



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

国内宏观经济

张平

杨耀武 杜邢晔

2020年7月

《NIFD季报》系国家金融与发展实验室集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、国内宏观经济、中国资金流动、国家资产负债表、财政运行、债券市场、股票市场、房地产金融、金融机构等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

疫情冲击、创新转型与扶助政策选择

摘要

综合近期全球疫情发展和一些国家的经济表现，主要有以下判断：一是疫情在全球蔓延短期内已不大可能被完全遏制，但其对经济的冲击力度会逐步衰减；二是疫情促成了人们习惯的改变，这些改变会产生“非亲增长型”效应；三是受疫情冲击影响，各国会在未来追求供应链全球布局高效性与保障安全性方面进行新的权衡。预计全球经济的复苏轨迹大概率会呈现出对勾型，即呈现快速收缩，后逐渐回升的状态。如果病毒感染人数有冲击医疗系统的风险，从而不得不实行新的封锁，则经济会出现再次下探，但下探幅度不会超过 2020 年第二季度。

国内经济方面，如果下半年境内疫情不发生大的反弹，则 2020 年第三季度 GDP 增速有望恢复至去年同期的 6.0%，第四季度如果保持近几年平均 1.5% 的环比增速则同比增速将达到 6.3%，预计下半年经济增速为 6.2%，全年将增长 2.6%，这好于世界银行（WB）和国际货币基金组织（IMF）预测的全年增长 1.0%。

如果从 A 股上市公司这一中国宏观经济重要的微观主体加以考察，则会发现上市公司在受疫情冲击之前的 2018~2019 年市场创值能力就已经开始下降，突发的新冠疫情，对上市公司创值能力形

成了新的更大的冲击，并且这种冲击存在非常大的行业异质性。从上市公司创新转型之路看，目前计

本报告负责人：张平

本报告执笔人：

● 杨耀武

国家金融与发展实验室
经济增长与金融发展实
验中心研究员

● 张平

国家金融与发展实验室
副主任

● 杜邢晔

国家金融与发展实验室
经济增长与金融发展实
验中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

国内宏观经济

中国资金流动

地方政府债务

宏观杠杆率

中国财政运行

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

财富管理市场

算机、国防军工、医药生物等行业创新活跃度居前，在资本市场改革持续深化的情况下，创新活跃度高的公司股票二级市场表现较好，这对优化金融资源配置将发挥积极作用。

下一步，要在统筹抓好疫情防控和经济社会发展任务的过程中，加强对重点人群的帮扶，更好发挥财政政策作用；进一步引导实体企业融资成本下降是增强企业盈利能力和改善企业发展的重要方面；在中国转向高质量发展阶段，大力发展资本市场优化融资结构是适应经济高质量发展的必然要求，这对于拓宽储蓄转化为投资的渠道、促进科技创新、提高金融资源配置效率具有至关重要的作用。

目 录

一、新冠肺炎疫情冲击下的全球经济	1
(一) 疫情对世界经济的冲击短时间内难以消退，但强度会逐步 衰减.....	1
(二) 疫情防控常态化下的中国经济，下半年有望继续转好	6
二、中国 A 股上市公司业绩表现	9
(一) A 股上市公司价值来源与价值创造	10
(二) 疫情对不同类型公司冲击的非均衡性	12
三、A 股上市公司的创新发展之路	14
四、加强对重点群体救助和关键领域改革力度	18
(一) 加强对重点群体的帮扶	18
(二) 着力降低实体企业融资成本	19
(三) 坚持市场化、法治化原则深化资本市场改革	20

一、新冠肺炎疫情冲击下的全球经济

（一）疫情对世界经济的冲击短时间内难以消退，但强度会逐步衰减

根据世界卫生组织（WHO）公布的数据，截至2020年7月12日，全球新冠肺炎确诊病例累计超过1255.3万例，波及到200多个国家或地区，共造成56.2万人死亡；其中，中国以外累计确诊病例高达1246.7万例，累计死亡55.7万例。从中国境内疫情防控情况看，在采取严格防控措施6周后，境内的新增病例就降到了100以下，随后一段时间里，中国本土新增病例逐渐接近零增长。目前，全国除个别重点地区和需要人员聚集的行业外，复工复产情况较快推进，生产生活逐步转入正轨。与中国境内疫情防控取得重大战略成果不同，海外疫情仍在持续蔓延，一些国家和地区还有愈演愈烈之势。

欧美等发达国家在疫情快速蔓延后，曾在3月中下旬陆续宣布“封城”或下达紧急状态令，从实际抗疫效果来看，欧盟一些国家因人口较少，限制人员流动措施执行较严格，目前每日新增确诊病例已降到500以下；但美国在经过一段时间封锁后，新增病例仍居高不下，同时失业率快速攀升，经济下滑严重。迫于政治、经济、社会等方面压力，美国在仍有大量新增病例的情况下开始推行复工，造成新的大范围感染，目前日新增确诊病例在5万左右。同时，疫情在巴西、印度、南非、俄罗斯和墨西哥等新兴市场经济体大面积爆发，巴西、印度、南非每日新增确诊过万，这些国家医疗条件相对较差，防控形势非常严峻。

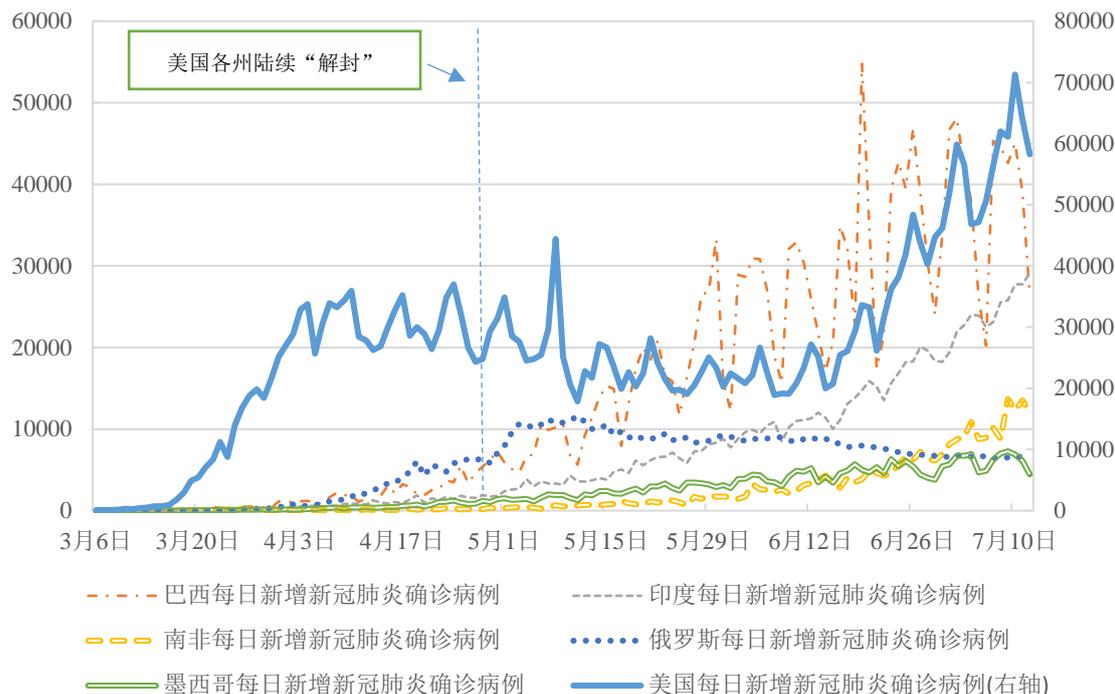


图 1 美国和一些主要新兴市场和发展中经济体每日新增病例情况（单位：例）

在疫苗和高效治疗手段面市之前，人员流动降低被证明是最有效的防止病毒迅速扩散的办法，但也会抑制经济活动的正常展开。在逐步放松管控措施后，一些国家的部分月度经济指标出现跌幅收窄或环比回升迹象。从发达国家近期经济表现看：美国 4 月份失业率迅速跳升至 14.7%，6 月份下降为 11.1%，二季度非农就业人数下降 1328.8 万，比上季度减少 8.8%；高盛连锁店销售指数周度同比，在 4 月中旬创下 22.2% 最大跌幅后，下降幅度有所收窄；4 月美国供应管理协会（ISM）制造业 PMI 录得国际金融危机以来的最低值 41.5 后，5 月和 6 月分别回升到 43.1 和 52.6，非制造业 PMI 同期也由 41.8 回升到 45.4 和 57.1，目前的 PMI 回升反映了经济活动在 4 月受到强力冲击后的环比变化情况，经济活动还没有恢复到正常水平。高盛预测，美国二季度 GDP 环比折年率将有可能大跌 39%。欧元区国家制造业 PMI 在 4 月下降到 33.4，低于国际金融危机时最低 33.5 的水平，5 月和 6 月分别回升到 39.4 和 47.4；4 月服务业 PMI 骤降到 12，大幅低于国际金融危机时 39.2 的谷底值，5 月和 6 月分别回升到 30.5

和 48.3，仍未进入扩张区间。4 月份欧元区投资者信心指数和消费者信心指数分别下降为-42.9 和-22，6 月份回升到-24.8 和-14.7。日本制造业 PMI 在 4 月份下降到 41.9，5 月继续下探到 38.4，6 月小幅回升至 40.1；4 月服务业 PMI 为 21.5，创该指数 2009 年对外公布以来的最低水平，5 月和 6 月逐步攀升到 26.5 和 45.0；日本投资者指数和消费者信心指数在 4 月落入谷底后，5、6 月份也处于缓慢回升之中。

在一些受新冠疫情影响的新兴经济体中，巴西以本币计价的 GDP，在 4、5 月份分别同比收缩 7.9%、8.1%，而以美元计价的 GDP，同期则分别下降 28.4% 和 28.5%。服务业占比超 70% 的巴西，4~6 月的服务业 PMI 仅为 27.4、27.6 和 35.9，大幅落入荣枯线以下。印度 4、5 月份工业生产指数分别同比下降 57.6%、34.7%，4 月制造业 PMI 和服务业 PMI 分别仅为 27.4 和 5.4，6 月分别回升到 47.2 和 33.7。俄罗斯、南非和墨西哥等疫情同样仍在快速蔓延的新兴经济体，PMI 均值 4 月触及低点后，5~6 月出现小幅回升。

疫情冲击之下，国际贸易出现加速萎缩之势。根据世界贸易组织 (WTO) 已经公布的主要国家进出口数据，2020 年 1~4 月，除进口在 1 月降幅同比有小幅收窄之外，其余月份进出口均呈现跌幅加深的局面。5、6 月份，除防疫用品等急需物资外，其他商品和服务贸易恐难有太大起色。面对疫情在全球的大范围蔓延和部分国家防控疫情效果不理想等情况，一些国际组织纷纷调降了今明两年的经济增速预期。6 月底国际货币基金组织 (IMF) 发布的《世界经济展望》预计，2020 年全球经济将收缩 4.9%，较 4 月份发布的报告大幅下调了 1.9 个百分点；其中发达经济体预计将收缩 8.0%，新兴和发展中经济体将收缩 3.0%，相比 4 月份分别调降了 1.9 和 2.0 个百分点。世界银行 6 月发布的《全球经济展望》预计，2020 年全球经济将下降 5.2%，其中发达经济体将下降 7.0%，新兴和发展中经济体将下降 2.5%。

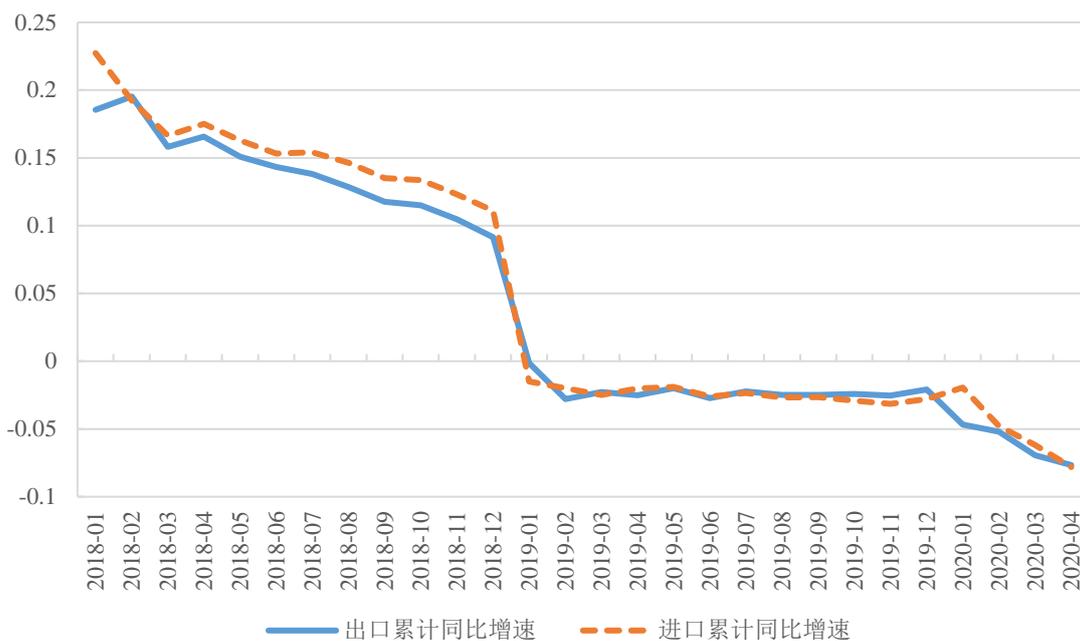


图2 主要经济体2018年1月至2020年4月进出口累计同比增速

面对如此巨大的疫情冲击，很多国家纷纷推出了多项政策救助措施。目前，各国财政措施总规模已达8万亿美元左右，中央银行也已向经济体系注入大量流动性。IMF 预计，2020年美国财政赤字将占GDP的15.4%，日本和欧元区分别为7.1%、7.5%；美国政府债务余额将占GDP的131%，超过第二次世界大战后1946年119%的水平，此前预计这一水平在2030年才能达到。

综合近期疫情发展和主要国家的经济表现，我们有以下判断。

一是疫情在全球蔓延短期内已不太可能被完全遏制，但其对经济的冲击力度会逐步衰减。由于一些国家前期对疫情的重视程度不够，致使病毒在其本国大范围传播，政府迟缓的行动，加上民众的意识和习惯等原因，使新增病例很难在限制人员流动的短时期内降至足够低的水平。在经历了一段时间的封锁后，经济下滑严重，失业率飙升，迫于经济、社会和政治等方面压力，不得不重启经济。目前来看，美欧及一些新兴市场经济体只要疫情的蔓延不冲击其医疗系统，从而造成大量的死亡病例，经济重启的步伐应该不会停止。这一点，从最近部分国外领导人表示让民众“忍受”病毒（Live with it）就可见一斑。同时，随着疫情的

传播，人们逐步熟悉如何规范自身行为降低被感染概率，各国的病毒检测技术有所完善、医疗系统也全力投入了运转，民众的恐慌情绪开始缓解。这些都有利于经济逐步恢复正轨，但是在疫苗研发和病毒自身演化存在较大不确定性的情况下，只要主要国家的疫情防控形势没有根本好转，人们的社交距离、部分服务行业以及国际旅行和商务活动就会受到限制，从而对整个经济完全复苏形成制约。因此，2020年第三、四季度，部分国家经济可能呈现环比升同比降的特征。

二是疫情促成了人们习惯的改变，这些改变很多为“非亲增长型”。为防控疫情而采取的限制人员流动，正影响着居民的生产 and 生活方式，并且这种影响持续的时间越长，就越容易形成一种习惯。疫情防控期间，很多人开始居家办公、学生的网络课程快速大范围的铺开，远程会议、网络直播成为一种常态。一些可以提高效率和居民福利水平的改变，在今后可能会固定下来，成为人们自愿接受的工作和生活方式。这些改变可以从总体上增进社会福利，但也会降低对石油、服装、化妆品等物质的消费，从而降低以GDP衡量的经济扩张的程度，产生“非亲增长型”效应。

三是受疫情冲击影响，各国会在未来追求供应链全球布局高效性与保障安全性方面进行新的权衡。在以往全球化浪潮中，各国通过自身比较优势，参与国际分工，大大提高了生产效率，促进了经济增长；但在疫情冲击之下，供应链被阻断，迫使各国重新关注供应安全问题。日本政府公开宣布以财政补贴的方式，鼓励日企将抗疫物质制造产能搬回日本；对于日企在本国扩大活性药成分产能的投资，提供50%的补贴。欧洲医药协会也做出了类似呼吁，以保证欧洲药品供应安全。目前，各国为保证供应链安全主要有两种方案，一是将供应链回迁本国，二是形成多地供应，以分散风险。这都会造成一定的效率损失，从而不利于全球经济增长。

因此，美国等一些国家不得不采取次优策略，即在疫情继续传播但不严重冲击医疗系统的情况下强行推进复工，全球经济的复苏轨迹大概率会呈现对勾型，即呈现快速收缩，后逐渐回升的状态。如果病毒感染人数有冲击医疗系统的风险，从而不得不实行新的封锁，则经济会出现再次下探，但下探幅度不会超过 2020 年第二季度。

（二）疫情防控常态化下的中国经济，下半年有望继续转好

2020 年上半年，在突发的新冠肺炎疫情巨大冲击下，中国国内生产总值（GDP）同比下降 1.6%，其中，第二季度同比增长 3.2%，相比一季度大幅提高 10.0 个百分点；居民消费价格（CPI）同比上涨 3.8%，增幅较一季度回落 1.1 个百分点，其中食品类涨幅为 16.2%，成为拉动 CPI 上涨的主要因素，不包括食品和能源的核心 CPI 涨幅为 1.2%，低于上年同期水平，工业生产者出厂价格指数（PPI）呈下降趋势，上半年同比下降 1.9%，较去年同期下降 2.2 个百分点；6 月，城镇调查失业率为 5.7%，较去年同期上升 0.6 个百分点，但较 2 月份 6.2% 的高点下降了 0.5 个百分点；同时，人民币兑美元汇率保持在 7.0 附近窄幅波动。疫情 1 月份在境内爆发以来，中国政府采取了迅速有力的措施，用了短短的 6 周内就将新增病例降到了 100 以下，在境内疫情得到有效控制的情况下，分区域分行业有序推动复工复产。目前，本土新增病例基本维持零增长或极低水平，除一些重点地区和行业外，居民的生产生活已基本恢复正常，很多经济指标逐渐回稳。应该说，坚持疫情防控与推动复工复产“两手抓”的政策取得了不错的阶段性成果。

从需求方面看，上半年，社会消费品零售总额同比下降 11.4%，其中餐饮业销售收入跌幅最大为 32.8%；全国固定资产投资（不含农户）同比下降 3.1%，其中制造业固定资产投资同

比下降 11.7%，基础设施建设投资下降 0.07%，房地产开发投资同比增长 1.9%；以人民币计价的出口同比下降 3.0%（进出口为名义值），进口下降 3.3%，净出口下降 1.4%；分月来看，社会消费品零售总额、固定资产投资和净出口累计同比降幅 2 月触底后逐渐收窄。（图 3、图 4）

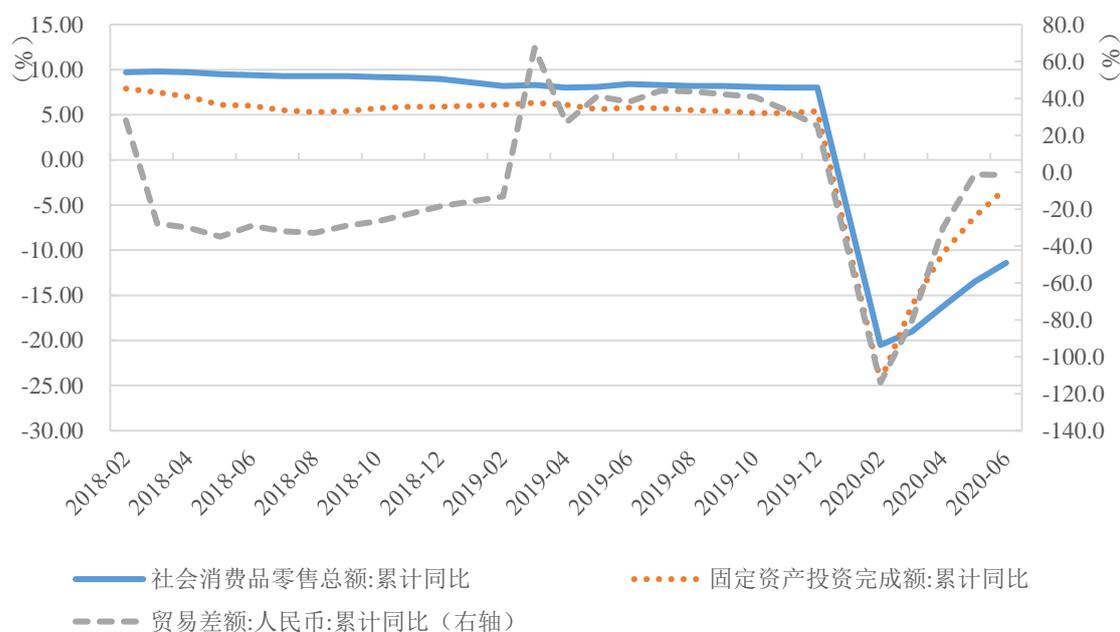


图 3 2018 年初至 2020 年 6 月中国主要需求累计同比增速

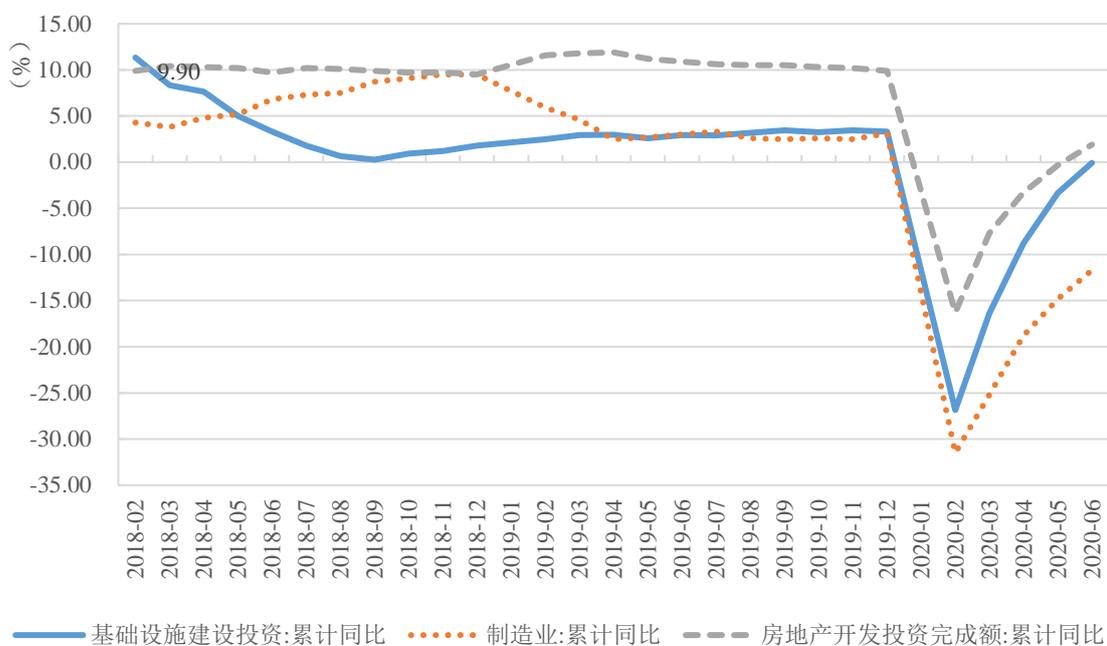


图 4 2018 年初至 2020 年 6 月中国主要投资项累计同比增速

上半年，全国居民人均可支配收入同比名义增长 2.4%，实际下降 1.3%，人均消费支出名义下降 5.9%，实际下降 9.3%，消费下降幅度大于收入下降幅度，这说明在疫情防控期间，一些需求受到抑制，如果下半年境内疫情不发生大的反弹，则上半年被抑制的需求会获得一定的释放。从第二产业存货状况来看，在二季度需求有所改善的情况下，采矿业、制造业、电力、燃气及水的生产和供应业存货同比增速已经从 3 月的高点回落，表明经济循环更为顺畅，这有利于企业下半年产能利用率的提升。当前，疫情仍在境外持续蔓延，因此中国一些与抗疫有关的物质出口下半年应该仍会维持一定的同比增速。随着生产生活渐入常态，更多的财政支出也将在下半年逐步落地。

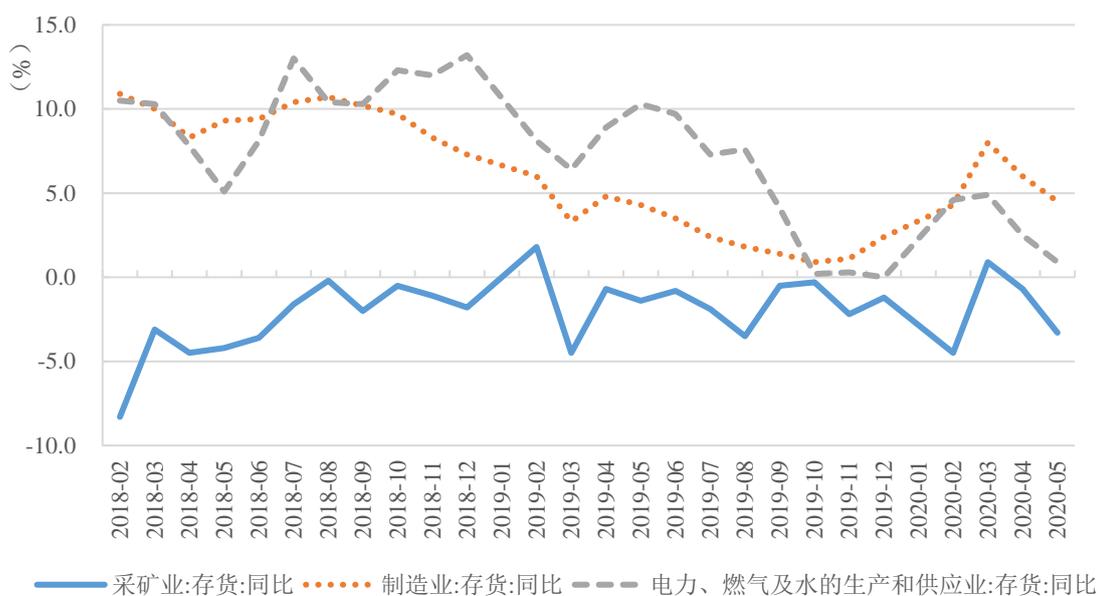


图 5 中国部分第二产业存货变动情况

尽管，经过一段时期的努力，中国的疫情防控和社会经济发展形势取得了一定的积极变化，但海外疫情还在持续蔓延，外防输入、内防反弹的任务不减，一些需要人员聚集的服务性行业 and 重点人群仍面临较大困难，有针对性的对重点行业和人群加以帮扶仍是下一阶段工作的重点。同时，在疫情冲击之下，保护主义、逆全球化可能以更大程度、更多形式展现，美对华挑起的经贸摩擦向其他领域蔓延的可能性上升。

综合各方面情况,我们预计,如果疫情不发生大的反弹,2020年第三季度 GDP 增速会恢复到 2019 年同期 6.0%的水平,第四季度如果保持近几年平均 1.5%的环比增速则同比增速将达到 6.3%,预计今年下半年经济增速为 6.2%,全年将增长 2.6%,这好于世界银行(WB)和国际货币基金组织(IMF)预测的全年增长 1.0%的水平。

表 1 2013~2020 年经济环比增速及预测值

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
一季度	1.9	1.8	1.9	1.5	1.7	1.9	2.0	-10.0
二季度	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.6	1.2	11.5
三季度	2.1	1.8	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	4.3*
四季度	1.6	1.7	1.6	1.6	1.6	1.3	1.3	1.5*

注:资料来源国家统计局网站,2020年3~4季度环比增速为我们的预测值。

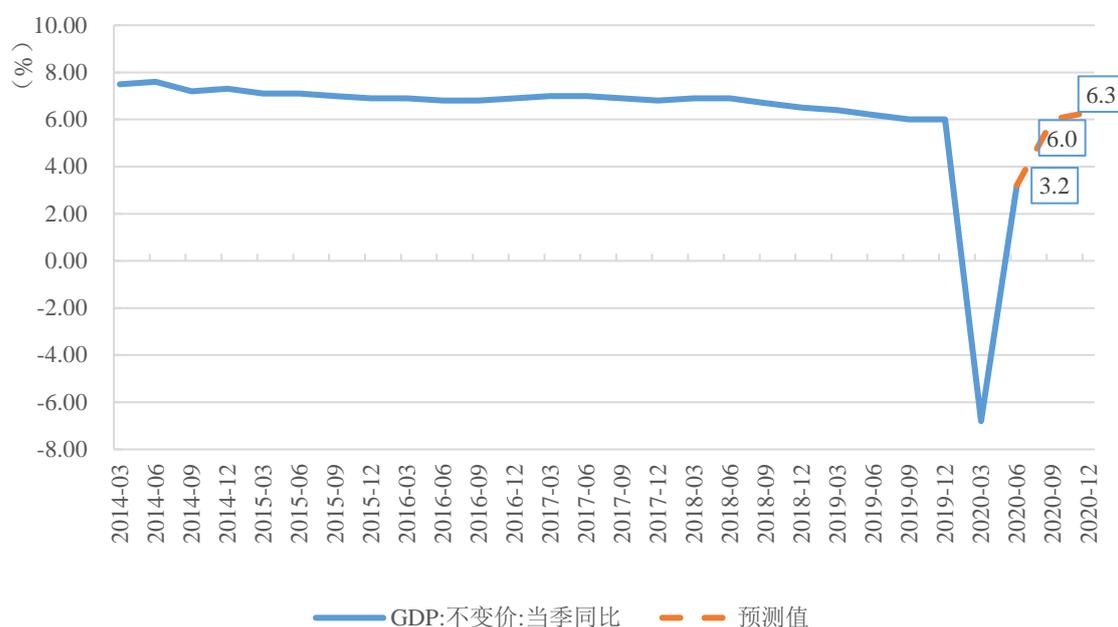


图 6 中国 GDP 季度实际增速及预测值

二、中国 A 股上市公司业绩表现

中国 A 股上市公司现已经突破 3900 家,涵盖了国民经济全部 90 个大类。这些公司作为经济中非常活跃的重要市场主体,

业绩一方面会受到外部经济环境变化的影响，另一方面其总体经营状况又会反过来影响整个国民经济运行的质量，构成整个宏观经济的重要微观基础。随着中国资本市场改革的逐步推进，设立科创板并试点注册制等一批重要改革举措相继落地，一些代表未来发展方向的高科技成长企业陆续登陆 A 股市场，这进一步增强了 A 股上市公司的代表性。

从 A 股上市公司经营业绩看，2019 年 1~4 季度及 2020 年 1 季度，全部 A 股上市公司的营业总收入和归母净利润累计同比与 GDP 累计同比走势趋同，总体呈现 2019 年逐季放缓和 2020 年 1 季度快速深度下探的态势。（图 7）

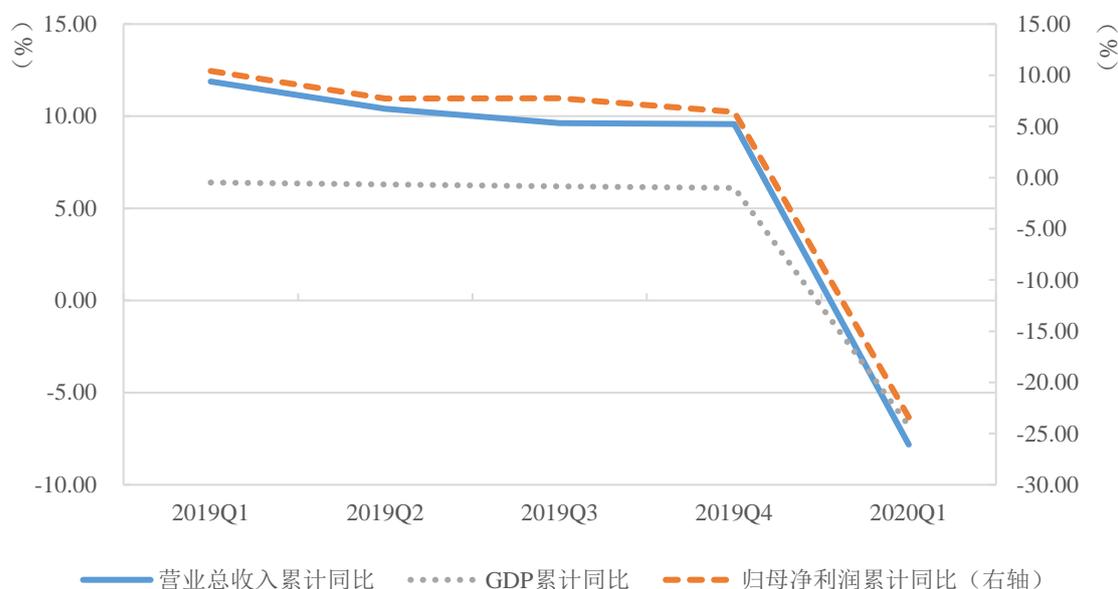


图 7 2019 年至 2020 年一季度 A 股上市公司经营业绩及中国 GDP 增长情况

如果将时间跨度拉长，从近 10 年的 A 股上市公司营业总收入与 GDP 增速之间的关系来考察，也有大致类似的特征。因此，通过分析 A 股上市公司的价值来源与价值创造可以较好把握中国经济的特征，并对经济中的一些结构性变化进行洞察。

（一）A 股上市公司价值来源与价值创造

以上市公司净资产收益率为核心，利用各主要财务指标之间的内在关系，对企业财务状况及盈利能力进行综合分析。中国上

上市公司受资本市场制度不完善、税负不统一及相关制度不断变化调整影响，企业期间费用波动和税负调整构成了企业净利润波动的重要因子。2019年，政府在2018年的基础上大力实施减税降费政策，全年减税降费2.4万亿元，大幅高于2018年1.3万亿的规模；同时LPR报价改革落地，这些政策是否会影响上市公司的净资产收益率。基于以上考虑，利用杜邦财务分析框架对净资产收益率进行分解，使用息税前利润代表净利润计算企业的营运效率，可以综合分析企业融资成本和税负对企业价值创造能力的影响。公式为：

$$ROE = \left(\frac{EBIT}{营业收入} \times \frac{营业收入}{总资产} - \frac{利息支出}{总资产} \right) \times \frac{总资产}{所有者权益} \times (1 - \text{税率})$$

上式中，营运利润率中息税前利润使用净利润、财务费用与所得税之和衡量。营运利润率和传统杜邦分析中销售净利润的区别主要在于财务费用和所得税。我们用利息支出与总资产之比来衡量上市公司的借贷成本，但现实中通常用负债或有息负债来代替总资产，这样计算出的结果更能准确反映上市公司的借贷成本。

表 2 非金融上市公司杜邦分析（剔除金融、房地产及 ST 股票）

年份	ROE ^a	ROE ^b	ROA ^a	ROA ^b	营运利润率	总资产周转率	财务费用比	权益乘数	实际税率	融资成本
2009	0.090	0.082	0.039	0.035	0.078	0.756	0.009	2.311	0.225	0.065
2010	0.113	0.106	0.049	0.046	0.082	0.859	0.008	2.288	0.212	0.068
2011	0.103	0.095	0.044	0.040	0.073	0.899	0.009	2.358	0.228	0.064
2012	0.081	0.073	0.034	0.030	0.065	0.857	0.011	2.412	0.242	0.069
2013	0.085	0.075	0.035	0.031	0.066	0.834	0.010	2.442	0.232	0.059
2014	0.077	0.068	0.032	0.028	0.068	0.779	0.011	2.426	0.234	0.069
2015	0.058	0.047	0.025	0.020	0.066	0.666	0.011	2.355	0.250	0.077
2016	0.064	0.055	0.027	0.024	0.070	0.634	0.009	2.328	0.233	0.072
2017	0.081	0.071	0.036	0.031	0.078	0.691	0.009	2.289	0.208	0.084
2018	0.075	0.066	0.033	0.029	0.072	0.718	0.009	2.297	0.234	0.081
2019	0.071	0.061	0.031	0.026	0.069	0.706	0.009	2.306	0.223	0.082

注：净资产收益率 a、净资产收益率 b 和总资产收益率 a、总资产收益率 b 中 a 与 b 的区别是，a 分子为净利润，b 分子为扣除非经常性损益后的净利润。

中国上市公司的收益率差异在行业间表现得非常明显，特别是金融和非金融上市公司，直接分析将会高估实体经济运行情况。为了剔除行业间差异，我们使用申万证券行业分类标准将上市公司中房地产、银行、和非银金融等金融类上市公司去除，并删除了 ST 类股票，具体计算结果如表 2 所示。从中可以看出 2019 年，无论是公司的总资产收益率 (ROA) 还是净资产收益率 (ROE) 都较 2018 年有所下降，表明实体经济确实面临一些新的下行压力。

根据 ROE 分解公式，可以看出 2019 年 A 股上市公司营运利润率和总资产周转率较 2018 年均有所下降，财务费用比保持不变，实际税率有所下降。这说明，在中美贸易摩擦等国内外形势发生变化的情况下，A 股上市公司的市场创值能力继续下降，实际税负较 2018 年稍有缓解，而利息负担尚未好转。杠杆率 (权益乘数) 是构成 ROE 变化的主要原因之一。A 股上市公司杠杆率在金融危机后，基本呈上升趋势，在供给侧结构性改革过程中，杠杆率一度有所下降，2017 年下降到 2.29，2019 年持续了 2018 年的回升势头。在疫情冲击之下，预计 A 股上市公司的杠杆率 2020 年会进一步升高，这对缓解企业的暂时性困难会有所帮助；但在上市公司平均投资回报高于平均负债成本的情况下，财务杠杆的增加会进一步压低公司的 ROE 并累积风险。

(二) 疫情对不同类型公司冲击的非均衡性

在境内遭受疫情冲击最为严重的时期，人员流动和物流受到严重的抑制，上下游产业链受阻，一些行业受损严重。从 A 股上市公司来看，在境内受疫情影响最严重的一季度，全部 A 股上市公司，营业收入萎缩了 7.7%，比最近两年平均同期增速下降了 20.1 个百分点；其中，第二、第三产业营收分别下降了 10.9% 和 3.5%，仅有第一产业上市公司逆势上扬，增加了 23.2%，增速比最近两年平均快了 15.2 个百分点。

表3 A股上市公司2020年第一季度营业收入同比变化比较（剔除ST股票）

	2018Q1	2019Q1	前两项 平均	2020Q1	一季度 与前两 年之差
全部A股上市公司	12.0	12.9	12.4	-7.7	-20.1
第一产业上市公司	4.7	11.4	8.0	23.2	15.2
第二产业上市公司	13.4	10.9	12.1	-10.9	-23.0
第三产业上市公司	9.9	15.8	12.9	-3.5	-16.4
金融	4.6	17.4	11.0	3.8	-7.2
房地产	22.0	23.4	22.7	-4.4	-27.1
其它实体经济	13.7	11.2	12.5	-11.1	-23.6
采矿业	8.2	12.8	10.5	-13.3	-23.8
电力、热力、燃气及水生产和供应业	17.2	15.4	16.3	-8.8	-25.1
建筑	14.3	13.5	13.9	-8.4	-22.3
交通运输、仓储和邮政业	13.6	17.3	15.4	-23.8	-39.2
交通运输、仓储	11.3	15.5	13.4	-29.5	-42.9
邮政业	32.8	30.3	31.5	12.0	-19.5
教育	9.7	7.6	8.7	-24.0	-32.7
科学研究和技术服务	7.2	24.2	15.7	-14.7	-30.4
农、林、牧、渔业	5.0	11.6	8.3	22.7	14.4
批发和零售业	14.9	11.6	13.3	-9.6	-22.9
水利、环境和公共设施管理业	44.4	23.5	33.9	-12.0	-45.9
卫生和社会工作	35.0	9.8	22.4	-24.4	-46.8
文化、体育和娱乐业	7.3	5.2	6.3	-32.9	-39.2
信息传输、软件和信息技术服务业	15.2	9.3	12.2	-9.1	-21.3
软件和信息技术服务业	24.5	20.4	22.4	-10.2	-32.6
互联网和相关服务	18.8	17.8	18.3	-20.5	-38.8
电信、广播电视和卫星传输服务	7.4	-3.7	1.9	0.0	-1.9
制造业	15.3	9.0	12.2	-10.6	-22.8
汽车制造业	14.4	-5.2	4.6	-29.4	-34.0
食品制造业	15.2	13.3	14.2	-3.6	-17.8
医药制造业	25.9	17.1	21.5	-7.2	-28.7
纺织服装、服饰业	12.8	2.5	7.6	-28.9	-36.5
化学纤维制造业	37.6	27.0	32.3	10.0	-22.3
纺织业	17.6	12.8	15.2	44.4	29.2
酒、饮料和精制茶制造业	21.9	17.0	19.5	-6.5	-26.0
住宿和餐饮业	9.0	3.8	6.4	-48.1	-54.5
租赁和商务服务业	17.5	7.5	12.5	-2.0	-14.5

分行业来看，只有农林牧渔、金融2个门类行业，以及邮政（快递公司）、制造业中与防疫物资有关的化学纤维和纺织业3个大类行业实现了同比正增长，其中农林牧渔业和纺织业增速超

过了最近两年。如果以今年一季度与最近两年同期增速的平均差来表示各行业受疫情影响的程度，则纺织业和农林牧渔业因疫情催生的需求而增速加快，其他受冲击较小的是电信、广播电视和卫星传输、金融、租赁和商务服务业、食品制造业和邮政业，受冲击最大的行业是住宿和餐饮业，其次分别是卫生和社会工作、水利、环境和公共社会管理、交通运输、文体娱乐、服装和汽车制造等。

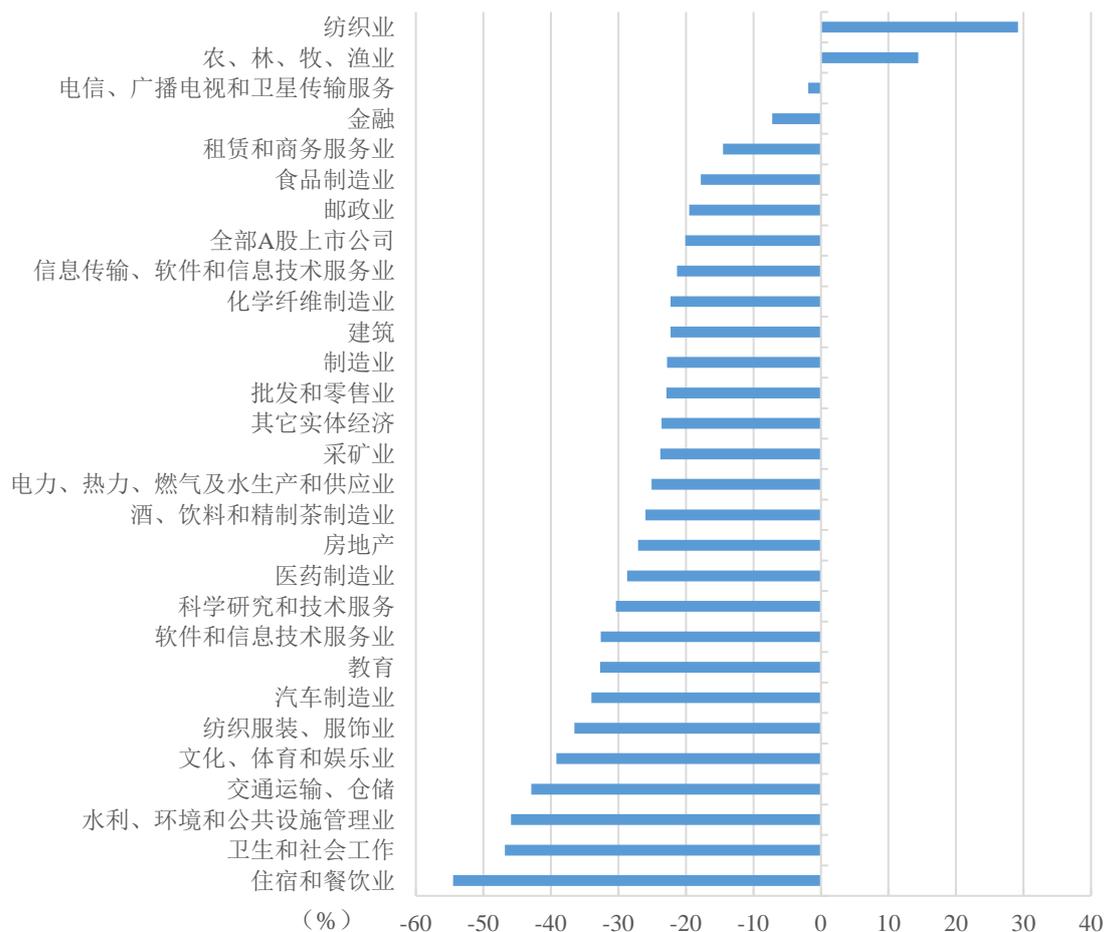


图8 A股上市公司分行业的受疫情冲击情况

三、A股上市公司的创新发展之路

中国A股市场不仅包括传统产业部门的公司，也包括代表未来发展方向的新兴产业公司。为衡量A股市场上上市公司的创新发展情况，需要构建一套指标体系，通过选取包括创新投入、创新产出、成长性和外部监督4类11项指标，我们尝试对A股上市公司创新情况进行了衡量。

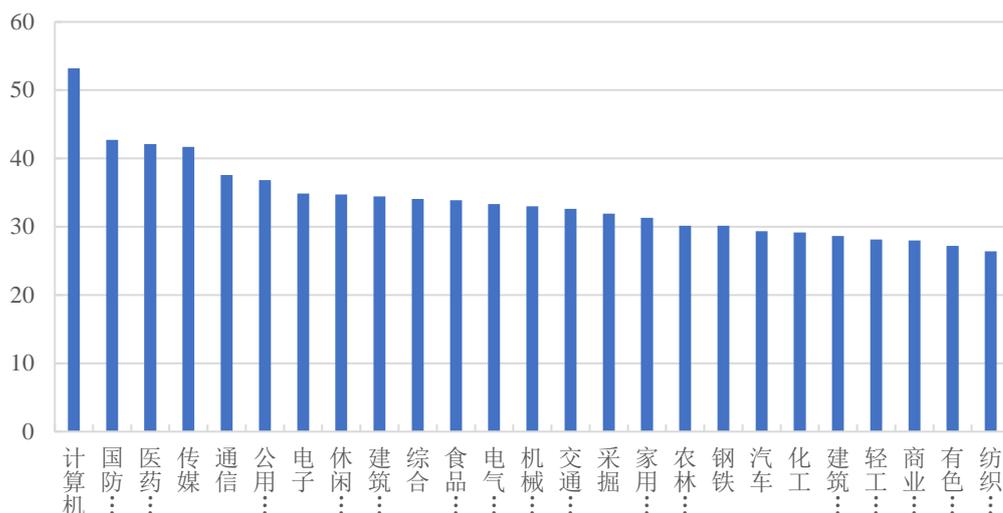


图 9 2019 年 A 股上市公司分行业创新指数平均得分情况

从分行业上市公司创新指数平均得分来看，非金融和房地产公司中，计算机、国防军工、医药生物、传媒、通信、公用事业、电子类上市公司创新度处于领先地位；而化工、建筑材料、轻工制造、商业贸易、有色金属、纺织服装类上市公司创新度则相对较低。（图 9）

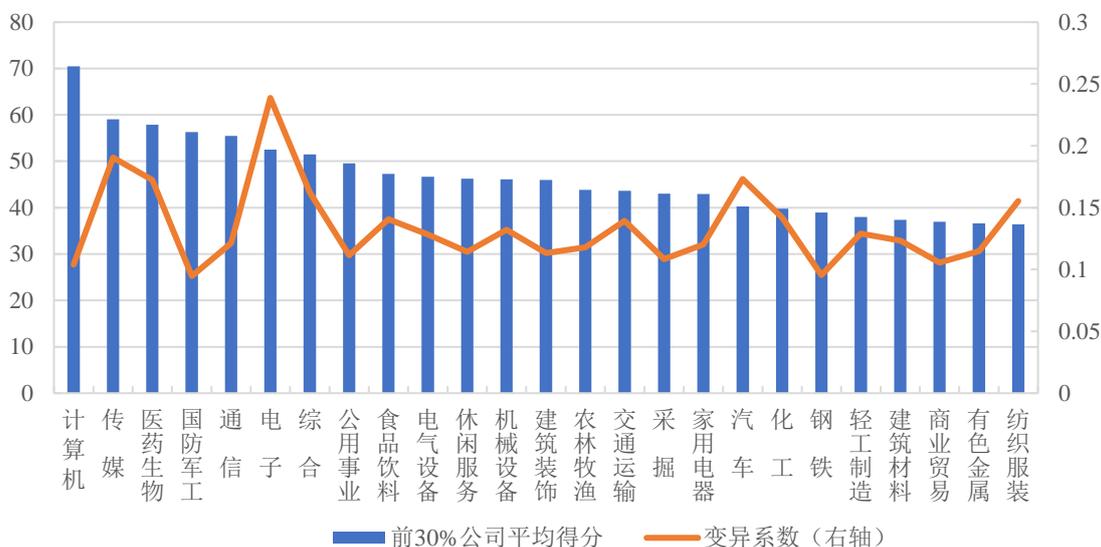


图 10 上市公司 2019 年分行业创新指数前 30% 的均值及变异系数

为反映各行业头部公司创新指数得分情况及离散程度，我们也计算了行业中得分前 30% 的上市公司创新指数均值及变异系数 (CV)。结果显示，计算机、传媒、医药生物、国防军工、通信、电子类上市公司创新指数平均得分排名居前，而钢铁、轻工

制造、建筑材料、商业贸易、有色金属、纺织服装类公司创新指数平均得分排名靠后。从变异系数表示的公司创造指数得分离散程度来看，平均得分排名前6的行业中，计算机、国防军工、通信类上市公司创新指数离散程度较低，表明这些行业中的公司创新指数得分普遍较高；而电子、传媒、医药生物类上市公司得分离散程度较大，表明这些行业中，既有创新程度较高的公司，也有创新程度较低的公司。

同时，我们也列出了创新活跃指数排名前50的上市公司，其中有28家来自计算机行业，占比超过50%，8家来自医药生物，7家为电子行业，6家传媒公司，通信类1家；来自科创板的有5家，占比10%。

表4 创新活跃指数排名前50的公司

序号	证券代码	证券简称	上市日期	所属申万行业名称
1	300558.SZ	贝达药业	2016/11/7	医药生物
2	600570.SH	恒生电子	2003/12/16	计算机
3	002558.SZ	巨人网络	2011/3/2	传媒
4	603160.SH	汇顶科技	2016/10/17	电子
5	603658.SH	安图生物	2016/9/1	医药生物
6	300630.SZ	普利制药	2017/3/28	医药生物
7	002405.SZ	四维图新	2010/5/18	计算机
8	300608.SZ	思特奇	2017/2/13	计算机
9	688111.SH	金山办公	2019/11/18	计算机
10	688088.SH	虹软科技	2019/7/22	计算机
11	300579.SZ	数字认证	2016/12/23	计算机
12	603444.SH	吉比特	2017/1/4	传媒
13	002624.SZ	完美世界	2011/10/28	传媒
14	002912.SZ	中新赛克	2017/11/21	计算机
15	688321.SH	微芯生物	2019/8/12	医药生物
16	603986.SH	兆易创新	2016/8/18	电子
17	300333.SZ	兆日科技	2012/6/28	计算机
18	300377.SZ	赢时胜	2014/1/27	计算机
19	300327.SZ	中颖电子	2012/6/13	电子
20	002821.SZ	凯莱英	2016/11/18	医药生物
21	002410.SZ	广联达	2010/5/25	计算机
22	300033.SZ	同花顺	2009/12/25	计算机
23	002230.SZ	科大讯飞	2008/5/12	计算机
24	300454.SZ	深信服	2018/5/16	计算机

25	002387.SZ	维信诺	2010/4/13	电子
26	300624.SZ	万兴科技	2018/1/18	计算机
27	603259.SH	药明康德	2018/5/8	医药生物
28	300229.SZ	拓尔思	2011/6/15	计算机
29	300496.SZ	中科创达	2015/12/10	计算机
30	300369.SZ	绿盟科技	2014/1/29	计算机
31	600633.SH	浙数文化	1993/3/4	传媒
32	300613.SZ	富瀚微	2017/2/20	电子
33	300590.SZ	移为通信	2017/1/11	通信
34	300785.SZ	值得买	2019/7/15	传媒
35	300204.SZ	舒泰神	2011/4/15	医药生物
36	300188.SZ	美亚柏科	2011/3/16	计算机
37	603496.SH	恒为科技	2017/6/7	计算机
38	002555.SZ	三七互娱	2011/3/2	传媒
39	600588.SH	用友网络	2001/5/18	计算机
40	688099.SH	晶晨股份	2019/8/8	电子
41	300166.SZ	东方国信	2011/1/25	计算机
42	300766.SZ	每日互动	2019/3/25	计算机
43	600276.SH	恒瑞医药	2000/10/18	医药生物
44	688058.SH	宝兰德	2019/11/1	计算机
45	300672.SZ	国科微	2017/7/12	电子
46	000938.SZ	紫光股份	1999/11/4	计算机
47	603039.SH	泛微网络	2017/1/13	计算机
48	300379.SZ	东方通	2014/1/28	计算机
49	600536.SH	中国软件	2002/5/17	计算机
50	300508.SZ	维宏股份	2016/4/19	计算机

表 5 创新活跃度排名靠前公司股价与主要市场指数涨跌幅比较（单位：%）

	沪深 300	上证指数	深证成指	创新活跃度排名靠前的公司
2019 年初至 2020 年 7 月 22 日	58.8	35.2	91.0	122.6
2019 年初至 2020 年 6 月 30 日	40.2	21.1	67.7	109.1
2020 年 1 月 22 日 至 2020 年 2 月 3 日	-10.7	-10.3	-11.7	-11.6
2019 年 4 月 8 日 至 2019 年 6 月 6 日	-12.1	-12.9	-17.1	-7.13

注：选取 2020 年 6 月 30 日作为一个度量的时点，主要是因为整个 A 股市场还没有出现快速上涨的行情，另外这也是上半年的最后一个交易日；2019 年 4 月 8 日至 6 月 6 日，A 股市场曾出现比较快速的下跌，其中包含了 2019 年 5 月中美经贸摩擦升级的影响。

从这些公司的二级市场表现来看，2019年初至2020年7月22日平均收益率为122.6%，大幅高于沪深300指数58.8%、上证指数35.2%和深成指91.0%的涨幅，而在A股市场快速下跌阶段，创新活跃度排名靠前的公司则表现出一定的抗跌性。

强调价格问题是因为价格是引导资源配置强烈而有效的信号，股票价格也一样，合理的股价是优化金融配置资源的有效手段。在中国资本市场改革起步阶段，股票市场往往“炒新、炒小、炒差”、热衷追逐题材博取短期利益；在“退市”制度不完善的情况下，已经失去市场生存能力的“僵尸”企业“壳”资源往往就值几十个亿，占用大量金融资源。随着“注册制”的落地和“退市”等一批资本市场制度改革的深化，价值投资的理念将更加得到重视，金融资源有可能加快向创新型成长型企业配置。

四、加强对重点群体救助和关键领域改革力度

自年初疫情在国内爆发以来，中国各级政府采取了及时有力的疫情防控措施和救助性政策，现在来看国内疫情已得到基本控制，经济增速在一季度出现较大负增长的情况下，二季度已经由负转正，下半年经济有望继续转好。目前，疫情仍在海外持续快速蔓延，外防输入、内防反弹的压力不减；一些人员聚集性较强的服务行业还难以满负荷运营，部分出口型行业增速可能在二季度基础上有所回调；加之近期南方多地发生多年未遇的洪涝灾害，部分地区受灾严重。这需要在统筹抓好疫情防控和经济社会发展任务的过程中，加强对重点人群的帮扶，更好发挥财政政策作用。同时，国际形势仍在发生深刻复杂的变化，美对华挑起的贸易摩擦向其他领域蔓延的可能性上升，加快构建“双循环”相互促进的新发展格局需要加快关键领域改革。

（一）加强对重点群体的帮扶

中国市场广大、行业门类齐全，这为经济在遭受巨大冲击时，提供了足够的腾挪空间，中国今年有可能成为唯一实现正增长的

主要经济体。然而，GDP 增长绝不等于万事大吉，中国经济的多样性，要求更加重视结构性差异。实际上，不同产业、不同行业在本次疫情中受到的冲击程度存在非常大的差异，有些行业可能逆势增长，有些行业则可能受损严重；而且不同灾害的影响方式也有所不同。疫情所带来的主要是流量性质的收入减少，而洪涝灾害更多是造成存量性质的财产损毁。在一个社会保险和保障制度发达的国家，部分群体的受损可以通过社会化的风险分担机制得到相当程度的解决，但我国社会保障体系尚不完善，保障力度还相对有限。这就需要政府在经济遭受巨大冲击时，发挥应有的调节作用。相对来说，财政政策对于解决结构性问题比货币政策更为有效。当前，应重点加强对仍受疫情影响的住宿餐饮、交通运输、文体娱乐等行业，以及因疫情而收入减少或丧失收入人员的帮扶，在南方洪涝灾害过后，立即启动灾后重建和受灾群众救助，对重点群体可适度发放一定的现金补贴，加强基本生活保障。对一时无法找到工作而赋闲在家的高校毕业生，加强职业技能培训，增强所学技能与职业要求的匹配。

（二）着力降低实体企业融资成本

近年来，为疏通货币政策传导渠道，人民银行及相关机构做了大量工作，取得了一定的成效。疫情爆发以来，人民银行通过多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，维护金融体系稳定。从实体经济层面看，企业对融资成本下降的感受仍不深。2018年以来，由于经济面临一定的下行压力，企业经营较为困难，营运利润率和总资产周转率下降，在收益端承压、利率成本端未明显改善的情况下，企业投资增速出现较大幅度放缓。在疫情冲击之下，一些实体企业经营会面临新的更大困难，降低企业融资成本就显得尤为重要。央行应适时适度引导贷款利率下行，降低实体企业融资成本。当前，实体企业能不能融到资重点解决的是生存问题，而要解决企业的扩张和发展问题则不仅需要能融到资还需要以较低的成本融资。因此，进一步引导实体企业融资成本下

降是增强企业盈利能力和改善企业发展的重要方面。

(三) 坚持市场化、法治化原则深化资本市场改革

在中国转向高质量发展阶段，大力发展资本市场优化融资结构是适应经济高质量发展的必然要求，这对于拓宽储蓄转化为投资的渠道、促进科技创新、提高金融资源配置效率具有至关重要的作用。2019年以来，随着科创板的落地和注册制的实施，中国资本市场上市和退出制度正逐步完善。注册制要求具有信息优势的发行人真实、完整、准确、及时地披露对投资人作为投资决策有影响的信息，这决定了投资人每笔交易是否公平、高效，宏观上就形成了整个资本市场的资源配置效率。公司是否能融到资、融多少以及如何定价都应该由市场说了算，监管机构所要做的是，如何提高发行人的信息披露质量，做到不敢欺诈、不能欺诈。在隐瞒和提供虚假信息能够获得巨大回报的情况下，降低融资方的欺诈行为，一方面需要提高欺诈被发现的概率，这涉及到如何更好发挥中介机构和市场组织监督作用，以及如何降低中介机构与发行人合谋动机的问题；另一方面需提高欺诈行为被发现后遭受惩罚的力度，加强欺诈发行、财务造假等违法犯罪行为的民事赔偿责任和刑事追责力度已势在必行。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。