

别忽略了经济修复力，资本市场危中有机

——疫情观察系列

宏观专题研究

2020年2月3日

报告摘要：

- **毫无疑问，疫情短期内对经济冲击较大。**

疫情对经济的冲击主要有如下渠道：首先是人群聚集性行业受到直接冲击，主要包括零售、餐饮、旅游、交通等行业；其次是各地企业延迟复工使短期内生产承压；再次是世卫组织“PHEIC”表态本身并不值得恐慌，但主要经济体对中国旅行和贸易的限制，将对我国出口形成负面冲击；最后是很多中小企业每停工一天，就需要消耗一天的成本，每一天都在承受巨大损失。

- **本次疫情爬坡期的经济影响或大于SARS。**

2003年SARS疫情肆虐主要发生在3-6月，对当年二季度经济增长造成了明显冲击。从生产法GDP看，SARS主要冲击的是第二产业和第三产业，2003Q2第二、第三产业增加值增速分别环比放缓1.9pct、1.8pct；从支出法GDP看，SARS主要冲击的是消费，2003年5月社零增速最低（4.3%），较上年末放缓4.9pct。本次疫情对第三产业的影响或大于第二产业，对消费和基建影响也将较大，疫情爬坡期影响或大于SARS。当然，本轮疫情采取防控措施更早、更加严格，疫情爬坡期或短于2003年。

- **但不应忽略的是，经济体系的修复能力。**

疫情或灾害发生后，经济体系具有修复向好的强大力量，这种力量来自于经济自身的修复力，来自于全社会的防疫救灾努力，也来自于政府适时适度的逆周期调节。其一，很多生产消费可在季度间腾挪安排，灾害过后通常会出现报复性反弹；其二，防疫救灾活动能够起到帮助和促进经济修复的作用，财政增支和社会捐款，如果执行到位，都会转化为相关行业从业者的收入，在乘数效应作用下，又可产生一系列连锁收入；其三，政府适时适度的逆周期调节也有助于经济修复。

- **疫情讨论趋于理性，资本市场危中有机。**

目前社会各界对于疫情的关注和讨论已趋于冷静，这表明，疫情最恐慌的时候可能已经过去，理性的分析将逐渐成为社会主流声音。疫情影响下，资本市场可能呈现分化局面，受影响大的消费、周期板块深度调整，受影响小的科技板块表现明显胜出，我们继续坚定看好科技板块的相对表现。

- **风险提示：**疫情传播扩大化，逆周期调节不及预期，各国强化对中国旅行和贸易限制等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

一场突如其来的疫情打乱了中国经济的本来节奏。

疫情发酵之前，原本中国经济正处于弱平稳之中。中美达成第一阶段经贸协议，进出口贸易出现改善；逆周期调节持续发力，信贷社融高增，市场预期基建“开门红”；制造业库存处于低位，好事者正在激辩“补库存”有没有开启……这一切，都被肇始于武汉的新型冠状病毒肺炎疫情无情地改变。

一、毫无疑问，疫情短期内对经济冲击较大

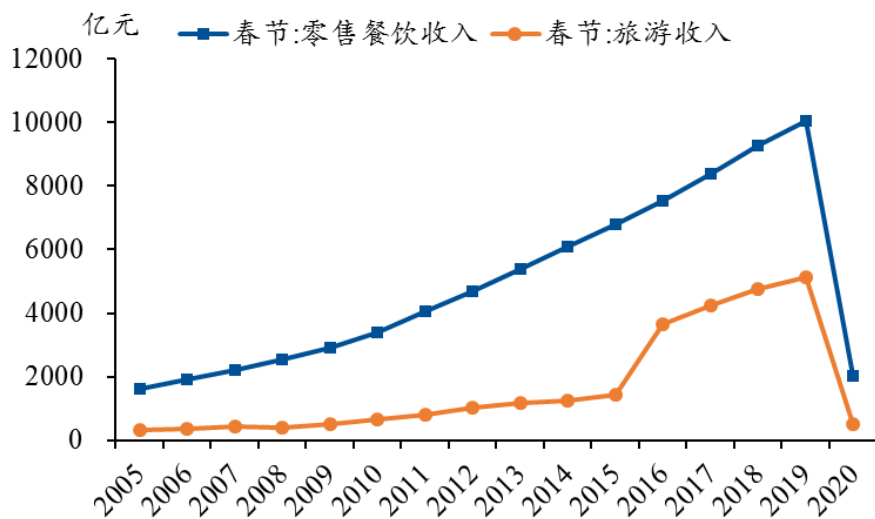
首先，人群聚集性行业受到直接冲击。

1月20日，钟南山院士最早向公众披露，新型冠状病毒确定存在“人传人”的现象。通过中国疾控中心主任高福院士发表在《新英格兰医学杂志》的论文，现在我们已经知道，新型肺炎“人传人”在去年12月已经出现。出于防控的需要，人群聚集性行业首当其冲受到严重冲击，主要包括零售、餐饮、旅游、交通等行业。

——**零售和餐饮收入**：商务部监测数据显示，2019年除夕至正月初六(2月4日至10日)，全国零售和餐饮企业实现销售额约10050亿元，比上年春节黄金周增长8.5%。过去十余年里，更是持续保持两位数以上增长。2020年数据目前尚未公布，预计同比下降可能超过80%（图1）。

——**旅游收入**：中国旅游研究院数据显示，2019年春节期间，全国旅游接待总人数4.15亿人次，同比增长7.6%；实现旅游收入5139亿元，同比增长8.2%。这些数据都是国内旅游口径，意味着这些收入都是国内旅游相关行业的收入。2020年数据目前也尚未公布，全国景点大都关闭，预计同比下降可能超过90%。

图1：零售、餐饮、旅游等行业受到疫情直接冲击



资料来源：商务部，国家旅游局，中国旅游研究院，民生证券研究院

——**交通流量**：公安部交通管理局数据显示，根据全国 35 条高速公路 200 个重要通道监测节点流量监测情况，1 月 29 日（农历大年初五）交通总流量与去年春运同期相比下降 81.51%，1 月 30 日同比下降 87.7%。交通流量下降背后，反映的是相关经济活动的收缩。

其次，各地企业延迟复工使短期内生产承压。

国务院办公厅 1 月 26 日发布通知，宣布延长 2020 年春节假期至 2 月 2 日，同时，学校推迟开学。但由于疫情持续爬坡，全国多地在此基础上，进一步推迟了企业复工日期。

——**疫情中心湖北**：湖北省长日前在新闻发布会上表示，湖北各类企业复工时间不早于 2 月 13 日 24 时。

——**上海、江苏、广东等地**：截至 1 月 31 日，已有上海、江苏、广东等 17 地宣布，除必需行业外，其他企业复工时间复工不早于 2 月 9 日 24 时（表 1）。

表 1：各地延迟复工不完全统计（0131）

地 区	企业复工时间	GDP 占全国比重
湖 北	不早于 2 月 13 日 24 时	4.3
北 京	不早于 2 月 9 日 24 时	3.3
上 海	不早于 2 月 9 日 24 时	3.6
江 苏	不早于 2 月 9 日 24 时	10.1
浙 江	不早于 2 月 9 日 24 时	6.1
安 徽	不早于 2 月 9 日 24 时	3.3
福 建	不早于 2 月 9 日 24 时	3.9
江 西	不早于 2 月 9 日 24 时	2.4
山 东	不早于 2 月 9 日 24 时	8.4
河 南	不早于 2 月 9 日 24 时	5.3
河 北	不早于 2 月 9 日 24 时	3.9
内 蒙 古	不早于 2 月 9 日 24 时	1.9
辽 宁	不早于 2 月 9 日 24 时	2.8
黑 龙 江	不早于 2 月 9 日 24 时	1.8
广 东	不早于 2 月 9 日 24 时	10.6
重 庆	不早于 2 月 9 日 24 时	2.2
贵 州	不早于 2 月 9 日 24 时	1.6
云 南	不早于 2 月 9 日 24 时	2.0
小 计		77.5

资料来源：各地公告，民生证券研究院

上述 18 地，2018 年 GDP 合计占全国 GDP 的 77.5%。另外，某些省份虽然未在省级层面宣布延迟复工，但地市层面和行业层面有不少也已经宣布延迟复工。总体看，延迟复工影响面应已超全国 GDP 八成，由此造成的影响不可谓不大。

再次，世界卫生组织“PHEIC”的影响也需要客观看待。

1 月 31 日凌晨，世卫组织正式宣布将此次新型冠状病毒感染肺炎疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件（PHEIC）”，同时强调，不建议限制中国的贸易和旅行。

“PHEIC”可根据程序随时撤销，并应在公布三个月后自动取消或延期三个月。世卫组织针对“PHEIC”的建议总体相当温和，也不具备强制性，因此世卫组织的表态本身并不值得恐慌。主要经济体的反应才是真正值得重视的。

——**美国**：美国白宫决定，是否取消中美航班，由美国的航空公司自行决定。目前美国联合航空已取消2月1日至2月8日美国主要城市与中国北京、中国香港和中国上海之间总计24个往返航班；美国航空暂停2月9日到3月27日的洛杉矶到北京和上海的航班；达美航空则宣布从2月6日到4月30日，将中国航班从每周42班减少到21班。

——**欧洲**：欧洲多个航空公司追随美国，削减了部分到中国航线。所涉航空公司包括汉莎航空集团、英国航空、法国航空、荷兰皇家航空、芬兰航空等。

——**俄罗斯**：据俄卫星通讯社1月30日报道，俄罗斯决定暂时关闭远东中俄边境，同时暂停向中国公民发放电子签证。

——**亚洲**：据国家移民管理局实时统计，截至1月30日，朝鲜、菲律宾、哈萨克斯坦、新加坡等国家均发布入境管制措施，包括暂停向中国公民签发落地签证、暂停来自中国大陆地区旅客入境等举措。

尽管世卫组织不建议限制中国的贸易和旅行，但上述经济体的反应实际上已经形成了限制，这对我国出口无疑是负面冲击。

最后，警惕不要让部分中小企业倒在黎明前。

尽管有不少上班族对延迟上班持欢迎态度，但很多中小企业主正在心乱如麻。对于企业而言，不管开工还是停工，房租、员工工资、不易储存的原材料成本、各种费用摊销等成本都会发生。疫情影响之下，很多中小企业每停工一天，就需要消耗一天的成本，但却缺乏相应的收入来源，因此每一天都在承受巨大损失。这些企业能不能撑到疫情影响结束就值得社会高度关注。

所幸，我们已经看到，监管部门已经下发通知，对于受疫情影响较大的行业和企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷；鼓励通过适当下调贷款利率、完善续贷政策安排、增加信用贷款和中长期贷款等方式，支持相关企业战胜疫情灾害影响，已有多家银行纷纷响应；已有不少商业地产、物业等与商家们共克时艰，宣布为商业中心租户减免租金，等等。

中小企业，是中国经济的重要支撑力量，保护他们不倒在黎明前，就是保护中国经济的未来。

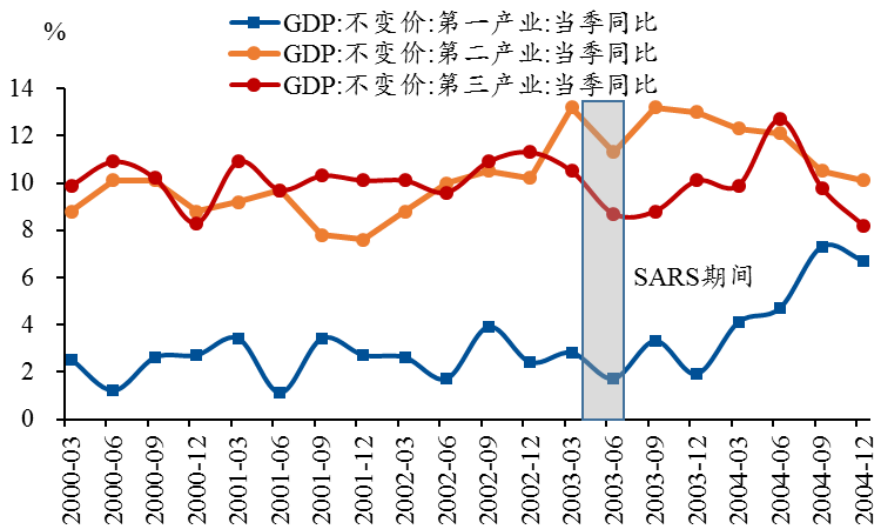
二、本次疫情爬坡期的经济影响或大于 SARS

2003年SARS疫情肆虐主要发生在3-6月，对当年二季度经济增长造成了明显冲击。

从生产法GDP看，SARS主要冲击的是第二产业和第三产业。2003年Q2，第二产业增加值增速为11.3%，环比放缓1.9个百分点；第三产业增加值增速为8.7%，环比放缓1.8个百分点；第一产业受到影响相对较小（图2）。2003年时我国加入WTO不久，仍处于快速工业

化时期，直至 2009 年成为世界工厂，当时第二产业在 GDP 中比重最高，受到影响也最严重。

图 2：SARS 主要冲击的是第二产业和第三产业

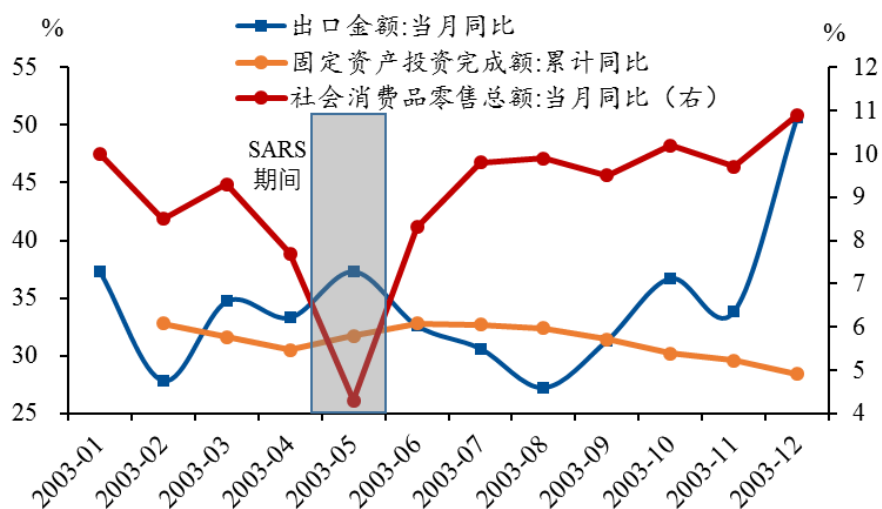


资料来源：Wind，民生证券研究院

本次疫情对第三产业的影响或大于第二产业。随着经济不断发展，中国经济的服务化进程不断深入。2012 年起第三产业取代第二产业成为国民经济的支柱产业，2015 年起第三产业在 GDP 中比重超过 50%，2019 年约占 54%。本次疫情于春节期间爆发，正是传统上第三产业旺季和第二产业休假期，因此预计第三产业受到的冲击将大于第二产业。

从支出法 GDP 看，SARS 主要冲击的是消费。2003 年 4-5 月，社会消费品零售当月同比增速快速下降，5 月达到低点 4.3%，较上年末下降了 4.9 个百分点；出于国际社会对 SARS 疫情蔓延的担忧，6-9 月出口增速也出现一定程度下降；固定资产投资增速受影响较小。2003 年时我国正处于高出口和高投资驱动型增长模式中，尽管有疫情影响，出口和投资仍然保持了 30% 左右的增速（图 3）。

图 3：从支出法看，SARS 对消费的冲击最大



资料来源：Wind，民生证券研究院

本次疫情对消费和基建影响较大。春节黄金周是消费旺季，如今网上消费高度发达，能够一定程度上低效线下消费萎缩的影响，但烟酒糖茶、亲友聚会等时令性消费难以转移或抵消，消费仍将受到较大影响。此外，受疫情影响，除几所“小汤山”医院外，防疫取代基建成为财政中心工作，企业延期复工直接影响建筑行业，基建投资面临较大压力。

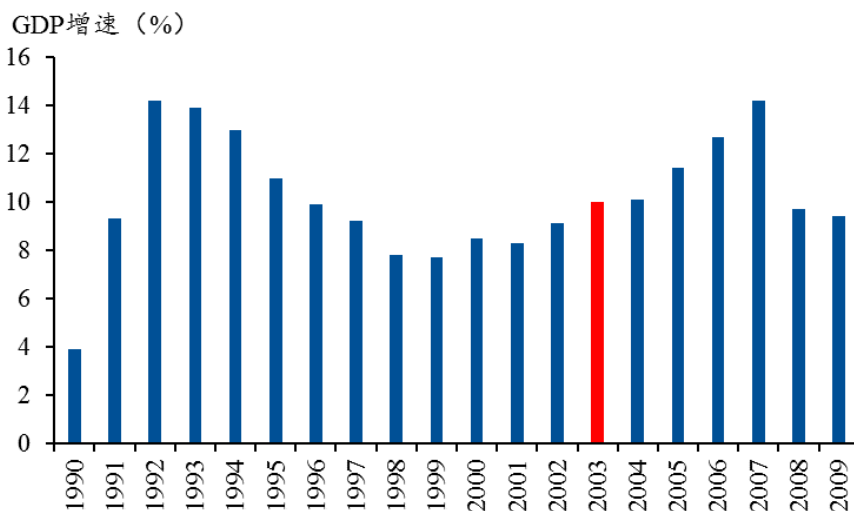
本次疫情爬坡期影响或大于 SARS。截至 1 月 31 日 24 时，全国累计确诊新型冠状病毒肺炎病例 11791 例，共有疑似病例 17988 例，确诊和疑似病例均远高于 2003 年 SARS。全国 31 省份均启动一级响应，各地封城封村、隔离管制力度也远高于 2003 年，因此疫情爬坡期间对经济的影响也将大于 2003 年。当然，本轮疫情采取防控措施更早、更加严格，疫情爬坡期或短于 2003 年。

三、但不应忽略的是，经济体系的修复能力

疫情和灾害，都是对经济的一次性外生冲击，冲击发生后，经济体系具有修复向好的强大力量，这种力量来自于经济自身的修复力，来自于全社会的防疫救灾努力，也来自于政府适时适度的逆周期调节。在疫情影响的讨论中，这一视角不应缺位。

其一，经济自身具有修复力，灾害过后通常会出现报复性反弹。这一修复力来自于经济主体在季度间腾挪生产消费的行为。很多生产，尤其是第二产业生产，可以在一年中的不同时间段腾挪安排，灾害过后往往会加快进度。很多消费行为可延期，消费者暂时压抑自己的需求，灾害过后会出现补偿性消费。从历史经验看，这一修复力在历次灾害后都有体现。2003 年 SARS 疫情结束后，受影响较大的第二产业、第三产业、消费等变量均出现强力反弹，带动下半年经济总体改善，全年 GDP 增长 10%，较上年还提高了 0.9 个百分点。中长期看，SARS 对中国经济增长趋势几无影响（图 4）。

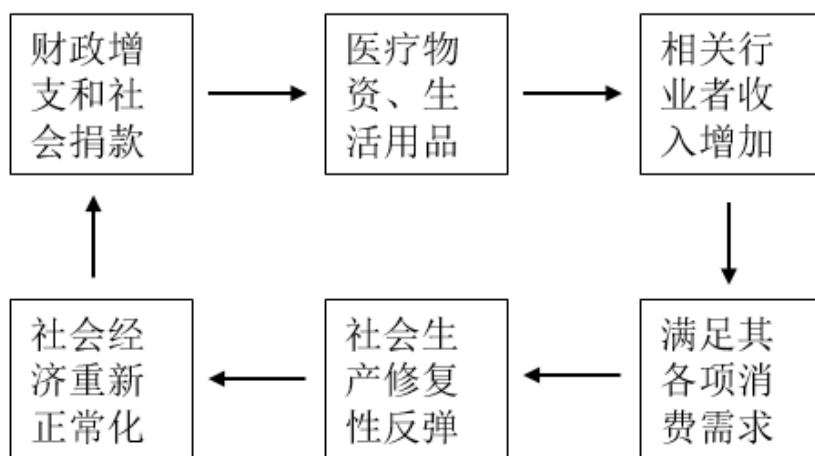
图 4：SARS 对中长期经济增长趋势无影响



资料来源：Wind，民生证券研究院

其二，防疫救灾活动能够起到帮助和促进经济修复的作用。灾害经济学起源于法国古典经济学家巴师夏的“破窗理论”。巴师夏认为，假设一个人砸碎了理发店玻璃窗，这一行为虽然对社会造成了破坏，但它将为玻璃生产商制造商机，生产商拿到钱后又去购买其他生产商的产品。在乘数效应的作用下，他给社会造成的损害只是一次性的，可是给社会带来的机会却是连锁性的。就本次疫情而言，截至2020年1月29日下午5点，各级财政已累计下达疫情防控补助资金273亿元，确保疫情防控经费需要，这一数字仍在不断增长中。社会各界捐款捐物支持疫区。财政增支和社会捐款，如果执行到位，都会转化为相关行业从业者的收入，在乘数效应作用下，又可产生一系列连锁收入，帮助和促进经济完成修复（图5）。从这个角度而言，我们也更加需要密切关注和监督每一笔款项和物资的去向，确保它们的使用正当合理，这既是社会公平正义的需要，也是乘数效应得以有效发挥的前提。

图5：防疫救灾活动对经济增长的修复作用



资料来源：民生证券研究院

其三，政府适时适度的逆周期调节也有助于经济修复。本次疫情让世界见证了中国政府的快速反应能力，逆周期调节实际上已经在展开，世界卫生组织总干事谭德塞称赞中国采取的很多防控措施远远超出应对突发事件的相关要求，为各国防疫工作设立了新标杆。我们认为，地方财政本已捉襟见肘（表2），疫情爆发后，财政大力支持防疫，客观上要求积极力度进一

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_7520

