

首席观点
2020年3月11日

与病毒共存： 下调中国经济年度预测

丁安华 招商银行首席经济学家
☎ 0755-83146635 ✉ dinganhua@cmbchina.com

感谢谭海鸣、谭卓、王炳、韩剑、步泽晨、杨薛融、成亚曼对本文的贡献。

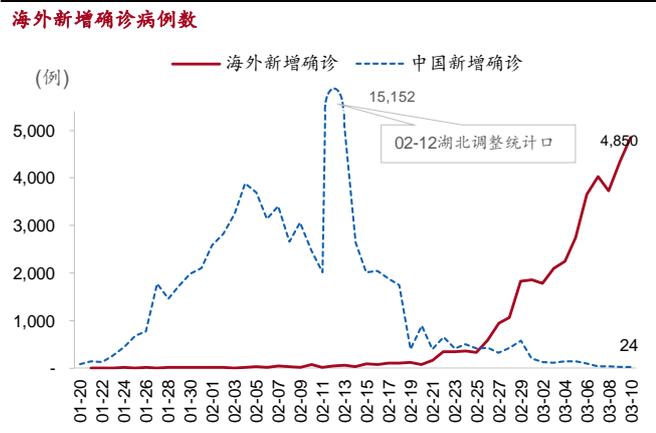


一、全球股票市场大跌：对大流行的担忧升温

(一) 资本市场对疫情的反应

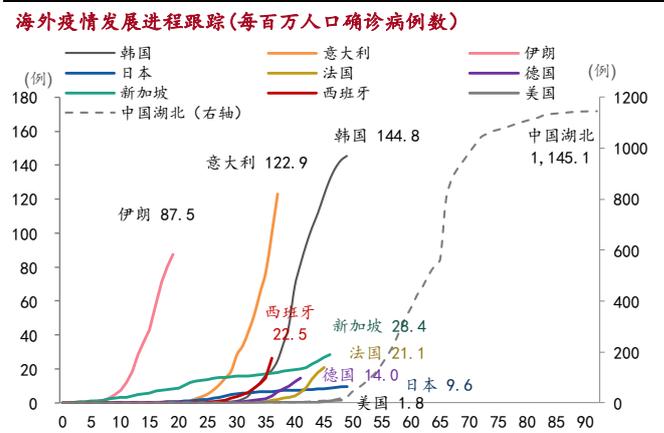
新冠肺炎疫情出现至今，形势发生新的变化：从一个区域性的传染病 (epidemic) 逐步向全球大流行病 (pandemic) 演变。中国作为疫情的始发地，在空前严厉的防控措施下，新增确诊病例不断衰减；进入三月份，新冠病毒在海外出现快速蔓延势头，全球一百多个国家均出现确诊病例，对疫病在全球大流行的担忧上升 (图 1, 2)。

图 1：新冠病毒海外新增确诊病例数



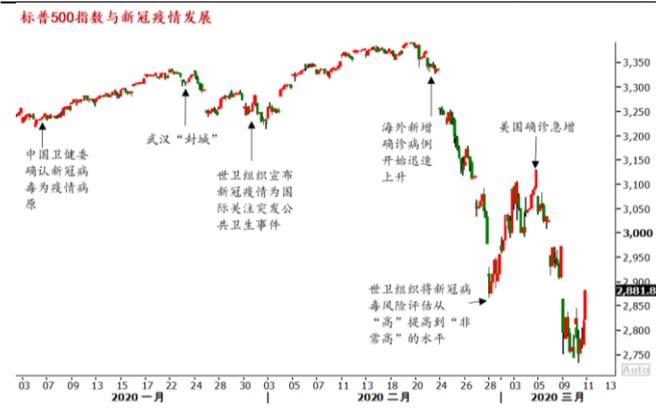
资料来源：国家卫健委、招商银行研究院

图 2：从区域性传染病向全球大流行演变



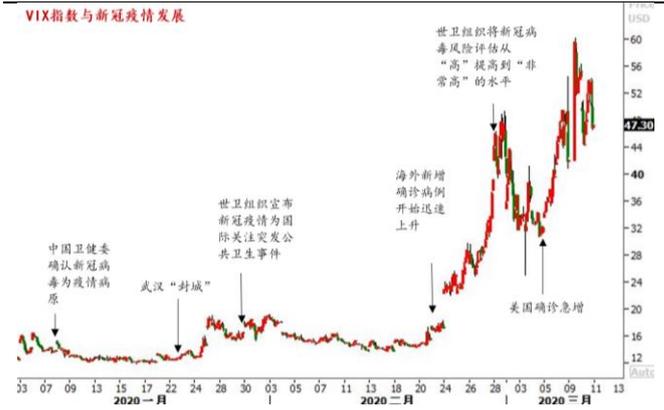
注：含累计确诊数>500例的国家。各地首例确诊日期为第 0 天。
资料来源：Wind、招商银行研究院

图 3：全球股票市场的反应模式



资料来源：路透、招商银行研究院

图 4：VIX 指数：全球大流行的忧虑上升



资料来源：路透、招商银行研究院

从全球资本市场的反应模式看，新冠病毒春节期间在中国的传播，投资者将其视为短期和局部的冲击，市场并没有作出强烈反应。直到二月下旬，也就是武汉封城一个月后，新冠病毒逐步蔓延至多个国家，全球市场才开始出现剧烈波动 (图 3, 4)。市场的恐慌情绪明显升温，加之石油价格暴跌的催化，3月9号美国道琼斯指数出现历史上最大的当日跌幅。

（二）疫情演变的可能前景

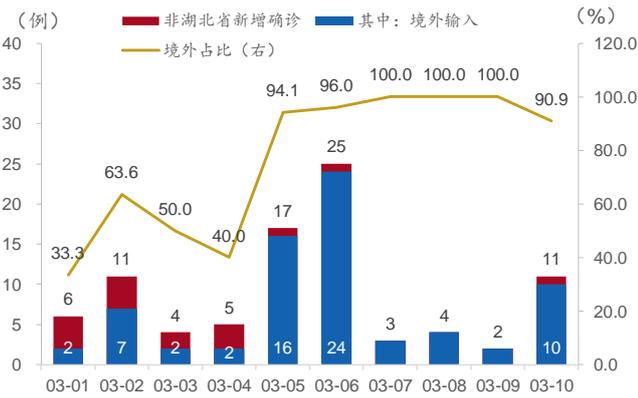
2月28日，世界卫生组织（WHO）将新冠肺炎全球风险级别从此前的“高”上调至“非常高”。越来越多的流行病学专家认为，新冠疫情很可能演变成为全球性大流行病。

一方面，海外疫情的快速恶化给我国的疫情防控带来了新的压力，“外防输入”压力上升。近期，北京、甘肃、浙江、上海、广东、宁夏均出现境外输入病例，分别来自伊朗、意大利和英国。3月5日之后，境外输入病例已占我国湖北省外地区每日新增确诊病例的90%以上（图5）。

另一方面，海外疫情爆发呈现出更加令人担忧的特征。一是部分国家新冠疫情的蔓延速度显著快于我国。根据WHO公布的数据，韩国和意大利从开始爆发到确诊人数达百万分之五仅用了3天时间，中国此前用了5天；而韩国确诊病例数达到百万分之24的占比只用了8天，而中国用了15天。二是海外整体疫情死亡率高于我国非湖北地区（图6）。这一差异可能与这些国家的检测能力相关。

图5：境外输入病例成为新的风险点

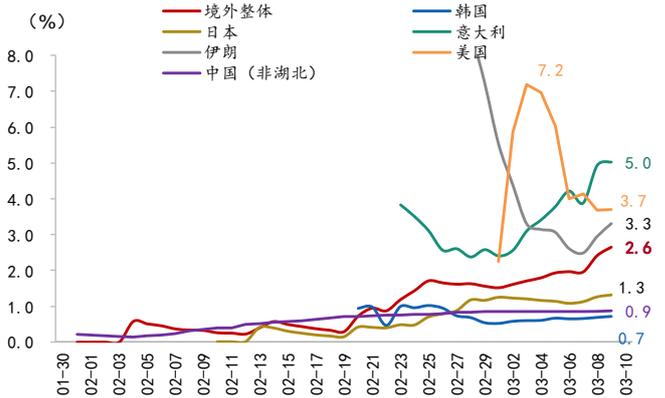
3月以来境外输入病例占比



资料来源：Wind、招商银行研究院

图6：海外整体疫情死亡率显著高于我国非湖北地区

境外与我国非湖北地区确诊死亡率



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）经济影响：与病毒共舞

新冠疫情在全球的蔓延，出现了一些新的特征。此前我们基于SARS疫情经验对经济活动的评估，相当程度上已经失去说服力。

一是从疫情的性质上，新冠病毒的传染力极强，具有无病症传染的特征。超过一半的新冠病毒感染者在初期并不发热，仅有轻微症状甚至无症状，但仍具有传染性，隐形病患给防控带来极大的压力。二是从疫情的防控思路上，各国的做法差异明显。部分国家采取“流感化防控”，即所谓“佛系防控”策略，重点检测、重症收治，尽量降低重症患者的死亡率。这意味着新冠病毒也将“流感化”，难以像SARS病毒一样彻底消失，病毒与人类长期共存，成为随时可能卷土重来的季节性疾病。而随着疫苗的出现，未来新冠病毒死亡率大概率也将“流感化”。

因此，从疫情影响的时间长度和空间范围上，新冠病毒与SARS不同。在疫苗出现之前，新冠

病毒对全球经济活动将施加持续的负面影响。因防疫隔离政策和人们自愿扩大的社会距离 (social distancing)，将明显制约生产效率，并抑制市场主体的消费、投资和贸易活动。

疫情爆发期间，我国采取了近乎全面封锁的强力防控措施，以经济生活全面停顿为代价，取得了“战疫”的阶段性胜利。问题是，从全球角度，既然新冠病毒短期内不会消失，我们就要学会与病毒共存。在扩大的社会距离下，恢复经济社会生活的正常运行。公共政策上，需要认识到此次疫情的持久性，切忌抱有“毕其功于一役”的决战心态，寄希望于短期内根除病毒。

二、一季度经济预测：出现负增长

(一) 消费支出：关键影响因素

从我国经济的季节运行特征看，一季度主要是由消费驱动。过去五年，消费支出贡献一季度GDP增长平均为70.7% (图7)。原因不难理解：春节假期对中国人来说，意味更少的工作，更多的旅行和消费。所以，判断一季度的增长速度，重点是消费支出的增长。

不幸的是，疫情对经济活动的冲击，以消费为甚。疫情防控要求居家隔离，居民出行受限，外出消费大幅萎缩；同时改变了消费结构，使得部分线上消费替代了线下消费，可选消费明显下降，卫生健康支出上升。

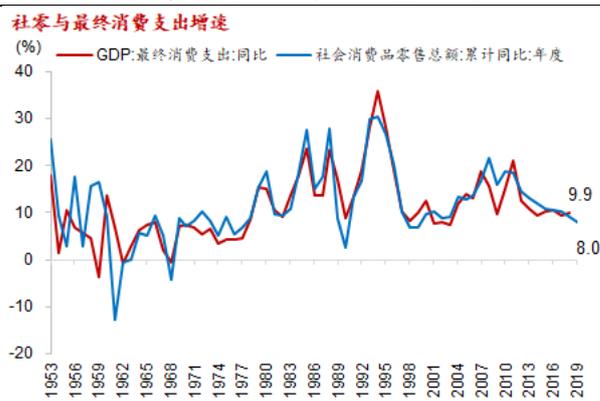
观察消费活动的变化，主要以社会消费品零售总额为替代数据。虽然国民经济统计中的最终消费支出与社会消费品零售总额的口径有所差异，但两者的相关关系一直比较稳定 (图8)。

图7：最终消费开支对季度GDP增长的贡献



资料来源：Wind、招商银行研究院

图8：消费品零售总额与最终消费开支增长

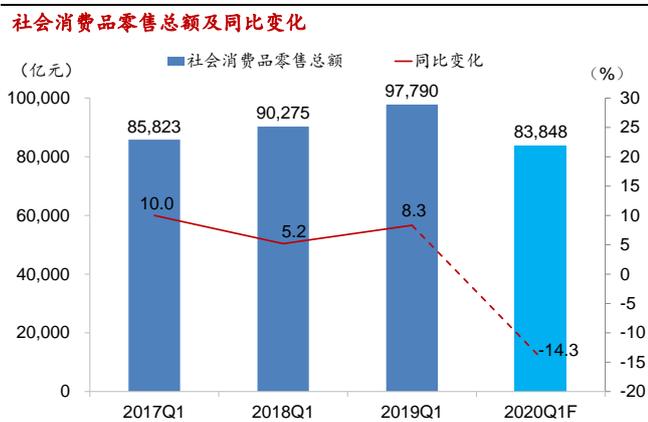


资料来源：Wind、招商银行研究院

测算疫情对消费开支的影响，我们通过限额以上企业商品零售总额的行业数据，推算社会消费品零售总额的变化，进而估算一季度消费支出的增长。值得注意的是，疫情对各项消费的影响并非线性，需要考虑疫情冲击程度、防疫措施强度、假期和复工进度的不同影响。根据上述方法，略去复杂的测算细节，我们预计一季度社会消费品零售总额约为83,848亿元，同比下降13,942亿

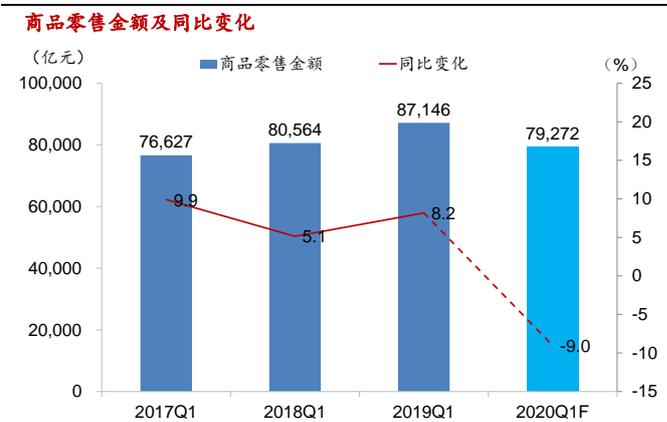
元，降幅 14.3%（图 9）。其中，商品销售金额约为 79,272 亿元，同比下降 7,873 亿元，降幅 9%（图 10）；餐饮业收入约为 4,576 亿元，同比减少 6,069 亿元，降幅 57%。

图 9：预计一季度社消同比增长-14.3%



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 10：预计一季度商品销售同比增长-9%

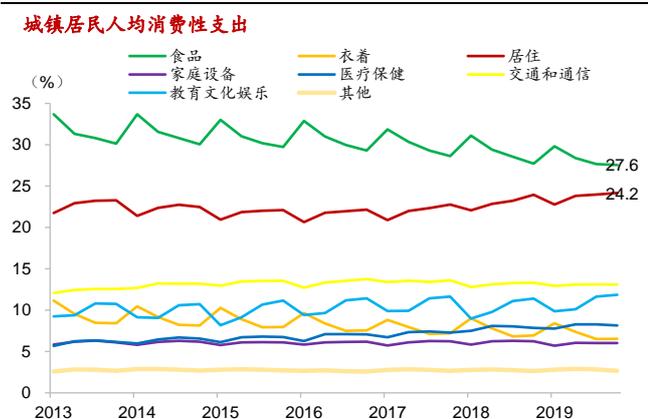


资料来源：Wind、招商银行研究院

历史上，GDP 统计中最终消费支出受负面冲击的幅度，要显著小于社会消费品零售总额的下降的幅度（图 8）。其中原因：一是社消零售总额不包括服务消费，而在涉及服务消费的几个领域中，居住性消费占有较大比重，且采用虚拟支出的方式进行统计，受疫情影响不大。二是最终消费支出包括居民和政府两部分，疫情期间政府通过加大卫生防疫投入、加大中央转移支付力度、提前下拨相关财政拨款等方式，大幅增加了相关消费支出。截至 3 月 4 日，各级财政已安排疫情防控补助资金超过 1,105 亿元，这一定程度上能够对最终消费支出形成支撑。三是居民自产自用的产品不计入社会消费品零售总额，但很可能被统计在居民最终消费支出中。例如虽然餐饮业收入大幅下降，但这部分需求很可能通过家庭内部化而计入最终消费支出（图 11）。

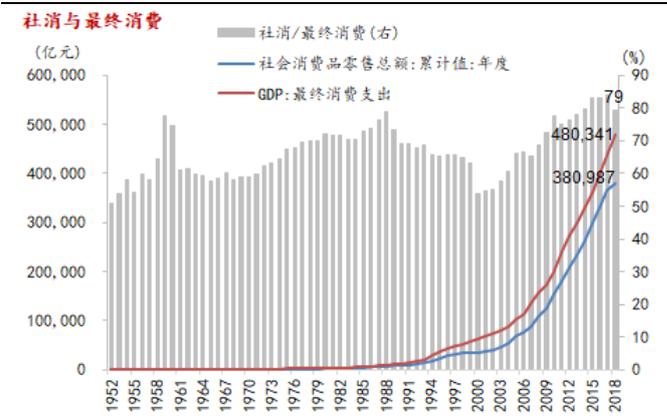
据此，根据社消零售总额与最终消费的关系（图 12），考虑到一季度服务类消费支出的结构性变化，测算出最终消费支出将拖累一季度名义 GDP 同比增速 1.4 个百分点。

