

新冠肺炎疫情对中国经济与市场的影响

——兼论与 SARS 疫情的异同

宏观专题研究

2020 年 02 月 03 日

报告摘要：

● 新冠肺炎疫情与 SARS 疫情的异同

从传染病本身来看，与 2003 年 SARS 疫情相比，新冠肺炎的传染性更强，传播范围更广，但死亡率相对较低。从疫情防控来看，有了 2003 年 SARS 疫情防控的经验，本轮疫情采取防控措施更早、更加严格。

● 传染病将如何影响经济增长

传染病会从供给和需求两方面对经济增长产生不利影响。从供给层面来看，劳动力是重要的生产要素，传染病致死将导致劳动力数量减少。为了防控传染病，导致劳动时间缩小，也将导致生产量下降。从需求层面来看，疫情防控等公共卫生和医疗支出有望增大；而需要见面甚至聚集的餐饮、旅游、航空、交通等服务业消费将受到不利影响；投资也将由于调研、谈判等无法展开而受到影响。

2003 年 SARS 疫情对中国经济增长产生了较为明显的一次性冲击。当年二季度不变价 GDP 增速由一季度的 11.1% 降至 9.1%，之后小幅反弹，三季度和四季度均增长 10%。但是，冲击明显小于香港、台湾、新加坡等经济体。2003 年二季度香港、台湾、新加坡实际 GDP 均呈负增长，较当年其他三个季度低 4.5 个百分点以上。SARS 冲击使得中国固定资产投资增速下降。SARS 使得 2003 年二季度固定资产投资当季实际增速下降了大约 2.9 个百分点，使得房地产投资当季实际增速下降了大约 5.4 个百分点。但是，2003 年固定资产投资价格指数呈上升趋势，受价格因素影响，当年度固定资产投资完成额累计同比增速仅在 4 月份下降了 1.1 个百分点，即开始反弹。

● 新冠肺炎疫情对中国经济的影响

当前，中国经济已经进入工业化后期，由 2003 年非典时期的投资和出口拉动转向消费和创新驱动，第三产业成为了拉动经济增长的第一动力。基建和地产投资增速提升空间有限。2003 年基建与地产是拉动经济增长的重要动力。但是，囿于财政收入增速下降和地方政府债务压力、居民杠杆率较高和房地产对经济增长的挤出效应，无法通过基建和地产投资有效对冲新冠肺炎疫情对经济的冲击。

尽管短期内疫情对经济冲击较大，但不应忽略的是，一方面，很多生产消费可在季度间腾挪，经济通常会出现报复性反弹，另一方面，本次疫情引致的财政增支和社会捐款，如果执行到位，会转化为相关行业收入，在乘数效应作用下，有助于经济完成修复，疫情对中长期经济影响有限。

资本市场可能呈现分化局面，受疫情影响大的消费、周期板块深度调整，受影响小的科技板块表现明显胜出。10 年期国债收益率有望维持小幅下行至 2.8% 附近，并在 3 月下旬小幅反弹。

● 风险提示

疫情防控不及预期，逆周期政策不及预期，中美经贸关系不及预期。

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

目录

一、新冠肺炎疫情与 SARS 疫情的异同	3
(一) 新冠肺炎的特征	3
(二) 新冠肺炎疫情防控更早、更严格	6
(三) 新冠肺炎疫情防控结果仍存不确定性	7
二、传染病将如何影响经济增长	8
(一) 传染病影响经济增长的机制	8
(二) 2003 年 SARS 疫情对中国经济的影响	8
(三) 2003 年 SARS 疫情对通货膨胀的影响	14
(四) 2003 年 SARS 疫情对资本市场的影响	15
三、新冠肺炎疫情对中国经济的影响	15
(一) 当前经济环境与 2003 年有巨大差异	15
(二) 新冠肺炎疫情对中国经济的影响	17
四、可能的政策应对与疫情对资本市场的影响	17
风险提示	18
插图目录	19
表格目录	19

