



## 疫情经济影响的两条分析原则

- 分析新型冠状病毒肺炎疫情对中国经济的影响，需要坚持两条原则：  
(1) 要把政策对疫情的应对纳入考虑；(2) 要区分疫情的短期影响和长期影响。
- 对我国这么一个需求不足的经济体来说，有将疫情影响局限在短期的可能。但这种可能性的实现需要宏观政策对疫情做出妥善应对。
- 在疫情爆发的短期，货币政策需要保持宽松态势来保证实体经济融资的合理增长，以防止实体企业资金链的大面积断裂。疫情过去之后，宏观政策需要给各方以信心，并且通过宽松的货币和财政政策来更大力度稳增长。
- 接下来有四个关键观察点：(1) 疫情本身的发展情况；(2) 在疫情的冲击下，中小企业是否会大面积出现生存危机；(3) 疫情受控之后的经济政策导向；(4) 疫情过后，宏观政策能否更积极地转向稳增长。

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

徐高

(8610)66229055

[gao.xu@bocichina.com](mailto:gao.xu@bocichina.com)

证券投资咨询业务证书编号：

S1300519050002

2020 年初爆发的新型冠状病毒肺炎疫情是个对经济运行影响巨大的事件。目前，疫情仍在发展阶段，尚难以对疫情最终的走向做出精确判断。相应地，此时对疫情经济影响的分析一定是初步而粗糙的。不过，在不确定的环境中做出预判，正是研究的价值所在，也是应对疫情所需要的。

笔者相信，在目前强有力防疫措施的作用下，疫情在全国范围内的发展能够在今年 2 月得到有效控制。湖北省疫情发展的时间可能会更长一些，但也只会带来区域性的影响。基于这样的假设，目前初步估计今年 1 季度 GDP 增速有可能因为疫情的爆发而降低约 1 个百分点，但全年 GDP 增速受影响的幅度则相对有限，大概在 0.2 个百分点。

## 一、分析疫情影响的两个原则

对于疫情影响的分析，不同的人可能会得出不同的数量结果。但在分析的过程中，有两个原则应该是大家都能同意的。

原则之一，分析时要把政策对疫情的应对纳入考虑。面对疫情的爆发，人类并非束手无策，而会采取有针对性的措施加以应对。春节期间全国范围内的防疫措施、春节假期的延长，都是面对疫情的针对性举措。对疫情走势的估计自然需要把这些应对措施纳入考虑。类似地，面对疫情给经济带来的冲击，宏观政策也会做针对性反应。所以，在分析疫情的经济影响时，诸如宏观政策应该怎么做、会怎么做、会有什么样的效果这样的问题，是必须要想到的。脱开对政策应对的考虑，只是机械地估计哪些经济活动受到了疫情多大程度影响，难免得到刻舟求剑的结果。

原则之二，分析时要区分疫情的短期影响和长期影响。疫情在短期内已经给我国经济带来了明显不利冲击。旅游、餐饮、娱乐等行业在春节期间的萧条大家都看在眼里。相应地，今年 1 季度 GDP 增速的大幅下挫是难以避免的。但短期冲击并不等于长期影响。不应将短期影响简单外推到长期。

基于两个很容易想到的原因，疫情的长期影响一定会显著小于短期冲击。其一、疫情的爆发终究只是一个短期现象。疫情就算在 2 月份还没能得到控制，按照 2003 年 SARS 的经验，在入夏之后也会明显减弱。因此，放在一年的维度里来看，疫情期所占的时间比例不会太长。这意味着尽管疫情的短期冲击可能比较猛烈，它对整年经济运行的影响还是有限的。

其二、疫情并不是完全消灭了经济活动，而很大程度上带来经济活动的形式转换和时间转移。在外面的馆子里吃得少，不代表大家就不吃饭了，而是会更多在家里吃。春节期间没出去旅游，不代表就不旅游了，而更可能会改期到以后再去。在疫情过去之后，被抑制的经济活动会焕发出来，形成恢复性的反弹。也就是说，在疫情爆发的 1 季度，经济活动应该会明显弱于正常，但疫情缓和之后其他季度的经济活动可能反而会强于常态，一定程度上弥补 1 季度经济留下的缺口。

## 二、疫情短期和长期影响的区分

但疫情带来的影响未必一定只停留在短期。对长期和短期的判断，一方面取决于对经济状态的研判，一方面取决于政策的应对。

2020 年是闰年，总共只有 366 天，天数不会因为疫情的爆发而变化。目前，全国已经将春节假期延长到了 2 月 2 日，还有部分地区将节后复工日期推迟到了 2 月 10 日。这些因为疫情而

放掉的假是很难在未来补回来的。不过好在当前中国经济面临的是需求不足的约束，而并非供给瓶颈。事实上，从前期偏低的产能利用率数据，以及偏弱的就业市场数据可以看出，我国的产能和劳动力并未处在充分利用状态。更通俗地说，在需求不足的约束之下，我国并不是一年从头到尾都在满负荷地生产，生产计划其实并不饱满。因此，尽管今年因为疫情的爆发而损失了一些工作日，但这些工作日的产出可以在未来的工作日中通过产能利用率的提升来弥补。这是疫情对长期经济的负面影响有限的重要原因。

我国拥有的富余产能为将疫情影响局限在短期提供了一个有利条件。但这个条件能否发挥作用，还取决于宏观政策能否妥当应对疫情的负面影响。如果应对不当，疫情的影响可能会长期化，甚至成为经济状况进一步恶化的触发因素。

### 三、疫情需要用恰当宏观政策来应对

疫情虽然终归会过去，但如果活不到疫情结束，则一切休提。这个道理对人成立，对企业也成立。疫情带来的短期冲击是不可低估的。小微企业因为规模小，抗风险能力弱，在这种冲击中可能会面临不小困难。其中，资金链的接续性是最大风险所在。因此，在实体经济中营造宽松的融资环境，尤其保证小微企业的融资可获得性，是面对疫情当有的宏观政策应对。在企业面临流动性危机时，融资的数量比融资的价格更为重要。因此，货币政策有必要通过降准等手段投放充裕的基础货币，并鼓励金融机构通过各种手段向实体经济投放融资。这样做的核心目标是增加实体经济中的流动性数量，保证企业资金链的接续。在应对危机的时候，宽松不足的危害大过宽松过度。宽松过度，无非是短期内流动性泛滥，接下来流动性投放少一点就好了。但如果宽松度不足，则可能导致企业资金链接续出问题，危及企业的生存。至于降息这种价格型的工具，其紧迫性则不如数量型宽松工具那么强。

除了威胁企业生存这一条渠道外，疫情短期冲击长期化的另一条渠道是预期。经济活动很大程度上决定于对未来的预期。如果大家对经济前景抱有悲观预期，那么消费意愿和投资意愿都会萎靡，从而令当前的经济活动就走弱；而经济活动的走弱反过来又会助长悲观预期。为了防止这种悲观预期的自我实现，疫情过后，“稳预期”应该居于宏观政策的核心地位。今年是全面建成小康社会的决胜之年，小康社会目标是稳定预期的重要“定心丸”。只要大家相信政府仍会力保小康社会目标的实现，对经济前景的预期就不会差到哪里去。

此时，尤其要避免用疫情爆发为借口来为经济增长下滑做辩护。疫情当然会带来短期经济增长的下滑。但正如前面所分析的，决策者完全有能力在一年的时间维度上，将疫情负面影响大部分对冲掉。此时利用疫情来鼓吹经济降速，无异于拿灾害来当无所作为的借口，既不利于维护政策的声誉，更不利于稳定预期。

稳预期除了要释放政策信号之外，更重要的是要有实在举措。去年年末的经济工作会议上强调了，今年的宏观政策要“稳字当头”、“动态调整”。在疫情的冲击之下，稳增长的政策力度需要动态加大。一方面，货币政策要更为宽松，尤其保证社会融资的合理增长。更多的融资投放既可以保证企业资金链的短期接续，也可以给经济增长提供支持。

在货币政策保持宽松的同时，财政政策也要积极发力。在疫情爆发的短期，财政有必要针对性地增加开支，为抗疫措施提供财力支持。此外，还可以对那些受到疫情明显负面影响的行业 and 地区减免税收，帮助相关企业渡过难关。而在财政增支和减收压力都加大的时候，财政赤字必然需要扩张。此时没有必要拘泥于3%的赤字率，可以让财政赤字占GDP的比重超过3%。毕竟，3%的赤字率并非财政可持续性的必要条件。对于我国这么一个增速较高的国家来说，尤其如此。



#### 四、接下来的关键观察点

当前仍处在疫情的发展期，对疫情经济影响的分析需要根据形势的发展随时更新。对于预判来说，需要高度关注以下一些观察点：第一，疫情本身的发展情况。如果全国范围内的疫情在2月份仍然不能受到控制，那疫情对经济的负面冲击就会更大，持续时间会更长。第二，在疫情的冲击下，中小企业是否会大面积地出现生存危机。如果宏观政策不能妥善对冲疫情带来的短期冲击，让这样的情况发生，疫情带来的外生不利冲击就会在经济内部扩散放大，让疫情的影响长期化。第三，疫情受控之后的经济政策导向。如果政策能够给市场定心丸，那么疫情之后的经济反弹是可以预期的。反过来，如果以疫情的发生作为经济减速的借口，那经济增速也会就此下一个大台阶。第四，疫情过后，宏观政策能否更积极地转向稳增长，弥补疫情期经济留下的缺口。如果相应的政策能够落地，那么市场对经济触底回升将会有很强的预期。这样的预期，再加上疫情爆发前我国经济向好的趋势，将会让疫情在经济数据上砸出的坑变成经济向好趋势的前奏。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

### 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

#### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

#### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

**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\\_7531](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7531)

