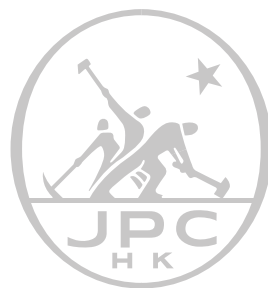


市場化方向，矯正了航線，為經濟社會轉型贏得了千載難逢的歷史機遇。我們不要放過任何一次危機。1998 年遭遇亞洲金融危機後，我們推動了國企改革和住房改革。2001 年面對“狼來了”的擔憂，我們主動擁抱全球化，加入 WTO，極大地釋放了人口紅利，開啟了中國經濟高增長的黃金十年。當前面對疫情全球大流行、中美貿易摩擦、增速換擋、結構轉型等重大挑戰，中國正面臨千載難逢的歷史性機遇。美國依靠 QE，中國力推新基建，此消彼長。我們深信，市場經濟的理念已經在中國扎根，新一屆中央領導集體展現了推動改革的勇氣和決心。在這場史詩般的改革戰役中，推動改革的政治家必將贏得英雄般的榮耀，阻礙改革的舊勢力必將成為時代的棄兒。經歷過改革轉型洗禮後的中國經濟，前景將更加光明，最好的投資機會就在中國。展望未來，我們選擇深信時代的進步，深信夢想的力量，深信自由的光芒。

（任澤平 馬家進 熊柴 連一席）





2020 年春節期間，新冠肺炎疫情在國內蔓延，舉國上下共同抗擊疫情，使疫情在兩個月左右的時間內得到有效控制。但海外疫情從 2 月下旬開始大面積暴發，美國、意大利、西班牙、德國、法國等成為重災區。全球經濟深度衰退難以避免，當前我們面臨的情況類似於 2003 年“非典”和 2008 年國際金融危機的疊加。

疫情打斷了中國經濟 2019 年底的弱企穩，在經濟下行壓力較大的背景下，全面衝擊中國宏觀經濟、中觀行業和微觀個體。疫情大流行一度引發全球流動性危機，2020 年 2 月 19 日—3 月 20 日，美、英、法、德的股市累計下跌均超過 30%，美股十天內四次熔断，債券也遭到拋售，全球一度陷入流動性恐慌。流動性危機通常是金融危機的前兆，美、歐被迫推出大規模刺激計劃，力度超過 2008 年國際金融危機。

疫情嚴重衝擊了全球正常的生產生活秩序，諸多國家採取了“封國”、“封城”、停工停學等措施。美、歐經濟衰退將從貿易、外需、產業鏈、金融市場等渠道對中國進行傳導。因此，我們必須做好充分準備和應對。*

* 本章作者：任澤平、馬家進、熊柴、連一席、范城愷。

第一節 疫情全面衝擊宏觀經濟、中觀行業和微觀個體

疫情的影響是全面的，宏觀上是數據，微觀上是多少家庭的悲歡離合。

一、對宏觀經濟的影響

疫情對宏觀經濟的衝擊來自供給和需求兩方面。

供給方面，原材料、勞動力等生產要素流通受阻，物流、生產、銷售、回款等正常經營活動受到嚴重干擾，企業停工減產。2020 年第一季度 GDP 同比下降 6.8%，規模以上工業增加值同比下降 8.4%。

需求方面，消費、投資、出口“三駕馬車”受到嚴重衝擊。第一，防控疫情需要隔離防控，避免人口大規模流動和聚集，消費需求大幅降低，2020 年第一季度社會消費品零售總額同比下降 19.0%（見表 1.1）。第二，工人返城、工廠復工延遲，生產活動無法正常進行，房地產、製造業、基建投資短期基本停滯，第一季度固定資產投資完成額同比下降 16.1%。第三，疫情全球大流行，外需疲軟，外貿受阻，第一季度出口同比下降 13.3%。更為關鍵的是，經濟預期惡化，市場信心不足，若政府不妥善應對，總需求將持續下滑，疫情衝擊將更加持久和深遠。

表 1.1 疫情對中國宏觀經濟造成嚴重衝擊

同比增速	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
GDP	6.9%	6.7%	6.1%	-6.8%
規模以上工業增加值	6.6%	6.2%	5.7%	-8.4%
社會消費品零售總額	10.2%	9.0%	8.0%	-19.0%
固定資產投資完成額	7.2%	5.9%	5.4%	-16.1%
房地產投資	7.0%	9.5%	9.9%	-7.7%
製造業投資	4.8%	9.5%	3.1%	-25.2%
基建投資	14.9%	1.8%	3.3%	-16.4%
出口（以美元計）	7.9%	9.9%	0.5%	-13.3%

資料來源：Wind，恒大研究院。



二、對中觀行業的影響

疫情對不同行業的影響充分顯現。一方面，短期來看，餐飲、旅遊、電影、交通運輸、房地產等行業因人員暫停流動而受到直接衝擊；中長期來看，疫情在全球蔓延，家電、汽車等高度依賴外需和全球產業鏈的行業將受到波及。另一方面，生鮮電商、移動遊戲等少量行業由於大眾在疫情期間消費與娛樂方式的轉變而獲得發展機遇，醫療醫藥相關行業更是直接受益。

餐飲行業成為受疫情影響的重災區。2019 年全國餐飲收入 46,721 億元，其中 15.5% 來自春節期間的消費旺季。但受疫情影響，為避免人群聚集，2020 年春節期間大量餐飲場所暫停營業，營收銳減。根據 2020 年 2 月 12 日中烹協報告，相比 2019 年春節，疫情期間 78% 的餐飲企業營業收入損失達到 100% 以上，9% 的企業營收損失達到九成以上，7% 的企業營收損失為七成到九成；營收損失在七成以下的僅為 5%。2020 年第一季度，餐飲收入 6,026 億元，同比下降 44.3%；限額以上餐飲收入 1,278 億

元，同比下降 41.9%。餐飲業依賴現金流，而且中小企業佔絕對主體，抗風險能力較弱。中國連鎖經營協會報告顯示，截至 2020 年 3 月 1 日，5% 的樣本企業表示已經沒有現金支撐企業運營，79% 的樣本企業表示依靠自有現金無法支撐過三個月。隨著國內疫情得到有效防控，3 月 26 日，商務部表示餐飲行業復工率已達 80%。但短期餐飲服務仍以外賣為主，居民和營業場所對於堂食服務仍然謹慎，營收完全恢復仍需時間。美團研究院數據顯示，截至 4 月 3 日，全國生活服務業商戶復工率達 80.9%，但消費復甦率僅 50.9%。

旅遊行業預計全年負增長。2019 年國內旅遊人數達 60.1 億人次，全年實現旅遊總收入 6.6 萬億元。春節是除“十一”和“五一”之外的重要旅遊黃金周，2019 年春節假期七天全國旅遊接待總人數為 4.2 億人次，實現旅遊收入 5,139 億元。但 2020 年春節期間居民紛紛中止出行，國內主要景點被關閉，大型文娛活動被取消。3 月隨著疫情得到有效控制，旅遊景區逐漸恢復運營，但進度緩慢。截至 3 月 16 日，全國已有 28 個省（區、市）的 3,714 家 A 級旅遊景區恢復對外營業，復工率約 30%。中國旅遊研究院 3 月底估算，2020 年第一季度及全年，國內旅遊人次將分別下降 56% 和 15.5%，全年同比減少 9.3 億人次；國內旅遊收入分別下降 69% 和 20.6%，全年減收 1.2 萬億元。到 2020 年底，預計全國遊客人數下降至 50.7 億人次，全國旅遊收入降至 4.6 萬億元。

電影行業第一季度近乎顆粒無收。春節檔在全年票房收入中佔據重要地位，2019 年春節檔票房 58.6 億元，約佔全年票房 642.7 億元的 9.1%。2020 年春節檔原本飽受期待，但受疫情衝擊，主打影片全部撤檔，院線全面暫停營業。2020 年春節檔票房收入從疫情前市場預測的 80 億元，降至不足 2,400 萬元，基本可以忽略不計。此外，電影業復工緩慢，3 月 27 日，國家電影局仍通知所有影院暫不復業。電影行業面臨巨大的資金風險，中上游影視公司前期製片發行投入巨大，但未能通過票房收入回籠資

金，資金鏈緊張的情況下又可能耽誤後續復工復產，或形成惡性循環；終端院線場地租金、員工薪資等剛性成本較高，停業影響也易引發資金鏈斷裂。

交通運輸行業出現春運低谷。國家發展改革委在 2020 年春節前預測，2020 年春運全國旅客發送量將達 30 億人次。但受疫情衝擊，旅客出行需求減少，部分城市封城封路，交通運輸不暢。春運期間（1 月 10 日—2 月 10 日），全國鐵路、公路、水路、民航累計發送旅客 13.8 億人次，較 2019 年同期下降 43.1%，其中節後下滑幅度更大，1 月 25 日—2 月 10 日全國累計發送旅客同比下滑 81.9%（見圖 1.1）。此外，疫情期間出行需求下降，很多網約車司機收入下降甚至歸零，網絡汽車租賃企業由於資產比重大、維護成本高而面臨巨大壓力。3 月疫情穩定後，全國封城令陸續解禁，為保障復工復產，交通運輸服務加快恢復。

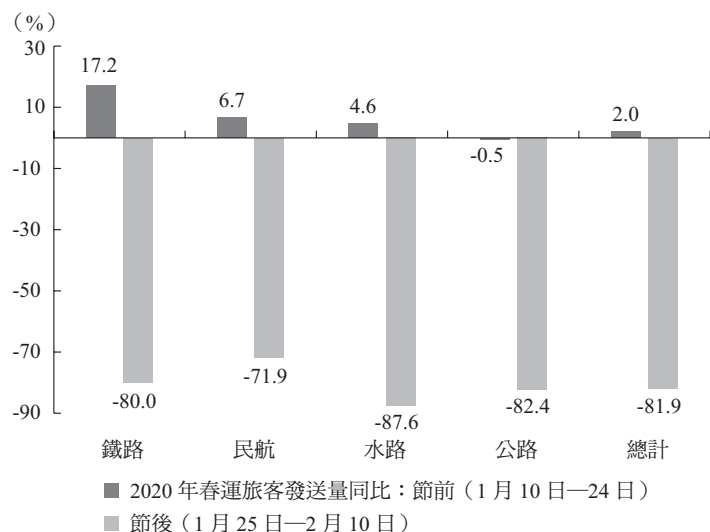


圖 1.1 疫情衝擊交通運輸

資料來源：交通運輸部，恒大研究院。



房地產行業遭遇暫停銷售壓力。受疫情影響，2020 年 1 月 26 日，中國房地產協會號召全行業暫時停止售樓處銷售活動，1—2 月商品房銷售大幅縮水，銷售金額和面積同比分別下降 35.9% 和 39.9%。疫情直接影響房企開復工，導致房地產投資負增長，1—2 月新開工面積與竣工面積同比分別下降 44.9% 和 22.9%，開發投資同比下降 16.3%。由於銷售回款減少，開復工受阻，1—2 月企業到位資金同比減少 17.5%，其中定金和預收款減少 23.9%。3 月以來，隨著疫情得到有效控制，各地售樓處開始有序開放，線上的銷售與購房手續辦理渠道打通，房地產銷售和投資開始逐步恢復。

家電行業面臨內外需萎縮的困境。國內疫情嚴重衝擊家電行業，2020 年 1—2 月，家電和音像器材類零售額累計同比下滑 30%，冰箱、洗衣機和家用空調銷量同比分別下滑 24.6%、25.5% 和 35.1%。3 月原本是家電行業銷售的關鍵節點，但受疫情影響，國內規模最大的家電展會 AWE（中國家電及消費電子博覽會）推遲至 2021 年。另外，中國是全球第一大家電出口國。在產能方面，中國家電協會估算，中國承擔全球 70%~80% 的空調、微波爐和 50%~65% 的冰箱產能。在外需方面，根據中國機電產品進出口商會數據，2019 年中國家電產品出口額為 777.7 億美元，出口規模連續三年增長。2020 年 1—2 月，受國內疫情影響，家電出口活動受限，而 3 月以後海外疫情蔓延，外需將持續削弱，高度依賴出口的家電行業面臨巨大挑戰。

汽車行業面臨全球產業鏈斷裂的衝擊。2020 年 1—2 月汽車工業增加值累計同比 -31.8%，較 2019 年 12 月大幅下滑 42.2 個百分點，其中 SUV（運動型多用途汽車）、轎車和新能源車產量同比下滑 41.3%、49.8% 和 62.8%。根據中汽協數據，2020 年 2 月，中國汽車產量和銷量較 2019 年同期分別下滑 79.8% 和 79.1%。全球疫情蔓延對中國汽車業的負面衝擊亦不容小覷。一方面，全球需求趨弱，3 月 31 日麥肯錫預計 2020 年全球汽

車銷量受疫情影響將下滑 29%，中國市場銷量將下降 15%，短期內不可恢復。另一方面，汽車產業鏈較長，環環相扣，整車製造商與零部件供應商之間的對接鏈條涉及上萬個零部件，可謂“牽一髮而動全身”。截至 4 月，北美、歐洲和亞洲汽車生產大國的絕大部分汽車工廠均處於停擺狀態，國外大型零部件供應商自 3 月底也已陸續停產，全球工廠陷入“關停潮”。中國汽車業與全球工廠聯繫緊密，據海關統計，2019 年中國汽車零部件交易額為 367.11 億美元，其中與德國、日本、韓國、美國的交易總額達到 246.45 億美元，佔 67.1%。全球產業鏈斷裂將加劇對中國汽車行業的衝擊。

上述僅是所受衝擊最為顯著的行業，疫情對經濟的影響是全方位的，所有行業都會受到或大或小的波及。當然，也有少量行業，如生鮮電商、移動遊戲等在疫情衝擊中獲得了發展機遇，醫療醫藥相關行業更是直接受益。疫情期間，由於出行不便，居民“被迫”使用電商平台採購生鮮食品等生活必需品。為保障安全，以阿里巴巴、蘇寧為首的多家生鮮平台都在第一時間推出“無接觸配送”服務，京東、每日優鮮等平台還設立“無接觸配送存放點”，生鮮電商實現了在疫情期間的正常運作，銷售額大幅增加。根據人民網新電商研究院數據，蘇寧菜場的“到店模式”在疫情期間迅速凸顯，全國銷售增長達 650%；京東到家平台於 2020 年 1 月 27 日—2 月 13 日總體銷售額同比增長 450%。本次疫情阻礙了大眾的外出娛樂活動，居家遊戲成為大多數人的娛樂方式之一，短期內移動遊戲行業獲得巨大流量。艾瑞諮詢調查顯示，疫情期間的遊戲用戶有 12.7% 表示“平時不太玩遊戲，是疫情的原因才開始玩的”，72.8% 的用戶表示“平時也玩，但疫情期間玩得更多”，80%~90% 的用戶表示“疫情過後也會繼續玩遊戲”，超過一半的用戶表示“可能會持續玩較長時間”。



三、對微觀個體的影響

疫情對不同微觀個體的衝擊程度不一樣，從受衝擊的程度來看，民企大於國企，小微企業大於大企業，農民工大於正式職工。

疫情打亂了企業的正常經營計劃，企業生產和營業停擺，收入和現金流中斷，但是房租、工資、利息等費用剛性支付，蒙受了巨大損失。經營中斷可能導致訂單合同違約、資金周轉困難，部分體量較小、抗風險能力較弱的中小微企業將面臨破產倒閉的困境，風險還可能沿著供應鏈和擔保鏈上下及橫向傳導，引發局部性危機。

員工收入與企業經營效益息息相關，儘管人社部已下發通知要求保障員工的合法權益，但當企業效益下滑時，員工的薪資、獎金乃至就業都會受到嚴重影響，尤其是在受衝擊較大的餐飲、旅遊、交通運輸等行業及中小微企業。需要特別關注的是彈性薪酬制的員工，例如外賣、快遞、滴滴以及部分製造業等計件工資的工種，他們基礎保障低，收入波動大，是受疫情衝擊最大的人群。

中小微企業創造了大量的就業崗位，為提高居民收入和維護社會穩定做出了巨大貢獻。彈性薪酬制的員工數量龐大，但是社會保障和抗風險能力非常薄弱。近年來經濟增速下行，企業經營效益下滑，就業壓力加大，疊加此次疫情衝擊，中小微企業和彈性薪酬制員工等弱勢群體需要重點關注和扶持。如圖 1.2 所示，2020 年 2 月城鎮調查失業率和 31 個大城市城鎮調查失業率分別為 6.2% 和 5.7%，3 月分別為 5.9% 和 5.7%，仍處於歷史高點。

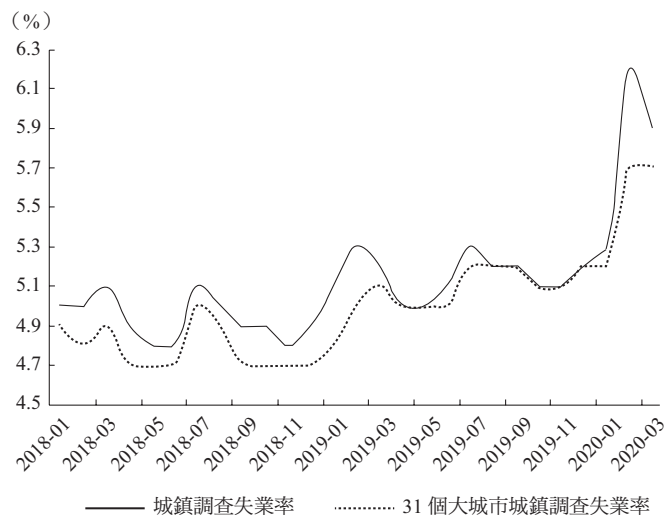


圖 1.2 疫情推高失業率

資料來源：Wind，恒大研究院。



第二節 全球流動性危機一度顯現

2008 年金融危機之後，各國政府和央行主要以超低利率和量化寬鬆應對，而實質性改革和創新進展遲緩。這帶來了一系列風險和脆弱性，比如美國面臨股市泡沫、債務槓桿、金融機構風險、社會撕裂四大危機。歐洲、亞洲等也面臨同樣的問題。2020 年 3 月，全球金融市場雪崩，美國股票、債券、黃金一度齊跌，現金為王，美元指數上漲，流動性危機一度顯現。疫情只是導火索，根源是全球經濟金融社會的脆弱性。為避免流動性危機演變為金融危機，美聯儲履行最後貸款人職責，3 月兩次緊急降息至零利率，啟動無上限量化寬鬆，為金融機構和相關市場提供流動性支

持。流動性危機暫時得到緩解，但是金融危機只是被推遲，深層次的經濟金融脆弱性並未消除，疫情全球大流行的衝擊和影響還未完全顯現。

一、股市泡沫：長期寬鬆、股票回購、估值過高、同質化交易

美聯儲長期寬鬆的貨幣政策催生了美國股市延續近 11 年的史上最長牛市，股市泡沫終將無法持續。泡沫破滅、股市大跌將通過居民部門的財富效應、企業部門的托賓 Q 效應、信貸市場的資產負債表和抵押品等渠道衝擊實體經濟。

(一) 全球主要股指暴跌，現金為王，流動性危機一度顯現

在經歷 11 年牛市後，2020 年 2 月下旬以來，美股大跌，四次熔断。3 月 9 日、12 日、16 日和 18 日，美股猛烈下跌觸及 7% 的一級市場熔断線，十天內四次熔断。如圖 1.3 所示，2 月 19 日—3 月 20 日，道瓊斯工

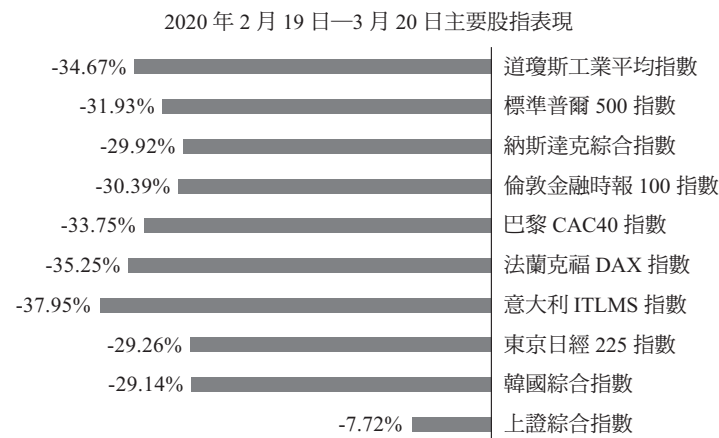


圖 1.3 美、歐、日、韓股市大跌，進入技術性熊市

資料來源：Wind，恒大研究院。

業平均指數、標準普爾 500 指數、納斯達克綜合指數分別下跌 34.67%、31.93%、29.92%，美股已進入技術性熊市。3 月 16 日，恐慌指數（VIX，波動率指數）高達 82.69，超過 2008 年金融危機時的最高點 80.86。

