斯（2.4）和南非（2.5），稍高于印度（1.3）。

中国的城镇化面临调整改善的机遇和挑战。伴随着改革开放进程的城镇化是中国经济发展的重要动力之一，在增加就业、提高居民收入、降低贫困率、扩大内需、升级消费、优化产业调整、提高生产力和增强要素的优化配置等方面发挥了重要作用。在流动人口增长速度逐年降低的趋势下，由于城镇化自身的发展特点，中国未来城镇化的提升速度会逐渐放缓。在提高城镇化绝对水平的同时，更需要注重的是实现高质量的城镇化，避免其它若干高城镇化率国家出现的例如交通拥堵、环境污染、公共卫生、基础设施、公共服务和能源供给不足等问题。

图表 17 2018 年各经济体城镇化率（城镇人口占总人口比例，%）

⁹ 工业增加值占 GDP 的比例。



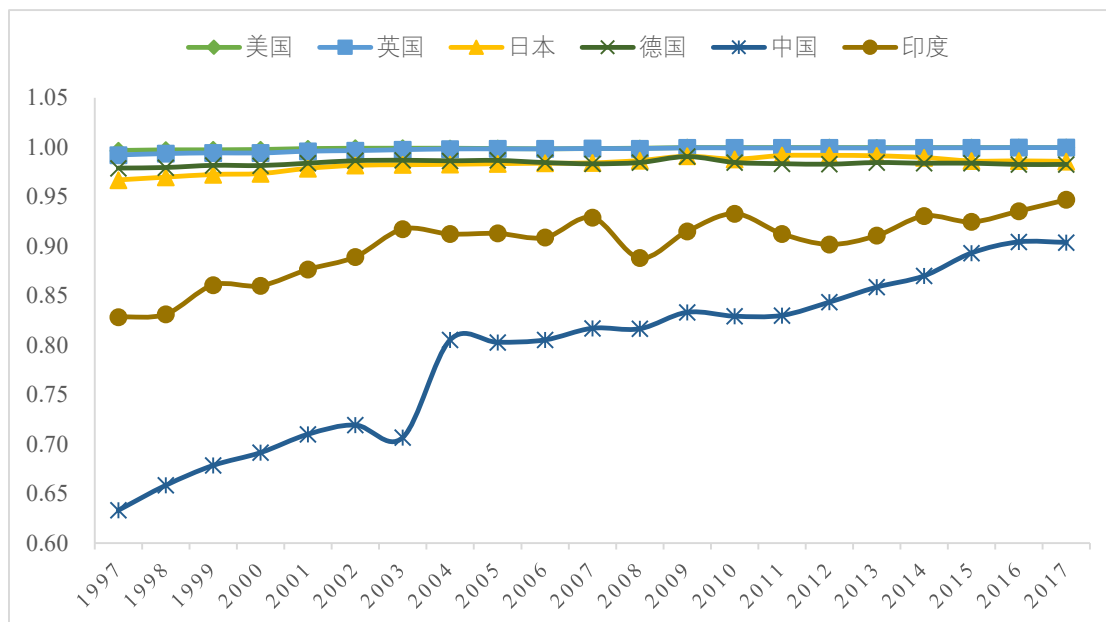
数据来源：世界银行

3. 中国处于产业升级的关键期

产业升级是产业从价值链的中低端向中高端的上升过程，中国目前正处于产业升级的关键期，是实现高速增长向高质量发展转型的关键节点，以创新推动产业升级是经济转型成功的必由之路。

和发达国家相比，中国的产业结构还有较大的调整空间。改革开放以来，中国的产业结构经历了较大的调整：农业在国内生产总值中的份额持续下降，由 1978 年 27.7%，持续下降至 2019 年的 7.1%，下降了 20 个百分点；与此同时，服务业呈现快速发展趋势，在 GDP 中所占的份额由 1978 年的 24.6% 上升至 2019 年的 53.9%。为比较中国和主要发达国家的产业结构，我们根据联合国工业发展组织（UNIDO）所提出的“产业结构相似系数”，分别计算了 1997-2017 年中、美、英、日、德、印六个国家的系数，并统一选取美国 2017 年为基准。不难发现，传统发达国家产业结构高度相似，和这些国家相比，中印等发展中国家产业结构还有较大的调整空间。

图表 18 中国与美、英、日、德、印五国产业结构相似系数（以美国 2017 年数据为基准）



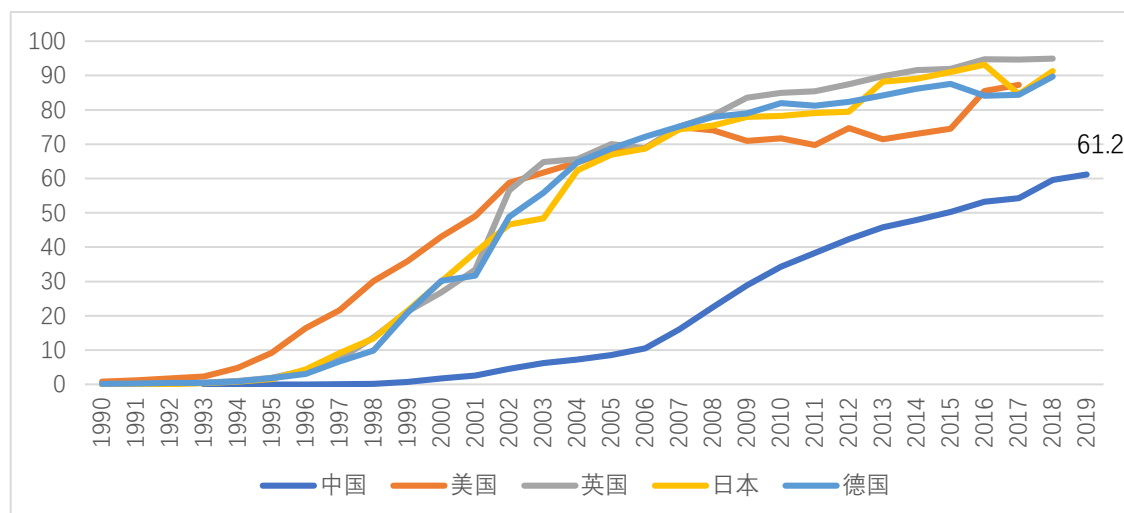
数据来源：WDI 数据库，ACCEPT 计算

自 2015 年供给侧改革以来，中国在煤炭、钢铁等行业产能过剩的问题已经得到初步解决，**我们认为下一步产业升级的关键是处于过度竞争行业的民营企业转型**。中国民营经济，尤其是处在产业链中下游的民营经济，产业集中度太低，面临着艰巨的兼并重组调整。以电梯行业为例，目前民族品牌占据了约 30% 的市场份额，其中 10 家龙头企业的市场占有率约为 15%，剩余 600 多家国产中小电梯企业分享剩下的 15%，而在成熟的市场经济国家中，类似行业则普遍由 10 个左右的大企业瓜分市场。从目前企业拥挤、过度竞争的状态，发展到成熟经济体那种具有较高产业集中度的状态，这个过程对于民营企业而言将是极其痛苦的，对于银行而言也将是极其痛苦的，但这个兼并重组的转换过程是中国经济转型升级所不可避免的。必须重视并妥善处理可能遇到的问题，处理得好，能够转换成经济增长的机遇，处理不好会变成金融界以及相关产业的重大的包袱。

4. 中国处于信息化的深化期

中国的信息化已初具规模，但仍有待深入。经过近 30 年的长足发展，中国的信息化目前已初具规模。截至 2019 年 6 月，中国网民规模已达 8.54 亿，约为美国网民数量的 2.9 倍，互联网普及率超过六成，达到 61.2%。但是，我们也应清楚地看到，相较于主要发达国家普遍高于 80% 的互联网普及率（美国 87.3%、英国 94.9%、日本 91.3%、德国 89.7%），中国的信息化普及仍有进一步提升空间。

图表 19 各国互联网普及率 (%)



数据来源：世界银行

除了总体用户规模持续扩大，中国信息化的发展还体现在数字基础设施、信息技术与产业、数字经济等方面。中国已建成世界规模最大的光纤和移动通信网络，发展出仅次于美国的全球第二大互联网产业，诞生了阿里巴巴、腾讯等市值达数千亿美元的世界级领军企业，大数据、云计算、人工智能等技术也日臻成熟，据中央财经大学中国互联网经济研究院、清华大学 ACCEPT 联合光明网于 2019 年发布的《中国互联网经济影响力报告（2019）》显示，2018 年互联网经济对中国经济增长的直接和间接贡献合计为 27.53 万亿，约占当年 GDP 的 28.56%。从总量上看，互联网经济已经成为新时代中国经济增长的新动能。

当前，中国信息化发展正处于不断深化的关键期。在当前以及未来一个时期，中国信息化发展在扩张规模的同时，将更加重视核心技术突破、结构优化、质量提升等具有战略意义的目标。以互联网产业为例，中国现有的独角兽企业以面向用户端和商业模式创新为主，核心技术相对落后始终是制约发展的一个短板，而美国的独角兽企业则重点面向企业端，以技术创新为主。中国信息化下一步将以掌握核心技术为根本，基于我们在 5G 方面的优势以及人工智能、物联网、工业互联网等信息技术对生产端进行革新，推动信息技术与实体经济融合持续向纵深推进。

（二）2020 年经济增长目标

1. 无刺激政策情况下的 GDP 增速预测

我们运用支出法对后三个季度的经济活动进行估算。在不采取政策刺激的情况下，预计后三个季度消费的平均增速反弹至 7%，投资增速假设 6%（过去四年的平均水平），进口增长 1.6%，出口受海外疫情影响后三季度增速分别假设为-20%、-10%和 0%。在上述假设下，可得出在不采取政策刺激的情况下，二、三、四季度的 GDP 增速分别为 2.4%、4.3%和 6.2%，加上一季度增速为-6.8%，全年 GDP 增速为 1.9%。

2. 两种增长目标下所需的政策刺激估算

我们再估算“翻一番”和“保就业”两种增长目标情况下分别需要的全年增速，和所需的政策刺激力度。

目标情形一：全面建成小康社会两个“翻一番”目标。今年是全面建成小康社会的收官之年，实现全面建成小康社会有两个“翻一番”的目标：第一，完成实际 GDP 比 2010 年翻一番；第二，完成城乡居民人均可支配收入翻一番的目标。根据我们的估算，如果以城乡居民人均可支配收入翻一番为目标，全年的城乡居民人均可支配收入需要再增长 2.1%，假设人均可支配收入实际增速等于 GDP 实际增速，则全年需要 GDP 实际增速不低于 2.1%，所需的政策刺激规模约为 1 万亿元。如果以实际 GDP 翻一番为目标，那么今年全年需要实现 5.63% 的 GDP 增速，所需的政策刺激规模约为 4.5 万亿元。

