

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：新冠疫情后的变与不变》 2020.02
- 2 《宏观：非典疫情经济走势及大类资产复盘》 2020.02
- 3 《宏观：全球债务扩张的几种大结局？》 2020.01

疫情冲击全球经济的框架与测算

从价值链看疫情的全球冲击（四）

核心观点

全球疫情蔓延已经经历了三个阶段，目前的重灾区是美国。疫情对全球经济的负面影响显著放大，我们认为有必要对疫情的全球经济影响进行重新评估。结果显示，如果不考虑全球需求冲击的外溢影响，疫情将导致意大利、法国、英国等国陷入技术性衰退，美国 2020 年全年 GDP 增速预计在 0 附近，而德国、西班牙和加拿大的财政支出规模较大，如果能够按时按量推进，将对本国的 GDP 增速起到强有力的支撑。叠加新兴市场国家面临的潜在风险，2020 年全球经济增速或在 0-0.5% 范围内。当然，疫情的进展仍会给全球经济带来较大不确定性，需要继续跟踪。

疫情经济影响的分析框架

疫情冲击之下，全球经济活动将经历“跳水”—“潜水”—“攀岩”的过程，经济增长呈现 U 型走势，其影响在于以下三个关键方面：第一，经济增速跳水有多深？在疫苗出现之前，物理隔离还是最有效的防护手段，从而造成人流、物流等快速萎缩，形同“休克”。第二，经济在底部潜水有多久？疫情发展是核心，但经济是动态运行的，重新升温需要时间。第三，经济攀岩速度有多快？政策对冲仅能起到托底的作用，休克疗法之后，疫情持久战下经济缓慢回升，疫情得到有效控制下方能见强劲反弹。

关注点一：“跳水”有多深？

疫情对于经济的冲击主要体现在四个方面：体验式的服务消费需求受到断崖式打击，商品消费需求受到结构性冲击，投资需求受制于“三座大山”，供给的萎缩是雪上加霜。疫情对全球 GDP 的影响取决于经济结构。其一，需求冲击程度与需求结构有关，其二，本国 GDP 冲击程度与外需依赖度有关，其三，全球 GDP 溢出影响与国内需求分布有关，对国外需求更多的国家，对全球的溢出影响会更大。综合主要疫情地区（除中国）的 GDP 影响和全球溢出影响，疫情冲击导致全球经济跳水深度或在 4 月达到 -14.3Pct。其中，美国的经济停滞对全球经济的影响超过了总体影响的一半。

关注点二：“潜水”有多久？

疫情持续期包括疫情从爆发到控制再到影响消散的全周期，期间由于陆续出台的严格管控措施和逐渐蔓延的居民恐慌情绪，供需两端均面临萎缩压力，经济或将基本处于停滞状态。各国的防控措施、民众习惯是预测疫情持续时间的关键。根据不同国家的各项特征，我们通过 SIR 模型对各国的疫情发展趋势进行预测。从模型的预测结果看，日韩两国与欧美国家形成鲜明对比，居民及时佩戴口罩的习惯在其中发挥了重要作用。日韩疫情已经达到或者接近拐点，而欧美国家尚需半个月到一个月的时间才能迎来拐点。疫情的拐点之后，经济的逐步“唤醒”可能还需要更长的时间。

关注点三：“攀岩”有多快？

在疫情带来的“潜水期”过后，经济的“攀岩”情况同样决定了经济复苏速度、以及经济能否回到冲击前的潜在增长率水平。谨防持续时间过长导致全球经济潜在增速、效率系统性下降。如果持续时间过长，可能导致大面积的企业倒闭，产业链断裂，全球贸易从追求效率回归到追求稳定供给。如果这种情况出现，逆全球化进程加速，全球经济长期潜在增速将明显下行。我们认为，“攀岩”速度取决于经济自我修复能力和政策空间，很大程度上是对各经济体的增长弹性、政策对冲空间与效果的大考。

