

全球重大疫情回顾：对当前新型肺炎疫情的政策研判

宏观研究报告

宏观分析师：袁野

电话：15810801367

Email: yuanye@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1250117080032

相关报告：

- 1.《中国财政政策手册：详解中央与地方的收支博弈》—2018/07/05
- 2.《从省级到市级的地方政府隐性债务测算》—2018/08/29
- 3.《“牛市”与宏观基本面》—2019/03/11
- 4.《全球债务观察》—2019/04/12
- 5.《经济转型期的日本与韩国：人口、资本与股市》—2019/06-10
- 6.《特朗普大选的隐忧：10万条新闻大数据的启示》—2019/06/19
- 7.《从各国房地产税政策中探寻中国模式》—2019/07/18
- 8.《老旧小区改造的微观效应》—2019/07/19
- 9.《如何启动农村市场：钱、地、人的乡村振兴》—2019/08/01
- 10.《美国菲律宾斯曲线平坦化证伪——特朗普如何结束贸易战》—2019/09/10
- 11.《2.5万亿减税降费后，明年财政如何稳增长？》—2019/11/10
- 12.《警惕2020年基建投资的下行风险》—2020年1月22日

核心观点：

全球几次重大疫情的共同之处：

一、从1918年“第一次世界大战”开始爆发的重大疫情无论是否得到有效控制，持续时间均在一年半以内。

二、在搜集资料的过程中我们发现，全球主要经济金融机构包括主要疫情国家的官方报告对疫情产生的经济影响判断并不多。事后可查数据同样显示疫情并非经济波动的主要影响，甚至“微不足道”（非洲国家除外）。

三、主要疫情国家在应对疫情时，多提出专款拨付等经济措施，鲜有因疫情爆发而加码财政或货币政策。

四、对资本市场的影响，从标普500指数观察，几次疫情在爆发阶段导致标普500负向波动持续时间平均在一个月左右。影响最大的是“寨卡病毒”爆发期间，标普500指数66个工作日内下跌12.9%。

综上并结合对“非典”时期各经济细分项数据的拆解分析，我们认为从全年经济总量增长来看，要保证经济平稳运行，可通过加大重点加大制造业及高新技术产业的投资与产出，适当稳定建筑业、金融业及房地产业来完成。

短期我们认为谈影响还“为时过早”。从2月9日开始以周为时长，都将是一个观察的时间节点。一旦疫情在2月得到有效控制，可能引发市场对3月乃至一季度经济预期的整体上修。1季度并不是板上钉钉，仍有想象的空间。

后续政策预期，我们认为全年政策空间大不如2003年，短期影响难改全年政策节奏。2月央行大概率继续调降MLF利率，并最终引导LPR利率下调。财政政策可能在“两会”后，迎来对所得税、部分增值税的调整。且可能在保证赤字率不破3的前提下，发行特别国债。

风险提示：疫情较快结束，政策不及预期。

目录

一、疫情对全年经济的影响很小，短期影响也并非板上钉钉.....	1
二、政策预判.....	3
三、全球过往重大疫情回顾	6

图表目录

图 1：2003 年投资同比增速与 2002 年的差值.....	2
图 2：疫情爆发时期 S&P500 指数表现	2
图 3：生产法分项对 GDP 的贡献（2019 年-2003 年）	2
图 4：对 GDP 同比拉动（2003 年-2002 年）	2
表 1：2018 年-2020 年 1-2 月整体流动性投放.....	3
表 2：2003 年与 2020 年疫情期货币政策对比	4
表 3：2003 年与 2020 年疫情期财政政策对比.....	5

一、疫情对全年经济的影响很小，短期影响也并非板上钉钉

疫情突发打乱了年初对 2020 年经济走势的预判。市场多与 2003 年“非典”相比较，对后续经济及政策应对做出预期。我们试图扩大比较样本，回顾历史上被列入 PHEIC 的几次全球性疫情。观察疫情结束后对主要疫情国家经济的确定性影响，并总结政府当局的政策应对，为后续的判断提供多一些参考。虽然历史上重大疫情的爆发环境、主要疫情国家的政治体制、经济发展情况、国际环境等均有所不同，但相同之处亦值得关注：

一、从 1918 年“第一次世界大战”开始爆发的重大疫情无论是否得到有效控制，持续时间均在一年半以内。

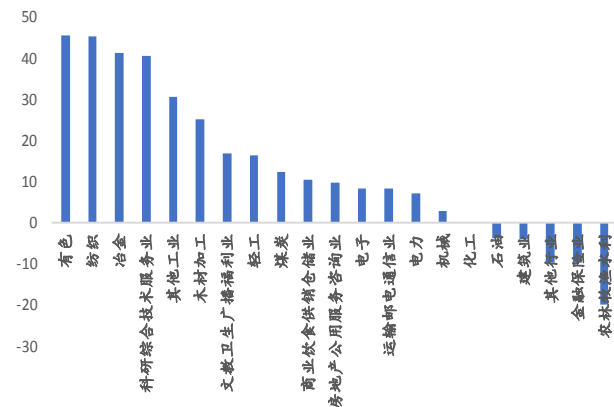
二、在搜集资料的过程中我们发现，全球主要经济金融机构包括主要疫情国家的官方报告对疫情产生的经济影响判断并不多。事后可查数据同样显示疫情并非经济波动的主要影响，甚至“微不足道”（非洲国家除外）。

三、主要疫情国家在应对疫情时，多提出专款拨付等经济措施，鲜有因疫情爆发而加码财政或货币政策。

四、对资本市场的影响，从标普 500 指数观察，几次疫情在爆发阶段导致标普 500 负向波动持续时间平均在一个月左右。影响最大的是“寨卡病毒”爆发期间，标普 500 指数 66 个工作日内下跌 12.9%。

再与 2003 年“非典”时期对比，首先 2003 年经济总量似乎并没有因“非典”而出现滑坡，反而高于 2002 年增速 0.9 个百分点。其次，从经济结构看，“三驾马车”对 GDP 的同比拉动显示，2003 年经济总量增长并不是因为“入市”带来的净出口拉动，净出口累计同比拉动反而在 2003 年出现了阶段性低点。消费拉动亦平稳。而投资同比拉动却异常走高至 7 个百分点。高于 2002 年及 2004 年 3 个百分点以上。我们再将投资细分来看，计入 GDP 的房地产投资增速持平与 2002 年，而制造业及基建投资因 2003 年科目重新划分，没有相应同比增速统计。但查询统计年鉴，按照原始的划分我们发现，2003 年煤炭开采、有色金属开采加工、冶金、木材加工、电力、纺织、轻工、商业饮食供应仓储、文教科卫、科研综合以及其他工业同比增速较 2002 年均出现了大幅增长。受影响较大的是农林牧渔、建筑业及金融业。较 2002 年出现了负增长。如此看来，制造业投资对 2003 年经济平稳运行贡献较大。而传统产业投资以及与疫情相关的制造业投资贡献尤其突出。

图 1：2003 年投资同比增速与 2002 年的差值



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 2：疫情爆发时期 S&P500 指数表现

Market reactions during virus emergencies

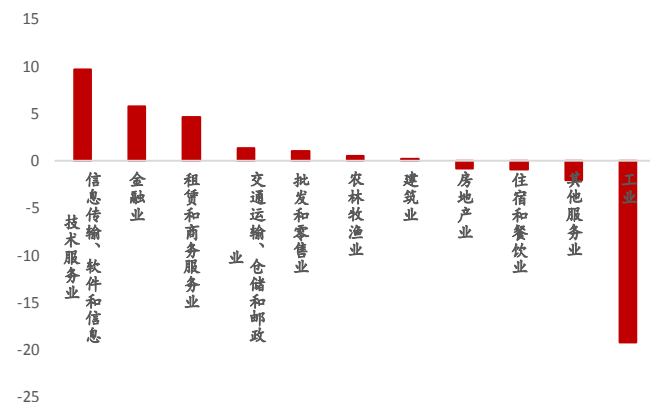
S&P 500 performance over the course of each outbreak

Virus	Date Range	Trading Days	S&P 500 % Change
SARS	Jan. 2003 - March 2003	38	-12.8%
Avian Influenza	Jan. 2004 - Aug. 2004	141	-6.9%
MERS	Sept. 2012 - Nov. 2012	43	-7.3%
Ebola	Dec. 2013 - Feb. 2014	23	-5.8%
Zika	Nov. 2015 - Feb. 2016	66	-12.9%
Coronavirus	Jan. 2020 - Present	5	-2.6%

资料来源：CNBC，太平洋研究院整理

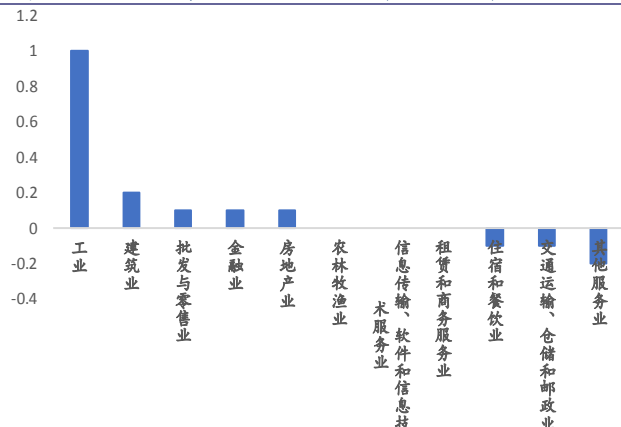


图 3：生产法分项对 GDP 的贡献 (2019 年-2003 年)



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图 4：对 GDP 同比拉动 (2003 年-2002 年)



资料来源：CNBC，太平洋研究院整理

综合以上结论，我们来看 2020 年。与 2003 年不同的是，首先，作为 2003 年“非典”时期经济有利支撑的工业，2019 年对经济的贡献占比下降 20 个百分点。其次，2003 年拉动经济向上的建筑业、批发零售与房地产业，在 2019 年的 GDP 构成中占比变化不大。第三，与工业贡献下降不同的是，信息传输、软件和信息服务业异军突起。也就是说，虽然工业对 2020 年的经济拉动可能不及 2003 年，但高新技术产业的拉动可以做相应对冲。另外，也要适当维持建筑业、金融业以及房地产业的正向拉动作用。如此看来，从全年经济总量增长来看，要保证经济平稳运行，应重点加大制造业及高新技术产业的投资与产出，适当稳定建筑业、金融业及房地产业。

全年经济增长暂时无忧，短期我们认为谈影响还“为时过早”。首先，此次疫情的防治管控较 2003 年已有所升级，政府当局的“过度”反应，根本上是想在短时间内（如 2 月内）结束疫情的影响，即所谓“长痛不如短痛”。并不想如“非典”般拖至 2 季度。

那么 3 月就有很大的想象空间。疫情确实影响餐饮娱乐、交通旅游等行业，但对比“非典”时期来看，其他分项完全可以做有效对冲。且从月均有效产出看，停工一段时间（两周左右）对全年影响十分有限。其次，虽然春节黄金周影响了餐饮旅游，但因疫情发生的物资囤积、防疫用具生产、医院建设等是我们无法计算的对冲部分。正如 2003 年的纺织、轻工、商业饮食供应仓储以及文教科卫的产出。第三，以工增观察的产出，从 2017 年开始已经出现了“季度冲单月”的情况，2019 年每个季度皆是如此。因此，若 2 月疫情得到了完好的控制，3 月可能出现爆发性增长。因此，2 月能否有效控制疫情是 1 季度经济增长预期的关键。虽然目前我们很难拍出一个能说服自己的数字，但对于资本市场来讲，从 2 月 9 日开始以周为时长，都将是一个观察的时间节点。一旦疫情在 2 月得到有效控制，可能引发市场对 3 月乃至一季度经济预期的整体上修。1 季度并不是板上钉钉，仍有想象的空间。

二、政策预判

我们对比了“非典”时期与现阶段已实施的货币及财政政策。截至目前，两次疫情实施的政策基本相同。财政给予了补贴、贴息等措施，央行则围绕信贷稳定，重点帮扶受疫情影响的企业短期脱困。所不同的是，相较于 2003 年，一方面现阶段央行还有维稳资本市场，稳定金融业的考量。且央行如今可运用手段较多，结构性调整较 2003 年有了较大的提高。但另一方面宏观经济政策运用空间确实不如 2003 年。如 2 月 3 日央行通过逆回购投放 1.2 万亿，但对冲到期逆回购量后，仅净投放了 1500 亿。且逆回购多采用 7 天，政策相当谨慎。逆回购降息 10bp 确实出乎意料，央行明显有意维稳资本市场。资本市场短期稳定我们认为有两层意义：一是防止出现 2015 年的金融攻击。二是正在构建直接融资市场作为实体尤其是创新产业的重要融资渠道，若短期内市场信心难以提振，恐出现长期低迷。且上文我们提到金融业目前在 GDP 中的贡献有了明显提高，要对冲疫情对经济的影响，金融业的稳定不容忽视。

表 1：2018 年-2020 年 1-2 月整体流动性投放

	2018 年			
	CRA（2 月中旬结束）	（逆回购+MLF+国库定存+TMLF）净投放	降准	加总
1 月-2 月	20000	37310-39230	普惠金融定向降准 50BP：4500	2580
	2019 年			
1 月-2 月		21975-34110	普降 1%：15000	2865
	2020 年			
1 月-2 月		34205-37375	普降 0.5%：8000	4830

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

后续政策预期。总体上，我们坚持认为，目前的政策空间不大，财政与央行现阶段仍较谨慎。与 2003 年推出的政策没有质的区别，甚至部分 2003 年减免税费的财政政策

目前还没有相应跟进。目前来看，疫情撼动年初既定全年政策空间的可能性不大。节奏上，首先，结合我们疫情对经济影响的分析，此次疫情对全年经济增长影响可能十分有限，但 1 季度的 3 月可能成为对冲疫情不利影响的大月，如此政策需提前储备。其次，从央行关注的 PPI 指标观察，1 月 PPI 可能并不受疫情影响而顺利转正。疫情影响可能短期改变 2 月的 PPI 回升节奏。这种影响同样可支撑央行实施 MLF 降息。第三，从商业银行的角度讲，目前对于受疫情影响的企业已经实施了定向不断贷不抽贷，并调降利率的措施。在被动资产荒的情况下，疫情同样会导致商业银行年初早放贷早积累收益的节奏被打乱，预期利润下滑加剧。如此情形下，依靠商业银行自行调降利率恐难达成，仍需要央行先行降息。综上，预期央行可能将在 2 月继续调降 MLF 利率，并引导 LPR 调降。降准则在二季度更为合理，且全年仅还有一次。此处对 LPR 的调降做一个警示，LPR 调降的长期利好的逻辑在于实体融资成本下降，进而扩大企业利润。但实际情况可能并非如此，可多调研银行等金融机构进行深入的了解，降成本的“最后一公里”还有多远。

表 2：2003 年与 2020 年疫情期货币政策对比

	时间	2003年	2020年	时间
央行	2003年5月19日	一、保持货币信贷总量适度增长，防止货币信贷出现大幅度波动； 二、切实保障防治非典型肺炎所需的合理信贷资金供应。 三、对受非典型肺炎疫情影响较大的行业和地区实施适当信贷倾斜。配合财政对民航、旅游、商贸等行业实施的阶段性贷款贴息政策，对部分经营暂时萎缩、资金临时周转困难的企业提供短期流动资金贷款。 四、积极培育新的消费热点和经济增长点。 五、管好用好支农再贷款，做好夏收秋种支农资金供应准备工作。 六、适当控制对高档房地产开发项目和“五小”企业的贷款。 七、加强贷款风险预警和监测，有效防范和化解金融风险。	加大对疫情防控相关领域的信贷支持力度； 为受疫情影响较大的地区、行业和企业提供差异化优惠的金融服务； 保障金融基础设施安全，维护金融市场平稳有序运行。	2020年2月1日
			人民银行分支机构对因春节假期调整受到影响的金融机构，根据实际情况适当提高2020年1月下旬存款准备金考核的容忍度	2020年2月1日
			在疫情防控期间，人民银行将向主要全国性银行和湖北等重点省（市、区）的部分地方法人银行提供总计3000亿元低成本专项再贷款资金。 对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。 建立金融服务“绿色通道”，简化业务流程，提高审批放款等金融服务效率。 对市场化融资有困难的防疫单位和企业的资金需求，开发性政策性金融机构要结合自身业务范围，调整信贷安排。 对因感染新型冠状病毒住院治疗或隔离人员、疫情防控需要隔离观察人员、参加疫情防控工作人员以及受疫情影响暂时失去收入来源的人群，要求金融机构在信贷政策上予以适当倾斜，灵活调整住房按揭、信用卡等个人信贷还款安排，合理延后还款期限，疫情期间因不便还款发生逾期的，不纳入征信失信记录。要求各金融机构对受疫情影响较重地区的金融服务减免相关费用。	2020年2月1日
			对于在金融租赁公司办理疫情防控相关医疗设备的金融租赁业务，鼓励予以缓收或减收相关租金和利息，提供医疗设备租赁优惠金融服务	2020年2月1日
			开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金。 下调逆回购利率10bp	2020年2月3日

资料来源：官方网站，太平洋研究院整理

财政政策我们在以往的报告中已多次讨论，目前认为还无需改变政策节奏。预期在“两会”后可能会对所得税、部分增值税等进行调整，以践行3年减税降费的承诺。另

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_7466

