



新型肺炎“感染”金融市场后，该自我隔离还是迎面直击？

主要观点

1月末以来，新型肺炎牵动了全国乃至全世界的神经。节后第一天，迅速“感染”了金融市场。此时，是该自我隔离还是迎面直击呢？我们尝试以史为鉴，解读已经发生的和将要发生的。

以史为鉴：

1、2009年美国H1N1期间，宏观经济整体反应较为迟缓、且不存在长期影响。期间，第三产业中零售贸易在多个季度增长为负，运输仓储、信息、商业服务和休闲娱乐在2009年的前两个季度受到负面影响，但随后获得较快恢复。股市基本未受影响，国债实际收益率连续下行。

2、2003年SARS期间，在疫情升级的二季度，经济增速出现滑坡，但疫情并未打断当时国内经济的复苏趋势，自疫情消退的三季度起，经济较快反弹。期间，中央保持了稳定的财政政策；同时设立了专项防治基金，增发长期建设国债用于基础设施与国企技术改造等领域。疫情对权益市场的影响，短期通过风险偏好影响贴现率，中期通过经济活动受阻影响企业盈利；在疫情消化期，市场超跌反弹，TMT、休闲服务领涨，医药补跌，疫情结束后半年，钢铁、汽车强势回归。

3、本轮疫情重大的不利差异在于，新型冠状病毒引起的肺炎传播速度更快、感染人群更多、扩散范围更广。因此，可能对我国经济造成更大不利影响，但现在的医疗救护条件更好，本轮疫情发展至今政府行动更迅速、处置力度更大、更灵活、更有针对性，同时我国的资本市场也发展的更加成熟。

展望后市：

我们认为权益市场的大幅波动，主要归因于市场的恐慌情绪，疫情在尚未达到高峰前，沪港深权益市场或将持续震荡，但疫情对市场影响是短期的，不会改变中国经济前景，不会改变中国财富保值增值诉求，不会改变中国对发展资本市场、发展权益基金的坚定信心，也不会改变长期资金不断入市趋势。投资者不必过度恐慌，应借机买入被错杀的“新经济”产业及业绩优秀的低估值资产。

资产配置建议：

权益基金，关注5G、生物医药、新能源车及高端制造为代表的“新经济”产业基金，以及景气度有望上升且估值合理的红利及行业基金，同时把握肺炎疫情下，被错杀的行业及优质企业的投资机会。

固收基金，关注避险情绪及央行降息带来的机会。疫情期间，重点配置短期利率有望下行的中短久期债券基金。

QDII基金，借助多元资产配置降低组合的风险。

上海证券基金评价研究中心

刘亦千

执业证书编号：S0870511040001

邮箱：Liuyiqian@shzq.com

电话：021-53686101

姚慧

执业证书编号：S087051810002

邮箱：yaohui@shzq.com

电话：021-53686107

池云飞

执业证书编号：S0870119070003

邮箱：chiyunfei@shzq.com

电话：021-53686397

报告日期：2020年2月5日

始于 2019 年底的新冠肺炎疫情牵动人心，整个春节假期疫情数据牵动全国乃至全世界的神经，节后疫情又以迅雷不及掩耳之势“感染”了金融市场。一时间，整个市场似乎也似传染了瘟疫，人人自危。此时，是该自我隔离还是迎面直击呢？我们尝试以史为鉴，解读已经发生的和将要发生的。

一、以史为鉴

1.1、2009 年美国 H1N1 流感大流行

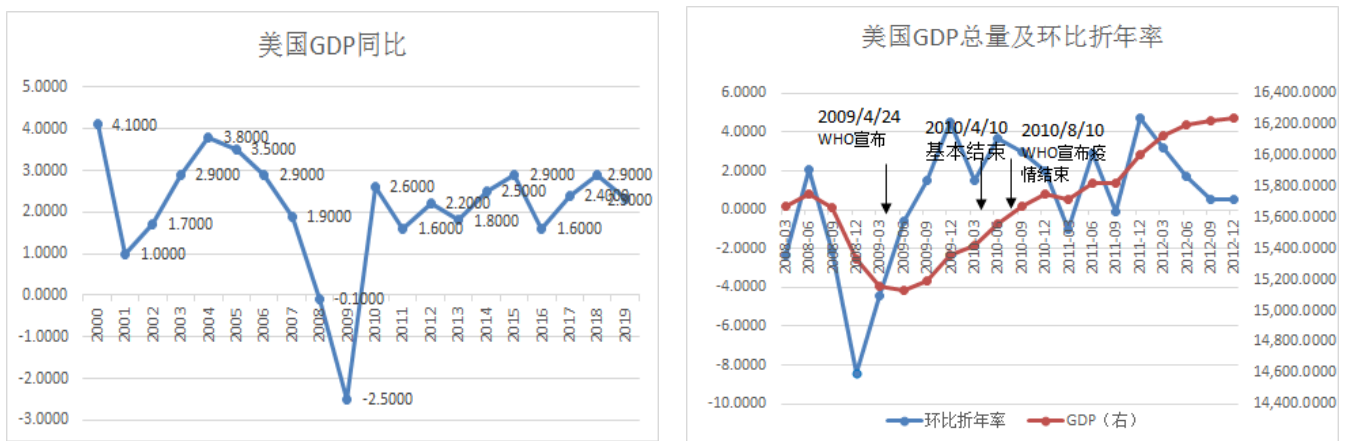
北京时间 2020 年 1 月 31 日凌晨，世界卫生组织（WHO）宣布将新型冠状病毒疫情列为国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）。自 2007 年颁布了管理全球卫生应急措施的《国际卫生条例》以来，世卫组织共宣布过六次 PHEIC，前五次分别为 2009 年在美国爆发的甲型 H1N1 流感、2014 年在部分中东和非洲国际爆发的脊髓灰质炎疫情、2014 年西非的埃博拉疫情、2015-16 年在巴西爆发的“寨卡”疫情，2018 年开始的刚果（金）埃博拉疫情。考虑到经济发展程度的可对比性，我们着重观察 2009 年甲型 H1N1 流感对美国经济的影响。

2009 年 4 月 15 日，美国疾病控制和预防中心（CDC）在加州 10 岁患儿送检样本中，发现一种新型甲型流感病毒，研究发现新 H1N1 病毒的基因组，是由北美猪系的 H1N1 和欧亚猪系 H1N1 流感病毒的基因组重组而成。2009 年 4 月 17 日，同样在加州，一名 8 岁患儿的送检样本中再次发现同一病毒株。两个患儿相距 130 英里，CDC 立即与加州当地的动物和人类健康官员合作对这一敏感情况进行调查。2009 年 4 月 18 日，根据《国际卫生条例》，美国国际卫生条例规划署向 WHO 报告了 2009 年 H1N1 流感病例。2009 年 4 月 22 日，CDC 启动了紧急行动中心（EOC），以协调应对这一新出现的公共健康威胁。2009 年 4 月 23 日，CDC 举行了第一次正式的全面新闻发布会，向媒体通报情况，向全世界宣布疫情，并指导公众和卫生保健部门应对迅速变化的局势。2009 年 4 月 25 日，根据《国际卫生条例》的规定，世卫组织（WHO）总干事宣布 2009 年 H1N1 疫情为 PHEIC。2009 年 4 月 26 日，美国政府确定全国范围内存在公共卫生紧急情况。CDC 的国家战略储备开始释放 25% 的战略储备物资，用于保护和治疗流感。2009 年 4 月 27 日，世卫组织将流感大流行疫情警戒级别从 3 级提高到 4 级；2009 年 4 月 29 日，世卫组织将流感大流行的警戒级别从 4 级提高到 5 级，表明大流行迫在眉睫；2009 年 6 月 11 日，世卫组织将全球流感大流行警戒级别升至 6 级。这是世卫组织 40 年来第一次把传染病警戒级别升至最高级别。2009 年 10 月 24 日，美国总统奥巴马宣布进入国家紧急状态。2009 年 11 月开始感染人数逐渐减少，疫情至 2010 年 4 月 10 号基本结束，为时大约一年。2010 年 8 月 10 日，世界卫生组织宣布持续了将近 16 个月的 H1N1 甲型流感流已经结束。该场流感波及全球 200 多个国家，根据世界卫生组织 2010 年 7 月统计数据，该病毒自 2009 年 4 月出现以来导致 18,000 多人死亡，然而，包括世界卫生组织在内的专家已经同意，估计有 284,500 人死于该病，远高于最初获得的死亡人数，这些死亡大多数发生在非洲和东南亚。

