

宏观专题

短期冲击难以避免，金融市场“危”“机”并存——从总量视角看新冠疫情疫情影响几何？

证券分析师

魏伟	投资咨询资格编号 S1060513060001 021-38634015 WEIWEI170@PINGAN.COM.CN
陈骁	投资咨询资格编号 S1060516070001 010-56800138 CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN
刘璐	投资咨询资格编号 S1060519060001 010-56800337 LIULU979@PINGAN.COM.CN
张亚婕	投资咨询资格编号 S1060517110001 021-20661934 ZHANGYAJIE976@PINGAN.COM.CN
张君瑞	投资咨询资格编号 S1060519080001 ZHANGJUNRUI748@PINGAN.COM.CN
吴泽民	投资咨询资格编号 S1060518090001 021-20667760 WUZEMIN245@PINGAN.COM.CN
薛威	投资咨询资格编号 S1060519090003 021-20667920 XUEWEI092@PINGAN.COM.CN

研究助理

郭子睿	一般从业资格编号 S1060118070054 GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN
郝思婧	一般从业资格编号 S1060119070043 HAOSIJING374@PINGAN.COM.CN

本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **当前新型冠状病毒疫情的影响仍在发酵。**本篇报告将从宏观经济影响、政府政策应对、债券市场影响、股票市场影响四方面来梳理金融市场的重点关注，提供全面综合的总量视角。
- **宏观经济影响：一季度冲击显著，全年影响将收敛。**2020 年一季度新型冠状病毒疫情将会对中国经济增长带来明显的冲击，对消费、投资和外贸三方面均将产生不同程度的影响。考虑到此次疫情的突发性和全国应对措施的广泛性，整体评估疫情对消费服务业影响最大，尤其是交通、旅游、餐饮、电影等行业短期冲击尤甚，生产和贸易领域也将因为开工的延迟和人员流动的下降有所影响。我们预计，2020 年第一季度的 GDP 增速可能会在 5.0% 上下。2020 年各季度中国经济增速可能呈现出前低后高的走势，全年经济增速可能在 5.7% 上下。（由于此次疫情变化不确定性仍存，仍需紧密跟踪判断）
- **政府应对政策：逆周期政策调节力度将超预期。**在当前疫情影响下，逆周期调控的重要性大幅抬升，预计中央政府将会采用更加扩张的逆周期宏观经济政策进行应对。具体来看，我们认为货币政策将更为宽松（降准 3-4 次&降息），财政政策更为积极（赤字率破三概率加大），金融防风险更注重稳杠杆（定向信贷支持），整体政策执行上将更为灵活，对疫情严重地区、重点行业及中小微企业将有政策倾斜。政策力度有望大于疫情发生前的预期。
- **债市影响及策略：短期利好利率债，信用债关注风险。**短期内利率债下行幅度可能为 20-30BP，长端与短端均有交易性机会，由于曲线陡峭化，长端机会可能更大。二季度以后经济仍有上行压力，关注长端风险。信用债高等级有交易机会，低等级、民企、小微、部分行业受负面冲击。2020 年无风险利率的下行趋势提前并变得更加明确。
- **股市影响及策略：风险和机遇的博弈。**当前股票市场受到短期冲击在所难免，预计此次疫情对市场的短期冲击幅度在 5%-8%。市场将出现短期避险情绪上升，部分上市公司基本面受损等负面因素的冲击。中长期来看股票市场面临 2020 年的黄金坑机会，第一，2020 年货币政策的宽松力度可能高于之前市场的预期；第二，无风险利率下行带来市场估值提升的机会；第三，资本市场改革推动 A 股中长期发展；第四，市场改革和开放带来中长期资金的持续流入。当然此次疫情的冲击无疑压低了 2020 年 A 股市场的整体投资回报水平，市场短期冲击的变化需要紧密跟踪疫情变化的情况，如疫情缓解缓慢则市场负面影响延长。市场结构上，短期可关注直接受益的医药行业、游戏产业及线上服务业等，中长期来看高景气的新能源汽车产业链、5G 产业链、电子行业、计算机行业、生物医药等新兴制造业仍将维持强势。
- **风险提示：1）宏观经济下行超预期，上市公司企业盈利将相应遭受负面影响；2）金融监管以及去杠杆政策加码超预期，市场流动性将面临过度收紧甚至信用危机的爆发；3）海外资本市场波动加大，对外开放加大的 A 股市场也会相应承压；4）疫情蔓延超出预期。**

