

2020 年 04 月 03 日

证券研究报告—宏观专题报告

从历史角度看新冠肺炎和风险发展

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

联系人：李沛

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

联系人：陈茜茜

电话：021-20333532

邮箱：cxx@longone.com.cn

◎ 投资要点：

◆全球新冠疫情超预期地严重。新冠肺炎于 2020 年 1 月发生，3 月 11 日被宣布为最严重的“全球大流行”级别。历史上全球大流行疫病有中世纪的黑死病、1918 年的西班牙流感、1957 年的亚洲流感 H2N2、1968 年的香港流感 H3N2 和 2009 年的墨西哥流感 H1N1，在我国影响很大的 SARS 不在其内。目前来看，新冠肺炎的确诊病例和死亡病例已经超过 2009 年甲型 H1N1 流感。虽然中国、韩国的疫情已经得到控制，但美国、意大利、西班牙、法国、德国、英国等主要经济体疫情仍然很严重。

◆1918 年的西班牙流感 H1N1。爆发于第一次世界大战的末期，经历了三波疫情，持续时间较长，主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体。据估计，西班牙流感造成全球约 5 亿人感染，死亡病例数达 5 千多万人。但当时世界众多国家为参战国，美欧主要经济体处于战时状态，经济增速较低，股市历过一轮较大的熊市，也已经跌到底部区间。疫情爆发时期，在世界大战结束的大好形势下，经济和股市呈现出从底部向上升的趋势，疫情没有对经济和股市形成重创。

◆1957 年的亚洲流感。主要爆发于东南亚，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世卫组织估计，全球大约 100-400 万人死亡。当时我国正处于解放后的快速恢复期，当年 GDP 增速下降 9.9 个百分点，次年很快得到恢复。美国 1958 年一季度的 GDP 增速跌至-10.0%，后也很快恢复。美股处于 1953 年开始的牛市中，1957 年 7 月中旬美股从阶段顶部的回落至 10 月末，跌幅约 19%，之后继续上行。

◆1968 年的香港流感。主要爆发于中国大陆和香港，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世卫组织估计，全球大约 100 多万人死亡。我国 1966 年开始“文化大革命”GDP 增速仅-5.7%，1968 年-4.1%，疫情影响从增速上表现不明显。香港经济正处于走出萧条阶段，恒生指数经过四年熊市后处在 1967 年三季度见底至 1973 年的牛市中的开始阶段，疫情对香港股市未形成显著的负面冲击。

◆2003 年的 Sars。重灾区主要在中国，疫情总规模和传播范围相对较小。据 WHO 数据，全球累计患病 8422 例，死亡 916 例。疫情对经济只有季度性短期影响，股市在疫情爆发期有较大下跌。

◆2009 年的墨西哥流感。主要爆发于墨西哥和美国，持续时间相对较短。世界卫生组织确认，全球约 1.85 万人死亡。美国 CDC 估计全球死亡 15.17-57.54 万人，其中美国死亡 1.25 万人。当时处于 2008 年金融危机后的恢复阶段，经济和股市处于大幅下跌后上升初期。疫情爆发的 2009 年，墨西哥、美国、全球 GDP 增速分别下降至-5.29%、-2.5%和-1.68%，但均很快得到恢复。美国股市在疫情爆发初下跌，但在政府公布确诊病例后开启上升过程。

◆密切关注新冠疫情和风险发展。从历史的角度看，疫情爆发大多对短期的经济和股市有影响，长期主要还是受经济发展自身趋势决定。这次新冠肺炎疫情影响重，传播范围广，世界主要经济体处于疫情爆发的重灾区，传播时间可能

相关研究报告

也会较长。而且，全球经济正处于景气度较低的艰难时期，而美国股市又处于10 年来的高位。近期，美国在股市下跌开始后出台了创历史的宽松政策，来防范金融、经济风险，估计短期内股市暴跌带来的流动性风险已经基本解除，但仍然没有阻止住美股的下跌趋势。随后，美国政府又出台了创历史的2 万亿美元的财政刺激政策，股市暴跌现象得到缓解。

◆结论。如果疫情能够在相对较短的时间内得到控制，全球合作顺畅，估计经济会在较快的时间内得到恢复，股市也会逐步走好，不会再下跌。如果大规模的疫病延续到下半年，主要经济体之间又不能有效合作，加上美国股市暴跌后已经存在一定风险，道指目前的走势与1929 年大萧条前期的走势很相似，则这次疫病很可能会成为美国股市从高位中长期下跌的开始，导致经济熊市，并有可能产生经济金融危机。因此，需要密切关注全球疫情发展和主要经济体的国内外政策措施及其经济恢复情况，把握好发展趋势。

正文目录

1. 中世纪鼠疫.....	5
2. 1918 西班牙大流感	5
2.1. 疫情回顾.....	5
2.2. 防控措施.....	6
2.3. 对经济社会的影响.....	6
2.4. 股市的表现	6
3. 亚洲流感 H2N2（1957-1958 年）	7
3.1. 疫情回顾.....	7
3.2. 防控措施.....	7
3.3. 经济影响.....	8
3.4. 股市表现.....	9
4. 香港流感 H3N2（1968-1969 年）	9
4.1. 疫情回顾.....	9
4.2. 经济影响.....	10
4.3. 股市表现.....	10
5. SARS 病毒（2003 年）	11
5.1. 疫情回顾.....	11
5.2. 防控措施.....	11
5.3. 经济影响.....	12
5.4. SARS 疫病期间的股市表现	13
6. 2009 年墨西哥 H1N1 流感	13
6.1. 疫情回顾.....	13
6.2. 防控措施.....	14
6.3. 经济影响.....	15
6.4. 墨西哥流感对股市的影响	15
7. 新冠肺炎 Coronavirus.....	16
7.1. 疫情回顾.....	16
7.2. 防疫措施.....	17
7.3. 经济影响.....	18
7.4. 股市表现.....	20
7.4.1. 中国股市大跌.....	20
7.4.2. 美股历史性暴跌.....	21
7.4.3. 欧股历史性暴跌.....	21
8. 密切关注新冠肺炎和风险发展.....	22

图表目录

图 1（1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人）.....	6
图 2（亚洲流感期间中国 GDP 不变价同比，%）.....	8
图 3（亚洲流感期间美国不变价 GDP 环比折年率，%）.....	8
图 4（道琼斯工业指数亚洲流感期间行情）.....	9
图 5（香港流感期间中国 GDP 不变价同比，%）.....	10
图 6（香港流感期间香港 GDP 不变价同比，%）.....	10
图 7（2003 年 SARS 疫情中国死亡人数变化，个）.....	11
图 8（2003 年非典确诊人数曲线，例）.....	11
图 9（中国与香港 GDP 不变价当季同比，季，%）.....	12

图 10	(中国客运量总计, 月, 亿人).....	12
图 11	(中国 2003 年各月社会消费品零售总额增速, %).....	12
图 12	(中国 2003 年各月固定资产投资、出口增速, %).....	12
图 13	(上证综指非典期间行情).....	13
图 14	(恒生指数非典期间行情).....	13
图 15	(美国与全球 GDP 不变价同比, 年, %).....	14
图 16	(墨西哥 GDP 不变价同比, 季, %).....	14
图 17	(墨西哥住宿和餐饮业 GDP 不变价, 同比, %).....	15
图 18	(墨西哥交通运输、邮政仓储 GDP 不变价, 同比, %).....	15
图 19	(2008-2010 标普 500 指数行情).....	16
图 20	(2018-2010 道琼斯工业指数行情).....	16
图 21	(主要国家累计确诊病例数排名, 例).....	16
图 22	(主要国家新增确诊病例数排名, 例).....	16
图 23	(中美意累计确诊病例发展趋势, 例).....	17
图 24	(中国与海外累计确诊病例趋势, 例).....	17
图 25	(中美意当日新增病例趋势, 例).....	17
图 26	(中国与海外当日新增病例趋势, 例).....	17
图 27	(中美意累计死亡病例发展趋势, 例).....	17
图 28	(中国与海外累计死亡病例发展趋势, 例).....	17
图 29	(工业增加值累计同比, %).....	18
图 30	(固定资产投资累计同比, %).....	18
图 31	(社会消费品零售总额累计同比, %).....	19
图 32	(城镇调查失业率, %).....	19
图 33	(进出口当月同比, %).....	19
图 34	(制造业 PMI, %).....	19
图 35	(美国联邦基金目标利率, %).....	20
图 36	(美国当周初次申请失业金人数, 人).....	20
图 37	(上证指数、深证成指行情).....	21
图 38	(美国三大股指行情).....	21
图 39	(标普 500 波动率指数: VIX).....	21
图 40	(欧洲股市行情).....	22
图 41	(美国道指与 1929 年走势比较).....	23
表 1	(历次疫情回顾概览).....	24

新冠肺炎的流行在中国在较短的时间内得到了控制，但是在全球特别是美欧等主要经济体的流行时间估计要长得多，规模也更大，对全球经济和资本市场的影响可能会很严重。本文对全球历史上疫病大流行情况及其对经济和市场的影响作一比较研究，以便更好地预估新冠肺炎的发展以及有关风险发展。

1. 中世纪鼠疫

1347 年至 1353 年，一场席卷整个欧洲被称为“黑死病”的鼠疫大瘟疫爆发，仅仅数年的时间就造成全欧洲 2500 万以上的人口死亡，占当时全欧洲总人口的约三分之一。根据当时受感染的情况，法国和意大利成为受灾最严重的国家，其中意大利的佛罗伦萨因此次瘟疫损失了近 80% 的总城市人口。黑死病严重冲击了欧洲政治、经济、社会的各个方面，迫使欧洲从蒙昧走向理性，也成为欧洲文艺复兴导火线。

2. 1918 西班牙大流感

2.1. 疫情回顾

20 世纪之后最严重的全球大流行性疫情即为 1918 年的西班牙大流感。此次流感疫情不仅规模大，而且还有三波发病高峰。

第一波疫情发生于 1918 年 3 月，感染患者症状多体现为普通的流行性感冒。1918 年 3 月，一处位于美国堪萨斯州的军营发生流感，之后在欧洲第一次世界大战的战场间传播。据报道，此次流感疫情的全球死亡率大约为 0.04%-0.65%。1918 年 6 月，欧洲和北美的患病人数出现下降，社会误以为疫情告一段落，然而 1918 年 8 月，疫情又出现了反弹。

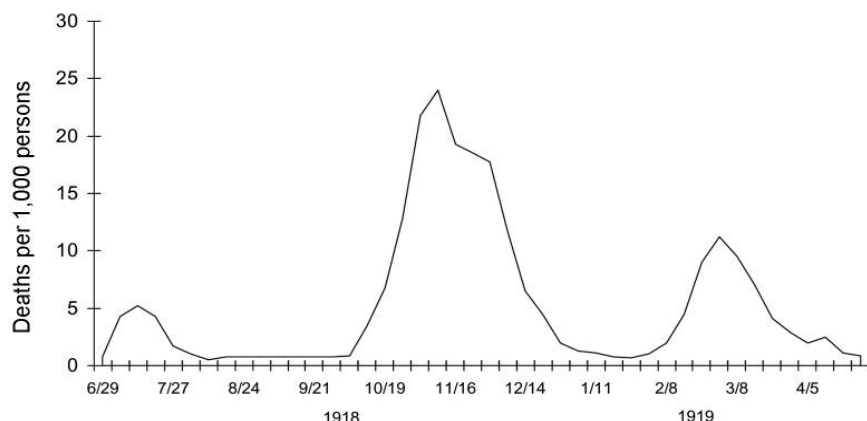
第二波疫情发生于 1918 年秋季，出现在美国的波士顿，这也是疫情爆发最严重的一个阶段。此时的流感病毒杀伤力远超第一波，10 月，美国国内流感的死亡率达到了创纪录的 5%，特别是在 20~35 岁的青壮年群体中死亡率特别高，其症状除了高烧、头痛之外，还有脸色发青和咳血等症状。当时处于一战末期，疫病可能间接地加速了战争的结束。11 月，为庆祝第一次世界大战的结束，各地都举行了盛大的集会，这加速了病毒在全球的大肆传播。在最先受到冲击的塞拉利昂，1 个月内就损失了全国 3% 的人口。

1919 年冬季，流感再次席卷重来，此次死亡率介于前两次之间。1920 年春季疫情逐渐消退。

据估计，西班牙流感在全世界共造成约 5 亿人感染（当时世界人口约 17 亿人），全球死亡病例数达到 5 千多万人，这意味着全球三成的人被传染上了西班牙流感，死于西班牙流感的人数占世界人口总数的 3%-6%。

