

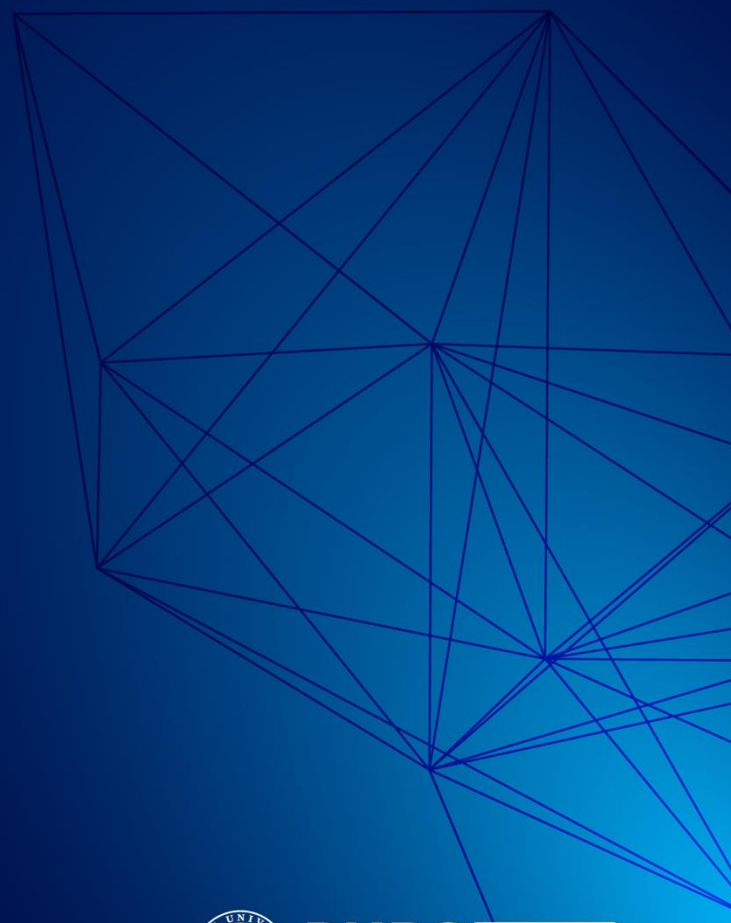


北大汇丰

PHBS FINANCIAL FRONTIER DIALOGUE

金融前沿对话

2020 年第 9 期 总第 56 期



PHBS HERT

北京大学汇丰金融研究院

主办单位：北京大学汇丰金融研究院

院长：海闻

执行院长：巴曙松

秘书长：本力

编辑：鞠琳琳（执行） 曹明明 方垆豪 朱伟豪

北京大学汇丰金融研究院简介

北京大学汇丰金融研究院（The HSBC Financial Research Institute at Peking University，缩写 HFRI）成立于 2008 年 12 月，研究院接受汇丰银行慈善基金会资助，致力于促进金融学术研究、金融市场运行、金融机构监管、金融政策决策之间的交流互动；立足粤港澳大湾区，以全球视野，构建开放的金融专业交流平台，使金融教学与金融研究相互带动，通过编辑出版专业刊物、发布专业研究报告、举办专业讲座、组织前沿学术会议等多种形式，为区域金融发展和国家金融决策提供积极的智力支持，努力将北京大学汇丰金融研究院打造成为聚焦市场前沿的金融专业智库。

北京大学汇丰金融研究院院长为北京大学校务委员会副主任、北京大学汇丰商学院院长海闻教授，执行院长为中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长巴曙松教授。

与病毒共存：下调 2020 年中国经济预测

【对话主持】

巴曙松（北京大学汇丰金融研究院执行院长、中国银行业协会首席经济学家、中国宏观经济学会副会长）

【特邀嘉宾】

丁安华（招商银行首席经济学家）

现在是一个关键的时刻。从目前的形势变化来看，未来的一个星期内全球市场可能会急剧波动，甚至会出现一个摊牌式的下跌。

我们都知道，美联储刚刚决定紧急下调利率。大家对当前的形势比较忧虑，各种情况都在迅速发展。我今天要讲的是在“与病毒共存”这一背景下，如何看待中国经济的发展曲线。3月11日，招商银行团队发表了一份研究报告，全面下调中国经济的年度预测。接下来我主要讲四个方面的内容。

