

2020 年 04 月 03 日

证券研究报告—宏观专题报告

从历史角度看新冠肺炎和风险发展

证券分析师：胡少华

执业证书编号：S0630516090002

电话：20333748

邮箱：hush@longone.com.cn

证券分析师：刘思佳

执业证书编号：S0630516080002

电话：021-20333778

邮箱：liusj@longone.com.cn

联系人：李沛

电话：021-20333403

邮箱：lp@longone.com.cn

联系人：陈茜茜

电话：021-20333532

邮箱：cxx@longone.com.cn

◎ 投资要点：

◆全球新冠疫情超预期地严重。新冠肺炎于 2020 年 1 月发生，3 月 11 日被宣布为最严重的“全球大流行”级别。历史上全球大流行疫病有中世纪的黑死病、1918 年的西班牙流感、1957 年的亚洲流感 H2N2、1968 年的香港流感 H3N2 和 2009 年的墨西哥流感 H1N1，在我国影响很大的 SARS 不在其内。目前来看，新冠肺炎的确诊病例和死亡病例已经超过 2009 年甲型 H1N1 流感。虽然中国、韩国的疫情已经得到控制，但美国、意大利、西班牙、法国、德国、英国等主要经济体疫情仍然很严重。

◆1918 年的西班牙流感 H1N1。爆发于第一次世界大战的末期，经历了三波疫情，持续时间较长，主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体。据估计，西班牙流感造成全球约 5 亿人感染，死亡病例数达 5 千多万人。但当时世界众多国家为参战国，美欧主要经济体处于战时状态，经济增速较低，股市历过一轮较大的熊市，也已经跌到底部区间。疫情爆发时期，在世界大战结束的大好形势下，经济和股市呈现出从底部向上升的趋势，疫情没有对经济和股市形成重创。

◆1957 年的亚洲流感。主要爆发于东南亚，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世卫组织估计，全球大约 100-400 万人死亡。当时我国正处于解放后的快速恢复期，当年 GDP 增速下降 9.9 个百分点，次年很快得到恢复。美国 1958 年一季度的 GDP 增速跌至-10.0%，后也很快恢复。美股处于 1953 年开始的牛市中，1957 年 7 月中旬美股从阶段顶部的回落至 10 月末，跌幅约 19%，之后继续上行。

◆1968 年的香港流感。主要爆发于中国大陆和香港，美国也相对较重，持续时间相对较短。据世卫组织估计，全球大约 100 多万人死亡。我国 1966 年开始“文化大革命”GDP 增速仅-5.7%，1968 年-4.1%，疫情影响从增速上表现不明显。香港经济正处于走出萧条阶段，恒生指数经过四年熊市后处在 1967 年三季度见底至 1973 年的牛市中的开始阶段，疫情对香港股市未形成显著的负面冲击。

◆2003 年的 Sars。重灾区主要在中国，疫情总规模和传播范围相对较小。据 WHO 数据，全球累计患病 8422 例，死亡 916 例。疫情对经济只有季度性短期影响，股市在疫情爆发期有较大下跌。

◆2009 年的墨西哥流感。主要爆发于墨西哥和美国，持续时间相对较短。世界卫生组织确认，全球约 1.85 万人死亡。美国 CDC 估计全球死亡 15.17-57.54 万人，其中美国死亡 1.25 万人。当时处于 2008 年金融危机后的恢复阶段，经济和股市处于大幅下跌后上升初期。疫情爆发的 2009 年，墨西哥、美国、全球 GDP 增速分别下降至-5.29%、-2.5%和-1.68%，但均很快得到恢复。美国股市在疫情爆发初下跌，但在政府公布确诊病例后开启上升过程。

◆密切关注新冠疫情和风险发展。从历史的角度看，疫情爆发大多对短期的经济和股市有影响，长期主要还是受经济发展自身趋势决定。这次新冠肺炎疫情影响重，传播范围广，世界主要经济体处于疫情爆发的重灾区，传播时间可能

相关研究报告

也会较长。而且，全球经济正处于景气度较低的艰难时期，而美国股市又处于10 年来的高位。近期，美国在股市下跌开始后出台了创历史的宽松政策，来防范金融、经济风险，估计短期内股市暴跌带来的流动性风险已经基本解除，但仍然没有阻止住美股的下跌趋势。随后，美国政府又出台了创历史的2 万亿美元的财政刺激政策，股市暴跌现象得到缓解。

◆结论。如果疫情能够在相对较短的时间内得到控制，全球合作顺畅，估计经济会在较快的时间内得到恢复，股市也会逐步走好，不会再下跌。如果大规模的疫病延续到下半年，主要经济体之间又不能有效合作，加上美国股市暴跌后已经存在一定风险，道指目前的走势与1929 年大萧条前期的走势很相似，则这次疫病很可能会成为美国股市从高位中长期下跌的开始，导致经济熊市，并有可能产生经济金融危机。因此，需要密切关注全球疫情发展和主要经济体的国内外政策措施及其经济恢复情况，把握好发展趋势。

正文目录

1. 中世纪鼠疫	5
2. 1918 西班牙大流感	5
2.1. 疫情回顾	5
2.2. 防控措施	6
2.3. 对经济社会的影响	6
2.4. 股市的表现	6
3. 亚洲流感 H2N2 (1957-1958 年)	7
3.1. 疫情回顾	7
3.2. 防控措施	7
3.3. 经济影响	8
3.4. 股市表现	9
4. 香港流感 H3N2 (1968-1969 年)	9
4.1. 疫情回顾	9
4.2. 经济影响	10
4.3. 股市表现	10
5. SARS 病毒 (2003 年)	11
5.1. 疫情回顾	11
5.2. 防控措施	11
5.3. 经济影响	12
5.4. SARS 疫病期间的股市表现	13
6. 2009 年墨西哥 H1N1 流感	13
6.1. 疫情回顾	13
6.2. 防控措施	14
6.3. 经济影响	15
6.4. 墨西哥流感对股市的影响	15
7. 新冠肺炎 Coronavirus	16
7.1. 疫情回顾	16
7.2. 防疫措施	17
7.3. 经济影响	18
7.4. 股市表现	20
7.4.1. 中国股市大跌	20
7.4.2. 美股历史性暴跌	21
7.4.3. 欧股历史性暴跌	21
8. 密切关注新冠肺炎和风险发展	22

图表目录

图 1 (1918 年西班牙大流感死亡比例, 每一千人)	6
图 2 (亚洲流感期间中国 GDP 不变价同比, %)	8
图 3 (亚洲流感期间美国不变价 GDP 环比折年率, %)	8
图 4 (道琼斯工业指数亚洲流感期间行情)	9
图 5 (香港流感期间中国 GDP 不变价同比, %)	10
图 6 (香港流感期间香港 GDP 不变价同比, %)	10
图 7 (2003 年 SARS 疫情中国死亡人数变化, 个)	11
图 8 (2003 年非典确诊人数曲线, 例)	11
图 9 (中国与香港 GDP 不变价当季同比, 季, %)	12

图 10	(中国客运量总计, 月, 亿人).....	12
图 11	(中国 2003 年各月社会消费品零售总额增速, %).....	12
图 12	(中国 2003 年各月固定资产投资、出口增速, %).....	12
图 13	(上证综指非典期间行情).....	13
图 14	(恒生指数非典期间行情).....	13
图 15	(美国与全球 GDP 不变价同比, 年, %).....	14
图 16	(墨西哥 GDP 不变价同比, 季, %).....	14
图 17	(墨西哥住宿和餐饮业 GDP 不变价, 同比, %).....	15
图 18	(墨西哥交通运输、邮政仓储 GDP 不变价, 同比, %).....	15
图 19	(2008-2010 标普 500 指数行情).....	16
图 20	(2018-2010 道琼斯工业指数行情).....	16
图 21	(主要国家累计确诊病例数排名, 例).....	16
图 22	(主要国家新增确诊病例数排名, 例).....	16
图 23	(中美意累计确诊病例发展趋势, 例).....	17
图 24	(中国与海外累计确诊病例趋势, 例).....	17
图 25	(中美意当日新增病例趋势, 例).....	17
图 26	(中国与海外当日新增病例趋势, 例).....	17
图 27	(中美意累计死亡病例发展趋势, 例).....	17
图 28	(中国与海外累计死亡病例发展趋势, 例).....	17
图 29	(工业增加值累计同比, %).....	18
图 30	(固定资产投资累计同比, %).....	18
图 31	(社会消费品零售总额累计同比, %).....	19
图 32	(城镇调查失业率, %).....	19
图 33	(进出口当月同比, %).....	19
图 34	(制造业 PMI, %).....	19
图 35	(美国联邦基金目标利率, %).....	20
图 36	(美国当周初次申请失业金人数, 人).....	20
图 37	(上证指数、深证成指行情).....	21
图 38	(美国三大股指行情).....	21
图 39	(标普 500 波动率指数: VIX).....	21
图 40	(欧洲股市行情).....	22
图 41	(美国道指与 1929 年走势比较).....	23
表 1	(历次疫情回顾概览).....	24

新冠肺炎的流行在中国在较短的时间内得到了控制，但是在全球特别是美欧等主要经济体的流行时间估计要长得多，规模也更大，对全球经济和资本市场的影响可能会很严重。本文对全球历史上疫病大流行情况及其对经济和市场的影响作一比较研究，以便更好地预估新冠肺炎的发展以及有关风险发展。

1. 中世纪鼠疫

1347 年至 1353 年，一场席卷整个欧洲被称为“黑死病”的鼠疫大瘟疫爆发，仅仅数年的时间就造成全欧洲 2500 万以上的人口死亡，占当时全欧洲总人口的约三分之一。根据当时受感染的情况，法国和意大利成为受灾最严重的国家，其中意大利的佛罗伦萨因此次瘟疫损失了近 80% 的总城市人口。黑死病严重冲击了欧洲政治、经济、社会的各个方面，迫使欧洲从蒙昧走向理性，也成为欧洲文艺复兴导火线。

2. 1918 西班牙大流感

2.1. 疫情回顾

20 世纪之后最严重的全球大流行性疫情即为 1918 年的西班牙大流感。此次流感疫情不仅规模大，而且还有三波发病高峰。

第一波疫情发生于 1918 年 3 月，感染患者症状多体现为普通的流行性感冒。1918 年 3 月，一处位于美国堪萨斯州的军营发生流感，之后在欧洲第一次世界大战的战场间传播。据报道，此次流感疫情的全球死亡率大约为 0.04%-0.65%。1918 年 6 月，欧洲和北美的患病人数出现下降，社会误以为疫情告一段落，然而 1918 年 8 月，疫情又出现了反弹。

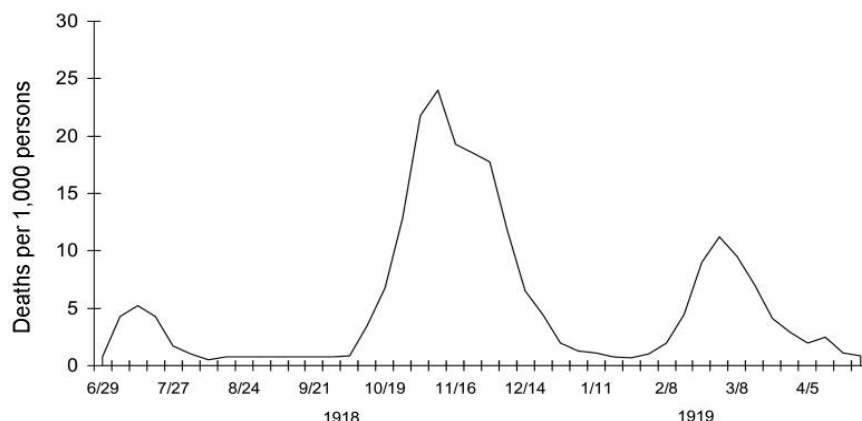
第二波疫情发生于 1918 年秋季，出现在美国的波士顿，这也是疫情爆发最严重的一个阶段。此时的流感病毒杀伤力远超第一波，10 月，美国国内流感的死亡率达到了创纪录的 5%，特别是在 20~35 岁的青壮年群体中死亡率特别高，其症状除了高烧、头痛之外，还有脸色发青和咳血等症状。当时处于一战末期，疫病可能间接地加速了战争的结束。11 月，为庆祝第一次世界大战的结束，各地都举行了盛大的集会，这加速了病毒在全球的大肆传播。在最先受到冲击的塞拉利昂，1 个月内就损失了全国 3% 的人口。

1919 年冬季，流感再次席卷重来，此次死亡率介于前两次之间。1920 年春季疫情逐渐消退。

据估计，西班牙流感在全世界共造成约 5 亿人感染（当时世界人口约 17 亿人），全球死亡病例数达到 5 千多万人，这意味着全球三成的人被传染上了西班牙流感，死于西班牙流感的人数占世界人口总数的 3%-6%。

据美国疾控中心数据显示，美国约 28% 的人被传染上了西班牙流感，其中 67.5 万人死亡；流感造成的非正常死亡让美国平均人口寿命减少了 12 年。此外，根据现有的公开资料显示，印度成为此次流感疫情最严重的国家，估计因西班牙流感死亡病例达 1700 万，约占当时人口总数的 5%；伊朗的流感死亡病例为 243 万，占人口总数的 22%；印度尼西亚死亡病例为 150 万，占人口总数的 5%。此次流感总死亡人数不仅高于历年来命丧艾滋病的人数总和，更远超中世纪黑死病所造成的死亡人数，堪称历史上最为致命的传染病。

图 1 (1918 年西班牙大流感死亡比例，每一千人)



资料来源：Wind，东海证券研究所

2.2.防控措施

由于西班牙流感爆发之际全球正处于第一次世界大战时期，开始并未采取及时的防疫措施。在西班牙流感第二波大爆发的初期，纽约、费城等在当地出现流感致死病例后仍未采取任何禁止集会、隔离、关闭学校等措施，费城还举行了几十万人规模的自由公债游行，用于战争公债的销售。在防控措施不力的情况下，疫情很快在 10 月初大爆发，费城也成为当时疫情最严重的城市之一。

1918 年 10 月，政府不得不采取严厉的防疫措施，美国大部分城市都停止了公共服务，市民生活陷入停滞。美国公共卫生局发行超过 600 万本的大流感手册，成立急诊医院服务网络，组织科研人员开展疫苗研发。纽约市要求企业和工厂错开工作时间。旧金山市责令市民在所有的公共场所必须佩戴口罩，违者将处以罚款甚至监禁。美国民众根据医生的建议对家里的床、墙壁、地板、器皿和日用品进行清洗消毒。

另外，战时机制导致的民间医疗资源的短缺，叠加当时政府未及时采取有效的防疫防控措施，是 1918 年西班牙大流感感染人数多，死亡率高的一个重要因素。

2.3.对经济社会的影响

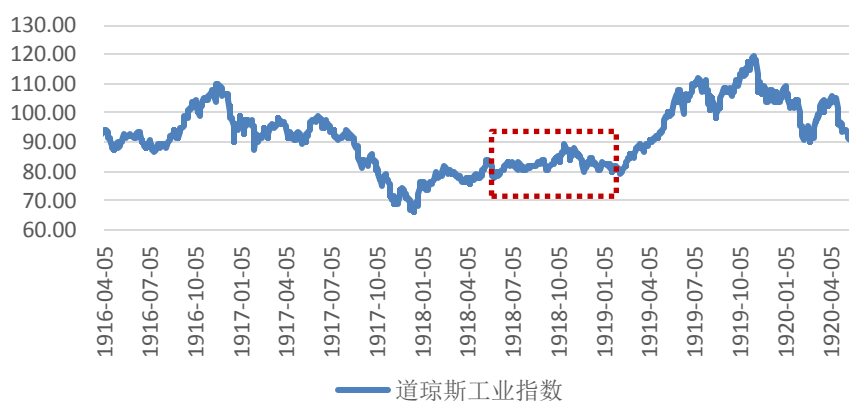
历经 1914 年-1918 年四年的一战洗礼，全球贸易严重萎缩，经济也处于萧条之中。1918 年疫情爆发时，欧美主要经济体正处于战时状态，疫病损害了全球经济社会发展，但并没有对经济形成重创。根据世界银行预测，西班牙大流感对全球经济发展拖累 4.8 个百分点，其影响主要集中在零售，农业和密集用工的制造业上。零售业受到的损失最大，因为零售人员和客流均受到了影响，部分地区零售业半年内萎缩了 50% 以上；农业主要受制于农民患病无法进行播种和收割，部分地区农业产值下降了 15%；而制造业，受影响的时间比较短。

2.4.股市的表现

1918 年西班牙大流感对美股的影响不是特别大。这可能与一战期间股市已经历了大幅下跌，战争结束的利好影响抵消了疫情的利空影响，另外可能也与疫情开始时消息透明度较低有关。一战期间，道指由 1916 年 11 月 21 日的 110.15 点大跌 37.74% 至 1917 年 11 月 8 日的 68.58 点，而 1918 年的西班牙大流感发生于熊市的修复阶段。在第二波最严重的疫情爆发之初，也就是 1918 年秋季至同年 11 月，道指仍然保持上涨的态势。

在 11 月之后流感大肆爆发，各地政府也开始积极采取防控措施，市场也出现了迅速的回调，由 1918 年 10 月 18 日的 89.07 点震荡回调至 1919 年 2 月 7 日的 79.35 点，累计跌幅为 10.91%。触底之后又开启长达九个月的上升行情，一路震荡上扬至 1919 年 11 月 3 日的 119.62 点见顶。

图 2 （1918-1920 道琼斯工业指数行情走势）



资料来源：Wind、东海证券研究所

3. 亚洲流感 H2N2（1957-1958 年）

3.1. 疫情回顾

“亚洲流感”主要流行于东南亚。1957 年 2 月，在中国贵州发现病例。同月，新加坡报告了病例；4 月，香港报告了病例；夏季，美国沿海城市报告了病例。日本、印度、伊朗、也门、希腊、瑞典、埃及、叙利亚、约旦、澳大利亚、南美洲、非洲阿尔及利亚、北欧斯堪的纳维亚半岛以及法国和德国都属于流感灾区。有媒体报道，1957 年 10 月、11 月，法国大约有 1.4 万人由于患流感而死亡。5 月，日本首次分离到造成这次流感大流行的毒株。

12 月，“亚洲流感”第二波又向中国内地袭来，这一波的主要受害者在农村地区，陕西和吉林的部分乡村及小城镇尤为严重。当年国内曾发表了一篇调查报告，指出 1957 年流感发病范围之广、人数之多，为新中国成立后所未有。

根据世卫组织的统计，此次“亚洲流感”大约导致 100-400 万人死亡。

3.2. 防控措施

为了引起公众重视，中国卫生部门每天都通过报纸和广播介绍流感常识和应对办法。在很多省份，人流密集的电影院和剧场关门歇业，人们被告知尽量不要去人多的公共场合

以及要做好卫生预防工作。当年的江苏徐州一名中学生回忆，1957年春季，教室里咳嗽和打喷嚏的学生越来越多，有时简直就是“集体咳嗽”。于是，学校规定，发热的学生如果家住市区就回家休养，农村学生到校园西部的一幢学生宿舍楼隔离治疗。由于医护人员不够，校方让生过病的学生给患病学生用酒精擦身，在那个物资匮乏的年代，多喝水成了最有效和最经济的方法。

新加坡政府采取了四项防控措施。一是关闭学校将近2周，约有670所学校的26.2万名学生受到影响。二是建议民众远离拥挤的地方，当地公司记载的员工缺勤率在10%~30%之间。三是开设流感治疗中心，设立学校保健诊所、妇幼保健诊所、志愿诊所以及免费诊所作为流感治疗中心，同时减少非必要性手术，以释放人员来控制传播。四是对航空器及船舶进行检查。

香港地小人多，加上4月天气乍暖还寒，流感传播得很快，先由儿童在学校互相感染，继而传播给家人。到了4月中旬，香港已有30万人中招儿，每6人中有一人患病。学校缺课者众多，校方不得不停课。公共汽车司机大多受到感染，巴士电车没人驾驶，交通瘫痪了一半。

日本厚生省宣布，截至1957年12月14日，由于流感侵袭，全日本超过104万名儿童不能上学，3153所学校完全停课。此外，因流感病人迅速增多，各种药品的生产量只能达到需求量的30%左右。

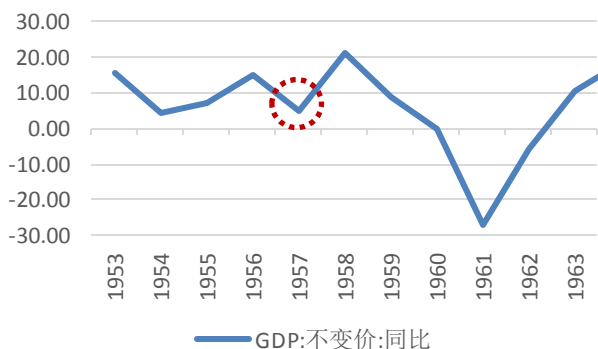
3.3.经济影响

中国自1953年起开始建立第一个五年计划，经济从战争之后快速恢复。但受亚洲流感影响，1957年工业增加值较前值下降了17.4个百分点，GDP不变价增速下降9.9个百分点，至5.1%。

亚洲流感对美国的经济的影响也从1957年四季度开始显现，美国GDP不变价环比折年率从1957年第三季度的4.0%连续两季度下降至1958年一季度的-10.0%，创下了1947年美国经济分析局有统计以来的最低值，甚至低于2008年金融危机时的增速。

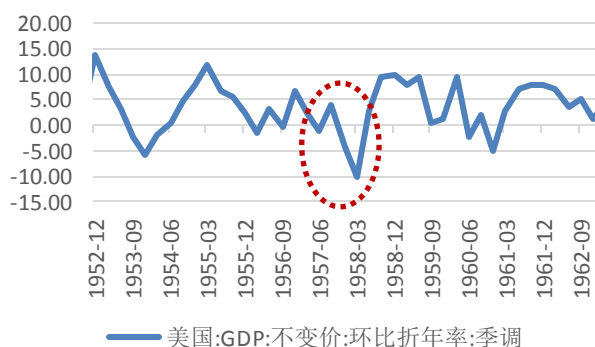
随着疫苗被研发出，病毒被有效控制后，中国以及美国经济都迅速修复，但在1958年中国开始了三年大跃进，GDP增速大幅度下滑。

图2 (亚洲流感期间中国GDP不变价同比, %)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图3 (亚洲流感期间美国不变价GDP环比折年率, %)



资料来源：美国经济分析局，东海证券研究所

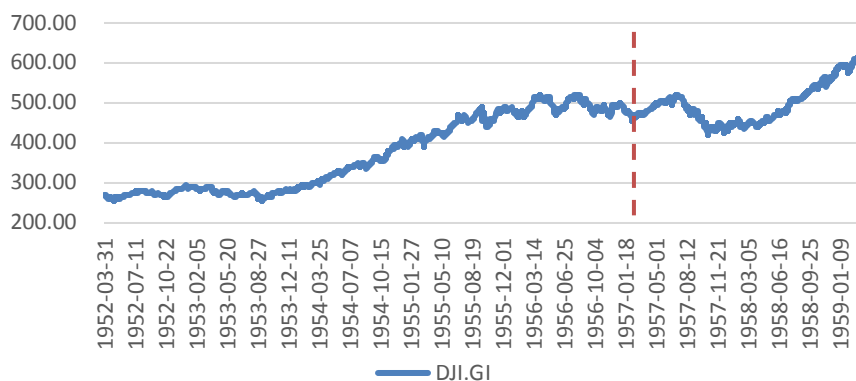
3.4.股市表现

美股在其本土疫病流行阶段下跌 19%，其他时期不跌反涨。亚洲流感期间，美股处于 1953 年开始的牛市中，1956 年开始进入顶部箱体震荡区间。疫情爆发初期，美国股市不跌反涨，自全球第一例疫情发生的半年内，道指从 450 点附近震荡上扬至 520 点附近，涨幅约 15%。但直到 6 月份亚洲流感传播到美国本土，才开始引起了 1957 年 7 月中旬美股从阶段顶部的下跌，主跌浪持续至 10 月末，跌幅约 19%。

1957 年 10 月下旬，美股见底，底部的形成领先于疫情蔓延的高潮阶段（1957 年 11 月），底部盘整到 1958 年 4 月后一直持续震荡上扬至 1959 年。

针对 1957 年下半年开始的衰退，美联储采取了一系列扩张货币和信贷的措施，美国经济在 1958 年第一季度 GDP 不变价折年率跌到 -10% 见底后，开始长达一年多的扩张。美股见底时间与其政策措施基本吻合，盘整微扬 6 个月后，待经济渐渐反弹，美股又重回上涨趋势。

图 4（道琼斯工业指数亚洲流感期间行情）



资料来源：Wind，东海证券研究所

4. 香港流感 H3N2（1968-1969 年）

4.1. 疫情回顾

1968 年 7 月，香港爆发甲型流感 H3N2，史称“香港流感”，短短两星期，就出现 50 万个病例。疫病很快向印度、澳大利亚扩散，然后疫情减弱，1968 年冬季在北半球很多国家有病例，不过疫情较轻。而美国死亡病例很多，与 1957 年差不多。1969 年 5-6 月南半球也有一些病例发生，但不严重。引起“香港流感”大流行的甲型 H3N2 亚型流感病毒代表株于 1968 年 7 月在香港首次分离。

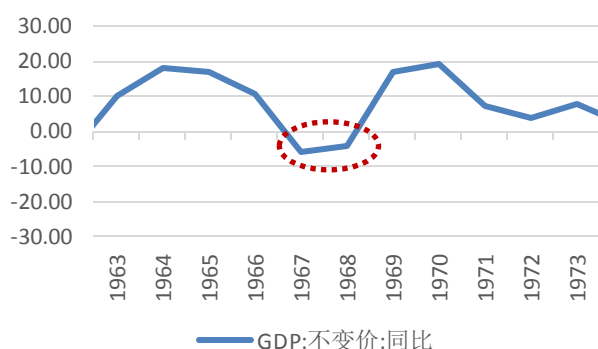
据世界卫生组织报道，1968 年“香港流感”的流行导致了 100 万多人的死亡，美国 10 万人因感染致死。

4.2.经济影响

由于中国 1966 年开始爆发文化大革命，社会动荡、经济增速下滑，1967 年、1968 年两年 GDP 不变价增速分别降至-5.7%和-4.1%，而香港流感在国内爆发是在 1968 年下半年，所以经济增长来看，香港流感对国内的影响可能并不是太大。

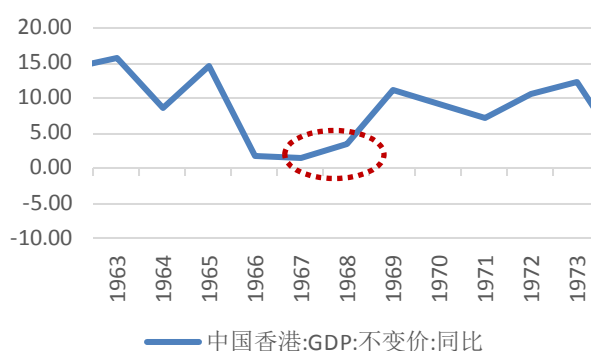
而对于香港来说，流感爆发之际正值一轮经济萧条末期，1968 年、1969 年香港两年 GDP 增速分别为 3.4%和 11.34%，较 1967 年均有所上升，在经济复苏周期的大背景下，流感虽然造成了大量人员的死亡，但只减缓经济复苏步伐，没有改变经济复苏的趋势。

图 5 (香港流感期间中国 GDP 不变价同比, %)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 6 (香港流感期间香港 GDP 不变价同比, %)

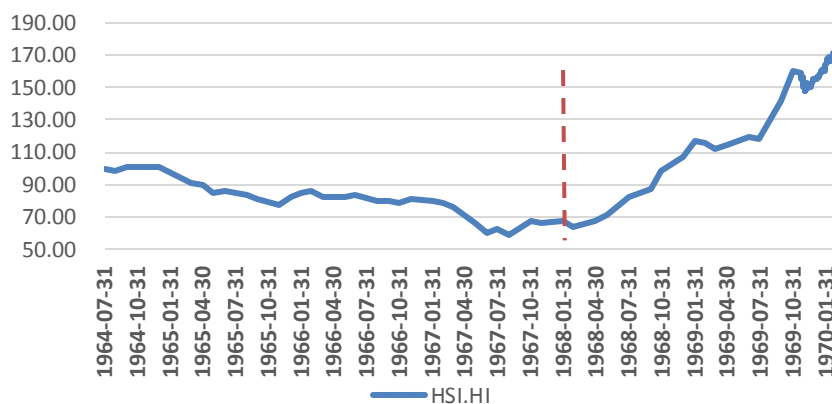


资料来源：世界银行，东海证券研究所

4.3.股市表现

流感爆发前，1964 年 6 月-1967 年 6 月恒指在熊市中深度调整超 40%，处于调整的低位。1968 年 H3N2 爆发时，恒指处在 1967 年三季度见底后至 1973 年的牛市中上升阶段，经济发展基础较好，因此疫情的发展对香港股市并未形成显著的负面冲击。1968 年，恒生指数从 66.02 点升至 107.55，涨幅达 60%。

图 8 (恒生指数香港流感期间行情)



资料来源：Wind、东海证券研究所

5.SARS 病毒（2003 年）

5.1.疫情回顾

SARS 是 21 世纪出现的第一个严重和易于传播的新疾病,由变种冠状病毒引发。SARS 在国内影响较大,但从全球情况来看,没有达到“大流行”级别,其影响相对较小。

2002 年 11 月 16 日,首例“非典”出现于中国广东省。疫情初期,由于病理未知,官方并未对外公布病情。2003 年 2 月正值中国春运,返乡返岗过程中人员大规模流动,中国客运总量达 14.73 亿人,旅客周转量达 1338.94 亿人公里,均达到全年峰值。

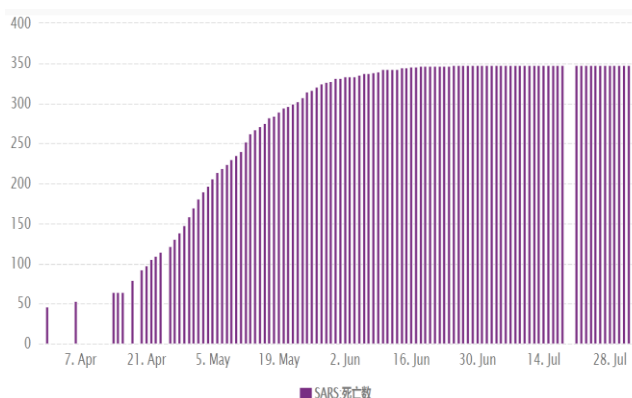
2 月,香港出现病患,山西省也出现自广东返乡的病患,但 3 月才被确诊。3 月,北京、内蒙古、中国台湾等地陆续出现首例确诊病例。截至 3 月底,中国内地报告病例 806 例,中国香港和台湾地区共计 540 例。

3 月 12 日 WHO 发出了全球警告,3 月 15 日 WHO 正式将该病命名为 SARS。之后澳大利亚、欧洲和北美也出现 SARS 病例。

7 月,全球 SARS 确诊和疑似病例数均不再增长,疫情基本结束。

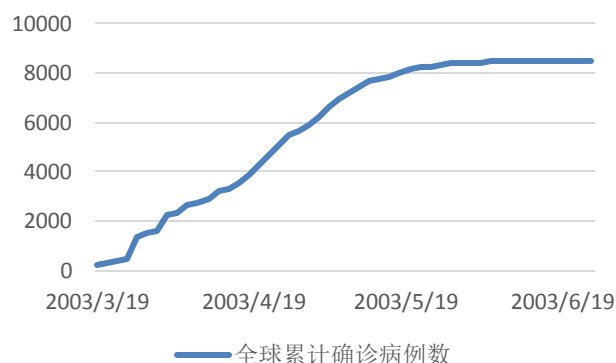
根据 WHO 数据,截至 2003 年 8 月,中国内地累计报告 SARS 病例 5327 例,死亡 349 例;全球累计患病 8422 例,死亡 916 例。

图 7 (2003 年 SARS 疫情中国死亡人数变化,个)



资料来源: 香港环亚经济数据库 CEIC, 东海证券研究所

图 8 (2003 年非典确诊人数曲线, 例)



资料来源: WHO, 东海证券研究所

5.2.防控措施

2003 年非典疫情爆发之初并未引起政府和民众的足够重视。直至同年 3 月底,政府开始紧急采取严厉的防控措施。4 月 2 日,召开国务院常务会议,研究非典防治工作。2 周后,北京防治非典联合工作小组成立,对首都医疗资源开始进行整合。

4 月 20 日,非典被列入我国法定传染病,卫生部做出每天公布疫情的决定。同日,国务院作出取消五一假期的决定。23 日,政府对非典疫情重点区域采取隔离防控措施;启动小汤山计划,调集 8000 人彻夜施工,用 7 天时间建成小汤山非典接治野战医院。24 日起,北京市政府发布通告,中小学开始停课,娱乐场所等也暂时关闭。5 月 1 日,小汤山非典定点医院正式竣工投入使用,首批患者入住,军队支援北京的 1200 名医护人员陆续到位。

在一系列统一高效的防控防治措施下,5 月底,抗击非典疫情取得阶段性胜利。

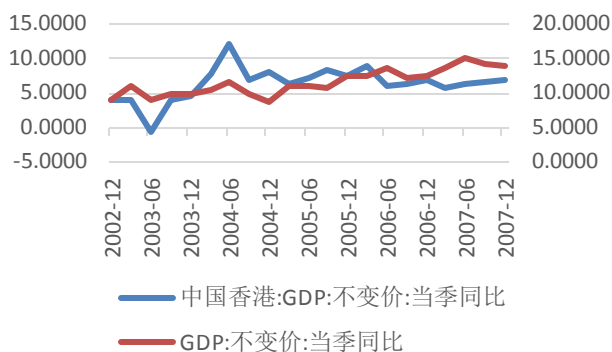
5.3.经济影响

SARS 流行期间民生经济遭遇短暂冲击。中国大陆 2003 年二季度 GDP 增速从 11.1% 下滑至 9.1%。疫情期间，限制人员流动，叠加民众自主减少外出和消费活动，受影响的主要是消费。2003 年 3 月的社会消费品零售总额增速为 9.1%，在 4 月采取管制措施以后，4 月的社零增速降至 7.6%，5 月份降至 4.9%。4-6 月中国客运量明显减少，其中 5 月客运量减少至 8.09 亿人，仅为 2 月的一半左右。

当时，中国正处于对外开放和房地产大发展起始阶段，经济增长势头较强，非典对中国经济只是在短期内形成了小幅冲击，从整体来看影响不大。疫情过后经济快速恢复，住宿餐饮业甚至出现短暂爆发，GDP 当季增速恢复至 10%。从需求来看消费增速也很快恢复正常，6 月社零增速重回 9.7% 高位，7 月甚至创出新高 11.1%；当年下半年的投资增速保持在 30% 左右的高位，出口增速则出现了进一步回升。

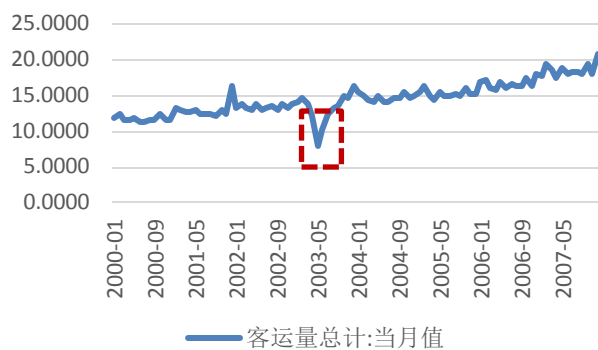
SARS 疫情蔓延期间，香港也经济遭遇了短暂冲击。2003 年二季度香港 GDP 不变价当季同比从前值的 3.9% 下滑至 -0.6%，同比负增长，其中运输物流业与住宿餐饮业下滑较为明显。

图 9 (中国与香港 GDP 不变价当季同比, 季, %)



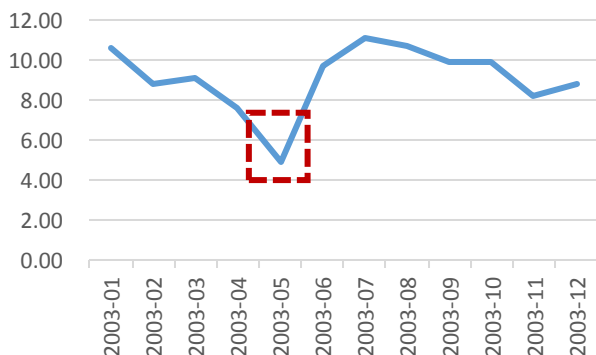
资料来源：国家统计局，香港政府统计处，东海证券研究所

图 10 (中国客运量总计, 月, 亿人)



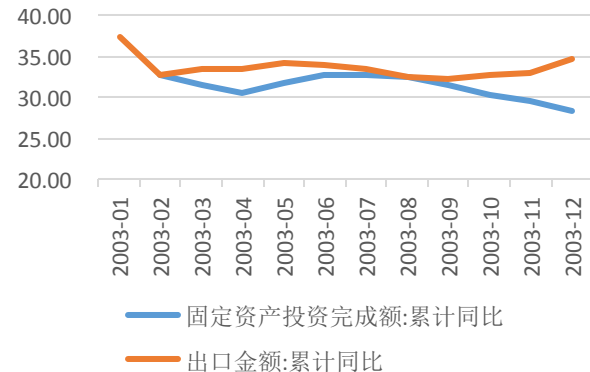
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 11 (中国 2003 年各月社会消费品零售总额增速, %)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 12 (中国 2003 年各月固定资产投资、出口增速, %)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

5.4.SARS 疫病期间的股市表现

疫情初期，疫情对股市的影响并不明显，在疫情爆发期股市出现快速下跌，之后小幅反弹，后又出现接近半年的下跌。

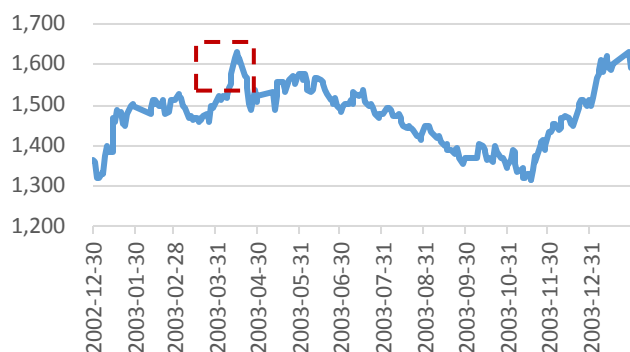
从 2002 年 11 月广东出现首例非典患者开始，股票市场并未对疫情有明显的反应，直至 2003 年 4 月上旬，上证综指仍然处于上涨的趋势中，后于 4 月 15 日创出年内收盘价的最高点。

随着 4 月非典疫情明显加重，通报的确诊病例数急速上升后，市场开始转入快速下跌，4 月 15 日-4 月 25 日，8 日内上证综指从 1631.47 点下跌到 1487.15，跌幅 8.85%。

5 月底 6 月初抗疫工作取得阶段性成功，市场一小幅度反弹，之后又进入下行通道至 11 月见底。

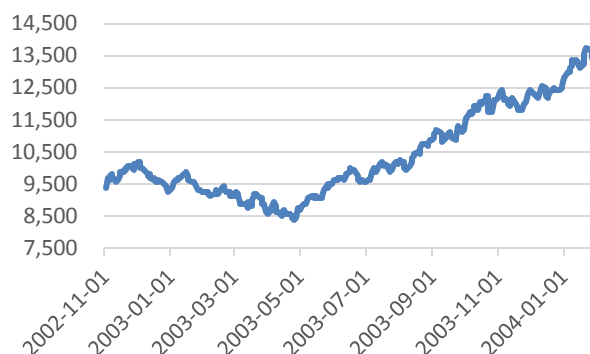
而由于广东是率先的疫情爆发地，香港也是内地之外的最大非典爆发区，受基本面的影响，恒生指数较上证综指数率先做出反应。恒生指数在非典扩散和爆发期间呈下行趋势，疫情得到控制后触底回升，迎来一波持续四年半的大牛市（2003 年 4 月-2007 年 11 月）。

图 13 (上证综指非典期间行情)



资料来源：Wind，东海证券研究所

图 14 (恒生指数非典期间行情)



资料来源：国家统计局，东海证券研究所

6.2009 年墨西哥 H1N1 流感

6.1.疫情回顾

甲型 H1N1 流感属于全球“大流行”级别的疫情，发生于墨西哥，墨西哥和美国是重灾区，疫情先后在美洲、欧洲、亚洲、大洋洲扩散。

3 月中旬，墨西哥韦拉克鲁斯州突发群体性流感性病例。4 月 16 日，墨西哥政府发布流感疫情警报。截至 4 月 23 日，墨西哥城至少有 854 起肺炎病例，其中 59 人已经死亡，18 例确诊为甲型 H1N1 流感样病例，病发地区全部集中在墨西哥中部及北部地区。

2009 年 4 月 15 日，美国发现第一例甲型 H1N1 流感样本。仅仅 10 天之后，世界卫生组织宣布 H1N1 疫情成为“国际关注的突发公共卫生事件”。一个月左右感染人数就突破 1 万人。

