



中国经济 观察

2020年二季度

毕马威中国

2020年5月

kpmg.com/cn



目录

	行政摘要	2
	经济走势	5
	□ 受疫情拖累一季度经济增速创历史新低	6
	□ 固定资产投资降幅收窄	9
	□ 零售大幅下滑，但必需品消费保持坚挺	13
	□ 猪肉供给逐步修复，预期消费品通胀将回落	16
	□ 受企业融资推动，社融大幅提升	19
	□ 加大流动性投放，货币政策保持宽松	21
	□ 国外疫情快速扩散导致外需疲软，出口承压	23
	□ 中国香港经济	25
	□ 全球经济	27
	政策分析	30
	□ 中央推进要素市场化配置改革	31
	□ 银行和保险机构试点国债期货交易	33
	□ 企业债、公司债全面施行注册制	34
	□ 上海国际金融中心建设提速	36
	专题研究：新冠疫情对中国外商投资的影响	38
	□ 新冠疫情对全球FDI造成冲击	39
	□ 中国对外商投资依然具有很大吸引力	41
	□ 我国外商投资的未来发展趋势	45
	附表：主要经济指标	48

行政摘要

受新冠疫情拖累，2020年一季度中国经济增速降至历史最低，实际GDP同比下降6.8%，这是自1992年建立季度GDP核算制度以来首次出现季度负增长，远超2008年国际金融危机对中国经济造成的冲击。

- 从产业结构来看，三次产业增加值增速均下降，第二产业降幅最大，下降9.6%，其中制造业和建筑业增加值增速均呈两位数下降，对GDP的拖累最强。服务业增加值同比下降5.2%，其中，疫情对住宿和餐饮业冲击最为明显，同比-35.3%，较去年同期大幅回落41.3个百分点。但信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长13.2%，金融业也增长6.0%，对冲了部分疫情对服务业的冲击。
- 从需求端看，新冠疫情对中国消费需求、投资需求和净出口需求都造成严重冲击。一季度，最终消费支出拖累经济下降4.4个百分点，但3月份社会消费品零售总额名义同比下降15.8%，降幅较1-2月收窄4.7个百分点。其中粮油食品等必需品消费坚挺，但汽车等可选消费品仍保持较大降幅。
- 生产方面，一季度规模以上工业增加值累计同比-8.4%，较去年同期回落14.9个百分点。进入3月以来，随着中国疫情逐步得到控制，复工复产加速推进，工业同比增速由1-2月的-13.5%回升至-1.1%，降幅收窄12.4个百分点，发电量、耗煤量、挖掘机销量等数据也显示经济活动有所回升。
- 一季度投资同比-16.1%，但较1-2月份降幅收窄8.4个百分点。其中，房地产投资一季度累计同比-7.7%，显著高于制造业(-25.2%)和基建投资(-16.4%)。但制造业和基建投资同比也较1-2月有明显改善，降幅分别收窄6.3和10.6个百分点，显示投资有所增强。
- 一季度出口累计同比-13.3%，进口累计同比-2.9%。3月中国进、出口增速出现明显回升，其中，出口同比-6.6%，较1-2月降幅收窄10.6个百分点，复工复产加速推进之后，前期积压的出口订单陆续交付助推3月出口有所改善。东盟超过欧盟首次成为我国第

一大贸易伙伴，一季度我国对东盟进出口1,421.9亿美元，累计同比3.7%，占中国外贸总额的15.1%。我国与东盟集成电路进出口的快速增长，拉动我国与东盟外贸整体增长3.3个百分点。我们预期未来中国将进一步加强与东盟等亚洲国家的联系。

为应对海内外疫情对经济的影响，中国加强逆周期调节力度，通过更加灵活的货币政策，以及积极有为的财政政策，以减轻困难企业的成本负担，帮助企业尽快恢复正常运营，缓解就业压力，促进实体经济投资和消费，对冲经济下行压力。

在货币政策方面，央行自2月起，采取了一系列降息、降准、专项再贷款再贴现等措施，保持银行体系流动性合理充裕，帮助中小微企业解决资金困难：

表1 货币政策一览

事项	具体措施	
降息	7天逆回购利率	分别于2月3日，3月30日通过公开市场操作，下调7天逆回购利率供给30个基点。
	一年期MLF利率	分别于2月17日，4月15日下调一年期MLF利率共计30个基点。
	一年期LPR	分别于2月20日，4月20日下调一年期LPR共计30个基点。
	五年期LPR	分别于2月20日，4月20日下调五年期LPR共计15个基点。
降准	全面降准	1月6日，央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，释放资金约8,000亿元。
	普惠金融定向降准	3月16日，央行对达到考核标准的银行定向降准0.5%到1%；对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1%，共释放长期资金5,500亿元。
	中小银行定向降准	4月3日，央行宣布对中小银行定向降准100bp，于4月15日和5月15日分两次实施到位，共释放长期资金约4,000亿元。
再贷款再贴现	抗疫保供专项再贷款	2月7日，央行设立3,000亿元专项再贷款，实行重点企业名单制管理，确保重点企业实际融资成本降至1.6%以下。
	中小企业再贷款再贴现	2月26日，央行增加再贷款再贴现专用额度5,000亿元。其中，支农、支小再贷款额度分别为1,000亿元、3,000亿元，再贴现额度1,000亿元。3月31日，国常会决定增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元。
	政策性银行专项信贷	2月26日，央行向政策性银行增加3,500亿元专项信贷，以优惠利率向民营、中小微企业发放。
其他措施	对中小微企业贷款给予暂时性延期还本付息；对受疫情影响较大、较为严重地区的银行适当提高不良贷款等监管容忍度；下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%；将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。	

数据来源：公开资料整理，毕马威分析

在财政政策方面，财政部自疫情发生以来，也出台了一系列针对个人、企业、和地方财政的财税政策措施，内容主要包括：

表2 财政政策一览

救助部门	具体措施	
个人	新冠肺炎患者(包括确诊和疑似患者)	所发生的医疗费用，在基本医保、大病保险、医疗救助等按规定支付后，个人负担部分由财政给予补助。
	一线疫情防控的医务人员和防疫工作者	按照风险程度等因素，分别给予每人每天200-300元补助，补助资金由中央财政全额负担。湖北省(含援湖北医疗队)一线医务人员临时性工作补助标准提高1倍。在重症危重症患者病区工作的一线医务人员，按实际工作天数的1.5倍计算应发工作天数。
企业	2020年新增的疫情防控重点保障企业	在中国人民银行专项再贷款支持金融机构提供优惠利率信贷的基础上，中央财政给予贴息支持，贴息期限不超过1年。
	受疫情影响较大的困难行业企业	2020年度发生的亏损，最长结转年限由5年延长至8年。
	所有企业	自2020年2月起，各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团可指导统筹地区，对职工医保单位缴费部分实行减半征收，减征期限不超过5个月。
	湖北省企业	自2020年3月1日至5月31日，对湖北省增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税；自2020年2月起，湖北省可免征各类参保单位(不含机关事业单位)三项社会保险单位缴费，免征期限不超过5个月。
	中小微企业	自2020年3月1日至5月31日，湖北以外各省、自治区、直辖市的增值税小规模纳税人，适用3%征收率的应税销售收入，减按1%征收率征收增值税；适用3%预征率的预缴增值税项目，减按1%预征率预缴增值税。 自2020年2月起，湖北以外各省(区、市)可免征中小微企业基本养老、失业和工伤保险单位缴费，免征期限不超过5个月。
	大型企业	自2020年2月起，湖北以外各省(区、市)减半征收大型企业等其他参保单位(不含机关事业单位)三项社会保险单位缴费，减征期限不超过3个月。
地方财政	中央财政出台了阶段性提高地方财政资金留用比例政策。2020年3月1日至6月底，在已核定的各地当年留用比例基础上统一提高5个百分点。	

数据来源：公开资料整理，毕马威分析

4月19日召开的政治局会议进一步表示将通过“提高赤字率、发行抗疫特别国债、增加地方政府专项债券”三大手段进一步加强财政支持力度，并在之前“六稳”的基础上首次提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的六保，体现了中国政府更加务实、注重底线思维的政策态度。

国际方面，随着新冠肺炎疫情在全球迅速扩散蔓延，各国经济活动急剧收缩，国际大宗商品价格下跌，失业率飙升，投资者和消费者信心下滑，商业前景存在极大不确定性。IHS Markit数据显示，美国、欧盟、日本、英国等发达经济体4月PMI均低于预期，创下历史新低。

国际货币基金组织(IMF)于4月14日将2020年全球经济增长预期下调6.3个百分点至-3%，同时将2021年全球经济增长预期上调2.4个百分点到5.8%。报告表明，今年全球经济很可能经历“大萧条”以来最严重的衰退，隔离、封锁、保持社交距离等措施将在短期内导致全球经济急剧收缩。而疫情持续时间的不确定性，也将给需求、产业链，以及金融和大宗商品市场带来压力，亦将给未来全球经济发展带来进一步冲击。

专题研究： 新冠疫情对外商直接投资的影响

新冠肺炎疫情在全球的蔓延对世界经济形成重大冲击，对外商直接投资(FDI)也将产生显著影响。据联合国贸发会对全球5000个大型跨国公司的研究显示，2月初以来将近80%的公司下调了盈利预期，平均下调幅度达到30%。企业盈利下降必然对FDI造成压力，联合国贸发会预测2020-2021年间全球FDI可能下降30%-40%。

实际上，由于近年来全球化进程放慢，即便在疫情发生之前，全球FDI流量已经连续4年下滑。但在此背景下，中国外商投资依然保持了稳定增长，占全球FDI的份额也上升至10%左右，难能可贵。今年1季度受疫情影响，中国FDI也出现下滑，同比下降10.8%，但是3月出现一定企稳迹象，降幅较2月显著收窄。随着中国疫情基本得到控制，并在全球率先开始复工复产的进程，外商对中国投资的情绪较2月份疫情高峰时有所恢复。

和证券投资不同，跨境投资虽然会受到疫情等短期因素的影响，但其更加关注投资目的地的市场环境和长期发展前景。中国宏观经济发展的前景和韧性、持续改善的营商环境和不断扩大的对外开放、以及完整的上下游产业链和优质的要素资源，仍然对外资具有多重吸引力。中国依然是外商重要的投资目的地之一。

我们认为，未来中国的外商投资有四个值得关注的特点：

- 在中国，为中国。中国正在成为世界上最大的消费市场。在全球化市场中，一个国家的“购买力”是其经济实力的重要表现。不断推进的城镇化，尤其是中心城市和城市群的加速发展，有利于进一步释放我国广阔的、多层次的消费潜力。巨大的市场使得“在中国，为中国”成为众多跨国公司投资中国的核心战略。
- 加强知识产权保护，吸引更多高科技投资。创新驱动发展是中国重要的战略，而推动创新的根本在于有效的知识产权保护。近年来中国不断提高对知识产权的重视，中国也与很多国家签订了双边或多边的有关知识产权问题的协议和法律文件。值得关注的是，中美第一阶段经贸协议的核心内容之一也是关于知识产权保护。知识产权保护的不断加强有助于中国吸引更多高科技投资。
- 绿色产业潜力巨大。近年来，生态优先、绿色发展已经成为政府工作的重心。我国环保投资虽然不断增长，但占GDP比重依然偏低，发展潜力巨大。在最新的外商投资指引中，绿色制造和节能环保等均是我国吸收和利用外资的重点领域。
- 医疗健康产业有望获得更快发展。本次疫情使得全国对于大健康产业更加关注。在医疗健康需求和政策红利的推动下，预计该产业规模将得到进一步提升。近年来医疗健康产业的外商准入限制也正在不断放开，相信随着外商投资法的实施落地，未来医疗和健康产业的外商投资有望迎来更快增长。

新冠肺炎疫情可能成为大萧条以来世界经济面临的巨大挑战，它不仅对短期经济带来冲击，对中长期世界政治、经济、科技、贸易、投资等格局也可能带来深远影响。近期，一些国家提出鼓励制造业回流，考虑对企业的搬家费用进行补贴，一些官员也提出减少对中国生产的医药药品和器材，例如原料药、呼吸机等的过度依赖。我们认为，重塑高度分工的全球产业链无疑是一个复杂的工程。而且究其根本，这也是每一个企业需要根据自身发展战略、市场空寂、成本收益等进行权衡的经济问题。靠近产品市场、降低生产成本、完善的上下游产业链才是企业投资决定的根本考虑因素。

随着中国人口结构的变化以及劳动力成本的上升，一些劳动密集型产业向具有成本优势的地区流动是经济发展规律。过去几十年，中国成功的融入世界经济大潮，也是产业链从美国、日本、韩国等发达国家和地区逐渐向中国转移的结果。在这样的背景下，一方面，我们要看到中国巨大的市场、完整高效的产业链是我国吸引外资的底气所在；另一方面，我们也要对未来的风险和挑战有清醒的认识，加大对外开放，加速转型升级。只要中国保持稳定发展的势头，就一定能对外商直接投资保持强劲的吸引力。

1

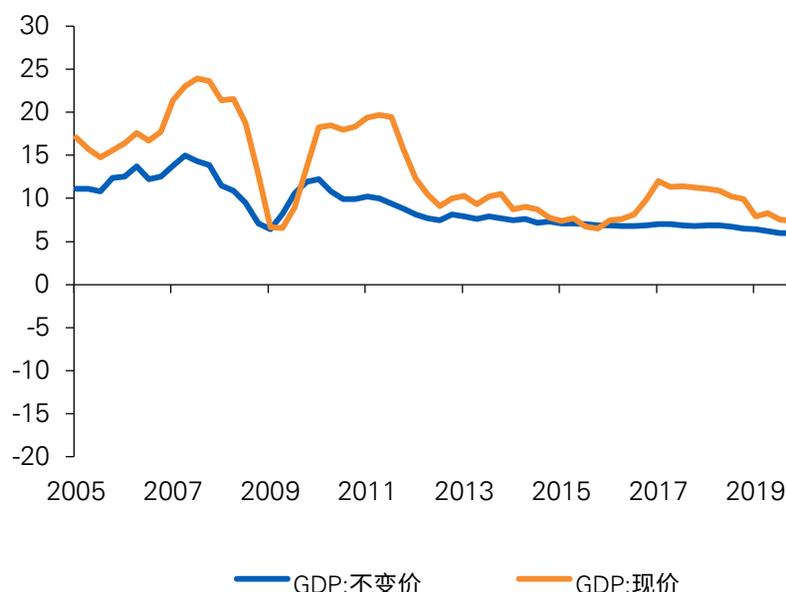
经济走势



受疫情拖累一季度经济增速创历史新低

一季度，突如其来的新冠肺炎疫情给中国经济带来了沉重的打击，中国实际GDP同比增速-6.8%，这是自1992年建立季度GDP核算制度以来首次出现季度负增长局面。一季度实际经济增速较去年四季度和去年同期分别大幅回落12.8和13.2个百分点，回落幅度远远超过2008年国际金融危机对中国经济造成的冲击。一季度名义GDP同比增速-5.3%，分别较去年四季度和去年同期下滑12.7和13.2个百分点。

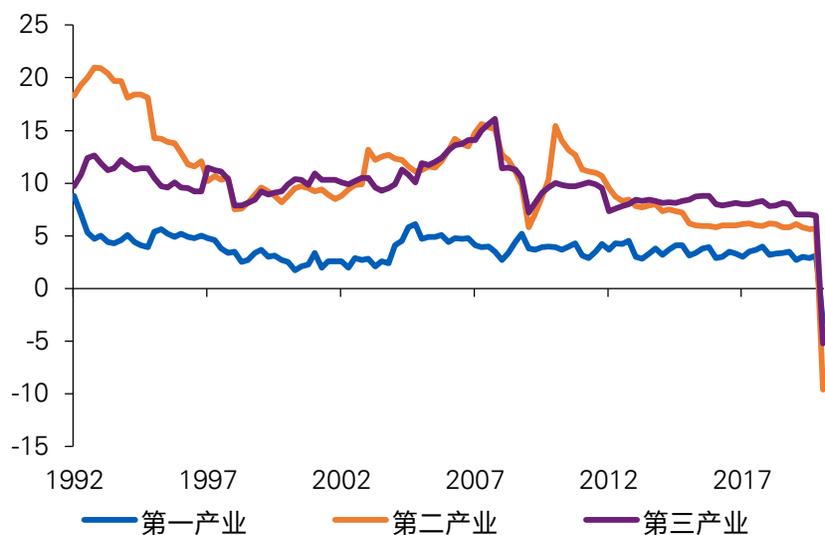
图1 GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分产业来看，三次产业增加值增速均下降，第二产业降幅最大，对GDP的拖累最强。第一产业增加值增速-3.2%，影响相对较小，其中，疫情对畜牧业冲击明显；第二产业增加值增速-9.6%，受疫情冲击最大，其中，制造业累计同比-10.2%，建筑业累计同比-17.5，均呈两位数下降，较去年同期分别回落16.7和23.7个百分点，是造成第二产业增速明显下降的主要原因；服务业增加值增速-5.2%，其中，疫情对住宿和餐饮业冲击最为明显，累计同比-35.3%，较去年同期大幅回落41.3个百分点。不过，新兴服务业表现较好，对服务业形成一定支撑，一季度信息传输、软件和信息技术服务业增加值增长13.2%，疫情催生的在线学习、远程问诊等线上服务发展较快，此外，金融业累计同比6.0%。

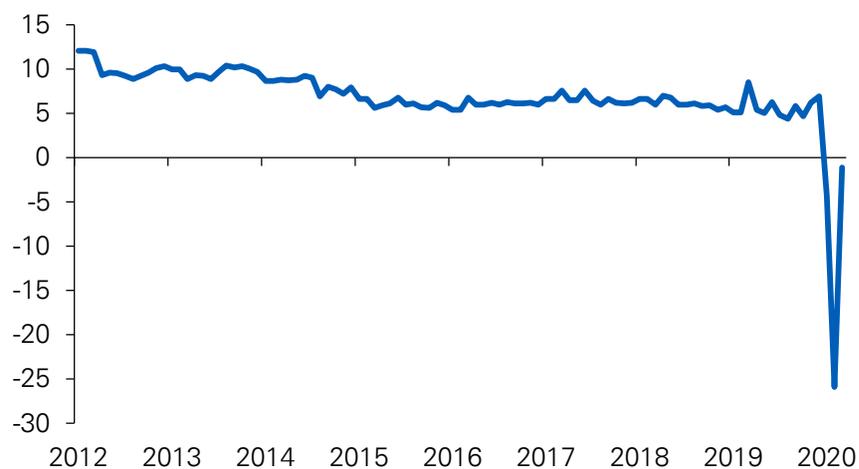
图2 三次产业增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

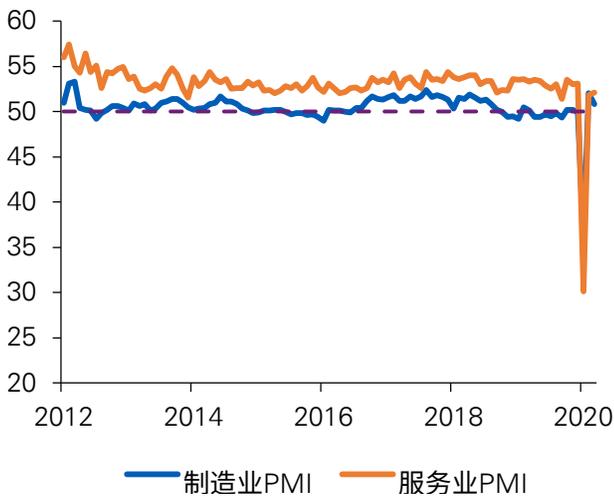
产出方面，一季度规模以上工业增加值累计同比-8.4%，较去年同期回落14.9个百分点。进入3月以来，随着中国疫情逐步得到控制，复工复产加速推进，工业同比增速由1-2月的-13.5%回升至-1.1%，降幅收窄12.4个百分点，这也与发电量、耗煤量、挖掘机销量等数据的回升相互印证。3月制造业PMI又回升到荣枯线以上，录得52.0，较2月大幅回升16.3个百分点，显示出3月经济活动较2月恢复迅速，制造业的抗压能力较强。不过，目前工业增速虽然降幅收窄，但随着疫情在全球蔓延，出口市场面临更大压力，工业生产的持续复苏依然不容过分乐观。

图3 规模以上工业增加值，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

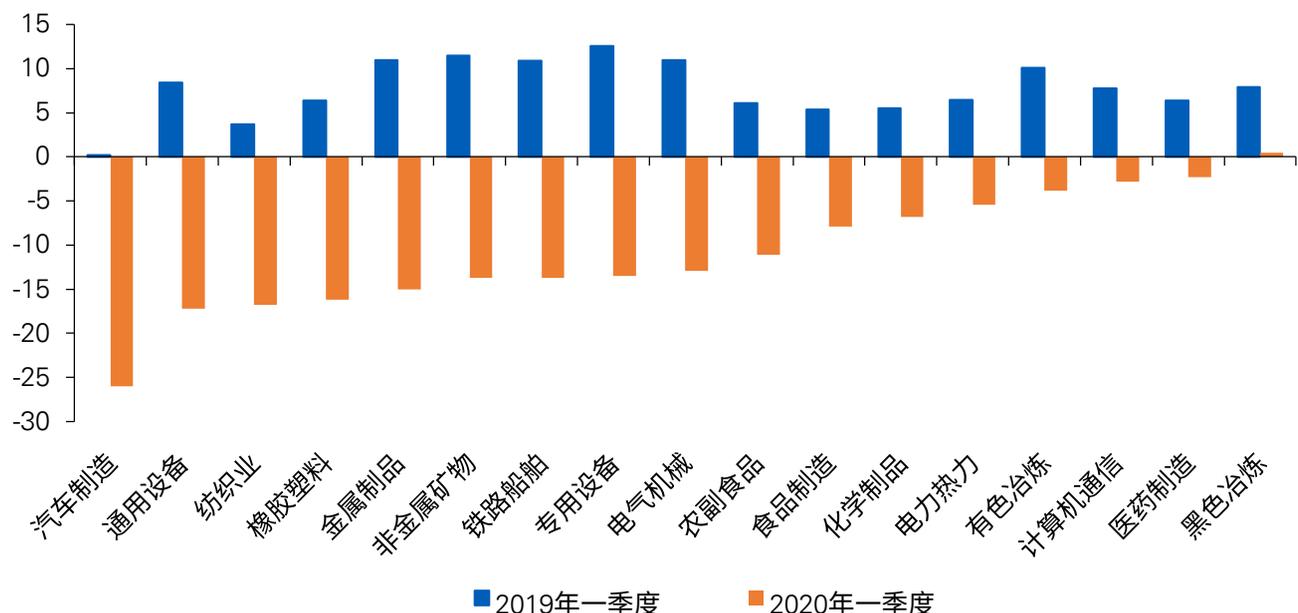
图4 中国制造业采购经理指数 (PMI) ，当月值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

分行业来看，一季度特别是2月，因疫情停工停产对工业生产活动造成了很大的制约，各主要行业工业增加值均为负增长，其中汽车制造业受到的冲击最大，一季度增速-26.0%，较去年同期大幅回落26.2个百分点，其他如通用设备、纺织业、橡胶塑料、金属制品等行业增加值增速都呈现两位数下降，远低于规模以上工业增加值增速。不过，进入3月以来，随着各种纾困政策的落地，推动产业链整体加快复工，各主要行业工业增加值增速显著回升，特别是计算机通信和医药制造业，其工业增加值增速分别较1-2月回升23.7和22.7个百分点。

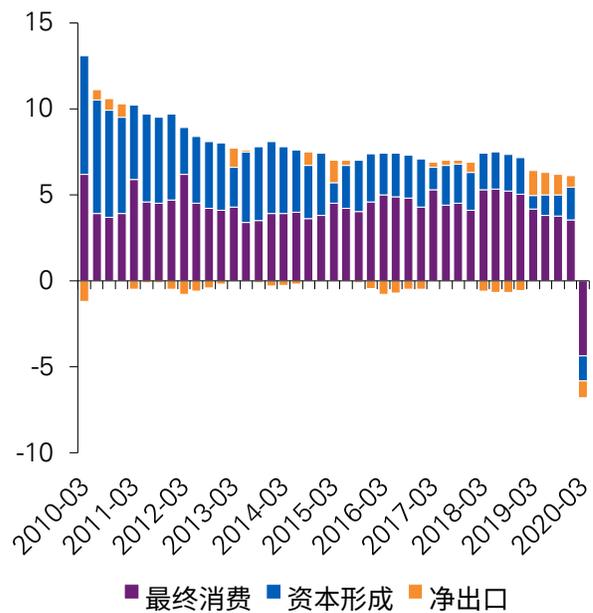
图5 主要行业工业增加值增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从需求端来看，新冠疫情对中国消费需求、投资需求和净出口需求都造成严重冲击。一季度，最终消费支出对经济增长的贡献率为64.1%，拖累经济下降4.4个百分点；资本形成总额对经济增长的贡献率为21.5%，拖累经济下降1.5个百分点；货物和服务净出口对经济增长的贡献率为14.4%，拖累经济下降1.0个百分点。

图6 三大需求对GDP的增长拉动，累计值，%

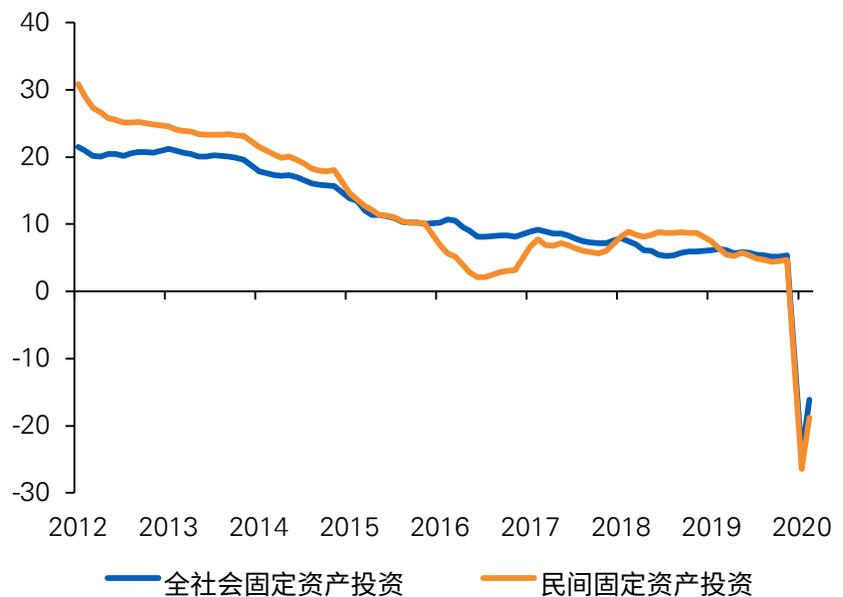


数据来源：Wind，毕马威分析

固定资产投资降幅收窄

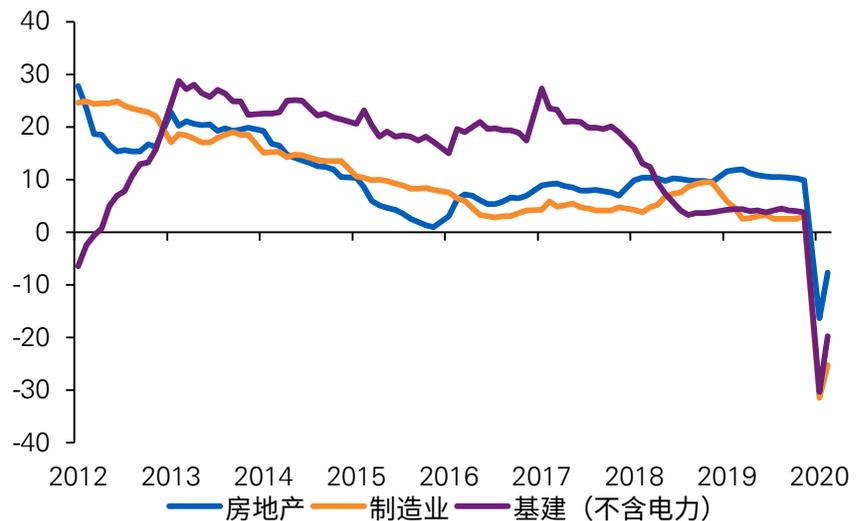
2020年一季度全国固定资产投资同比增速-16.1%，比2019年全年下滑21.5个百分点，但较1-2月降幅收窄8.4个百分点。2020年一季度民间固定资产投资累计同比增速-18.8%，比去年全年下滑23.5个百分点，较1-2月降幅收窄7.6个百分点。

图7 固定资产投资，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图8 固定资产投资分部门，累计同比，%



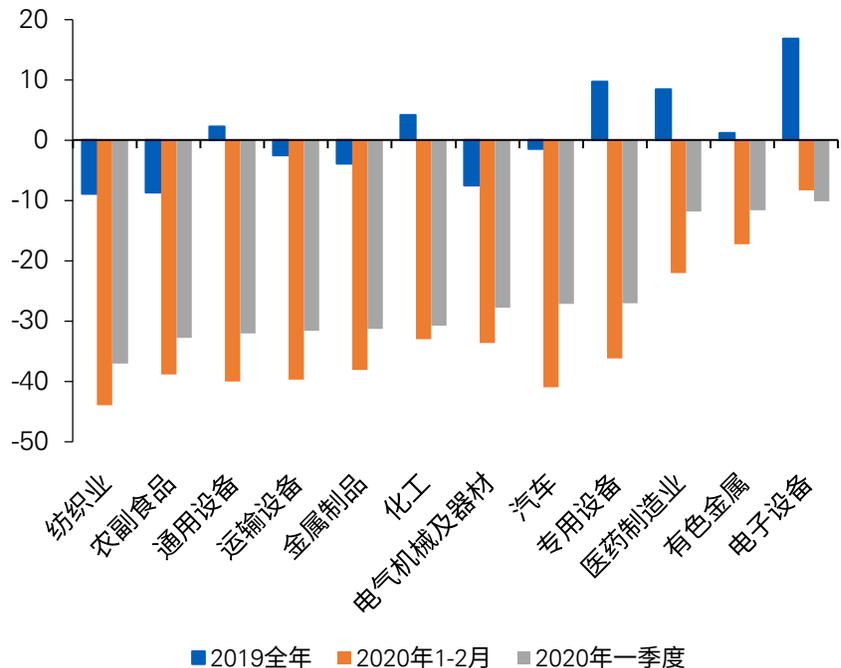
数据来源：Wind，毕马威分析

受外需和出口影响，制造业投资低迷

2020年一季度制造业投资同比增速-25.2%，较去年全年下滑28.3个百分点；与1-2月相比，降幅收窄6.3个百分点。从细分行业来看，除医药（同比增速-11.9%）、有色金属（-11.6%）及电子设备（-10.2%）投资降幅小于制造业投资整体外，其余行业下滑幅度均大于制造业投资。一季度高技术产业投资同比-12.1%，其中高技术制造业、高技术服务业投资同比分别为-13.5%和-9.0%，均显著高于制造业投资整体。

虽然自二月起政府持续出台了一系列针对企业融资和税费减免的货币和财政政策，但由于新冠疫情全球蔓延造成外需和出口疲弱，企业投资意愿不强，制造业投资仍低迷。

图9 制造业分行业投资增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

基建投资降幅收窄明显，有望在二季度迎来回升

2020年一季度基建投资（不含电力）累计同比-16.4%，较去年全年下滑19.7个百分点；与前两个月相比降幅收窄明显，达10.6个百分点。从细分行业看，铁路运输业为主要拖累，投资累计同比-28.6%，降幅较1-2月仅收窄3.1个百分点，落后于基建投资整体。

受新冠疫情影响叠加前期减税降费效应延续，3月公共财政收入同比增速-26.1%，较前期1-2月的-9.9%进一步扩大，为1990年录入月度数据以来的最低值；一季度公共财政收入累计同比-14.3%，这一累计增速为2009年1月以来的最低值。受收入端下滑影响，一季度公共财政支出累计同比-5.7%。

图10 公共财政支出和收入，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

为保证充足的财政资金以纾困疫情对经济的影响，政府债券的发行规模和节奏都有所加快。2019年11月人大委托国务院提前下达2020年新增地方专项债限额1万亿元，2020年2月再次提前下达新增地方债务限额8,480亿元（其中包括一般债务限额5,580亿元、专项债务限额2,900亿元）。两次提前下达新增地方债务限额共计18,480亿元，已经达到去年新增总额的60%，达到全国人大授权上限。

1-3月累计已发行地方债券16,105亿元，其中新增债券15,424亿元，占提前下达额度的83.5%。其中包括一般债券4,595亿元，完成提前下达额度的82.3%；专项债券10,829亿元，完成提前下达额度的83.9%¹。

按惯例，剩余的全年地方债新增限额一般在每年3月经全国人大审议批准后下达。受疫情影响，今年两会推迟到五月下旬举行。为不影响地方债发行进度，4月20日，财政部表示将按照国务院常务会议决定，于近日再次下达提前批专项债额度1万亿元，这是2020年提前批专项债额度的第三次下达，三次额度加总共计2.29万亿元。追加额度旨在发挥带动扩大投资作用，以对冲疫情背景下疲弱的海内外需求。此外，中央将专项债的重点领域由原先的基建、民生扩大至旧房改造、公共卫生、应急医疗救治等方向。同时，财政部还鼓励地方争取在今年5月底前将2.29万亿元新增专项债发行完毕，二季度基建投资有望快速回升。

¹2020年3月地方政府债券发行和债务余额情况，2020年4月7日，http://www.gov.cn/xinwen/2020-04/07/content_5499955.htm

²地方稳投资持续发力 传统基建新基建全面开花，新华社，2020年4月22日，http://www.xinhuanet.com/fortune/2020-04/22/c_1125888306.htm

进入四月以来，已有多省宣布将加大对传统基建和新基建的投资。其中传统基建的发力点主要在交通领域。江苏和浙江都相继发布了交通强省蓝图，浙江即将落地一批总投资逾3万亿元的“超级交通工程”。另外福建、江西、广东等地则将新基建纳入数字经济建设重点，计划加大5G、数据中心等领域投资²。

房地产投资改善明显

2020年一季度房地产开发投资增速显著高于同期制造业和基建投资。一季度房地产投资累计同比增速-7.7%，较2019年全年下滑17.6个百分点，比1-2月降幅收窄8.6个百分点。剔除土地购置费后一季度房地产投资增速-1.3%，比2019年全年下滑19.3个百分点，较1-2月降幅收窄7.3个百分点。

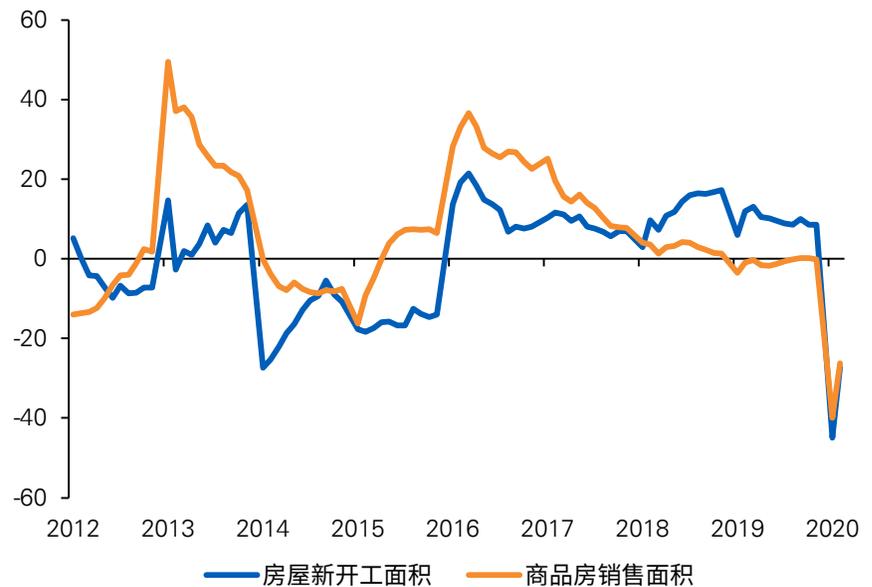
图11 房地产开发投资增速，以及剔除土地购置费后的投资增速，累计同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

房地产销售方面，一季度全国商品房销售面积同比增速-26.3%，比1-2月降幅收窄13.6个百分点。商品房销售3月的改善主要是受房企线上销售和加大折扣力度的影响，前期被抑制的住房需求逐步释放。在商品房销售的回升和复工复产的双重推动下，3月房屋新开工面积也出现回暖。一季度房屋新开工面积同比增速-27.2%，较去年下滑35.7个百分点，比1-2月降幅收窄17.7个百分点。

