

研究所

证券分析师：
021-60338120樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

变的是短期增长节奏而非中期增长趋势

——武汉疫情如何影响2020年中国经济？

投资要点：

相关报告

《站在2025年看中国系列：人口与需求结构：奶粉VS早教孰弱？医疗VS养老谁强？》——2020-01-23

《2020年中国宏观经济展望：出清之痛》——2019-12-08

《证监会放松定增业务监管影响几何？：A股定增规模有望显著恢复》——2019-12-08

《中国经济如何摆脱房地产依赖？：大幕开启》——2019-10-30

《柠檬市场与金融供给侧改革系列（五）：降准能如何缓解包商事件带来的信用紧缩？》——2019-09-16

- **肺炎影响短期增长，但是难以改变中期经济趋势。** 武汉爆发的新型肺炎疫情的蔓延可能将对2020年中国经济的总需求、与总供给产生冲击，进而对经济增长产生负面影响——2020年GDP增速“破6”几乎难以避免。如果疫情能够较早得到控制，冲击将集中在2020年一季度，此后经济增长可能因为疫情的缓解而有所反弹；在延迟出现的补偿性的需求支撑下，最迟在三季度经济增长会出现比较明显的反弹。然而，经济反弹的出现是否意味着本轮经济下行寻底的周期就已经结束仍需考察届时海外经济的运行、房地产投资是否已经回落到合理的区间以及实体经济的出清情况等多方面因素。总体而言，我们预计新型肺炎疫情与其它自然灾害对经济的冲击类似，只会产生脉冲冲击，不会根本上改变经济增长的中期趋势。
- **就短期而言，疫情对于中国经济总需求的冲击明显高于对总供给，经济下行通缩的压力会有所显现，但是一些农业产品部门也会存在一些结构性通胀的压力。** 结合2003年非典期间的经验和当前行业层面的数据，我们预计疫情对于交运、餐饮、旅游、电影等消费和服务业子行业的需求会造成明显冲击，经济增速可能显著下滑并拖累企业盈利的增长。虽然工厂停工等因素也会影响供给，但是需求冲击的影响远大于供给冲击，整体而言经济通缩的压力高于通胀压力。然而，在养殖、蔬菜、水果等部门，由于需求相对平稳且可能存在一些囤货行为，而供给（含运输）受到疫情影响较大，产品价格可能持续维持在偏高的水平。
- **宏观政策可能维持偏宽松的状态。** 银保监会对于受疫情影响人群还贷宽限的安排、财政部对于防疫补助支出的增加显示政策已经在积极应对疫情对经济的冲击。我们预计未来货币和财政政策都将适度更加积极。不仅仅公开市场操作利率的下调可能出现，政府也可能会采取补贴、税收优惠、至提供职业培训等措施帮助经营困难的企业和出现失业的人员度过难关。当然，疫情暴露出的在中国中西部地区公共卫生设施、社会管理方面的缺陷可能也会推动政府在稳增长的同时更重视投资结构的改善，包括更多的投资于公共医疗设施、加强科技在社会管理方面（如大数据监测）等方面的投资和应用。

风险提示：经济下行超预期，政策低于预期，疫情持续恶化

内容目录

1、 疫情改变节奏，但不改变经济增长趋势	4
1.1、 肺炎疫情的最新进展及潜在拐点	4
1.2、 疫情对经济呈脉冲式冲击	5
2、 疫情对总需求的冲击	7
2.1、 非典：需求受到显著的短期冲击	7
2.2、 新型肺炎疫情对需求的暂时性冲击	8
3、 对总供给和价格的冲击	10
3.1、 大部分行业供给冲击弱于需求冲击	10
3.2、 一些农业产品部门的供给冲击可能比较显著	10
4、 货币政策和财政政策可能更加积极	12
5、 风险提示	12

图表目录

图表 1: 1 月 20-29 日确诊人数变化	4
图表 2: 2002-2003 年中国经济增速	6
图表 3: 2003 年各行业增加值增速	7
图表 4: 2003 年社会消费品零售总额同比增长	8
图表 5: 2003 年进出口增速	8
图表 6: 1 月 24-30 日单日发送旅客总数及同比增速	9
图表 7: 2003 年 PPI 当月同比	10
图表 8: 2003 年 CPI 当月同比	11