目标情形二：“保就业”目标。根据过去两年的情况，一个百分点的 GDP 增长所对应的城镇新增就业人数大致在 200-220 万之间。这意味着，如果今年要创造 1000 万就业，常规情况下需要 GDP 增速大约 4.5%，而今年随着专门保障中低收入者基本生活的收入补贴政策、帮扶中小企业的纾困政策、灵活就业政策、高校扩招等政策的出台，就业压力相对 GDP 增速的依赖性有所下降，我们认为，GDP 增速实现 3% 到 4% 的增长，即可实现就业的基本稳定，所需要的政策刺激规模约为 3 万亿人民币。

对于今年的经济增长目标，我们认为不宜设置过高。在百年未有大瘟疫的冲击下，如果依旧按照原有增长目标实施政策，将透支未来两三年的政策空间，导致疫情过后外部环境恶化时，我们正处于前期刺激政策副作用的消化期，造成被动局面。基于此，我们建议今年力保完成城乡居民人均可支配收入的翻一番，GDP 增长重点考虑保就业的需要，即将 GDP 增长目标设为 3% 到 4%。

四、应对措施——保安全，稳民生，谋长远

考虑到未来两三年国际环境快速恶化的可能性，中国今年经济工作的核心应当围绕三个方面。第一，保安全。着力确保金融安全、供应链安全、能源安全、科技安全、粮食安全，防止这些关键领域出现问题导致发展倒退。第二，稳民生。着力保障中低收入者的收入，帮助中小企业纾困，稳定就业形势。第三，利长远。推动包括国企改革，要素市场改革等一系列市场化改革，着力通过中等收入人群的倍增的方式，培育和释放内需，为中国经济中长期发展提供动力。

（一）保安全——防止中国经济发展的安全基础受到冲击

1. 更加重视粮食安全，防止国际粮价大幅上涨风险

疫情期间，许多粮食出口国都出台了粮食限制出口措施，联合国粮农组织也发文呼吁各国采取积极措施减少疫情对粮食供应链的冲击。总体来看，目前疫情对中国粮食安全的影响可控，主要基于以下两个原因。

第一，中国口粮供应基本不依靠国外进口，受限制出口措施影响不大。尽管中国是世界上粮食进口量最大的国家，但从进口结构来看，属于豆类“一家独大”，以 2019 年为例，大豆进口量达 8551 万吨，占农产品总进口量超过 70%。从进口粮的用途来看，大部分是用于加工，特别是食用植物油和蛋白饲料加工，且这类粮食作为出口国刺激经济发展的重要农产品，目前尚未列为限制出口的农产品。即便是小部分用于食用的进口粮食也主要用于满足不同层

次的消费需求（泰国香米等），因而仅从口粮角度来看，对中国粮食安全的影响可控。

第二，全国粮食储备库存充足，可以应对短期的风险。近年来中国稻谷和小麦生产供大于求，根据国家粮油信息中心估计，2019 中国稻谷结余 1430 万吨，小麦结余 1400 万吨，阶段性过剩特征明显。且中国目前中央和地方的粮食储备充足，主产区储备规模保持 3 个月的销量，主销区保持 6 个月，产销平衡区保持 4 个半月的销量，部分粮食如玉米、稻谷等还面临这去库存的压力，足以应对疫情导致的短期风险。

但是，我们也必须要认识到，**中国是全球最大的农产品进口国，由于农产品的可贸易量在整个全球消费量中的占比较低，疫情引发的全球供给波动一定会带来国际农产品价格的大幅波动。**在此背景下我们建议，出台对农业的支持政策，稳住国内粮食种植面积，保障农民种粮的收益，实现粮食增产的目标。应借此机会，逐步调整优化中国的粮食生产结构，减少部分粮食品种的进口依赖。同时，也要加强在国际粮食安全与贸易政策的协调合作，共同维护全球农业贸易和市场秩序。

2. 加强石油安全，加快石油储备建设，防止航道运输风险

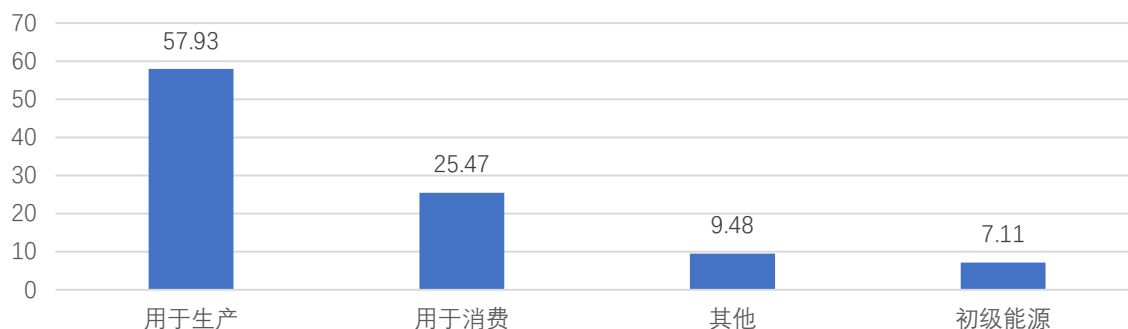
我们认为只要国际地缘政治格局不发生剧烈变化，短期内中国的石油安全不构成主要威胁。主要有以下两点原因：**第一，从供给来看，石油生产受疫情影响较小。**这主要由于石油开采活动自动化程度较高，对劳动力需求较少。加上世界主要石油出口国的分布较为分散，部分国家的产量变化对整个行业的影响有限。从最新数据来看，石油产量受疫情因素影响较小：2020 年 3 月 OPEC 平均日产 2,793 万桶原油，较 2 月日产量还有小幅增加，即使在新冠疫情的“重灾区”伊朗，其石油产量并未发生大幅下降。**第二，从需求来看，国际原油转向买方市场，中国又是世界上最大的原油进口国，**2019 年中国进口原油 5.06 亿吨。受疫情影响，世界对原油的需求下降，全球能源市场也从短缺状态转向供过于求，因此短期来看中国的石油安全不构成主要威胁。

长期来看，我们必须意识到中国石油供应的风险，中国石油的进口依存度超过 70%，绝大部分通过海运，一旦霍尔木兹海峡及马六甲海峡出现问题，中国将出现石油供应危机。**建议应利用全球能源需求下降的时机增加中国石油储备。**当前中国储备的主要是依赖政府的若干石油储备基地，且储备量明显不足，据估计到 2020 年底中国石油储备能力有望达到 8500 万吨，刚刚满足国际能源署（IEA）提出的战略石油储备 90 天的安全标准，远低于美国、日本等国家。**因此建议加快石油储备机制改革，放开对商业石油储备的限制，并加快相关基础设施建设的步伐，为中国长期石油安全提供保障。**

3. 力保东亚产业链安全，防止关键产业链断裂风险

新冠疫情的国际蔓延不仅加剧了病例“倒灌”风险，也带来了产业链层面的隐忧。根据联合国统计初对国际贸易产品的广义经济分类（Broad Economic Category），2018 年中国进口的所有货物产品（Merchandise Goods）中 57.9% 是为生产服务的原材料与中间产品（图表 20）。一旦相关上游产品的生产收到国际疫情影响而出现停滞，将会对中国相关的下游企业形成冲击。我们从两个角度分析潜在的国际供应链风险，一是从体量角度寻找进口金额较高的产品，而是从集中度的角度寻找进口来源较为单一的产品。**从体量角度看，集成电路产品是中国进口占比最大的上游产品，进口来源地以中国台湾、韩国为主；从集中度角度看，钴等稀有金属的进口来源地较为单一，有关国家的疫情发展值得重点关注。**

图表 20 2018 年中国货物贸易进口构成（%）

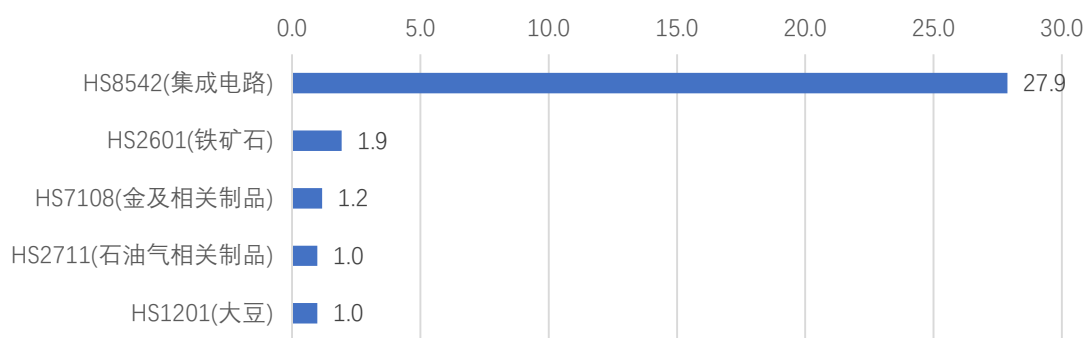


注：用于生产的产品为 BEC 分类下编号为 111、121、22、321、322、41、42、42 和 521 的产品；用于消费的产品为 BEC 分类下编号为 112、122、522、61、62、63 的产品；初级能源为 BEC 分类下编号为 31 的产品；其他为 BEC 分类下编号为 7 的产品。

数据来源：UN Comtrade Database；World Bank WITS Database；ACCEPT 计算。

我们以 HS 分类下每一个 4 位编号为单位分析进口生产用产品的规模，计算每一类产品进口金额占 2018 年中国货物贸易进口总额的比例，如图表 21 所示。集成电路产品（HS8542）是中国进口占比最大的生产用产品，2018 年进口占比为 27.9%，是排在第二的铁矿石（HS2601）进口占比的 14 倍。进口占比超过 1% 的产品还包括金及相关制品（HS7108）、石油气相关制品（HS2711）与大豆（HS1201）等。在集成电路产品中，处理器与控制器（HS854231）占比 43.1%，存储器（HS854232）占比 38.1%，合计占比超过 80%。因此，中国的电子产业对国际产业链的依赖程度较高，相关风险值得警惕。

图表 21 2018 年中国生产用产品进口占货物贸易进口总额的比例 (%)



注：用于生产的产品为 BEC 分类下编号为 111、121、22、321、322、41、42、42 和 521 的产品，未包含初级能源（BEC 编号 31）。图中展示的是进口占比超过 1% 的产品。

数据来源：UN Comtrade Database；World Bank WITS Database；ACCEPT 计算。

东亚是中国集成电路最主要的进口来源地，其中中国台湾占比 36.1%，韩国占比 30.4%，从中国台湾、韩国、马来西亚、日本四个地区进口的集成电路占比达到 81.8%（图 3）。由此可见，**东亚地区是中国电子产业上游的基本盘，东亚稳定则电子产业的上游供应就获得了基本保障。**但是需要指出的是，尽管美国出口到中国的集成电路产品占比仅为 4.5%，但其他地区生产芯片等产品存在着对美国相关技术、专利的依赖，因此**必须警惕美国利用自身的**

专利或技术授权优势干扰东亚地区的电子产业供应链进而对中国电子产业造成影响。

4. 多措并举守护金融安全，务实推动金融双向开放

新冠疫情作为突如其来的外生冲击，给中国金融市场稳定运行造成了较大冲击，这种冲击包括两个方面：一是疫情本身带来的恐慌和不确定性会在金融市场迅速得以反映，引发市场短期内大幅震荡。二是疫情对实体经济的负面冲击会逐步传导至金融机构和市场，造成金融市场局部风险甚至引发危机。这一类影响则是相对长期的、根本性的，对金融稳定运行的潜在冲击更大。

新冠疫情给实体经济带来的冲击，可能引发中国金融领域三大风险与挑战，需要引起高度关注。**第一，银行资产质量下降、不良率上升风险。**根据银保监会的数据，2月末银行业不良贷款率已经上升了0.05个百分点。2019年，中国民营企业贷款余额超过40万亿，如果有10%的民企贷款演变成不良资产，就意味着不良资产新增4万亿；而2019年末整个银行体系不良资产余额仅3万亿左右，拨备余额近6万亿。**第二，债券市场违约风险。**今年一季度，已有40只债券违约，总计金额达到547亿元，较去年同期的310亿元大幅上升了76.5%，疫情对实体企业的冲击是债券违约加剧的关键因素。**第三，股票质押风险。**目前A股市场质押总股数从2018年高峰时期的6500亿股左右下降到当前的5600亿股，市场质押股数占总股本比重从高峰时期的10%左右下降到当前的8.2%，仍处在比较高的水平。股票质押的风险有可能因疫情冲击而上升，最终进一步拖累实体经济恢复。

尽管疫情冲击下的中国金融市场总体表现好于海外市场，人民币资产优势进一步凸显。但值得注意的是，中国抗疫的优异成绩凸显出西方大国治理能力的不足，他们需要转嫁矛盾、甩锅中国，来安抚国内民众的情绪。中国面临的外部环境正在变得复杂严峻，中国的经济和金融安全面临新的挑战，以美国为代表的西方国家对华发动局部或全面金融战是有可能的。相对而言，金融又是中国国际竞争和交往的短板，因而更应该未雨绸缪、早做准备。我们认为，美国有可能在以下领域对中国发动金融战：一是基于长臂管辖获得法理依据，对中资金融机构以及在美国上市的中概股企业进行打压，或阻止中国企业赴美上市融资，此前中资的丹东银行和昆仑银行便是美国长臂管辖的典型案列。二是美国屡试不爽的汇率战，认定中国为“汇率操纵国”，达到影响中国汇率稳定和资本流动，进而冲击金融市场和实体经济的目的。三是利用标普、穆迪等评级机构下调中国主权及企业信用评级，迫使提高融资成本直至引发债务危机。四是利用资本力量做空中国货币、股市或债市，引发金融动荡，如亚洲金融危机期间泰国和香港的案列等。五是逼迫中国大幅度开放市场、过度自由化和金融化。六是通过纽约清算所银行同业支付系统(CHIPS)做实美元霸权，切断某个中资金融机构与CHIPS的直接或间接联系，使其无法进行跨境美元业务。金融战和贸易战有所不同，预期的力量非常强大，除了金融机构自身要实力过硬，还需要有充分的预案稳定金融市场。这都需要我们对金融战的范畴、表现和应对有足够的认知和准备。

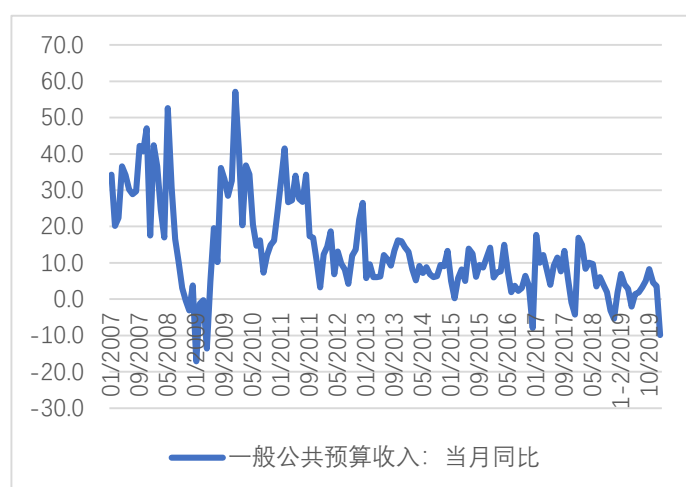
中国须未雨绸缪制定预案、多措并举，应对可能发生的局部或全面金融战，全力守护金融安全。**第一，加快推动海外上市高质量公司回A股战略**，不仅是提高中国上市公司质量的必要举措，更是确保中国科技安全和金融安全的必然选择。在境外上市的中国高科技公司是美国等国家长臂监管的潜在对象，随时可能以任何理由发起对中国科技公司的调查或制裁，这将严重影响中国的科技安全和金融安全。高质量企业回归A股是确保中国科技和经济安全的必然选择。**第二，短期来看，要加强跨境资本流动管制**，这与长期中坚持资本账户的完全可兑换方向并不矛盾，要做到循序渐进、有节奏开放，掌握好开放的主动权。**第三，中国金融机构要苦练内功，改善公司治理，提高核心竞争力**；金融监管部门要提高监管能力、改革监管体制，进一步提升金融治理体系和治理能力现代化，以适应国内改革、国外开放以及应对外部严峻挑战的需要。**第四，必要的时候中国可以进行金融反制**。比如抛售美债、制裁外资在华金融机构等。

（二）稳民生——稳定就业形势，保证居民收入持续增长

1. 疫情冲击下财政收支平衡压力骤升

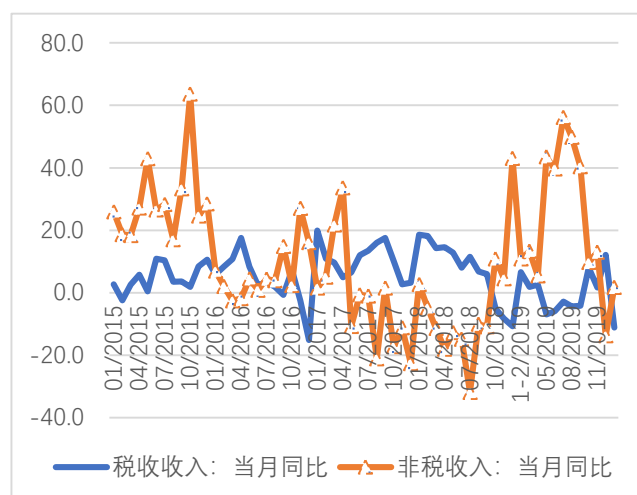
百年一遇的新冠肺炎疫情在短期内给中国经济带来了巨大的冲击。财政方面，据 3 月 24 日公布的最新数据显示，2020 年 1-2 月全国一般公共预算收入同比下降 9.9%，为 2008 年金融危机以来的最大跌幅，较上年 12 月增速 3.6% 大幅下滑。其中，税收收入同比下降 11.2%，较上年 12 月增速 12.1% 大幅回落；非税收入同比上升 1.7%，较上年 12 月增速 -13.7% 有明显回升。

图表 22 一般公共预算收入同比增速



数据来源：CEIC，ACCEPT 测算

图表 23 税收和非税收收入同比增速



数据来源：CEIC，ACCEPT 测算

税收方面，此次新冠肺炎疫情导致的明显经济下滑叠加前期减税降费的后续影响，致使 1-2 月增值税同比下降 19%，比上年 12 月 9.4% 的跌幅明显加大；进口货物增值税、消费税同比下降 25.1%，较上年 12 月 43.4% 的涨幅大幅回落；契税和车辆购置税分别同比下降 15.2% 和 32.8%，反映了房地产和汽车销售受经济下滑的拖累。在所有主要税种中，1-2 月个人所得税同比上涨 14.8%，涨幅明显；由于 1-2 月以来中国股票市场交易出现了异常火爆的场面，证券交易印花税大幅上升，同比增速达到 77.2%。

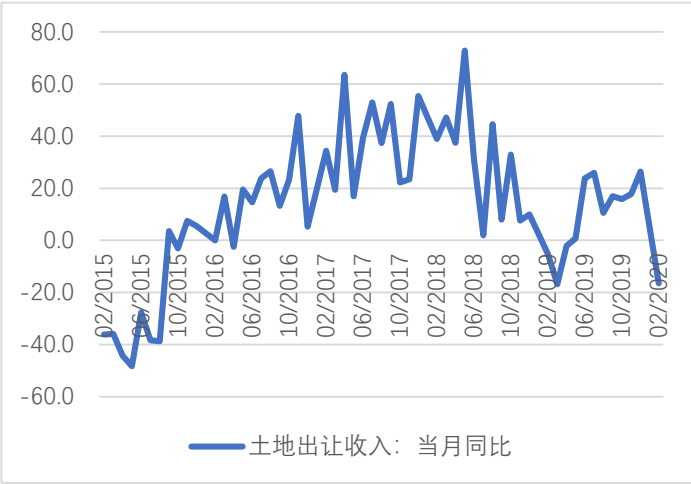
财政支出方面，2020 年 1-2 月全国一般公共预算支出同比下降 2.9%，较上年 12 月增速 11.2% 回落。其中，降幅较为明显的科目包括：科学技术支出同比下降 38.5%，文化旅游体育与传媒支出同比下降 12.7%，城乡社区支出同比下降 20%，交通运输支出同比下降 25.5%。我们也注意到，在全国疫情防控阻击战的带动下，卫生健康支出同比上升了 22.7%，涨幅明显。

1-2 月份，土地市场受疫情冲击明显，国有土地使用权出让收入同比下降 16.4%，较上年 12 月 26.4% 的增速大幅回落。受此拖累，全国政府性基金预算收入和支出分别同比下降 18.6% 和 10.4%。

综合来看，1-2 月份中国财政累计实现一般公共预算盈余 2882 亿元，政府性基金赤字 5191 亿元，合计赤字 2309 亿元，而去年同期一般公共预算和政府性基金则合计盈余 866 亿元。由于疫情给中国经济带来的冲击在 1-2 月份之

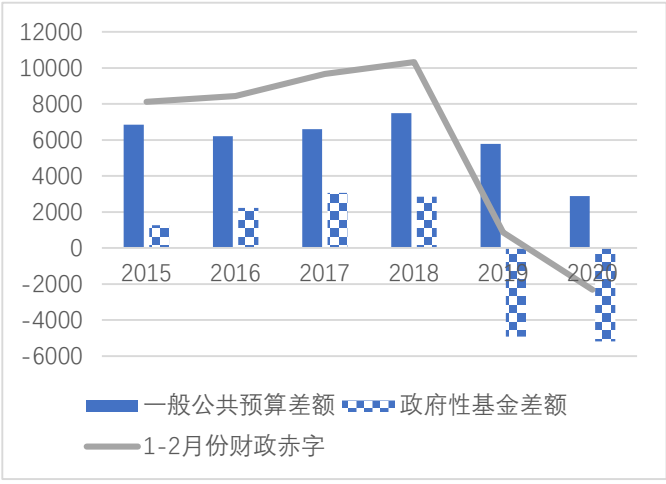
后仍在持续并将逐渐消退，尤其是海外疫情的爆发蔓延对中国经济的拖累主要是从3月份才开始，因此1-2月份的数据并未完全体现此次疫情的总体影响，后续不可避免的财政减收以及即将出台的刺激政策将给今年的财政收支平衡带来巨大的压力，2020年中国的财政空间料将大幅扩张。

图表 24 土地出让收入同比增速



数据来源：CEIC，ACCEPT 测算

图表 25 2015-2020 年 1-2 月的财政赤字



数据来源：CEIC，ACCEPT 测算

2. 应对疫情、重振经济，财政政策将从多渠道发挥主导作用

第一，适当提高财政赤字率。根据 1991 年的《马斯特里赫特条约》（即《欧洲联盟条约》），欧盟各成员国需保持财政赤字率低于 3% 的警戒线水平。值得注意的是，3% 是欧盟成员国维持财政纪律的整数关口，是一项软约束，而并不是一个经过严格学术论证的国际公认的预警线。欧盟成员国经常出现偏离 3% 的情况，美国、日本等发达经济体的赤字率超过 3% 的情况也不少见。相比之下，中国的财政状况良好，政府恪守较为谨慎的财政纪律，目标赤字率自 1994 年以来始终维持在 3% 以内，2019 年为 2.8%。面对百年一遇的新冠肺炎疫情，2020 年中国的财政赤字将随周期性因素带来的税收减少和支出增加而被动上升，同时考虑到即将出台的更加积极有为的财政刺激政策，打破 3% 这一社会心理预期的整数关口、适当提高财政赤字率目标以弥补一般公共预算收支缺口是十分现实而必要的。如果今年将赤字率目标提高到 3.5%，将会释放出约 7000-8000 亿元的资金用于疫后扶助民生、重振经济。值得注意的是，由于提高赤字率受到诸如国内外经济形势、国家宏观调控的需要、财政收支状况等因素的制约，同时还需按法定程序经国务院提请全国人大审议批准，因此预计今年的赤字率目标提升将会相对谨慎和有限。

第二，发行特别国债。中国历史上曾总共发行过两次特别国债。第一次是在 1998 年，财政部发行 2700 亿元特别国债（期限为 30 年），用于向工、农、中、建四大国有商业银行注资、补充资本金。这一政策操作对当时处置银行不良资产、化解金融系统性风险、推动中国商业银行改革起到了积极且重要的作用。第二次是在 2007 年，财政部发行 1.55 万亿元特别国债（期限为 10 年和 15 年），用于向中国人民银行购买外汇从而注资成立中投公司。在中国加入 WTO 之后连年出现“双顺差”、外汇储备持续快速积累的情况下，这一政策操作作为中国外汇储备管理构建了新机制，同时也部分对冲了货币流动性过度宽裕的压力，协助缓解了宏观经济过热的局面。由于特别国债不直接占用一般公共预算赤字、由全国人大常委会批准即可发行，因而操作起来较为灵活，在积极应对百年一遇的疫情、重振中国经济的大背景下发行特别国债有其合理性和现实必要性。今年发行特别国债是在新冠疫情冲击的特殊背景下进行的，预计发行规模将在万亿元级别以上。

第三，**增加地方政府专项债规模**。地方政府专项债可作为重大项目的资本金，其规模的增加旨在能够撬动更大规模的信贷资源、更好地支持重大在建项目建设和补短板，提振基建，稳投资、促消费。2019 年全年，地方政府专项债超过 2 万亿元规模。今年以来，专项债发行节奏明显加快。截至一季度末，全国各地发行新增专项债券达 1.08 万亿元，占财政部提前下达的 1.29 万亿元额度的 84%，发行规模同比增长 63%，预计提前 2.5 个月完成既定发行任务。从 3 月 27 日政治局会议释放的信号看来，2020 年全年的专项债规模较 2019 年将显著扩容，预计将达到 3-4 万亿元。

3. 刺激政策发力重点应当是中低收入群体生活及中小企业生存，避免政府投资过多

在应对疫情冲击、重振经济的过程中，发挥主导作用的财政政策应本着“两条腿走路”的原则，一方面要以民生为优先，向民众发放一定的抗疫现金补贴，其中重点补贴低收入群体，特别是农村低收入群体，以及湖北等受疫情影响较大地区的民众；另一方面要兼顾长期发展动力，以疫情为契机，开启新一轮“基础设施补短板工程”，带动投资，增加就业与收入，为经济社会的中长期高质量发展做出贡献。为了促进积极的财政政策更加积极有为，我们提出以下几点建议：

第一，发行 1.5 万亿元特别国债，并优先用于以下五个领域：

一是**用于向全国范围内中低收入群体发放现金补贴**。在这次疫情防控阻击战中，广大中低收入家庭面临的失业、现金流枯竭风险较大。这不仅不利于维护社会稳定，也为全面建成小康社会、打赢脱贫攻坚战带来更大压力。为了保障这一群体在困难时期能够维持基本生活，提升其消费能力，我们建议中央财政通过发行特别国债的方式向中低收入群体直接发放一次性现金补贴，以此体现中国在困难时期“以人为本”、“共克时艰”的宝贵精神。

二是**用于向湖北等受疫情影响较大的地区进行专项现金转移支付**。这次疫情对湖北等地的负面冲击最大，疫后经济社会恢复需要一段时间，也需要大量的资金投入。考虑到湖北为全国的疫情防控做出了较大牺牲、也做出了积极贡献，产生了“正外部性”，今明两年，中央财政应当加大对湖北的转移支付力度，支持湖北等地的民生保障和经济社会恢复。其中部分资金应用于对疫区的个人和家庭进行现金转移支付，或发放消费券。

三是**向国家开发银行补充资本金，或作为股本另组建专门的基础设施投融资银行或基础设施投融资基金**。这次新冠肺炎疫情暴露出了中国在医疗健康、公共卫生等领域均存在较为明显的基础设施短板。不仅如此，在人口流入城市中小学学位、农民工住房保障、老旧小区改造、支线铁路、通用机场、医疗与公共卫生设施、城市市政基础设施、国土建设、城乡垃圾处理等领域，中国也均存在短板。此次疫情之后，我们建议开启新一轮“基础设施补短板工程”，以医疗健康和公共卫生领域为突破口，但又不局限于该领域，而是以民生为导向的、全面的基础设施补短板。

四是**补充商业银行资本金**。新冠肺炎疫情直接冲击的是企业和居民，但不久之后必然也会传导至商业银行资产负债表。预计在未来一段时期，银行不良资产率会出现上升。与此同时，在疫后加大逆周期调控力度的过程中，银行业也将是主力军。因而，当前有必要向银行注入资本金，增强其放贷能力和不良资产消化能力。

五是**用于支持小微企业**。受疫情和外需疲弱的影响，今年的就业形势压力很大。稳就业是“六稳”之首，也是当前宏观经济政策的首要出发点。小微企业是创造就业岗位的主体，也是在疫情期间较为脆弱、受疫情冲击较大的主体。当前尤须对受疫情影响较重的小微企业进行帮扶，助力其渡过难关，最大限度的保留住就业岗位。具体使用途径包括贷款贴息、贷款担保、失业救济、五险一金补助、供应链基金等。

具体来说，我们建议（1）**将新发行特别国债中的 1.12 万亿元用于向全国范围内中低收入群体发放一次性现金补贴**。2019 年，按全国居民五等份收入分组，低收入组人均可支配收入 7380 元，中间偏下收入组人均可支配收入

15777 元，中间收入组人均可支配收入 25035 元。如果以各组月人均可支配收入作为此次补贴的人均参考标准，粗略计算，共需 1.12 万亿元；（2）向湖北等受疫情影响较大地区的人民额外进行约 1500 亿元的特殊抗疫现金补贴。2019 年，湖北省城镇和农村常住居民人均可支配收入分别为 37601 元和 16391 元。如果以两类人群月人均可支配收入作为补贴的人均参考标准，粗略计算，共需 1500 亿元。综合计算，向全国中低收入群体和湖北人民进行的两项现金补贴共计约 1.27 万亿元；（3）将新发行特别国债中的剩余部分约 2300 亿元向国家开发银行和其他商业银行补充资本金，同时以国家开发银行为主体发行更大规模的国开债。作为政策性金融债，国开债有国家信用评级作为基础，其发行属于商业行为，不计入政府预算，因此操作上较为灵活。国开债用途明确，主要用于支持环境治理、城市基础设施建设等事业，由于债务有明确的资产运作为基础，因此可以有效防控风险、稳定社会预期。如前所述，可将新发行的国开债用于开启新一轮“基础设施补短板工程”，立足民生，助力中国经济社会的中长期高质量发展。由于国开债主要面向境内金融机构发行，可安排一般国债更多地面向境外投资者发行，这样也可有效推进人民币国际化。

综上所述，我们建议今年共发行特别国债 1.5 万亿元，约占 GDP 的 1.5%。其中，针对居民的现金补贴总规模达 1.27 万亿元，约占 GDP 的 1.3%。截至 2019 年年底，中国政府债务率为 38.5%，政府债务风险水平整体可控，因此今年发行 1.5 万亿元特别国债是在可承受范围内的。

第二，用国有资本划转来冲抵社保减费。为了应对疫情，减轻企业特别是中小企业的负担，财政部已会同相关部门出台了一系列政策措施，其中包括企业社会保险费减免政策。据估算，全年仅社会保险费减负就会减轻企业负担超过 1 万亿元。考虑到今年的财政压力较大，为了避免社保基金收支缺口压力转移到一般公共预算，由财政补贴来兜底，我们建议用国有资本划转来冲抵社保减费。从中长期来讲，我们也呼吁加快国有企业改革，盘活国有资产，提高国有资产的回报率，用国有资产的收益增值来为财政融资，避免不断推高政府杠杆率。ACCEPT 往期的报告曾做过具体测算，针对目前已达到 210 万亿规模的国有资产，国家可以提出具体的改革措施，利用三年时间把当前国有资产的回报率由 2%提升至 3%，据测算，由此能够带来高达近 2 万亿的投资回报，相当于 2019 年一年财政收入的十分之一。这将极大地提升国家的财政实力，为进一步减税让利提供坚实的基础。同时，国家可以拿出 20 万亿的国有资产进行有效的混合所有制改革，以此提升相关经济主体的经济活力，同时可以带来可观的国家财政收入。假如其中五分之一的资产转让能够获得现金回报，则现金回报规模约四万亿，相当于 2019 年个人所得税收入的近四倍，这将极大地支撑国家的财力，为进一步减税降费提供基础。

（三）谋长远——培育市场，发力内需，努力实现中低收入群体倍增

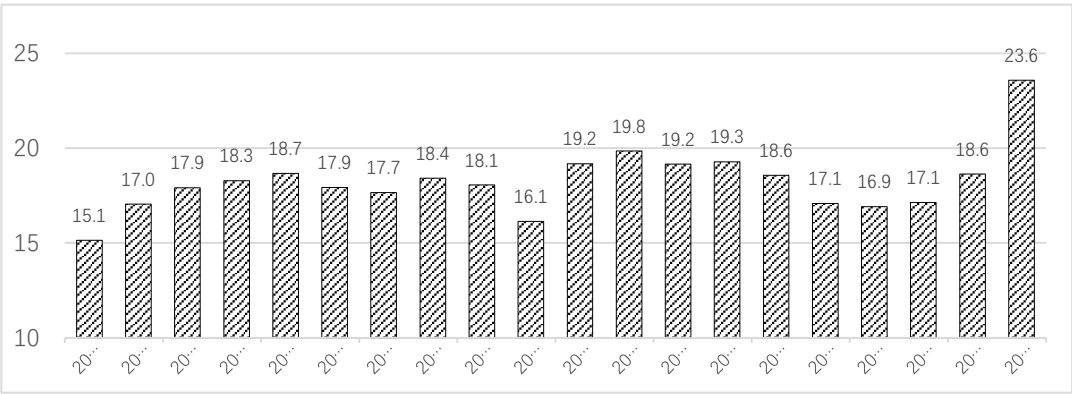
1. 推动土地和户籍制度改革，新型城镇化潜力巨大

城镇化进程是未来我中国经济长期增长最关键的动力源，房地产市场依旧具有巨大潜力。我们应该进一步深化推进城镇化进程，适当增加房地产建设用地供给，保持房地产市场稳定发展。2019 年中国城镇人口占总人口比重为 60.6%，与改革开放初期的不到 20%相比有了显著的提升，但是仍有将近 40%的人口居住在农村。未来仍然有 1.5-2 亿人口迁移至城市定居并购买住房，这将持续构成房地产市场的潜在需求，需要有与之配套的房地产供给和服务。虽然 2018 年底中国人均住房面积达到 39 平方米（国家统计局《建筑业持续快速发展城乡面貌显著改善——新中国成立 70 周年经济社会发展成就系列报告之十》），但是城镇住房成套率仍有待提升，拆迁新建需求仍然较高，大量存量住房需要提质改造，包括老旧小区改造和城市更新。同一地区同一城市的不同地段人们的居住偏好需求也不同，考虑到住房改善的需求，中国未来的新房建设需求会更大。

从土地供给情况来看，当前一二线城市的土地利用结构仍然向工业倾斜，住宅用地供给显著偏低，房地产市场的土地供给同人口流向出现空间上的不匹配。目前的房地产调控政策以需求端限购为主，在限制了一二线城市购房需求的同时，并没有从根本上解决住房供不应求的问题。长期的限购使得部分居民的住房需求难以得到满足，而在不增加土地供给的情况下直接放开限购将进一步推高房价。中国的城镇化仍处于逐步发展阶段，未来仍需大量土地用于房地产开发建设，满足新市民等群体的住房需求，城市建设用地规划结构有待进一步调整。在保证其它用地需求的前提下，对于有发展潜力的地区和城市，我们建议可以适当增加房地产建设用地供给规模，适应城镇化需要的刚性需求，满足人民日益增长的高质量居住需求，稳地价稳房价稳预期，保障房住不炒，保持房地产市场的长期平稳健康发展。

房地产开发投资近年来持续提升，成为拉动固定资产投资和经济增长的重要组成部分。2000 年以来中国房地产市场取得了快速发展，房地产开发投资额从 2000 年的 4984 亿元提升至 2019 年的 132194 亿元。作为全社会固定资产投资的第二大重点领域（另外两个组成部分为 500 万元及以上的建设项目投资和农村住户固定资产投资），房地产开发投资占全社会固定资产投资的比例基本呈稳定上升状态，从 2000 年的 15.1% 上升到 2019 年的 23.6%（图表 26 所示），年平均比重为 18.2%。房地产开发投资增长对全社会固定资产投资增长的贡献率 2001-2019 年间相对稳定，平均为 28.9%。

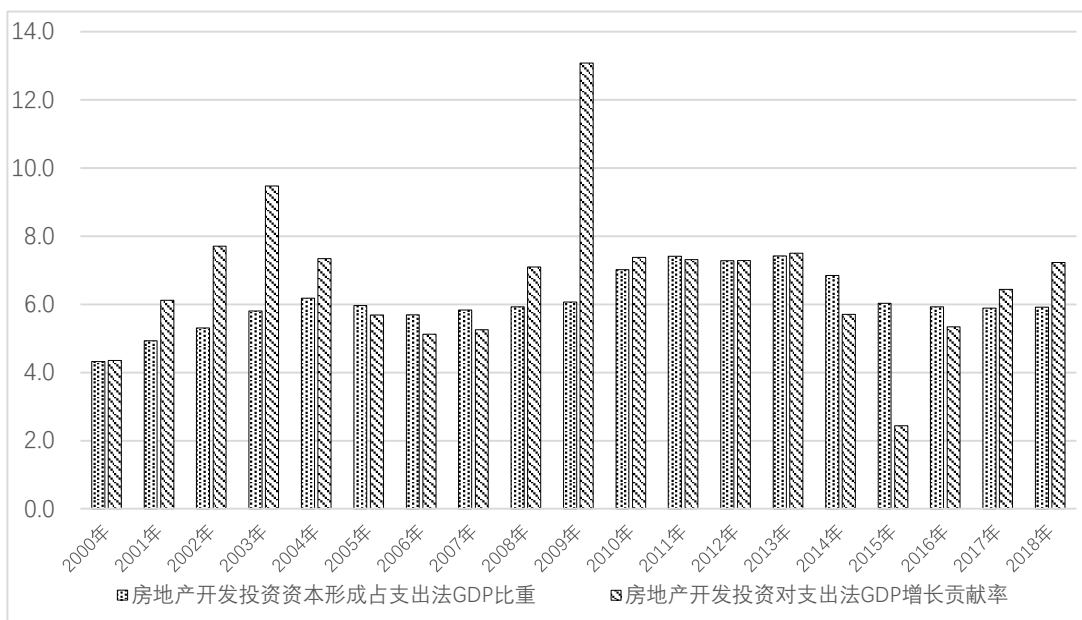
图表 26 2000-2019 年房地产开发投资占全社会固定资产投资比例（%）



数据来源：国家统计局，ACCEPT 测算

扣除土地购置费后，房地产开发投资占全社会固定资本投资的比重 2000-2018 年平均为 15.0%，参考同一时期固定资本形成总额占支出法 GDP40.4% 的平均份额，可以算出房地产开发投资形成的固定资本形成总额占支出法 GDP 的比例比较稳定，如图表 27 所示，平均为 6.1%，房地产开发投资对 GDP 增长的贡献率 2000-2018 年平均为 6.7%。

图表 27 2000-2019 年房地产开发投资 GDP 占比和增长贡献率（%）

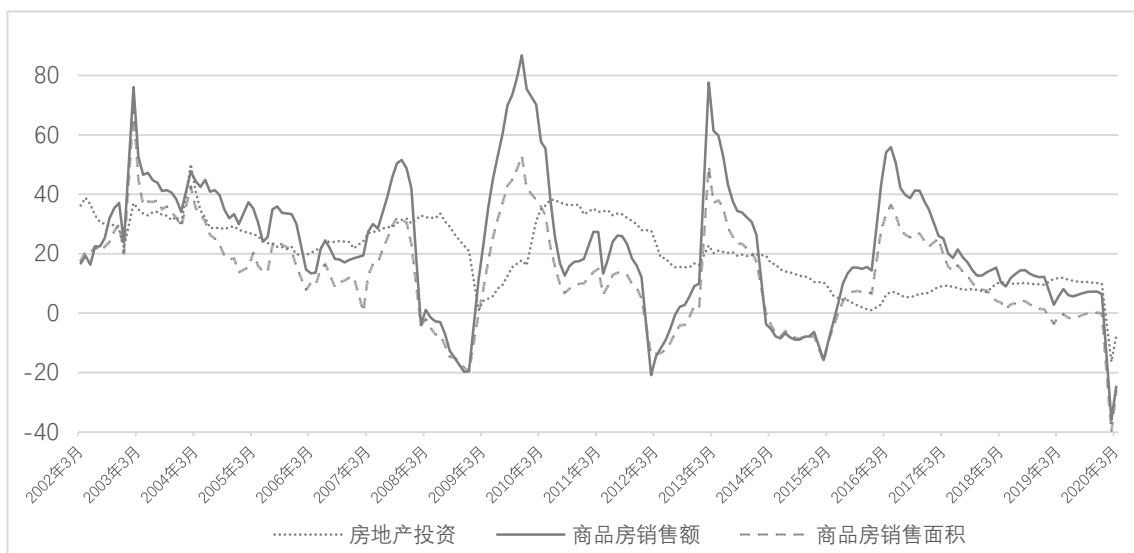


数据来源：国家统计局，ACCEPT 测算

从增加值来看，房地产业增加值从 2000 年的 4040.9 亿元增加到 2019 年的 69631 亿元，按可比价格计算年均增长率为 8.0%，比同期 GDP 年均增长率低 1.0 个百分点。房地产增加值占 GDP 的比重由 2000 年的 4.1% 提高到 2019 年的 7.0%。经过测算，扣除价格因素后房地产业增加值对经济增长的贡献率 2000-2018 年平均为 2.8%。

疫情带来房地产市场的短期波动，随着国内疫情基本得到控制市场将逐步回暖。2020 年 1-3 月，全国房地产开发投资 21963 亿元，商品房销售面积 21978 万平方米，商品房销售额 20365 亿元，同比分别下降 7.7%、26.3% 和 24.7%，比 1-2 月分别收窄 8.6、13.6 和 11.2 个百分点。3 月份房地产开发景气指数（简称“国房景气指数”）为 98.18，比 2 月份提高 0.78 点。从图表 28 可以看到，房地产市场增速在 1-2 月经历了近 20 年的最低点后，3 月虽然仍为负增长，已经呈现明显收窄的趋势。此次疫情波及全国各个省份和地区，伴随着售楼处的关闭和开发建设施工现场的被迫关停，房地产市场严重萎靡缩水。同样是疫情冲击，对房地产市场的负面影响超过了 2003 年的“非典”时期，当时虽然房地产市场投资和销售增速有所下滑，但是总量仍然不断上升，部分原因是当时中国经济整体处于入世之后的高速增长时期，只有北京和广东等局部地区受到影响，加上之后的政策刺激和需求恢复，房地产市场受到的影响有限。

图表 28 2002 年 3 月-2020 年 3 月房地产投资与销售累计同比增速 (%)



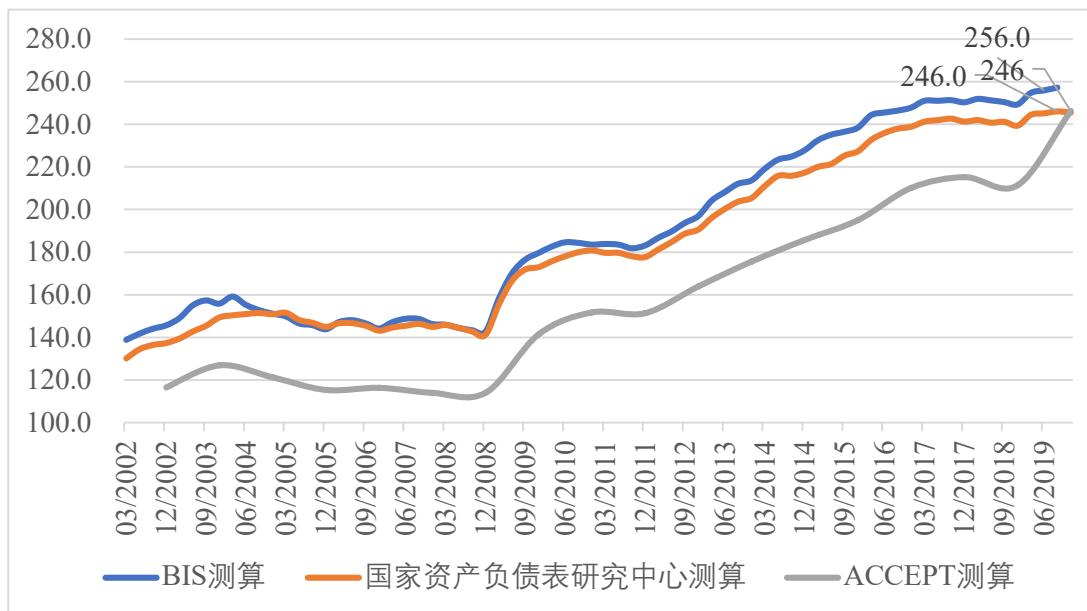
数据来源：国家统计局

尽管如此，我们认为疫情对房地产市场的负面冲击以短期影响为主，不会改变长期发展趋势，随着疫情的减弱会逐步回暖，受到疫情压抑的刚需和改善型住房的市场需求没有消失，而是延期释放。疫情期间的居家隔离防控也提高了家庭对房型和住房面积质量的要求，随之产生的置业和改善型需求未来有望大幅提升，一线城市及东部沿海发达地区的吸引力将随之增加。随着国内疫情得到基本控制各地楼市正在快速恢复，房地产开发投资和销售呈现反弹，云看房等新型尝试逐步兴起。截至4月1日，全国房屋建筑和市政基础设施工程在建项目共18.66万个，已开复工15.87万个，开工率为85.06%，其中开工率90%（含）以上的省（区、市）达到16个，全国售楼处复工率达92.73%，15个省（区、市）的复工率超过95%。

2. 加快推动化解不良资产，在高杠杆的环境下实现杠杆置换

过去两年，中国杠杆率过快上升的势头得到了有效控制，**2019年中国宏观杠杆率仅小幅上升，实现了从去杠杆到稳杠杆的过渡**。根据国家资产负债表研究中心测算，2019年第三季度中国实体经济（包括政府、非金融企业和居民）杠杆率为245.4%，与2018年末的239.3%相比，上升了6.1个百分点。同时我们根据社融数据对中国非金融部门债务余额进行了统一估算，并以此构建了中国宏观杠杆率序列，根据我们的测算，截至2019年底中国杠杆率为246%，也比2018年年末的水平上升了35个百分点。

图表 29 中国宏观杠杆率



数据来源：CEIC 数据库，BIS 数据库

疫情来袭，随着财政货币政策的积极应对，今年的杠杆率上升将是政策的，但是由于此前化解金融风险打下的基础，我们认为，应当合理看待杠杆率的上升，杠杆总量仍处于合理区间，不足以引发过多担忧。中国近年来杠杆率的上升有其内在原因：第一，中国近年来房地产市场的发展和金融深化的推进，使得大量的土地、房屋等实物资产可以用作抵押以获取银行信贷资金，这很大程度上抬高了居民部门和非金融企业部门的杠杆率；第二，2008年以来地方政府加大基建投资力度，根据相关测算地方政府隐性负债规模达到30万亿，归根到底还是来源于银行的信贷资金，这也助推了杠杆率的上升；第三，中国融资结构中股权融资占比低、国民储蓄率长期持续较高水平，使得大量的投资最终以债务形式存在，推高了我国杠杆率的整体水平。

与此同时，我们认为当前最重要的问题是在高杠杆环境中实现杠杆的置换，增加好杠杆，去掉坏杠杆，推动化解不良资产，尤其是地方政府的隐性债务风险。当前中国经济最主要的矛盾，就是从高速增长到高质量增长的转型中，要消化过去高速增长过程中所遗留下来的呆坏账。金融体系要想实现高质量发展，就要加大不良资产的化解力度。目前不良资产主要集中在企业和地方债务两方面，前者的化解工作做得较好，许多省都建立了针对企业不良贷款化解的资产管理公司，而主要的问题是如何化解存量的地方政府债务。多年来，中国已逐步形成了一套地方政府主导的、银行信贷驱动的基础设施建设模式。这种模式在改革开放以来的相当长时期内发挥了积极作用，使中国在短短几十年内迅速崛起为全球基建大国和强国，支撑了中国经济连续多年的高速增长。同时，我们也应该清醒地认识到，近年来地方政府主导的基建投资始终缺乏统一、高效的可行性分析和管理运营，缺乏有效的自我约束机制，责任不清、情况不明的现象较为普遍，也存在项目成本收益分析流于形式、监督难和追责难等一系列问题。值得强调的是，由于债券融资不足以支撑基建投资的资金需求，地方政府占用了大量的银行信贷资源，相当比例的融资以地方政府融资平台发行的城投债这一企业债的形式开展。考虑到政府主导项目所天然自带的隐性担保属性，基建项目大量挤出了对中小企业的放贷，同时也形成了地方政府的“隐性负债”，对此比较集中的估计值是30万亿左右。这些隐性债务，归根结底来自于银行体系，从长期来看是中国经济一个较为突出的风险点，能否有效防范化解该风险至今仍未破题，值得高度关注。

如何化解地方政府债务？我们认为可以从两方面努力：第一，加快地方政府存量债务的化解。要尽快把不良债务从地方政府手中剥离出来，由中央政府承接实现，不让地方政府的融资和再融资继续挤占宝贵的银行信贷资源，让地方政府轻装上阵，从而有效缓解企业尤其是中小企业的融资压力。第二，约束地方政府的融资行为，用创新的

办法加快基础设施领域的投融资改革。建议这次在新一轮基建投资的过程中，由国开行或者是专门成立一个全国性的新基建投融资公司，统一管理新基建项目的规划、融资、建设与监督。可以从发改委、财政部、审计署以及其他相关部门抽调职能人员，比照世界银行及其他国际开发机构的运作方式，由这一公司对全国地方政府的基建项目进行市场化成本收益分析，发行债券或组织社会资本为项目融资，并行使出资人权利对项目进行监督、追责。同时我们也建议不把这些债务纳入国家预算，要由财政部来单独发行，避免市场上的误解。因为这些债将会形成对应的资产，不是普通意义上的国债。

3. 务实推动金融双向开放，低调推进人民币国际化

必须认识到，目前中国金融开放水平还很低，金融开放明显滞后于实体经济的开放步伐。中国股票市场中外资持股占比不到4%，债券市场外资持股不到3%，人民币占全球储备资产比重不到2%，银行业外资占比不到2%。未来我们要成为经济强国，走高质量发展之路，金融开放必须毫不动摇地坚持，双向开放还有很长的路要走。金融领域的斗争极其隐秘、专业、复杂，而我们这方面是缺少经验的，在当前外部环境变得错综复杂和异常严峻背景下，一定要确保安全的情况下推进金融双向开放，要掌握好开放的节奏和力度。

综合国际组织和市场机构预测，2020年全球经济将不可避免陷入衰退，而中国因率先走出疫情影响，有可能成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家。实体经济的有效恢复为中国金融市场在全球率先企稳提供了有力支撑。如果充分把握这一优势，中国金融有可能化疫情之危为发展之机，主要表现出三大机遇：

一是中国金融市场有可能成为全球资产配置的最佳选择之一。当前海外疫情呈加速扩散之势，欧洲前五大经济体德国、法国、英国、意大利、西班牙同时也是欧洲疫情最严重的五个国家，确诊人数最少的英国也超过了10万例；美国更是以累计确诊超65万例成为全球疫情最为严重国家；一些国家甚至做好了与病毒长期共存和战斗的准备。疫情爆发式增长造成全球金融市场极度恐慌和巨幅震荡，美股两周之内四次熔断，主要金融资产价格均大幅下跌。为应对疫情冲击，各国均出台了天量刺激政策，零利率甚至负利率成为主流，无限量化宽松此起彼伏。中国的金融市场则表现出较好的韧性和抗风险能力，且保持了相对合理的正利率水平，货币政策空间还比较大。加之过去几年实体经济和金融领域供给侧结构性改革有效控制了宏观杠杆率的快速上升，中国金融资产估值相对偏低、更为稳健安全。这些因素使得配置中国金融资产的优势逐步凸显出来，有望成为疫情时期的价值洼地、救命稻草，可能成为全球金融资产配置的最佳选择之一。

二是中国金融对内改革和对外开放有可能加速。疫情的冲击及应对，毫无疑问暴露出中国治理体系与治理能力方面还存在的诸多问题，当然也包括金融领域的治理体系和治理能力的短板。金融以服务实体经济为根本目的，但目前无论是居民端对投资的需求还是企业端对融资的需求，中国的金融市场都没有很好地去满足。疫情冲击之下，中小企业和民营企业的融资需求更加迫切、对直接融资的需求更加强烈；居民部门因实体经济受冲击，工资收入可能会下降，对金融财产性收入的依赖更多，多元化、多层次、智能化金融服务需求更明显；加之中国拥有全球领先的高储蓄率，金融体系如何更好地提高治理水平和能力，以更好地将巨量储蓄的优势为企业部门的融资需求，更好地应对疫情冲击，这给金融领域进一步对内改革和双向开放带来了压力和动力。事实上，金融改革开放已经提速，3月1日新《证券法》实施，注册制将逐步向全市场推广，一大批开放举措也将加速落地。

三是人民币国际化进程有望加快。新冠疫情发生以来，人民币汇率短期内受到了冲击，承受了较大的贬值压力，从疫情之前的6.9左右贬值到最严重时的7.1左右；而美元指数则因全球金融市场的恐慌和避险情绪加重、企业和居民部门流动性紧张及持有现金需求增加而大涨。但是，随着疫情在中国和海外的分化发展，中国抗疫取得了显著进展，经济金融形势明显好转，人民币汇率也将逐步企稳。往后看，随着中国经济形势持续向好，而美国和欧洲疫情仍持续加重且未来形势不明朗，人民币资产的安全性、稳健性、收益性优势会进一步凸显，在国际结算、交易、

投资、储备等方面的需求会进一步增加，人民币汇率在未来一段时期可能会走出由贬到升的趋势，人民币国际化进程有望加快。环球同业银行金融电讯协会最新数据显示，2月份，人民币在国际支付市场的份额由1月份的1.65%大幅度上升到了2.11%。创下半年新高，在国际支付市场中上升一位，排名第五，人民币国际化趋势已经悄然提速。

建议充分利用中国积极疫情防控带来的有利契机，低调推进人民币国际化。新冠疫情给中国经济和金融运行带来了巨大考验，但中国对疫情防控的高标准、高要求、高付出使得中国可能成为最早走出疫情影响的经济体，目前本土疫情传播基本阻断、复工复产加快推进，金融市场表现出较好韧性，具备了推进人民币国际化的有利条件：一是实体经济短期恢复、长期向好的有力支撑；二是宏观杠杆率总体而言稳定可控，国民储蓄率全球领先；三是中国金融市场在本次疫情冲击之下，韧性较强、波动更小，人民币计价资产更稳健、安全，回报率相对更好；四是近年来金融双向开放力度加大，人民币国际化的政策环境更加有利。而海外疫情发展仍持续恶化，金融市场震荡下行趋势难改，零利率与负利率环境将会长期存在。以上因素客观上为人民币加速国际化提供了有利环境，中国政府和金融监管部门应该顺势而言、因势利导，在人民币结算、交易、投资、储备等方面创造更加有利的条件，加快推进上海、深圳国际金融中心建设，提升中国金融的全球竞争力和话语权。

4. 消除汽车消费政策瓶颈，汽车消费有望成为拉动消费的主要动力

由于此次疫情呈现出长期化的趋势，对于消费的负面影响也将相对长期，餐饮、酒店、旅游等人流密集型的消费领域很可能是最后一批恢复正常生产生活秩序的行业。若想实现经济增长的目标或就业稳定的目标，2020年在投资发力的同时，消费必须能够稳住，从而不过多拖累GDP的下降。因此，在消费领域，必须有一个抓手，那就是汽车消费。过去两年汽车经历了负增长，根据我们测算，**如果汽车销量能够恢复到2017年的水平，将提高全年GDP增速0.8个百分点，将可以完全抵消2020年上半年由餐饮、酒店、交通行业对GDP造成的负面影响。**

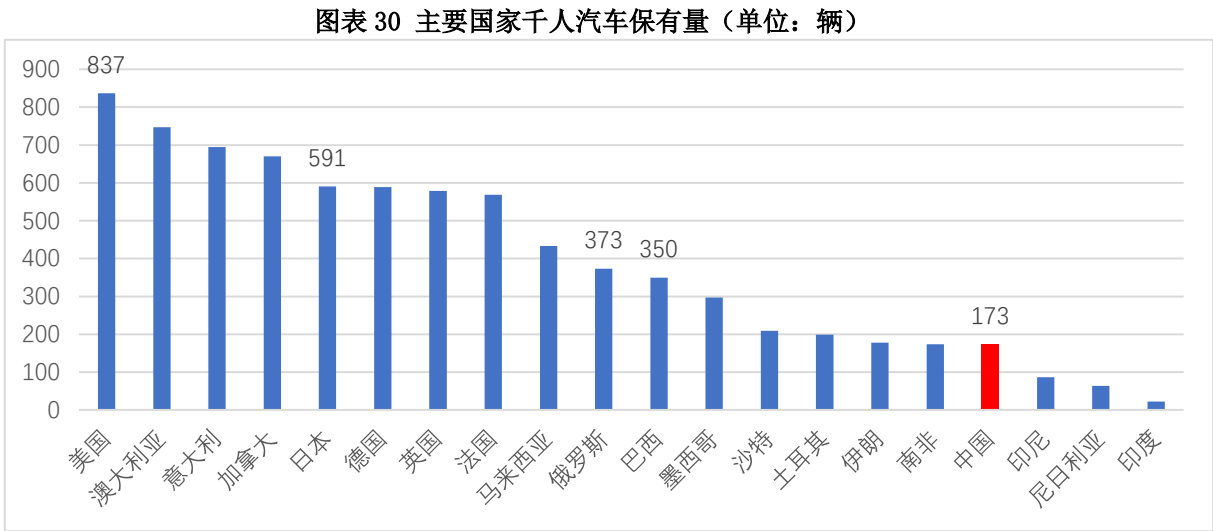
过去两年，中国汽车消费由于政策因素受到压抑，大量需求无法得到满足。疫情来袭，家庭用车在相当程度上已经由改善性需求变为刚需，推动汽车消费兼具提振消费，抗击疫情，提高百姓出行安全感和便利性的积极作用，应该成为今年拉动消费的核心抓手。

我们将社会消费品零售增速分解成两部分，发现除汽车消费外其他消费品增速近年来基本处于稳定状态（除2020年一季度受疫情影响有大幅下降），而汽车消费长期处于负增长状态。自2018年7月以来，中国汽车销售量已连续19个月保持负增长。2019年汽车总销量为2577万辆，其中乘用车2144万辆，远低于2018年的2371万辆和2017年的2472万辆。从汽车销量的累计同比增速来看，2019年增速为-8.2%，由于汽车消费在消费零售总额中占比达到10%以上，**汽车消费下降拖累2019年消费品零售总额增速约0.8个百分点，拖累GDP增速约0.4个百分点。**

造成此轮汽车销量持续下降主要有以下三点原因：其一，前期购置税优惠政策对需求的透支和该政策在2018年的退出。前两年汽车购置税的优惠带来了汽车销售的高速增长，也对未来几年汽车消费形成了透支效应。因此，自2018年起，在连续实施的汽车购置税优惠政策完全退出后，汽车的需求受到明显的抑制。其二，近两年宏观经济下行压力加大，经济增速不断下滑，居民的收入增速明显放缓，影响了居民对未来预期，从而延迟了对可选大项汽车的消费。其三，国五、国六提前切换使得居民的持币观望态度加重，延迟对汽车的购买和消费。尤其是部分地区明确国五、国六切换的提前期较短，导致国六车型的短期生产供给不足和国五车型过剩共存局面。消费者在对降价的国五有购买有欲望时，又担心国五不能上牌上路、会提前报销、残值快速折旧等问题而不愿意购买国五车型，从而带来汽车销量的下滑。

目前，中国的汽车保有量约为2.4亿辆，千人汽车保有量为173辆，明显低于发达国家美国的837辆、日本的591辆、德国的579辆，也低于俄罗斯的373辆、巴西的350辆、和墨西哥的297辆，而与南非的174辆大致相当。一般而言，汽车消费与经济发展水平有较大的关系，但中国人均GDP与巴西、墨西哥大致相当，却要明显高于南非。

因此，随着未来中国人均 GDP 的持续上升和稳步迈入高等收入国家行列，中国的人均汽车保有量将仍有很大的扩大空间。从 2020 年的小康社会过渡到基本实现社会主义 2035 年的 15 年时间里，即使中国的千人汽车保有量达到 350 辆的保守水平（平均 3 口之家拥有一辆车），则国内汽车保有量还有翻番的空间。



数据来源：世界银行

而且，由于中国城乡间、区域间的经济发展不平衡的特征非常明显，城乡间以及各省市间的家庭汽车保有水平也有着明显差异。在汽车保有量低的省份、县镇以及农村地区，还有大量的汽车消费意愿，随着城镇化的推进和居民收入的增长，这些地区仍存在着巨大的汽车消费潜力。根据中国统计年鉴的数据，2018 年全国居民、城镇居民和农村居民平均每百户家用汽车拥有量分别为 33 辆、41 辆和 22.3 辆，城乡之间居民的汽车拥有量尚存在 1 倍的差距。而从不同省市的对比情况来看，北京和天津的居民平均每百户年末汽车拥有量已经超过 50 辆，而黑龙江、湖南、重庆、四川、福建、甘肃、四川、海南、广西、辽宁、安徽、陕西、山西、贵州、江西、吉林、河南、新疆等省市居民平均每百户汽车拥有量低于 30 辆和全国水平，这些省市尚有三分之二的家庭没有汽车。因此，从长期看，中国的汽车消费市场仍有巨大的潜力可以挖掘。

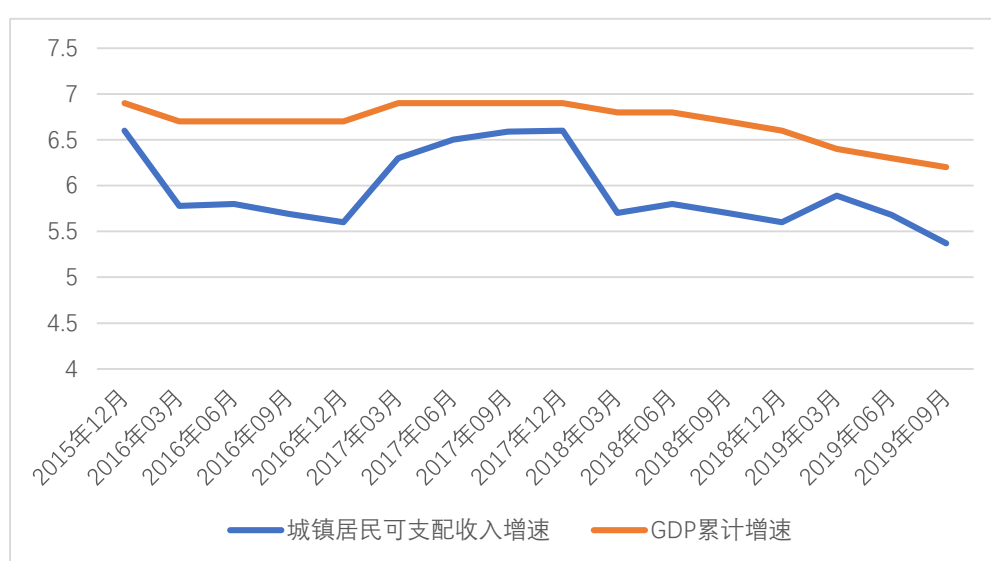
图表 31 2018 年居民、城镇、农村平均每百户年末汽车拥有量（单位：辆）

期动力。

中国具有超大规模的市场优势和内需潜力，有庞大的人力资本和人才资源，一定能战胜各种风险挑战。2008 年以来，中国的居民消费跨过“U”型拐点，对于中国经济增长的贡献不断提高，这一方面来源于居民收入尤其是中等收入群体的可支配收入的不断提高，一方面来源于居民消费和储蓄行为发生的一系列结构性变化。为了进一步提升中国经济的长期增长潜力，加快实现高质量发展，需要通过不断扩大中国中等收入群体和更加完善的市场培育在中长期充分释放消费和投资需求，进而促进供给侧升级，实现供需两端的良性循环和动态互补。

2018 年，中国中等收入群体人数首次突破四亿，占中国总人口比例大约为 31%，占全球中等收入群体的 35% 左右。取得这一成绩实属不易，然而考虑到中国是全球人口最大国的基本事实，如何进一步实现低收入人群的收入提升，实现中国中等收入群体的倍增，是一个需要政策制定者认真思考的重要问题。如果能够成功地实现中等收入群体数量倍增，届时中国中等收入群体占总人口比例将达到 60% 左右，这一水平也是大多数具有“橄榄型”分配格局的发达经济体中等收入群体所占的大致比例，届时中国居民收入差距将得到显著缩小，社会分配的合理显著提升。继续扩大中国中等收入群体的一个重要路径是维持较高速的居民收入增长。下图中给出了中国居民可支配收入的年平均增长速度，可以看出，中国城镇居民可支配收入增速下滑的基本态势和 GDP 增速下滑态势基本一致，在 2019 年 9 月下调到了 5.4% 左右的水平。如果中国经济增速持续下行的趋势继续维持，中国居民可支配收入的增速将有可能下滑到 5% 以下的水平，这不利于中国中等收入群体的进一步扩大和中国经济的长期持续稳定发展。

图表 32 居民可支配收入增长速度与 GDP 季度增长速度(累计)



数据来源：国家统计局

为了实现中国经济培育市场、需求驱动的发展目标，首先要做的是持续扩大中国的中等收入群体。改革开放 41 年以来，中国经济取得了十分突出的成就，通过高速的经济增长和持续的收入提升实现了全球最大规模人口的脱贫。需要意识到的一点是，时至今日，中国仍然存在较明显的人口二元化问题，城乡壁垒尚未完全消除，用城镇居民可支配收入和农村居民纯收入计算的城乡居民收入差距在 2014 年之后一直维持在 2.7 左右的水平。目前中国的 14 亿人口中，按收入从高到低排序，排除收入最高的 4 亿人，剩下的 10 亿人口的年人均实际收入相当于 20 年前中国全部人口的人均收入水平。而这部分人口的边际消费倾向显著高于 4 亿中高收入人群，提升他们的收入水平能够有效

释放国内需求，同时实现稳增长、惠民生和调结构的三大目标。从这个角度来说，精准扶贫后下一个攻坚战应该是中等收入群体的扩容和增收，通过收入提升为国内需求的进一步释放和市场机制的进一步完善做好准备。

在维持较高的居民可支配收入增长的前提下，不断提高居民消费占可支配收入的比例能够促进中国经济内需的持续释放。根据李稻葵和陈实（2011）、李稻葵和徐翔（2015）等一系列研究，2007 年以来中国居民消费对于经济增长贡献率的提升更多来自于居民可支配收入的提升而非居民消费占可支配收入比例的上升。居民储蓄率高而消费占收入比例较低的现象，很大程度上来源于需求侧受到的抑制和相应市场制度的不健全。除了一般意义上的消费市场发展不完善之外，医疗、卫生、教育、住房等方面存在的较大供给缺口，使得风险厌恶型居民主动选择相对较低的消费水平，以应对可能出现的大病支出、子女教育支出、改善型住房需求乃至养老需求。在本报告的国内需求分析部分就对这些进行了阐释。从这个角度来说，中国居民的高储蓄率一定程度上是被动产生而非主动选择的，因而能够通过市场培育促进居民自发地提升消费率，进而推动供给侧升级，有效化解产能过剩。

中等收入群体数量倍增将有效拉动中国居民消费水平上升，加快实现国内需求的有效释放和经济结构的显著改善。以汽车和空调两项耐用品消费为例，当前中国汽车保有量已达 2.5 亿辆（截至 2019 年 6 月底），中国千人汽车保有量已经达到 179 辆。超过世界平均的千人 170 辆的水平；户均空调保有量约为 100 台/百户，其中农村空调每百户保有量是 65.2 台，城镇居民平均每百户空调器拥有量在 132 台左右（均为 2018 年底数据）。根据国家统计局使用的中等收入人群的平均收入标准（10-50 万元每年每家庭），假定中国居民在汽车和空调两类产品的保有数量随收入水平提高成比例增加，那么按照我们之前的报告中对于中等收入群体倍增路径的预测（实际人均收入每年提高 4%，中等收入群体在十五年内实现倍增），在这一过程中，每年总汽车保有量提高 2300 万辆左右（千人汽车保有量每年提升 16.5 辆左右），每百户空调保有量每年增加 6.6-9.3 台左右，而这部分保有量的提升大多来自于新增中等收入群体的收入提升带来的消费上升。二者相加，每年能够促进中国 GDP 增长速度提高 0.45-0.5% 左右。

中等收入群体倍增带来的住房需求提升同样会促进内需的高速增长。住房需求的增加主要来自三个方面。第一个方面是城镇化带来的新增城镇住房需求，第二个方面是收入提升带来的改善型住房需求。根据我们之前的预测，未来十五年有望新增为中等收入群体的 4 亿人口中，如果从城乡分布来看，74.2% 为农业人口，25.8% 为城镇人口。因此中等收入群体倍增带来的住房需求将主要体现在城镇化带来的新增城镇住房需求上。据此我们预测，在中等收入群体倍增的过程中，中国每年新增住房需求约为 889 万套，按国家统计局《建筑业持续快速发展 城乡面貌显著改善——新中国成立 70 周年经济社会发展成就系列报告之十》报告中提到的人均住房面积 39 平方米（2018 年底数据），每年新增住房需求面积约为 10.4 亿平方米。根据上述预测，我们可以大致推算出，每年中等收入群体倍增带来的新增住房需求能够促进中国 GDP 增速提高 0.25% 左右。

五、总结

回首改革开放以来的 42 年，尤其是 2001 年加入 WTO 以来，中国已深度融入了全球化分工体系。伴随着几十年来经济全球化的浪潮，我们通过对外开放积极学习、吸收了国外的先进技术，同时又努力开拓了庞大的国际市场，这无疑助力了中国过去 41 年的高速增长，推动了经济社会的全面发展。但是，新冠疫情将大大加速百年未有之大变局的历史进程，原本要经历十到二十年的长期缓慢变化可能会被压缩到在未来两三年集中出现，外部环境的恶化程度甚至会超过改革开放以来的任何时期，逆全球化、单边主义、贸易保护主义、民族主义将急速抬头。可以说，疫情之后，国际政治、经济形势将加速发生深刻变化，我们过去的经济发展路线必须要做出相应调整。

当前中国经济正处于工业化的中后期，城镇化的中期，产业升级的关键期，和信息化的深化期，当前的经济走

缓只是格局转换的间歇期，而不是中国经济的长期整体下行。新的国际、国内形势要求我们从现在开始，核心技术更多地要自己开拓创新，新的市场更要由自己来主动挖掘。一方面，我们要在审慎研判国际形势的前提下坚定推进新时代更高水平的对外开放，增加我们的贸易伙伴，尤其是稳定好东亚朋友圈。更为重要的是，我们应把更多目光转向国内，着重培育、打造国内市场，努力实现中等收入人群倍增，做好复杂需求管理，释放长期消费需求。

考虑到未来两三年国际环境快速恶化的可能性，我们认为中国今年以及未来两三年经济工作的核心应当围绕三个方面。第一，保安全。着力确保金融安全、供应链安全、能源安全、科技安全、粮食安全，防止这些关键领域出现问题导致发展倒退。第二，稳民生。着力保障中低收入者的收入，帮助中小企业纾困，稳定就业形势。第三，谋长远。推动包括国企改革，要素市场改革等一系列市场化改革，着力通过中等收入人群倍增的方式，培育和释放内需，为中国经济中长期发展提供动力。

对于今年的经济增长目标，我们认为不宜设置过高。在百年未有大瘟疫的冲击下，如果依旧按照原有增长目标实施政策，将透支未来两三年的政策空间，导致疫情过后外部环境恶化时，我们正处于前期刺激政策副作用的消化期，造成被动局面。基于此，我们建议今年力保完成城乡居民人均可支配收入的翻一番，GDP 增长重点考虑保就业的需要，即 GDP 增长 3%到 4%。