

新冠疫情冲击影响及全年宏观趋势

核心内容:

☆从疫情影响持续时间看,依据现有的疫病传播速度和广度、治疗效率与公共卫生应对措施,并参考2003年SARS病毒传播及消亡的经验,估计疫情完全得到控制并消亡要到5-7月,也即初夏,但从日新增病例增加数量看,疫情拐点应该较SARS疫情更快到来,预计在2月上旬出现(特别是湖北之外的全国其他省份),SARS疫情拐点出现则拖延至2003年第二季度。

☆我们预计整个事件会持续到2季度,但1季度经济运行将受到疫情进展的显著影响(预计增速放缓至4.1%左右),考虑经济政策对冲效果之后,估计2020年全年中国经济实际经济增长处于5.6%左右水平,较2019年全年增速回落0.5%。2020年1-4季度GDP增速分别为4.1%、5.9%、6.1%和6.2%。

☆工业生产影响主要体现在一季度。预计1季度工业增加值增速为4.5%,其中2月份增速为3.1%,全年工业增速5.7%,较2019年下降1.2%。疫情对工业生产的影响主要集中在1季度,即1季度工业生产较低,2-4季度逐步回升,回升速度与需求恢复程度有关。

☆我们预计受疫情影响,春节期间零售业增速下滑50%以上,餐饮业、旅游业、电影娱乐业消费受到重大影响。我们预计2020年1-2月份社会消费品零售总额增速-7.7%,3月份增速4.0%;1-4季度消费增速分别为-1.2%、7.3%、8.5%和7.6%,全年消费增速预计约为5.5%,比预期的7%下滑1.5个百分点,较2019年全年增速大幅回落2.5%。

☆固定资产投资方面,疫情冲击影响相对可控,政策层面对投资预计形成一定支撑,以承托经济。我们维持对固定资产投资增速的预期,全年增速预计5.4%左右,与2019年全年增速水平持平,1-4季度分别为4.9%、4.9%、5.2%和5.4%。本次新冠疫情对固定资产投资的冲击主要是施工节奏的变化,预计1~2月份投资增速会有所回落,2季度回升,如果为对冲消费增速下滑政府投资有所增加,那么2季度开始投资增速可能加快。

☆考虑到中美第一阶段协议已经签署实施,总体看2020年进出口形势在疫情得以控制之后将整体改善。预计我国进出口1季度同时回落,随着疫情稳定进出口回升。预计我国2020年出口增速0.6%,进口增速3.3%,分别较2019年全年水平上升0.1%与6.1%。

☆新冠疫情对通胀的影响总体较小,2020年全年通胀不改回落态势,预计全年CPI同比2.7%左右,较上年回落0.2%。新冠疫情对通胀的影响总体较小,2020年全年通胀不改回落态势。春节期间物价普遍上行,主要源于消费需求的集中释放,春节后物价顺势下行。新冠疫情减弱春节效应,但是对总体物价水平影响不大。我们预计1月份CPI同比价格在3.7%左右,2020年全年CPI增速在2.7%左右,较2019年全年增速水平回落0.2%。工业者出厂价格指数(PPI)受到疫情影响,下行幅度加深,但预计随着生产逐步恢复,PPI逐步回升,预计全年PPI增速-0.1%左右,较2019年全年增速水平回升0.2%,但相对2019年底我们预期降低0.2%。我们仍然认为需求弱势是当前中国经济的主要矛盾,政策层面仍需防范通缩风险。

☆宏观政策预期:坚持日常群防群控,显著强化宏观逆周期调节。预计春节期间严厉的防控措施在疫情拐点出现后将告一段落,而日常群防群控措施会延续到疫情结束。由于疫情扩散迅速,国内外对于疫情进展及其对经济与资本市场的影响的悲观预期有所增加。在此背景下,我们预计政策层面果断作为,针对货币、财政、市场、微观主体等方面的宏观政策预计将多措并举综合施策,立足市场化思维激发经济活力。

分析师

张宸

☎: (8610) 8357 1342

✉: zhangchen_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517120001

许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130515030003

特别感谢:

余逸霖

☎: (8610) 66561871

✉: yuyilin_yj@chinastock.com.cn

目 录

一、疫情将显著冲击一季度经济运行 但全年经济影响可控.....	5
二、工业生产预计前低后高 疫情冲击主要在一季度.....	7
三、消费短期显著承压 全年增速预计明显放缓.....	8
四、固定资产投资与进出口受疫情影响可控.....	10
五、通胀温和 疫情不改变通胀回落态势.....	12
六、就业压力骤增 宏观政策因此预计将果断发力.....	14
七、政策应对展望：宏观微观政策措施预计密集发力.....	15
1. 防疫政策：预计全国严厉限制措施将告一段落 但群防群控仍将持续	15
2. 宏观金融政策：降息降准预计果断发力 利好无风险利率下行	15
3. 财政政策：积极财政政策将有望落实扩张总需求	16
4. 市场政策：推动现代资本市场建设 以市场化手段支持实体经济	17

图表目录

图 1: 全国新冠疫情进展概览 (截至 2 月 1 日数据)	3
图 2: 2020 年三大产业拉动 GDP (%)	5
图 3: 2020 年第三产业各行业拉动 GDP (%)	5
图 4: 2020 年支出法下 GDP 的运行 (%)	6
图 5: 2020 年 GDP 运行预测 (%)	6
图 6: 2020 年工业增加值增速预测 (%)	7
图 7: 春节黄金周消费增速 (%)	8
图 8: 1 月-2 月社会消费品零售总额及增速 (亿, %)	8
图 9: 春节黄金周消费增速 (%)	8
图 10: 春节黄金周消费增速与全年消费增速同向变动 (%)	8
图 11: 春节旅游收入	9
图 12: 春节电影票房收入	9
图 13: 固定资产投资增速 (%)	11
图 14: 猪肉价格 1 月份高位震荡	12
图 15: 蔬菜价格涨幅低于 2019 年 (%)	12
图 16: 2020 年 PPI 预测 (%)	13
图 17: 原油价格下行 (美元/桶)	13
图 18: PMI 从业人员可能会快速回落 (%)	14
图 19: 城镇领取失业金人数继续上行 (%)	14

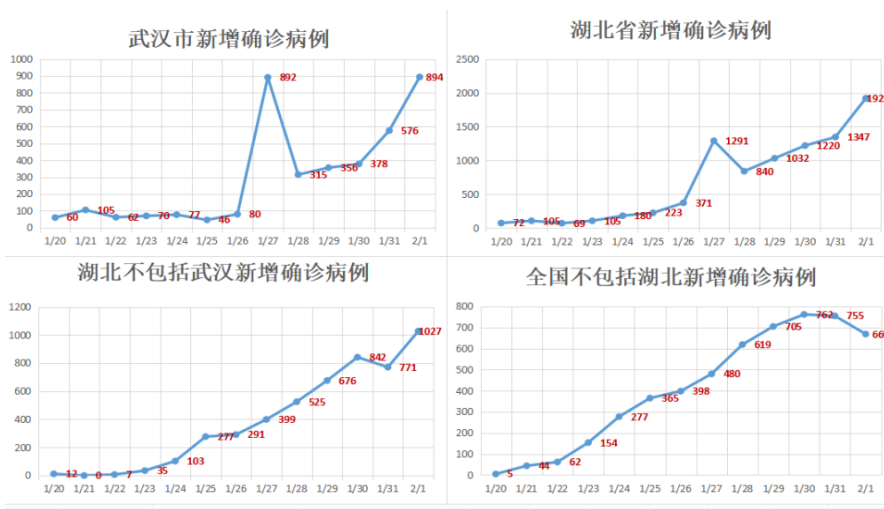
2020年1月12日，世界卫生组织命名2019年武汉病毒性肺炎病例而被发现的病毒为2019新型冠状病毒，即“2019-nCoV”，此时，中国早已开始了抗击新冠疫情的努力。2019年12月12日，湖北省武汉市发现第一起病毒性肺炎病例，至1月20日，国家卫健委高级别专家组组长钟南山肯定新型冠状病毒肺炎可以人类之间互相传播。1月22日，国家卫健委1号公告，将新型冠状病毒感染的肺炎纳入《中华人民共和国传染病防治法》规定的乙类传染病，并采取甲类传染病的预防、控制措施。1月23日，武汉市全市离汉通道暂时关闭，随后湖北多个城市也采取“封城”措施。正值2020年春节前夕，全国各地取消既定大型庆祝、娱乐活动，各地旅游、餐饮活动也陆续停止。1月27日，国务院办公厅1号文件延长2020年春节假期，各地学校推迟开学。随后广东、福建、浙江、江苏与上海等地相继宣布非必要企业、建筑工地等单位休假再延长1周。

2019新型冠状病毒爆发属于重大突发事件，病毒传染公共卫生事件在我国不是第一次发生，其对经济的影响可以参考2003年非典型肺炎“SARS”（“非典”）对经济的冲击。疫情对于经济到底有多大影响，首先应该弄清两个关键影响因素：第一，疫情影响经济的作用机制；第二，影响会持续多长时间。在此基础上客观评估疫情及全国防疫工作对于经济和市场的影响。

从疫情对于经济的影响机制看，主要机制是从防疫角度，各地主动（政府作为）或被动（居民部门自发）地限制减少经济社会活动，导致人流、物流与资金流的萎缩而带来的需求紧缩。旅游、餐饮、娱乐、酒店、交通运输及零售等服务行业终端需求将会显著减少；随着终端消费需求的减少，经由供应链传导，整个经济体系的生产、投资与进出口可能受到显著影响，各类企业将面临显著增大的经营压力；进而居民收入可能因上述形势减少、失业人口可能因上述原因显著增加；财政收支与信用扩张受阻；最终经济运行将因需求收缩而进一步放缓。

从疫情影响持续时间看，依据现有的疫病传播速度和广度、治疗效率与公共卫生应对措施，并参考2003年SARS病毒传播及消亡的经验，估计疫情完全得到控制并消亡要到5-7月，也即初夏，但从日新增病例增加数量看，疫情拐点应该较SARS疫情更快到来，预计在2月上旬出现（特别是湖北之外的全国其他省份），SARS疫情拐点出现则拖延至2003年第二季度。

图1：全国新冠疫情进展概览（截至2月1日数据）



资料来源：国家及湖北卫健委，中国银河证券研究院

因此，我们预计整个事件会持续到 2 季度，但 1 季度经济运行将受到疫情进展的显著影响（预计增速放缓至 4.1%左右），考虑经济政策对冲效果之后，估计 2020 年全年中国经济实际经济增长处于 5.6% 左右水平，较 2019 年全年增速回落 0.5%。2020 年 1-4 季度 GDP 增速分别为 4.1%、5.9%、6.1%和 6.2%。在此背景下，2020 年的就业与居民收入情况也会面临显著压力，预计今年上半年全国城镇调查失业率估计有望上行至 5.3%左右，高于 2019 年各月平均水平（5.15%），对 5.5%的控制线构成显著压力。但也应看到，2019 年四季度开始，由于各项政策措施得力，我国经济已经进入阶段性反弹，属于短周期复苏态势，上游行业出现一定的被动库存回补也有利于对冲疫情带来需求弱化，因此总体上不必对 2020 年的经济增长过度悲观。

对于近期疫情爬坡期间，由于防疫需要而推迟的春节后复工对于经济的影响不必过于担忧。至迟到 2 月 10 日前后，全国经济部门生产经营秩序将得到基本恢复。目前，北京、上海、重庆、广东、福建、浙江、江苏、山东、河南、湖南、河北、安徽、辽宁、降息、广西、云南、内蒙古、黑龙江、贵州等省已经要求非必要企业不早于 2 月 9 日（正月十六）24 时复工。

可以预见 2 月上旬之后之后全国（除湖北之外）的生产经营秩序将基本恢复。综合国家专家组钟南山院士及曾光教授的估计¹，正月十五左右现有防疫措施会看到效果，那么整体上看 3 月开始全国经济生产经营将进入相对较好的状态。

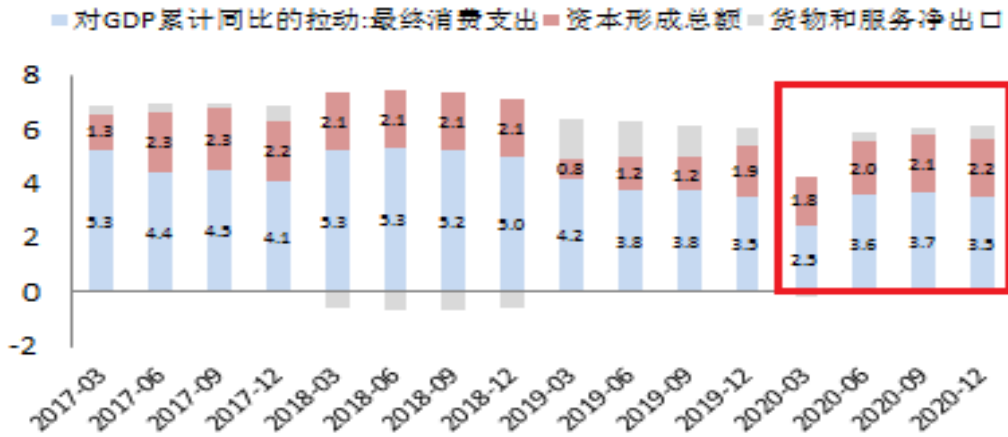
此外重大突发事件对微观主体的经济活动冲击也应得到密切关注。重大突发事件如本次新冠疫情与当年 SARS 疫情通过对特定区域以及整个国家宏观经济运行带来影响，使其偏离正常运行轨道。而经济之后是否会恢复至正常轨迹，很大程度上与微观主体经济活动是否因重大事件冲击而带来根本改变而决定。

我们总体认为 2019 新型冠状病毒与 2003 年“非典”相似，都是对经济带来短期冲击，但是并不改变经济周期运行。而 2019 新型冠状病毒更为特殊的地方在于其发生在中国农历春节之前，影响了整个春节期间的经济运行，而春节期间是我国传统的消费旺季，这部分消费之后很难弥补。同时春节延后推迟了生产活动，也拉低了经济增速。

从流动性及宏观金融环境来看，由于 1 季度经济将受到疫情的明显冲击，货币政策预计全力托底经济对冲下行压力，同时为财政扩张创造条件，上半年总体会是渐进性宽松的货币环境，有利于无风险利率下行，对资本市场总体是正面利好，尤其对于债券市场而言，因突发重大事件冲击基本面弱化，叠加政策宽松预期，基本面与流动性均有所支撑。

¹ 人民网，《专访曾光：疫情控制到正月十五应该能看到明显成效》，<http://hi.people.com.cn/GB/n2/2020/0130/c231187-33750413.html>

图 4：2020 年支出法下 GDP 的运行 (%)

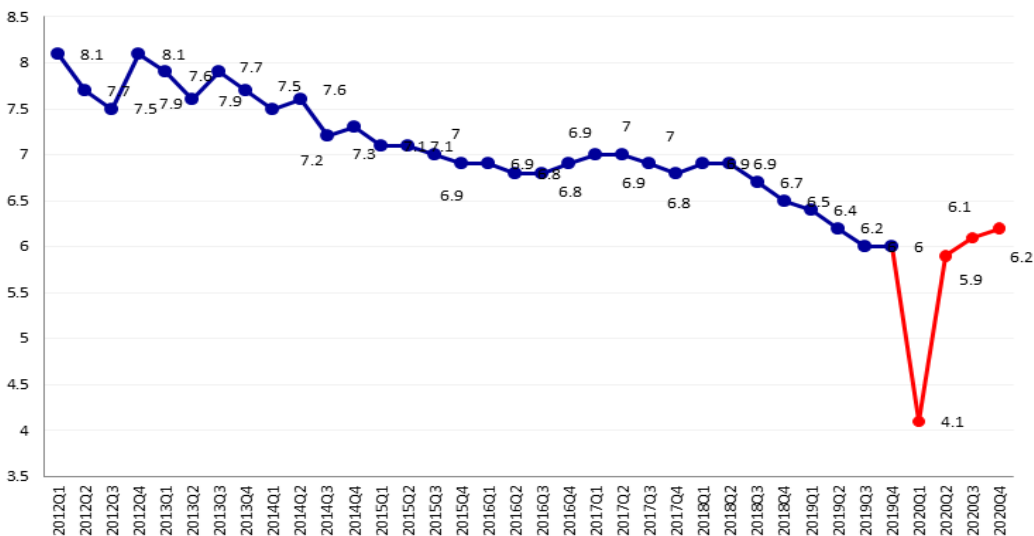


资料来源：WIND 中国银河证券研究院

1 季度 GDP 增速大幅下滑是大概率事件，2 季度受到需求反弹的影响，各行业会有所回升。这种回升既有消费需求的反弹（2020 年五一和十一节日需求会大幅反弹），也有生产的反弹。3、4 季度 GDP 继续回升，主要预计政策面会加大对经济面的影响，由于疫情对经济的打击，政府支出可能要加快，货币政策和财政政策双配合，刺激总需求回升抬升 GDP 增速。如政策支持力度弱于预期，那么 3、4 季度 GDP 增速可能仍然平稳，预计在 5.8% 左右运行。

我们预计，2020 年中国经济增速将在 5.4%–5.6% 区间内实现。在政策释放较为充分条件下，我们认为 2020 年 1–4 季度 GDP 增速分别为 4.1%、5.9%、6.1% 和 6.2%，全年 GDP 增速约为 5.6% 左右，较 2019 年全年增速下降 0.5%。政策较为支撑较为温和的条件下，1–4 季度 GDP 增速分别为 4.1%、5.9%、5.9%、5.8%，全年 GDP 增速约为 5.4% 左右，较 2019 年全年增速下降 0.7%。

图 5：2020 年 GDP 运行预测 (%)



资料来源：Wind 中国银河证券研究院

二、 工业生产预计前低后高 疫情冲击主要在一季度

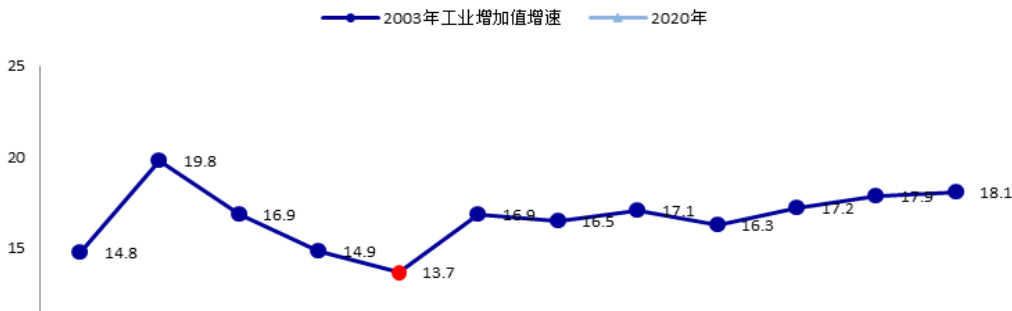
参考 2003 年非典期间工业生产的状况，我们对新冠疫情期间工业生产的状况做简单的预测，预计 1 季度工业增加值增速为 4.5%，其中 2 月份增速为 3.1%，全年工业增速 5.7%，较 2019 年下降 1.2%。疫情对工业生产的影响主要集中在 1 季度，计 1 季度工业生产较低，2-4 季度逐步回升，回升速度与需求恢复程度有关。春节期间需求迅速回落，春节前工业企业备货使得产成品库存增加，2 季度生产有所恢复，但低于 3、4 季度主要因为企业需要消化产成品库存。

从行业来看，部分行业生产大幅上行，例如“医药制造业”生产大幅上扬。医药行业生产呈现全面上扬态势，主要受到需求拉动，预计生产增速可能超过 30%。与医护、卫生用品有关化工日用消费品行业生产增速上行。预计肥皂洗涤、日用医用橡胶制品、环境污染防治、医用消毒设备等生产会大幅上行。家庭类娱乐和体育器材生产上行。

受疫情影响，部分行业正常生产明显受阻，同时我们认为下滑行业对经济的负面拖累超过上行行业对经济的支撑。与餐饮相关的大部分行业生产受到较大影响，与旅游活动相关的轻工业回落。在疫情未结束之前，大部分企业原材料和产成品运输，营销人员正常往来的生产活动都受到限制，造成生产增幅的回落。

总体看，新冠疫情对工业生产的影响可能与 2003 年非典期间类似，不过 2003 年我国经济处于高速增长阶段，工业生产快速恢复。2020 年我国经济仍然处于出清阶段，外贸恢复速度有待观察，内需恢复仍然不牢固，未来的工业生产仍然需要看需求的增加速度。我们认为疫情对经济的影响可能在下半年彻底消失，同时政府刺激政策发力，下半年的工业生产好于上半年。对企业利润增速方面，由于疫情对短期生产带来影响，上半年企业利润增速预计继续下滑，但下半年利润增速会有所恢复。

图 6：2020 年工业增加值增速预测 (%)



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_7475