1、疫情改变节奏，但不改变经济增长趋势

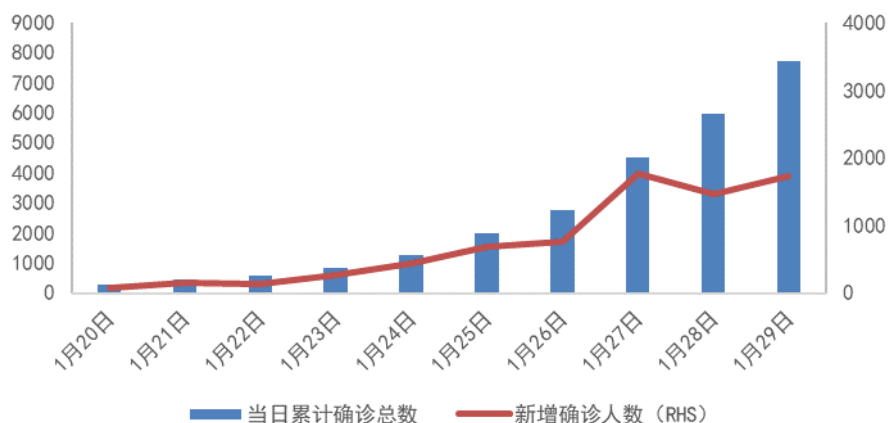
新型肺炎疫情不断蔓延，预计将对 2020 年中国经济的总需求、与总供给均产生冲击，进而对经济增长产生负面影响。如果疫情能够较早得到控制，冲击将集中在 2020 年第一季度，此后经济增长将因为疫情的缓解而有所反弹；在延迟出现的补偿性的需求支撑下，最迟在三季度经济增长会出现比较明显的反弹。然而，经济反弹的出现是否意味着本轮经济下行寻底的周期就已经结束仍需观察；总体上看，我们预计新型肺炎疫情与其它自然灾害对经济产生的冲击类似，只会产生脉冲式冲击，不会在根本上改变我国经济增长中期的趋势。

1.1、肺炎疫情的最新进展及潜在拐点

自 2019 年 12 月以来，湖北省武汉市开始出现多例感染新型冠状病毒的肺炎病例，随后疫情持续扩散至全国多个省市甚至海外。1 月 20 日以来，确诊病例人数与疑似病例人数均在快速增加。从 2019 年 12 月 30 日首次发布疫情相关公告算起，确诊病例初期从 1 增长到 1000 的时间为 40 多天；从 1000 增长到 2000，只用 2 天时间；而从 2000 到 7000，只用了 3 天。新型肺炎确诊病例数在短短 30 天内已经超过了 2003 年非典的确诊病例数。¹从病例数据来看，截至目前新型冠状病毒感染的肺炎病例数增长速度明显快于非典，但致死率较非典低。

然而，钟南山、曾光等医学专家表示，对于病例的迅速增长不必过度恐慌，随着武汉封城等各项防控措施起到作用，武汉输出性病例将会逐渐减少，其他地区的确诊病例数会逐渐被控制住，疫情应该在一周或者十天左右达到高峰，不会大规模增加了²。如果春节返程过程中没有出现新的大规模传染，在相对乐观的情景假设环境下，未来一到两周左右可能出现拐点。

图表 1：1 月 20-29 日确诊人数变化



资料来源：卫健委，国海证券研究所

¹ 2003 年我国内地累计报告非典型肺炎临床诊断病例 5327 例，死亡 349 例。

² <https://finance.sina.com.cn/stock/t/2020-01-29/doc-iihnzakh6909378.shtml>

1.2、疫情对经济呈脉冲式冲击

受疫情影响，2020年中国经济增长肯定会受到影响。然而，一般而言，自然灾害对经济的影响都是脉冲式的，短期影响明显，但疫情过后经济就会较快恢复³，不会影响到我国长期的投资水平和投资结构，不会根本上改变经济仍在下行寻底的趋势。这是因为与经济危机或者金融危机相比，公众对于自然灾害所带来的冲击容忍度相对较高，对社会经济发展的信心不会改变，只要这种信心没有受到经济发展内部需求的影响，投资与消费的根本趋势就不会因为自然灾害而出现逆转。至于现实中出现的短暂的经济负面影响，主要是因为短期冲击带来的心理恐慌，从而推迟了形成实际投资或者消费的行动。⁴

因此，在对疫情乐观的预期前景下，我们预计疫情对经济的冲击将主要在一季度——一季度GDP破六几乎成为定局，而即使破五也很难说是意外。此后，经济增长则可能因为疫情的缓解而有所反弹。甚至在延迟和补偿性的需求支撑下，经济可能最迟在三季度比较明显的反弹。这种需求是因为有一些固定收入人群，如公务员、教师等收入在疫情期间本来就不受影响，那么他们因为疫情爆发而延迟的消费，例如计划在2020年春节外出旅游被迫取消，在疫情好转之后还会重新完成，从而对经济起到脉冲式的提振作用。

当然，由于自然灾害类的冲击通常难以改变经济的趋势，即使经济出现反弹，反弹持续性如何以及本轮经济下行是否已经终结还要看海外经济的状况、房地产投资是否已经回落到合理的水平，以及实体部门的出清状况等多方面因素而定。

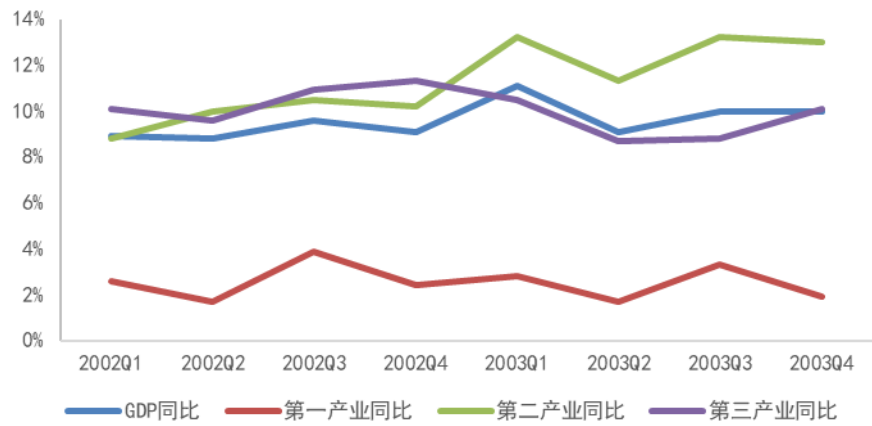
新型冠状病毒肺炎疫情与03年的非典有不少相似之处，而非典对当年的经济增长也是产生了脉冲式的影响，而没有改变当时经济整体上行的趋势。

非典的严重爆发主要集中在2003年二季度。2003年第二季度与第一季度相比，第一产业、第二产业、第三产业增加值同比增速分别下降1.1个百分点，1.9个百分点，1.8个百分点，整体GDP增速回落也从一季度的11.1%回落至9.1%。而到第三季度，疫情得到明显控制后，第一产与第二产业迅速回到之前的增长水平；而第三产业增长受到的影响更持久一些，直到第四季度增速才有明显上升，但是也回到了上行趋势之中。

³ 张文斗,祖正虎等.突发大规模疫情对经济的影响分析[J].军事医学,2014,38(02):124-128.

⁴ 南开大学 SARS 对经济影响研究课题组.SARS 对中国经济的影响与对策[J].南开学报,2003(04):1-5.

图表 2: 2002-2003 年中国经济增速



资料来源: Wind、国海证券研究所

当然,今天中国经济与 2003 年相比第三产业在 GDP 中的权重显著上升,由 2003 年的 39%上升到了 2019 年的 59.4%,因此有理由相信 2020 年的经济增长受到的冲击可能不会比 2003 年小。目前来看,不过全年 GDP 增长几乎肯定要比我们原来估计的 5.8%的水平有所下调。

2、疫情对总需求的冲击

从短期——二季度特别是一季度——的情况来看，疫情对于总需求冲击明显，并可能显著拖累经济增长。出于疫情防控要求，需要避免外出和大规模聚集，做到隔离防控，因此会大幅度降低需求，尤其是消费和服务业需求。除了部分医疗行业、线上的娱乐消费等行业，大部分行业的企业盈利也会因需求不足受到冲击。

2.1、非典：需求受到显著的短期冲击

2003 年非典疫情对经济的冲击为我们提供了一个研究当前疫情对经济冲击的典型历史案例。国家统计局的数据显示，交运和餐饮住宿业受到疫情的冲击最大。2003 年二季度，交通运输、仓储和邮政业增加值同比增长 2.3%，与第一季度相比降低了 5.4%，住宿和餐饮业同比增长 7.4%，比前后两个季度平均增速降低 3.6%。

实际上，旅游业的数据显示，当年 4 月份出境总人数比上年同期下降 12%；4 月接待入境旅游人次同比减少 30%，入境过夜旅游者同比减少 42%，旅游外汇收入同比减少 49%，国内旅游也大为减少。

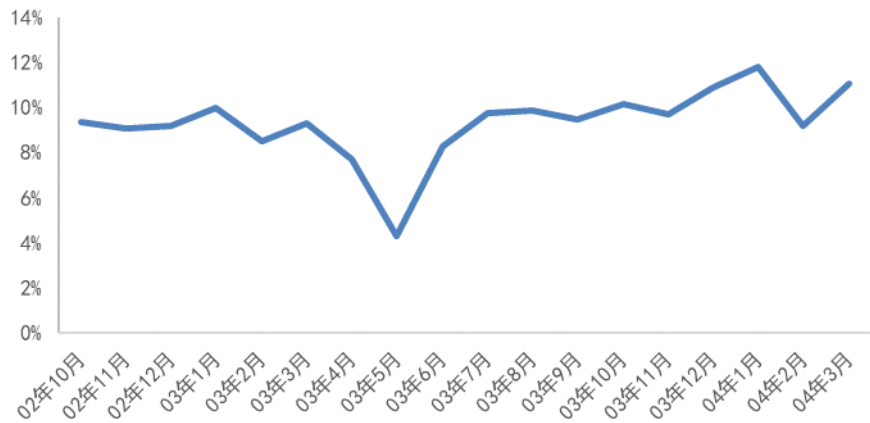
图表 3：2003 年各行业增加值增速

		第一季度	第二季度	第三季度	第四季度
第二产业	工业	13.1	11.1	12.8	14
	制造业				
	建筑业	14.7	13	16.3	7.2
第三产业	批发和零售业	8.3	10.3	13.8	7.6
	交通运输、仓储和邮政业增加值	7.7	2.3	7.6	7.1
	住宿和餐饮业	11	7.4	16.9	14.3
	金融业	11.3	7.7	7.2	3.7
	房地产业	11.1	12.7	6.9	9
	信息传输、软件和信息技术服务业				
	其他行业	12.1	9.9	6.4	14.9

资料来源：Wind，国海证券研究所

而零售的数据也有类似的表现，且主要集中在第二季度，其中 5 月份社会消费品零售总额同比增速出现大幅下降，仅有 4.3%，而 1-3 月增速均在 8%以上。当疫情消退后，消费需求出现反弹性增长，从 6 月份开始增速回升，并逐步恢复到之前水平。

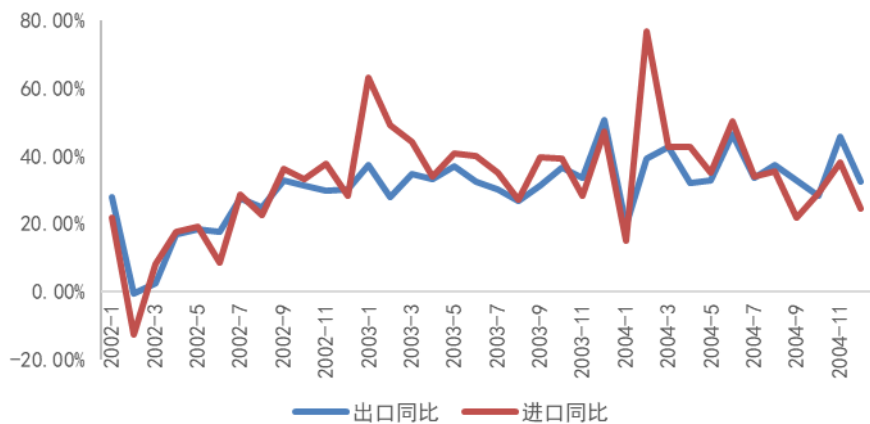
图表 4: 2003 年社会消费品零售总额同比增长



资料来源: Wind, 国海证券研究所

反过来,投资和进出口所受疫情影响较为温和。非典期间投资和进出口均未出现明显回落,伴随着03年初全球经济回暖,出口和进口增速继续保持着之前的稳步回升态势,除了活家禽、活猪等检疫手续更严格,出口有所降低外,其他产品并未受疫情明显影响。

图表 5: 2003 年进出口增速



资料来源: Wind, 国海证券研究所

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_7547



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn