

疫情影响专题系列

## 新型冠状病毒引发的肺炎疫情对 宏观经济的影响分析

张志前 高级研究员

### 主要观点

- ▶ 此次新冠疫情由于来势凶猛，传播范围广，感染人群多，其对中国经济的影响可能会大于2003年的非典疫情，使本就面临下行压力的中国经济雪上加霜。
- ▶ 新冠疫情对第三产业、居民消费、投资、出口等都会产生较大负面影响，疫情会在短期内推高CPI、拖累PPI。为应对疫情冲击，宏观经济政策需要做适当调整。
- ▶ 如果此次疫情如果能在3月得到有效控制，那么它对中国经济的影响主要体现在一季度，预计一季度GDP增速将会下降2个百分点左右，全年经济增速可能在5.5%左右。
- ▶ 我们应该把此次疫情对经济的影响分析的更加充分一些，切不可继续心存侥幸、麻痹大意，再犯同样的错误。在系统性灾难面前，没有任何行业和企业可以独善其身。
- ▶ 疫情实际是一起灰犀牛风险，我们必须像直面疫情本身那样，正视疫情对经济带来的影响。一方面要全力防治疫情，另一方面，做好稳经济工作，防止出现大的波动。

## 目录

一、对产业的影响 .....	4
二、对消费的影响 .....	5
三、对投资的影响 .....	6
四、对出口的影响 .....	7
五、对区域经济的影响 .....	8
六、对 CPI 和 PPI 的影响 .....	9
七、对宏观政策的影响 .....	10
八、小结 .....	12

2019年12月,武汉市部分医疗机构陆续出现不明原因肺炎病人。2020年1月7日,确认本次不明原因肺炎的病原体为新型冠状病毒。但此事并没有受到人们的足够重视,而病毒却在不知不觉中快速传播和扩散。直到2020年1月20日,习近平总书记对此事件做出重要指示,才让全国人民彻底警醒。此次新型冠状病毒引发的肺炎疫情看似一起“黑天鹅”事件,实际应该是一起“灰犀牛”事件,是我们完全可以预见和控制的,尤其是我们已经经历过2003年的非典疫情,应该认识到新型传染病疫情的巨大危害性,但却没有引起人们的足够重视。去年年底,当我们在讨论今年经济是否应该保6%的时候,没有谁把这次肺炎疫情的爆发考虑在内。此次疫情必然会对中国经济产生重大影响,使本就面临下行压力的中国经济雪上加霜。各家研究机构都在分析和研判,本次疫情就究竟会对中国经济产生多大影响。

目前,主要的研究思路是拿它与发生在2003年的非典疫情进行比较和分析。2003年春爆发的非典疫情曾使全球8000多人感染,其中中国7759例,导致800多人死亡,其中中国730人。非典疫情也有明显低于分布特性,主要发生在北京和广东省,其它省市疫情较轻。在非典疫情爆发的高峰期间,我国经济曾遭受了短暂的显著冲击。当年非典疫情在一季度逐渐传播扩散,二季度进入爆发期,至6月逐渐得到控制,三季度后疫情逐渐消失。对非典疫情的防控工作集中在二季度开展,其对经济的影响也主要体现在二季度。2003年四个季

度，我国 GDP 当季同比增速分别为 11.1%、9.1%、10%和 10%，二季度 GDP 增速较前值下滑 2.0 个百分点，之后快速反弹，增长回归正常轨道。对比非典疫情，本文就本次疫情对中国经济的影响做一个初步分析。

## 一、对产业的影响

从供给侧看，疫情对经济的影响在各行业的表现是不同的。传染病疫情发生之后，为了阻断病毒的传播，主要控制的人与人之间的接触和交往，因而对于服务业影响较大，而对于生产企业影响相对较小。根据历史数据，2003 年非典疫情爆发后，第三产业单季增速从 2002 年末的 11.3%大幅下滑至 2003 年 Q3 的 8.8%，且恢复较慢，全年增速较上年下滑了 1 个百分点，对经济拖累比较明显；而第二产业增速在 2003 年 Q2 短暂反季节性下滑 1.9 个百分点后（第二产业 Q2 增速除 03 年以外，在 2000-05 年平均上涨 0.7 个百分点），Q3 迅速反弹。

我们预计，本次肺炎疫情也将是对第三产业影响较大，而对第一、二产业影响相对较小。其中对旅游业、交通运输业、零售业、餐饮服务业、娱乐业、会展业影响较大。疫情发生后，相关的电影院、娱乐场所、餐饮饭店、交通工具已经基本停运，所有团队旅游全部取消。有机构按照 2019 年春节期间的数据做了估算，电影票房 70 亿（市场预测）+餐饮零售 5000 亿（假设腰斩）+旅游市场 5000 亿（完全冻结），在本次疫情春节 7 天时间里，这三个行业直接经济损失就超过

1 万亿，占 2019 年一季度 GDP21.8 万亿的 4.6%。由于全国企业几乎都延长了假期、停工时间较长，所以对几乎所有产业的生产经营都有影响。

与疫情控制间接相关的行业有农业、金融保险、证券业、房地产业、文化教育业等。这些行业也会受到一定负面影响。旅游、交通运输等业所受的损失是直观的，但也有此消彼长的一面，有的行业甚至呈现升温态势。除与防治新冠病毒疫情密切相关的医药、医疗器械、卫生防护、洗涤和消毒用品等需求急速增加外，方便食品、音像制品、图书报刊、健身器材、自行车甚至汽车等可能出现市场旺销。此次疫情导致了传统商品交易活动减少，但网上交易、电子商务日益活跃。因此，未来网上交易、电商等新型行业可能会出现较大的爆发。

## 二、对消费的影响

从需求侧看，消费受到疫情的冲击最为严重。在 2003 年 4-6 月，非典疫情最为严重的时期，社会消费品零售总额同比分别为 7.7%、4.3%、8.3%，较 2002 年同期分别减少 0.5、5 和 0.3 个百分点。而当到了 2003 年 6 月非典疫情得到有效控制后，前期被抑制的消费需求大量释放，7 月社零同比迅速上升至 9.8%。分项来看，受负面影响较大的有服装、饮料、文化办公用品、金银珠宝；受正面影响较大的是食品、中西药品、日用品。

本次肺炎疫情爆发，正值我国春节消费旺季，尤其是文化、娱乐、

餐饮等消费处于全年的最好季节。疫情发生后，春节档大部分延迟上映、旅游景点关闭、商场超市缩短营业时间，将对电影、旅游等消费市场形成显著冲击。以电影市场为例，2019年春节假期国内电影票房59.1亿元，占2019年全年票房9.2%。有市场机构研究预计，2020年春节档期票房可以达到70亿元，占全年票房可能会达到10%。后续随着春节档电影撤档的恢复，疫情的影响也会持续存在，考虑到电影对周边消费的带动，市场预测一季度电影市场的损失将超100亿元。值得注意的是，2019年网上实物商品销售额已占据社零销售额的20.7%，而非典时期，我国的电商销售占比还很小，因此疫情期间线上消费或将对线下消费形成部分替代。

有市场机构按照非典期间的经验预计，同时考虑到当前社零增速处于下行阶段，且此次防疫措施更为严格，基准情形下2020年一季度社零增速或环比下跌至4.3%，将会拖累2020年一季度GDP增速约1.4个百分点。

### 三、对投资的影响

从上次非典疫情的经验看，投资受到的影响相对较小。2003年第二季度固定资产投资增速35.1%，环比小幅下滑2.1个百分点。但这次肺炎疫情对人员流动的限制更为严格，将影响房地产、基建和制造业的开工，此次疫情对投资影响可能会比非典大。

投资是稳增长的关键，尤其是在经济处于下行压力之下。去年以

来，国家出台了一系列稳投资的措施，目的就是为了让保增长。当前地产投资此前已经趋于下行，基建投资的回升虽然有专项债支持，但可能受制于疫情无法完成。1月26日晚间，中国房地产业协会向会员单位并全行业发出号召，暂时停止售楼处销售活动，待疫情过后再行恢复。房地产相关项目物业管理企业，积极配合政府部门和社区行政管理机构要求，充分做好预防标识、人员登记、消毒杀菌、后勤服务等工作。这无疑都会减少当期的销售，同时也会增加企业的成本，影响房地产投资。在制造业投资方面，受到疫情的影响，在销售和出口都面临疲软的大背景下，相关行业的制造业投资也将会受到抑制。

有市场机构参考非典时期的数据预测，2020年一季度固定资产投资增速或环比下降0.5-1个百分点，拖累实际GDP增速约0.1个百分点。

#### 四、对出口的影响

尽管2019年全球经济不景气，中美贸易战迟迟未决，但是中国外贸进出口仍有亮眼的表现：进出口总值突破31.5万亿元人民币，同比增长3.4%，仍然保持了全球货物贸易第一大国的地位。进入2020年，世界经济仍然低迷，外需减弱。在这种情况下，本次肺炎疫情将会使扩大出口难上加难。

2020年1月31日，WHO将本次新冠疫情列为国际关注的突发公共卫生事件。虽然WHO在声明中对我国的防疫措施予以了充分肯定，

不主张各国限制国际旅行和贸易，但不排除部分地区出于疫情隔断考虑，减少或暂停从中国进口部分商品，从而对我国一季度进出口带来负面影响。即使疫情不会导致中国商品没人要，疫情也会增加出口商品的成本。已经生产出来的商品，现在出口到国外，需要增加出关检疫的时间，这就会增加运输成本、检疫成本和仓库成本等。商品的总成本就会增加，这会导致竞争力下降。但检疫带来的成本增加并不会特别多，它的影响可能甚至还不如关税所带来的影响大。但是从中期来看，为控制疫情传播，这段时间工厂无法复工，生产就会停滞，这会导致之后一段时间的断货。断货所带来的供应商和客户的迁移，对于很多外贸企业来说，这会是中期内比较大的挑战。

从历史数据看，2003年非典疫情时期，我国出口受到的影响相对较小，出口金额同比增速变化平稳。但是，当时的世界经济环境不同，各国对中国商品的需求处于上升期，贸易保护主义也不像现在这样，所以此次疫情对出口的影响不能小觑。但同时我们也应该看到，“非典”时期中国的外贸规模远不及现在。2019年进出口额减少1个百分点相当于2003年进出口额减少4.475个百分点。不过，由于外贸依存度已经由2003年的51.3%降至2019年的31.8%，现阶段同比例的外贸下降对于经济的拖累幅度与“非典”时期相比有所减弱。

## 五、对区域经济的影响

2003年非典疫情影响最大的两个地区是广东和北京，当时两个

地区 GDP 合计占全国 GDP 的 16%。广东 2003 年四个季度 GDP 增速分别为 13.0%、12.3%、13.9%、15.0%，二季度 GDP 增速环比下滑 0.7 个百分点，之后逐渐修复。北京 2003 年四个季度 GDP 增速分别为 12.7%、7.2%、10.7%、12.0%，二季度 GDP 增速环比下滑 5.5 个百分点，之后逐渐回升。

本次肺炎疫情最严重地区为湖北省，在已经公布的全国病例中，湖北省的病例数超过一半。目前整个湖北处于封闭状态，几乎所有企业都处于停工停业状态，开工日期无法预计。而上次非典疫情，北京广东都没有进行封城管理，企业停工时间也没有这次时间长。可以预计，这次疫情对湖北省的经济将造成重大打击。2018 年湖北省占全国 GDP 比重为 4.7%，显著小于非典时期主要疫区广东和北京在国民经济中的重要程度。但湖北省近年 GDP 增速持续高于全国平均水平，2019 年贡献了我国 GDP 7.3% 的增量。而且由于湖北是我国中部的交通枢纽和劳动力输出大省，其疫情对经济的冲击并不局限于本省。此外，尽管新冠疫情始发且集中于湖北，但已波及到全国各地，特别是浙江、广东、河南、湖南等地。目前，这些地方的病例数量还在增长，无法预计下一步是否会采取类似湖北的严厉措施。

## 六、对 CPI 和 PPI 的影响

从非典时期的历史经验数据看，疫情会在短期内推高 CPI、拖累 PPI。2003 年非典时期，PPI 下滑明显，CPI 先升后降。物价方面，

2003年PPI增速二季度明显回落，可能与总需求受疫情拖累有关；CPI增速在疫情前期由于居民屯粮屯菜，导致物价有所上涨，后期有所回落，整体波动不大。CPI中主要是食品项走高，例如鲜菜、蓄肉类、水产品、蛋类等。

去年以来，受到非洲猪瘟等因素的影响，我国CPI持续走高，2019年12月，我国的CPI同比上涨4.5%，PPI同比下降0.5%。受疫情和春节假期的影响，猪肉和蔬菜价格走高，可能会推高CPI、拖累PPI，但对全年节奏影响预计较为有限。CPI方面，上半年由于受到疫情影响，居民大量囤积食品等物资，而生产又跟不上，会导致相关商品价格上涨，一季度CPI同比中枢可能继续保持在4%以上，但是三季度之后可能会逐步回落。PPI方面，受疫情延迟复工和企业减产等影响，一季度地产、基建预计较为疲弱，叠加WHO认定本次疫情为“国际公共卫生紧急事件（PHEIC）”可能抑制出口，内外需拖累下一季度PPI回升幅度预计受限，PPI将维持低位。二季度内外需情况预计有所好转，但受翘尾因素下滑影响，预计PPI仍较低。若三季度开始疫情影响消退、基建发力、补库存力度提升，那么PPI有望持续回升。

## 七、对宏观政策的影响

疫情将给经济带来短期冲击，为应对疫情冲击，宏观经济政策需要做适当调整。从历史经验看，2003年非典疫情期间，我国的货币政策明显偏宽松。M2增速由2002年底的16.8%上升至2003年6月的

20.8%，同期10年期国债利率也从3.18%下降至3.08%；而在6月份疫情得到控制后，货币增速迅速拐头向下，利率也开始震荡上行。财政政策也有小幅发力。主要体现在2003年在财政收入累计增速由年初高点的40.5%震荡下行至年底的20%，与当年对餐旅、交运等受疫情影响较大的行业实施减税有关；财政支出增速在2003年上半年也有小幅走高，在疫情得到控制的下半年重新回落。

为应对这次肺炎疫情，中央政治局在大年初一召开了专门会议，此后又召开会议研究部署，要求各方面工作都要支持防控疫情，相关财政金融税收政策做出调整。会议强调，要在做好防控工作的前提下，全力支持和组织推动各类生产企业复工复产，加大金融支持力度，加大企业复产用工保障力度，用好用足援企稳岗政策，加大新投资项目开工力度，积极推进在建项目。之后，中央相关部门和地方政府认真落实中央政治局会议精神，密集出台了一系列的政策措施。我们预计，2020年宏观经济政策将延续宽松、稳字当头、保持定力，地方政府积极性有望回升，也会更加重视改革、科技创新和区域政策，为控制疫情、恢复生产和稳定经济创造良好的政策环境。

财政政策方面，主抓手仍是扩基建、平滑隐性债务和专项债，疫情下财政补贴力度可能加大，对重点地区、行业和企业进行定向支持；考虑到我国地方政府偿债高峰的来临、财政收入的增收乏力，以及减税降费空间的下降都制约着财政政策的发力空间，今年通过政府“加

杠杆”加大“增支”力度就很可能成为财政政策的主线，赤字率有望从2.8%升至3%。货币政策方面，稳增长在政策决策中的权重将会进一步上升，逆周期调节将进一步加码。在保持稳健货币政策基调不变的同时，降准“降息”仍然可期，而考虑到疫情冲击下降成本的紧迫性加大，预计一季度可能会看到降准降息，房地产调控政策也可能会适当放松。

## 八、小结

本次肺炎疫情还在发展，截止2020年2月6日，确诊病例数已经超过30000人，死亡病例超过600人，确诊病例和死亡病例数都已经远远超过2003年的非典疫情，而国家所采取的措施也远远超过非典时期，但是目前仍然看不到拐点。疫情对经济的影响主要取决于疫情延续时间和范围。但目前谁也无法准确估计未来疫情的发展，因此也就无法准确估计它对宏观经济会有多大影响。按照多数专家和机构的预判，疫情如果能在3月得到有效控制，那么它对中国经济的影响主要体现在一季度，预计一季度GDP增速将会下降2个百分点左右，经济增速很可能会破5%。此后，在各项政策刺激和需求回暖等因素影响下，经济将逐步恢复，四季度的经济增速可望回到6%以上，但是全年增长将难以实现保6%。2020年各季度中国经济增速可能呈现出前低后高的走势，全年经济增速可能在5.5%左右。

去年以来，中国经济受中美贸易战等多重因素影响，下行压力加

大，此次肺炎疫情是对中国经济的又一次冲击。它不是来自于经济体内生的，同样是来自外部的因素。外部因素对经济的影响有两个特征：一是突如其来，二是猝不及防。外部冲击一定会并且实际正在给中国经济增长造成干扰，甚至阻断某些行业，但长期看，不会阻断中国经济的增长态势，不会使中国经济严重失衡。所以此次疫情对经济的影响性质不是经济危机，由疫情导致的行业和经济下滑不会是常态，只是经济中高速增长暂时现象。内因是根据，外因是条件；外因通过内因起作用。经过改革开放40多年的发展，中国经济已形成较为完善的内部结构，具有非常好的韧性和抗冲击能力。外部冲击虽然影响较大，但不足以改变中国经济固有的运行态势。

与地震、洪水等其他自然灾害相比，新冠病毒引发的肺炎疫情与流行性传染疾病一样，对经济的影响有独特性。它会使得人们减少购物、减少外出、减少旅游，也减少消费和投资。由于大量经济活动的减少，社会需求被抑制。如果说，自然灾害破坏的是过去的财产，扩大的是今后的需求；此次病毒疫情不见得破坏财产，但破坏了人们增加未来财富的信心，也影响着对未来的消费预期。有些专家分析，此次疫情只会造成个别行业的局部损失，不会对整个经济产生影响。实际上，对此次疫情的危害盲目乐观不可取，不能低估了此次疫情的冲击。在系统行灾难面前，没有任何行业和企业是“世外桃源”。

在每一次、每一组黑天鹅事件的背后，都隐藏着一个巨大的灰犀

牛危机。防止灰犀牛事件演化为现实的系统特性风险，最好的办法就是充分认识和估计遇到的风险，并及早采取措施制止风险的扩散和蔓延。关于此次疫情对经济的影响分析也因该采取同样的原则。我们应该把疫情对经济的影响分析的更加充分一些，把困难和问题预想的更多一些，把滞后的效应估计的更足一些，提前做好充分的准备，制订好应对的预案，做到未雨绸缪，防范于未然。在这个问题上，我们千万不能再掉以轻心。目前的重要工作是要像直面疫情本身那样，正视疫情对经济带来的影响，如何在全力防治疫情的同时，避免经济发展出现大的波动，将是接下来的又一项更为重要的工作。

## 免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。