正文目录

一、	宏观经济影响：一季度冲击显著，全年影响将收敛	4
1.1	非典时期回顾：仅在 03 年二季度出现 GDP 增速下行	4
1.2	经济增长展望：新型疫情影响将高于非典时期	6
二、	政策应对推演：逆周期政策调节力度将超预期	8
三、	债券市场影响：短期利好利率债，信用债关注风险	9
3.1	利率债：短期利好，中期留足灵活性	9
3.2	信用债：高等级有交易机会，低等级谨防违约增加	10
四、	股票市场影响：风险和机遇的博弈	12
4.1	非典期间回顾：大盘指数受短期冲击，高景气行业仍相对强势	12
4.2	近期境外股市表现：港股和 A50 的春节回撤在 5%-7%	14
4.3	A 股市场展望：短期冲击在所难免，中期向上趋势不变	15
五、	风险提示	18

图表目录

图表 1	非典期间 GDP 走势变化	4
图表 2	三大产业均受影响，三产业恢复慢（%）	5
图表 3	第三产业对 GDP 贡献明显下滑（%）	5
图表 4	进出口及投资所受影响较小（%）	5
图表 5	消费受到巨大影响，社零增速大幅下跌（%）	5
图表 6	客运量及客运周转量负增长（%）	6
图表 7	住宿及餐饮业增速大幅下跌（%）	6
图表 8	医药零售增速昙花一现（%）	6
图表 9	SARS 疫情为互联网行业带来机遇	6
图表 10	第三产业占 GDP 的比重（%）	7
图表 11	最终消费支出对 GDP 增长的贡献率（%）	8
图表 12	03 年利率下行持续至 6 月底 SARS 结束（%）	9
图表 13	03 年 3 季度央行货币政策逐步收紧（%）	9
图表 14	当前期限利差处于历史较高水平(%)	10
图表 15	高等级信用利差偏低，期限利差较高（BP）	11
图表 16	高等级套息空间处于较低水平（%，BP）	11
图表 17	民企债发行占比处于历史低位	11
图表 18	低等级发行占比处于较低水平	11
图表 19	湖北存量信用债中高等级占比低于市场均值	12
图表 20	湖北地区信用债偿债高峰在 3-4 月	12
图表 21	非典疫情时期股市回顾	13
图表 22	相对上证综指超额收益排名前五的行业	13
图表 23	相对上证综指超额收益最低的五个行业	13
图表 24	非典疫情时期医药细分行业表现	14
图表 25	近期港股与 A50 期货有所调整	14
图表 26	近期美国中概股指数有所调整	14
图表 27	非典疫情时期医药细分行业表现	15
图表 28	A 股市场估值区间	16
图表 29	境外资金已成为 A 股市场重要交易力量	16
图表 30	定增规模有望回暖	17
图表 31	中长期资金有望加速入场	17
图表 32	行业 PE 估值区间	17
图表 33	行业 PB 估值区间	18

一、宏观经济影响：一季度冲击显著，全年影响将收敛

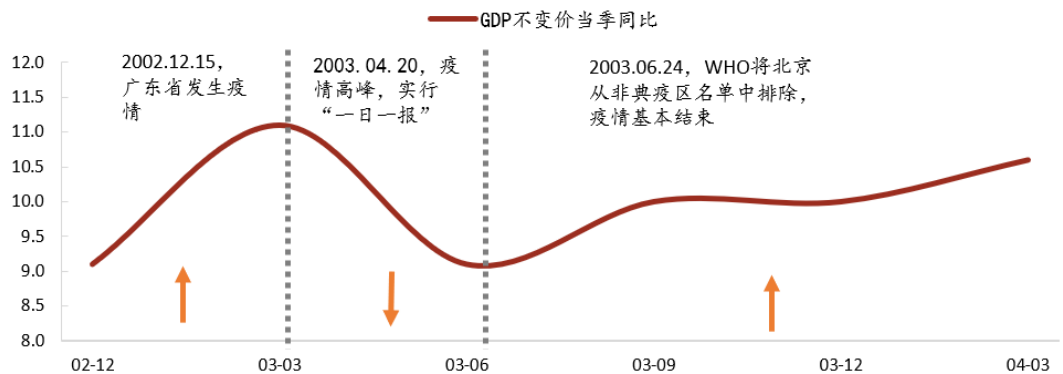
2020 一季度新型冠状病毒疫情将会对中国经济增长带来明显的冲击，对消费、投资和外贸三方面均将产生不同程度的影响。考虑到此次疫情的突发性和全国应对措施的广泛性，整体评估疫情对消费服务业影响最大，尤其是交通、旅游、餐饮、电影等行业短期冲击尤甚，生产和贸易领域也将因为开工的延迟和人员流动的下降有所影响。

当前疫情的变化仍存在不确定性，但一季度的影响是最大的。等到疫情高峰期过后，我们认为第一二产业恢复相对较快，第三产业回暖较慢。考虑到当前经济体第三产业和消费占比较高，此次疫情对经济的影响要超过 2003 年的非典期间。我们预计，2020 年第一季度的 GDP 增速可能会在 5.0% 上下。2020 年各季度中国经济增速可能呈现出前低后高的走势，全年经济增速可能在 5.7% 上下。

1.1 非典时期回顾：仅在 03 年二季度出现 GDP 增速下行

SARS 疫情发生于 2002 年 12 月 15 日，并于 2003 年 6 月 24 日基本结束，其中 4 月 15 日-5 月 9 日是疫情的爆发高峰期。在总计约 7 个月的疫情中，仅 2003 年第二季度 GDP 增速出现下行。2003 年二季度 GDP 实际增速 9.1%，较一季度下降 2 个百分点，低于 2003 年 0.9 个百分点。不过，SARS 疫情没有改变经济上行趋势。

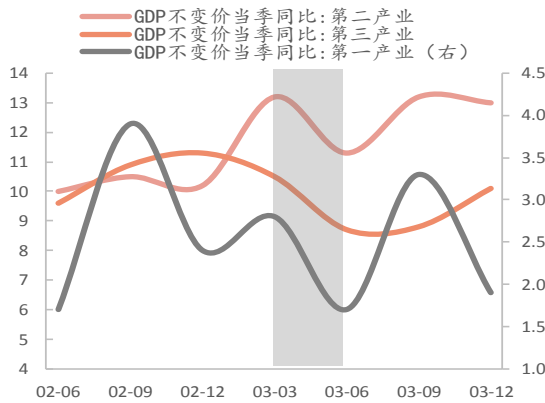
图表1 非典期间 GDP 走势变化



资料来源：WIND，平安证券研究所

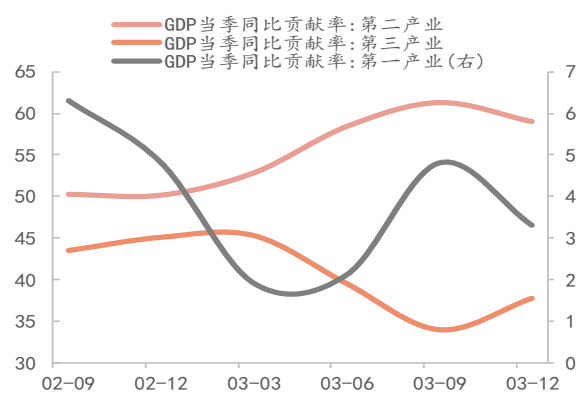
SARS 疫情对第三产业的影响最大。疫情高峰期三大产业同比增速均出现下滑，分别降低 1.1、1.9 和 1.8 个百分点。其中，第三产业受到的影响最大，且恢复更慢。疫情高峰期内，第三产业是唯一同比增速低于 2002 年同期（0.9 个百分点）、且在 2003 年第三季度同比增速（8.8%）弱于第一季度的产业。

图表2 三大产业均受影响，三产业恢复慢（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

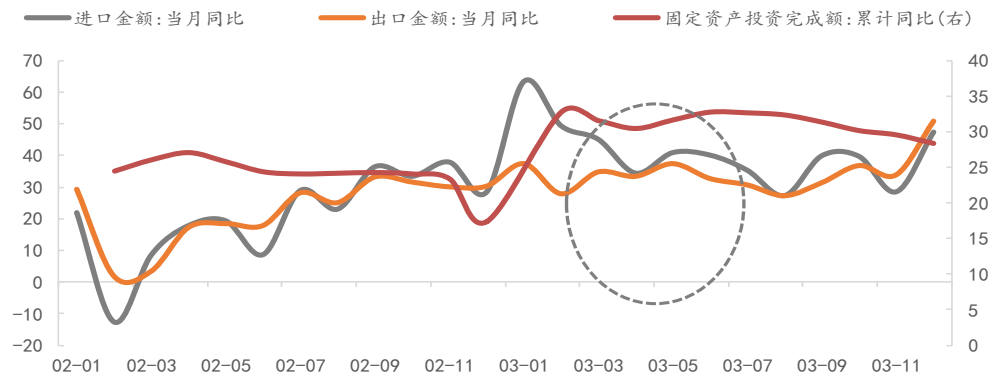
图表3 第三产业对GDP贡献明显下滑（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

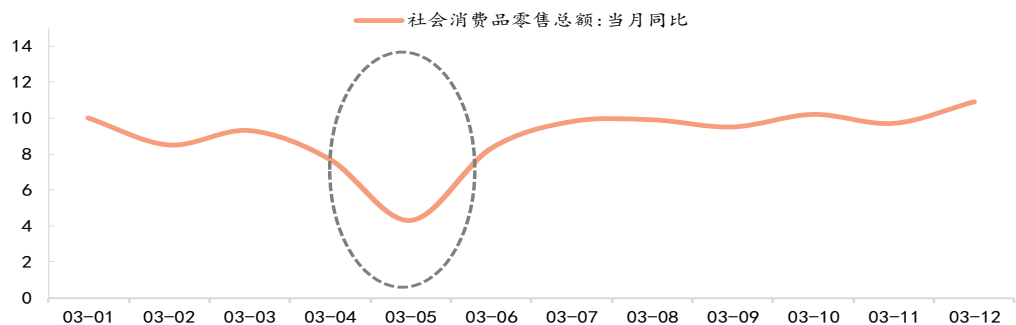
三大需求中消费受SARS影响最大。三大需求中，投资和进出口受到的影响较小，消费受到的影响最大。2003年全年，固定资产投资没有出现明显的下滑，4、5月份甚至出现反弹；进出口仅在4月下行，二者受到的影响不大。其中，社会消费品零售总额的第二季度同比增速出现明显回落，4至6月分别为7.7%、4.3%和8.3%，分别低于去年同期0.5、5和0.3个百分点；5月出现超大幅度的下滑与疫情导致“五一黄金周”的取消有关，随后社零增速在三季度逐渐反弹。

