

## 疫情短期冲击效应较为明显 宏观政策有望加大对冲力度

——新冠疫情对宏观经济的影响及政策应对分析

### 主要观点

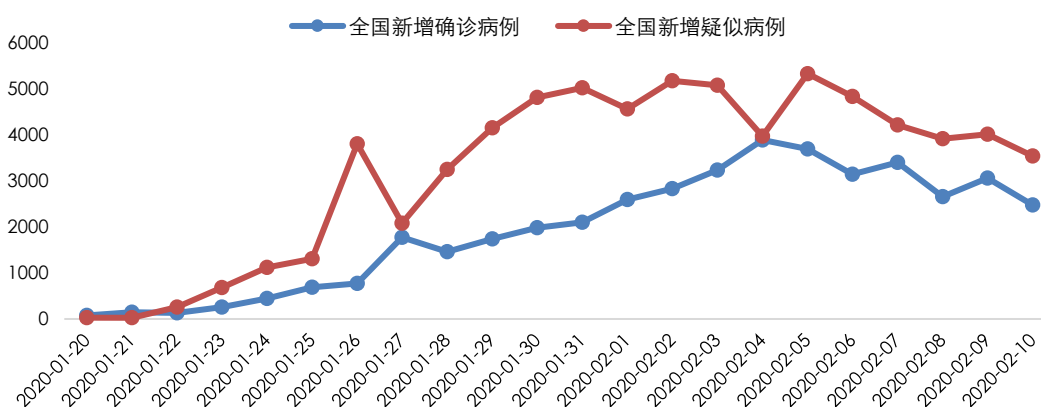
- 新冠肺炎疫情最新发展状况：2月4日之后疫情得到初步控制，武汉之外新增确诊病例数量持续下降；2月10日复工带来考验，医学专家判断2月中旬或出现疫情高峰。
- 疫情对宏观经济的影响：
  - 1、基准情形下，疫情将下拉2020年一季度GDP增速1个百分点左右，此后经济运行有望较快恢复基本面驱动，全年经济增速仍有望达到5.7%，较此前的年度预测值降低0.3个百分点；我们认为，当前市场对疫情影响判断可能偏于悲观；疫情不会改变宏观经济中长期走势是当前市场的普遍共识。
  - 2、短期内，疫情对消费和服务业冲击最为明显，投资和出口受到的负面影响较小，一季度投资对经济增长的贡献率会上升；高频数据显示，疫情在春节前后一个月对工业生产的冲击力度仍然可控；疫情高峰期会对CPI有小幅推高作用，对PPI则存在下拉效应，但影响幅度均较为有限。
- 政策应对：货币政策正在强化定向滴灌，未来降息、降准节奏将会加快，金融严监管节奏和力度也将有所调整；短期内财政减税降费将会加码，财政补贴支出增加明显，今年财政赤字率有望上破3.0%；宏观政策发力将在一定程度上对冲疫情影响，稳定宏观经济运行。

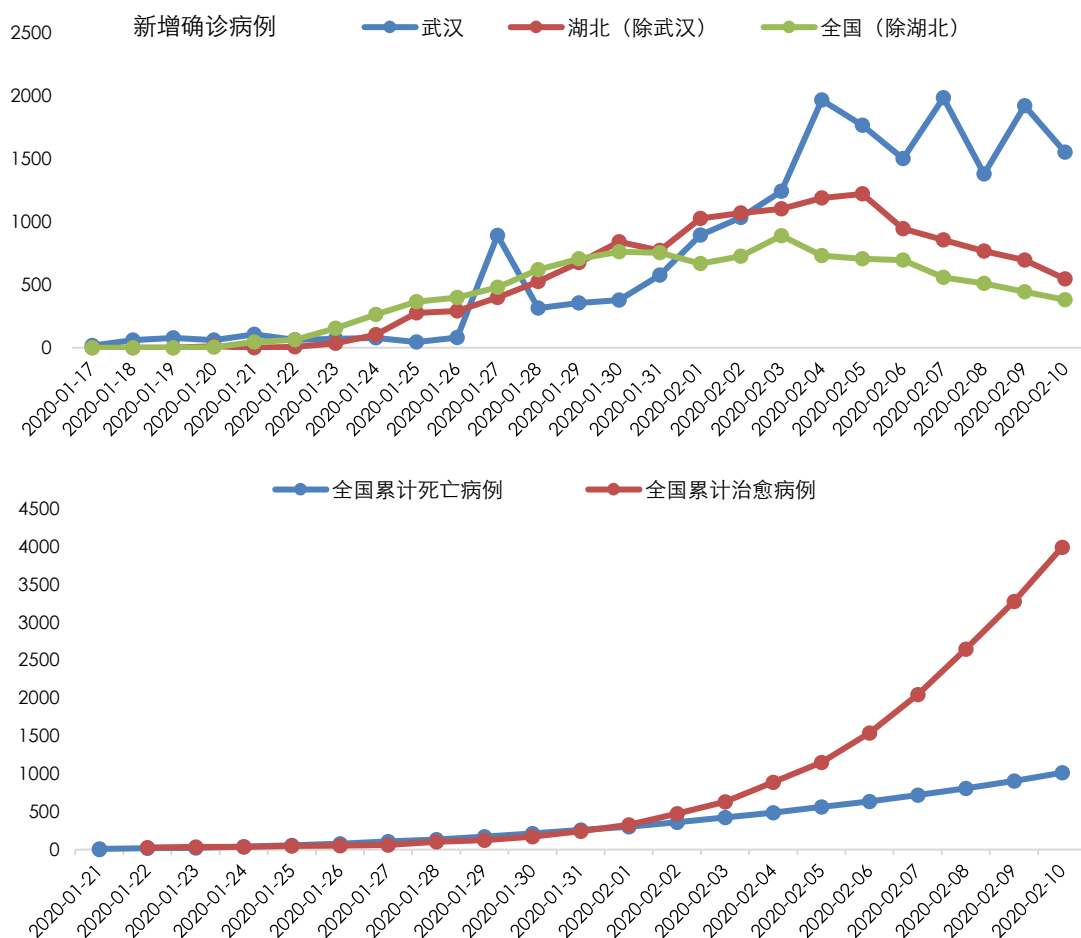
一、新冠肺炎疫情最新发展状况：2月4日之后疫情得到初步控制，武汉之外新增病例数量持续下降；2月10日复工带来考验，医学专家判断2月中旬或出现疫情高峰

1月23日武汉封城后，中国经济运行正式进入疫情周期。截至目前（2月X日），本次疫情仍处于发展过程，从全国疫情新增确诊、疑似病例情况来看，2月4日以来武汉之外的全国其他地区新增确诊病例和新增疑似病例数量持续下降，各地都出现了疫情初步被遏制住的情况。从市场声音来看，疫情拐点形成的预期已经开始积聚。不过，2月10日全国范围内组织有序复工，人员开始大规模流动，需要密切关注疫情出现第二波高峰的可能（目前病毒感染的平均潜伏期为5.2天）。展望未来，人员流动加大是否会带来疫情反复，还存在一定不确定性。

2月2日钟南山院士在接受新华社专访时提到，“我们判断此次疫情有望在未来10天至两周左右出现高峰”。也就是说，钟南山院士认为疫情会在2月12日至16日左右出现高峰。中国工程院院士陈薇也表示，疫情第一个拐点出现后，可能会出现第二峰和第三峰，所以可能还需要再等待一个潜伏期，才能比较放心的确认拐点。

图1 2月4日以来，疫情整体上呈现被初步遏制态势





数据来源：国家卫健委，WIND，东方金诚

## 二、疫情对宏观经济的影响

1、基准情形下，疫情将下拉 2020 年一季度 GDP 增速 1 个百分点左右，此后经济运行有望迅速恢复常态；当前市场对疫情影响的判断可能偏于悲观；疫情不会改变宏观经济中长期走势

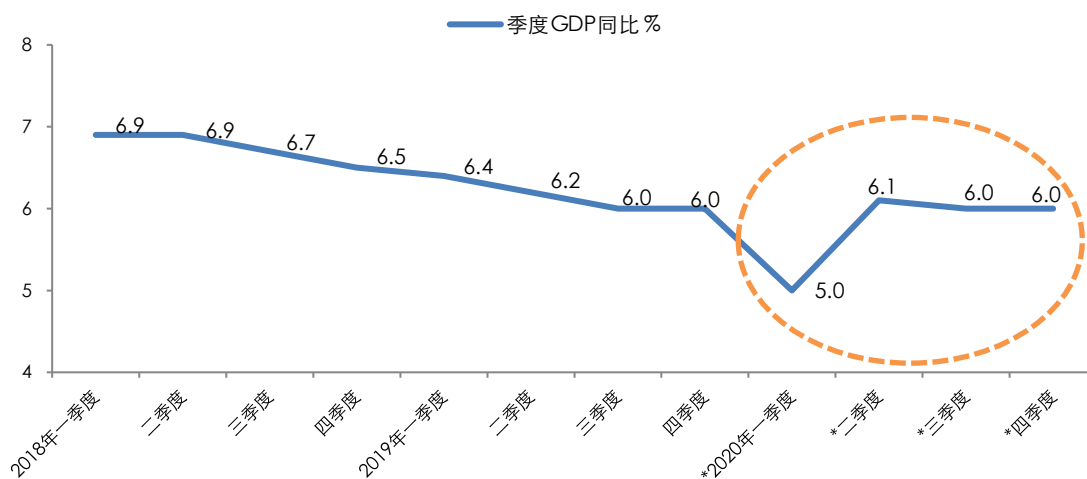
新冠肺炎疫情将对短期经济增长产生明显的负面冲击，但具体影响程度仍取决于疫情持续时间，这一点仍存在不确定性。因此，预测疫情对宏观经济的影响，需要假设不同的情景。情境一是疫情防控比较得力，防控效果持续显现，到 3、4 月份就实现完全控制；情境二是春节后复工，尤其是大城市出现返工潮，加之此前防控初显成效后民众可能会出现防控意识的松懈，导致疫情反复，疫情一直持续到 5 月份气温转暖使得病毒自身丧失活力，并在上半年完全控制住；情境三相对比较悲观，即疫情会一直持续至下

半年甚至更长时间，但我们认为政府会极力避免这种情景出现。

综合市场观点，多数认为疫情爆发期在一季度，其对经济的负面冲击也主要集中在一季度；二季度会得到有效控制，疫情影响虽然还会存在，如因居民仍心有余悸，一些线下的餐饮、旅游、零售等仍然会受到影响，但整体来看此前推迟的消费需求将集中释放，经济活动将得到有序恢复，GDP 增速有望明显反弹，到下半年整个宏观经济运行将会回到正常的轨道上。

以此为基准假设（情境一），我们预计 2020 年一季度 GDP 增速有可能下破 6%，但在货币、财政政策发力对冲下，增长中枢仍将在 5.0%左右——主要预测方法包括根据日均 GDP 总额及延迟开工天数估算，以及疫情对第二、第三产业影响的判断；在二季度疫情得到有效控制的假设下，预计此后宏观经济将逐步恢复到 6.0%左右的增长水平；疫情对全年 GDP 增速的下拉作用将会在 0.3 个百分点左右，2020 年经济增速仍有望保持在 5.7%。

图 2 预计一季度 GDP 同比增速将下滑 1 个百分点，此后较快恢复常态



数据来源：WIND,东方金诚，\*代表预测值

情境二假设下，疫情在 6 月末基本结束：我们认为首先一季度经济承受的压力会加大，且二季度不会出现明显反弹，出口也会受到一定影响，但宏观政策对冲力度会相应

增强，当季经济下滑程度会有所放缓。伴随疫情在 6 月结束，受到抑制的消费需求集中释放，三季度经济增速“上跳”，四季度经济回归基本面，全年 GDP 增速将在 5.4%左右。

情境三假设下，疫情进入下半年，年底前得到控制：我们认为不仅一季度经济承受的压力会加大，二季度 GDP 增速下滑势头也不会明显缓解，整个上半年经济增速会降至 4.6%，出口受到的影响较为显著；三季度宏观政策对冲效应会有所体现，当季经济下滑程度会有所放缓。伴随疫情在年底前结束，受到抑制的消费需求集中释放，四季度经济增速出现显著回升，全年经济增速将为 5.1%左右。

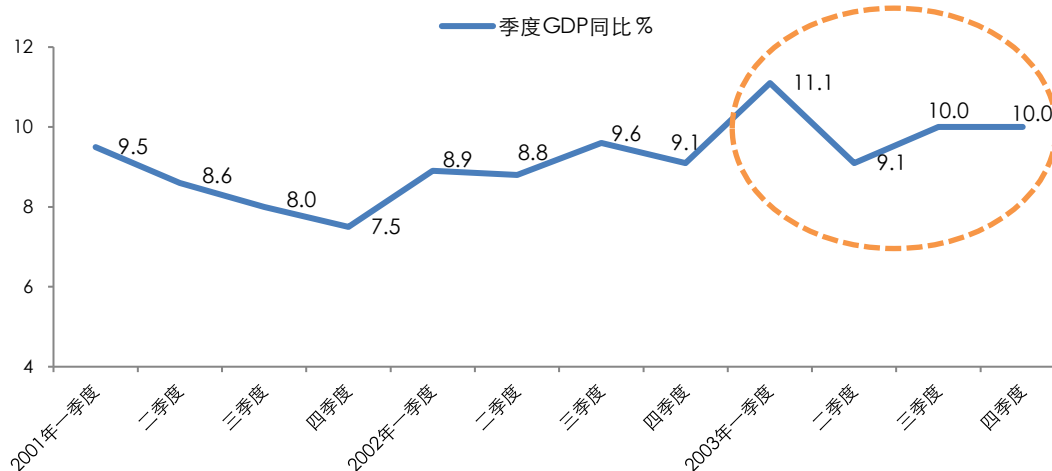
表 1 三种不同疫情情境下，今年季度及全年 GDP 增速预测 %

	一季度	二季度	三季度	四季度	全年
情境一：疫情在 3、4 月份得到控制	5.0	6.1	6.0	6.0	5.7
情境二：疫情在 6 月末得到控制	4.5	5.0	6.2	6.0	5.4
情境三：疫情进入下半年，年底前得到控制	4.5	4.7	5.0	6.1	5.1

数据来源：东方金诚

考察新冠肺炎疫情对宏观经济的具体影响，市场普遍通过复盘 2003 年 SARS 疫情对经济的冲击，并比较两次疫情之间的异同进行分析。

图 3 2003 年 SARS 疫情也曾给经济运行带来短期冲击



数据来源：WIND，东方金诚

SARS 疫情集中爆发于 2003 年二季度，当季 GDP 同比增速从一季度的 11.1% 下滑至 9.1%，下滑幅度为 2 个百分点；三次产业均有所减速，其中，第二、第三产业 GDP 增速降幅分别为 1.9 和 1.8 个百分点。从三驾马车来看，SARS 期间受影响最大的是消费。2003 年 3 月社会消费品零售总额同比增速为 9.3%，在 4 月采取管制措施后，社零增速降至 7.7%，5 月降至 4.3%。投资所受影响则不明显，SARS 期间固定资产投资增速一直稳定在 30% 左右的高位。进出口方面，疫情爆发期进口增速有明显回落，但仍有 30% 以上的高速增长，出口增速则保持平稳。在 SARS 疫情过后，经济增长迅速恢复了正常。2003 年三季度 GDP 增速即回升到 10%，其中第二、第三产业 GDP 增速均有明显加快。从三驾马车来看，疫情结束后消费增速迅速反弹并创出新高，6 月社零增速回升至 8.3%，7 月进一步升至 9.8%；下半年投资增速继续稳定在 30% 左右；进出口增速呈现两位数高增，且伴随外需回升，下半年出口增速有所加快。

与 2003 年 SARS 疫情时期相比，新冠肺炎疫情对宏观经济的负面冲击既有放大的因素，也有减弱的因素。放大的因素体现在四个方面：（1）在疫情中首当其冲的消费和第三产业在宏观经济中的占比已经明显提升。例如，第三产业对 GDP 增长的贡献率提高了约 20 个百分点，即从 2003 年的 39.0% 提高至 2019 年的 59.4%。（2）新冠病毒的传染性比较强，加之现在人口流动是 2003 年时的 6 倍左右，疫情波及的范围更大；SARS 疫情主要影响广东、北京等地区，而此轮疫情防控中，类似交通管制、延迟复工、居家隔离等措施是在全国范围内开展的，对消费、投资和生产活动的影响范围也更广。（3）2003 年全球经济处在一个较强复苏过程，外需表现强劲，即便在 SARS 疫情爆发期，出口也没有受到大的影响，但今年全球经济增长疲弱，外需本就不振，加之此轮疫情被 WHO 列为“国际关注的突发公共卫生事件”（PHEIC）——该类事件是在 2005 年生

效的《国际卫生条例》中创设的，同时，美国等西方国家明显在炒作这一事件，所以新冠肺炎疫情对我国出口贸易的影响可能会更大。(4) 此轮疫情的扩散期覆盖了整个春节假期，春节是消费和服务业需求比较旺盛的时期，一些需求被暂时抑制后，待疫情结束会得到补偿性或报复性的增长，但很多春节期间的需求很难在其他时间段弥补回来。

另一方面，与 2003 年 SARS 疫情相比，此轮疫情对经济影响减弱的因素主要体现在五个方面：(1) 当前我国对此类公共卫生事件的应对机制比 2003 年更为成熟，这意味着疫情周期将会得到控制。(2) 本次疫情重灾区是湖北，2019 年该省在全国 GDP 中的比重约为 4.3%，而 2003 年疫情中心区是北京和广东，当年两个省市在全国 GDP 中的比重分别为 3.6%和 11.5%。另外，湖北在全国产业链等经济辐射能力方面也远低于北京和广东。(3) 2003 年经济增速为 10%，而当前为 6%左右，这意味着即使本次疫情对经济增长的拖累效应接近甚至超过 2003 年，对爆发期当季 GDP 增速的下拉幅度也将低于 2 个百分点。(4) 2003 年我国经济规模为 13.7 万亿元，而 2019 年已达到 99.1 万亿元，相当于 2003 年的 7.2 倍。经济体量显著扩大意味着对短期冲击的吸收能力也在增强。(5) 相比 2003 年，当前网络线上消费已经非常普遍，随着快递业全面复工，居民终端消费将会更快恢复。

综合来看，我们认为，相较 SARS 疫情，本次疫情对经济的冲击在绝对规模上会更大，即造成的经济损失会更大，但对经济增速的下拉幅度会有所下降。换言之，一季度经济增速应该不会下降 2 个百分点到 4.0%。我们预计下拉幅度会在 1 个百分点左右。我们注意到，受疫情影响，目前一些大型境外机构纷纷下调了对一季度中国 GDP 增速的预期，国内机构多数也认为一季度 GDP 增速将低于 5.0%。

表 2 近期境外大型机构纷纷大幅调低一季度中国 GDP 增速

机构	更新时间	最新预测	原有预测
----	------	------	------

花旗银行	1月29日	4.8%	5.9%
高盛	1月31日	4.0%	5.6%
渣打银行	1月31日	4.5%	6.0%
彭博	1月31日	4.5%	5.9%
瑞银	2月3日	3.8%	5.9%
麦格理银行	2月3日	4.0%	5.8%
野村证券	2月6日	3.8%	5.8%

资料来源：各机构官方网站

桥水基金的雷·达里奥汇总了历史上几次重大疾病期间，市场对未来经济走势的判断过程，市场预期的规律是：首先人们会“低估”事件的影响力，然后人们的担忧会逐渐加剧，以至于过度担忧，直到“拐点”出现，比如病毒感染情况由上升转为下降。2003年 SARS 疫情期间，市场也曾普遍经历了从“低估”到“高估”的两个预期差：一是前期对于 SARS 疫情的重视程度不够，并未预计到其会演变成全国性公共卫生事件；二是后期对于经济修复的信心不足，并未预期到在前期疫情拖累下，经济恢复速度会如此之快。例如，根据国家信息中心在 2003 年下半年所做的调查，有超过一半的专家预计当年经济增速不会超过 8%，超过 90%的专家预计经济增速不会超过 8.5%，而 2003 年初步核算的 GDP 增速为 10%。我们判断，以 1 月 23 日武汉封城为转折点，此前市场普遍低估疫情对经济的影响，而当前则存在高估情况。

我们认为，疫情不会改变中国经济中长期运行态势。过去两年，尽管受内外部多重

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\\_7257](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7257)