一、当前市场所关注的一些问题

全球股票市场已经出现了巨幅的波动，或者说大跌已经跌到了一个熊市区间。回顾一下资本市场对疫情的反应，有一个过程，中国作为新冠病毒疫情的爆发地，在中国武汉封城之后1个月左右的时间，我们看到海外和A股市场都没有出现剧烈的反应。

以全球股票市场的反应模式来看，主要的下跌始于2月下旬，也

就是武汉封城 1 个月之后，这说明投资者在疫情刚开始时将这个疫情视为一个短期和局部的冲击。在这种假定之下，市场没有做出强烈的反应。事实上，中国内地的研究机构，包括我们招商银行的研究团队，在 2 月初所做的分析也都是这种判断，认为疫情只会带来局部和短期的外部冲击。现在看起来这种假设已经不成立了。

新冠疫情已经从一个区域性的传染病向全球大流行转变。世卫组织已经确认，新冠疫情成为 **global pandemic**，也就是全球的大流行。在这种情况下，全球市场开始产生剧烈反应。疫情发展到今天，经济影响出现了一些新的情况。招商银行的研究团队 2 月初对 2020 年一季度经济增长的预测是 3.9%，当时这已经是一个悲观的情景。现在的情况已经打破了我们当时最悲观的预测，说明我们基于 **SARS** 经验对经济活动进行的评估，在相当程度上已经失去了说服力。因此我们需要重新评价新冠病毒肺炎给中国经济乃至全球经济带来的影响，所以我们在上周出了一个新研究报告，全面下调 2020 年的经济展望。

为什么说 **SARS** 的经验失去说服力了呢？原因主要有三点。第一，从病毒的性质来讲，新冠病毒跟 **SARS** 完全不一样，就我们得到的一些传染病学专业信息来看，它有一个很特别的现象，就是无病症传染的特征，也就是说存在隐形患者，没有症状但是具有传染性。第二，各个国家在防控措施上，做法是明显有差异的。但是不管差异如何，新冠病毒对当地医疗资源的冲击大大超过了 **SARS**。第三，从疫情影响的时间和空间范围上来讲，也跟 **SARS** 处于一个完全不同的量

级。从社交疏离以及由此对人们生活所产生的压力和恐惧来看，新冠病毒大大超过了 SARS。所以新冠病毒对经济生活持续施加负面影响的程度，是我们从未经历过的。

由于扩大的社会距离，以及普遍采用的检疫隔离、出行限制和边境管制等防御措施，都将明显制约生产效率、抑制市场消费。所以我们觉得在 2 月初对中国经济做的预测需要下调。在这种背景下，我们对 2020 年中国和全球的经济增长做了一个新的研判。

二、2020 年一季度中国经济预测的判断

到今天为止，我们看到大多机构给出的预测位置，最悲观的是零增长，也还有一些预期正增长。我们招商银行的研究团队通过仔细地反复测算，确认一季度会出现负增长，而且是一个明显的负增长，所谓明显，就是说它并不是在零附近的负增长，情况比较严峻。我们测算的逻辑是从支出法角度看，如果从生产法来看情况会更糟糕，中国现行的 GDP 统计方法主要是支出法。

1. 消费支出测算

从消费支出的角度来讲，中国经济运行具有一定的季节性的特征。在每年的一季度，经济增长主要靠消费拉动。过去 5 年中，消费贡献一季度经济增长大约 70%，最高的是 2016 年，达到了 78.4%。这个其实很容易理解，因为春节对中国人来说意味着更少的工作，更多的旅行和消费。所以判断一季度的增长速度，重点还是消费支出的增长。

然而非常不幸的是，疫情对经济活动的冲击正是以消费为甚。由

于疫情防控要求，居家隔离、出行受限，外出的消费大幅萎缩。疫情也改变了消费结构，使得部分线上消费替代了线下消费。可选消费明显下降，包括汽车、手机销售等大幅下挫，卫生健康支出上升。

从数据上来讲，观察消费活动的变化，主要以社会消费品零售总额作为替代数据。虽然在 GDP 统计中，消费支出与社会消费品零售总额口径有差别，但这两者关系还是比较稳定的，我们对两者的关系做了一些测算。我们逻辑是，通过限额以上企业商品销售总额的变化来推算全社会社零总额的变化，进而估算一季度消费支出的增长。这里有好几步测算过程。当然，疫情对各项消费的影响都不是线性的，所以要仔细地做一些情景假设。

如果略去复杂的测算细节，我们预计一季度社会消费品零售总额会下降 1.3 万亿，降幅是 14.3%。其中，实物商品销售金额降幅是 9%，餐饮业降幅是 57%。社会消费品零售总额同比下降 14.3%，是一个大幅下滑。但是我们观察到，历史上 GDP 统计中，最终消费支出受到负面冲击的幅度要小于社零下降的幅度。其中的原因有三：第一，社零不包括服务消费，消费支出包括服务消费。在服务消费领域中，居住性消费比重较大，大概是 1/4。居住消费采取虚拟支出的方式统计，因此它受疫情的影响不大。第二，最终消费包括居民和政府两部分，居民消费在收缩的同时，防疫时期各级政府的消费在扩大，形成了一定的对冲。第三，居民自产自用的产品也算在最终消费当中。所以我们只能通过观察社零与最终消费的关系，来评估一季度消费支出对

GDP 的拖累。测算的结果是，最终消费支出将拖累一季度名义 GDP 1.4 个百分点。

2. 投资测算

简单说一下投资的情况。从房地产、基建和制造业投资的角度来看，一季度的情况都是不理想的。房地产投资情况可以通过观察房地产销售、开工等判断，基建投资要考虑到目前复开工节奏的变化，制造业投资最为悲观。我们认为房地产投资、基建投资和制造业投资分别有 0.6 个百分点、0.1 个百分点和 0.7 个百分点的拖累。当然，在中国所统计的固定资产投资之外，还要考虑到存货投资的影响。我们对最新的钢铁、石油、煤炭这些高频存货投资的数据做了一些观察，考虑到存货投资的影响，认为它可能会拉动 GDP 的 0.3 个百分点。所以，综合而言，投资对经济的负向拉动应该是 1.1 个百分点左右。

3. 净出口测算

大家都知道，1-2 月份货物贸易的数据很不好，出口大幅下滑，进口也受到拖累。商品贸易的差额由正转负。但是净出口里有一项可能对我们 GDP 增长形成了一定支撑，就是服务贸易，服务贸易的逆差在明显收窄。2017 年以来，服务贸易一直保持 4000 亿以上的逆差，其中主要是旅行、留学、旅游、就医。每年一季度的服务贸易逆差大约是全年总逆差的 90%。新冠疫情爆发以后，出境旅游受到限制，最近在海外疫情恶化的背景下，还有明显的回流现象。这些都使得服务贸易的逆差大幅收窄，甚至有可能转正。综合考虑，净出口对 GDP 的

拉动应该是一个微弱的中性情况。

4. 基准情形下，2020 年一季度 GDP 同比-3.7%

综合测算，新冠疫情对中国一季度的经济增长形成剧烈冲击。基准情形下，一季度名义 GDP 增长是-2.5%，其中消费拖累-1.4%，投资拖累-1.1%。考虑到价格平减因素，我们把平减指数设定在 1.2% 左右（过去是在 1.4% 附近，由于近期石油价格大幅下滑，平减指数可能会有一些变化），对应的实际 GDP 同比增速就是-3.7%。

三、2020 年的全年经济增长展望

如果我们观察疫情对经济增长曲线形态的冲击，唯一比较有说服力的就是回顾历史。可以通过经验的方式确定新冠病毒疫情对经济潜在影响的路径。

第一，广义的 V 字型。从历史上看，100 年来，各种大流行传染病冲击下的经济增长曲线全部都是广义 V 型。从 1918 年的西班牙流感到 2003 年的 SARS，疫情冲击下经济增长的轨迹形态都是广义 V 形，只是经济受影响的长度与深度的不同。比如西班牙流感，它冲击的时间就比较长，深度也不一样。

第二，V 型曲线右侧的高点都超过左侧的高点。观察过去 100 年来传染病对经济影响的 V 型态，我们发现右侧的高点都超过左侧的高点，反映出疫情结束之后，经济报复性增长的特点。

在上述观察下，我们对全年的经济增长形态和区间做了一个判断。基准情况是：疫情已经在海外快速发酵，特别是一些防控失败的国家，

或者说医疗资源不够的国家可能会更加容易受到冲击。在这种背景下，疫情会对经济生活产生持续的扰动和负面的影响。

虽然经济 V 型反弹的形态具有很大的不确定性，但是我们的基准估计是：二季度经济会稳步回升，但是回升的高度有限，也就是说经济依然会受制于疫情在海外的蔓延情况，我们依然在病毒的阴影下生活。虽然我们认为二季度经济会稳步回升，但是增速难以回到趋势增长水平。三季度，随着夏天来临和刺激政策的加码，以及疫情逐渐稳定，我们认为经济会出现报复性增长，增长的速度会明显高于潜在的趋势增长水平。进入四季度，一方面高于趋势的增长水平带来价格上行的压力，过快的经济增长不可持续，另外一方面冬季来临可能使得病毒再次活跃，经济增速可能会回到趋势的水平。

因此，我们对 2020 年经济增长的预测是这样一条曲线：一季度会有一个明显的负增长，基准情形是-3.7%；二季度会回升，但是仍然低于趋势水平，基准情形下是 5.5%；三季度是 8.0% 甚至以上；四季度在 6.5%。如果按照这种基准情形，全年的经济增长是 4.5%，这个是我们的基本判断。我们也做了乐观情形的判断，乐观情形的判断就不展开了，只是对经济下跌幅度和上升幅度稍微做一些调整。

四、关于全球陷入衰退的判断

1. 海外疫情尚未达到高点

最后，我讲讲对全球衰退前景的分析。现在看起来，疫情正在快速地在向全球扩散和演变。其中表现出了一些令人担忧的特征，疫情

在海外的演变轨迹跟我们国内有一些差异。第一，部分国家的疫情蔓延速度显著快于中国。比如韩国和意大利，从爆发到确诊人数达到 5%，仅 3 天时间，中国大概是 5 天，如果我们观察那条确诊人数曲线的话，海外国家上升更加陡峭。第二，海外整体的疫病死亡率高于中国。把湖北剔除掉的话，中国疫病的死亡率不算高，而国外目前的情况相对较高。差异可能与这些国家的检测能力相关。现在海外的疫情变化还没有达到一个峰值。

2. 金融市场的波动反映了全球衰退的预期

我们看到，目前金融市场的大幅下挫，正在定价一个典型的衰退前景。主要的信号是：权益大幅下降，国债利率下行，再加上信用利差走阔，这是一个典型的衰退预期。我不对此具体展开，但如果我们观察一下，疫情发生的时机很不巧。2019 年下半年开始，在各个国家采取的宽松货币政策刺激下，全球经济复苏有了些许起色，微幅的改善受到疫情的剧烈冲击，会使得一些国家本来就很脆弱的经济情况更加严峻。

其中，欧洲受到的冲击最大，所以我们预计欧洲在 2020 年上半年会陷入负增长。美国经济增长在二季度大概率出现收缩，上半年会在零的附近。疫情的短期影响是影响消费，但是疫情拖得越长，它就越会破坏供给、破坏供应链。现在市场的一个最大忧虑在于，虽然各个国家的政府都推出了很多的工具（财政的、货币的），但疫情所导致的经济走势形态的变化根源在于病毒本身，而这些经济政策对于病

毒本身并没有什么作用。

3. 2020 年上半年全球大概率陷入技术性衰退

所以，对于当前市场的恐慌，你可以说它是一个过度反应，但我们不能否认目前全球经济比较脆弱的事实。如果说全球陷入到衰退的机会有多大，按照世界银行和 IMF 的定义，全球增长在 2% 左右，就应该可以说是技术衰退了。2020 年上半年，全球经济几乎可以肯定是陷入到这种技术衰退中。在病毒大流行的前景下，依靠传统的经济政策和工具来应对一个典型的公共卫生危机，我们会觉得无能为力。所以，现在我们还是要观察疫情变化的影响以及对实体行业的冲击。当然，其中夹杂着很多地缘政治变化，包括石油问题，这是另外一个话题。

总结来看，上面讲的内容其实是要表达一组非常简单的信息：第一，我们相信中国在 2020 年一季度的经济增长是负增长，而且是一个显著的负增长。第二，就疫情目前在全球快速演变的情况看，全球经济将受到负面冲击，陷入技术性衰退几乎不可避免。第三，经济增长的曲线最终还是服从一个 V 型的反弹格局，而且 V 形的右端高度会明显高于左端高度，虽然反弹有先有后。这个就是我们对经济增长轨迹的判断。

五、问答环节

Q1: 您刚才预测一季度的经济是负增长，这样还能实现全面建成小康社会、经济翻一番的目标吗？

A1: 可以这样说, 如果一季度是负增长的话, 2020 年全年要达到 5% 以上增速概率是相当小的。我们做了各种测算, 这个概率是很小的。我们要完成翻一番的目标, 经济增长应该要接近 6%。

目前, 官方的表述发生了一些变化: 第一, 早已经不讲“翻一番”了, 现在的讲法叫“全面建成小康社会”。也就是说, 把一个典型的数量型目标变成了一个叙述性、综合性的社会经济增长目标。第二, 总理刚刚讲过, 只要就业稳了, 经济增长高一点低一点也没什么大不了。这显然是在给市场一个信号: 实事求是的态度。所以我们不应该拘泥于一个具体的数量目标, 不要非常机械地理解这个问题。

我们如果能够在 2020 年妥善应对疫情, 继续推动市场化的改革, 吸取深刻教训, 我觉得在年底达到全面小康社会目标, 这个判断还是可以成立的, 不会有多少人去较真。

Q2: 如果 2020 年一季度经济负增长, 就业会受到多大的影响?

A2: 就业的影响我们一个个来看。

第一, 关于负增长和正增长的问题。中国的统计数据一直为很多机构所诟病, 也就是说我们的统计数据在长期走得非常平滑, 好像背后有一个调节力量。从目前的数据测算来看, 特别是从商业银行的一些内部数据来看, 到今天为止经济生活依然还没有恢复到正常水平。现在已经是 3 月中旬, 一季度都快过去了, 现在还预测一个正增长, 这在数据上很难成立。

第二, 关于就业的影响。就业影响主要体现在受疫情冲击最大的

小微企业、中小企业和弱势群体上，这个问题是比较严峻的。最近，招行通过交易部门做了一个企业调研，发现小微企业生存空间、生存压力非常巨大。这就需要我们有一定的社会托底政策。

在过去我们经济下行期间，为什么就业没有出现大的问题？原因在于我们中国自身劳动力供给是收缩的，它与劳动力需求收缩是同步的。进入就业市场的年轻人数量在下降，劳动人口总体也在下降，这对冲了相当一部分由于需求不足带来的就业压力。

这个疫情的影响，从历史长河来讲，它还是一个短期的现象，当然，还是比我们当初用 SARS 类比预测的情况要来得长。所以我相信主管部门完全能理解，经济负增长对就业的短期冲击需要一些社会政策来托底。

Q3: 美联储周日下午紧急降息 100 bp 基本到 0，然后进一步颁布 QE purchase 计划。然而 future market 上又跌停了。很多人会担心以后是不是就没有弹药了。想问一下您怎么看美联储的做法，是过度反应吗？

A3: 对于美国的紧急降息，简单表述就是它对市场是个惊吓。因为根据正常的日程，马上要开议息会议，之后再出台政策不迟。现在采取紧急降息出乎意料。金融市场不喜欢被惊吓，它会导致恐慌。

目前看起来，市场对紧急降息的理解是情况在恶化——超越预期的恶化。我们观察，上周周末中国央行宣布普惠定向降准，明显安抚了市场的恐慌情绪。目前美联储这样一个举动是非常紧急的，市场恐

慌程度明显上升。如果从外部观察者的角度来看，我认为没有必要这么惊慌失措。紧急降息对市场的冲击非常大，因为这不是美联储一贯的市场沟通和前瞻引导的行为方式，肯定对美联储的公信力造成损害。大家可能认为，是不是美联储知道某些东西，而我们不知道。这就是在动荡市场中常常流行的阴谋论的来源，我们现在没有足够的证据来证实这个问题。

从利率政策工具来看，美国已经没有空间了。我相信美国是极度不愿意走到负利率这一步的，会在零利率这个地方坚守相当长的时间，除非重构美国主流的货币政策框架，美联储可以采取的措施就从利率政策角度，已再次走到金融风暴后的极致了。

我觉得美国要处理的问题主要还是控制疫情的扩散，这本质上是个公共卫生问题，不是财政或货币政策问题。降息本身不能抑制病毒的传播。不管付出多大代价，在疫情受到一定的控制，经济从而处于回升轨道的时候，货币政策的功效才能凸显出来。面临公共卫生危机，紧急降息的效果存疑，有可能加大恐慌，扩大信用利差，使得情况变得更糟糕。

总的来说，我觉得这个事情很奇怪，美联储打了市场一个措手不及，有中国传统中常常提到的“夜半鸡叫”的味道。

Q4: 对于当前的政策建议，您有没有什么好的提法？最近有一些经济学家认为，“新基建”的总体量实际上难以担当重任。您觉得接下来如果政策要进一步发力，有哪些好的抓手？

A4: 从短期政策来讲，我们现在出台的政策力度还是很大的，特别是目前货币和财政政策的结合，通过一些财政贴息的方式，使得企业部门的资金成本明显下降。

我个人认为所谓的“新基建”问题多少是一个有点取巧的语言陷阱，“新基建”在我们中国当然有灿烂的前景。只是，“新基建”的份额毕竟在中国的基建投资构成中相当有限，传统基建项目在基建投资里还是占绝对大的比重。从短期政策来讲，“新基建”对应对疫病外部冲击，难堪大任。

这个阶段主要的问题，还是要妥善应对疫情对特定行业部门造成的损失，特别是一些消费部门的损失，因为这有可能最终会影响到供给侧。也就是说，我们需要更多的社会托底政策来支持小微企业和稳定就业。

正如我在 2020 年年初曾经讲的两个经济政策方面的问题，一个是救亡，一个是启蒙。现在救亡的主题又再一次彻底地摧毁了启蒙主题。所谓启蒙，就是要从这一场严重的公共卫生危机之中，深刻反思城市和社会治理的巨大不足，进一步推进市场化改革。这些问题，如果有一个正确的回答，那我们中国经济和社会发展的前景还是非常光明的。

本文根据北京大学汇丰金融研究院执行院长巴曙松教授发起并主持的“连线华尔街”第一百四十二期（2020年3月16日）内容整理而成，特邀嘉宾招商银行首席经济学家丁安华先生。

招商银行首席经济学家丁安华先生，曾任招商证券副总裁兼首席经济学家。丁先生于1992年赴香港招商局工作，期间曾在香港中文大学研究院攻读博士学位，1997年赴北美工作和学习，曾任职于加拿大皇家银行，2001年重新加入招商局集团，历任招商局集团战略研究部总经理兼招商银行董事、招商证券董事。丁先生于上世纪90年代初开始关注中国，特别是广东的改革开放，并发表了多篇学术文章。现在主要关注中国经济与资本市场，并出版了《资本市场札记》等著作。丁先生现兼任香港中文大学深圳高等金融研究院客座教授和湖南大学特聘教授。

【免责声明】

“连线华尔街”为中美金融交流的内部专业高端平台。本期报告由巴曙松教授和牛播坤博士共同整理，未经嘉宾本人审阅，文中观点仅代表嘉宾个人观点，不代表任何机构的意见，也不构成投资建议。

本文版权为“连线华尔街”会议秘书处所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复印、发表或引用本文的任何部分。



PHBS HFRI
北京大学汇丰金融研究院

