

旬度经济观察

——疫情油价共振，全球衰退预期升温

韦志超¹ 袁方(联系人)

2020 年 3 月 10 日

内容提要

参照 1918 年西班牙流感、1957 年的亚洲流感以及 1968 年香港流感，本次疫情的持续时间有较大可能超过半年，疫情扩散叠加油价暴跌将对全球经济形成显著冲击。

疫情与油价共振引发市场对全球经济衰退的预期快速升温，市场进入新一轮的“risk off”模式中。当前疫情的拐点尚难判断，油价短期难有明显恢复，“risk off”的模式或许仍将延续。

如果近期海外爆发新一轮金融危机的可能性较低的话，随着恐慌情绪逐步被吸收，美股持续暴跌的压力将逐步减弱，海外对国内市场负向的冲击有望缓解。而国内随后可能发生的降息降准也有助于提振市场情绪，对冲外部压力，A 股短期可能呈现震荡走势。

风险提示：（1）油价下跌引发地缘政治危机；（2）新型冠状病毒疫情超预期扩散

¹ 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

一、全球性疫情的历史回顾

当前新冠病毒疫情在国内大多数地区已经得到控制，而疫情在海外的传播尚处于初期，新冠病毒有较大概率成为持久的全球性传染病，因此我们有必要回顾历史上重要的全球性传染病案例。

1918 年西班牙型流行性感冒是人类历史上第二致命的传染病，在 1918-1919 年曾经造成全世界约 5 亿人感染（当时世界人口约 17 亿人，染病率约 30%），2500 万到 5000 万人死亡，平均病患死亡率约为 5%-10%，远高于一般流感的 0.1%。

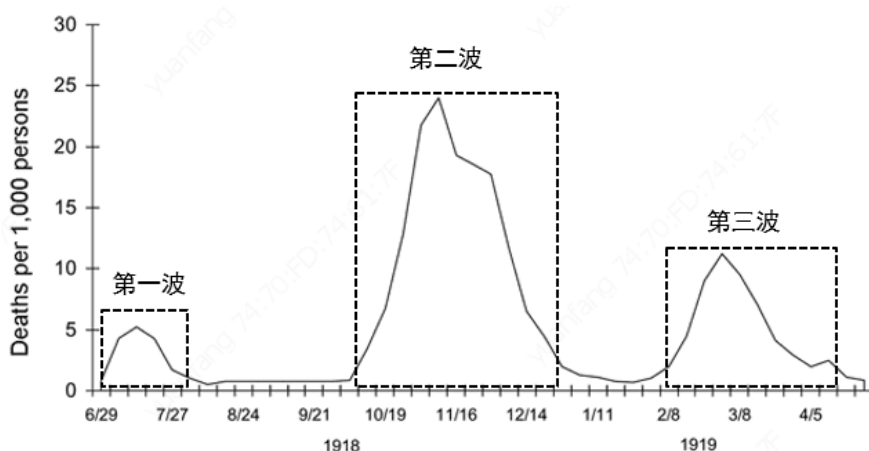
西班牙型流感的传播过程可以简单分为三波：

第一波发生于 1918 年春季，基本上只是普通的流行性感冒，有记录的流感发生于 1918 年 3 月 4 日一处位于美国堪萨斯州的军营，3 月中国、4 月法国、5 月西班牙、6 月英国，也相继发生病情，但都不严重。

第二波发生于 1918 年 8-12 月，9 月开始在欧洲和美国普遍传播，并在数星期内传到世界各地。第二波是死亡率最高的一波，在 20-35 岁的青壮年族群中死亡率尤其高，当年 10 月是美国历史上最黑暗的一个月，20 万美国人在这个月死去，1918 年美国的平均寿命因此比平常减少了 12 年。

第三波发生于 1919 年初，至 1920 年春季起便逐渐神秘地消失。第三波死亡率显著低于第二波，波及面明显缩小。

图1：西班牙流感在英国的死亡率，千人每人



数据来源：Wind，安信证券

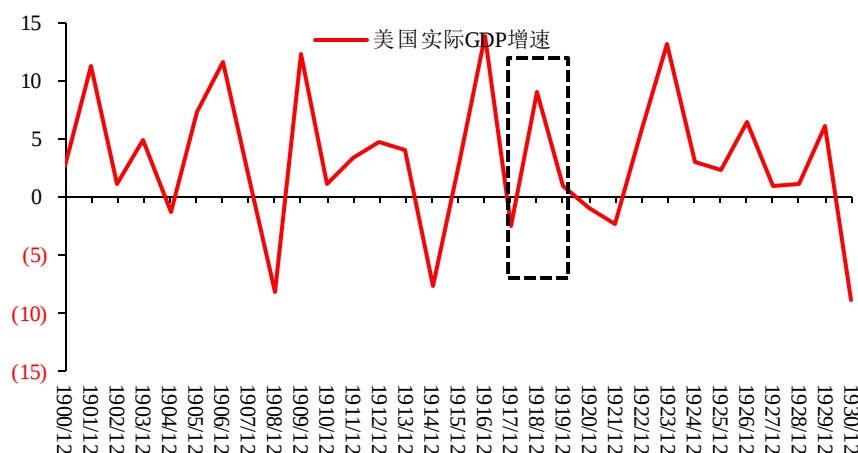
注：此处死亡率为死亡人数/总人口的年化死亡率

在各国的政策应对层面，第一波西班牙流感发生在 1918 年春季，致死率较低。当时正处于一战期间，美国和欧洲士兵流动性较高，疫情快速在美洲和欧洲蔓延。一战参战国为了保持士气，都采取了新闻封锁的政策，也未采取任何有效的防控措施。第二波和第三波西班牙流感爆发，政策的防控措施升级，许多城市限制市民前往公共场所，电影院、舞厅、运动场所等都被关闭长达超过一年，口罩也开始被广泛使用，但整体的政府防控措施仍然偏弱。比如在发现传染病疫情近半年后，美国政府依然允许发现疫情的训练营地的士兵休假，并无防护的接触自己的家人。西班牙流感 9 月初在费城蔓延，但在同年 9 月 28 日，政府拒绝听取医生的建议，仍然举行了战争筹款的盛大游行。同年 11 月 11 日，全球各地庆祝终战的狂欢，也加速了病毒大范围的传播。在药物和积极治疗方面，医学界尝试过多种药物，比如洋地黄，阿司匹林，激素甚至放血疗法，但都不奏效。

由于西班牙疫情发生时正值一战期间，1917 年美国参战，1918 年 11 月一战结束，在两年的区间里，战争对经济和股票市场的影响更为主导。美国经济增速

1917 年大幅回落，而 1918 年随着战争的结束，经济增速反弹。Brainerd & Siegler(2003)实证结果表明受大流感影响越严重的州，其 1918-1919 年 GDP 人均收入增速越低。事实上在疫情最严重的 1918 年 4 季度，美国 GDP 增速确实也出现了比较明显的回落。

图2：美国实际 GDP 增速，%



数据来源：Maddison 数据库，安信证券

在两年的区间来看，西班牙大流感对股市的影响不明显。因为期间伴随着一战，1917 年美国参战，美股下跌；1918 年 11 月一战结束，此后股市大幅反弹，1919 年美股开启大牛市，战争对市场的影响远超过西班牙流感。聚焦于 1918 年股市，1918 年 10-11 月是西班牙流感致死率的高峰，美股从 10 月中旬到 11 月底累积下跌 10%，或许疫情对市场产生了短期的冲击。

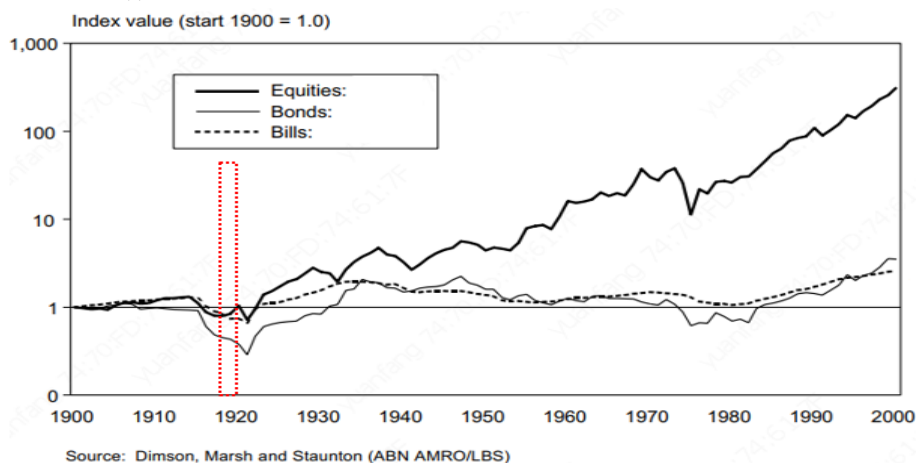
西班牙流感期间，全球第二大股票市场，英国股市整体表现积极，受一战结束的影响，1918 年和 1919 年英国股指分别上涨 25%、27%。

图3: 道琼斯指数



数据来源: Maddison 数据库, 安信证券

图4: 英国股债表现

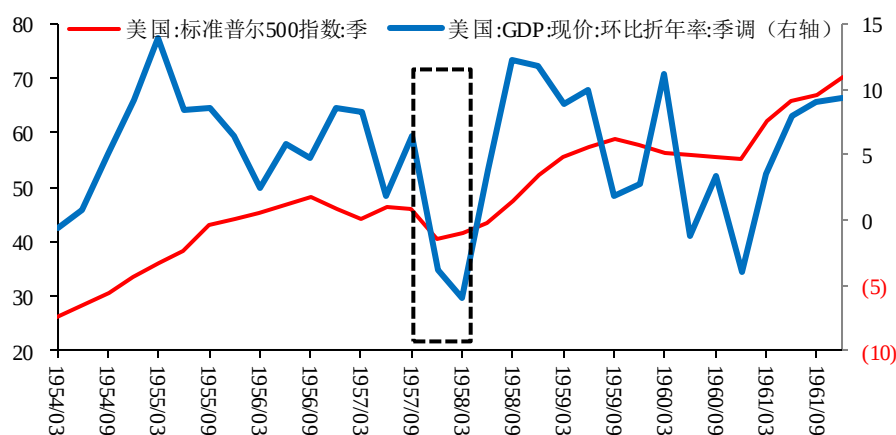


数据来源: Maddison 数据库, 安信证券

此外 1957 年的亚洲流感和 1968 年的香港流感也均导致过百万人死亡。

亚洲流感于 1957 年 2 月首发于中国, 随后在 5 个月时间里传播至全球, 亚洲流感的爆发也包括两波, 第二波的致死率比第一波高, 疫情持续时间超过 1 年。此次流感致死率在 0.67% 左右, 共导致全球 100-200 万人死亡。在美国, 疫情扩散期间也伴随着经济增速的下滑, 同时股票市场出现回落。当然需要指出的是, 当时可能货币政策的收紧对市场和经济的影响相对主导。

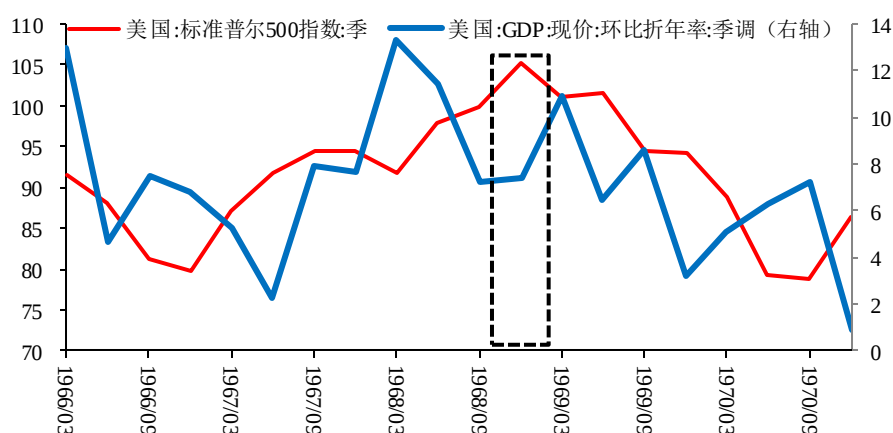
图5：标普 500 指数和美国 GDP 环比折年率



数据来源：Wind，安信证券

香港流感于1968年7月首发于中国香港，死亡率较低，随后疫情蔓延至全球，死亡率在传播过程中出现上升，1968年12月至1969年1月迎来了香港流感死亡率的顶峰，最终导致全球约100万人死亡，持续时间超过半年。不过整体而言，香港流感的死亡率低于亚洲流感。在美国，1968年4季度疫情扩散期间经济增速维持低迷，股市从1968年11月开始持续回落，不过股市和经济的低迷可能也与货币政策的收紧相关。

图6：标普 500 指数和美国 GDP 环比折年率



数据来源：Wind，安信证券

参照 1918 年西班牙流感、1957 年的亚洲流感以及 1968 年香港流感，本次疫情的持续时间有较大可能超过半年，病毒在传播过程中致死率的变化需要密切留意。未来疫苗和药物是控制疫情的最终手段，而疫苗和药物估计可能需等到 4 季度。因此今年全球经济将会受到较大的冲击。

