



分析师 李怀军

证书编号: S1080510120001

电话: (010) 63197789

邮箱: lihuaijun@fcsc.com

经济运行由 L 型向 V 型转变

---新型冠状病毒对中国经济的影响

2020 年 2 月 8 日

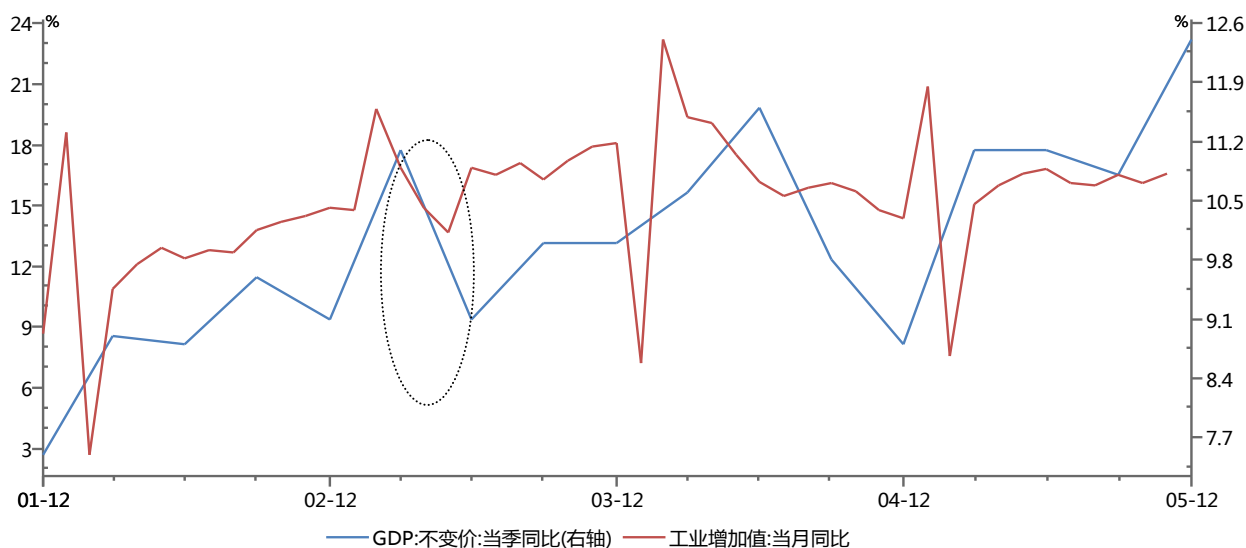
摘要:

- 根据 2003 年“非典”疫情的经验,以及第二和第三产业对 GDP 贡献率的变化,此次冠状病毒对累计 GDP 同比的影响,第二产业在 0.1-0.2 个百分点之间,第三产业约为 0.6-0.7 个百分点。2020 年一季度 GDP 同比约为 5.2%左右,此后逐季恢复至 6.0%左右,即回到 2019 年底的水平。GDP 同比的运行将由 L 型向 V 型转变。从经济逆周期调节的角度看,2020 年的货币与财政政策,都将比预期的更为宽松。
- 受避险情绪影响,2020 年春节开市后,中国债券市场收益率水平也出现明显下滑,在央行降低逆回购利率后,MLF 和 LPR 的利率水平都有望下调,在这种降息预期下,短端收益率水平有望进一步下滑。但长端仍受到以下两方面制约:一是受疫情影响物价在二季度有可能出现较大幅度的反弹;二是经济增速在一季度触底后也将出现反弹,因而从时间角度上看,不足以发动较大幅度的行情。
- 本次疫情最严重的湖北,是中国畜牧养殖的大省,受物流阻断影响养殖业正面临断粮危机;其它如山东、河南、河北等养殖大省,受疫情的影响也普遍面临产品出不去,饲料运不进来的困境。鸡蛋和鸡苗价格出现大幅度下跌,而活禽交易市场的关闭,对较为分散的禽类养殖业更是重大打击。禽蛋供应能力的大幅度收缩,已变得不可避免。
- 禽蛋供给能力的下降,对肉类消费的替代作用必然下降,即使生猪存栏缓慢上升,也将难以满足二季度肉蛋类消费的恢复需求。2020 年二季度的肉禽蛋价格将出现反季节性的上涨,将推高 CPI 同比 0.3 个百分点且在年内呈现出两个高点,即 1 月和 6 月的 CPI 同比均在 5%左右。从季度数据看,2020 年 1-4 季度的 CPI 同比分别为 4.5%、4.8%、4.4%和 3.1%,全年 CPI 同比在 4.2%左右。
- 从目前钢材供需情况和 1 月 PMI 数据看,此次新型冠状病毒将打断主动去库存带来的供求关系的改善,使得 2020 年初的工业企业利润增速出现明显下滑。但疫情的爆发也给相关行业带来利好,主要集中在医疗保健和信息服务,此次新型冠状病毒必将促进各行业转型与变革,在线办公、在线医疗和在线教育将逐渐普及,高效的、基于数据的疫情管控和交通监控的智慧型城市管理需求将大幅提升。

一、疫情对宏观经济的影响主要体现在消费上

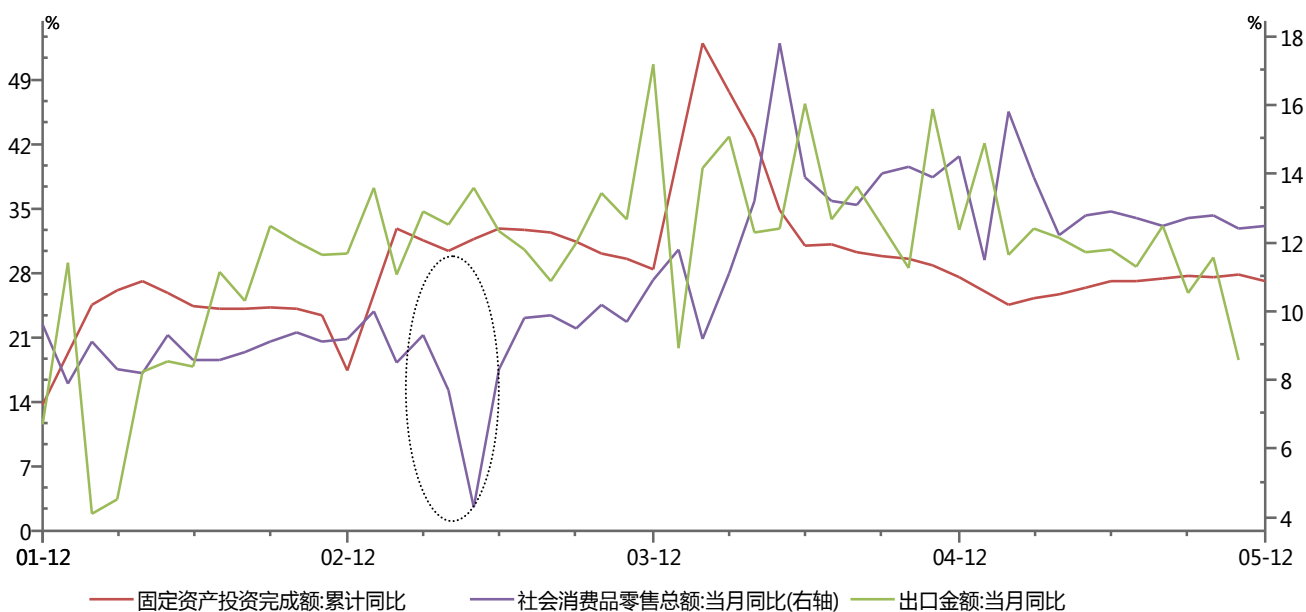
2003 年“非典”对中国经济的影响主要体现在二季度（图 1 所示），二季度 GDP 同比为 9.1%，比一季度下降 2 个百分点；而且，这种影响主要体现在消费之上，图 2 显示社会消费品零售总额同比增速，由 3 月的 9.3% 下降到 5 月的 4.3%，下降 5 个百分点。而从固定资产投资与出口看，“非典”疫情的影响并不明显。究其原因：一是从生产看，很多如钢铁的生产需要连续进行，不会受疫情影响而停止；二是因疫情耽误的生产与投资进度，可以通过后期复工后赶进度而弥补；三是中国之外的各国受疫情影响很小，对中国出口的影响不大。

图 1 03 年非典对经济的影响主要体现在二季度



数据来源：Wind

图 2 03 年“非典”对社会消费品零售总额增速的影响最大

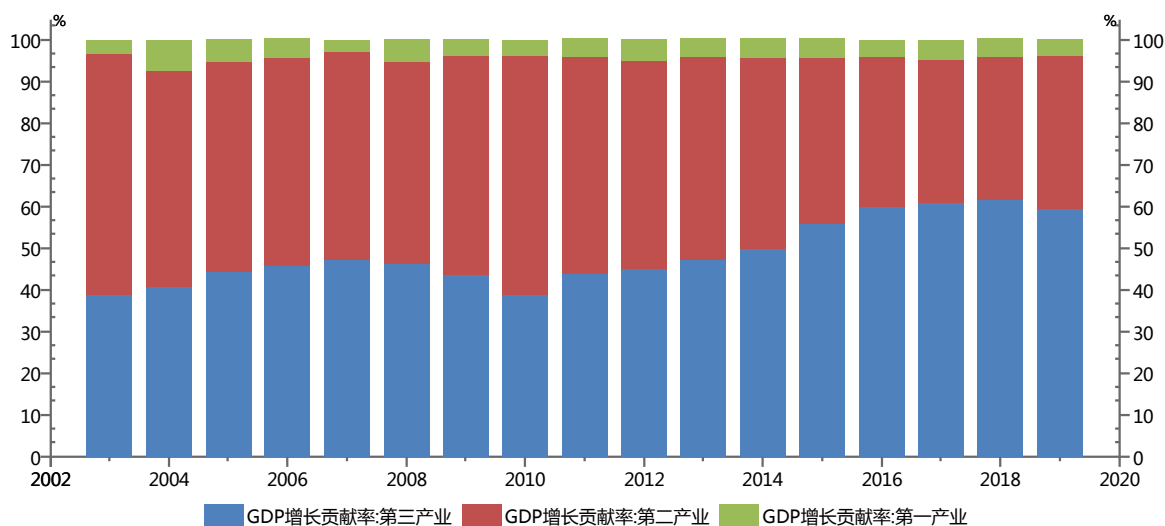


数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

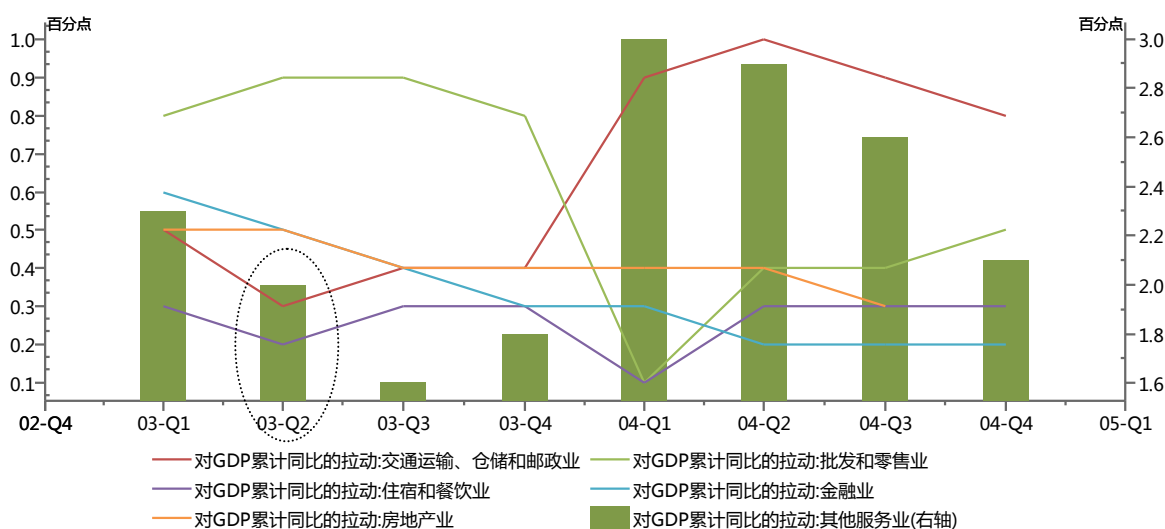
从图3中我们可以看出，中国第三产业对经济的贡献率已由2003年的39%上升至59.4%，这无疑加大消费了对经济的影响力。从第三产业的各子行业看（图4所示），受2013年“非典”影响的最明显的子行业是交通运输、仓储和邮政业，住宿和餐饮业以及其它服务业；而影响不明显的是批发和零售业、房地产业和金融业。2003年二季度与一季度相比，对累计GDP同比的拉动，交通运输、仓储和邮政业下降0.2个百分点，住宿和餐饮业下降0.1个百分点以及其它服务业下降0.3个百分点，合计影响0.6个百分点。考虑到2019年GDP同比为6.1%，比2003年的10%低3.9个百分点；而第三产业贡献率比2003年高20.4个百分点；计算 $0.6 * (6.1/10) * (59.4/39) = 0.56$ ，加上对其它行业较轻的影响，我们预计，此次新型冠状病毒通过第三产业对累计GDP同比的影响约为0.6-0.7个百分点。

图3 第三产业对GDP的贡献率由2003年的39%上升至2019年的59.4%



数据来源：Wind

图4 2003年的“非典”对第三产业各子行业的影响

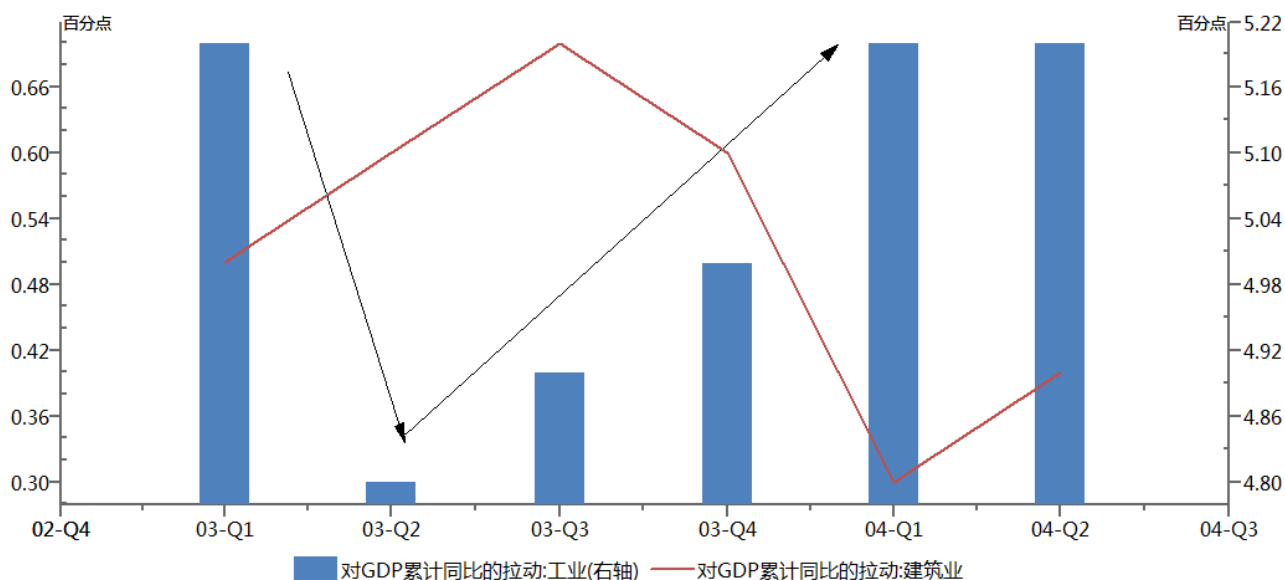


数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

疫情对消费的影响与对生产的影响有着明显的差别，消费中有的能够替代，比如从线上转线上，因而对批发与零售业影响不大，但有的消费如餐饮和住宿业的需求，错过了就错过了是不能像旅游需求进行延后的。因此，疫情对消费的影响是确定的且不能弥补；但对生产的影响往往是短期的冲击，而在冲击过后会回归正常水平。如图 5 所示，2003 年的“非典”疫情对建筑业的影响不明显而对工业影响明显，二季度工业对累计 GDP 同比的拉动，比一季度下跌了 0.4 个百分点，但随后的三季度又恢复到年初的水平。也就是说，疫情对工业生产有着短期的冲击，但从长期看影响有限。考虑到第二产业的贡献率变化，我们计算出工业对累计 GDP 的影响为： $0.4 * (6.1/10) * (36.8/57.9) = 0.16$ ；因而，受此次冠状病毒影响，第二产业对累计 GDP 同比的影响在 0.1-0.2 个百分点之间。综合考虑第二和第三产业的影响，我们预计，受此次冠状病毒疫情的影响，GDP 同比的运行将由 L 型向 V 型转变，2020 年一季度 GDP 将比 2019 年下滑 0.7-0.9 个百分点之间，则一季度 GDP 同比约为 5.2% 左右，此后逐季恢复至 6.0% 左右，即回到 2019 年底的水平。

图 5 2003 年的“非典”疫情对工业生产影响明显



数据来源：Wind

资料来源：WIND 第一创业整理

货币信贷政策要与经济发展相适应，不仅仅是指货币供应量要与名义 GDP 保持一致，且世界绝大多数央行都不会像货币主义者建议的那样，被动地固定增加货币和信贷供应；相反，都采纳了凯恩斯主义的主张，主动积极地对货币信贷供应量进行逆周期调节，并作为应对经济周期的主要手段。因此，2020 年的货币与财政政策，都将比预期的更为宽松。为维护疫情防控特殊时期银行体系流动性合理充裕和货币市场平稳运行，2020 年 2 月 3 日，中国人民银行开展了 1.2 万亿元公开市场逆回购操作投放资金，确保流动性充足供应，银行体系整体流动性比去年同期多 9000 亿元。其中，7 天期逆回购 9000 亿元，中标利率 2.4%，较此前下降 10bp；14 天期逆回购 3000 亿元，中标利率 2.55%，亦较此前下降 10bp。而且，此次逆回购利率“降息”有两个特别之处：一是一次性降幅 10bp，二是在中期借贷便利（MLF）利率下调之前先行调降，主要体现出对稳定股市的政策意图。同时，2 月中旬新作的 MLF 亦有望“降息”，从而带动 LPR 报价下调，推动实体经济融资成本

进一步下行，以稳定经济发展。2月5日，国务院常务会议决定，自1月1日起暂采取以下措施：一是对防控重点物资生产企业扩大产能购置设备允许税前一次性扣除，全额退还这期间增值税增量留抵税额；二是对运输防控重点物资和提供公共交通、生活服务、邮政快递收入免征增值税；三是对相关防疫药品和医疗器械免收注册费，加大对药品和疫苗研发的支持；免征民航企业缴纳的民航发展基金；四是用好专项再贷款政策，支持银行向重点医疗防控物资和生活必需品生产、运输和销售的重点企业包括小微企业，提供优惠利率贷款，由财政再给予一半的贴息，确保企业贷款利率低于1.6%。

二、此次新型冠状病毒疫情对资产价格的影响

从春节期间海外市场的表现（表1所示）看，主要有以下几方面的特点：一是市场避险情绪上升，美国国债和贵金属价格皆有所上升；而风险偏好有所下滑，股市和商品价格普遍下跌幅度较大；二是受中国影响大的国家（地区）股市和商品价格下跌幅度更大，如香港、台湾和电韩国股市，以及原油、铁矿石、铜和锌的跌幅都在5%以上；三是在“非典”疫情中表现较为稳健的农产品，在此次疫情中跌幅也较大，豆油、棕榈油和橡胶的跌幅甚至超过了大部分工业品。究其原因，在于春节前的农产品价格上涨幅度较大。四是有个别商品跌幅较小，如糖，钴甚至出现较大幅度的上涨。这也是因为钴有前期有较大跌幅，近期电动汽车再次受到关注的缘故。

表1 春节期间（1.23-1.31）海外市场表现一览表

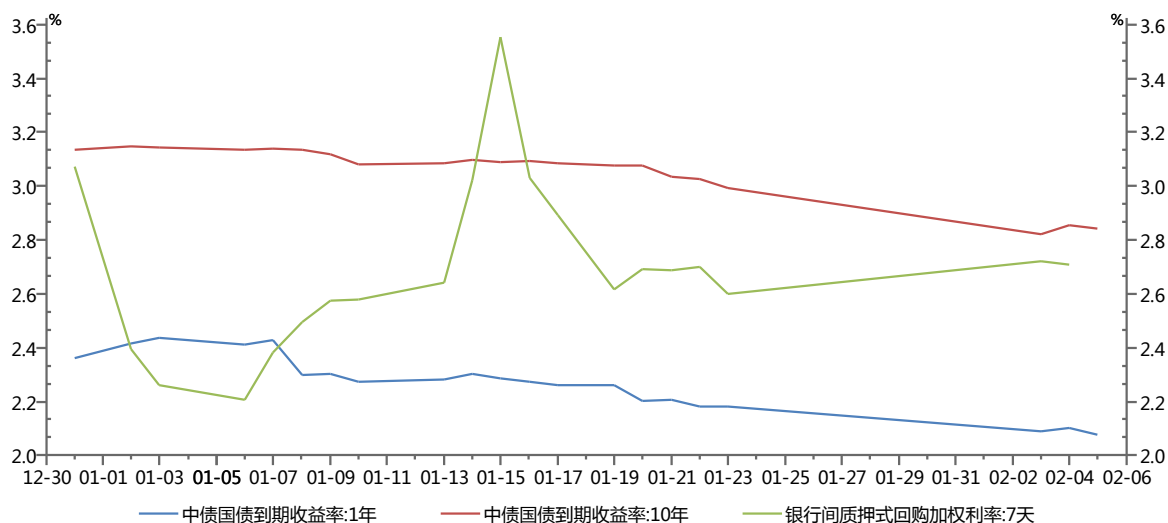
板块分类	品种	1月23日收盘	1月31日收盘	累计涨跌幅（%）
股市	道琼斯工业	29160.09	28256.03	-3.10
	纳斯达克	9402.48	9150.94	-2.68
	标普500	3325.54	3225.52	-3.01
	恒生指数	27909.12	26312.63	-5.72
	富时100	7507.67	7286.03	-2.95
	台湾加权	12118.71	11495.1	-5.15
	日本225	23795.44	23205.18	-2.48
	韩国综合	2246.13	2119.01	-5.66
宏观与债市	美元指数	97.6778	97.3614	-0.32
	美国10年期国债	1.77	1.51	下降26bp
	伦敦金现货	1562.75	1589.69	1.72
	伦敦银现货	17.77	18.004	1.32
	ICE布油	61.28	56.66	-7.54
	NYMEX原油	55.7	51.63	-7.31
有色金属	TSI铁矿石	89.5	81.1	-9.39
	LME铜	6026	5560.5	-7.72
	LME铝	1795.5	1725	-3.93
	LME锌	2355	2208	-6.24
	LME铅	1964.5	1877	-4.45
	LME镍	13400	12790	-4.55
	LME锡	17050	16435	-3.61

	LME 钴	32500	35000	7.69
农产品	ICE11 号糖	14.56	14.55	-0.07
	ICE2 号棉花	69.92	67.41	-3.59
	CBOT 玉米	393.5	382	-2.92
	CBOT 大豆	909.5	872.75	-4.04
	CBOT 豆粕	298.9	291	-2.64
	CBOT 豆油	32.7	29.89	-8.59
	马棕指	2841	2521	-11.26
	日胶指	187.4	175.1	-6.56

资料来源: WIND 第一创业计算整理

图 6 所示, 受避险情绪影响, 2020 年春节开市后, 中国债券市场收益率水平也出现明显下滑, 从春节前 1 月 23 日至春节后 2 月 5 日 10 年期国债收益率从 3% 左右下滑至 2.8% 左右, 约 20 个 BP; 1 年期国债收益率从 2.18% 左右下滑至 2.07% 左右, 约 11 个 BP; 银行间 7 天质押式回购加权利率在央行下调 10 个 BP 的逆回购利率后, 从 2.7% 下滑至 2.4%, 下跌约 30 个 BP。由于央行有放松货币政策的倾向, MLF 的 LPR 的利率水平都有望下降, 在这种降息预期下, 由受回购利率水平下滑影响短端收益率水平有望进一步下滑, 从而推动长端收益率水平进一步下滑。

图 6 春节开市后中国债券市场收益率水平也出现明显下滑



数据来源: 中国债券信息网 Wind

资料来源: WIND 第一创业整理

因此, 从短期看, 新型冠状病毒对债券市场的影响仍将持续, 但仍受到以下两方面制约: 一是物价水平受疫情影响在二季度有可能出现较大幅度的反弹; 二是经济增速在一季度触底后也将出现反弹, 因而从时间角度上看, 债市不足以发动较大幅度的行情。而从春节后股市和期货市场经过一天大幅下滑后便强劲反弹, 便可以看出资金对于风险资产偏低介入的热情, 以及对于疫情影响短期性的认识 (图 7 所示)。

本次疫情最严重的湖北, 是中国畜牧养殖的大省, 有家禽存栏近四亿只, 生猪存栏 1700 万头左右, 每年消耗饲料一千多万吨, 每天消耗饲料 3 万吨。从图 8 中, 我们可以看出, 2020 年春节前全

国豆粕的库存量是历史同期的最低水平（图 8 所示），全国只有 50 万吨左右，平时这些饲料（包括原料）大部分会在正月初六后，会通过长江水道和铁路源源不断地运进湖北，而今年受到新型冠状病毒影响，这些物流通路基本上堵死。即使是交通运输部发了通知以后，因为人员缺乏动力不足的原因，恢复也较为缓慢。按照目前的湖北饲料厂的库存，最多维持 3-4 天，全省养殖业面临无粮的困境。全国其它地方的养殖业，比如山东、河南、河北等养殖大省，受疫情的影响普遍面临产品出不去，饲料运不进来的困境。

图 7 春节后经过一天大幅下降后股市出现强劲反弹

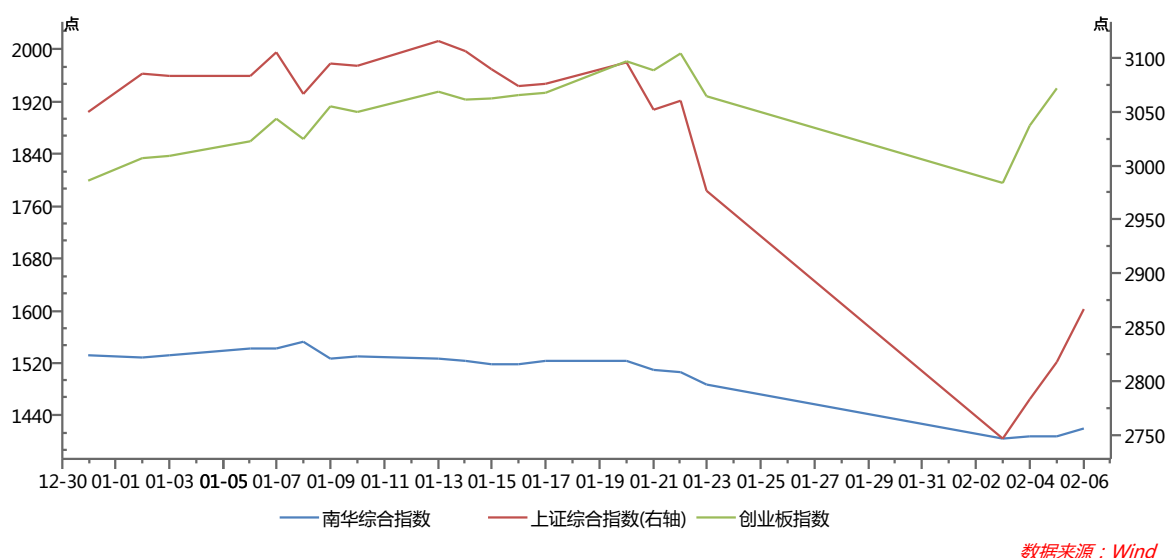
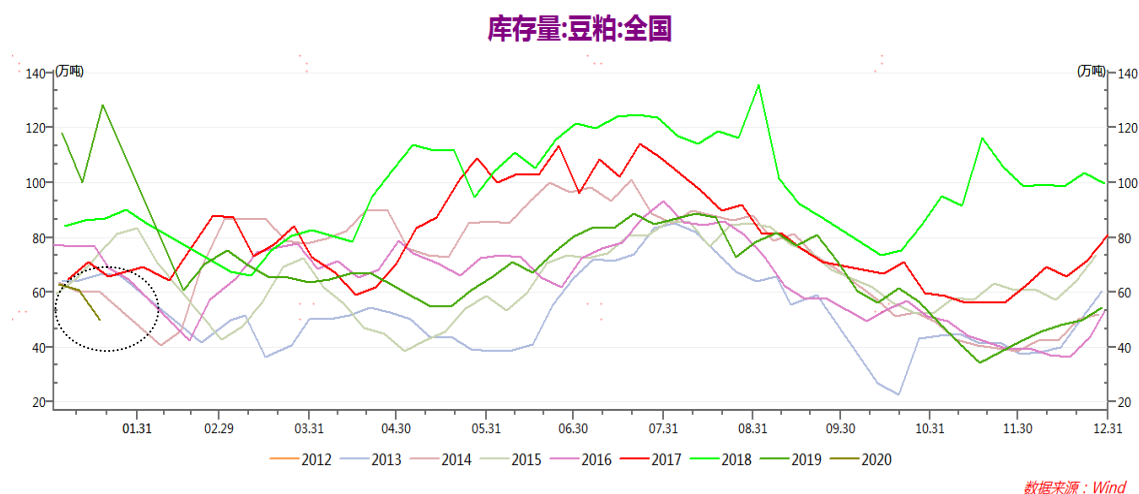


图 8 春节前全国豆粕库存量是历史同期的最低水平

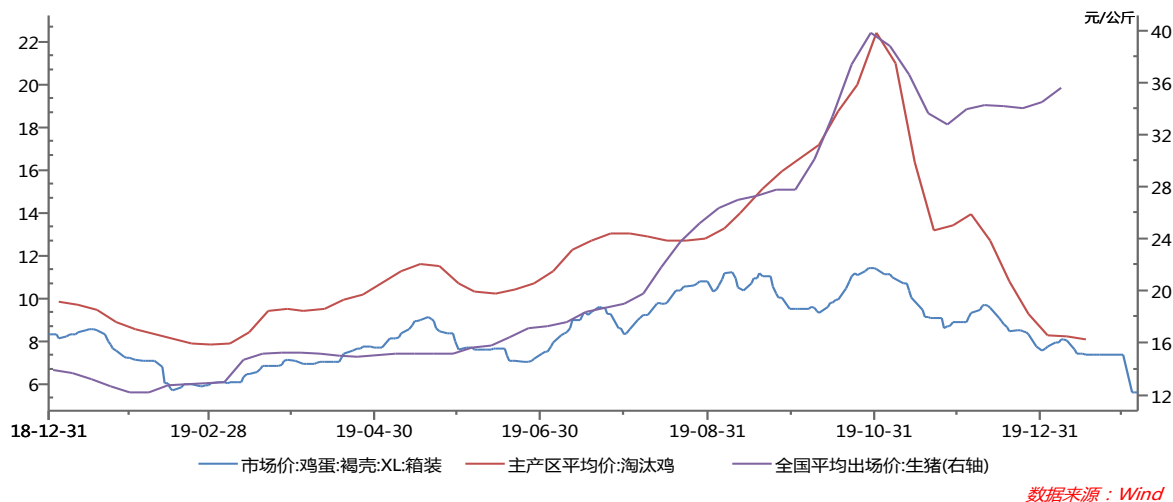


资料来源：WIND 第一创业整理

特别是以肉鸡和蛋鸡为代表的禽类养殖，由于普遍规模不大，抗风险能力较弱，更易受此次疫情的影响。以鸡蛋为例，春节后的价格直接跌至每公斤 5.6 元历史最低水平左右，比春节前的 7.4 元下跌了 25%；节后主产区白羽鸡苗出厂价更是大幅下跌 80%，部分地区甚至出现活埋鸡苗现象；更为重要的是，受疫情影响各地纷纷关闭了活禽交易市场，使得农村各散养户没有了交易场所，这对

较为分散的禽类养殖业是重大的打击。

图 9 2019 年 12 月至今猪肉价格与禽蛋价格的走势出现分化



资料来源: WIND 第一创业整理

图 9 所示, 2019 年下半年受非洲猪瘟影响, 肉禽蛋价格均出现大幅上涨, 到 10 月底达到历史最高价之后, 11 月均出现回落, 但 12 月至今猪肉价格与禽蛋价格的走势出现明显分化, 猪肉价格重新出现上涨, 而禽蛋价格出现大幅度下滑。此次新型冠状病毒疫情爆发后, 叠加近期几起禽流感的出现, 使得禽蛋价格更是雪上加霜。因此, 禽蛋供应能力的大幅度收缩, 已变得不可避免。而禽蛋供给能力的下降, 对肉类消费的替代作用必然下降, 生猪存栏的缓慢恢复, 将难以满足二季度的蛋白类消费的恢复需求。

因此, 2020 年二季度的肉禽价格将出现反季节性的上涨。而从历史经验看, CPI 中肉禽价格环比水均不高 (图 10 所示), 2020 年二季度肉禽价格的反季节性上涨将推高 CPI 同比的水平。由于肉禽在 CPI 中的占比在 5% 左右, 加上鸡蛋就接近 6% 左右, 算中性情形估算肉禽蛋上涨 5% 左右, 将提高 CPI 同比 0.3 个百分点。

图 10 2020 年二季度肉禽价格的反季节性上涨将推高 CPI 同比的水平

CPI:食品烟酒:畜肉类:环比

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_7402