1) 对实体经济的影响

从美国季度 GDP 数据来看，虽然疫情自 2009 年 4 月开始引起全球关注，但是 2009 年的后三季度环比折年率数据并没有因此而明显恶化，反而因为美国 GDP 增量在 2008 年的阶段性低值造成的低基数而呈现上涨趋势，2010 年一季度经历短暂下跌，二季度再度反弹。从年度 GDP 数据来看，2009 年的同比增速确实成为阶段性低点，然而 2010 年立刻出现较高反弹。因此，宏观经济数据对此次流感疫情整体而言反应较为迟缓、且不存在长期影响。

图 1、H1N1 疫情期间美国 GDP 数据



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

从 GDP 分项来看，政府投资受前期高值影响降幅较大，个人消费中的商品在 2009 年的前两个季度受到疫情负面打击与 GDP 整体走势不同，其他分项同 GDP 整体趋势一致。从工业增加值分行业数据来看，第一第二产业意外的受到较大负面影响，第三产业中零售贸易在多个季度增长为负，运输仓储、信息、商业服务和休闲娱乐在 2009 年的前两个季度受到负面影响，随后获得较快恢复。

图 2、H1N1 疫情期间美国不同部门、行业宏观数据

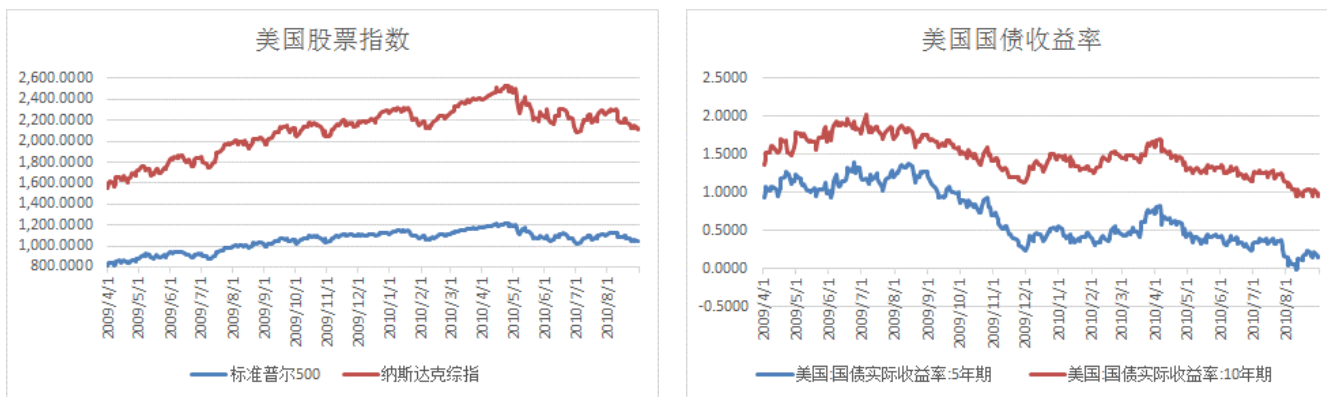


数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

2) 资本市场表现

再看疫情期间美国金融市场，股市基本未受影响，国债实际收益率连续下行。

图 3、H1N1 疫情期间美国股票和国债表现



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

我们根据美国政府采取的措施和疫情发展的相关节奏，寻找到三个关键的时间节点：2009 年 4 月 23 日第一次新闻发布会，2009 年 10 月 24 日奥巴马宣布国家进入紧急状态，和 2010 年 8 月 10 日，WHO 宣布疫情正式结束。

从数据我们发现，无风险资产黄金在整个疫情期间存在较确定性的上涨行情，其他资产均未表现出确定性的行情走势。实际国债收益率的下行是受 CPI 上行影响，名义到期收益并未出现持续下行。

表 1、各类资产 2009 年疫情区间表现

	权益资产			商品			固定收益资产		
	沪深 300	纳斯达克指数	标普 500	道琼斯工业指数	恒生指数	伦敦现货黄金	WTI 原油	中国国债 10Y 收益率	美国国债 10Y 收益率
公开前一周	-3.48%	1.56%	-0.02%	-0.90%	-2.90%	0.73%	-0.75%	-0.05	0.14
公开后一周	1.13%	3.94%	2.45%	2.65%	2.01%	-1.59%	4.54%	-0.05	0.20
公开后一月	5.67%	2.41%	4.12%	4.02%	12.15%	6.94%	24.89%	-0.12	0.49
公开后半年	31.64%	29.64%	25.24%	24.02%	48.48%	17.44%	60.83%	0.53	0.63
消退期	-17.03%	6.32%	5.07%	7.87%	-4.94%	13.14%	1.91%	-0.40	-0.80
结束后半年	9.59%	22.54%	17.91%	14.89%	5.75%	13.48%	8.16%	0.82	0.91

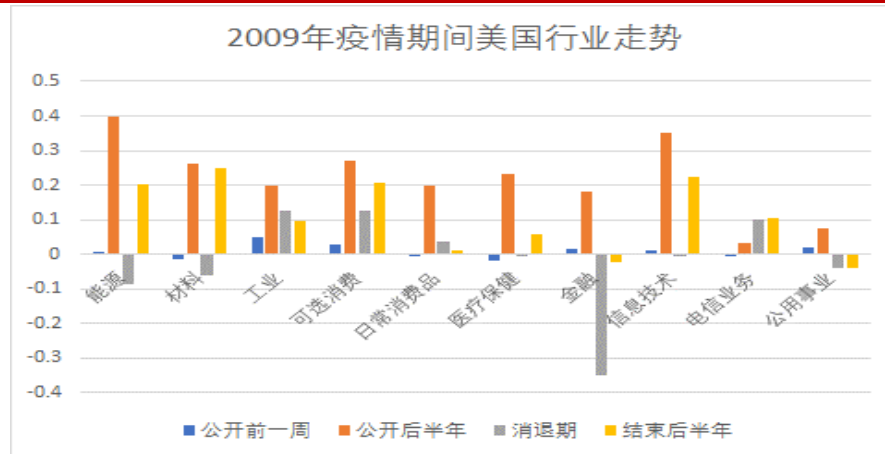
注：公开前一周是指 2009/4/15-2009/4/23，4/15 发现第一个病例，4/23 CDC 第一次新闻发布会；公开后一周是指 2009/4/23-2009/4/30；公开后一月是指 2009/4/23-2009/5/23；公开后半年是指 2009/4/23-2009/10/24，10/24 奥巴马宣布国家进入紧急状态；消退期是指 2009/10/24-2010/8/10，历时 9 个月又 17 天，10/8/10 WHO 宣布正式结束；结束后半年是指 2010/8/10-2011/2/10。

