

相关研究

《为什么经济L型企稳，哪些改革值得期待？——从债务视角理解中国经济》

2020.01.19

《经济低位企稳，20年稳中向好——19年4季度经济数据点评》

2020.01.18

《美国百年历史轮回：市场也会失效，政府有效干预——收入分配系列之三》

2020.01.15

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

面对疫情冲击，经济影响多大？

——新型肺炎疫情影响之一

投资要点:

近期新型肺炎疫情严峻，这将会给经济带来怎样的冲击？在资本市场上又将如何反映？由于上次我国严重疫情还属非典（SARS）事件，因此，我们基于对非典疫情时期经济和资本市场表现的回顾对比，来判断本次疫情的影响。

- **非典未阻经济回升，长期影响较为有限。非典疫情演变，持续半年左右。**非典疫情在我国大致可分为五个阶段：孕育起步、局部蔓延、关注上升、全面动员和防治收官。**增长回升态势未改，股票市场收益尚可。**以年度来考察，SARS事件并未改变03年经济增长的回升态势，物价水平也比较温和，疫情既没有带来通缩，也没有带来高通胀。03年的各类资产表现符合全年经济处于过热期的特征，股市收益尚属可观，债市表现不佳。
- **疫情冲击单季增长，预期偏差影响节奏。**观察视角进一步下沉和细化，SARS事件冲击及其后经济修复过程显现得更为清晰。**增长遭遇单季冲击，消费受创投资稳定。**03年我国经济增长呈现出明显的“U型”，非典疫情对于经济的冲击集中在第二季度，而随后很快修复。按照三大产业来看，第三产业冲击后恢复偏慢。从支出法来看，消费受非典疫情冲击影响最大，持续约一个季度，其中可选消费增速弹性更高。投资在非典疫情冲击下保持稳定，对03年经济增速回升做了主要贡献，地产、制造业和基建三大投资形成合力稳定经济。出口受非典的影响并不明显，但疫情对FDI产生滞后冲击。03年财政做了事实上的减收减支，给经济迅速恢复和出口稳定以很大帮助。**疫情并非通胀基础，货币政策前稳后紧。**非典疫情冲击对消费品价格影响短暂且具局部性，并非全面高通胀的基础，在多重影响因素叠加的背景下，疫情对PPI增速的扰动大于CPI。疫情发生后信贷投放加快，投资出现局部过热，通胀也显露上升苗头，货币政策在03年下半年有所收紧，8月底央行升准。**预期两大偏差，节奏重于趋势。**对于SARS事件市场存在两大预期差：一是前期重视程度不够；二是后期对经济修复的信心不足。因此，SARS事件冲击对资本市场运行节奏的干扰大于对全年趋势的影响。
- **由非乐观当下：冲击影响或将加深，风险资产危中有机。新型肺炎短期冲击，疫情过后增长稳定。**疫情事件属于短期冲击，并不会打断经济增长的中长期趋势，新型肺炎疫情前的19年四季度，经济已出现底部恢复迹象，因此，疫情冲击过后，中长期经济增长中枢有望保持稳定。疫情对于物价的影响相对有限，并不构成高通胀的基础，但当前通胀风险仍需警惕。**疫情结束冲击消退，并无很强滞后影响。**疫情对于经济的冲击开始于防治政策加码前后，而以疫情基本结束为止，并不会产生很强的滞后影响。如果防控顺利，新型肺炎疫情影响将集中在20年1季度。**疫情影响恐超非典，周期、结构均有不同。**新型肺炎疫情影响程度或超非典，一方面，03年非典时处于周期上行，而当下增速中枢下移，另一方面，疫情对于第三产业和消费的冲击比较显著，而我国经济对两者依赖加深。但当前线上消费平台已崛起，若维持运营能部分对冲疫情影响。这关键在于交运特别是快递行业能够运转。**货币政策适度灵活，财政发挥更大作用。**在政策取向上，货币政策受通胀制约不宜大幅放松，但由于政策工具丰富，手段可以更加灵活。而效仿03年做法，财政特别是减税应该发挥更大作用。**短期安全资产受益，风险资产危中有机。**受疫情冲击，短期黄金、国债等安全资产最为受益。但是，非典时期经验表明，全年资产表现并非由疫情因素主导。新型肺炎疫情结束之后，随着经济逐步复苏，权益资产有望回暖，当前风险资产的调整危中有机。

目 录

1. 非典未阻经济回升，长期影响较为有限.....	4
1.1 非典疫情演变，持续半年左右	4
1.2 增长回升态势未改，股票市场收益尚可	5
2. 疫情冲击单季增长，预期偏差影响节奏.....	6
2.1 增长遭遇单季冲击，消费受创投资稳定.....	6
2.2 疫情并非通胀基础，货币政策前稳后紧	9
2.3 预期两大偏差，节奏重于趋势	11
3. 由非典观当下：冲击影响或将加深，风险资产危中有机	12

图目录

图 1	SARS 事件在我国大陆地区的发展变化	5
图 2	1992-2006 年我国 GDP 同比增速及政府预期目标 (%)	5
图 3	1992-2006 年我国 CPI 和 PPI 同比增速 (%)	6
图 4	03 年我国各类资产表现 (%)	6
图 5	我国 GDP 当季同比增速 (%)	7
图 6	我国三大产业增加值当季同比增速 (%)	7
图 7	我国工业增加值月度同比增速 (%)	7
图 8	我国社会消费品零售总额同比增速 (%)	8
图 9	可选与必需消费同比增速 (%)	8
图 10	我国房地产投资当月和累计同比增速 (%)	8
图 11	我国固定资产投资累计和当月同比增速 (%)	8
图 12	我国出口和进口同比增速 (%)	9
图 13	我国外商直接投资实际使用外资金额同比增速 (%)	9
图 14	1995-2008 年我国公共财政收入与支出增速 (%)	9
图 15	我国 CPI 同比增速 (%)	10
图 16	我国历年各月 CPI 环比增速 (%)	10
图 17	我国 PPI 同比增速 (%)	10
图 18	我国历年各月 PPI 环比增速 (%)	10
图 19	我国人民币存款准备金率和贷款基准利率 (%)	11
图 20	三大国际组织对我国 03 年经济增速的预测 (%)	11
图 21	03 年下半年经济专家问卷调查对当年 GDP 增速看法 (%)	11
图 22	上证综合指数 (点)	12
图 23	中债国债到期收益率:10 年 (周度平均, %)	12
图 24	我国 GDP 与工业增加值同比增速 (%)	12
图 25	我国大陆地区新型冠状病毒感染的肺炎疫情情况 (人)	13
图 26	我国第三产业占比 (%)	13
图 27	网上零售情况与社消零售总额之比 (%)	13
图 28	我国税收收入与公共财政收入同比增速 (%)	14
图 29	今年以来各类资产涨跌幅 (%)	14

新春佳节本该是举国欢庆的日子，而新型冠状病毒疫情的严峻形势，冲淡了不少节日的气氛。全国人民万众一心、众志成城，使得我们有信心打赢这场疫情防控阻击战。但我们也不得不思考，本次疫情将会给经济带来怎样的冲击？这种冲击在资本市场上又将如何反映？鉴于上一次在我国达到如此严重程度的疫情还属 03 年的非典（SARS）事件，因此，我们基于对非典疫情时期经济和资本市场表现的回顾，以期帮助判断本次疫情的影响。本篇报告主要侧重于从宏观视角看待疫情冲击的影响，更为多元化的分析将在接下来的报告中陆续展开。

1. 非典未阻经济回升，长期影响较为有限

1.1 非典疫情演变，持续半年左右

由于距离非典疫情事件发生已超过十五年之久，因此，首先有必要理清当时疫情的发展过程。按照非典疫情程度和防治政策力度在我国大陆地区的变化，SARS 事件大致可分为五个阶段：

孕育起步（2002 年底）：SARS 疫情最早于 02 年底在广东省被发现，目前可追溯的第一例 SARS 病例发生在 02 年 11 月，地点位于广东省佛山市的顺德，而 02 年 12 月广东省河源市的黄某为中国内地第一起报告的 SARS 病人。02 年底 SARS 疫情开始出现，处于孕育起步阶段。

局部蔓延（2003 年一季度）：03 年伊始，广东地区疫情多发，广东省卫生厅于 1 月 23 日下发《关于印发省专家组关于中山市不明原因肺炎调查报告的通知》，这也是第一份关于 SARS 的调查报告，2 月 11 日广东省卫生厅和广州市政府召开新闻发布会，正式向社会详细公布发生在广东的非典型肺炎发病情况，截止 2 月 28 日广东省非典病例共计 792 例。3 月 6 日北京接报第一例非典输入病例，3 月 12 日世卫组织发布全球警告，东南亚国家也陆续出现 SARS 病例。03 年一季度，疫情在广东省蔓延，并向全国乃至全球扩散。

关注上升（03 年 4 月 1 日-4 月 16 日）：进入 4 月份，国家层面对于疫情的关注程度上升。4 月 2 日国常会研究非典型肺炎防治工作，4 月 3 日卫生部召开记者招待会，表示“疫情得到有效控制”，4 月 8 日卫生部发文将 SARS 列入法定管理传染病，4 月 13 日全国非典型肺炎防治工作会议召开，4 月 14 日国常会听取并原则同意卫生部关于建设完善国家突发公共卫生事件应急响应机制问题的汇报。

全面动员（03 年 4 月 17 日至 5 月上中旬）：以 4 月 17 日政治局常委会会议为标志，抗击非典进入全面动员阶段。政治局常委会会议指出“当务之急是采取果断措施，控制疫病蔓延。”4 月 20 日卫生部召开记者招待会，宣布非典疫情由五日一报改为一日一报，当年的“五一”长假暂停，4 月 23 日北京对非典疫情重点区域采取隔离控制措施，4 月 24 日全国防治非典型肺炎指挥部成立，铁道部通知旅客开车前要求退票可全额退款，北京中小学停课两周，5 月 1 日北京紧急筹建的小汤山医院开始接收病人，5 月 6 日《工伤保险条例》颁布，医务人员在救治患者的过程中感染非典按工伤对待，5 月 9 日公布施行《突发公共卫生事件应急条例》。

防治收官（03 年 5 月下旬之后）：5 月下旬之后，重点地区的疫情已经得到基本控制，防治工作进入收官阶段。5 月 29 日北京非典新增病例首现零记录，6 月 1 日卫生部宣布北京市防治非典型肺炎指挥部撤销，6 月 10 日北京连续三天保持确诊病例、疑似病例、既往疑似转确诊病例、既往确诊病例转为疑似病例数均为零的“四零”纪录，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，6 月 24 日世界卫生组织解除北京旅行警告，中国大陆地区整体脱离疫区。后来虽也有零散病例出现，但整体上已波澜不再。

图1 SARS 事件在我国大陆地区的发展变化

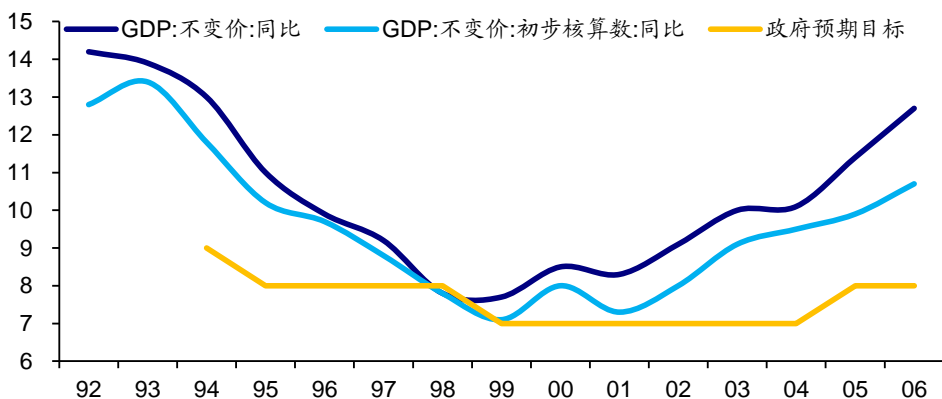
孕育起步	<ul style="list-style-type: none"> • 02.11 广东佛山发现第一例SARS病例。 • 02.12 广东河源出现中国内地第一起报告的SARS病人。
局部蔓延	<ul style="list-style-type: none"> • 03.2 广东省疫情多发，国家卫生部专家组下派指导。 • 03.3.6 北京市接报第一例非典输入病例。 • 03.3.25 抗击非典中出现第一例医护人员殉职。
关注上升	<ul style="list-style-type: none"> • 03.4.2 国常会研究非典型肺炎防治工作。 • 03.4.3 卫生部记者招待会表示“疫情得到有效控制”。 • 03.4.13 全国非典型肺炎防治工作会议召开。
全面动员	<ul style="list-style-type: none"> • 03.4.17 政治局常委会会议表示“当务之急是采取果断措施，控制疫病蔓延”。 • 03.4.20 卫生部记者招待会表示，非典疫情改为一日一报，“五一”长假暂停。 • 03.4.24 全国防治非典型肺炎指挥部成立。
防治收官	<ul style="list-style-type: none"> • 03.6.1 北京市防治非典型肺炎指挥部撤销。 • 03.6.15 中国内地实现确诊、疑似、既往疑似转确诊病例数“三零”纪录。 • 03.6.24 WHO将北京从旅行警告中除名，中国大陆整体脱离疫区。

资料来源：WHO，中国政府网，海通证券研究所整理

1.2 增长回升态势未改，股票市场收益尚可

SARS 事件究竟带给经济怎样的冲击？我们不妨先将视角拉长，以年度为单位来观察疫情事件的影响。

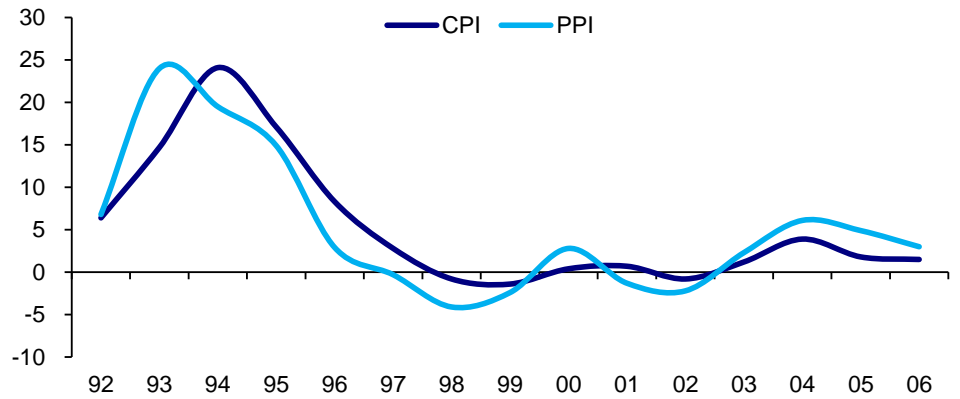
经济较快增长，上升趋势未改。尽管受到 SARS 事件的冲击，但事实上，回顾 03 年的经济表现，我们发现，**SARS 事件并未改变当时经济增长的回升态势**。根据当时的初步核算数据，03 年全年 GDP 同比增速 9.1%，创下 97 年以来的增速新高，而在 03 年政府工作报告中对于 GDP 增速的预期目标只有 7%，按照修订后的数据，03 年全年 GDP 同比增速更是达到了 10%，创下 96 年以来增速新高。03 年底的中央经济工作会议上指出“**我国经济发展正处于经济周期的上升阶段，要倍加珍惜当前经济发展的好势头**”，国家统计局在 03 年的统计公报中评价“**国民经济较快增长**”。而且，我国经济增长的上升趋势一直保持到 07 年才被全球金融危机所打断，这也意味着，疫情冲击对于经济的滞后影响也相对有限。

图2 1992-2006 年我国 GDP 同比增速及政府预期目标 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

物价温和回升，走出通缩区间。随着经济增长的复苏，03 年的物价水平整体上升，走出了 02 年的通缩区间。02 年全年我国 CPI 同比增速转负至 -0.8%，PPI 同比增速跌幅扩大至 -2.2%，均录得负增长，而 03 年全年 CPI 同比增速 1.2%，PPI 同比增速 2.3%，两者双双转正，并且处于较为温和的通胀区间，但还未达到 04 年全面高通胀的地步。可以说，非典疫情既没有使得物价水平持续处于通缩，也没有把其拉到很高的程度。

图3 1992-2006年我国CPI和PPI同比增速(%)

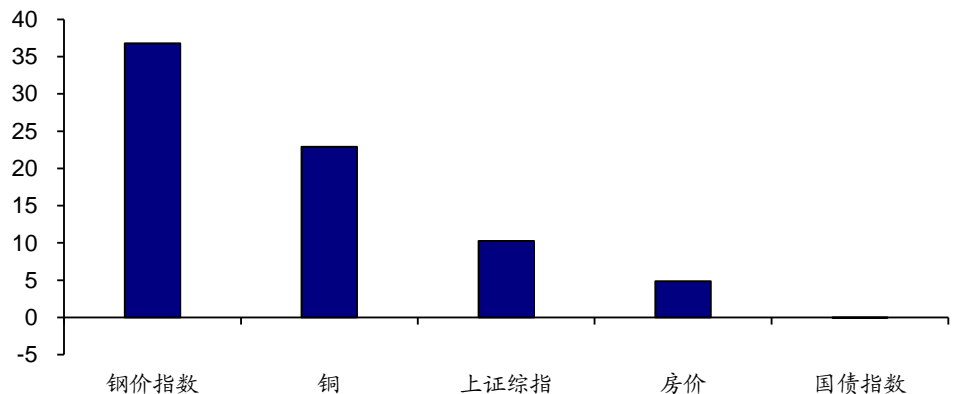


资料来源: WIND, 海通证券研究所

商品涨幅居前, 股市收益尚可。即便遭遇到非典疫情, 03年的经济增长和通胀水平仍然双双回升, 经济态势由复苏逐步走向繁荣, 而03年我国各类资产的表现基本符合美林投资时钟理论中过热期的特征: 商品>股市>债券。03年钢价指数上涨超过35%, 铜、黄金等金属商品价格涨幅也均超过20%, 以上证综指来衡量, 股市全年涨幅超过10%, 收益尚属可观, 而债市表现不佳, 国债指数涨幅基本为0。

所以, 以年度视角来看, SARS事件冲击并未改变03年经济增长的上升趋势, 而且其对于物价的影响也较为温和, 既没有带来持续通缩又没有带来高通胀, 大类资产表现符合经济周期的阶段特征, 股票市场收益尚属可观。

图4 03年我国各类资产表现(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

2. 疫情冲击单季增长, 预期偏差影响节奏

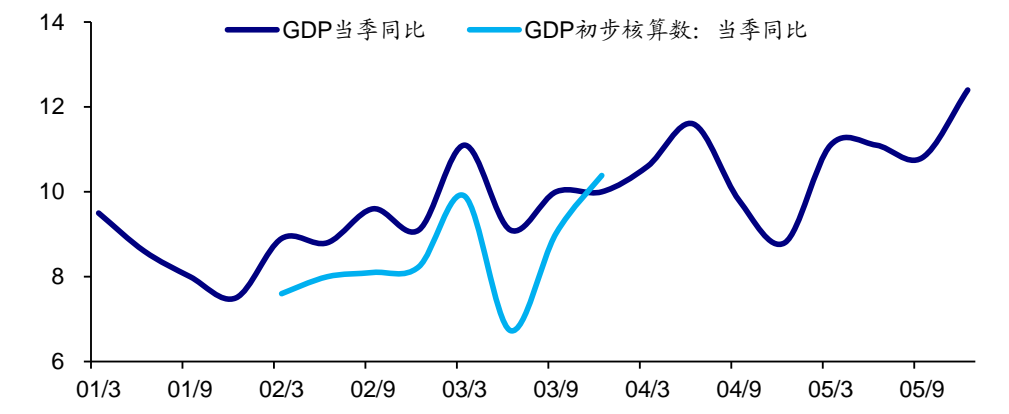
难道说SARS事件冲击并未影响到经济和资本市场的运行? 这显然并不成立。之所以从全年来看, SARS事件冲击留下的痕迹并不明显, 其实是我国经济在受到冲击之后较快恢复的结果, 如果把观察的视角下沉和细化, SARS事件的影响以及其后经济修复的过程就会更加清晰地显现, 本章将对此进行详细分析。

2.1 增长遭遇单季冲击, 消费受创投资稳定

经济增长U型态势, 冲击集中一个季度。03年我国经济增长呈现出明显的“U型”态势, 非典疫情在广东局部蔓延的第一季度, 我国GDP当季同比增速仍创下11.1%的新高, 在公布一季度经济运行情况的记者招待会上, 国家统计局新闻发言人也表示“在个别地区、个别行业存在过热苗头和倾向”。而非典疫情对经济的冲击在二季度开始显现,

按照当时的初步核算数，03年2季度GDP同比增速较1季度下滑超过3个百分点，按后面的修正值来看，下滑幅度也在2个百分点左右。随着疫情的解决，三、四两个季度经济增速又迅速回升，虽然没有超过一季度经济部分过热的时期，但均超过02年GDP季度增速的最高点。因此，可以认为，**非典疫情对于经济的冲击集中在第二季度，而随后很快修复**，这才使得03年全年GDP增速仍能创下8年以来新高。

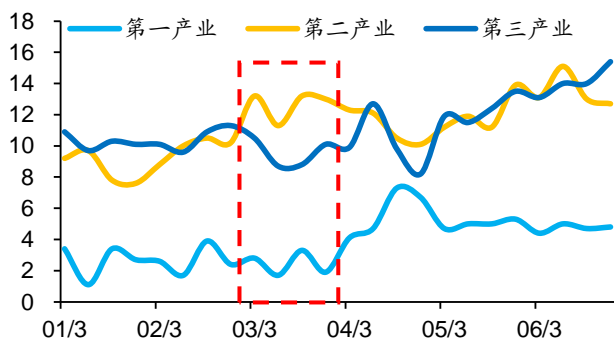
图5 我国GDP当季同比增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

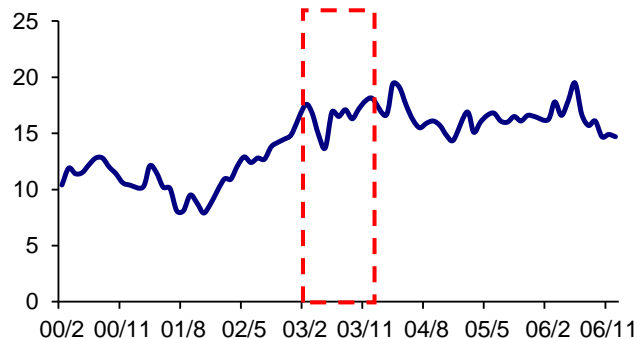
工业恢复较快，三产略有滞后。按照三大产业来看，非典疫情对其均有冲击，03年二季度，三大产业增加值当季同比增速较1季度下滑1-2个百分点，但第二产业恢复较快，03年三季度增加值已回升至13.2%，与1季度增速持平，而第三产业03年四季度增加值增速才有明显反弹。从工业增加值同比增速来看，03年4月和5月连续下滑，但在疫情基本结束的6月，增速就已明显反弹，冲击持续时间在2个月左右。

图6 我国三大产业增加值当季同比增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

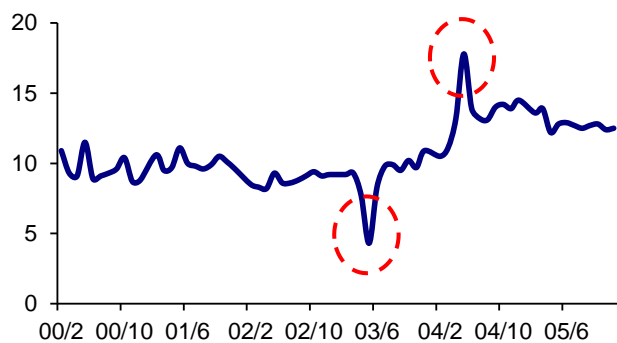
图7 我国工业增加值月度同比增速(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

消费首当其冲，降至历史新低。从支出法下的三驾马车来看，首先，受到非典疫情冲击影响最大的在于消费。03年4月开始社会消费品零售总额同比增速有所下滑，从3月的9.3%降至7.7%，而5月社消零售增速进一步探底至4.3%，不足3月增速的一半，是该数据有记录以来的历史新低，但在疫情进入尾声的6月，社零增速即迅速拉升至8.3%，7月后增速一直维持在9.5%以上，恢复至疫情前的水平。**疫情冲击对消费的集中影响约持续一个季度。**

变化趋势相同，可选弹性更高。消费可以简单分成必需消费和可选消费两大类，02年以来可选消费增速走出底部，维持了较高的增长水平。在受到非典疫情冲击的影响之下，两类消费增速的变化趋势基本相同，均在4月和5月增速出现连续下滑，而6月有所改善。不过相对于必需消费而言，可选消费增速的弹性更高，在疫情冲击下的增速变化幅度往往动辄10个百分点以上。

图8 我国社会消费品零售总额同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图9 可选与必需消费同比增速 (%)

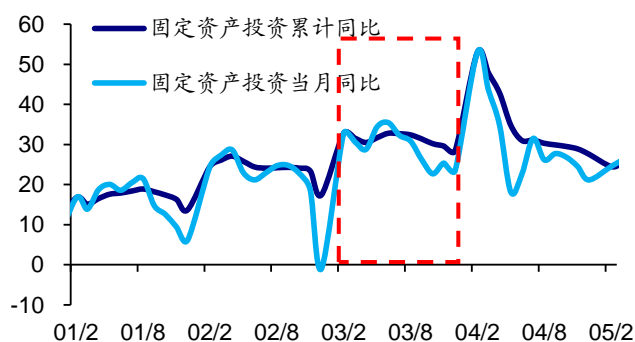

资料来源：WIND，海通证券研究所

投资保持稳定，全年较高增长。其次，投资在非典疫情冲击下保持了稳定，可以说对 03 年经济增速回升做了主要贡献。即便在 03 年二季度，经济受到非典疫情冲击最为严重的时期，固定资产投资增速也维持在接近 30% 左右的高水平，03 年全年固定资产投资增速比 02 年提高了超过 10 个百分点。

三大投资形成合力，稳定经济中流砥柱。从结构上来看，03 年地产、制造业和基建三大投资形成合力，成为稳定经济的中流砥柱。在非典疫情爆发的 03 年上半年，地产投资增速走势平稳，月度增速均在 30% 以上，而全年地产投资增速较 02 年提高近 8 个百分点。制造业和基建投资占城镇固定资产投资完成额的比重在 03 年也均有提升，特别值得一提的是，从 99-06 年，每年的基建投资占比均较前一年下降，仅在 03 年这一数值有所回升。

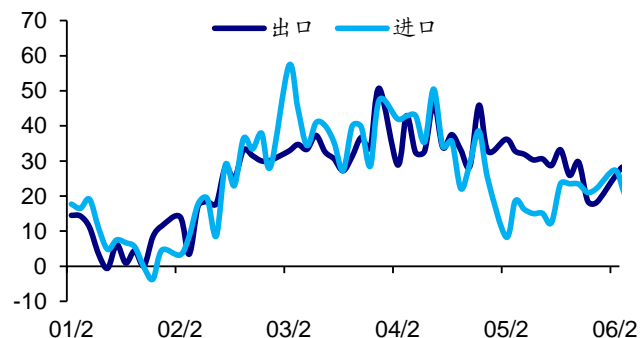
图10 我国房地产投资当月和累计同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

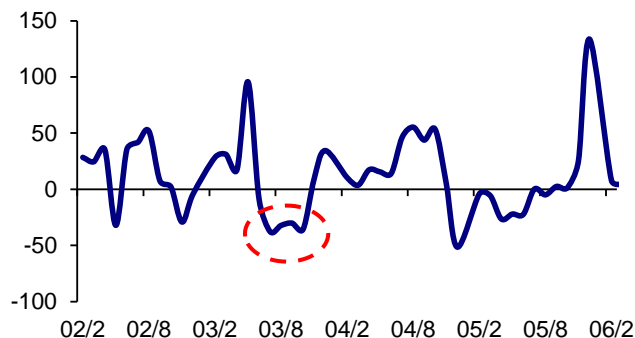
图11 我国固定资产投资累计和当月同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

出口免于疫情干扰，外商投资影响滞后。最后，出口受到非典疫情的影响也并不明显，受益于 03 年美国、日本等发达国家经济的恢复，以及我国刚刚加入 WTO 所带来的贸易红利，03 年出口保持高增，月度增速均在 25% 以上。但值得注意的是，非典疫情对于外商直接投资产生了一定的滞后冲击，FDI 实际使用外资金额月度增速从疫情基本结束的 03 年 6 月开始转负，录得连续五个月的负增长，直到 03 年 11 月才由负转正，03 年全年增速仅 1.4%，而除此之外 01-04 年每年的 FDI 实际使用外商投资金额增速均在 12% 以上。

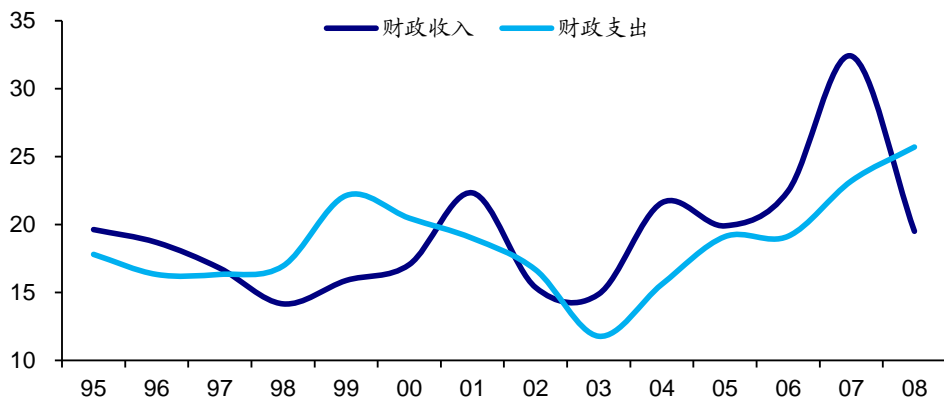
图12 我国出口和进口同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

图13 我国外商直接投资实际使用外资金额同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

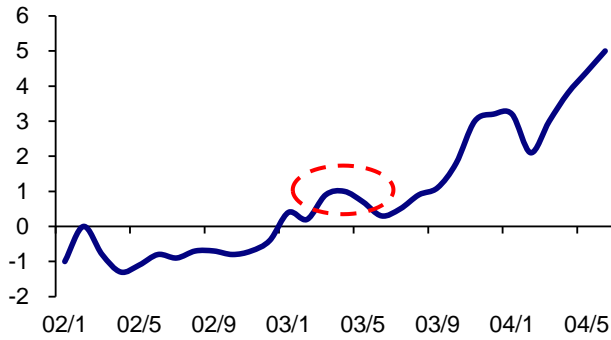
财政减收减支，助力经济恢复。之所以 03 年经济能够迅速恢复、出口也基本保持稳定，除了需求方面的因素之外，和当时的财政政策也不无关系。从公共财政收支情况来看，03 年财政事实上做了“减收减支”，03 年全年我国公共财政收入增速 14.9%，较 02 年继续下滑，但实际上 03 年经济增长速度较 02 年显著回升。根据财政部披露，03 年全国为生产企业免抵税款约 1100 亿元，出口退税和免抵调库合计 2039 亿元，同比增长 61.9%，这在极大程度上促进了外贸出口。

图14 1995-2008 年我国公共财政收入与支出增速 (%)


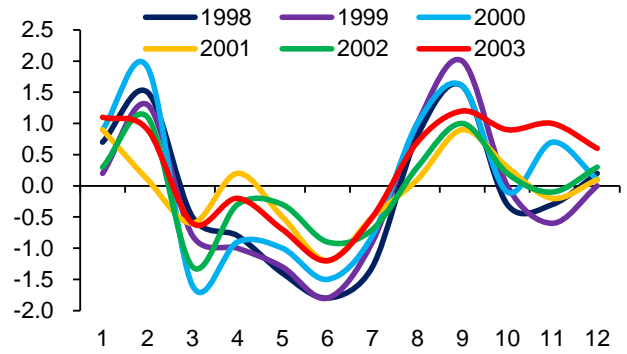
资料来源：WIND，海通证券研究所

2.2 疫情并非通胀基础，货币政策前稳后紧

非典疫情冲击并非全面高通胀的基础。从非典疫情冲击对价格的影响来看，SARS 事件的确带来了部分消费品价格的上涨，但其影响短暂且具有局部性，也绝非后来全面高通胀的基础。03 年 3 月开始 CPI 同比增速出现小幅回升，但这主要受到 02 年同期基数偏低影响。从 CPI 环比增速上来看，03 年二季度处于 98 年以来同期偏高水平，但也并未达到同期新高。非典疫情冲击主要带来的是药品和医疗服务价格的走高，但并未带来消费品价格的全面上涨。

图15 我国 CPI 同比增速 (%)


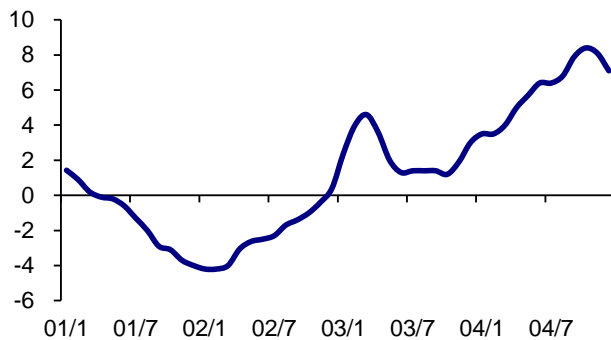
资料来源：WIND，海通证券研究所

图16 我国历年各月 CPI 环比增速 (%)


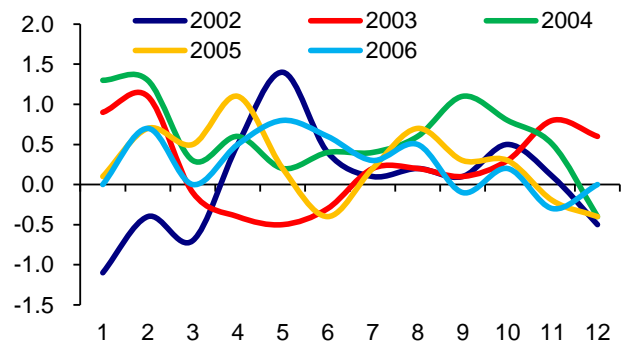
资料来源：WIND，海通证券研究所

多重因素叠加，PPI 扰动更大。非典疫情对于 PPI 的冲击要大于对 CPI 的影响，03 年一季度经济的向好态势，使得 PPI 同比增速也随之走高，一改 02 年的低迷态势，但受到非典疫情的干扰，03 年 4 月开始 PPI 同比增速由高位回落，一直延续到 6 月才止住下滑态势，第二季度的 PPI 环比增速在 02-06 年也创下同期新低，但在生产恢复之后，PPI 同比增速并没有迅速随之上行，直到 11 月开始才再度冲高。

但是，三季度之后的 PPI 增速走势不能全然归因于非典疫情冲击的滞后影响。一方面，02 年同期基数抬升对同比增速的提振形成压制；而另一方面，这也和当时国际油价走势有关，03 年 1 季度布伦特原油现货平均价格超过 31 美元/桶，较 03 年二、三季度均价至少要高出 3 美元/桶，事实上，03 年三季度钢铁和煤炭等生产资料价格已有明显恢复。

图17 我国 PPI 同比增速 (%)


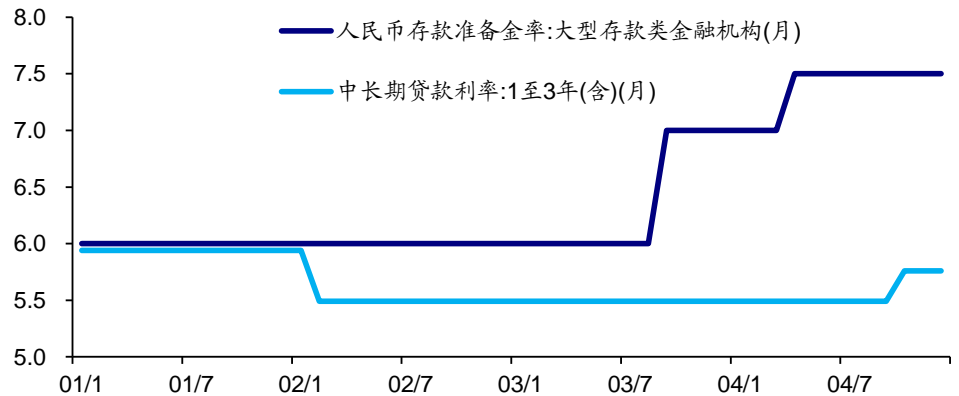
资料来源：WIND，海通证券研究所

图18 我国历年各月 PPI 环比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

货币供给前高后低，货币政策后期收紧。为了应对突发的非典疫情，支撑投资缓解经济压力，03 年二季度和第三季度的信贷投放有所加快，03 年 5 月至 8 月金融机构新增人民币贷款规模均创下 01-05 年的新高，M2 同比增速从 03 年初的 19.3%一路上行至 8 月 22% 的高点。但是，一方面，投资出现局部过热迹象，而另一方面，货币高增长也带来通胀的上升苗头，因此，货币政策其后开始收紧，货币供给有所走低，03 年 8 月底存款准备金率也调升了 1 个百分点。

图19 我国人民币存款准备金率和贷款基准利率 (%)

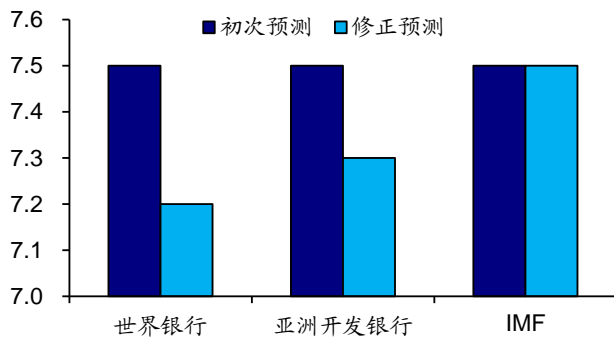


资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.3 预期两大偏差, 节奏重于趋势

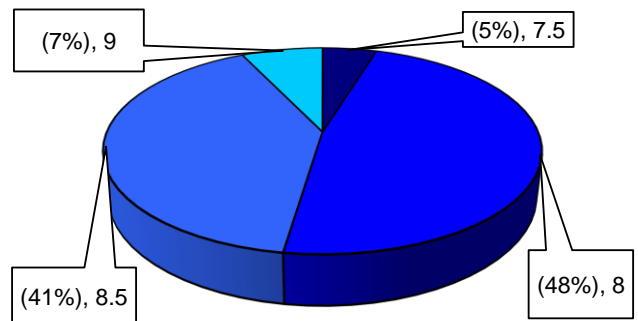
预期两大偏差, 节奏重于趋势。特别值得注意的是, SARS 事件的突发性使得其发展进程之中市场普遍存在**两大预期差**: 一是前期对于 SARS 事件的重视程度不够, 并未预计到其会演变成为遍及全国的公共卫生事件; 二是后期对于经济修复的信心不足, 并未预期到在疫情拖累下, 经济恢复速度如此之快, 03 年经济增长速度仍能创下新高。世界银行等三大国际组织此前普遍预测 03 年我国经济增速在 7.5%, 疫情发生后更是有所下调, 而根据国家信息中心在 03 年下半年所做的调查, 有超过一半的专家预计 03 年经济增速不会超过 8%, 超过 90% 的专家预计经济增速不会超过 8.5% (03 年初核算的 GDP 增速 9.1%)。因此, SARS 事件冲击对于资本市场运行节奏的干扰要远大于其对全年趋势的影响。

图20 三大国际组织对我国 03 年经济增速的预测 (%)



资料来源: 世界银行, 亚开行, IMF, 海通证券研究所

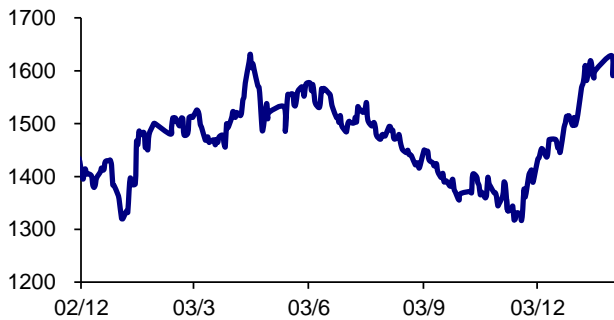
图21 03 年下半年经济专家问卷调查对当年 GDP 增速看法 (%)



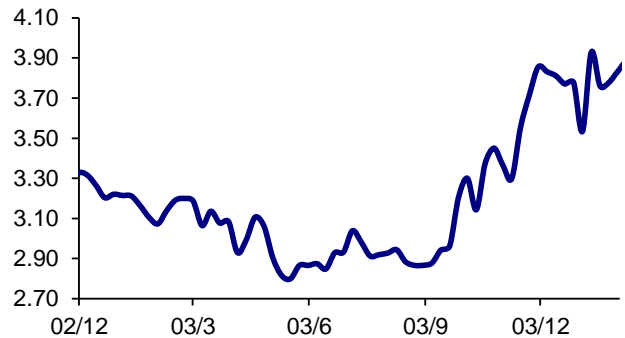
资料来源: 国家信息中心, 海通证券研究所

注: 括号外数字为 03 年经济增速的预测, 括号内为持此种看法的专家占比

两大预期差对于资产价格有何意义? 以代表股市的上证综指和代表债市的十年期国债收益率为例, 一方面, 非典疫情冲击所形成的**资产价格顶/底部并不是疫情开始出现的那一刻, 而是关注度上升乃至防治政策加码阶段**, 比如上证指数的顶点就出现在政治局会议召开前后, 10 年期国债收益率也是在 5 月开始从 3% 左右的中枢水平下滑; 另一方面, 非典疫情状况的改善和解决会形成**资产价格的阶段性底/顶部**, 但由于对经济修复的信心不足, 资产价格对基本面的反映略有滞后, 比如经济增长在 03 年三季度已有明显回升, 但受地产政策和银行间流动性等因素干扰, 其并未主导三季度资产价格走势, 而“市场底”直到四季度才开始出现。

图22 上证综合指数(点)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

图23 中债国债到期收益率:10年(周度平均, %)


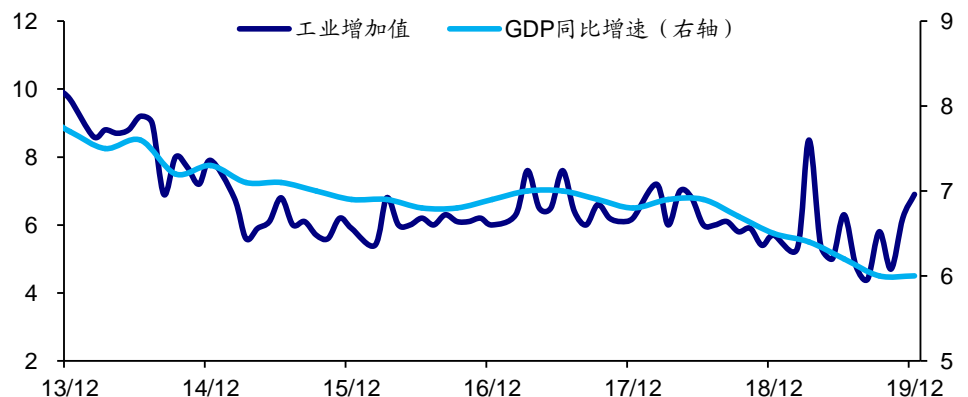
资料来源: WIND, 海通证券研究所

3. 由非典型当下: 冲击影响或将加深, 风险资产危中有机

在前文对非典疫情冲击详尽分析的基础之上, 那么, 本次新型肺炎疫情对于经济和资产市场又将产生怎样的影响?

新型肺炎短期冲击, 疫情过后增长稳定。首先, 从非典时期经验来看, 疫情事件属于短期冲击, 并不会打断经济增长的中长期趋势, 03年全年的经济增长态势和疫情全面爆发前的一季度走势吻合, 具备局部过热特征。由此看来, 新型肺炎疫情结束后, 中长期的经济增长特征将同疫情前的19年四季度类似, 而19年四季度经济增速稳定在6%, 工业增速也有所反弹, 已呈现出底部恢复的迹象, 因此, 疫情冲击过后, 中长期经济增长中枢有望保持稳定。

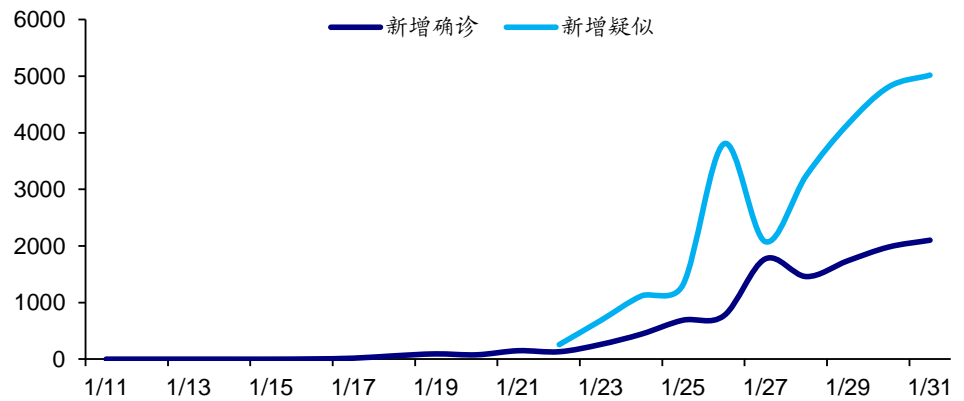
此外, 从非典时期经验来看, 疫情冲击对于物价的影响相对有限, 并不构成高通胀的基础, 但供给减少造成的猪肉价格上涨, 已经将我国的通胀推升至比较高的水平, 叠加春节假期新型肺炎疫情防控带来的集中囤货, 短期通胀水平或仍维持高位, 通胀风险仍需警惕。

图24 我国 GDP 与工业增加值同比增速 (%)


资料来源: WIND, 海通证券研究所

疫情结束冲击消退, 并无很强滞后影响。其次, 疫情冲击的持续时间会有多长? 根据非典疫情时期的经验来看, 对于经济的冲击开始于防治政策加码前后, 非典时期以政治局常委会议开始全面动员为主要标志, 本次则主要开始于春节假期之前一周。而对于经济的冲击以疫情基本结束为止, 表现为确诊病例几乎不再增加, 当然同时疑似病例也早已大幅减少, 并不会产生很强的滞后影响。当前对于新型肺炎疫情何时彻底结束还很难准确地估计, 据我们的推算, 疫情有望在2月上旬达到高峰, 这样的话应该不至于发展到20年第二季度。如果各地在节后陆续顺利复工, 那么, 新型肺炎疫情对于经济的冲击将主要集中在20年一季度, 特别是1月和2月比较明显。

图25 我国大陆地区新型冠状病毒感染的肺炎疫情情况（人）



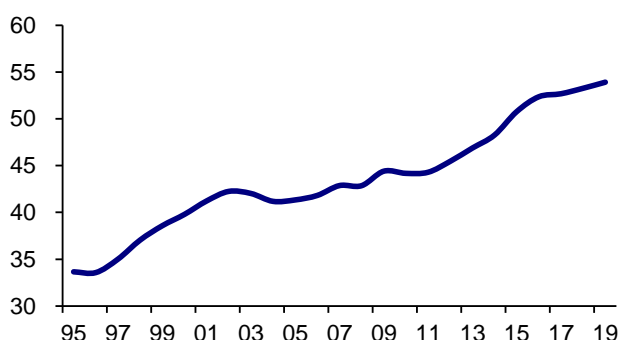
资料来源：国家卫健委，海通证券研究所，数据截止1月31日。

疫情短期影响恐超非典，周期、结构均有不同。第三，相比于非典事件，新型肺炎疫情对于经济的影响程度或将有所加深。一方面，03年非典疫情时期，我国正处于经济的上升周期，而当下随着要素条件的转变，我国经济正由高速增长转向中高速增长区间；另一方面，更为重要的是，非典时期的经验表明，疫情对于第三产业和消费的冲击比较显著，而我国当前经济结构同03年相比已有明显不同，19年第三产业占比接近54%，而03年只有42%，03年我国经济以投资为主要动力，而19年消费对于经济增长的贡献率几乎是投资的2倍，因此，疫情对经济的短期冲击或将更大。

线上消费平台崛起，部分对冲疫情影响。既然疫情对于经济的冲击效应主要体现在消费，我们也必须注意到，当前的消费形式和03年也有了很大的不同。以淘宝、京东和饿了么等为代表的互联网平台很大程度上替代了传统的线下销售渠道，实物商品网上零售已占社消零售总额的近五分之一，03年的非典事件其实就在无形中促进了这些电商平台的发展，如果这些平台能够维持不打烊运营，甚至说保持在疫情冲击前的七八成水平，那么，就能够部分对冲疫情对于消费乃至经济的拖累。

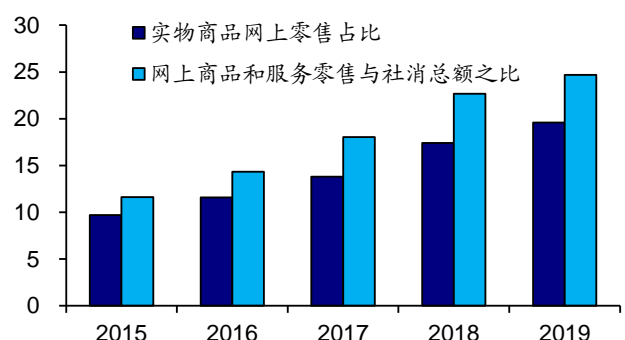
快递支撑线上消费，维持运转或能减震。但是，线上零售平台作用的发挥要依托于便捷的物流，因此，交通运输行业特别是物流业在疫情下的表现尤为重要。由于防控新型肺炎疫情所需要的隔离控制，多地也出台了不同程度的交通管制措施，而当前我国的交通条件远较03年非典时期发达，疫情冲击对于民航和铁路等客运行业无疑有着更大的影响。如果在防控疫情允许的情况下，快递业务能够维持运转，就可以编织起部分的消费网络，减缓经济受到冲击的幅度。

图26 我国第三产业占比（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图27 网上零售情况与社消零售总额之比（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

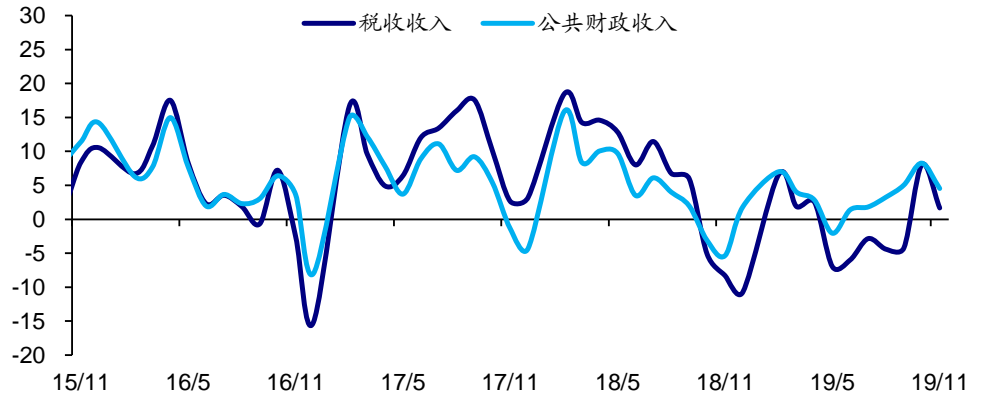
货币政策适度灵活，财政发挥更大作用。第四，既然相比于非典时期，疫情对经济的冲击幅度或将加深，那么，政策取向上应该如何抉择？

一方面，和非典疫情时期颇为类似的是，虽然当前经济并不存在过热的苗头，但通胀水平受到猪肉价格的影响，同样存在着上行的压力，因此，货币政策不宜大幅放松，

而由于我国当前货币政策工具已颇为丰富，政策手段上也可以更加灵活，比如阶段性小幅降息、引导 LPR 利率下调降低社会融资成本等。

另一方面，我们认为，财政政策可以发挥的作用更大，03 年财政事实上就采取了“减收减支”的方式，减免了部分行业的税负，这与我们近年来积极财政政策以减税降费作为主要抓手的思路一脉相承。在新型肺炎疫情冲击之下，我们可以利用国债的低成本融资优势，筹集资金进一步加大减税降费力度。

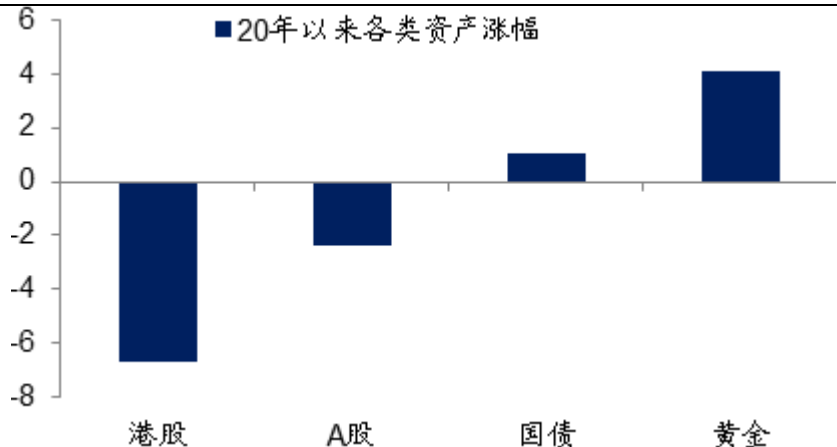
图28 我国税收收入与公共财政收入同比增速 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所

短期安全资产受益，风险资产危中有机。受到疫情冲击的影响，短期来看，安全资产最为受益，比如黄金今年以来已经上涨了近 4%，国债近期也有大幅上涨。但是，如果我们回顾 03 年非典时期全年的资产表现，呈现出的是与当时经济周期阶段相符的过热期特征，而并非由疫情因素主导。那么，新型肺炎疫情结束之后，随着需求恢复带动经济增长企稳改善，资产表现将呈现复苏期特征，权益资产有望收复失地，这也意味着，当前风险资产的调整危中有机。

图29 今年以来各类资产涨跌幅 (%)



资料来源：Wind，海通证券研究所，A 股为上证指数，数据截至 20 年 1 月

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
陈兴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
李波(021)23154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
李凡 lf12596@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 nyum@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 py110297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 ftf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfm11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 lym12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 李丹(021)23154401 ld11766@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 联系人 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154145 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com	银行行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com 李婕 lj12330@htsec.com 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com 郭金鑫(010)58067851 gjx12727@htsec.com
--	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com