

03年非典并不可比！

——还未补库存，又要去库存了

分析师 梁中华

执业证书编号：S0740518090002

电话 021-20315056

邮箱 liangzh@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 中国进入“第四消费时代”了吗？
- 2 业绩符合预期，内生增速环比改善
- 3 市场在发生什么？第 63 期

投资要点

- 在新型冠状病毒疫情的影响下，今年的“春节经济”完全不同以往。疫情对我国经济的短期影响肯定很大，但中长期影响其实也不容忽视。当前很多研究将本次疫情和 03 年非典进行对比，但我们认为可比性并不强，当前的宏观环境和当时完全相反。
- **1、短期经济影响很大。**为了防止疫情扩散，现在除了最基本的“衣、食、住”，以及不得不做的“行”，其他很多经济活动几乎停摆。全国春运旅客发送量同比下降 21%，春节档电影票房收入将近清零，餐饮、旅游收入预计跌幅 50% 以上，再加上复工大幅延后，1 季度经济肯定会受到较大的负面冲击。
- **2、中长期影响也不容忽视。**如果疫情过去，还是会有相当一部分消费或投资是不会再恢复的，毕竟春节不能再过一次。而这部分消失的经济需求，会减少相当一部分人的收入，进一步影响经济增长。我们初步测算，本次疫情对 2020 年 GDP 的影响在 0.8-1.5 个百分点左右。
- **3、03 年非典并不可比！**在 2003 年非典爆发的时候，我国宏观经济刚刚从 98-02 年连续通缩中走出来，开始强劲复苏，所以当时经济是处于上升通道的。而当前我国宏观经济仍处于下行通道，需求本身就偏弱，疫情的到来可以说是雪上加霜，微观企业和居民的感受是完全不一样的。
- **4、补库存更没戏，去库存要来了。**我们之前就在《从来就没有库存周期》专题中强调，库存低、去库存时间久，都不是补库存的理由，这个世界上本来就没有库存周期。需求才是主导库存变动的主因，而需求端本身就偏弱，现在又赶上疫情的负面冲击，补库存周期更不会启动了。现在很多行业可能又要面临去库存的压力，需要补库存的恐怕只剩下口罩之类的了。
- **5、中国降息周期继续：长期看好成长+债券。**本来今年就不是期待周期企稳，而是应该期待政策积极。我们在去年 11 月首次提出中国降息周期开启，之后的逆回购、MLF 利率均在预测框架内，未来降息周期会继续。从资产配置角度看，短期权益市场存在调整压力，但拉长长时间来看，成长类的新经济资产仍是主要方向，周期难有好的表现，消费存在高估，需要调整后才能看机会。债券的利好继续，即使未来疫情缓解会带来一定调整压力，但根据我们的测算，我国利率仍有下行空间。
- 以上资产配置逻辑和方向我们一直很坚定，并不受疫情影响，详细的分析可以参见去年 12 月初我们发布的 2020 年年度报告《“赢”在政策》，经济和资产的走势仍是沿着我们当时的判断在走，疫情的到来只是加速了当时判断的实现而已。
- 风险提示：贸易问题，疫情扩散，经济下行

内容目录

1、短期经济影响很大。	- 3 -
2、中长期影响也不容忽视。	- 4 -
3、03年非典并不可比!	- 5 -
4、补库存更没戏,去库存要来了。	- 6 -
5、中国降息周期继续:长期看好成长+债券。	- 8 -

