

# 当“弱企稳”撞上了“黑天鹅”

## ——新冠疫情影响分析之宏观篇

2020年2月

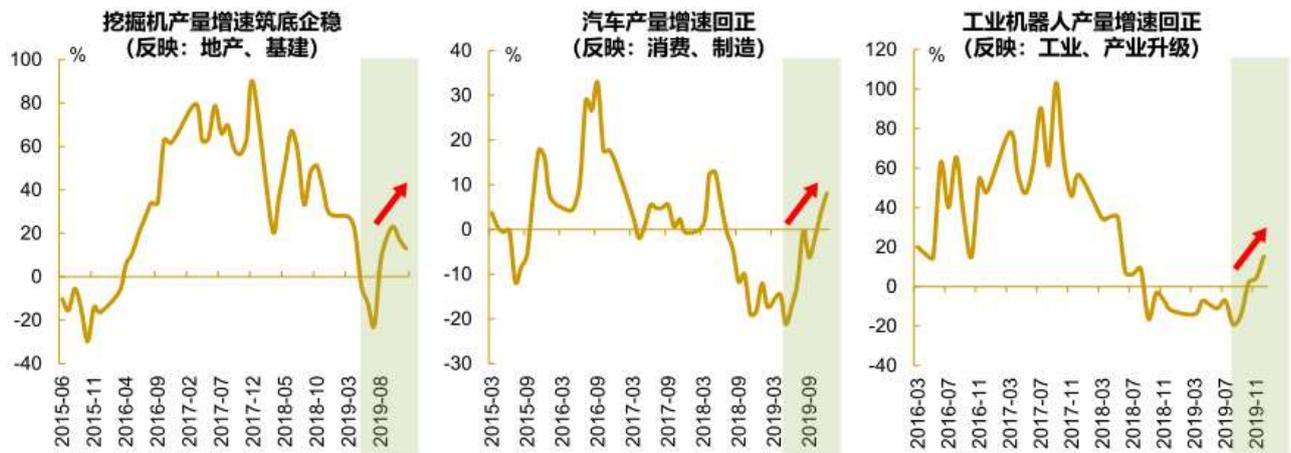
研究发展部：盖新哲

### 目 录

一、以史为鉴：SARS 告诉我们什么？ .....	1
（一）SARS 造成经济短期 V 型走势，但不会改变中长期趋势 .....	1
（二）消费受损最严重，其次是工业，投资和出口波动较小 .....	2
（三）SARS 驱使宏观政策从稳健转向宽松 .....	2
二、着眼当下：这次 V 型深蹲的后果可能更严重 .....	3
（一）“休眠”式管控对企业现金流的冲击更大 .....	3
（二）如今经济“体质”不如 SARS 期间厚实 .....	3
（三）“弱企稳”偏偏撞上“黑天鹅” .....	4
三、总结展望：政策怎么办，形势怎么看？ .....	5
（一）短期看，“稳增长”成为宏观政策首要目标 .....	5
（二）长期看，无需过度担忧，太阳照常升起 .....	6
（三）把握好疫情带来的风险与机遇，“黑天鹅”也能下蛋 .....	6

风起于青萍之末。2019年4季度的中国经济，一系列微观、前瞻指标出现企稳迹象，一轮“弱企稳”似乎可期。但同年12月，不明原因肺炎的消息并未受到各方重视，“黑天鹅”事件就由此爆发。新冠肺炎疫情会对经济造成多大影响，当年的SARS经验有何启示，如今的差异是什么，机会与风险又在何处？

图1：一系列微观指标显示中国经济在2019年年末刚刚“弱企稳”（%）



## 一、以史为鉴：SARS 告诉我们什么？

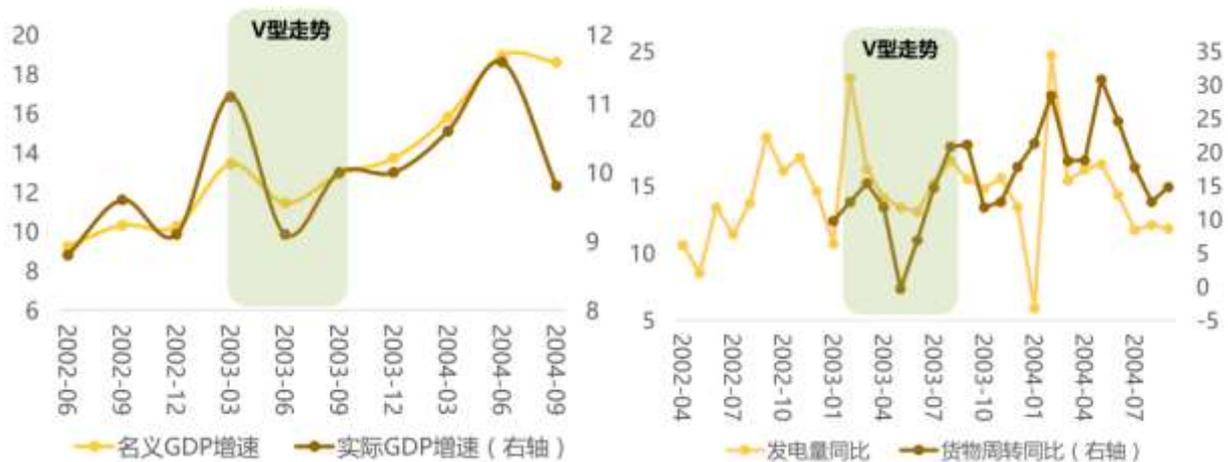
新冠病毒在 2020 年初来势迅猛，不过疫情的影响却有迹可循，复盘 2003 年 SARS 可以带来很多启示。

### （一）SARS 造成经济短期 V 型走势，但不会改变中长期趋势

SARS 前后中国经济先深蹲再反弹，呈现 V 型走势。从 GDP 增速看，疫情冲击集中在 2 季度，3 季度就恢复至较高水平。从微观看，发电量、货运周转量在 SARS 期间均呈现类似的 V 型走势。此后 GDP 增速在 2004-2007 年持续高增长，实现经济起飞，中长期并未受到疫情影响。

此外，从美国和墨西哥的 H1N1、巴西寨卡等传染病所带来的冲击上看，美国经济在疫情后迎来历史最长复苏周期，巴西在疫情后顺利举办奥运会，都说明疫情冲击是短期现象。

图 1: SARS 爆发期间, GDP、发电量、货运增速均呈现 V 型走势 (%)

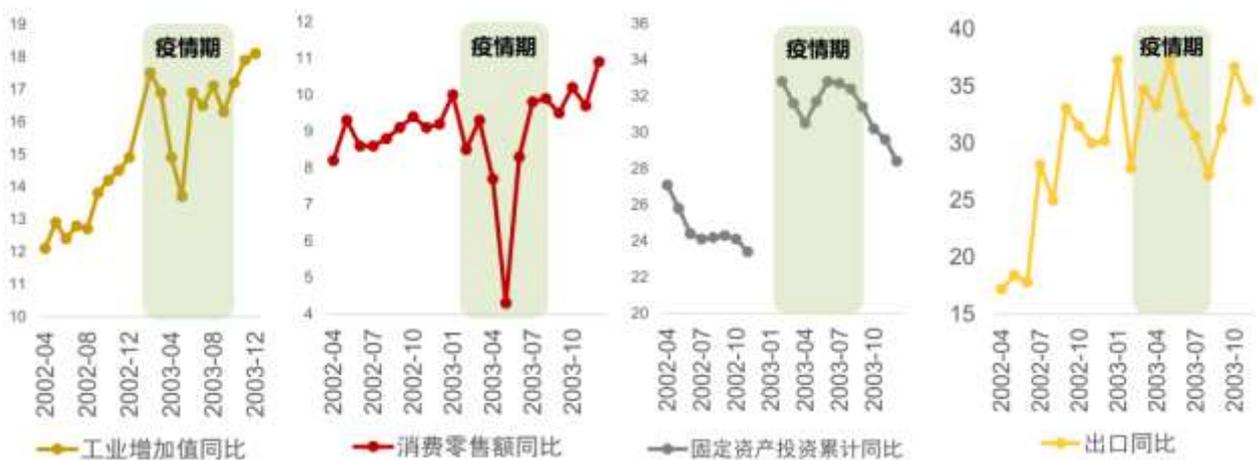


资料来源:Wind, 远洋资本研究发展部

## (二) 消费受损最严重, 其次是工业, 投资和出口波动较小

消费受疫情冲击最严重, 社会消费品零售额增速从 9% 左右跌至 4%。其次是工业, 工业增加值增速一度从 16% 左右降至 13%, 但跌幅没有消费那么大, 重工业比轻工业受影响更小。受影响最小的是固定资产投资与出口, 疫情最严重的 4-5 月也波幅不大。

图 2: SARS 爆发期间, 工业、消费、投资、出口受冲击各异 (%)



资料来源:Wind, 远洋资本研究发展部

## (三) SARS 驱使宏观政策从稳健转向宽松

2003 年宏观政策原本稳健, 但疫情爆发后, 政策临时转向宽松。M2 在疫

情期没有放缓，而是加快增长。疫情结束后，反因需求过热，央行又再度转向收紧。

图 1.3: SARS 爆发期间，宏观政策宽松，M2 增速不降反升 (%)



资料来源:Wind, 远洋资本研究发展部

## 二、着眼当下：这次 V 型深蹲的后果可能更严重

需要看到，新冠疫情的影响有三个方面比 SARS 时更严峻：

### （一）“休眠”式管控对企业现金流的冲击更大

新冠病毒的确诊人数扩张之快远超 SARS，导致湖北封城、全国隔离、复工延迟，大部分经济活动进入“休眠”，企业现金流受到极大影响，为历史少见。

### （二）如今经济“体质”不如 SARS 期间厚实

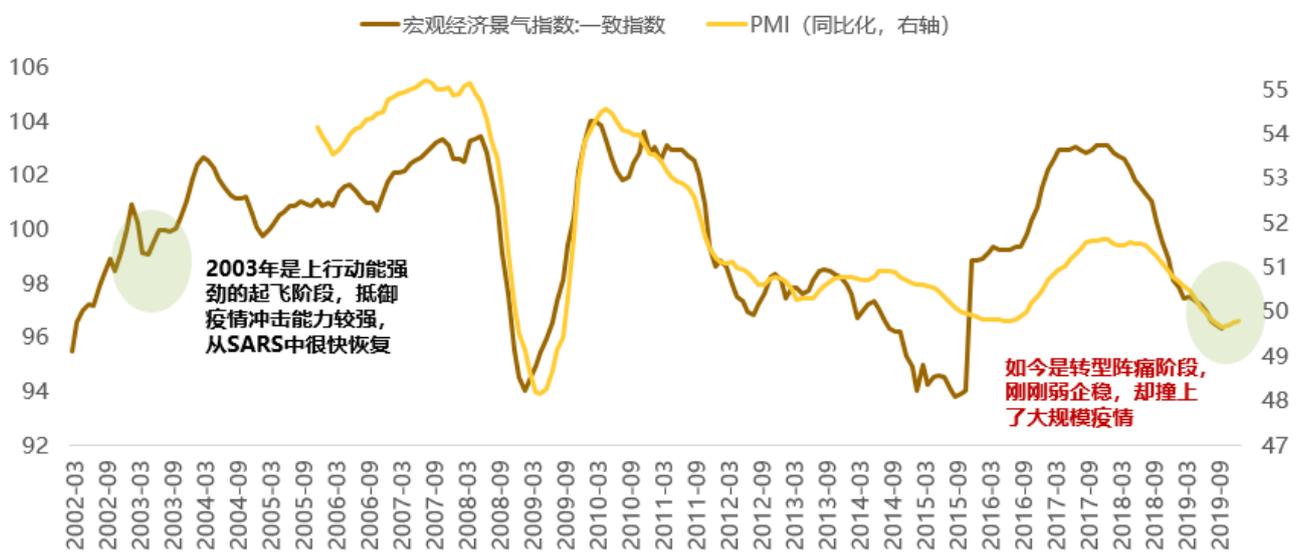
2003 年是中国经济起飞阶段，也是中国加入世贸组织的第二年，出口和投资动能强劲，工业化、城镇化如火如荼，容易从 SARS 冲击中快速恢复。

但着眼当下，中国处于转型阵痛阶段，产能过剩，债务负担过重，国际环境不确定性增多，经济“体质”比 2003 年更为“单薄”。

### （三）“弱企稳” 偏偏撞上 “黑天鹅”

去年年末中国经济刚刚出现“弱企稳”迹象，但动能尚不稳固，尤其是 PPI 和企业利润增速尚未恢复。如今却偏偏撞上疫情“黑天鹅”，如果各方信心不稳，消费投资需求减少，令企业经营困难加剧，“弱企稳”可能就此中断，反过来会进一步助长悲观情绪，疫情对经济的冲击易超出预期。

图 1.4：新冠疫情与 SARS 所处经济周期不同



资料来源:Wind, 远洋资本研究发展部

尽管这次 V 型走势的深蹲更严重,但也有三个比 SARS 时期有利的好消息:

#### 1. 病死率更低

新冠病毒的病死率 (2.8%) 低于 SARS (7%), 尤其是湖北以外全国病死率较低 (0.8%), 与 H1N1 相仿。

#### 2. 春节影响小, 电商弥补大

新冠疫情事发的一季度正值春节, 春节本就经济活动少, 而一季度占全年 GDP 比重 22%, 相对较小; 如今电商渗透率远高于 2003 年, 线上弥补了线下“休眠”的冲击。

### 3. 有更多的准备时间制定更有力的宏观政策

最重要的是，新冠疫情爆发处于年初，尚未到“两会”召开，还有时间研讨制定更有力的宏观政策。

## 三、总结展望：政策怎么办，形势怎么看？

### （一）短期看，“稳增长”成为宏观政策首要目标

2020年是全面建成小康社会的决胜之年，必须完成各项经济目标。但新冠疫情前所未有，如果不调整宏观政策，V型深蹲的后果将比SARS严重得多。因此，这场疫情打破了稳增长、控通胀、去杠杆的多目标平衡，稳增长的重要性显著上升。

近日，各部委均已出台部分稳增长措施。如下调OMO利率10BP，延长资管新规过渡期，设立疫情专项再贷款，由中央财政贴息降息企业融资负担等。各地也保持了政策宽松的灵活性，部分银监局允许银行对困难企业予以展期，对一定期限内的到期贷款主动续贷，不强制要求逾期90天以上的贷款纳入不良等。

未来，货币金融、财政基建会在一段时间内继续保持踩“油门”的状态。例如，预计LPR这一新的贷款基准利率报价可能会出现下调，一批重大基建项目加快上马，落实政治局常委会“积极扩大内需”指示的新一批措施也将陆续出台。

分类	细分项	影响		
		未来1个季度	未来1年	景气度走势 (未来1年)
整体经济	GDP	负面	偏正面	深V型
三驾马车	制造业投资	负面	偏正面	耐克标型
	房地产投资	偏负面	偏正面	深V型
	基建投资	中性偏负面	正面	浅V型
	消费	负面	中性偏正面	耐克标型
	出口	负面	偏正面	耐克标型
宏观政策	财政政策	宽松	偏宽松	-
	金融政策	偏宽松	中性	-

## (二) 长期看，无需过度担忧，太阳照常升起

新冠病毒疫情不会改变中国发展的长期规律和逻辑：新型城镇化的历史进程没有改变，消费升级的大方向没有改变，科技创新的趋势没有改变，制造业的升级转型发展也没有改变。

## (三) 把握好疫情带来的风险与机遇，“黑天鹅”也能下蛋

疫情给中国经济和行业中西短期的运行增加了一次“蹲下又站起”的过程，只不过有的“深蹲”，有的“浅蹲”，有的“不蹲”，有的“慢起”，有的则是“原地起跳”。不同行业受影响各异，需要提前做好准备。

疫情将会对未来生活方式产生一些改变，更多体现在消费习惯上，与之相对应的是：商业模式从线下向线上变革，电商、休闲娱乐、教育培训、电影院线、远程办公、乃至相关不动产都会受到较为深远的影响。

我们要辩证地看待疫情，其中的机遇与风险都值得持续关注。一方面，要对疫情带来的短期风险做充分准备，调整已有的经营节奏；另一方面，要意识到疫情驱动了一个政策调控的“小周期”，在坚信中国经济高质量转型的大逻辑下，投资要顺应“小周期”来合理布局。

声明：本报告信息仅供一般性研究使用。未经许可，任何机构和个人均不得以任何方式转发、复制、修改或者刊登。