风险提示：海外疫情扩散超预期、全球供应链效率降低互相制约

正文目录

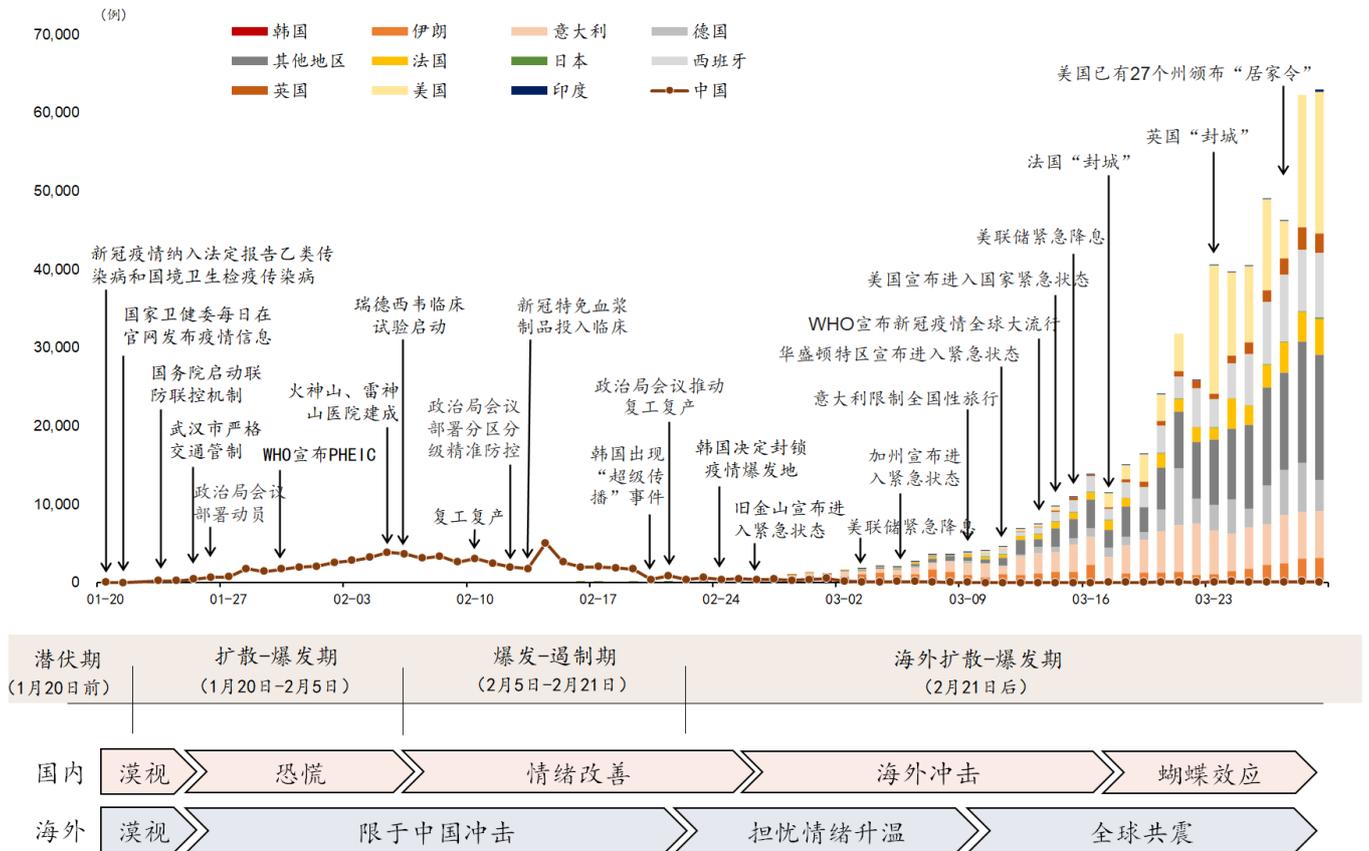
| | |
|---------------------------|----|
| 疫情冲击下的全球经济..... | 3 |
| 疫情发展的三个阶段..... | 3 |
| 经济影响的分析框架..... | 3 |
| 关注点一：“跳水”有多深？..... | 5 |
| 疫情冲击的四个方面..... | 5 |
| 体验式的服务消费需求受到断崖式打击..... | 5 |
| 商品消费需求受到结构性冲击..... | 6 |
| 投资需求受制于“三座大山”..... | 7 |
| 供给（生产）的萎缩是雪上加霜..... | 7 |
| 疫情冲击的三个层次..... | 9 |
| “跳水”深度的测算..... | 11 |
| 对本国 GDP 的直接影响..... | 11 |
| 对全球 GDP 的溢出影响..... | 12 |
| 关注点二：“潜水”有多久？..... | 14 |
| 美国：疫情新震中，短期冲击大..... | 14 |
| 欧洲：疫情重灾区，经济难复苏..... | 15 |
| 意大利：封城效果不佳，死亡率居高不下..... | 15 |
| 西班牙：感染治愈率双高，隔离效果初显现..... | 15 |
| 德国：医保体系支撑，死亡率维持低位..... | 16 |
| 法国：新增确诊未现拐点，强力措施效果可期..... | 17 |
| 英国：疫情防控错失良机，政要感染或引恐慌..... | 17 |
| 日韩：疫情逐步可控，经济修复难度降低..... | 18 |
| 基于 SIR 模型的疫情持续时间推演..... | 19 |
| 解铃还须系铃人：疫苗..... | 20 |
| 疫情“潜水期”的经济影响测算..... | 21 |
| 关注点三：“攀岩”有多快？..... | 22 |
| 自我修复能力——经济增长弹性的大考..... | 22 |
| 产业链完整度..... | 22 |
| 外需依赖度..... | 23 |
| 科技竞争力..... | 23 |
| 政策对冲效果评估..... | 24 |
| 货币政策..... | 24 |
| 财政政策..... | 25 |
| 经济修复时间评估..... | 26 |
| 落脚：疫情冲击的综合测算..... | 27 |
| 风险提示..... | 28 |