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

在疫情最严重的 09/4/23-09/10/24，所有行业都表现亮眼；在总统宣布国

家进入紧急状态之后，工业领涨、金融领跌；在疫情结束后的半年时间内，前期跌幅较大的金融板块并未出现修复性反弹。因此，我们认为美国股市行业板块受疫情影响较小。

图 4、疫情期间美股不同行业表现



注：公开前一周是指 2009/4/15-2009/4/23，4/15 发现第一个病例，4/23 CDC 第一次新闻发布会；公开后半年是指 2009/4/23-2009/10/24，10/24 奥巴马宣布国家进入紧急状态；消退期是指 2009/10/24-2010/8/10，历时 9 个月又 17 天，10/8/10 WHO 宣布正式结束；结束后半年是指 2010/8/10-2011/2/10。

数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

总之，2009 年 4 月在美国开始蔓延、历时 1 年左右的甲型 H1N1 流感疫情对美国经济长期未造成重大影响，短期对资本市场的扰动也有限。

1.2、2003 年中国“非典”大爆发

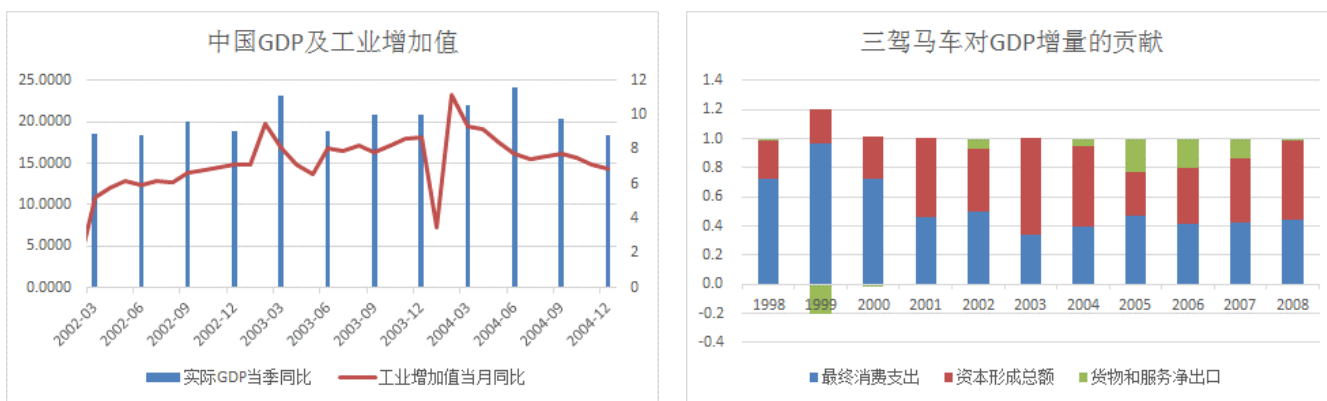
虽然已经很久不再提及，但我相信 2003 年的“非典”大爆发是所有当时经历过的国人都难以磨灭的悲伤回忆，虽然历时已久，我国的国内外经济环境都发生了巨大变化，但是因为国家、民族的共性，仍然值得我们好好回顾。

2002 年 11 月，广东省出现第一例 SARS 患者。2003 年 3 月 6 日，北京接报第一例输入性 SARS 病例。3 月 12 日，世界卫生组织发出全球警告，并将该病正式命名为 SARS。2003 年 4 月 16 日，WHO 正式命名 SARS。2003 年 4 月 20 日，国务院新闻办发布北京确诊 339 例，比 5 天以前的 37 人增加 302 人，北京 SARS 确诊数量的大幅增加引起了全国重视。2003 年 4 月 23 日成立了国务院防治非典型肺炎指挥部，北京市公告对重点区域采取隔离措施，停止娱乐场所经营，管制交通和人群集体活动，小汤山医院开始施工建设，对患者实施分级分类诊疗。据国家卫健委数据，4-5 月国内 SARS 发病进入高峰期，截止 5 月底，国内累计 SARS 病例达 5328 例，其中北京市达 2521 例，广东省达 1511 例，成为 SARS 的“重灾区”。2003 年 5 月 9 日，北京宣布新增病例明显减少。随着对 SARS 的认识与疫情防控逐步到位、气温升高等因素，SARS 病毒在 6 月悄然消失。2003 年 6 月 24 日，世界卫生组织（WHO）宣布解除对北京旅游禁令，表明中国内地抗击 SARS 取得胜利。

1) 对实体经济的影响

2003 年 SARS 疫情对国内经济造成短暂扰动，影响集中在疫情升级的二季度，经济增速出现滑坡。但疫情并未打断当时国内经济的趋势性复苏进程，自疫情消退的三季度起，经济较快反弹。当年实际 GDP 增长 10%，较 2002 年提高了 0.9 个百分点。四个季度 GDP 增速分别为 11.1%、9.1%、10%、10%。其中，2003 年消费受到负面冲击最显著，投资成为拉动当年经济的主力，宏观逆周期调节政策功不可没。净出口在疫情期间略有下降，主要是进口的过快增长，导致净出口对经济有所拖累，但是因为当时情况下净出口对经济的拉动作用有限，因此总体影响没有消费显著。

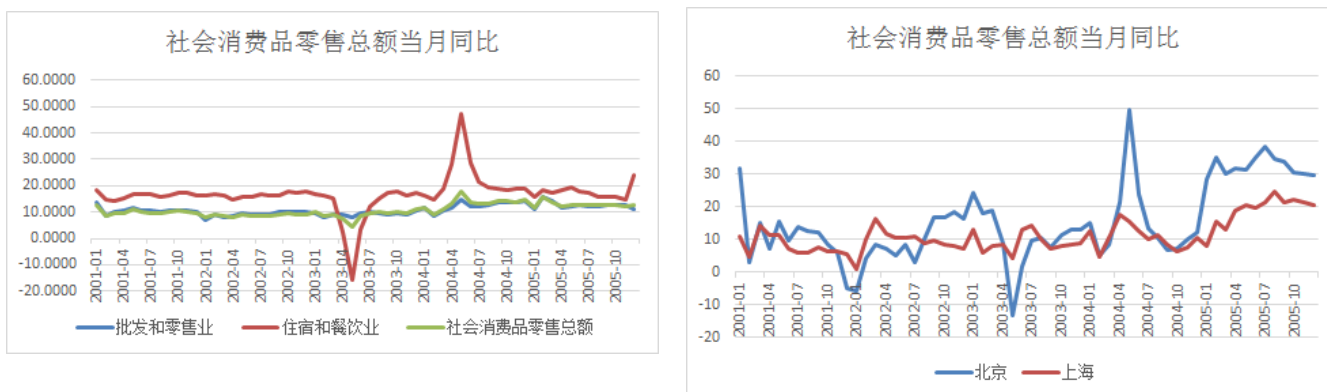
图 5、SARS 期间实体经济表现



数据来源：Wind，上海证券基金评价研究中心

疫情期间，居民普遍性的减少旅行、在外餐饮，导致住宿餐饮类消费在疫情扩散期间负增长，而批发零售业等所受的冲击相对有限。2003 年社会消费品零售总额同比从 1 月高点 10% 降至 5 月低点 4.3%，其中住宿餐饮从 16.6% 下降到 -15.5%，批发零售业从 9.6% 下降到 7.8%。然而，消费受疫情影响的时间不长，受到严重打击的住宿餐饮也仅在 2003 年的 4、5、6 月受到严重影响，而批发零售业和整个消费品零售总额同比增长只在 5 月份出现较大下行。随着 SARS 疫情得到控制，2003 年下半年消费快速修复，2003 年 12 月同比增速达到 10.50%，高出 02 年同期增速均值 0.3 个百分点。

图 6、SARS 期间国内消费表现



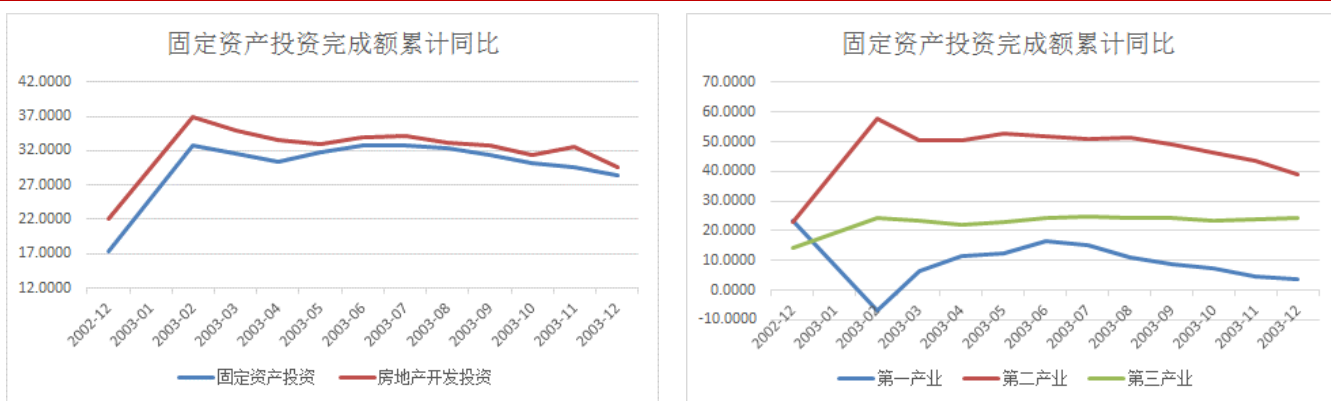
数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心

与疫情重灾区北京相比,上海当时受 SARS 影响较小,2003 年 5 月消费增速下降较小,且在 6 月快速反弹,表现出了明显的地域特征。

SARS 疫情期间,投资增速略有回落,但整体韧性较强,成为经济增长的主要推动力。2003 年固定资产投资累计同比自年初 32.8%微降至 4 月低点 30.5%,5 月立刻回升至 31.70%。

疫情期间,以工业为主的第二产业投资比年初略有回落,但仍然保持了较高增速。农业投资低开高走,在疫情期间大幅提速。包含房地产、基础设施行业在内的第三产业投资增速相对平稳。整体来看,投资受疫情的扰动较小。

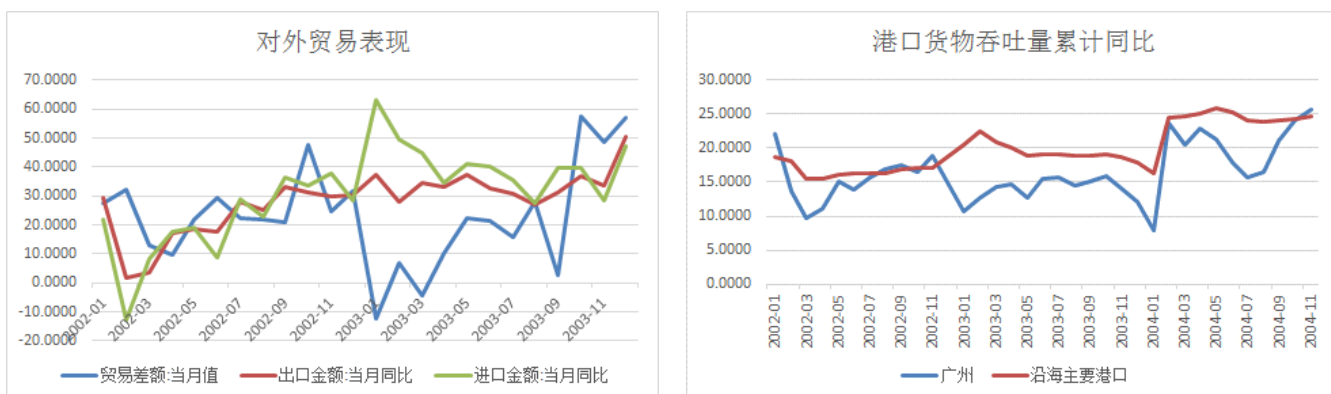
图 7、SARS 期间固定资产投资表现



数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心

疫情期间,进口增速下滑,出口相对平稳。疫情扩散期间,国内居民消费与企业生产活动都受到了不同程度抑制,因此进口出现较大幅度的回落。而对于出口,虽然疫情令部分海外国家提高了对我国出口商品的检疫要求,但其他国家在短期内难以寻找到合适的进口替代,从而未能对出口造成实质性打击。

图 8、SARS 期间外贸表现



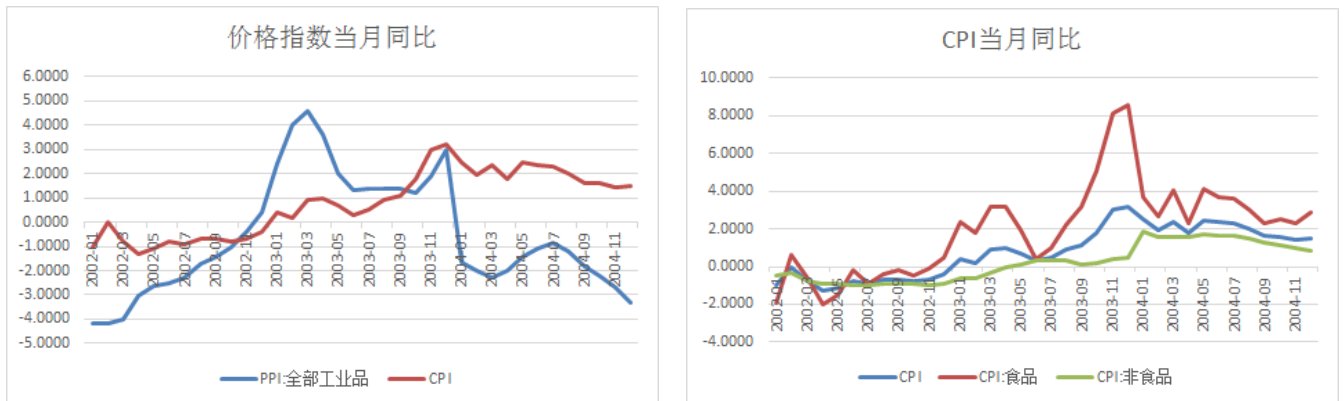
数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心

同北京相较于上海内需受损更重类似,疫情较重的广东省的外贸受到更大影响,州港的吞吐量增速受影响时间更长,且与沿海合计增速出现了较大的缺口。但同时,部分货运需求转移至了相近的沿海地区,因此总体的货物吞吐量

在疫情初期还能保持较快增长。疫情对外贸的影响体现出较明显的区域分化，对整体影响较小。

疫情对物价的影响，主要限于囤货需求激增与阶段性供应短缺的商品，对整体通胀影响较小，并不具有持续性。相比于工业品价格的大起大落，居民消费品价格的弹性较小。其中，作为非耐用品的食品价格的波动明显大于非食品价格。

图 9、SARS 期间外贸表现



数据来源: Wind, 上海证券基金评价研究中心

疫情期间有囤货需求的商品包括各类日用品、药品以及口罩等医疗卫生用品，这类商品短期需求激增甚至存在抢购现象，也助长了部分商家坐地起价、囤货居奇等行为。需求稳定但阶段性供应短缺的主要是鲜菜，因疫情期间鲜活农产品运输受到较大影响，产销区供求矛盾突出，同时鲜菜贮藏时间较短，断缺问题会较快暴露，导致蔬菜快速涨价。2003 年 SARS 扩散期间，食品中的鲜菜、非食品中的医疗保健就出现了异常涨价现象。整体上，疫情引发暂时性的、局部的商品涨价并不会对全社会物价造成重大影响，通过行政性限价措施，以及临时性增加生产、保障货物运输可以减轻疫情对物价造成的扰动。

图 10、SARS 期间外贸表现



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_7146