图表4 进出口及投资所受影响较小（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

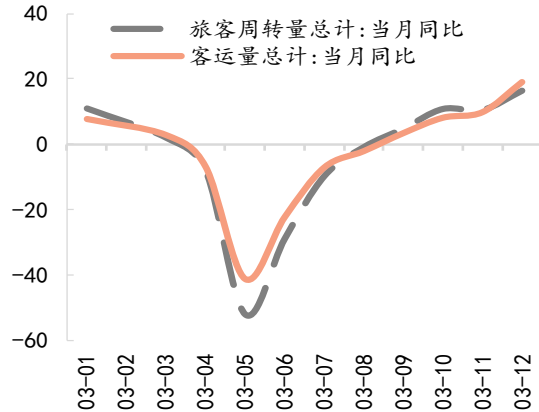
图表5 消费受到巨大影响，社零增速大幅下跌（%）



资料来源：WIND，平安证券研究所

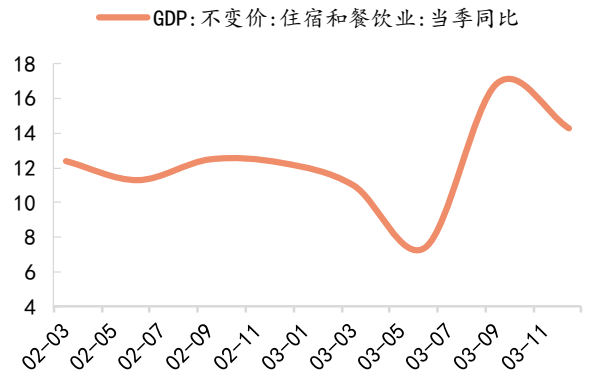
交通运输、仓储和邮政业务以及住宿餐饮行业受负面影响较大。旅游探亲、外出聚餐等可能增加感染风险的活动减少，入境游客大幅削减，导致交通运输、仓储和邮政业以及住宿和餐饮业是受疫情负面影响最大的行业。

图表6 客运量及客运周转量负增长 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

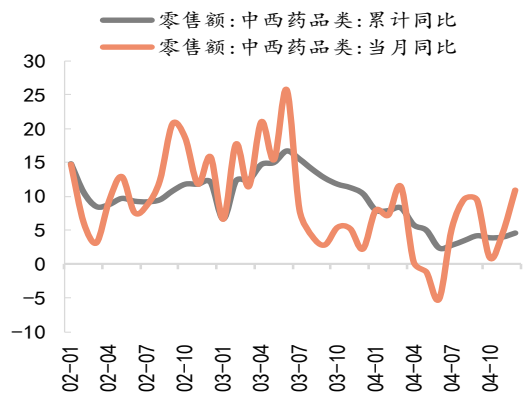
图表7 住宿及餐饮业增速大幅下跌 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

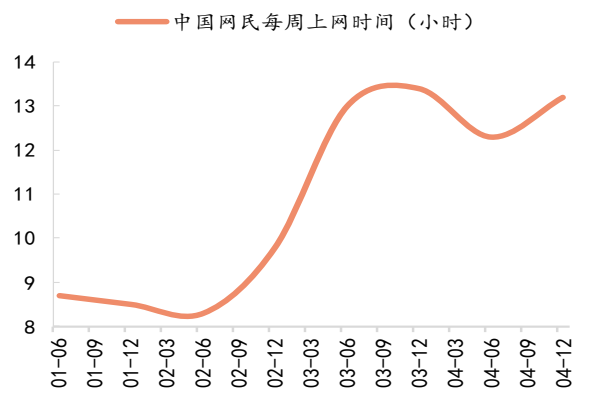
医药行业受到正面影响，但全年累计同比增速仍低于去年同期。医药行业虽然在疫情时期销售额大增，2003年6月累计同比增速达16.7%，但全年累计同比增速仅为10.4%低于去年同期1.7个百分点。此外，非典疫情对互联网行业有益，居民每周上网时间大幅增加。新浪、搜狐、网易首次实现全年盈利，腾讯QQ注册用户首次超过2亿。

图表8 医药零售增速昙花一现 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表9 SARS 疫情为互联网行业带来机遇



资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.2 经济增长展望：新型疫情影响将高于非典时期

➤ 新型疫情对经济增长的影响将高于非典时期。

本次肺炎疫情在中国传统春节假期集中爆发，因此在短期内，服务业受到的负面冲击最大，尤其是交通、旅游、餐饮、娱乐等行业。从国民收入核算的收入法视角来看，这将冲击第三产业的增速。从国民收入核算的支出法视角来看，这将冲击最终消费的增速。

参考2003年非典疫情最严重的二季度，2003年第二季度第三产业增速要比2002年同期下降0.9个百分点，比2003年第一季度下降1.8个百分点。2003年第二季度消费增速较2002年同期下降1.9个百分点，比2003年一季度下降2.5个百分点。

当前与 2003 年相比，中国经济的内外环境都发生了很多结构性变化。具体如下：

其一，外部环境不同。2001 年年底，中国加入 WTO。2002 年至 2003 年期间，全球经济正从互联网泡沫破灭后迅速复苏，由此带来中国出口增速高速增长。当前，随着全球经济增速的放缓与中美贸易冲突的不确定性，中国出口增速已经显著下滑。

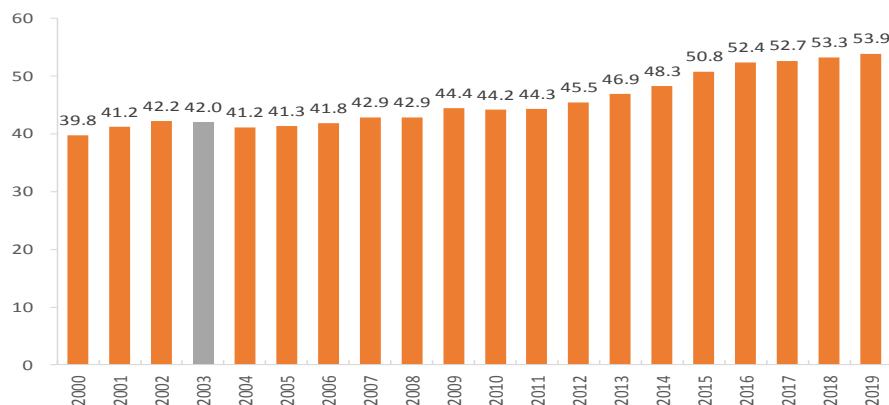
其二，内部增长趋势不同。2001-2007 年，我国经济增长趋势向上，非典疫情并未改变增长趋势。自 2010 年之后，我国经济增长持续向下，当前依然存在较大的下行压力。

其三，金融风险不同。2003 年前后，中国商业银行资产负债表焕然一新，系统性金融风险得到良好处置。而在当前，地方政府债务风险依然处于较高水平、中小商业银行面临较大的潜在坏账风险、房地产行业调控已经处于关键时期，防范系统性金融风险的攻坚战尚未完成。

其四，病理特点不同。相比于非典疫情，本次疫情传染性更强，全国为防止疫情扩散采取的防控措施更加严厉，除湖北外的多个城市采取封城封路等举措。

因此，当前无论是第三产业占 GDP 比重还是最终消费占 GDP 比重，都显著高于 2003 年。这就意味着，即使本次肺炎疫情对第三产业与最终消费的冲击与非典相似，那么其对中国经济增长的冲击影响，也会高于非典期间。

图表10 第三产业占 GDP 的比重 (%)



资料来源：WIND，平安证券研究所

目前，全国收假时间已经由 2020 年 1 月 31 日延迟到 2 月 3 日，有些地区或行业已经延迟到 2 月 10 日。春节假日的延长会影响到制造业、房地产与基建领域的投资增速，也会影响到出口行业的增速。由于疫情导致的人口流动放缓，企业开工复工的积极性也不高。

需要注意的是春节假日的消费损失难以弥补；但是部分投资的损失属于短期冲击，后期可以通过赶工弥补。根据非典期间的表现可知，疫情过后一二产业的恢复要快于第三产业。2003 年 6 月非典疫情控制后，三季度第一二产业迅速回暖较第二季度分别回升 1.6 和 1.9 个百分点，但第三产业仍然较为低迷。

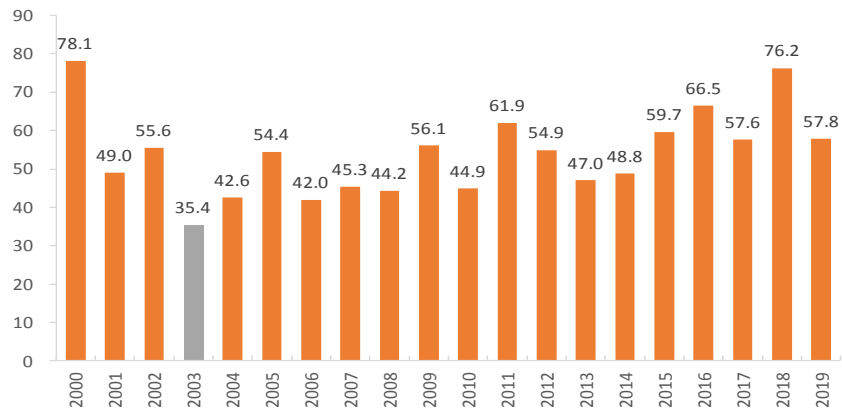
从企业生产来看，企业复工延迟、人口流动放缓会导致短期生产活动停滞，但有两个风险因素会延长对企业生产活动的影响。其一，当前交通运输、物流渠道的停滞阻碍了生产要素的运输，导致对原材料依赖较强行业面临的损失可能不仅仅是阶段性的，比如养殖业等；其二，部分资金链比较紧张，特别是对于经营相对困难的民营企业。民营制造业在疫情期间支付固定资产支出的同时，还会增加疫情防护、订单交付可能产生的违约金等支出，这会加大企业的经营成本及风险。

另外，此次疫情被列为“国际关注的突发公共卫生事件”意味着国际卫生组织有权利不准许疑似人员入境，对行李、货物、集装箱、交通工具等实行隔离和检疫等措施，这会对出口产生额外的冲击，

不过幅度较为有限。世界卫生组织在声明中明确提出不建议限制任何旅行或贸易行为，所做的规定是基于卫生健康和安全，从而不对国际交通产生影响。

综合来看，考虑到政策对经济增长的推动作用大概率主要体现在一季度之后，我们认为 2020 年第一季度的经济增长速度可能要比之前预测的速度下降 1 个百分点左右。2019 年四个季度的 GDP 同比增速分别为 6.4%、6.2%、6.0%与 6.0%。换言之，2020 年第一季度的 GDP 增速可能会在 5.0% 上下。

图表11 最终消费支出对 GDP 增长的贡献率 (%)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

二、政策应对推演：逆周期政策调节力度将超预期

中国政府在 2020 年将会采用更加扩张的逆周期宏观经济政策进行应对。2020 年是中国完成小康目标的决胜之年，在当前疫情影响下，逆周期调控的重要性更是大幅抬升，我国的政策工具及空间也较为充足。在政策应对上，我们认为货币政策更为宽松，财政政策更为积极，金融政策从去杠杆转为稳杠杆，整体政策执行上将保持更为灵活，对疫情严重地区、重点行业以及中小微企业均有政策倾斜。

具体来看，货币政策先行，全年降准、降息次数提升至 3-4 次，MLF、LPR 利率有望继续下行。财政政策更为积极，减税降费与投资支出共举，赤字率破 3 概率增大，专项债有望扩容，针对中小微企业、疫情严重地区和重点行业有税费、转移支付等政策倾斜。风险防控框架不变，执行上保持灵活。

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_7450



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>