

## 疫情对中国经济的短期影响大于长期影响

### -基于多因素的分析框架

**引言：**疫情发生以来，如何准确分析新冠疫情对经济的影响变得非常困难，疫情对经济的影响是短期冲击多一些，还是长期冲击多一些，似乎也难以说清楚。基于这一目的，我们构建了一个疫情对经济冲击的六因素分析框架。

该模型包含内外部六个变量，其中，外部因素两个（疫情本身的发展和应对政策反应与空间），内部因素四个（居民部门、企业部门、政府部门和金融部门的资产负债状况）。如果内部因素健康，那么它抗击疫情的能力强，政策的效果好，有助于把疫情的影响控制在一定的期限内；反之疫情影响可能长期化。

- **因素一：疫情本身的发展正在变得可控。**中国的疫情已经基本得到控制，疫情对中国经济的影响集中体现在一季度。海外疫情第一阶段拐点应该已经看到，预计5-6月看到第二阶段拐点；海外疫情预计将导致主要经济体出现2-3个季度的衰退。
- **因素二：中国政策反应及时有效且空间相对较大。**在危机初期，我国的货币政策大幅宽松，主要提供流动性以稳定金融体系；财政政策更加注重对防疫工作的支持。在危机后和经济复苏阶段，货币政策更加注重“量”的支持，财政政策的扩张可能更为重要。房地产政策更加注重供给端，抑制房价泡沫的同时，支撑房地产投资。
- **因素三：居民部门储蓄率相对较高，但杠杆率攀升过快。**2010年以来，我国居民储蓄率有所下降，但绝对量来看依然处于较高水平。近年来，我国居民部门杠杆率攀升过快，是需要关注的风险点。不过，整体上，杠杆率依然可控，储蓄率优势仍存。
- **因素四：非金融企业部门杠杆率过高。**具体来看，国有企业杠杆率相对较高，民营企业杠杆率不算太高。整体上，由于国有企业的属性，叠加民营企业的杠杆率不高，整体非金融部门资产负债情况相对不算太差。不过，疫情冲击下民营企业受影响相对较大，需要保持关注。
- **因素五：中央政府杠杆率偏低，具有较大加杠杆空间。**从国内四部门结构比较来看，政府杠杆率较低，中央政府杠杆率最低，为16.8%。从国际比较角度来看，我国政府杠杆率在国际中处于较低水平。从历史比较来看，中央政府杠杆率自2008年以来几乎没有上升，一直处于稳中有降的趋势，具有加杠杆空间。
- **因素六：金融部门抵御系统性风险的能力较强。**从杠杆率的角度看，在经历了前两年的金融部门资产负债两端去杠杆后，我国金融部门杠杆率下降，抵御系统性风险的能力较强。从资本充足率角度来看，我国金融系统抵御外生冲击的能力较高。

**结论：**疫情对中国经济的短期影响大于长期影响，预计2020年Q2-Q4经济增速分别为4%，6%，6%，全年经济增速3%左右。从外部的两个因素来看，海内外疫情对中国经济的影响有限，中国的政策空间较大、政策工具储备较多；从内部的四个因素来看，尽管中国地方政府和国有企业杠杆率较高，居民杠杆率近期有所上升，但整体风险可控；中央政府杠杆率明显偏低，具有较大的加杠杆能力；近期金融部门杠杆率下降，抵御系统性风险的能力较强。综合进行判断，我们认为，疫情对中国经济的短期影响大于长期影响。

从疫情对金融市场的冲击来看，疫情对中国资本市场的冲击有限，反而可能给人民币汇率带来阶段性升值压力，同时工业品价格下跌的风险可控、农产品价格整体稳定。

**风险提示：**疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001  
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001  
duanxiaole@gjzq.com.cn

高翔 联系人  
gaoxiang1@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人  
didingrong@gjzq.com.cn

## 内容目录

引言 .....	4
一、因素 1: 疫情本身的发展正在变得可控 .....	4
二、因素 2: 中国政策反应及时有效与空间相对较大 .....	8
三、因素 3: 居民部门储蓄率相对较高, 但杠杆率攀升过快 .....	10
四、因素 4: 非金融企业部门杠杆率过高 .....	11
五、因素 5: 中央政府杠杆率偏低, 具有较大加杠杆空间 .....	13
六、因素 6: 金融部门抵御系统性风险的能力较强 .....	15
七、结论: 疫情对中国经济的短期影响大于长期影响 .....	17

## 图表目录

图表 1: 国内疫情变化情况 (例) .....	5
图表 2: 3 月社零消费同比-15.8% .....	6
图表 3: 3 月固定资产投资-16.1% .....	6
图表 4: 全球当日新增病例变化情况 (例) .....	7
图表 5: 全球主要国家每日新增病例变化情况 (例) .....	7
图表 6: 3 月全球制造业 PMI 收缩区间内继续下行 .....	8
图表 7: 2010 年以来, 我国居民储蓄率有所下降, 但绝对量依然处于较高水平 .....	10
图表 8: 近年来, 我国居民部门杠杆率攀升过快, 是需要注意的风险点 (%) .....	11
图表 9: 我国非金融企业部门杠杆率过高, 是需要注意的风险点 (%) .....	12
图表 10: 国有工业企业和私营工业企业杠杆率 (资产负债率) 从分化走向收敛 .....	13
图表 11: 政府杠杆率较低 (%) .....	13
图表 12: 中国政府杠杆率在国际中处于较低水平 (%) .....	14
图表 13: 中央政府杠杆率稳中有降, 具有加杠杆空间 (%) .....	14
图表 14: 历史上, 外需下行, 政府杠杆率上升 (%) .....	15
图表 15: 金融去杠杆导致金融部门杠杆率下行 (%) .....	16
图表 16: 我国商业银行资本充足率较高 (%) .....	16
图表 17: 我国商业银行资本充足率的结构 (%) .....	17
图表 18: 预计 2020 年经济增长在 3% 左右 .....	18
图表 19: 2020 年经济增长分项预测 .....	18
图表 20: 美国 3M Libor-OIS 利差冲高回落 .....	20
图表 21: 疫情冲击下, VIX 指数一度突破 2008 年高点 .....	20
图表 22: 疫情对股市的冲击可以区分为四个阶段 .....	20
图表 23: 中国 10 年期国债和国开债收益率趋势下行 .....	21

图表 24: 美国 10 年期国债收益率和垃圾债信用利差先升后降 ..... 21

图表 25: 全球需求下行叠加价格战打击油价 ..... 22

图表 26: 美联储扩表加快将从长期推升金价中枢 ..... 22

## 引言

疫情发生以来，如何准确分析新冠疫情对经济的影响变得非常困难，因为涉及到大量的不确定性事件。其中，疫情对经济的影响是短期冲击多一些，还是长期冲击多一些，似乎也难以说清楚。基于这一目的，我们构建了一个疫情对经济冲击的六因素分析框架，具体来判断不同国家疫情对经济的冲击是短期影响大还是长期影响大。

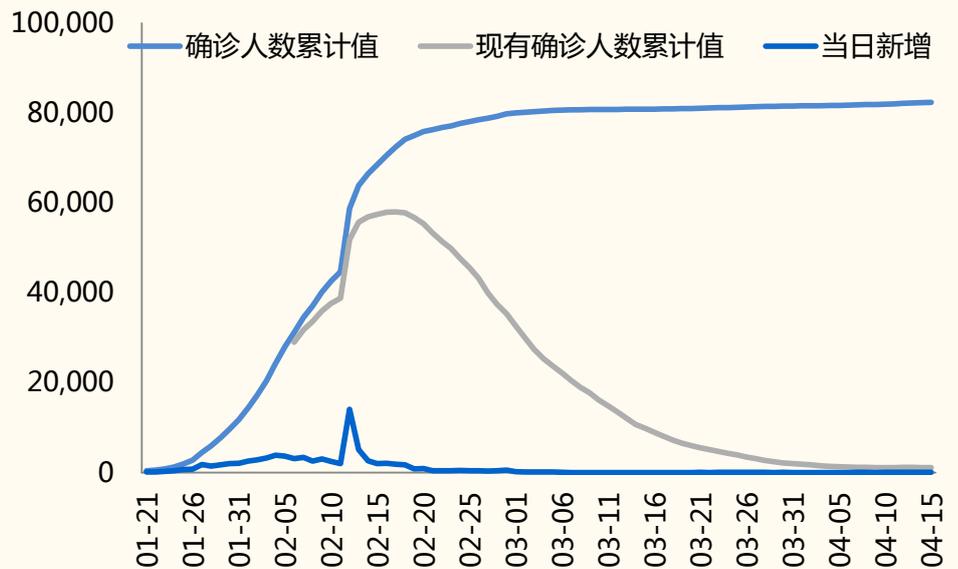
我们的多因素模型包含内外部六个变量。疫情对经济的冲击程度和期限，首先取决于两个外部因素，疫情本身的发展和应对政策反应与空间。其次，从内部因素看，还取决于其内部各经济主体本身资产负债的健康程度，包括居民部门、企业部门、政府部门和金融部门。如果内部因素健康，那么它抗击疫情的能力强，政策的效果好，有助于把疫情的影响控制在一定的期限内；反之疫情影响可能长期化。通过这六大因素，我们基本上可以判断该国疫情冲击经济的严重程度。此外，由于国际因素的关系，海外疫情和经济的演化也会对上述六大因素产生影响。

## 一、因素 1：疫情本身的发展正在变得可控

### 1、中国疫情

**疫情回顾：国内新冠疫情的发展和爆发主要集中于 1 月下旬到 3 月上旬这段 50 多天的时间里。**我们将疫情的发展大致分为三个阶段，第一阶段（2019 年 12 月至 2020 年 1 月 23 日）：疫情在武汉、湖北地区传播，没有受到足够重视，导致疫情蔓延。此时，1 月下旬正值春运高峰，疫情由湖北向全国蔓延；第二阶段（1 月 23 日至 2 月 12 日）：疫情由爆发到新增人数拐点。1 月 23 日武汉封城，我国开始全面加强防控措施，疫情在全国范围开始爆发，我国经历疫情不断恶化的 20 天。直到 2 月 12 日，湖北新增确诊数量达到拐点，其中 2 月 3 日，全国除湖北外疫情达到新增人数拐点；第三阶段（2 月 12 日至 2 月 18 日）：湖北新增人数拐点到湖北累计确诊拐点一共 6 天时间，其中 2 月 13 日全国除湖北外确诊人数达到拐点；第四阶段（2 月 18 日至 3 月中上旬），治愈病例逐渐增多，现有确诊病例逐渐减少，疫情得到有效缓解。目前来看，始于 2019 年 12 月的新冠肺炎疫情是一场重大的公共安全事件，造成了重大的经济损失和人员伤亡，截止 4 月 15 日，国内共造成 8.3 万人确诊，3352 人死亡。

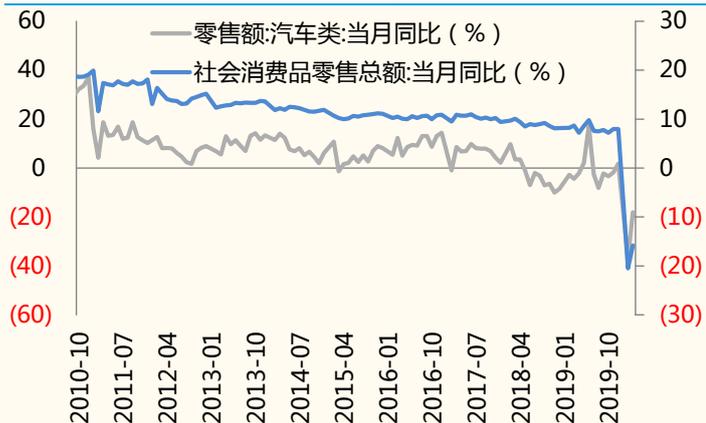
图表 1: 国内疫情变化情况 (例)



来源: Wind, 国金证券研究所

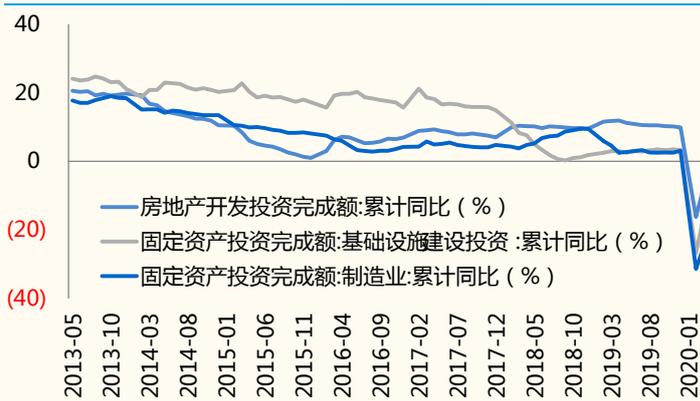
**经济影响: 疫情的集中爆发期主要集中于一季度, 对一季度经济的影响最大。**从现阶段高频数据来看, 前两个月数据同比下滑幅度普遍在 20%以上, 3 月疫情对消费和投资的冲击依然存在, 难以弥补缺口。一季度实际 GDP 同比增速降至-6.8%。从消费方面来看, 3 月社零消费同比-15.8%, 汽车消费下滑-18.1%对消费形成拖累。未来国内疫情消退后, 部分被压抑的消费需求有望释放; 但收入和就业压力上升, 抑制消费意愿。需要观察政策支持力度对消费能力和消费意愿的影响。从投资角度来看, 疫情影响下, 企业整体处于缓慢复工状态, 前 3 月固定资产投资累计同比-16.1%, 其中制造业、基建和房地产投资累计同比分-25.2%、-16.4%以及-7.7%。未来看, 疫情影响将拖累房地产销售和建安投资, 而土地购置费增速可能在政府卖地边际积极的情况下, 好于建安投资。后续随着各地复工复产, 房地产投资有望获得反弹。从政策上讲, 地产政策预计不会全面放松, 但地产行业的稳定关系系统性金融风险, 预计地产融资会有边际放松, 从而支持地产投资增速不至于大幅下滑。从进出口来看, 一季度海外受疫情影响整体较小, 因此出口下滑幅度不高。而国内疫情主要影响一季度经济, 因此进口出现较大程度下行。未来看, 海外疫情主要影响在二季度, 但随着国内疫情基本控制, 复工复产有序进行, 二季度出口将下行而进口上行。整体来看, 疫情影响还是偏向于短期, 未来在我国财政货币政策积极发力的前提下, 经济增长边际改善, 下半年有望重回 6%的正常增长轨道当中。

图表 2: 3 月社零消费同比依然负增长但边际改善



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 3: 前 3 月固定资产投资累计同比负增长



来源: Wind, 国金证券研究所

## 2、输入病例主要取决于海外疫情

**海外疫情当前形势:** 截止目前, 海外累计确诊病例 193 万人, 现有确诊病例 138 万人, 累计死亡 124468 人, 每日新增病例 72770 万人, 上升势头仍然猛烈。总体上看, 海外疫情新增确诊人数的第一拐点在 4 月 3 日基本看到, 每日新增 84766 万人, 在 4 月 10 日再次出反弹后继续开始下行。但累计确诊人数的二阶拐点仍未看到, 全球疫情仍处于爆发期。从结构上看, 国别之间的分化较为明显。亚洲地区整体控制较好, 韩国、日本、新加坡等国家新增较少。欧洲整体情况较差, 新增确诊人数的一阶拐点集中在 4 月 3 日附近 (意大利稍早、英国稍迟), 但拐点峰值基本在 6000-8000 人左右。而美国的情况是全球的最糟糕的, 由于此前防疫的不及时, 导致疫情拐点推后, 目前来看新增确诊人数拐点应是 4 月 10 日, 每日新增 35938 人。当前来看, 随着美国新增确诊的拐点到来, 全球疫情的一阶拐点应该到来, 未来需要关注现在确诊人数的二阶拐点。

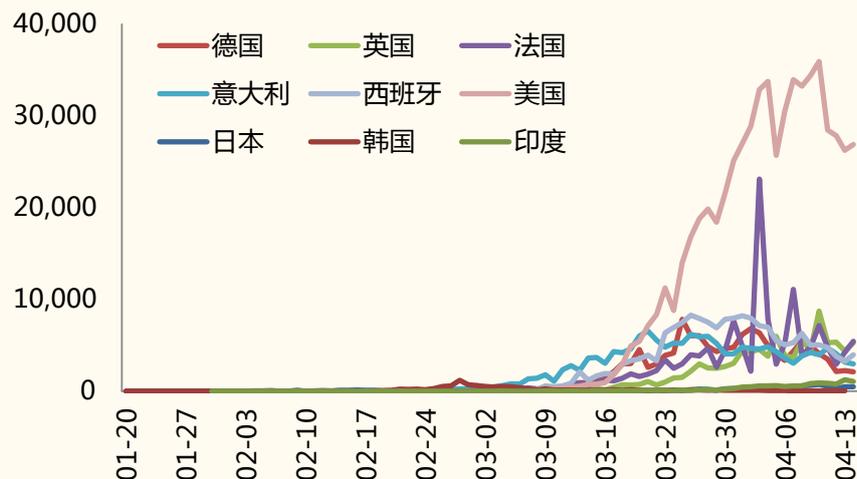
对于我国而言, 海外疫情直接影响在于输入病例。为防止疫情在我国二次爆发的风险, 多地人口流动依然受到限制。从现阶段情况来看, 新增境外输入病例仍然在曲折中有所上升, 4 月 12 日达到 98 人。累计输入病例达到 1500 例, 主要来自于俄罗斯、美国、英国和法国。海外疫情输入, 虽然在数量较少, 但仍然有导致我国疫情二次爆发的风险, 因此在防疫措施和限制人员流动方面依然较为严格, 特别是和国际接壤的一线城市。

图表 4: 全球当日新增病例变化情况 (例)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 5: 全球主要国家每日新增病例变化情况 (例)



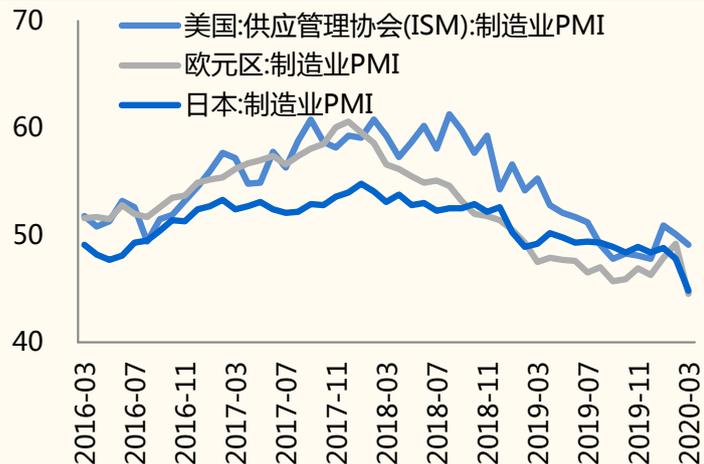
来源: Wind, 国金证券研究所

**海外疫情对全球经济的影响:** 疫情对全球经济增长的冲击是供给和需求两端。从需求来看, 疫情将导致消费、投资和国际贸易整体失速下行; 从供给来看, 疫情将限制人口流动, 除了必须消费品之外的生产生活基本停滞。因此, 对于经济在短期的冲击是较大的, 从数据上看, 3月美国失业率已升至 4.4%, 而 4月当周领取失业救济金的人数创出历史罕见最高的 660 万人。从 IMF 的预测来看, 全球 2020 年全年经济增长是-3%, 欧盟全年经济增长-7%, 美国全年经济增长-5.9%, 日本全年经济增长-5.1%, 基本都是陷入了衰退, 从 3月全球制造业 PMI 来看, 美国重新步入收缩区间, 日本、欧元区收缩区间下大幅下行。由此, 全球央行最大限度的宽松提供流动性或许效用没有那么高, 还是首先需要集中力量阻止疫情爆发, 在疫情得到控制后, 出台更加积极的财政政策刺激经济复苏。整体来看, 由于本次全球各国 (特别是欧洲和美国) 对疫情应对相对

迟缓，导致负向影响可能更大，这将造成全球经济陷入 2-3 个季度衰退的可能较大。

**海外疫情对中国经济的影响：**海外疫情对我国经济的影响应集中在二季度。外需的拖累表现在两个方面，净出口方面，我们假设全年货物贸易和服务贸易均出现腰斩的情况下，今年商品和服务项贸易净出口大概比去年减少 3000 亿元，2019 年 99 万亿 GDP 的情况下，预计 2020 年服务和货物净出口对 GDP 同比的拉动是-0.3%。此外，从制造业角度考虑，外需可能拖累制造业投资 10-15 个百分点，而制造业投资约占固定资产投资 30%，最终资本形成占 GDP 总值 45%，因此制造业投资占 GDP 总值 13.5%，最终制造业和净出口对 GDP 的拖累约在 1.6%-2.3%左右；从生产端的角度考虑，出口交货值占整个工业增加值的占比 40%来看，工业增加值占整个 GDP 总产值的 32%左右，因此工业企业出口交货值占 GDP 的 12.8%，我们最后假设在 15%左右，如果这部分出口导向型企业的需求下滑至-10%--15%的话，最终拖累 GDP 同比大概 1.5%-2%左右。

图表 6：3 月全球制造业 PMI 收缩区间内继续下行



来源：Wind，国金证券研究所

## 二、因素 2：中国政策反应及时有效与空间相对较大

在危机初期，我国的货币政策大幅宽松，主要提供流动性以稳定金融体系；财

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_5611](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_5611)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn