

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

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

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

刘天天 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:经济普查调高历史 GDP 增速影响几何?》2020.01
- 2《宏观:社零稳健增长,春节效应显现》2020.01
- 3《宏观:社零超预期,“双十一”拉动明显》2019.12

新型冠状病毒疫情对经济影响全分析

在基准、悲观情形下对经济、政策的影响研判

疫情对经济多方面都可能产生负面影响,也对政策刺激提出了更高要求

本轮新型冠状病毒疫情从1月中下旬开始迅速升温,我们认为疫情可能对经济生产生活多方面产生负向冲击,一季度经济基本面可能受到短暂压制。基准情形下,疫情可能在今年一季度得到控制,从二季度开始,各部门经济活动逐渐转为正常,二季度GDP增速反弹;悲观情形下,经济增速可能连续两个季度低于6.0%。这种情况下,我们认为从三季度开始,政策刺激力度可能超出市场预期。

基准情形下,疫情冲击一季度经济,Q1 GDP 增速可能下行到 5.7%至 5.9%

本轮新型冠状病毒疫情从1月中下旬开始迅速升温,我们认为疫情可能对居民消费、务工人员返程、企业复工生产、企业订单/现金流、外贸和旅游业、用工就业等多方面产生负向冲击,一季度经济基本面可能受到短暂压制。消费短期承压首当其冲;进出口受国内外需求影响存在下行压力;制造业生产/投资可能受中小企业推迟开工,以及现金流紧张影响;一季度地产投资可能受疫情影响销售、新开工/施工拖累;一季度实际GDP增速可能下行到5.7%至5.9%。

政策对冲疫情影响的首要发力点可能是货币政策

我们认为政策对冲疫情影响重点主要在货币政策,货币政策将维持稳健略宽松的基调,或加大调控力度,预计将采取宽货币与宽信用的组合,提高信贷、社融增速,2月可能实施定向降准。降息有可能在3月1日存量贷款LPR替代过渡期结束之后开启。我们预测2020年社融增速11%,二季度末为高点11.5%,M2增速9%,二季度末高点或可达9.5%。预计财政一般预算收入压力加大,一般预算支出力度加大并可能前置,存在两会提高赤字率至3.5%的可能性,专项债规模适度提高,可能考虑发行特别国债。

基准情形下,二季度 GDP 增速可能回升到+6%以上

在我们的基准情形下,疫情可能在今年一季度得到控制,从二季度开始,各部门经济活动逐渐转为正常。首先需要修复的是居民的恐慌心理、以及消费意愿;伴随着交通物流逐渐恢复,此前因供需失衡而引发的囤积物资、物价上涨压力有望得到纠正;线下零售、旅游、电影等行业的景气度修复可能需要更长时间;当消费逐渐修复后,企业的新增订单也将回升。叠加后续的政策对冲变量,我们认为今年二季度GDP增速可能回升到6%以上。

悲观情形下疫情冲击经济持续至 Q2, Q3 政策刺激可能超预期

在悲观情形下,如果新冠疫情的新增病例在未来2-3个月内持续上升,则上半年经济活动都可能受到较明显的影响,经济增速可能连续两个季度低于6.0%。这种情况下,我们认为从三季度开始,政策刺激力度可能超出市场预期。我们认为国家可能运用的政策储备包括:以较大力度刺激汽车消费;下调购房首付比,并同时推出房产税;继续加大保障房和老旧小区改造规模,同时PSL投放力度对应加大;信贷社融继续放量,大规模发行特别国债、批复加大地方专项债新增发行额度。

风险提示:疫情蔓延速度继续超预期,节后人员流动加大疫情防控难度,居民消费信心持续低迷、中小企业现金流紧张和生产低迷状况短期未能恢复,地产相关产业链下行压力超预期。

正文目录

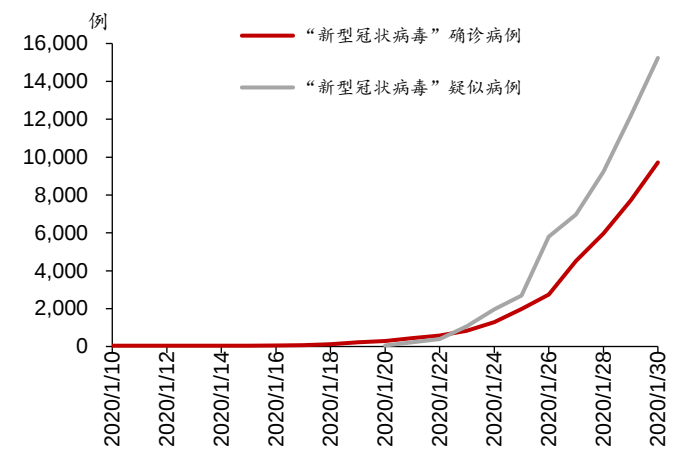
基准情形下疫情冲击一季度，二季度经济开始反弹	3
一季度经济基本面可能受到短暂压制	3
消费短期承压首当其冲	3
进出口受国内外需求影响存在下行压力	4
制造业生产/投资可能受中小企业推迟开工，以及现金流紧张影响	6
疫情对基建投资的扰动可能有限	6
一季度地产投资可能受疫情影响销售、新开工/施工拖累	7
疫情可能对一季度 CPI 和 PPI 产生小幅负面影响	8
预计工业企业利润受到拖累	8
我们认为疫情对全年工业增加值的影响可控	9
一季度实际 GDP 增速可能下行到 5.7%至 5.9%	10
就业压力增大，但大概率不会突破 5.5%	10
我们认为政策对冲重点主要在货币政策	11
预计宽货币与宽信用组合	11
定向降准可能在 2 月，降息有可能在 3 月 1 日过渡期结束之后开启	12
维持人民币汇率 6.85 至 7.2 区间波动的判断	13
财政收入压力大的情况下，可能提高赤字率	13
预计国内经济有望在二季度企稳回升	14
全球经济受到拖累但预计可能幅度有限	14
悲观情形下疫情冲击经济持续至 Q2，Q3 政策刺激可能超预期	16
风险提示	16

基准情形下疫情冲击一季度，二季度经济开始反弹

一季度经济基本面可能受到短暂压制

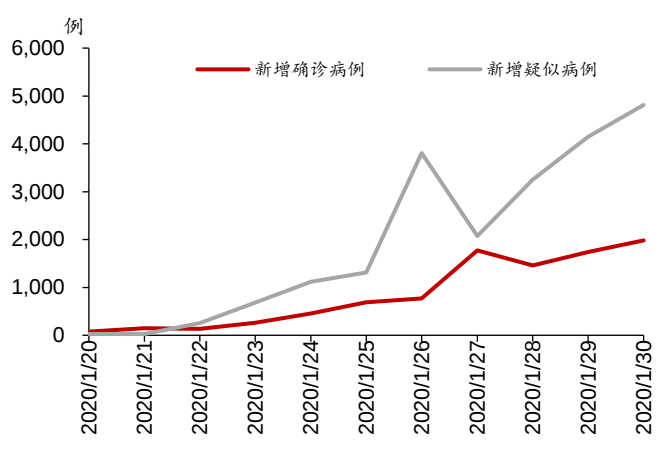
本轮新型冠状病毒疫情从 1 月中下旬开始迅速升温，据国家卫健委公布数据，1 月 17 日至 19 日 24 时，新型冠状病毒确诊病例数由 67 例增至 214 例。1 月 20 日，据新华社报道，习近平主席对由新型冠状病毒感染的肺炎疫情作出重要指示，要求各级党委和政府及有关部门要采取切实有效措施，坚决遏制疫情蔓延势头；1 月 26 日，据国务院新闻办公室发布会，国家卫生健康委员会主任马晓伟指出，目前新型冠状病毒传染性有增强趋势，疫情形势严峻复杂，处于防控关键时期。时值农历春节，务工/就学/探亲返乡人群流动性大，增大了控制疫情的难度。截至 1 月 31 日上午 9:00，新型冠状病毒确诊病例数增至 9720 例，疑似病例数增至 15238 例。我们认为疫情可能对居民消费、务工人员返程、企业复工生产、企业订单/现金流、外贸和旅游业、用工就业等多方面产生负向冲击，一季度经济基本面可能受到短暂压制，同时对未来的政策对冲也提出了更高要求。

图表1：截至 1 月 31 日上午 9:00，新型冠状病毒确诊病例增至 9720 例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：新冠病毒每日新增确诊病例数仍呈上升趋势



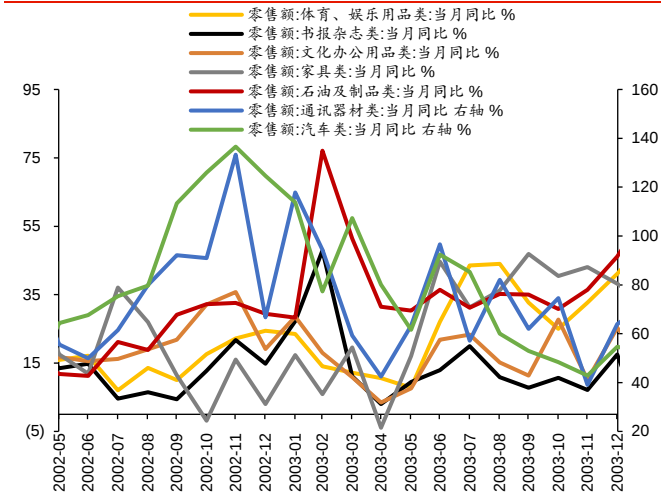
资料来源：Wind，华泰证券研究所

消费短期承压首当其冲

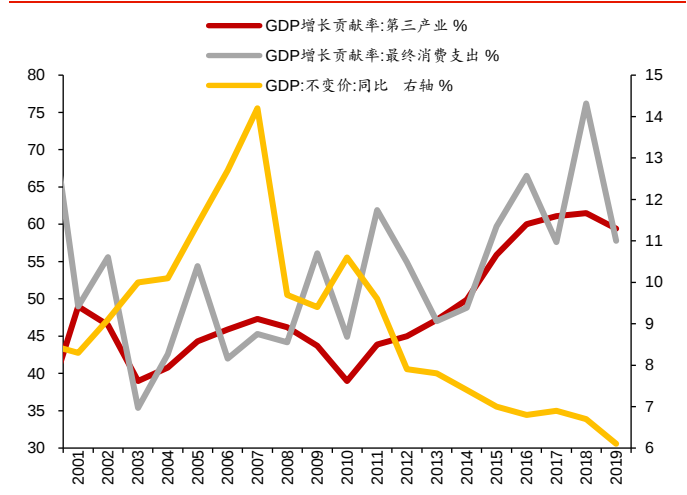
新冠疫情发酵，消费短期承压首当其冲。2020 年 1 月新冠疫情发生后，随着疫情的逐步发酵，预计对整体消费形成较大冲击，特别是服务类消费，微观上，春节期间的居家隔离、暂停文娱活动等措施已有显现，对宏观经济的整体影响可以参考 2003 年非典疫情时期来看。2003 年 3 月起非典疫情扩散，各地方政府组织放假、进行隔离等措施导致整体消费出现较大下滑，汽车、文化办公用品、通讯器材、家具、体育娱乐用品等消费品类均不同程度下滑；同时，非典时期旅游、交运、餐饮住宿、娱乐等服务性产业也受到较大影响，主因是疫情压制服务消费需求所致；2003 年二季度末，随着疫情的可控和经济活动的逐步回暖，各类别商品消费数据开始回升，而服务类消费的回暖相对较慢。

本次新冠疫情的病毒传播性较广，叠加春节前后人口大范围迁徙，疫情仍处继续发酵阶段，预计波及范围会超过非典疫情，对消费产生较大的实质性负面影响。此外，限额以上数据主要观察商品消费，近年来我国服务类消费快速发展，本次疫情对服务类消费的影响值得关注，影院关停、文娱活动取消、体育赛事暂停、餐饮门店关闭等均有体现，短期内服务类消费受到疫情的冲击可能出现较大下滑，非典时期也有佐证。综合来看，我们认为，新冠疫情将导致消费短期承压，可选消费品及服务类消费或受到较大影响。

经济方面，当前相比 2003 年非典疫情时期，最终消费支出和第三产业对经济增长的贡献率均明显提升，本次疫情对整体消费和服务业存在一定冲击，预计对经济增长也将产生一定的负面影响。

图表3： 非典时期，疫情冲击消费，汽车、体育文娱等首当其冲

资料来源：Wind，华泰证券研究所

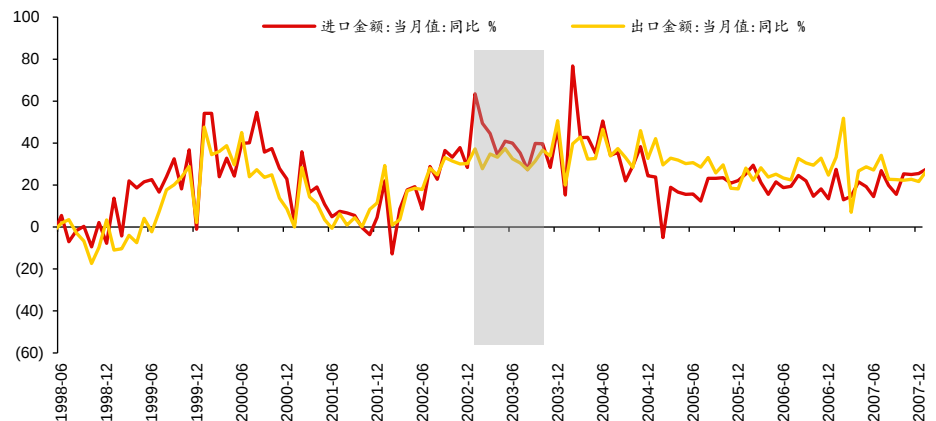
图表4： 相比非典时期，当前消费和服务业对经济增长的贡献率提升

资料来源：Wind，华泰证券研究所

进出口受国内外需求影响存在下行压力

北京时间1月31日凌晨，世界卫生组织宣布，将新型冠状病毒疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”。有以下四个重要的关注点：一是世卫组织判断主要是基于中国感染者数量增加、多个国家都出现疫情两个事实，世卫组织表示这个决定不是因为中国的情况，而是考虑到那些基础医疗能力较为薄弱的国家对疫情还没做好准备；二是世卫组织强调没有必要对中国采取限制国际人员流动的措施，不推荐限制旅行的措施；三是若各国决定实施货物禁运等举措，需要向世卫组织提供合理性证据，世卫组织有权利要求各国重新考虑其措施。四是国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）有效时长为3个月，3个月后会失效，这意味着每三个月就会进行一次重新评估，而且根据疫情的蔓延情况世卫组织能够随时撤销或修改。

我们认为，进出口受国内外需求影响存在下行压力。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、延长假期等举措，这些势必会导致一季度的内需低迷。2003年非典期间进口同样受到明显冲击，而出口影响较小。

图表6： 2003年非典时期，我国进口因国内需求减少而受到明显冲击，但是出口没有受到明显影响

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们认为，此次和 SARS 时期会有明显不同的点在于出口，我国出口或将受到一定拖累。

第一、世卫组织总干事谭德塞表示：“目前无需采取对中国旅行和贸易的限制措施，尽管许多政府、航空公司和企业已经实施了此类措施。”，自 2005 年新版《国际卫生条例》生效以来，世卫组织宣布的五起“国际关注的突发公共卫生事件”中，世卫组织均建议各国不要采取诸如停发签证、进口禁令、关闭边境、取消航班等边境措施。但现实是，“国际关注的突发公共卫生事件”这一标签仍会引起部分国家限制人员和贸易流动的举措。出口的主要影响因素是全球总需求，尽管全球经济受疫情的拖累相对有限，但由于疫情导致中国出口的货物可能面临更加严格的检验检疫，市场竞争力或将有所削弱。

第二、疫情期间可能出现的“返工难”问题将影响出口。新型冠状病毒具备高传染性、潜伏期较长并且潜伏期内可传染的特性，叠加上春节返程人员流动较大的特殊时点，多个省份延后开工，从供给端影响企业的生产与出口。

图表7：此前宣布的五起“国际关注的突发公共卫生事件”中，世卫组织均建议不要采取诸如停发签证、进口禁令、关闭边境、取消航班等措施

疫情	确认 PHEIC	解除	主要声明内容
2009 年 H1N1 流感病毒疫情	2009 年 4 月 25 日	2010 年 8 月 10 日	①2009 年 4 月 29 日总干事声明将流感大流行警戒级别由 4 级提高到 5 级； ②2009 年 6 月声明将警戒级别从 5 级升为 6 级，建议出现广泛传播的国家应侧重于适当管理患者，且继续建议不要限制旅行、不要关闭边界。
2014 年野生型脊髓灰质炎病毒疫情	2014 年 5 月 5 日	至今未解除	①2014 年 4 月 28 日召开突发事件委员会第一次会议，并于 5 月 5 日正式宣布定位为 PHEIC； ②2015 年 2 月 17 日第四次会议针对巴基斯坦建议在离境口岸限制不能提供接种证明的全球旅行者； ③2020 年 1 月 7 日世卫组织专家委员会决定脊髓灰质炎病毒依然是 PHEIC。
2014 年西非埃博拉病毒疫情	2014 年 8 月 8 日	2016 年 3 月 29 日	①2014 年 8 月 6 日第一次会议建议不应普遍禁止国际旅行和贸易，可对埃博拉感染、接触者进行适当限制，其他国家应做好撤离准备； ②2014 年 8 月 8 日正式宣布定位为 PHEIC； ③2014 年 10 月 22 日第三次会议重申不应全面禁止国际旅行和贸易，鼓励执行入境筛查国家分享经验； ④2015 年 1 月和 4 月的第四、五次会议重申疫情国家采取出境筛查及建议避免对国际旅行和运输造成不必要干扰； ⑤2015 年 10 月和 12 月第七、八次会议建议采取过度或不适当旅行或运输措施国家终止措施，重申不应全面禁止国际贸易和旅行，不应限制埃博拉幸存者旅行； ⑥2016 年 3 月第九次会议声明埃博拉已不再构成 PHEIC，对相关国家的旅游和贸易限制应立即撤销。
2016 年巴西寨卡病毒疫情	2016 年 2 月 1 日	2016 年 11 月 18 日	①2016 年 2 月 1 日第一次会议正式定位为 PHEIC，建议不应采取旅行或贸易限制，对前往疫区旅行者提供最新建议； ②2016 年 3 月、6 月、9 月的第二、三、四次会议建议不应采取全面旅行或贸易限制，建议孕妇不前往疫区旅行； ③2016 年 11 月 18 日确认寨卡病毒疫情不再属于 PHEIC。
2018 年刚果（金）埃博拉疫情	2019 年 7 月 17 日	至今未解除	①2018 年 5 月、10 月及 2019 年 4 月、6 月会议均认为不属于 PHEIC，建议不实施任何旅行或贸易限制； ②2019 年 7 月 17 日正式定位为 PHEIC； ③2019 年 10 月 18 日继续维持 PHEIC 定位，建议任何国家都不应关闭边境或对旅行和贸易设置任何限制、没有必要对该地区以外进行入境筛查。
2020 年新型冠状病毒疫情	2020 年 1 月 30 日	——	2020 年 1 月 30 日第二次会议确认为 PHEIC，不建议任何旅行或贸易限制，建议各国不要采取任何可能助长侮辱或歧视的行动，建议中国应尽量减少对国际交通造成干扰，进行出境筛查，对其他采取明显干扰国际交通的额外卫生措施的缔约国有义务在采取措施后 48 小时内报告依据和理由。

资料来源：世界卫生组织官网，华泰证券研究所

图表8： 多国采取针对中国大陆的入境管制措施

国家	措施
英国	英国航空暂停往返于中国与英国之间的所有航班。据悉，维珍航空也将停止往返于英国与中国之间的航班。
美国	美国国务院要求所有非必要的美国政府人员推迟前往中国，下令所有非紧急状态的美国人员及家属离开武汉。各航空公司减少或取消大陆航线。
加拿大	加拿大航空公司将取消飞往中国北京、上海的部分航班和武汉的所有航班。
新加坡	禁止所有持有中国湖北省签发护照的新访客和过去 14 天内到访过湖北的新访客入境新加坡。
俄罗斯	关闭远东中俄边界，暂停发放给中国游客的电子旅游签证，除莫斯科-北京-莫斯科的国际列车外暂停所有铁路连接。
朝鲜	限制中国游客、公务出差人员入境，暂停中朝间旅客列车运行。
意大利	暂时停飞中国和意大利两国间所有航班。
埃及	埃及航空暂时停飞全部中国内地航线。
中国香港地区	关闭部分连接中国大陆的口岸，大幅度缩减香港和中国大陆之间的海陆空交通服务。

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

制造业生产/投资可能受中小企业推迟开工，以及现金流紧张影响

2019 全年制造业投资累计同比+3.1%，尽管 2018 年四季度基数维持较高，但 2019 年 12 月制造业投资仍呈现反弹，主要源于 2019 全年高技术制造业投资始终维持较快增长，对整体制造业投资增长的贡献率继续加大；但另一方面，制约中小企业资本开支的因素仍未消除，包括对中长期需求展望预期不乐观、融资难融资贵问题未根本解决等，这些问题在传统制造业（纺织/食品/轻工制造等）中体现的更为突出。

我们认为本轮新型冠状病毒疫情，对短期内传统制造业、中小企业的开工生产和投资意愿都将产生负面冲击。一方面，疫情蔓延、各地启动疾控响应机制，公共场所活动明显下降，居民短期内购物意愿降低，可能削减非必需品的消费，相关产品（服装、玩具、家具等）的新增订单或将受到负面影响，这将影响对应企业的生产和补库存过程；第二，企业的复工意愿仍在，但受疾控要求延长停工时间的影响，中小企业现金流可能进一步趋紧。加上预计缺乏新增订单等因素影响，其偿债压力、现金周转压力都将加大，这也会影响其资本开支意愿。

我们原本在今年 1 月 17 日发布的《2019 年 12 月经济数据综述：经济有望从企稳到向好》报告中预计今年一季度将呈现“基建投资增速上行、地产投资持稳”的组合环境，内需相关的政策刺激变量有望在年初就较早体现，推断内需好转将逐渐拉动制造业补库存，以及更进一步，促使传统制造业加大资本开支。但目前看来，疫情对企业的预期和信心冲击需要更长的时间修复，传统制造业、尤其是中小企业，在未来一个季度内，预计投资意愿较难呈现明显回升。这可能使得 2020 全年制造业投资增速持平或略低于 2019 年(+3.1%)。

疫情对基建投资的扰动可能有限

2019 全年基建投资（统计局口径）累计同比+3.8%，全年结构分化特征明显，道路投资、生态环境治理投资相对强劲，而由地方政府主导的公共设施管理业投资全年表现偏弱。我们认为在制造业、地产、基建三大固定资产投资项目中，今年基建投资可能受到疫情的影响最小。一方面，2019 年 12 月中央经济工作会议强调“积极的财政政策要大力提质增效，更加注重结构调整，做好重点领域保障”。我们预计 2020 年新增专项债额度 3 万亿，今年 1 月份，各地已在以较快速度发行财政部提前批复的 2020 年新增 1 万亿专项债额度，为基建投资的反弹储备了较为充足的资金来源。随着专项债新增额度加快发行、并落实形成实物工作量，这一积极的变化可能会带来基建增速的上行。

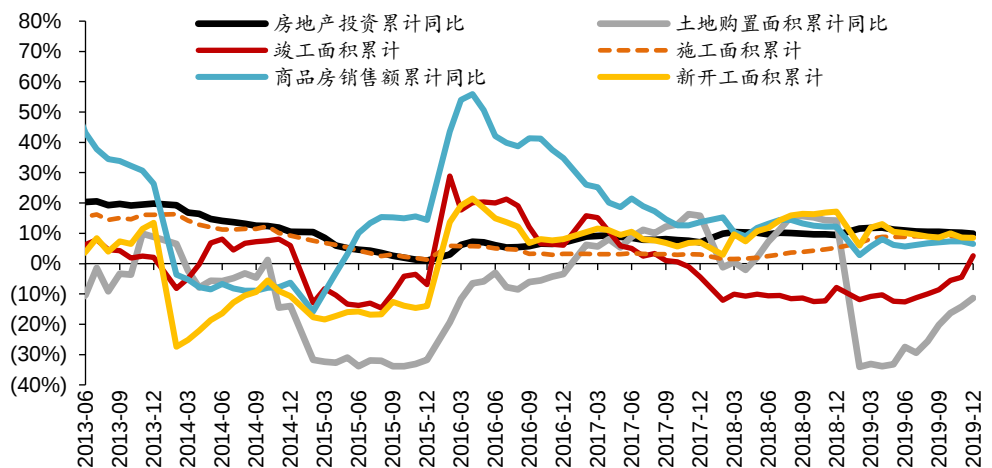
我们认为基建今年的主要发力方向可能是 2019 年相对较弱的公共设施管理（市政工程），而包括公共卫生设施、冷链物流建设，进一步严格城市环保标准等疫情防治相关方向，都与公共设施管理业有关。从未来进一步加强应对突发疫情相关工作的大方向来看，强化相关基础设施也是必要的。我们认为随着各地逐渐复工、交通运输逐渐恢复正常，从 2 月下旬开始，基建项目或将陆续开工，维持全年基建投资增速 10%左右的判断。

一季度地产投资可能受疫情影响销售、新开工/施工拖累

对地产企业而言，新型冠状病毒疫情对今年一季度的房地产销售、开工可能产生较大影响，进而一定程度上影响到地产企业的现金流和拿地意愿。截至 1 月 31 日，疫情蔓延情况明显超出 1 月中旬的市场预期，全国春节假期统一延至 2 月 2 日，以更好的做好疫情防控工作；山东、江西、安徽、云南、福建、上海、广东、浙江、江苏、重庆等地已通知各类企业不早于 2 月 9 日 24 时前复工；北京建筑工地不早于 2 月 9 日 24 时前复工；湖北不早于 2 月 13 日 24 时前复工；河南和天津建筑工地延迟复工，复工时间另行通知。（涉及保障公共事业运行必需、疫情防控必需、群众生活必需及其他涉及重要国计民生的相关企业除外。）

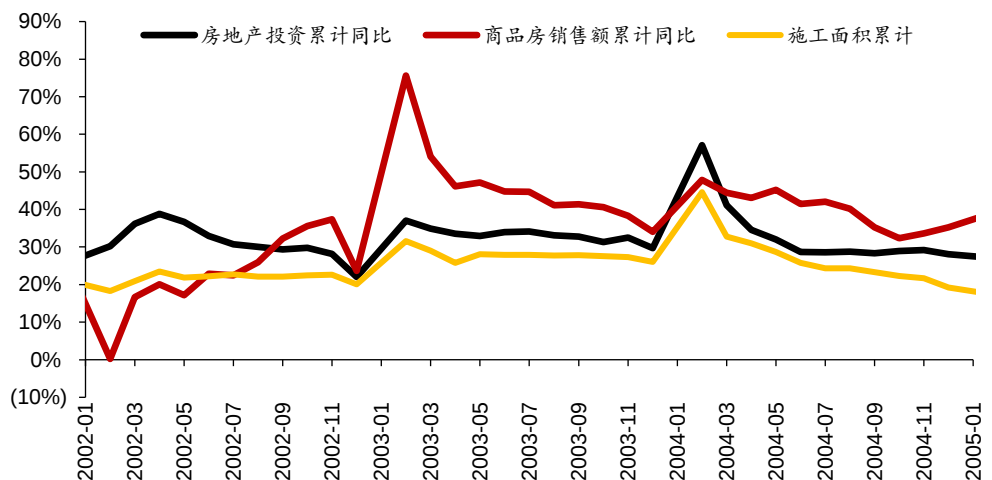
2019 年 12 月中央经济工作会议对房地产政策重提三稳，稳地价稳房价稳预期强调的是“房价不涨是前提”，通过长效机制促进房地产行业平稳健康发展。当前政策基调类似于 2019 年一季度，我们判断地产融资（信托、开发贷）最紧时刻已过，但地产企业现金流对自有资金和销售回款的依赖程度仍较大。疫情造成的复工时间延后、以及对居民购房意愿形成的冲击，可能使得一季度房地产销售受到负面影响，尤其对于投资/投机性质的购房更是如此。另一方面，2019 年全年地产施工面积同比增速较 2018 年上行，竣工面积同比由负转正，但考虑今年一季度地产企业销售和现金流可能受到疫情负面影响，地产施工和竣工可能也将承压。

图表9：考虑今年一季度地产企业销售和现金流可能受到疫情负面影响，地产施工和竣工也将承压



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：2003 年 SARS 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；但非典疫情可能推动了当时一轮地产周期确认顶部，在 2003 年 SARS 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。对于今年，我们一方面认为疫情将对今年一季度地产产业链及后周期相关消费产生冲击，但若疫情蔓延超预期，国家可能加大保障房、老旧小区改造等方面投入，作为经济托底的政策选项；另外，在因城施策的政策环境下，地方政府或根据自身情况适当放松地产政策，房价地价回落的城市出现政策放松的可能性最大。

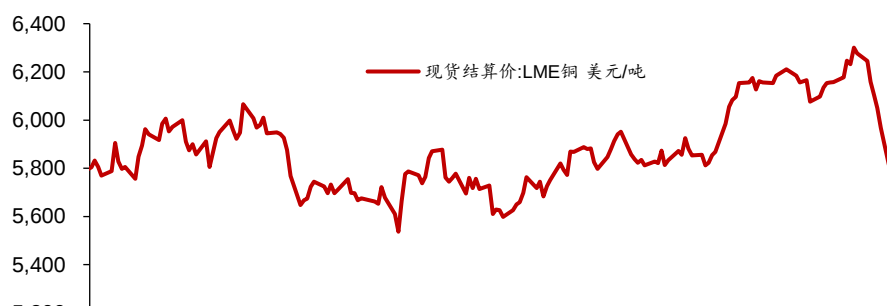
疫情可能对一季度 CPI 和 PPI 产生小幅负面影响

我们认为，全国范围内的新型冠状病毒疫情，可能对短期内的服务类 CPI 价格形成一定负面冲击。由于各地均已启动疫情响应机制，本应在春节附近较为景气的服务类消费今年普遍表现萧条，交通出行、教育文娱、生活用品及服务类 CPI 类项的环比表现可能弱于往年同期。我们目前不太担心食品价格出现持续的超预期上行，因为国家高度强调维持疫情期间的正常物价秩序、打击投机涨价行为，我们认为随着交通物流逐渐恢复正常、日用物资的正常充足供应有望得到保障，居民短期内非理性囤积生活物资的行为将逐渐平息，疫情对食品 CPI 的持续影响有限。我们仍然认为今年 CPI 高点可能在年初；疫情对全年 CPI 中枢的影响略偏负面。

2019 年 12 月 PPI 环比持平，同比增速-0.5%；2020 年 1 月份煤炭、有色、化工等行业环比仍大都为正。2019 年 11/12 月份部分工业原料生产出现扩张、11/12 月 PMI 高于荣枯线，政策工具刺激预期对价格的影响提前反映。但疫情可能影响基建、地产、制造业等领域的节后复工生产节奏，进而反映在工业品价格端；近期铜价转为下跌，我们认为是对疫情可能影响经济增长的预期反映（铜价对我国内需边际变化的预期较为敏感）。疫情对 PPI 的影响可能从 2020 年 2 月份数据开始体现，2 月份 PPI 环比可能转负。

但我们仍然认为一季度 PPI 同比可能转正。如果类比 2003 年 SARS 疫情对宏观经济的影响，工业生产有望在疫情得到控制、企业开始复工后出现补偿性反弹，则一季度 PPI 同比可能转正。

图表11： 近期铜价转为下跌，我们认为是对疫情可能影响经济增长的预期反映



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_7526