疫情冲击下的全球经济

疫情发展的三个阶段

全球疫情蔓延的第一阶段从中国开始，第二阶段以韩国和意大利为主要代表，而当前进入以美国为重灾区的第三阶段。中国在物理隔离的严格防控下，或进入收尾阶段，重点防范二次疫情的输入型风险。意大利在强制“封城”以及升级管控措施后，新增确诊病例出现下降但仍存在一定反复，疫情总体有所缓和。而截至北京时间3月31日，美国累计新冠肺炎确诊病例达到161367例，超过中国和意大利，成为全球新冠病毒确诊病例最多的国家。世界卫生组织发言人3月24日曾表示，美国有可能成为全球新冠疫情新的“震中”。疫情初期，由于美国坚持自己研发、拒绝外部检测试剂，导致大量感染者未能及时隔离，交叉感染严重，以致在检测能力提高以后确诊病例快速上涨，增速反超意大利。

图表1：全球疫情进入以美国为重灾区的第三阶段



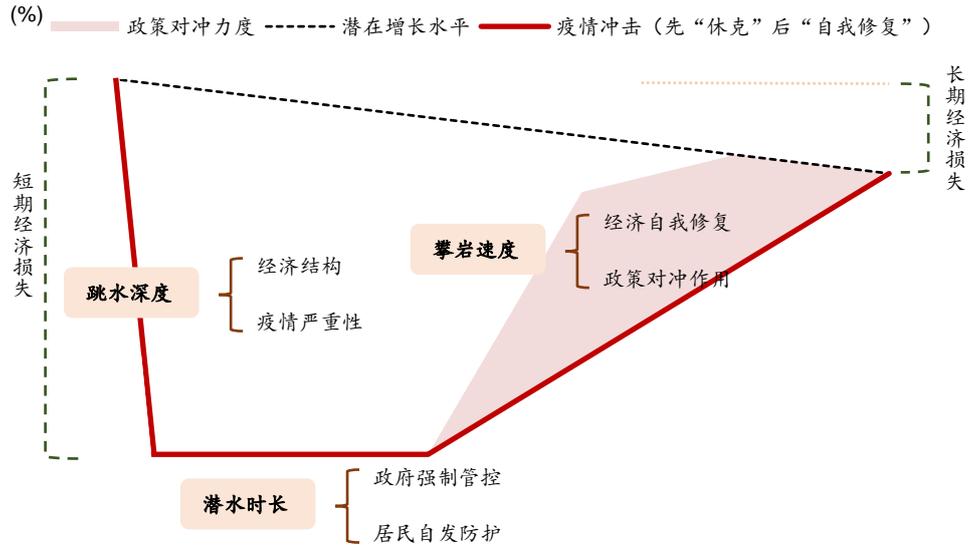
资料来源：CEIC，华泰证券研究所

疫情进入新的阶段，对全球经济的负面影响显著放大。当前，疫情在全球两大发达经济体美国和欧盟开始呈现扩散趋势，印度等头部新兴经济体也存在潜在爆发风险，中国等防输入任务艰巨，需要做好持久战的准备，人流、物流萎缩及产业链断裂对全球经济活动产生了重大冲击，我们认为有必要对疫情的全球经济影响进行重新评估。

经济影响的分析框架

疫情冲击之下，全球经济活动将经历“跳水”——“潜水”——“攀岩”的过程，经济增长呈现U型走势。首先，经济活动将在确诊人数不断攀升、居民恐慌情绪蔓延和政府管控之下陷入停滞，经济增速大幅下滑（类似于直线跳水）形成“深坑”。