

2020年6月10日

2020年第45期

疫情研究专题系列

## 新冠肺炎疫情对产业链的影响跟踪

王申 研究员

### 主要观点

- ➡ 中央对工作的总基调是“稳中求进”。求在做好疫情防控的基础上，做好复工复产工作，稳住产业链。
- ➡ 国内产业链循环基本顺畅，整体复工复产接近完成，行业开工率趋近正常水平，人员流动快速复苏，就业逐步恢复但有隐忧。总体来看，国内产业链复苏很快，但仍存在一些堵点、断点。
- ➡ 海外疫情蔓延影响外贸循环：（1）海外疫情蔓延打压世界经济，惠誉评级预测全球经济今年下滑4.6%；（2）疫情扰动国际产业链，联合国预计世界贸易萎缩近15%；（3）中美脱钩风险加剧，高科技产业链风险加大。
- ➡ 要有底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的准备，但对结果也无需过度悲观。短期来看，欧美已经开始逐渐复工，疫苗加快研发，人们会找到生产与疫情共存的平衡点；中期来看，疫情其实会放慢贸易战以来所谓的产业链搬迁趋势；长期来看，要补齐国内产业链短板，发挥国内超大市场优势，构建国内国际双循环新发展格局。
- ➡

## 目录

|                      |    |
|----------------------|----|
| 一、稳中求进的工作总基调.....    | 3  |
| 二、国内产业链循环基本顺畅 .....  | 5  |
| （一）整体复工复产接近完成.....   | 5  |
| （二）行业开工率趋近正常水平.....  | 7  |
| （三）就业逐步恢复但有隐忧.....   | 9  |
| 三、海外疫情蔓延影响外贸循环.....  | 12 |
| （一）海外疫情蔓延打压世界经济..... | 12 |
| （二）疫情扰动国际产业链.....    | 15 |
| （三）中美脱钩风险加剧.....     | 18 |
| 四、对投资的影响 .....       | 19 |

## 一、稳中求进的工作总基调

4月份以来，疫情防控成效不断好转，但海外疫情不断恶化。中央对疫情防控的总体要求是抓好常态化疫情防控，外防输入、内防反弹。同时，要求在做好疫情防控的基础上，做好复工复产工作，稳住产业链。

中央对工作的总基调是“稳中求进”。“稳”是大局，要防疫情、稳经济、兜民生，做到六稳六保<sup>1</sup>；“进”是稳的基础上积极进取，“坚持新发展理念”，要坚持供给侧改革、改革开放、打好三大攻坚战<sup>2</sup>，

表 1：4月份以来政治局会议工作安排

| 会议                  | 疫情判断                      | 工作安排                                                                                                                                                                      |
|---------------------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 4月8日<br>政治局<br>常委会  | 我国疫情防控阶段性成效进一步巩固；国际疫情持续蔓延 | 1. 面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的准备；2. 全面落实外防输入、内防反弹；3. 不失时机畅通产业循环、市场循环、经济社会循环；4. 加强保障和改善民生工作；5. 抓实安全风险防范。                                                     |
| 4月15日<br>政治局<br>常委会 |                           | 听取疫情防控工作和当前经济形势的汇报，研究当前疫情防控和经济工作，决定将有关意见提请中央政治局会议审议。                                                                                                                      |
| 4月17日<br>政治局<br>会议  | 我国疫情防控向好态势进一步巩固           | 1. 抓紧抓实抓细常态化疫情防控，外防输入、内防反弹，抓好湖北与武汉、加强北京的疫情防控；2. 复工复产正在逐步接近或达到正常水平，坚持稳中求进工作总基调；3. 宏观政策力度以更大（积极的财政政策要更加积极有为、稳健的货币政策要更加灵活适度）；4. 积极扩大国内需求、调动民间投资、保持我国产业链供应链的稳定性和竞争力、做好民生保障、农业 |

<sup>1</sup> 六稳指稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期；六保指保居民就业、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。

<sup>2</sup> 指防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治的攻坚战。

|             |                                  |                                                                                                                     |
|-------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             |                                  | 生产和重要副食品保供稳价、打好污染防治攻坚战、坚持房住不炒；5. 不失时机推动改革，完善要素市场化配置体制机制，坚定扩大对外开放，保障国际物流畅通，推动共建“一带一路”高质量发展。                          |
| 4月29日政治局常委会 | 全国疫情防控阻击战取得重大战略成果；境外疫情暴发增长态势仍在持续 | 1. 抓好重点地区（黑龙江、湖北、武汉、北京）、重点群体疫情防控工作；2. 有针对性加强输入性风险防控工作；3. 研究确定了支持湖北省经济社会发展一揽子政策。                                     |
| 5月6日政治局常委会  | 境外疫情扩散蔓延势头未能有效遏制，国内个别地区出现聚集性疫情   | 1. 继续派出联络组，督促湖北和武汉落实常态化疫情防控，外防输入、内防反弹，推动政策落地、加快恢复生产生活；2. 总结经验、查漏补缺，理顺医药卫生体制，改革疾病预防控制体系，提升疫情监测预警能力；3. 预防为主，开展爱国卫生运动。 |
| 5月14日政治局常委会 | 全国疫情防控形势总体是好的，境外疫情形势严峻复杂         | 1. 加强重点地区、重点场所内防反弹工作，落地常态化疫情防控措施，强化外防输入、深化疫情防控国际合作；2. 深化供给侧结构性改革，构建国内国际双循环新发展格局，提升产业链供应链稳定性和竞争力                     |
| 5月15日政治局会议  | 全球疫情和世界经济形势仍然严峻复杂                | 1. 讨论政府工作报告；2. 毫不放松常态化疫情防控，着力做好经济社会发展各项工作                                                                           |

资料来源：建投研究院。

4月8日政治局常委会明确指出，面对严峻复杂的国际疫情和世界经济形势，坚持底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的准备。

在国内外经济都面临重重困境的情况下，今年的政府工作报告提出不设立GDP增速具体目标，核心原因就是由于疫情和经贸形势具有高度的不确定性，让地方政府摒弃发展速度焦虑，实现“六稳”、“六保”任务，切实落实全年经济社会发展目标任务。

不设GDP增速目标并不等于经济增长没有要求。总理答记者问时

明确指出,“如果统算一下,实现了“六保”的任务,特别是前“三保”,我们就会实现今年中国经济正增长,而且要力争有一定的幅度,推动中国经济稳定前行。”从具体指标看,今年的宏观经济目标值整体比去年要宽松,城镇新增就业 900 万以上、调查失业率上调至 6% 左右、CPI 目标上调至 3.5%,等等。

表 2: 政府工作报告 2020 年目标值与 2019 年对照

|            | 2020目标值                               | 2019实际                     | 2019年目标                       |
|------------|---------------------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| GDP增速      | 不设目标                                  | 4.10%                      | 6.0-6.5%                      |
| 城镇新增就业     | 900万以上                                | 1325万人                     | 1100万人                        |
| 调查失业率      | 6%左右                                  | 5.3%以下                     | 5.5%左右                        |
| 城镇登记失业率    | 5.50%                                 | 3.62%                      | 4.5%以内                        |
| 居民可支配收入    | 居民收入增长和经济增长基本同步                       | 8.90%                      | 居民收入增长和经济增长基本同步               |
| CPI        | 3.50%                                 | 2.90%                      | 3%左右                          |
| 赤字率        | 3.6%以上,规模比去年增加1万亿                     | 2019年赤字率2.8%,赤字规模2.76万亿    | 2019年赤字率2.8%,赤字规模2.76万亿       |
| 抗疫特别国债     | 1万亿                                   | 0                          | 0                             |
| 专项债        | 3.75万亿且提高用于资本金比例                      | 2.58万亿                     | 2.15万亿                        |
| 预算内投资      | 6000亿元                                | 5776亿元                     | 5776亿元                        |
| 老旧小区改造&棚户区 | 老旧小区改造3.9万个                           | 老旧小区改造1.9万个,棚户区改造316万套     | 继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造           |
| 铁路建设       | 补充资本金1000亿元                           | 完成铁路投资8029亿元               | 完成铁路投资8000亿元                  |
| 公路水运投资     |                                       | 23451亿元                    | 1.8万亿                         |
| 水利工程       | 加强交通、水利等重大工程建设                        | 7260亿元                     | 再开工一批重大水利工程                   |
| 减税降费       | 全年减收2.5万亿                             | 2.36万亿                     | 2万亿                           |
| 下调增值税税率    | 下调                                    | 2019年16%档下调到13%,10%档下调到9%  | 下调增值税税率                       |
| M2和社融      | 增速明显高于去年                              | 2019年M2增速8.7%,社融存量增速10.69% | M2和社融增速要与GDP增速相匹配             |
| 货币政策       | 国有大型商业银行小微企业贷款                        | 53.10%                     | 增长30%                         |
| 利率         | 推动利率持续下行                              | 人民币贷款平均利率下降25BP到5.44%      | 降低实际利率水平                      |
| 脱贫攻坚       | 贫困人口减少                                | 全部脱贫                       | 贫困人口减少1000万以上                 |
| 房地产        | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策,促进房地产市场平稳健康发展 | 1109万人                     | 改革完善住房市场体系和保障体系,促进房地产市场平稳健康发展 |
| 中美关系       | 经贸问题                                  | 共同落实中美第一阶段经贸协议             | 2020年1月正是签署第一阶段协议             |
|            |                                       |                            | 继续推动中美经贸磋商                    |

资料来源:新华网,国泰君安证券研究。

## 二、国内产业链循环基本顺畅

### (一) 整体复工复产接近完成

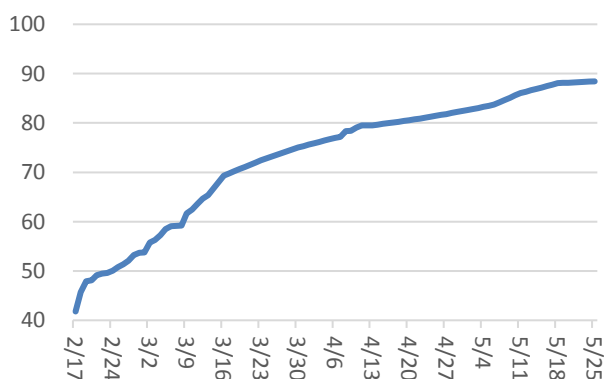
我国工业企业生产明显改善。4月份,规模以上工业增加值同比实际增长 3.9%,3月份为下降 1.1%;工业企业营业收入同比增长 5.1%,3月份为下降 11.1%。工业企业产品销售率为 98.0%,比上年同月提高 0.8 个百分点。规上工业企业产销回暖,为利润改善提供了有力支撑,4月份规模以上工业企业实现利润总额 4781.4 亿元,同比下降 4.3%,降幅比三月份大幅收窄 30.6 个百分点。

5月20日，工信部部长苗圩在国新办发布会上介绍，截至5月18日，全国规模以上工业企业平均开工率和职工复岗率分别达到99.1%和95.4%。

截至5月25日，招银理财夜光指数显示，工业复工率为88.43%。

图 1：招银理财夜光工业复工指数

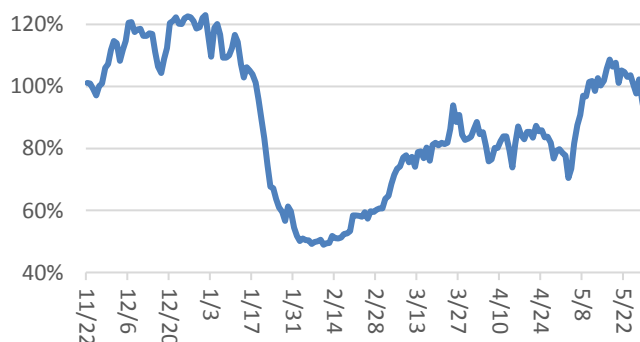
单位：%



资料来源：Wind，建投研究院。

当前，6大发电集团日均煤耗超过60万吨/日，基本达到历史平均水平。根据煤耗估算，全国经济达产率一度超过100%，不过最近一周呈现下滑趋势，说明产业链存在堵点、断点叠加海外需求疲弱。

