

旬度经济观察

——疫情对经济的冲击几何

韦志超¹ 袁方(联系人)

2020 年 2 月 2 日

内容提要

春节期间，受中国新型冠状病毒疫情扩散的影响，全球避险情绪升温，资本市场开启“risk off”模式。参考海外市场的情况，中国权益市场短期存在下跌的压力，汇率破“7”的可能增加。未来资本市场的走向需密切关注确诊病例的拐点。

以非典疫情为参照，本次疫情对经济的拖累可能主要集中在消费领域，交通运输、住宿和餐饮行业。根据我们的估算，本次疫情对一季度 GDP 增速的影响可能超过 2 个百分点，考虑到近期逆周期政策在积极出台，疫情的实际影响可能会有所对冲。

在企业 and 政府修复资产负债表，地产库存回补接近尾声的背景下，本次疫情的发生对经济将产生额外的压力。未来进一步的减税降费、专项债扩容政策有望出台。央行可能会通过增加信贷供应、下调 MLF 利率等多种手段缓解疫情对实体企业，尤其中小企业的冲击。

风险提示：（1）预测可能存在误差；（2）新型冠状病毒疫情超预期扩散

¹ 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

一、疫情对经济的冲击几何

最新公布的 1 月 PMI 录得 50，较上月小幅回落 0.2 个百分点，其中生产、新出口订单和进口订单均出现明显回落，而新订单、在手订单轻微回升，经济整体呈现弱平稳。

值得注意的是，此次 PMI 数据的调查时点在 1 月 20 日之前，没有反映出新型冠状病毒疫情对经济景气程度的影响，实际经济运行的情况可能比 PMI 数据反映的更弱。

1 月下旬以来，随着新型冠状病毒疫情的逐步扩散，全球避险情绪升温，权益市场大幅调整。疫情未来如何发展以及政策怎样应对，成为影响近期资本市场以及一季度宏观经济的主要因素。

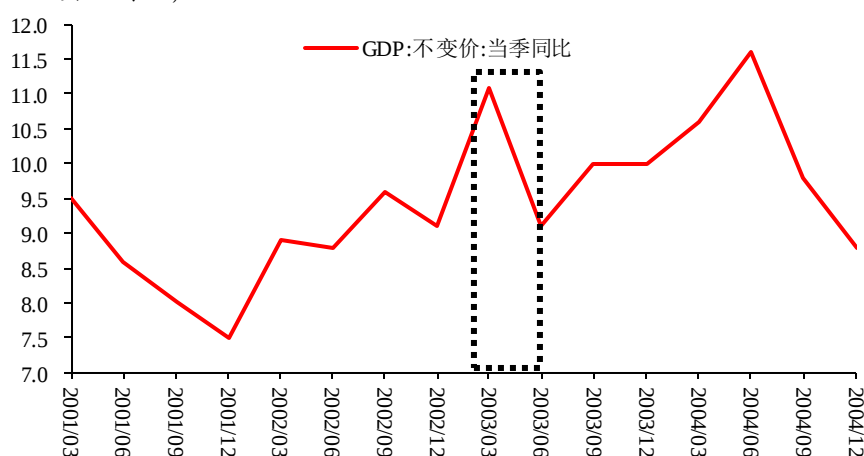
为评估疫情对经济的冲击，我们首先简单回顾 2003 年非典疫情对经济造成的影响。从 2003 年 4 月中旬全国全力抗击疫情到 5 月底北京非典新增病例首现零记录，非典对经济的冲击主要集中在当年的 4-5 月。

回顾 2003 年左右的 GDP 数据。受中国加入 WTO 以及央行持续降息的影响，2002 年以来经济处于持续扩张的趋势中，并于 2003 年一季度 GDP 增速达到 11.1%，非典的冲击使得 GDP 增速在二季度大幅回落至 9.1%，相比一季度回落 20% 左右，随后经济快速反弹并稳定在 10% 左右。同期的工业增加值数据表现与 GDP 一致，4-5 月份的工业增速均值较一季度也回落 20%。

从需求端数据来看，非典对经济的冲击主要集中在消费领域。2003 年 4 月和 5 月社会消费品零售同比增速连续下滑，均值在 6% 左右，而当年一季度增速均值为 9%，回落幅度为 30%，疫情过后消费快速恢复并波动上行。分项来看，疫情期

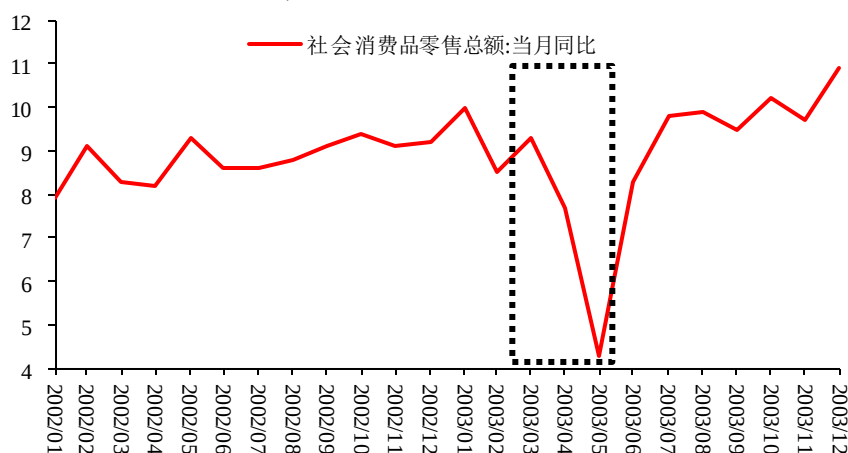
间通讯器材、汽车、书报杂志、石油及制品、金银珠宝跌幅居前，而地产后周期类、日用品、中西药品出现不同程度回升。非典疫情对固定资产投资影响不显著，2003年上半年房地产市场销售投资两旺，投资增速维持在30%附近。受中国加入WTO的影响，2003年上半年中国出口增速维持在30%以上，疫情对出口的影响被大幅对冲。疫情对中国内需形成压制，进而使得进口出现阶段性回落。

图1: GDP实际同比, %



数据来源: Wind, 安信证券

图2: 社会消费品零售当月同比, %

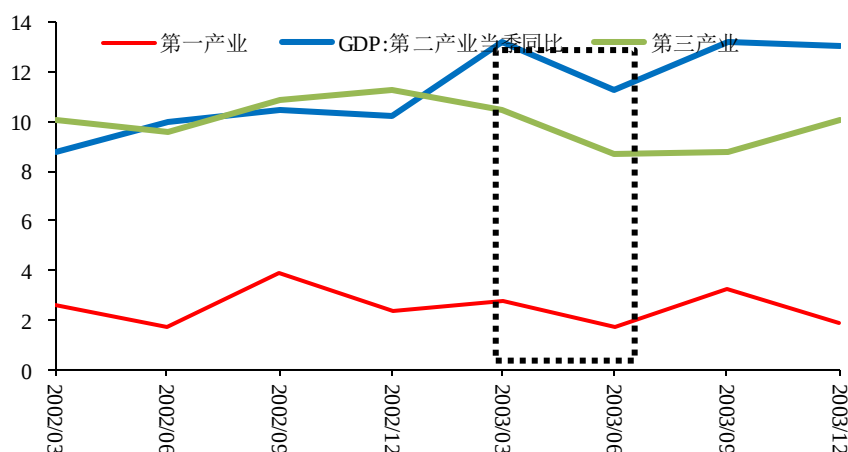


数据来源: Wind, 安信证券

疫情对三大产业均形成拖累，第二、三产业在 2003 年二季度回落幅度较大。第三产业中交通运输、住宿和餐饮、金融业、建筑业显著回落。疫情的影响主要发生在二季度，随后三季度这些行业的经济生产快速反弹。

总体而言，非典疫情对宏观经济产生了较为显著的冲击，这一冲击主要集中在消费领域，交通运输、住宿和餐饮、金融等行业。疫情对经济的冲击持续时间在 2 个月左右，随着疫情的缓解消除，宏观经济快速恢复。

图3：三大产业当季同比，%



数据来源：Wind，安信证券

相比非典，本次的新型冠状病毒传染性更强，致死率相对较低。非典时期确诊病例 5327 例，病例过百的省份（包括直辖市、自治区市）包括北京、广东、山西、河北、天津、内蒙古，并且疫情主要集中在广东和北京；而截至 2 月 1 日，本次疫情确诊病例 11889 例，有湖北、浙江、广东、北京等 16 个省份确诊病例过百，全国 31 省份均已启动重大突发公共卫生事件一级响应，美国、澳大利亚、新加坡等超过 15 个国家对中国公民实行入境管制。此外，抗击非典的启动时间在 4 月中旬，工人已经返工，而本次疫情导致 15 省份宣布推迟复工，这将会对生产形

成额外的拖累。因此从受影响的地区以及程度来看，本轮疫情对全国经济的冲击可能更大。

对照非典疫情对经济的影响，本轮疫情对需求端最主要的冲击可能集中在消费领域，交通运输、住宿和餐饮行业。但与 2003 年不同的是，我国从 2010 年开始经历经济转型，逐步从投资驱动的模式向消费驱动转变，当前消费占 GDP 的比重达 58%，远高于非典时期的 35%；当前服务业占 GDP 的比重达 59%，远高于非典时期的 39%。这也使得在经历相似的冲击时，经济下滑的幅度可能更大。

此外值得注意的是，2003 年我国经济处于全球化和城镇化驱动下的高速扩张期，经济内生动能较强，对冲击的吸收以及自我修复的能力相对较强。而当前我国经济处于债务去化的周期中，政府和企业部门均在修复资产负债表，经济主体（尤其是中小企业）在面对外部冲击时恢复可能更为缓慢。

但相比非典疫情，本轮疫情发生后我国政府的反应更加快速、重视程度更高，全国范围内的应急机制更为完善，民众防护、隔离意识更强，信息传播更为及时透明，这些积极因素将有利于疫情的防控，降低疫情对经济社会的冲击。

此外，伴随疫情的发展，经济相关的对冲政策可能会陆续出台。财政政策方面，进一步的减税降费，尤其是对疫情冲击较大的地区、行业的减税降费政策可能会出台，专项债有望进一步扩容，3%的赤字率是否会突破以及特别国债是否会发行值得留意。货币政策方面，潘功胜行长表示央行将在 2 月 3 日开始后提供充足的流动性，我们预计未来央行可能进一步下调 MLF 利率，增加信贷供应，通过多种手段降低实体企业成本。

从当前的情形来看，本次疫情对经济最大的冲击可能集中在一季度。考虑到非典期间 GDP 增速较上季度回落 20%左右（从 11%下降到 9%），而本轮疫情影

响的范围显著更广程度更深，当前消费和服务业对经济的贡献更高，本次疫情对一季度 GDP 增速的影响可能超过 2 个百分点（去年四季度 GDP 增速 6%，今年一季度下滑 30%以上，对应的 GDP 下降幅度为 2 个百分点以上），随后经济恢复的时间以及幅度，主要取决于疫情控制的时间和政策出台的力度。当然考虑到近期逆周期政策在积极出台，疫情的实际影响可能会有所对冲。

在企业 and 政府修复资产负债表，地产库存回补接近尾声的背景下，本次疫情的发生对经济将产生额外的压力，也使得经济的企稳见底需要更长的时间。当然这次疫情的复杂性和不确定性未必完全与非典类似，疫情的发展仍存在不确定性，其对经济的影响仍需持续追踪观察。

图4：新型冠状病毒分省确诊病例，人



数据来源：丁香园，安信证券

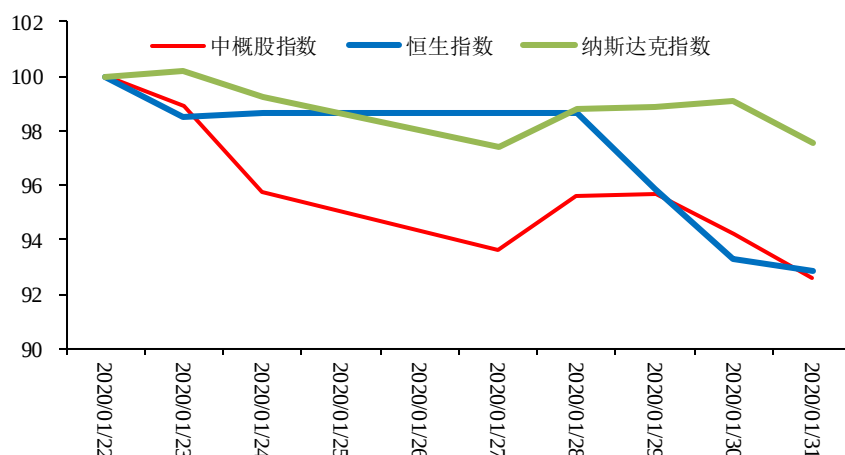
数据截至 2020 年 2 月 1 日

二、疫情扩散引发避险情绪升温

1 月下旬以来随着中国新型冠状病毒疫情的扩散，全球避险情绪升温，资本市场开启“risk off”模式。

A 股休市期间，中国香港和海外权益市场经历大幅调整。MCSI 全球指数下跌 3%，其中新兴市场指数下跌 5.3%，发达市场指数下跌 2.6%，美国三大股指整体下跌幅度在 3% 左右，中概股指数大幅下跌 6.4%，富时 A50 指数期货跌幅达 7%。而港股市场自 1 月 29 日开盘后连续三日下跌，累积跌幅达 5.7%，所有板块跌幅均较大，其中能源、工业、原材料、地产、消费跌幅居前。海外市场普遍对疫情的发展表示担忧，担心疫情可能对中国乃至全球的经济形成严重拖累。

图5：中概股、恒生指数、纳斯达克指数表现



数据来源：Wind，安信证券

注：将 2020 年 1 月 22 日指数标准化为 100

受疫情扩散的影响，春节期间海外债券市场收益率明显下行，美国、日本、德国 10 年期国债收益率分别下行 23bp、5bp 和 13bp，美债收益率距离去年低点

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_7500