同时，因为疫情的发展和管控措施都将持续一段时间，经济活动也将在此期间继续保持接近停滞的状态（类似于底部潜水）。随着疫情经过高峰迎来拐点，疫情冲击逐渐减弱，对经济的负面影响也逐渐消退，经济增速以一定的斜率逐渐恢复，但是修复过程仍然艰难（类似于向上攀岩）。在以上所有过程中，财政政策和货币政策可以起到关键的对冲作用，使得疫情冲击导致的经济“坑”得到一定的弥补。

图表2：疫情对全球经济冲击的U型分析框架



资料来源：华泰证券研究所

疫情对全球经济的U型影响在于以下三个关键方面：

第一，经济增速跳水有多深？在疫苗出现之前，物理隔离还是最有效的防护手段，从而造成人流、物流等快速萎缩，形同“休克”。

第二，经济在底部潜水有多久？疫情是核心，但经济是动态运行的，重新升温需要时间。

第三，经济攀岩速度有多快？政策对冲仅能起到托底的作用，休克疗法之后，疫情持久战下经济缓慢回升，疫情得到有效控制下方能见强劲反弹。

关注点一：“跳水”有多深？

疫情冲击的四个方面

体验式的服务消费需求受到断崖式打击

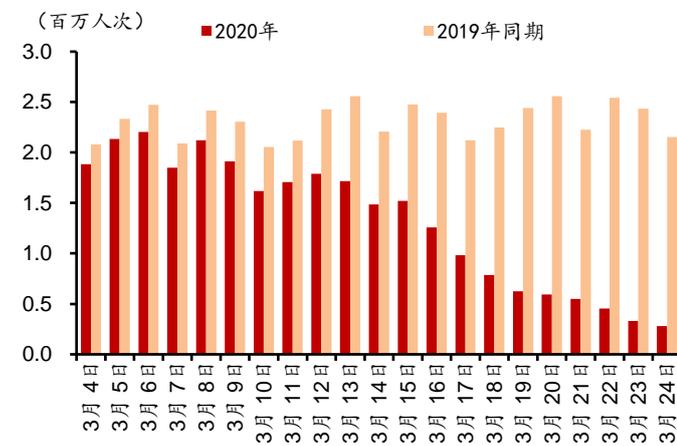
疫情对服务业需求冲击是显而易见的，其中娱乐、航空、餐饮、住宿行业的冲击尤为显著。服务业具有较强的聚集性特征，在政府禁止集会和居民自发避免聚集的影响下，服务业首当其冲。娱乐方面，主要疫情地区的周末电影票房已大幅下滑。航空方面，2020年3月20日以来美国航空客运量与2019年同期相比已经减少80%以上，全球航班数量也减少了50%以上。住宿方面，根据STR数据显示，美国酒店入住率已经由平日的60%锐减至30%。餐饮方面，主要疫情地区的餐厅就餐人数已连续多日降低100%。