图 2：全国经济达产率估算



注：前三年春节后平均日煤耗为基准值（全社会煤耗65万吨/日，居民煤耗10万吨/日）。  
资料来源：Wind，建投研究院。

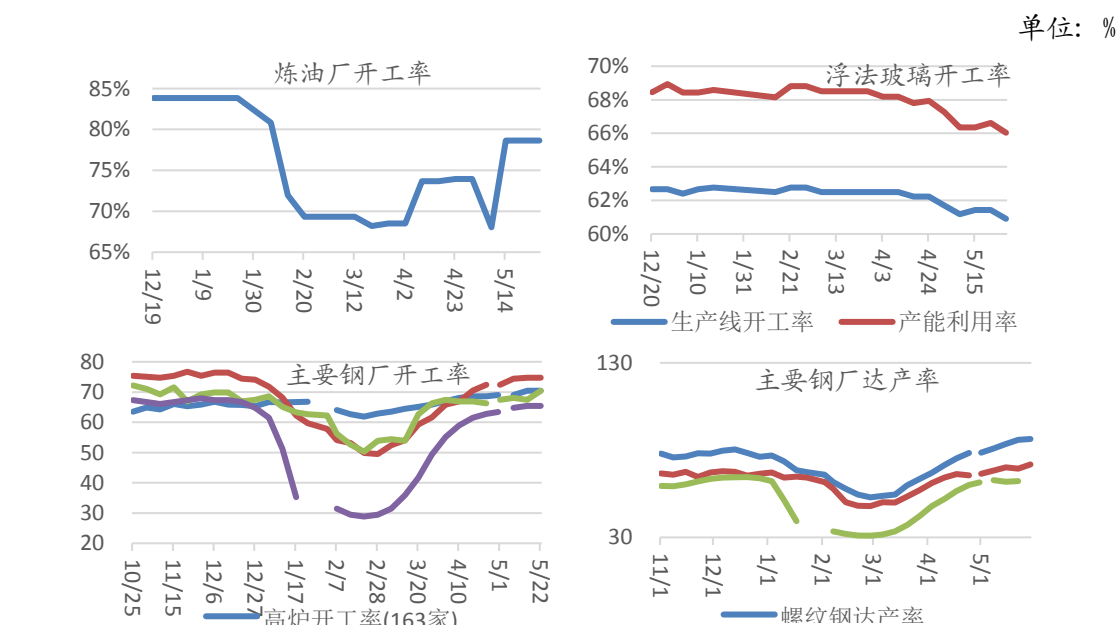
## (二) 行业开工率趋近正常水平

随着整体复工接近完成，企业开工率也达到或接近正常水平，消费逐步恢复。

分行业透视开工率/达产率，基建部门开工率恢复更快，工业加工部门表现差一些，说明政策发力基建效果明显，但工业复苏受外需疲弱影响，复苏有瓶颈。

螺纹钢主要用于工程基建和房地产建设，截至5月29日，其开工率回升到77.05%，接近这几年的最高水平；达产率回升至86.37%，达到历史最高水平。而代表工业部门的炼油厂最近三周开工率持平，浮法玻璃开工率更是一路下行，均低于正常开工水平。线材既可用于基建与房地产，也可用于工业深加工，开工率处于历史平均食品。

图 3：部分行业开工与达产情况

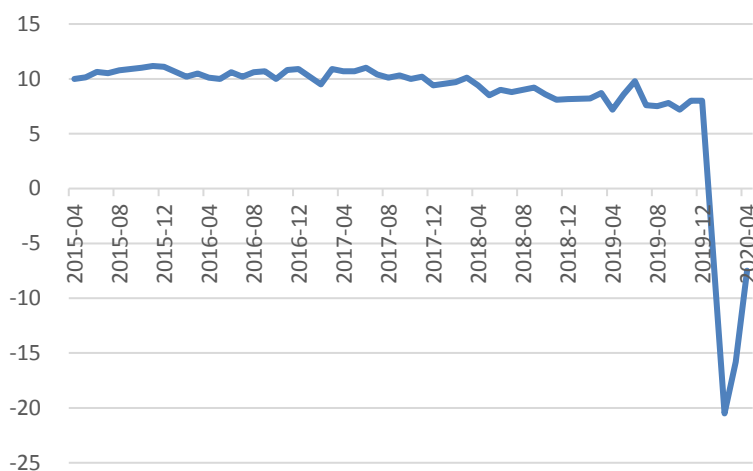


资料来源：Wind，建投研究院。

全国消费恢复接近正常水平。4月消费零售同比下滑7.5%，同比降幅收窄8.3个百分点；全国30个大中城市商品房日成交5000套左右，恢复至正常水平。

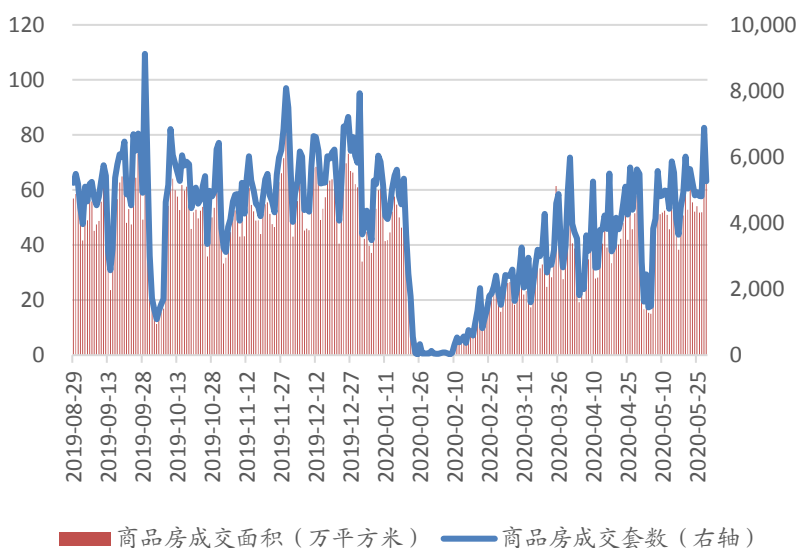
图 4：社会消费品零售总额同比

单位：%



资料来源：Wind，建投研究院。

图 5：30 个大中城市商品房成交量



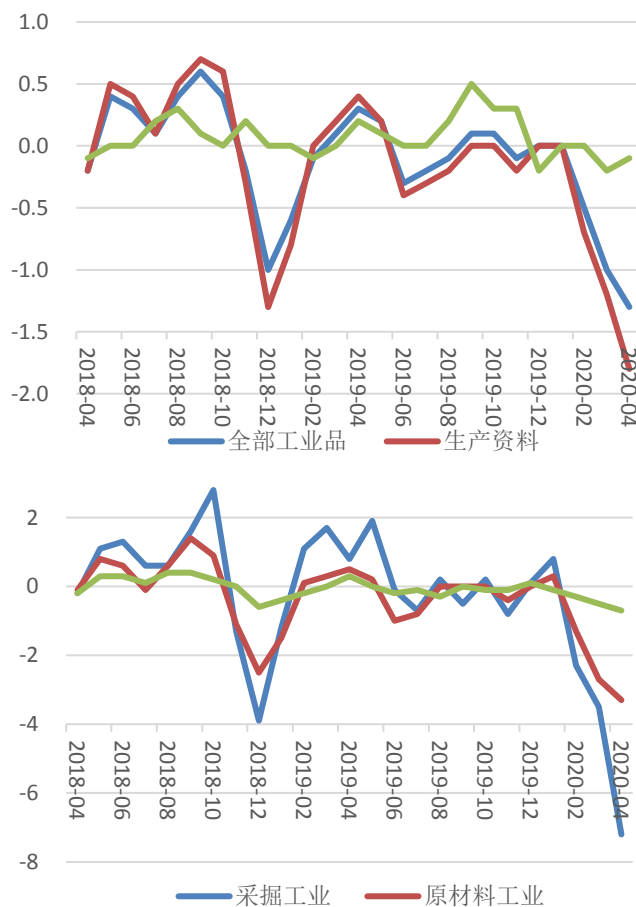
资料来源：Wind，建投研究院。

不过，从 PPI 走势来看，说明需求冲击对工业出厂价格影响很大。

4月全部工业品PPI环比下滑1.3%，这是连续第3个月下滑，并呈现逐月扩大趋势；中间品（生产资料）PPI下滑幅度大于生活资料。

图 6：PPI 环比走势

单位：%



资料来源：Wind，建投研究院。

### （三）人员流动快速复苏

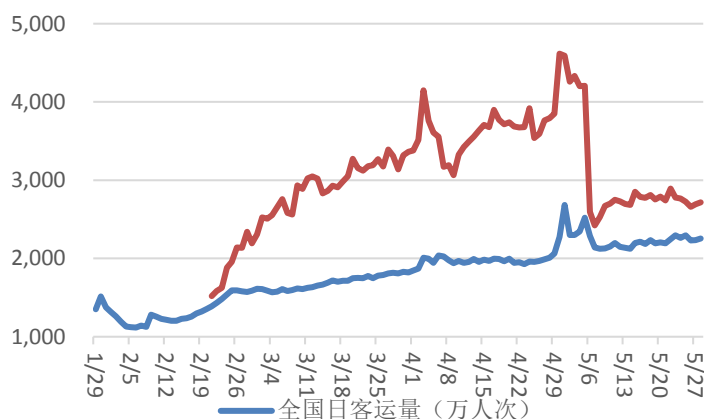
高速公路车流量、长途客运量、地铁客运量保持恢复性增长态势，人员流动、汽车流量的上升说明经济不断恢复，复工复产有序推进，失业问题缓解。

截至5月底，全国高速公路网日均车流量2700万辆次，全国日

客运量 2200 万人次，扣除五一长假因素，均呈现持续缓慢增长态势。

地铁客运量恢复至 2019 年平均水平的八成。

图 7：全国客运量与车流量



资料来源：Wind，建投研究院。

图 8：部分城市地铁客运量

单位：万人次



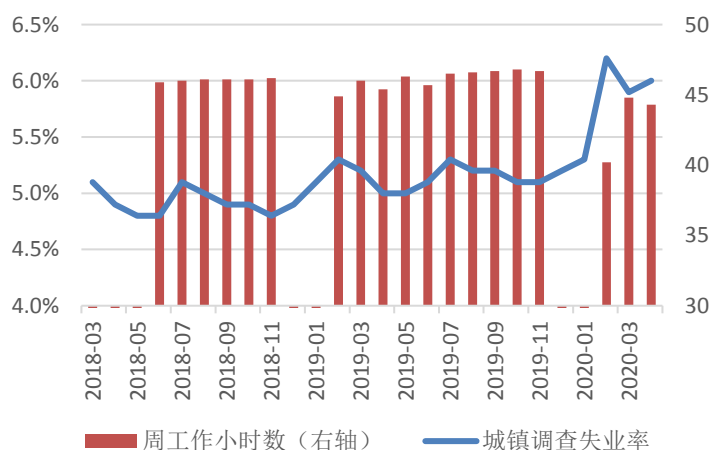
资料来源：Wind，建投研究院。

#### （四）就业冲击缓解但有隐忧

疫情对就业的冲击得到缓解，但仍有隐忧。4 月份，我国的城镇调查失业率为 6%，环比提高 0.1 个百分点，周工作时间下滑 0.5 个小时，说明企业复工复产有瓶颈，企业收入不足可能关门，进而造成

失业。人社部门统计的 1-4 月份城镇新增就业 354 万人，比上年同期少增 105 万人，同比 22.88%，虽然环比连续 2 个月收窄，但仍说明就业规模是在缩小的。4 月末外出农民工规模已经恢复到往年的九成左右，但离正常水平仍然有距离。此外，城镇在职未就业人群比例，从 3 月份的 18.3% 下降至 4 月份的 3.5%，指标显著好转，但仍说明就业人员工作不充分，有失业风险。

图 9：城镇调查失业率与周工作小时数



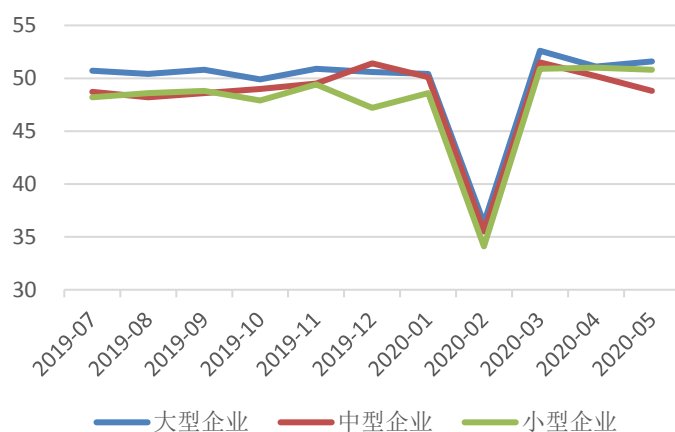
资料来源：Wind，建投研究院。

所以，今年我们把就业作为“六稳”和“六保”的首位。就业不仅关系 GDP 增速、更关系民生，而中小微企业占是保障就业的主要力量<sup>3</sup>，吸纳就业人数的八成。统计局最新公布的 5 月中国 PMI 为 50.6，分企业规模来看，只有大型企业 PMI 环比上升，中小型企业 PMI 都环比下滑，中型企业只有 48.8，甚至在荣枯线以下，说明中小微企业受

<sup>3</sup> 国家统计局《第四次全国经济普查系列报告之十二》公布的数据显示，截至 2018 年末，全国共有中小微企业法人单位 1807 万家，吸纳就业人员 23300.4 万人，占全部企业就业人员的比重为 79.4%。

疫情冲击更大、复苏更慢。所以，4月17日政治局会议中，三次提到中小（微）企业——货币政策支持中小微企业、帮助中小企业渡过难关、提高中小企业生存和发展能力。政府工作报告也指出，以“稳企业保就业”为抓手，预计“全年为企业新增减负超过2.5万亿元”，再加上一揽子支持企业政策，稳住企业就能保证就业，保证就业就是保民生、促消费，从而保持中国经济的健康活力。

图 10：分企业规模 PMI 指数



资料来源：Wind，建投研究院。

### 三、海外疫情蔓延影响外贸循环

#### （一）海外疫情蔓延打压世界经济

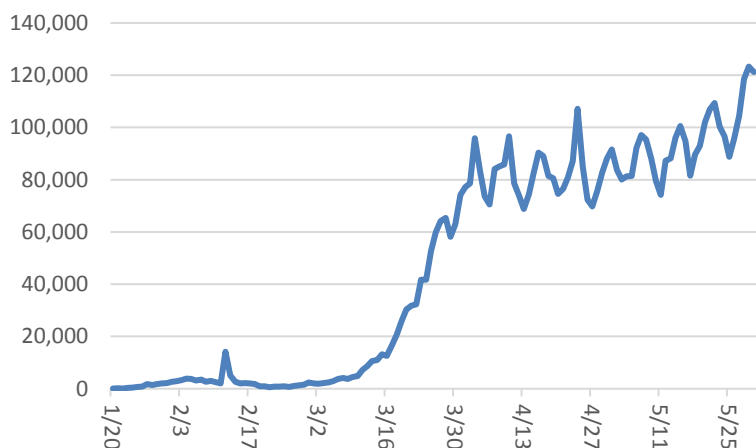
当前，海外累计确诊病例超过600万，日新增病例10万以上。

从全球各国抗疫政策来看，经济下滑压力迫使各国开始带病复工，但是这很容易带来疫情反弹。

以伊朗为例，4月份迫于经济压力带病复工，日新增病例从4月底5月初的低于1000反弹到了2000以上。美国多数州宣布部分复工

后，其日新增病例的下降趋势消失。

图 11: 海外每日新增确诊病例



资料来源: Wind, 建投研究院。

分地区来看，美国依旧是全球疫情中心，累计超过 180 万例，日新增 2 万例左右；俄罗斯日新增病例开始缓慢下滑，疫情有所缓和；巴西累计 50 万例，全球确诊病例数第二多，日新增 3.5 万例，智利、秘鲁等国新增病例快速增长，南美成为疫情新震中。

西班牙、意大利、法国、德国、英国的日新增病例较低，疫情控制较好，但仍需关注复工后的反弹风险。

南亚地区人口众多、医疗落后，预计将会成为下一个疫情震中。印度日新增病例已攀升至 8000，累计病例 18 万例。巴基斯坦、孟加拉国的疫情也在蔓延，日新增病例不断上升。

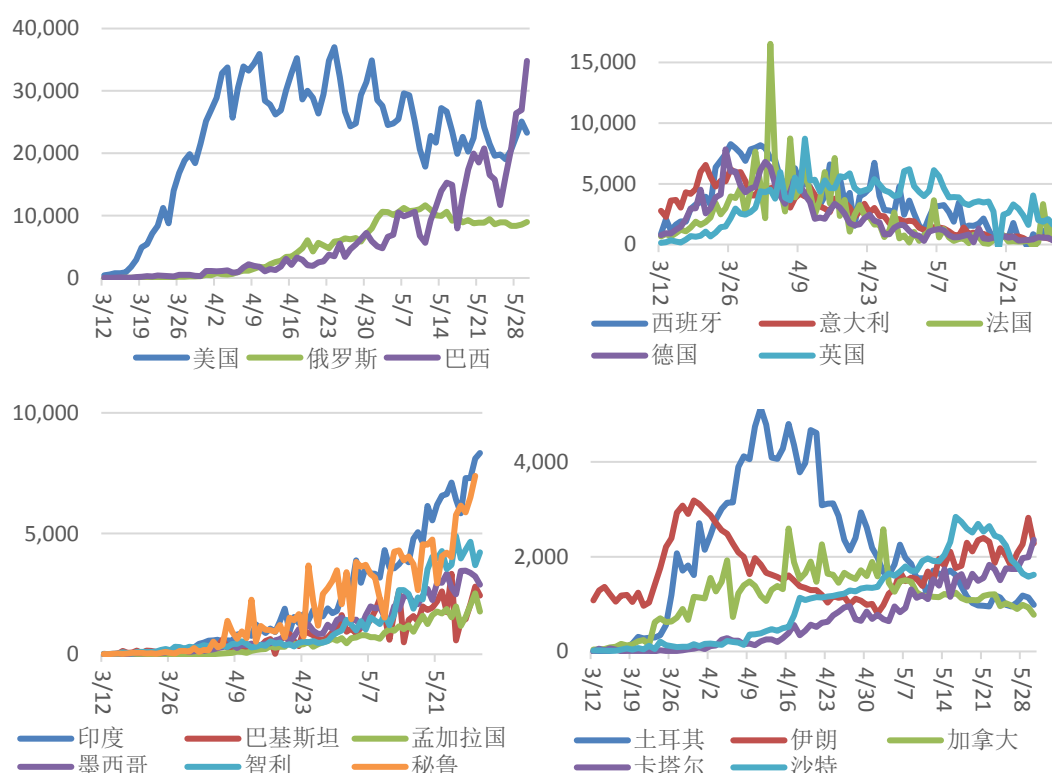
表 3: 重点国家累计确诊病例

| 5 月 30 日 | 美国        | 西班牙     | 意大利     | 法国      | 德国      | 英国      | 土耳其     |
|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 累计确诊数    | 1,816,820 | 286,308 | 232,664 | 188,625 | 183,906 | 274,219 | 163,103 |
| 当日新增数    | 23,290    | 664     | 416     | 1,702   | 322     | 1,612   | 983     |

|       | 伊朗      | 俄罗斯     | 巴西      | 加拿大    | 印度      | 巴基斯坦   | 卡塔尔    |
|-------|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 累计确诊数 | 148,950 | 396,578 | 499,966 | 91,681 | 181,827 | 66,457 | 55,262 |
| 当日新增数 | 2,282   | 8,952   | 34,800  | 772    | 8,336   | 2,429  | 2,355  |
|       | 沙特      | 孟加拉国    | 墨西哥     | 智利     | 秘鲁      |        |        |
| 累计确诊数 | 83,384  | 44,608  | 87,512  | 94,858 | 164,476 |        |        |
| 当日新增数 | 1,618   | 1,764   | 2,885   | 4,220  | 8,805   |        |        |

资料来源: Wind, 建投研究院。

图 12: 重点国家每日新增确诊病例

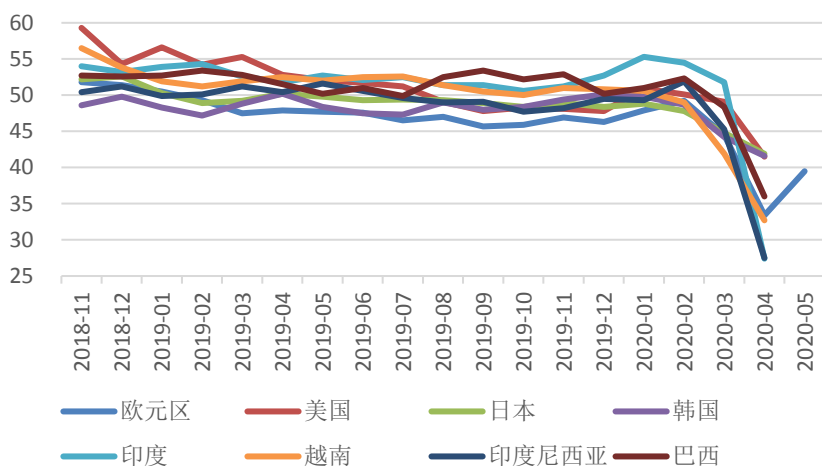


资料来源: Wind, 建投研究院。

海外疫情蔓延,一方面影响需求,导致经济断崖式下滑。在疫情影响下,今年我国一季度 GDP 同比下滑 6.8%、美国一季度 GDP 年化季率为-5%,欧元区一季度 GDP 同比下降 3.3%。欧美地区是从 3 月份开始疫情爆发的,因此预计第二季度欧美地区的经济衰退会进一步加剧,而拉美和南亚都有疫情扩散风险,会给全球经济带来进一步的负面影响。

另一方面，各国“以邻为壑”封锁边境，阻断了全球物资、人员的交流，冲击货物贸易和服务贸易，影响了全球产业链的顺畅运转。4 月各国 PMI 指数再次大幅度下滑，5 月欧美试图复工会导致 PMI 反弹，但是疫情在拉美、南亚等多个发展中国家爆发，会对世界经济产生第二轮冲击。

图 13：海外 PMI



资料来源：Wind，建投研究院。

基于对疫情扩散的悲观预期，5 月 13 日，联合国《世界经济形势与展望》报告预计，今年全球经济 2020 年萎缩 3.2%，世界贸易萎缩近 15%。5 月 26 日，惠誉评级（Fitch Ratings）在最新的《全球经济展望》报告中进一步下调全球 GDP 增长预期至-4.6%，不过其预计经济活动已接近谷底。

## （二）疫情扰动国际产业链

反映国际间贸易情况的领先指数 BDI 在新冠肺炎在我国开始扩散后就快速下滑至 500 点。由于全球疫情的不不断蔓延，所以 BDI 一直

无法走出低谷。

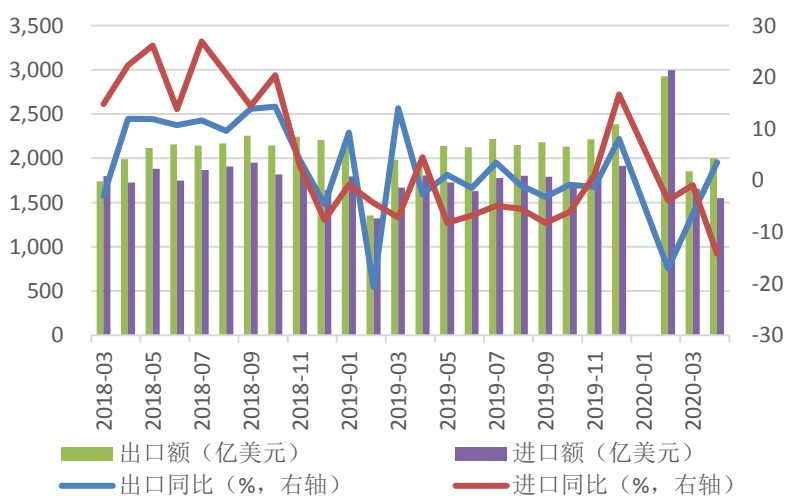
图 14: 波罗的海干散货指数 (BDI)



资料来源: Wind, 建投研究院。

从我国外贸数据来看, 疫情导致二三月份的进出口同比都是负增长, 受国内需求萎缩和企业停工停产所致。但是 4 月份进出口出现分化, 出口同比 3.5%, 进口同比-14.2%, 一方面国内复工复产后, 加快原有出口订单的生产和物流, 另一方面海外疫情蔓延导致停工, 影响了国际产业链, 导致进口大幅下滑。

图 15: 我国进出口情况



资料来源: Wind, 建投研究院。

中国出口行业结构表明，中国在制造业的加工和量产方面是有优势的。一方面，中国是全球唯一的全产业链国家，产业链配套齐全，加上近十多年来基础设施建设的大量投入使得货物运输和人员往来非常便捷，大幅降低了生产成本，提高了资源配置效率；另一方面，中国劳动力的成本虽然有所上升，但中国劳动力的专业能力、敬业精神和勤奋程度比大多数国家要好很多，劳动产出率高。

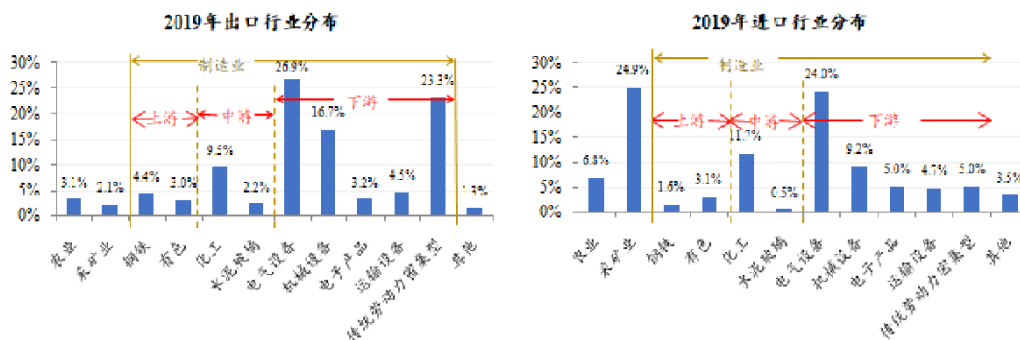
2019年，传统劳动力密集型行业出口占比为23.3%，而机电产品（电气设备、机械设备、电子产品、运输设备）出口占比为51.3%，中国的出口结构已经由劳动力密集型向技术密集型转型。但目前我国技术密集型产业可能还处于全球产业链的中低端，附加值有待提高。

中国的进口行业结构则反映出中国制造业还存在一些短板：一是中国在能源（石油、天然气等）、铁矿石等资源型原材料方面难以实现自给自足；二是部分缺乏核心技术的零部件，我们需要从国外进口，这是相关行业的关键环节，一旦缺失，可能会导致整个行业瘫痪；三是中国发展智能制造或制造业机械化生产的部分重要生产设备需要依赖国外进口，一旦原有设备出现故障或者需要升级，可能造成产能供应不足。

中国从受新冠疫情影响的发达经济体的进口中，有32%是工业品，包括资本品和汽车零部件等。对于这部分产品，美国、德国、英国、法国、意大利、西班牙、荷兰和瑞士等发达经济体合计占中国总进口

的 90% 以上，如果这些国家复工缓慢，国内补库存不及时，会进一步影响国内的产业链。

图 16：2019 年我国进出口行业分布



资料来源：Wind，中山证券研究所。

从地区来看，东亚地区率先走出疫情高峰，中日韩都只有较少的案例，相关产业链修复较快；西欧地区疫情显著好转，开始逐步复工复产，加上中欧班列的加快运行，也有利于中欧贸易的恢复；美国疫情严重、日新增 2 万，墨西哥日新增病例也在 3000 左右，这会影响到北美产业链的恢复；此外，南美地区是疫情新震中，南亚疫情快速蔓延，非洲地区也不容乐观，所以资源国是下一轮产业链冲击的重点，会对我国资源、原材料进口产生一定的冲击。

### （三）中美脱钩风险加剧

在中美关系方面，除了对疫情责任方面的争执，香港问题成为近期新的博弈热点。《全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定（草案）》列入此次人大议事日程后，美国就不断挑衅。27 日美国国务卿蓬佩奥发声明宣称，

香港已经不具备高度自治状态，也不再继续适用于美国在 1997 年 7 月之前给予它的法律待遇<sup>4</sup>。29 日特朗普在新闻发布会上，主要宣布了三条：与世卫组织断绝关系、限制中国人在美研究工作、整顿中概股、取消香港特殊地位。

根据美国方面公布的数据，该国有 1200 多家在香港开展业务的公司，其中 800 多家的地区办事处和总部位于香港。2018 年，香港是美国的第 21 大商品贸易伙伴。过去十年，美国在香港赚取的贸易顺差是其全球贸易伙伴中最高的<sup>5</sup>。

特朗普为了撇清自己抗疫失败的责任、谋求连任，除了把美国疫情责任甩锅给中国，还进一步打压华为，扩大“不可靠实体清单制度”，威胁取消香港“特殊地位”，未来还会有其他进一步举措。这都会给中美关系的健康发展带来新的障碍，阻碍中美两国经贸往来和技术交流，高科技产业链的风险需要企业高度重视。

## 四、对投资的影响

### （一）沉着应对产业链波动

要有底线思维，做好较长时间应对外部环境变化的准备，但对结

<sup>4</sup> 指的是美国现行的《香港关系法》。该法案于 1992 年签署，在金融和文化等领域给予香港有别于中国的待遇，并且视香港为“独立关税区”。美国在经贸领域视香港成“非主权实体”，双方可制订独立的经济、贸易、金融等的双边协议。另外，香港也可不设上限地自由兑换美元，因此香港金管局可通过联系汇率维持美元兑港元汇率。香港可享美国签证审批待遇，美方认可香港发出的护照及旅游证件。

<sup>5</sup> 在 2009 至 2018 年期间，美国对香港相关货物贸易顺差的累计总额达 2970 亿美元。在 2019 年，由于中美贸易摩擦，相关顺差已由 2018 年的 314 亿美元减至 264 亿美元。2020 年第一季度，美国向香港出口了 63.6 亿美元的商品，进口了 9.52 亿美元的商品。

果我们也无需过度悲观。

疫情导致外需二季度开始严重萎缩，加上美国为首的部分国家政客由于抗疫不力极力甩锅、对抗中国的策略，今年的外部环境会更加不利。政府工作报告提出的对策是，通过“更高水平对外开放”来应对——缩减外资准入负面清单、扩大自贸区自主权等，通过高质量共建“一带一路”、推进中日韩自贸区谈判、落实中美第一阶段经贸协议来稳住外贸，稳定产业链供应链。

短期来看，虽然全球疫情防控的形势严峻，但是欧美已经开始逐渐复工，人们会找到生产与疫情共存的平衡点。此外，对于疫苗的研发也在加速，顺利的话一两年内能够大规模推广，从而减轻新冠病毒的影响。

中期来看，这次疫情其实会放慢贸易战以来所谓的产业链搬迁趋势。摩根斯坦利对跨国企业们的调研发现有两个原因：第一，搬迁意味着新投资，但全球衰退的阴霾下无人愿意再投资。欧美经济估计需要两年以上才能恢复元气，中国以外的拉美、东欧、东南亚新兴市场也往往具有薄弱环节、风险很高，容易被疫情、汇率、债务等因素引发连锁反应，因此跨国企业未来一段时间的重中之重是保留现金、减少投资<sup>6</sup>，而不是搬迁带来的新资本开支。第二，中国在制造业产业链集群上的优势是无可替代的。以 TMT 产业链为例，全球龙头企业几乎

<sup>6</sup> 摩根斯坦利调研发现，原本一些公司在疫情前打算在中国以外投资设新厂或者在其他国家的自动化投入，这些意向当前纷纷被延期。

都认为，中国复工中所展现的管理能力，进一步验证了它相对于其它新兴市场的制造业优势<sup>7</sup>。

长期来看，要补齐国内产业链短板，发挥国内超大市场优势，构建国内国际双循环新发展格局。第一，加强基础技术研发，通过新型举国体制破解关键技术瓶颈，全力将产业中的一部分举足轻重的零部件实现本土化，运用科技创新实现技术和工艺突破，以产顶进<sup>8</sup>。第二，启动国内经济循环，扩大居民消费潜力，鼓励出口型企业转向内销，努力扩大进口贸易总额。第三，通过高质量共建“一带一路”、维护多边贸易体制，与其他国家实现合作共赢。1-4月的外贸数据显示，疫情下“一带一路”的货物贸易增速明显好于欧美等发达国家。

表 4：今年 1-4 月我国分地区外贸情况

|      | 进出口总值（万亿元） | 同比     | 占比    |
|------|------------|--------|-------|
| 货物贸易 | 9.07       | -4.9%  | 100%  |
| 东盟   | 1.35       | 5.7%   | 14.9% |
| 欧盟   | 1.23       | -6.5%  | 13.6% |
| 美国   | 0.96       | -12.8% | 10.6% |
| 日本   | 0.67       | -2.1%  | 7.3%  |
| 一带一路 | 2.76       | 0.9%   | 30.4% |

资料来源：海关总署，建投研究院。

<sup>7</sup> 在封城之后仅仅两个月内，中国疫情受控，生产能力几乎满血复活，无论是红黄绿码技术应用，还是体温、口罩、食堂隔断等公共卫生管理，以及员工的配合度，都远胜于其它潜在搬迁目的地，如东南亚等地。后者目前正经历更坎坷的生产停摆，供应脱白的状态。

<sup>8</sup> 指经国家有关经贸部门审批，对国内尚无法加工生产，需在境外购买的商品，可准许在境内的三资企业购买以替代进口的贸易方式。

## 免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。