图 11：占比较高的食品和居住消费受疫情冲击较小



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 12：社会消费品零售总额与最终消费支出比例



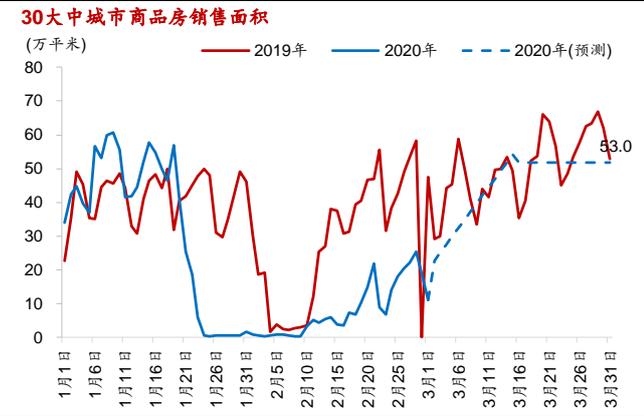
资料来源：Wind、招商银行研究院

(二) 投资支出

房地产投资

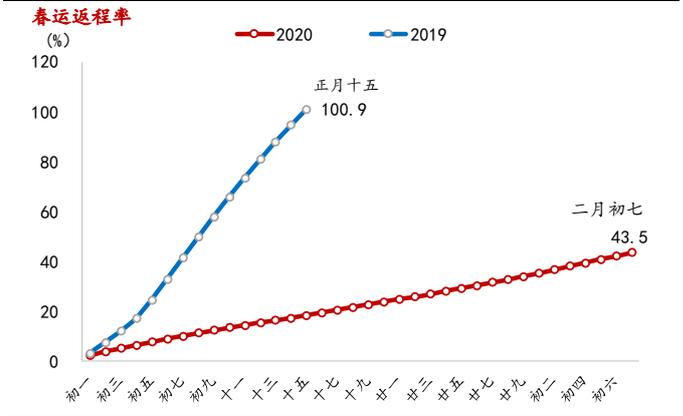
疫情冲击下房企销售活动暂停，春节假期后商品房销售面积同比增速修复速度远低于历史同期水平。2月份商品房销售面积同比大减76%。假设商品房销售在2月末3月初开始逐渐修复，于3月下旬修复至春节前的正常水平（图13），一季度商品房销售面积同比增速将滑落至-27%。销售回款占据房企资金来源的半壁江山，这将影响房企拿地、开工等资本开支，进而对房地产投资形成拖累。从百城土地成交情况来看，房企拿地面积、拍地金额同比增速均出现大幅下滑。

图 13：一季度商品房销售面积预测



资料来源：Wind、招商银行研究院

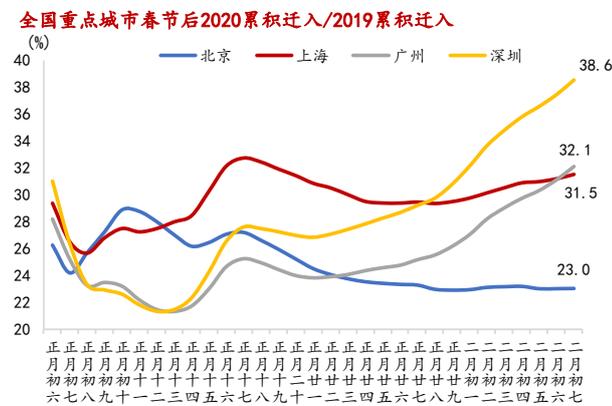
图 14：2020 年春运返程进度远低于历史同期



资料来源：交通部、招商银行研究院

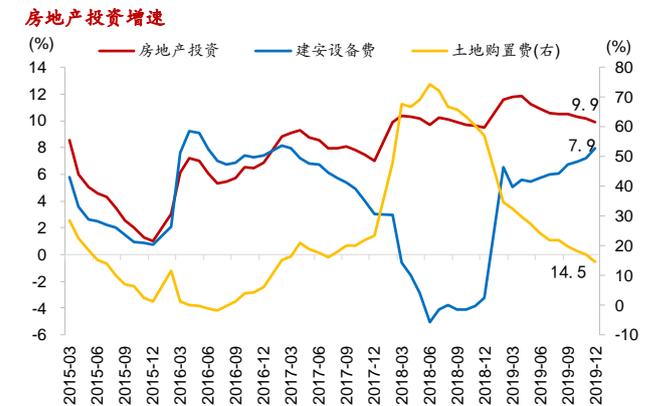
此外，由于开工、施工需要大量的劳动力，疫情期间人员流动受限，拖累了房地产投资进度（图14，15）。根据各地政府部门和住建部门的要求，房企复工的时间起点大致在2月下旬。假设房企的复工率由50%逐步上升，至3月第三周恢复至100%，预计一季度房地产投资增速将滑落至-12%（图16）。其中建安设备费投资同比增速下滑至-7%，土地购置费同比增速下滑至-20%。房地产投资增速的下滑将对一季度名义GDP增速产生0.6个百分点的拖累。

图 15：2020 年一线城市春节后迁入率低于 40%



资料来源：交通部、百度迁徙、招商银行研究院

图 16：房地产投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

基建投资

基建施工在 2 月受到大幅拖累。作为“稳增长”的主要抓手，随着复工节奏加快，以及逆周期调节政策发力，3 月起基建投资增速将会向上修复。事实上，一季度基建的资金来源相对充裕，1-2 月地方政府专项债发行 9,498 亿元，较去年同期大幅增长 6,237 亿元（图 17）。可见，基建投资增长的瓶颈主要在于复工进度。

从结构上看，在政策支持下，5G 商用、人工智能、工业互联网、物联网等“新基建”的同比增速将以更快速度反弹。但由于传统基建项目在 18.2 万亿的基建投资中占据 80% 以上的比重，传统基建的增速对经济的支撑作用更大。

据我们的调研信息，目前基建项目的复工率要显著慢于其他行业。假设 3 月基建的复工率由 30% 逐步上升至 100%，并假设基建投资额较节前增加 80%，且基建项目赶工、3 月下旬每周工作 6 天，那么一季度全口径基建投资增速将滑落至 -1.6%（图 18），拖累一季度名义 GDP 增速 0.1 个百分点。

图 17：一季度专项债发行规模大幅高于去年同期

地方政府专项债发行规模



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 18：基建投资同比增速

基建投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

制造业投资

制造业投资增速与经济景气度高度相关。企业根据现金流、订单量、利润、库存、产能利用率等指标来进行资本开支规划。疫情冲击下，制造业投资增长面临多重压力：

首先，由于很大一部分返工人员面临出行限制和 14 天隔离要求，企业也需要取得防疫验收许可，复工困难重重。即便已经复工的企业，也可能面临用工难、用工荒、防疫物资和原材料短缺的局面。复产率/产能利用率上升的斜率相较复工率更为平缓，将极大制约制造业企业的资本开支意愿。

其次，制造业的产业链辐射范围极大，疫情对某个行业/企业的冲击将沿产业链扩散/蔓延，可谓“牵一发而动全身”。严格的防疫措施下人流物流受限，供应链/产业链破裂，部分抗风险能力较差的企业/行业可能面临严重困难，拖累整个制造业的运行效率。

再次，疫情冲击下营收承压，加剧了企业现金流的紧张程度。流动性风险也可能沿产业链传导。据招商银行小微企业调研，52.3%的制造业企业预计今年上半年营收将同比减少 20%以上，预计营收降幅超过 50%的制造业企业占比达 9.1%。64.8%的制造业企业表示现金流支撑企业经营的时间在 3 个月以内，其中不超过 1 个月的占 20%。

基准情形下，2020 年一季度制造业投资增速下滑至-9%（图 19），对一季度名义 GDP 增速产生约 0.7 个百分点的拖累。相对而言，与基建相关的上游制造业投资或好于下游。此外，还要观察存货投资的变化，截至 3 月第一周，钢铁、石油焦、煤炭行业的库存数据，较去年末变化分别为 228%、2%、-8%（图 20）。考虑存货投资的影响，一季度工业品存货同比增加 4.9%，拉动 GDP 同比增速约 0.3 个百分点。

图 19：制造业投资增速



资料来源：Wind、招商银行研究院

图 20：钢铁库存增加或驱动工业企业库存上升



资料来源：Wind、招商银行研究院

（三）净出口：影响中性

新冠疫情中断了第一阶段贸易协议后我国进出口温和恢复的态势（图 21）。2020 年 1-2 月我国出口同比增速-17.2%，进口同比增速-4%，均较 2019 年 12 月大幅下滑，贸易差额由正转负，表明疫情对出口产生了显著冲击。预计海外疫情的快速扩散将对我国进出口形成持续的负面影响。

预计一季度出口增长将大幅滑落，原因是疫情对贸易供应链的负面冲击。每年 3-4 月是海外

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_6620



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn