

如何复盘 2003 年 SARS 的市场影响

——以 SARS 期间香港和台湾市场为例

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2020 年 01 月 21 日

内容提要

“新型冠状病毒肺炎”和 2003 年的 SARS 有较大的相似性,但由于种种原因,复盘 SARS 期间的中国资本市场有较大的困难。

复盘 SARS 期间的香港和台湾市场可能是个较好的替代。经过比较,我们认为“新型冠状病毒肺炎”对市场的影响:

- (1) 短期对股市的负面影响可能小于 10%, 或许更低;
- (2) 中期对股市的影响很小;
- (3) 市场走势和病例数量密切相关, 病例下降的拐点将是市场修复的拐点。

风险提示: (1) 贸易摩擦加剧; (2) 地缘政治风险

1 高级宏观分析师, weizc@essence.com.cn, S1450518070001

2 宏观分析师, yuanfang@essence.com.cn, S1450118080052

今天的市场可谓是冰火两重天，避险资产大涨，风险资产大跌。追溯原因，市场有广泛的共识，就是“新型冠状病毒肺炎”的影响。由于“新型冠状病毒肺炎”和 2003 年的 SARS 有较大的相似性，市场很自然的想法是复盘 2003 年 SARS 期间资本市场的表现。然而，市场的分析碰到了很大的困难，因为种种原因，2003 年的复盘很难得出较为明确的结论以及比较难量化。我们试图对这个问题进行探讨。

我们认为，2003 年 SARS 期间恒生指数和标普指数的表现可能可以作为一个对比，来观察 SARS 对市场的影响，作为对 2020 年“新型冠状病毒肺炎”对市场影响的参考。经过比较，我们得出以下结论：

- (1) SARS 对股市的负面影响峰值在-14%；
- (2) 中期来看，基于大部分病毒最后基本得到控制，短期的负面影响在中期将消退；
- (3) 市场的修复时点，大概会在感染人数出现拐点的时候。

按照目前市场的共识，在中性假设下，“新型冠状病毒肺炎”的影响不如 2003 年的 SARS，因此资本市场的反应要比 2003 年的反应要小，但结论（2）和（3）基本成立。由于经历过 2003 年的 SARS，资本市场的初始反应可能要比当年早，结束反应也会比当年要早。

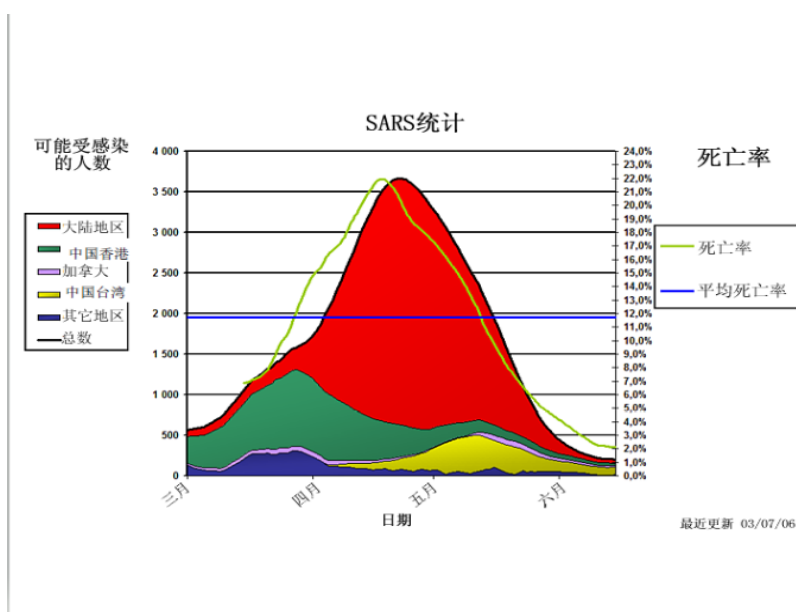
在深入分析之前，我们先对当时的一些基本事件做一下整理。

表 1: SARS 期间大事记

时间	SARS 大事记
2002 年 12 月 15 日	SARS 第一例病例
2003 年 2 月 10 日	广东省政府正式公布非典, 病例 305 例, 死亡 5 例, 其中医务人员感染 105 例
2003 年 2 月中旬	当局认为疫情不严重, 中巴足球赛、罗大佑演唱会等都照常
2003 年 3 月 6 日	北京接报第一例输入性非典病例
2003 年 3 月 15 日	香港病例爆发式上升, 同时, 北大医院大量医护人员感染
2003 年 3 月 28 日	香港宣布从 3 月 31 日起全港停课
2003 年 4 月 3 日	时任卫生部长公开称中国非典已得到有效控制
2003 年 4 月 6 日	为了显示疫情受控, 广州市春季健身万人长跑活动照常举行
2003 年 4 月 17 日	中央常委开会, 开始全力应对
2003 年 4 月 19 日	两名主要领导免职
2003 年 4 月 23 日	北京开始建设小汤山医院
2003 年 4 月 24 日	台湾台北和平医院爆发封院事件, 是台湾第一件因 SARS 感染而封院的事件
2003 年 4 月底	香港病例开始减少
2003 年 5 月 4 日	台湾病例暴增
2003 年 5 月 9 日	北京市宣布病例呈大幅下降趋势
2003 年 5 月中旬	台湾病例开始下降

资料来源: Wikipedia

图 1: 病例统计

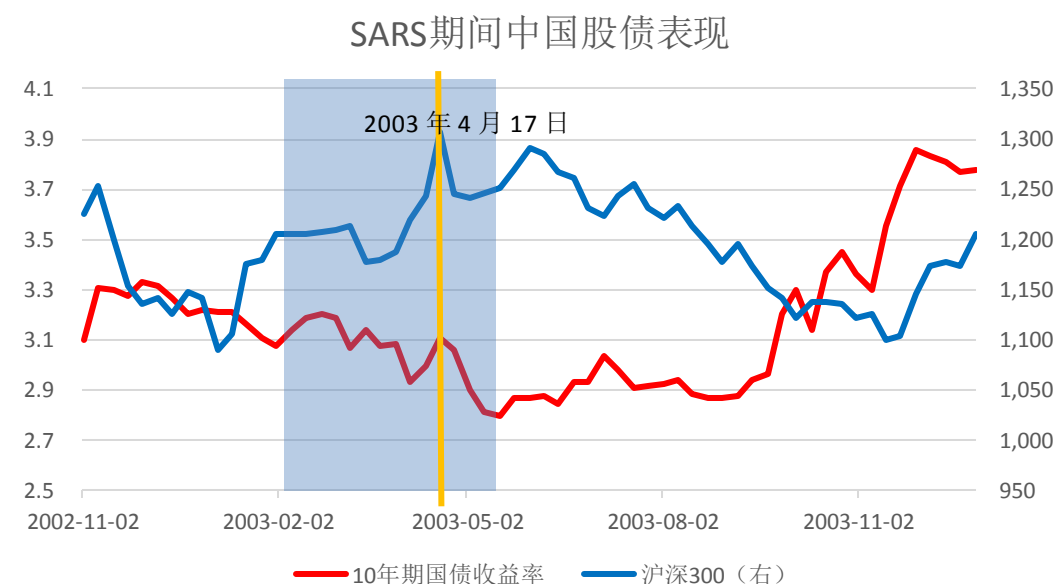


数据来源: Wikipedia

一、复盘 2003 年资本市场的困难

“新型冠状病毒肺炎”和 2003 年的 SARS 有较大的相似性，但是复盘 2003 年 SARS 期间中国资本市场的表现有较大的困难，因为当时市场的表现居然是在非货币宽松背景下的“股债双牛”。

图2： %



数据来源：Wind，安信证券

债券的表现是可以理解的，但股市的表现是难以理解的，而且当时的货币政策并没有宽松（相反，2003 年 8 月央行上调准备金率）。另外，疫情结束后，债券收益率并没有出现大幅反弹，直到准备金率上调。

值得注意的是，资本市场在 2003 年 4 月 17 日开始才有较为明显的下跌，这是因为政府一改之前的立场，高度重视起来，这使得市场才开始意识到问题的严重性，才开始大幅调整。这说明在当时的环境下，市场反应较为迟钝。

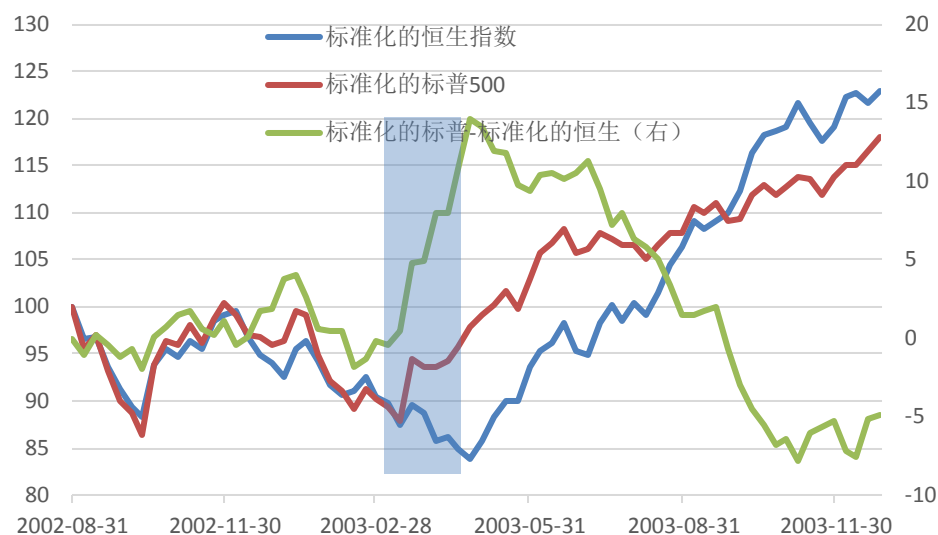
资本市场的这种表现可能有两种原因：（1）当时有一些其他因素在影响股债的表现。市场受多个变量的影响，要分离出 SARS 单独的影响是困难的。（2）资本市场还不够市场化，还不够敏感。

但今天的中国资本市场已经今非昔比，信息传播也更迅速，简单的套用 2003 年的经验可能是刻舟求剑。

我们认为，研究当时香港和台湾的资本市场可以给我们相应的启示。

二、复盘 2003 年的香港和台湾市场

图3: %

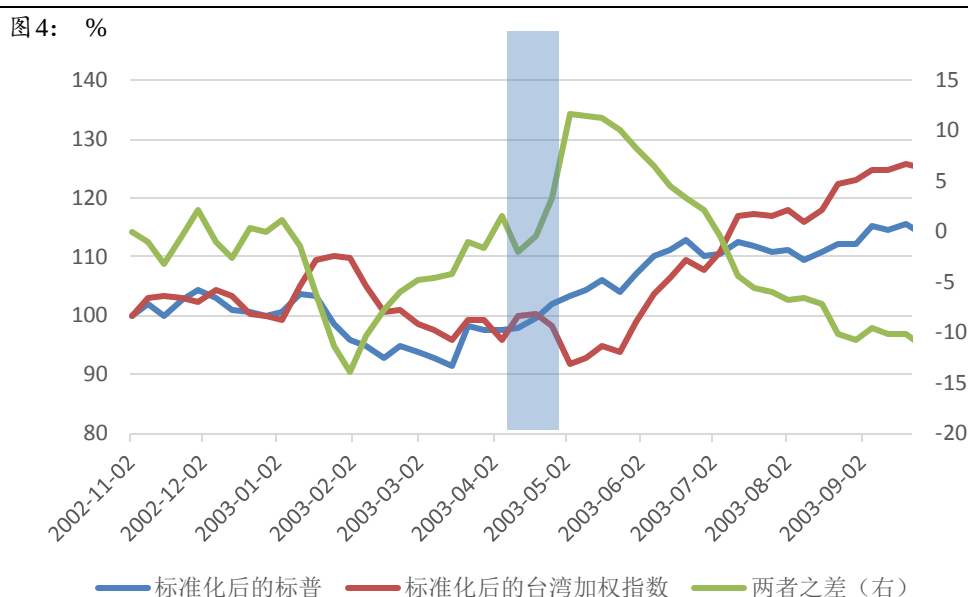


数据来源：Wind，安信证券

香港和台湾市场在 2003 年已经较为成熟；另外，2003 年的 SARS 影响了两岸三地，但美国所受影响有限。因此我们可以从美股和港股的走势来分离出 SARS 对市场的影响。

从图中，我们可以看出，美股和港股的走势在 SARS 爆发之前是非常相像的，两者标准化后之差基本在零附近震荡。当 2003 年 3 月 15 日香港开始大规模爆发 SARS 之后，港股明显超跌，到 4 月下旬，超跌幅度达到 14%。但 4 月底 5 月初，香港的 SARS 病例开始出现下降，港股开始明显修复，但仍需要到 8 月底 9 月初才修复完毕。

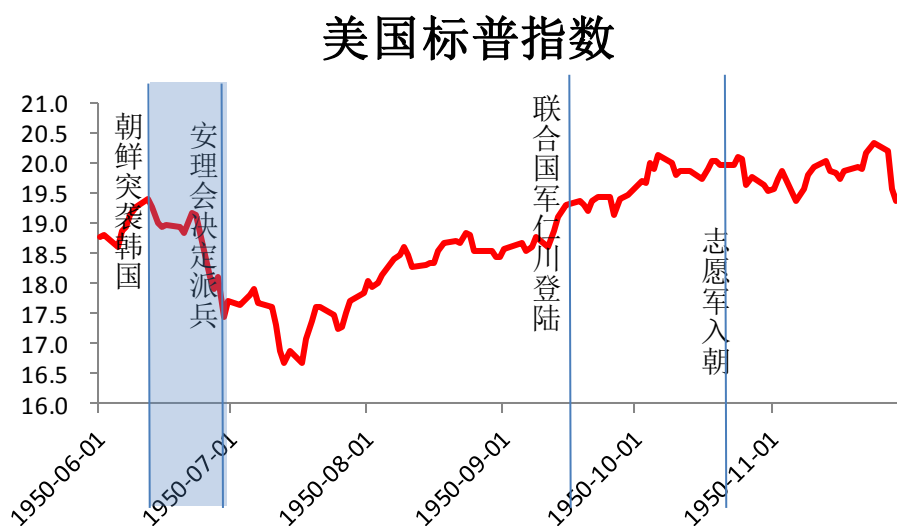
台湾的情形也是类似的，在中国大陆和香港大规模爆发的时候，台湾病例较少，台湾股市并没有明显的下跌。但当 4 月底台湾病例开始明显上升的时候，台湾股市显著下跌。台湾股市的修复也是要等到病例开始出现下降的时候才开始。



数据来源: Wind, 安信证券

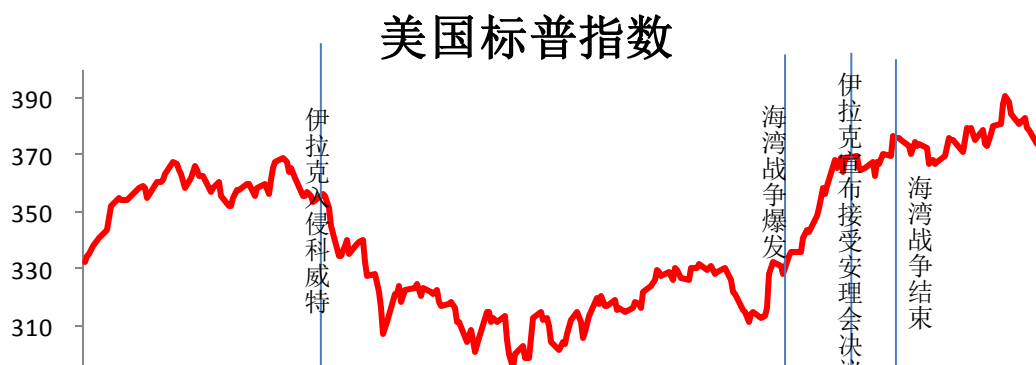
从更为中期的角度来看，只要疫情最终能够得到控制，SARS 可能影响不大。香港和台湾股市在几个月后完成了修复。我们观察几次战争期间美国股市的反应，也相当类似，短期冲击的峰值可能在 10% 以上，但中期来看不改变变化的趋势。

图5: %



数据来源: Wind, 安信证券

图6: %



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_7588