图表3：全球主要疫情地区周末票房已几近归零

| 周数 | 1/31-2/2 | 2/7-2/9 | 2/14-2/16 | 2/21-2/23 | 2/28-3/1 | 3/6-3/8 | 3/13-3/15 | 3/20-3/22 | 票房走势 |
|-----|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------------|-----------|------|
| 美国 | 112,241,086 | 127,579,254 | 215,640,263 | 136,094,614 | 128,711,600 | 134,537,731 | 58,925,422 | 5,155 | |
| 英国 | 18,052,423 | 19,153,404 | 23,882,315 | 20,677,544 | 11,167,752 | 13,561,937 | 7,322,963 | 49 | |
| 德国 | 15,495,005 | 10,843,941 | 14,463,955 | 11,297,379 | 9,135,282 | 12,071,199 | 3,016,759 | 5,898 | |
| 法国 | 15,781,514 | 18,401,675 | 23,409,495 | 24,839,254 | 21,887,358 | 19,504,075 | 5,798,883 | | |
| 意大利 | 6,446,517 | 4,732,962 | 4,393,512 | 5,874,300 | 1,958,383 | 449,007 | | | |
| 西班牙 | 7,295,555 | 7,818,292 | 8,880,553 | 5,857,682 | 5,984,109 | 6,589,772 | 10,194 | | |
| 日本 | 12,041,558 | 10,350,531 | 11,036,312 | 8,334,377 | 7,915,165 | 5,852,867 | 4,882,595 | 3,856,126 | |
| 韩国 | 7,757,253 | 8,419,285 | 11,784,690 | 4,110,048 | 2,053,983 | 1,559,331 | 1,830,241 | 714,627 | |

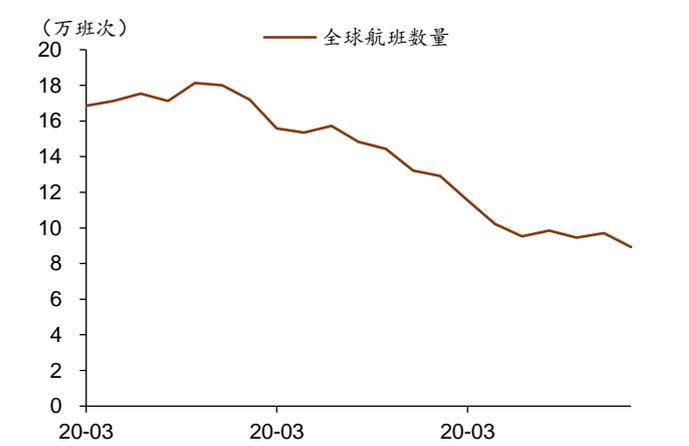
资料来源：Box Office Mojo，华泰证券研究所

图表4：2020年3月以来，美国航空客运量及2019年同期情况



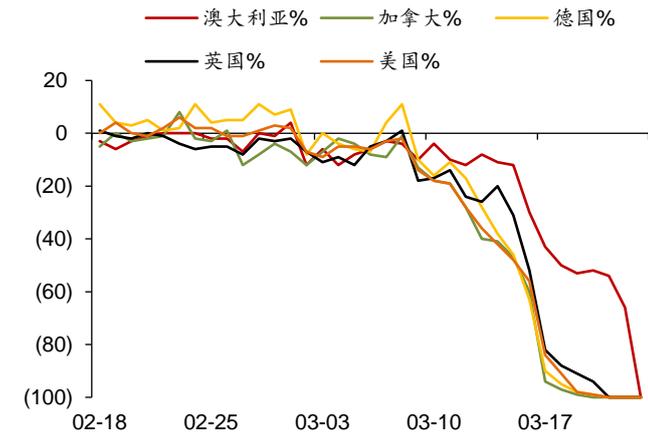
资料来源：TSA，华泰证券研究所

图表5：全球航班数量降幅超过50%



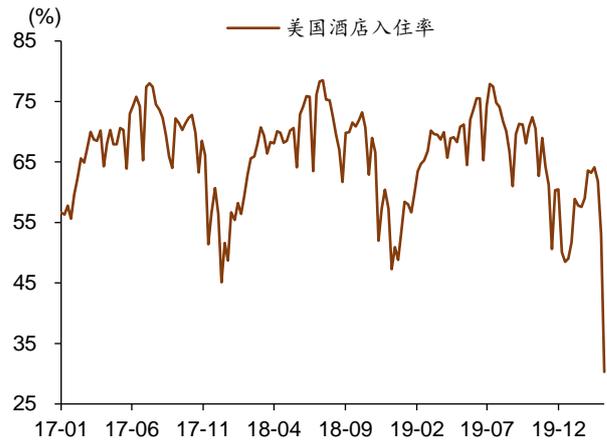
资料来源：Flightrader24，华泰证券研究所

图表6：美国餐厅实际就餐人数同比已连续多日为-100%



资料来源：TSA，华泰证券研究所

图表7：美国酒店入住率大幅下滑

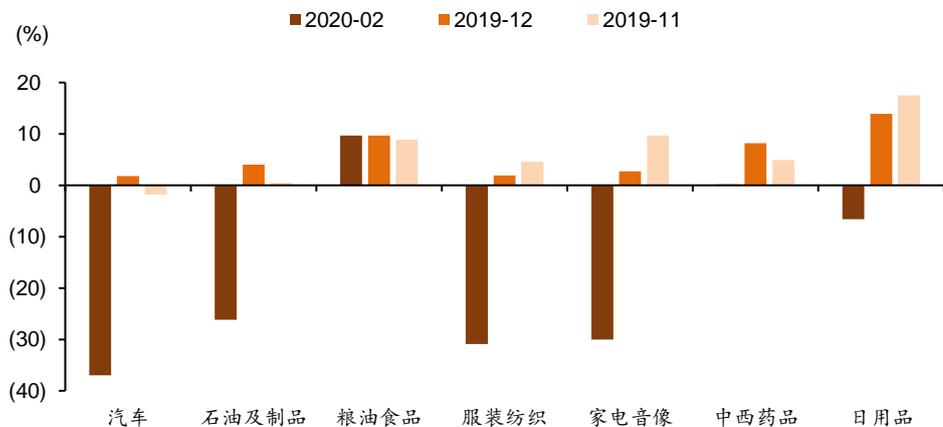


资料来源：STR，华泰证券研究所

商品消费需求受到结构性冲击

疫情对商品需求存在较强的异质性影响，恐慌采购将会使得必选消费短期有所增长，但是可选消费品将受到较大影响。从中国的疫情经验看，疫情短期内改变消费结构，必选消费稳定增长，可选消费显著下滑。与居民生活密切相关商品呈现增长态势，2020年1-2月，粮油、食品饮料类和中西药品类商品分别增长9.7%、3.1%和0.2%。相比之下，可选消费品受疫情拖累明显，金银珠宝、家具、服装鞋帽等消费被压制，同比增速分别为-41.1%，-33.5%，-30.9%。

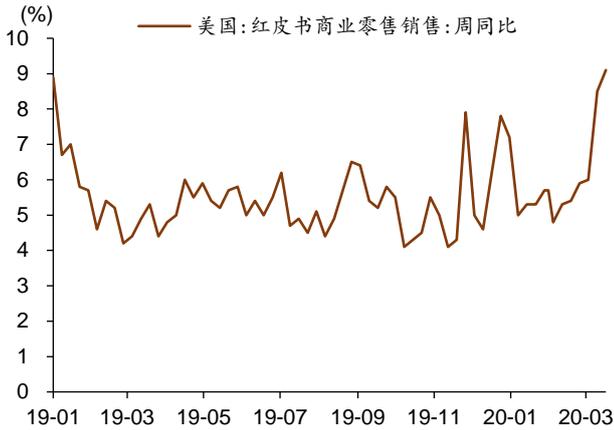
图表8：疫情短期改变消费结构，必选消费保持稳定，可选消费显著下滑



资料来源：Wind，华泰证券研究所

美国消费数据印证了商品消费的结构性差异。美国存在两大零售相关的高频指数——强生红皮书商业零售指数和Prodcos零售指数，其中，红皮书商业零售指数更加全面，包括较多的必选消费品零售数据，其在近期有所上升，原因在于疫情冲击下对生活必需品的恐慌性采购，而Prodcos零售指数包含更多的奢侈品、服装等消费，其反映的可选消费品零售已经大幅下挫。

图表9：红皮书零售指数



资料来源: TSA, 华泰证券研究所

图表10：Prodco 零售指数在近两周大幅下挫



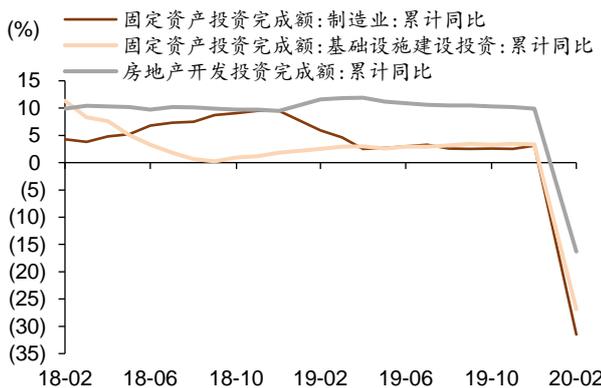
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

总体来看，疫情对服务业消费需求的冲击较大，但疫情影响下的部分商品消费不会消失，而是被相应的推迟，这使得疫情对商品消费需求的冲击小于服务业。结合中国消费数据，我们假设疫情较为严重地区的服务业消费支出平均降幅在-50%左右，考虑滞后效应的商品消费支出降低幅度在-10%左右。

投资需求受制于“三座大山”

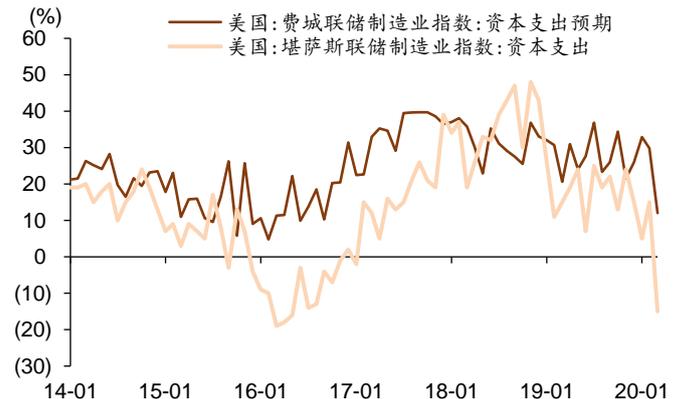
中国 1-2 月固定资产投资降幅在-20%左右，2 月单月降幅或在 30%以上。全球的投资面临更大的下行压力，主要体现在三个方面，其一，疫情直接拖累各方面需求降低，使得上游生产投资的必要性降低，其二，疫情导致了强烈的经济衰退预期，面对较大的未来不确定性，使得私人部门不敢贸然追加投资。其三，疫情冲击、石油价格战和经济衰退预期的重压危及企业债市场，企业债利差大幅上行，企业融资成本飙升，拖累投资。美国费城联储和堪萨斯联储的制造业资本支出指数均出现较大程度下滑，预示资本支出将受到较大的影响。因此疫情冲击、石油价格战和经济衰退预期，构成了投资的三座大山，我们假设投资降低-20%左右。

