

## 经济素描 | 疫情影响下的宏观经济

如同非典时期一样，此次新冠肺炎首先对国民经济中的第三产业造成影响，且随着复工时间的延长，大有向第二产业蔓延的态势。2019年一季度，我国第二产业GDP当季实现8.12万亿元。2020年春节后的一周，发电数据明显低于历史同期。从均值角度出发，节后一周的第二产业有将近0.29万亿元“消失”，叠加食品饮料同比下跌80%、旅游下跌85%，预期当前的实际影响会“超万亿元”，疫情影响可见一斑。

### 从“三驾马车”出发

#### 投资暂缓

投资方面主要取决于节后复工时间。考虑到当前新增确认人数，仍旧难言拐点。尤其是地产行业的复工时间明显比其他行业推迟了很多，对应的地产投资也超预期下行。面对疫情挑战，到底是应该继续坚持“新经济”，还是适度放宽“旧经济”，一度引发了广泛讨论。我们认为，当前应继续坚持以“新经济”为主，理由有三：

一是作为“旧经济”的核心之一，地产一旦放松，很可能在短时间内出现较大回调，使之前的供给侧改革“倒退”。作为一个“平衡项”，地产对于经济“抗跌”的作用固然重要，但并非只有这一条路可走。

二是基建“弹性”在降低。作为传统“铁公基”，在经历过连续几年的供给侧改革之后，政策的阶段性放宽与地方实际反应不一致。我们看到，2019年以来基建融资是非常慢的，主要原因在于地方官员畏惧担责风险。一般基建项目周期较长，而2018年以来，宏观“口径”的调整又多以季度为单位，上层意愿的“往

复”加大了政策执行难度，左右摇摆。尽管面对“三期叠加”，部分地区“鼓励担当”，但仍难唤醒当年“一呼百应”的态势。

三是基建“铁公基”的形象在改变。随着5G网络的展开、智能化的兴起，包括基站、泛在电力在内的基建项目早已不再以“钢铁水泥”的形象示人，而是更多体现着科技因素。

#### 消费受抑制

消费方面，餐饮、旅游、交通运输、线下娱乐受到巨大冲击，且随着复工时间的推延，冲击会持续存在。

对于消费问题，可以从两个方面去理解：首先，在疫情爆发时，并不是所有的消费品都回落，考虑到疫情防治和人民基本生活保障，与日常防护、食品饮料等相关的必需品反而出现供不应求的局面，并且成为推动当期CPI的重要力量；而一旦疫情解除，人们过分压制的“外出”心态会瞬间爆棚，之前惨淡的餐饮、旅游、线下影院等行业也有望迎来爆发式增长。所以，疫情对于消费的影响是“一次性”的，存在后期“回补”的动力。

从物价水平角度看，疫情会加重“恐慌心理”，催生“囤货”意愿，加重食品和防护用具等生活必需品的购买，从而推升当期CPI；而受到延迟复工的影响，生产需求端走弱，PPI存在进一步回落预期。2月10日，国家统计局公布了1月份通胀数据，CPI同比涨5.4%，预期4.8%，前值4.5%；PPI同比0.1%，预期0.2%，前值0.5%。两者走势符合上述判断。预计2月份两者的剪刀差会进一步走阔。

### 外贸与疫情进展息息相关

外贸方面，最大的不确定性在于WHO（世界卫生组织）对于“疫区”的界定。1月31日凌晨，世界卫生组织宣布中国新型肺炎疫情构成“国际公共卫生紧急事件（简称PHEIC）”。WHO认定之后，已经有很多国家增强了针对中国货物的检验检疫手续，甚至大幅减少了贸易往来。原则上讲，“PHEIC”还不是最坏预期，而一旦武汉等地被认定为“疫区”，对于当地的外贸来讲将是致命打击。

为了测量疫情对出口的负面影响，可以观察各省的出口比重。例如，疫情爆发主要集中在湖北省内，特别是武汉市。但湖北省不是出口大省，2019年其出口在全国的占比为1.44%，要远低于广东的25.18%和浙江的13.39%。但如果疫情继续发展，广东、浙江等传统出口大省一旦被定性为疫区，将会影响我国出口规模将近40%。

### 对一季度新增信贷的估算

对于2020年一季度居民和非金融企业部门新增信贷的测算，可以从居民消费借贷和企业生产借贷意愿出发。

居民短期贷款方面，主要是消费贷。此前有报道称，疫情期间一般消费萎靡近八成，但这大多是指线下实体消费。而此次疫情由于“居家办公”，反而会推动线上消费。观察历史情况，2018年2月居民短期贷款减少416亿元，2019年2月减少2932亿元。我们假设总量维持2019年的节奏及1月不变，当月新增3000亿元而2月减少3000亿元。如果疫情得以解除，则将迎来线下消费的“报复性反弹”。假设能够挽回2月消费的50%，则3月有可能新增居民短期借贷5700亿元。