近日，新型冠状病毒成为了中国政府和社会关注的焦点。截至1月31日24时，国家卫生健康委收到31个省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团累计报告确诊病例11791例（江西省、陕西省、甘肃省各核减1例），现有重症病例1795例，累计死亡病例259例，累计治愈出院病例243例，共有疑似病例17988例。

鉴于新型冠状病毒较强的传染性，1月20日，国家卫健委发布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。30个省（区、市）启动了重大突发公共卫生事件一级响应，公共活动场所全部暂停对外开放。“不出门、不聚会、不聚餐”成为鼠年春节的一大特色。2003年疫情防控曾对中国经济造成一定负面影响，此次新冠疫情必然也会影响中国经济。但是，人不能两次踏进同一条河流。当前中国经济已经由2003年非典时期的投资与出口拉动转向消费和创新驱动。因而，研究新冠肺炎对中国经济与市场的影响，具有重大的理论与实践价值。

要确定新冠肺炎对经济与市场的影响，需要回答以下几个问题：1、与2003年SARS疫情及防控措施相比较，本轮疫情的传播范围和持续时间如何？2、以SARS为例，传染病是如何影响经济增长的？3、对比2003年的国内外经济环境，本轮疫情对经济的影响如何？4、可能的政策应对与疫情对资本市场的影响。

一、新冠肺炎疫情与SARS疫情的异同

从传染病本身来看，与2003年SARS疫情相比，新冠肺炎的传染性更强，传播范围更广，但死亡率相对较低。从疫情防控来看，有了2003年SARS疫情防控的经验，本轮疫情采取防控措施更早、更加严格。

（一）新冠肺炎的特征

2019年12月8日以来，湖北省武汉市发现多起病毒性肺炎病例，均诊断为病毒性肺炎/肺部感染。2020年1月12日，世界卫生组织正式将造成武汉肺炎疫情的新型冠状病毒命名为“2019新型冠状病毒（2019-nCoV）”。中国国家卫健委2020年1月20日发布公告，新型冠状病毒感染的肺炎纳入乙类传染病，按甲类管理。

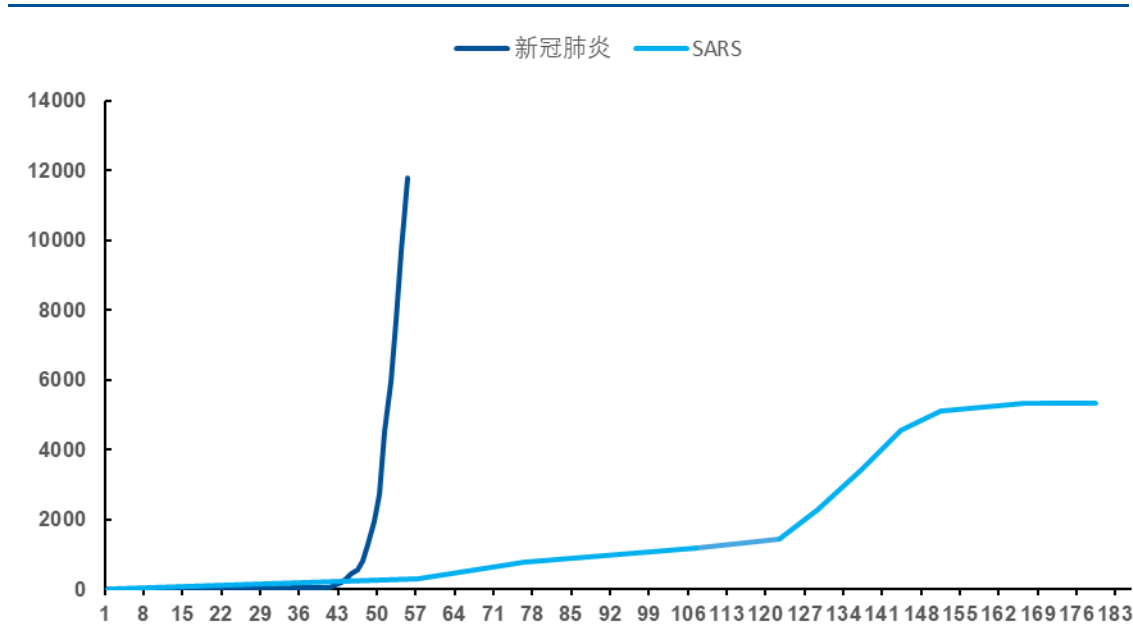
根据国家卫健委与国家中医药管理局公布的《新型冠状病毒感染的肺炎诊疗方案（试行第四版）》，新冠肺炎的主要传染源为新型冠状病毒感染的肺炎患者，主要传播途径是呼吸道飞沫传播，也可通过接触传播。人群普遍易感，老年人及由基础疾病者感染后病情较重，儿童及婴幼儿也有发病。潜伏期一般为3-7天，最长不超过14天。与2003年SARS疫情相比，新冠肺炎的传染性更强，传播范围更广，但死亡率相对较低。

新冠肺炎的传染性更强。从2002年12月15日出现第一例报告病例患者，到2003年2月9日，确诊患者人数才达到305，3月底才超过1000，5月29日中国内地总病例也仅为5325¹。但新型冠状病毒从2019年12月8日官方通报首例不明原因肺炎患者发病，到

¹ <http://www.100md.com/index/0E/10/00/21/b3/61/index.htm>。

2020年1月21日，确诊患者人数已达到440，1月24日达到1287，1月28日达到5974，已经超过了SARS时期。

图1：新冠肺炎与SARS确诊病例数增长过程（人）



资料来源：国家卫健委，人民网，民生证券研究院

医学研究论文预印本发布平台 medRxiv 上发表的数篇研究也对此次新冠病毒的流行病学参数进行了估算与预测。Cao 等（2020）1月29日的研究根据2019年12月16日至2020年1月25日的发病信息建立了传播模型，研究估计，2019-nCoV的基本传染数²(R0)为4.08（95%置信区间估计在3.37至4.77之间）。Jonathan M Read 等（2020）1月27日的研究根据2020年1月1日至22日的发病信息建立了传播模型，研究估计，2019-nCoV的基本传染数为3.11（95%置信区间估计在2.39至4.13之间）。在类似传染病中，2003年SARS致死率相对较高，但基本传染数略低，Cao 等（2020）估计2003年SARS时期北京地区基本传染数为2.76，广州地区为3.01。MERS-CoV致死率较SARS高4倍，但基本传染数小于1，约为0.5。

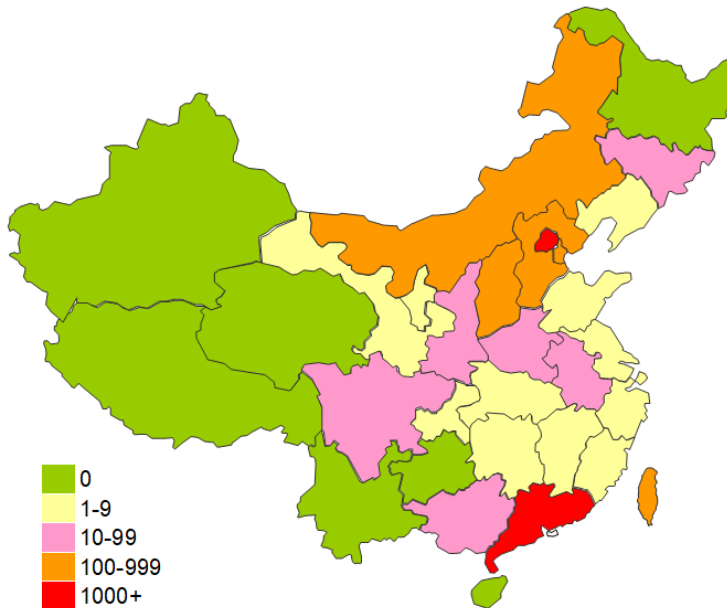
新冠肺炎的传播范围更广。2003年1-3月份，SARS疫情主要集中在广东省；4月份，疫情才开始向其他省份扩散。2020年1月份，新冠肺炎疫情已经开始向其他省份扩散。SARS的重灾区为北京和广东，确诊病例人数均超过1000，但不到3000；河北、内蒙古、山西、天津等4个省市受影响较大，确诊病例数超100；江苏、浙江、福建、山东、湖北、湖南、江西、辽宁、宁夏、甘肃、上海、重庆等12个省市确诊病例均不到10例；而贵州、海南、黑龙江、青海、新疆、西藏、云南等7省均无确诊病例³。本轮疫情目前已经覆盖国内所有省市，湖北为重灾区，确诊病例数已超过7000；浙江、广东、河南、湖南、江西、安徽、重庆、山东、四川、江苏、福建、陕西、北京、上海等14个省市受影响较大，确

² 基本传染数是指在没有外力介入，同时所有人都没有免疫力的情况下，一个感染到某种传染病的人，会把疾病传染给其他多少个人的平均数。若基本传染数大于1，即每个感染者传染1个人以上，将造成持续的人传人，传染病会以指数方式散布，成为流行病。若基本传染数小于1，传染病将会逐渐消失。若基本传染数等于1，传染病会变成人口中的地方性流行病。

³ <http://www.people.com.cn/GB/shehui/212/10548/10558/20030530/1004623.html>。

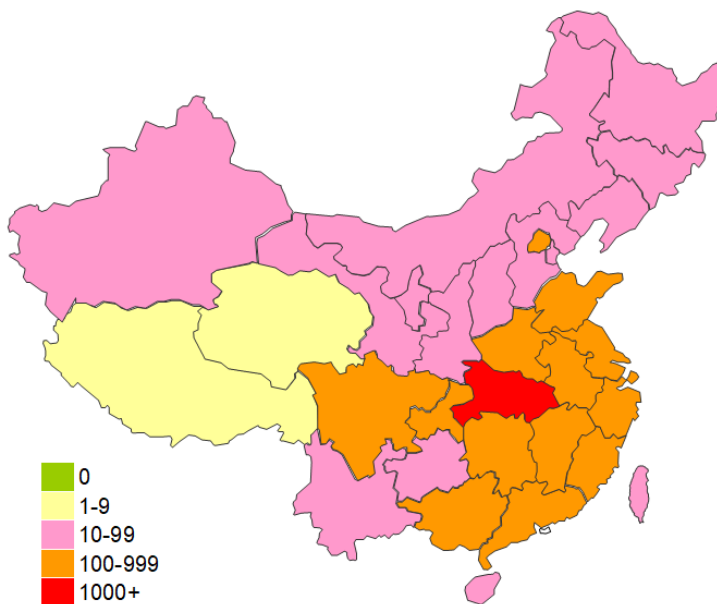
诊病例超 100；仅青海和西藏确诊病例不到 10 例。

图 2：2003 年 SARS 传播范围（截止 2003 年 5 月 30 日 10:00）



资料来源：人民网，民生证券研究院

图 3：2020 年新冠肺炎传播范围（截止 2020 年 2 月 1 日 13:37）



资料来源：<https://sa.sogou.com/epidemic/index.html>，民生证券研究院

新冠肺炎的死亡率相对较低。截至 1 月 31 日 24 时，我国内地累计报告新冠肺炎确诊病例 11791 例，累计死亡病例 259 例。而据原卫生部新闻办公室通报，自 2002 年末至 2003 年 8 月 16 日 10 时，我国内地累计报告非典型肺炎（SARS）临床诊断病例 5327 例，死亡 349 例。1 月 30 日，国家卫健委专家组成员蒋荣猛在接受央视专访时表示，现在武汉的新冠肺炎病例病死率大概是 5.5%，全国范围大概是 2%左右，均低于 SARS。2003 年的非典型肺炎（SARS），全球病死率大概是 9%。事实上，除了艾滋病以外，大部分传染病的发病

率和致死率中至少有一个数据处于极低水平。相对而言，致死率高的疾病（例如两个甲类传染病）发病率低，发病率高的疾病患者则能够有更长的预期寿命。

（二）新冠肺炎疫情防控更早、更严格

2002年12月15日发现第一例SARS病例后，广州市和广东省政府一直没有发布相关信息，以免引起民众恐慌。截止到2003年2月9日，广州市已经有一百多例病，国家卫生部对广东发生的病例开始关注，派出专家组协助查找病因，指导防治工作。2003年2月12日，中国疾病预防控制中心负责人在接受记者采访时预测，全国近期内不会发生大范围呼吸道传染病的流行，但局部地区可能会出现小范围呼吸道传染病的流行。2003年3月6日，北京接报第一例输入性非典病例。2003年3月31日中国推出了《非典型肺炎防治技术方案》，并于当天在互联网上公布。

2003年4月13日中国决定将非典列入《中华人民共和国传染病防治法》法定传染病进行管理。2003年4月17日中央政治局常务委员会召开会议之后，高层已经充分认识到了非典型肺炎的严重程度和潜在威胁，开始全力以赴应对，采取了包括人事任免在内的各种必要的紧急措施。2003年4月20日，政府宣布，原定于5月1日开始的五一“黄金周”暂停施行一次，确保疫情不会进一步扩散。证监会延长休市，对沪深交易所和三个商品交易所将原定2003年5月1日至5月5日的休市安排改为2003年5月1日（星期四）至5月9日（星期五）休市，5月12日（星期一）开市。2003年4月30日小汤山医院启用，北京市SARS病人都进入此医院集中治疗。2003年5月6日，公安部出台“五不准”，确保非典时期运输畅通。不准以防治“非典”为由阻断公路交通；不准在公路的省界交界处实行交通管制；不准在道路上设置路障，阻拦车辆正常通行；不准劝返正常行驶的车辆；不准因卫生检疫造成严重交通堵塞。2003年5月9日，温家宝总理签署国务院第376号令，公布施行《突发公共卫生事件应急条例》。2003年5月29日，北京非典新增病例首现零记录。2003年6月15日，中国内地实现确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例数均为零的“三零”纪录。2003年7月13日，全球非典患者人数、疑似病例人数均不再增长，本次非典过程基本结束。

与SARS疫情相比，新冠肺炎防控相对更早、更严格。传染病的防治可以从传染源、传染途径、易感人群——即消灭传染源、阻断传播途径、增强人体免疫力三方面着手，中国各级政府已经采取了严格的措施阻断传播途径，包括武汉封城，隔离病人、疑似病人、和病人接触者、从武汉出来者，减少或不走亲戚，尽量不去人员密集场所，出门戴口罩，封路等。

新冠肺炎于2019年12月8日官方通报首例不明原因肺炎患者发病。2020年1月20日，新冠肺炎纳入《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。自1月23日10时起，全市城市公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营；无特殊原因，市民不要离开武汉，机场、火车站离汉通道暂时关闭。浙江、江苏等地也关闭部分高速出口，以加强疫情防控。

1月29日，全国31省份启动了重大突发公共卫生事件一级响应，实行最严格的防控

措施。各省市为落实突发公共卫生事件响应要求，有效防止新型冠状病毒污染的疫情扩散和蔓延，分别发布了企业复工时间通知。其中，湖北要求全省各类企业复工时间不早于2月13日24时；广东、浙江、福建、江苏、山东、江西、安徽、河北、河南、辽宁、黑龙江、云南、贵州、北京、上海、重庆等省市要求除必需行业外，各区域各类企业复工时间不早于2月9日24时。

根据中国疾病预防控制中心网站2020年1月28日发布的《2019新型冠状病毒疫情进展和风险评估》报告，2019新型冠状病毒从进入人群传播至今1个多月，尚处于社区传播的早期阶段。随着中国政府强有力防控措施的落实，有望使疫情围堵工作达到预期的防控效果，避免疫情发生更大规模的流行乃至大流行。

（三）新冠肺炎疫情防控结果仍存不确定性

由于SARS病毒不耐高温，2003年SARS疫情结束有多少归功于政府的防控措施，有多少归功于天气转暖，尚无法确定。广东地区4月份气温较北京高，有利于SARS疫情防控。以艾滋病和肺结核为例，二者均属于乙型类传染病，虽然采取了防控措施，但是，由于侥幸心理的存在，2018年肺结核和艾滋病的发病率和死亡率均高于2003年。当然，由于新冠肺炎与SARS一样采取了甲类传染病的预防、控制措施，强制隔离下有利于降低传播能力。因而，新冠肺炎的防控结果存在乐观、悲观和中性三种情景。

表 1：主要传染病报告发病率和死亡率（1/10 万）

病名	发病率	死亡率
传染性非典型肺炎(2003)	0.40	0.03
艾滋病(2003)	0.08	0.03
艾滋病(2018)	4.62	1.35
肺结核(2003)	52.36	0.08
肺结核(2018)	59.27	0.23

资料来源：国家统计局，民生证券研究院

2020年1月25日，上海市医疗救治专家组组长张文宏教授表示，只要足够时间的隔离，完全覆盖掉潜伏期（目前所知该病毒最长潜伏期为2周），2周内，所有已经发病或者即将发病的患者顺利进入医疗点救治。经过2-4周治疗，大部分患者将被治愈。控制武汉新冠病毒感染的主体战役有望在1个月内结束，2个月内进入尾声⁴。

我们假设，乐观情况下，本轮疫情有望在2月底得到控制，3月全国经济生活基本恢复常态。悲观情况下，疫情无法通过隔离防治得到控制，到5月底气候转暖自然结束，6月全国经济生活基本恢复常态。中性情况下，本轮疫情的影响将在3月开始消退，4月全国经济生活基本恢复常态。

⁴ http://www.sohu.com/a/369476835_296660

二、传染病将如何影响经济增长

(一) 传染病影响经济增长的机制

传染病会从供给和需求两方面对经济增长产生不利影响。从供给层面来看，劳动力是重要的生产要素，传染病致死将导致劳动力数量减少。为了防控传染病，导致劳动时间缩小，也将导致生产量下降。从需求层面来看，疫情防控等公共卫生和医疗支出有望增大；而需要见面甚至聚集的餐饮、旅游、航空、交通等服务业消费将受到不利影响；投资也将由于调研、谈判等无法展开而受到影响。

传染病的影响不同于战争和自然灾害。传染病虽然是灾难，但是与战争和自然灾害相比，对经济的影响具有较大区别。首先，战争和洪水、地震等自然灾害会消耗和毁坏财物，灾后重建需求较大。而传染病造成的恐慌会使得人们减少经济活动，尤其是减少餐饮、旅行、影视、航空、交通等服务消费。虽然随着收入水平提升，部分服务消费有望在疫情结束后得到恢复性增长。但是，服务消费不仅需要花费金钱，更需要花费时间，诸如旅行、航空、交通等服务业受到的冲击恐难在后续得到对冲。其次，受到战争和自然灾害直接伤害的人数较多，但影响面相对较小；传染病直接致死的人数相对较少，但影响的人群可能非常大，对各行各业均有影响。最后，没有政治因素的影响下，战争和自然灾害对出口影响相对较小。但是，倘若某个经济体由于传染病被界定为疫区国，可能引发国际社会的恐慌，导致国际社会中断与疫区国家的服务贸易甚至商品贸易。

(二) 2003 年 SARS 疫情对中国经济的影响

由于经济增长不仅会受到疫情影响，还受到国外经济增长、国内宏观政策、库存周期和季节性因素等众多因子的影响，仅利用中国 2003 年四个季度的经济增长变化数据难以有效识别疫情对经济的影响。因而，我们选择了 SARS 确认病例数超 100 的香港、台湾、新加坡作为参数，研究 2003 年 SARS 疫情对中国经济的影响。

图 4: SARS 对当季实际经济增速的影响 (%)

13 [— 中国 — 香港 (右轴) — 台湾 (右轴) — 新加坡 (右轴)] 15

图 5: SARS 对私人消费支出同比增速的影响 (%)

— 香港 — 台湾 — 新加坡

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_7521



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn