

# 走出疫情

## 核心观点：

1. 瘟疫来袭，百业待兴。作为新中国成立以来传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的公共卫生事件，新冠疫情使得短期内生产生活秩序受到严重冲击。如何评估疫情对各行业及经济的影响，政策又将如何应对以走出疫情，这些都是当务之急。
2. 此次疫情发生在我国经济下行压力较大的时期，各主要行业的债务负担普遍高于过往。与非典时期只有少数行业严重受损不同，本次疫情对各行业的冲击鲜有先例。除医药食品等少数行业之外，一季度多数行业收入将显著下滑，其中尤以服务业为甚。
3. 尽管如此，国内新增肺炎确诊数量近日持续下降，疫情似呈收敛态势。虽不时传出疫情反复的案例，但整体有序复工依然是大势所趋。随着交通等掣肘逐步消除，各行业有望在3月中下旬之前基本回归复工常态。不过，从复工到全面复产仍将有一过程。
4. 展望未来，为实现发展目标，财政加码、货币配合及地产因城施策等值得期待。由于核算方法等原因，一季度GDP下滑幅度或许没有生产端表现的那么剧烈。需求回补带动下，第一、二产业或将相对较快修复，而中小企业居多的第三产业“疗伤”仍需时日。

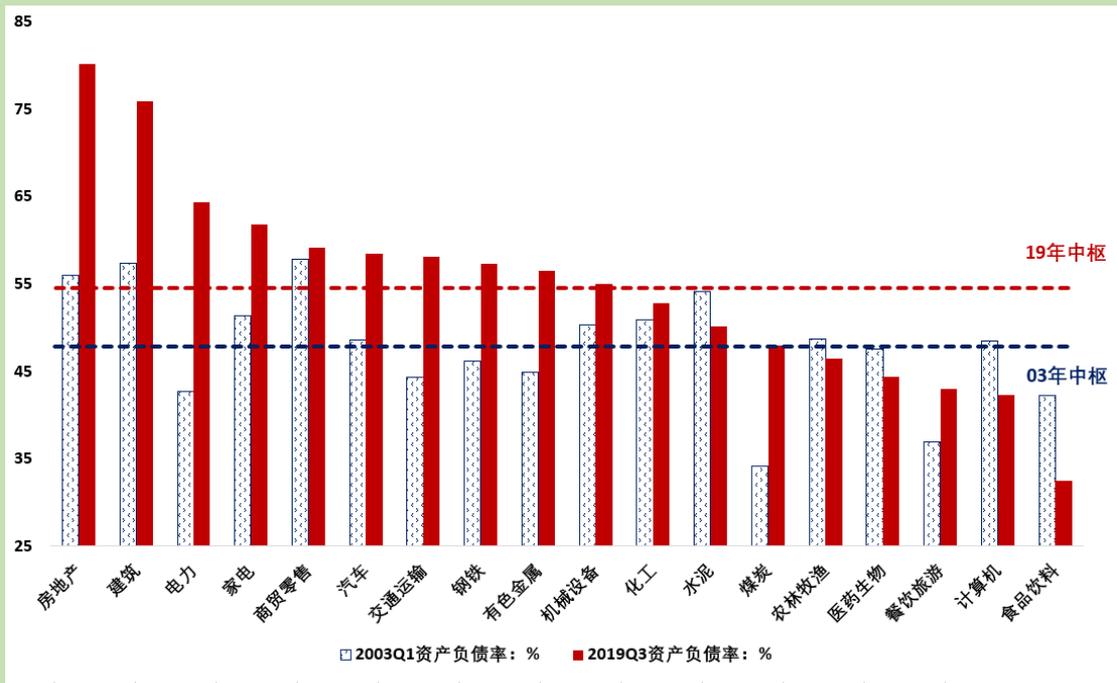
## 一、引言

瘟疫来袭，百业待兴。作为新中国成立以来传播速度最快、感染范围最广、防控难度最大的公共卫生事件，新冠疫情使短期内生产生活秩序受到严重冲击。如何评估疫情对各行业及经济的影响，政策又将如何应对以走出疫情，这些都是当务之急。

## 二、疫情冲击有多大？

此次疫情发生在我国经济增速下行压力较大的时期，各主要行业的债务负担普遍高于过往。与非典时期相比，目前各行业的资产负债率整体明显上升。尤其是前期去杠杆对广大中小企业的滞后影响尚未褪去，其融资难融资贵等问题悬而未决，疫情冲击之下不少中小企业甚至面临能否继续经营的严峻挑战。

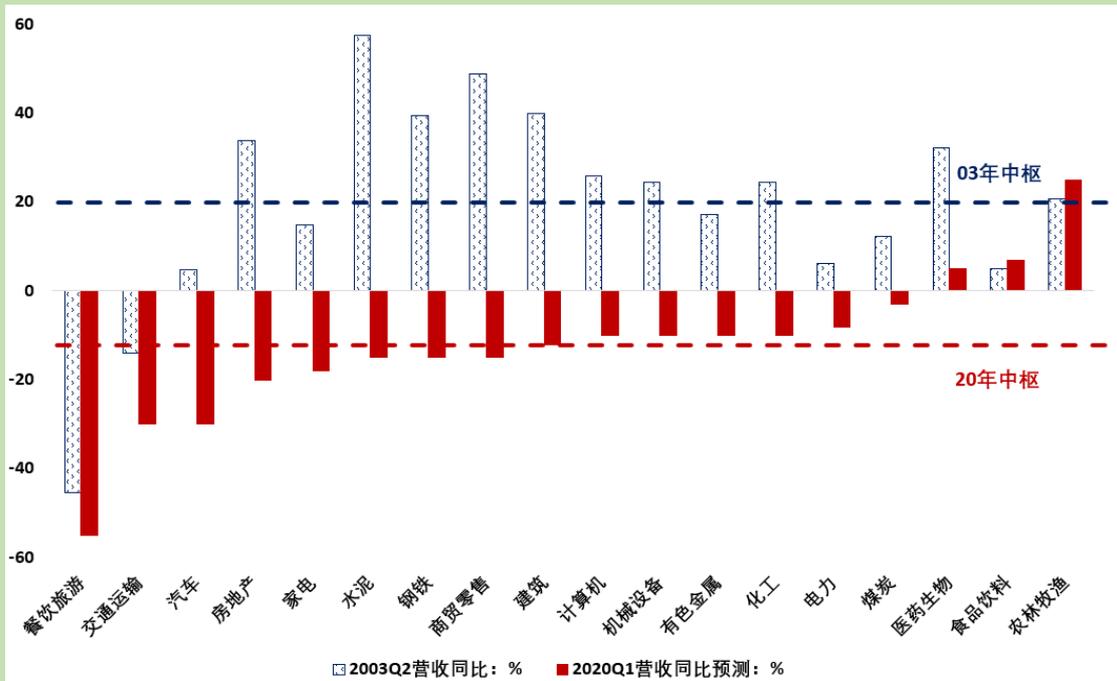
图 1：各行业债务压力今非昔比



来源: WIND

回顾非典时期,只有餐饮旅游和交通运输等少数行业受疫情冲击较大,其它行业并不明显。但由于病毒传染性强、防控措施力度大,本次疫情对各行业的冲击鲜有先例。除农业(尤其是养猪行业受益于猪价上涨),以及食品、医药等少数行业受冲击程度较小之外,一季度多数行业的营业收入将明显萎缩,其中尤以餐饮旅游、交通运输等服务业为甚。