图表目录

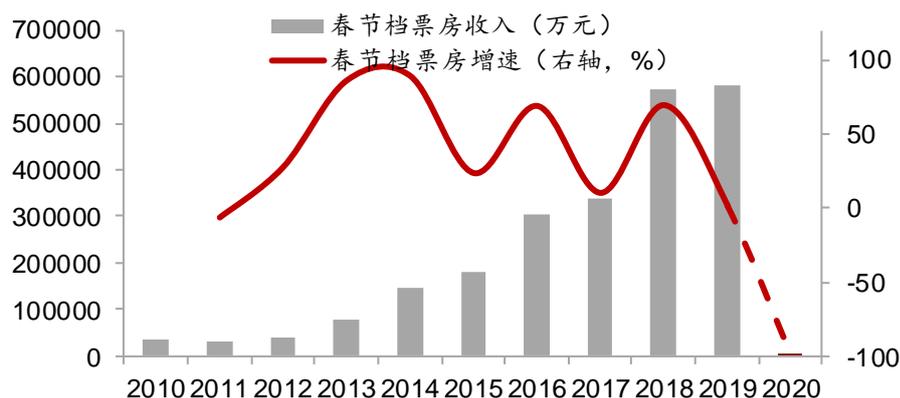
图表 1: 春节档电影票房收入大降	- 3 -
图表 2: 全国春运旅客发送量	- 4 -
图表 3: 六大电厂春节前后发电耗煤(万吨/天)	- 4 -
图表 4: 主要产业在 GDP 中占比(%)	- 5 -
图表 5: 名义和实际 GDP 增速走势(%)	- 6 -
图表 6: 我国库存与经济增速走势(%)	- 7 -
图表 7: 住宅广义库存先降后升(亿平米)	- 7 -
图表 8: 各线城市房价同比(%)	- 7 -

在新型冠状病毒疫情的影响下，今年的“春节经济”完全不同以往。疫情对我国经济的短期影响肯定很大，但中长期影响其实也不容忽视。当前很多研究将本次疫情和 03 年非典进行对比，但我们认为可比性并不强，当前的宏观环境和当时完全相反。

1、短期经济影响很大。

关于疫情的短期影响大家已经讨论很多。从需求端来看，影响最大的是服务业，例如住宿餐饮、交运仓储、批发零售、商务服务、金融地产等等。经济活动都是在不同主体的交易中实现的，如果人员的流动和活动减少，自然就会影响经济活动的增长。为了防止疫情扩散，现在除了最基本的“衣、食、住”，以及不得不做的“行”，其他很多经济活动几乎停摆。很多经济活动面临的不是增长多少的问题，而是减少幅度有多大的问题。

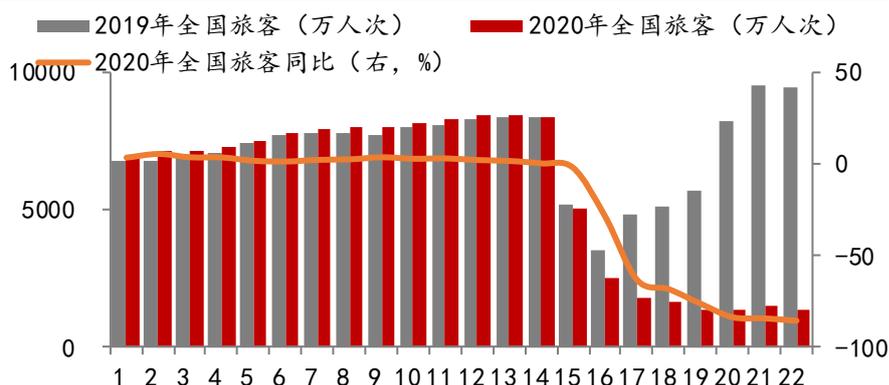
图表 1: 春节档电影票房收入大降



来源：艺恩，中泰证券研究所

根据交通运输部的数据，在 1 月 10 日-31 日之间，全国春运旅客发送量同比下降 21%。根据艺恩的统计，春节档电影票房收入将近清零。预计餐饮、旅游的收入下滑幅度也不小，跌幅可能在 50% 以上。而服务业在经济中的占比达到 53%，1 季度又是服务业贡献最大的时候，所以 1 季度经济肯定会受到较大的负面冲击。

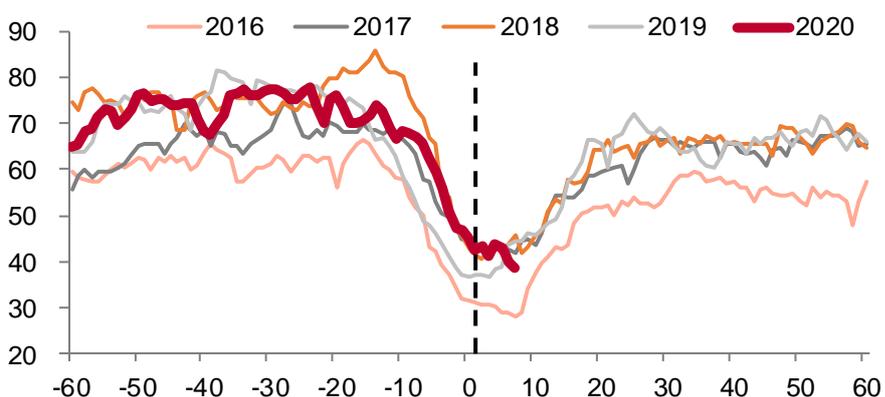
图表 2: 全国春运旅客发送量



来源: 交通运输部, 中泰证券研究所

从生产端来看, 一般来说, 从春节前 20 天到春节后 20 天, 工业生产都会受到假期影响, 明显转弱。而本次受到疫情影响, 假期推迟至少 11 天。即使 2 月 10 日开始陆续复工, 工业生产要恢复至正常水平, 恐怕也要等到 3 月份。一般而言, 发电耗煤过了正月初一就会企稳反弹, 现在春节已经过去 8 天, 但发电耗煤还在一路向下, 甚至还创了新低。

图表 3: 六大电厂春节前后发电耗煤 (万吨/天)



来源: Wind, 中泰证券研究所

2、中长期影响也不容忽视。

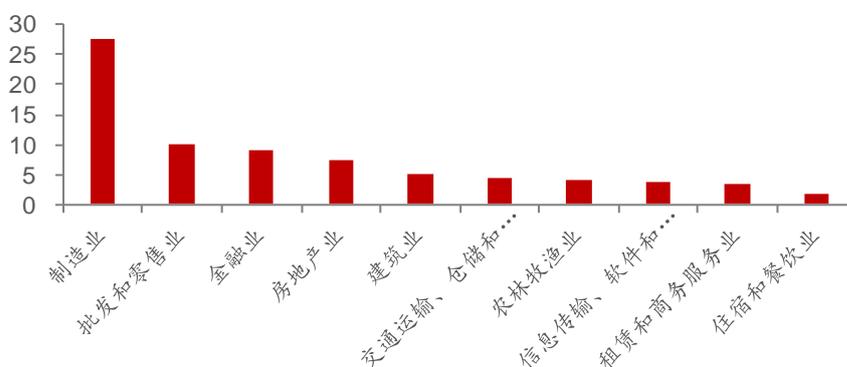
如果疫情过去, 有的消费或投资是可以恢复的, 但还是会有相当一部分是**不会再恢复的**。道理很简单, 比如春节这段时间, 大家都闷在家里不去餐馆, 如果疫情过去以后, 大家会把疫情期间少去餐厅吃的饭再补回来吗? 不会的。再比如, 本来春节的时候大家计划出去旅行、走亲访友的, 疫情过去以后, 还会把这些旅行、走亲访友补回来吗? 也不会。很多服务业、商品消费都是再难恢复的, 毕竟你不能一年过两次春节。

而这部分消失的经济需求, 对于另一部分人来说就是收入, 如果需求的减弱不能恢复, 这也意味着另一部分人的收入的减少将无法再弥补回

来。比如那些开餐馆酒店的、办旅行社、旅游景点的，他们的收入减少了，还能再补回来吗？显然是不能的。而收入的减少又会影响消费或投资需求，影响经济增长。所以本次疫情的影响不仅仅是短期的。

我们初步测算了下，如果不采取刺激措施，在乐观情景下（假设：10号正常复工，疫情缓解，新增病例数量下行），本次疫情对2020年GDP的影响为0.8个百分点左右。而在偏谨慎的情形下（假设：疫情延长至2月下旬），对2020年GDP的影响可能在1.5个百分点以上。考虑到第四次经济普查对14-18年GDP实际增速进行了修订，我们预期2020年增速在5.6%左右，因此，在疫情冲击下，全年实际的经济增速可能会降到5%附近，甚至以下。

图表4：主要产业在GDP中占比（%）



来源：Wind，中泰证券研究所

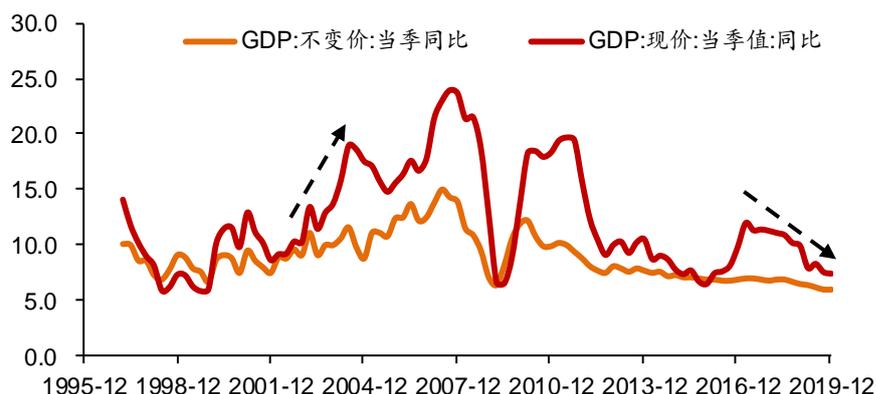
3、03年非典并不可比！

大部分关于本次疫情影响的研究，都在参考2003年非典时期的情况。但其实从宏观经济面临的环境来看，二者其实并不可比。

在2003年非典爆发的时候，我国宏观经济刚刚从98-02年连续通缩中走出来，开始强劲复苏，所以当时经济是处于上升通道的。即使受到非典疫情的影响，2003年实际GDP增速依然达到了10%，为1995年以来的首次，04-07年经济增速继续攀升。

而当前我国宏观经济仍处于下行通道，尤其是房地产市场已经连续火爆四五年，每年17亿平米的销售天量，透支了很大的需求空间，面临较大的均值回归压力。而外部加征关税也对需求构成冲击，可以说本来经济就偏弱，有下行压力，疫情的到来可以说是雪上加霜。

图表 5: 名义和实际 GDP 增速走势 (%)



来源: CEIC, 中泰证券研究所

而从微观企业和居民的感受来看, 经济上行周期中的负面冲击, 和下行周期中的负面冲击也不可比。2003 年的时候, 工业企业利润增速高达 43%, 而 2019 年这一水平为负增长 2% 左右。两个时期的环境不同, 即使面对同样的冲击, 带来的经济和预期影响, 肯定是不一样的。

此外, 当前服务业占比明显高于 2003 年, 各部门杠杆率也处于高位, 房地产、金融体系中的风险也不可同日而语。所以 03 年非典对当前疫情影响分析的参考意义并不大。

4、补库存更没戏, 去库存要来了。

之前大家对宏观经济预期偏向乐观, 认为库存水平足够低、去库存的时间比较久, 所以要开启补库存周期, 甚至经济周期要企稳回升。

我们之前就在《从来就没有库存周期》专题中强调, 即使库存低, 未必就要补库存; 也不是因为去库存的时间足够长, 就要补库存。这个世界上本来就没有库存周期, 普遍关注的一些库存指标也没有什么规律性可言, 库存指标都是滞后于需求指标的。所以库存不会自发启动经济周期,

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_7501



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>