宽松、恢复与风险

2020 年宏观策略中期报告

分析日期 2020 年 06 月 17 日

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

联系人：李沛

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

联系人：陈茜茜

电话：021-20333532

邮箱：cxx@longone.com.cn

相关研究报告

◎投资要点：

◆新冠疫病规模大，范围广，影响深。目前，主要经济体新增病例已趋势性下行，但全球新增病例向上趋势尚未反转，疫情在年内可能难以完全结束。至 6 月 15 日，全球新冠肺炎累计确诊病例 811 万例，当日新增确诊病例 12 万例。我国作为全球第二大经济体，发病早，防控力度大，防疫效果显著，一系列强制的封闭措施对经济的短期影响很大；第一大经济体美国，病例数全球第一，至今还没有得到完全控制，虽新增病例已开始有所下降，但仍然严峻；欧盟地区作为发达经济体，发病速度很快很猛，不过现在已基本得到控制；新兴市场中的巴西、印度、俄罗斯等国家仍在疫情的快速蔓延期，新增病例仍处于相对高位。美国、巴西、俄罗斯和印度是当前全球累计确诊病例最多的四个国家。

◆全球经济增速快速下滑。受疫病冲击，全球主要经济体经济增速快速下滑。中国一季度 GDP 增速-6.8%，美国-5.0%，欧元区-3.1%。据世行预计，2020 年全球经济增速将下滑 5.2%，创二战以来最低。

◆我国大力增加财政支持规模，增强宽货币对实体经济的支持。新增减税降费 5000 亿元、新增财政赤字 1 万亿元、抗疫特别国债 1 万亿元、地方政府专项债扩容 1.6 万亿元，共计 4.1 万亿元。货币政策突出宽信用，增加货币供给，加强对实体经济的信贷支持，疫情之后降准降息，安排再贷款再贴现共计 1.8 万亿元。估计大力度的财政刺激和货币宽松政策效果将在下半年进一步显现出来，我国经济有望趋向稳定。

◆美国采取了史所罕见的货币刺激和财政刺激措施。美联储将联邦基金利率快速降至 0%，安排无上限 QE 政策，美联储资产已经从 4.1 万亿美元左右扩大到 7 万亿美元以上。财政上，先后宣布了 2 万亿经济刺激法案和 4840 亿美元小企业援助法案。欧洲央行加大 QE 规模，发布创新的流动性工具，购买 PEPP 达 1.35 万亿欧元。

◆国内经济复苏趋稳。国内一季度 GDP 增速创有季度数据以来首次负值，但在全球具有率先控制疫病和率先复工优势，同时高新技术产业有望保持高增长，财政刺激下基建增速有望回升，地产政策可能会在“房住不炒”基调下略有放松，预计地产投资和销售将继续回升，但整体增速低于去年。消费恢复相对较慢，但后期新消费模式以及地摊经济等可能有利于总体消费增长。出口增速虽然数据上逐渐好转，但整体形势仍然不容乐观。以海南自贸港为代表，中国改革开放的进程进一步加快，或释放较好的制度红利。预计二季度 GDP 增速或将回正，三四季度 GDP 增速或在 5%左右，全年增速或达 3%左右。下半年，估计科技创新特别是集成电路相关产业的进口替代会有较快发展，新基建估计也会发力，中国经济增速有望在长期转型换档降速中逐步稳定下来。

◆美国经济有下行风险。由于美国疫情爆发于 3 月，预计二季度美国经济将继续下滑，下滑程度大概率超越 2008 年金融危机时期。从中长期角度来看，美国经济增速近几年回升，相对于潜在增速可能已形成泡沫。不排除这次疫情成为刺破“泡沫”的因子，加上特朗普“孤立主义”政策，可能会造成美

国经济转而下行，并给全球经济带来风险。

◆把握牛市早期行情，注意防范外部风险。疫情对股市短期冲击巨大但难改股市长期发展趋势。一季度上市公司经营业绩下滑显著，二季度随着复工复产持续推进业绩有望回升，但仍承压较大，估计同比仍下降。A 股目前整体估值依然处于低位，在当前国内疫情防控形势较好、市场流动性充足、无风险利率低、国际化进程持续推进的背景下，相对更有吸引力。创业板注册制改革也有望提升上市公司质量。中国经济趋稳，产业升级效果显现，A 股或已处于长期牛市早期阶段，可以考虑长期布局股权投资。但 2020 年下半年仍需警惕疫情反复，以及中美关系继续恶化可能性，美国经济衰退和美股在过度上涨后的下跌风险。

正文目录

1. 新冠疫病短期影响巨大 7
1.1. 主要经济体新冠疫病逐步消退但全球形势仍严峻 7
1.2. 从历史经验看疫病难改中长期趋势 9
1.2.1. 1918 年西班牙大流感 10
1.2.2. 亚洲流感 H2N2（1957-1958 年） 11
1.2.3. 香港流感 H3N2（1968-1969 年） 13
1.2.4. SARS 病毒（2003 年） 14
1.2.5. 2009 年墨西哥 H1N1 流感 16
1.3. 疫病一般不改变经济和市场的中长期发展趋势 18
2. 政策支持力度空前 19
2.1. 强化财政支持 20
2.2. 货币政策突出宽信用 21
2.3. 通胀压力减小 23
2.4. 欧美刺激措施史无前例 26
3. 国内经济复苏向好 29
3.1. 疫情影响下一季度 GDP 罕见为负 29
3.2. 高技术制造业高增长 30
3.3. 投资增速修复较快 32
3.4. 地产投资和销售回升 33
3.5. 生产端已逐步恢复 35
3.6. 消费恢复相对较慢 36
3.7. 出口形势不乐观 38
3.8. 改革开放进程进一步加快 39
3.9. 全年经济增速或降至 3%左右 40
4. 美国经济有下行风险 41
4.1. 美国经济尚未见底 41
4.2. 欧洲逐渐复工，但财政刺激计划或出现分歧 42
4.3. 警惕美国经济下行风险 43
5. 把握阶段性结构性行情 44
5.1. 股市反弹已收回大部分失地 44
5.1.1. 疫情短期冲击巨大 44
5.1.2. 资本市场已有所恢复 45
5.1.3. 经验显示疫情难改股市长期发展趋势 46
5.2. 公司利润大幅下降但估值仍处于低位 46
5.2.1. 一季度 A 股整体经营业绩下滑显著 46
5.2.2. 二季度企业利润大幅回升难度较大 48
5.2.3. A 股估值整体不高 49
5.3. 流动性充足、无风险利率低 49
5.4. 增量资金持续增加 50
5.4.1. 金融市场开放提速，外资更容易投资 A 股 50
5.4.2. 我国疫情结束较早，相对更有吸引力 51
5.4.3. 创业板注册制改革，或增加股票供给但可提高上市公司质量 52
5.5. 美国是很大不确定因素 53
5.5.1. 中美政治和经贸关系存在不确定性 53
5.5.2. 关注美股过渡上涨风险 53
5.6. 把握牛市早期行情，注意防范外部风险 54

图表目录

图 1 (主要国家累计确诊病例数排名，例)....9
图 2 (主要国家新增确诊病例数排名，例)....9
图 3 (中国与海外当日新增病例趋势，例)....9
图 4 (中国与海外累计确诊病例趋势，例)....9
图 5 (中国与海外累计死亡病例发展趋势，例)....9
图 6 (全球各国累计确诊数量排名，例)....9
图 7 (1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人)....10
图 8 (1918-1920 道琼斯工业指数行情走势)....11
图 9 (亚洲流感期间中国 GDP 不变价同比，%)....12
图 10 (亚洲流感期间美国不变价 GDP 环比折年率，%)....12
图 11 (道琼斯工业指数亚洲流感期间行情)....12
图 12 (香港流感期间中国 GDP 不变价同比，%)....13
图 13 (香港流感期间香港 GDP 不变价同比，%)....13
图 14 (恒生指数香港流感期间行情)....14
图 15 (2003 年 SARS 疫情中国死亡人数变化，个)....14
图 16 (2003 年非典确诊人数曲线，例)....14
图 17 (中国与中国香港 GDP 不变价当季同比，季，%)....15
图 18 (中国客运量总计，月，亿人)....15
图 19 (中国 2003 年各月社会消费品零售总额增速，%)....15
图 20 (中国 2003 年各月固定资产投资、出口增速，%)....15
图 21 (上证综指非典期间行情)....16
图 22 (恒生指数非典期间行情)....16
图 23 (美国与全球 GDP 不变价同比，年，%)....17
图 24 (墨西哥 GDP 不变价同比，季，%)....17
图 25 （墨西哥住宿和餐饮业 GDP 不变价，同比，%)....17
图 26 (墨西哥交通运输、邮政仓储 GDP 不变价，同比，%)....17
图 27 (2008-2010 标普 500 指数行情)....18
图 28 (2018-2010 道琼斯工业指数行情)....18
图 29 (地方政府专项债安排发行额，亿元)....20
图 30 (地方政府专项债发行节奏，亿元)....20
图 31 (目标财政赤字率及赤字规模，%，亿元)....21
图 32 (税收收入当月值及同比，亿元，%)....21
图 33 (大中型机构存款准备金率，%)....22
图 34 (金融机构超额准备金利率，%)....22
图 35 (一年期及五年期 LPR 利率，%)....22
图 36 (金融机构人民币贷款加权平均利率，%)....22
图 37 (M2 及 M1 同比增速，%)....23
图 38 (当月新增人民币贷款及存量增速，亿元，%)....23
图 39 (当月新增社融规模及存量增速，亿元，%)....23
图 40 (政府、居民、企业部门杠杆率，%)....23
图 41 (CPI 环比及当月同比，%，%)....24
图 42 (CPI 食品同比及猪肉同比，%，%)....24
图 43 (能繁母猪存栏及同比，万头，%)....24
图 44 (CPI 非食品当月同比，%)....24
图 45 (22 个省市猪肉平均价，元/千克)....24

图 46 (农产品批发价格 200 指数)..... 24
图 47 (PPI 当月同比及环比，%，%)..... 25
图 48 (动力煤、水泥价格，元/吨，点)..... 25
图 49 (有色金属价格指数、螺纹钢期货收盘价，点，元/吨)..... 25
图 50 (EIA 原油库存，千桶)..... 25
图 51 (美油期货价格，美元/桶)..... 26
图 52 (布伦特原油期货价格，美元/桶)..... 26
图 53 (联邦基金利率，%)..... 28
图 54 (美联储总资产，亿美元)..... 28
图 55 (美国国债十年期收益率，%)..... 28
图 56 (美元指数)..... 28
图 57 (欧元区公开市场操作，百万欧元)..... 29
图 58 (欧洲央行三大利率，%)..... 29
图 59 (GDP 不变价当季同比，%)..... 30
图 60 (三大需求对 GDP 当季同比的拉动，%)..... 30
图 61 (制造业和非制造业 PMI，%)..... 30
图 62 (PMI 生产、新订单、新出口订单分项，%)..... 30
图 63 (制造业投资完成额累计同比，%)..... 31
图 64 (工业企业利润总额累计值及累计同比，亿元，%)..... 31
图 65 (出口交货值累计值及同比，亿元，%)..... 31
图 66 (工业企业产成品存货累计同比，%)..... 31
图 67 (固定资产投资完成额累计同比，%)..... 32
图 68 (民间固定资产投资完成额累计同比，%)..... 32
图 69 (不含电力基建投资累计同比增速，%)..... 33
图 70 (基建投资累计同比增速，%)..... 33
图 71 (房地产开发投资完成额及累计同比，%)..... 34
图 72 (商品房销售面积及累计同比，%)..... 34
图 73 (土地购置费及本年购置土地面积累计同比，%)..... 34
图 74 (房屋新开工及竣工面积累计同比，%)..... 34
图 75 (十大城市商品房成交面积及同比，万平方米，%)..... 35
图 76 (30 大城市商品房成交面积及同比，万平方米，%)..... 35
图 77 (工业增加值当月同比，%)..... 36
图 78 (高炉开工率同比，%)..... 36
图 79 (6 大发电集团日均煤耗量同比，%)..... 36
图 80 (汽车、集成电路产量当月同比，%)..... 36
图 81 (电影票房收入，万元)..... 37
图 82 (电影放映场次，次)..... 37
图 83 (社会消费品零售总额当月同比，%)..... 37
图 84 (企业餐饮收入总额当月同比，%)..... 37
图 85 (网上商品和服务零售额累计同比，%)..... 38
图 86 (吃、穿、用网上零售额累计同比，%)..... 38
图 87 (进口、出口金额当月同比，%)..... 39
图 88 (贸易差额当月值，亿美元)..... 39
图 89 (中国对美欧日及东盟出口金额累计同比，%)..... 39
图 90 (韩国出口总额当月同比，%)..... 39
图 91 (美国制造业 PMI，%)..... 42
图 92 (美国 GDP 不变价环比折年率，%)..... 42
图 93 (美国分项对 GDP 环比的拉动率，%)..... 42

图 94 (美国新增非农就业人数及失业率，千人，%)..... 42
图 95 (美国当初次申请失业金人数，人)..... 42
图 96 (美国非农解雇裁员数，千人)..... 42
图 97 (欧元区制造业 PMI，%)..... 43
图 98 (欧元去 Sentix 投资信心指数)..... 43
图 99 (美国 GDP-潜在 GDP，十亿美元，十亿美元)..... 44
图 100 (上证指数、深证成指行情)..... 45
图 101 (美国三大股指行情)..... 45
图 102 (欧洲三大股指行情)..... 45
图 103 (全 A 公司营收及同比增速，万亿元，%)..... 46
图 104 (全 A 公司归母净利润及同比增速，亿元，%)..... 46
图 105 (全 A 非金融公司营收及同比，万亿元，%)..... 47
图 106 (全 A 非金融公司归母净利润及同比，亿元，%)..... 47
图 107 (各板块归母净利润同比增速，%)..... 47
图 108 (主板、中小板剔除金融归母净利润同比增速，%)..... 47
图 109 (2020 年一季度申万一级行业营收同比增速，%)..... 48
图 110 (2020 年一季度申万一级行业归母净利润同比增速，%)..... 48
图 111 (历史市盈率，倍)..... 49
图 112 (历史市净率，倍)..... 49
图 113 (美国 10 年期/3 个月国债收益率，%)..... 50
图 114 (COMEX 黄金价格，美元/盎司)..... 50
图 115 (陆股通累计净买入成交金额，亿元)..... 51
图 116 (融资融券资金余额，亿元)..... 51
图 117 (QFII 投资额度，亿美元)..... 51
图 118 (RQFII 投资额度，亿元)..... 51
图 119 (美国非金融企业部门杠杆率，%)..... 54
图 120 (美国 BBB 及以下评级企业债信用利差，%)..... 54

表 1 (历次疫情回顾概览)..... 19

1.新冠疫病短期影响巨大

1.1.主要经济体新冠疫病逐步消退但全球形势仍严峻

这次新冠疫病发病急，传播范围广，规模很大。新冠疫病于 2020 年 1 月发生，3 月 11 日被世界卫生组织列为疫病流行最严重级别的全球大流行，其传染规模已远超 2009 年墨西哥 H1N1 流感，在全球的影响范围和对经济社会的影响深度超过亚洲流感 H2N2 和香港流感 H3N2，疫病规模仅次于一百年前在全球流行的西班牙大流感。

目前，已有超 200 个国家和地区出现新冠肺炎疫情，6 月 15 日，全球新冠肺炎累计确诊病例 8114684 例，新增确诊病例 120529 例，其中美国、巴西、俄罗斯、印度、德国+法国+意大利+西班牙+英国,分别新增确诊 20722 例、20647 例、8246 例、10037 例和 1588 例。

美国新增病例已较峰值有明显下降，目前每日新增整体趋势略微向下，但仍处于高位震荡中。此外，巴西、俄罗斯、印度新增病例仍处于相对高位。6 月 15 日，中国累计确诊超 8.3 万例。自六月初起，因北京新发地存在局部复发的情况，新增确诊连续三日维持在 40 例附近，现存确诊近 290 例，此前连续两月每日新增仅在 10 例上下的水平波动。截至 6 月 16 日，北京累计报告本地确诊病例 557 例，累计出院 411 例，在院 137 例，累计死亡 9 例，尚在观察的无症状感染者 12 例。自 6 月 11 日新发地批发市场聚集性疫情发生以来，北京已累计报告本地新增确诊病例 137 例。

这次疫病的一个特点是，全球主要经济体的疫病都比较严重，全球经济受损程度可能是历史所罕见的。我国作为第二大经济体，发病早，防控力度大，防疫成效显著，但经济受影响程度也很大；第一大经济体美国，病例数全球第一，至今还没有得到有效控制；欧盟地区作为发达经济体，发病速度很快很猛，不过现在已基本得到控制；新兴市场中的巴西、印度、俄罗斯等国家疫病还在进一步加重之中。

（1）2020 年 2 月份，疫情最开始在亚洲地区集中爆发，中日韩等地区蔓延均较为严重。其中中国防控措施最严，效果最好，其他国家采取的防控措施宽严不一，效果也相差较大。2020 年 4 月，中韩等亚洲地区的国家疫情得到了明显的控制。但 2020 年 6 月 11 日开始，在连续 56 天无本土新增病例后，中国北京陆续出现新冠疫情的小规模发生。北京市政府表示，6 月 11 日以来新增病例 106 例，首都疫情防控形势严峻。而这些患者全部都是北京新发地农产品交易市场的从业人员和密切接触者。此外，在疫情爆发后，新发地农产品交易市场附近的三所学校、六所幼儿园和十一个小区已经封锁，学校全部放假，小区限制人员出入。

2020 年 6 月 13 日，北京新发地农产品市场已被封锁，目前国内仍存在小规模区域性的爆发可能，但在防控常态化的机制下，预计对全国大部分区域的复产复工复学等进程的影响较小。2020 年 6 月 15 日北京市暂停开放文化娱乐场所。截至目前我国现存确诊病例仅 256 例，与海外其他各国相比，我国疫情防控是卓有成效的，但还是不可忽视局部地区的二次爆发的可能。

（2）欧盟国家新增病例已趋势性下降。意大利从三月中旬每日新增近万例的峰值下降到了每日 300 例左右的波动区间，法国、西班牙、德国、英国的新增病例也存在类似的趋势。

（3）美国新增病例数出现了较为明显的拐点，但每日新增病例数仍在高位震荡。美国目前累计确诊病例数近 220 万例，累计死亡病例接近 12 万例。从四月下旬起，美国每日新增 4.5 万例的峰值腰斩，但仍在近期的每日 2 万例附近高位震荡。

（4）巴西、俄罗斯、印度等国的疫情目前还未得到明显的控制。巴西单日新增新冠肺炎确诊病例 20647 例，累计确诊超 90 万例，成全球第 2 个确诊数超 90 万的国家；累计死亡病例近 4.5 万例，目前死亡病例已超过英国和意大利，位列全球第三。

印度的疫情发展不断加速，已连续一周成为全球单日新增确诊病例第三多的国家，仅次于巴西和美国。截至 6 月 16 日，印度新冠肺炎确诊病例已升超 30 万例，单日新增确诊病例连续五日在万例以上，累计死亡也近万例。

俄罗斯新增确诊新冠病毒感染病例维持在 8000 例以上的高位，累计确诊超 50 万例，累计死亡超 7000 例。确诊病例死亡率在 1.33%附近，这一数字低于大多数疫情严重的国家。

除了东亚以外的一些其他亚洲国家疫情仍在发酵。截至 6 月 16 日，巴基斯坦单日新增新冠病毒感染病例近 5000 例，总计近 15 万例；累计报告超 2800 例死亡病例。孟加拉国新冠肺炎确诊病例增加 3862 例，创单日新增确诊历史新高，累计确诊 94481 例。其中，死亡病例增加 53 例，创单日新增死亡历史新高，累计死亡 1262 例。

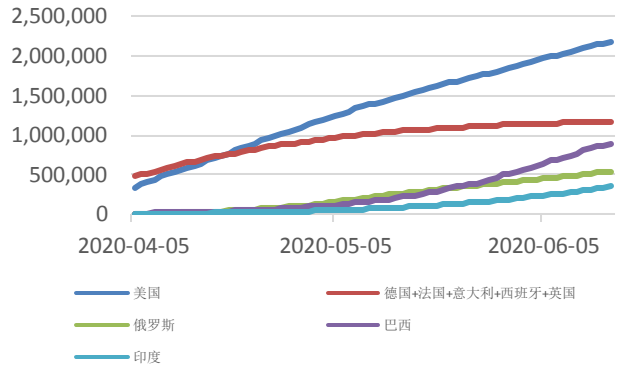
土耳其新增新冠肺炎确诊病例 1592 例，累计近 18 万例。沙特新冠肺炎确诊病例增加 4267 例，累计确诊 136315 例。伊朗新增 2563 例新冠肺炎确诊病例，累计确诊 192439 例；新增死亡病例 115 例，累计死亡达 9065 例。

目前来看，主要经济体的新冠疫病总体已经在消退之中。中国、韩国等国新冠疫病防控最得力，已度过了疫情最危难的阶段，疫情基本得到控制，但局部地区如北京还需多加提升警惕性。其次，意大利、西班牙、法国、德国等欧洲国家也较休克最严重的四月大幅好转，已得到较为明显的控制，新增病例已现稳定的下降趋势，但仍应关注后期发展。美国疫情发展总体得到控制，新增病例数已经下降，只是美国发病规模很大，近期美国多州疫情又出现反弹，仍不可排除二次爆发的可能性。

全球新增病例向上趋势尚未反转，一些国家和地区疫病拐点尚未出现，部分新兴经济体仍在疫情的快速蔓延期。美国、巴西、俄罗斯和印度仍是全球累计确诊病例最多的四个国家，巴西日新增病例增加到了 3 万例以上，美国新增病例仍在 2 万例以上，印度也超过了 1 万例。阿根廷、墨西哥单日新增还在创新高。6 月 15 日，阿根廷新增新冠肺炎确诊病例 1208 例，累计确诊 32758 例；新增死亡 21 人，累计死亡 855 人。墨西哥新增确诊病例 4599 例，新增死亡病例 730 例；累计确诊人数升至 154863 例，累计死亡病例 18310 例。

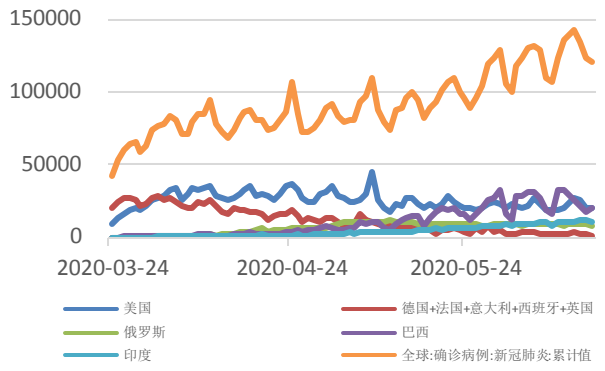
此外，还应关注全球部分国家或地区疫情第二次爆发的风险，中国也需提高对北京等城市的戒备程度。但由于防范意识和试剂检测、治疗设备的供应状况逐步改善，即使后续发生第二次爆发，预计危害性也不会像疫情第一阶段集中爆发那么严重。

图 1 （主要国家累计确诊病例数排名，例）



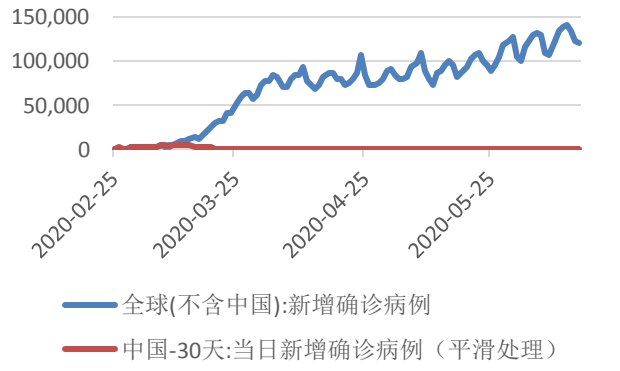
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 2 （主要国家新增确诊病例数排名，例）



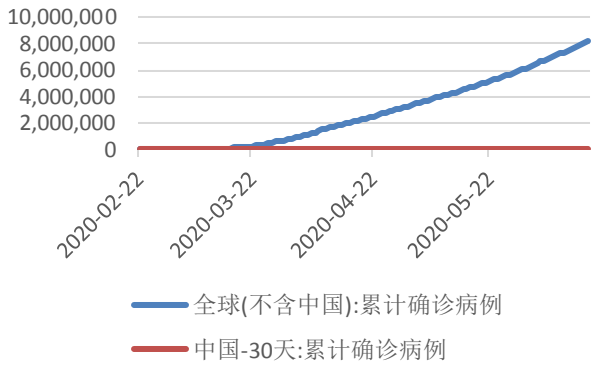
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 3 （中国与海外当日新增病例趋势，例）



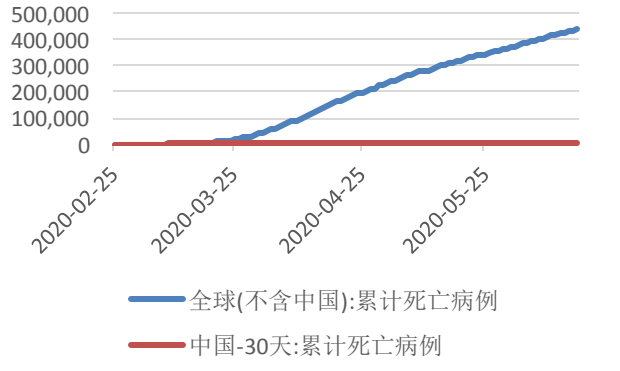
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 4 （中国与海外累计确诊病例趋势，例）



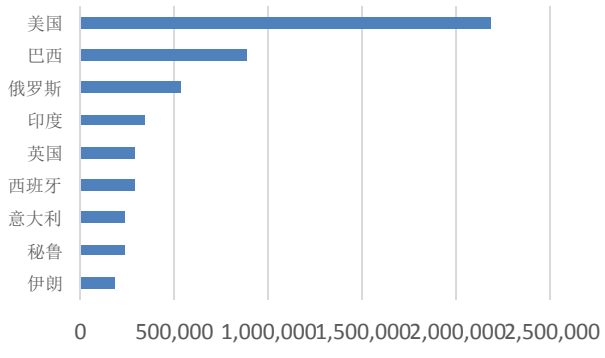
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 5 （中国与海外累计死亡病例发展趋势，例）



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 6 （全球各国累计确诊数量排名，例）



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.从历史经验看疫病难改中长期趋势

从历史的角度看，疫情爆发大多对短期的经济和股市有影响，长期主要还是受经济和市场发展自身趋势决定。

1.2.1.1918 年西班牙大流感

20 世纪之后最严重的全球大流行性疫情即为 1918 年的西班牙大流感。此次流感疫情不仅规模大，而且还有三波发病高峰。

第一波疫情发生于 1918 年 3 月，一处位于美国堪萨斯州的军营发生流感，之后在欧洲第一次世界大战的战场间传播，并可能间接地加速了战争的结束。据报道，此次流感疫情的全球死亡率大约为 0.04%-0.65%。1918 年 6 月，欧洲和北美的患病人数出现下降，社会误以为疫情告一段落，然而 1918 年 8 月，疫情又出现了反弹。

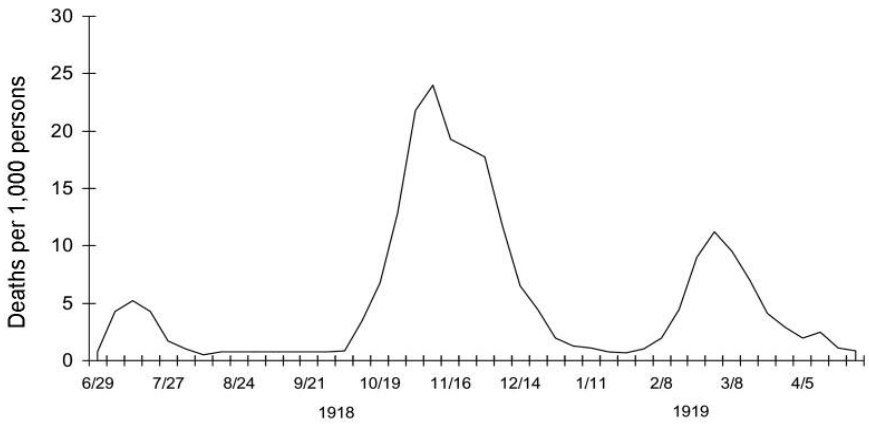
第二波疫情发生于 1918 年秋季，出现在美国的波士顿，这也是疫情爆发最严重的一个阶段。此时的流感病毒杀伤力远超第一波，10 月，美国流感的死亡率达到了创纪录的 5%，特别是在 20~35 岁的青壮年群体中死亡率特别高，其症状除了高烧、头痛之外，还有脸色发青和咳血等症状。11 月，为庆祝第一次世界大战的结束，各地都举行了盛大的集会，这加速了病毒在全球的大肆传播。在最先受到冲击的塞拉利昂，1 个月内就损失了全国 3%的人口。

1919 年冬季，流感再次席卷重来，此次死亡率介于前两次之间。1920 年春季疫情逐渐消退。

据估计，1918 年的西班牙流感在全世界共造成约 5 亿人感染（当时世界人口约 17 亿人），全球死亡病例数达到 5 千多万人，这意味着全球三成的人被传染上了西班牙流感，死于西班牙流感的人数占世界人口总数的 3%-6%。

据美国疾控中心数据显示，美国约 28%的人被传染上了西班牙流感，其中 67.5 万人死亡；流感造成的非正常死亡让美国平均人口寿命减少了 12 年。此外，根据现有的公开资料显示，印度成为此次流感疫情最严重的国家，估计因西班牙流感死亡病例达 1700 万例，约占当时人口总数的 5%；伊朗的流感死亡病例为 243 万，占人口总数的 22%；印度尼西亚死亡病例为 150 万，占人口总数的 5%。此次流感总死亡人数不仅高于历年来命丧艾滋病的人数总和，更远超中世纪黑死病所造成的死亡人数，堪称历史上最为致命的传染病。

图 7 (1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人)



资料来源：美国疾控中心官网，东海证券研究所

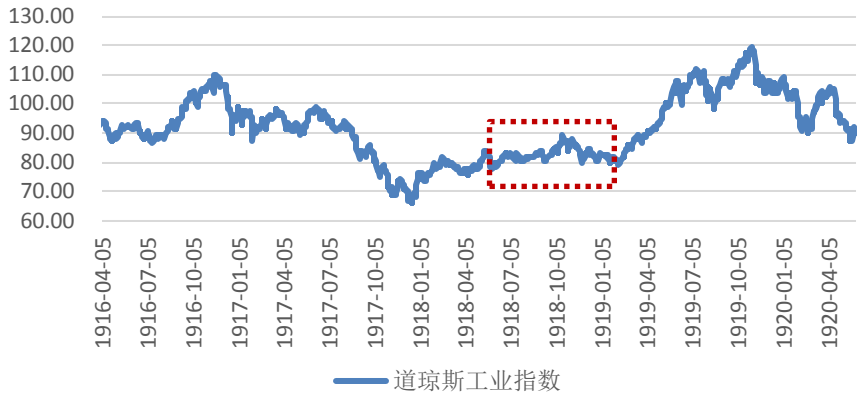
由于西班牙流感爆发之际全球正处于第一次世界大战时期，开始并未采取及时的防疫措施。在西班牙流感第二波大爆发的初期，纽约、费城等在当地出现流感致死病例后仍未采取任何禁止集会、隔离、关闭学校等措施，费城还举行了几十万人规模的自由公债游行，

以促进战争公债的销售。在防控措施不力的情况下，疫情很快在 10 月初大爆发，费城也成为当时疫情最严重的城市之一。

1918 年西班牙大流感对全球经济形成了较为明显的拖累，但并没有重创经济。历经 1914 年-1918 年四年的一战洗礼，全球贸易严重萎缩，经济也处于萧条之中。1918 年疫情爆发时，欧美主要经济体正处于战时状态，疫病损害了全球经济社会发展，但并没有对经济形成重创。根据世界银行预测，西班牙大流感对全球经济发展拖累 4.8 个百分点，其影响主要集中在零售、农业和密集用工的制造业上。零售业受到的损失最大，因为零售人员和客流均受到了影响，部分地区零售业半年内萎缩了 50%以上；农业主要受制于农民患病无法进行播种和收割，部分地区农业产值下降了 15%；而制造业，受影响的时间比较短。

此外，本次流感对美股的影响并不明显。这可能与一战期间股市已经历了大幅下跌，战争结束的利好影响抵消了疫情的利空影响，另外可能也与疫情开始时消息透明度较低有关。一战期间，道指由 1916 年 11 月 21 日的 110.15 点下跌 37.74%至 1917 年 11 月 8 日的 68.58 点，而 1918 年的西班牙大流感发生于熊市的修复阶段。在第二波最严重的疫情爆发之初，也就是 1918 年秋季至同年 11 月，道指仍然保持上涨的态势。在 11 月之后流感大肆爆发，各地政府也开始积极采取防控措施，市场也出现了迅速的回调，由 1918 年 10 月 18 日的 89.07 点震荡回调至 1919 年 2 月 7 日的 79.35 点，累计跌幅为 10.91%。触底之后又开启长达九个月的上升行情，一路震荡上扬至 1919 年 11 月 3 日的 119.62 点见顶。

图 8 (1918-1920 道琼斯工业指数行情走势)



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.2. 亚洲流感 H2N2（1957-1958 年）

“亚洲流感”主要流行于东南亚。1957 年 2 月，在中国贵州发现病例。同月，新加坡报告了病例；4 月，香港报告了病例；夏季，美国沿海城市报告了病例。日本、印度、伊朗、也门、希腊、瑞典、埃及、叙利亚、约旦、澳大利亚、南美洲、非洲阿尔及利亚、北欧斯堪的纳维亚半岛以及法国和德国都属于流感灾区。

香港地小人多，加上 4 月天气乍暖还寒，流感传播得很快，先由儿童在学校互相感染，继而传播给家人。到了 4 月中旬，香港已有 30 万人中招儿，每 6 人中有一人患病。学校缺课者众多，校方不得不停课。公共汽车司机大多受到感染，巴士电车没人驾驶，交通瘫痪了一半。

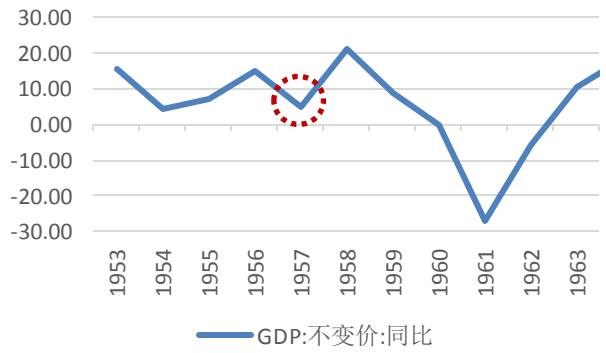
12 月，“亚洲流感”第二波又向中国内地袭来，这一波的主要受害者在农村地区，陕西和吉林的部分乡村及小城镇尤为严重。当年国内曾发表了一篇调查报告，指出 1957 年流感发病范围之广、人数之多，为新中国成立后所未有。

根据世卫组织的统计，此次“亚洲流感”大约导致 100-400 万人死亡。

经济影响方面，中国自 1953 年起开始建立第一个五年计划，经济从战争之后快速恢复。但受亚洲流感影响，1957 年工业增加值较前值下降了 17.4 个百分点，GDP 不变价增速下降 9.9 个百分点，至 5.1%。

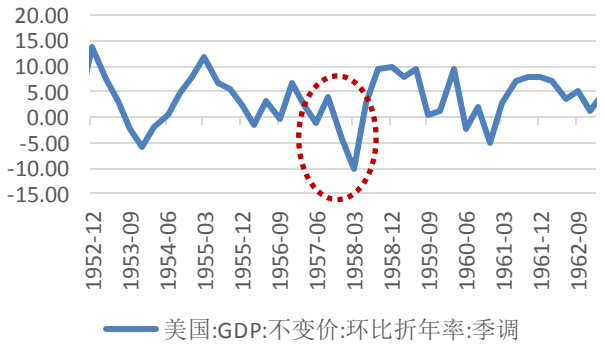
亚洲流感对美国的经济的影响从 1957 年四季度开始显现，美国 GDP 不变价环比折年率从 1957 年三季度的 4.0%连续两季度下降至 1958 年一季度的-10.0%，创下了 1947 年美国经济分析局有统计以来的最低值。随着疫苗被研发出，病毒被有效控制后，中国以及美国经济都迅速修复，但在 1958 年中国开始了三年大跃进，GDP 增速大幅度下滑。

图 9 (亚洲流感期间中国 GDP 不变价同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 10 (亚洲流感期间美国不变价 GDP 环比折年率，%)



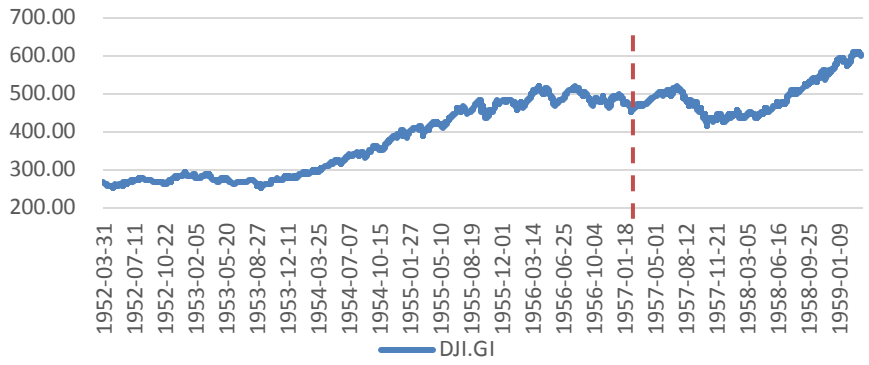
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

股市方面，美股在其本土疫病流行阶段下跌 19%，其他时期不跌反涨。亚洲流感期间，美股处于 1953 年开始的牛市中，1956 年开始进入顶部箱体震荡区间。疫情爆发初期，美国股市不跌反涨，自全球第一例疫情发生的半年内，道指从 450 点附近震荡上扬至 520 点附近，涨幅约 15%。但直到 6 月份亚洲流感传播到美国本土，才开始引起了 1957 年 7 月中旬美股从阶段顶部的下跌，主跌浪持续至 10 月末，跌幅约 19%。

1957 年 10 月下旬，美股见底，底部的形成领先于疫情蔓延的高峰阶段（1957 年 11 月），底部盘整到 1958 年 4 月后一直持续震荡上扬至 1959 年。

针对 1957 年下半年开始的衰退，美联储采取了一系列扩张货币和信贷的措施，美国经济在 1958 年第一季度 GDP 不变价折年率跌到-10%见底后，开始长达一年多的扩张。美股见底时间与其政策措施基本吻合，盘整微扬 6 个月后，待经济渐渐反弹，美股又重回上涨趋势。

图 11 (道琼斯工业指数亚洲流感期间行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

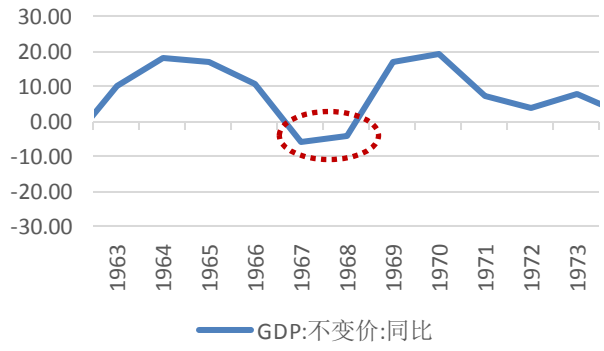
1.2.3.香港流感 H3N2（1968-1969 年）

1968 年 7 月，香港爆发甲型流感 H3N2，短短两星期，就出现 50 万个病例。疫病很快向印度、澳大利亚扩散，然后疫情减弱，1968 年冬季在北半球很多国家有病例，不过疫情较轻。而美国死亡病例很多，与 1957 年差不多。1969 年 5-6 月南半球也有一些病例发生，但不严重。引起“香港流感”大流行的甲型 H3N2 亚型流感病毒代表株于 1968 年 7 月在香港首次分离。

据世界卫生组织报道，1968 年“香港流感”的流行导致了 100 万多人的死亡，美国 10 万人因感染致死。

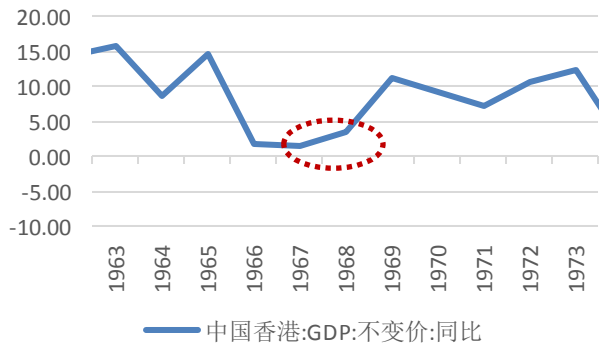
经济影响方面，由于中国 1966 年开始爆发文化大革命，社会动荡、经济增速下滑，1967 年、1968 年两年 GDP 不变价增速分别降至-5.7%和-4.1%，而香港流感在国内爆发是在 1968 年下半年，所以经济增长来看，香港流感对国内的影响可能并不是太大。而对于香港来说，流感爆发之际正值一轮经济萧条末期，1968 年、1969 年香港两年 GDP 增速分别为 3.4%和 11.34%，较 1967 年均有所上升，在经济复苏周期的大背景下，流感虽然造成了大量人员的死亡，但只减缓经济复苏步伐，没有改变经济复苏的趋势。

图 12 （香港流感期间中国 GDP 不变价同比，%）



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

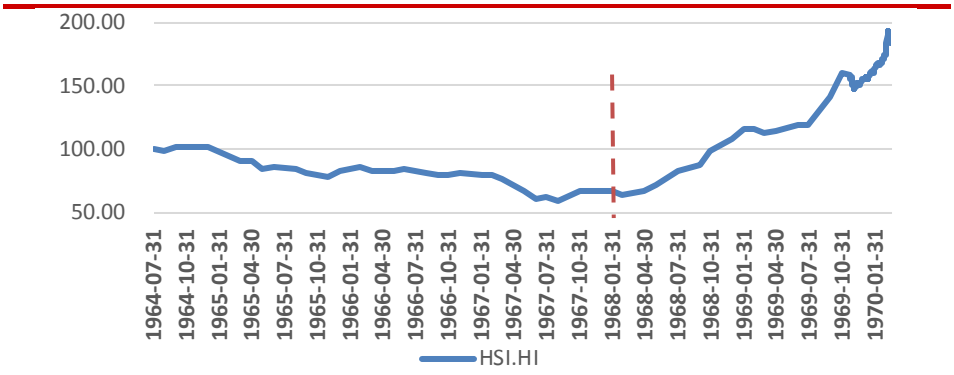
图 13 （香港流感期间香港 GDP 不变价同比，%）



资料来源：世界银行，东海证券研究所

股市表现上看，流感爆发前，1964 年 6 月-1967 年 6 月恒指在熊市中深度调整超 40%，处于调整的低位。1968 年 H3N2 爆发时，恒指处在 1967 年三季度见底后至 1973 年的牛市上升阶段，经济发展基础较好，因此疫情的发展对香港股市并未形成显著的负面冲击。1968 年，恒生指数从 66.02 点升至 107.55，涨幅达 60%。

图 14 (恒生指数香港流感期间行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.2.4.SARS 病毒（2003 年）

SARS 是 21 世纪出现的第一个严重和易于传播的新疾病，由变种冠状病毒引发。SARS 在国内影响较大，但从全球情况来看，没有达到“大流行”级别，其影响相对较小。

2002 年 11 月 16 日，首例“非典”出现于中国广东省。2003 年 2 月正值中国春运，返乡返岗过程中人员大规模流动，中国客运总量达 14.73 亿人，旅客周转量达 1338.94 亿人公里，均达到全年峰值。

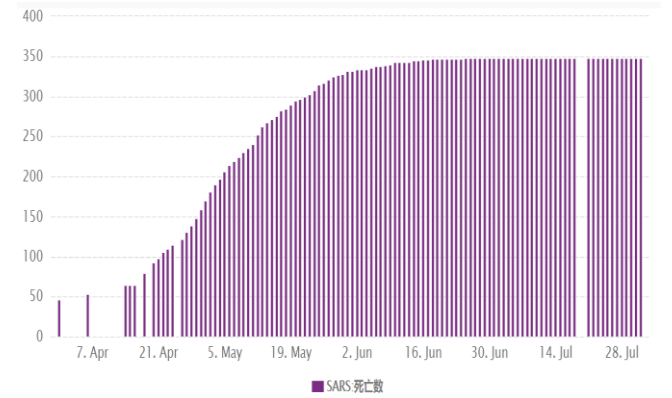
2 月，香港出现病患，山西省也出现自广东返乡的病患，但 3 月才被确诊。3 月，北京、内蒙古、中国台湾等地陆续出现首例确诊病例。截至 3 月底，中国内地报告病例 806 例，中国香港和台湾地区共计 540 例。

3 月 12 日 WHO 发出了全球警告，3 月 15 日 WHO 正式将该病命名为 SARS。之后澳大利亚、欧洲和北美也出现 SARS 病例。

7 月，全球 SARS 确诊和疑似病例数均不再增长，疫情基本结束。

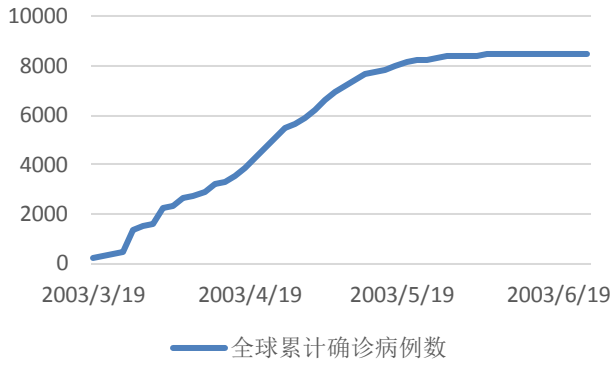
根据 WHO 数据，截至 2003 年 8 月，中国内地累计报告 SARS 病例 5327 例，死亡 349 例；全球累计患病 8422 例，死亡 916 例。

图 15 (2003 年 SARS 疫情中国死亡人数变化，个)



资料来源：香港环亚经济数据库 CEIC，东海证券研究所

图 16 (2003 年非典确诊人数曲线，例)



资料来源：WHO，东海证券研究所

2003 年非典疫情爆发之初并未引起政府和民众的足够重视。直至同年 3 月底，政府开始紧急采取严厉的防控措施。4 月 2 日，召开国务院常务会议，研究非典防治工作。2

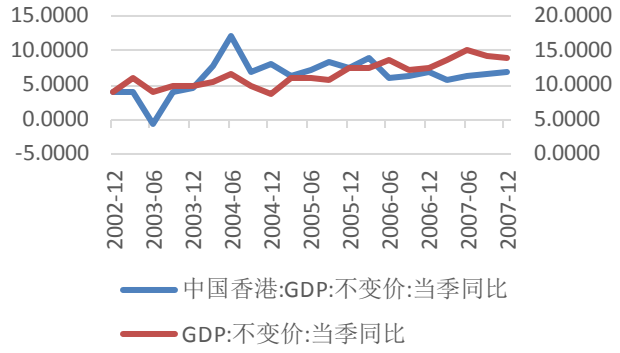
周后，北京防治非典联合工作小组成立，对首都医疗资源开始进行整合。在一系列统一高效的防控防治措施下，5 月底，抗击非典疫情取得阶段性胜利。

经济影响方面，SARS 流行期间民生经济遭遇短暂冲击。中国 2003 年二季度 GDP 增速从 11.1%下滑至 9.1%。疫情期间，限制人员流动，叠加民众自主减少外出和消费活动，受影响的主要是消费。2003 年 3 月的社会消费品零售总额增速为 9.1%，在 4 月采取管制措施以后，4 月的社零增速降至 7.6%，5 月份降至 4.9%。4-6 月中国客运量明显减少，其中 5 月客运量减少至 8.09 亿人，仅为 2 月的一半左右。

当时，中国正处于对外开放和房地产大发展起始阶段，经济增长势头较强，非典对中国经济只是在短期内形成了小幅冲击，从整体来看影响不大。疫情过后经济快速恢复，住宿餐饮业甚至出现短暂爆发，GDP 当季增速恢复至 10%。从需求来看消费增速也很快恢复正常，6 月社零增速重回 9.7%高位，7 月甚至创出新高 11.1%；当年下半年的投资增速保持在 30%左右的高位，出口增速则出现了进一步回升。

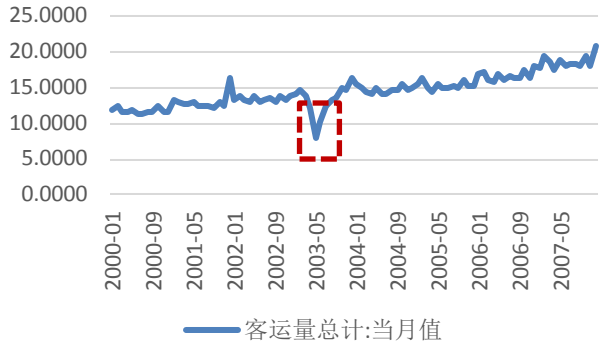
SARS 疫情蔓延期间，香港的经济也遭遇了短暂冲击。2003 年二季度香港 GDP 不变价当季同比从前值的 3.9%下滑至-0.6%，同比负增长，其中运输物流业与住宿餐饮业下滑较为明显。

图 17 （中国与中国香港 GDP 不变价当季同比，季，%）



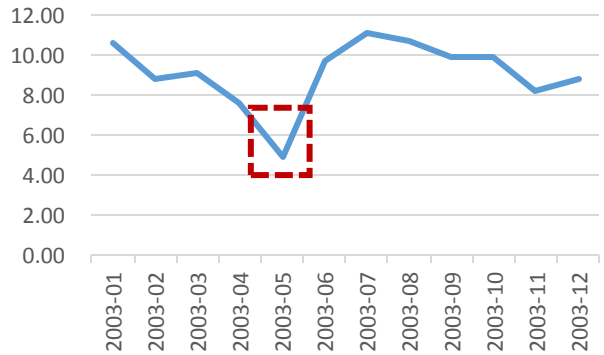
资料来源：国家统计局，香港政府统计处，东海证券研究所

图 18 （中国客运量总计，月，亿人）



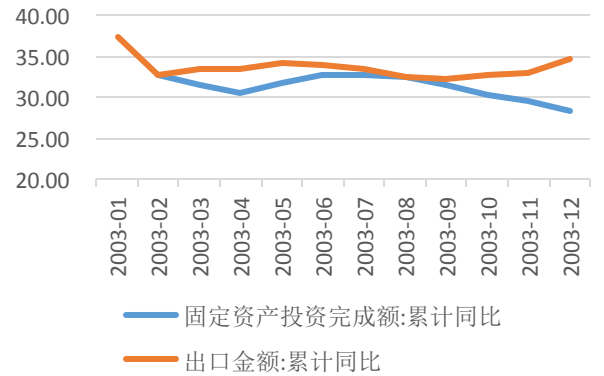
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 19 （中国 2003 年各月社会消费品零售总额增速，%）



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 20 （中国 2003 年各月固定资产投资、出口增速，%）

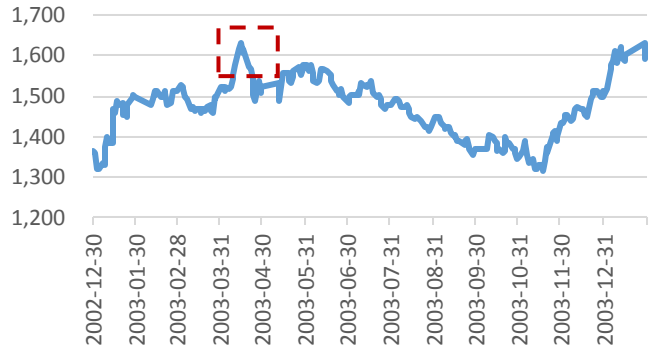


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

股市方面，疫情初期，疫情对股市的影响并不明显，在疫情爆发期股市出现快速下跌，之后小幅反弹，后又出现接近半年的下跌。从 2002 年 11 月广东出现首例非典患者开始，股票市场并未对疫情有明显的反应，直至 2003 年 4 月上旬，上证综指仍然处于上涨的趋

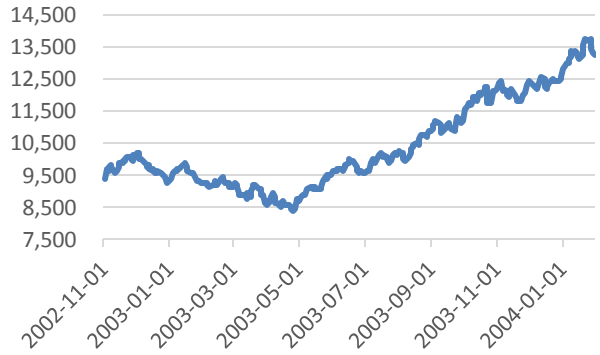
势中，后于 4 月 15 日创出年内收盘价的最高点。随着 4 月非典疫情明显加重，通报的确诊病例数急速上升后，市场开始转入快速下跌，4 月 15 日-4 月 25 日，8 个交易日内上证综指从 1631.47 点下跌到 1487.15，跌幅 8.85%。5 月底 6 月初抗疫工作取得阶段性成功，市场一度小幅度反弹，之后又进入下行通道至 11 月见底。而由于广东是率先的疫情爆发地，香港也是内地之外的最大非典爆发区，受基本面的影响，恒生指数较上证综指数率先做出反应。恒生指数在非典扩散和爆发期间呈下行趋势，疫情得到控制后触底回升，迎来一波持续四年半的大牛市（2003 年 4 月-2007 年 11 月）。

图 21 (上证综指非典期间行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 22 (恒生指数非典期间行情)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

1.2.5.2009 年墨西哥 H1N1 流感

甲型 H1N1 流感属于全球“大流行”级别的疫情，最早出现于墨西哥，墨西哥和美国是重灾区，疫情先后在美洲、欧洲、亚洲、大洋洲扩散。

3 月中旬，墨西哥韦拉克鲁斯州突发群体性流感性病例。4 月 16 日，墨西哥政府发布流感疫情警报。截至 4 月 23 日，墨西哥城至少有 854 起肺炎病例，其中 59 人已经死亡，18 例确诊为甲型 H1N1 流感样病例，病发地区全部集中在墨西哥中部及北部地区。

2009 年 4 月 15 日，美国发现第一例甲型 H1N1 流感样本。仅仅 10 天之后，世界卫生组织宣布 H1N1 疫情成为“国际关注的突发公共卫生事件”。一个月左右感染人数就突破 1 万人。

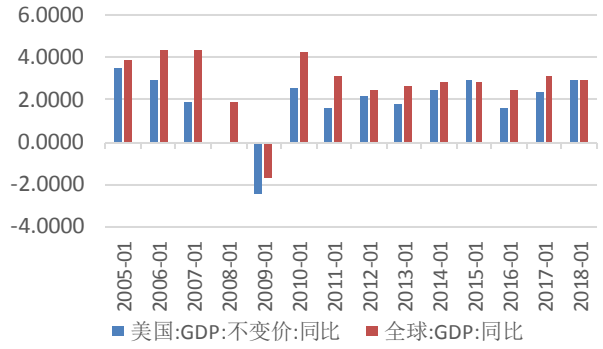
4 月 27 日，世卫组织将此次甲型 H1N1 流感疫情警戒级别从 3 级提高到 4 级；29 日，从 4 级提高到 5 级，表明大流行迫在眉睫；6 月 12 日零时，从 5 级升至最高级 6 级。这是世卫生组织 40 年来第一次把传染病警戒级别升至最高级别。

5 月，墨西哥政府卫生部称疫情状况稳定，已经进入下降趋势。9 月 11 日，墨西哥感染人数 23563 人。

6 月 11 日 23 时 30 分，世界卫生组织确认全球 75 个国家和地区共有 27737 例甲型 H1N1 流感确诊病例，其中包括死亡病例 141 例。一年之后的 2010 年 8 月 10 日，世界卫生组织才宣布，甲型 H1N1 流感大流行已经结束。

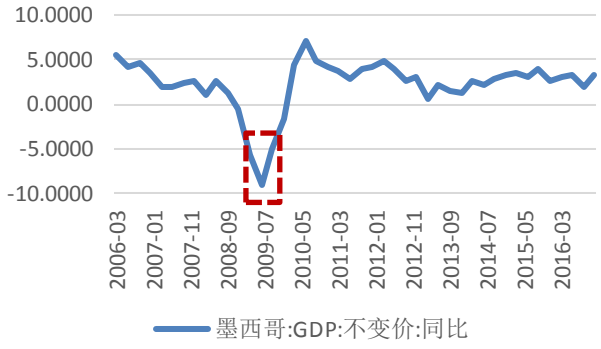
世界卫生组织确认，16 个月的世界范围的 H1N1 流感，造成约 1.85 万人死亡，出现疫情的国家和地区达到了 214 个。美国 CDC 估计全球死亡 15.17-57.54 万例，其中美国死亡 1.25 万人。

图 23 （美国与全球 GDP 不变价同比，年，%）



资料来源：世界银行，美国经济分析局，东海证券研究所

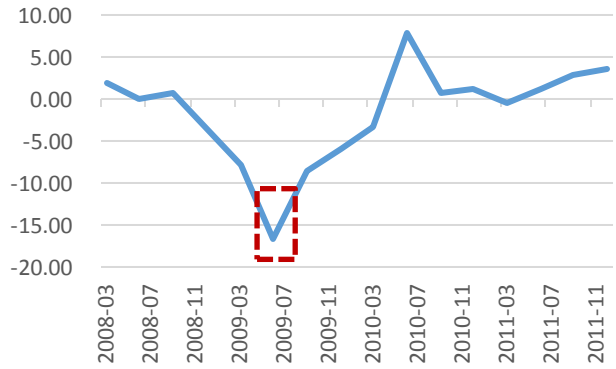
图 24 （墨西哥 GDP 不变价同比，季，%）



资料来源：墨西哥统计局，东海证券研究所

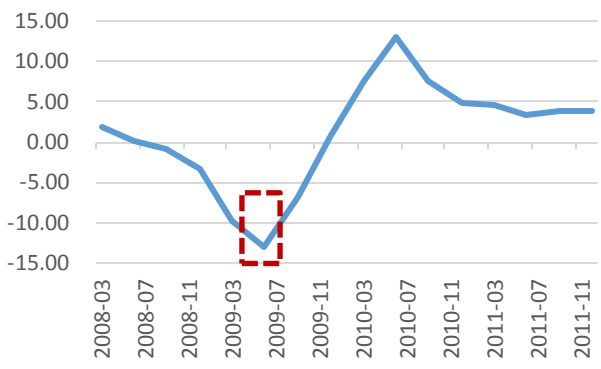
经济影响方面，甲型流感疫情发生在 2008 年金融危机后的恢复期，令墨西哥经济雪上加霜。2009 年，墨西哥 GDP 增长率由 2008 年的 1.14%陡然下降至-5.29%，但 2010 年墨西哥的 GDP 增长率已经恢复至 5.12%，比 2009 年增长 10.41 个百分点。在甲型 H1N1 流感疫情彻底结束之后的 2011 年，墨西哥的经济发展水平已经基本恢复。墨西哥是北美自由贸易区成员国之一，其制造业与美国与加拿大关联程度较高，美国自身受疫情的影响也很严重。2009 年，美国和全球 GDP 不变价分别为-2.5%和-1.68%，均为当时近 15 年内首次为负。当时刚经历次贷危机的美国刚刚显现初步复苏迹象，后又面临猪流感的新威胁。这一疫情的全面爆发对旅游、食品和交通运输业均形成重创，加深了美国经济的衰退程度，美国从金融危机中复苏的步伐将延后到 2010 年。

图 25 （墨西哥住宿和餐饮业 GDP 不变价，同比，%）



资料来源：墨西哥统计局，东海证券研究所

图 26 （墨西哥交通运输、邮政仓储 GDP 不变价，同比，%）

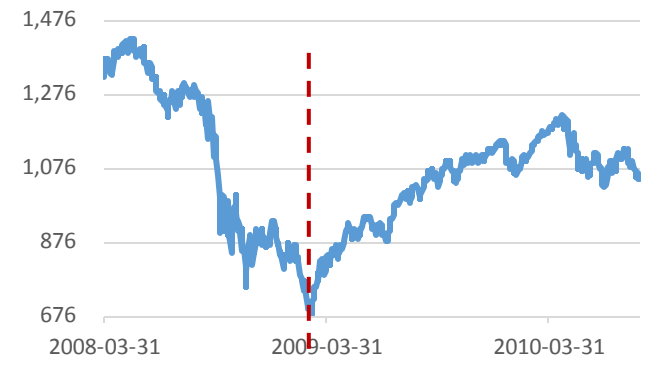


资料来源：墨西哥统计局，东海证券研究所

股市影响方面，2009 年 3 月底，甲型 H1N1 流感开始在墨西哥和美国加利福尼亚州、德克萨斯州爆发，并不断蔓延。在此之前，美国股市刚经历 2008 年次贷危机的大熊市。自公布确认病例后，美国股市不跌反涨，从 2009 年 3 月底至 WHO 宣布甲型 H1N1 流感为大流行期间的 19 个交易日内，道指、纳指和标普 500 指数分别累计上涨 3.86%、9.65%和 6.16%。从 WHO 宣布甲型 H1N1 流感为 PHEIC 至当年 5 月底这 26 个交易日中，道指、纳指和标普 500 分别累计上涨 7.78%、7.79%和 8.96%。从 2009 年 4 月 26 日 WHO 宣布甲型 H1N1 流感为全球大流行，至 2010 年 8 月 WHO 宣布 H1N1 甲型流感大流行结束，美股三大指数均保持上涨态势。

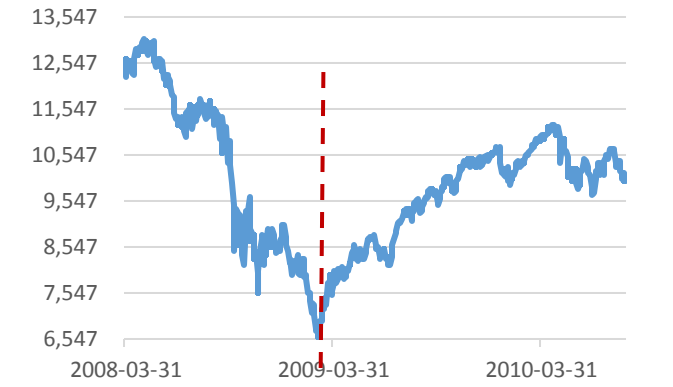
疫情期间股市上涨，很大程度上与当时刚结束的 2008 年金融危机历史熊市的大背景有关，也可能与政府采的措施让投资者感到放心，疫情和经济发展可预测性相对较强有相关性。

图 27 (2008-2010 标普 500 指数行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 28 (2018-2010 道琼斯工业指数行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

1.3.疫病一般不改变经济和市场的中长期发展趋势

从历史的角度看，疫情爆发大多对短期的经济和股市有影响，长期主要还是受经济发展自身趋势决定。尤其是在长期下跌后的底部区域发生疫病，其影响会小一些，加上其他重大利好事件，如 1918 年西班牙大流感，由于处于经济底部回升期，又有结束一战的利好，疫情的影响相对就不是太明显。

1918 年的西班牙流感 H1N1 起始于第一次世界大战的末期，共爆发了三波疫情，持续时间较长，疫情非常严重，主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体。但当时世界众多国家为一战的参战国，美欧主要经济体处于战时状态，经济增速较低，股市已经历一轮较大的熊市后也已经跌到底部区间。疫情爆发时期，在世界大战结束的大好形势下，经济和股市呈现出从底部向上升的趋势，疫情没有对经济和股市形成重创。根据世界银行预测，西班牙大流感对全球经济发展拖累 4.8 个百分点，主要集中在零售、农业和密集用工的制造业上。

1957 年的亚洲流感主要爆发于东南亚，美国也相对较重，持续时间相对较短。当时，我国正处于解放后的快速恢复期，当年 GDP 增速下降 9.9 个百分点，次年很快得到恢复。美国 1958 年一季度的 GDP 增速跌至-10.0%后也很快恢复。美股处于 1953 年开始的牛市中，1957 年 6 月份亚洲流感传播到美国本土，7 月中旬美股从阶段顶部的回落至 10 月末，跌幅约 19%，之后继续上行。

1968 年的香港流感主要爆发于中国大陆和香港，美国也相对较重，持续时间相对较短。我国 1966 年开始“文化大革命”，GDP 增速仅-5.7%，疫情爆发的 1968 年为-4.1%，略有回升，疫情影响从增速上表现不明显。香港经济正处于走出萧条阶段，恒生指数经过四年熊市后处在 1967 年三季度见底至 1973 年的牛市中的开始阶段，疫情对香港股市未形成显著的负面冲击。

2003 年的 Sars 疫病重灾区主要在中国，全球疫情总规模和传播范围相对较小。当时，我国正处于对外开放全球化和对内制造业、房地产业大发展的早期，疫情对经济只有季度性短期影响，股市在疫情初期不跌反涨，在爆发期有较大下跌，后期受货币政策收缩影响有半年多的下跌。

2009 年的墨西哥流感主要爆发于墨西哥和美国，持续时间相对较短。当时处于 2008 年金融危机后的恢复阶段，经济和股市处于大幅下跌后上升初期。疫情爆发的 2009 年，墨西哥、美国、全球 GDP 增速分别下降至-5.29%、-2.5%和-1.68%，但均很快得到恢复。美国股市在疫情爆发初下跌，但在政府公布确认病例后开始上升过程。

这次新冠肺炎疫情重，传播范围广，世界主要经济体处于疫情爆发的重灾区，传播时间可能也会较长。我国经济原来处于从高增速向下回落的长周期之中已经有较长时间，而美国经济则处一定程度的泡沫状态，疫情之后原来的趋势或会有所改变。

表 1 (历次疫情回顾概览)

	WHO 估计全球确诊数量及死亡数量	CDC 估计全球确诊数量及死亡数量	主要发生地	持续时间
黑死病（鼠疫）	-	全球死亡超 2500 万；死亡人口主要在欧洲（根据公开资料整理）	欧洲	1347 年-1353 年
西班牙流感 H1N1	约 5 亿人感染（当时世界人口约 17 亿人）	美国死亡人数为 67.5 万人，全球死亡超 5000 万人	美国、欧洲、印度	1918 年 1 月-1920 年春
亚洲流感 H2N2	全球死亡人数 100 万-400 万	美国死亡人数为 11.6 万，全球死亡人数约 110 万，	新加坡、中国香港、美国	1957 年-1958 年
香港流感 H3N2	全球死亡人数约 100 万.	美国死亡人数为 10 万，全球死亡人数约 100 万，。	中国香港、中国大陆南部	1968 年-1969 年
Sars 病毒	全球确诊 8422 例，死亡 916 人。中国大陆地区死亡 349 人，香港死亡 300 人，台湾 180 人	美国 8 例确诊。全球确诊 8089 例，全球死亡人数 774 人。	中国大陆、中国香港、中国台湾	2002 年 11 月 16 日开始，爆发期为 2003 年 03 月-2003 年 04 月
墨西哥流感 H1N1	全球确诊人数 20 万-40 万，全球死亡 1.84 万人。美国死亡超 8533 人，欧洲死亡超 4879，东南亚死亡 1992 人。	美国死亡 1.25 万人，全球死亡 15.17 万例-57.54 万例。	美国、欧洲	2009 年 04 月-2010 年 08 月
新冠肺炎病毒（截至 2020 年 6 月 15 日）	6 月 15 日，全球新冠肺炎累计确诊病例 8114684 例，新增确诊病例 120529 例，其中美国、巴西、俄罗斯、印度、德国+法国+意大利+西班牙+英国,分别新增确诊 20722 例、20647 例、8246 例、10037 例和 1588 例。中国累计确诊超 8.3 万例,累计死亡超 4500 例。	美国累计确诊病例达 218 万例，累计死亡病例近 12 万例。	中国、美国、欧洲、巴西、印度、俄罗斯等	2019 年 11 月至今

资料来源：世界卫生组织（WHO），美国疾病控制与预防中心（CDC）官网，东海证券研究所

2.政策支持力度空前

为了应对新冠疫病造成的经济下滑，美国出台了史上罕见的财政和货币刺激政策，中国、欧洲、日本等也推出了力度很大的刺激措施，全球其他主要经济体也大多出台了强有力的支持政策。这些政策措施对阻止上半年经济继续快速下滑已经发挥了作用，下半年政策效果估计将进一步显现出来。

2.1.强化财政支持

为了应对新冠疫情，我国财政支持力度空前，具体措施包括新增减税降费 5000 亿元、财政赤字新增 1 万亿元、抗疫特别国债 1 万亿元、地方政府专项债扩容 1.6 万亿元，以上四项合计 4.1 万亿元，为了稳住经济，保就业，财政支持力度较去年明显加强，随着资金的逐步到位，其政策效果将进一步显现出来。

（1）加大减税降费力度，继续为企业减负。2 月 8 日，国常会确定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费，以减轻疫情对企业特别是中小微企业的影响，给恢复生产后的企业提供一个缓冲期。除湖北外各省份，从 2 月到 6 月可对中小微企业免征上述三项费用，从 2 月到 4 月可对大型企业减半征收；湖北省从 2 月到 6 月可对各类参保企业实行免征。人社部称，阶段性减免三项社保费用预计总额在 5000 亿以上，可以保证各项社保支出按时支付，2020 年企业职工基本养老保险的基金中央调剂比例将提高到 4%。5 月 22 日的政府工作报告又提出，前期出台六月前到期的减税降费政策，包括免征中小微企业养老、失业和工伤保险单位缴费，减免小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税，减免民航发展基金、港口建设费，执行期限全部延长到今年年底。小微企业、个体工商户所得税缴纳一律延缓到明年。2020 年全年新增减税降费规模 5000 亿元，全年减税降费总计可达 2.5 万亿元。

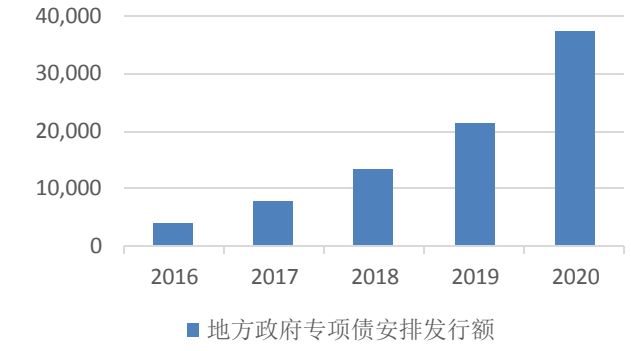
（2）大规模增加财政性资金支出，在需求端拉动经济。3 月 27 日中央政治局会议提出了财政三大抓手，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。4 月 17 日政治局会议措辞将提高财政赤字率的“适当”两字删除，并明确特别国债用途为抗疫特别国债。5 月 22 日政府工作报告明确，财政赤字率按 3.6%安排，较去年上升 0.8 个百分点，财政赤字规模较去年新增 1 万亿元。

（3）改造特别国债和地方政府专项债。发行抗疫特别国债 1 万亿元，与新增财政赤字合计 2 万亿元，全部用于建立特殊转移支付机制，主要用于保就业、保基本民生、保市场主体。此外，地方政府专项债安排 3.75 万亿元，较去年多增 1.6 万亿元，专项债将主要用于支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设。

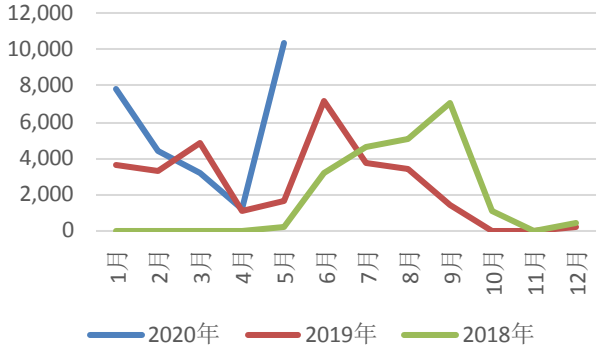
今年重点不再是“稳杠杆”，而是转向“加杠杆”。我们认为加杠杆的空间主要在于政府部门，截至 2020 年一季度，政府部门杠杆率为 40.5%，相对于美国、日本等发达国家，政府部门杠杆空间仍然较大。目前，已经提出适当放宽对地方融资平台的限制，以增加稳经济力度，估计地方政府投资会适度增加，但地方政府债务的规范仍不会太放松。

图 29 (地方政府专项债安排发行额，亿元)

图 30 (地方政府专项债发行节奏，亿元)

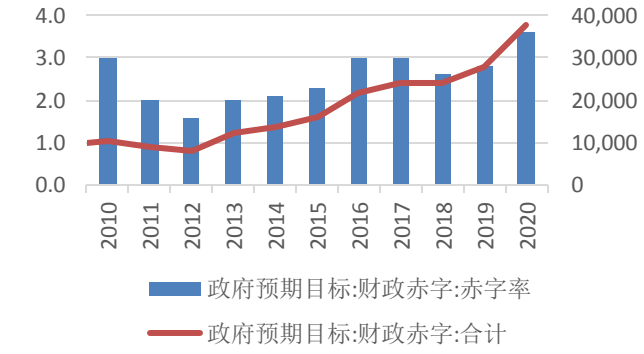


资料来源：政府工作报告，东海证券研究所



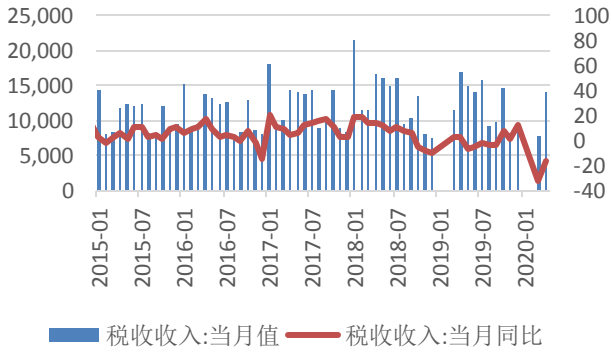
资料来源：财政部，东海证券研究所

图 31 (目标财政赤字率及赤字规模，%，亿元)



资料来源：政府工作报告，东海证券研究所

图 32 (税收收入当月值及同比，亿元，%)



资料来源：财政部，东海证券研究所

2.2.货币政策突出宽信用

增加货币供给，增加对实体经济信贷支持，是这轮货币支持的重点。两会政府工作报告提出，综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年。保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行。

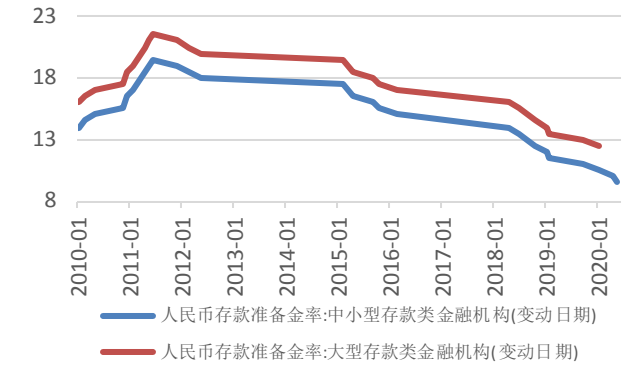
自疫情以来，我国货币政策重点在于加大对实体经济特别是中小企业的信贷支持，同时调低了存款准备金率，小幅度降低了政策利率。央行先后安排了 3000 亿元专项再贷款、5000 亿元再贷款再贴现额度，1 万亿元再贷款再贴现，额度共计 1.8 万亿元。

3 月 16 日，实施普惠金融定向降准，释放长期资金 5500 亿元；4 月 3 日，宣布对农村信用社、农村商业银行、农村合作银行、村镇银行和仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点，于 4 月 15 日和 5 月 15 日分两次实施到位，每次下调 0.5 个百分点，共释放长期资金约 4000 亿元，同时将超额存款准备金利率从 0.72%下调至 0.35%。若计入 1 月疫情前全面降准，央行在年内已累计三次降准。据工信部 5 月 20 日披露，央行、银保监会等部门通过 3 次降准、专项再贷款再贴现，为企业特别是中小微企业和个体工商户提供低成本贷款达到 2.85 万亿元；对 110 多万户中小微企业超过 1 万亿元贷款本息办理延期还本或付息。

6 月 1 日，央行发布了两项创新的货币政策工具，分别为普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划。前者提供 400 亿元再贷款资金，通过激励的方式

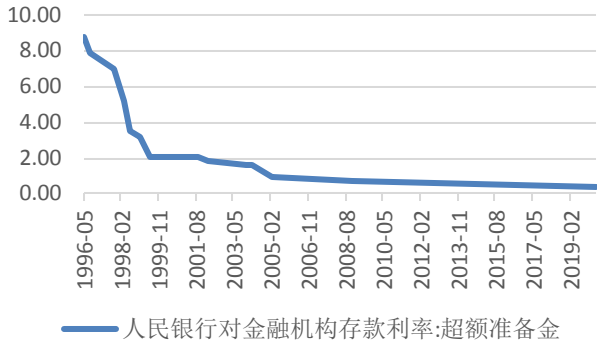
鼓励地方法人银行对普惠小微企业贷款“应延尽延”，预计可支持延期贷款本金约 3.7 万亿元，缓解小微企业还本付息压力。后者提供 4000 亿元再贷款资金，向地方法人银行提供优惠资金支持，鼓励提高小微企业信用贷款比重，预计可带动新发放普惠小微企业信用贷款 1 万亿元，缓解小微企业融资难问题。以上两项创新的货币政策工具充分了体现了市场化、普惠性和直达性的特点。

图 33 (大中型机构存款准备金率，%)



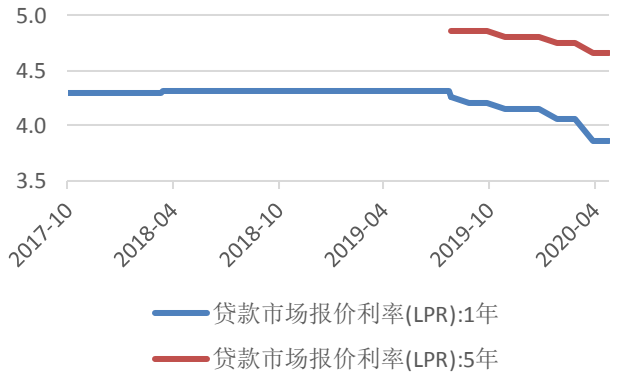
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 34 (金融机构超额准备金利率，%)



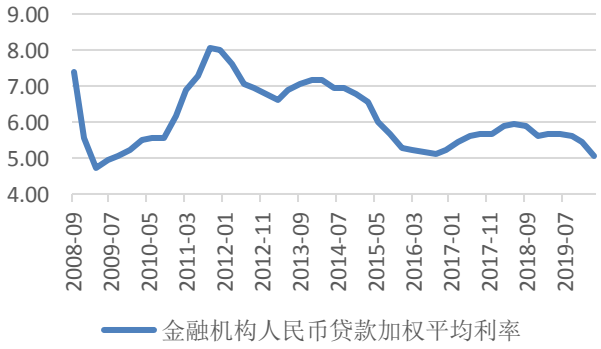
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 35 (一年期及五年期 LPR 利率，%)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 36 (金融机构人民币贷款加权平均利率，%)



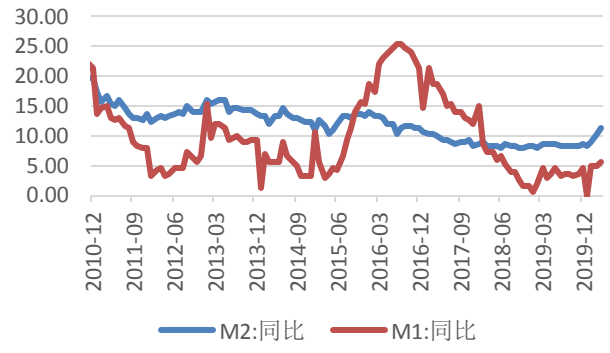
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

上半年的货币政策效果已经在金融数据上得到显现。M2 增速、新增社融规模及存量增速、新增信贷规模均明显提升。2020 年 1-5 月，新增人民币贷款 10.3 万亿元，已高于去年上半年新增规模；同期新增社会融资规模 17.38 万亿元，已高于去年前 7 个月新增规模；同期 M2 增速已升至 11.1%，较去年同期高 2.6 个百分点，M1 增速升至 6.8%，较去年同期高 3.4 个百分点。

宽松的货币政策也为利率下行形成了一定的空间，货币市场利率以及实体经济贷款利率均有明显下降。央行已逐步形成逆回购-MLF-LPR 的利率下调链条，年内 1 年期 LRP 下调两次，累计下调 30 个 BP，5 年期以上 LPR 同样下调两次，累计下调 15 个 BP。金融机构人民币贷款加权平均利率 2020 年一季度较去年四季度下降了 36 个 BP 至 5.08%。

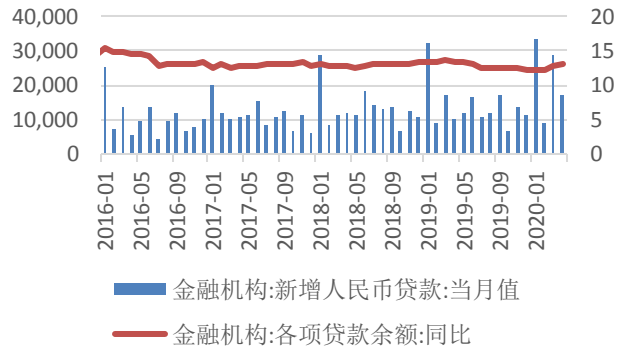
目前货币市场间利率处于低位，我们认为后期货币政策上“量”的操作可能是重点，积极的财政政策需要宽松的货币政策做支持，主要体现在量上。而从价上来看，更注重于货币政策向实体经济的传导，为实体经济减负。估计下半年仍将以宽松的货币政策为主基调，但估计也不会进一步过度宽松。

图 37 (M2 及 M1 同比增速，%)



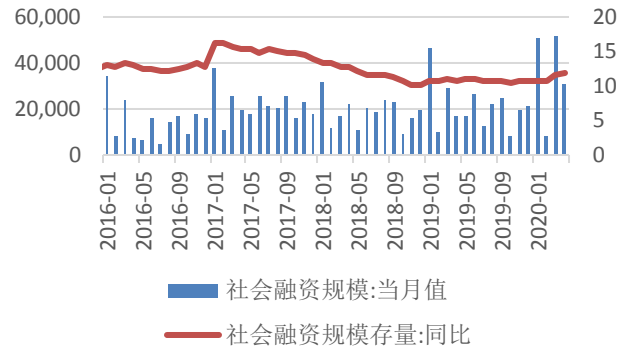
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 38 (当月新增人民币贷款及存量增速，亿元，%)



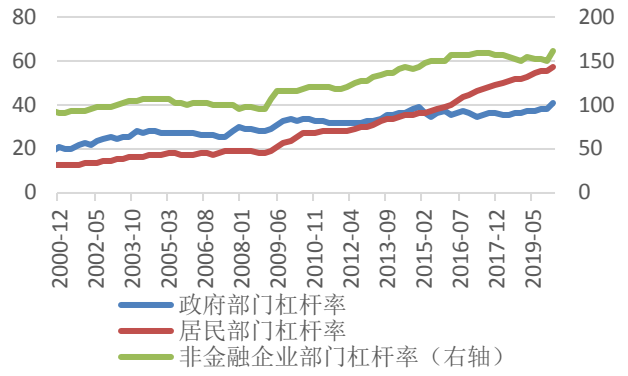
资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 39 (当月新增社融规模及存量增速，亿元，%)



资料来源：中国人民银行，东海证券研究所

图 40 (政府、居民、企业部门杠杆率，%)



资料来源：国家资产负债表研究中心，东海证券研究所

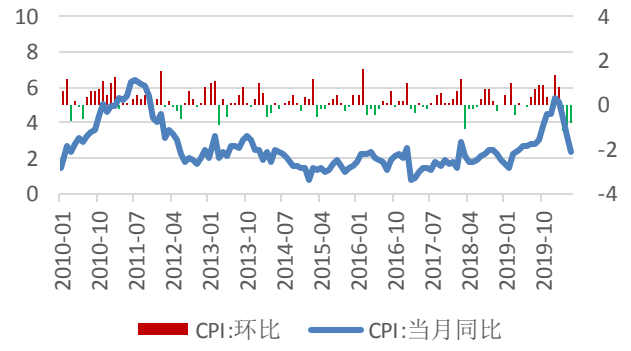
2.3.通胀压力减小

受猪价大幅上升影响，年初我国 CPI 比较高，给货币政策带来一定的制约，目前物价总体下行，猪肉价格下跌，农产品价格回落，通胀压力已经不大。

随着猪肉供给的回升，目前 22 省市平均猪肉价格已从去年 11 月高点 56.02 元/千克回落至 42.08 元/千克，同时国内疫情好转之后，物流运输恢复正常，农产品价格也有所回落，农产品批发价格 200 指数已由 2 月高点 137.33 回落至 111.43。

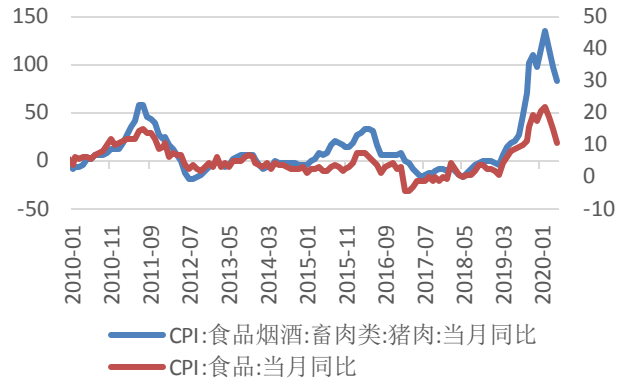
结构性通胀消退，CPI 确认下行。CPI 在 2020 年 1 月见顶之后，连续 4 个月回落，5 月已降至 2.4%，较 1 月高点已回落 3.0 个百分点。而此前 CPI 走高，主要还是受到了非洲猪瘟导致的猪肉供给减少引起的猪价大幅上涨。从供给来看，能繁母猪的存栏量已明显迎来了拐点，目前已回升至去年 7 月时的水平，而同比增速也已收窄至-20%以内，此前最低增速接近-40%。未来猪肉供给恢复确定性相对较强，同时 PPI 通缩对非食品价格的传导，预计 CPI 下半年继续下行，全年中枢可能在 3%左右。

图 41 (CPI 环比及当月同比，%，%)



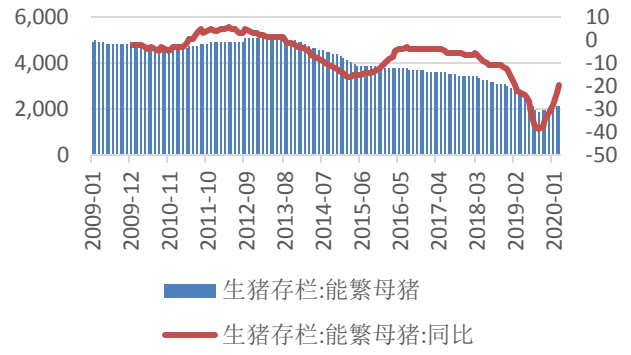
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 42 (CPI 食品同比及猪肉同比，%，%)



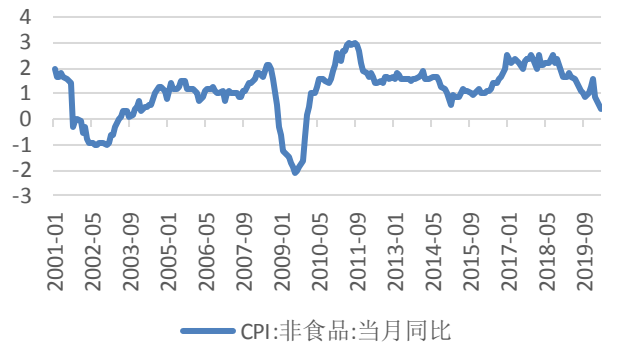
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 43 (能繁母猪存栏及同比，万头，%)



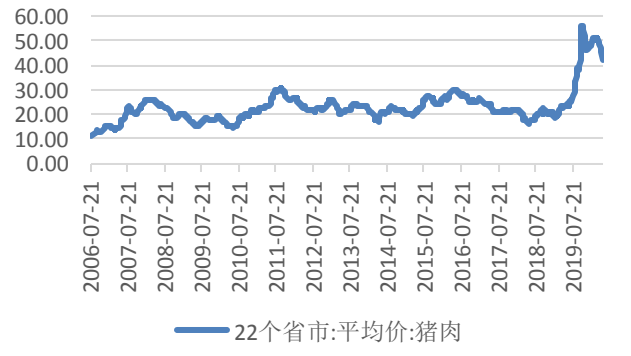
资料来源：中国政府网，东海证券研究所

图 44 (CPI 非食品当月同比，%)



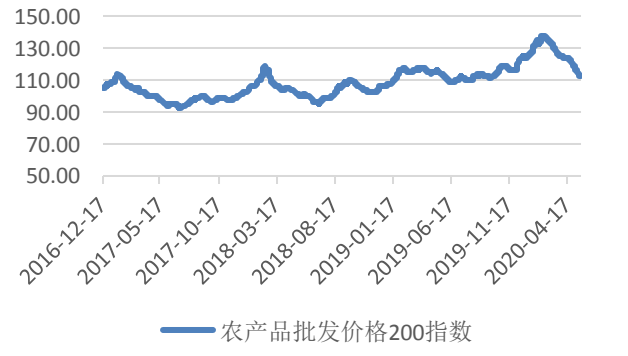
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 45 (22 个省市猪肉平均价，元/千克)



资料来源：中国畜牧业信息网，东海证券研究所

图 46 (农产品批发价格 200 指数)



资料来源：农业部，东海证券研究所

PPI 有通缩压力。在疫情发生之前，PPI 处于逐步修复通道。而在疫情发生之后，受疫情影响导致国内经济停滞以及国际原油价格大幅走低影响，PPI 在今年 1 月短暂回正之后，连续 4 个月处于通缩区间，并且下降幅度逐渐加深。在供给侧改革力度边际减弱，去产能空间有限的情况下，大宗商品价格的决定因素更多在于需求端。虽然目前国内已进入常态疫情防控下稳经济的阶段，内需逐步开始回升，但国外疫情滞后于国内，外需的影响会逐步体现出来。乐观预计下，PPI 可能在三季度逐步转入回升，跌幅将收窄；悲观预计

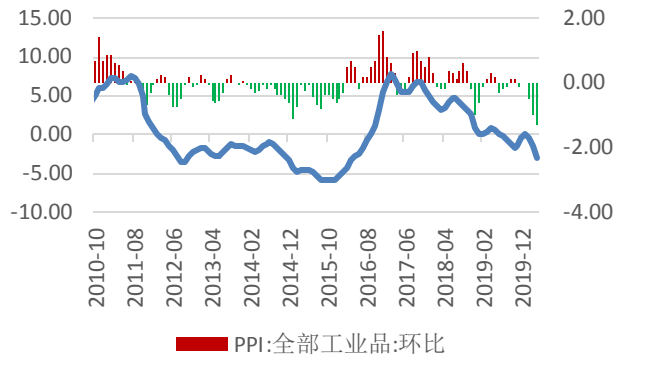
下，进入秋冬季后疫情二次爆发，PPI 通缩可能会加强。但即使乐观情景下，全年 PPI 正增长的可能性也相对较小。

疫情影响下，大宗商品价格多数回落。2020 年 5 月，上期有色金属价格指数月均为 2615.51 点，较去年同期下跌 8.82%；水泥价格指数月均为 147.85，较去年同期下跌 1.60%；螺纹钢期货月均价格 3490.72 元/吨，较去年同期下跌 7.81%；环渤海动力煤 Q5500k 综合平均价格指数为 527.5，较去年同期下跌 8.86%。

油价可能已见底，但受需求影响，不存在大幅回升空间。在疫情影响下，全球经济衰退导致原油需求本就不足，而 3 月 6 日欧佩克会议上，沙特与俄罗斯的谈崩直接导致油价大幅下挫，甚至出现了美油 5 月期货价格因仓储满负荷而导致交割成本上升，从而一度跌为罕见的负值。虽然目前欧佩克+已达成新的减产协议，原油价格已较低位明显回升，但疫情短期内仍会持续影响全球需求，油价缺乏大幅回升的基础，整体油价仍将明显低于去年。

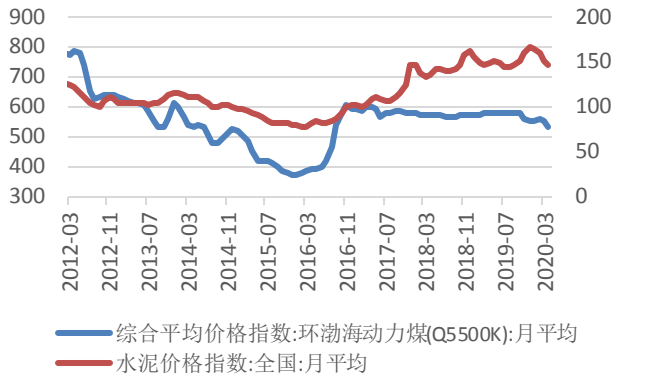
整体来看，我们认为在宽松的货币政策和积极财政政策的共同作用下，年内投资方面新老基建为主线，可带动相关工业品的需求回升。受疫情影响，外需较弱的情况虽然仍至少持续一个季度，但随着欧洲逐步的复工，外需可能已经正在从最坏的阶段走出。而油价或已见底，但未来回升的速度受需求影响仍然存疑。总体来看，PPI 同比的修复可能在下半年，全年仍然维持在通缩区间。

图 47 (PPI 当月同比及环比，%，%)



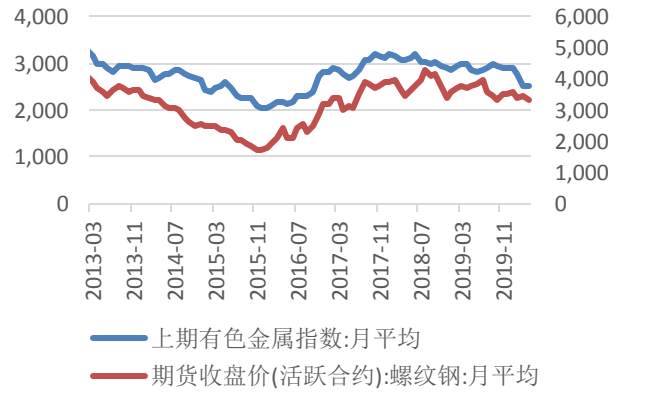
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 48 (动力煤、水泥价格，元/吨，点)



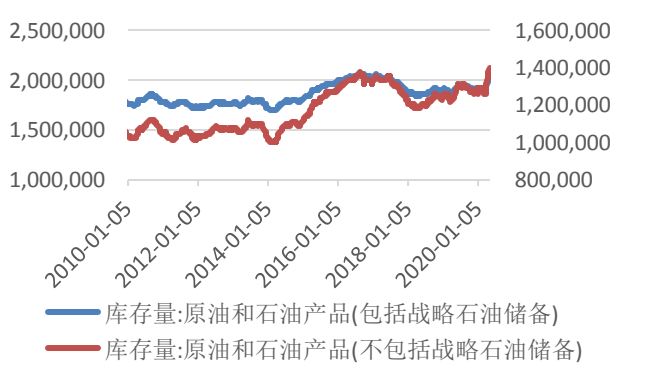
资料来源：中国水泥网，秦皇岛煤炭网，东海证券研究所

图 49 (有色金属价格指数、螺纹钢期货收盘价，点，元/吨)



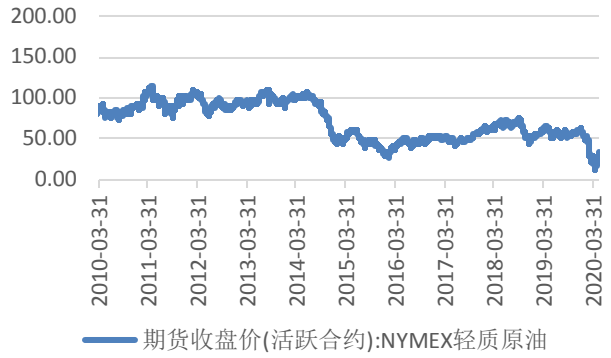
资料来源：上海期货交易所，东海证券研究所

图 50 (EIA 原油库存，千桶)



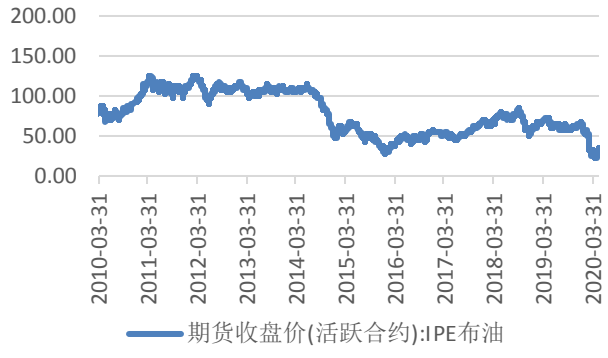
资料来源：EIA，东海证券研究所

图 51 (美油期货价格，美元/桶)



资料来源：NYMEX，东海证券研究所

图 52 (布伦特原油期货价格，美元/桶)



资料来源：IPE，东海证券研究所

2.4.欧美刺激措施史无前例

自全球疫情爆发以来，先是在全球金融市场引起了动荡，美股在一个月内出现了 4 次熔断，全球股市大幅下挫，包括黄金在内的避险资产均遭到抛售，出现了美元流动性紧张，资金大幅买入美债，导致美债收益率下行。此后疫情开始影响实体经济，各国均受到疫情压力而进入了紧急状态，经济陷入停滞，就业压力飙升。在此期间，欧美等发达国家采取了大规模的刺激政策。

美国货币大放水：

美联储大规模放水。相对于 2008 年次贷危机，美联储此次应对措施相当及时，在金融市场刚开始出现反应时就大幅放宽货币政策、两次紧急降息、将利率降至 0%、以及无上限的 QE 政策、重启次贷危机时的货币工具、推出多种工具全方位向经济投放流动性。

美联储资产负债表规模迅速上升，截至 5 月 20 日，已超 7 万亿美元，远超次贷危机后三轮 QE 达到的 4 万亿美元。不过随着疫情对于金融市场的影响逐渐减小，美联储的购债规模正在不断缩减，从最初的每天 750 亿美元已降至每天 50 亿美元，MBS 已降至日均 45 亿美元。此外，美联储主席鲍威尔称负利率对美国来说可能不是一个合适或有用的政策，意味着短期内，美联储继续降息的可能性较小，而为了应对可能存在的第二波疫情风险，美联储可随时重新扩大购债规模。

3 月 3 日，美联储宣布降息 50 个基点至 1.00%-1.25%，自 2008 年以来的最大幅度降息，以此对抗新冠肺炎疫情的经济影响。同时将超额准备金率（IOER）下调 50 个基点至 1.1%。

3 月 9 日，美联储上调隔夜回购和定期回购操作规模。美联储称，隔夜回购操作规模至少从 1000 亿美元增至 1500 亿美元，本周定期回购操作将从 200 亿美元增至 450 亿美元。

3 月 11 日，纽约联储称，将把隔夜回购操作提供的资金量上限从周一刚刚调高后的 1500 亿美元进一步提升至 1750 亿美元。此外，美联储还延长了 450 亿美元的两周回购计划，并增加了 500 亿美元的一个月期回购计划。

3 月 12 日，纽约联储宣布了至少 1.22 万亿美元的资产购买计划：提供价值 5000 亿美元的 3 个月回购操作，外加 5000 亿美元的 1 个月市场操作，以及在两周内完成至少 2200 亿美元的操作。

3 月 15 日，美联储再次紧急降息，将利率降至 0-0.25%区间，并推出 7000 亿美元的大规模量化宽松计划。

3 月 16 日，纽约联储表示美联储 3 月 16 日将进行额外的隔夜回购操作，最高 5000 亿美元。

3 月 17 日，美联储宣布，恢复商业票据融资机制，而上一次使用该工具还要追溯到 2008 年金融危机时。建立一级交易商信贷便利机制，该机制将于 3 月 20 日起生效，到期时间最长 90 天。

3 月 19 日，美联储发布货币市场流动性工具的临时最终规则，修改机构资本规则，使金融机构能够因其进行 MMLF 活动的低风险而获得信贷，机构将不承担与这些活动有关的信贷或市场风险。

3 月 20 日，美联储与加拿大央行、英国央行、日本央行、欧洲央行和瑞士央行宣布协同行动，提高货币互换额度，进一步增加流动性。

3 月 23 日，美联储宣布开放式量化宽松政策，包括开放式的资产购买，本周每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券，扩大货币市场流动性便利规模；为企业债新设两个流动性工具；将很快宣布“主体街商业贷款项目”以支撑中小型企业贷款。为确保市场运行和货币政策传导，将不限量按需买入美债和 MBS。

4 月 9 日，美联储宣布，将提供总额高达 2.3 万亿美元的贷款帮助美国家庭、各类企业、州和地方政府应对新冠疫情和支持美国经济运转。美联储在一份声明中说，将通过大众借贷计划购买高达 6000 亿美元贷款，为中小企业提供信贷支持；通过一级和二级市场公司信贷工具以及定期资产支持证券贷款工具提供 8500 亿美元信贷支持，帮助企业和家庭从资本市场获取信贷;设立市政流动性工具为州和市政当局提供高达5000亿美元贷款；为参与小企业管理局薪酬保障计划的金融机构提供流动性支持，以保障小企业贷款和避免裁员。

4 月 27 日，美联储宣布，将合格市政债券的到期时间延长至 36 个月；将把市政贷款工具扩展到更小的县市；将考虑扩大市政流动性工具，把可发行收益债券的有限政府实体纳入其中；在市政流动性贷款工具下，以 350 亿美元的国库证券提供至多 5000 亿美元的贷款；市政流动性工具的调整将允许更多的实体能够借贷。

4 月 29 日，美联储公布 3 月利率决议，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%不变，将超额准备金利率维持在 0.1%不变。美联储称，将维持利率在低位，直至美联储有信心经济能回归正轨。

6 月 3 日，美联储宣布扩大适用于市政流动性便利工具的经济实体数目和类型，将规模较小的借款人包括在内。各州至少可以有两座城市和县使用市政流动性便利工具，各州长也可以指定两家有收入支持的发行机构。

6 月 10 日，美联储公布 6 月利率决议，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25%不变，承诺使用所有工具支持美国经济，实现最大就业和物价稳定两大目标。美联储联邦公开市场委员会 17 名成员一致认为，联邦基金利率目标区间在 2020 年和 2021 年将维持在零至 0.25%的超低水平。多数官员预测，这一利率区间将保持到 2022 年不变。

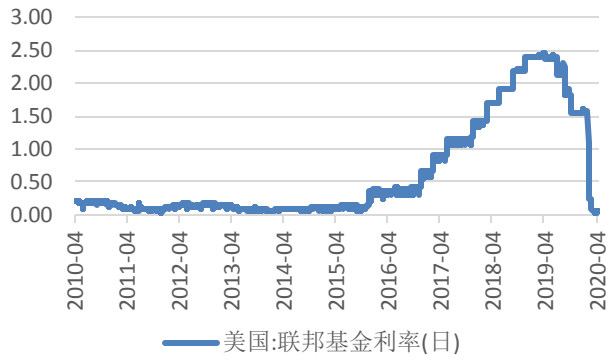
美国财政大规模“发钱”：

在疫情爆发之后，美国政府实行了史上最大的财政刺激法案，金额高达 2 万亿美元，主要用于抗疫、发放现金、提供贷款、提供失业金等。而此后又通过了新一轮小企业救助法案，提供 4840 亿美元援助。

3 月 26 日，美参议院全票通过 2 万亿美元经济刺激方案，应对新冠肺炎疫情。这是美国历史上数额最大的经济刺激方案，也是自新冠肺炎疫情在美国暴发以来国会通过的第三项应对疫情法案。根据方案，2500 亿美元将用于给美国公民发放现金，3500 亿美元将用于给小企业提供贷款，2500 亿美元为因疫情失业民众提供福利，5000 亿美元用于给受疫情影响严重企业、行业提供帮助，1300 亿美元提供给医院，其余将提供给各州政府等。

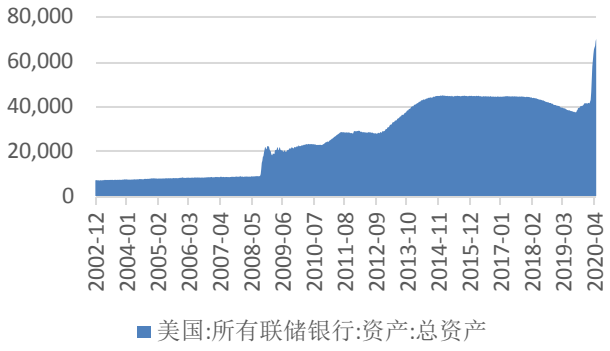
4 月 23 日，美国新一轮小企业救助法案在众议院已获足够票数通过。该法案将提供 4840 亿美元援助。这将是美国第四项新冠疫情应对法案。这四项措施加在一起，美国自上个月以来共提供了约 3 万亿美元的援助。

图 53 (联邦基金利率，%)



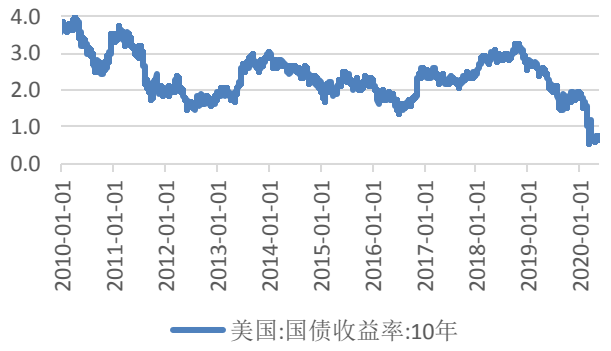
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 54 (美联储总资产，亿美元)



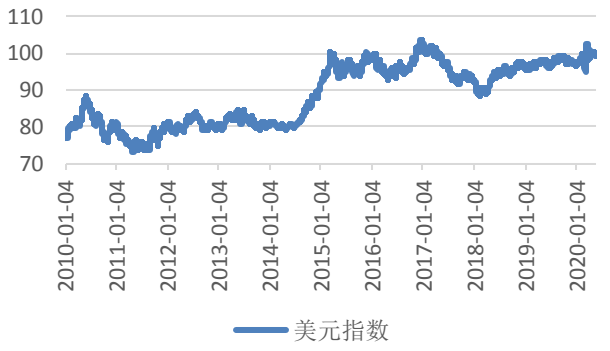
资料来源：美联储，东海证券研究所

图 55 (美国国债十年期收益率，%)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 56 (美元指数)



资料来源：倚天财经，东海证券研究所

欧洲货币政策：

由于欧央行三大利率下行空间有限，所以在货币政策上的主要应对方案是加大 QE 规模，发布创新的流动性工具，发布紧急抗疫购债计划（PEPP），扩大抵押品范围。

3 月 12 日，欧洲央行加大量化宽松和流动性工具，公布新的 LTRO 工具，并额外增加 1200 亿欧元资产购买规模，直至今年底。

3 月 26 日，欧洲央行表示通过紧急抗疫购债计划（PEPP）（7500 亿欧元）开始债券购买，希腊债务也可纳入 PEPP 范围。

4 月 8 日，欧洲央行宣布暂时性抵押品宽松措施，将希腊政府债券纳入抵押品；放松使用信贷额度的规则，暂时增加欧元系统的风险忍受度，以支撑经济的信贷供应，该措施

是史无前例的。同时欧洲央行称，将进一步评估措施，以暂时缓解评级下调对抵押品的影响。

4 月 30 日，欧洲央行表示今年将继续每月 200 亿欧元资产购买规模，确认 PEPP 计划规模持续到 2020 年年底，并表示第三轮定向长期再融资操作（TLTRO）的条件将继续放松，期限将为 2020 年 6 月至 2021 年 6 月。

6 月 4 日，欧洲央行在最新利率决议中维持三大利率不变，将紧急抗疫购债计划(PEPP)扩大 6000 亿欧元，PEPP 的总规模将达到 1.35 万亿欧元，将 PEPP 至少延长至 2021 年 6 月。

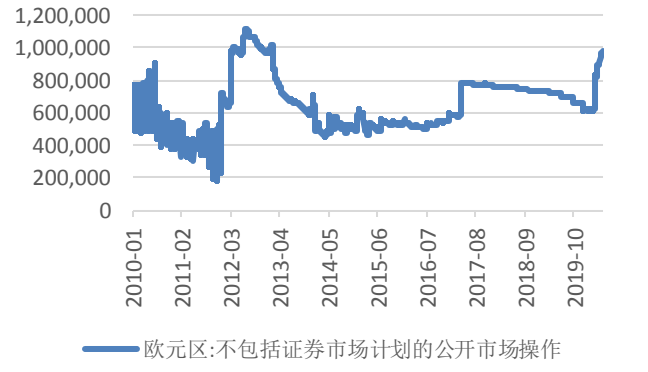
欧洲财政政策：

4 月 9 日，欧盟财长达成规模逾 5900 亿美元的疫情应对方案。

4 月 22 日，欧盟委员会起草新的预算草案，预计将动用 2 万亿欧元，此外，欧盟委员会可能设立 3000 亿欧元的定向复苏基金。

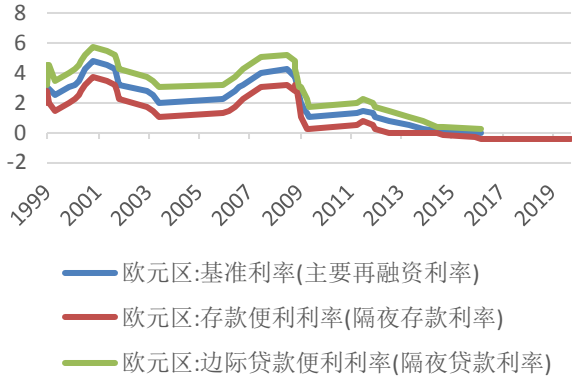
5 月 27 日，欧盟委员会提出一项规模达 7500 亿欧元的财政刺激一揽子方案，其中 5000 亿欧元将以救助金方式发放给成员国，2500 亿欧元以贷款形式发放。欧盟委员会主席冯德莱恩称，支持欧盟复苏措施规模为 2.4 万亿欧元。

图 57 (欧元区公开市场操作，百万欧元)



资料来源：欧洲央行，东海证券研究所

图 58 (欧洲央行三大利率，%)



资料来源：欧洲央行，东海证券研究所

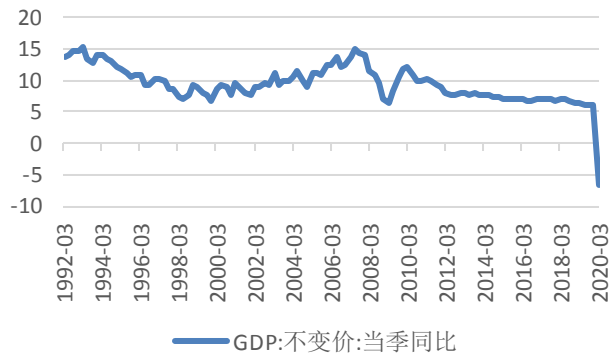
3.国内经济复苏向好

3.1.疫情影响下一季度 GDP 罕见为负

疫情自 1 月底爆发以来，国内采取了暂停除抗疫以及基本民生外的人员流动来阻断疫情的传播，取得了抗疫的决定性胜利。受此影响，2020 年一季度 GDP 增速创了自 1992 年有季度统计以来的首次负值，增速为-6.8%，去年四季度为 6.0%。从三大需求对 GDP 的拉动来看，最终消费支出下滑最多，由 3.47%下降为-4.36%，资本形成总额由 2.66%下降为-1.46%，货物和服务净出口由-0.13%下降为-0.98%。

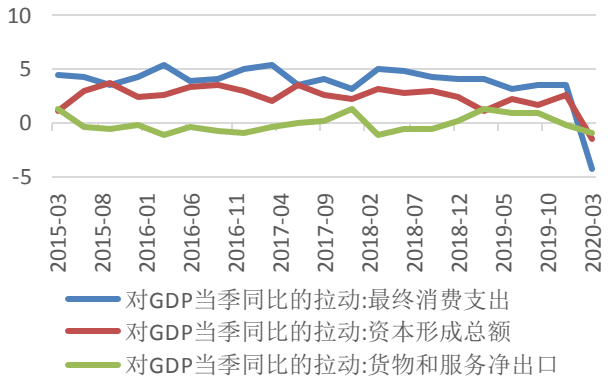
制造业 PMI 也创造了统计以来的单月最低值。2 月制造业 PMI 仅为 35.7%，而此前 2008 年金融危机时最低值为 38.8%;2 月代表供给和需求的生产和新订单指数分别为 27.8%和 29.3%，同样低于 2008 年。

图 59 (GDP 不变价当季同比，%)



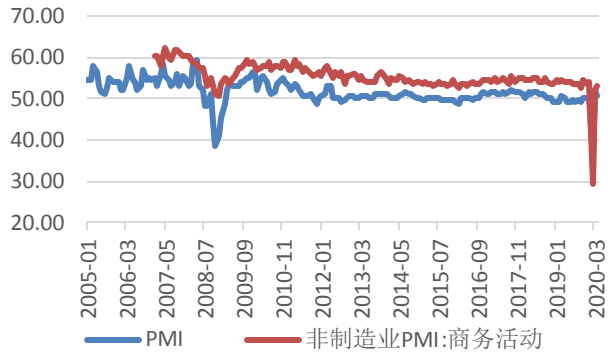
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 60 (三大需求对 GDP 当季同比的拉动，%)



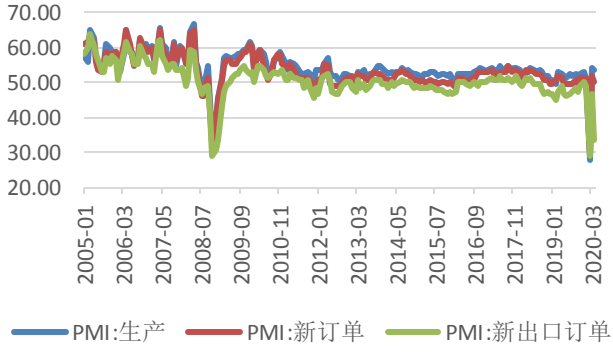
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 61 (制造业和非制造业 PMI，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 62 (PMI 生产、新订单、新出口订单分项，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.2.高技术制造业高增长

在经济转型高质量发展的背景下，制造业投资增速大幅上升的可能性较低，但高技术制造业估计将会有出色表现，传统制造业和高新技术制造业估计会出现一定程度分化。

（1）高新技术产业发展较快

我国高新技术产业在加快发展，一方面是因为我国经济已经发展到了转型升级的新阶段，高新技术和产业升级正在成为经济发展的领头羊。

另一方面，是美国对我国高新科技的封锁力度加大，“被迫创新”的压力巨大，也在刺激高新技术产业的发展。近期中美关系又现紧张。5 月 23 日，美国商务部宣布将 33 家中国企业及机构列入“实体清单”，其中包括了奇虎 360、云从科技、云天励飞、达闼科技、东方网力及其子公司深网视界等科技企业，以及北京计算机科学研究中心、哈尔滨工业大学、哈尔滨工程大学等高校及研究机构。自去年以来，美国已经累计将 114 家中国企业或者机构列入实体名单，其中多数是从事通信、高性能计算、人工智能领域的高科技公司。

5 月 15 日，美国商务部网站发布了更改出口管制条例的公告，在美国境外只要是使用管制清单内的软件和技术产品为华为和海思生产代工，都需要得到美国政府允许，这意味着对华为的打压再次升级。华为的芯片虽然已经可以实现自主研发，但制造上可能仍然需要依赖其他重要厂商，例如台积电等，而这些企业都无法与美国脱离关系。正是因为华为

在 5G 技术上的领先地位，使美国作为一个国家却对一家公司大动干戈，因为 5G 技术很可能是未来工业系统中的核心技术，一旦中国掌握技术主导权，可能会威胁到美国的霸权地位。美国的步步紧逼，很有可能会破坏全球原有的供应链体系，贸易保护主义也将持续对中国的发展造成相对不利的影响。

美国将这些高科技企业列入实体清单，限制中国企业的发展，不仅中国企业会受到影响，对美国的企业也没有好处，也难以通过这种方式来保持美国的领先地位。我国核心技术自主发展的诉求会越来越高，会倒逼国内制造业加速转型升级，高新技术企业将更加快速发展。

1-5 月，高技术产业工业增加值累计同比已回升至 3.1%，5 月当月同比已达 8.9%，均明显高于整体规模以上工业增加值增速。

（2）传统制造业压力较大

自去年以来，制造业投资明显下行，整体拖累固定资产投资增长，2019 年全年，制造业投资累计同比 3.1%，较 2018 年年末回落 6.4 个百分点。而疫情导致制造业投资 1-2 月下滑幅度加深，跌幅达-31.5%，近两个月随着复工复产，经济活动有所恢复，制造业投资 4 月回升至-14.8%。

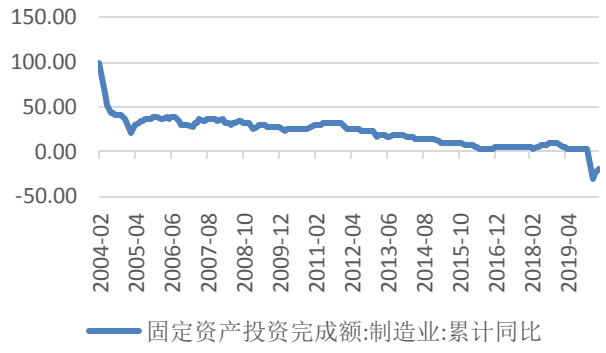
出口交货值此前受中美贸易摩擦以及外需下行影响，逐步走弱，2019 年年底累计同比增速已降至 1.3%。疫情影响下，对外需而言无疑是雪上加霜。

工业企业利润受疫情冲击较为明显。4 月工业企业利润增速已经收窄至-27.4%，而 1-2 月最低点仅为-38.3%。4 月 17 日政治局会议首提“六保”，逆周期调节力度明显强于去年，内需恢复的确定性强，PPI 短期内或将触底回升，但受外需影响，年内可能仍将处于通缩区间，对企业利润造成负面影响。

从库存增速来看，年初以来库存增速高增长，3 月最高达 14.9%，但并不意味着目前已切换至补库存周期，更多是由于疫情导致滞销引起的库存积压，年内切换至补库存周期的概率相对较低。

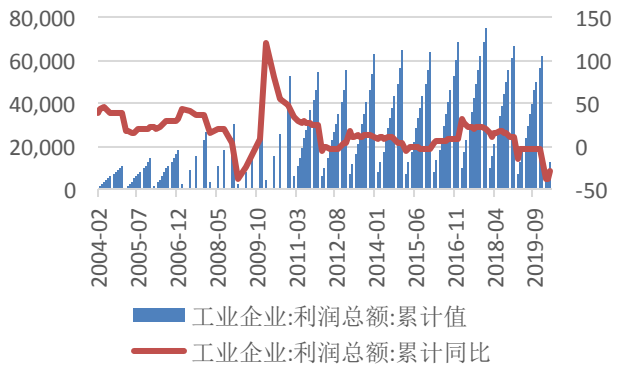
国内制造业告别了高增长的时代，经济增速换挡，传统制造业压力比较大，制造业投资的发展方向在结构转型升级。

图 63 （制造业投资完成额累计同比，%）



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

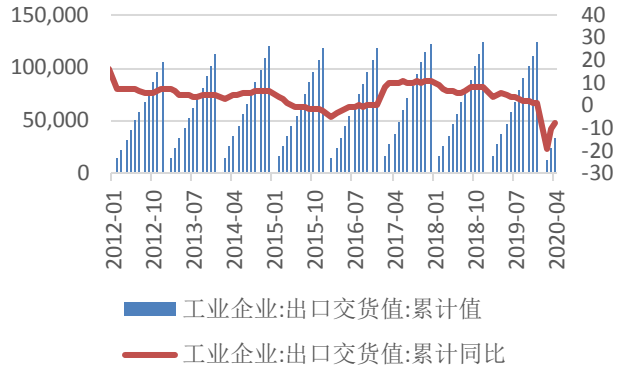
图 64 （工业企业利润总额累计值及累计同比，亿元，%）



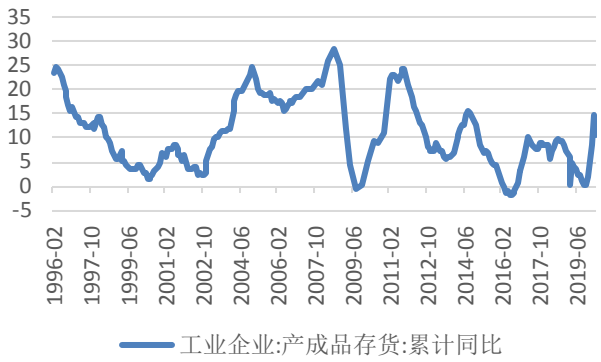
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 65 （出口交货值累计值及同比，亿元，%）

图 66 （工业企业产成品存货累计同比，%）



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

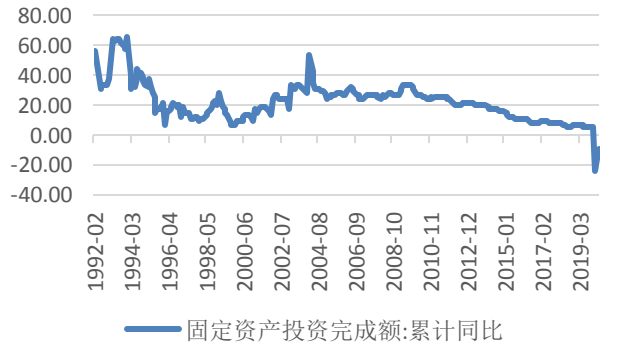


资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.3.投资增速修复较快

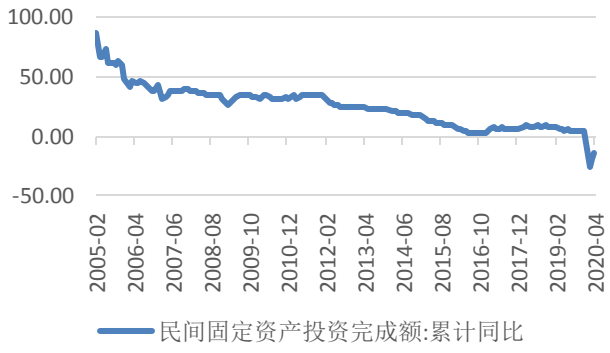
固定资产投资增速触底回升，基建为主要支撑项。1-5 月，固定资产投资累计同比-6.3%，前值-10.3%，其中基建、制造业及房地产投资增速都有不同程度的回升，民间固定资产投资累计同比-9.6%。我们认为在保就业保民生压力相对较大的情况下，制造业投资顺周期性较强，在经济增速相对下行的大趋势中，制造业企业投资扩产的意愿较低，估计制造业投资增速回升会相对较慢。而政府工作报告中提出仍然坚持房住不炒的总基调不变，短期不以刺激房地产来拉动经济，估计房地产政策可能会略有放松，但房价大涨的可能性较小。总的来看，未来可能以基建作为稳增长的重要抓手，基建增速上升的确定性相对较强。

图 67 (固定资产投资完成额累计同比，%)



资料来源：秦皇岛煤炭网，东海证券研究所

图 68 (民间固定资产投资完成额累计同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

传统基建补短板，新基建有望高速增长。拉动基础设施建设投资是逆周期调节政策下稳经济的重要手段，在经济下行的背景下，拉动基建投资通常见效最快，能稳住经济增速下滑的步伐。

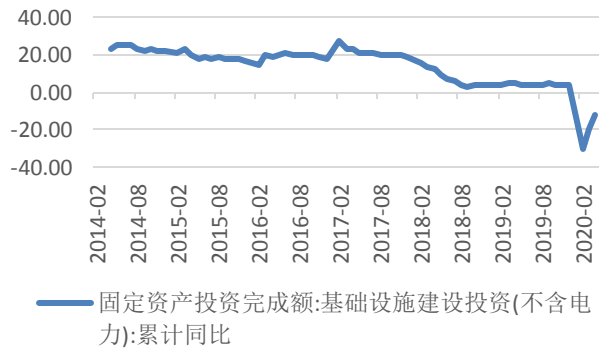
但基建发展的方向却较之前高增速的时候有明显的不同，在传统基建空间相对较小的情况下，目前发展方向已经转向基建补短板，以及首次列入政府报告中的“新基建”。报告中指出，总计 3.75 万亿元的专项债将用于支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，而这“两新一重”是指加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设，其中对于新基建的定义是指发展新一代信息网络、拓展 5G 应用、建设充电桩、推广新能源汽车、激发新消费需求、助力产业升级。

基建增速自 2018 年处于下降通道的原因是地方隐形债务风险较大，而以地方政府担保举债的融资模式被限制，违规地方融资平台被清理，基建资金来源受到了一定的限制。为了稳定经济，估计地方政府平台政策可能会有小幅度放松，以增加地方政府投资能力。

2019 年 11 月 13 日国常会决定，降低部分基础设施项目最低资本金比例。将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%。对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点。基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。地方政府可统筹使用财政资金筹集项目资本金。

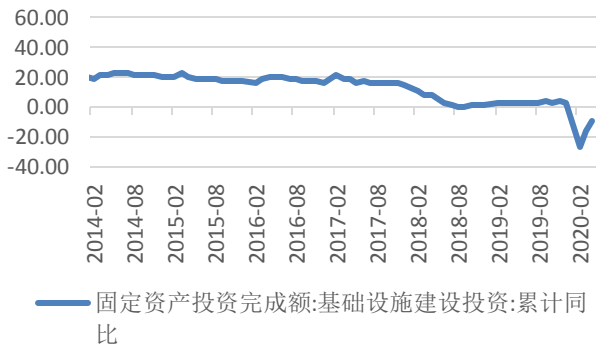
2020 年地方政府专项债额度扩容至 3.75 万亿元，专项债券可用作项目资本金的比例有所提高。考虑到中国版基建 REITS 的试点，若 REITS 今后能盘活存量资金，并用于再投资，基建的空间将更大。我们预计年内基建投资增速或可回升至 8-10%之间。

图 69 (不含电力基建投资累计同比增速，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 70 (基建投资累计同比增速，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.4.地产投资和销售回升

房地产政策可能会略有放松，但房住不炒的基调估计不会变。年初至今，地产销售和投资明显受到疫情影响，整体增速均低于去年同期，但是下降趋势逐渐收窄。房地产上下游产业链相对较长，上游对水泥、钢铁、玻璃影响较大，下游对装潢、建材、家电影响较大，但经历过前几轮地产周期后，房价涨幅相对较大，积聚了不小的风险和泡沫。央行一季度货币政策报告指出，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，两会政府工作报告同样指出了这一点。我们认为，在后疫情时代复苏的背景下，货币政策保持宽松，需要谨防资金流入地产市场炒作房价，部分房价涨幅压力不大的城市，根据因城施策，局部地区的政策可能会在边际上有一定的放松，但地产政策全面放松的可能性较低，地产投资和销售回升有力，但全年增速大概率低于去年。

在疫情过后，深圳出现了利用房地产抵押，获得低息经营性贷款，来置换前期购房贷款的闭环炒房套路，央行紧急出手，部分城市已经放松的地产政策重新收紧，“房住不炒”的方向不变。4 月 23 日，人民银行上海总部召开上海房地产信贷工作座谈会。会议要求商业银行坚持“房住不炒”定位，严禁以房产作为风险抵押，通过个人消费贷款和经营性贷款等形式变相突破信贷政策要求，违规向购房者提供资金，影响房地产市场的平稳健康发展。

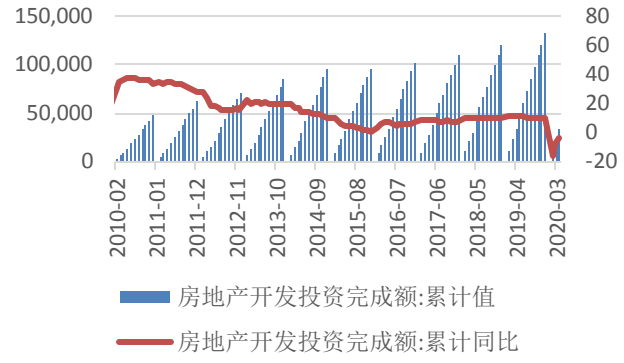
2020 年 1-5 月，房地产开发投资完成额累计同比增速为-0.3%，虽然在疫情后已连续三个月回升，但仍较去年同期下降了 11.5 个百分点。房地产销售面积累计同比增速为

-10.6%，从最低点-39.9%连续三个月回升，但仍较去年同期下降了 16.7 个百分点。土地购置费、土地购置面积、房屋新开工及竣工面积增速虽然有所回升，但同样仍然处于低位。

但是，目前房地产销售已经出现较快速度回升。从统计局公布的 5 月商品房销售面积来看，当月同比增速已经回升至 9.66%，而 1-2 月仅为-39.90%。从十大城市商品房成交面积增速来看，5 月当月已回正至 8.43%，2 月疫情期间仅为-56.32%，而 30 大城市商品房成交面积增速 5 月同样回升至-4.13%，2 月仅为-69.36%。

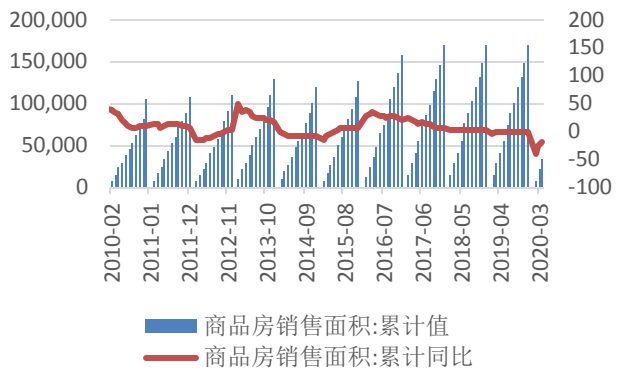
估计房地产销售和投资的复苏，会对经济增长形成一定支撑。

图 71 (房地产开发投资完成额及累计同比，%)



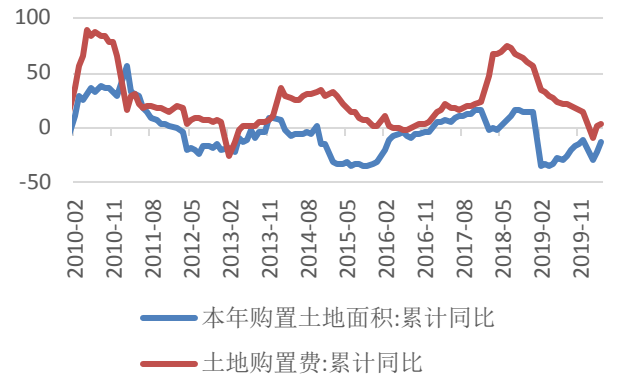
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 72 (商品房销售面积及累计同比，%)



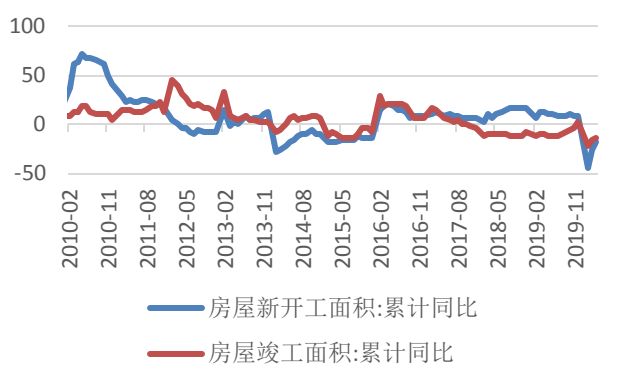
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 73 (土地购置费及本年购置土地面积累计同比，%)



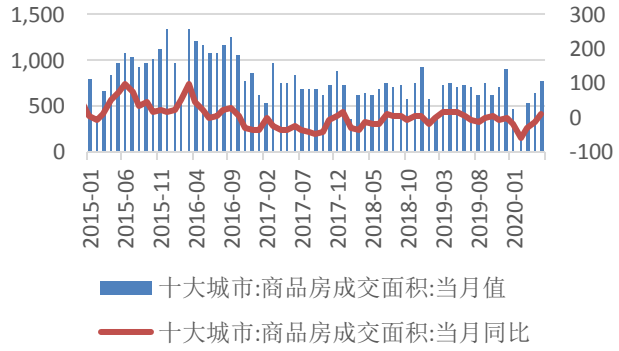
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 74 (房屋新开工及竣工面积累计同比，%)



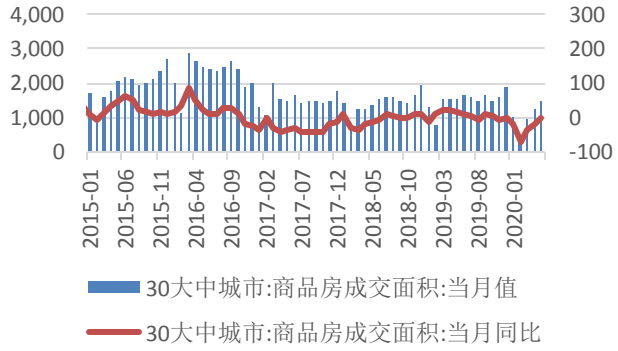
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 75 (十大城市商品房成交面积及同比，万平方米，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 76 (30 大城市商品房成交面积及同比，万平方米，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

3.5.生产端已逐步恢复

我国疫情防控效果较好，复工复产较快。5 月 20 日，国新办新闻发布会上，工信部有关负责人表示，截至 5 月 18 日，全国中小企业复工率达到91%，全部工业复工率接近100%。随着企业的逐步复工，经济同样处于复苏态势。由于 PMI 是环比的概念，3-5 月均回升至荣枯线上方，同期生产和新订单指数也已回升至荣枯线上方。但需要注意的是，由于国外疫情爆发要晚于国内，存在一定的时差错位，封城封国所带来的经济停滞影响外需，所以 5 月 PMI 分项中新出口订单为 35.3%，仍然显著低于荣枯线。

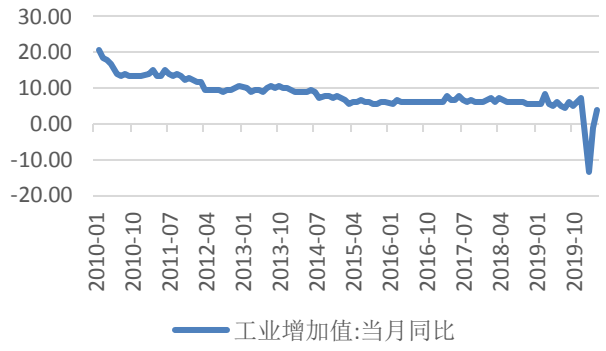
5 月份，主要经济指标已经开始恢复。工业增加值当月同比已连续三个月回升，5 月已回正至 4.4%。国家统计局相关调查显示，截至 4 月 24 日，规模以上工业企业中，84.6%的企业已达到正常生产水平一半以上，较 4 月初上升 4.1 个百分点；60.8%的企业达到正常生产水平八成以上，较 4 月初上升 9.6 个百分点。

从高频数据来看，高炉开工率 3 月已回升至去年同期水平且略高；发电耗煤量回升相对略慢，但进入 5 月后，已高于去年同期水平。

部分工业品产量增速回升迅速。汽车产量增速 3 月跌至统计以来的最低值-43.0%，5 月已回升至 19.0%；集成电路产量增速波动相对较大，但 3-5 月平均增速达 17.5%。

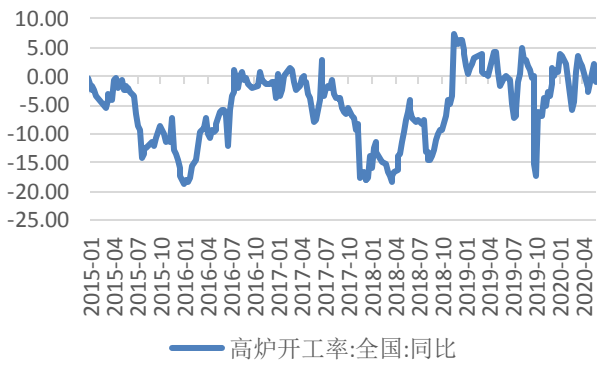
预计下半年工业生产将维持逐渐回升的态势，工业增加值增速有望回升至 5%以上，乐观情况下预计甚至可能回升至 6%以上。

图 77 (工业增加值当月同比，%)



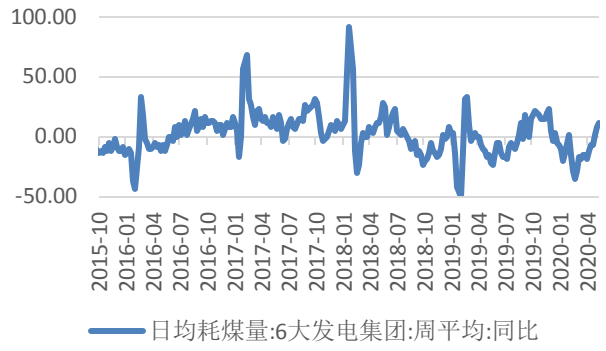
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 78 (高炉开工率同比，%)



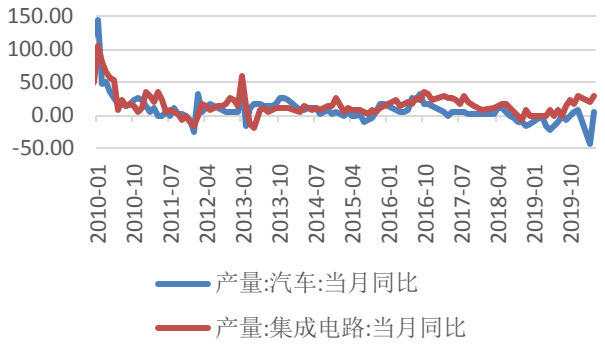
资料来源：根据新闻整理，东海证券研究所

图 79 (6 大发电集团日均煤耗量同比，%)



资料来源：秦皇岛煤炭网，东海证券研究所

图 80 (汽车、集成电路产量当月同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.6.消费恢复相对较慢

疫情对消费的冲击影响较大。受疫情影响，2-3 月外出人次较少，除基本民生以外的购物消费行为明显减少，对实体消费的冲击相对较大，旅游、航空、餐饮、影院等受到了相当大的冲击。

电影院的关闭，直接导致了电影票房的清零，按以往经验来看，1-2 月春节档期是影院票房收入旺季，两个月的票房收入约可以占到全年的 1/4。

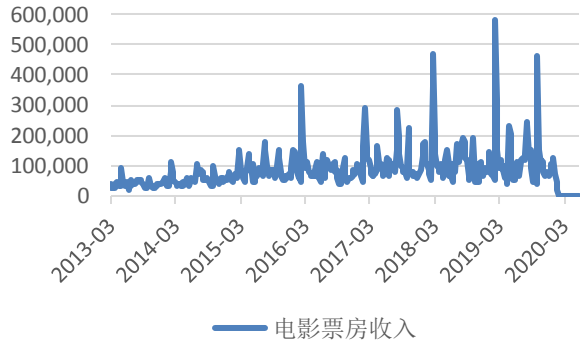
目前来看，消费的回升速度总体偏慢。5 月，社会消费品零售总额当月同比为-2.8%，较 2 月低点回升 17.7 个百分点；实际当月同比为-3.7%，较 2 月低点回升 20.0 个百分点。由于 2 月基数相对较低，3-5 月的环比上升理应较为可观，但从数据上来看，也仅为 0.66%、0.77%和 0.79%。可选消费增速有一定的回升，5 月汽车零售增速 3.5%，略高于去年同期，地产下游产业链电器以及家装小幅转正。除汽车以外的消费品零售额同比-3.5%，前值-8.3%。餐饮消费虽然回升，但仍然负增长程度较大，当月同比为-15.4%。往后看，消费顺周期性可能预示短期难以如投资一样迅速回升，在居民收入增速下行的背景下，消费可能仍然承受较大压力。

而此次疫情也激发了一些新的消费模式，例如电商直播、网络渠道购买生鲜、无接触配送、云办公、云会议等等。从吃、穿、用网络零售额累计同比增速来看，明显没有受到

疫情影响，有关于吃一类的网络零售累计同比增速 5 月达到 37.0%，在疫情下创了 2018 年 9 月以来新高。

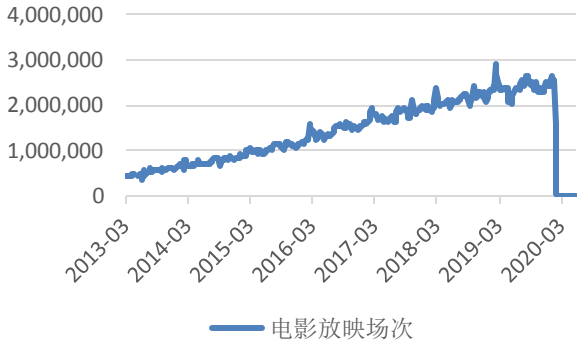
6 月 1 日上午，李克强总理在山东烟台考察时表示，地摊经济、小店经济是就业岗位的重要来源，是人间的烟火，和“高大上”一样，是中国的生机。“地摊经济”一下子跃升成为近期的热点，反响较为强烈。成都在今年 3 月已发文，允许商家在不影响交通、不占用盲道、不扰乱市容环境秩序的情况下，可摆摊设点、占道经营。5 月，南京、郑州、长沙、西安、大连、青岛等多的城市提出放开地摊经济。地摊经济本就是城市经济的一部分，在相关规章制度的管理下，合理的发展，一方面可以解决一部分人口的就业，一方面也可以带动相关餐饮以及小商品产业的发展。地摊经济的发展可谓传统消费模式的一种回归。放松对地摊经济的管制，估计会有利于总体消费的增长。

图 81 (电影票房收入，万元)



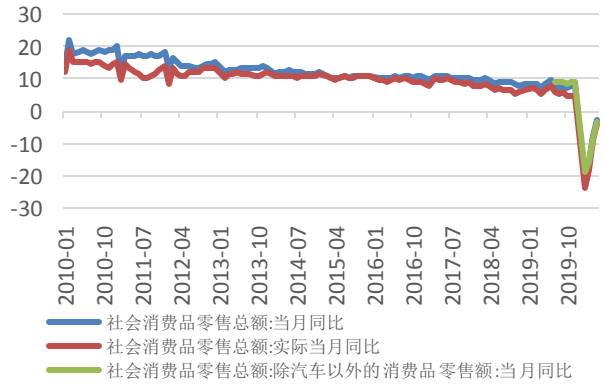
资料来源：根据新闻整理，东海证券研究所

图 82 (电影放映场次，次)



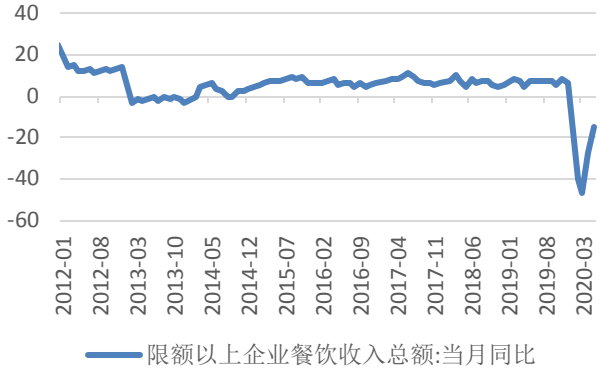
资料来源：根据新闻整理，东海证券研究所

图 83 (社会消费品零售总额当月同比，%)



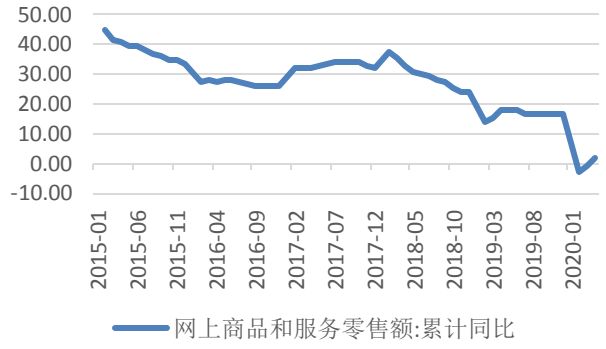
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 84 (企业餐饮收入总额当月同比，%)



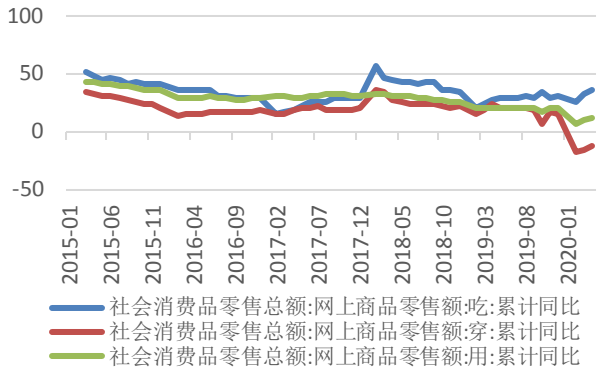
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 85 (网上商品和服务零售额累计同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 86 (吃、穿、用网上零售额累计同比，%)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

3.7.出口形势不乐观

我国出口增速从数据上看呈现逐步转好的趋势，但形势仍然不容乐观。1-5 月，以美元计价，出口累计同比-7.7%，进口累计同比-8.2%。从当月同比来看，出口增速 1-2 月见底，3、4 两月反弹，5 月回落；进口增速 1-2 月明显回落后，3 月出现一定反弹，4、5 两月又重新回落。

我们认为，目前出口增速略超预期，并非外需改善所致，主要原因还是前期积压的订单数量释放，与疫情相关的医疗产品出口明显增加，以及国外疫情影响下全球经济停滞导致部分产能由中国替代。据海关 5 月 1 日统计，3 月 1 日至 4 月 30 日，全国共验放出口主要防疫物资价值 712 亿元，4 月份以来，我国出口防疫物资呈明显增长态势，日均出口额从上旬的约 10 亿元，增至近期日均 30 亿元以上，一个月内持续增长逾 3 倍，防疫物资对出口金额有明显的支撑。纺织纱线、织物及制品与医疗仪器及器械 5 月当月出口同比增速为 77.34%和 88.51%，虽然上月均达到 50%左右的增速，但 5 月仍然继续加快。

分国别出口增速来看，前 5 月对美国、欧盟、日本以及东盟出口增速分别为-14.3%、-4.1%、-1.6%和-0.4%，多数都明显低于去年同期。从整体外需来看，美国每日新增确诊人数仍在 2 万左右，欧洲目前多数进入了疫情稳定期，日本宣布全国解除紧急状态，俄罗斯、印度、巴西等新兴市场国家成为目前疫情相对严重的地区。

随着部分发达国家已逐步复工，但参考中国的经验，开始复工到完全复工可能需要 1-2 个月的时间，外需明显回升可能至少在 7 月以后，下半年疫情没有第二轮冲击的情况下，出口增速可能小幅回升，若疫情进入秋冬季后重新爆发，届时又将明显拖累出口增速，但预计全年疫情相关产品将一定程度上对出口增速形成有力支撑。

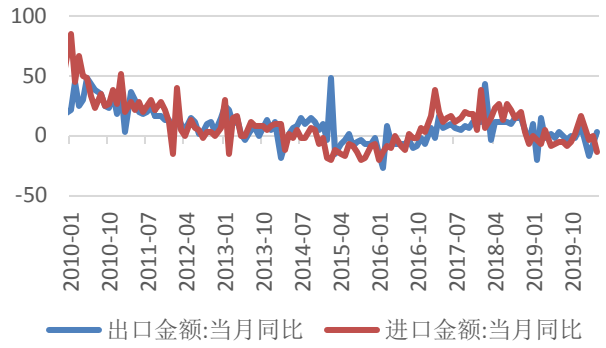
有全球经济增速“金丝雀”之称的韩国出口增速自疫情发生以来明显回落，表明全球贸易的缩减。4、5 两月增速分别为-25.1%和-23.7%，显著低于去年同期以及平均增速。这从一个侧面反映全球进口需求相对较弱。

美国贸易摩擦或将对我国出口形成一定负面影响。持续了一年多的中美贸易摩擦，在 2020 年 1 月达成了中美第一阶段协议，正常场景下，中美之间 2020 年进出口额增速应该逐渐回升。但由于美国前期防控措施不到位，疫情大规模爆发，国内经济衰退，失业人数激增，大选年美国总统特朗普存在连任的压力。而在此情况下，美国国内不断向中国“甩锅”，转嫁自身疫情压力、国内民众舆论压力和经济压力。自疫情爆发以来，包括干涉香港问题、继续打压华为、再一次扩大对中国企业的实体清单，6 月 1 日起将禁止部分中国留学生和学者入境，声称对中国的新冠疫情索赔，在国际上不断抹黑中国，将为中美之间的

关系蒙上一层阴影。由于特朗普反复多变，美国在国际社会上的信用降低，即使已达成了第一阶段贸易协议，但后期仍存变数，或随着大选的临近，不确定性会继续增加。若中美之间的关系持续恶化，将对两国之间的贸易产生较大影响，进而影响中国的进出口。

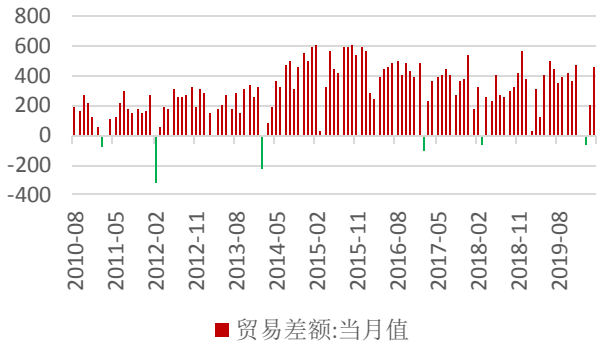
我国疫情控制较好，经济复苏速度较快，估计进口增速可能会回升得比出口更快。全年进口增速大概率高于出口，顺差规模将缩小，对 GDP 的拉动将弱于去年，同时近期中美贸易关系有重回紧张的迹象，也是相对重要的风险点。

图 87 (进口、出口金额当月同比，%)



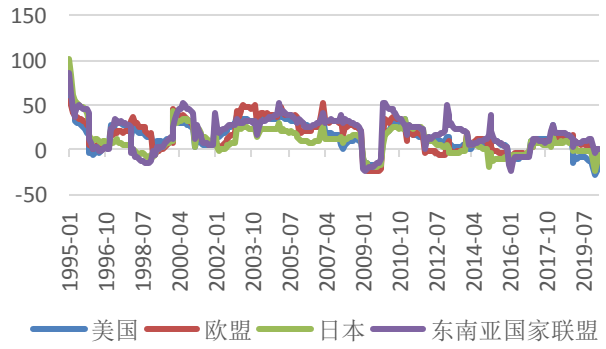
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 88 (贸易差额当月值，亿美元)



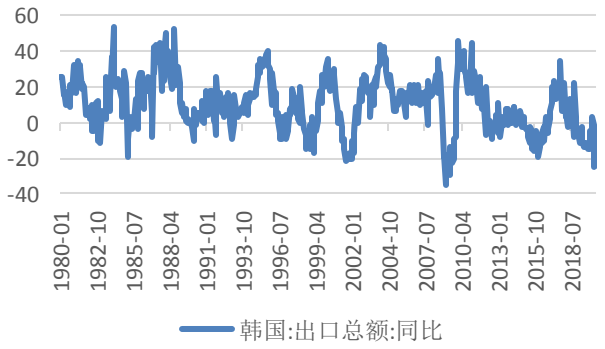
资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 89 (中国对美欧日及东盟出口金额累计同比，%)



资料来源：海关总署，东海证券研究所

图 90 (韩国出口总额当月同比，%)



资料来源：海关总署，东海证券研究所

3.8.改革开放进程进一步加快

中国始终没有停下改革开放的脚步，今年力度可能会进一步加大，或将释放较好的制度红利。

自 2018 年以来，进博会已经连续举办两届，规模进一步扩大，质量进一步提高，今年已定于 11 月 5 日-11 月 10 日在上海举办第三届进博会。

自贸区如雨后春笋般建立。2013 年 9 月 27 日，国务院批复设立上海自贸区。此后六年时间里，又先后设立了广东、天津、福建、辽宁、浙江、河南、湖北、重庆、四川、陕西、海南、山东、江苏、广西、河北、云南、黑龙江自贸区，一时间自贸区遍地开花。同时在自贸区大力推行负面清单制度，负面清单条数逐渐减少，简化对外资进入的审批管理，扩大开放，吸引外商投资。

海南自贸港成为对外开放的新高地。2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，这又是一项改革开放的重大举措。使海南由自贸区升级成为了自贸港。海南自贸港的发展目标是：到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，成为我国开放型经济新高地;到本世纪中叶,全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。

海南自贸港开放程度对标国际最高标准。贸易方面，在实现有效监管的前提下，建设全岛封关运作的海关监管特殊区域。对货物贸易，实行以“零关税”为基本特征的自由化便利化制度安排。对服务贸易，实行以“既准入又准营”为基本特征的自由化便利化政策举措；投资方面，大幅放宽海南自由贸易港市场准入，强化产权保护，保障公平竞争，打造公开、透明、可预期的投资环境；在人才方面，针对高端产业人才，实行更加开放的人才和停居留政策，打造人才集聚高地；在税制方面，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税，对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15%的部分，予以免征。

今年的政府工作报告中提出，面对外部环境变化，要坚定不移扩大对外开放，稳定产业链供应链，以开放促改革促发展。大幅缩减外资准入负面清单，出台跨境服务贸易负面清单，深化经济特区改革开放，赋予自贸试验区更大改革开放自主权等一些列举措年内可以期待具体落实。

3.9.全年经济增速或降至 3%左右

目前中国经济已经告别了前期规模快速增长的时代,一方面经济体量发展到世界第二,继续保持高速增长的可能性较低，另一方面经济水平发展到一定程度，参考日本等发达国家的经验，一般会进入经济增速换挡的长周期，经济增速整体呈现下行趋势，即使没有疫情的发生，这个趋势也很难改变。而这意味着经济更需要科技创新和体制机制创新来提高潜在的增长动力，避免落入中等收入陷阱。需求侧刺激的目的是稳住经济增速，避免经济下行过快。

2020 年 4 月 9 日，中共中央、国务院颁布了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，此为中央出台第一份要素市场化配置文件，文件分别对土地、劳动力、资本、技术、数据等五大要素提出市场化改革意见，而此后政治局会议以及两会政府工作报告均提到了要素市场化改革，表明国家已明显提高重视程度，未来中国有望享受改革红利，完成增速换挡，步入高质量发展阶段。

科技创新提高生产效率。科学技术水平往往是综合国力的体现，中国目前的经济结构仍然是以传统产业为支柱，5G、新能源汽车、光伏等新兴产业虽然已经蓬勃发展，但暂时仍然难以代替传统产业的地位。另一方面，传统产业的规模发展空间多数已接近天花板，更多的是需要转型升级，而科学技术才是第一生产力。以华为为代表的中国高科技企业，在芯片、操作系统上的突破，实现了国产替代化，同时在美国的倒逼下，制造业全面升级、突破创新并非不可能。今年虽然会受到疫情的一定影响，但长期来看，科技创新而实现产业升级和创新是中国经济转向高质量发展的重要因素之一。

今年两会政府工作报告并未提出明确经济增速目标。不设置经济目标增速，主要还是疫情影响不确定性较大，重心转为优先稳就业保民生。一方面经济目标增速若设定过高,容易导致短期刺激力度过大,经济形成长期的后遗症;另一方面经济目标增速若设定过低,也容易造成刺激不足，导致就业和民生压力增大。但是不设置经济目标增速，也不代表经

济增长就不重要了，政策由“六稳”转向“六保”，保相对于稳来说，表明现在遇到的困难更多，稳经济的诉求更高，就业和民生没有一定的经济增长基础也难以实现，就业和经济增长辩证统一。

经济经历了一季度的负增长后，随着国内政策重点已转为常态疫情防控下稳就业保民生，在宽松的货币政策以及积极的财政政策支持下，基建托底经济，内需将稳步回升，但未来风险点在于疫情是否会二次爆发以及中美关系影响，全年外贸可能压力较大。

预计二季度 GDP 增速或将回正，三四季度 GDP 增速或达 5%，全年增速或达 3%左右。下半年，估计在科技创新特别是集成电路相关产业的进口替代会有较快发展，新基建估计也会发力。

4.美国经济有下行风险

4.1.美国经济尚未见底

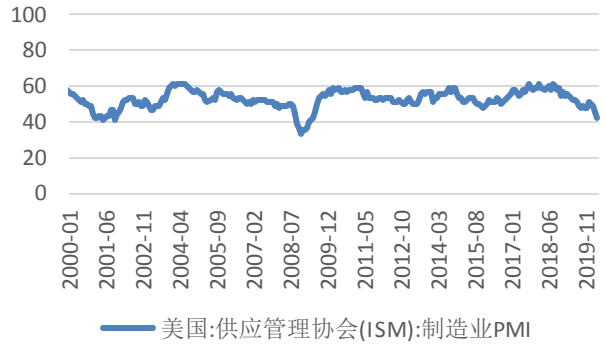
根据美国经济分析局数据，2020 年美国一季度 GDP 不变价环比折年率为-5.0%，创 2008 年四季度金融危机以来的最低值。从拉动环比的分项来看，个人消费支出成为最大拖累项，由前值的 1.24%下降至-4.69%，国内私人投资总额由前值的-1.07%下降至-1.83%，商品和服务净出口以及政府消费支出和投资总额也有一定程度的下滑。

5 月美国制造业 PMI 为 43.1%，仍然显著低于荣枯线，而 4 月 41.5%更是创 2009 年 4 月以来最低，预计停工停产将继续影响制造业，制造业 PMI 可能维持低位。

美国就业压力显著上升。由于美国各州封锁，经济停滞，导致失业人口快速上升，就业数据纷纷创历史之最。3 月 21 日当周初次申请失业金人数由前值的不到 30 万跳升至 330.7 万人，之后两周更是跃升至 650 万以上，之后边际回落。5 月，美国非农就业人口意外增加 250.9 万人，前值-2050 万人，前值创 1939 年以来最低，5 月失业率为 13.3%，前值 14.7%。4 月，非农解雇裁员人数为 771.6 万人，虽然较前值 1137 万人有所回落，但仍然显著高于此前 150-200 万人的平均水平。虽然就业数据 5 月看似显著好转，但美国劳工部统计局表示，截至 5 月中旬，在总共失业的 2100 万美国人中，有 1500 万人（约占 73%的比重）是处于停薪留职状态。虽然停薪留职意味着企业希望在经济好转后再召回员工，但现实是，企业复工复产速度或许并没有那么快，这会导致停薪留职的人可能面临的是无限期失业。如果将那些“有工作”但“没在工作”的人也归类到“失业”类别的话，5 月美国的真实失业率将达到约 16.4%，比官方当天公布的 13.3%要高 3.1 个百分点。

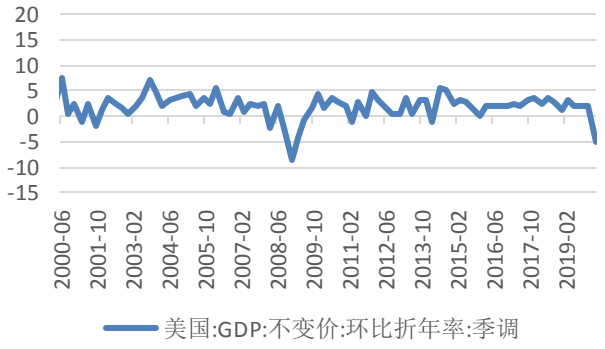
由于美国疫情爆发于 3 月，在仅占 1 个月的情况下已经对一季度经济造成相当规模的冲击，预计二季度美国经济将继续下滑，下滑程度大概率超越 2008 年金融危机时期，虽然目前美国疫情相对稳定，白宫也考虑开始逐步复工，但美国日新增确认病例数仍在 2 万左右，若提前复工，不排除疫情二次冲击的影响，同时考虑由于警察暴力执法影响，导致美国内部局势动荡，对经济也会造成一定影响，短期来看，美国经济暂未见底。

图 91 （美国制造业 PMI，%）



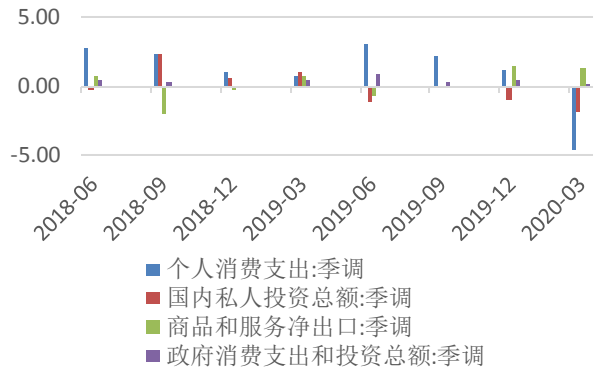
资料来源：根据新闻整理，东海证券研究所

图 92 （美国 GDP 不变价环比折年率，%）



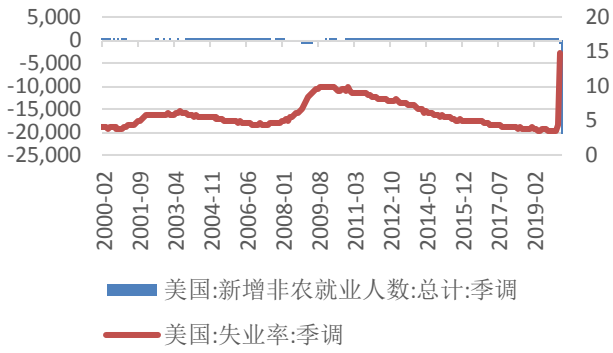
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 93 （美国分项对 GDP 环比的拉动率，%）



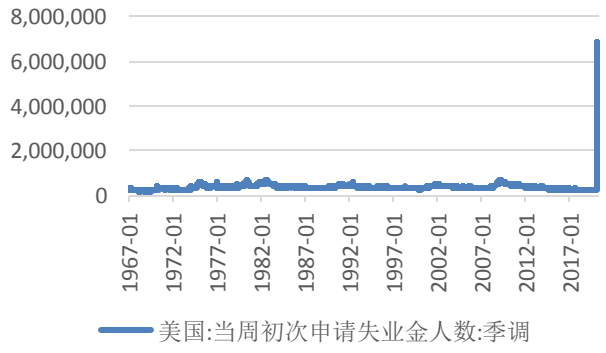
资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

图 94 （美国新增非农就业人数及失业率，千人，%）



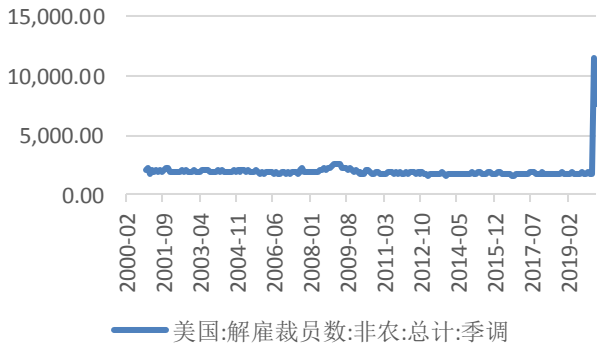
资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 95 （美国当初次申请失业金人数，人）



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

图 96 （美国非农解雇裁员数，千人）



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

4.2.欧洲逐渐复工，但财政刺激计划或出现分歧

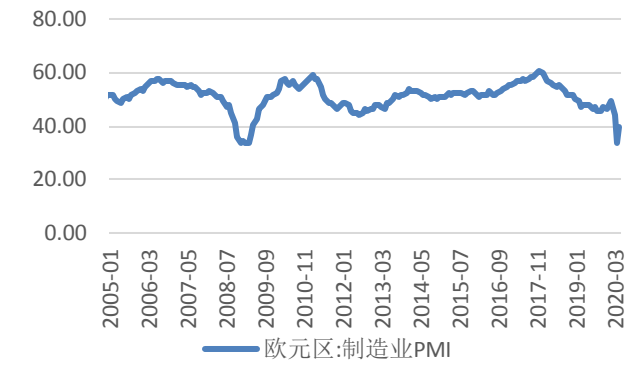
欧洲方面，英国虽然已完成脱欧，相关风险已降低，关键在脱欧相关协议，但疫情对于欧洲的打击也非常大。作为欧洲的几大重要经济体，德国、英国、法国、意大利、西班牙等国确诊人数均远超中国。自 2019 年 2 月以来一直低于荣枯线的欧元区制造业 PMI 受

疫情影响，4 月最低下滑至 33.4%。此外，代表欧元区景气程度的 Sentix 投资信心指数也由疫情前的 5.2 大幅下滑至-41.8。

目前，欧洲疫情已经逐渐好转，包括意大利等国都已逐步开始复工，经济逐步见底回升，制造业 PMI5 月也较前值回升了 6.0 个百分点，但各国复工进度不同，并且全面恢复正常经济活动仍需时日，预计经济复苏将至少在二季度以后。

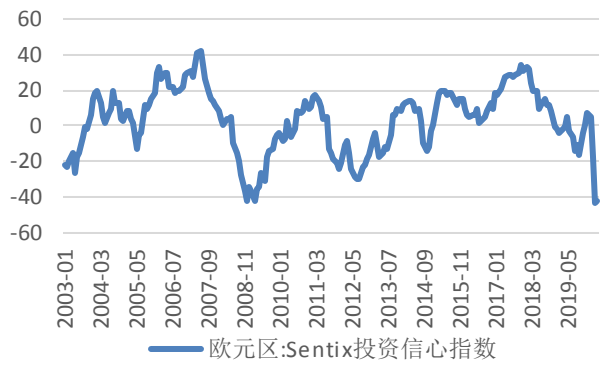
相对于美国和中国，欧洲虽然在货币政策上作出了较大刺激，但一直未推出统一的财政刺激计划。5 月 27 日，欧盟委员会提出的 7500 亿欧元的财政刺激一揽子方案，其中 5000 亿欧元将以救助金方式发放给成员国，2500 亿欧元以贷款形式发放。这是疫情以来欧盟首次提出财政刺激方案，但仍需欧盟成员国以及欧洲议会上通过方能实现，荷兰、奥地利等国由于注重财政，一向反对欧盟向成员国直接拨款，该方案后期是否能通过实行仍存疑，这也无疑对欧洲的经济复兴蒙上了一层阴影。

图 97 (欧元区制造业 PMI，%)



资料来源：根据新闻整理，东海证券研究所

图 98 (欧元去 Sentix 投资信心指数)



资料来源：Sentix，东海证券研究所

4.3.警惕美国经济下行风险

受疫情影响，2020 年全球经济增速估计将大幅下滑。IMF4 月 14 日发布新一期《世界经济展望报告》，预计今年全球经济将萎缩 3%，衰退程度远超 2008 年国际金融危机引发的经济下滑，为上世纪 30 年代大萧条以来最糟糕的全球经济衰退。报告称，基于全球多数国家疫情将在今年第二季度达到峰值、下半年消退的基准情景假设，IMF 预计 2020 年全球经济将萎缩 3%，较 1 月份 3.3%的增速预测大幅下调 6.3 个百分点。报告预计今年美国经济将萎缩 5.9%，欧元区经济将萎缩 7.5%，日本经济将萎缩 5.2%。报告指出，在更不利的情景假设下，全球经济衰退将更严重。如果今年疫情持续时间更长，今年全球 GDP 将比基准情景预测低约 3%；如果疫情延续到 2021 年，明年全球 GDP 将比基准情景预测低约 8%。

不过，从历史的经验看，疫情一般主要是对短期经济造成冲击，对中长期经济影响相对较小。目前疫情对全球经济短期造成了巨大的冲击，对中长期经济的影响还要看当前经济发展处于什么阶段。

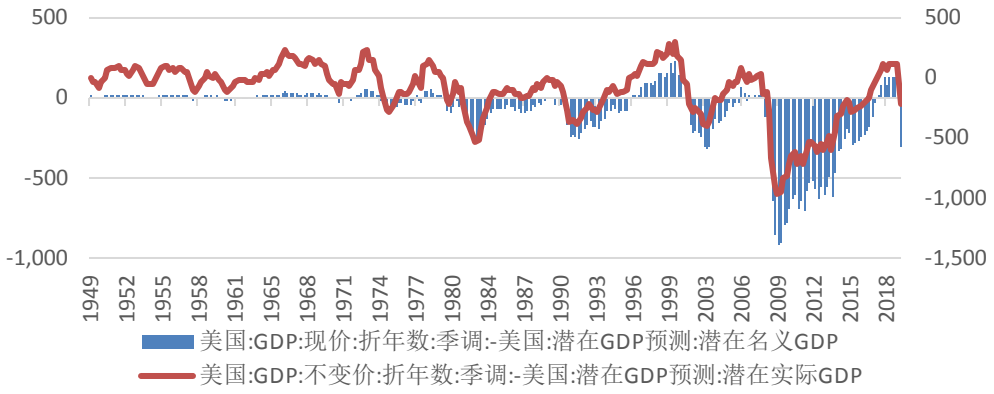
美国经济近几年来增速回升，虽然幅度不是特别大，但相对于美国经济的潜在增速，可能已经形成了经济泡沫，今年的疫情可能会刺破美国经济泡沫，造成美国经济转而下行。

一个国家的实际 GDP 如果高于潜在 GDP，一般表示经济的潜在增长力量已被充分挖掘，有可能出现了一定程度的泡沫。从历史上来，美国出现 GDP 总值高于潜在 GDP 之后往往伴随着一场经济危机，之后经济进入下行周期。70 年代的两次石油危机、80 年代的

拉美债务危机以及股灾、1997 年亚洲金融危机、2000 年互联网泡沫以及 2008 年次贷危机均是如此。

自 2008 年以来，全球货币大放水，美股走出了一波超长的牛市，居民财富增加，经济逐步繁荣，特朗普上台后包括减税等刺激政策进一步推高了美国的经济。自 2018 年一季度以来，美国实际 GDP 与潜在 GDP 的差值已经处于正值区间，失业率也已经较长时间处于充分就业之下。2018 年年底，美联储的联邦基金利率已经提高到了 2.25%—2.50%，经济泡沫的风险其实已经有所显现，此次疫情加上特朗普在“美国优先”口号下对他国的“大打出手”政策，或将改变美国经济中期走向，把美国经济带入衰退期，并给全球经济带来风险。

图 99 (美国 GDP-潜在 GDP，十亿美元，十亿美元)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

5.把握阶段性结构性行情

5.1.股市反弹已收回大部分失地

5.1.1.疫情短期冲击巨大

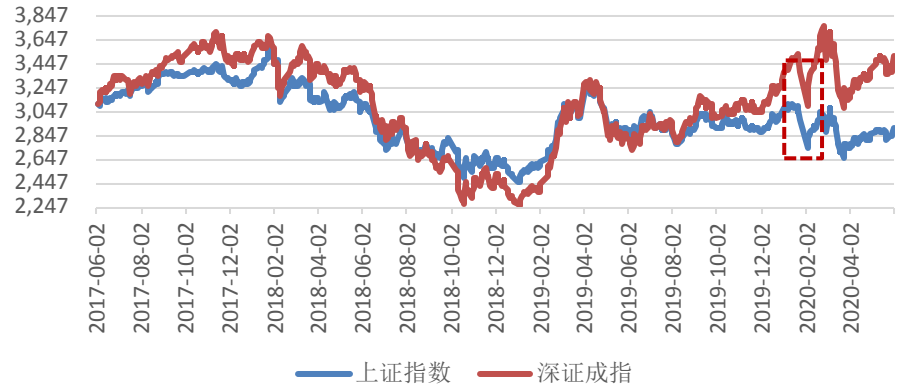
新冠疫情于春节期间在国内爆发，春节假期全国新增确诊人数陡增，由春节前的几百例上升至上万例，市场的恐慌情绪开始迅速蔓延。2020 年 2 月 3 日，鼠年首个交易日，受疫情蔓延影响，市场急剧回调，节后首日 A 股大幅异常波动。上证低开 8.42%，创近 23 年记录。截至当日收盘，上证综指跌 7.72%，报收于 2746.61 点；深成指跌 8.45%，报收于 9779.67 点；创业板指跌 6.85%，报收于 1795.77 点，与春节期间香港恒生指数的调整幅度接近。当日共有 3209 只个股跌停，占全部 A 股数量超 85%，当日的 A 股市场流动性急剧下降。

2 月中旬，疫情开始在海外大幅蔓延，美股出现暴跌，3 月份触发了四次熔断。2 月 20 日至 3 月 23 日，道指、纳指、标普 500 指数累计跌幅分别达 38%、30%、34%。1 月份标普 500 恐慌性指数 VIX 均处于低于 20 的水平，随着疫情的加剧，2 月中旬以来，恐慌性指数呈现明显上升趋势，3 月美股震荡加剧后，恐慌性指数大幅飙升。3 月 17 日，标普 500 恐慌性指数单日涨幅达 49.90%，收于 82.69，创下收盘最高记录。

欧洲股市与美国一样出现了历史性暴跌。3 月 9 日，全球股市遭遇“黑色星期一”，德国 DAX 指数当日下跌 7.94%，创 2001 年 9 月 11 日以来跌幅最大的一天；法国 CAC 指数跌幅 8.39%；英国富时 100 指数下跌 7.69%。2 月 20 日至 3 月 16 日，德国 DAX 指数

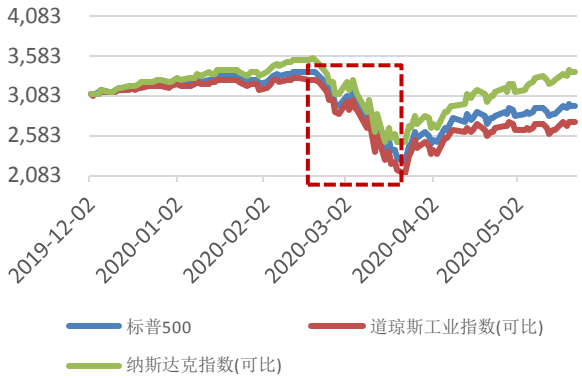
累计跌幅达 40%；法国 CAC 指数累计跌幅达 41%；英国富时 100 指数累计跌幅达 34%。欧洲三大股指在一月内均大幅下挫。

图 100 (上证指数、深证成指行情)



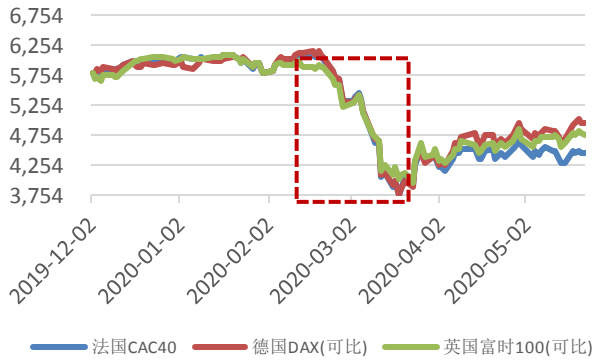
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 101 (美国三大股指行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 102 (欧洲三大股指行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.1.2.资本市场已有所恢复

随着恐慌情绪迅速释放，A 股迎来持续反弹。2020 年 2 月 4 日-12 日，沪指收八连阳，较最低点反弹程度超 8%，创业板指八日累计涨幅更是达到 16.12%。2 月底开始，受欧美等海外国家疫情加剧的影响，上证综指与深证成指也呈现震荡下行态势，2 月 20 日至 3 月 20 日，上证综指与深证成指累计跌幅均超 10%，但在国内有力的疫情防控措施下，A 股在疫情逐步得到控制的过程中也逐渐修复。

为缓解疫情带来的影响，美联储自 3 月起采取一系列极度宽松货币政策，不仅在一月内两次紧急降息，更在 3 月 23 日宣布开放式 QE 计划，三大股指于 3 月 24 日大幅反弹，道指高开高走，尾盘直线拉升，收盘逾 2100 点，涨幅达 11.37%，创 1933 年以来最大单日涨幅；标普 500 指数上涨 9.38%，创 2008 年 10 月以来最大单日涨幅；纳指涨 8.12%。金融市场流动性得到缓解，市场恐慌情绪也逐渐消散，4 月以来，VIX 恐慌指数受宽松政策加码影响显著回落，截至 5 月底，VIX 指数逐步回落至 30 左右的点位，美国三大股指较 3 月低点反弹均超 40%，纳指更于日前首破万点，再创历史新高。欧洲股市受美股提振影响叠加疫情得到缓解因素，三大股指也处于修复上行中，较三月低点均反弹超 30%。截

至日前，受全球积极财政政策、宽松货币政策和疫情缓解影响，资本市场已有所恢复，市场恐慌情绪逐步回归稳定。

5.1.3.经验显示疫情难改股市长期发展趋势

从历史的角度看，疫情爆发大多对短期的经济和股市有影响，股市长期发展走势主要还是受自身所处阶段和经济发展趋势决定。例如 1918 年西班牙大流感发生于第一次世界大战末期，美欧等主要经济体受战争影响，股市已经历一轮较大的熊市后跌到底部区间，叠加一战结束的利好因素，疫情对股市影响较为短暂且不显著。因此，估计此次新冠疫情“黑天鹅”事件也不会成为改变股市中长期行情的主导因素，经济发展趋势、货币财政政策、企业经营业绩等仍将主导股市中长期发展趋势。

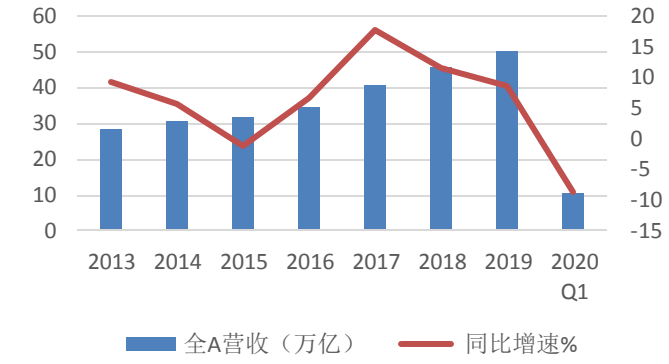
5.2.公司利润大幅下降但估值仍处于低位

5.2.1.一季度 A 股整体经营业绩下滑显著

截至 2020 年 5 月 14 日，A 股共有 3834 家上市公司披露了一季度报。受新冠肺炎疫情的严重冲击，2020 年一季度 A 股上市公司经营业绩下滑显著，全部 A 股实现总营收 10.59 万亿元，同比下滑 8.82%；归母净利润为 8228.64 亿元，同比下滑 23.95%。

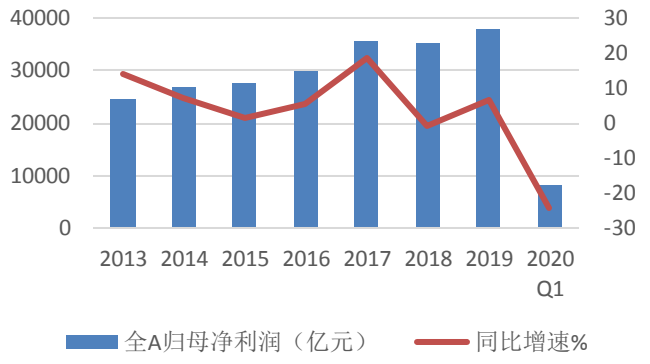
具体来看，剔除金融类，所有非金融上市公司 2020 年一季度实现总营收 7.99 万亿元，同比下降 12.32%；归母净利润为 2285.92 亿元，同比下降 52.53%。而剔除金融、石油石化等行业后，非金融石油石化上市公司 2020 年一季度总营收为 6.92 万亿元，同比下滑 11.22%，归母净利润 2646.08 亿元，同比下滑 42.03%。

图 103 (全 A 公司营收及同比增速，万亿元，%)



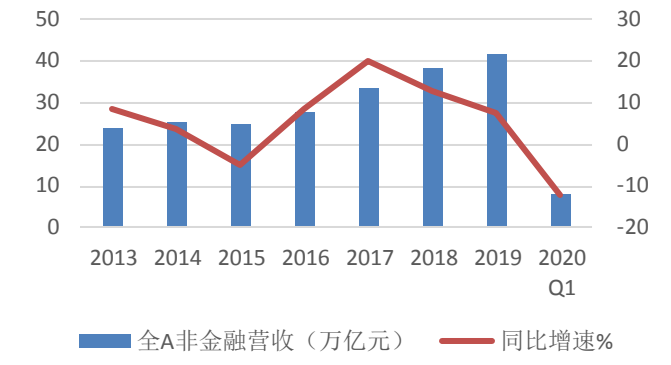
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 104 (全 A 公司归母净利润及同比增速，亿元，%)



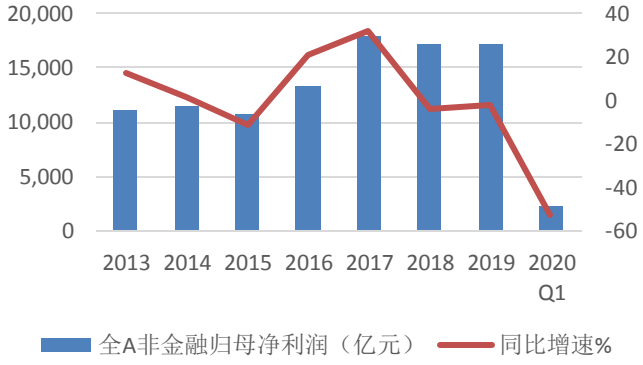
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 105 (全 A 非金融公司营收及同比，万亿元，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 106 (全 A 非金融公司归母净利润及同比，亿元，%)

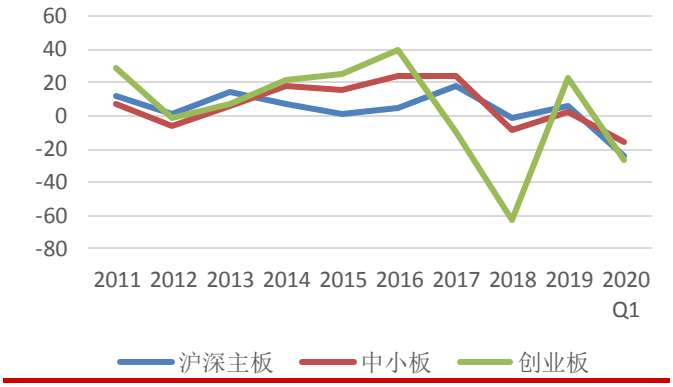


资料来源：Wind，东海证券研究所

分板块来看，2020 年一季度沪深主板累计归母净利润为 8229.46 亿元，同比下降 23.94%，剔除金融类公司的归母净利润 1592.84 亿元，同比下滑 59.64%。中小板非金融累计归母净利润为 482.45 亿元，同比下滑 18.31%；创业板累计归母净利润 189.58 亿元，同比下滑 26.23%；科创板在 2020 年一季度实现逆势增长，整体归母净利润同比增长 19.33%。

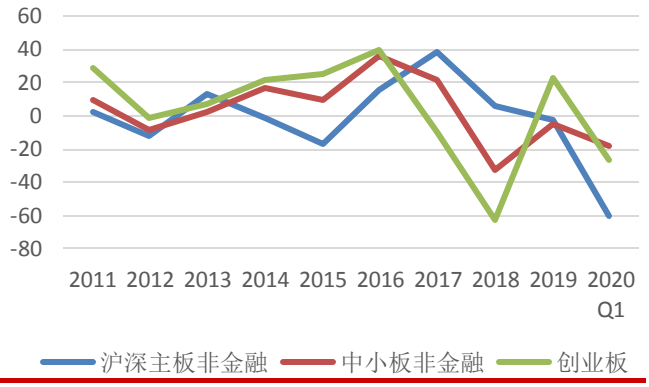
受疫情冲击，除科创板外，主板、创业板和中小板在 2020 年一季度均出现大幅下滑。

图 107 (各板块归母净利润同比增速，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 108 (主板、中小板剔除金融归母净利润同比增速，%)

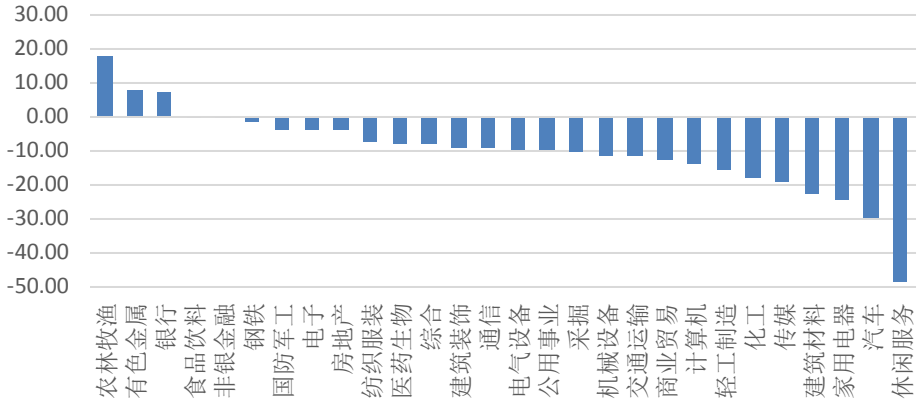


资料来源：Wind，东海证券研究所

分行业来看，2020 年一季度营收同比增速居前的行业是农林牧渔、有色金属和银行，营收增速分别为 18.08%、7.71%、7.19%。食品饮料和非银金融板块营收增速较去年同期基本持平。而因工业生产、社会服务等经济活动受到显著的负面冲击的行业：休闲服务、汽车、家用电器等营收同比下滑幅度居前，分别同比减少 48.37%、29.53%、24.24%。

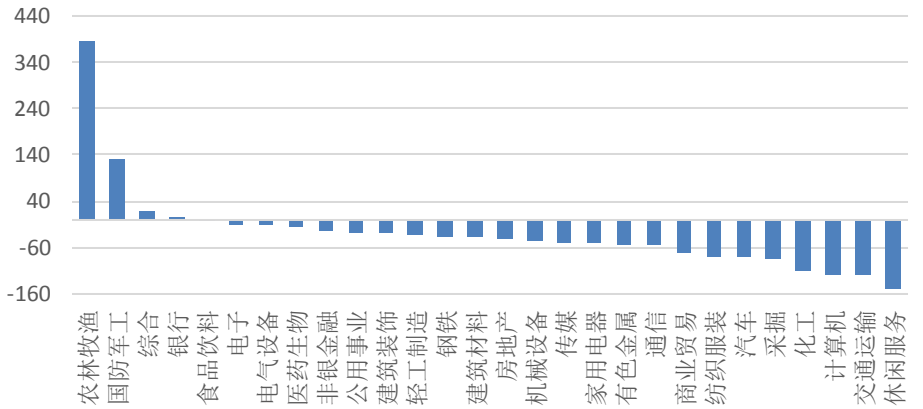
归母净利润方面，申万一级行业中仅农林牧渔、国防军工、综合、银行的同比增速为正，分别为 388%、133.28%、19.46%、5.52%。休闲服务、交通运输、计算机等归母净利润同比下滑幅度居前，分别为 151.97%、120.42%、120.32%。

图 109 (2020 年一季度申万一级行业营收同比增速，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 110 (2020 年一季度申万一级行业归母净利润同比增速，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.2.2.二季度企业利润大幅回升难度较大

2020 年一季度国内经济增速-6.8%，创有季度数据以来最低的季度增长，一季度非金融石油石化上市公司盈利增速大幅下滑至-42.15%。二季度社会生产、投资、消费等数据好转。但受制于当前需求以及企业长期产能修复相对有限，5 月社零和投资增速仍处负区间，A 股上市公司二季度企业利润虽有望获得逐步提升，但大幅回升的可能性很小，全年净利润增速不太乐观。

随着国内疫情好转，居民消费活动也开始逐步回暖，需求端限制的解封也让供需之间衔接更为顺畅，二季度企业经营状况估计会有所改善，但分行业看，受疫情影响冲击较大的休闲服务、交通运输、商业贸易等社会服务类行业，和采掘、化工、纺织服装等石化产业链相关行业，供需恢复情况仍未达到疫情之前的水平，因此我们预测二季度这些行业盈利预期下调幅度或相对较大，而受疫情冲击影响较小的金融、科技等行业我们预计盈利预期则维持稳健，波动幅度相对较小。

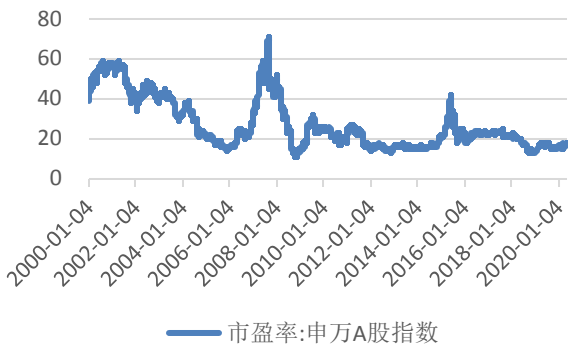
5.2.3.A 股估值整体不高

目前，A 股市盈率相对较低。截至 2020 年 5 月 15 日收盘，申万 A 股的市盈率(TTM)为 17.41 倍。历史上看，从 2000 年以来，申万 A 股的市盈率(TTM)最低值出现在 2008 年 11 月 4 日，为 10.99 倍；最高值出现在 2007 年 8 月 31 日，为 70.95 倍。目前申万 A 股的市盈率(TTM)处于最低点到最高点的 10.71%处，处于相对历史低位。

A 股目前市净率更低。截至 2020 年 5 月 15 日收盘，申万 A 股的市净率(TTM)为 1.82 倍。历史上看，从 2000 年以来，申万 A 股的市净率(TTM))最低值出现在 2019 年 1 月 3 日，为 1.48 倍；最高值出现在 2007 年 10 月 16 日，为 7.17 倍。目前申万 A 股的市净率(TTM)处于最低点到最高点的 5.98%处，处于相对历史低位。

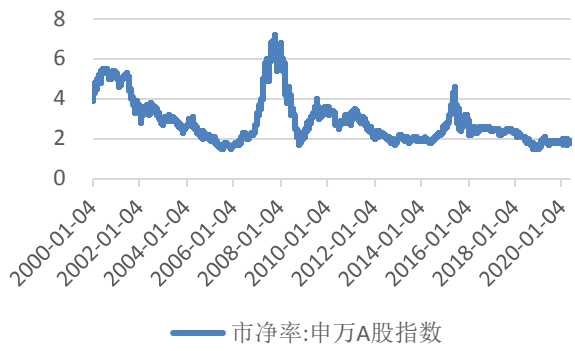
整体而言，A 股市场当前估值不高，按目前市值推算，即使盈利继续有所下滑，估值也不会太高，特别是市净率更处于历史相对低位。

图 111 (历史市盈率，倍)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 112 (历史市净率，倍)



资料来源：Wind，东海证券研究所

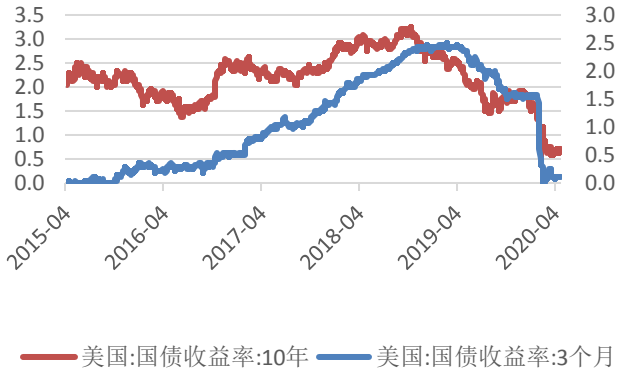
5.3.流动性充足、无风险利率低

2020 年新冠疫情蔓延，国内外主要经济体大多采取力度极大的货币和财政支持政策，一些主要经济体的宽松力度前所未有。当前金融市场流动性危机得到缓解，市场资金利率处于较低水平，对股市而言相对利好。

新冠疫情 3 月份在美国快速发展，商业、经济活动受到大幅冲击，资本市场恐慌情绪迅速蔓延，美股在 3 月出现 4 次熔断，投资者避险情绪达到高峰，传统的避险资产黄金、美债也遭到抛售，金融市场流动性危机开始凸显。3 月 6 日至 3 月 20 日，现货黄金价格跌幅超 11%；10 年期美国国债收益率在这期间从 0.74%上行至 1.2%，投资者风险偏好迅速恶化。美元指数在 3 月中也呈现阶段性上涨。

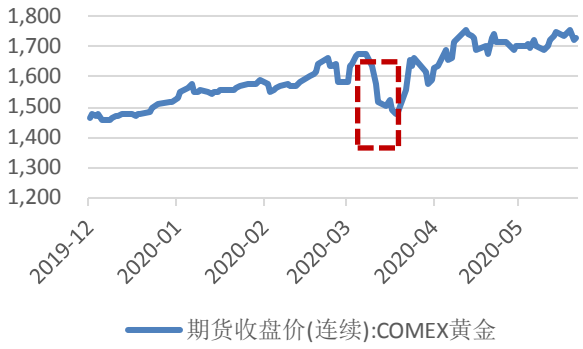
美联储为了缓解疫情带来的影响在 3 月内连续两次紧急降息,3 月 23 日宣布启动开放式 QE 计划，突发的流动性危机得到缓解。美国 10 年期国债收益率截至 5 月 19 日回落 10 个基点，美元指数回落，黄金价格上涨。预计美联储将维持宽松的货币政策，市场将流动性将保持宽裕，利多资本市场。

图 113 (美国 10 年期/3 个月国债收益率，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 114 (COMEX 黄金价格，美元/盎司)



资料来源：Wind，东海证券研究所

国内央行也采取了一系列宽松的货币政策，定向降准叠加央行操作 MLF 使国内资本市场流动性维持较为充裕的水平。4 月 20 日，LPR 也如期下调，一年期 LPR 由 4.05%降至 3.85%，迎来史上最大降幅 20 个基点；5 年期以上 LPR 则由 4.75%降至 4.65%。5 月 7 日，银存间 1 天质押式回购（DR001）一度大幅下跌超过 20%，报 1.14%。市场资金面整体恢复宽松。央行 5 月 10 日发布的《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》也预示下一阶段稳健的货币政策将更加灵活适度，央行将综合应用创新多种货币政策工具，确保流动性合理充裕，保持广义货币 M2 和社会融资规模增速明显高于去年。

货币政策延续定向宽松，在保持流动性合理充裕的前提下，无风险收益率估计将保持在较低水平。目前 A 股整体估值处于历史低位，在无风险利率下降的背景下，A 股具有较大的投资吸引力。

2020 年下半年，我们判断为支持实体经济，货币政策预计仍然会延续偏宽松基调，市场流动性相对宽裕，存在降准降息的可能，对股市相对利多。

5.4.增量资金持续增加

5.4.1.金融市场开放提速，外资更容易投资 A 股

近年来，我国金融市场开放整体提速，海外资金总体呈现流入状态。虽然受到疫情冲击的影响，陆股通北向资金今年以来一度呈现净流出状态。但随着国内疫情逐步得到控制，截至 5 月 19 日，北向资金今年以来净流入超过 500 亿元，自开通以来累计净买入 A 股股票 10428.60 亿元，外资持股占 A 股自由流通股比例为 8.56%。MSCI 扩大 A 股纳入因子、纳入富时罗素指数、纳入标准普尔指数等事件也不断推进 A 股国际化进程。北向资金持续净流入显示 A 股具有较好的中长期投资价值，对外资的吸引力较强。

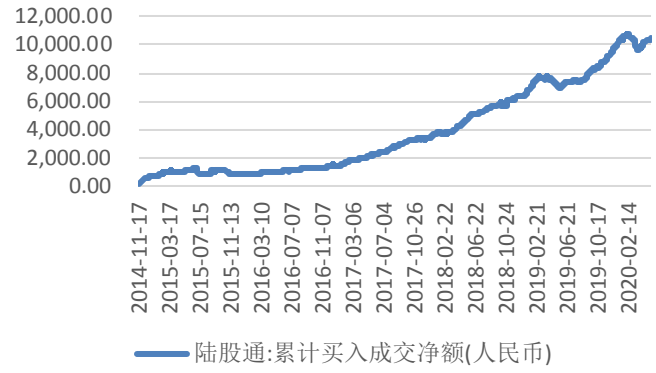
2020 年 5 月 7 日晚间，中国人民银行、国家外汇管理局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，落实取消 QFII 和 RQFII 境内证券投资额度管理要求。此举有利于拓宽 A 股市场资金来源渠道，为国际资金分享中国成长机遇提供了便利，股市增量资金特别是外资持续流入对 A 股构成利好。

截至 2020 年 4 月，QFII/RQFII 合计持有 A 股总市值 1546.48 亿元，仅占 A 股流通市值的 0.32%。QFII 相较于陆股通虽在投资方式和投资范围上有优势，但受制于投资额度限制和资金约束要求，该渠道对外资吸引力有限。取消 QFII 与 RQFII 额度限制、简化汇出

手续、取消托管人数量限制等，有利于畅通 QFII、RQFII 渠道，便利境外资金进入境内金融市场，满足境外投资者对中国资本市场的配置需求。

随着金融业开放的进一步推进和资本市场体系的不断完善，估计更多的海外增量资金将会进入，外资的持股规模和持股比重有望持续扩大，丰富中国资本市场投资者结构，助力资本市场实现市场化、国际化改革，促进市场发挥资源配置作用。

图 115 (陆股通累计净买入成交金额，亿元)



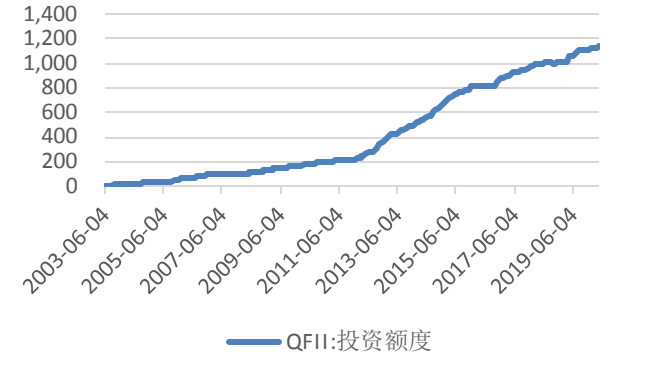
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 116 (融资融券资金余额，亿元)



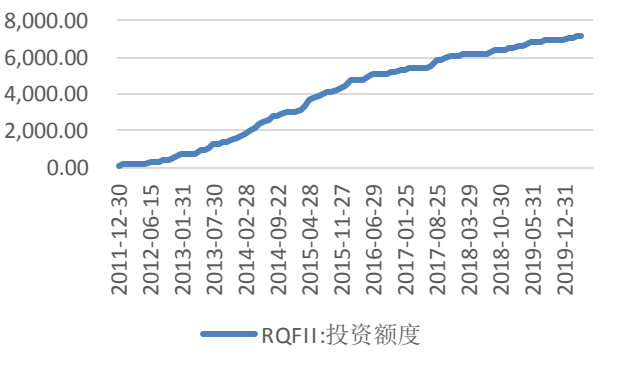
资料来源：Wind，东海证券研究所

图 117 (QFII 投资额度，亿美元)



资料来源：国家外汇管理局，东海证券研究所

图 118 (RQFII 投资额度，亿元)



资料来源：国家外汇管理局，东海证券研究所

5.4.2.我国疫情结束较早，相对更有吸引力

由于海外疫情仍未得到完全有效的控制，美国受抗议游行示威活动的影响是否会出现疫情反复仍存在一定不确定性。而中国通过有效的防控管制措施在此次疫情中率先控制住了疫病，防控形势较好，生产恢复上优势明显。

此外，当前 A 股估值仍处于较低水平，在防控形势较好，未来多项灵活政策托底的背景下具有较强的竞争力。近期海外股市波动之际，北上资金已经重新连续多日净流入 A 股，显示出 A 股的韧性。中长期来看，A 股国际化进程还在持续推进，未来外资增量资金还会持续流入，疫情并不会中断全球对 A 股配置的步伐。随着市场流动性保持宽裕以及无风险收益的降低，相比于其他资产，A 股的吸引力在提升。因此，短期全球情绪冲击虽难言完全释放，但 A 股表现会更强，中长期相对更有吸引力。

5.4.3.创业板注册制改革，或增加股票供给但可提高上市公司质量

4 月 27 日，中央全面深化改革委员会第十三次会议召开，会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。

6 月 12 日晚，深交所发布创业板改革并试点注册制相关业务规则及配套安排，并宣布 6 月 15 日至 6 月 29 日，接收证监会创业板首次公开发行股票、再融资、并购重组在审企业提交的相关申请；6 月 30 日起，开始接收新申报企业提交的相关申请。创业板注册制通道正式开启。

创业板注册制改革坚守创业板定位，结合以高新技术产业企业和战略性新兴产业企业为主的板块特征，设置行业负面清单，原则上不支持房地产等传统行业企业在创业板上市；按照“新老划断”原则，明确在审企业不适用行业负面清单的规定，进一步做好新旧制度衔接，稳定市场预期。

从发行上市条件来看，创业板注册制改革精简了发行条件，综合考虑公司市值、营收、净利润等指标，指定了更为多元化的上市指标，提升了对创新企业包容性，同时进一步明确红筹企业上市标准和相关信息披露要求。发行制度的优化主要包括：（1）完善盈利上市标准，要求“最近两年净利润均为正且累计净利润不低于 5000 万元”或者“预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元”（2）支持已盈利且具有一定规模的特殊股权结构企业、红筹企业上市。

从上市审核流程来看，此次正式稿规定交易所审核和中国证监会注册的时间总计不超过 3 个月，首发上市审核注册时限进一步压缩，审核效率进一步提高；特定情形下招股说明书引用财报有限期可延长至三个月。

交易制度方面，将创业板股票涨跌幅限制比例由 10%提高到 20%；对新股上市的前 5 个交易日不设涨跌幅限制，并且优化了盘中的临时停牌机制，设置 30%、60%两档停牌指标，各停牌 10 分钟以防止股价过度波动；同步放宽两类基金竞价交易涨跌幅至 20%，提高市价和限价单笔申报上限。

此次创业板注册制改革进一步完善了退市指标，取消单一连续亏损退市指标，引入“扣非净利润为负且营业收入低于一个亿”的组合类财务退市指标；新增“公司因触及财务类指标被实施 ST 后，下一年度财务报告被出具保留意见”的财务类指标；新增“连续 20 个交易日市值低于 3 亿元”的交易类指标；新增“信息披露或者规范运作存在重大缺陷且未按期改正”的规范类指标；退市程序方面，取消暂停上市和恢复上市环节，对交易类退市不再设退市整理期，提高了退市效率。

此次创业板推行注册制，放宽企业上市标准，有助于增加创新类企业股票供给，有利于尚未盈利的新经济企业增加股权融资，利好新经济企业和股市的长期发展，推动我国经济由高速度向高质量方向转型。而放宽创业板股票涨跌幅限制、优化退市流程将会明显增加个股的“炒作”风险，加速个股的优胜劣汰，提高创新类企业公司质量，推动优质公司长期投资价值显现。

当前国内外疫情逐步缓和，流动性持续宽松，投资者风险偏好也在逐步修复，短期而言，创业板注册制改革或会增加股票供给，会有一定资金压力，但估计总体可控。中长期而言，改革有助于市场在资本市场的资源配置中发挥更重要的作用，有助于推动传统产业向创新型经济发展，未来科技成长或仍是市场主线发展逻辑。

5.5.美国是很大不确定因素

5.5.1.中美政治和经贸关系存在不确定性

2020 年 1 月，中美双方签订第一阶段经贸协议，减少了经济发展的不确定性。然而此次新冠疫情导致的美国经济超预期下滑，叠加特朗普 2020 年大选连任压力，已经给中美政治经贸关系再添波澜。

5 月中旬美方再次挑起中美摩擦，先是美国参议院通过针对中国涉及新冠疫情的制裁法案；5 月 15 日美商务部发文，宣布加强对华为的出口管制，全面限制华为购买采用美国软件和技术生产的半导体，全面切断华为全球晶圆代工来源；5 月 22 日，美国商务部宣布将 33 家中国企业和机构列入新增“实体清单”，其中大部分是我国的人工智能、大数据、云计算领域的领先企业；5 月 30 日，美国总统特朗普通过记者会宣称，中国制定“港版国安法”已经把“一国两制”的承诺变成了“一国一制”。他表示美国“将采取行动，取消香港作为中国一个单独的海关和旅游地区所享有的优惠待遇”。

2020 年是美国大选之年，特朗普在疫情爆发之初应对措施的不及时以及疫情对美国经济造成的巨大冲击都对其今年的连任造成的巨大的政治压力，为了转移国内矛盾情绪，为自己的大选制造“噱头”，中美间的贸易摩擦或将重新开启为其大选加码，而此轮美国对华为出口的管制升级或预示着新一轮的“科技战”。因此，需要高度警惕中美关系进一步恶化的可能性。

5.5.2.关注美股过渡上涨风险

美联储此次为应对疫情带来的经济冲击采取了极度量化宽松货币政策，同时财政支持力度也为史所罕见。3 月 24 日之后，美股反弹、市场恐慌情绪逐渐消退、美元指数回落、黄金价格回升，市场的流动性危机解除，美股上涨，纳指还创出了新高。

但美国经济在特朗普减税等政策刺激下可能已经出现“泡沫”，受新冠疫情影响经济大幅下滑后，可能难以稳定回到之前的经济增速水平。

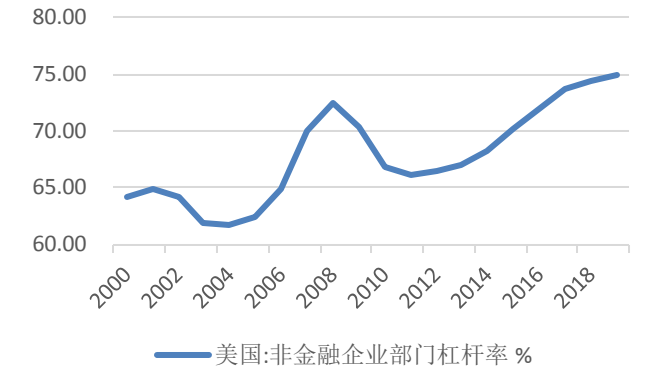
美国长期低利率所带来的负债融资成本低导致企业大量举债，企业债务不断扩张。截至 2019 年末，美国非金融企业部门杠杆率已经达到 74.9%，处于 2008 年以来的高位。在长期低利率环境下，美国高风险企业债占比不断扩大。

根据国际清算银行发布的 2019 年一季度报告数据显示，截至 2018 年，BBB 级企业债占美国所有发行企业债的三分之一左右，低评级债券的超发表明美国企业的信用水平在下降，近年来美国企业 BBB 及以下评级企业债信用利差的快速攀升也凸显了美国企业潜在的债务危机。当经济疲软后，很多 BBB 级企业债即会面临被调降为垃圾债的风险。

受疫情影响，美国经济增速大幅下降，失业率创历史高位，大量商业活动的停滞对企业经营造成了严重冲击。此次新冠疫情或将成为戳破美股“泡沫”的触发剂，需谨慎关注美股企业盈利下滑风险，若出现大量企业破产，危机有可能会进一步发酵，垃圾债或陆续出现违约，形势仍存在较大不确定性。

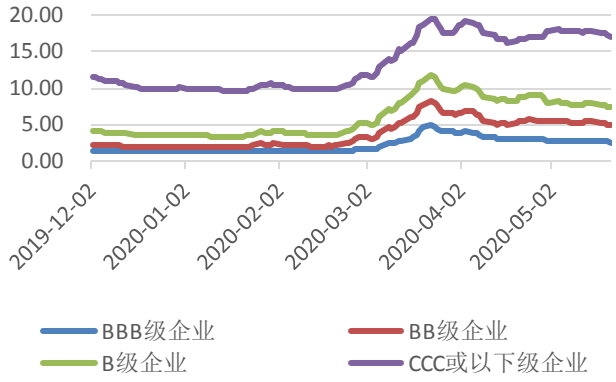
此外，5 月底美国明尼苏达州警察暴力执法黑人致死案件再次激发社会矛盾，一场由当地开展的示威游行活动很快蔓延至美国 33 个城市。恰逢美国经济重启，若骚乱活动长时间持续且暴力冲突不断升级，疫情的二次爆发和经济复苏受阻或将再为金融市场添加担忧情绪。

图 119 (美国非金融企业部门杠杆率，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 120 (美国 BBB 及以下评级企业债信用利差，%)



资料来源：Wind，东海证券研究所

5.6.把握牛市早期行情，注意防范外部风险

疫情对股市短期冲击巨大但难改股市长期发展趋势，经济和市场估计将逐步回归自身固有的趋势。一季度上市公司经营业绩下滑显著，二季度随着复工复产持续推进业绩有望回升，但仍承压，估计同比仍下降。但 A 股估计处于历史低位，流动性相对宽裕，较低的无风险利率又有利多影响，海外资金在持续进入，市场下行空间有限。随着产业升级、经济转型的不断推进，中国经济可能会从增速换档下行后趋于稳定，并对资本市场形成长期支撑。

目前的风险，一是全球疫情可能还会有反复。二是美国风险较大。特朗普政策具有较大不确定性，对我国的打压力度可能不会小，对市场形成负面影响。同时美国经济此前可能已经存在“泡沫”，加上特朗普“美国优先”口号下的“孤立主义”倾向，或会把美国经济拖进中期衰退，美国经济“泡沫”被疫病刺破后可能难以回到之前的增长水平，从而导致美股在过度上涨后出现下行风险。

中国经济趋稳，产业升级效果显现，A 股或已处于长期牛市早期阶段，可以考虑长期布局股权投资。但 2020 年下半年仍需警惕疫情反复，以及中美关系继续恶化可能性，美国经济衰退和美股在过度上涨后的下跌风险等。

分析师简介：

胡少华：博士，正高级研究员，东海证券研究所宏观策略分析师，2014年开始从事证券研究，曾从事期货研究3年，有多年企业和政府工作经验。

刘思佳，东海证券研究所宏观策略分析师，三年证券研究经验。

附注：

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8621）20333619
传真：（8621）50585608
邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F
网址：Http://www.longone.com.cn
电话：（8610）66216231
传真：（8610）59707100
邮编：100089