

疫情进展、财政货币政策变化及大类资产配置

主要结论:

一、疫情进展：湖北省外患病人数顶点可能出现在2月18日左右

■ 前期（2月2日）我们根据修正的SIR模型做了测算。当前，根据最新数据，我们再度做了测算，我们预测湖北省外患病人数的顶点可能出现在2月18日左右，后续需要更进一步跟踪相关产业的复工状况，特别是当前与2003年有所不同，疫情冲击主要影响第三产业，我们也会做进一步跟踪。

二、财政政策：支出节奏前倾，总量影响有限

■ 据现有公开信息分析，我们认为疫情影响主要集中于1Q20，拖累一季度实际GDP同比增速1个百分点；对全年影响有限，在逆周期政策对冲下，拖累全年实际GDP增速约0.2个百分点。

■ 受疫情影响，2020年财政政策节奏将前倾，但全年来看，对总量影响有限。财政政策节奏将向一、二季度倾斜，但总量上仍难以大幅宽松，主要原因有两点：第一，疫情对全年经济增长的影响可能不会太大，财政大幅宽松的必要性不高；第二，地方政府隐性债务较高，中央政府缺乏主动加杠杆意愿，一般财政空间有限。今年财政政策重点关注：（1）狭义赤字率空间不大，预计由2.8%升至3.0%；（2）准财政工具PSL；（3）地方政府专项债有望突破3.0万亿。

三、货币政策：降息节点明显提前，但全年不会大幅宽松

■ 疫情冲击下，货币政策降息的时间节点明显提前。考虑到疫情对经济冲击主要集中在一季度，全年影响相对有限，且受内部外因素影响，货币政策不会大幅宽松，特别是“价”的下调空间相对有限。还需要更多关注货币政策“量”的变化，在1月降准的基础上，预计今年再降准2-3次，以PSL为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一。不过，鉴于疫情对全年的经济增长影响相对有限，我们不认为货币政策会出现显著的宽松，“大水漫灌”依然不太可能，政策节奏的变化是主基调。

四、大类资产：利率中枢下移，A股下探后回升，工业品短期回调

■ 利率债：收益率短期下行，中期整体中枢也将下移。短期来看，疫情带来的不确定性的上升，对利率债价格形成较大支撑。中期来看，疫情对经济产生的负面影响，需要宽松的货币政策对冲，2020年利率债中枢将下移。从时点来看，2月中旬，可能是本轮利率债收益率的低点。

■ A股：2月中旬预计触底，后续有望回归上行趋势。目前疫情对A股的影响主要在分母端。风险偏好的回落导致“杀估值”。分子端的负面影响不大。疫情引发的A股的低点可能在2月10日至2月14日当周出现。本次回调后，科技股依然是最为确定的配置机会。

■ 工业品：原油和铜回调仍是买点，黑色系整体仍偏震荡。疫情不改全球经济2020年弱复苏的趋势。油价和铜价受到疫情拖累带来的回调是买点。黑色系价格仍受到中国地产周期下行的拖累。

■ 黄金：短期高点可能临近，年内保持震荡概率较高，长期仍将上涨。金价短期主要受到避险情绪的推升。美国的实际利率在2020年下行空间有限，这将约束金价的中期上行空间。美联储转向扩表支撑金价长期中枢上移。

风险提示：疫情发展失控、政府应对不当、行业影响过大

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

刘道明 联系人
liudaoming@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邸鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

正文如下:

一、疫情进展：湖北省外患病人数的顶点可能出现在 2 月 18 日左右

前期（2 月 2 日），国金证券研究所研究数据创新中心刘道明根据修正的 SIR 模型（Susceptible+Infectious+Recovered）对疫情进展做了分析，模型的关键假设包括：

- 1) 假设感染率和治愈率在疫情发展过程中恒定；
- 2) 假设目前的各种隔离环境不变，则人口暴露数量有上限，这个上限远小于地方人口数，而与隔离观察人数呈显著的相关性；
- 3) 感染率和治愈率参数来自于过去一段时间疫情相关数据的线性预测；
- 4) 人口暴露数量随着疫情发展而增加，同时设定上限，这个上限分别对应着乐观、中性、悲观的假设。

根据湖北和全国疫情发展的情况，模型最终分别给出乐观、中性、悲观情形下的趋势预测：

从趋势上讲，乐观情况下，湖北全省的每日新增确诊数量将在 2 月 7 日达到峰值，其后不断下降，预计从 2 月 16 日开始总确诊人数不再增加。在中性和悲观的假设下，日期分别为（2 月 9 日，2 月 18 日）和（2 月 11 日，2 月 20 日）。

从全国范围看，乐观、中性、悲观假设下对应的拐点日期分别为（2 月 11 日，2 月 18 日）、（2 月 12 日，2 月 20 日）、（2 月 15 日，2 月 23 日）。

（以上的预测都是在假设目前的防控政策和各地人民的重视程度都没有下降的前提下。一旦盲目乐观的情绪抬头，叠加复工返程高峰的人口流动性增加，相关的预测结果相对于未来现实可能就会显得过于乐观。）

根据该模型的预测结果，在乐观、中性和悲观三种情形下，2 月底总体确诊病例人数都将开始下降，预计在 3 月底 4 月初疫情将彻底结束。因此，我们认为，疫情对经济的影响主要集中在 1Q2020。

当前，根据最新数据，研究数据创新中心再度做了测算，预测湖北省外患病人数的顶点可能出现在 2 月 18 日左右。后续需要更进一步跟踪相关产业的复工状况，特别是当前与 2003 年有所不同，疫情冲击主要影响第三产业，我们也会做进一步跟踪。

二、财政政策：支出节奏前倾，总量影响有限

首先讲一下疫情对经济增长的影响，我们认为疫情影响主要集中于 1Q20，拖累一季度实际 GDP 同比增速至少 1 个百分点；对全年影响有限，在逆周期政策对冲下，拖累全年实际 GDP 增速约 0.2 个百分点。总体来看，疫情对于财政政策整体力度的影响是比较有限，重点影响财政政策的节奏。为什么这么说呢？原因有这么几点：第一，非典期间，疫情爆发当季财政支出力度加大，但全年财政支出力度有限。非典疫情对经济的扰动主要体现在 2003 年 2 季度，财政支出同比大幅提升（由 2 月 -2.4% 升至 5 月 26.5%），但全年支出同比下降近 5 个百分点（2002 年 16.7% 降至 2003 年 11.8%）。所以，从非典的经验来看，财政只是提前，力度上影响有限。第二，财政给予疫情防控支出的额度是比较小的，截至 2 月 6 日，各级财政共安排疫情防控资金 667.4 亿元，占财政支出预算（2019 年财政支出约 20 万亿）比例较小，不到 0.5%。因此，疫情相关支出对全年财政影响相对有限。第三，财政部副部长余蔚平在 2 月 7 日国务院联防联控机制新闻

发布会上强调：“今年的赤字安排已经考虑了一些不确定的因素。从目前的情况来判断，疫情防控的支出是有保障的，对财政预算的影响也较为有限。”综上所述，疫情对全年财政力度的影响比较有限，重点在于支出节奏前移了。

另外一点，讲到赤字率，无论是对于中小企业的支持，包括对于受疫情影响的部分企业可能进行相关的减税政策，都将提现到赤字率上，但是3%的赤字率是政府的红线，难以突破，预计今年狭义赤字率从2.8%提升到3.0%，狭义赤字的角度上讲难以宽松。那么，未来宽松的方向是什么呢？我们认为主要有两点：第一，是地方政府专项债。首先专项债不计入赤字且是基建稳增长最主要的资金来源。在前期基建低迷的情况下，依靠加大专项债额度、加大基建投资力度来作为稳定经济增长的主要政策手段之一。去年中央经济工作会议后，市场普遍认为地方政府专项债不到3万亿，但我们认为今年有望突破3万亿。第二，准财政工具PSL，即央行给国开行贷款，重点支持疫情防控项目、基建以及新兴产业等政府指向性领域，预计今年PSL新增规模可能在6000亿元以上。

三、货币政策：降息节点明显提前，但全年不会大幅宽松

疫情冲击下，货币政策降息的时间节点明显提前。考虑到疫情对经济冲击主要集中在一季度，全年影响相对有限，且受内部外因素影响，货币政策不会大幅宽松，政策节奏的变化是主基调，这是主要结论。

首先看近期央行的货币政策操作，主要集中在公开市场操作提供流动性，降息，以及设立专项再贷款等多个方面。通常春节后，随着现金的回笼，银行间市场流动性将呈现宽松状态，央行往往不会开展逆回购操作。但今年情况有所特殊，受疫情冲击影响，为避免金融市场大幅波动，央行在上周连续两天大幅开展逆回购操作，补充流动性。在补充流动性的同时，央行降息以引导货币市场利率的下行，逆回购利率主要引导货币市场利率，其对实体经济的传导相对滞后。在调降逆回购利率的同时，能够更加直接影响实体经济的MLF、LPR利率也将在本月迎来下调，预计下调幅度分别为10bp和15bp。

其次，疫情对经济冲击主要集中在一季度，全年影响相对有限，且受内部外因素影响，货币政策不会大幅宽松，特别是“价”的下调空间相对有限，政策节奏变化是主基调。内部来看，实际利率被动走高需要降息予以应对，当前对货币宽松主要约束在于房地产，2015年以来我国房价在全球涨幅最大，房地产泡沫明显，受房地产泡沫等结构性问题影响，全年降息空间相对有限。外部来看，美联储降息周期结束，虽然我们货币政策主要关注自身，但美国结束降息背景下，如果我国央行大幅降息，将对汇率形成扰动，因此，也从外部环境对我国降息空间形成部分约束。

总结来看，近期前逆回购下调后，MLF、LPR利率也将有所下调，但全年来看，货币政策“价”的调控空间相对有限，需要更多关注货币政策“量”的变化。预计今年再降准2-3次，以PSL为代表的准财政行为将是今年重要的看点之一，预计今年PSL新增规模可能在6000亿元以上，新增资金将重点支持疫情相关项目、新基建、新型产业和地方政府部分项目等。

最后社融方面，疫情对1月信贷影响相对较小，但将明显影响2月和3月信贷。受复工推后、需求放缓等因素影响，信贷投放进度可能也会有所后移。预计Q1新增社融8.4万亿元（2019Q1为8.6万亿元），Q2新增社融7.4万亿元（2019Q2为6.0万亿元），预计全年社融存量增速10.9%，随着疫情影响的褪去，下半年

经济增速将逐步回升，社融增速预计将呈现前低后高的趋势。

四、大类资产：利率中枢下移，A股下探后回升，工业品短期回调

在汇报每类资产之前，先向大家汇报下大类资产判断的关键假设和整体判断。我们对大类资产的判断建立在前面提到的疫情判断和宏观经济判断的前提下，即疫情在2月下旬达到第二阶段拐点，且疫情对实际GDP的影响仅限于一季度，幅度在一个百分点左右。在这种前提下，我们认为大类资产节奏和幅度会发生一些变化，整体趋势变化不大。

首先，利率债收益率中枢下移，年内低点可能已经看到。我们预计10年期国债收益率全年的低点就在2.75%附近，但未来的高点也不会太高，估计在3.3%附近；全年收益率的中枢在3.1%左右。主要原因在于疫情影响下，货币虽然整体不会大幅宽松，但边际宽松的力度加大；同时，宽松时点提前且持续时间变长。

第二，A股的幅度、时点和结构发生一些变化。我们对A股整体上涨的幅度甚至更加乐观，原因在于疫情对分子端企业盈利的影响相对有限，但对分母端无风险利率下行拉动更大，在风险偏好回归的情形下，整体估值中枢上移幅度变大（前提是疫情对中小企业、对宏观经济影响符合我们前期报告判断）。在时点上，我们认为疫情带来的恐慌情绪的修复行情基本告一段落，市场短期在2900附近震荡整理，等待第二阶段拐点的来临；第二阶段拐点的时点大概在2月18日前后，后续市场会进入2900-3100的区间波动，等待疫情的不确定性结束；第三阶段拐点在3月中下旬，等待疫情的不确定性结束，社会生活和生产的全面恢复，市场可能在经济复苏预期、政策宽松持续的背景下进一步上行。在结构上，我们认为当前确定性的配置机会还是科技成长，券商等周期需要等到第二阶段拐点的确立，传统周期和银行等板块需要等到疫情的完全结束；逻辑在于当前的科技成长受疫情影响小、利率更为敏感，后续市场逐渐转向基本面，风险偏好回升，最后开始拉动低估值标的。

第三，人民币汇率估计在6.9-7.0的区间波动。在疫情影响下，人民币汇率存在一定的贬值压力，但是随着疫情拐点的显现，预计人民币汇率逐渐转向小幅升值；在没有中美第二阶段协议的背景下，预计人民币汇率在6.9-7.0区间波动。同时，对美元指数在二季度的走势判断也相一致；我们认为，二季度欧元区经济复苏形势好于美国，欧元兑美元存在一定的上行压力，有助于人民币企稳升值。

第四，工业品震荡上行趋势回归，黄金区间震荡。原油和铜短期受到疫情冲击下行，但是全年的上行趋势不变。原油回到伊朗事件冲击前的基准判断上，布伦特原油预计在50-70美元/桶之间运行，中枢在60美元/桶附近。铜价短期受到疫情影响的需求冲击下行后，后续逐渐回归震荡上行的趋势。金价短期和长期支撑仍在，但随着美国经济企稳复苏，实际利率对金价的下行压力显现，短中长三个框架对金价的影响有所分化，金价大概率在1600美元/盎司附近震荡。

风险提示：

- 1、疫情扩散速度和范围远超预期，导致经济和社会活动受到重大影响；

- 2、政府应对措施和方法不当，导致恐慌性情绪和预期混乱；
- 3、部分行业受到负面影响远超预期。

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_7342

