

非典疫情经济走势及大类资产复盘

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧 执业证书编号：S0570519080007
研究员 010-56793954
sunou@htsc.com

朱洵 执业证书编号：S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

张浩 +86 21 28972068
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：全球债务扩张的几种大结局？》
2020.01
- 2 《宏观：粮食会是明年通胀的风险因素吗？》
2019.12
- 3 《宏观：新时代城镇化起航》2019.12

核心观点

2003年非典期间，疫情导致经济阶段性承压，消费首当其冲，工业、服务业、地产开工、进口等也有反映；疫情过后，经济快速回暖，2003年Q3起实际GDP回升。非典疫情期间，PPI较CPI受到更大负向冲击，疫情过后PPI反弹。疫情发生期间货币政策重在扩信用，财政政策则加大支出保障企业居民生产生活，发挥逆周期调节作用带动经济在03年Q3反弹。疫情前后大类资产表现不一，港股先抑后扬，利空兑现快于A股；10年期国债收益率先降后升，货币市场资金面偏紧；疫情扰动需求影响商品价格，但影响效果有限；疫情影响下地产销售、开工等承压，疫情过后楼市回暖。

非典疫情对经济的负面影响较强，但不具有持续性

2003年非典疫情期间，消费首当其冲受到较大冲击，可选消费品和服务消费明显恶化，随着疫情化解，消费数据在2003年Q2末显著反弹，服务消费稍有滞后。2003年疫情对进口冲击较大，出口影响较小，疫情过后进口小幅反弹。同时，第二产业所受疫情负面影响相对明显，基建投资受到的扰动较小，地产销售、开工及居民购房意愿也有扰动。2003年Q2，工业、其他服务业、住宿餐饮业等受到较大影响。2003Q2实际GDP增速由2003Q1的11.1%下降至9.1%，2004Q2实际GDP增速恢复至11.6%。

物价变动更多反映在PPI上

2003年非典疫情期间，受停工、经济活动需求下降等因素影响，PPI受到较明显的负向冲击，且所受影响明显高于CPI。PPI同比由2003年3月的当年高点4.6%回落，当年6月需求端开始恢复，随后拉动工业品价格环比回升，当年7月PPI才出现反弹。医疗保健类CPI在2003年4-5月的环比表现高于长期均值。

货币政策重在扩信用，财政政策加大支出保障

2003年为应对非典疫情的冲击，央行货币政策重在扩信用，保持货币信贷总量适度增长维稳经济，虽未采取降准、降息等操作，但通过大幅度宽信用，发挥了货币政策逆周期调节作用。疫情对货币政策的影响也是阶段性的，随着经济增速在三季度反弹，2003年9月21日央行提高存款准备金率1个百分点，转向稳健略紧缩，以防止经济过热。财政政策在非典疫情爆发后积极作为，加大支出保障生产生活，发挥逆周期作用，一方面安排专项资金应对非典疫情，加大财政支出；另一方面积极出台财税优惠政策，帮助受非典冲击较大的旅游餐饮、民航铁道等行业克服困难，恢复生产。

疫情前后资产配置：港股与楼市先抑后扬，债市先涨后跌，商品影响有限

港股先抑后扬，利空兑现快于A股；A股对于非典疫情的反应较为滞后，扩散初期上行，命名SARS后补跌。债券市场收益率受基本面预期影响大，受疫情引发的经济悲观预期影响，4月底起10年期国债收益率波动下行，随着经济企稳预期逐渐强化，6月震荡回升。货币市场利率受资金面影响更大，非典期间央行对基础货币投放严格把控，资金面甚至有所收紧。非典疫情通过影响需求带动商品价格涨跌，但疫情的实际影响效果相对有限。此外，疫情对楼市供需两端均有影响，疫情发生期楼市在销售、新开工等方面承压，疫情降温后楼市逐步回暖。

风险提示：本次疫情可能存在比非典疫情传播力强、传播时间长等特征，导致宏观经济数据和资产价格变动的参考性下降。

正文目录

经济仅冲击一个季度，之后开始反弹	4
2003 年疫情发生期消费承压，疫情过后消费反弹	4
2003 年疫情对进口冲击较大，出口影响较小，疫情过后进口小幅反弹	5
非典疫情对经济的负面影响最强，但不具有持续性	6
2003 年投资数据中反映疫情负面影响最明显的是第二产业	6
2003 年的疫情对工业生产的影响约持续一个季度	7
2003 年二季度，GDP 结构中：工业、其他服务业，以及住宿餐饮业和金融业受较大影响	8
物价变动更多反映在 PPI 上	9
货币政策重在扩信用，财政政策加大支出保障	11
货币政策重在扩信用	11
财政政策加大支出保障	12
大类资产表现全回顾	15
港股：非典疫情构成了阶段性底部，疫情过后大幅反弹	15
A 股：对于非典疫情的反应较为滞后，扩散初期上行，命名非典后补跌	15
10 年期国债收益率受经济基本面回落预期影响波动下行	16
货币市场利率受央行票据发行影响有所上行	17
黄金：非典疫情时期，美元指数是影响黄金价格的核心因素	17
油价：美伊冲突之起伏影响需求变化，成为决定油价变动的关键因素	18
铜价：战争疫情阶段性施压，经济触底反弹推动铜价否极泰来	19
房地产市场在疫情爆发期短暂降温，之后迅速提升	20
风险提示	21

图表目录

图表 1： 疫情发生期，消费首当其冲承压，疫情过后消费快速反弹	4
图表 2： 非典疫情前后，汽车、体育文娱等行业出现 V 字下滑与反弹	4
图表 3： 非典疫情冲击服务业，服务业受到显著影响	4
图表 4： 非典疫情导致消费信心指数回落，消费意愿受影响	4
图表 6： 2003 年非典时期，我国进口受到较大冲击，出口影响较小	5
图表 7： 非典疫情最集中的当年 2-5 月，第二产业投资增速小幅下行，可能主要受制造业投资影响	6
图表 8： 2003 年非典疫情时，地产销售、施工和地产投资累计同比均在 2003 年 2 月见顶	6
图表 9： 中国香港地区房价指数一直到当年 8 月中旬才逐步见底反弹	7
图表 10： 非典疫情对工业生产造成负面影响，但从 6 月份开始，工业生产当月出现了明显的反弹	7
图表 11： 非典疫情期间对当季的 GDP 增速有一定负面影响，但不具有持续性	8

图表 12: 2003 年二季度受影响最大的行业依次是工业、其他服务业, 以及住宿餐饮业和金融业	8
图表 13: 非典对 PPI 生产资料环比的负面影响相对较大	9
图表 14: “非典”期间, 食品 CPI 先跌后涨, 非食品 CPI 保持增长趋势, 总体稍有下跌	9
图表 15: “非典”期间, 医疗保健类 CPI 上涨, 交通通信类下跌	10
图表 16: “非典”期间, 交通和通信环比显著低于长期平均, 医疗保健环比高于长期平均	10
图表 17: 2003 年非典时期, 宽信用政策发力, 信贷和 M2 增速攀高	11
图表 18: 非典疫情发生期, 财政收入承压, 财政支出发力	12
图表 19: 2003 年非典时期各部委政策文件	13
图表 20: 2003 年非典时期财政主要政策文件及疫情应对措施	14
图表 22: 港股在非典扩散和爆发期间呈下行趋势, 疫情得到控制后出现大幅反弹	15
图表 24: A 股对于非典的反应较为滞后, 在非典扩散期间呈上行趋势, 疫情得到控制后出现下行	16
图表 25: 10 年期国债收益率受经济基本面回落预期影响波动下行	16
图表 26: 货币市场利率受央行票据发行影响有所上行	17
图表 27: 美元指数与黄金价格	18
图表 28: 黄金价格与 Vix 波动率指数	18
图表 29: 黄金价格与通货膨胀	18
图表 30: 黄金价格与联邦基金利率	18
图表 31: 2002 年至 2004 年全球石油产销格局: 供大于求	19
图表 32: 金油比与铜油比	19
图表 33: 美元指数与油价变动	19
图表 34: 伊拉克并未导致 Vix 指数上行, 主因在于美军的节节胜利	19
图表 35: 2003 年 5 月起, 美国 PMI 回升带动铜价上行	20
图表 36: 2003 年 5 月起, 经济领先指标上行反映需求回升带动铜价上涨	20
图表 37: 房地产市场短暂放缓, 但迅速恢复	20
图表 38: 非典疫情对商品房价格未产生显著影响	20
图表 39: 2003 年房地产市场供需两端均为阶段性高点	21
图表 40: 北京、广东商品房销售受疫情影响出现大幅波动	21
图表 41: 非典疫情对广深房价造成一定影响	21

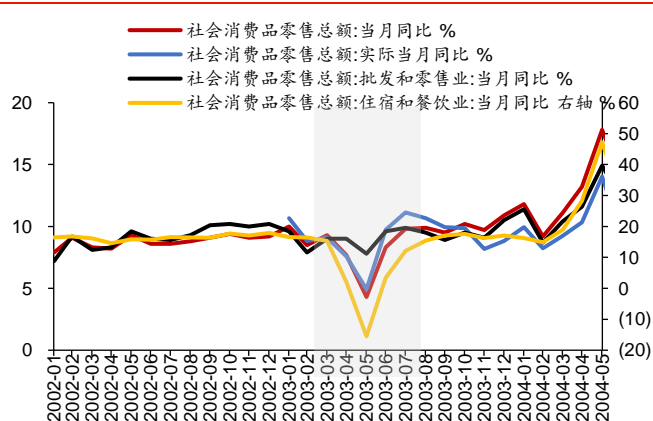
经济仅冲击一个季度，之后开始反弹

2003年疫情发生期消费承压，疫情过后消费反弹

2003年非典疫情爆发，消费首当其冲受到冲击。2002年末非典疫情在广东出现，2003年2月非典疫情在广东开始逐步蔓延，3月起开始扩散并进入北京等地，随后3月15日非典病毒被世界卫生组织正式命名为SARS；疫情期间中国政府积极采取多项措施应对非典疫情。2003年5月29日，北京非典新增病例首现零记录，6月1日，卫生部宣布北京市防治非典型肺炎指挥部撤销。6月14日，WHO解除对河北、内蒙古、山西、天津的旅游警告。7月13日，全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长，非典疫情基本结束。

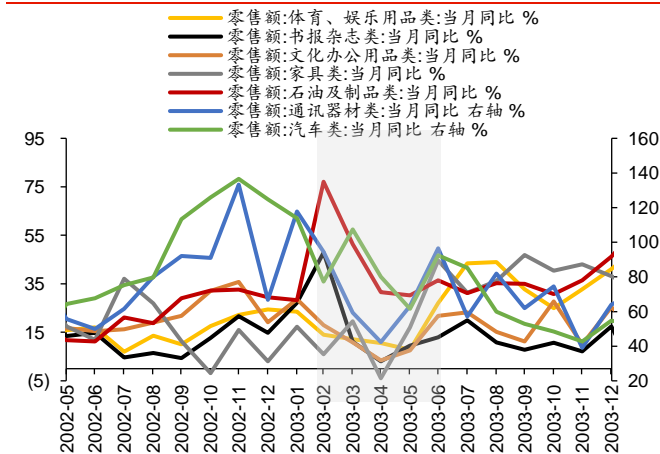
2003年非典疫情从发酵、扩散到消灭，前后历经近半年，对经济增长产生阶段性的压制，其中消费首当其冲受到较大影响。数据显示，疫情因素导致居民生产生活受到较大影响，企业放假、学校停课、居家隔离等应对措施使得消费需求受到明显冲击，社会消费品零售总额同比数据在2003年3月起开始明显回落，商品消费中，汽车、文化办公用品、体育娱乐用品、家具、通讯器材等消费品类受到较大冲击，各子项零售同比数据显著下滑，以可选消费品及消费升级领域为主，必选消费品影响有限，这不难理解，在基本的生命安全都无法保障的情况下，追求美好幸福生活的需求可以适当让位。除商品消费外，由于非典疫情导致人口隔离、外出不便等情况出现，服务消费也受到较大影响，2003年Q1至Q2第三产业对GDP的拉动出现明显下滑，服务业的低速侧面验证服务消费的受挫，譬如餐饮、旅游、电影、教育培训、文娱活动等均不同程度受到冲击，与疫情相关的医疗、在线教育等少量行业适当受益。除此以外，疫情对居民消费意愿的影响也是显著的，随着非典疫情在2003年3月扩散和恶化后，消费信心、预期等出现大幅下滑，消费意愿显著恶化。

图表1：疫情发生期，消费首当其冲承压，疫情过后消费快速反弹



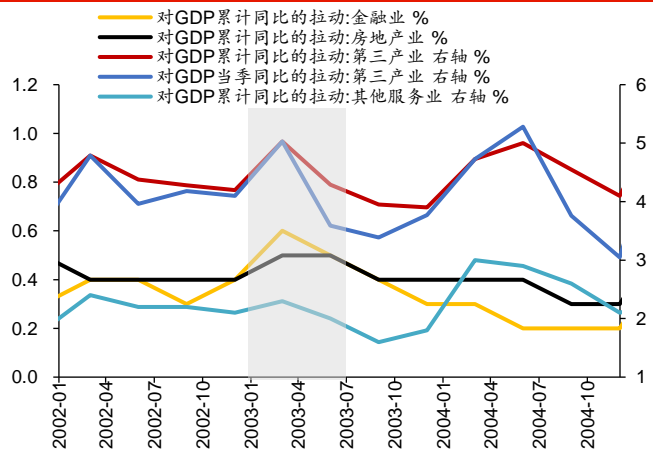
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：非典疫情前后，汽车、体育文娱等行业出现V字下滑与反弹



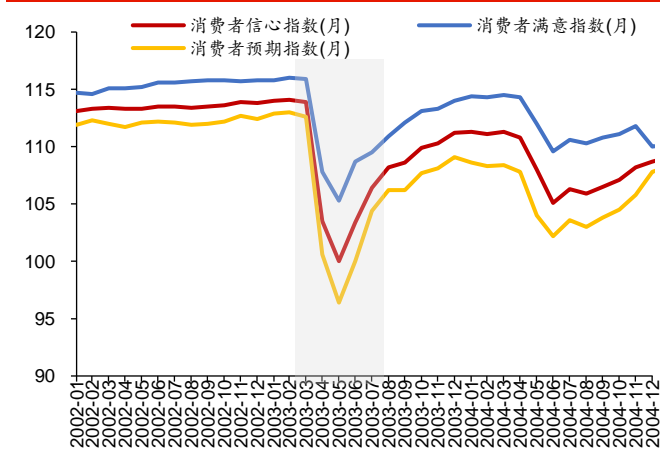
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：非典疫情冲击服务业，服务业受到显著影响



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：非典疫情导致消费信心指数回落，消费意愿受影响



资料来源：Wind，华泰证券研究所

疫情过后，否极泰来，疫情导致的需求后置带动消费数据显著回升。非典疫情发生期，我们认为，非典疫情对消费的影响表现为需求压制，而非需求“灭失”，是阶段性的压制消费需求而不是导致此类需求根本性的消失，这就导致在非典疫情过后，被压制的需求叠加常态需求从而导致消费需求出现显著增长，从数据可以看到，2003年5月起随着非典疫情的逐步可控和降温，居民、企业的生产生活逐步修复，由疫情导致的需求后置带动消费数据出现显著反弹。社零同比增速在2003年6月、7月快速反弹，汽车、通讯器材等子类消费品也有印证，部分消费品甚至从4月起就出现明显回升。与商品消费小有差异，服务类消费的修复和回暖相对较慢，非典疫情对服务业的影响持续时间更久，数据显示服务业对GDP的拉动在2003年Q4才环比回升，事实上，非典疫情后居民在旅游出行、餐饮、电影等服务类消费方面的需求修复存在时滞，往往观察一段时间后才相信疫情已经过去，因此服务消费的回暖较商品消费的显著回升而言反应较慢。此外，随着疫情的可控和“降温”，居民的消费意愿也在修复和回暖，消费者信心和预期指数在2003年5月起触底反弹，消费意愿的回暖也有助于消费数据的回升。综合来看，由于非典疫情阶段性压制需求并导致需求后置，消费数据在非典疫情过后出现显著回升。

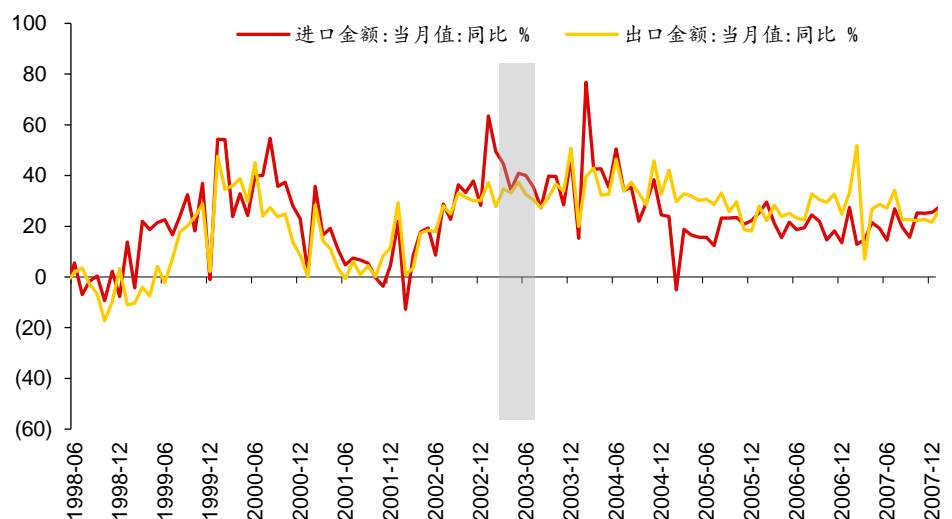
2003年疫情对进口冲击较大，出口影响较小，疫情过后进口小幅反弹

2003年非典时期进口受到明显冲击，而出口影响较小。在疫情结束、内需出现修复后，进口增速呈现一定程度的反弹。

进口方面，我国进口与国内总需求高度相关，我国政府为防控疫情出台了一系列减少人员流动的举措，生产和消费活动均受到抑制，这导致内需阶段性低迷，进口出现了一定的下滑。但在2003年5月随着非典疫情变得可控，企业生产与居民消费逐步恢复正常，进口增速小幅反弹。2003年3月-5月的进口增速分别为44.6%，34.4%和40.9%，呈现了一个小V型。

出口方面，2003年3月-5月的出口增速分别为34.7%，33.3%和37.3%，总体来看波动不大。我们认为，非典时期出口没有受到较大影响的主要原因在于：第一、出口最主要的影响因素仍是全球总需求，在疫情相对可控的情况下，全球经济受到的拖累相对有限。第二、中国初入世界贸易组织带来了较大的发展红利，海外订单需求处在增长趋势。第三、非典时期的主要扩散和爆发是3月开始，不是特殊的春节期间，工业生产、企业复工的影响相对有限，大部分企业可以做到订单的按时交付。

图表6：2003年非典时期，我国进口受到较大冲击，出口影响较小



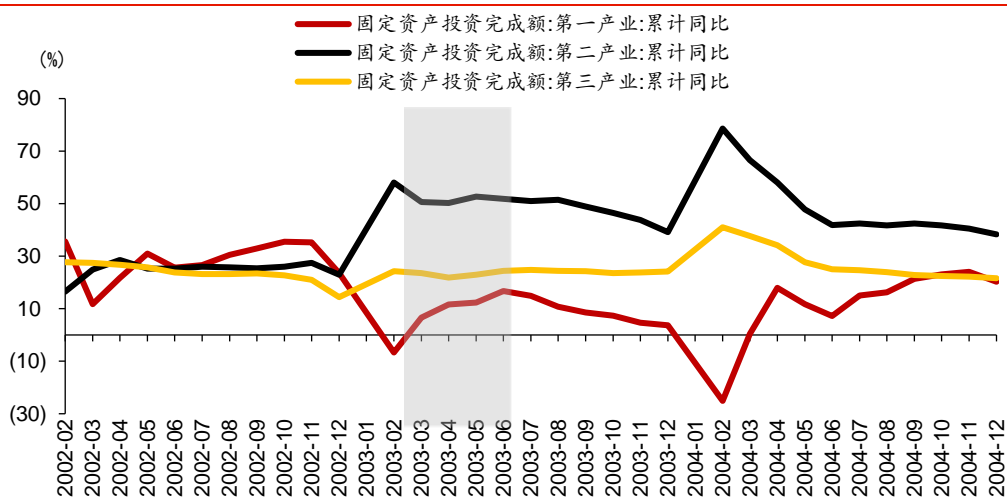
资料来源：Wind，华泰证券研究所

非典疫情对经济的负面影响最强，但不具有持续性

2003年投资数据中反映疫情负面影响最明显的是第二产业

整体来看，2003年的非典疫情对当年固定资产投资的负面影响不太显著。在疫情病例最集中的当年2-5月，第三产业固定资产投资增速基本维持稳定；第二产业投资增速小幅下行，可能主要受制造业投资影响（参考工业生产和固定资产投资的结构数据，制造业在二产当中占比最大；但由于统计局是从2004年初开始公布制造业投资数据，2003年该数据仍处于缺失状态）。我们认为，03年疫情的扩散速度、病例总量都低于本轮疫情，非典的原始传播者可追溯性较强，在疑似隔离、治疗等方面的难度相对较低；当年社交媒体的传播和影响力要远低于2020年，疫情对中小企业经营活动预期的影响可能低于2020年。在2003年5月疫情新增病例逐渐减少以后，第二产业投资增速出现了小幅反弹。

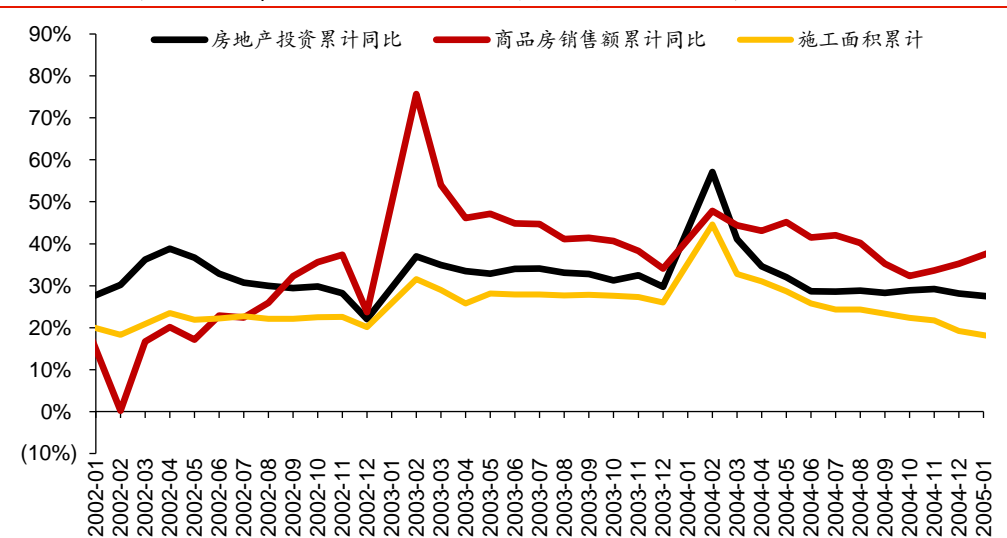
图表7：非典疫情最集中的当年2-5月，第二产业投资增速小幅下行，可能主要受制造业投资影响



资料来源：Wind，华泰证券研究所

与制造业类似，统计局同样是从2004年初开始公布基建投资（电力燃气水生产+水利环境公用设施+交运邮政仓储）数据，2003年该数据仍处于缺失状态。不过基建投资最主要的两大行业——水利环境公用设施、交运邮政仓储都属于第三产业，从2004以后数据来看，基建投资和第三产业投资增速走势较为一致。我们认为在2003年非典疫情期间，基建投资受到的扰动较小。

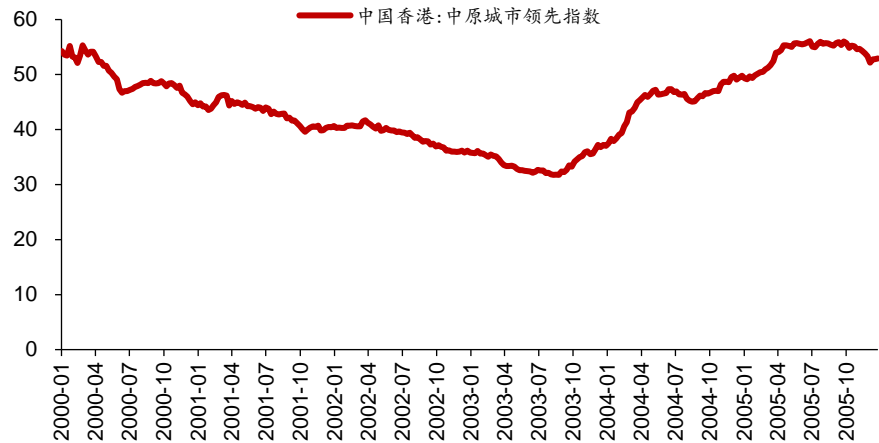
图表8：2003年非典疫情时，地产销售、施工和地产投资累计同比均在2003年2月见顶



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2002-2004年，房地产市场相关政策主要着力于规范市场运行和制度完善，没有刻意对应非典疫情进行政策调整；但我们认为，非典疫情仍可能影响了地产销售、开工，以及居民对未来收入的预期和房价的预判，在疫情的影响下，当时一轮地产周期确认了顶部并开始向下。2003年非典疫情时，地产销售、施工和地产投资累计同比均在2003年2月见顶。从影响房价的角度，我们取中国香港的中原房价领先指数（香港是非典最早爆发地之一，出现多起集中爆发疫情），可见疫情进一步推动了当年房价的下行。香港房价指数一直到当年8月中旬才逐步见底反弹。

图表9：中国香港地区房价指数一直到当年8月中旬才逐步见底反弹

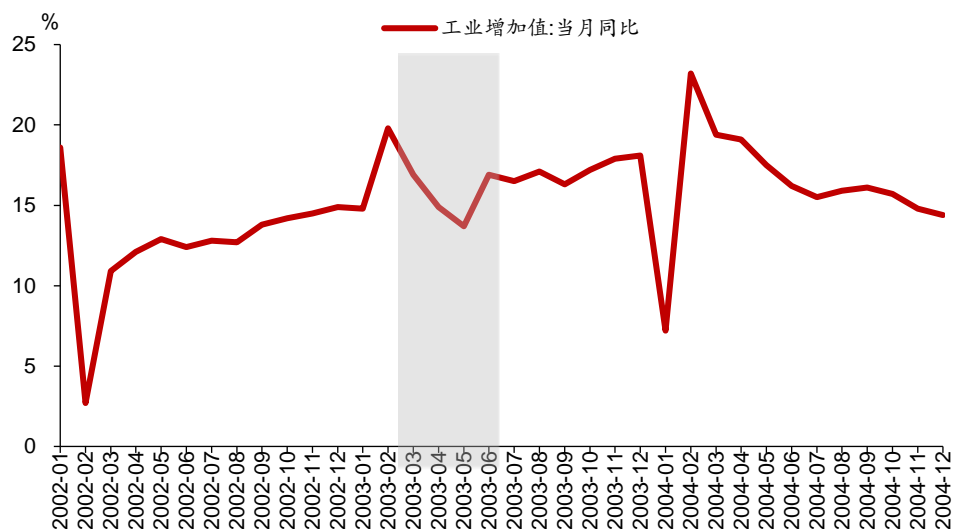


资料来源：Wind，华泰证券研究所

2003年的疫情对工业生产的影响约持续一个季度

非典疫情对2003年工业生产的影响从3月份开始显现，在4/5月，随着致病病原体的确认，病例由南方的广东、香港地区开始向北方的北京等地蔓延，各地停产停运停工，疫情对工业生产的负面影响幅度达到最大。工业增加值当月同比，由1-2月的均值17.3%，下滑到3月份的+16.9%、4月份的+14.9%、5月份的+13.7%。随着天气转暖入夏，病毒的传播和活性也逐渐下降、受控，从6月份开始，工业生产当月出现了明显的反弹。非典疫情对工业生产数据的影响约持续一个季度。

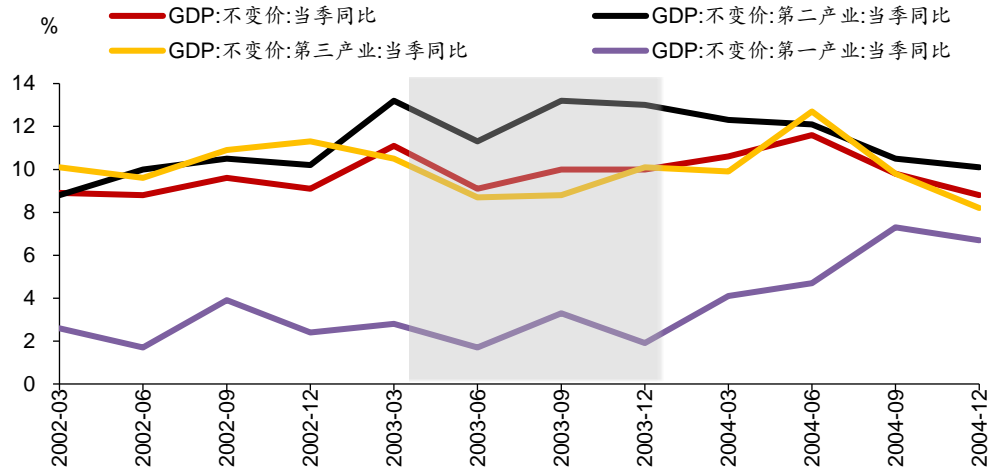
图表10：非典疫情对工业生产造成负面影响，但从6月份开始，工业生产当月出现了明显的反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2003年二季度，GDP结构中：工业、其他服务业，以及住宿餐饮业和金融业受较大影响
 2003Q2的实际GDP增速由2003Q1的11.1%下降至9.1%，疫情基本平息后，2003Q3、Q4实际GDP增速均为10.0%。受基数较低的影响，2004年二季度GDP增速达到+11.6%，是2003-04两年间的最高季度。

图表11：非典疫情期间对当季的GDP增速有一定负面影响，但不具有持续性



资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们观察了分行业对实际GDP累计同比拉动的百分点（由于统计局数据可得限制，分行业的拉动数据只有累计值，没有当季）。2003年二季度，GDP结构里受影响最大的行业依次是工业（对GDP累计同比的拉动较一季度下滑0.4个百分点）、其他服务业（下滑0.3个百分点），以及住宿餐饮业和金融业（均下滑0.1个百分点）。2003年三季度GDP增长结构里，金融、地产、其他服务业同比增速继续下行，而农业、工业、建筑业、交通运输、住宿餐饮业较二季度出现了小幅反弹。

图表12：2003年二季度受影响最大的行业依次是工业、其他服务业，以及住宿餐饮业和金融业

		2003-03	2003-06	2003-09	2003-12
对GDP累计同比的 拉动百分点	农林牧渔业	0.20	0.20	0.30	0.30
	工业	5.20	4.80	4.90	5.00
	建筑业	0.50	0.60	0.70	0.60
	交通运输、仓储和邮政业	0.50	0.30	0.40	0.40
	批发和零售业	0.80	0.90	0.90	0.80
	住宿和餐饮业	0.30	0.20	0.30	0.30
	金融业	0.60	0.50	0.40	0.30
	房地产业	0.50	0.50	0.40	0.40

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_7428



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>