

疫情对经济短期冲击较大，危机亦是改善良机

——重点关注民营、中小企业流动性风险

作者：联合资信、联合评级宏观研究部

侯睿 马顺福 王妍 王信鑫 吴玥 丁继平

摘要：

- 新冠肺炎疫情较 SARS 疫情传染性更强、扩散速度更快、范围更广，国内、国际政府与社会反应更强烈。2003 年 SARS 疫情导致 2003 年第三季度 GDP 同比增长率较第二季度下降 2 个百分点。相比之下，①此次疫情传播范围更广；②中国经济下行压力更大，经济对疫情负面影响消化能力更差；③疫情对服务业消费影响较大，而我国经济现阶段对第三产业和消费支出的依赖性更强；④春节期间大多数省份与单位假期延长 10 天，实际复工时间可能更晚。因此可以预测此次新冠肺炎对经济的负面影响显著大于 SARS 疫情。本文预测，疫情对经济的影响主要集中在第一季度，2020 年第一季度 GDP 增长率或低于 2019 年第四季度 2 个百分点以上；受影响的需求具有延迟效应，可能出现报复性反弹，疫情对 2020 年 GDP 增长率的影响不超过 0.4 个百分点。
- “三驾马车”短期内都将受到疫情的较大冲击：由于隔离防控与人口流动限制，一月份消费支出大幅减少；工人无法及时复工，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞；国际人口流动受到限制，国际贸易短期内将受到较大冲击。
- 餐饮、旅游、航空、酒店、影视、商场购物、交通运输等行业短期内受到巨大冲击；医疗、游戏、短视频、电商物流、在线办公与教育等新经济获得意外发展机会。
- 新疫情对宏观信用短期冲击较大，民营、中小企业流动性风险面临严峻挑战。目前疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击，企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响，尤其是民营、中小企业将会遭遇短期流动性困难，无法按期偿付债券本息。由于信用的在企业产业间的广泛关联性和联动性，若无有效政策措施干预，将对总体宏观信用产生较大冲击。
- 特殊时期应采取债券展期等特殊政策措施。在信用日益成为企业生存发展首要资本的当下，我们呼吁特殊时期采取特殊政策。政府应尽快出台信用债到期展期、展缓回售等明确政策，以对冲突发疫情产生的企业信用违约。同时采取更加积极的财政政策和宽松的货币政策，帮扶企业度过难关。
- 本次疫情的发展和应对过程中暴露出部分区域与行业的管理问题，这是我们对其进行反思调整的良好契机。对政府行为引入有效监督机制，引进更多的专业人才进入管理机构并且发挥其重要作用，有利于提升全要素生产率，对中国经济的长期发展产生积极影响。

一、新冠肺炎扩散速度更快、范围更广、对生产和生活的影响更大，对经济的冲击更强

根据国家卫健委统计，截止 2020 年 2 月 2 日，全国感染人数已达到 **20438** 人，死亡人数 **425** 人，医学观察人数 17 万人，感染人数仍在高速增长（详见表 1）。与 17 年前的非典型肺炎（临床诊断病例 5327 例，死亡 349 例）相比，“新型肺炎”扩散速度更快、隐匿性更强、控制难度更大、波及范围更广。

表 1 新冠肺炎疫情发展情况

日期	累计感染人数	医学观察人数	重症人数	死亡人数
1-21	440	1394	102	9
1-22	517	4928	95	17
1-23	830	8420	177	25
1-24	1287	13967	237	41
1-25	1975	21556	324	56
1-26	2744	30453	461	80
1-27	4515	44132	976	106
1-28	5974	59990	1239	132
1-29	7711	81947	1370	170
1-30	9692	102427	1527	213
1-31	11791	118478	1795	259
2-1	14380	137594	2110	304
2-2	17205	152700	2296	361
2-3	20438	171329	2788	425

注：由于 1-20 日前统计数据的不真实与不完整性，本文选取 1-21 日之后数据

数据来源：国家卫健委

目前，政府与社会已经对疫情做出快速反应，民众实行自我隔离，“不聚集，少移动”成为全民共识。武汉及多个城市“封城”，普遍延长假期。全国内大部分省市宣布启动重大突发公共卫生事件一级响应，WHO 于 1 月 30 日宣布将此次疫情列为“国际关注的突发公共卫生事件”。1 月 28 日，钟南山院士推测，疫情可能在 2 月上旬就会达到顶峰，然后逐渐减少。乐观估计，疫情可能在 4 月底得到控制。若疫情控制工作顺利，经济将从 5 月份开始反弹，需求与供给得到释放，从而有可能熨平疫情对第二季度经济的负面影响。

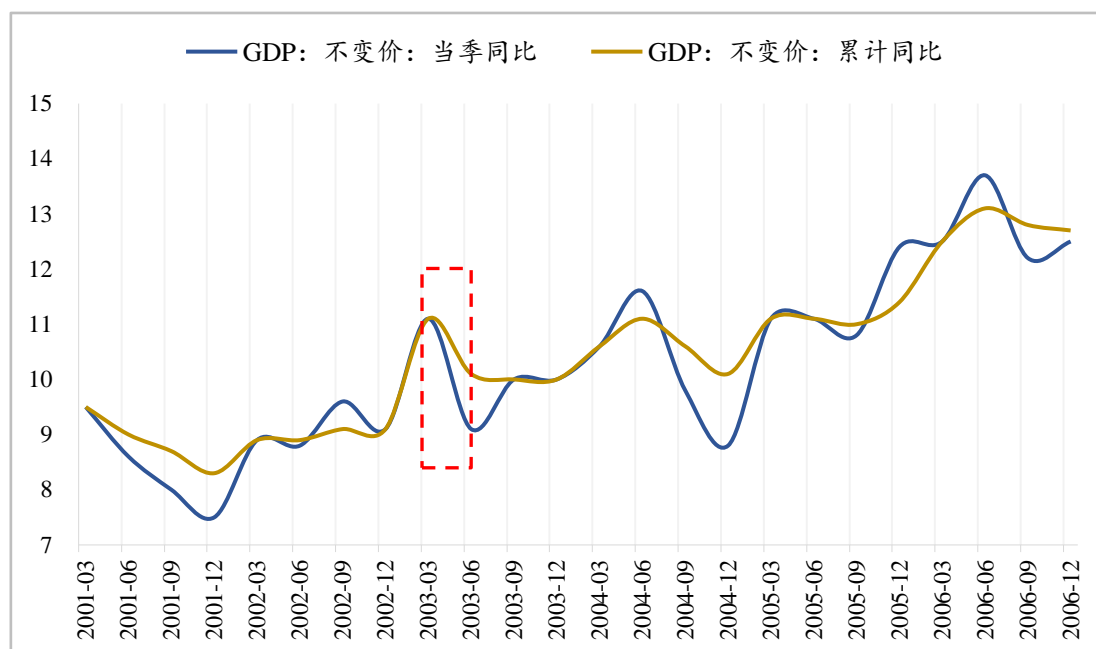
二、新冠肺炎疫情对宏观经济的影响

1. 预测新冠肺炎对经济的影响主要集中在第一季度，短期对经济冲击较大

根据以上疫情分析，新型冠状病毒与 SARS 拥有相近的基因序列，也拥有相似的传播机制，但这次疫情传播范围大于 2003 年 SARS 范围，因此对经济的影响程度也更大。

回顾 2003 年 SARS 对经济增长的影响，主要影响在第二季度，GDP 同比增速从 2003 年第一季度的 11.1% 下降至 2003 年第二季度的 9.1%，下降幅度为 2%，短期内疫情对经济的影响较大（见图 1）。疫情结束之后，GDP 增速迅速回升至第三季度的 10%，全年 GDP 增长为 10%。在长期内，决定经济走势的因素仍然是经济基本面及逆周期经济政策，疫情影响有限。从 2001—2006 年的 GDP 整体增速来看，SARS 对我国经济的影响难寻踪迹。可以预计疫情对经济的冲击应集中在第一季度，5 月之后需求会大幅反弹，“熨平”经济冲击，预计对 2020 年全年 GDP 的影响不超过 0.4 个百分点。

图 1 2003 年 SARS 对 GDP 增长短期影响较大，长期基本无影响

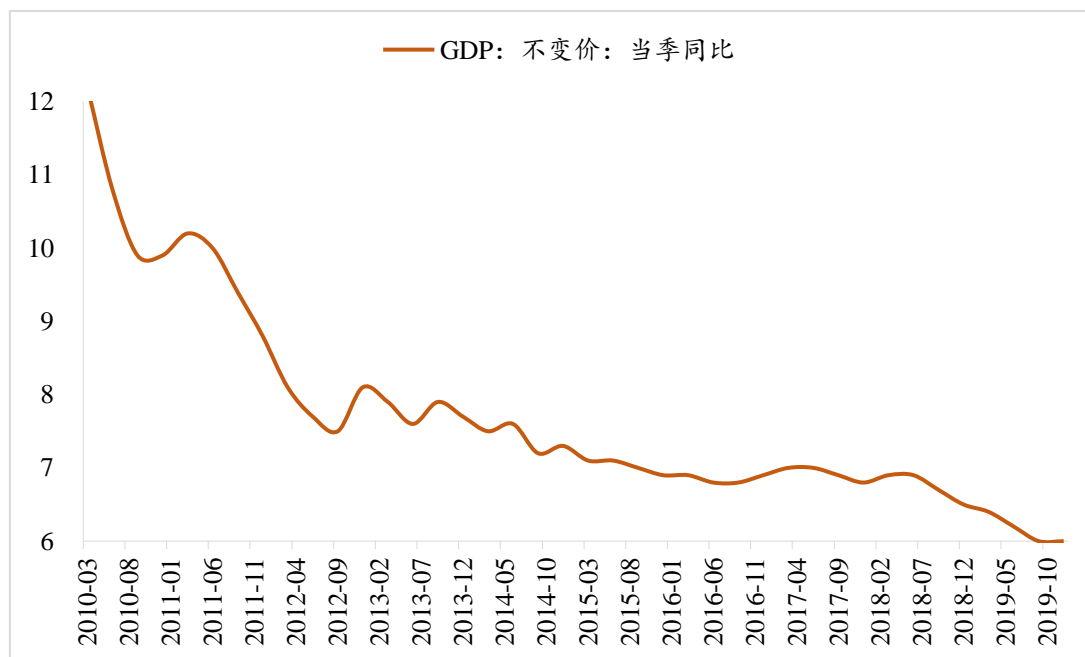


资料来源：Wind

2019 年经济环境与 2003 年不同，GDP 增长率经历了较长时期的下滑后显现出周期性触底企稳的迹象（见图 2），即所谓的“L”型走势。2019 年年底，政策

面与外部经济环境边际改善：非金融企业存款显著回升、制造业部门筑底回升、汽车、电子通讯销售同比增速反弹、制造业采购经理指数重回荣枯线之上。但市场内生增长动力依然较弱，货币与财政政策空间较小，经济仍存在较大的下行压力。此时出现疫情，经济对负面影响的消化能力较差。

图2 2019年底经济触底反弹



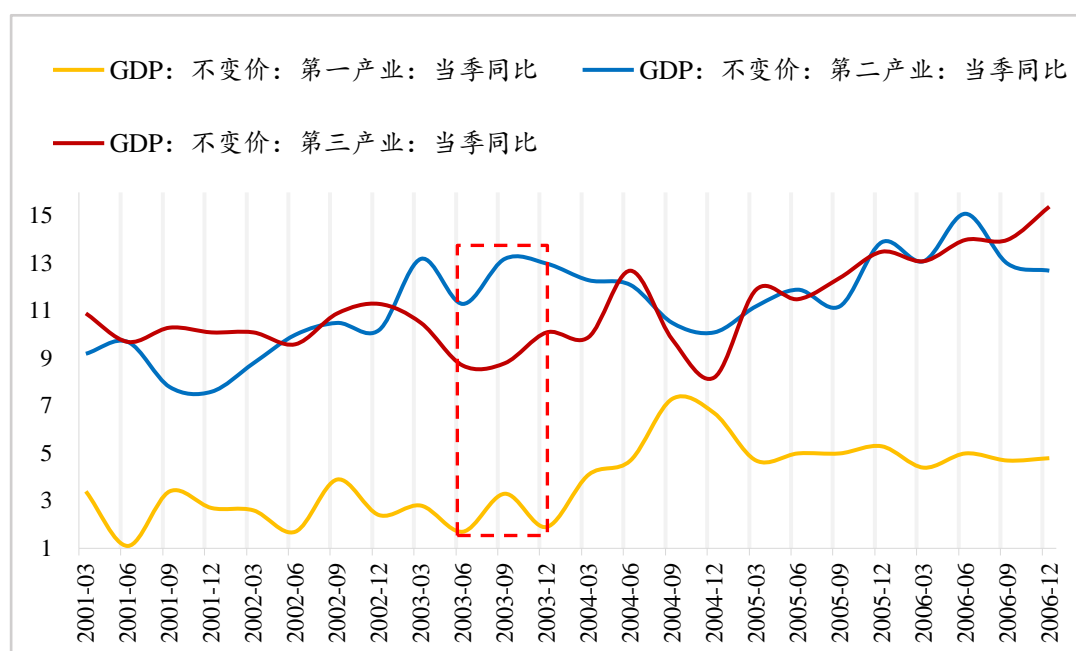
资料来源：Wind

2. 新冠肺炎对第三产业影响范围大、持续时间长，参照 SARS 期间数据，第三产业将导致 GDP 增速下降 1 个百分点左右。

从三大产业来看，疫情对第三产业的影响最大，尤其是线下服务也与消费行业，相比之下影响持续时间也会更加持久。2003 年第三季度 SARS 疫情过后，第一产业同比增长率从二季度的 1.7% 反弹至三季度 3.3%；第二产业从 11.3% 迅速反弹至 13.2%；第三产业则从 8.7% 增长到 8.8%，至第四季度才反弹至 10.1%（见图 3）。相比之下，第三产业的反弹要滞后一个季度，因此本次新冠肺炎疫情的对服务业的影响大概率会从 1 月持续到 8 月或更久。

2003 年第三产业对 GDP 累计同比增长的贡献率为 39%，2019 年则增长为 59.4%，因此此次疫情对服务业的负面影响范围加大，这会直接反映在短期 GDP 上。2003 年第二季度，第三产业增长率下降 1.8 个百分点，以此为依据计算 19 年第三产业将导致 GDP 增速下降 1 个百分点左右。

图3 2003年SARS疫情后第三产业反弹相对滞后



资料来源: Wind

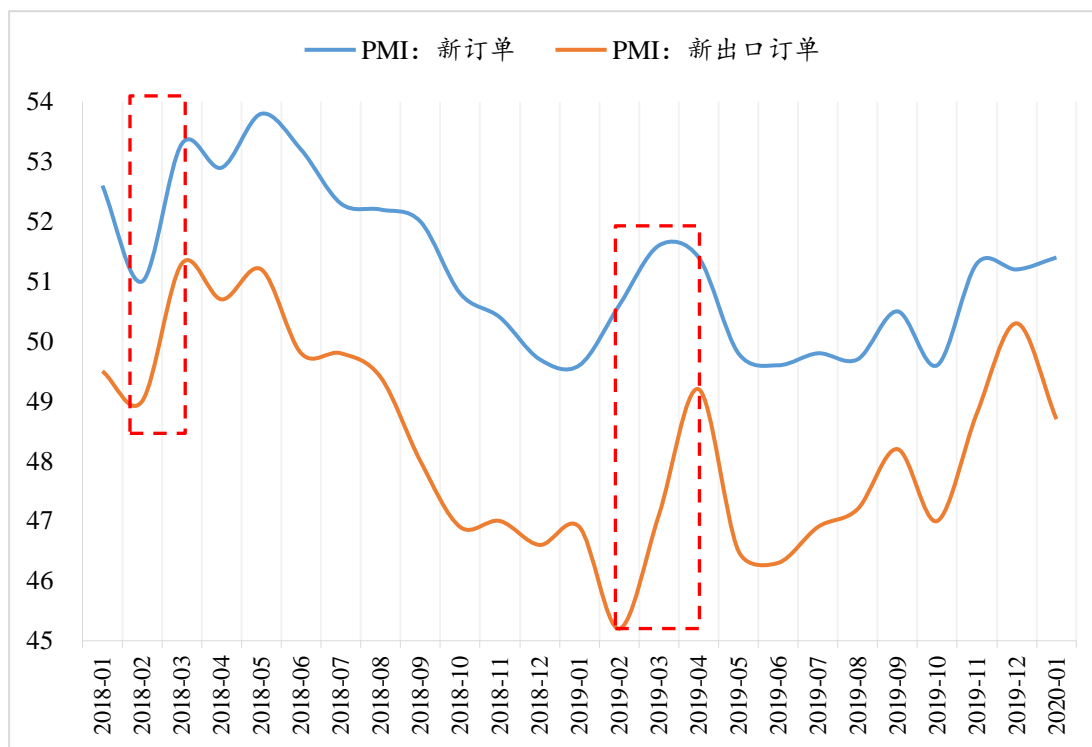
新冠疫情对第二产业的影响也不容低估。第一，为防控疫情扩散，各省市要求企业复工时间大体上不得早于2月10日，其中湖北省要求各类企业复工时间不得早于2月14日。因此，主要工业活动至少较原来的春节假期推迟9日。而由于复工意愿、人口流动限制以及复产中的防护标准和物质条件等问题，实际开工时间可能更晚。29、30日全国铁路客流量分别同比减少74.7%、73.8%，再加上必要的2周隔离时间，因此外地工人的实际返工时间可能要推迟2-3周。

第二，当前交通运输、物流渠道面临阻滞。目前为了控制疫情，高速公路进行通道管控和体温检测工作一些地方封闭、阻断道路，甚至有挖断公路的做法。受运输公司延长放假影响（何时复工也多未定），物流运力也受到了影响。钢铁等行业库存量剧增，主要原因是物流受阻、造成货物无法正常运输，部分在途原材料目前也积压在港口待卸。根据企业反馈，部分钢厂在未来一周将会面临产成品无处可放、同时原材料供应跟不上的情况。

第三，年后制造业订单交付将出现延迟，生产企业面临损失。春节后的2月，服装等季节性产品将迎来赶工、出货高峰。目前，较多订单将面临延误，生产企业将面临扣款及产生更高的交货成本。尤其是出口行业的订单交付延误，可能面临更大的损失。年初一般是新订单数量较多的时期，2019年11月至2020年1月，PMI新订单、新出口订单指数双双走高，PMI新订单指数达到51.4，创20

个月以来的新高（见图 4）。新出口订单表现也较为强劲，而每年春节后的 3、4 月，是年内的出口订单下单高峰期，3、4 月份的出口订单表现，将决定后续几个月的出口表现。因此疫情对新订单与新出口订单将产生较大影响。

图 4 2020 年初积累了大量新订单，产生较大交货压力



资料来源：Wind

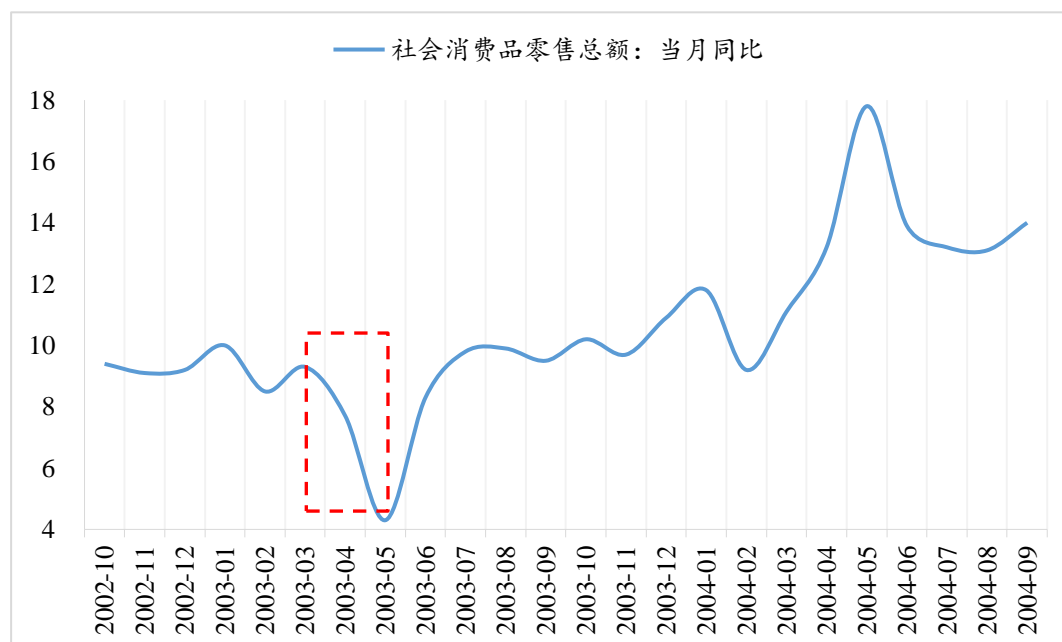
综上，2003 年 SARS 疫情导致 2003 年第三季度 GDP 同比增长率较第二季度下降 2 个百分点。相比之下，①此次新冠肺炎传播范围更广；②中国经济下行压力更大，外部环境更差；③我国现阶段经济增长对第三产业与消费支出的依赖性更强，但疫情对第三产业的影响范围更广、持续时间更长（1~8 月）；④春节期间因疫情假期延长 3 天，部分省份与单位延长 10 天。以上因素叠加返工时间延长、交通物流受阻、新订单交付压力大，可以预测此次新冠肺炎对经济的负面影响显著大于 SARS 疫情。本文预测，若 5 月前疫情得到控制，疫情对经济的影响主要集中在第一季度，2020 年第一季度 GDP 增长率或低于 2019 年第四季度两个百分点以上；受影响的需求具有延迟效应，可能出现报复性反弹，长期内，决定经济走势的主要因素仍然是经济基本面以及逆周期宏观政策，预测疫情对 2020 年全年 GDP 增长率的影响不超过 0.4 个百分点。

3. “三驾马车”短期内都将受到疫情的较大冲击：由于隔离防控与人口流动限制，一月份消费支出大幅减少；工人无法及时复工，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞；国际人口流动受到限制，国际贸易短期内将受到较大冲击。

春节是传统的消费高峰期，包括餐饮、娱乐、旅游、商场购物等，而今年因为防范疫情，绝大部分人群都在家里自我隔离，网购由于配送问题亦大幅减少，消费数据非常惨淡。SARS 爆发是 3 月，高峰期是 5 月，2003 年 3—5 月社会消费品零售总额同比分别为 9.3%、7.7%、4.3%，2002 年同期分别为 8.3%、8.2%、9.3%，可以看出随着疫情的扩大，消费急剧下降。而当 6 月疫情得到有效控制后，前期被抑制的消费需求大量释放，7 月社零同比迅速上升至 9.8%（见图 5）。

目前，消费对我国的经济贡献占主导地位，2019 年最终消费支出、资本形成总额和净出口的贡献率分别为 57.8%、31.2% 和 11%，其中消费的贡献率高于 2003 年 22.4 个百分点，资本形成总额的贡献率低于 2003 年 38.8 百分点。因此，随着疫情进入高峰期，预计一季度消费将大幅下降至 4% 左右，并对一季度 GDP 增速产生较大影响。

图 5 2003 年 SARS 疫情后第三产业反弹相对滞后



从投资需求来看，由于隔离限制与人口流动限制，大量工人（尤其是农民工）返城问题突出，生产活动无法进行，制造业、房地产、基建投资短期基本停滞。

虽然 2003 年投资受疫情影响较小，但目前投资已处于下行通道，疫情可能加速下行趋势。

从进出口来看，1 月 31 日凌晨，世界卫生组织公布：中国本次新冠肺炎疫情构成国际关注的突发公共卫生事件，但不建议对中国进行旅行和贸易限制。虽然世界卫生组织不推荐限制旅行和贸易的措施，但是一些国家已经分别采取了限制措施、并提升了风险等级。外国供应商要考虑新增中国某个企业为供应商，中间需要经过初步洽谈、产品测试、验厂、打样、谈判、签约等环节。上述多个环节涉及外国采购商到华的国际旅行。目前，这类新增中国企业为供应商的协商过程，可能受到干扰、甚至面临暂停，进而影响到潜在的国际贸易。外加 2019 年中美贸易战不断升级，对美出口大幅降低（-12.5%）的情况下，我国一季度进出口数据不容乐观。

4. 疫情对行业与企业信用风险的影响

餐饮、旅游、航空、酒店、影视、商场购物、交通运输等行业短期内受到巨大冲击；医疗、游戏、短视频、电商物流、在线办公与教育等新经济获得意外发展机会；民营中小企业流动性风险加大，应关注其短期债务风险。从区域上讲，除湖北外，疫情较为严重的广东、浙江等地也是我国经济重镇，应对这些地区给与有针对性的特殊政策帮助，使其尽快恢复生产经营。

餐饮业

在过去的十年里，春节黄金周全国零售和餐饮企业销售额从 2010 年的 3400 亿元增长至 2019 年的 10050 亿元，餐饮行业一季度收入和利润通常占到全年的 20%。疫情持续期间居民自我隔离、严禁人员聚集，餐饮门店营业额下降至 3~10%，门店租金与人员三倍工资成为企业直接亏损，门店为新年宴囤积的食材浪费导致亏损进一步扩大，从 1 月 20 日至 1 月 31 日，香港上市公司海底捞股价在 8 个交易日中跌去 17%。

旅游、酒店与航空业

春节是旅游高峰，2019 年春节期间，全国旅游接待总人数 4.15 亿人次，实

现旅游收入 5139 亿元，今年春节旅游业基本冻结。港股中国国航自 1 月 20 日以来跌去 19%。2003 年旅客周转量增速为-2.3%，国内旅游人次下降 0.9%；旅游总收入下降 11.2%。此外，酒店行业经营惨淡，部分酒店选择暂停营业。

娱乐业：电影、KTV、网吧等

以往电影、KTV 等娱乐活动在春节迎来高峰期，2019 年春节档票房 58.59 亿，而今年由于疫情严重，电影全部撤档，影响巨大。

交通运输业

今年 1 月底，交通运输行业出行人数减少约 7 成，旅客出行锐减，部分城市封城封路，铁路、公路、水运、航空等行业受影响极大。

医疗、游戏、短视频、电商物流、在线办公与教育等新经济获得意外发展机会

在疫情快速发展时，某些行业得到了意外的发展机会。首当其冲的是医药与医疗器械行业，行业内部分企业在一个月对于口罩、体温计、酒精、检测仪器等产品的销量已超过上年全年的销量，而之后医疗基础设施的建设需求猛增和医疗方面研究的强化也为医疗行业长足发展打下基础。

第二，游戏、短视频行业。由于居民自我隔离，足不出户，游戏、短视频在居民娱乐消费中的占比大大提高。根据统计，春节期间《王者荣耀》的峰值活跃用户数量在 1.2-1.5 亿之间，《和平精英》的峰值活跃用户数量在 0.8-1.0 亿之间，皆创下历史新高。

第三，电商物流行业。疫情的发展逼迫更大范围、更高年龄层人群转向网上购物，节后的疫情持续时间，各行业对于物流的需求猛增，电商与快递业务获得长足发展。

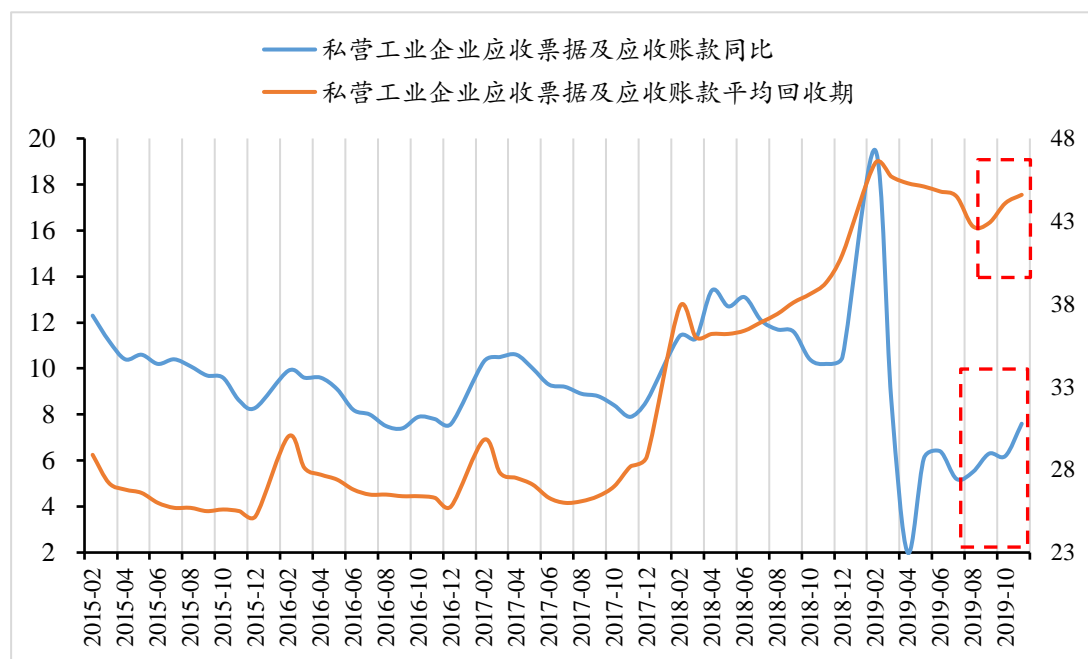
第四，疫情催生出更多新生活方式。随着学校晚开学，远程教育和视频课堂将得到大面积推广；视频会议、在线办公软件行业可能会进一步加速；无人零售、无人餐饮、无人机配送等人工智能领域将加速研发；线上问诊需求量大大增加；疫情过后健身、体育行业需求增加。

三、新冠肺炎将对我国宏观信用产生重大冲击

目前疫情对部分企业采购、生产、销售、现金流回款造成冲击，企业的正常偿债资金筹集活动也将受到影响，不排除部分企业会遭遇短期的流动性困难，进而导致无法按期偿付债券本息。由于信用的在企业产业间的广泛关联性和联动性，若无有限政策措施干预，预计将对总体宏观信用产生较大冲击，形成一定程度的信用危机。总体来看，疫情短期内对中小企业的偿债能力提出更为严峻的挑战，但国有大中型企业的信用能力不会受到实质性影响。

私营工业企业的资金链条已经普遍处于紧绷状态，部分行业企业本来已经积累较大信用风险。根据国家统计局最新的数据：2019年11月，私营工业企业应收票据及应收账款金额达到5.025万亿元，同比增速从4月以来逐步攀升，达到7.6%；私营工业企业的应收账款平均回收期达到44.6天，处于历史高位（见图6）。可见，私营工业企业资金链原本就处于紧张状态。再加上生产经营基本停滞、筹资活动短期内难以正常开展、固定支出不变，疫情带来的额外人工开支、复工推迟、订单交付延误，以及疫情防控期复产的防护成本提高，这些困难使得民营、中小企业债券到期偿还及回售压力攀升，蕴含的信用风险也将加速暴露。如果这些企业的资金链发生断裂，可能会带来企业破产、失业增加，从而可能影响到后续经济走势。对上述情况需要引起关注，并进行充分的评估。

图6 私营企业应收账款恶化，风险提升



四、特殊时期应采取特殊政策对冲企业信用风险

在信用日益成为企业生存发展首要资本的当下，面临疫情严重的特殊时期，我们强烈呼吁特殊时期采取特殊政策。由于再融资在当前形势下受到较大限制，监管部门提出的债券再融资周期可能更长，有远水难解近渴之虞。为此，我们呼吁特殊时期出台特殊政策措施，以对冲企业信用风险，从而保持宏观信用总体稳定，减轻中国信用市场受疫情影响。同时加强逆周期调节力度，实施更加积极的财政政策和宽松的货币政策，维持经济合理增长，为企业度过难关创造条件。

1、我们认为中央政府应尽快出台信用债到期展期、展缓回售等明确政策，对冲突发疫情产生的企业信用违约。同时加大逆周期调节力度，采取更加积极的财政政策和宽松的货币政策，帮扶企业度过难关。另一方面，监管机构积极引导证券公司等中介机构做好相关风险监测和市场服务，督促受托管理人积极履职，加强与投资者的沟通协调，积极引导投资者与发行人达成展期安排、调整还本付息周期，帮助受影响发行人度过困难期。

重点关注民营、中小企业流动性风险与短期偿债风险，稳住资金流。近年来，民营、中小企业经营困难，融资难贵、税费重、成本上涨等问题突出，这次疫情将使得民营中小企业雪上加霜。对受疫情影响较大的地区、行业的中小企业，应提供税收减免，加强信贷支持，提供临时性短期融资，对其债务予以展期续贷，借新还旧，保持征信良好，保证企业资金链、现金流的接续。对其发行的债券，尤其要有更高层面的制度性安排，如鼓励借新还旧、展期，以避免出现大规模的因短期事件冲击带来的违约潮。

疫情爆发以来，中国人民银行、财政部、银保监会等部门于1月31日联合下发《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》，就保持流动性合理充裕、加大信贷支持力度等问题做出安排；中国证监会于2月2日表示，对疫情防控期间到期的公司债券，发行人生产经营正常的，将通过设立绿色通道等措施，支持发新还旧。

2、2020年，我国经济仍面临较大下行压力，叠加疫情影响，居民与投资者的信心将受到影响，因此政府的逆周期调节政策要加快，力度要加码。由于疫情的影响在短期，因此逆周期调节重点在财政政策，财政政策应更加积极，扩大财政支出规模，上调赤字率。成立疫情专项应对基金，加大疫情相关支出，对受损

部门进行税收减免。

3. 央行应该适度放松货币政策，包括增加注入流动性与引导 LPR 下调。相对宽松的货币政策环境有利于缓解企业的财务压力，扩大融资规模，降低资金成本。财政部门可以考虑为困难企业的贷款提供临时性的贴息。

4. 为新经济渠道提供各种政策支持，增加网络消费。与 2003 年非典时期相比，新经济形态已经成为生活中的一个重要部分，网购已经占到社会零售总额的 20% 以上，这为化解疫情冲击提供了缓冲空间。但所有这些服务仍然需要人来提供，包括加工、投递。如果政府可以为这些新经济渠道提供防护、消毒器材，甚至经济补贴，可以帮助降低疫情对消费的冲击。

5. 最后本次疫情的发展和应对情况暴露出我国部分区域与行业管理存在的问题，这是我们对其进行反思调整的历史契机。疫情前期地方政府对信息的公开透明度工作做得不够，导致大量潜在感染人群在不知情的情况下向全国流动；疫情应对过程中，存在人员素质跟不上，应对能力不足的问题。这反映了政府在管理方面的某些短板，如能正视并进行改善，对政府行政行为引入比较有效的监督机制，引进更多的专业人才进入管理机构并且发挥其重要作用，从经济学的意义来说，将有利于提升全要素生产率，长期来看，这将对中国经济的发展将产生积极影响。