图表11：中国 1-2 月固定资产投资大幅下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表12：美国资本支出预期指数预示投资下滑



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

供给（生产）的萎缩是雪上加霜

工人隔离和工厂关闭对企业生产造成严重阻碍。尽管国内疫情从2月中下旬开始逐渐得到控制，但较多海外国家由于初期防控不力，海外新冠病例从2月底开始集中爆发，截至3月31日，海外累计病例数已接近国内的9倍。随着新冠肺炎疫情在全球范围蔓延，各国开始采取严格的人员活动/流动限制等管制措施，截止3月30日，丰田、本田、戴姆勒、通用、大众、宝马、福特等14家主流跨国汽车集团宣布停产，全球范围内已经关停的工厂超过100家。

图表13: 全球主要汽车企业停产情况 (截至3月30日)

| 公司 | 区域 | 停产工厂 | 停产时间 | 复产时间 | | |
|----------|---------|-----------|-------|----------|-------|-------|
| 丰田 | 北美 | 北美所有工厂 | 3月23日 | 3月25日 | | |
| | | 欧洲 | 法国工厂 | 3月17日 | - | |
| | 亚洲 | 英国工厂 | 3月17日 | - | | |
| | | 捷克工厂 | 3月17日 | - | | |
| | | 土耳其工厂 | 3月17日 | - | | |
| | | 波兰工厂 | 3月17日 | - | | |
| | | 葡萄牙工厂 | 3月17日 | - | | |
| | | 菲律宾工厂 | 3月18日 | 预计4月 | | |
| | | 日本5家工厂 | 4月3日 | - | | |
| | | 本田 | 北美 | 北美所有工厂 | 3月23日 | 3月28日 |
| 通用 | 欧洲 | 英国斯文顿工厂 | 3月18日 | - | | |
| 通用 | 北美 | 美国工厂 | 3月19日 | 3月30日 | | |
| | | 加拿大工厂 | 3月19日 | 3月30日 | | |
| | | 墨西哥工厂 | 3月19日 | 3月30日 | | |
| 戴姆勒 | 欧洲 | 欧洲30家工厂 | 3月18日 | 3月31日 | | |
| | 北美 | 美国2家工厂 | 3月25日 | 4月8日 | | |
| 大众 | 欧洲 | 意大利兰博基尼工厂 | 3月12日 | 3月25日 | | |
| | | 西班牙西雅特工厂 | 3月16日 | 4月27日 | | |
| | | 德国保时捷工厂 | 3月18日 | 4月1日 | | |
| | | 欧洲大部分大众工厂 | 3月20日 | 4月3日-10日 | | |
| | | 比利时奥迪工厂 | 3月20日 | - | | |
| | | 德国奥迪工厂 | 3月20日 | - | | |
| | | 匈牙利奥迪工厂 | 3月20日 | - | | |
| | | 捷克斯柯达工厂 | 3月20日 | 4月3日 | | |
| | | 宝马 | 北美 | 墨西哥奥迪工厂 | 3月20日 | - |
| | | 宝马 | 欧洲 | 欧洲所有宝马工厂 | 3月20日 | 4月19日 |
| 英国MINI工厂 | 3月23日 | | | 4月17日 | | |
| 英国劳斯莱斯工厂 | 3月23日 | | | 4月6日 | | |
| 非洲 | 南非罗林斯工厂 | | 3月20日 | 4月19日 | | |
| 福特 | 北美 | 美国工厂 | 3月30日 | 4月6日前 | | |
| | | 墨西哥工厂 | 3月30日 | 4月6日前 | | |
| | 欧洲 | 欧洲所有工厂 | 3月19日 | - | | |

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_6123