图12 房屋新开工面积以及销售面积，累计同比，%



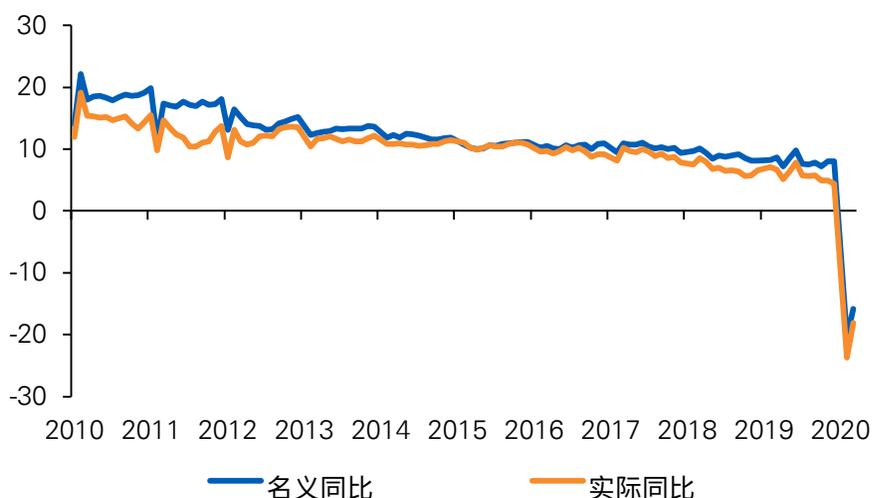
数据来源：Wind，毕马威分析

4月17日召开的政治局会议再次重申“房住不炒”的房地产调控基调。预计地方政府在坚持总基调不变的情况下进行“因城施策”，分别从供给端和需求端密集出台措施稳定预期、提振合理自住需求，缓解企业资金压力。未来地方土地供应力度加大、户籍制度进一步松绑、老城区改造及棚户改造将对房地产投资和销售提供支撑，但疫情对居民购房和房企资金的冲击在未来仍将持续一段时间。

零售大幅下滑， 但必需品消费保持坚挺

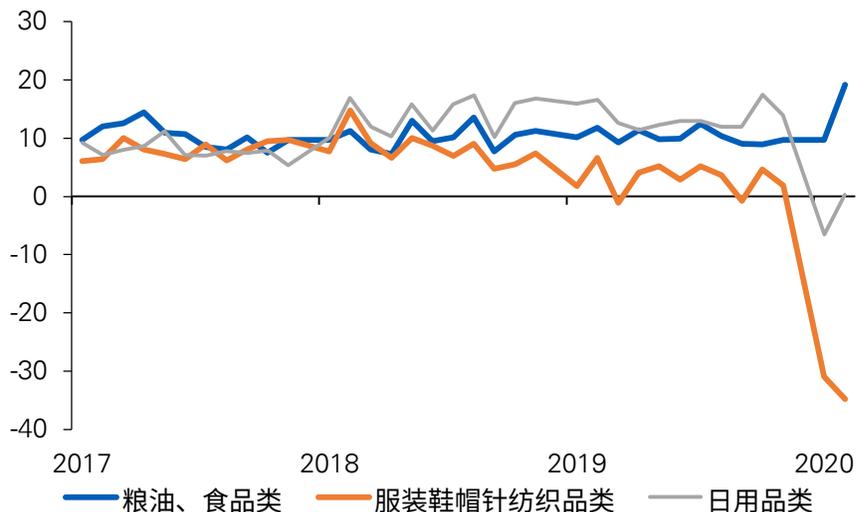
3月社会消费品零售总额名义和实际同比分别为-15.8%和-18.1%，降幅分别较1-2月收窄4.7和5.6个百分点，反弹力度较弱。一季度社会消费品零售总额累计同比-19.0%，较去年全年下降27个百分点。从具体品类来看，必需品消费保持坚挺。其中粮油食品类消费3月增速明显，达19.2%；日用品类增速3月也回升转正至0.3%；仅服装纺织类消费增速仍进一步下滑至-34.8%，与疫情期间居民外出大幅减少有关。

图13 社会消费品零售总额，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

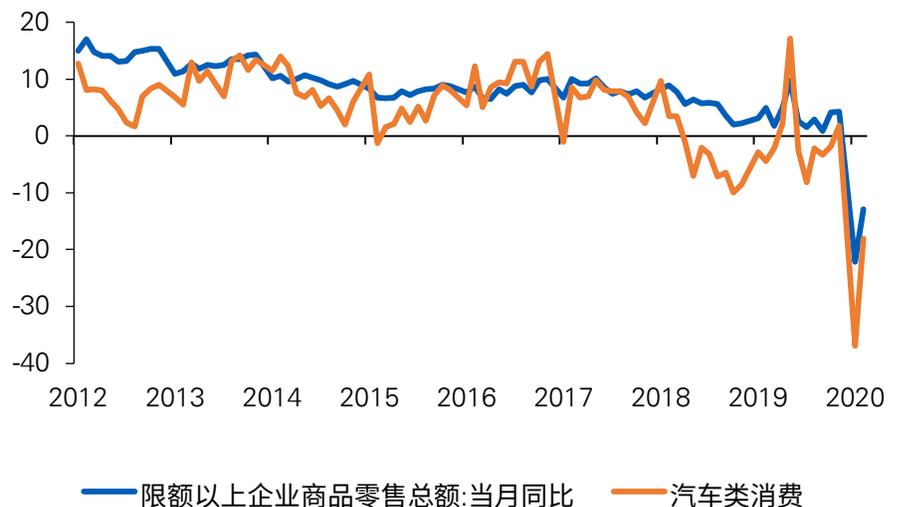
图14 必需品零售增速，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

可选消费中，汽车类消费3月降幅较上月收窄18.9个百分点，同比下降18.1%，仍然低迷。3月31日，国务院常务会议提出推动促进汽车消费三大举措：一是将新能源汽车购置补贴和免征购置税政策延长2年；二是中央财政采取以奖代补，支持京津冀等重点地区淘汰国三及以下排放标准柴油货车；三是对二手车经销企业销售旧车，从5月1日至2023年底按0.5%征收增值税。工信部也表示将督促各地区加快出台促进汽车消费的政策措施。预计第二季度汽车类消费在政策的刺激下将出现改善。

图15 限额以上企业商品零售额vs汽车类消费，当月同比，%



数据来源: Wind, 毕马威分析

一季度实物商品网上零售额同比增长5.9%，增速比1-2月加快2.9个百分点，虽然较2019年下滑13.6个百分点，但仍远高于社消零售的整体增速。线上零售占社零总额比重继续稳步攀升至23.6%，比1-2月份提高2.1个百分点。

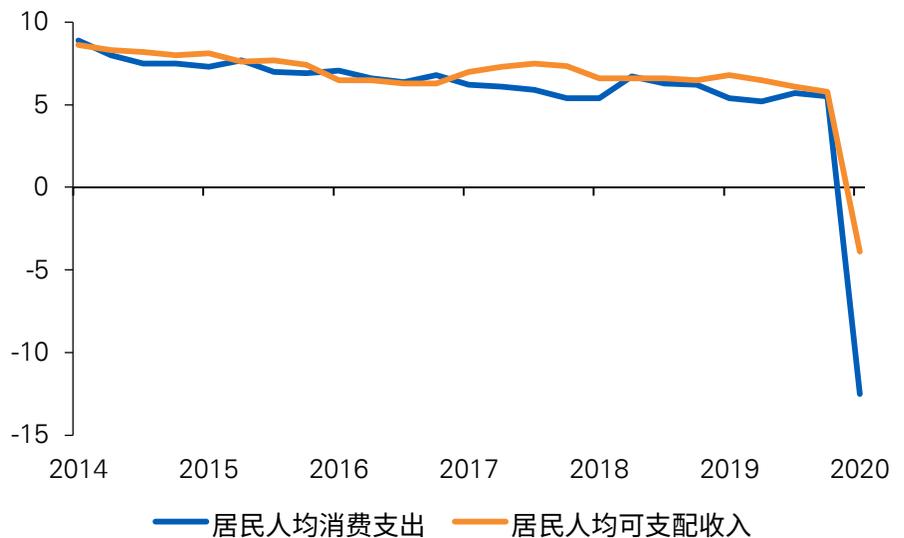
图16 实物商品线上零售占比及其增速，%



数据来源: Wind, 毕马威分析

一季度全国居民人均可支配收入同比为-3.9%，较2019年下降9.7个百分点；一季度人均消费支出同比增速-12.5%，较2019年下降18个百分点。居民部门收入和支出端均创历史新低。居民收入下降的同时，就业形势也很严峻。3月城镇调查失业率为5.9%，虽较2月的6.2%有所下降，但仍处于历史高位；一季度城镇新增就业人数229万人，同比下降29.3%。今年高校毕业生规模将达到870万的历史性峰值。除此以外，受疫情冲击最为严重的线下服务行业与出口行业可能释放出较多的劳动力，就业市场供需压力将进一步增大。4月17日政治局会议首次提出“六保”，即保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转。“六保”的新提法与之前提出的“六稳”唯一的交集是就业，充分体现了政府对今年就业市场严峻形势的重视程度。

图17 全国居民人均消费支出以及人均可支配收入，实际累计同比，%



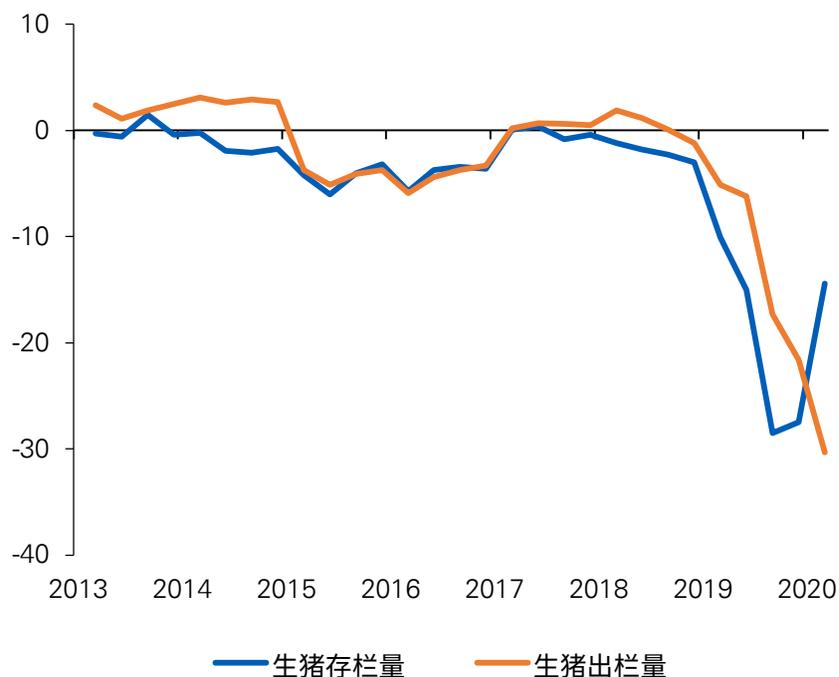
数据来源：Wind，毕马威分析

猪肉供给逐步修复， 预期消费品通胀将回落

2020年一季度CPI同比增长5%，较2019年四季度增加0.7个百分点，创下自2012年以来的季度新高。从月度数据来看，年初由于春节、疫情管制等因素影响，1—2月CPI同比增速破5，3月CPI回落至4.3%，较2月环比下调了1.2个百分点。而一季度生猪出栏量同比增速继续下探，导致猪肉价格同比上涨122.5%，是消费品价格指数维持高位的主要原因。

值得注意的是，随着3月疫情防控成效显著，物流运输管控开始逐步放开，生猪屠宰和调运恢复，同时各地加大储备肉投放，猪肉价格在2月同比增速上升至135%的高位后，3月小幅回落至116%。而能繁母猪存栏量在去年9月达到历史低位后开始缓慢回升，随着生产周期的推进，预计到2020年中，我国猪肉市场供给将逐步恢复，猪肉价格开始回调。同时，受2019年下半年消费品价格结构性高基数的影响，CPI亦将同比显著下降。

图18 生猪存栏、出栏量，同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

图19 食品和非食品类居民消费价格指数，当月同比，%

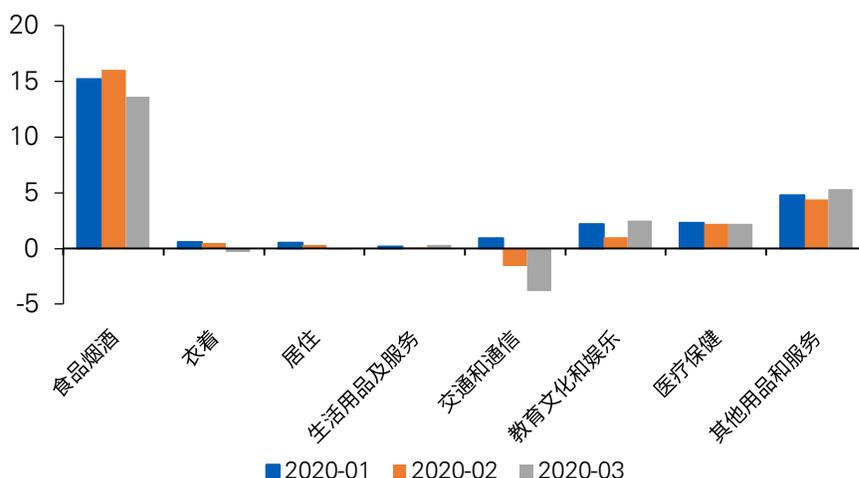


数据来源：Wind，毕马威分析

其他方面，由于猪肉价格的溢出效应，牛肉和羊肉价格在一季度同比上涨幅度维持高位。此外，鲜菜价格因1-2月疫情导致运输不畅，同比上涨14%，涨幅较大，3月随着春季时蔬上市，交通物流逐步恢复，以及保供措施的实施在一定程度上推动了价格的回落。值得注意的是，尽管受疫情影响，近期一些国家禁止粮食出口，导致国际粮价上涨，但除大豆外，我国主要粮食对外依存度较低，国内粮价与国际粮价关联性不大，一季度粮食价格涨幅维持在0.6%左右。

非食品方面，由于疫情导致需求减弱，出行量下降，以及全球石油价格大幅下挫，一季度我国非食品价格上涨幅度呈回落态势，从1月同比上涨1.6%调整为3月的0.7%。其中，衣着、居住、以及生活用品及服务类商品价格基本与去年持平，交通和通信价格3月同比大幅下降3.8%，而燃料价格同比下降14.6%，是非食品价格涨幅回落的主要原因。此外，3月扣除食品和能源的核心CPI同比上涨1.2%，继续处于偏低水平，在一定程度上将为货币政策打开空间。

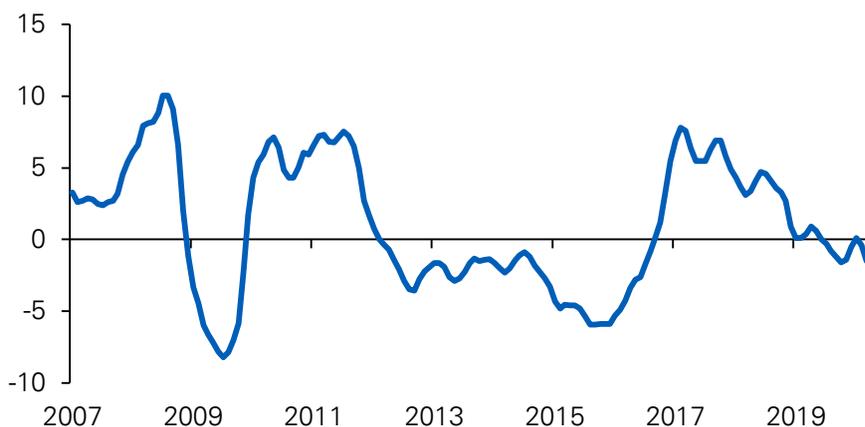
图20 居民消费价格指数（CPI）分项，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

2020年一季度工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.6%，较2019年四季度收窄0.6个百分点。从月度数据来看，1月我国工业生产小幅起缓，带动PPI短暂转正，是一季度PPI降幅收窄的主要原因；但是2月因疫情管控导致的生产推迟，需求疲软，以及油价下跌，使得PPI同比重新回到负区间；3月随着疫情在全球的扩散蔓延，OPEC+石油减产协议破裂，原油价格大幅下挫，PPI同比跌幅也继续扩大至1.5%。

图21 工业生产者价格指数（PPI），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从行业来看，石油和天然气开采业、石油、煤炭及其他燃料加工业、化学原料制品、化学纤维制造等与石油密切相关的行业，价格降幅较大，3月同比跌幅分别为21.7、10.6、5.3、以及12.4个百分点；而黑金、有色金属加工等行业亦因大宗商品价格下跌，降幅有所扩大。另外，3月国内整体复工复产仍在恢复过程中，叠加需求疲软，纺织服装业、木材加工、橡胶和塑料制品等行业价格同比亦有所回落。

随着3月中下旬全球各国陆续展开更为严格的社交隔离和封城措施，外需将进一步下滑，而国际大宗商品的需求也将随着工厂停工而萎缩，原油价格、煤价、钢价或持续低迷，叠加2019年高基数的影响，我们预计，PPI二季度同比将继续下探。

图22 国际原油现货价月度均值，美元/桶



数据来源：Wind，毕马威分析

受企业融资推动，社融大幅提升

截至2020年3月底，社会融资规模存量为262.24万亿元，同比增长11.5%；其中3月，新增社会融资规模5.16万亿元，同比多增2.2万亿元，创下同期历史新高。同时，广义货币（M2）3月同比增长10.1%，增速环比增加1.3个百分点，为2017年4月以来的新高。社融和M2的大幅上升表明政府正在加大逆周期调节力度，以对冲经济下行风险。

图23 社会融资规模存量，当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

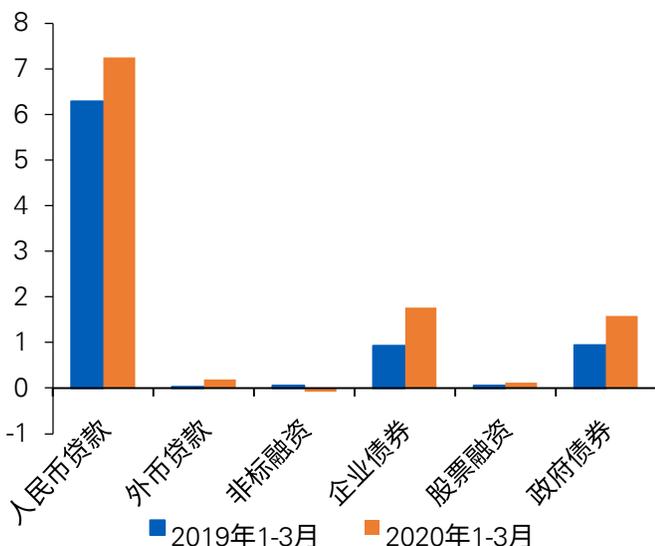
图24 广义货币供应量（M2），当月同比，%



数据来源：Wind，毕马威分析

一季度新增社会融资规模约11万亿元，较去年同期增加2.5万亿元。从具体融资结构来看，人民币贷款增加了7.25万亿元，比2019年同期增加近1万亿元；非标融资（包括委托贷款、信托贷款、未贴现票据）由于3月企业表外票据融资的大幅增加，一季度仅较19年同期下降840亿元；企业新增债券为1.77万亿元，比上年同期增加0.85万亿元；股票融资新增1,300亿元，较上年同期增加700亿元；政府债券则主要来源于地方政府专项债的提前下发，一季度总发行额为1.58万亿元，比去年同期增加0.6万亿元。

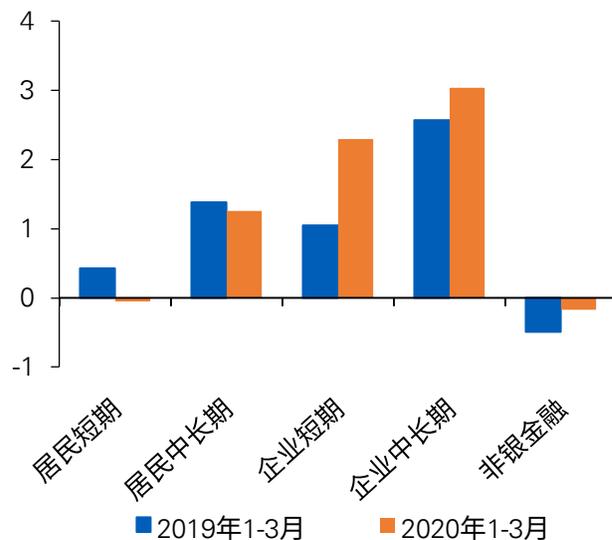
图25 新增TSF构成，万亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

从占比来看，人民币贷款、企业债券、政府债券仍然是一季度社融增速主要支撑。其中，人民币贷款占新增社会融资规模比重高达67%。从人民币贷款结构来看，2020年一季度，企业短期贷款额为2.3万亿，比上年同期翻一番，而中长期贷款额为3.04万亿元，比上年小幅提升近5,000亿元，政策加大对企业的信贷支持力度，以及复工复产有序展开是企业贷款提升的主要因素。值得注意的是，一季度居民短期和中长期贷款均较2019年有小幅回落，但在2月相关数据触底后，3月居民贷款呈现V型反弹，同比增速分别为19.8%和2.9%。随着汽车消费和房地产市场逐步恢复正常，居民贷款将有所回升。

图26 新增人民币贷款结构（单位：万亿）



数据来源：Wind，毕马威分析

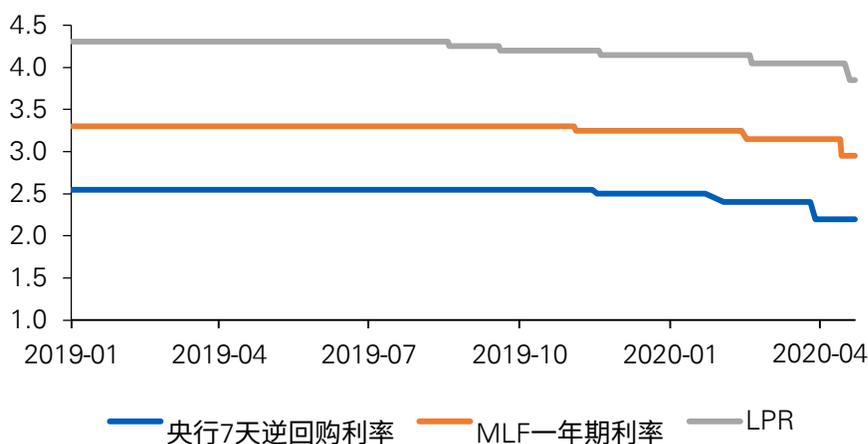
一季度企业债券融资占社会融资规模达到16.3%，较上年同期增加5.4个百分点。由于3月企业生产经营活动逐步恢复，融资需求回升，叠加利率下降，企业债券新增融资较2月多增6,000亿元。根据3月31日的国常会要求，引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，同时随着公司债和企业债的发行步入注册制阶段，发行审核效率将得到提升，我们测算，2020年后三个季度公司债仍将有约1.4亿元的新增融资规模。此外，中央明确发行特别国债，以及扩大地方政府专项债发行规模，我们预计，2020年二季度社会融资规模仍将保持高位，随着信用释放过程，M2增速亦将上行。

加大流动性投放， 货币政策保持宽松

货币政策方面，为应对疫情对经济造成的负面影响，央行自2月起，采取了一系列降息、降准、专项再贷款再贴现等措施，向疫情重灾区，对涉农、外贸，以及受疫情影响较严重产业、中小微企业发放贷款，促进实体经济投资和消费，对冲海内外疫情对我国经济的影响。

利率方面，今年以来7天逆回购利率经过2次下调，已从去年年底的2.5%降至2.2%。而自2019年8月LPR改革实施以来，央行逐步形成了通过调整逆回购利率，MLF利率，再到LPR的标准路径，以此来疏通价格传导机制，使央行通过调节政策利率引导贷款市场利率下行的传导效率得到了进一步提高。当前MLF一年期利率和一年期LPR均较年初下降30个基点，分别为2.95%和3.85%，切实降低了实体经济融资成本。值得注意的是，5年期LPR并未追随公开市场操作和MLF利率下调幅度，与年初相比，仅下调了15个基点，进一步落实了国家关于“房住不炒”的调控方针，同时在一定程度上鼓励银行增加对基建等中长期投资的支持力度。

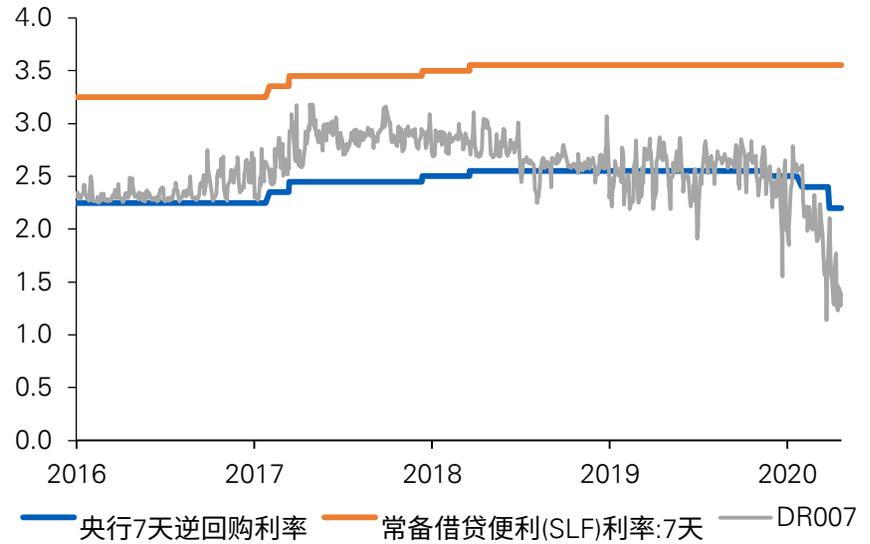
图27 贷款市场利率传导效率，%



数据来源：Wind，毕马威分析

从流动性供给来看，在1月初全面降准0.5个百分点，释放资金8,000亿元后，央行宣布分别于3月16日、4月15日和5月15日开展定向降准，预计共释放长期资金9,500亿元。同时，央行在一季度先后推出3,000亿元针对抗疫保供专项再贷款、5,000亿针对中小企业专项再贷款再贴现，以及3,500亿政策性银行专项信贷，以配合财政纾困政策，保证市场整体流动性的合理充裕。截至3月底，3,000亿专项再贷款已投放2,289亿、5,000亿部分已投放2,768亿。同时，一季度的银行间市场利率维持走低的态势：代表市场平均融资成本的存款机构7天质押回购利率（DR007）远离利率走廊的上限（常备借贷便利（SLF）），整体货币政策稳健偏松。

图28 银行间市场利率，%



数据来源: Wind, 毕马威分析

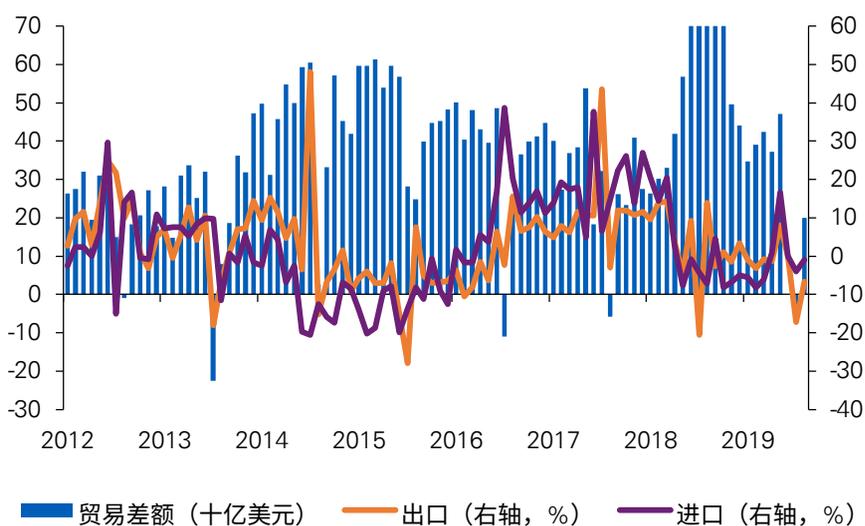
4月17日, 中央政治局会议提出在货币政策方面, 稳健的货币要更加灵活适度, 要运用降准、降息、再贷款等手段, 保持流动性合理充裕、引导贷款市场利率下行, 把资金用到支持实体经济, 特别是中小微企业上。我们认为, 未来的货币政策将继续加大逆周期调节力度, 对冲海内外疫情对经济的影响。

国外疫情快速扩散导致外需疲软，出口承压

一季度中国进出口总额为9,430.1亿美元，累计同比-8.5%。其中，出口4,780.3亿美元，累计同比-13.3%；进口4,649.7亿美元，累计同比-2.9%。贸易顺差130.6亿美元，去年同期为728.7亿美元。

3月当月中国进、出口增速出现回升。3月中国进出口总额3,503.6亿美元，同比-4.0%。其中，出口1,851.5亿美元，同比-6.6%，较1-2月降幅收窄10.6个百分点，复工复产加速推进之后，前期积压的出口订单陆续交付助推3月出口有所改善；进口1652.1亿美元，同比-1.0%，较2月-4%有所回升，这得益于国内促消费、稳投资等逆周期调节政策，拉动国内需求，使得国内市场的潜力逐步释放。贸易差额转负为正，实现贸易顺差199.3亿美元。

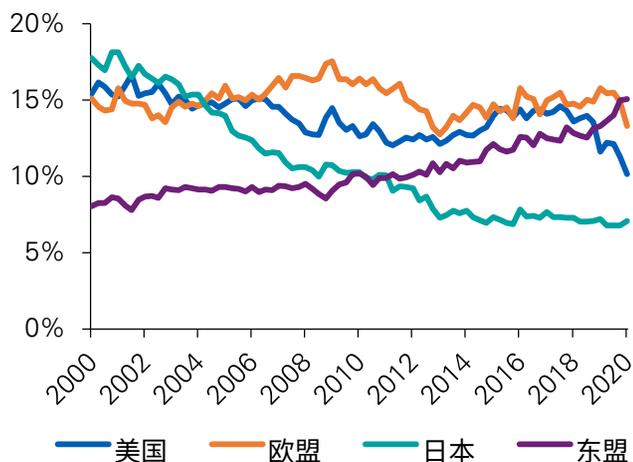
图29 进出口活动，当月值



数据来源：Wind，毕马威分析

分国别和地区来看，东盟超过欧盟成为我国第一大贸易伙伴。一季度我国对东盟进出口1,421.9亿美元，累计同比3.7%，占中国外贸总额的15.1%，超过欧盟；对欧盟进出口1,257.4亿美元，累计同比-12.3%，占中国外贸总额13.3%；对美国进出口957.3亿美元，累计同比-20.1%，占中国外贸总额10.1%；对日本进出口668.8亿美元，累计同比-10.1%，占中国外贸总额的7.1%。中国对东盟进出口的增长主要得益于我国与东盟集成电路进出口的大幅增长，其拉动我国与东盟外贸整体增长了3.3个百分点。作为全球半导体产业链中的一部分，我国与马来西亚、新加坡、越南等东盟国家集成电路进出口贸易日趋紧密。我们预计，出于经济以及地缘政治因素的考量，中国未来将加强与东盟、东亚以及中亚的联系，争取在亚洲区域内建立更加完整的产业链条。

图30 中国货物贸易总额主要国家（地区）占比，当季值，%



数据来源：Wind，毕马威分析

中美贸易方面，受到新冠肺炎疫情和今年春节假期延长等因素影响，一季度对美出口4,765.5亿元，累计同比-23.6%。从出口商品来看，一季度我国对美国出口机电产品2,925.7亿元，下降24.1%，占同期对美出口总值的61.6%；其中，出口手机361.7亿元，下降10.3%；出口自动数据处理设备及其零部件516.3亿元，下降31.2%。同期，出口劳动密集型产品1,057.7亿元，下降26.1%；出口医药材及药品52.5亿元，增长6.3%。

自美进口方面，随着中美第一阶段经贸协议的逐步落地，大豆、猪肉、棉花等商品自美进口增长迅速。一季度，自美进口农产品355.6亿元，增长1.1倍。其中，进口大豆781.4万吨，增加2.1倍，价值218.8亿元，增长2.1倍；进口猪肉16.8万吨，增加6.4倍，价值30.4亿元，增长16倍；进口棉花12.4万吨，增加43.5%，价值15.9亿元，增长17%。

展望2季度，出口方面，新冠疫情对全球供应链和需求的冲击将会逐步显现，外需面临较大的挑战，短期出口降幅或有所扩大。即便假设海外疫情在2季度将得到有效控制，但考虑到各国的防控力度，预计海外各国的复工复产恢复所需时间可能比中国还长，预计在3季度之前出口仍将大概率处于负增长态势，进一步承压。进口方面，由于国内加强逆周期调节力度，居民生产生活逐步恢复正常，内需逐步恢复，再加上中美第一阶段经贸协议要求的采购要求逐步得到落实，进口将获得较大支撑。

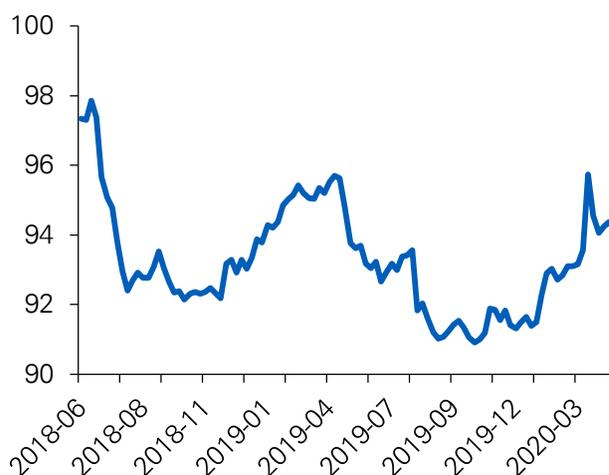
一季度，受新冠疫情扰动，美元指数波动性加大，且保持宽幅波动，一度升至100高位，整体保持强势；新冠疫情叠加美元指数走强，人民币汇率下行，总体贬值。展望2季度，疫情带来的全球经济不确定性依然较大，避险需求仍然较强，但美联储启动无限量QE，而中国政府仍然维持稳健的货币政策，一定程度会抑制人民币贬值压力，预计人民币汇率将保持相对稳定。

图31 美元指数和人民币即期汇率



数据来源：Wind，毕马威分析

图32 CFETS人民币汇率指数

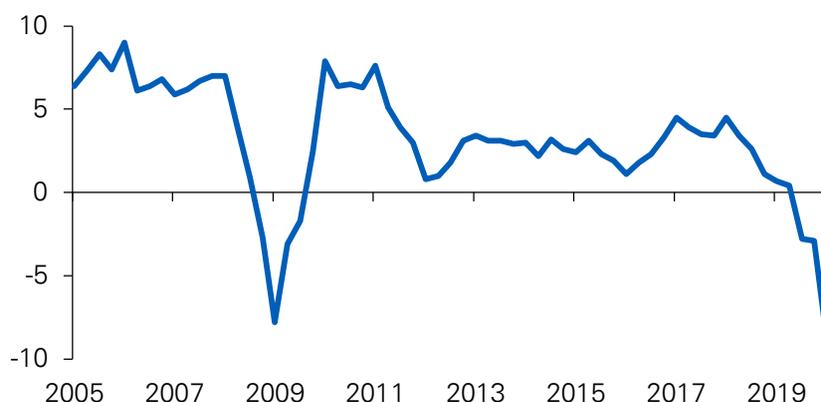


数据来源：Wind，毕马威分析

中国香港经济

截止4月24日，中国香港特别行政区（以下简称“香港”）新冠疫情累计确诊1,035例，死亡4例，治愈725例。去年3季度以来，由于修例风波引起的暴力冲突，就业市场受到影响，消费者及商业信心低迷，香港经济在2019年下半年已经出现连续两个季度负增长。新冠疫情无疑使香港经济雪上加霜，旅游、零售、餐饮等行业受到重击，一季度实际GDP增速进一步同比下降8.9%。IMF预测香港2020年全年实际GDP增速为-4.8%，失业率也将于2019年的2.9%攀升至4.5%。

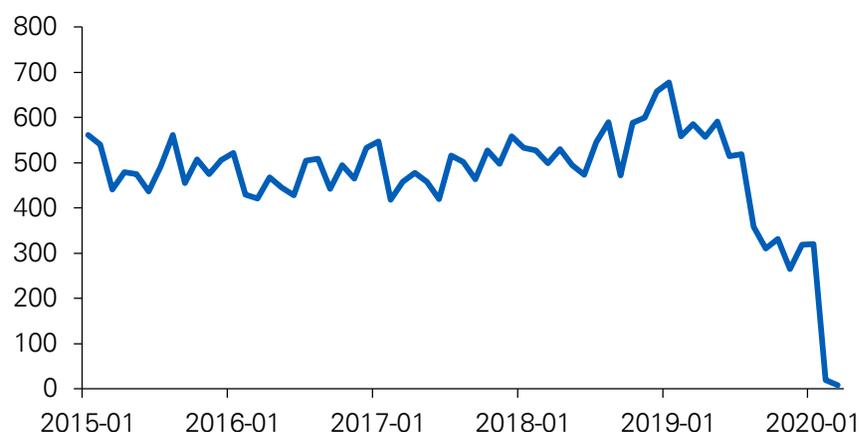
图33 中国香港实际GDP增速，当季同比，%



数据来源：Wind，香港政府统计处，毕马威分析

旅游业：香港旅游发展局最新数据显示，3月访港旅客人数初步统计为8.2万人次，同比下跌99%，其中，来自内地的旅客约2.7万人次，同比下跌超99%。受新冠疫情的影响，3月中旬以前，访港旅客人数就降至每日约3,000-4,000人。3月19日香港特区政府要求从海外入境人士需接受强制检疫之后，入境旅客人数下跌至每日约1,000人；3月25日特区政府禁止从海外抵港的非香港居民入境后，入境旅客人数进一步下跌至每日约300人。4月初，每日访港旅客人数更是一度下跌至不足100人，对香港旅游业和零售业造成巨大冲击。

图34 访港旅客人数，当月值，万人



数据来源：香港旅游发展局，毕马威分析

金融业：受新冠疫情扩散的影响，2月8日起香港对内地实行“封关”举措，双方商业往来近乎陷入停滞，重创香港金融业，香港越来越多的中小证券行面临停业的窘境。港交所通告显示，2020年以来香港已有18家证券行加入自愿停业的行列，已经超过去年全年的总和³，香港证券业协会预计今年将有超过30家证券行停业，政府应积极采取纾困举措。

对外商品贸易：香港政府统计处⁴公布的数据显示，2020年一季度商品出口货值较2019年同期下跌9.7%，商品进口货值下跌10.0%。其中，3月份香港出口和进口货值分别较去年同期下跌5.8%和11.1%。展望未来，由于2019新冠疫情自3月以来在全球蔓延，并令全球经济活动出现严重收缩，香港的商品出口短期内仍将显著受压。

从国家和地区来看，出口方面，2020年一季度与去年同期比较，出口至美国（跌27.4%）、德国（跌26.4%）、日本（跌17.9%）和新加坡（跌15.5%）的货值跌幅较大。出口内地的货值亦下跌1.8%。然而，出口越南和台湾的货值分别上升3.0%和1.5%；进口方面，进口自美国（跌19.0%）、内地（跌16.9%）、马来西亚（跌7.8%）和泰国（跌6.0%）的货值均下跌。然而，来自越南（升34.4%）、台湾（升15.0%）、韩国（升12.1%）和新加坡（升7.5%）的进口货值上升。

从主要商品类型来看，出口方面，2020年一季度与去年同期比较，通讯、录音及音响设备和仪器（跌19.7%）、非金属矿物制品（跌37.2%）和杂项制品（主要包括珠宝、金饰及银器）（跌20.4%）出口货值跌幅较大。然而，电动机械、仪器和用具及零件（升2.1%）和动力产生机械及仪器（升34.3%）的整体出口货值上升；进口方面，通讯、录音及音响设备和仪器（跌16.6%）、非金属矿物制品（跌45.6%）和办公室机器和自动资料处理仪器（跌15.9%）进口货值跌幅较大。然而，动力产生机械及仪器（升43.7%）和电动机械、仪器和用具及零件（升2.2%）的进口货值上升。

³数据来源：https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/Services/Circulars-and-Notices/Participant-and-Members-Circulars?sc_lang=zh-CN&Year=2020&IssueBy=&Theme=&Keyword=停止营业¤tCount=20

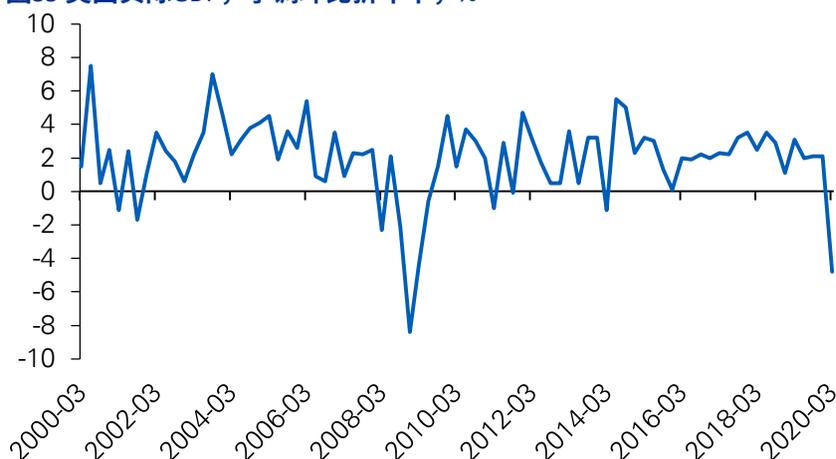
⁴香港政府统计处：https://www.censtatd.gov.hk/gb/?param=b5uni5&url=http://www.censtatd.gov.hk/hkstat/index_tc.jsp

全球经济

美国

IMF四月将美国2020年经济增速预测下调为-5.9%。从一季度数据来看，美国一季度实际GDP环比年化增速初值-4.8%，是2008年四季度以来的最低值，终结了次贷危机后美国史上历时最长的经济扩张。4月美国Markit制造业和服务业PMI都降至历史新低，分别为36.9和27，显示企业对经济前景的担忧。就业市场压力激增。3月季调后非农就业人数大幅减少70.1万人，结束了为期113个月美国历史上持续时间最长的就业增长。从失业角度看，此前美国失业率持续维持在历史低位，而在3月失业率则大幅由前值3.5%上涨至4.4%，并且创下1975年1月以来的最大单月增幅。与此同时，截至4月11日，美国已成功提交失业救济申请并获得批准的人数升至全部劳动人口的11%，是有记录以来的最高水平⁵。

图35 美国实际GDP，季调环比折年率，%



数据来源：Wind, 毕马威分析

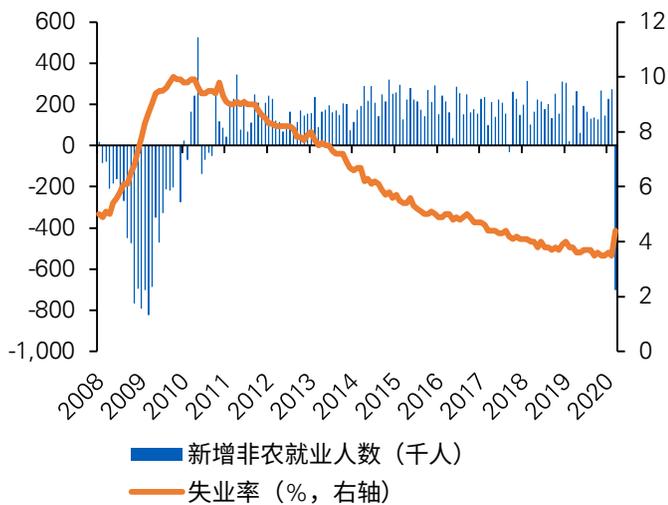
图36 美国Markit制造业和服务业PMI，季调



数据来源：Wind, 毕马威分析

⁵新冠疫情导致美国2600万人失业，FT中文网，2020年4月24日。

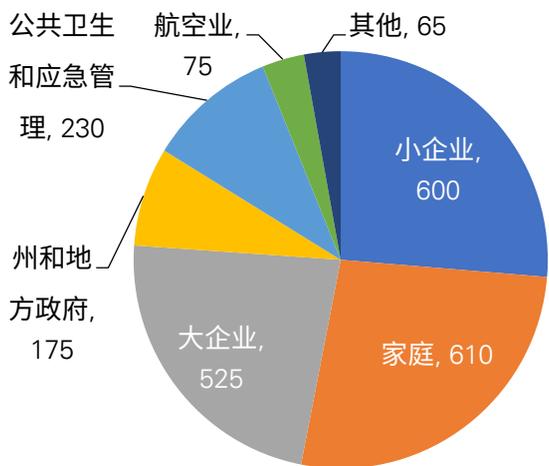
图37 新增非农就业人数以及失业率



数据来源: Wind, 毕马威分析

为了帮助陷入困境的企业和居民部门,美国政府推出了共计2.3万亿美元的财政刺激计划(CARES Act)。国会于4月24日再次投票通过了第四轮4,840亿美元的经济救助计划。四轮经济救助总值达2.8万亿美元,占美国19年GDP总值的12%。

图38 CARES Act财政刺激计划中各部门所获救助金额,十亿美元



数据来源: Committee for a Responsible Federal Budget, 毕马威分析

欧元区

2008年以来,受全球金融危机和欧债危机的双重打击,欧洲国家经济复苏一直步伐缓慢。2019年欧元区GDP增速为1.2%,为欧债危机以来的最低点。作为欧元区经济重要支撑的德国2019年经济增速仅为0.6%,为近六年来的最低水平。本次疫情势必将进一步加剧德国出口和制造业衰退。而疫情重灾区意大利面临的挑战更为严峻。2019年意大利经济增长仅为0.2%,几乎已经陷入停滞状态,而疫情爆发以来,作为经济重镇的意大利北部地区被封锁,生产及供应链受到严重冲击。IMF于今年四月将欧元区经济体2020年的经济增速预期下调为-7.5%,其中德国、法国、意大利和西班牙等受疫情影响较严重的国家2020增速预期分别为-7.0%、-7.2%、-9.1%和-8.0%。

面对疫情冲击,欧盟采取了货币和财政政策双管齐下的方式。由于欧盟基准利率已经处于负利率区间,降息空间有限。欧洲央行最新利率决议虽然延续了宽松立场,宣布增加1,200亿欧元的资产购买规模,但未宣布降息。欧盟成员国财长会议4月9日达成协议将实施5,400亿欧元的大规模救助计划。主要包括三方面:1) 提供1,000亿欧元贷款,帮助欧盟成员国加强公共财政能力,应对疫情防控带来的雇员和个体商户失业风险;2) 欧洲投资银行为受疫情影响严重的企业,特别是中小企业提供总额为2,000亿欧元的贷款打包;3) 欧洲稳定机制为欧元区国家提供2,400亿欧元的低息贷款,用于应对疫情的卫生保健、治疗和预防工作⁶。此外,欧盟还将建立一个万亿欧元的“复苏基金”,以解决危机后的经济恢复问题。

除此以外,欧洲各国政府也纷纷推出了各自的救助计划。例如德国政府公布了总额达7,500亿欧元的一揽子救助计划,疫情期间失业人员可以向政府申请一次性救助;意大利政府先后推出了75亿欧元的纾困支出计划和250亿欧元的“罗马计划”,主要用于医疗卫生、暂时性减税、债务和房贷宽限等措施。意大利还请求欧盟给予财政政策灵活性,突破负债上限,将2020年赤字支出提高到200亿欧元。

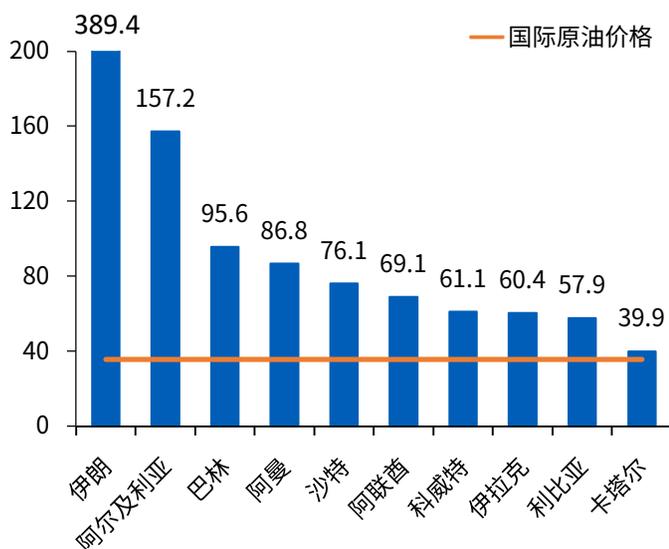
预计疫情对美国和欧洲经济的冲击将在第二季度进一步显现,各项经济纾困措施也将相继推出。如果疫情在2020年上半年得到有效控制,各国所采取的措施或将有效防止企业大面积破产、居民长期失业、从而缓解金融和资本市场压力。基于这一假设,IMF预测美国和欧元区2021年经济增速都将回升到4.7%。

⁶欧盟财长达成5400亿欧元救助计划,2020年4月11日,新华网。

中东能源国

除了新冠肺炎疫情之外，一季度世界经济震荡的另一个因素是3月6日的OPEC+经济体关于石油减产协议未能达成一致，谈判破裂。同时沙特阿美石油公司主动下调销售价格，发起了全球石油价格战。叠加疫情在全球扩散蔓延，生产运输停滞，对石油的需求造成额外的冲击，截止三月底，布伦特原油价格已从一月初的66美元/桶下降到18美元/桶，跌幅超过70%。IMF的最新预测显示，国际石油价格在未来2年内将维持在40美元/桶以下，较2019年平均61美元/桶的价格下跌40%。尽管在4月初，OPEC+就新的停产协议达成一致，但减产规模不及预期，预计2020年能源市场仍将在低位频繁震荡。这将对石油生产成本较高或以石油出口为主要财政收入的经济体造成一定的打击，并影响其外汇储备、国际收支、汇率等经济状况。这些石油出口国或将为应对财政收入的下降，有可能在全球抛售资产，回流石油美元，进而对全球资本市场形成一定的冲击。

图39 中东北非地区主要石油出口国财政盈亏平衡点，美元/桶



注：国际原油价格为IMF 2020年预测价格：35.61美元/桶。

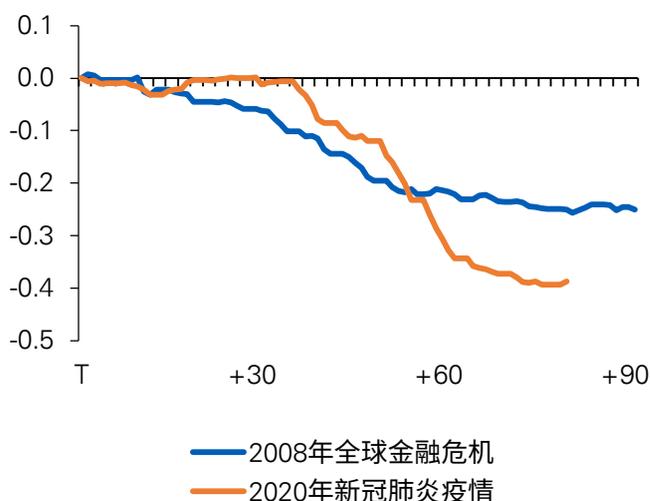
数据来源：IMF，毕马威分析

新兴市场和发展中经济体

IMF对新兴市场和发展中经济体在2020和2021年的增速预测为-1.0%和6.6%，较2020年1月的预测下调5.4个百分点和上调2个百分点。值得注意的是，在剔除中国后，这一组别在2020年将萎缩2.2%。新兴市场和发展中经济体增长预期的下调主要反映了疫情蔓延及防控情况、大宗商品价格扰动、以及金融市场条件恶化等压力。

4月中旬，继欧美之后，疫情在巴西、俄罗斯、印度、墨西哥等发展中国家加速传播，而这些发展中国家医疗设施相对薄弱、检测能力不足，疫情防控面临更大的挑战。此外，巴西、俄罗斯均是全球煤炭、石油、铁矿石、农产品等大宗商品的重要出口国，当前因需求疲软导致国际大宗商品价格的下跌将对这些国家的出口收入造成一定的负面影响，而疫情在这些国家的加剧也将在一定程度上冲击原材料供给，拖累全球产业链的复工节奏。资本流动方面，由于发达经济体金融市场流动性收紧，国际投资者风险偏好降低，并大量抛售新兴市场国家国债和股票以使资本回流，导致近期新兴市场经济体货币贬值严重，债务危机的可能性上升。

图40 新兴市场经济体证券投资资本流动，% GDP



数据来源：IMF，毕马威分析

2

政策分析



中央推进要素市场化配置改革

4月9日，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》⁷（以下简称《意见》），就深化要素市场化配置改革，促进要素自主有序流动，提高要素配置效率等提出“顶层设计”。《意见》的出台，对深化经济体制改革、解决经济结构性矛盾、推动高质量发展具有重要意义。

要素指的是指生产所需要的基本因素或条件⁸，和商品相对应。经过40多年改革开放，我国商品市场发育较为充分，商品和服务价格97%以上由市场定价。要素市场建设和改革虽然也取得了很大进展，但与商品和服务市场相比，土地、劳动力、资本、技术、数据等要素市场发育相对滞后，影响了市场对资源配置决定性作用的发挥，成为高标准市场体系建设的突出短板。

在推进要素市场化配置过程中，必须要正确处理好政府与市场的关系，既要不断扩大市场决定要素配置范围，培育市场交易平台，又要更好发挥政府作用，健全制度规则，完善政府调节与监管，引导各类要素协同向先进生产力集聚。同时，加快政府职能转变，进一步减少政府对要素的直接配置，深化国有企业和国有金融机构改革，确保各类所有制企业通过竞争等市场手段平等获取要素⁹。为此，《意见》提出，将坚持市场决定，有序流动；健全制度，创新监管；问题导向，分类施策；稳中求进，循序渐进四大原则推进土地、劳动力、资本、技术、数据五大要素市场化配置改革。

图41 土地、劳动力、资本、技术、数据五大要素



资料来源：毕马威分析

⁷ http://www.gov.cn/zhengce/2020-04/09/content_5500622.htm

⁸ 《经济与管理大辞典》，中国社会科学出版社，1985

⁹ 《构建更加完善的要素市场化配置体制机制—专访国家发展改革委有关负责人》，新华社，2020年4月 http://www.gov.cn/zhengce/2020-04/09/content_5500622.htm

► 土地要素

着力增强土地管理灵活性，适应经济社会发展需求。灵活产业用地方式，健全长期租赁、先租后让、弹性年期供应、作价出资（入股）等工业用地市场供应体系，探索增加混合产业用地供给；灵活土地计划指标管理，城乡建设用地指标使用应更多由省级政府负责。土地要素改革被放在首位，凸显了其重要性。土地要素作为生产和生活的载体，也是经济发展中最基本的生产要素之一，土地的分配效率在很大程度上影响着经济社会发展的平衡。土地市场的改革，有利于推动城镇化，为乡村振兴、城乡融合发展提供保障，拉动中国再次工业化。

► 劳动力要素

着力引导劳动力要素合理畅通有序流动。畅通落户渠道，推动超大、特大城市调整完善积分落户政策，探索推动在长三角、珠三角等城市群率先实现户籍准入年限同城化累计互认、试行以经常居住地登记户口制度；畅通职称评审渠道，以职业能力为核心制定职业标准，进一步打破户籍、地域、身份、档案、人事关系等制约，畅通非公有制经济组织、社会组织、自由职业专业技术人员职称申报渠道，推进社会化职称评审。劳动力市场改革有利于进一步释放农村劳动力，增加劳动供给。同时，改善劳动力资源配置效率，令劳动力市场流动更加自由。

► 资本要素

着力完善多层次的资本市场制度。完善股市基础制度建设，改革完善股票市场发行、交易、退市等制度，鼓励和引导上市公司现金分红，完善投资者保护制度、推动完善具有中国特色的证券民事诉讼制度；完善债券市场统一标准建设，统一公司债券信息披露标准、探索对公司信用类债券实行发行注册管理制。资本市场要素改革，有助于进一步拓宽企业融资渠道，发挥资本市场价值发现功能，提高我国金融业发展水平。

► 技术要素

着力激发技术供给活力，促进科技成果转化。激活产权激励，深化科技成果使用权、处置权和收益权改革，开展赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权试点，并行推进职务成果“三权”改革和所有权改革试点；激活技术转移机构和技术经理人活力，加强国家技术转移区域中心建设；支持科技企业与高校、科研机构合作建立技术研发中心、产业研究院、中试基地等新型研发机构、建立国家技术转移人才培养体系，提高技术转移专业服务能力。技术要素是长期经济增长的动力所在，是引领人类历史上变革的重要要素。加快技术市场改革，有利于提高我国科技研发水平，实现高质量发展。

► 数据要素

着力加快培育数据要素市场，全面提升数据要素价值。优化经济治理基础数据库，制定出台新一批数据共享责任清单。支持构建农业、工业、交通、教育、安防、城市管理、公共资源交易等领域规范化数据开发利用的场景。作为数字经济时代的全新生产要素，推进数据要素改革有助于释放底层数据的价值，加快数据资产化进程，加速数字经济新业态、新模式的诞生。

毕马威分析

《意见》作为中央第一份要素市场化配置文件，是对18届三中全会中提出的“让市场在资源配置中起决定作用”的进一步深化。《意见》提出将进一步减少政府对要素的直接配置，让市场起到更加重要的作用。此举对于加快完善社会主义市场经济体制，解决深层次的结构性矛盾具有重要的意义。

特别值得注意的是，《意见》还明确将“数据”纳入生产要素范围，体现了我国政府对以数据为基础的新经济的高度重视。随着经济的不断发展，生产要素的变迁具有必然性。从农业时代的土地、劳动力两大生产要素，到工业时代资本加入成为重要生产要素之一，再到科技革命技术要素被导入，生产要素不断发展催生。在当前数字经济繁荣发展的时代下，数据在经济发展中的作用日趋重要，并在构成经济成长要素中占据重要地位。将数据要素与土地、劳动力、资本、技术等传统要素并列为要素之一，对加速数据生产要素市场的培育提出了明确的方向，为我国数字经济发展驶入快车道奠定了基调。

银行和保险机构试点国债期货交易

2月21日，中国证监会与财政部、人民银行、银保监会联合发布公告¹⁰，允许符合条件的试点商业银行和具备投资管理能力的保险机构，参与中国金融期货交易所国债期货交易。首批试点机构包括工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行。

公告明确，商业银行、保险机构应在依法合规、风险可控、商业可持续的前提下，参与国债期货交易。同时，参与国债期货交易的商业银行、保险机构，应建立完善的全面风险管理和内部控制制度及业务处理系统，具备专业的管理团队和规范的业务流程，防范和控制交易风险。中国金融期货交易所与中国银保监会陆续修订和起草相关文件，为银行、保险机构入市交易铺平道路。

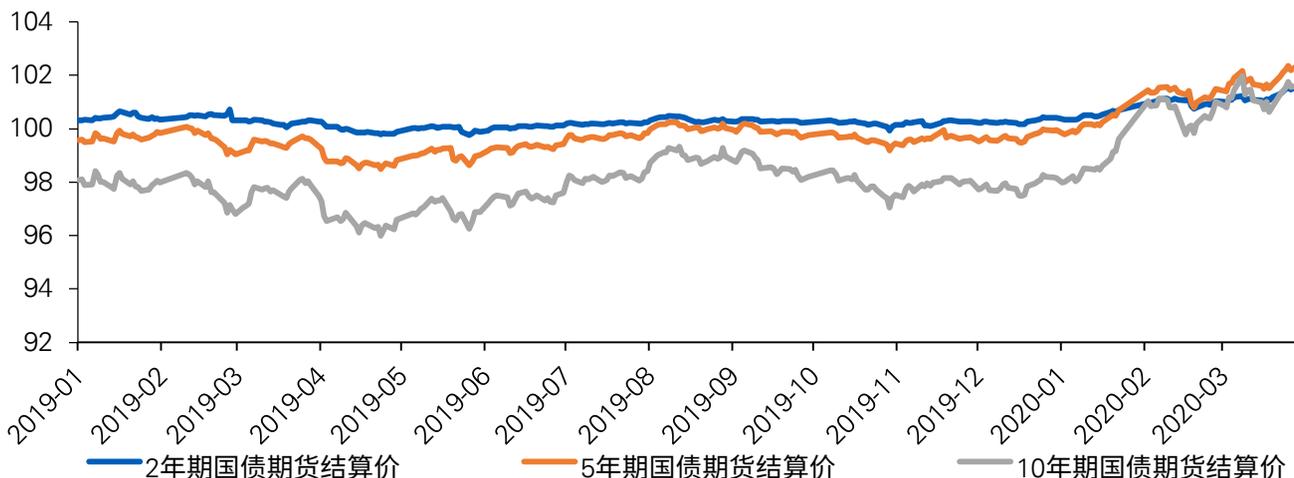
国债期货是国际市场重要的金融衍生产品。目前，我国的国债期货市场正处于发展完善阶段。2013年9月，中国金融期货交易所推出5年期国债期货。经过6年多的发展，基本形成了包括2年、5年、10年三个关键期限产品的国债期货市场体系。今年以来，全球金融市场剧烈波动，但我国金融期货市场相对稳定，得到了进一步发展。2020年一季度，国债期货市场累计成交482.53万手，较

上年同期增加72.5%。截至3月31日，我国2年期、5年期和10年期国债期货主力合约结算价分别为101.72元、102.56元和101.86元，较2019年末分别增加1.30元、2.61元和3.71元。

之前国债期货的主要投资者包括证券公司、基金公司、期货资管公司等。作为国债的主要持有者，商业银行、保险机构参与国债期货市场将进一步完善投资者结构。中国证监会副主席方星海表示，商业银行参与国债期货交易后，一方面可以充分利用国债期货工具管理利率风险、稳定资产价值；另一方面，在债券市场出现波动期间，还可以利用国债期货流动性好、成交快速的优势，分流债券市场抛压，平缓现货市场波动，从而促进债券市场整体稳定运行¹¹。除商业银行外，中国国债期货市场也将迎来一重量级国债持有者——保险机构的进入。

商业银行和保险两大机构投资者群体相继入市，将丰富国债期货市场生态，增强债券现货市场的“弹性”以及“韧性”，进一步促进中国债券市场的发展，助推金融领域深化改革。

图42 国债期货主力合约结算价走势，元



数据来源：Wind，毕马威分析

¹⁰http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202002/t20200221_371032.html

¹¹方星海副主席在商业银行参与国债期货交易视频启动仪式上的讲话，证监会，2020年4月，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202004/t20200410_373673.html

企业债、公司全面施行注册制

3月1日，新《证券法》正式实行。国家发改委发布《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》¹²，即日起，企业债券发行由核准制改为注册制，国家发展改革委为企业债券的法定注册机关。同日，证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》¹³，即日起，公司债券公开发行实行注册制。公开发行公司债券，由证券交易所负责受理、审核，并报证监会履行发行注册程序。上交所和深交所随后分别向各市场参与者发布相关通知。

按照新《证券法》及相关配套政策的规定，证监会和发改委分别为公开发行公司债、企业债的注册机构，并分别指定了各自受理和审核机构。此外，发改委还取消了企业债申报中的省级转报环节，企业债发行将更加便捷。公司债和企业债发行制度的市场化改革亦得到进一步深化，债券市场服务实体经济的能力有望进一步提高。

表3 债券注册制下各机构分工

债券种类	受理机构	审核机构	注册机构
企业债	中央国债登记结算有限责任公司	中央国债登记结算有限责任公司 中国银行间市场交易商协会	国家发展改革委
公司债	证券交易所	证券交易所	证券监督管理委员会

资料来源：发改委，证监会，毕马威分析

债券发行实行注册制，大幅简化了审批程序、缩短审批周期，债券发行效率显著提高。据《上海证券报》报道，之前企业债券发行一般需要2个月到6个月不等，个别可能会更长；实行注册制之后，所用时间可能将大大压缩至2周到2个月¹⁴。

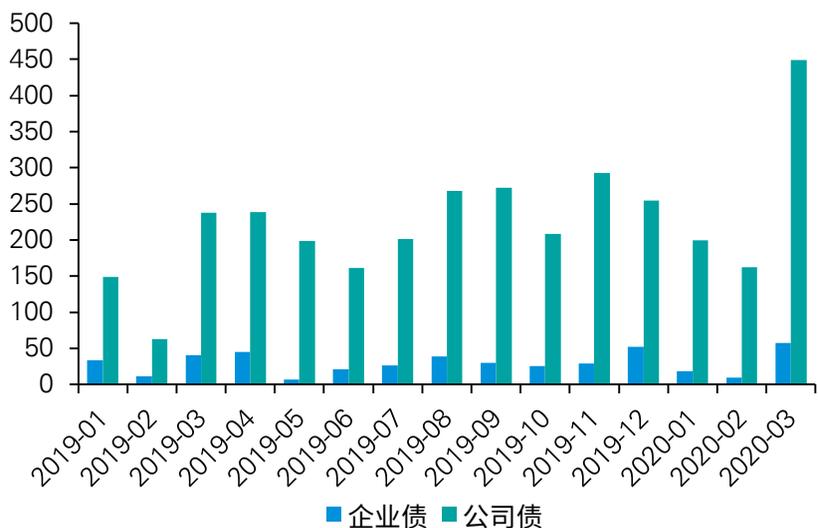
¹² https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/tz/202003/t20200301_1221966.html

¹³ http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202003/t20200301_371309.html

¹⁴ 十三年后再转轨：企业债券发行全面施行注册制，上海证券报，2020年3月
<http://finance.sina.com.cn/stock/y/2020-03-01/doc-iimxyqvz6986285.shtml>

在发行条件方面，新《证券法》删除了公开发行公司债“股份有限公司的净资产不低于人民币3000万元，有限责任公司的净资产不低于人民币6000万元”的规定，扩大了合格发行主体的范围，为轻资产企业、中小微企业、新兴产业企业和科创企业等开辟了新的融资渠道，未来企业债和公司债有望迎来一定扩容。根据Wind数据，截至3月31日，我国债券存量余额为100.8万亿元，其中企业债存量余额为2.29万亿元，占比2.28%；公司债存量余额为7.53万亿元，占比7.47%。

图43 2019年1月至2020年3月公司债、企业债发行情况，十亿元



数据来源：Wind，毕马威分析

同时，新《证券法》也取消了“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”的规定，将企业负责结构的决定权交由企业自身决定，避免因财务杠杆问题对不同行业类型企业进行“一刀切”。此外，国务院发布的《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》也明确要求，“申请公开发行公司债券的发行人，除符合证券法规定的条件外，还应当具有合理的资产负债结构和正常的现金流量”。发行人需要在债券发行门槛降低、融资自主权扩大的情况下，加强对企业自身流动性管理、债务管理、投融资管理，提高财务管理水平。

新《证券法》增加“信息披露”和“投资者保护”两个专章，发行人和中介机构将在信息披露方面承担更大的法律责任。上交所就公开发行公司债券实施注册制答记者问时亦表示，将加强信息披露，进一步落实以信息披露为核心的发行上市审核制度。同时，将申报即纳入监管，继续压严压实发行人和证券服务机构责任。在注册制之下，中介机构在发行过程中的指导和审核作用将进一步增强，在责任加大的同时也将得到更多的发展机会。市场各方参与主体归位尽责，将推动我国债券市场进一步市场化，推动资本市场发展。

上海国际金融中心建设提速

2月14日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局、上海市政府联合发布的《关于进一步加快推进上海国际金融中心建设和金融支持长三角一体化发展的意见》¹⁵（以下简称《意见》），从积极推进临港新片区金融先行先试、在更高水平加快上海金融业对外开放和金融支持长三角一体化发展等方面推出了30条具体措施，加快推进上海国际金融中心建设和长三角一体化发展。

上海和长三角地区作为我国经济发展最活跃、开放程度最高、创新能力最强的区域之一，在我国现代化建设大局中具有举足轻重的地位。近年来，上海国际金融中心建设加快推进，金融对外开放不断扩大，包括安联（中国）保险控股、野村东方国际证券、摩根大通国际证券等一批具有全国性示范效应的重大开放项目相继落沪，上海已成为国际顶级金融机构新的投资热土。3月26日，中国（深圳）综合开发研究院与英国智库Z/Yen集团共同编制的第27期“全球金融中心指数”（GFCI 27）报告发布¹⁶，在全球金融中心排名中，上海晋升为全球第四位。

表4 全球金融中心

排名	地区	得分	排名	地区	得分
1	纽约	769	11	深圳	722
2	伦敦	742	12	迪拜	721
3	东京	741	13	法拉克福	720
4	上海	740	14	苏黎世	719
5	新加坡	738	15	巴黎	718
6	香港	737	16	芝加哥	717
7	北京	734	17	爱丁堡	716
8	旧金山	732	18	卢森堡	715
9	日内瓦	729	19	广州	714
10	洛杉矶	723	20	悉尼	713

资料来源：GFCI 27，毕马威分析

¹⁵<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3971334/index.html>

¹⁶The Global Financial Centres Index 27, Z/Yen and CDI, 2020年3月, <http://en.cdi.org.cn/component/k2/item/652-the-global-financial-centres-index-27-gfci-27>

《意见》立足于更好发挥中国（上海）自贸试验区临港新片区金融改革创新引领作用，就支持上海国际金融中心建设明确了临港新片区和长三角一体化两大抓手。

在临港新片区方面，《意见》提出要积极推进金融先行先试。推出了支持商业银行设立专业理财子公司和投资子公司开展非上市公司股权等投资、提升跨境贸易投资便利化水平、大力发展金融科技等7项具体措施。创造性地提出支持商业银行理财子公司和金融资产投资公司在上海设立专业子公司，投资临港新片区和长三角的重点建设项目股权，以及参与相关企业重组、股权投资、直接投资等业务，从而更好地支持临港新片区集成电路、人工智能、生物医药、航空航天等具有国际竞争潜力的重点产业发展。

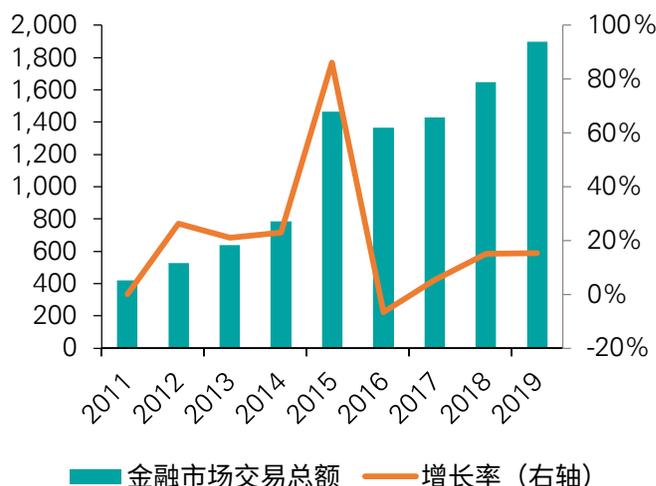
在长三角一体化方面，《意见》将着重推进三方面工作。

- 一是推进金融机构跨省（市）协作，整体提升长三角金融服务效率和水平。如在金融机构合作方面，探索建立贷款联合授信机制，能更好地为长三角跨省（市）基础设施建设项目等提供资金支持。在政策执行上，支持金融机构运用再贷款、再贴现资金，扩大对“三农”、科创类企业、小微民营企业的信贷支持等；
- 二是提升金融配套服务水平，促进长三角创新发展。主要包括积极推动G60科创走廊相关机构扩大债券融资，支持符合条件的科创企业上市融资，大力提升资本市场对科创企业的资金支持力度，探索建立一体化的征信体系更好服务小微企业信用融资；
- 三是建立信息共享机制，加强金融政策协调。比如，推动长三角金融统计信息共享，编制长三角金融稳定指数，加强金融消费纠纷非诉解决机制合作，促进长三角地区普惠金融经验交流等。

2020年是上海国际金融中心建设极具意义的一年。根据国务院2009年发布的《关于推进上海加快发展现代服务业和先进制造业 建设国际金融中心和国际航运中心的意见》，到2020年，上海要基本建成与我国经济实力以及人民币国际地位相适应的国际金融中心。上海地方金融监督管理局局长解冬在年初的2020年中国首席经济学家论坛年会上表示，2019年上海金融市场成交总额达1900

万亿元，直接融资额突破12万亿元，上海已基本完成国际金融中心建设目标。

图44 2011-19年上海主要金融市场成交总额，万亿元



数据来源：上海年鉴，毕马威分析

毕马威分析

《意见》是我国对金融业对外开放措施的具体化规定，也是今年关于落实长三角一体化发展规划纲要和支持临港新片区建设的第一份文件，让市场看到了政府在大力发展境内金融市场上的决心及努力。上海建成国际金融中心，将有力地推动新一轮更高层次的金融对外开放。同时，对长三角地区的辐射作用增强，带动长三角地区迈向发展新台阶。

3

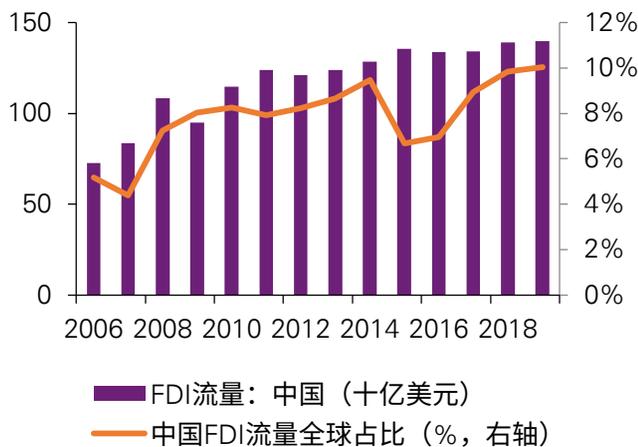
专题研究： 新冠疫情对中国 外商投资的 影响



新冠疫情对全球FDI造成冲击

全球外商直接投资（FDI）流量自2016年开始已经连续4年下降。但即便在这样一个背景下，中国外商投资依然保持了稳定增长。据联合国贸发会（UNCTAD）最新数据显示，2019年全球FDI为13,940亿美元，相比2018年继续下降1.3%；同期中国FDI为1400亿美元，同比增长0.7%，占全球FDI的份额进一步上升至10%。

图45 中国外商直接投资（FDI）规模及其全球占比



资料来源：UNCTAD，毕马威分析。2019年数据为预估值。

但是新冠疫情全球的迅速蔓延，使全球的经济发展面临很大的不确定性，对外商直接投资（FDI）也造成冲击：

- 为了控制疫情的蔓延，各国纷纷出台限制人员、物品流动的管控措施，使跨境投资活动受到明显的抑制，投资效率大大降低；
- 疫情使得经济增速大幅放慢，企业收入受到影响，利润的降低将减少跨国公司的资本支出和收益再投资，从而影响全球跨境投资规模；
- 疫情对各个行业的影响有所不同，一些受冲击较大的行业也可能在近期跨境投资上更加谨慎。

联合国贸发会最新发布的全球投资趋势监测报告显示¹⁷，新冠疫情爆发将使2020-2021年间的全球外国直接投资出现大幅下降，降幅可达30%-40%。同时，全球5000大跨国公司在直接投资中占据重要地位，对FDI具有风向标的作用。受疫情影响，从2月1日以来，这些公司中有将近80%的公司下调了盈利预期，平均下调幅度达到了30%。随着疫情的发展，这一下调趋势可能仍将继续。

表5 全球5000大跨国公司对盈利预期的调整及收益再投资占FDI比重

地区/经济体	盈利预期的平均调整幅度	收益再投资占FDI比重(2018年)
世界	-30%	52%
发达经济体	-35%	61%
发展中经济体	-20%	40%
亚洲发展中经济体	-21%	41%
新加坡	-30%	N/A
泰国	-28%	72%
韩国	-29%	22%
马来西亚	-26%	N/A
中国	-21%	N/A

资料来源：UNCTAD，毕马威分析。统计时间为2020年2月1日至3月23日。

从地区来看，由于疫情在欧美等发达经济体的蔓延，发达经济体跨国公司的收益下调高达35%，高于发展中国家跨国公司20%的下调幅度。其中，中国跨国公司的收益下调为21%，在亚洲各主要发展中经济体中下调幅度相对较小。从产业层面看，能源行业受打击最严重，收益预期下降208%，主要原因是新冠疫情叠加近期原油价格的大跌。其次为航空业、汽车制造业和餐饮旅游业，分别下降116%、47%和41%。

¹⁷Investment Trends Monitor, UNTAD, March 26 2020, https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/diaeiainf2020d3_en.pdf

此外，受疫情影响严重的美国、法国、德国、英国、荷兰等国家都是中国重要的外商投资来源国，疫情的快速蔓延使这些国家的企业营收受到冲击，利润预期下降，企业选择减少资本支出并推迟新投资，进而导致这些国家对华直接投资造成了不利影响。

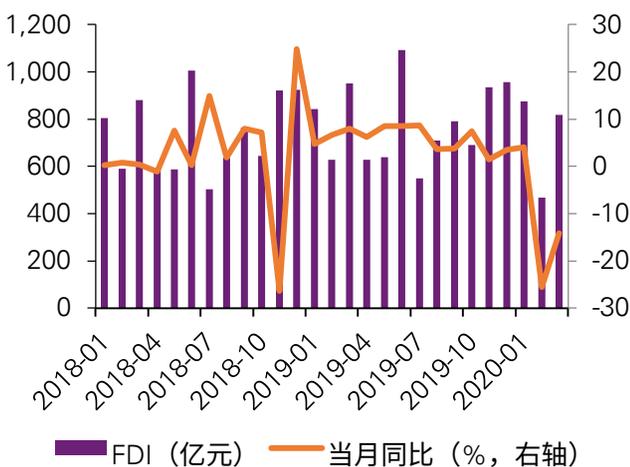
表6 部分国家疫情状况与对华直接投资规模

国家	累计确诊	FDI流量 (百万美元, 2018)
美国	588,435	2,689
西班牙	170,099	171
意大利	159,516	233
法国	137,877	1,011
德国	130,162	3,674
英国	89,571	2,482
比利时	30,589	148
荷兰	26,712	1,273

注：疫情数据截至2020年4月13日
数据来源：Wind，毕马威分析

今年1-3月中国外商直接投资2161.9亿元，同比下降10.8%，但是3月出现企稳迹象。3月中国FDI为817.8亿元，同比下降14.1%，降幅较2月收窄11.5个百分点¹⁸。1-2月受新冠肺炎疫情冲击的影响，叠加春节假期因素，人流物流不畅，企业大面积停工停产，导致投资活动受限，投资者观望情绪加重，是中国实际使用外商投资金额的增速由升转降的主要原因。进入3月，疫情在中国以外加速传播，但在中国逐渐得到控制，每日新增病例数大幅降低，复工复产也在有序推进，因此3月份中国FDI增速虽然仍为负，但降幅收窄。

图46 中国外商直接投资规模 (FDI) 及增速，当月值

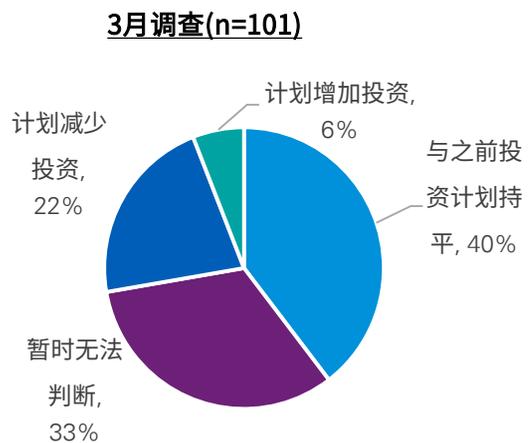
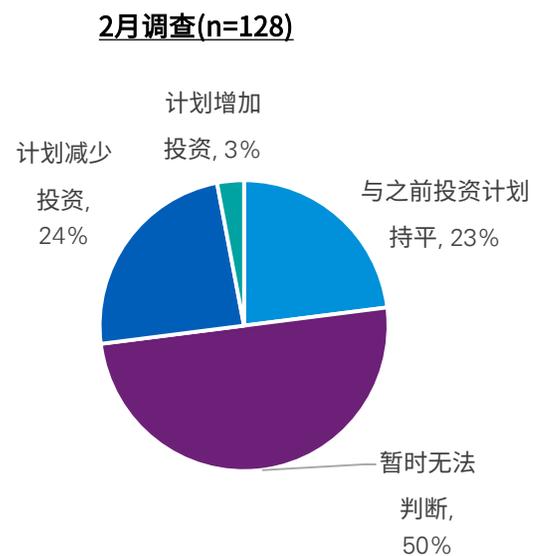


数据来源：商务部，毕马威分析

¹⁸商务部外资司负责人谈2020年一季度全国吸收外资情况，<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/sj/d/202004/20200402955393.shtml>

一些针对外商的调查也显示近期外商对中国投资的情绪较2月份疫情高峰时有所恢复。例如，根据中国美国商会 (AmCham China) 分别在2、3月份的调查结果显示，保持原来在华投资计划的企业占比由2月的23%上升至3月的40%；计划减少在华投资力度的企业占比下降了2个百分点，而计划增加在华投资力度的企业占比增加了3个百分点。

图47 COVID-19对外商2020年在中国计划投资的影响情况



数据来源：中国美国商会，毕马威分析

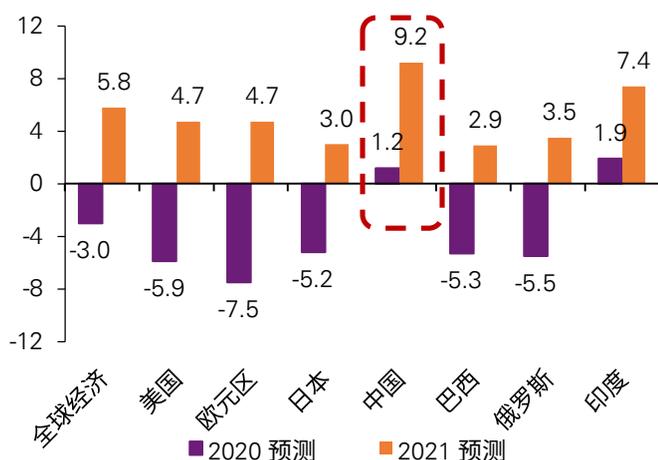
中国对外商投资依然具有很大吸引力

新冠疫情在海外的快速扩散，虽然使中国受到全球投资大环境下滑的影响，但目前中国的疫情已基本得到控制，在全球率先开始复工复产的进程。更重要的是，跨境投资虽然会受到疫情等短期因素的影响，但其更加关注投资目的地的市场环境和长期发展前景。我们认为，中国宏观经济发展的前景和韧性、持续改善的营商环境和不断扩大的对外开放、以及完整的上下游产业链和优质的要素资源，仍然对外资具有多重吸引力。中国依然是外商重要的投资目的地之一。

► 中国宏观经济具有广阔的发展前景和韧性

尽管2019年我国经济面临较大的下行压力，但总体稳健。2019年中国GDP规模超14万亿美元，稳居全球第二，实际增速在全球主要经济体中亦保持较高水平，同时人均GDP突破1万美元大关。尽管当前新冠肺炎疫情笼罩全球，但国际货币基金组织4月最新发布的《世界经济展望》报告中显示，2020年在世界经济增速下滑至-3%，全球超过170个经济体人均收入将出现萎缩的情况下，我国经济仍将维持正增长，而2021年的预测增速则高达9.2%，经济基本面依然强劲。

图48 全球主要经济体短期经济增速预测，%



注：印度数据为当地财年（4月至次年3月）。

数据来源：2020年4月IMF World Economic Outlook，毕马威分析

另外，我国当前的宏观政策空间较大。为应对全球疫情、石油价格扰动和金融市场流动性短缺的多重冲击，美联储在疫情爆发后通过两次大幅降息，迅速将政策利率目标区间下调至0%—0.25%，而我国货币政策则继续保持相对稳健。当前，中美十年期国债到期收益率利差已扩大至200个基点（2%），达到近年新高，更高的回报也加大了中国对外资流入的吸引力。

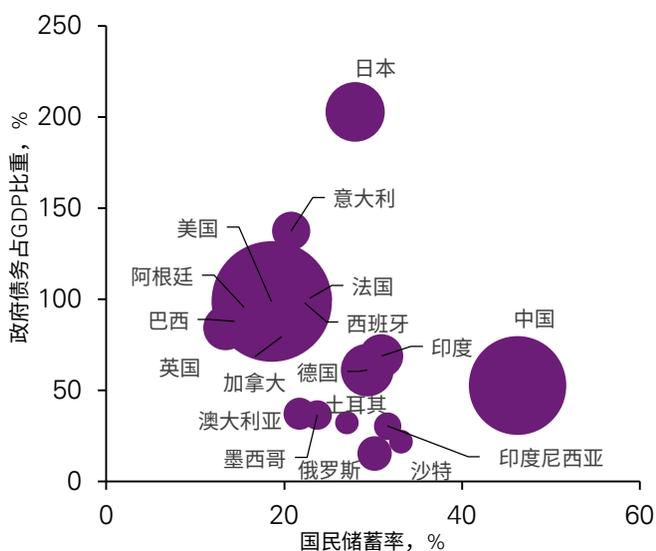
图49 中美十年期国债到期收益率利差，%



数据来源：Wind，毕马威分析

同时，中国在财政政策上也有较大的空间。相较其他主要经济体，我国国民储蓄率水平较高，政府债务占GDP比重则相对较低，在遇到危机时，政府能够利用充分的财政空间，以及丰富的货币政策工具，来抵抗外部冲击。

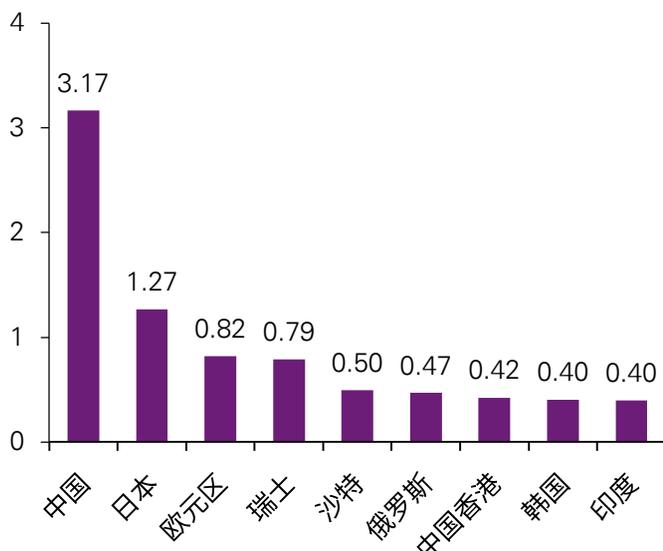
图50 全球主要经济体国民储蓄率，及政府债务占GDP比重，%



注：气泡大小代表各经济体以美元计量的GDP体量。
数据来源：BIS, World Bank, 毕马威分析

此外，我国外汇储备水平世界第一，经常账户也在大部分时间保持顺差，亦能够有效应对资本流动的冲击，保持汇率的稳定。总体来说，我国宏观经济中长期的向好趋势，以及充足的危机应对政策空间，可以增强我国吸引外资的能力。

图51 全球主要经济体外汇储备资产，万亿美元



数据来源：IMF, 毕马威分析

► 不断改善的营商环境和扩大的对外开放将加大对外资的吸引

近年来我国不断改善的营商环境也将提升对外资的吸引力。世界银行《全球营商环境报告2020》表示，过去两年间中国在营商环境方面取得了显著的进步，我国当前营商环境指数位列全球第31位，较上一年提升15位。

从政府治理方面来看，当前在对抗自然灾害和瘟疫时，中国强大的资源调动能力、各级政府高度的执行力，以及社会各界的信任和配合，能够较快、有效的控制灾难的蔓延。佩戴口罩、封城、社区管理等联防联控机制；公路、铁路、机场等交通枢纽全面检查；火神山、雷神山医院的迅速建成；医护人员和医疗设备从全国驰援湖北，这一系列的措施大大提高了疫情防控的效率，进而帮助我国较快的控制住疫情的蔓延，为复工复产、逐渐恢复经济正常运行打下了基础。

新冠肺炎疫情在我国得到有效控制后，政府高度重视稳外资、稳外贸，提出了多项政策优先支持外资外贸企业复工复产。华南美国商会3月的报告指出，在399家受访会员企业中，超过93%认为中国政府机构可为企业提供有效帮助¹⁹。我们认为，社会的稳定发展是市场主体开展生产经营活动的根本保障，此次全球新冠肺炎疫情中，我国防控疫情取得的成就世界有目共睹，也将增强我国对外资的吸引力。

此外，我国外商投资环境正在进一步向法制化发展，对外开放水平不断提高。今年是我国《外商投资法》实施的第一年，其要求在企业支持政策、政府采购、标准制定和行政审批等方面对各类所有制企业一视同仁。我国外商投资准入负面清单长度也已由2015年的93条缩减至2019年的40条，今年4月7日的国常会上也明确表示要继续扩大鼓励外商投资产业范围。

¹⁹《特别报告：新型冠状病毒疫情的影响》，华南美国商会，2020年3月，<http://amcham-southchina.org/amcham/static/publications/specialreport.jsp>

表7 新冠肺炎疫情爆发以来我国出台的稳外资政策文件

日期	部门	政策文件/会议名称	具体内容
2月10日	商务部	《关于积极应对新冠肺炎疫情加强外资企业服务和招商引资工作的通知》	积极帮助外资企业有序恢复正常生产经营；加强外资大项目服务保障；创新和优化招商引资方式；因地制宜精准帮扶；持续优化营商环境。
2月18日	商务部	《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	要协调复工审核部门加快办理手续；加强外资大项目跟踪服务，创新和优化招商引资方式；加强外资企业动态监测，有针对性地加强服务和指导；用好地方配套资金，带动社会资本，全力支持稳外贸稳外资促消费。
2月28日	商务部	全国商务系统应对新冠肺炎疫情做好商务工作电视电话会议	要更加积极有效利用外资，着力稳住存量，抓好重大外资项目落地，创新招商引资方式。
3月6日	商务部、财政部	《关于用好内外贸专项资金支持稳外贸稳外资促消费工作的通知》	用好外经贸发展专项资金，全力支持稳住外贸外资基本盘；用好服务业发展资金，加大支持促进国内消费；严格规范资金管理，不断提升资金使用绩效。
3月9日	发改委	《关于应对疫情进一步深化改革做好外资项目有关工作的通知》	要求积极帮扶外资项目和外资企业复工复产，加强重大外资项目跟踪储备，提高外资项目备案便利化程度，简化外资项目核准手续，优化鼓励类外资项目进口设备免税确认流程。
3月11日	国常会	确定应对疫情影响稳外贸稳外资的新举措	必须坚持扩大对外开放，多措并举稳外贸稳外资；抓紧进一步缩减外商投资准入负面清单，扩大鼓励外商投资产业目录，使更多领域的外商投资能够享受税收等有关优惠政策。
3月24日	商务部	《关于统筹做好新冠肺炎疫情防控和发展全面做好国家级经开区工作的通知》	提出推动企业复工复产、加大政策支持力度、完善考核评价机制、深入推进“放管服”改革、加强投资促进等10项工作要求，推动国家级经开区加强扩大开放和招商引资等重点工作，在“六稳”工作特别是稳外贸、稳外资中发挥更大作用。
3月27日	商务部	2020年全国外资工作会议	结合当前稳外资面临的严峻形势，从推动外资企业复工复产、推动稳外资政策落实、实施信息报告制度、提升投资促进和招商引资水平、推动各类开放平台建设、持续优化外商投资环境等6个重点方面，明确中央层面和地方层面的各项具体工作内容。
4月1日	商务部	《关于应对疫情进一步改革开放做好稳外资工作的通知》	从全力支持外资企业恢复正常生产经营秩序、推动更高水平对外开放、进一步推进商务领域“放管服”改革、加强外商投资服务和促进工作、持续优化外商投资环境5方面提出了24条稳外资措施。
4月1日	商务部	《进一步发挥中欧班列作用应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》	保障外资企业同等适用中欧班列各项支持政策。指导外资企业用足用好中欧班列各项支持政策措施，做到内外资企业同等对待、一视同仁。支持跨国公司利用中欧班列物流网络，降低疫情对其供应链和产业链影响，稳定外资企业信心。

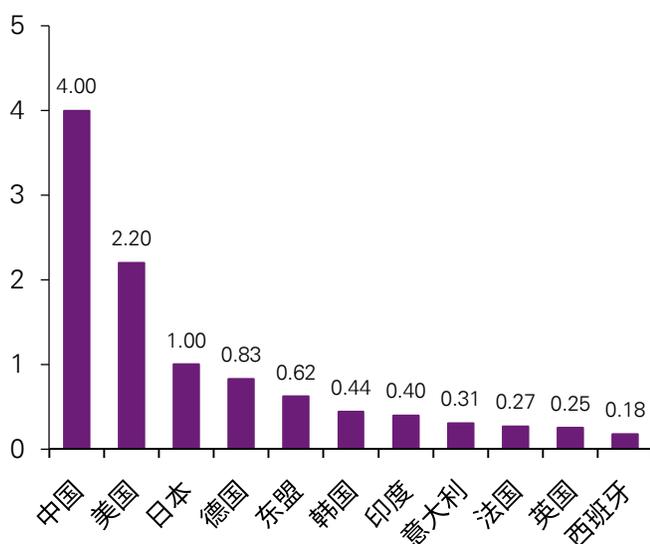
注：资料截至2020年4月10日。
资料来源：网络公开资料整理，毕马威分析

►完整的上下游产业链和优质的要素资源也是外商投资的重要考量

面对疫情的冲击，一些国家政府提出鼓励将制造业回流，甚至考虑对企业的搬家费用进行补贴和支持，以避免过度依赖海外。但是我们认为，重塑高度分工的全球产业链对于企业而言无疑是一个需要大量资金和时间的复杂过程，不会因为一些政府的“搬家补贴”而改变企业的长期战略决策。靠近产品市场、降低生产成本、完善的上下游产业链才是企业投资决定的根本考虑因素。

首先，我国的工业体系完整，产业链基础深厚，根据世界银行数据，2018年，我国制造业增加值已达到4万亿美元，占全球总体的28%。中国的制造业增加值将近美国、日本、德国三个国家的总和。相对完整的工业链条能够保证企业从研发设计、生产到销售上下游整体流程更加便利、高效。例如长三角地区是我国的工业生产高地，集群优势明显。就汽车产业链而言，上海的创新研发水平较高，周边的苏浙皖劳动力密集，且智能制造能力强，中国很多汽车零部件公司均集中在长三角地区，围绕汽车的全产业链非常完备。这也吸引了诸多跨国车企在该地区布局、投资、建厂。

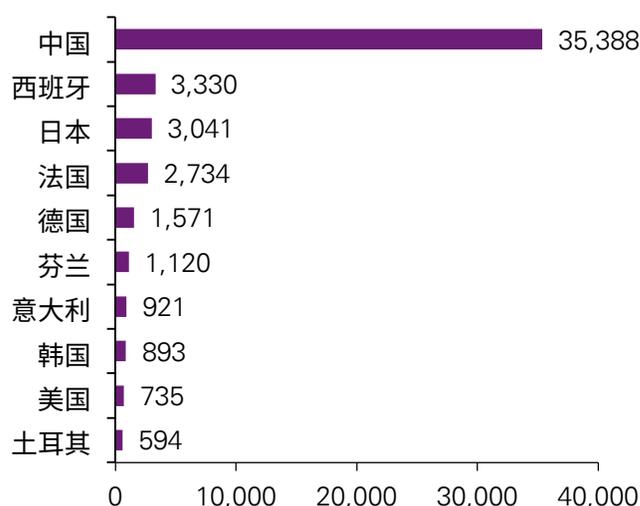
图52 全球主要经济体制造业增加值，万亿美元



数据来源：World Bank，毕马威分析

其次，成熟的基础设施、强大的运输配套能力是企业投资选址的基础考量因素，也是支撑产业发展的关键。铁路运力不足、电力供应紧缺等问题会制约大部分工业产业的发展。在世界银行营商环境评价体系中“电力可得性”这一分项指标上，我国排名全球前列。而高速公路、高速铁路运营里程也已居世界首位，能够较好的帮助企业实现物理联通，货物实现远距离销售。

图53 全球高速铁路运营里程排名，公里



数据来源：UIC，毕马威分析

同时，我国拥有大量的高技术劳动力供给，在2009年至2018年的过去的10年中，中国培养了6500万以上的大学毕业生，500万的研究生，其中从事科研的人员数量大幅上升，中国国际专利申请数量占全球的比重从2008年的3.7%提升到2018年的21%²⁰。高素质、高技能、高创造力的劳动力供给将有助于先进制造业、现代化服务业等高新产业链的长期发展，提升全社会劳动生产率。综上所述，相较于其他新兴经济体，高效的产业比较优势使我国在吸引外资上具有较强的竞争力。随着我国不断推进的改革开放，有效投资需求将持续释放，外商直接投资在中长期仍将保持稳定增长。

²⁰数据来源于国家统计局，世界知识产权组织。

我国外商投资的未来发展趋势

我们认为，未来外商投资在中国有四个主要发展方向。

► 在中国 为中国

我国拥有世界上规模最大的消费群体，而近年来我国也高度重视发展国内消费市场。2019年，我国社会消费品零售总额同比增长8%，最终消费支出对GDP的贡献率为57.8%。消费的平稳增长发挥了压舱石的作用，为保持经济的基本稳定做出了重要贡献。

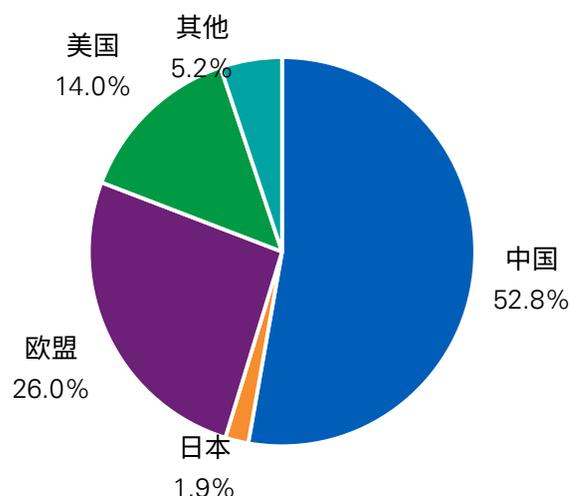
与此同时，中心城市和城市群已经成为中国区域经济发展的重要战略，随着户籍、土地制度改革，政府将通过发展新基建和数字经济，进一步推动城市群聚集效应，释放我国下沉消费市场潜力。而稳步扩容的中等收入群体，也将通过消费结构的升级带来更多新的需求。广阔的市场腹地和众多的消费者群体，将使跨国投资向“在中国，为中国”方向发展。

例如，2019年11月底，德国化工巨头巴斯夫化学公司投资100亿美元，在广东湛江建设的新型一体化生产基地正式启动²¹。巴斯夫公司表示，中国是全球最大的化学品市场，约占40%的市场份额，在全球化学品生产的增长中发挥主导作用。广东拥有的大量人口，以及相关行业重要客户均布局于此则是其选择广东的重要原因。该项目也是巴斯夫迄今为止最大的海外投资项目，将建设从基础化学品到消费品的上下游生产装置，形成整合的产业链，为中国消费品、交通等增长型行业提供支持。

与之类似的是中国的新能源汽车市场。中国目前是世界最大的新能源汽车市场，据EV volumes的数据显示，2019年我国新能源汽车销量约120万辆，较去年增长3%，占比已达全球销售总量的52.8%。

电动汽车行业巨头特斯拉决定在中国建立其第一个海外工厂，一方面是看中了中国完善的工业体系和高效的制造能力，但更重要的也是因为中国巨大的新能源汽车市场。我们预计，将有越来越多的跨国公司通过“在中国，为中国”的投资模式，与中国市场共同发展。

图54 2019年全球主要经济体新能源汽车销量占比，%



数据来源：EV volumes，毕马威分析

► 加强知识产权保护有利于吸引更多高技术投资

为给外商在华投资创造良好的环境，中国国内也大大加强了知识产权保护力度，我国的知识产权法律制度包括商标法、专利法、著作权法、反不正当竞争法、知识产权海关保护条例等20余部法律法规，其他如合同法、公司法、广告法、对外贸易法、反垄断法等等法律法规也与知识产权保护密切相关。

²¹ 巴斯夫正式启动广东新型一体化生产基地项目，2019年11月，<https://www.basf.com/cn/zh/media/news-releases/global/2019/11/p-19-403.html>

此外，我国还与有关国家签订了双边或多边的有关知识产权问题的协议、备忘录等法律文件。例如，去年底签订的中美第一阶段经贸协议，中美双方就加强知识产权保护在几个方面达成共识，包括商业秘密保护、与药品相关的知识产权问题、专利有效期延长、地理标志、打击电子商务平台上存在的盗版和假冒、打击盗版和假冒产品的生产和出口、打击商标恶意注册，以及加强知识产权司法执行和程序等。

中国加强知识产权保护力度，有利于保护创新，有利于国外知识产权更多地进入中国。2019年5月，中国欧盟商会发布的《2019 商业信心调查报告》显示，受访的585家在华欧盟企业约六成认为中国知识产权行政与司法保护力度明显加大，研发环境的吸引力与日剧增。

中国创新能力的提高和知识产权保护力度的加强将吸引更多外资规模投向高技术、高附加值的产业。商务部数据显示，2020年一季度，虽然中国整体使用外资较去年同期下降10.8%，但是中国高技术服务业实际使用外资同比增长15.5%，占服务业比重达29.9%，其中，信息服务、电子商务服务、专业技术服务同比分别增长28.5%、62.4%和95%。

► 绿色产业潜力巨大

在改革开放的40多年间，中国经济取得了举世瞩目的成就，但同时也付出了相当的资源和环境代价。这种以牺牲环境换来的高速发展显然是不科学的，也是不可持续的。近年来，随着国家经济发展结构的不断优化，“绿水青山就是金山银山”的发展理念日益深入人心，生态优先、绿色发展已经成为政府工作的重心。早在2016年国家就发布了以绿色可持续发展为中心的《长江经济带发展规划纲要》²²。2019年9月，习近平主席又亲自主持召开了黄河流域生态保护和高质量发展座谈会，强调环境保护和高质量发展的重要性²³。

我国环保产业近年来一直保持增长趋势，但是环保投资占国内生产总值（GDP）的比重从2012年以来呈逐年下降趋势，2017年比重降至1.16%。2018年环保政策密集出台，节约环保力度进一步加大，环保占GDP的比重回升到了1.48%。根据发达国家经验，环保投入占GDP的比重在1%-1.5%时，才可能遏制环境污染的恶化趋势，比重升至2%-3%时，才有可能改善环境质量²⁴。由此可见，中国的环保产业发展潜力巨大。根据《中国环保产业分析报告（2019）》预测²⁵，2020年我国环保产业营业收入总额有望超过2.1万亿元。

绿色产业不仅市场潜力巨大，也是国家吸引和鼓励外资进入的优先行业。2019年6月最新发布的《鼓励外商投资产业目录》中绿色制造和节能环保都是中国吸收和利用外资的重点领域。可以预见的是，在广大的市场和政策利好的驱动下，以节能环保及绿色制造为代表的绿色产业将成为外商投资的热点领域。

► 医疗健康产业有望获得更快发展

疫情之后，一些跨国公司可能会出于分散供应链风险、减少局部区域突发事件对医药产品供应的影响等因素考虑，进而探索更为合理的分布式供应链布局，以保障医药产品、器械供应。但同时也应看到，本次疫情也对中国医疗和健康行业产生了深远影响：一方面，疫情可以说是一次史无前例的全民健康教育，全国上下对于大健康产业更加关注，未来健康消费支出有望大幅增长；另一方面，疫情也暴露了我国医疗资源不足、分级诊疗体系不够健全且区域间发展不均衡、信息化建设不足、医药研发环节存在较大短板等问题，医药健康产业将得到更多关注。按照《“健康中国2030”规划纲要》的预估，健康产业总规模2020年将突破8万亿元，2030年将突破16万亿元。在此次疫情的催化下，预计产业规模将在此预估基础上得到进一步提升。

²²推动长江经济带发展意义重大，人民网，2016年9月12日，<http://politics.people.com.cn/GB/n1/2016/0912/c1001-28707585.html>

²³习近平在河南主持召开黄河流域生态保护和高质量发展座谈会，中国政府网，2019年9月19日，http://www.gov.cn/xinwen/2019-09/19/content_5431299.htm

²⁴2019国家发改委环保与资源节约综合利用类《产业结构调整指导目录（征求意见稿）》，<https://new.qq.com/omn/20190528/20190528A03KNQ.html>

²⁵<http://huanbao.bjx.com.cn/news/20191225/1031245.shtml>

医疗健康需求和政策红利的推动下，大健康产业在疫情前就已经成为资本追逐的热点。目前布局大健康产业的资本主要来自房地产和医疗机构，保险企业和金融机构、以及科技企业领衔的“健康+智能化”互联网医疗和智慧养老。近年来，医疗健康产业的外商准入限制也正在逐步放开，特别是与养老相关的康养产业。例如，北京市2018年4月颁布的《北京市人民政府关于扩大对外开放提高利用外资水平的意见》²⁶中就明确提出“鼓励外商投资企业在京设立营利性养老机构、医养结合服务机构、社区养老服务驿站、专业护理服务机构，提供多元化养老服务”。相信随着外商投资法的实施落地，以及未来医疗和健康产业吸引外资政策的进一步敞开，外商投资有望迎来更快增长。

结语

中国经济在取得了巨大发展的同时，在很多领域也还存在着明显短板。比如我国制造业大而不强，很多关键零部件领域还严重依赖进口，基础研发能力不足，附加值较低等等。外资对中国未来发展、消费升级、产业升级依然具有非常重要的意义。

新冠肺炎疫情被认为是1929年大萧条后世界经济面临的巨大挑战。新冠疫情不仅对短期经济增长造成巨大压力，对中长期世界政治、经济、科技、贸易、投资等格局也可能带来深远影响。

随着中国人口结构的变化以及劳动力成本的上升，一些劳动密集型产业向具有更低成本优势的地区流动符合经济发展规律。同时，一些企业基于分散供应链风险、减少局部区域对产品供应制约等因素考虑，也可能对产业链布局进行调整。在这样的背景下，一方面我们要看到中国巨大并快速成长的市场、完整高效的产业链是我国吸引外资的底气所在；另一方面，我们也要对未来的风险和挑战有清醒的认识，加快对外开放，加速科技转型升级。和证券投资不同，外商直接投资更加稳定，更加看重一个国家长期的发展前景。只要中国保持稳定发展的势头，就一定能对外商直接投资保持强劲的吸引力。

²⁶ 《北京放开六大重点领域外资准入限制 鼓励外商在京投资养老机构》，人民网，2018年4月17日，<http://house.people.com.cn/n1/2018/0417/c164220-29930450.html>

附表：主要经济指标

			2018	2019	2019			2020		
	指标	单位	年度数据	年度数据	10月	11月	12月	1月	2月	3月
主要经济 活动指标	名义国内生产总值	万亿元	91.9	99.1	27.8			20.7		
	实际国内生产总值	同比, %	6.7	6.1	6.0			-6.8		
	规模以上工业增加值	同比, %	6.2	5.7	4.7	6.2	6.9	-4.3	-25.9	-1.1
	工业企业利润总额	累计同比, %	22.0	-3.3	-2.9	-2.1	-3.3	0.0	-38.3	-36.7
	社会消费品零售总额	同比, %	9.0	8.0	7.2	8.0	8.0	0.0	-20.5	-15.8
	固定资产投资完成额	累计同比, %	5.9	5.4	5.2	5.2	5.4	0.0	-24.5	-16.1
	房屋新开工面积	累计同比, %	17.2	8.5	10.0	8.6	8.5	0.0	-44.9	-27.2
	房屋销售面积	累计同比, %	1.3	-0.1	0.1	0.2	-0.1	0.0	-39.9	-26.3
	房地产业土地购置面积	累计同比, %	14.2	-11.4	-16.3	-14.2	-11.4	0.0	-29.3	-22.6
	中国制造业采购经理指数	指数	50.9	49.7	49.3	50.2	50.2	50.0	35.7	52.0
对外贸易 及投资	出口金额	同比, %	9.9	0.5	-0.8	-1.3	8.1	0.0	-17.1	-6.6
	进口金额	同比, %	15.8	-2.7	-6.1	0.9	16.7	0.0	-3.9	-1.0
	贸易差额	十亿美元	350.9	421.4	42.4	37.3	47.2	0.0	-6.9	19.9
	实际使用外资金额(非金融类)	十亿美元	132.0	138.1	10.0	13.6	13.8	12.7	N/A	N/A
	对外直接投资(非金融类)	十亿美元	120.5	110.6	9.5	8.3	11.8	8.3	7.2	8.7
金融市场	人民币汇率	美元/人民币	6.62	6.90	7.07	7.02	7.01	6.92	6.99	7.01
	人民币实际有效汇率指数	指数	122.6	122.0	120.9	122.6	122.2	124.8	126.4	126.1
	上证综合指数(期末值)	指数	2494	3050	2929	2872	3050	2977	2880	2750
	货币供应量(M2)	同比, %	8.1	8.7	8.4	8.2	8.7	8.4	8.8	10.1
	社会融资规模存量	同比, %	12.0	10.7	10.6	10.7	10.7	10.7	10.7	11.5
	新增社会融资规模	十亿元	19440	25575	868	1994	2103	5070	858	5149
	新增人民币贷款	十亿元	16166	16817	661	1390	1140	3340	906	2850
上海银行间同业拆放隔夜利率	%	2.48	2.18	2.47	2.20	1.86	1.92	1.64	1.31	
价格	居民消费价格指数	同比, %	2.1	2.9	3.8	4.5	4.5	5.4	5.2	4.3
	工业生产者出厂价格指数	同比, %	3.5	-0.3	-1.6	-1.4	-0.5	0.1	-0.4	-1.5
	原油	美元/桶	64.9	57.0	54.0	57.1	59.8	57.6	50.6	30.5
	螺纹钢	元/吨	4177	3933	3801	3926	3885	3773	3597	3561
	70个大中城市新建商品住宅价格指数	同比, %	7.3	9.7	8.0	7.3	6.8	6.5	5.9	5.4

数据来源: Wind, 毕马威分析

联系人



邹俊
北方区首席合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087038
jacky.zou@kpmg.com



龚伟礼
华东及华西区首席合伙人
毕马威中国
+86 (21) 22122999
william.gong@kpmg.com



黄文楷
华南区首席合伙人
毕马威中国
+86 (20) 38138833
ricky.wong@kpmg.com



韦安祖
香港首席合伙人
毕马威中国
+852 28267243
andrew.weir@kpmg.com



吴国强
中国业务发展主管合伙人
毕马威中国
+86 (10) 85087067
raymond.kk.ng@kpmg.com



史伟华
中国业务发展首席运营官
毕马威中国
+86 (21) 22123884
thomas.stanley@kpmg.com



康勇
首席经济学家
毕马威中国
+86 (10) 85087198
k.kang@kpmg.com

研究团队

宏观和政策：王薇; 曾远, CFA; 孟璐; 郑亚男; 范嘉怡
设计：李媛媛

kpmg.com/cn/socialmedia



如需获取毕马威中国各办公室信息，请扫描二维码或登陆我们的网站：

<https://home.kpmg.com/cn/en/home/about/offices.html>

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。© 2020 毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙) – 中国合伙制会计师事务所，是与瑞士实体 – 毕马威国际合作组织 (“毕马威国际”) 相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。在中国印刷。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

刊物编号：CN-MKT20-0001c

二零二零年五月印刷