全球股市重挫。比如，3 月 12 日，全球有 11 國股市因大跌而觸發熔断。亞洲方面，泰國、菲律賓、韓國、巴基斯坦、印尼等國家股市均發生熔断。美股開盤後，加拿大、巴西、墨西哥、哥倫比亞股市也觸發熔断，其中，巴西股指大跌 15%，一日內兩次熔断。

股市大跌，資金尋求安全資產，股債之間通常存在“蹺蹊板效應”，長期國債收益率本該下行，但 3 月 9 日之後卻出現“股債雙殺”，說明金融市場亟須流動性，投資者拋售長期國債以回籠資金，從而推高國債收益率。黃金作為傳統的避險資產，在爆發重大風險事件時能發揮一定的風險對沖作用。但當市場出現流動性危機時，黃金同樣會被拋售，2008 年黃金價格最大跌幅高達近 30%。2020 年 3 月 9 日之後股債雙殺，黃金價格同樣大幅下跌，八個交易日內跌幅超過 10%。

流動性危機發生時，所有風險資產同步下跌。所有籃子都被打翻時，沒有一顆雞蛋是安全的。市場恐慌性地追逐流動性，資金需求快速上升，但資金供給更加謹慎，3 月 9 日之後美元指數飆升。金融危機中，金融市場的流動性危機是開端，金融機構的流動性危機則是標誌性事件和加速器。金融機構是信貸業務和資本市場的中樞，是資金需求與資金供給的對接方，一旦金融機構遭遇流動性擠兌，整個金融體系就會凍結甚至崩潰，金融危機加速蔓延，向縱深發展。

（二）貨幣超發、同質化交易、股票回購等推高股市泡沫，醞釀風險

貨幣超發、投資者同質化交易行為、上市公司發債以回購股票是美股長牛的重要原因，在市場下跌時泡沫被刺破，蘊藏著巨大的風險。

市場的同質化交易行為不斷增加。長期低利率壓低了養老基金、保

險公司等機構投資者的資產收益率，促使其將資金投向股市。量化交易、指數基金等被動投資逐漸盛行，增大了市場交易的同質性。蘋果、微軟、亞馬遜等龍頭藍籌科技股市值佔比持續上升，對指數影響顯著。處於牛市時，同質化的交易行為快速推升股價；轉入熊市時，則會造成大規模拋售，市場流動性枯竭，陷入下跌螺旋。

部分上市公司通過發債加大槓桿進行股票回購和分紅，推升股價和估值。如圖 1.4 所示，股票回購和分紅是美股持續走牛的重要原因。除了擁有大量現金的公司外，部分公司出於市值管理或投機套利的目的，通過發債的方式籌集資金回購股票，做大每股收益，推高股價。但是，一旦股價下跌，發債的企業將面臨巨大虧損和流動性短缺，企業財務狀況惡化，債務違約風險上升，進一步壓低股價。

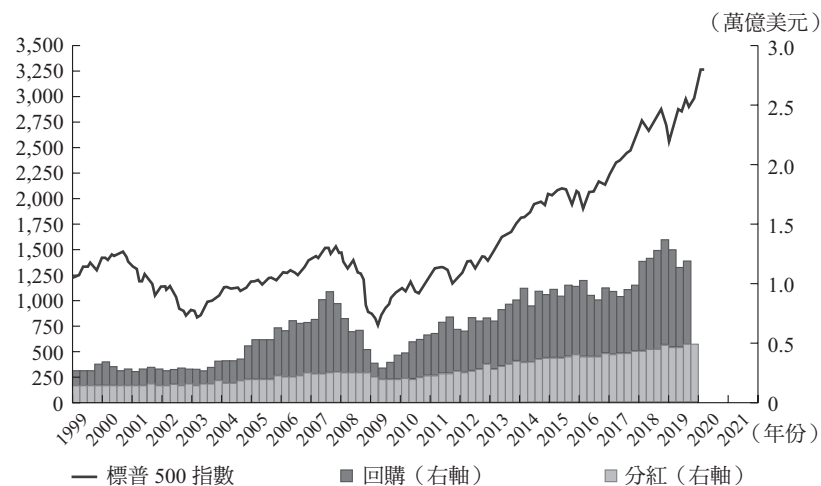


圖 1.4 股票回購和分紅推高美國股市

資料來源：標準普爾，恒大研究院。