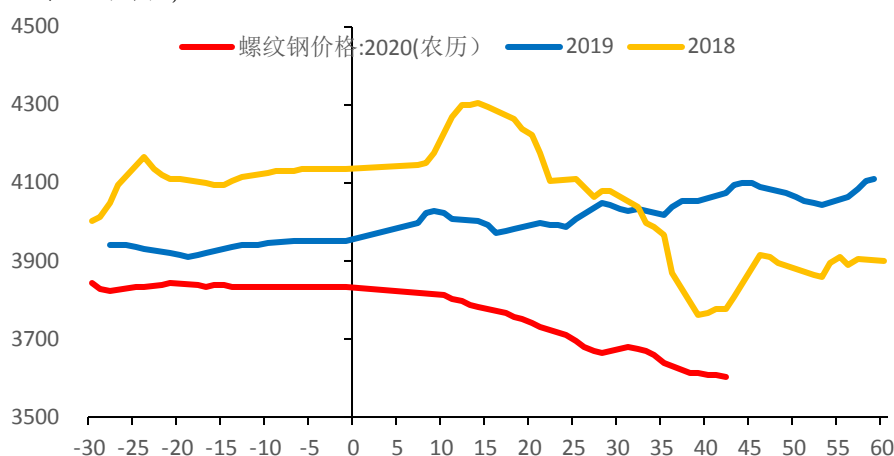
从去年四季度以来的全球经济复苏将因疫情中断，OECD 近期下调全球经济增长预期，我国的出口和制造业投资也将承受额外的压力。

从最新的 PMI 数据来看，我国 1 季度 GDP 可能会在 0 左右。1 季度我国经济增长大幅回落，同时全年面临着外需减速、地产投资增速回落的压力。在房住不炒的背景下，今年我国经济增长目标完成的难度大幅增加。

二、疫情对原材料价格造成结构性冲击

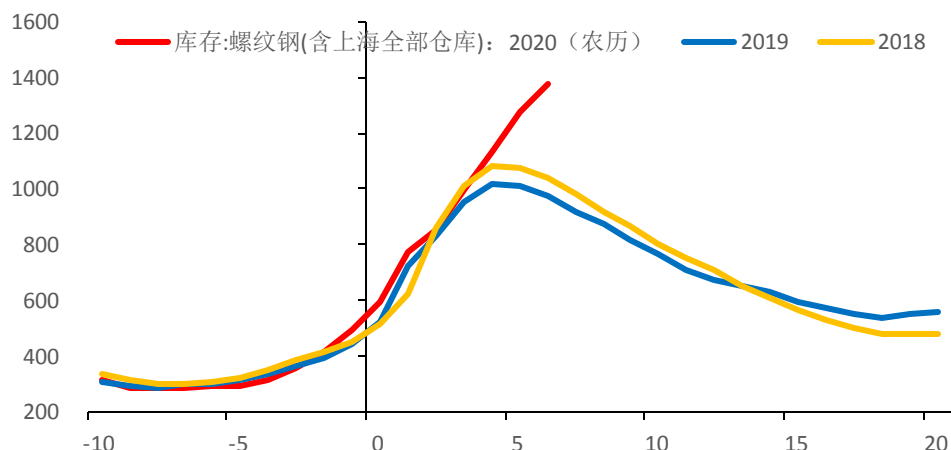
近期以螺纹钢为代表的钢铁石化类原材料价格大多出现下跌，其逻辑主要是相关行业短期供给弹性较小，新冠疫情带来的需求减弱、交通运输受阻，共同引发相关产品价格下跌和库存堆积。

图7：螺纹钢价格，元/吨



数据来源：Wind，安信证券

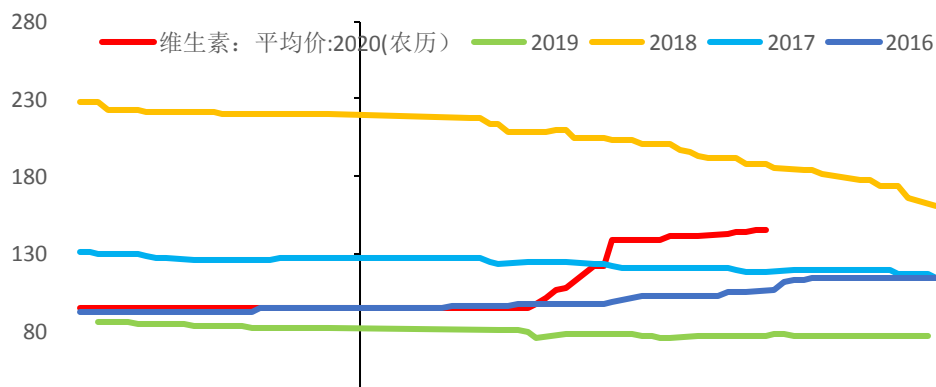
图8：螺纹钢库存，万吨



数据来源：Wind，安信证券

而近期维生素、尿素、纸板、中药材等产品出现了普遍的价格上涨，其主要原因是相关产品需求弹性较小，年初厂商对疫情估计不足、备货水平较低，叠加交通运输受阻，短期供应难以跟进，价格大幅上涨。

图9：维生素价格，元/千克



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_6663