图 2: 行业所受冲击普遍强于非典时期

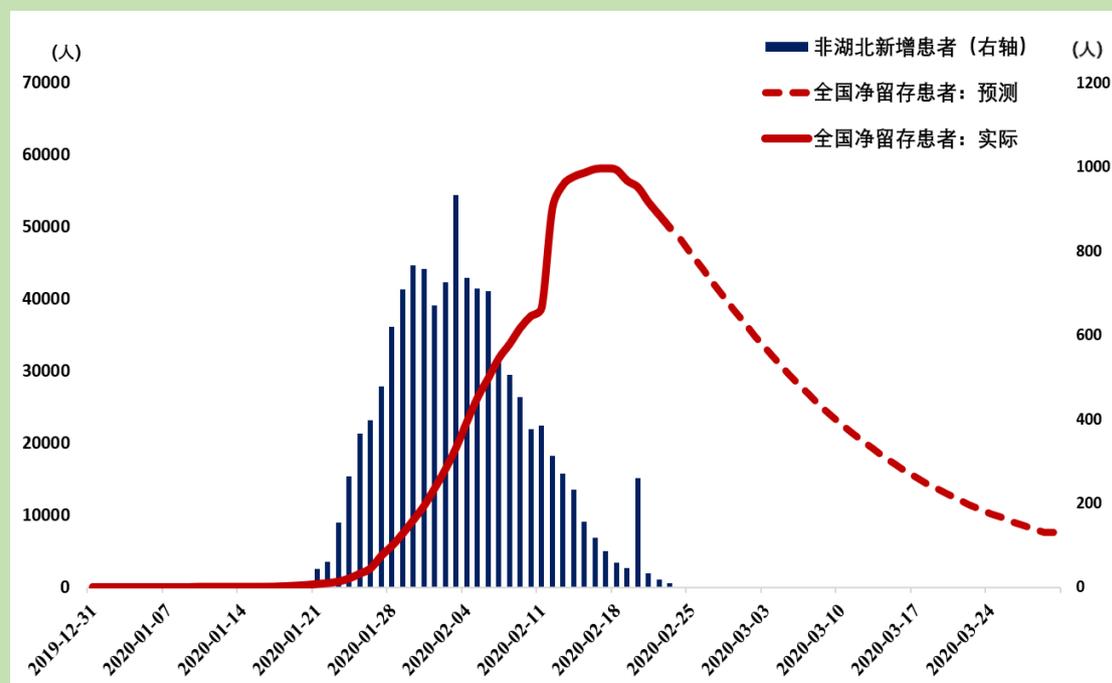


来源: WIND, 各行业协会及市场预测整理。

### 三、经济何时走出疫情？

国内新增新冠确诊病例数量近日持续下降，尤其是非湖北地区新增患者数量下降势头尤为明显，不少省市新增确诊数量已经零增长。整体而言，目前全国疫情似呈收敛态势。

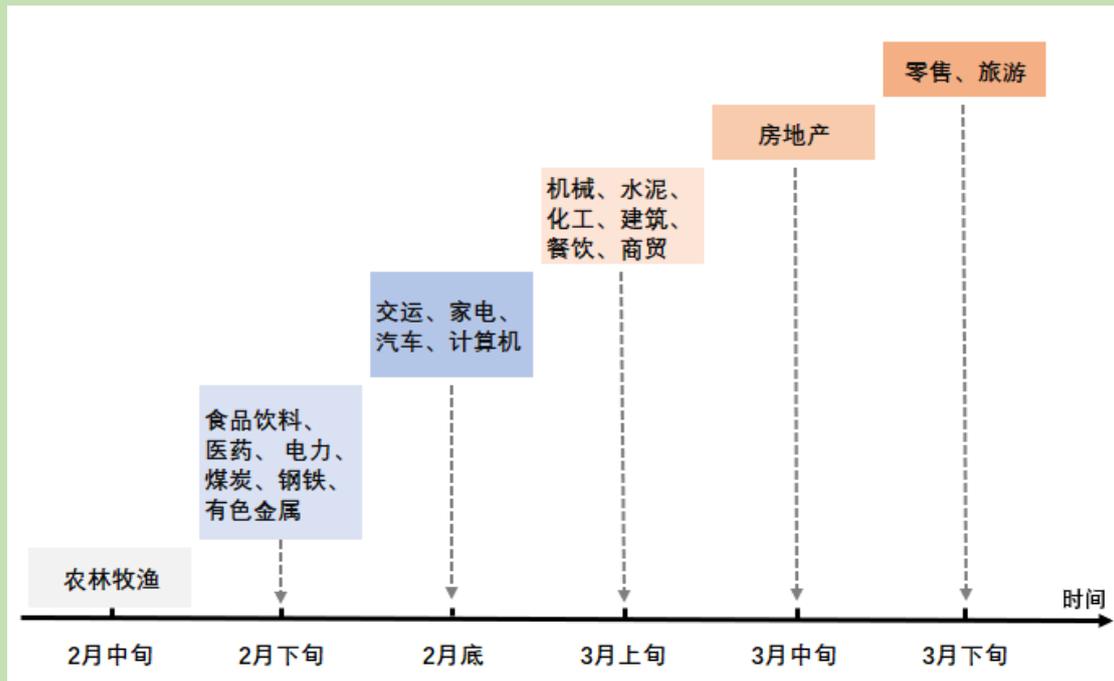
图 3：国内疫情似在退潮中



来源：根据国家卫健委，中国疾控中心，医学专家及模型综合测算

虽然个别地区不时传出疫情的反复，但整体复工依然是大势所趋。与基本民生相关的农业、食品和医药等行业在 2 月中下旬率先实现基本复工。随着交通掣肘逐步消除，汽车、家电等行业在 2 月底前也能多数复工，房地产、旅游等服务行业有望在 3 月中下旬回归复工常态。值得注意的是，复工不代表完全复产，实际经济活动的恢复仍有一渐进过程。

图 4：各行业何时复工？

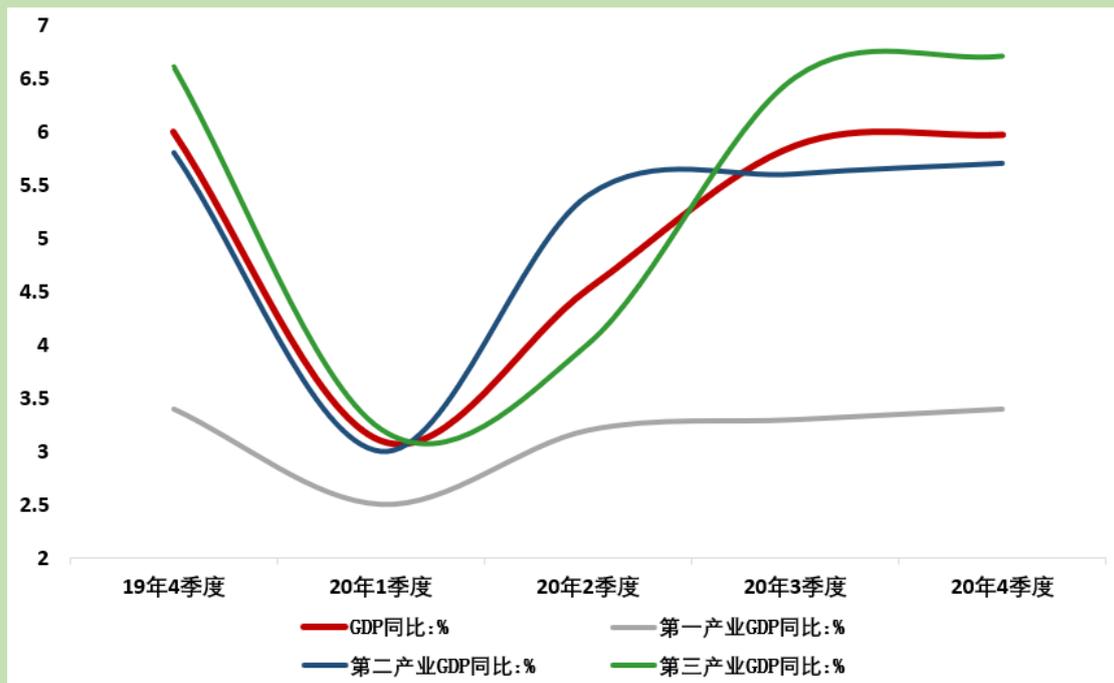


来源：根据政府、行业协会及企业公告预测整理。

尽管疫情冲击剧烈并造成诸多领域停摆，但由于核算方法等原因，我国一季度 GDP 未必会呈现负增长。当前我国多数部门采用收入法进行 GDP 核算，一季度疫情期间企业大都没有停发职工工资，这使得一季度最终核算的 GDP 下滑幅度或许没有生产端表现的那么剧烈。

**展望未来**，为实现今年经济发展目标，加强逆周期调节力度在所难免。基建加码、货币配合以及地产因城施策调整等举措值得期待。在需求回补等因素带动下，第一、二产业或将相对较快修复。但在我国经济中占比过半的第三产业则由于中小企业众多，未来仍需时日“疗伤”，并对全年整体经济带来拖累。

图 5：未来经济如何演绎？



来源：WIND，笔者预测

值得一提的是，新冠疫情的变化依然充满较强的不确定性，尤其是当前海外疫情似呈现快速扩散态势。甚至，不排除病毒反复或长期与人类共存的可能性。这些都给宏观经济及政策应对带来挑战。

#### 四、基本结论

一是此次疫情发生在我国经济下行压力较大的时期，各主要行业的债务负担普遍高于过往。与非典时期只有少数行业严重受损不同，本次疫情对各行业的冲击鲜有先例。除医药食品等少数行业之外，一季度多数行业收入明显下滑，尤以服务业为甚。

二是国内新增新冠确诊病例近日持续下降，疫情似呈收敛态势。虽不时传出疫情反复的案例，但整体有序复工依然是大势所趋。随着交通等掣肘逐步消除，各行业有望在3月中下旬之前基本回归复工常态。不过，从复工到全面复产或仍将有一过程。

三是展望未来，为实现发展目标，财政加码、货币配合及地产因城施策等值得期待。由于核算方法等原因，一季度GDP下滑幅度或许没有生产端表现的那么剧烈。需求回补带动下，第一、二产业或将相对较快修复，而中小企业居多的第三产业“疗伤”仍需时日。

#### 【作者】

**伍戈：**长江证券首席经济学家，曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者。中国金融四十人论坛成员。

**徐剑、高莉、文若愚：**长江证券研究员。

**李宇航、窦子豪、李雅楠、骆桁、高童、杜欣泽、黄郅栋：**长江证券实习研究员。

#### 近期研究：

1. [复工，还是防疫？](#)，2020年2月12日
2. [预见经济：贰月](#)，2020年2月1日
3. [降成本中的利率](#)，2020年1月13日
4. [货币与经济：新年杂谈](#)，2020年1月5日
5. [不温不火：2020](#)，2019年12月22日
6. [外需寻变](#)，2019年12月11日

**更多研究请扫描二维码：伍戈经济笔记**

