

建银国际证券 | 研究部

宏观视野

新春第一役：新冠肺炎疫情将如何影响中国经济？

新冠肺炎对经济的影响主要取决于未来疫情控制的情况。我们的基准情形是，全国范围内疫情新增案例将在未来两周左右达到顶峰，之后经济活动将缓慢恢复正常。但还有另一种风险情形，即新病例将在未来几周内继续激增，直到四月份才开始逐步被遏制，那么此种情形下，疫情对经济的负面冲击将加重。

基准情形下，疫情对经济的负面影响短暂且温和。我们将今年年度 GDP 增速预测值从之前的 6% 下调至 5.7%。一季度 GDP 同比增速将放缓至 5% 左右，二季度则反弹，制造业短期走缓后继续延续之前的复苏。服务业受影响较大，但线上服务可以弥补部分线下活动的损失。而在疫情持续的风险情形下，一季度 GDP 增速可能下滑至 4-4.5%，经济活动延迟复苏，全年 GDP 增速预计放缓至 5.4% 左右。

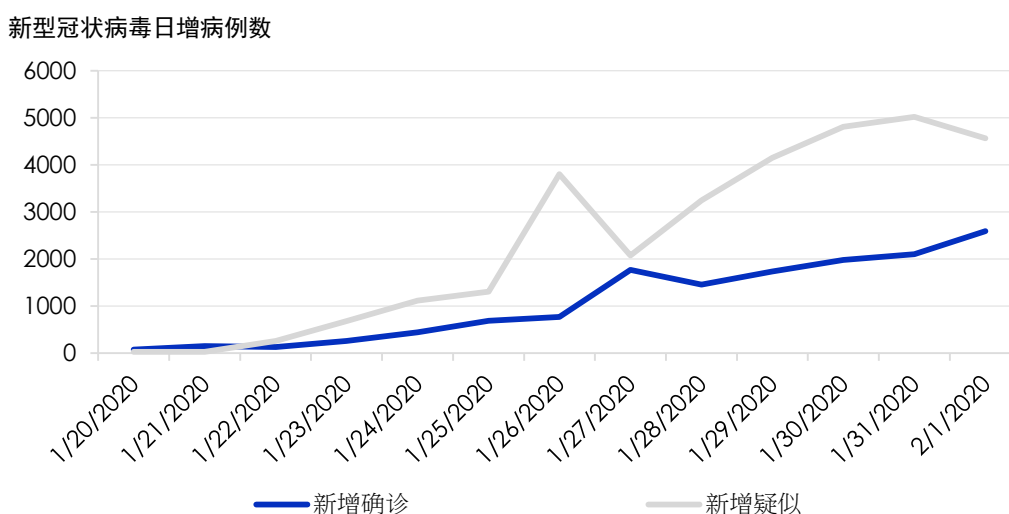
一些积极迹象支持上述相对乐观的基准情形：尽管湖北新增确诊人数还在继续上升，但其他地区的新增确诊案例在湖北封城后的一周左右已趋向稳定，显示目前的防护和隔离措施对抑制病毒传播有一定效果。春节假期后的返程高峰意味着未来几周传染机会和日增确诊案例还有可能进一步上升，持续防护和隔离仍然是减缓传播的关键。

近期政策预计着力保持流动性宽松，并配合定向优惠信贷、财政补贴、税费减免和就业支持等措施。公共投资和激励民营投资（特别是医疗卫生相关行业）的结构性改革也是可能的政策选项。

崔历(852) 3911 8274
cuili@ccbintl.com**黄舒**(852) 3911 8012
clairehuang@ccbintl.com**薛莹**(852) 3911 8013
xueying@ccbintl.com

武汉新型冠状病毒肺炎疫情仍在肆虐中。截至 2 月 1 日，中国内地已有 14411 例确诊病例，19544 例疑似病例和 304 例死亡病例。中国政府采取了一系列遏制病毒传播的措施，包括延长春节假期和学校放假时间以及取消公众活动等。湖北省辖下的多个城市已实施交通封城措施，许多其他城市也都采取了一些交通限制。迄今为止，新冠病毒在中国以外尚未出现大规模社区传播，但世界卫生组织（WHO）已将新型冠状病毒列为国际公共卫生紧急事件，包括美国、日本、澳大利亚在内的部分国家/地区已宣布对中国的入境限制措施。

图 1: 全国新型冠状病毒疑似感染和确诊人数



资料来源: 国家卫健委、建银国际证券

疫情发展仍有较大的不确定性，对经济的影响程度取决于疫情的控制情况。我们的基准情形是，新确诊的病例将在 2 月中达到高峰，即 1 月 23 日武汉封城后的 2-3 周左右。也就是说，现有措施可积极识别和隔离病毒的潜在携带者，遏制人与人之间的传播并减缓传播速度。当然随着疫情的演变，目前也难以完全排除更为严峻的风险情形。由于武汉地处全国中心位置且是重要的交通枢纽，春节假期前大量游客途经该市，增加了病毒在封城前跨区传播的可能性。香港大学近期的一项研究¹显示，如无强力的隔离手段，新感染病例可能在数日内翻番，在 4 月前持续攀升。

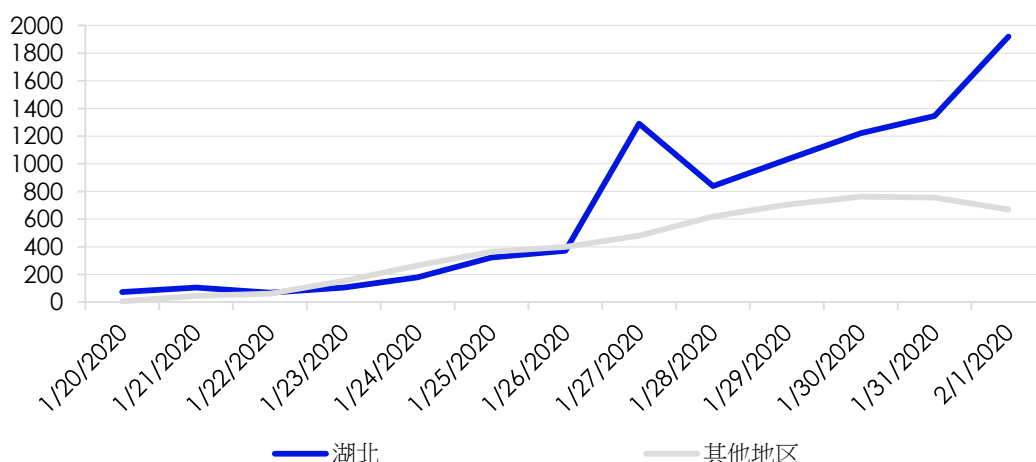
一个好的迹象是：湖北以外的确诊案例在地区封锁一周后趋向稳定，而未出现指数式的上升（图 2）。这也说明，目前的防护和隔离措施起到了遏制病毒传播的效果，支持上述基准情形。

¹ Prof Joseph Wu, Kathy Leung and Prof Gabriel M Leung. Nowcasting and forecasting the potential domestic and international spread of the 2019-nCoV outbreak originating in Wuhan, China: a modelling study. The Lancet. (31 Jan, 2020)
[英文版文章链接](#)

当然，节后返程人流大增，意味着未来几周传染机会和日增确诊案例都有可能进一步上升。持续防护和隔离仍然是减缓传播的关键。

图 2：湖北以外的新增确诊人数趋向稳定

新型冠状病毒每日新增确诊人数



资料来源：国家和湖北省卫健委、建银国际证券

基准情形影响温和而短暂

基准情形下，疫情对经济的影响较为短暂温和。这一情形下，经济活动有望在 2 月的下半月开始部分恢复。虽然工人返工可能延迟，但这种情况在春节假期本就比较普遍，而且公司通常都有应急方案。因此，供应链的冲击相对较小。具体来看，

- 制造业方面，由于工作天数减少、交通阻隔，其复苏势头预计在一季度暂时走弱，二季度则随生产恢复正常，补库存上升明显反弹。制造业行业在经历 2019 年的低迷后，去年四季度以来已显现回暖的迹象，IT 和汽车为主要的带动力量。最新的 PMI 数据显示，今年 1 月的前三周需求表现仍较强劲，显示潜在需求仍在上升期。我们估算，疫情下，一季度工业生产增速将回落 0.5-0.8 个百分点，二季度则大幅回升至 6% 附近。另外，SARS 期间的经验是，一些行业（如服装等）可能在交通封锁期间销售疲软，但医药和纺织等行业的销售可能会较坚挺。
- 对服务业的影响延续较长：餐饮，娱乐，旅游和交通运输等服务行业受到的负面影响最为显著，一季度回落后，二季度预计只能部分恢复正常。不过，与 SARS 期间不同，现今发达的线上服务可部分缓解这一冲击。过往几周主要厂家的线上游戏，生鲜电商销售都有显著增长。金融和 IT 行业也可以在线提供部分服务，也抵消了一部分不利影响。基于 SARS 的经验，医疗保健和公共服务将受益于需求的增长。

- 预计一季度 GDP 增速回落约 1 个百分点至 5%，但第二季度 GDP 表现将较强劲，同比增速预计反弹回 6% 附近。我们将 2020 全年 GDP 增速预测值下调至 5.7%。

政策方面，流动性宽松、定向优惠信贷和财政补贴、就业支持等预计是近期政策的主要着力点。央行周末公告强调，央行强调将通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现等多种货币政策工具，提供充足流动性，并宣布节后将重启大额逆回购操作。另外，各部委呼吁对受疫情影响较大的地区、行业和企业提供优惠金融服务，并对疫情物资生产、销售的骨干企业提供针对性的信贷支持。财政方面，防疫支出在 1 月份大幅上升。另外，受影响的餐饮，旅行，交通运输和家政等服务业，中小企就业占比为 50-70%。未来对受影响较大的行业（例如运输，餐饮，酒店业）的定向支持，包括税收减免、租金补贴、延迟还贷等措施都有助于企业渡过难关，减少对就业的冲击。

风险情形增加短期下行压力，针对性政策预计加码

在风险情形下，疫情的肆虐将持续至四月之后。全国范围内的运输和物流延迟均可能会延长。相比基准情形，疫情持续对经济的负面影响来自几方面 1) 经济走弱和供应延迟，甚至有供应链中断的风险；2) 他国的贸易限制上升（目前限制只限于旅游），出现与非典期间类似的情形，例如延迟出货引起成本上升或订单取消；3) 私营部门和就业受到打击，消费和活动进一步下降等。这一情形下，一季度同比增速可能走弱至 4-4.5%，甚至部分疲软可能延续至二季度。在这种情况下，我们预计全年增速相对疫情前的预测下降 0.6 个百分点至 5.4%。

若短期经济下行压力加大，政策支持将相应加码。支持经济的政策选项包括公共投资项目的集中推出，维持更长期的流动性宽松，更大力度的税收优惠和财政补贴来支持企业和就业；激励私企投资（特别是医疗卫生相关行业）的结构性改革等。

不过，我们认为，即使疫情延续时间较长，全面的需求刺激出台的可能性和必要性也比较有限。在延续了半年左右的 SARS 疫情期间，中国政府推出了包括信贷支持（如补贴贷款），税收减免和直接财政补贴在内的一系列措施，以对受影响的地区和行业提供支持，而并未采取大规模的信贷和货币刺激，经济则在贸易和制造业提振的大背景下迅速复苏。相比 SARS 时期，目前经济中内需和升级动力仍然较强，而且需求刺激的政策空间更为有限，除非经济持续、大幅滑坡，针对性支持预计仍是政策的首选。

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在-10%至 10%之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于-10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，目前或将来会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；及 (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事先通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人士使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应将其本文作为其做出投资决策时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制及分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文章内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及 / 或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团发表的意见不同或相反。本文中所提及的产品、投资、证券、金融工具或行业板块，仅为建银国际的机构和专业客户所提供，本文不应提供给零售客户。

如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发予任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为概不承担任何责任。若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，则该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

在新加坡的分发：本文中的信息/研究由建银国际（新加坡）有限公司（建银国际新加坡）（公司注册号 201531408W）的外国分支机构建银国际证券有限公司（“建银国际证券”）提供。建银国际新加坡持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务牌照，可用于基金管理、资本市场产品交易（特别是证券和集体投资计划）并提供托管服务，并且是新加坡 Financial Advisers Act 规定的通过发布或颁发研究分析或研究报告的豁免财务顾问。建银国际证券可以根据新加坡 Financial Advisers Regulations 第 32C 条之与建银国际新加坡的安排分发信息/研究报告。建银国际证券在香港获得了提供此类信息/研究报告的许可。新加坡接收者应通过+ 65-68071880 与建银国际新加坡联系，解决分发此信息引起的或与之相关的事宜。

©建银国际证券有限公司 2020。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司
香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼
电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097