



# 疫情对金融市场影响几何

2020年2月26日

## 投资要点

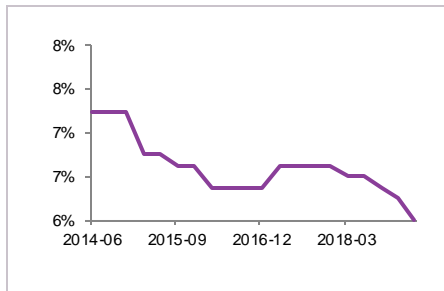
**分析师：李奇霖**

执业编号：S0300517030002  
电话：010-66235770  
邮箱：liqilin@y kzq.com

**分析师：张德礼**

执业编号：S0300518110001  
电话：010-66235780  
邮箱：zhangdeli@y kzq.com

### 近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

### 相关研究

- 《稳增长之年——评 1206 政治局会议》  
2019-12-06
- 《贸易顺差可能继续收窄——评 11 月进出口数据》  
2019-12-08
- 《警惕低存栏下猪价反弹压力——评 11 月物价数据》  
2019-12-10
- 《一文看懂中央经济工作会议》  
2019-12-12
- 《经济底部已经出现——评 11 月经济数据》  
2019-12-16

### 疫情对金融市场影响几何

新冠肺炎疫情大范围蔓延，至今已有一个多月，对宏观经济、微观主体和各行各业，都产生了很大冲击。从最新数据看，新冠肺炎在国外扩散的同时，在国内已经得到了很好控制，各类防疫措施取得积极成效。

但金融市场对疫情拐点的预期走得更前，A 股早已修复春节后第一个交易日的缺口，创业板还创下近期新高。债券市场对疫情好转的预期也已做充分定价，新增人数持续减少、临床用药试验取得进展等利好信息已经很难让收益率发生波动。

股票市场短期最大的矛盾是估值走在了业绩前面，春节后的股票走势似乎无视了疫情对经济基本面的影响，走的是政策和流动性的行情。中长期看，资本市场对实体经济的支持作用会被提高到更重要的位置，各类改革措施也会继续出台。稳增长压力下，政策也会对风险资产形成利好。考虑到 A 股当前的估值水平在全球范围来看也具有吸引力，如果不发生全球主要股票市场大跌的情形，A 股并不存在全局的系统性风险。对投资者而言，关键是要择时和把握好板块轮动的节奏，交易波动率。

对债券市场而言，我们认为风险策略>杠杆策略>久期策略。尽管现在收益率曲线较为陡峭，但并不推荐久期策略。目前的收益率已经到了低位，机构难免畏高，继续拉长久期做多疑虑，长端收益率难以顺畅下行。更重要的是，久期策略交易是看边际的，比较适合在经济增长和实体融资需求确定性下行的趋势里做，在后续稳增长预期非常一致的当下，在纯博弈的环境里做久期策略不确定性太强。

### 风险提示：疫情海外扩散



## 目 录

一、复工的博弈.....	3
二、防疫经济两手抓.....	4
三、疫情如何影响金融市场 .....	7

## 图表目录

图表 1： 今年春运返程客运量，相比于往年大幅回落.....	4
图表 2： 工程器械全国开工率大幅低于 2019 年农历同期.....	5
图表 3： 目前产业链转移未见市场悲观情绪.....	5
图表 4： 疫情结束后面临着较大的稳增长压力 .....	6
图表 5： 陡峭化的收益率曲线.....	7



新冠肺炎疫情大范围蔓延，至今已有一个多月，对宏观经济、微观主体和各行各业，都产生了很大冲击。从最新数据看，新冠肺炎在国外扩散的同时，在国内已经得到了很好控制，各类防疫措施取得积极成效。

但金融市场对疫情拐点的预期走得更前，A股早已修复春节后第一个交易日的缺口，创业板还创下近期新高。债券市场对疫情好转的预期也已做充分定价，新增人数持续减少、临床用药试验取得进展等利好信息已经很难让收益率发生波动。

## 一、复工的博弈

近期市场关注的焦点，从疫情本身转移到复工上来。我们认为，考虑到防范疫情扩散、医疗物资短缺和产业链协同的复杂性，对复工趋势应谨慎乐观。

第一，复工的博弈。新冠肺炎潜伏期长、传染性强，相比于SARS更难防范，影响范围更广，对经济的冲击更大。对地方政府而言，如何复工是个博弈问题。一方面，地方政府担心复工后疫情再次扩散的风险，媒体报道已有10多起复工感染的案例。另一方面，近年各类主体的杠杆率都明显上升，抵御风险的能力下降，不复工又有经济增长下行、信用违约上升的风险。

对地方政府来说，要做到风险最小化，实现增长与风险的平衡，要么不复工，要么复工+强监管（多层行政审批）。

第二，基本医疗物资短缺。防范复工后的交叉感染风险，基本医疗物资需得到有效保障，但目前这些仍处于紧缺状态。以口罩为例，目前全国非农就业人口5.7亿，按照防疫要求，保守估计口罩的日均需求也在2亿个以上。但据2月21日总理视察某口罩生产企业后的官方报道，当天国内的口罩产能是4300万只/天。由于生产设备短缺+口罩生产车间洁净要求高+原料、物流、人工短缺+收购非市场化+需求的不确定性，国内口罩产能难以快速上升。而在新冠肺炎海外加速扩散的情况下，口罩进口量也有限。

第三，复工存在协同问题。不同地区、不同行业的复工节奏不一样，疫情严重地区、劳动密集型行业生产受冲击较大，会通过产业链上下游影响到其它地区和其它行业的生产。此外，由于采取了严厉的隔离措施，交通、物流受阻，原材料价格上涨、运输时间拉长，也增加了复工难度。

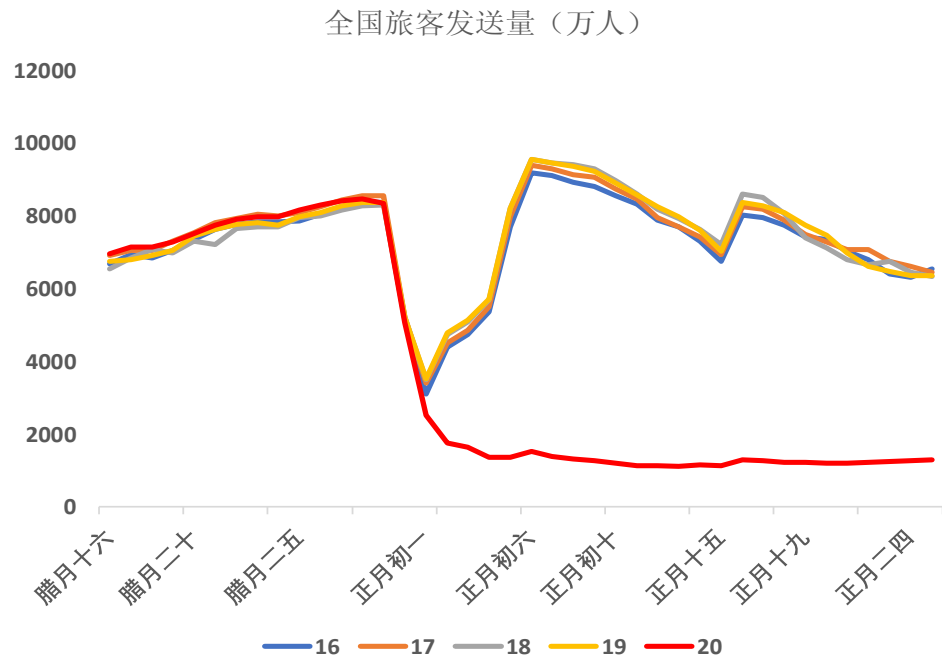
对企业来说，还面临着是否复工的抉择。不复工需要支付租金和工资，但一旦复工后发生交叉感染，企业损失更大。部分企业可能选择通过降低工资、与业主协商降低租金等方式，渡过难关。

第四，复工复产需要以人员返程为基础。2019年春节节前15天客运量11.21亿，节后25天18.60亿，今年春节前15天客运量为11.43亿人，春节后25天客运量3.33亿，同比下降82.1%。

返程缓慢，一方面是因隔离措施依然很严格，另一方面则是返程后需要隔离，而且由于复工存在协同问题，即使返程了也可能难以正常工作，因此会有人选择延期返程。



图表1：今年春运返程客运量，相比于往年大幅回落



资料来源：交通运输部、粤开证券

## 二、防疫经济两手抓

新冠疫情在冲击生产的同时，在需求端也有很大冲击。总的来说，服务相比于消费受影响更大，线下消费相比于线上消费受影响更大。

消费和服务方面，餐饮业、酒店业、旅游业和影视业受影响更加明显。以餐饮业为例，中国餐饮业预计全年收入在 4.5 万亿左右，全年净利润在 3000 亿左右。餐饮业每年的刚性成本支出（房租、人工、原材料等）大约 1.35 万亿，分摊到每个季度大约 3400 亿左右。在疫情一季度能够得到有效控制、疫情结束后餐饮消费能够恢复正常的乐观情形下，仅一季度的刚性支出就能把全年的净利润都亏损掉。

固定资产投资方面，由于原材料运输受阻和价格上涨，以及工人返程慢，固定资产投资骤降。根据铁甲网的统计，全国挖掘机、装载机、压路机、混凝土搅拌运输车等设备的开工率目前只有 15% 左右，而去年农历同期在 50% 左右。下游需求大幅下降，导致上游的钢材库存累积。



图表2： 工程机械全国开工率大幅低于2019年农历同期



资料来源：铁甲网、粤开证券

出口方面，疫情同样有负面拖累。一是新冠肺炎列入“国际关注的突发公共卫生事件”对中国出口的直接影响较小，更多是间接的。中国经济体量在全球的占比，从2003年的3.61%上升到2018年的15.84%。作为全球最重要的增长引擎，疫情冲击内需的同时，也会通过进口渠道影响到中国主要贸易伙伴增长，进一步又会对中国的出口形成负反馈。二是疫情正在海外扩散，亚洲尤为明显，这可能会拖累全球经济增长，从而恶化中国的外需环境。

疫情对产业链转移的影响较小，市场对此要比贸易冲突时期乐观些。尽管替代中国产业链并非易事，但中长期看仍需加快自主创新。

图表3： 目前产业链转移未见市场悲观情绪



资料来源：Wind、粤开证券



今年是全面建成小康社会的最后一年，从近期的几次重要会议看，这是需要完成的任务。即使是考虑到第四次经济普查的影响，全年 GDP 增速也需要达到 5.6% 左右才能实现两个翻一番。如果一季度因疫情冲击，GDP 增速降到 3% 以下，后面三个季度的平均 GDP 增速需要到 6.3% 以上，因此稳增长将是全年的政策主基调。

图表4： 疫情结束后面临着较大的稳增长压力

2020年一季 度GDP增速	2020年一季度 GDP（亿元）	2020全年经济 增速目标	2020年剩余三个 季度GDP（亿元）	2020年后三季度 经济所需GDP增速
0.0%	172825	5.60%	651414	7.2%
0.5%	173689	5.60%	650549	7.1%
1.0%	174553	5.60%	649685	6.9%
1.5%	175417	5.60%	648821	6.8%
2.0%	176282	5.60%	647957	6.6%
2.5%	177146	5.60%	647093	6.5%
3.0%	178010	5.60%	646229	6.3%
3.5%	178874	5.60%	645365	6.2%
4.0%	179738	5.60%	644501	6.1%
4.5%	180602	5.60%	643636	5.9%
5.0%	181466	5.60%	642772	5.8%

资料来源：Wind、粤开证券

财政政策需要更加积极。一是加大定向减税降费力度，在收入端宽财政，比如疫情的中心湖北省，以及住宿餐饮、文体娱乐、交通运输、旅游等受疫情影响严重的行业。二是赤字率提高到甚至突破 3%。三是新增专项债扩容，提高到 3 万亿以上，在稳基建的同时，通过政府性基金预算盈余来平衡一般公共预算。

需要注意的是，2 月 21 日政治局会议强调了“要发挥好政策性金融的作用”。我们认为可能的举措，一是通过 PSL 加大对基建项目配套贷款的支持，二是不排除以政策性银行作为中间人来发行特别国债的可能。

基建依然是财政发力的重点，在继续推进重大项目建设的同时，预计也会向公共卫生、物流运输、物资收储等领域倾斜。但仅依赖赤字率提高后的预算内财政支持和专项债扩容并不能满足资金缺口，在城投融资上的监管也可能边际放松，和基建相关的中长期信贷投放将放量，城投的风险溢价料将进一步压缩。

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\\_6979](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6979)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn