

## 从高频数据看疫情对经济的冲击

### 摘要

- 此前对于疫情对经济的冲击，包括我们在内的分析不可避免的需要通过和非典对比来推测。但事实上，当前经济无论是面临的国内外宏观环境，还是内部自身的增长动力和结构问题，都与2003年存在很大差别。因而简单的与非典对比，容易存在偏颇。如果不借助非典对比，又容易陷入缺乏事实依据支撑空泛讨论。好在随着高频数据不断的公布，我们可以通过真实的高频数据来观察疫情对经济的冲击。
- 从高频数据状况来看，疫情对经济的影响集中体现为复工延迟和春节期间对部分行业消费影响。春节之前疫情对经济影响非常有限。而春节期间是工业、房地产等行业的传统淡季，虽有疫情影响，但相应经济活动都处在低位，因而影响有限。而春节后复工延迟导致经济活动大幅低于往年，成为拉低经济的主要因素。而疫情对消费行业的影响则同时体现在春节和春节之后，大家外出活动的减少对依赖人员外出的行业冲击剧烈，但对线上活动却形成显著利好。因而可以看到，春节后复工的进度直接决定着疫情对经济的冲击程度。
- 新冠疫情呈现改善迹象，但从疫情改善到复工往往需要时间。近几日数据显示，疫情出现改善迹象。改善表现在以下几个方面：新增确诊开始下降，包括武汉和湖北其它地区的新增确诊均开始减少；同时，疑似人数增速持续放缓；最后，治愈人数进入指数增长阶段。但从疫情改善到复工往往需要时间，一方面，需要继续强力防控，来巩固疫情防控的成果直至完全控制住疫情；另一方面，当前仅仅是新增确诊下降，每天依然有大量确诊人数增加，同时未来返程等因素依然会形成挑战，不能对疫情掉以轻心。因而复工依然需要等待。
- 复工延迟是衡量疫情对经济影响的关键。我们结合高频数据情况，设定不同复工情形来估算疫情对经济可能的冲击。我们分别设定2月10-16日复工、17-23日复工、2月24日-3月1日复工三种情形，然后基于生产法，分别通过三种情况下各种高频数据表现来推测对应各行业增加值增速变化，进而估算疫情对经济可能的冲击。从结果来看，复工进度是疫情对经济冲击的关键，复工每延迟一周，经济增速将下一个阶梯，在三种情形下疫情对经济负面冲击分别为0.9、1.5和2.3个百分点（对应1季度经济增速分别为5.1%、4.5%和3.7%）。需要说明的是，估计里边存在很多假设，因而估计结果不可避免存在偏差。但描绘复工延迟对经济冲击的趋势是存在的，复工越晚，对经济冲击越大。
- 需要政策进行充分对冲，来减缓疫情对经济冲击，避免疫情对经济的短期影响转化为长期影响。在此背景下，则需要货币、财政政策给予充分对冲，以稳定经济和就业。避免企业和就业出现问题，导致本来疫情对经济的短期影响，转化为长期影响。而事实上政策正在采取行动，包括对特定行业和企业定向融资支持，以及包括给予财政补贴支持疫情防控，对疫情防控重点保障企业给予贴息，以及对防控重点物资生产企业扩大产能购买设备给予减税支持等。
- 风险提示：疫情发展超预期，经济下行超预期。

### 西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟  
执业证号：S1250517050001  
电话：010-57631229  
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟  
执业证号：S1250519060003  
电话：010-57758579  
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

### 相关研究

1. 如何理解利润增速与量价走势背离 (2020-02-03)
2. 疫情冲击下的月度经济展望 (2020-02-02)
3. 英国脱欧与联储会议之外，春节海外还有哪些需要关注？ (2020-02-02)
4. 新型肺炎列入PHEIC对贸易影响有限 (2020-01-31)
5. 客观看待新型肺炎疫情对经济和资本市场的冲击 (2020-01-30)
6. 经济企稳继续得到确认 (2020-01-19)
7. 抓住经济回升的主趋势，无需顾虑部分小质疑 (2020-01-19)
8. 全面看待中美第一阶段经贸协议 (2020-01-16)
9. 实体融资稳步改善，结构继续优化 (2020-01-16)
10. 推升贸易增速的三大因素 (2020-01-14)

## 目 录

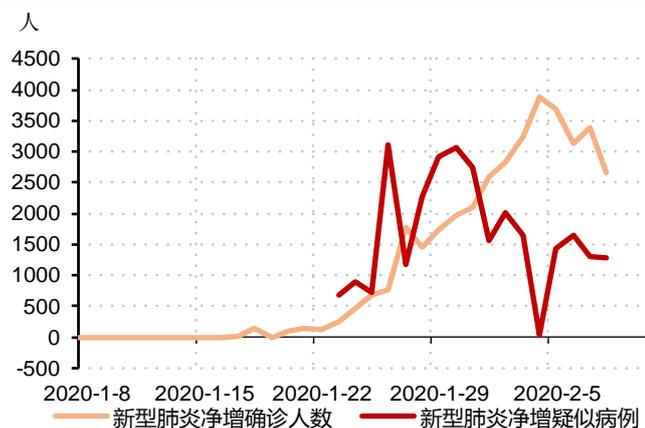
<b>1 疫情在持续改善过程中，趋势有待继续观察 .....</b>	<b>1</b>
<b>2 复工进度是决定疫情对经济影响的关键.....</b>	<b>2</b>
2.1 工业生产：复工延后，春节后工业生产低位徘徊 .....	2
2.2 交通运输、仓储和邮政业：交运大幅受损，快递显著受益.....	4
2.3 批发零售业：线下受冲击，线上零售受益 .....	5
2.4 旅游业：受到明显冲击 .....	6
2.5 房地产业：春节后销售持续在零水平附近运行 .....	6
2.6 信息传输、软件和信息技术服务业 .....	7
2.7 通胀：食品价格平稳，工业品价格小幅下行 .....	7
<b>3 结合高频数据估算疫情对经济冲击.....</b>	<b>8</b>

## 1 疫情在持续改善过程中，趋势有待继续观察

新型肺炎疫情从1月20日左右开始席卷全国，累计确诊人数不断增加，截止2月8日已经上升至3.7万人，疫情确诊人数的不断上升导致人们的神经高度紧张。但从变化速度，即新增确诊量来看，近几日却出现改善态势。改善表现在以下几个方面：**新增确诊开始下降，包括武汉和湖北其它地区的新增确诊均开始减少，此外，疑似人数增速持续放缓，最后，治愈人数进入指数增长阶段。**

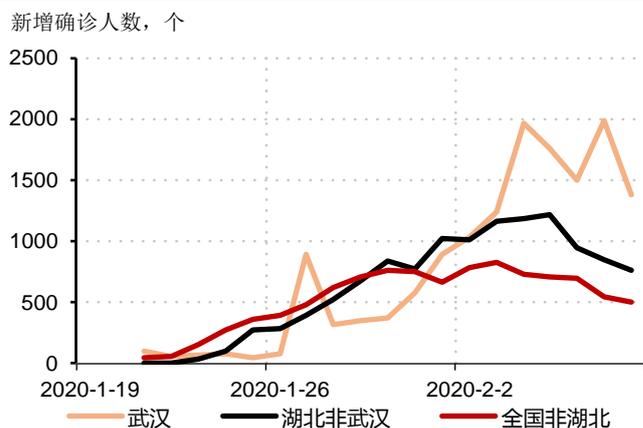
**全国和各地新增确诊均开始下降。**2月8日0-24时，全国新型肺炎累计确诊37198例，新增确诊2656例，新增确诊大幅下降，较上日减少733人，降至2月1日左右水平。各地新增确诊均有所下降。全国非湖北新增确诊505人，连续5日下降，已经降至1月27日左右水平。湖北非武汉地区新增确诊量768人，也连续三日下降，新增确诊降至1月31日左右水平。而武汉新增确诊依然较高，8日新增1379人，但也降至2月3日左右水平。全国各地确诊量均开始下降，下降趋势，特别是武汉的下降趋势能否持续有待继续观察。

图1：确诊增量呈现出下行趋势



数据来源：Wind，西南证券整理

图2：各地确诊人数均不同程度有所下降

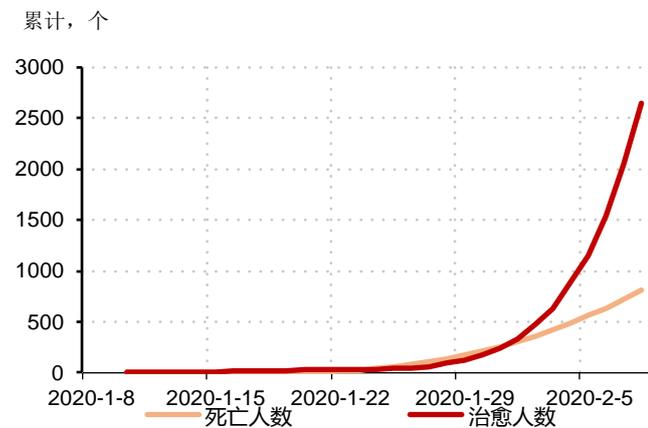


数据来源：Wind，西南证券整理

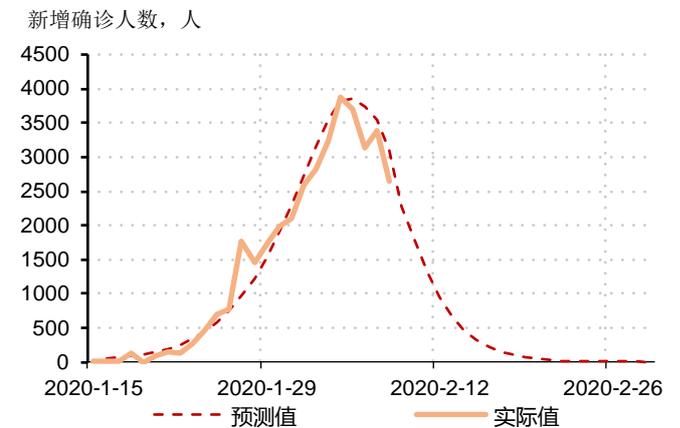
**确诊人数和疑似人数增速持续下降。**2月8日确诊病例环比增长7.7%，增速较上日下降3.2个百分点，疫情爆发以来首次降至10%以下。2月8日疑似病例环比增长4.6%，较上日下降0.3个百分点，确诊与疑似增速依然处于趋势性回落过程中。我们选取1月26日至2月8日数据样本，运用此前报告中构建模型进行拟合预测（预测方法详见我们1月30日报告《客观看待新型肺炎对经济和资本市场的冲击》）。预测确诊人数峰值在4.7万人左右，近四日预测峰值水平一致稳定。根据模型预测，单日新增量峰值或已经出现。

**治愈人数进入指数增长阶段。**2月8日累计治愈人数为2649人，日环比增长29.2%，连续多日增速保持在30%左右。如果未来5日增速继续保持此水平，那么2月13日左右，治愈人数将上升至万人以上。从目前数据看，新型肺炎在非湖北地区死亡率并不高，截止目前非湖北地区共计死亡31例，死亡人数/确诊人数为0.31%。

**疫情防控取得一定成果，但未来依然存在不确定性，改善趋势依然有待稳固。**这几天是防控关键时间。一方面，进入返程期，需要继续强化防控措施和防护意识，压低传播速度；另一方面，从单日新增量来看，峰值或已经出现，但能否确立依然有待观察。武汉和湖北进入攻坚战阶段，需要巩固抗疫已经取得的成果。

**图 3：治愈人数开始指数性快速增长**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：新增量拐点或已经出现**


数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 复工进度是决定疫情对经济影响的关键

此前对于疫情对经济的冲击，包括我们在内的分析不可避免的需要通过和非典对比来推测。但事实上，当前经济无论是面临的国内外宏观环境，还是内部自身的增长动力和结构问题，都与 2003 年存在很大差别。因而简单的与非典对比，容易存在偏颇。如果不借助非典对比，又会出现缺乏事实依据支撑，讨论容易空泛化，对现实指导意义下降。好在随着疫情持续，高频数据不断的公布提供了通过现有数据观察疫情对经济冲击的窗口。因而，我们在本文中，通过已有高频数据，来观察疫情对经济的冲击。

从高频数据状况来看，疫情对经济的影响集中体现为复工延迟。春节之前疫情对经济影响非常有限。而春节期间是工业、房地产等行业的传统淡季，虽有疫情影响，但经济活动都处在低位，因而影响有限。但春节后复工延迟导致经济活动大幅低于往年，成为拉低经济的主要因素。而疫情对消费行业的影响则同时体现在春节和春节之后，大家外出活动的减少对依赖人员外出的行业冲击剧烈，但对线上活动却形成显著利好。

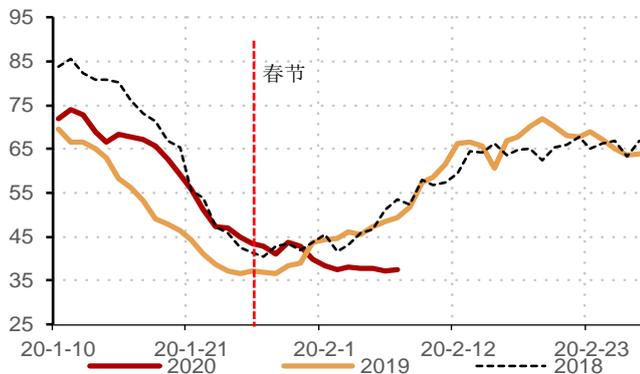
### 2.1 工业生产：复工延后，春节后工业生产低位徘徊

从 6 大集团发电耗煤来看，节前工业生产基本保持在正常水平，但是伴随着新冠疫情的发酵，开工率有所回落，工业生产明显回落。1 月 30 日开始，发电耗煤数据逐步偏离正常轨道，并震荡下行。日度同比增速从 1 月 30 日的 10.1% 震荡下行至 2 月 7 日的 -24.1%。

高炉开工率小幅下行，跌幅要小于发电耗煤。2 月 7 日全国高炉开工率录得 64.09%，增速较 1 月 23 日回落了 2.76 个百分点，回落幅度有限。疫情或对上游钢铁生产造成冲击相对有限。

图 5：6 大集团发电耗煤走势

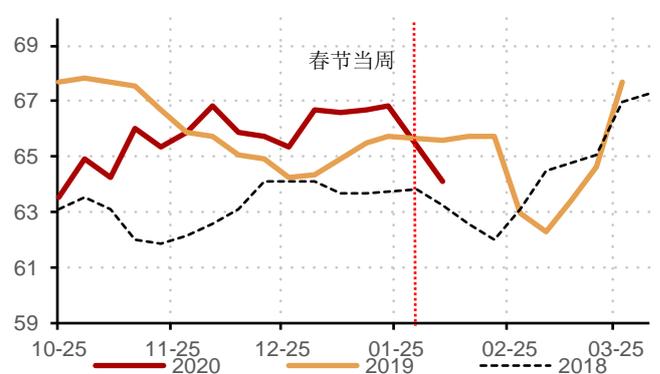
6大发电集团日均耗煤，万吨



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：高炉开工率下行幅度有限

高炉开工率，%

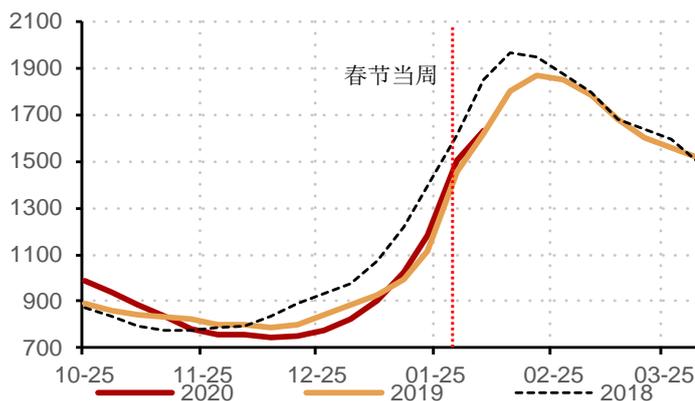


数据来源：Wind，西南证券整理

复工较晚可能主要拖累工业中下游，对上游产出影响或有限，而这将导致上游库存被动积累，而下游库存去化。高炉开工率下行幅度有限，比国庆阅兵限产导致的高炉开工回落幅度（11.9个百分点）要小的多。这可能是因为上游企业多属于资本密集型行业，用工量相对有限，而且也不需要人员密集的生产车间，生产环境相对空旷，因而受疫情冲击有限。但耗煤量显示发电量显著下降，猜的可能与中下游较为依赖劳动力的行业产出下降有关。上游生产受影响有限，而下游需求回落幅度更大将导致钢铁库存被动累计。钢材库存同比增速在春节当周和春节后一周分别录得 3.2%和 0.9%的正增长。因此，疫情对工业影响可能是结构性的，从生产角度受冲击较大的是中下游较为依赖劳动力的行业，而这种情况下可能导致上游库存被动积累和下游库存被动去化。

图 7：钢铁库存被动累计

钢材库存，万吨



数据来源：Wind，西南证券整理

疫情造成复工延后，劳动力返程速度缓慢。1月24日后，迁入北上广的人口规模指数持续偏离往年的正常水平。这与疫情影响下，各地相继出台延期复工政策相关。比如上海市要求，来自或途经湖北等重点地区的来沪、返沪人员，自抵沪之日起，严格落实居家隔离或集中隔离观察 14 天的要求，到期后正常上班。北京也要求有湖北接触史返京人员需要隔离 14 天。

**劳动力返程速度缓慢。**春节之后，交通部门客运量持续低位徘徊，客运量同比跌幅在80%-90%，铁路、航空客运量跌幅均保持此水平。2月7日，铁路客运量同比下跌87.8%，航空客运量同比下跌85.1%，显示劳动力返程速度非常缓慢。而从百度迁徙大数据来看，虽然北上广平均迁入规模指数在几天略有回升的，按依然处于低位，只有去年同期三成左右。一线城市中深圳回程回升最为明显，2月8日迁入指数已经回升至去年同期60%以上。

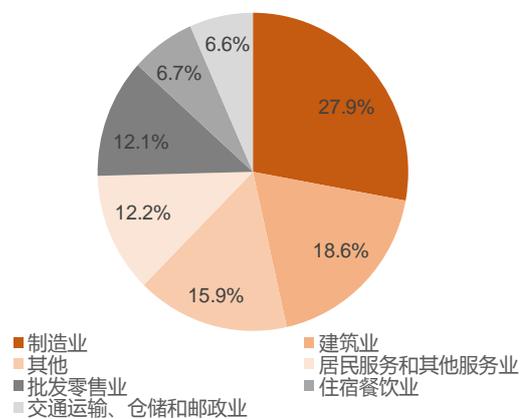
**复工延后对制造业、建筑业、居民服务业冲击较大。**截止2018年，农民工在制造业、建筑业、居民服务业和批发零售业这4个行业的分布占比最高，分别为27.9%、18.6%、12.2%和12.1%。虽然线下零售业可能受到较大冲击，但是线上零售业表现较好，因而农民工延期复工对批发零售业冲击可能有限。农民延期复工对占比较高的前3大行业影响较大。

图8：春运期间迁入北京、上海和广东省的迁徙规模指数变化



数据来源：百度地图，西南证券整理

图9：农民工行业分布（截止2018年）



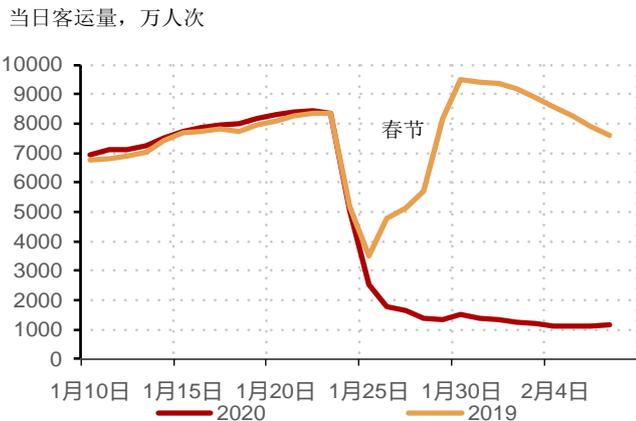
数据来源：Wind，西南证券整理

**复工延后对制造业、建筑业、居民服务业冲击较大。**截止2018年，农民工在制造业、建筑业、居民服务业和批发零售业这4个行业的分布占比最高，分别为27.9%、18.6%、12.2%和12.1%。虽然线下零售业可能受到较大冲击，但是线上零售业表现较好，因而农民工延期复工对批发零售业冲击可能有限。农民延期复工对占比较高的前3大行业影响较大。

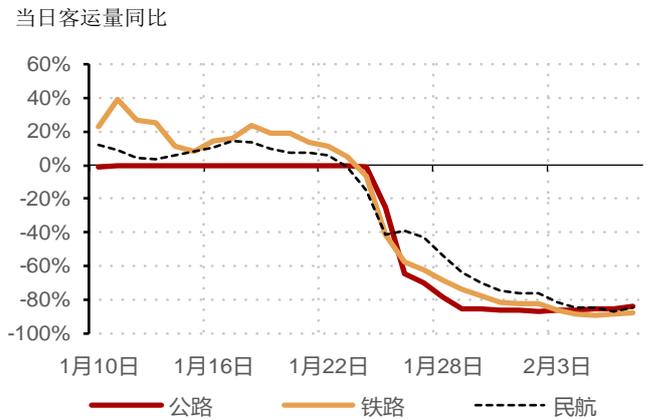
## 2.2 交通运输、仓储和邮政业：交运大幅受损，快递显著受益

**疫情对交通运输业影响较大。**受疫情的影响春节期间居民出行明显减少，并且不少市县实行公路交通阻断，市级、县级和村镇之间的交通明显受阻。根据交通部公布的数据，春运前二十九日，全国铁路、道路、水路、民航共累计发送旅客13.41亿人次，比去年同期下降38.6%。2月7日当日，全国铁路、道路、水路、民航共发送旅客1141.5万人次，同比下降85.0%。其中铁路发送旅客126.2万人次，下降87.8%；道路发送旅客983万人次，下降84.4%；民航发送旅客27.0万人次，下降85.1%。

**然而疫情推升了线上需求，导致快递业务需求激增。**疫情期间由于线下活动减少，线上活动显著增加。疫情期间医疗物资运输以及居民的快递需求明显提升，并且快递业复工情况也较好，从而推动快递业物流业务量出现大幅回升。1月24日-29日，全国邮政业揽收包裹8125万件，同比增长76.6%，投递包裹7817万件，同比增长110.34%。顺丰、京东的快递业务量也会有不错的增长。

**图 10: 春运期间当日总客运量**


数据来源: Wind, 西南证券整理

**图 11: 公路、铁路和民航客运量在春节后同比大幅下行**


数据来源: Wind, 西南证券整理

## 2.3 批发零售业: 线下受冲击, 线上零售受益

疫情导致居民外出购物频率减少, 出行购物需求受到明显压制, 这对线下零售业造成冲击。商场、超市等实体零售纷纷转战线上渠道, 以扩大服务范围, 吸引更多线上客户。而疫情带来线上零售大幅回升。京东到家春节销售数据显示, 除夕至正月初三, 全平台销售额同比增长 540%。永辉超市一月份销售额同比超过 50%。“生鲜电商平台“每日优鲜”的数据显示, 除夕至初四的实收交易额较去年同期增长 321%。疫情期间苏宁到家发展迅猛, 相关业务同比增长近 4 倍。但对于生鲜产品来说, 线上供给不足, 因而线下超市成为重要补充。受此影响, 线下超市也在疫情期间销售出现暴增, 永辉等超市销量也出现明显增长。

**表 1: 线上零售增速回升**

名称	时间	销售额情况	来源
每日优鲜	1月24日至28日	销售额同比增长321%, 其中鲜菜、鲜果、鲜肉、水产以及防护口罩等需求量最大。	中国金融信息网
苏宁易购	截止2月4日, 疫情期间	苏宁易购主站流量在春节期间同比增长超过50%, 线上苏宁超市业务呈现翻倍增长。在疫情期间, 苏宁到家业务发展迅猛, 相关业务规模同比增长近4倍。	证券时报
叮咚买菜	2020-01-24	当天订单量同比增长300%, 并且实现了客单价翻倍, 预计春节7天市民下单量将突破400万单。	公司透露
永辉超市	1月份	销售额同比超过50%。	公司透露
京东到家	1月24日至27日	全平台销售额同比增长540%。	公司透露
步步高	1月份	1月的销售收入同比增长43%, 线上到家业务环比增长3倍, 平均客单价超过120元。	公司透露
永辉超市	1月份	2020年1月, 永辉超市总销售额超过125亿元, 销售额和销售商品数实现大号双位数、大幅增长	新浪

数据来源: 证券时报, 中国金融信息网, 新浪, 西南证券整理

## 2.4 旅游业：受到明显冲击

**旅游业近乎“冻结”。**新冠肺炎疫情导致全国 30 个省市先后启动了重大突发公共卫生事件。根据规定，全国绝大多数景区相继暂停运营。文化和旅游部 1 月 26 日正式对外发布通知，要求各地旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游、出境游及“机票+酒店”旅游产品。此外，各地的大型文艺展演、展览及聚集性群众文化和旅游活动，大型文旅场所、设施也大多暂停营业。1 月 31 日，世卫组织将新冠肺炎列入国际公共卫生紧急事件（PHEIC），这导致出境游的难度加大。

**疫情造成的出游限制使得 20 年春节黄金周出行人数同比下跌 63.9%。**根据交通部的统计，20 年 1 月 24 日至 1 月 30 日，出行人次为 1.51 亿人次，较去年同期的 4.21 亿人次下降了 63.9%。旅游出行人数的下降也必然造成住宿餐饮业受到较大的冲击。因而旅游和住宿餐饮成为受这次疫情冲击明显的行业。

## 2.5 房地产业：春节后销售持续在零水平附近运行

**地产销售受疫情影响较大。**新冠肺炎影响下，全国多地售楼处、中介门店暂停营业。1 月 26 日晚间，中国房地产业协会发出号召，全国楼盘暂时停止售楼处的销售活动，待疫情过后再自行恢复。全国至少有 60 多个省市下发通知，明确要求售楼处暂停销售活动。由于春节后疫情在继续发酵，30 大中城市地产销售面积也持续保持在 0 附近，销售活动近乎“冰冻”。上市房企披露的 1 月地产销售数据也表现欠佳，其中美的置业和融创中国同比分别下行-16.7%和-14.7%。

**地产销售下行将减少房地产企业销售回款，加剧房地产企业资金压力。**春节后地产销售持续在零水平左右运行意味着房地产企业销售回款大幅下降，这将对房地产企业资金面带来较大冲击。而复工每延迟一周，房地产企业面临的资金挑战将加剧一分。同时，资金紧张加剧也将逐步带来资金支出缩减，拉低房地产投资增速。

图 12：春节后地产销售继续保持在 0 附近

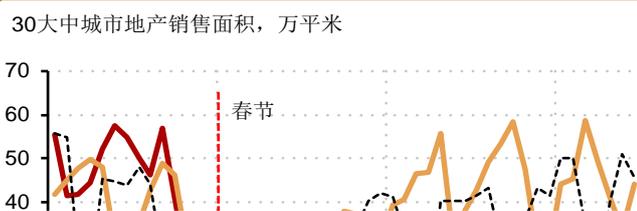
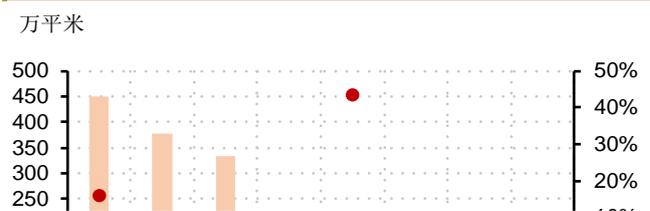


图 13：上市房企 1 月份地产销售面积及增速



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\\_7421](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7421)

