



寒冬过后，静待花开

研究报告·热点点评

摘要

报告作者

作者：蔡家立

电话：（0510）85101580

E-mail: caijiali@glqh.com

从业资格号：F3061147

报告日期：2020年2月7日

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

春节期间，新冠肺炎疫情在武汉爆发，较强的传染性以及爆发的特殊时点，使得疫情很快在全国范围内蔓延。此次疫情与2003年非典疫情存在相似之处，通过回顾非典时期中国经济的表现，预计此次疫情短期内也将给中国经济带来不小的压力，主要由于供需两端均受到压制。

除此以外，当前中国经济面临的内外部压力均明显大于非典时期，所以预计此次疫情给经济带来的影响也将更为严重，预计此次疫情之后，中国经济不会像2003年非典疫情结束之后迅速反弹。

不过国家面对疫情的态度与立场是一致且坚决的，会通过加强疫情防控、加大逆周期调节力度等措施来缓解疫情带来的经济与社会扰动，所以疫情虽然会给经济带来冲击，但是经济的自有周期并不会被打破。

现阶段，经济的弱企稳状态被疫情打破，股市被市场情绪所主导，在基本面与情绪的双重影响下，预计5月份之前出现大的方向性行情的概率不大，目前最乐观的情况是，市场可能会随着疫情得到有效防控，恐慌情绪逐步消退，呈现出一个阶段修复的状态，股市重心逐步上移，回补2月3日的跳空缺口。

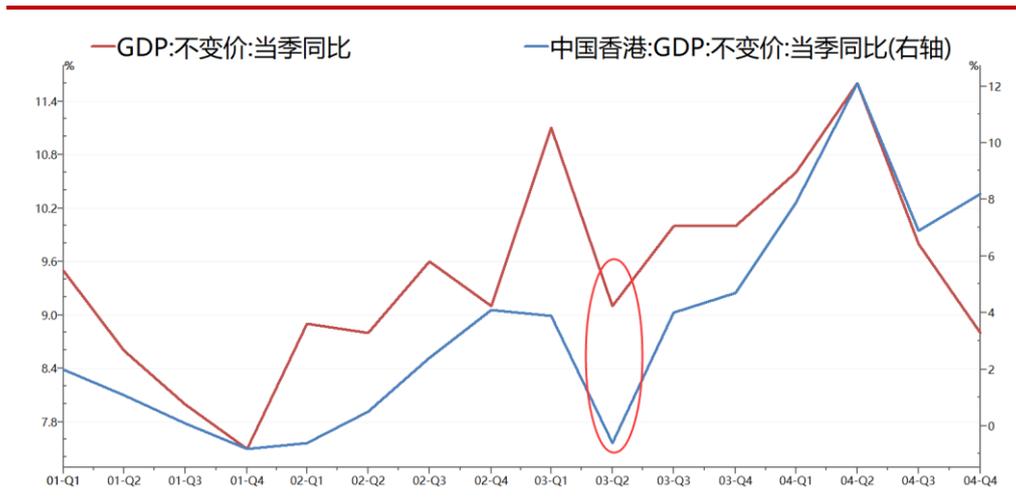
一、新冠肺炎疫情爆发，短期将给中国经济带来较大压力

春节前夕，新冠肺炎疫情在湖北武汉爆发，随后受春节假期人员流动规模较大的影响，疫情很快覆盖全国，其中湖北、河北、湖南、广东、浙江等省份的疫情较为严重，据丁香医生统计，截至2月7日上午9点，全国确诊病例已达31211例，疑似病例达26359例，疫情防控形势较为严峻。面对疫情，国家相关部门及时应对，全国上下众志成城，民众防控意识日益提高，但后续疫情防控压力仍不容小觑。

此次新冠肺炎疫情与2003年非典疫情存在相似之处，通过回顾非典时期中国经济的表现，我们预计此次疫情在短期也将给中国经济带来较大压力。

非典疫情在2003年3月至5月大规模爆发，全球共计报告确诊病例8000多例，主要集中在内地与中国香港，对中国经济的影响主要在疫情大规模爆发的二季度。

图 1：非典疫情给 2003 年一季度经济带来较大冲击



来源：Wind 国联期货投资咨询部

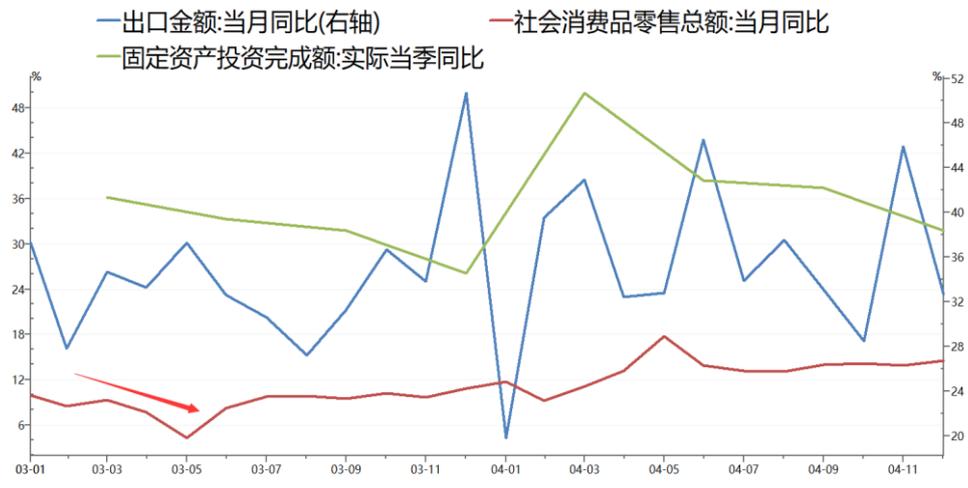
2003年四个季度，中国GDP增速分别为11.1%、9.1%、10%、10%，二季度GDP增速受疫情大规模爆发影响，较前后两个季度分别低2%、0.9%。而中国香港因为经济体量更小以及经济结构单一等原因，在疫情爆发时受到的影响更为显著，香港二季度GDP增速为-0.6%，较前后两个季度分别低4.5%、4.6%。

由此看来，此次新冠肺炎疫情短期也将对中国经济产生较大影响，因为疫情影响经济的路径是相似的，主要通过需求与供给两个方面传导，预计此次疫情对经济的短期影响将集中体现在一季。

二、需求端受到抑制，消费需求首当其冲

2.1 拉动经济的三驾马车都将受到冲击，消费需求面临的冲击最为直接

图 2：非典疫情期间，社会总需求受到压制



来源：Wind 国联期货投资咨询部

消费需求方面，春节原本是消费需求旺盛的时期，而由于疫情防控的需要，消费需求受到较大程度的抑制，并且这一影响在疫情得到有效防控之前都将持续。回顾 2003 年非典时期，消费需求在疫情大规模爆发的 5 月份呈现断崖式下跌，社会消费品零售总额增速由 7.7% 下降至 4.3%，我们预计此次新冠肺炎疫情将对一季度的消费造成较大影响。

投资需求方面，由于疫情防控的需要，企业生产经营无法正常开展、房地产行业受到较为严重的影响、基建项目基本陷入停滞状态，投资需求将受到较大冲击。出口需求方面，世界卫生组织（WHO）目前将此次新冠肺炎疫情认定为构成国际关注的突发公共卫生事件，并未对中国采取强制措施，但是如果疫情进一步发展，中国被 WHO 认定为疫区的话，出口将面临较大压力。

2.2 消费成为经济增长的第一拉动力，现阶段消费停滞将带来更为严重的影响

当前的产业结构与 2003 年相比也发生了较大变化，消费已经成为当前经济增长的第一拉动力。

图 3：消费以及第三产业的重要性日益提升



来源：Wind 国联期货投资咨询部

在拉动经济的三架马车中，疫情对消费的影响最为直接，而 2019 年消费对 GDP 增长的贡献率为 57.8%，较 2003 年上涨了 22.4 个百分点；从产业结构来看，受疫情影响最为严重的第三产业在 2019 年的占比也较 2003 年有明显的提升，2019 年第三产业占 GDP 的比重为 52.99%，较 2003 年提升 12.18 个百分点；由此看来，消费等服务业在国民经济中的重要性日益提升，而疫情直接影响这些行业，所以此次疫情对中国经济造成的影响将比非典时期更大。

三、企业经营停滞，供给端情况不容乐观

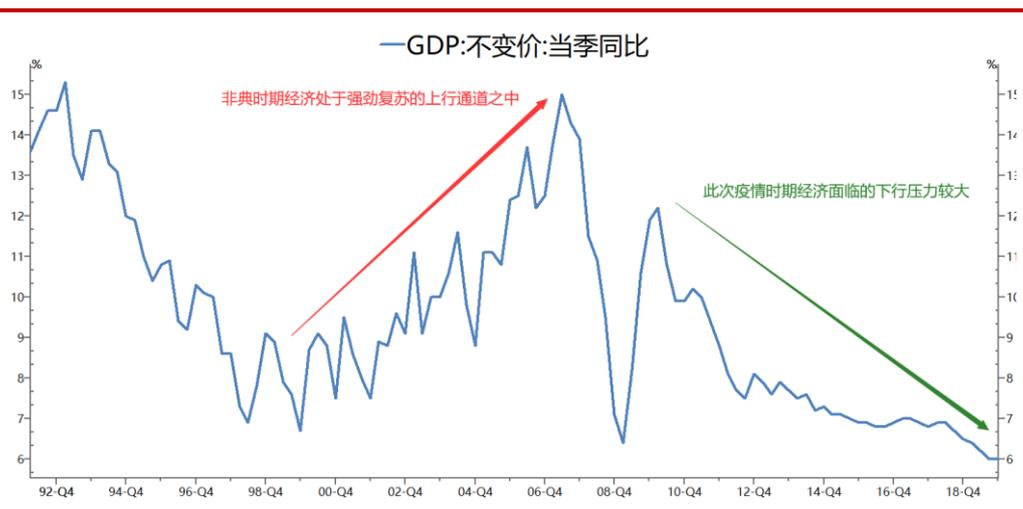
除了需求端受到影响之外，供给端也将由于企业无法正常经营而受到影响。工业企业停产将导致工业增加值显著回落，服务业等第三产业由于疫情防控需要将面临巨大冲击，这些短期都将给经济带来较大压力。

同时由于此次疫情爆发于春节期间，对供给端的影响将比非典时期更为严重。2003 非典疫情虽然从 2002 年 11 月份开始，但是集中爆发于 2003 年 3 月至 5 月，疫情大规模爆发之前，工人已经返工，对制造业等第二产业的影响也较小。而此次疫情爆发于春节期间，由于疫情防控的需要，节后工人返工受限，企业复工存在不确定性，中小企业生存困难，这将对经济运行产生更为严重的影响。

四、内外部环境发生变化，疫情对经济的后续影响有待观察

与 2003 年非典时期相比，现阶段中国经济所面临的环境发生很大变化，所以不能因为非典时期疫情得到有效控制之后经济复苏较快，就简单判断此次疫情对当前经济产生的后续影响。

图 4：当前中国经济所处的环境与 2003 年相比有较大不同



来源：Wind 国联期货投资咨询部

2003 年非典时期，中国刚刚加入 WTO，入世红利仍在，同时中国经济处于强劲复苏的上行通道之中，所以尽管当时非典疫情对经济造成了较大冲击，但是影响是短暂的，主要集中在 2003 年二季度，二季度中国 GDP 增速较此前下滑了 2%，但在疫情得到有效防控之后，GDP 增速随即回升，

三、四季度均保持 10% 的增速。

但是当前中国经济面临的环境与 2003 年相比，存在较大不同。外部环境方面，逆全球化之风盛行，中美贸易战打打停停，虽然中美之间已签署第一阶段协议，但是美国并未全部取消对中国加征的关税，贸易战存在反复的可能性，外贸形势较为严峻；内部环境方面，中国经济在 2019 年底开始呈现出阶段修复的状态，但是这种弱企稳的状态并不稳定，甚至可以说十分脆弱，经济仍未完全摆脱下行趋势；在这种内忧外患并存的局面下，疫情的发生将对经济造成更大的冲击，所以预计此次疫情之后，中国经济不会像 2003 年非典疫情结束之后迅速反弹。

五、国家面对疫情及时出手，逆周期政策对冲经济压力

虽然此次新冠肺炎疫情与非典疫情存在较大的不同，但是有一点是可以肯定的，就是国家面对疫情的态度与立场是一致的，所以疫情虽然会给经济带来冲击，但是经济的自有周期并不会被打破。

面对疫情，国家及时出手，统筹协调多方资源进行防控。包括建立“小汤山”模式的医院、延长春节假期以控制人员流动等，除此以外，民众的防护意识也日益提高，相信在全国上下万众一心的团结与努力下，疫情终将得以控制。

面对疫情带来的经济压力，相关部门通过及时采取逆周期调节政策、加大逆周期调节力度，来缓解经济运行中面临的压力。从国家层面看，央行加大流动性投放力度，充分显示稳定市场预期、提振市场信心的决心，同时也有利于降低市场资金成本，缓解企业财务压力；从地方层面看，多地出台相应措施，应对疫情给企业特别是中小企业经营带来的压力，比如苏州出台支持中小企业共渡难关的苏“惠”十条，宁波出台惠企“18 条”帮扶中小企业等。

六、总结与展望

此次新冠肺炎疫情与 2003 年非典疫情存在相似之处，通过回顾非典时期中国经济的表现，预计此次疫情短期内也将给中国经济带来不小的压力，主要由于供需两端均受到压制。需求方面，消费需求首当其中，投资与出口也面临困境；供给方面，企业经营停滞，供给端情况不容乐观。

除此以外，当前中国经济面临的内外部压力均明显大于非典时期，所以预计此次疫情给经济带来的影响也将更为严重，不能因为非典时期疫情得到有效控制之后经济复苏较快，就简单判断此次疫情对当前经济产生的后续影响，预计此次疫情之后，中国经济不会像 2003 年非典疫情结束之后迅速反弹。

不过国家面对疫情的态度与立场是一致且坚决的，会通过加强疫情防控、加大逆周期调节力度等措施来缓解疫情带来的经济与社会扰动，所以疫情虽然会给经济带来冲击，但是经济的自有周期并不会被打破。

现阶段，经济的弱企稳状态被疫情打破，股市被市场情绪所主导，在基本面与情绪的双重影响下，预计 5 月份之前出现大的方向性行情的概率不大，目前最乐观的情况是，市场可能会随着疫情得到有效防控，恐慌情绪逐步消退，呈现出一个阶段修复的状态，股市重心逐步上移，回补 2 月 3 日的跳空缺口。

国联期货投资咨询部

地 址：无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 6 楼（214121）

电 话：(0510)85101580

E-mail: caijiali@glqh.com

免责声明

本报告中信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。

期市有风险 投资需谨慎