

以时间换空间，经济复苏有效时点或在2月下旬

新冠疫情研究系列之四

核心结论

新冠疫情对于经济的负面影响逐渐显现。1) 消费受到的负面影响最为突出。按照农历调整后，高频地产成交数据同比下滑50%，线下娱乐产业相关收入接近于零，物价出现春节期间出现逆季节性上涨，猪肉价格同比上涨177%，蔬菜价格同比上升20%。2) 疫情对于建筑投资需求的影响暂未完全显现。季节性工地的需求将在农历二月启动，短期疫情的影响体现在螺纹钢中游贸易商成交活跃度延迟释放，但供给弹性弱于需求弹性，造成总库存同比农历去年同期上升19%。同时水泥厂工人复工率下降，磨机开工率接近0%。3) 2月份以来外贸景气度有所放缓。一些国家为控制疫情2月初执行相关的贸易限制和出入境管制，同时中国企业延缓生产，海运BDI指数在2月出现明显下降趋势，同比下滑30%。

复工的节奏是当下市场的核心关注点，但复工速度有限。由于新冠疫情发生在人口流动率最大的春运期间，但减少人口流动性是防治疫情的必要条件。因此从复工到经济复苏的中间还需要考虑两个因素，一是人力流动规模，二是资本和人力的结合速度。因疫情的存在，防护资源的稀缺以及地方性的交通管制，人力流动的规模有限，春节至2月18日我国铁路发送总客运量达到42.2亿人次，较去年同期下滑84%，依赖于外来劳动力的一线城市迁徙规模也较去年同期减少71%。同时，资本和人力的结合速度同样受限，不需返程的员工复工率有限（城市拥堵指数明显弱于去年），已返程的员工大多尚在隔离期未能复工。

以时间换空间，经济复苏有效时点或在2月下旬。目前疫情的初步控制是得益于前期对于客运和城区交通的严格管制。截至2月18日，湖北以外的新增确诊数连续15天下降，全国新增疑似数连续9天下降。假设人口流动管制保持当下水平，全国新增人数疑似病例线性外推有望在2月下旬实现0增加。届时标志疫情得到完全控制，便是人力流动规模提升，同时资本和人力结合速度加快的适宜之时，也是经济复苏的真正有效起点。

风险提示：复工进度不达预期，疫情超预期发展

分析师

熊雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

张育浩
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
潘越
panyue@research.xbmail.com.cn

相关研究

新冠疫情研究系列之三：新冠疫情是否会影响中美第一阶段协议的履行？ 2020年2月7日
新冠疫情研究系列之二：砍出希望的石头：2021年一季度GDP增速可能创下7年新高 2020年2月6日
新冠疫情研究系列之一：2020年新冠疫情对经济的影响问卷调查 2020年2月6日

以时间换空间，经济复苏有效时点或在2月下旬

1. 新冠疫情对于经济的负面影响逐渐显现

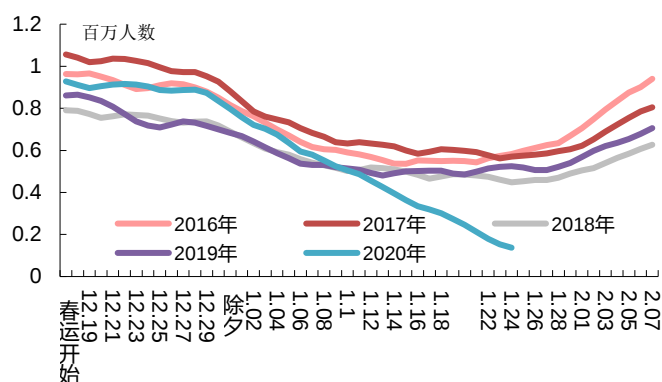
静态来看，新冠疫情对于经济的负面影响已经显现。从我们整理搜集的表征经济基本面的高频指标显示：

1.1. 消费受到的影响最为突出

截至2月19日，48个城市房管局公布当地的日度商品房成交数据春节期间明显走弱。尤其元宵节后销售本应企稳，今年虽然不少房企启用了线上销售的模式，但效果甚微，地产成交出现逆季节性下滑，同比降幅接近50%。同时，全国电影票房等外出娱乐性产业收入也在春节期间停滞。一方面居民减少外出娱乐，另一方面娱乐场所停止营业。

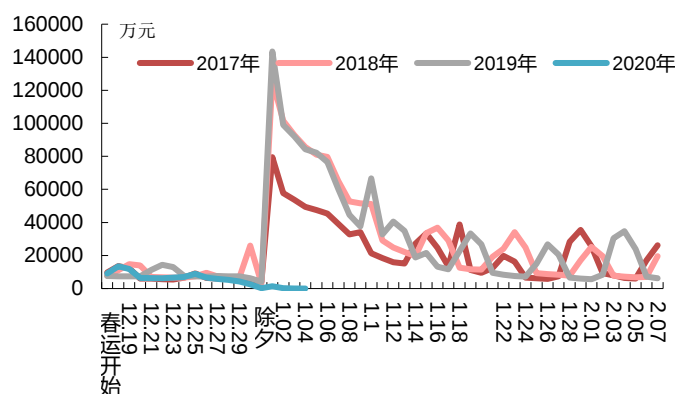
食品价格在春节期间出现超季节性上涨，这与物流受阻导致的资源稀缺有关，也与居民在家的主动性囤货行为导致的需求集中爆发有关。截至2月19日，全国平均生猪价格达到50.3元/公斤，环比节前上涨6.5%，同比农历去年同期上涨177%。农业部重点监测的28种蔬菜平均批发价至5.84元/公斤，较节前提高7.3%，同比农历去年则提高20%。

图1：48个城市的地产销售面积（农历）



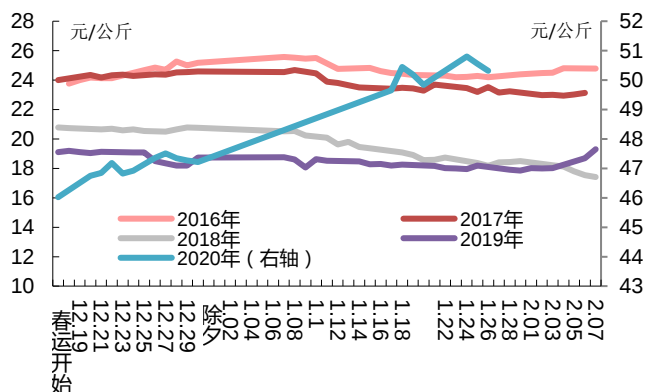
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图2：全国电影票房（农历）



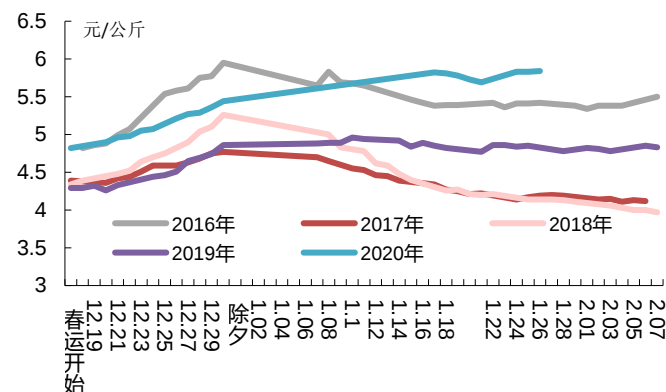
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图3：全国猪肉平均批发价（农历）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图4：农业部重点监测28种蔬菜平均批发价（农历）

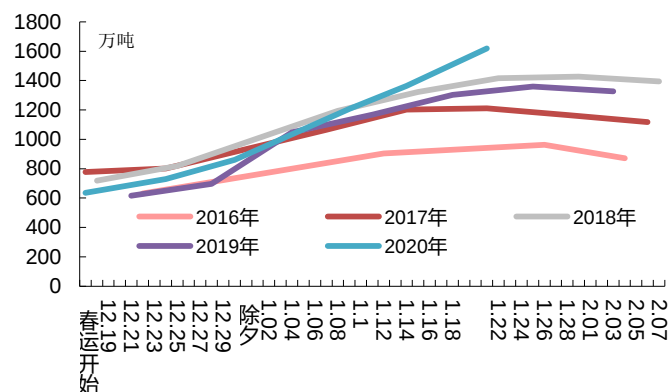


资料来源：Wind，西部证券研发中心

1.2. 疫情对于建筑投资需求的影响暂未完全显现

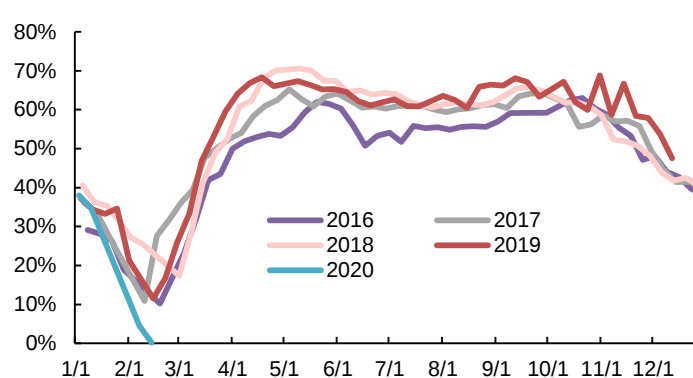
季节性上，每年春节期间工地普遍停工，建筑投资相关需求是停滞的，直到农历正月结束相关的下游需求才将逐渐恢复。这体现在中游主要建材螺纹钢的库存高点在农历二月附近，届时以销定产的水泥磨机开始开工。而截至2月14日最新数据显示，建筑投资产业的需求尚未完全启动，疫情对于此影响主要体现在两个方面，一个是螺纹中游贸易商成交活跃度延迟释放，而钢厂生产弹性弱于中游需求弹性，造成总库存同比农历去年同期上升了19%。另一个是水泥厂工人复工率下降，磨机开工率接近0%。

图 5：建材螺纹钢总库存（农历）



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 6：水泥磨机开工率季节性图



资料来源：卓创资讯，西部证券研发中心

1.3. 2月份以来外贸景气度有所放缓

2020年1月30日晚，世界卫生组织宣布，将新型冠状病毒疫情列为国际关注的突发公共卫生事件。一些国家为控制疫情在当地的扩散立即执行相关的贸易限制和出入境管制，同时在中国企业因控制疫情而延缓生产的背景下，全球贸易产业将面临一定的负面冲击，集中体现在制造业零部件缺货，和外贸活动的便利度下降等。作为全球贸易活动的晴雨表，海运BDI指数尤其2月份以来出现明显下降的趋势，同比去年同期下滑了30%。

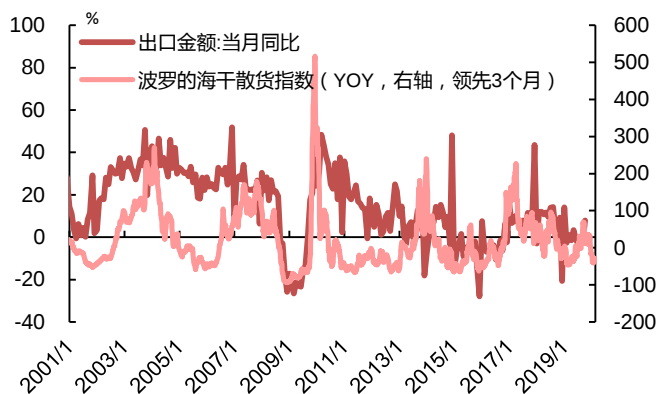
表 1：一些国家因新冠疫情对中国执行贸易限制

国家名称	执行时间	具体措施
新加坡	2月1日	对过去14天内前往中国大陆的旅客、船员、停靠过大陆的船舶实施严格防控，但不影响船舶靠泊作业。
菲律宾	2月3日	取消所有来自受疫情影响港口船舶的直接靠泊码头泊位的权利，并且禁止来自受影响港口或国家船舶的船员上岸。
俄罗斯	2月1日	中俄两国五个地区的口岸关闭时间延长至3月1日，五个地区分别是滨海边疆区、哈巴罗夫斯克边疆区、外贝加尔斯克地区以及阿穆尔州和犹太自治州。目前停运只涉及客运，不包括货运。
美国	2月2日	14天内到过中国大陆（香港和澳门除外）的船舶和船员，如果船员没有生病，船舶可以靠泊美国港口，但船员必须留在船上，除非需要进行特殊活动。
澳大利亚	2月1日	在2月1日或2月1日后离开中国大陆前往澳大利亚的船舶，将被隔离14天。如果船员未报告有任何疾病，船舶将正常工作。如果有船员报告生病，则船舶将重新被隔离14天。
	2月13日	延长针对中国公民旅行限制措施。
越南	2月4日	船舶必须在特定的地方抛锚检测隔离14天后才能靠港。暂停中越来往航班，暂停对近14天内在中国生活过的人发签证，同时也停止与冠状病毒肺炎相关的医疗物品出口。关闭陆路口岸清关。

马来西亚	1月28日	在港口方面，所有来自中国的船舶都将被隔离，直到马来西亚卫生部官员对船舶进行检查为止。如果检查发现所有乘客和船员都健康，并且船舶卫生文件仍然有效，则允许船员和乘客下船和进行卸货活动。
印度	1月31日	禁止口罩等防疫用品出口。

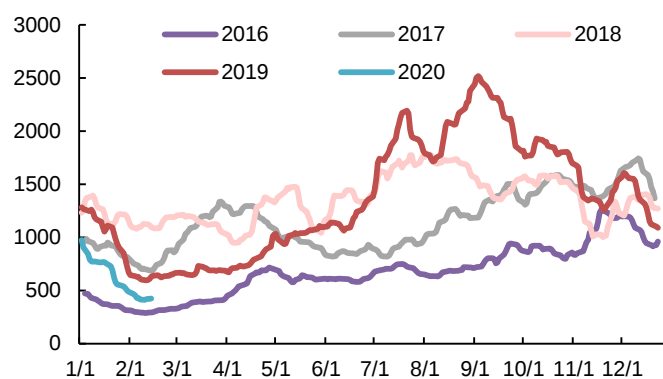
资料来源：各国卫生部，西部证券研发中心整理

图 7：BDI 指数对于中国外贸活动具有领先意义



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 8：2 月份以来 BDI 指数表现弱于去年同期

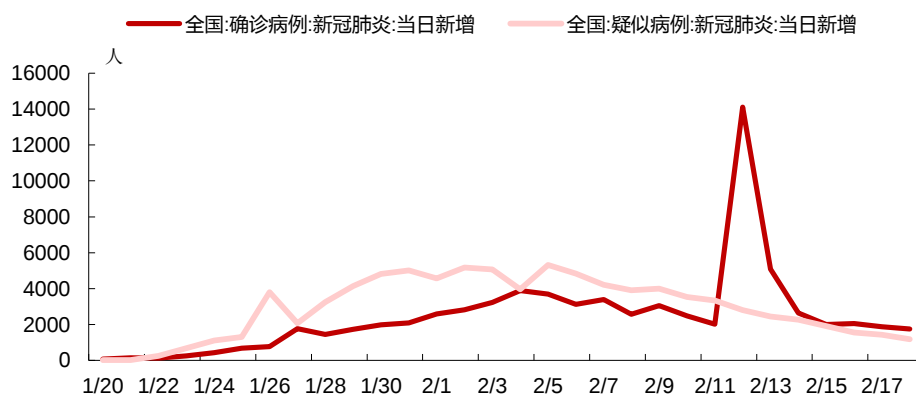


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2. 复工的节奏是当下市场的核心关注点，但复工速度有限

截至 2 月 18 日，新冠疫情的每日新增疑似病例已经实现自 2 月 10 日以来的 9 连降，并且开始低于每日新增确诊病例，这意味着医疗资源开始释放，同时防治速度快于病毒传播速度。疫情得到了初步控制，市场的关注焦点开始切换至复工的节奏，从时间和空间上评估疫情对于经济的影响。

图 9：新冠疫情每日新增疑似病例实现九连降，且人数低于每日确诊病例



资料来源：Wind，西部证券研发中心

我们在法定复工前夕（2 月 3 日）调研的 30 个行业里，64%的企业将在 2 月 10 日复工，22%的企业更是在 2 月 3 日就复工。但由于疫情发生在人口流动率最大的春运期间，而疫情的防控主要方法是减少人口流动，那么从复工到经济复苏的中间还需要考虑两个因素，一是人力流

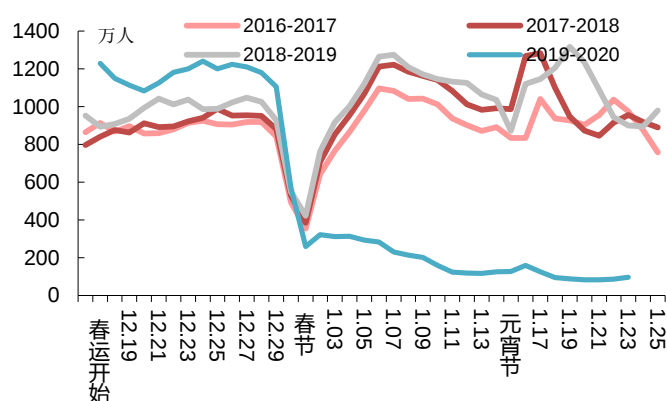
动规模，二是资本和人力的结合速度。

人力流动规模可通过客运量和迁移规模来观察。从春节至正月二十六（2月18日），我国铁路发送总客运量达到42.2亿人次，较去年同期下滑84%。与此同时，依赖于外来劳动力的一线城市迁徙规模也较去年同期减少71%。这意味着目前人力流动的规模正受到主观（疫情仍未完全控制）和客观（多地执行交通管制）因素的双重限制，整体返程率约为25%。

而受制于防护资源的稀缺和疫情的存在，资本和人力的结合速度同样受限。企业员工按地域分为两类，本地员工和外地员工。首先，因企业普遍无法达到足够的复工标准，其次地方执行相对严格的社区管制，本地员工虽然具备实地工作的条件，但无法正常的在实地开展工作。这反应在城市的拥堵指数上，截至2月17日，一线城市的普遍拥堵指数低于去年同期，意味着本地的人口流动管制并未放开。而外地员工按状态分为已返程员工和未返程员工，已返程员工须经过14天的隔离期方能回到实地开工，其复工率可以通过一些有季节性开工特征的工业企业的开工率来判断，此类企业多为偏中下游企业，较多依赖于外地员工，当前并未有开工率提升的迹象。而一些偏上游的工业企业也因物流受阻的因素开工率有所下降。综上，不需返程的员工复工率有限，已返程（25%）的员工大多尚在隔离期未能复工。

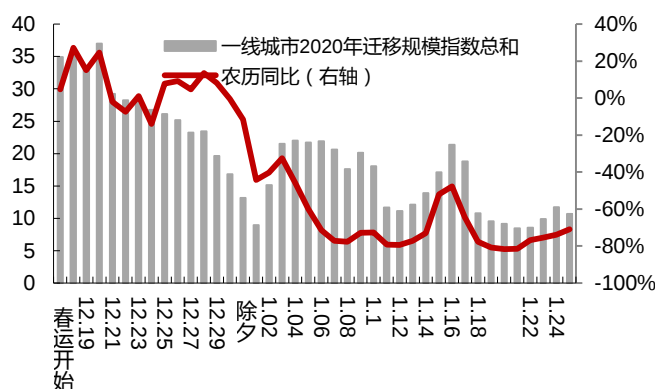
因此，短期人力流动的规模，资本和人力的结合速度都制约了复工进程和经济复苏。

图 10：春运期间铁路每日发送客运量（农历）



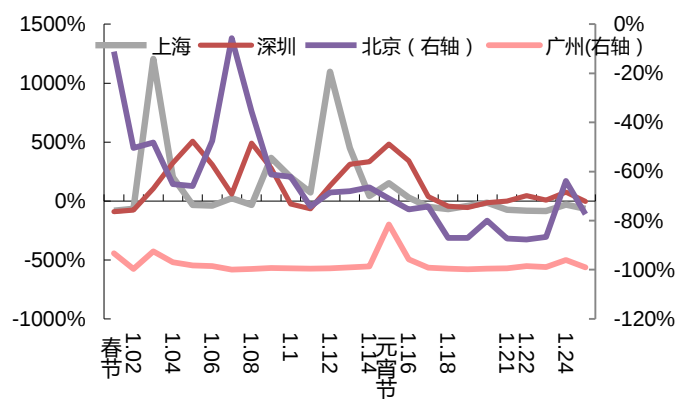
资料来源：交通运输部，西部证券研发中心

图 11：春运期间一线城市迁入规模指数总和（农历）



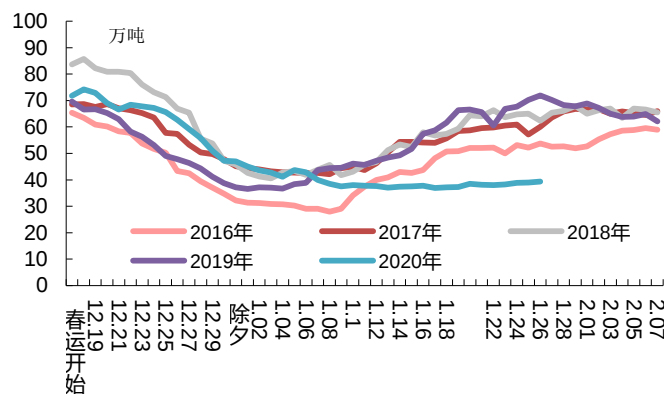
资料来源：百度迁徙，西部证券研发中心

图 12：春节以来一线城市每日交通拥堵指数弱于去年同期（农历）



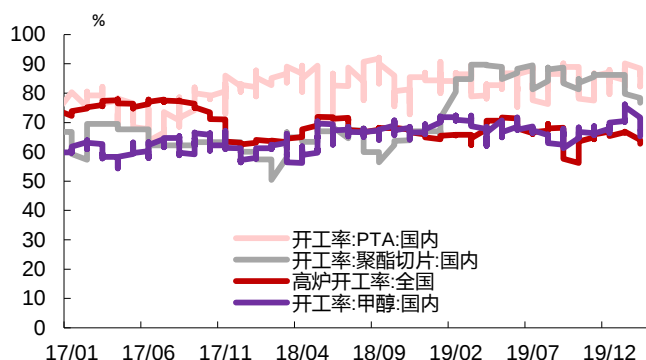
资料来源：百度迁徙，西部证券研发中心

图 13：六大电厂日均煤耗尚未季节性增加（农历）



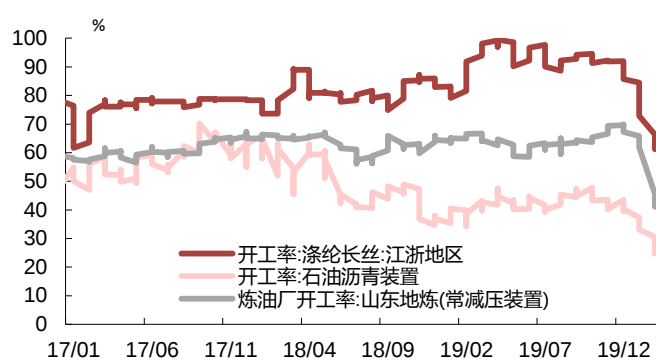
资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 14：春节不影响生产的工业企业开工率持稳



资料来源：Wind，西部证券研发中心

图 15：春节停止生产的工业企业尚未开始复工



资料来源：Wind，西部证券研发中心

以时间换空间，经济复苏有效时点或在 2 月下旬

减少人口流动性是防治疫情的必要条件，目前疫情的初步控制是得益于前期对于客运和城区交通的严格管制，这个行为虽对短期经济造成了负面影响，但却赢得了以时间换空间的效果。因为一旦在疫情未得到控制之时完全放开人员流动性，将导致疫情的进一步蔓延，并且延长和扩大疫情对于经济的负面影响，释放更加悲观的信号。

因此，疫情和经济本身是相互制约和影响的关系，而当务之急更多的是疫情的控制，真正的经济有效复苏时点应为疫情得到完成控制之时，条件为每日新增疑似病例为零。假设人口流动继续保持目前的管制程度，全国新增人数疑似病例线性外推有望在 2 月下旬附近实现 0 增加，届时便是人力流动规模提升，同时资本和人力结合速度加快的适宜之时，也是经济复苏的真正有效起点。

图 16：人口流动率将正向影响疫情的扩散力（农历）

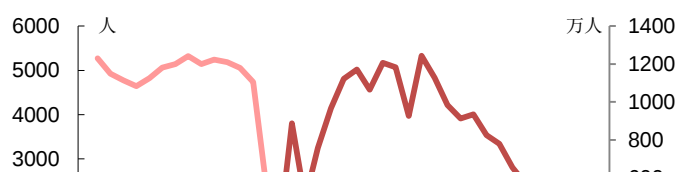
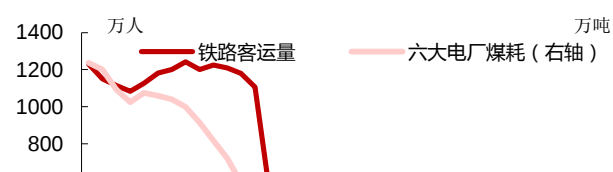


图 17：人口返程率将对经济复苏提供正向帮助（农历）



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_7160