据美国疾控中心数据显示，美国约 28% 的人被传染上了西班牙流感，其中 67.5 万人死亡；流感造成的非正常死亡让美国平均人口寿命减少了 12 年。此外，根据现有的公开资料显示，印度成为此次流感疫情最严重的国家，估计因西班牙流感死亡病例达 1700 万，约占当时人口总数的 5%；伊朗的流感死亡病例为 243 万，占人口总数的 22%；印度尼西亚死亡病例为 150 万，占人口总数的 5%。此次流感总死亡人数不仅高于历年来命丧艾滋病的人数总和，更远超中世纪黑死病所造成的死亡人数，堪称历史上最为致命的传染病。

图 1 (1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人)



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.防控措施

由于西班牙流感爆发之际全球正处于第一次世界大战时期，开始并未采取及时的防疫措施。在西班牙流感第二波大爆发的初期，纽约、费城等在当地出现流感致死病例后仍未采取任何禁止集会、隔离、关闭学校等措施，费城还举行了几十万人规模的自由公债游行，用于战争公债的销售。在防控措施不力的情况下，疫情很快在 10 月初大爆发，费城也成为当时疫情最严重的城市之一。

1918 年 10 月，政府不得不采取严厉的防疫措施，美国大部分城市都停止了公共服务，市民生活陷入停滞。美国公共卫生局发行超过 600 万本的大流感手册，成立急诊医院服务网络，组织科研人员开展疫苗研发。纽约市要求企业和工厂错开工作时间。旧金山市责令市民在所有的公共场所必须佩戴口罩，违者将处以罚款甚至监禁。美国民众根据医生的建议对家里的床、墙壁、地板、器皿和日用品进行清洗消毒。

另外，战时机制导致的民间医疗资源的短缺，叠加当时政府未及时采取有效的防疫防控措施，是 1918 年西班牙大流感感染人数多，死亡率高的一个重要因素。

2.3.对经济社会的影响

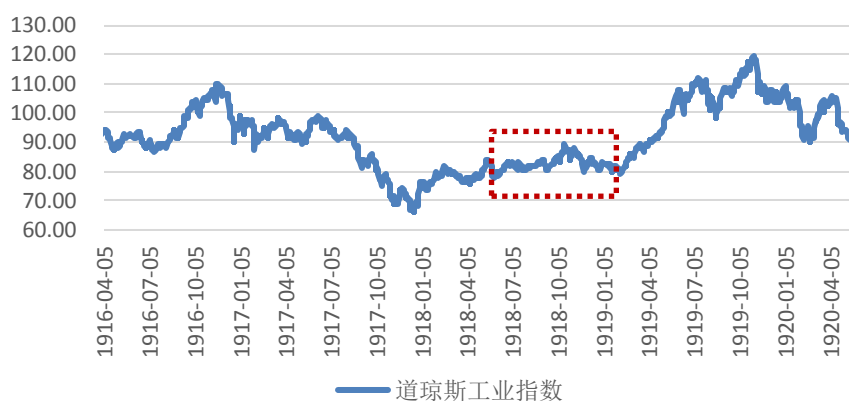
历经 1914 年-1918 年四年的一战洗礼，全球贸易严重萎缩，经济也处于萧条之中。1918 年疫情爆发时，欧美主要经济体正处于战时状态，疫病损害了全球经济社会发展，但并没有对经济形成重创。根据世界银行预测，西班牙大流感对全球经济发展拖累 4.8 个百分点，其影响主要集中在零售，农业和密集用工的制造业上。零售业受到的损失最大，因为零售人员和客流均受到了影响，部分地区零售业半年内萎缩了 50% 以上；农业主要受制于农民患病无法进行播种和收割，部分地区农业产值下降了 15%；而制造业，受影响的时间比较短。

2.4.股市的表现

1918 年西班牙大流感对美股的影响不是特别大。这可能与一战期间股市已经历了大幅下跌，战争结束的利好影响抵消了疫情的利空影响，另外可能也与疫情开始时消息透明度较低有关。一战期间，道指由 1916 年 11 月 21 日的 110.15 点大跌 37.74% 至 1917 年 11 月 8 日的 68.58 点，而 1918 年的西班牙大流感发生于熊市的修复阶段。在第二波最严重的疫情爆发之初，也就是 1918 年秋季至同年 11 月，道指仍然保持上涨的态势。

在 11 月之后流感大肆爆发，各地政府也开始积极采取防控措施，市场也出现了迅速的回调，由 1918 年 10 月 18 日的 89.07 点震荡回调至 1919 年 2 月 7 日的 79.35 点，累计跌幅为 10.91%。触底之后又开启长达九个月的上升行情，一路震荡上扬至 1919 年 11 月 3 日的 119.62 点见顶。

图 2 （1918-1920 道琼斯工业指数行情走势）



资料来源：Wind、东海证券研究所

3. 亚洲流感 H2N2（1957-1958 年）

3.1. 疫情回顾

“亚洲流感”主要流行于东南亚。1957 年 2 月，在中国贵州发现病例。同月，新加坡报告了病例；4 月，香港报告了病例；夏季，美国沿海城市报告了病例。日本、印度、伊朗、也门、希腊、瑞典、埃及、叙利亚、约旦、澳大利亚、南美洲、非洲阿尔及利亚、北欧斯堪的纳维亚半岛以及法国和德国都属于流感灾区。有媒体报道，1957 年 10 月、11 月，法国大约有 1.4 万人由于患流感而死亡。5 月，日本首次分离到造成这次流感大流行的毒株。

12 月，“亚洲流感”第二波又向中国内地袭来，这一波的主要受害者在农村地区，陕西和吉林的部分乡村及小城镇尤为严重。当年国内曾发表了一篇调查报告，指出 1957 年流感发病范围之广、人数之多，为新中国成立后所未有。

根据世卫组织的统计，此次“亚洲流感”大约导致 100-400 万人死亡。

3.2. 防控措施

为了引起公众重视，中国卫生部门每天都通过报纸和广播介绍流感常识和应对办法。在很多省份，人流密集的电影院和剧场关门歇业，人们被告知尽量不要去人多的公共场合

以及要做好卫生预防工作。当年的江苏徐州一名中学生回忆，1957年春季，教室里咳嗽和打喷嚏的学生越来越多，有时简直就是“集体咳嗽”。于是，学校规定，发热的学生如果家住市区就回家休养，农村学生到校园西部的一幢学生宿舍楼隔离治疗。由于医护人员不够，校方让生过病的学生给患病学生用酒精擦身，在那个物资匮乏的年代，多喝水成了最有效和最经济的方法。

新加坡政府采取了四项防控措施。一是关闭学校将近2周，约有670所学校的26.2万名学生受到影响。二是建议民众远离拥挤的地方，当地公司记载的员工缺勤率在10%~30%之间。三是开设流感治疗中心，设立学校保健诊所、妇幼保健诊所、志愿诊所以及免费诊所作为流感治疗中心，同时减少非必要手术，以释放人员来控制传播。四是对航空器及船舶进行检查。

香港地小人多，加上4月天气乍暖还寒，流感传播得很快，先由儿童在学校互相感染，继而传播给家人。到了4月中旬，香港已有30万人中招儿，每6人中有一人患病。学校缺课者众多，校方不得不停课。公共汽车司机大多受到感染，巴士电车没人驾驶，交通瘫痪了一半。

日本厚生省宣布，截至1957年12月14日，由于流感侵袭，全日本超过104万名儿童不能上学，3153所学校完全停课。此外，因流感病人迅速增多，各种药品的生产量只能达到需求量的30%左右。

3.3.经济影响

中国自1953年起开始建立第一个五年计划，经济从战争之后快速恢复。但受亚洲流感影响，1957年工业增加值较前值下降了17.4个百分点，GDP不变价增速下降9.9个百分点，至5.1%。

亚洲流感对美国的经济的影响也从1957年四季度开始显现，美国GDP不变价环比折年率从1957年三季度的4.0%连续两季度下降至1958年一季度的-10.0%，创下了1947年美国经济分析局有统计以来的最低值，甚至低于2008年金融危机时的增速。

随着疫苗被研发出，病毒被有效控制后，中国以及美国经济都迅速修复，但在1958年中国开始了三年大跃进，GDP增速大幅度下滑。

图2 (亚洲流感期间中国GDP不变价同比，%)

图3 (亚洲流感期间美国不变价GDP环比折年率，%)

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_6024

