

客观看待新型肺炎疫情对经济和资本市场的冲击

摘要

新年伊始，新型肺炎疫情席卷全国，导致全国各地生产、生活不同程度的受到影响。新型肺炎对经济活动的冲击不可忽视，但也需要正面对待。本次新型肺炎呈现来得急、来的猛的特点，传播性很强，但从确诊人数环比增速来看，由于防控措施加强，速度在逐步放缓，因而也无需对疫情过度悲观。我们简单构建的模型显示，疫情可能在一周至 10 天左右时间内得到有效控制，这与疾控专家观点一致。而结合非典经验，从对经济冲击来看，本次疫情对经济的冲击集中在 20 年 1 季度，可能导致当季经济同比增速放缓 1 个百分点左右，但冲击不具有可持续性，不改变经济总体走势。从结构看，对交通运输、住宿餐饮等行业冲击最大，而从需求面来看，对消费和旅游出口冲击最大。但同时，当前经济状况与 2003 年存在很大不同，债务水平较高意味着生产活动下降可能导致金融风险上升，同时，经济内生增长动力减弱，对冲击的抵御能力可能低于 03 年。因而需要更为有力的稳增长政策进行对冲。预计财政政策将更为有力，财政赤字和专项债都将扩大规模，而货币政策方面可能通过降准和调降 LPR 利率等加大对实体经济支持。

疫情对资本市场的冲击也更多是短期的，难以产生持续冲击。目前来看，结构股市或继续有所调整，但幅度有限，调整更多集中在消费、交运等行业，而医药、周期、TMT 等行业受冲击相对有限。而对债市来说，央行表态继续保持流动性充裕和经济下行压力上升，可能继续推动债市进一步走强。

虽然本次疫情席卷全国，但可预期的是，微观个体和政府将竭力发挥自身能力来对冲疫情对经济的冲击，相信在全国人民万众一心，众志成城的努力之下，一定能够战胜疫情，经济能够保持平稳发展，资本市场也将给予正面反映。

风险提示：经济下行超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 经济企稳继续得到确认 (2020-01-19)
2. 抓住经济回升的主趋势，无需过虑部分小质疑 (2020-01-19)
3. 全面看待中美第一阶段经贸协议 (2020-01-16)
4. 实体融资稳步改善，结构继续优化 (2020-01-16)
5. 推升贸易增速的三大因素 (2020-01-14)
6. 如何在利率市场化进程中降低实体融资成本 (2020-01-13)
7. 重视工业品价格走势，经济延续企稳 (2020-01-13)
8. 通胀无虞，更应关注工业品价格走势 (2020-01-09)
9. 顺应经济企稳的方向——月度经济预测 (2020-01-07)
10. 新年伊始，国际形势动荡国内经济继续企稳 (2020-01-05)

新年伊始，新型肺炎疫情席卷全国，导致全国各地生产、生活不同程度的受到影响，作为重灾区的湖北武汉等地，甚至不得以采取了“封城”等措施。新型肺炎对经济活动的冲击不可忽视，需要正面对待。但另一方面，也无需过度恐慌，基于对新型肺炎疫情特性的认识，以及结合历史经验中疫情对国民经济的冲击，我们可以分析疫情可能对经济造成多大的冲击。在此基础上，可预期的是，政策将充分发力来对冲疫情对经济的冲击，相信在全国人民万众一心，众志成城的努力之下，一定能够战胜疫情，经济能够保持平稳发展，资本市场也将给予正面反映。

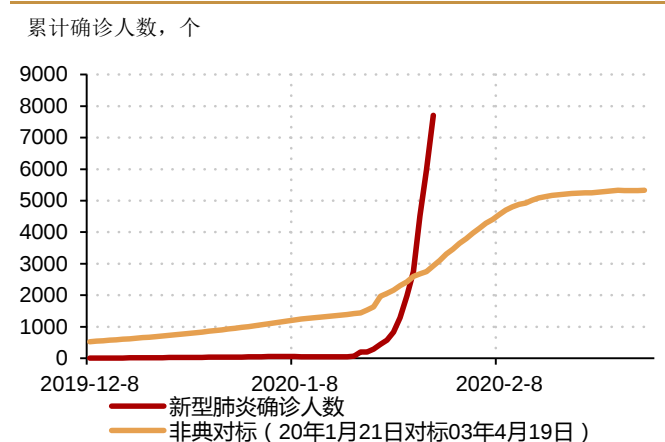
1 对此次新型肺炎疫情的初步看法

从19年12月初首例新型肺炎病例发病，到1月初新型肺炎成规模爆发，再到1月20左右开始向全国蔓延。新型肺炎呈现出确诊人数呈现出急速增长态势。1月18日，新型肺炎确诊数开始快速增长，从1月17日的62人增加至18日的198人，而后开始加速，到1月24日24时，根据中国疾控中心数据，中国大陆确诊人数增加至1287人，而到1月29日24时，确诊人数开始增加到7711人。同时，疑似病例人数也从1月22日393例大幅增加值1月29日的12167例。

瘟疫是人类面临的灾害之一，目前规模的瘟疫并不多见，因而在分析只是不免需要与不多的历史样本作比较，其中非典就是绕不过去的比较对象。目前，中国大陆新型肺炎确诊病例已经超过非典。与非典相比，目前新型肺炎呈现出来势猛，增速快的态势。

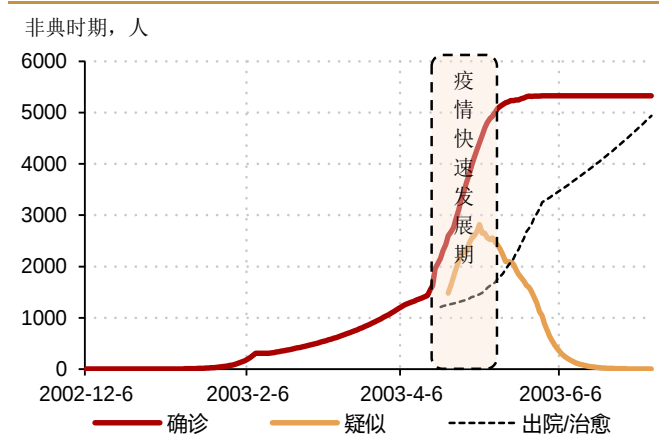
但我们认为也无需过度悲观。从非典经验看，从确诊人数快速增加到疫情得到控制，经历了20天左右。从03年4月19日非典疫情人数快速增加，到5月10日，新增确诊人数下降至百人一下，一共经历了21天。因而如果与非典进程相同，那么从1月20日新增确诊人数快速增加开始，预计可能在2月10日左右疫情得到有效控制。而另一方面，从先后关系来看，疑似病例的下降在确诊病例之前，非典时期，新增疑似病例从5月开始就逐步下降，从5月7日开始转入负值，领先于确诊病例。因此，目前需要重点关注疑似病例，1月26日新增疑似病例3110例，27日小幅下降至1179例，1月29日虽上升至2928例，但依然低于1月26日，如果未来持续下降，那么预示着疫情可能将得到控制。

图1：新型肺炎确诊人数与非典时期对标



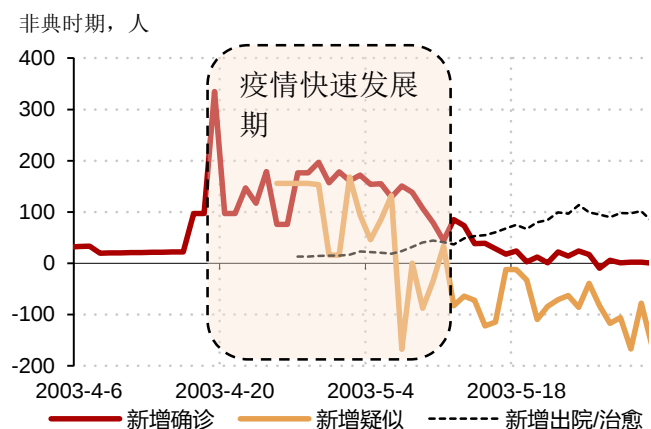
数据来源：人民日报，中国疾控中心，西南证券整理

图2：非典时疫情快速发展期



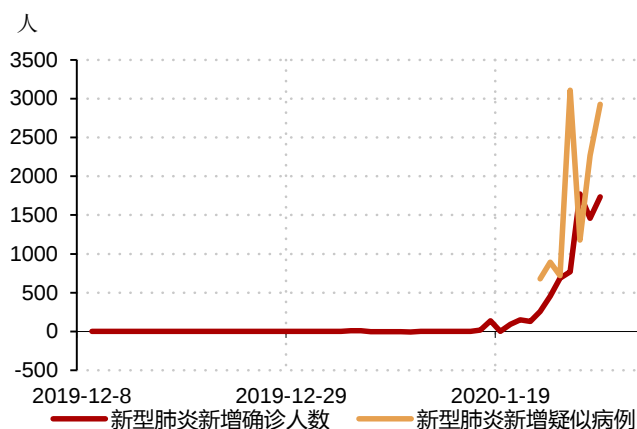
数据来源：人民日报，中国疾控中心，西南证券整理

图 3：疑似病例先于确诊病例下降



数据来源：人民日报，中国疾控中心，西南证券整理

图 4：需密切关注领先指标新增疑似病例变化



数据来源：人民日报，中国疾控中心，西南证券整理

另外，从我们建立的简单模型来看，这次疫情可能呈现来得急，来得快，但控制速度也快的特点。我们假定病毒自身存在传播速度，因而自然情况下，感染人数增速为常数，及感染人数呈指数增长。但随着感染人数增加，政府的防控力度、大家的防护措施等都会加强，病毒的传播力也会弱化，因而假定感染人数增速是感染人数存量带常数的一元线性函数（即 logistic 函数，详见附录），然后求解常微分方程，得到感染人数的表示方程。

在以上分析中，我们可以看到感染人数（后续我们不加区分的用确诊人数表示）由两个变量决定，一个是病毒自身的传播速度，另一个是随着确诊人数规模增加，感染速度的放缓速度。回归结果显示，本次新型肺炎传播速度明显快于非典，在自然状况下，非典确诊人数日均增速为 6.3%，而本次新型肺炎可以达到 54.8%，是非典的 9 倍左右。这一方面由于病毒自身的特性，另一方面，也跟随着我国经济发展，人口流动规模和速度显著加快，推高了病毒传播速度有关。但同时，我们对病毒的防控能力显著加强，非典时期，确诊人数增加 1000 人，非典确诊人数日均增速将下降 0.95 个百分点，本次确诊人数增加 1000 人，新型肺炎确诊人数日均增速将下降 2.7 个百分点，是上次的三倍左右，这与我们医疗水平的进步，防控能力的强大以及众志成城的信心密切相关。

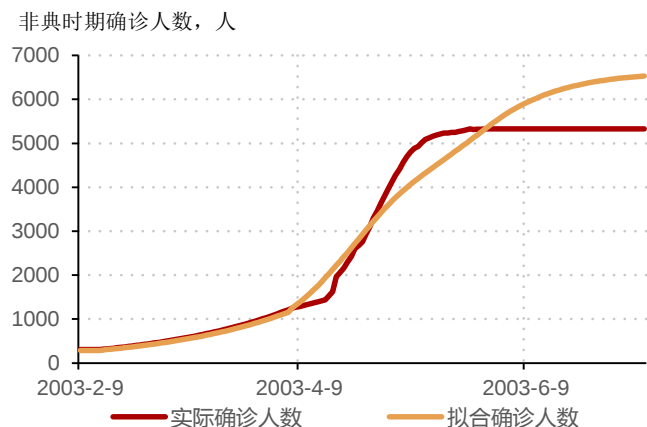
因此，基于这个简单的模型，我们可以看到相对于非典，本次疫情可能呈现来得急、来得快、但控制速度也快的特点。模型显示，未来几天，确诊人数可能还会增加，新增量单日峰值可能在 3000 人以上，但从 2 月 1 日之后，新增确诊人数可能将逐步下降，到 2 月 4 日之后将下降至 1000 人以内。确诊人数峰值大概在 2 万人左右。也就是说，到 2 月 7 日之后，疫情将得到初步控制，2 月 7 日之后，疫情将得到明显控制，新增确诊人数可能下降至 100 人以内。

表 1：本次新型肺炎与非典参数比较

	自然状态下确诊人数增速	单位确诊人数增加带来确诊人数增速下降	最终确诊人数预测
	%	%	个
本次新型肺炎	54.8	0.0027	20296
非典	6.3	0.0009	6665

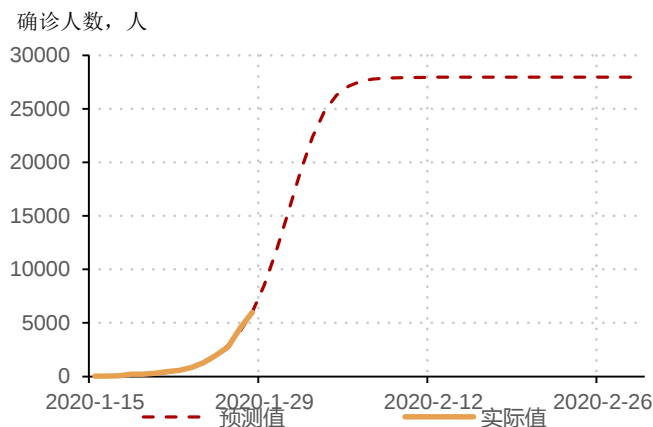
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：非典时期确诊病人拟合值和实际值



数据来源：人民日报，中国疾控中心，西南证券整理

图 6：本次新型肺炎确诊人数实际值和预测值

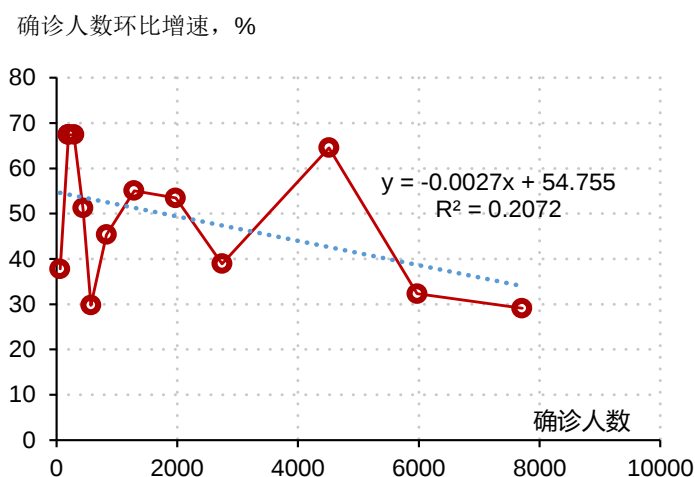


数据来源：人民日报，中国疾控中心，西南证券整理

在当前新型肺炎快速变化时期，确诊人数以近乎指数的态势增长，任何对未来的推断都不可避免的存在着较大误差。但应对疫情，又不得不对未来有所判断。因此，我们基于当前的信息，建立一个简单模型，在此基础上分析未来疫情走势，并对疫情特性有初步人数。需要说明的是，目前做模型预期存在很大不确定性，在肺炎快速变化时期，其中参数不可避免存在较大变化风险。

需要说明的是，确诊人数能否得到估计，以及被控制的速度，取决于我们的防控措施，也就是随着确诊人数增加，确诊人数增速的下降速度。从目前来看确诊人数增速在逐步下降，日环比增速从 1 月 20 日左右的 50% 左右下降到 1 月 29 日的 29%。如果保持此速度下降，确诊人数有望在 1 周至 10 天之后得到控制。

图 7：新型肺炎确诊人数与日环比增速



数据来源：Wind，西南证券整理

2 此次新型肺炎疫情对经济可能的冲击

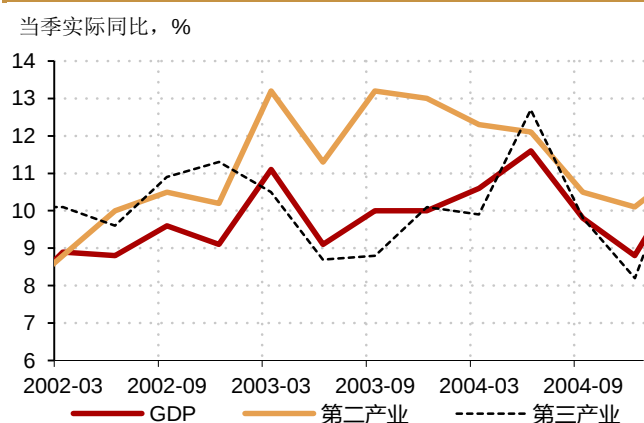
由于疫情是非常罕见的事件，因而分析疫情对经济的冲击，不可避免的需要与历史上的同类事件作对比，其中绕不开的是非典。我们通过与非典的对比，以及结合当下的经济特征，来分析此次新型肺炎疫情可能对经济的冲击。

非典对经济带来明显冲击，受非典冲击，经济在 03 年 1 季度回升势头在 2 季度暂停。GDP 同比增速从 03 年 1 季度的 11.1% 下滑至 2 季度的 9.1%，放缓 2.0 个百分点。而 3 季度再度加速，同比增速回升至 10.0%。分产业看，三产受非典冲击最大，三产 GDP 同比增速从 02 年 4 季度的 11.3% 下滑至 03 年 1 季度的 10.5%，到 2 季度进一步下滑至 8.7%，直到 03 年 4 季度才回升至 10.1%。二产同样也受到一定程度冲击，增加值同比增速从 1 季度 13.2% 下滑至 2 季度的 11.3%，而后在 3 季度再度回升至 13.2%。

分产业看，交通运输、住宿餐饮等服务业是受冲击最大的行业。非典期间，交通运输、仓储和邮政业 GDP 同比增速从 02Q4 的 9.1% 下滑至 03Q1 的 7.7%，03Q2 更是进一步下滑至 2.3%，而后在 Q3 恢复至 7.6%。而住宿餐饮业增加值同比增速也从 02Q4 的 12.3% 下滑至 03Q2 的 7.4%，而后在 3 季度回升至 16.9%。这两个行业是疫情冲击最为明显的行业，这与疫情爆发期间交通运量下降、旅游聚餐减少直接相关。而工业、建筑业、农业受冲击有限，批发零售业、金融业、房地产业和其它行业受冲击并不明显。

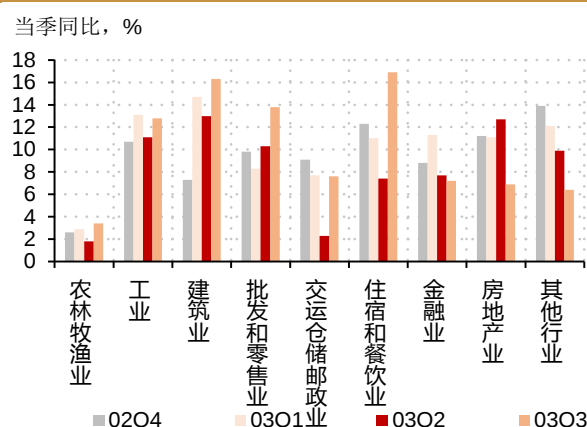
但也需要看到，非典对经济和行业的冲击基本上都是一次性的。非典冲击在 03 年 2 季度退出之后，经济继续进入回升通道，从 03 年下半年开始，经济增速加快，甚至在 04 年初出现一定程度过热。而从各个行业来看，即使受冲击最为明显的交通运输、仓储和邮政业，以及住宿餐饮业，也从 03 年 3 季度恢复到正常状况，增速逐步进入回升阶段。因而，非典并未对经济产生持续性冲击。

图 8：非典时期全国经济增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：交通运输和住宿餐饮受非典冲击最为明显

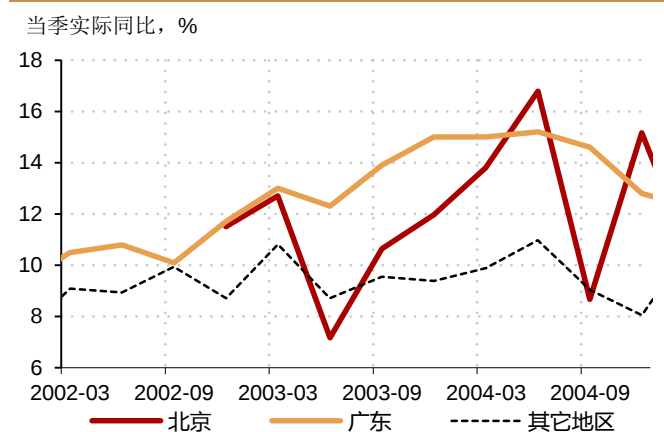


数据来源：Wind，西南证券整理

分地区看，非典时期疫情最为严重的北京经济受冲击最为明显。北京 GDP 累计同比从 1 季度的 12.7% 下滑至 2 季度的 9.6%，估算单季同比从 12.7% 下滑至 7.2%，下降 5.5 个百分点。广东经济相对稳健，03Q1 增速继续回升至 13.0%，03Q2 增速小幅放缓至 12.3%，幅度有限。北京、广东之外其它地区经济放缓幅度也较为有限，02Q4 经济同比增速为 8.7%，03Q1 上升至 10.8%，而 Q2 下滑至 8.7%，Q3 恢复至 9.6%，非典对其它地区 GDP 冲击大致在 1 个百分点左右。

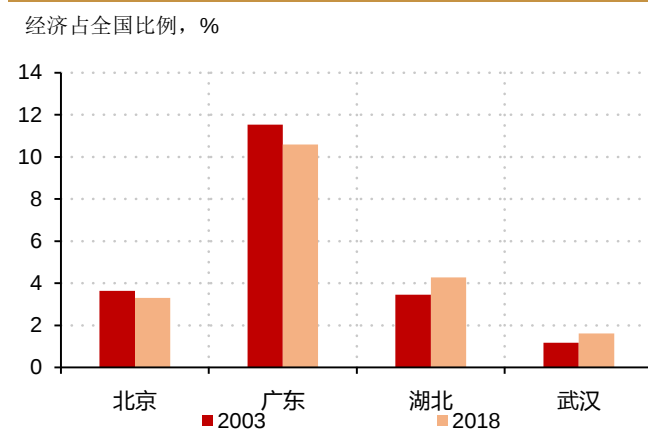
从目前的情况来看，新型肺炎疫情对经济的冲击大概率集中在 1 季度，应该是一次性的冲击。而且这次疫情存在来得快，来的猛，但也可能去的快，因而冲击的持续性可能不会很长。结合非典时期情况，如果将 03 年 Q2 实际经济增速与 Q1 和 Q3 平均增速之差作为非典冲击的影响，那么对经济的拖累程度在 1-1.5 个百分点左右。而其中工业、交通运输业、住宿餐饮业是拖累经济的主要行业。同时考虑到这次疫情中性湖北在全国经济中占比低于上次疫情中心广东和北京，2018 年湖北占全国经济比例为 4.3%，其中武汉占比为 1.6%，低于 03 年广东占全国经济 11.5% 的比例，而当年北京占全国经济比例也有 3.6%。因此，我们认为本次疫情对经济冲击可能在 1 个百分点左右，1 季度经济增速存在下滑至 5% 左右的风险。

图 10：重点疫区与其它地区非典时期经济增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：非典与本次新型肺炎重点疫区经济占全国比例



数据来源：Wind，西南证券整理

而从需求面来看，疫情对经济的冲击主要体现在消费层面。非典对消费的冲击最为明显，社会消费品零售总额从 03 年 1 季度 9% 左右的增速开始下滑，到 4 月下降至 7.7%，5 月进一步下降至 4.3%，而后 6 月有所回升，3 季度回升至 10% 左右。其中，北京消费下降速度最为明显，社会消费品零售总额累计同比增速从 1 季度的 24.1% 快速下滑至上半年的 13.7%。非典期间，家具、建筑装潢、金银珠宝等商品零售下滑最为明显。

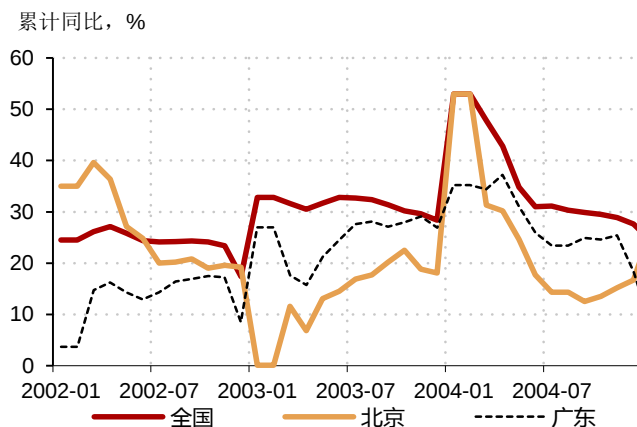
而从非典经验来看，疫情对投资冲击有限，在非典期间，全国投资基本保持相对平稳，广东、北京有小幅放缓，但幅度较为有限。这一方面可能因为疫情对投资冲击有限，但同时也存在投资数据质量不高的情况。而从净出口来看，货物净出口收费点冲击有限，非典货物期间持续保持相对平稳。但相对来说，服务出口，特别是旅游出口将有大幅度的下降，这意味着服务贸易逆差将有明显扩大。考虑到目前季度服务出口大致在近百亿美元，如果下降 50% 可能导致服务贸易逆差扩大 50 亿美元左右，即 350 亿人民币左右。

图 12: 非典对社零增速冲击明显



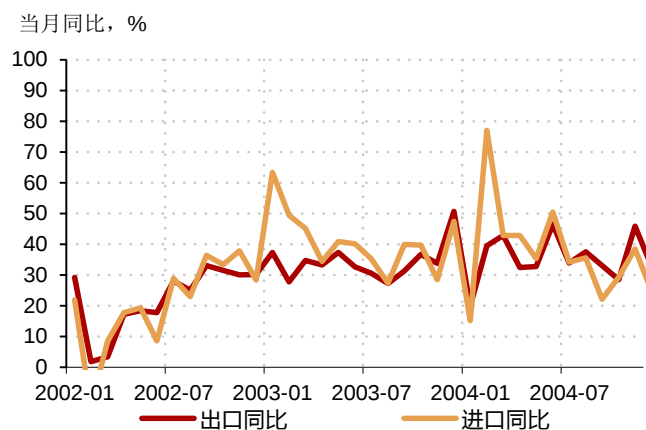
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 13: 非典时期固定资产投资增速



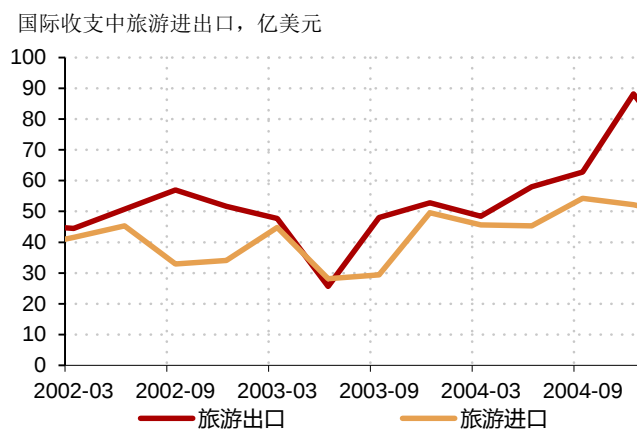
数据来源: Wind, 西南证券整理

图 14: 非典对货物进出口冲击并不明显



数据来源: Wind, 西南证券整理

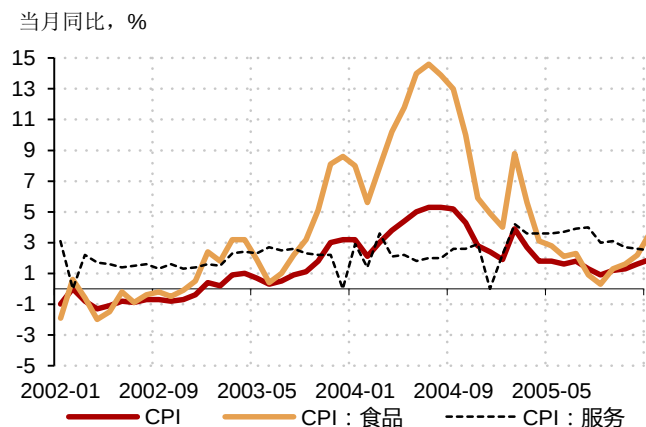
图 15: 疫情可能导致旅游进出口显著下降



数据来源: Wind, 西南证券整理

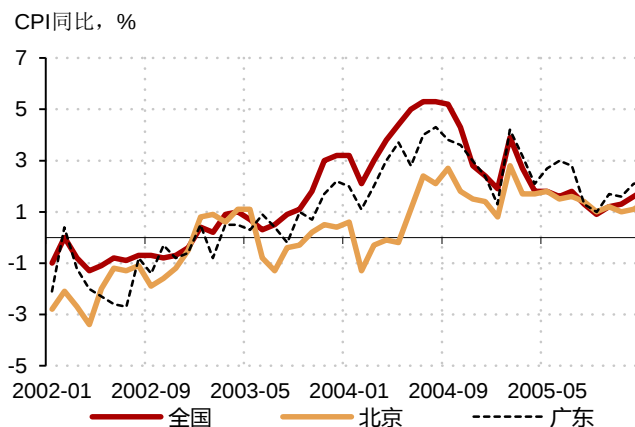
疫情对通胀的冲击可能相对有限。从非典经验来看, 疫情期间, CPI 基本保持平稳, 随着经济企稳, 经济从 02 年末 03 年初开始走出通缩, CPI 进入回升通道。非典也并未对这个趋势产生明显助推作用, 反而 CPI 同比增速快速回升是在 03 年下半年和 04 年上半年, CPI 同比增速在 04 年中达到 5% 以上。其中食品和总体 CPI 呈现出同样走势, 非典期间食品 CPI 仅仅小幅提升至 3% 左右, 显著小于 04 年中近 15% 的增速。因而从数据来看, 疫情对通胀的影响相对有限。同样, 在重点疫区, 如北京、广东, 同样没有看到疫情导致通胀的大幅度提升。因而我们总体认为, 疫情对通胀冲击有限。

图 16：非典期间物价并未显著抬升



数据来源：Wind，西南证券整理

图 17：重点疫区非典期间物价也基本保持平稳



数据来源：Wind，西南证券整理

3 经济可能面临的风险与政策应对

但目前经济状况与结构与 2003 年存在很大不同，因而面对疫情冲击，也可能存在新的风险，需要新的应对措施。从结构上看，高负债和高杠杆可能是最为明显的区别，这意味着面对冲击，经济和金融体系的稳定性有所下降。而从增长动力来看，与 03 年经济进入大的回升周期不同，目前经济内生增长动力可能弱于 03 年，因而面对外部冲击，需要更为有力的稳增长政策。

过去十多年，我国宏观杠杆率持续提升，目前宏观杠杆率攀升至 250% 以上，其中企业杠杆率在 150% 以上。相较于 03 年 140% 左右的宏观杠杆率以及 120% 左右的企业宏观杠杆率，目前杠杆率显著较高。这意味着单位产出对应着更多负债。如果受疫情冲击，经济增速放缓，产出下降，那么对企业来说偿债压力将显著提升，不排除违约风险上升可能。特别是对疫情严重地区，债务风险不可忽视。

另一方面，当前经济内生增长动力弱于 2003 年。2003 年是中国加入 WTO 之后，以及国企改革之后的新的经济上升期开端，经济具有强大的内生增长动力，因而抗风险能力强。但目前我国处于“三期叠加”时期，经济内生增长动力较弱，面对冲击，经济下行压力或更为明显，因而需要更为有效的稳增长政策来应对。

化在动管业已有人司业管以法可以调融以是动管 如加收入五上 如行五社息应注

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_7556

