
新冠疫情的全球蔓延对中国经济影响的分析

(完整版)

上海交通大学上海高级金融学院

上海交通大学中国金融研究院

课题组¹

2020. 3. 6

¹ 课题组组长：屠光绍；课题组成员（按姓氏拼音排序）：张春、董昕皓、胡浩、蒋一乐、李峰、王江、吴婷、严弘、仲文娜、朱宏晖。

摘要：当前，新冠疫情在中国逐步得到控制，但在全球呈现出扩散迹象。疫情的全球蔓延增加了全球增长的不确定性和下滑风险。基于疫情可能扩散的国家或地区和疫情的严重程度（持续时间和受冲击的行业）这两个维度，我们给出疫情全球演变的三种情景分析。在较乐观情景下，中国经济经历中度的疫情（冲击其服务业两个月和制造业一个月），亚洲其他地区、欧盟和美国经历轻度的疫情（主要冲击其服务业一个月），2020 年全球 GDP 增速将在 2019 年基础上降低 0.4 个百分点，跌至 2.5%；在中性情景下，疫情持续扩散，东亚和欧美等主要经济体也经历中度的疫情，全球 GDP 增速下降至 2.0%；在悲观情形下，全球主要经济体都经历重度的疫情（对服务业冲击 3 个月，制造业 2 个月），全球 GDP 增速仅为 1.2%。

疫情的全球蔓延对全球经济金融带来了显著影响。**从对行业的影响看**，疫情对全球旅游、交通运输等行业造成直接冲击；对产业链全球化的制药、半导体、汽车制造等行业以及强烈顺周期的能源行业造成较大影响。**从对供应链的影响看**，本次新冠疫情凸显了产业外迁带来的全球供应链风险。疫情重点地区中的中国、日本、韩国、意大利、伊朗作为制造业和能源供应链的枢纽，疫情在相关国家的蔓延或将扰乱全球供应链，尤其是机电、半导体、运输设备、化工以及矿物燃料等方面的供应。若疫情进一步在欧盟、美国等主要经济体蔓延，将从生产资料供应、资本供给和最终消费市场三个方面对全球供应链产生极大的冲击。**从对金融市场影响看**，疫情全球爆发后的第一周（2月24日至2月28日），全球金融市场的表现可以概括为美债和日元涨，

股市和黄金跌，类似的组合在 2008 年次贷危机的时候也发生过。但目前看来，市场并不会出现 2008 年的流动性危机。

疫情的全球蔓延也反向冲击中国经济金融的发展和稳定。**从对经济增速的影响看**，比照 08 全球金融危机，新冠疫情全球蔓延在三种情景下将冲击出口增速从而拖累我国 GDP 增速分别下降 1.0(乐观)、1.9(中性)和 3.0(悲观)个百分点。**从对进出口和产业链冲击看**，我国在机电产品、化学制品等领域对日韩敞口较大，产业链的延伸可能冲击国内中下游半导体产业、汽车制造业。若疫情进一步在欧盟、美国等主要经济体蔓延，将对我国的机电、运输、化工、家具玩具、光学钟表、医疗设备、纺织品等行业造成较为严重的普遍性影响。**从对金融市场的影响看**，虽然本次疫情对股市造成的市场联动效应显著，但中美股市的弱相关性意味着资产配置动机将吸引外资流入；需重点关注汽车制造、化工和纺织行业信用债风险；疫情在全球蔓延后，人民币由于避险原因，汇率反而走高。未来人民币的走势将取决于经济恢复状况、货币政策和财政政策的实施情况，及中美贸易博弈的发展。

疫情的全球蔓延给中国带来了风险和挑战，同时也带来了诸多发展机遇，这主要体现在六个方面。**在疫情方面**，输入型病例的逐渐上升是当下中国面临的首要风险和挑战。如果无法防控好输入型病例，将可能给中国带来二次全国性疫情蔓延。**在经济方面**，疫情的全球蔓延进一步加大了中国经济企稳的难度。短期内，这将对宏观政策调整带来压力。如果调整的力度过大、着力点不合理，将会给中国经济长期发展埋下更大的系统性风险。**在产业方面**，疫情的全球蔓延给中国

部分产业带来了挑战。不过，中国作为生产大国并且全国疫情已得到较好控制，国际产业也将向中国集中，尤其是受疫情利好、有发展优势的产业，这将给中国带来长期发展的基础。在供应链方面，疫情的全球蔓延凸显了全球供应链的风险。我国高度依赖部分重点国家的产品供应，可能影响部分行业的复工复产。但是，在我国疫情得到初步控制的基础上，全球供应链的调整或将向利好中国的方向发展。在金融方面，疫情的全球蔓延加大了海外金融市场的风险，同时也会给国内金融市场带来一定的冲击。但是，中国的疫情防控措施较为完备，中国金融市场正逐渐成为了国际资本的“避风港”，吸引了外资的流入，进一步稳定了国内金融市场，也为人民币的国际化带来新的发展机遇。在逆全球化方面，应当警惕疫情带来的逆全球化挑战。我国作为全球化时代当前的最大收益者，应当坚定地成为全球化的捍卫者，此次疫情的全球蔓延也为我国成为全球化的领导者提供了机会。

为了应对国际疫情蔓延对我国带来的挑战和机遇，建议：**一是**严控国外疫情输入，加强国际合作共抗疫情；**二是**财政政策更加积极有为，货币政策保持稳健并适度放松，监管政策保持连续性和灵活性，采用积极但适当的财政和货币政策，刺激力度适度、结构合理；**三是**对受新冠疫情全球蔓延影响较大的行业进行精准支持，鼓励信息科技等行业帮助海外国家抗击疫情，为疫情结束后向国际市场拓展提供铺垫；**四是**采取积极措施应对疫情全球蔓延对产业链的影响，提升开放力度，促进中西部地区对东南部制造业的承接，加强自主供应链配套，加强优势产业的聚集和推广；**五是**确保金融市场稳定运行，扩大金融

改革开放，满足海外资金在疫情蔓延下的避险需求，在国际疫情防控合作中发挥人民币支付结算功能，加快人民币国际化和上海国际金融中心的开放步伐；**六**是从政治和经济两个层面，通过凝聚人类命运共同体的思想共识和构建新兴全球化经贸体制，应对逆全球化风险。

目录

一、全球疫情的演变态势	9
二、疫情全球蔓延对全球经济及金融市场的影响	11
(一) 疫情冲击下主要经济体和全球经济增速的预测	11
(二) 疫情全球蔓延对全球产业的影响	13
1、全球产业对疫情重点地区的依赖度	14
2、疫情对全球各产业的主要影响	19
3、疫情进一步向欧盟、美国等经济体蔓延对全球产业的影响	22
(三) 疫情全球蔓延对全球金融市场的影响	26
1、全球股市	27
2、全球债券	31
3、全球外汇市场	33
4、大宗商品	35
三、疫情全球蔓延对中国经济及金融市场的影响	36
(一) 疫情全球蔓延对中国宏观经济的影响	36
(二) 疫情全球蔓延对中国产业的影响	37
1、中国产业对疫情重点地区的依赖度	37
2、对中国各产业的主要影响	38
3、疫情若进一步向欧盟、美国等经济体蔓延对中国产业的影响	42
(三) 疫情全球蔓延对国内金融市场的影响	46
1、股市	46
2、债券市场	51
3、人民币汇率	55
(四) 疫情全球蔓延对上海国际金融中心的影响	57
四、疫情全球蔓延下中国面临的风险、挑战和机遇	58
(一) 疫情在海外蔓延的风险与防疫挑战	59
(二) 国际疫情蔓延下我国宏观和监管政策面临保增长和优化结构的双重挑战	60
1、海外需求和供给的不确定性进一步增加了我国经济恢复的风险	60
2、宏观政策把握力度和着力点的难度加大，短期和长期目标的平衡难度增加	61
(三) 疫情全球蔓延给我国产业带来的风险与机遇	63
(四) 疫情全球蔓延对我国产业链带来的风险与机遇	64
1、警惕疫情带来的供应链风险	64
2、疫情或吸引产业向中国集中，并利于我国产业结构调整	65
(五) 疫情全球蔓延对我国金融市场带来的冲击有限，且有助于进一步提升外资吸引力、推动人民币国际化	66
1、股票市场	66
2、债券市场	68
3、外汇市场	70
(六) 疫情全球蔓延带来逆全球化挑战与机遇	70
1、警惕疫情带来的逆全球化挑战	70
2、继续推动和捍卫全球化的机遇	71
五、疫情全球蔓延下中国的应对措施	72
(一) 严控国外疫情输入，加强国际合作共抗疫情	72

1、防范输入性风险.....	72
2、加强国际合作共抗疫情.....	73
3、保证物流畅通.....	73
4、完善战“疫”物资战略储备，克服市场失灵.....	73
(二) 财政政策更加积极有为，货币政策保持稳健并适度放松，监管政策保持连续性和灵活性，长期持续深化体制机制改革.....	74
1、积极的财政政策要更加积极有为，提高资金使用效率，优化支出结构.....	74
2、货币政策保持稳健并适度放松，密切关注滞涨风险，并防范系统性金融风险.....	74
3、保持监管政策连续性和灵活性.....	74
(三) 对受国际舆情蔓延影响的行业，采取不同的应对措施.....	75
(四) 采取更加积极措施应对疫情全球蔓延对供应链的影响.....	76
1、进一步提升开放力度.....	76
2、促进中西部地区对东、南部制造业的承接.....	76
3、加强自主供应链配套.....	76
4、加强优势产业的聚集和推广.....	77
(五) 确保金融市场稳定运行，扩大金融业对外开放，推动人民币国际化，促进上海国际金融中心建设.....	77
1、针对股债汇三个市场可能出现的风险点积极采取措施，确保股债汇市场稳定运行.....	77
2、扩大金融业对外开放，积极吸引外资入市.....	78
3、推动人民币国际化，促进上海国际金融中心建设.....	79
4、推动政府与金融机构合作，加强金融风险管理.....	79
(六) 以人类命运共同体应对逆全球化.....	80
图 1 中国境外的新冠累计确诊病例数（2月1日-3月5日）.....	9
表 1 疫情演变的情景假设：直接影响的经济体及影响程度.....	10
表 2 2020 年全球及主要经济体 GDP 增速预测.....	13
图 2 中国对相关国家的进出口贸易额.....	15
图 3 日本对相关国家的进出口贸易额.....	16
图 4 韩国对相关国家的进出口贸易额.....	17
图 5 意大利对相关国家的进出口贸易额.....	18
图 6 伊朗对相关国家的进出口贸易额.....	19
图 7 布伦特原油价格.....	22
图 8 欧盟、美国的进出口贸易额.....	23
图 9 美国各门类出口贸易额.....	24
图 10 美国各门类进口贸易额.....	24
图 11 欧盟各门类出口贸易额.....	25
图 12 欧盟各门类进口贸易额.....	25
图 13 Libor-OIS 利差（绿色）.....	26
图 14 欧洲美元三个月交叉货币互换基差（紫色）.....	27
表 3 全球主要股指一周内表现（2月24日-2月28日）.....	29
表 4 美股历史前 10 大跌幅.....	30

图 15 全球主要股票指数 PE 比较.....	31
图 16 意大利 10 年期国债利率.....	33
图 17 墨西哥汇率.....	34
图 18 巴西汇率.....	34
图 19 黄金价格与实际利率.....	35
图 20 中国对疫情重点地区的进出口贸易额.....	37
图 21 中国从日本进口贸易额.....	38
图 22 中国对日本出口贸易额.....	39
图 23 中美双边贸易额.....	42
图 24 中国从美国进口贸易额.....	43
图 25 中国对美国出口贸易额.....	44
图 26 中欧双边贸易额.....	44
图 27 中国从欧盟进口贸易额.....	45
图 28 中国对欧盟出口贸易额.....	45
图 29 春节后沪深两市指数表现.....	46
表 5 股指相关性.....	47
表 6 A 股与美国不同时间段的相关性.....	47
表 7 美股下跌 2% 之后 n 个交易日内的相关性.....	48
表 8 美股上涨 2% 之后 n 个交易日内的相关性.....	48
图 30 北上资金流向沪深两市情形.....	50
表 9 沪股通的净流入额和股票回报率之间的相关性.....	51
图 31 信用债存量（按券种）.....	52
图 32 每月债券到期额.....	52
表 10 债券到期额（2020 年）.....	54
表 11 债券到期额（2021 年）.....	54
图 33 中美 10 年期国债利差.....	56
图 34 人民币汇率走势.....	57
图 35 北上 50 重仓等权指数与中证 800 收益比较.....	68
图 36 信用债发行.....	69

一、全球疫情的演变态势

2月下旬以来，中国以外地区的新冠疫情呈现蔓延态势。截至3月5日，中国境外累计确诊病例达14,768例，其中韩国最多，其次为意大利、伊朗。并且这三个国家的确诊人数增速显著，已经进入爆发高峰期，2月20日以来韩国的累计确诊病例从924例上升至5,766例，意大利从3例猛增至3,089例，伊朗从2例升至2,992例。值得注意的是，除意大利之外，欧洲其他主要国家的疫情发展水平也有所上升，法国和德国的累计确诊人数均已超过250，西班牙接近200。此外，美国的确诊人数也在增加，目前累计已经超过了100。

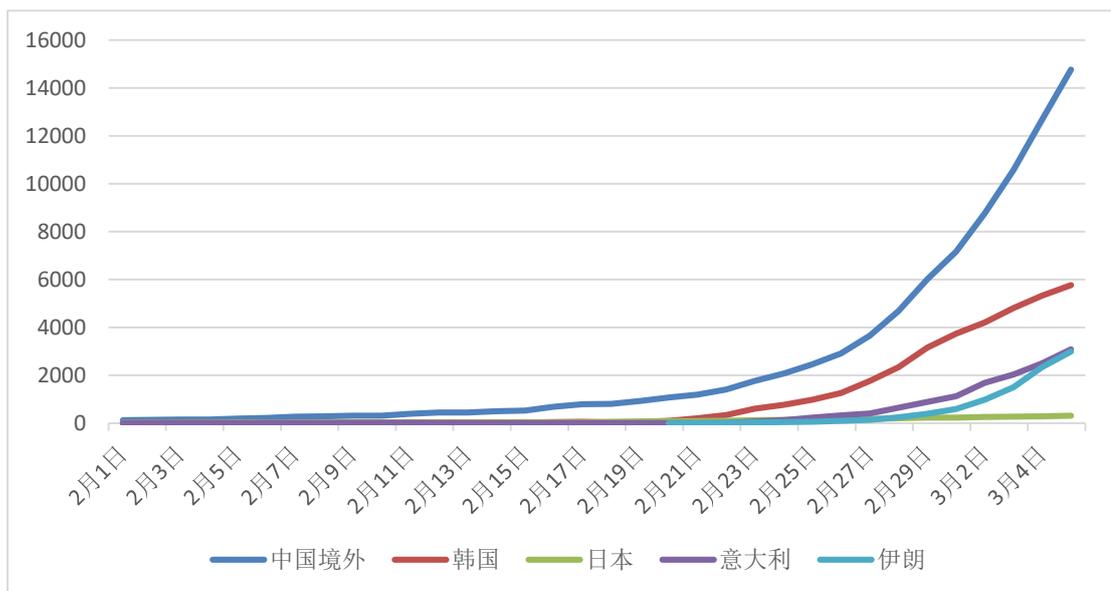


图1 中国境外的新冠累计确诊病例数（2月1日-3月5日）

数据来源：WHO

目前来看，疫情最严重的国家和地区集中在亚洲，其次是欧洲，未来疫情是否会在全球范围内全面扩散，还很难做出可靠的预测。这里我们根据1) 疫情扩散影响的国家和地区；2) 疫情冲击的行业和持

续时间（即经济体受冲击的严重程度）这两个维度，将今后疫情可能的发展状况分成不同的情景来分析。

对以上的第二个维度（疫情冲击经济的程度）我们设定了三种可能性，这三种情景代表着疫情对经济的冲击程度不同，因此将其称为**轻度疫情、中度疫情和重度疫情**。

轻度：仅服务业受到冲击，持续时间 1 个月 ($T_s=1$)

中度：制造业受到冲击，持续时间 1 个月 ($T_m=1$)；服务业受到冲击，持续时间 2 个月 ($T_s=2$)

重度：制造业受到冲击，持续时间 2 个月 ($T_m=2$)；服务业受到冲击，持续时间 3 个月 ($T_s=3$)

结合第一和第二个维度，表 1 给出了我们对疫情全球演变将如何影响全球经济的三种情景假设²：

表 1 疫情演变的情景假设：直接影响的经济体及影响程度

	乐观情景	中性情景	悲观情景
中国	中度	中度	重度
韩国	轻度	中度	重度
日本	轻度	中度	重度
欧盟	轻度	中度	重度
美国	轻度	中度	重度

乐观情景：疫情局限于当前疫情严重的中国、韩国、日本以及有爆发趋势的欧盟和美国等主要经济体；结合除中国以外其他国家和地区目前出台的防疫措施，假设疫情对除中国以外的经济体的冲击主要集中在服务业，而不会对制造业造成显著冲击；并且疫情发展形势乐

²疫情扩散国家以及疫情程度的前景可以分成更多的可能性来分析，为了简便起见，我们这里只给出三种主要的前景的分析。

观，对服务业的冲击持续 1 个月。中国的服务业和制造业在 2 月份均受到了较大的负面冲击，因此假设疫情冲击其服务业 2 个月和制造业 1 个月，并且在疫情缓和后经济反弹程度较为乐观。

中性情景：疫情蔓延持续至二季度，对主要经济体的服务业冲击所持续的时间较乐观情景有所增加，延长至 2 个月；并且受全球供应链的影响，主要经济体的制造业受到短期（1 个月）冲击。

悲观情景：疫情在全球蔓延，且持续时间更长、强度更大，对经济的冲击所持续的时间更长，服务业受冲击时间增加至 3 个月，制造业增加至 2 个月，所有国家的经济都将受到重创。

下文将根据这三种情景的划分来预测全球以及目前疫情较严重的主要经济体 2020 年 GDP 增速。

二、疫情全球蔓延对全球经济及金融市场的影响

（一）疫情冲击下主要经济体和全球经济增速的预测

基于目前疫情扩散程度及其对世界经济的重要性，我们选取了中国、韩国、日本、欧盟和美国五个经济体，用生产法估算疫情全球蔓延的不同情景下这五个经济体的 2020 年 GDP 增速。在此基础上，按照所选经济体在全球经济中的占比³，得出疫情全球演变的三种情景假设下 2020 年全球 GDP 增速。

我们对所选经济体 GDP 增速的预测采用生产法，即：基于疫情下各个行业 GDP 相对于无疫情情形下的比例⁴和其受疫情影响持续的时

³测算中使用的历年全球及主要经济 GDP 及其增速，来自于世界银行和 IMF。

⁴因为各经济体行业分类不同，这里仅给出制造业和服务业两个大类行业的 GDP 相对于无疫情情形下的比例，分别设定为 0.9 和 0.8。该假设的依据如下：2 月中国制造业 PMI 指数相对于 1 月份的下降比例为 0.71，即疫情期间制造业 GDP 的损失在 30%左右。考虑到 1) 疫情结束后，尤其是下半年很多产业会恢复

间，得出疫情影响下每个行业的 2020 年增加值同比增速。在此基础上，以各个行业的 GDP 占比为权重⁵，对每个行业的同比增速进行加权平均，得出 2020 年该经济体的 GDP 增速。

中国是最早爆发疫情的国家，不论是制造业还是服务业在 2 月份受到冲击已经成为现实，因此我们假设在乐观情景下其受冲击行业及持续时间类似于中度情景，即制造业受到 1 个月的冲击，服务业受到 2 个月的冲击。

没有发生疫情的国家，因为与受疫情冲击的经济体之间存在贸易、资金、人员流动等方面的联系，经济增速也会间接受到疫情的影响。疫情对主要经济体的直接冲击程度也会影响到无疫情国家的受冲击程度。2019 年全球除所选五个经济体之外的其他地区（无疫情国家）GDP 增速为 5.2%，我们基于 2008 年金融危机对不同大洲/经济区 GDP 增速冲击的不同程度，将三种情景下的无疫情国家 2020 年 GDP 增速分别设定为 4.5%，4.2%和 3.7%。

在此三种情景假设下，根据对主要经济体系经济增速的预测，以其占全球 GDP 的比例作为权重，可计算出全球经济增速，如下表所示。

甚至反弹；2) 其他国家的隔离或限制开工政策不会像中国这样严格，因此假设疫情导致制造业 GDP 相对于没有疫情情形下的比例为 0.9；类似的，2 月中国服务业商业活动 PMI 指数相对于 1 月份的下降比例为 0.57，基于制造业参数设定时的考量因素，将该参数设置为 0.8。

⁵所选经济体各行业增加值数据，来自于 WIND。

表 2 2020 年全球及主要经济体 GDP 增速预测

	乐观情景	中性情景	悲观情景
全球	2.5%	2.0%	1.2%
其中：			
中国	4.8%	4.5%	3.4%
韩国	1.0%	-0.3%	-1.6%
日本	-0.1%	-1.0%	-2.0%
欧盟	0.5%	-0.4%	-1.3%
美国	1.4%	0.7%	0.1%
其他（无疫情）	4.5%	4.2%	3.7%

虽然中国在乐观和中性两种情景中受冲击的行业和持续时间都是一样的，但是我们认为在乐观情景下疫情缓和后中国经济的反弹程度应更高，因此在预测中引入了相对于中性情景下的经济反弹系数，由此得出的乐观情景下的经济增速比中性情景下的高 0.3 个百分点。

疫情的爆发为全球增长的前景带了极大的不确定性，年初 IMF 预计的“高度脆弱的复苏”可能无法实现。在乐观情景下，疫情冲击仅局限于目前疫情较严重的经济体和美国的服务业，且在第一季度未得到控制，2020 年全球 GDP 增速将在 2019 年基础上再降低 0.4 个百分点，跌至 2.5%；如果疫情持续扩散，主要经济体的制造业也会受到冲击，全球 GDP 增速下降为 2.0%；在悲观情景下，疫情在全球蔓延且持续时间较长，全球 GDP 增速仅为 1.2%。

（二）疫情全球蔓延对全球产业的影响

近年来，全球经济呈现出两种互相矛盾的态势：一方面全球经济进一步深度融合，例如中美在半导体、手机、智能家电、药品、医疗用品和工业设备等领域互为最大供应商；另一方面，受民族主义、国家安全、意识形态等因素影响，以供应链本土化、制造业回流为特征的逆全球化在部分国家和地区成为浪潮。下文首先讨论全球产业对各

主要疫情地区的依赖程度（通过进出口额衡量），其次分析疫情蔓延对于各主要产业的影响，最后讨论疫情如果继续蔓延到欧美地区对全球产业的影响。

1、全球产业对疫情重点地区的依赖度

在新冠疫情蔓延的背景下，全球经济对疫情重点地区的依赖度成为焦点。中国、日本、韩国、意大利、伊朗作为制造业和能源供应链的枢纽，新冠疫情在相关国家的蔓延或将打乱全球供应链。随着疫情一方面在中国逐步得到控制，另一方面在全球开始蔓延，预计中国生产停滞的负面影响将逐步消退，但全球重点地区的影响将逐步凸显。在此，我们从全球产业对疫情重点地区的依赖度着手，分析疫情蔓延对全球产业的影响。

（1）全球产业对中国的依赖度

根据 Wind 数据，2018 年中国货物对外贸易总额约为 46230 亿美元，出口额约为 24870 亿美元，全球占比 12.8%，进口额约为 21360 亿美元，全球占比 10.8%。以中国对相关国家的进出口金额衡量产业依赖度，美国、欧盟、日本、韩国等国家和地区受到的影响尤其巨大。

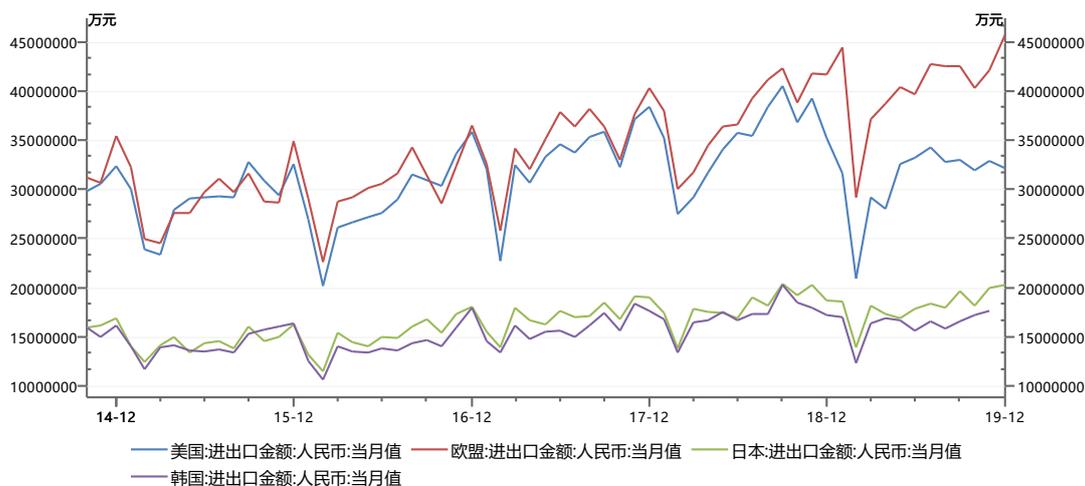


图 2 中国对相关国家的进出口贸易额

数据来源: WIND

中国作为制造业供应链的枢纽,生产停滞对全球经济产生的影响巨大。例如,根据日本经济新闻的分析,中国的制造业生产每减少 100 亿美元,中国厂商从韩国的采购额将减少近 3 亿美元⁶,受来自中国的零部件供应减少的影响,完成品的出货变得困难,生产将下滑约 2 亿美元,合计将产生近 5 亿美元的影响。若将中国的生产停滞对世界各国和地区产生的影响额相加则发现,中国的制造业减产 100 亿美元造成的海外整体影响约达 67 亿美元⁷。

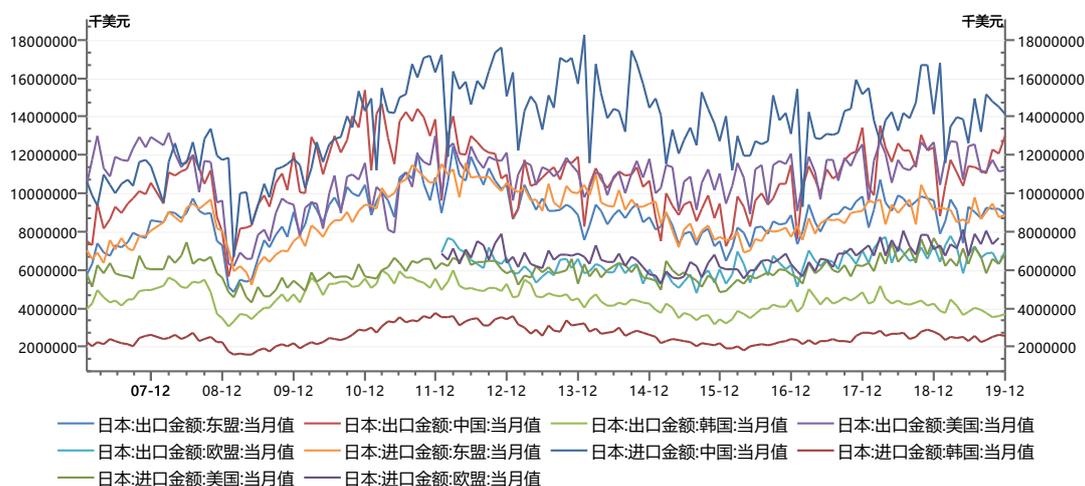
(2) 全球产业对日本的依赖度

根据 Wind 数据,2018 年日本货物对外贸易总额约为 14870 亿美元,出口额约为 7380 亿美元,进口额约为 7490 亿美元,均占全球出口贸易额和进口贸易额的 3.8%,位列全球第 4 位。以日本对相关国

⁶ <https://rmh.pdnews.cn/Pc/ArtInfoApi/article?id=11580860>。

⁷ <http://www.risk-info.com/article-3826-1.html>。

家的进出口金额衡量产业依赖度，中国、美国、东盟、欧盟、韩国等国家和地区受到的影响较大。



数据来源: WIND

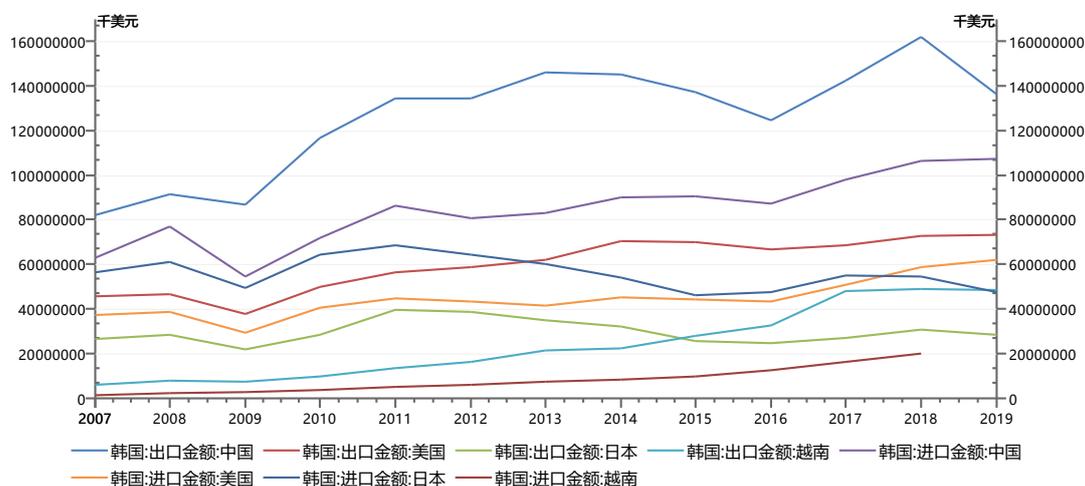
从日本对全球出口的产品整体情况看，机电产品、运输设备和化工产品是日本的主要出口商品，2018 年出口额分别为 2574.0 亿美元、1726.8 亿美元和 611.1 亿美元，占日本出口总额的 34.9%、23.4%和 8.3%⁸。其中，日本在机电产品加工技术和工艺方面处于全球领先水平，如松下、富士通、索尼、佳能、康尼、三菱、马自达、五十铃等均是世界知名品牌。若日本的疫情进一步加重，预计将对机电、半导体等制造业的基础原料供应造成较大影响。

(3) 全球产业对韩国的依赖度

根据 Wind 数据，2018 年韩国货物对外贸易总额约为 11400 亿美元，出口额约为 6050 亿美元，全球占比 3.1%，进口额约为 5350 亿

⁸ 数据来源: 日本海关。

美元，全球占比 2.7%。以韩国对相关国家的进出口金额衡量产业依赖度，中国、美国、日本、越南等国家和地区受到的影响较大。



数据来源: Wind

图 4 韩国对相关国家的进出口贸易额

数据来源: WIND

从韩国对全球出口的产品整体情况看，机电产品、运输设备和贱金属及制品是韩国主要出口商品，2018 年出口额分别为 2622.7 亿美元、844.3 亿美元和 512.9 亿美元，分别占韩国出口总额的 43.3%、14.0%和 8.5%⁹。若韩国的疫情进一步加重，预计将对机电、运输设备等行业造成一定影响。

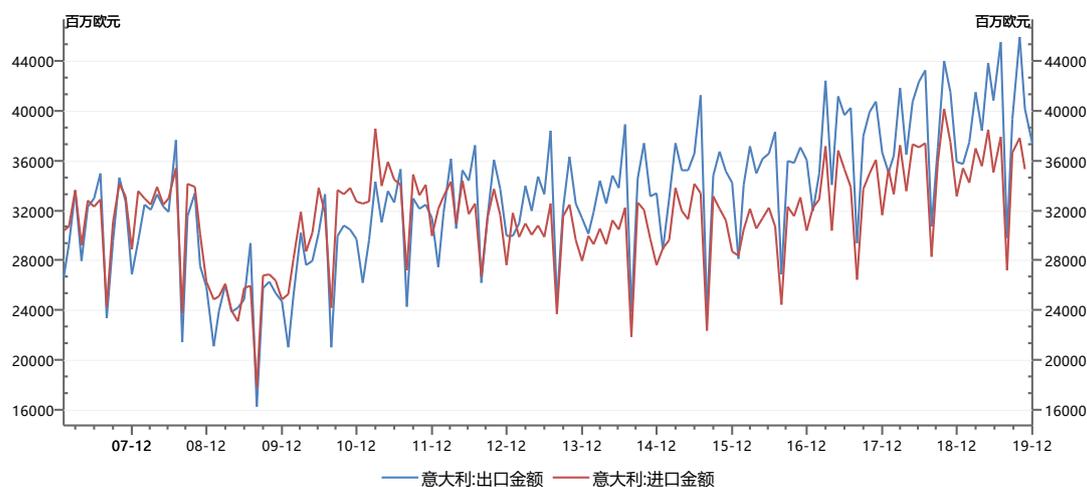
(4) 全球产业对意大利的依赖度

根据 Wind 数据，2018 年意大利货物对外贸易总额约为 10480 亿美元，出口额约为 5470 亿美元，全球占比 2.8%，进口额约为 5010 亿美元，全球占比 2.5%¹⁰。以意大利对相关国家的进出口金额衡量产业

⁹ 数据来源: 韩国海关

¹⁰ 数据来源: 欧盟统计局

依赖度，欧盟、中国、美国等国家和地区受到的影响较大。



数据来源: Wind

图 5 意大利对相关国家的进出口贸易额

数据来源: WIND

从意大利对全球出口的产品整体情况看，机电产品、化工产品和运输设备是意大利对外出口的前三大类产品，2018 年的出口额分别是 1403.0 亿美元、579.5 亿美元、565.7 亿美元，占意大利出口总额的 25.7%、10.6%和 10.4%。而在机电产品中，机械设备出口 1064.4 亿美元，占机电产品出口总额的 75.9%；其次是电机和电气产品，出口额为 338.6 亿美元。若意大利的疫情进一步加重，预计将对机电、化工、运输设备等行业造成一定影响。

(5) 全球产业对伊朗的依赖度

受制裁影响，2018 年伊朗货物对外贸易总额约为 1565 亿美元，出口额约为 1050 亿美元，进口额约为 515 亿美元。

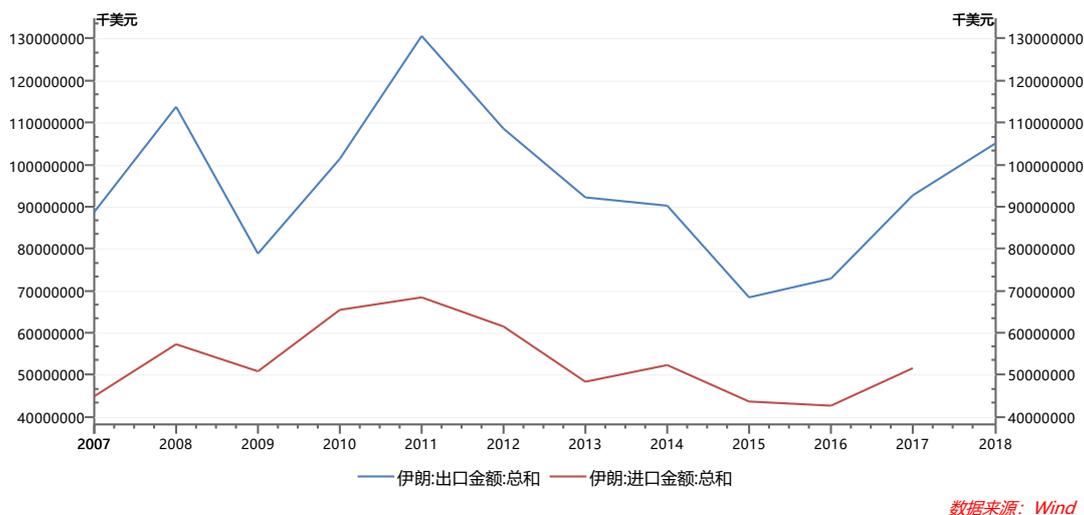


图 6 伊朗对相关国家的进出口贸易额

数据来源: WIND

从伊朗对全球出口的产品整体情况看,矿物燃料是伊朗对外出口最多的产品,2018年的出口额是682亿美元¹¹。若伊朗的疫情进一步加重,预计将对矿物燃料供应造成一定影响。

2、疫情对全球各产业的主要影响

疫情在全球的蔓延将对**旅游**、**交通运输**等行业造成直接冲击;对产业链全球化的**制药**、**半导体**、**汽车制造**等行业以及强顺周期的**能源**行业造成较大影响。

(1) 旅游业

根据旅游行业数据分析公司 ForwardKeys 的分析,由疫情引发的旅游业下行趋势已经产生全球影响。除中国外的亚太地区其他国家和地区今年第二季度国际旅游预订数量同比下降 10.5%¹²;其中东北亚

¹¹ 数据来源: WIND。

¹² <http://www.pata.org/coronavirus-travel-setback-spreads-beyond-china/>。

各国的外出旅游预订同比降幅高达 17.1%¹³。

第二季度由国际前往中国的预订数字也同比下降 55.9%。除中国之外，受冲击最严重的是韩国、日本、西欧和北美旅游市场。根据牛津经济研究院的估算，全球旅游业的损失预计将达 220 亿美元¹⁴。

(2) 交通运输行业

根据国际航空运输协会（IATA）的分析，亚太地区航空公司年客运需求或将下降 13%¹⁵。以此估算，2020 年亚太地区航空公司或将损失 278 亿美元收入，其中中国国内客运市场的损失或将达 128 亿美元。

(3) 制药行业

原料药（API）是青霉素、布洛芬、阿卡波糖（糖尿病药物）等药物的关键组成部分，是制药市场的重要组成部分，根据环球时报的分析数据，其全球市场规模达到 1550 亿美元至 2000 亿美元¹⁶，年增长率在 6%至 7%之间，中国原料药产业增长速度是全球平均增长率的两倍¹⁷。中国在全球原料药生产和出口上占据主导地位，世界卫生组织估计中国原料药生产占全球产量约 20%，而英国药品和保健品监管机构估计这一数据为 40%。中国医药保健品进出口商会的数据显示，2018 年中国原料药产业收入超过 710 亿美元，同比增长 14.7%，近年来出口每年增长 14%。若疫情不能得到有效控制，全球制药行业将面临较

¹³ <http://news.sina.com.cn/c/2020-02-26/doc-iimxyqzv6064803.shtml>。

¹⁴ <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1660215055386952642&wfr=spider&for=pc>。

¹⁵ <http://www.199it.com/archives/1010379.html>。

¹⁶ <http://finance.sina.com.cn/roll/2020-02-27/doc-iimxxstf4688026.shtml>。

¹⁷ https://www.sohu.com/a/376618674_651664。

大挑战。

(4) 汽车制造业

作为此次疫情的重灾区中国湖北，不仅集合着东风汽车、东风本田、神龙汽车、东风雷诺、上汽通用等多家汽车公司总部或生产工厂，更聚集了包括一批顶级供应商在内的零部件企业。丰田、本田、日野、特斯拉、福特、东风汽车等均确认延迟复工计划。

受影响的不仅是设在中国的工厂。现代汽车在韩国的大部分工厂于2月7日暂停生产，起亚汽车也从2月10日起停工，因为中国的供应商无法继续提供相应零部件。根据韩国投资证券公司的统计，现代汽车在韩国国内1周的整车产量为3.4万辆，停产1周的损失可能达到7000亿韩元¹⁸。

(5) 半导体行业

日本和韩国的疫情发展将使三星电子、海力士等电子设备供应商、元器件供应商以及半导体基础原料的供应不可避免地受到影响。中国的零部件和产品的供应减少对苹果等美国公司的影响也很大。中国的生产停滞将直接导致苹果产品销售额下滑。

(6) 能源行业

疫情所带来的石油需求不确定性还可能抑制全球油价。2019年，中国的石油需求为每日13.9万桶，占全球市场的14%¹⁹。同年，全球石油需求增长的一半来自中国。

¹⁸ <https://rmh.pdnews.cn/Pc/ArtInfoApi/article?id=11580860>。

¹⁹ 《新冠病毒防控，影响波及全球经济》(Impacts of Coronavirus Containment Effort Ripple Through Global Economy), IHS Markit, https://www.sohu.com/a/373223071_120502921。

受疫情影响,2月27日,布伦特原油价格下跌至52.38美元/桶。石油输出国组织(OPEC)正在不断评估新冠病毒疫情对全球石油需求的影响,讨论是否做出进一步减产的决定。

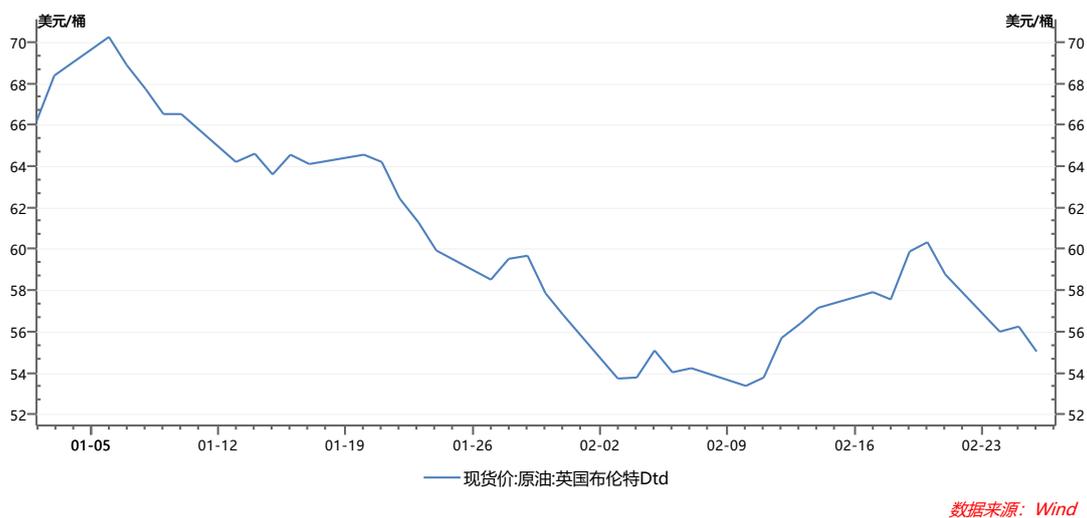


图7 布伦特原油价格

数据来源: WIND

3、疫情进一步向欧盟、美国等经济体蔓延对全球产业的影响

2019年12月,欧盟商品进出口贸易额为3273亿欧元,美国商品进出口贸易额为3382亿美元。贸易联系较为紧密的国家和地区包括欧盟、美国、加拿大、中国、日本等。

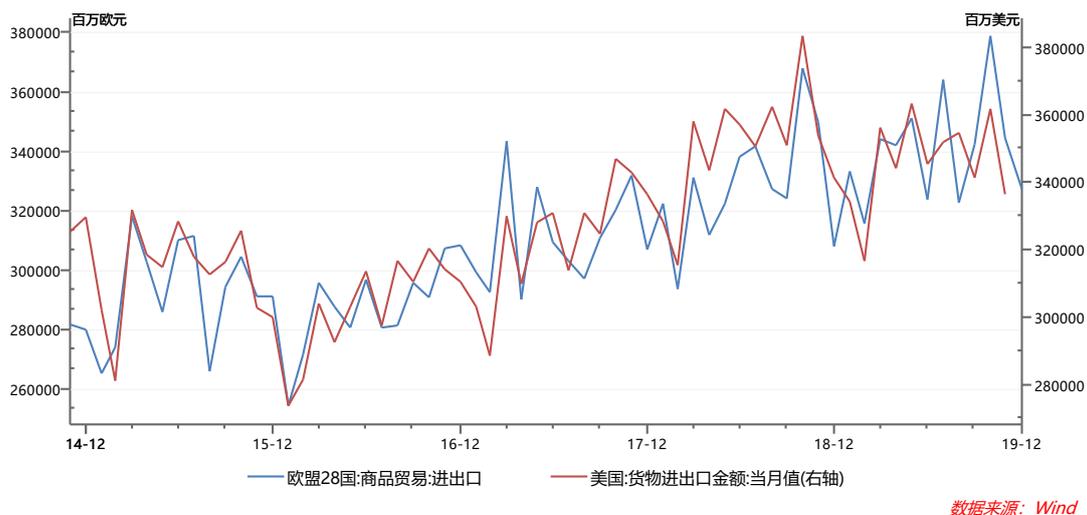


图 8 欧盟、美国的进出口贸易额

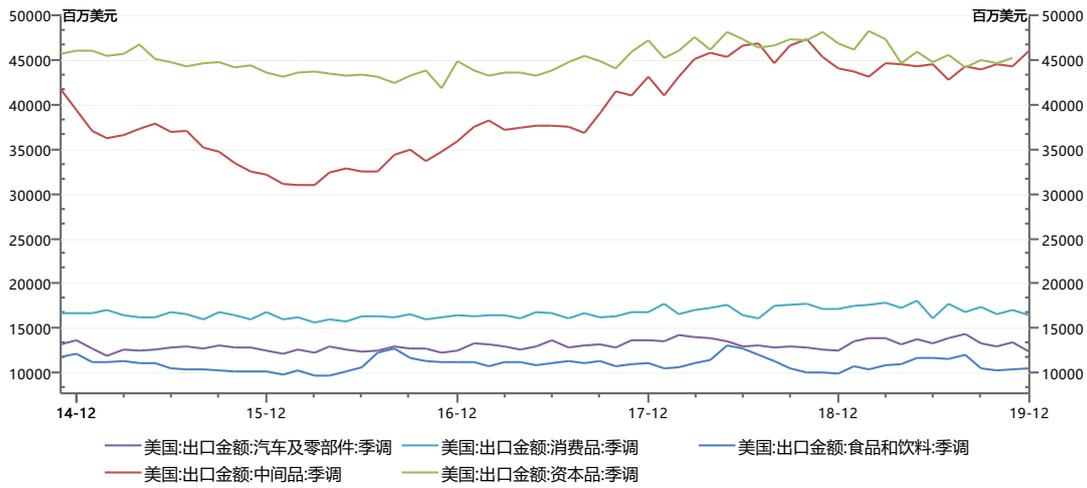
数据来源: WIND

从美国对全球出口的产品整体情况看,机电产品、运输设备、矿产品、化工产品和光学、钟表、医疗设备是美国的主要出口商品。其2018年出口额分别为3891.8亿美元、2755.8亿美元、1996.8亿美元、1710.1亿美元、919亿美元,占美国出口总额的23.4%、16.6%、12.0%、10.3%和5.5%²⁰。

机电产品、运输设备和矿产品是美国的前三大类进口商品,2018年进口额分别为7391.1亿美元、3366.0亿美元和2396.9亿美元,占美国进口总额的29.1%、13.2%和9.4%,增长6.7%、3.6%和19.4%。在机电产品中,机械设备进口3784.8亿美元,增长10.8%;电机和电气产品进口3606.3亿美元,增长2.7%。

美国出口较多的是资本品和中间品,进口较多的是资本品、消费品和中间品。

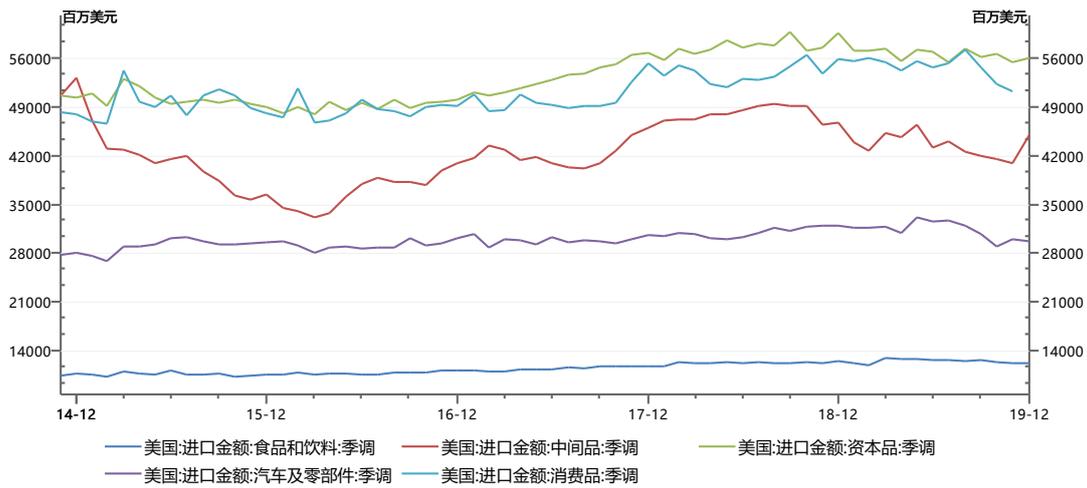
²⁰ 数据来源: 美国商务部。



数据来源: Wind

图 9 美国各门类出口贸易额

数据来源: WIND



数据来源: Wind

图 10 美国各门类进口贸易额

数据来源: WIND

欧盟进出口较多的均是中间品。

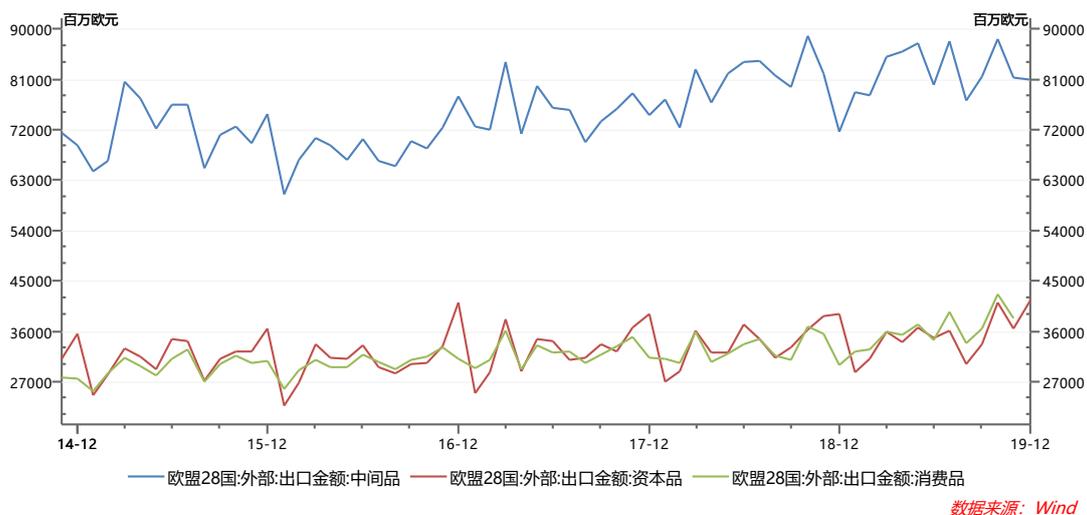


图 11 欧盟各门类出口贸易额

数据来源：WIND

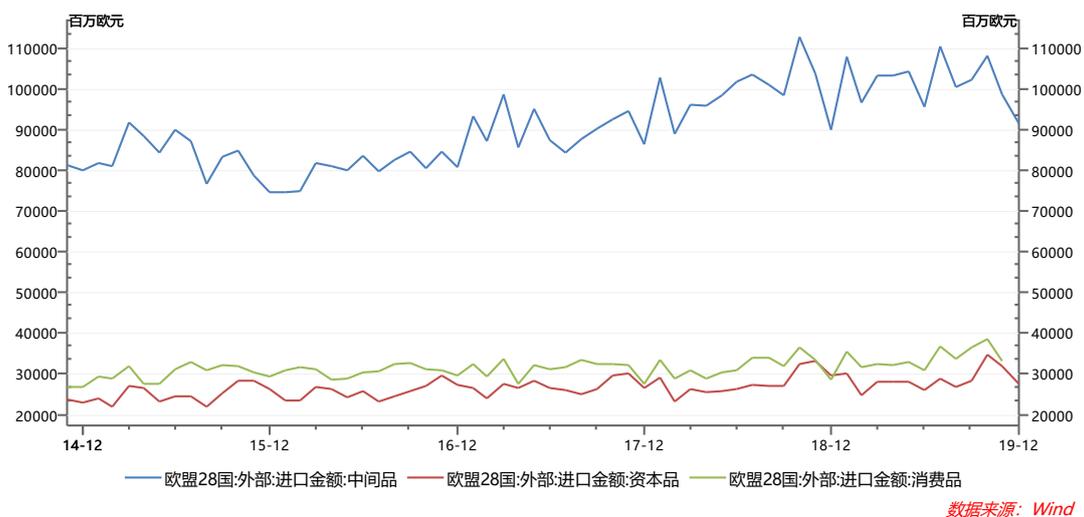


图 12 欧盟各门类进口贸易额

数据来源：WIND

欧盟和美国中间品进出口份额较大，在国际产业链中的地位突出，对初级产品的加工和最终产品的形成均具有重要作用；美国是重要的资本品流入和输出国，对国际资本的流动具有重要作用；同时，欧盟和美国是重要的消费品市场。若疫情进一步在欧盟、美国等主要经济体蔓延，将从生产资料供应、资本供给和最终消费市场三个方面对全

球供应链产生极大的冲击。

（三）疫情全球蔓延对全球金融市场的影响

疫情全球爆发后的第一周（2月24日~2月28日），全球金融市场的表现可以概括为美债和日元涨，股市和黄金跌。虽然类似的组合波动在2008年金融危机的时候也发生过，但目前看来，由于各国央行都采取了相应的积极行动，市场并不会出现类似2008年那样的大规模流动性危机。

2008年金融危机始于之前的次贷危机给金融机构带来的流动性紧张。在货币市场寻求流动性（拆借、互换、掉期）无果的情况下，金融机构开始抛售金融性资产来控制风险。货币市场是金融机构寻求流动性的首要选择，因此，流动性危机检测指标通常包括Libor-OIS利差和欧洲美元互换基差。当前相关数据显示尚未出现流动性问题，这也意味着发生系统性金融风险的概率较小。

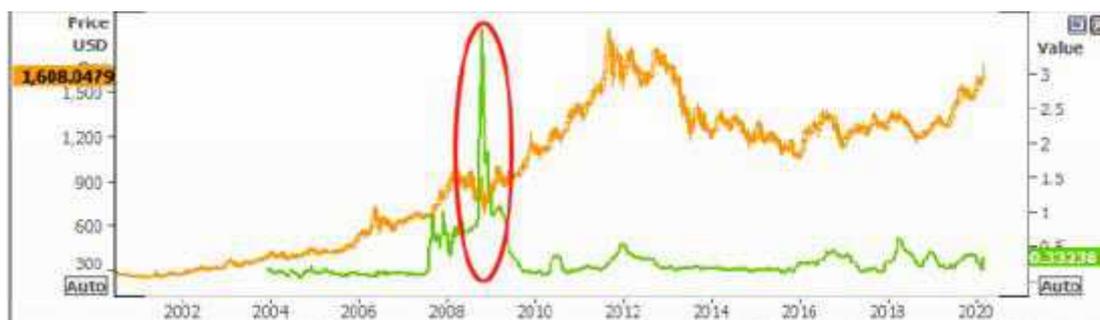


图 13 Libor-OIS 利差（绿色）

数据来源：付鹏的财经世界

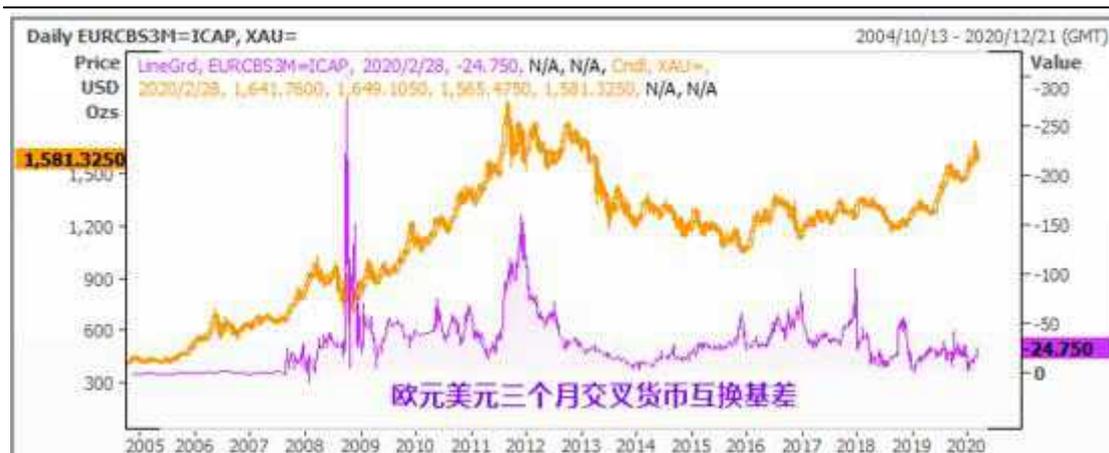


图 14 欧洲美元三个月交叉货币互换基差（紫色）

数据来源：付鹏的财经世界

下面将在历史数据和当前经济形势的分析基础上，逐一讨论新冠疫情对于全球股票市场、债券市场、外汇市场和大宗商品市场的影响。

1、全球股市

(1) 历史经验

历史经验表明，投资者会在短期内对流行病做出反应，以 H1N1 病毒和巴西寨卡病毒为例，美国、墨西哥和巴西的股指均在疫情被认定为国际公共卫生紧急事件后的第二天下跌。然而股市下跌的持续时间很短，三个国家的股票指数均在三个交易日内恢复上涨。

除疫情之外，很多其它因素也对市场产生影响。例如，1918 年流感爆发伴随着一战胜利，后者对经济发展和股市的正面影响不容忽视。1968 年的香港大流感发生前，香港爆发了“反英抗暴”运动，这引发港股恒生指数由 1966 年 85.81 点的当年最高点，跌至 1967 年 8 月 31 日的 58.61 点，并创出恒生指数有史以来最低纪录。而 1968 年之后的上涨可以认为是对之前暴跌的估值修复。1997 年的禽流感恰逢亚洲金融危机，后者对股市的负面影响极为显著。非典时期，香港也

受到疫情的猛烈冲击，但其股票市场仍有强劲的表现。这主要得益于中国大陆加入世贸组织后，香港的贸易中枢和金融中心的地位得以加强，而 A 股市场正经历股权分置改革前的过程，所以其表现不如港股耀眼。2009 年的 H1N1 疫情是世界卫生组织宣布的第一个国际公共卫生紧急情况 (PHEIC)，对当时刚刚经历了全球金融危机的墨西哥和美国来说，可谓雪上加霜。但是，尽管这场疫情一年内在美国就造成超过一万人死亡，却并未对这两个国家的经济带来长久的影响，墨西哥股市在 2009 年和 2010 年都表现强劲，而美国则因为金融危机之后的复苏和经济结构的演变而形成了超过十年的股市长牛。2016 年巴西里约奥运会前的寨卡病毒危机也未能打乱奥运会的日程，而奥运会对经济的刺激也使巴西股市迎来了强劲的增长。

综上所述，重大疫情与股票市场的长期表现之间并没有必然的因果关系。股票市场的长期表现取决于经济体的内在发展逻辑，而重大疫情对市场的影响一般都是暂时的。

(2) 国际股票市场分析

1) 全球股市短期大幅下跌，传染效应强

疫情自 2 月 22 日起在全球范围内爆发。截至 2 月 28 日，国际市场在疫情爆发后的一周内处于由市场情绪主导的恐慌性下跌阶段。欧美主要国家和地区的股市跌幅均在 10% 以上；即便是受疫情影响较小的非洲国家，其股票指数也下降了 4% 以上；而刚刚从疫情中恢复的中国股市也再次大幅下跌。全球市场的联动反应说明短期内股票市场具有很强的传染效应。3 月 2 日起，大部分地区的股指开始反弹，而美

股却因美联储的紧急降息再次大幅下跌。

表 3 全球主要股指一周内表现（2月24日-2月28日）

全球主要股票指数	下跌幅度（2月24~2月28）
道琼斯工业指数	-12.36%
富时 100	-11.12%
法 CAC40	-11.94%
德 DAX	-12.44%
意 FTMIB	-11.26%
瑞士 SSMI	-11.52%
俄 RTS	-14.76%
上证综指	-5.24%
日经 225	-9.59%
恒生指数	-4.32%
南韩综合	-8.13%
澳大利亚	-9.77%
新西兰	-6.81%
巴西圣保罗 IBOVESPA	-8.37%
阿根廷 MERV	-9.40%
开罗 CASE30	-4.96%
尼日利亚综合指数	-4.28%

数据来源：WIND。

2) 长期看来，资产组合需要重新平衡

首先，美国股市是否仍然具有上涨基础受到质疑。第一，2019 年美股上涨的主要原因是美联储的宽松政策，半年内连续三次降息并重启扩表支撑起美股的估值。未来即便美联储继续采取宽松政策，其对股市的边际效用也将递减。第二，宽松政策伴随的是美国企业的基本面的恶化而非改善。目前，美国非金融业利润占比处于 2005 年的水平²¹。第三，美国制造业回流并没有达到预期效果²²。第四，历史经验表明，如此大幅度的下跌往往意味着经济基本面受到较大影响。

²¹ 宋雪涛和向静姝，本轮美国经济衰退的风险在哪里？证券研究报告，2020。

²² 管涛，贸易逆差减少等于美国制造业回流吗？新浪财经，2020。

表 4 美股历史前 10 大跌幅

跌幅排行	日期	周跌幅	历史事件
1	1914/12/18	-22.86%	第一次世界大战爆发
2	2008/10/10	-18.15%	次贷危机爆发
3	1933/7/21	-15.55%	大萧条期间
4	2001/9/21	-14.26%	科技股泡沫破灭
5	1940/5/17	-14.21%	第二次世界大战（敦刻尔克大撤退）
6	1929/11/8	-13.52%	大萧条爆发
7	1987/10/23	-13.17%	87 年股灾
8	1932/4/8	-12.86%	大萧条期间
9	1932/10/7	-12.42%	大萧条期间
10	2020/2/28	-12.36%	此次疫情

数据来源：网络资料整理

其次，长期而言，全球股市的同步性呈现地区差异。Jach (2017) 研究了 11 个国家的股市同步性，在与美国的两国模型中，金砖国家市场（除巴西）提供了多样化的好处；在多国模型中，美洲/欧洲国家的积聚易出现同质组，但亚洲除外。全球股票同步性的地区差异推动资产组合的重新平衡²³。

最后，各个市场的估值差异亦将推动资产组合的再平衡。从各个市场的 PE 值看出，上证综指在估值上具有一定的吸引力。

²³ Jach, Agnieszka. International stock market comovement in time and scale outlined with a thick pen, Journal of Empirical Finance, 2017.

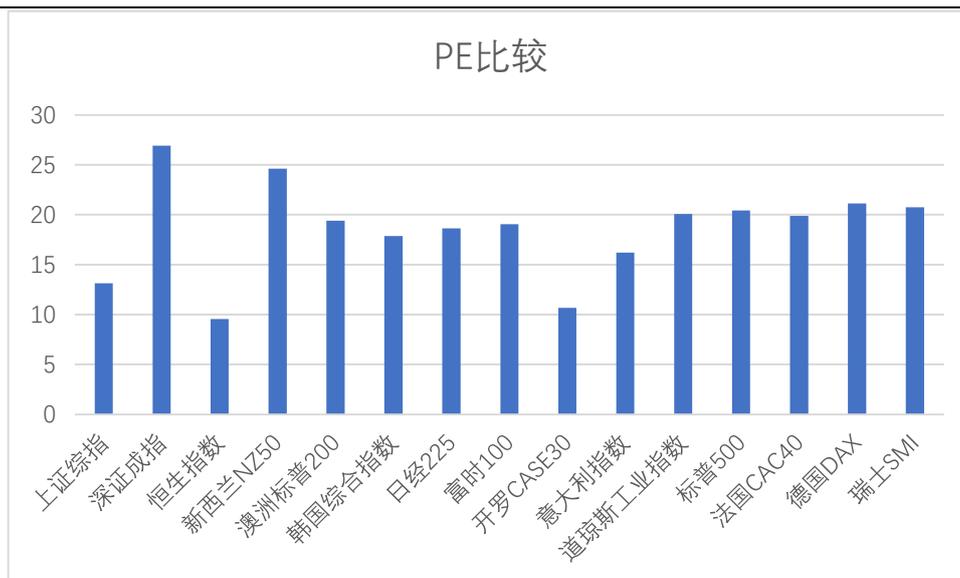


图 15 全球主要股票指数 PE 比较

数据来源：WIND

2、全球债券

(1) 国债利率下行

为应对疫情带来的负面影响，很多国家采取降息政策。澳洲和马来西亚降息 25bp；美联储紧急降息 50bp；随后，沙特央行、阿联酋央行均宣布降息。未来，部分绑定美元的地区预计会跟随降息，全球降息潮即将开启。疫情带来的宽松政策和避险情绪使得国债收益率在全球范围内大幅下降。在美联储降息的影响下，美国十年期国债收益率首次跌破 1%。

(2) 部分地区债券违约风险上升

目前看来，意大利的债务问题较为严重，一旦债务危机爆发有可能牵涉到欧盟多个国家，形成区域性的债务危机。国际货币基金组织预计，意大利的公共债务占 GDP 的比率将在 2020 年升至 134.4%，2024 年升至 138.5%。仅在 2019 年，意大利有 2500 亿欧元债券赎回资金，相当于欧元区所有债券的到期金额。2020 年 2 月 26 日，欧盟

委员会向意大利发出债务警告。

此外，欧洲银行系统内部紧密相连，对意大利债务有直接或间接敞口，一旦意大利发生债务问题，将在欧洲产生多米诺效应。

(3) 债券资产的再平衡

1) 流动性泛滥的大环境使得利率失去反映风险的能力。一方面，政府债券利率降低，2019年9月22日，国际清算银行（BIS）发布了季度审查报告，报告指出美联储、欧洲央行宽松政策已使全球债券收益率下降，负利率政府债券已经超过17万亿美元，约占世界GDP的20%。另一方面，即便是垃圾债券也出现负利率的现象。据彭博统计，收益率低于零的、以欧元计价的垃圾债数量有14只（2019年7月数据）。本次疫情后的宽松政策将进一步加剧负利率的趋势。

2) 利率失去警示作用，风险在没有预警的情况下爆发，负面影响将更广。以意大利为例，其利率一直处于历史低位，病毒爆发迫使该国工业重镇停工；此外欧盟向其发出债务警示。即便如此，意大利10年期债券收益率仅在3月2日升至1.154%，并于次日下降到0.994%。



图 16 意大利 10 年期国债利率

数据来源：WIND

3) 在疫情全球蔓延、全球低利率的大环境下，中国债券的安全性和相对高收益率对资金具有一定吸引力。

3、全球外汇市场

(1) 汇率决定因素

从长期来看，凡是导致境外市场对某国商品需求下降的因素都会使该国汇率贬值。这些因素包括：1) 相对价格水平，2) 全球经济环境，3) 生产力。但是长期因素并不会在短期内导致汇率的大幅波动，短期看来，汇率的走势主要由预期决定。目前影响到一国汇率预期的因素包括 1) 恐慌因素，2) 利差，3) 财政赤字。

(2) 疫情影响下的历史汇率走势

2009 年 3 月和 4 月初，H1N1 病毒在墨西哥爆发，墨西哥比索于 2009 年 3 月贬值到 1 美元兑 15.36 比索，随后比索汇率缓慢恢复。



图 17 墨西哥汇率

数据来源：WIND

类似的，2016 年初寨卡病毒在巴西爆发，美元兑雷亚尔也随即突破 4。之后，雷亚尔走势平稳并逐渐恢复至 3 到 3.5 之间。



图 18 巴西汇率

数据来源：WIND

(3) 国际主要汇率变动分析

汇率是一个相对指标，若疫情在全球爆发，最终不同国家的汇率变动取决于受影响的程度以及采取的货币政策。从前文的经济推测看，日本和韩国较欧盟和美国情况更为严重，长期看来这两个国家的汇率将受到较大的负面影响；而短期内汇率的波动将有所提高，例如日元因避险因素走高，韩元因美联储意外降息而在下跌过程中出现反弹。

4、大宗商品

(1) 黄金失去避险功能

黄金一直以来被认为具有避险功能，然而新冠疫情全球爆发后，黄金却迎来大幅下跌，CMX 金指从最高点的 1693.7 下降到最低点的 1567.1。但在美联储紧急降息后，黄金又再次反弹至 1650 附近。

黄金的价格波动与实际利率负相关。前期黄金价格下跌是因为疫情导致原油、铜价格暴跌，全球产生通缩预期，进而带来实际利率上升。后期，美联储的紧急超预期降息，对实际利率形成压制，黄金价格反弹。

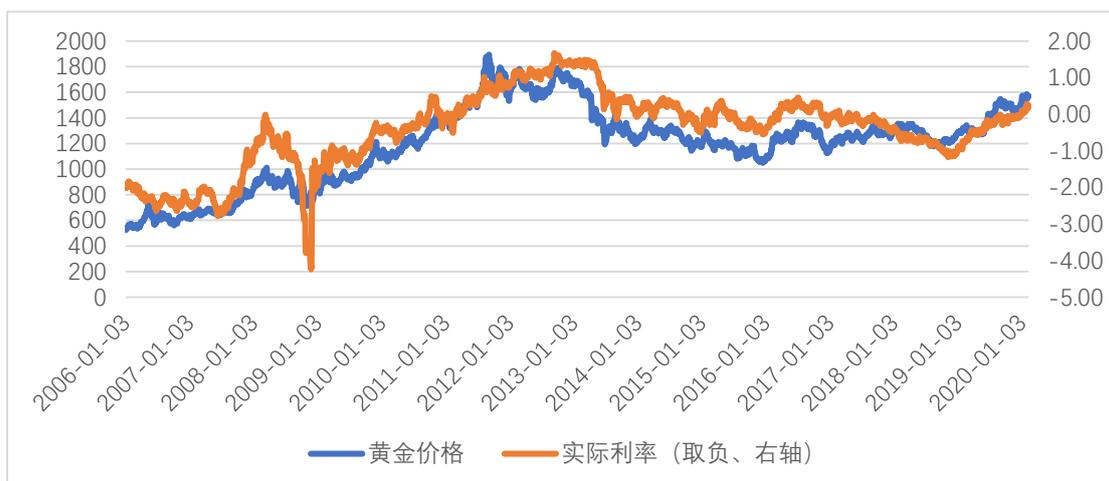


图 19 黄金价格与实际利率

数据来源：WIND

(2) 工业品和农产品波动率增大

目前看来，工业品和农产品的价格都出现了下跌。投资者对未来经济是持续保持通缩还是由通缩转向通胀（各国出台了一系列的货币、财政政策应对疫情的负面影响，但是政策效果具有一定时滞性，未来有引发通胀的可能）存在较大的不确定性。这种不确定性将增加商品

价格的波动率。

三、疫情全球蔓延对中国经济及金融市场的影响

本章从中国与世界的经济贸易联系入手，分析全球疫情的影响如何传导到中国，如何影响中国的宏观经济、各产业发展和金融市场。

（一）疫情全球蔓延对中国宏观经济的影响

随着疫情在全球范围内扩散，全球经济增速大概率会下降。这意味着外部需求短期内将出现下滑，中国出口萎缩将对中国经济造成负面影响。这一点从 2008 年国际金融危机期间中国的出口表现可见一斑：我国出口增速从 2008 年的 17.2% 下滑到 2009 年的 -16.0%，出口增长的断崖式下滑对整体经济、尤其是出口相关行业造成了非常大的负面冲击。

新冠疫情目前扩散比较严重的经济体在我国当前总出口中的占比都较大。2019 年我国对韩国、日本及欧盟出口占比分别为 4.4%、5.7% 及 17.2%，共占我国出口份额的 27.3%，加之对美国的出口占比也在 17% 左右，因此疫情的全球演变势必会冲击我国的出口经济。

由于近年来我国经济结构的调整，出口占 GDP 的比例已经比 2008 年的 31% 大幅降低，此次疫情下全球经济放缓对出口的冲击程度或将低于全球金融危机的冲击。我们根据 2009 年我国对各个主要经济体的出口增速下滑（相对于 2008 年），估算出中国对各个经济体出口的弹性系数²⁴；在此基础上，结合疫情全球演变三种情景下主要经济体和全球经济增速的测算，得出乐观情景下 2020 年全年我国出口增速

²⁴即：每个经济体 GDP 增速下滑一个百分点将导致我国对其出口增速下滑的百分点数。

将下降 5.5 个百分点，中性情景下降低 10.9 个百分点，悲观下降低 17.5 个百分点。2019 年我国出口占 GDP 的比例为 17.4%，由此可以得出，三种情景下出口增速下滑将分别拖累我国 GDP 增速下降 1.0（乐观）、1.9（中性）和 3.0（悲观）个百分点。

（二）疫情全球蔓延对中国产业的影响

我们基于中国和疫情重点地区的经济联系，分析疫情的全球演变对国内各主要产业的影响和前瞻性布局机会。

1、中国产业对疫情重点地区的依赖度

从中国与日本、韩国、意大利、伊朗等疫情重点地区的经贸联系来看，中日、中韩的双边贸易额均在 2000 亿元人民币左右，而中国与意大利和伊朗的贸易额则较小。因此，从产业依赖度来看，日本、韩国的疫情发展状况将对我国产生较大影响。



数据来源：WIND

日韩与中国贸易关系紧密主要体现在：一是中国是日本和韩国的

第一大进口国；二是日韩是主要的中间品出口国，中国对日韩中间商品的依赖度较高；三是从产业链的角度，日韩与中国在贸易领域上中下游互相依托，是国内产业链不可忽视的一环。若疫情在当地进一步升级，日韩作为中国重要的贸易伙伴，企业停工、物流停运、出口减少将直接冲击我国上中下游的供应端。

2、对中国各产业的主要影响

国际疫情蔓延对中国旅游业、交通运输业的直接冲击以及对信息服务业的利好与疫情对全球产业的影响相同，在此不再赘述；中国本身的疫情对相关行业的影响也不在本报告讨论范围之列。在此重点阐述日韩疫情风险快速上升对我国战略新兴产业的输入性影响。

以中国从日本进口的依赖度来看，排名前三的分别为机械、电气设备和化学制品。

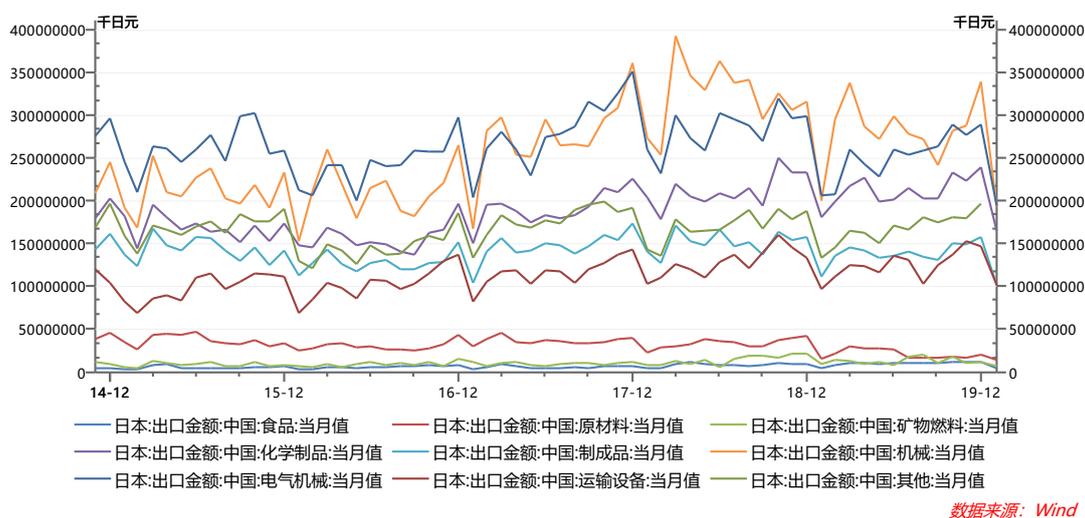


图 21 中国从日本进口贸易额

数据来源: WIND

以中国对日本出口的依赖度来看，排名前三的分别为电气设备、

机械和制成品。

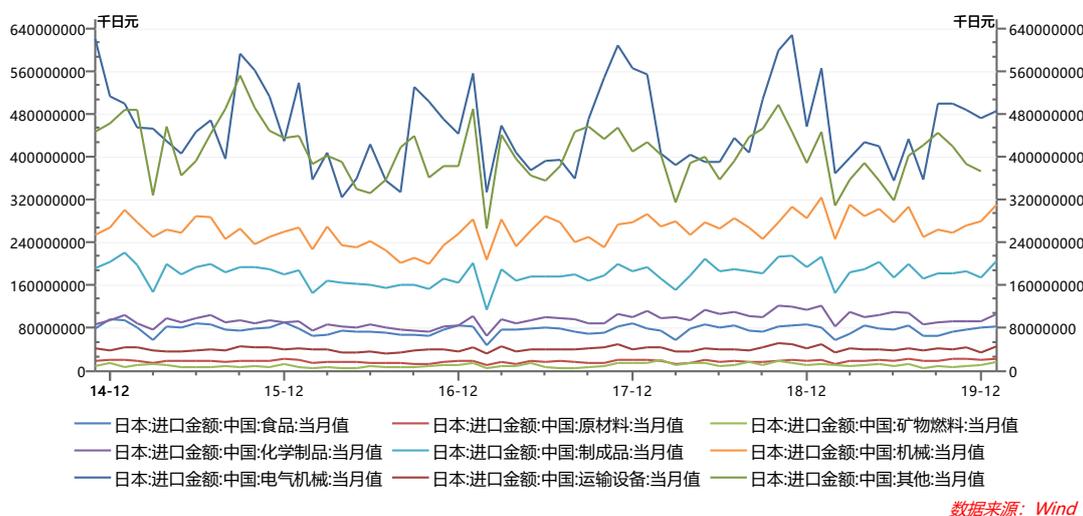


图 22 中国对日本出口贸易额

数据来源: WIND

我国在机电产品（尤其是汽车零部件、半导体）、化学制品（尤其是新材料）等领域对日韩敞口较大，产业链的延伸可能冲击国内中下游半导体产业、汽车制造业。

（1）机电行业

中国对日韩机电产品的依赖尤其巨大，根据日本和韩国海关的统计，2018 年日本机电产品对中国出口占比为 43.1%，韩国机电产品对中国出口占比为 54.3%，主要包括原材料、机器设备等。日本在机电产品加工技术和工艺方面处于全球领先水平，如松下、富士通、索尼等企业的技术优势是日本成为精密机电产品出口大国的主要原因之一。光学、医疗设备产品及化工产品、塑料等产品也是中日双边贸易占比较高的行业。同时，伴随人口老龄化、劳动力成本上升，中国对自动化智能设备、机器人、医疗设备等需求不断扩大，高端制造业成

为中日产业协同的重要领域。若机电行业受到冲击，对我国下游的机械行业、化工行业、半导体行业、医疗器械、汽车制造行业都将造成一定的影响。

(2) 新材料行业

日本新材料行业技术底蕴丰厚，诸多细分领域为全球龙头，尤以膜材料最为突出，例如压力测试膜、电磁屏蔽膜、LCP、高压压缩比 PTFE、MS 树脂等。此外，国内 PX 产能建设受限，随着国内聚酯产业链的不断扩张，PX 的对外依赖度持续上升，2013-2018 年国内 PX 对外依赖度维持在 50% 以上的较高水平，2019 年 1-10 月国内 PX 消费量 2457.7 万吨，其中进口量 1253.5 万吨，对外依赖度 51%²⁵，对外依赖度仍维持在较高水平。日韩是国内重要的 PX 进口来源地。2019 年 1-10 月，PX 的进口来源地中，前四名分别为韩国、日本、印度和中国台湾，分别为 498.1 万吨、178.3 万吨、103 万吨和 86.8 万吨，其中韩国占国内总进口量的 40%，日本占国内总进口量的 14%²⁶。我国对相关新材料的依赖度较大，若日本疫情进一步恶化从而影响生产，短期内将难以找到相关替代品。

(3) 汽车制造业

在汽车行业方面，如果日本疫情集中爆发，对国内的影响将主要集中在零部件领域，同时日系进口车型或也受到一定影响。上游部分金属制品、橡胶等化工原材料以及机电、运输设备均与日韩供应链密

²⁵ <http://www.168tex.com/2019-02-26/1003252.html>。

²⁶ 《日韩疫情扩散下 哪些产业存国产替代机会？》，中泰研究。

切相关，若出现断供料将对国内汽车制造链条造成一定影响。国内与日系车企联系较为紧密的企业包括一汽、广汽与东风集团。不过考虑到日系合资车厂的本土化生产率较高，上述负面冲击的影响将有所减小。

(4) 半导体行业

日韩在上游的 IC 制备原材料、中下游的存储芯片、面板等领域占有很高的市场份额，国内产业在电子、机械设备等领域对日韩出口依赖度较高。

2018 年日韩在半导体原材料产业链市场份额较高的具体产品包括：硅片（63%）、光刻胶（72%）、掩膜版（60%）、电子级氢氟酸（93%）、溅射靶材（50%）、硅微粉（90%）、MLCC 粉体（50%）。在内存领域，2018 年三星、海力士占据全球 DRAM 73% 市场份额，三星、铠侠、海力士占据全球 3D NAND 65% 市场份额。在面板领域，LG、三星、夏普等日韩厂商占据全球约 45% 市场份额，OLED 领域三星占据全球超 90% 份额。在被动元件领域，日韩占据全球被动元器件 65.2% 市场份额²⁷。在封测领域，包括前端的硅晶圆以及后端的焊线，陶瓷板、塑料板、封装材料等，日本在全球市场份额中也占据着重要地位。

一旦疫情在日韩快速蔓延，将会影响到相关企业的正常生产和运输，从而推升国内相关上游原材料、中下游成品的成本和断供风险。

(5) 互联网行业

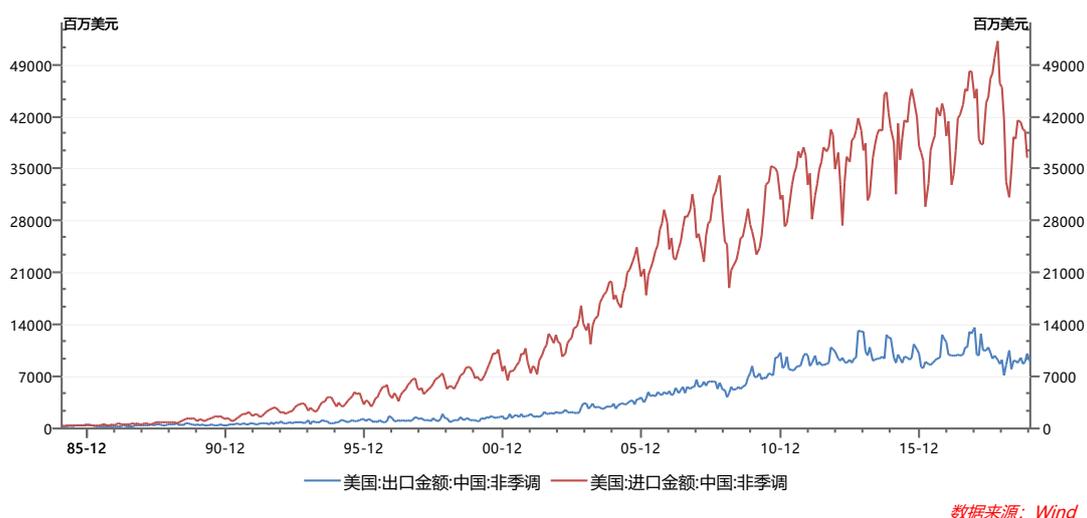
本次疫情中，互联网行业的积极作用得到了充分体现。例如在线

²⁷ 数据来源：Bloomberg、HIS。

视频行业替代了院线电影消费，电商替代了线下门店消费，在线教育替代了线下课堂，远程会议和远程办公系统协助了企业复工复产。在疫情期间培养的用户习惯，预计在疫情结束后仍将持续推动相关产业加速发展。随着疫情在全球的蔓延，我国具备优势的互联网行业或能在全球发挥更为重要的作用。

3、疫情若进一步向欧盟、美国等经济体蔓延对中国产业的影响

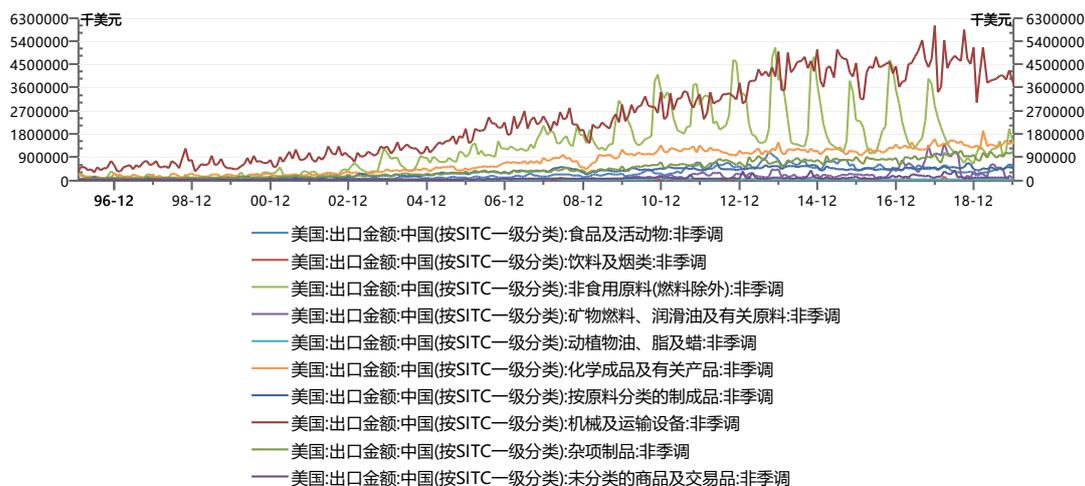
2018年，中美间的双边贸易额为6598亿美元，且中国保持了较大的贸易顺差。



数据来源: WIND

从美国对中国出口的产品情况来看，主要为运输设备、机电产品、化工产品、光学钟表和医疗设备，2018年出口分别为276.8亿美元、270.4亿美元、123.5亿美元和98.4亿美元，占美国对中国出口总额的23.0%、22.5%、10.3%和8.2%²⁸。

²⁸ 数据来源: 美国商务部。

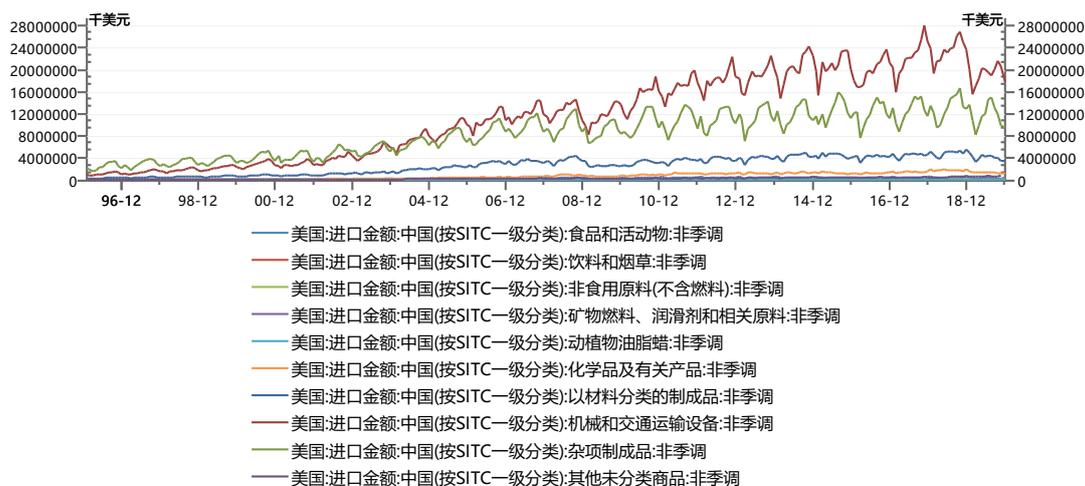


数据来源: Wind

图 24 中国从美国进口贸易额

数据来源: WIND

美国自中国的进口商品以机电产品为主, 2018 年进口 2685.4 亿美元, 占美国自中国进口总额的 49.8%, 增长 4.7%。家具玩具、纺织品及原料和贱金属及制品分别居美国自中国进口商品的第二、第三和第四位, 2018 年进口 649.3 亿美元、405.0 亿美元和 282.0 亿美元, 占美国自中国进口总额的 12.0%、7.5%和 5.2%, 增长 7.3%、3.9%和 10.9%。

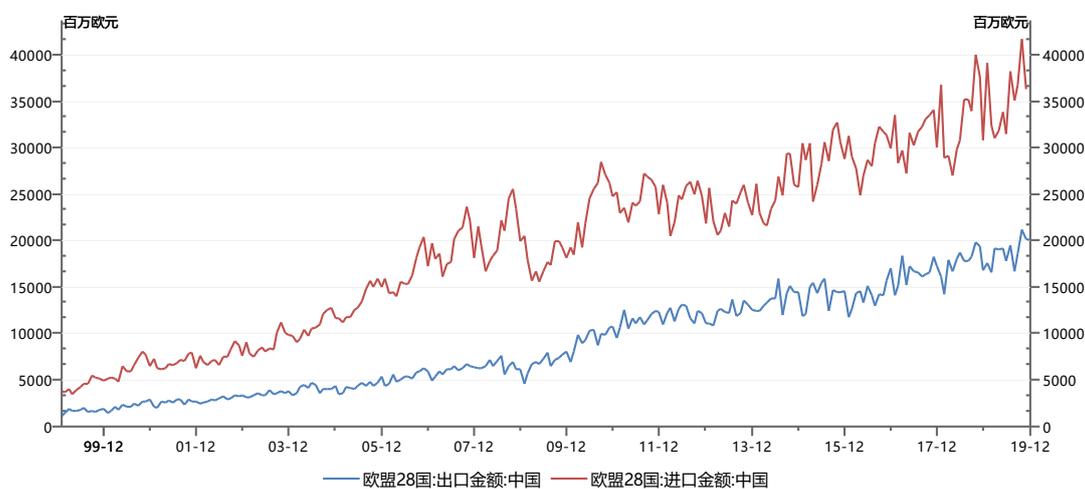


数据来源: Wind

图 25 中国对美国出口贸易额

数据来源: WIND

2018 年, 中欧间的双边贸易额为 6039 亿美元, 且中国保持了较大的贸易顺差。

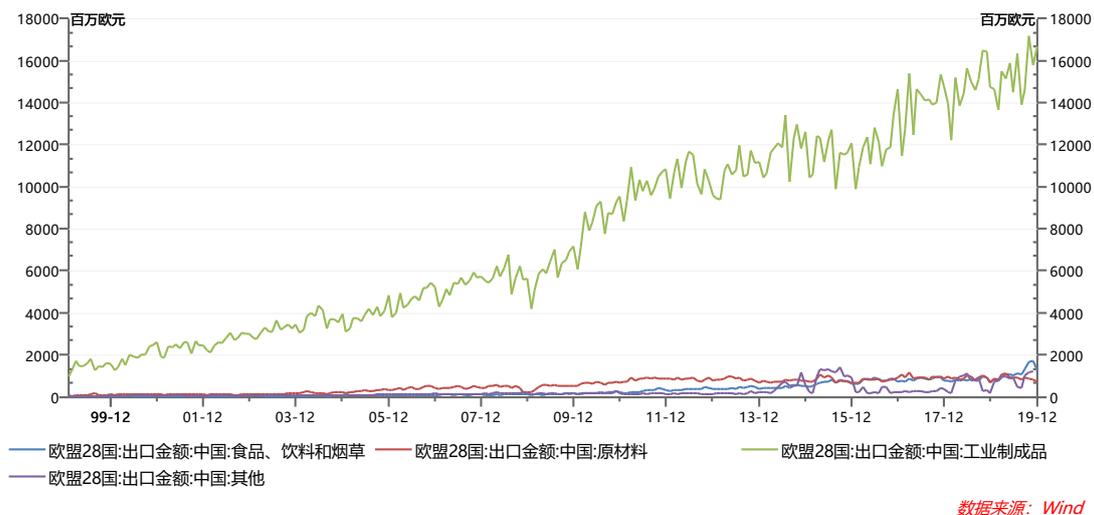


数据来源: Wind

图 26 中欧双边贸易额

数据来源: WIND

中国从欧盟进口的产品, 主要为工业制成品, 包括机电产品、运输设备、光学钟表、医疗设备和化工产品等。



数据来源: WIND

中国对欧盟出口的产品, 主要为工业制成品, 包括机电产品、纺织品、家具玩具和化工产品等。



数据来源: WIND

因此, 若疫情进一步在欧盟、美国等主要经济体蔓延, 将对我国的机电、运输、化工、家具玩具、光学钟表、医疗设备、纺织品等行

业造成普遍性的较为严重的影响。

（三）疫情全球蔓延对国内金融市场的影响

本节将分析疫情对于国内各金融市场，包括股票市场、债券市场和外汇市场（人民币汇率）的影响。

1、股市

（1）市场联动性对中国股市带来的影响

首先，从短期相关性看，本次疫情对股市造成的市场联动效应显著。中国股市在疫情全球爆发（2月22日）之前，一直处于反弹状态。上证指数恢复到了疫情在国内爆发之前的水平，深证指数甚至创出阶段性新高。然而2月22日之后，伴随着全球股市的下跌，中国股市上涨动能减弱，并于2月28日大幅下跌。当日，上证指数下跌3.71%，深证成指下跌4.80%。

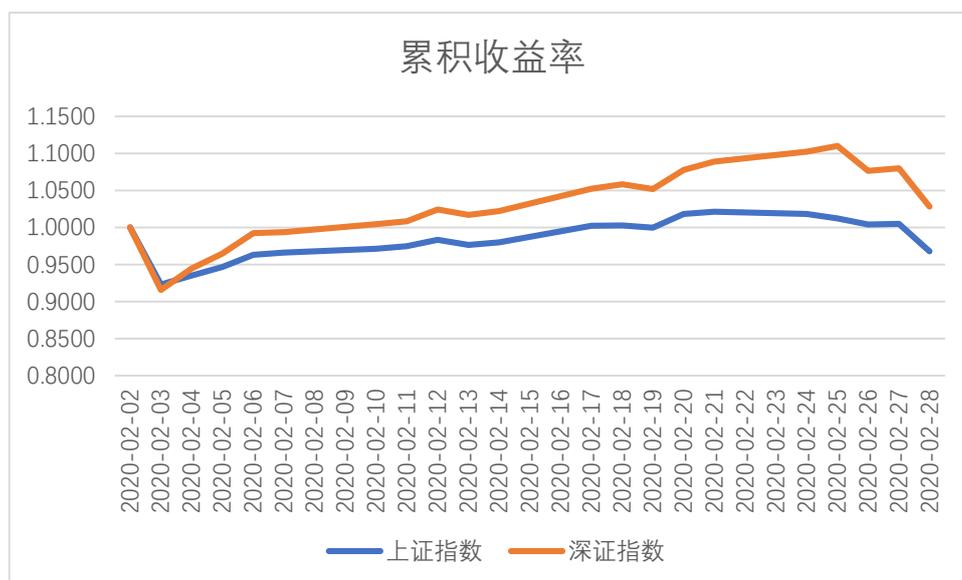


图 29 春节后沪深两市指数表现

数据来源：WIND

其次，从长期看，A股和其它地区的股票相关性并不高，本次疫

情带来的相关性的提升会在未来一段时间下降。虽然沪港通加强了中国股市和国外市场的互通互联，但是上证指数的日回报率和标普 500 的日回报率的关联性不到 0.2，小于很多国际市场指数彼此的相关性。截至 2 月 28 日，疫情大幅提高了中国股市和美股的相关性，相关系数达到 0.3656。

表 5 股指相关性

	上证	标普 500	恒生指数	富时 100	澳大利亚	德国 DAX	日经 225	法国 CAC40
上证	1.0000	0.0282	0.1752	0.0565	0.1231	0.0569	0.1023	0.0583
标普 500		1.0000	0.2053	0.5129	0.1566	0.5496	0.1498	0.5300
恒生			1	0.3718	0.5383	0.3595	0.4627	0.3492
富时 100				1	0.3427	0.7513	0.3040	0.8265
澳大利亚					1	0.3103	0.5070	0.3179
德国 DAX						1	0.2784	0.8443
日经 225							1	0.2943
法国 CAC40								1

注：样本区间为 1990 年 12 月 19 日~2020 年 2 月 28 日。

数据来源：课题组根据 WIND 计算。

表 6 A 股与美国不同时间段的相关性

	97 亚洲危机	互联网泡沫	非典	次贷危机	沪港通	新冠病毒
时间段	1997.7.2~ 1998.12.31	2000.3.1~ 2002.10.11	2003.4.1 ~2003.9.1	2007.10.1~ 2009.3.6	2014.11.7~ 2020.2.28	2020.1.21~ 2020.2.28
相关性	-0.1223	-0.0272	0.2132	0.0469	0.1859	0.3656

数据来源：课题组根据 WIND 计算。

样本数过少让我们无法判断未来两者的相关性是否会下降。为了解决这一问题，我们统计美股下跌 2% 后 n 个交易日内 A 股和美股的相关性。可以看到，美股大幅下跌之后，短期内（1 个月）中美股市的相关性要高于中期（3 个月），半年之后这种相关性恢复到沪股通下的正常水平。

表 7 美股下跌 2%之后 n 个交易日内的相关性

	n=20	n=60	n=120
全样本	0.0535	0.0430	0.0532
沪股通之后	0.2003	0.1654	0.1930

数据来源：课题组根据 WIND 计算。

作为比较我们还统计了美股上涨 2%后 n 个交易日 A 股和美股的相关性。结果显示，美股大幅上涨之后，中美股市相关性变弱。说明负向冲击更容易带来两国股市的联动。

表 8 美股上涨 2%之后 n 个交易日内的相关性

	n=20	n=60	n=120
全样本	0.0333	0.0368	0.0443
沪股通之后	0.1428	0.1509	0.1568

数据来源：课题组根据 WIND 计算。

最后，中美两国股市的弱相关性有利于全球资产多样化配置。在美股不确定性因素提高的情况下，中国股市有望吸引更多的境外投资者。

(2) 产业链受损带来的实体风险如何影响中国股市

1) 产业链受损行业表现

由于疫情重点国家日本、韩国、意大利和伊朗在全球产业链中占据较为重要的地位，疫情在上述国家的爆发将对我国新材料行业、汽车制造业、半导体行业产生较为严重的负面影响；若疫情进一步向欧盟、美国等经济体蔓延，将对我国的机电、运输、化工、家具玩具、光学钟表、医疗设备、纺织品等行业造成普遍性的较为严重的影响。不过目前看来，这些行业的上市公司股价和大盘整体表现差异不大。

本次疫情如果能推动我国经济的产业转型，淘汰落后产能，积极发展人工智能、生物医药等高科技产业，则 A 股有望迎来长期健康发展。

2) 实体经济受损与股市长期发展

由于各国央行持续实施宽松政策，未来股市发展与经济发展的相关性将进一步变弱。一方面，流动性原因导致资产价格持续上涨；而另一方面，经济增长却因为人口红利消退、科技进步停滞、逆全球化等因素进一步放缓。预计这种差异在到达一个临界点之前将在未来较长的一段时间内持续。

(3) 外资对中国股市的影响

首先，疫情期间外资的波动和股票走势具有一定相关性，且外资净流入量的变动早于 A 股的变动。北上资金（沪股通）的净流入量初期有大幅提升，尤其是节后第一天（2 月 3 日），净流入额达 136 亿，随后 A 股开始反弹。截至 2 月 21 日，沪股通净流入的节后平均值达到 16 亿，高于历史水平。但是当疫情在全球蔓延后（2 月 24 日~2 月 28 日），沪股通连续 5 天呈现净流出，而 A 股也在 2 月 28 日大幅下跌。这里需要注意的是 A 股跌幅最大的那一天（2 月 28 日）并非外资流出最多的一天，外资最大流出量发生在 2 月 24 日。

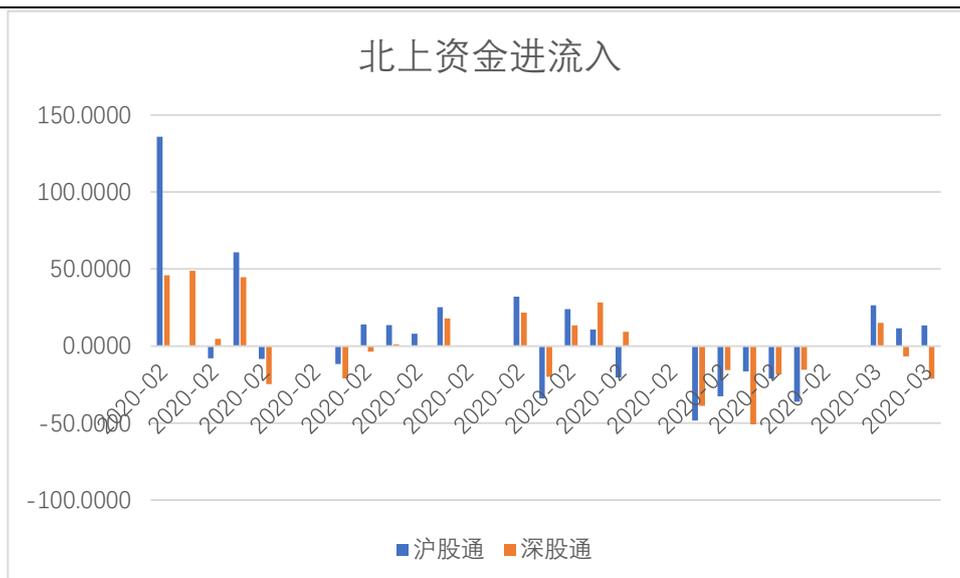


图 30 北上资金流向沪深两市情形

数据来源：WIND

其次，上述规律在更长的样本中得到证实。当期沪股通净流入量和当期上证指数涨幅正相关，且与未来一期上证指数涨幅正相关。这说明外资对上证指数回报率具有一定的预测作用。此外，未来一期的沪股通净流入量和当期上证指数负相关。这说明当上一期上证涨幅过高时，外资倾向于离开市场；而上一期上证跌幅过高时，外资倾向于进入市场。相关性分析显示，外资更倾向于波段操作，低价买入，高价卖出。这种向市场提供流动性的做法，对缓解市场的波动起到积极作用。

表 9 沪股通的净流入额和股票回报率之间的相关性

	Corr(沪股通_t, 回报率_t+T)		Corr(沪股通_t+T, 回报率_t)
T=0	0.1519	T=0	0.1519
1	0.1486	1	-0.1154
2	0.0432	2	0.0224
3	0.0243	3	0.0096
4	0.0159	4	-0.0061
5	-0.0210	5	0.0730
6	0.0084	6	0.0637
7	0.0270	7	0.0228
8	0.0085	8	0.0338
9	-0.0033	9	0.0528
10	0.0252	10	-0.0034

注：样本区间为 2014 年 11 月 17 日至 2020 年 2 月 28 日。频率为日频
数据来源：课题组根据 WIND 计算。

最后，外资倾向于买入所在地区的核心资产，突显价值投资的本质。国际经验表明，外资倾向于持有所在地区的核心资产。例如在台湾市场的外资流入的主要对象是台湾的核心资产，也就是半导体产业链、食品饮料行业（代表公司分别是台积电和统一食品等），其中台积电的外资持有比例曾一度高达 80%。韩国的外资机构主要投向韩国的龙头公司，以及韩国相对有技术优势的通讯、面板、汽车等行业。

2、债券市场

(1) 在与疫情相关的产业链领域，信用债市场风险总体可控

1) 信用债市场描述

存量规模：截至 2020 年 2 月底，全市场信用债 33.38 万亿。从信用债各券种看，金融债、公司债与中期票据的存量规模最大，占比分别为 21.33%，21.27%和 20.02%。

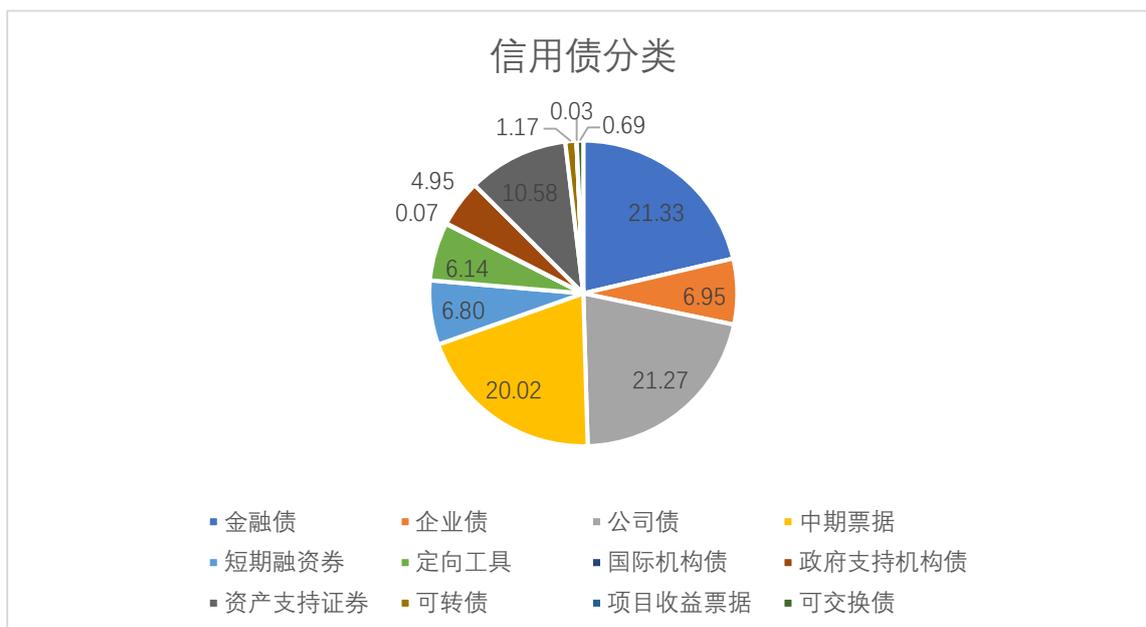


图 31 信用债存量（按券种）

数据来源：WIND

到期规模：有约五分之一的信用债在 1 年以内到期。2020 年到期的信用债规模为 7.04 万亿，占存量信用债的 21.09%，其中 4 月底前到期的信用债规模为 1.8 万亿左右。

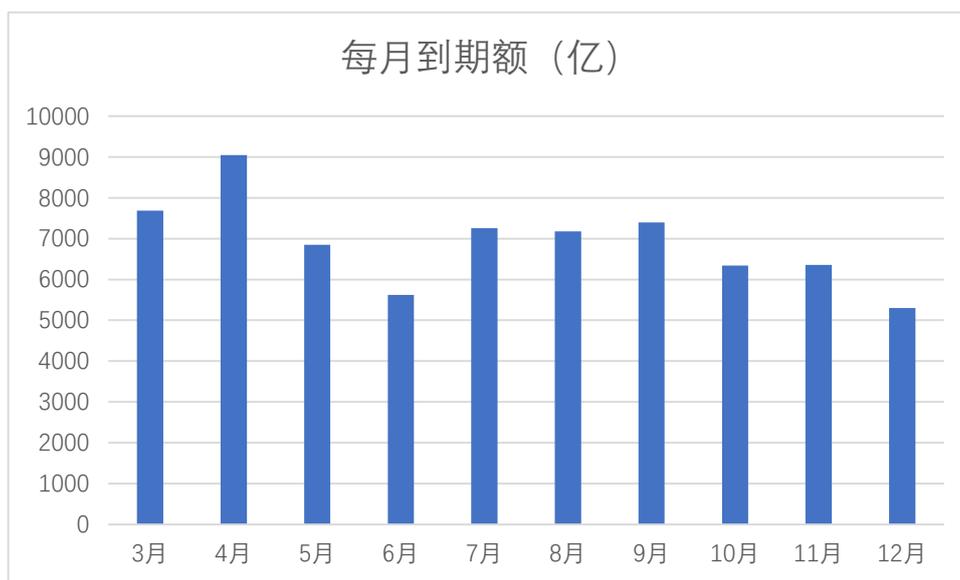


图 32 每月债券到期额

注：2 月数据为剩余一个星期的到期额。

数据来源：WIND

利率及利差走势：尽管央行不断为市场提供流动性，无风险利率

持续下行，带来信用债收益率全线下行，但受疫情影响，避险情绪升温，信用利差多数走阔。信用债市场整体仍较为平稳。

2) 信用债违约风险整体可控，部分行业面临一定风险

《上海金融业应对新冠疫情冲击支持实体经济的对策建议》以复工率为依据，认定住宿和餐饮业、房地产、交通运输业以及文化娱乐将受到较为严重的负面影响。从2020年信用债到期及待回售的规模来看，受影响较大的行业中，建筑业规模最高，为7811亿元，但AA-及以下主体评级占比仅4%，民企占比仅2%；其次为交通运输行业6474亿元，发债主体整体信用资质较高，AAA评级规模占比达86%，且民营企业占比仅为1%；排名第三的房地产业，其到期债券规模为3989亿，民企占比较高，具有一定风险。住宿餐饮业的发债主体评级较低，但整体规模不大，本年度到期余额仅32亿。总体看来，受复工影响的行业短期内信用风险可控。

当疫情在全球蔓延后，行业所受影响不再取决于其在短期内能否复工，信用风险的判定期限也应适当延长。根据前文分析，由于日本、韩国、意大利和伊朗在全球产业链中占据较为重要的地位，疫情在上述国家的爆发将对我国新材料行业、汽车制造业、半导体行业产生较为严重的负面影响；若疫情进一步向欧盟、美国等经济体蔓延，将对我国的机电、运输、化工、家具玩具、光学钟表、医疗设备、纺织品等行业造成普遍性的较为严重的影响。

下表给出受疫情影响严重的行业的本年度债券到期额，以及到期额按公司性质和发债主体评级的分布²⁹。

表 10 债券到期额（2020 年）

行业	2020年到 期额 (亿)	到期额占比（按企业性质 分）			到期额占比（按主体评级分）			
		央企	地方国企	民企	AAA	AA+	AA	其它
汽车制造	471	0	31%	32%	51%	10%	2%	37%
半导体	72	10%	21%	14%	49%	43%	6%	1%
交通运输	6474	36%	62%	1%	86%	10%	3%	1%
化工	1003	48%	30%	19%	45%	44%	1%	10%
医疗设备	18	0	0	100%	0	56%	44%	0
纺织品	136	10%	29%	40%	10%	68%	13%	9%

数据来源：课题组根据 WIND 计算。

表 11 债券到期额（2021 年）

行业	2021年到 期额 (亿)	到期额占比（按企业性质 分）			到期额占比（按主体评级分）			
		央企	地方国 企	民企	AAA	AA+	AA	其它
汽车制造	320	12%	20%	33%	35%	15%	2%	48%
半导体	39	0	59%	38%	38%	47%	13%	2%
交通运输	4124	35%	62%	2%	84%	8%	6%	2%
化工	507	25%	29%	41%	23%	50%	17%	10%
医疗设备	0	0	0	0	0	0	0	0
纺织品	59	0	25%	75%	8%	46%	18%	28%

数据来源：课题组根据 WIND 计算。

从2020年信用债到期及待回售的规模来看，受影响较大的行业中，交通运输行业规模最高，为6474亿元，发债主体整体信用资质较高，AAA评级规模占比达86%，且民营企业占比仅为1%；排名第二的化工行业，其到期债券规模为1003亿，民企占比接近20%，具有一定风险。排名第三的汽车行业，虽然债券到期规模仅有471亿，但是民企和低评级占比均较高，行业风险较大。2021年的情况类似，需

²⁹部分行业如玩具家具、光学钟表等属于细分行业，无法找到对应的行业分类，此类细分行业发债规模不大，故略去。

要重点关注的行业包括汽车制造和化工。半导体和纺织品行业虽然民企占比高，但是现有债券余额较低，未来应该限制生产能力较弱的民企的债券融资规模。

(2) 外资将增加对我国债券的配置

从需求端看，在欧洲债务风险积聚、美国低利率蔓延的情况下，未来外资有望增加对我国债券的配置。目前看来，我国疫情防控得当，经济有望在二季度开始回暖，债券收益率将随之上行。届时，中国债券的投资价值将逐步显现。

3、人民币汇率

(1) 人民币汇率影响因素分析

1) 相对价格水平：人民币计价的商品不再便宜。人口红利的消失导致制造业的成本上升，不断上升的成本最终反映到商品的价格上，而世界各地的消费者也因此降低对中国商品的需求。

2) 全球经济环境：IMF 警示全球经济已进入“同步放缓”阶段。2020 年 2 月 IMF 下调 2020 年全球增速预期至 3.2%，并警告病毒可能会破坏 2020 年全球经济“高度脆弱”的复苏预期。

3) 生产力：疫情全球爆发对产业链形成冲击，中国对受疫情影响较大的国家存在一定的依存度，因此生产力将受到负面影响。

但是长期因素并不会在短期内导致人民币的大幅波动，短期看来，人民币汇率的走势主要由预期决定。目前影响到人民币汇率预期的因素包括：

1) 中美利差的增加降低人民币贬值预期。虽然中美利差于 2019

年 12 月起呈下降状态，但是美联储紧急降息后，两国利差迅速增加。



图 33 中美 10 年期国债利差

数据来源：WIND

2) 可能的财政赤字增加贬值预期。一方面，疫情防范导致财政支出不断增加；另一方面，经济下滑以及减税政策导致财政收入下降，财政赤字有可能恶化。而财政赤字曾在历史上导致多次汇率危机。

3) 中美达成贸易协定后，人民币汇率贬值预期降低。人民银行行长易纲曾表示，无论是从中国经济的基本面看，还是从市场供求平衡看，当前的人民币汇率都处于合适水平。人民银行完全有经验、有能力维护外汇市场平稳运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。

4) 疫情全球爆发后，人民币成为新的避险货币。国际金融机构将人民币资产认定为避险资产，提高人民币的避险功能。

综上所述，人民币汇率变动的短期预期有正有负，考虑到中国财政赤字水平目前处于低位（2019 年的赤字率为 2.8%，低于日本的 7% 和美国的 4%），只要未来财政不出现大幅恶化，其对汇率影响有限。

此外，2020年2月，央行在《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》中提出发展人民币外汇衍生产品市场，丰富外汇期权等产品类型。衍生品的推出将有助于企业和金融机构对冲汇率风险。

(2) 疫情影响下的人民币汇率走势

从人民币汇率走势看，节后第一天（2月3日）人民币汇率（离岸即期）贬值到7.0132，之后汇率走势并没有进一步恶化，且在疫情全球爆发后由于避险原因小幅升值。这说明疫情恐慌带来的贬值预期有所缓和。未来人民币的走势将取决于经济恢复状况、货币政策（中美利差）和财政政策（财政赤字）的实施情况、以及中美贸易博弈的发展。



图 34 人民币汇率走势

数据来源：WIND

(四) 疫情全球蔓延对上海国际金融中心的影响

在《上海金融业应对新冠疫情冲击支持实体经济的对策建议》中，根据对全球金融中心指数 GFCI 指标体系的分析，我们得出新冠疫情

对国际金融中心评估中的大部分指标不会造成直接影响。部分金融产业会受到负面影响，但是保险和金融科技将迎来新的发展时机。此外，新冠疫情也给上海六大中心的建设带来了更多发展机遇，尤其是金融科技中心、国际保险中心和金融风险管理及压力测试中心。

在疫情全球蔓延态势下，我们认为上海国际金融中心建设将从以下四个方面受到正面影响：

第一、在疫情的考验下，上海风险防范得当，城市品牌和声誉大幅提升。疫情刚爆发时，舆论普遍认为上海将受到严重影响。而最终结果却是上海感染人数仅为 337 人，且大部分企业已经有序复工。

第二、疫情影响下，外资将加大对人民币资产的配置，如股票和债券，人民币国际化有望得到进一步推进。

第三、有利于构建多层次资本市场。疫情带来的产业升级将推动科技、医药等产业的长期发展，从而带动一级市场股权投资。

第四、有利于金融科技中心建设。移动支付、非接触支付、网络银行等金融科技业态将得到迅速进化，上海金融机构在这方面具备向全球推广的经验。

四、疫情全球蔓延下中国面临的风险、挑战和机遇

当下国内疫情虽然得到缓解，但海外的疫情却逐步恶化，并可能在部分国家达到高峰。疫情的全球蔓延无疑给中国带来了风险和挑战，但此时中国更需增强信心，发现和挖掘长期发展的机遇，在抵御国际疫情冲击的同时，进一步实现稳增长、调结构和防风险的目标。

首先，在疫情方面，输入型病例的逐渐上升是当下中国面临的首

要风险和挑战。如果无法防控好输入型病例，将可能给中国带来二次全国性疫情蔓延。除了疫情防控风险，我们应该进一步关注疫情全球蔓延对中国经济、产业和金融带来的短期和长期影响。在经济方面，年初爆发的疫情已经给中国经济带来了下行风险，现在疫情的全球蔓延进一步加大了中国经济企稳的难度。短期内，这将对宏观政策调整带来压力。但如果调整的力度过大、着力点不合理，将会给中国经济长期发展埋下更大的系统性风险。在产业方面，疫情下我国不同行业面临的问题和困难不同。同时，疫情的全球蔓延也给中国产业链带来了挑战，尤其是加大了产业链长期逆全球化的风险。不过，中国作为生产大国并且全国疫情已得到较好控制，国际产业也将向中国集中，尤其是受疫情利好、有发展优势的产业，这将给中国带来长期发展的基础。在金融方面，疫情的全球蔓延加大了海外金融市场的风险，同时也会给国内金融市场带来一定的冲击。但是，中国的疫情防控措施较为完备，金融市场正逐渐成为了国际的“避风港”，吸引了外资的流入，进一步地增加了金融市场稳定，也为人民币的国际化带来新的发展机遇。

（一）疫情在海外蔓延的风险与防疫挑战

目前韩国、日本、意大利、伊朗、美国都已经发生了不同程度的疫情，对全球尤其是周边国家会带来影响和输入性风险。日韩离中国最近，给中国带来的输入性风险相对是最大的；欧盟内部人员往来密切，受意大利疫情影响的可能性非常高，英、法、德等国近期的确诊病人数量也逐渐上升；由于疫情初期检测人数范围较小，美国公布的

病例也相对较少，但可能存在较高的社区传染风险；伊朗在疫情爆发的同时，还受到经济制裁的影响，并且自身医疗物资和设施不足，如果没有国际援助将难以遏制扩散的趋势。

中国已经采取史无前例的严格措施，短期内将人员流动和接触下降了 80%，传染系数控制到 0.5，使得疫情规模缩小³⁰。从流行病传播模型来看，基本传染数要下降到 1 以下，才能控制疫情。这就要求在其它参数控制得跟国内相同水平的前提下，其它各国人员的接触频率要比平时下降 66%以上³¹，这对不少国家的组织动员和执行能力提出了较大挑战。

国际疫情爆发下，我国还将面临新的防疫压力。若国际疫情变得严重，我国将面临侨民和海外工作留学人员归国避险的压力，这将带来二次疫情输入的风险。疫区归国人潮的隔离安置和管理对我国防疫是一个严重挑战，这将延迟我国防疫结束时间，增加防疫难度。

（二）国际疫情蔓延下我国宏观和监管政策面临保增长和优化结构的双重挑战

1、海外需求和供给的不确定性进一步增加了我国经济恢复的风险

突如其来的新冠疫情造成了中国经济一定程度上的“停摆”，2 月份大幅下滑的 PMI 指数表明，疫情对企业的经营活动造成了显著的影响。目前企业复产复工的情况并不理想，全国物流网络尚未恢复顺畅运作，这对经济的供给端产生极大的负面影响。根据我们的预测，中

³⁰参考李迅雷金融，海外疫情失控的概率有多大，2020.3.2。

³¹而且降低 66%还只能将传染系数刚好降到 1，这意味疫情规模不会扩大，但也不会缩小，而这种全面限制人员流动的措施不可能长期持续，一旦放松，疫情就会继续恶化。

国第一季度乃至全年经济增速都会遭遇不同程度的下滑。

疫情在中国境外的扩散，同样为处于“高度脆弱复苏”中的全球经济增长蒙上了阴影。海外需求的萎缩将通过出口需求对我国经济增长，尤其是出口行业，形成二次冲击。这对于处在经济换挡期的中国，稳增长、稳就业等方面将受到更严峻的挑战。为了抵御疫情扩散给经济增长带来的风险，中国在宏观政策和监管调整方面的压力骤增，调整力度和把握着力点临诸多挑战。

2、宏观政策把握力度和着力点的难度加大，短期和长期目标的平衡难度增加

新冠疫情给中国经济带来了较大负面冲击，疫情的全球蔓延进一步加大了中国经济企稳的难度和不确定性。为了稳定经济增长，2020年中国政府预计将推出一系列宽松和刺激政策来稳定总需求，提振信心，并将跟随国际疫情扩散程度进行相关调整。

(1) 合理把握政策力度和着力点，兼顾经济稳增长与结构优化

虽然积极财政和货币政策在对抗疫情短期影响是非常必要的，但我们应该意识到，政策力度和着力点的把握是非常关键的，同时对开启新一轮大规模刺激也需要提高警惕。如果刺激政策力度过大或者结构不当将会有以下负面作用：一是推高通货膨胀水平，降低居民财富，并加大长期政策调整难度；二是推高资产价格，尤其是房地产价格，这可能进一步刺激居民加杠杆，从而挤占消费；三是不利于我国经济转型和结构调整。我国近几年采取的主动经济结构调整已经取得一些成效，正在逐步改变经济增长对于房地产和高能耗高污染产业的依赖，

并为之付出了成本。国际疫情蔓延下的刺激政策不应当损害实施长期战略取得的成果，避免带来新一轮的产能过剩。

(2) 兼顾结构优化与保障就业、保障低收入人群生活水平

在疫情冲击下，中小和民营企业受影响较大，政策支持对象应该集中在这些企业，支持这些企业渡过难关，并根据中小和民营企业遇到的具体困难（例如租金成本、税费成本、现金流、债务等）来制定和施行政策。如果着力点不合适，将显著影响政策在稳增长、稳就业方面的效果。

个别政策的效果需要考虑对全局的影响。例如，虽然此次针对防疫的增值税免税政策，例如税务总局公告 2020 年第 8、9 号文件，有公共交通运输服务、生活服务业、快递收派服务，主要来说针对增值税的终端环节比较多，这意味着增值税终端环节免税，对于企业和消费者都是有好处的。但是，有一些并不是直接面对终端消费者，这样增值税免税，其自身不能抵扣对应进项税额，同时不能向下游开具增值税发票，这会增加下游企业所缴增值税，最终可能会加大全部环节上企业增值税的负担。显然，这种结果与政策初衷相悖。

在财政方面，在疫情之下，原本就财力紧张的地方财政承受的压力更大。虽然目前中央已出台政策保基本民生、保工资、保运转，但需要认识到的是，近年来经济下行叠加减税降费，财政收支矛盾持续凸显。地方隐形债务风险仍未完全化解，资金使用效率有待进一步提高。此次疫情进一步加大了财政收支矛盾，从而提高了长期改革的紧迫性。中长期要通过体制机制改革解决财政可持续性问题，避免陷入

财政危机。

需要指出的是，为应对疫情，一些主要经济体纷纷采取了财政和货币刺激政策，包括美联储一次性 50 个基点的降息。这为我国使用财政或货币政策工具提供了更多的操作空间。

（三）疫情全球蔓延给我国产业带来的风险与机遇

国际疫情蔓延下，我国不同行业面临的问题、困难和机遇不同。疫情对旅游服务、交通运输等行业的直接影响较大，影响时间也较长。这些行业本来已经在国内疫情的影响下受到了重大冲击，在目前国内疫情得到一定控制的情况下正在逐步按计划复工。近期国际疫情蔓延，导致海外需求进一步减少，对这一恢复进程带来了额外的负面冲击。

但是，国际疫情蔓延也给我国的一些产业带来了机遇。首先，国际防疫需求为一些直接相关的产业发展提供了新的需求，例如防疫用品、医疗产品、药品等行业。在中国疫情得到相对控制之后，这些产业将能够把产能输出到有需求的国家。

其次，我国的 IT 信息行业在国内防疫中发挥的作用也是一个亮点。在本次疫情中产生了许多新的服务需求，比如电商服务的需求、在线教育的需求、远程办公的支持、防疫信息的提供等。在国际疫情蔓延的情况下，我国的 IT 信息行业也有可能把技术和业务模式输出到一些相对落后的国家和地区，帮助他们抗击疫情，同时也为疫情之后获取当地的市场份额提供了一个机会。

最后，虽然国际疫情对我国经济带来一些负面冲击，也为我国一些行业的结构优化、落后产能淘汰提供了契机。我国的一些行业在国

际分工中处于价值链的较低环节，由于此次国际疫情的蔓延，将有机会进行去产能和重新定位。

（四）疫情全球蔓延对我国产业链带来的风险与机遇

1、警惕疫情带来的供应链风险

疫情全球蔓延的态势对我国产业链带来了一定的挑战。

从短期来看，要警惕新冠疫情对生产和消费市场的冲击。全球经济的深度融合，特别是半导体、汽车制造、数码电子、智能家电、药品、医疗用品和工业设备等领域产业链和消费市场的国际化分布特征明显。对中日韩相关产业链高度聚集的国家而言，疫情的爆发对生产的短期影响较为严重。同时，亚太地区和欧盟作为重要的全球市场，国际疫情的蔓延对消费市场的冲击也不容忽视。

从长期来看，一是要警惕全球产业链本土化。新冠疫情在中国逐步得到控制，但在全球呈现出扩散迹象。从短期来看，由于产业链具备依赖性和粘性，大多数工业体系不完整的国家短期内难以找到替代品，发生重大变迁的可能性不大。从长期来看，工业门类较为健全的国家 and 地区，例如美国、欧盟等，或将制定较为系统的产业政策指导关键行业产业链本土化。

从国内产业对国际的依赖来看，中国对日韩等疫情重点地区的机电、汽车制造、半导体等产业依赖性较强，且依赖的产品主要为科技含量较高的零部件、新材料、电子元器件、芯片等中间件产品，短期内难以找到合适的替代品。若日韩疫情进一步扩散，我国的相关产业或面临断供风险。在极端情况下，若疫情进一步在欧盟和美国爆发，

基于我国与美国和欧盟紧密的双向经贸联系，机电、半导体、光学钟表、机械设备、化工产品和医疗设备等产业的进口将受到极大的影响。

从国际对我国产业的依赖来看，中国作为制造业供应链的枢纽，生产停滞对全球经济产生的影响巨大。根据日本经济新闻的分析，中国的制造业生产每减少 100 亿美元，海外整体影响约达 67 亿美元。尤其是海外市场对我国出口的机电产品、纺织品、家具玩具和化工产品依赖较大，相关市场或受到较大冲击。

2、疫情或吸引产业向中国集中，并利于我国产业结构调整

在认清挑战的同时，我们也应当注意到当前形势下仍存在一些机遇。一方面，疫情利好我国部分优势产业。通信、大数据、云计算、互联网、医药等行业在疫情期间发挥的作用有目共睹。对用户行为习惯的改变在疫情结束后有望得到延续，或将促进相关优势产业的进一步发展。

另一方面，当前疫情发展态势或将引导国际产业向中国聚集。当前国内疫情基本得到控制、国内态势积极向好，而在日、韩、欧盟等国家和地区则呈现蔓延态势。从全球生产的角度来讲，或引起相关国家的资本和产业寻求更为安全的避险目的地。我国无论从市场容量、产业成熟度、人力资本情况，还是从疫情防控态势来看，都是国际资本和相关产业的主要选择之一。因此，当前疫情发展态势或将导致国际产业进一步向我国聚集。

（五）疫情全球蔓延对我国金融市场带来的冲击有限，且有助于进一步提升外资吸引力、推动人民币国际化

1、股票市场

（1）风险

一是来自信息层面的风险，该风险带来股市波动率的上升。在国际疫情的输入效应仍存在不确定性、疫苗尚未研发出来的情况下，投资者情绪对市场作用明显。有关疫情进展的任何信息（包括正面的和负面的）以及海外市场的任何反应，都容易被市场放大，并最终导致股市波动率上升。另一方面，信息不透明增加了投资者的投资风险；要警惕公司为掩饰亏损而进行的一系列违规操作，如财务作假，抬高股价高位减持或质押套现等。

二是来自操作层面的风险，该风险使得投资人遭受损失。疫情爆发以来，中国股市经历了几次大幅下跌，而勇于在下跌时买入的投资者均获得显著收益。这使得投资者容易低估股票左尾风险的持续性，高估近期大幅下跌的股票。然而，左尾风险却与未来收益呈现显著负相关（Atilgan et al., 2019）³²。实证表明，散户投资者更有可能低估左尾风险的持续性，进而在未来面临更低的收益。

三是来自公司层面的风险。疫情对产业链的冲击使得多个行业和相关企业面临较大负面影响。上市公司业绩的下滑会导致投资者减低对收益率的预期，导致市场估值水平的下降。

³² Atilgan, Yigit, et al. Left-tail Momentum: Underreaction to Bad News, Costly Arbitrage and Equity Returns, *Journal of Financial Economics*, 2019.

四是流动性风险。当市场波动率提升后，流动性风险值得关注。目前 A 股流动性风险较低，但由于股指期货尚未完全解禁，一些远期合约呈现出流动性不足的问题。一旦市场波动增加，有可能引发个别市场的流动性风险。例如，疫情爆发初期 IC 远期合约出现过因流动性不足导致的瞬间涨停现象。

五是资产价格和实体经济脱节的风险。该风险主要由经济的长期低增长和持续宽松的货币政策导致的。一方面，生育率走低，科技缺乏质的飞跃，互联网红利接近尾声，以及本次疫情带来的逆全球化发展，经济有可能长期陷入低增长的泥潭；另一方面，低利率使得市场长期无法出清，疫情爆发后各国采取的降息政策将加剧这种态势。市场无法出清，新周期难以启动，而资产泡沫却一直增加，贫富分化加剧。

（2）机遇

一是 A 股将吸引更多的境外投资者。一方面，A 股市场和全球股市相关性低，外资增加对 A 股的配置有利于资产多样化配置。另一方面，中国资产已担当起全球避险资产的角色，国际机构持续看好 A 股前景，摩根士丹利亦将中国股票评级提高至“增持”。

二是境外投资者的引入有助于 A 股市场长期稳定发展。市场规律表明，边际增量资金是决定市场风格的主要因素。当边际增量资金来自散户时，交易更易受到市场情绪的影响；当边际增量来自机构时，则需分析增量资金属性（交易型资金或配置型资金），何种资金占主导将决定市场风格。实证数据表明，相较于境内机构，外资机构换手

率更低、更注重价值投资，以陆股通 50 大重仓股位标的构建的外资重仓组合自 2017 年以来显著跑赢中证 800 指数，便是一个强有力的信号。外资稳健的投资风格，有利于降低 A 股市场长期以来换手率高、波动幅度大的问题。

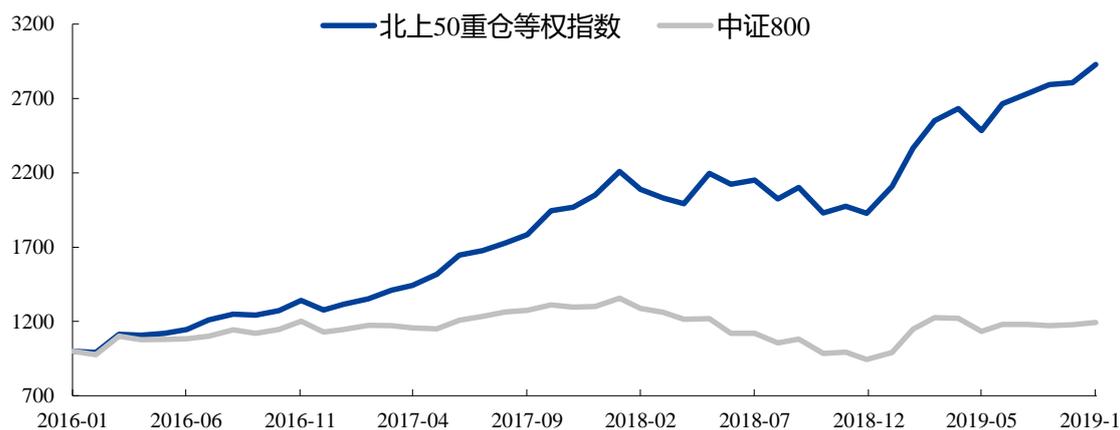


图 35 北上 50 重仓等权指数与中证 800 收益比较

数据来源：WIND

三是股市的健康发展有利于企业直接融资。疫情影响下，银行对受疫情严重企业的低息贷款或将增加银行的坏账率，从而导致风险从实体经济扩散到金融机构。而直接融资则有助于解决这一问题。

2、债券市场

(1) 风险

债券市场的主要风险是部分受疫情影响严重的行业存在一定违约风险。该违约风险不仅使投资人遭受损失，对债券承销主体亦带来负面影响，尤其是当承销商在承销过程中出现违规操作时³³。虽然疫

³³如果主承销商自己出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形而导致投资者损失的，根据《证券法》第 173 条规定，应当根据过错推定原则与发行人承担连带责任，除非证明自己没有过错。此外，在交易所发行的公司债券，根据《格式准则第 23 号——公开发行公司债券募集说明书》规定，主承销商出具的核查意见作为公司发债的备查文件之一。同时，根据《证券法》第六十九条、《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》第 5.2 款之规定，主承销商除非证明自己没有过错，否则就发

情带来的债券违约有大概率是企业经营问题，并不一定是由承销商违规操作导致的，但是一旦违约企业数量过多，会引发投资者对承销商的质疑。而信用债发行规模于 2018 年和 2019 年大幅上升，分别较上一年增加 26%和 30%，火爆行情增加了违规操作的动机。即便承销商不存在违规操作问题，若其承销的债券违约概率高，会对其未来业务产生负面影响。

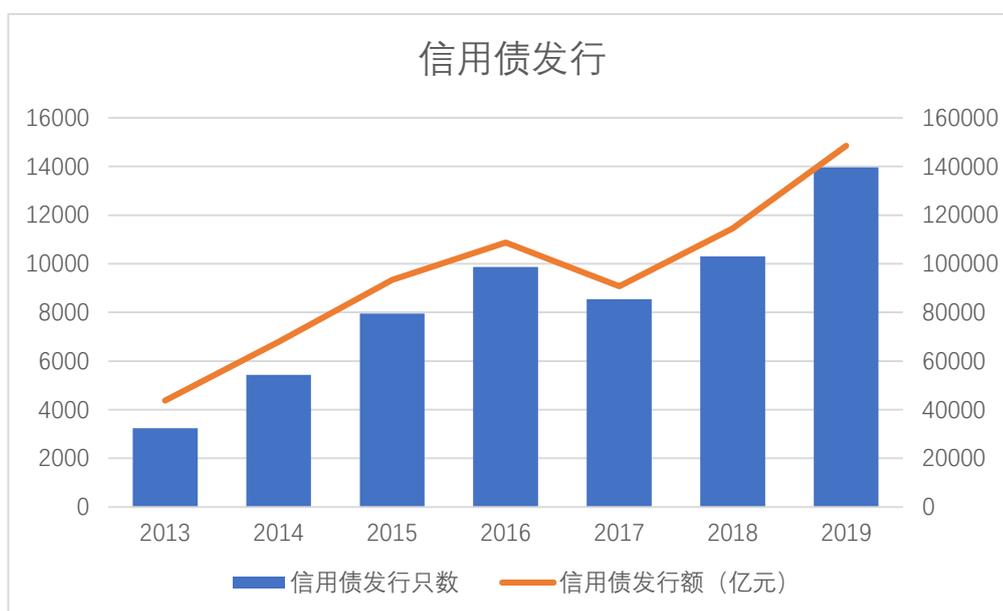


图 36 信用债发行

数据来源：WIND

(2) 机遇

一是中国债券作为一种安全资产将得到更多国际认可。目前，中国国债已经纳入彭博巴克莱全球综合债券指数和摩根大通全球新兴市场政府债券指数，并有望在 3 月加入富时全球政府债券指数。

行人相关文件中存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形而导致投资者损失的，应当与发行人承担连带责任。在银行间市场发行的债券，根据《银行间债券市场非金融企业债务融资工具主承销商后续管理工作指引》，主承销商在债券发行结束后，还有一定的托管及代理追偿职责。因此，如果是发行人提供的文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形而导致投资者损失的，根据民法类推适用的原则，除非承销商证明自己没有过错，否则应当依据过错推定责任与发行人承担连带赔偿责任。如果主承销商自己出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏的情形而导致投资者损失的，根据《证券法》第 173 条规定，应当根据过错推定原则与发行人承担连带责任，除非证明自己没有过错。

二是外资加大配置有助于我国债券国际化程度的提高。2020年1月末,中国债券市场存量规模达100.4万亿,居世界第二,但是外国投资人持有中国债券的比例仅占中国债券市场的2.2%,与我国债券规模的国际排名不匹配。伴随金融市场对外开放的再进一步,未来外资的债券持有量有望进一步提升。

3、外汇市场

本次疫情将进一步推动人民币国际化。一方面,人民币资产成为新的避险资产,从需求端促进人民币国际化;另一方面,我国监管机构将继续推动人民币国家化。2020年2月央行出台《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》,从便利人民币结算、探索本外币跨境资金池、探索外汇管理转型升级、鼓励跨国公司在上海设立全球或区域资金管理中心、扩大债券市场对外开放等多个方面推动人民币国际化进程。

人民币国际化程度加剧后,汇率双向波动将进一步加剧,成为监管机构、金融机构和实体企业面临的主要风险。

(六) 疫情全球蔓延带来逆全球化挑战与机遇

1、警惕疫情带来的逆全球化挑战

疫情可能加剧的逆全球化尤其值得警惕。一是要警惕供应链的逆全球化。本次疫情凸显的全球供应链风险较为显著,在疫情重点地区生产受到影响导致供应链上游生产停滞时,未发生疫情的下游产业链国家的生产也受到较大影响。这种牵一发而动全身的全球供应链之间的关联关系引发了部分国家的忧虑,使得疫情可能成为供应链逆全球

化的催化剂。

二是要警惕物流和货物贸易壁垒长期化。新冠疫情对全球物流运输产生了一定的负面影响，从而影响了货物贸易，这种影响是短期的。然而值得警惕的是，是否存在某些国家借助疫情的发展，针对疫情重点国家和地区设置贸易壁垒，甚至将这种贸易壁垒长期化。如果发生这样情况，将对全球双边贸易带来较大的负面影响。

三是要警惕其它经济领域合作的破裂。疫情可能带来从供应链的逆全球化到物流、贸易的壁垒，直至其它经济领域合作的破裂，例如在技术授权、货币和财政政策的衔接等。一旦出现这种情况，全球经济秩序和稳定性将受到冲击，或将面临更大的经济波动。

要指出的是，国际疫情扩散对全球产业链调整带来了困难和风险，在短期也缓解了产业链逆全球化的压力。同时，全球化的推动力量主要是资本的逐利性，而逆全球化的推动力量更多是政治因素。在全球共同面对疫情的情况下，一些民粹的思维明显与抗疫和恢复经济的需求相左，资本的力量也可能更容易推动全球化的进程。

2、继续推动和捍卫全球化的机遇

“全球化”曾是发达国家掌控全球市场的策略，但随着众多发展中国家在“全球化”进程中崛起，发达国家独占“全球化”最大红利和话语权优势丧失，推动“逆全球化”也展现出权力之争。新兴发展中国家可能会联合起来共同反对单边主义和贸易保护主义，通过不断创新经济模式，找到适合本国经济发展的增长点，共同努力推动全球经济发展。我国作为全球化时代当前的最大收益者，应当坚定的成为

全球化的捍卫者。这次疫情也为我国成为全球化的领导者提供了机会。

本次疫情控制提供了我国向国际社会展示国内治理水平的机会，有助于提高在国际社会中的国家形象。通过强有力的国内抗疫措施及时控制住疫情在中国境内的蔓延，逐步恢复生产和经营秩序，为中国在全世界树立了良好的形象。在接下来的国际疫情蔓延的情况下，如果中国能积极恢复国际供应链，可以表现出我国在国际经济中的负责任态度，降低各国对于中国优势产业链聚集的担忧。疫情防控也凸显了人类命运共同体的意义，是对民粹思潮的一个有力回击。可以说，本次疫情全球蔓延，为中国成为下一阶段全球化的推动者提供了一个难得的展示场景和机会。

五、疫情全球蔓延下中国的应对措施

疫情的全球蔓延给我国经济、金融和产业方面带来了不少风险和挑 战，但同时带来了诸多发展机遇。中国应在目前一系列支持防疫工作以及帮助中小企业渡过难关的政策上，采取更积极的措施应对国际疫情的短期冲击，并为长期发展和转型做好准备。具体如下：

（一）严控国外疫情输入，加强国际合作共抗疫情

1、防范输入性风险

加强边境管控，对于疫情严重的高风险国家来访者，如韩国、日本、意大利、伊朗等，采取必要的隔离措施。加强检疫力度，并对出现发热或其他疑似不明原因病毒性肺炎症状的旅客进行隔离治疗。同时，做好大量国际疫情区我国人员返回的准备工作，包括应对方案、检测流程、信息处理、场所和物质准备、应急预案等。

2、加强国际合作共抗疫情

尽管国内抗疫形势进入关键时刻，但中国仍以自己的方式，向其他出现疫情的国家和地区提供力所能及的医疗物资援助。目前中国已是全球最大的口罩生产国和出口国，年产量占全球的50%，各国尤其是疫情严重国家都面临口罩不足，需要大规模从中国进口。

我国还应加强国际医学合作，加快研究特效药和疫苗的进程，并将我国防疫过程中的医疗数据、措施经验等分享于世界各国和相关医疗卫生组织，做到信息及时共享。

在严格防疫的同时避免与世界脱钩，需要保持信息、资金的交流通畅，不能因为疫情的严格防控，阻碍国内的对外交流等。避免过度反应，要保持开放的态度，与防疫措施结合起来做到平衡。

3、保证物流畅通

物流畅通是国际贸易与合作的基础，中国有着全球首屈一指的医疗物资产能，在未来可能承担更大的提供各种生活和医药医疗必需品的生产责任。所以在保证检疫安全的前提下，通过国际合作形成畅通的物流渠道，也能更好地为他国的抗疫尽一份力。

4、完善战“疫”物资战略储备，克服市场失灵

平时做好医疗防疫物资的储备工作，对于未来的国际疫情恶化风险做好准备，尤其是与国外交流多的省市包括上海，国内外人员出入频繁，需要做到开放与防疫两手抓。

（二）财政政策更加积极有为，货币政策保持稳健并适度放松，监管政策保持连续性和灵活性，长期持续深化体制机制改革

1、积极的财政政策要更加积极有为，提高资金使用效率，优化支出结构

给予受疫情影响较大行业税费优惠、出台阶段性降费政策（包括社保、公积金等）、加大就业职业培训等。适度提高财政赤字率，并在地方政府隐性债务管理不放松的背景下，进一步扩充专项债额度。规范PPP，提高投资效率。隐性债务应显性化，不能大规模增加隐性债务。优化支出结构，从发展财政转向民生财政，更多转向教育、医疗、养老以及新型基建。需警惕个别政策可能对全社会税负带来与政策预期相反的效果。

2、货币政策保持稳健并适度放松，密切关注滞涨风险，并防范系统性金融风险

货币政策应继续保持稳健并适度放松，维护银行间市场和资本市场的流动性合理稳定，不搞大水漫灌，应该精准、定向。需要密切关注我国短期内的滞涨风险。此外，不同于非典疫情，当前企业杠杆率更高，居民加杠杆空间更小，因此疫情冲击的负面影响更大，需防范系统性金融风险。在金融支持实体经济与金融机构经营风险之间做好平衡，建议通过体制机制改革以及金融产品创新，发展直接融资来服务于中小企业和新兴产业的融资需求，从而缓解金融机构风险压力。

3、保持监管政策连续性和灵活性

在政策方面，需要避免因为抗击疫情的相对短期需求，对长期政

策带来扭曲。例如，需要防止短期刺激政策对“房住不炒”的基本国策带来的长期负面影响。为此，有必要完善房地产金融长效管理机制，关注短期住房价格变动，注意房地产领域金融资源的投放与房地产市场合理增速相匹配。此外，2020年底也是资管新规过渡期节点，为了满足疫情环境下实体资金需求，建议做好技术评估，适当延长过渡期。

长期来看，疫情冲击进一步加大了长期体制机制改革的重要性和紧迫性，包括财政税收体制改革、金融供给侧改革等等。各项改革措施的持续推进有望使中国经济释放更大的潜力，提高中国长期经济增长率。

（三）对受国际舆情蔓延影响的行业，采取不同的应对措施

1、对受冲击较大的行业提供定向扶持

针对旅游服务、交通运输等直接受到国际疫情蔓延影响的行业的企业，建议在现有的支持政策基础上再加大力度、精准支持，对这些企业提供银行贷款，税费减免、租金支持等全方位的帮助，尤其是对这些行业内的中小微民营企业，要加大帮助支持力度。

国内疫情对这些企业已经造成了重大冲击。目前在国内疫情得到相对控制的情况下，这些行业正在采取措施逐步复工。政府需要进一步帮助它们解决复工面临的具体困难，降低疫情下的开工成本，通过国内市场需求，来对冲他们面临的国际疫情蔓延带来的经营困难。

2、支持 IT 行业和金融科技行业等扩大服务输出

在国内抗击疫情的过程当中，我国的信息服务业和金融科技等行业都积累了丰富的经验。这些行业通过在线服务等方式，在国内疫情

期间，帮助消费者与企业之间通过非接触的方式进行生产经营。我国应当鼓励这些企业积极地走出去，在国际疫情蔓延的当下，把这些经验和产业优势输出到国际上，以便为疫情结束之后，这些企业走出国门创造先发优势和经验。

（四）采取更加积极措施应对疫情全球蔓延对供应链的影响

1、进一步提升开放力度

面对疫情带来的供应链本土化的思潮，我国应当进一步加大开放力度，通过构建合作共赢的产业命运共同体，加强各个主要经济体对中国产业和市场的依赖度。通过构建开放型经济，吸引更多的外国资金和技术向相关产业聚集，打造战略性产业高地。

2、促进中西部地区对东、南部制造业的承接

应当认识到，供应链全球化是基于成本和市场的产业链分工协作机制，其本质依然是成本导向和市场导向，并不完全以产业政策为转移。为有效应对美国、欧盟等国家和地区可能出现的供应链本土化思潮，我国制造业应当加快制造业的地区间转移，从东、南沿海地区加快向中西部低成本地区迁移，加快当地人力资源建设，切实以成本和人才优势对抗逆全球化思潮，以制造业西进对抗制造业外迁，保障我国较为齐全的工业门类。

3、加强自主供应链配套

汽车制造、半导体等行业供应产品的涨价会拉升下游产业的成本，但也会增加国内细分产业链上的上游企业的盈利，提高在配套供应链上的投资，同时产品断供往往也是潜在竞争者切入供应链的时机，会

加速国内相关企业，特别是汽车零部件、半导体新材料、存储芯片、面板企业的转型升级，有助于战略新兴行业国产化率的提升。

4、加强优势产业的聚集和推广

我国在 5G 通信、视频监控、在线教育、远程医疗、电子商务、移动支付等在疫情期间仍然可以正常发展的行业上具备较大的产业优势。面对疫情在全球蔓延但在我国初步得到控制的态势，我国应进一步促进相关产业的聚集和推广，进一步提升相关产业的优势地位。

5、保障对国际产业链有重大影响的行业的复工复产

在国际疫情蔓延的情况下，我国的企业可以承担大国担当，尽最大努力增加产能和运输能力，减少我国对国际产业链影响，加强产业上下游信任。可以向国际社会做出一定承诺，保障关系全球安全的产品供应链稳定，并对防疫物质生产提供额外的支持。

6、做好承接国际疫情地区高附加值产业转移的准备工作

国家相关部门，例如国家发改委，可以组织相关行业开展研讨分析国际疫情蔓延下，国际产业（尤其是目前形势比较严峻的国家和地区所拥有的高附加值产业）进行转移，尤其是转移到中国的可能性，及时研判做好准备工作，并在机遇出现时积极争取。

（五）确保金融市场稳定运行，扩大金融业对外开放，推动人民币国际化，促进上海国际金融中心建设

1、针对股债汇三个市场可能出现的风险点积极采取措施，确保股债汇市场稳定运行

股票市场：1) 加强上市公司信息披露，打击其信息造假行为，

保护中小投资者利益³⁴。2) 加强市场流动性。逐步解除股指期货买卖限制,解除对融券的限制,提高市场流动性,完善市场价格发现功能,避免采取影响市场流动性的措施,如休市、限制买卖等。3) 避免对市场的过度干预。股票市场有其自身运行规律,人为干预无法改变其长期走势³⁵。但是监管机构可考虑动态调整两融的杠杆比例,避免市场短期过热。

债券市场: 1) 关注风险行业的企业信用风险,允许具有生产能力的企业借新还旧; 2) 健全风险预警监测评估体系,探索完善债券违约处置机制。

外汇市场: 1) 缓解公众对经济增长的负面预期; 2) 从东、南沿海地区加快向中西部低成本地区迁移,推动我国制造业西进,应对美国、欧盟等地可能出现的供应链本土化思潮,为汇率稳定提供坚实的经济基础。3) 避免过高的财政赤字。

2、扩大金融业对外开放,积极吸引外资入市

在疫情全球蔓延的情况下,积极打造全球资金的避风港,吸引外资进入市场,并通过扩大金融业对外开放,将国际金融机构长期留在中国。具体措施包括:(1) 提高监管的透明度和一致性,保障金融市场的公平和公正,从监管层面增强中国市场对外资的吸引力;(2) 解决外资机构长期以来面临的展业困境,增强外资机构发

³⁴在加强信息披露方面,可借鉴香港做法。香港证监会希望在港上市的企业能尽快就自身经营状况是否受疫情影响、影响程度多大有更为具体的信息公开及说明,一来不对财报等定期业绩公布流程造成太大影响,二来也让投资者对企业运行状况有更多详尽信息掌握。

³⁵ 2015年的救市行为并未能阻止股市最终的下跌,而救市资金在市场中的操作也未能保证维护中小投资者的利益。

展信心；（3）结合金稳委11条加快落实外资机构进入银行间债券市场；（4）扩大债券市场对外开放，便利境外投资者备案入市，逐步推动境内结算代理行向托管行转型；（5）加强衍生品市场建设，发展人民币利率、外汇衍生产品市场，研究推出人民币利率期权，丰富外汇期权等产品类型，满足机构套期保值的需求。

3、推动人民币国际化，促进上海国际金融中心建设

在帮助全球各国抗击疫情过程当中，让人民币发挥更大的支付结算作用，推动人民币国际化，促进上海国际金融中心建设。具体措施包括（1）积极推动跨境金融发展，提高跨境人民币投融资便利性，建立资金自由流动的跨境金融管理制度。（2）鼓励跨国公司在临港新片区设立全球资金管理中心，提升跨国公司金融服务的可得性和便利性，满足境外人民币持有者的金融服务需求。（3）推动新片区开展金融创新试点，建立人民币资产交易平台，推动资产管理机构在新片区设立全球交易中心。

4、推动政府与金融机构合作，加强金融风险管理

以海外疫情蔓延为契机和风险场景，推动政府与金融机构、政府与政府之间的合作，加强金融风险管理。具体措施包括：（1）由政府成立风险管理与压力测试实体中心，汇集全行业数据，集合全行业风险管理、业务发展的专家经验，制定切实可行的风险管理流程和模型，测算发生系统性风险和风险传染的可能性，并通过监督公司内部管理、压力测试等方法，寻求降低风险的可行途径。（2）积极研究在国际资本进入中国市场的情况下，如何改善中国金融市场的功能和效率，以

应对跨境资金流动可能带来的市场流动性风险。

（六）以人类命运共同体应对逆全球化

面对国际疫情蔓延，我国需要以人类命运共同体的心态积极应对。首先，让世界了解我国在抗疫中面临的实际困难，获得更多理解。其次，应当加强国际交流，充分利用我国在抗疫中获得的经验帮助疫情地区抗疫。再次，通过为全球抗疫提供价格合理的物资供应、提供我国抗疫中开发的一些信息管理工具在国际抗疫中使用，帮助我国信息服务业的国际化。最后，充分利用互联网平台，加强国与国之间民众交流，反击妖魔化中国的行为，让世界了解我们的价值观。

以此次疫情为契机，我国可以更好地构建人类命运共同体的战略目标。中国作为世界第二大经济实体，推出“一带一路”等利益共享的举措，为广大发展中国家发展带来新机遇，通过合作赢得了众多国家的支持和尊重，中国的国际话语权不断提升。在国际疫情蔓延中，我国尤其需要帮助与支持“一带一路”国家观察疫情、进行疫情防控，以赢得这些国家更大的支持。在这一过程当中，需要鼓励我国驻外公司与机构积极参与当地的疫情防控工作。

在经济层面来讲，此次国际疫情蔓延，也有助于我国构建新兴全球化经贸体制。中国在全球化进程中已成为中流砥柱，是抵御逆全球化的中坚力量。我国要借助于国际疫情带来的产业链重新构建的契机，进行全球产业链布局，继续推进全球化的战略目标。