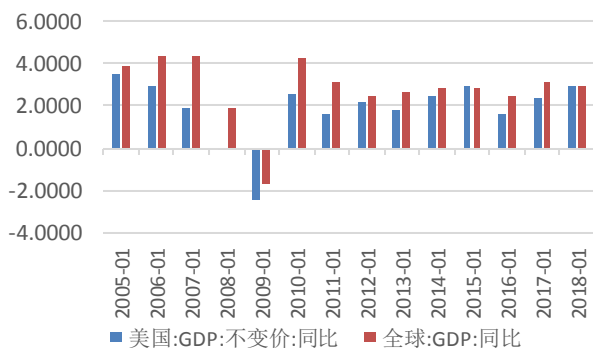
4月27日,世卫组织将此次甲型H1N1流感疫情警戒级别从3级提高到4级;29日,从4级提高到5级,表明大流行迫在眉睫;6月12日零时,从5级升至最高级6级。这是世卫组织40年来第一次把传染病警戒级别升至最高级别。

5月,墨西哥政府卫生部称疫情状况稳定,已经进入下降趋势。9月11日,墨西哥感染人数23563人。

6月11日23时30分,世界卫生组织确认全球75个国家和地区共有27737例甲型H1N1流感确诊病例,其中包括死亡病例141例。一年之后的2010年8月10日,世界卫生组织才宣布,甲型H1N1流感大流行已经结束。

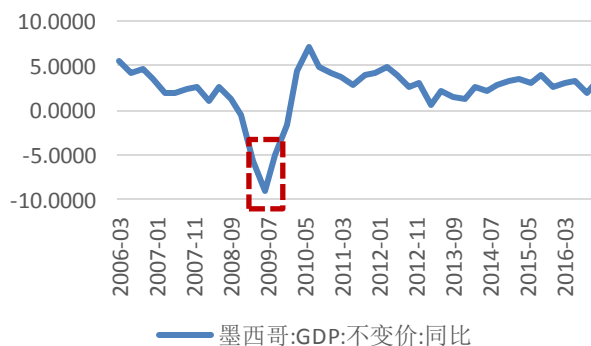
世界卫生组织确认,16个月的世界范围的H1N1流感,造成约1.85万人死亡,出现疫情的国家和地区达到了214个。美国CDC估计全球死亡15.17-57.54万例,其中美国死亡1.25万人。

图 15 (美国与全球 GDP 不变价同比, 年, %)



资料来源:世界银行,美国经济分析局,东海证券研究所

图 16 (墨西哥 GDP 不变价同比, 季, %)



资料来源:墨西哥统计局,东海证券研究所

6.2.防控措施

疫情发生后,尽管WHO并不建议对墨西哥进行旅行限制,但许多国家仍然对墨西哥往返旅行进行了多重限制,以避免疫情扩散。美国、英国、欧盟诸国、日本、中国等国家劝说本国公民避免不必要的墨西哥行程;古巴、阿根廷、秘鲁、厄瓜多尔等美洲国家在疫情最为严重的阶段取消了飞往墨西哥城的所有航班。与此同时,国际多家旅游公司、航空公司、游轮公司暂停其前往墨西哥的行程。

墨西哥国内方面,为避疫情的持续扩散,2009年4月24日,墨西哥城所有学校关闭。25日,墨西哥总统宣布进入紧急状态,授权暂停公众活动,并进行强制检疫。关闭墨西哥城、墨西哥州、圣路易斯波托西州及其临近地方的所有学校、图书馆及其他公众场所。27日,学校关闭措施由疫区扩大至全国,学校停课最少一星期。5月1日-5日,停止全国范围内一切非基础性公共经济活动。5月21日,墨西哥城宣布解除卫生紧急事态。

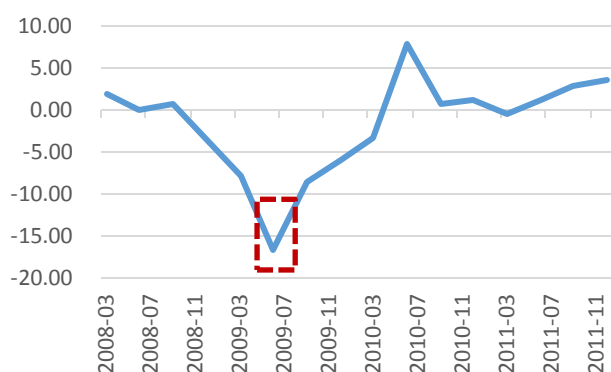
4月28日起墨西哥城内首批超过35000家餐馆暂时歇业,175个考古景点和博物馆被政府关闭,酒吧、夜店等聚集性娱乐场所也在政府指导下歇业,政府同时取消了墨西哥的出境旅游团并呼吁公民留在家里。

6.3.经济影响

甲型流感疫情发生在 2008 年金融危机后的恢复期,令墨西哥经济雪上加霜。2009 年,墨西哥 GDP 增长率由 2008 年的 1.14% 陡然下降至 -5.29%,但 2010 年墨西哥的 GDP 增长率已经恢复至 5.12%,比 2009 年增长 10.41 个百分点。在甲型 H1N1 流感疫情彻底结束之后的 2011 年,墨西哥的经济发展水平已经基本恢复。

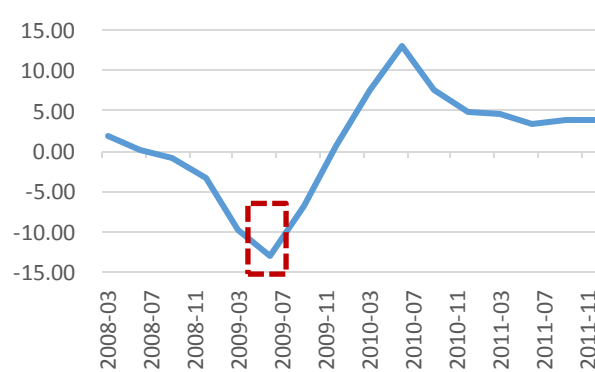
墨西哥是北美自由贸易区成员国之一,其制造业与美国与加拿大关联程度较高,美国自身受疫情的影响也很严重。2009 年,美国 and 全球 GDP 不变价分别为 -2.5% 和 -1.68%,均为当时近 15 年内首次为负。当时刚经历次贷危机的美国刚刚显现初步复苏迹象,后又面临猪流感的新威胁。这一疫情的全面爆发对旅游、食品和交通运输业均形成重创,加深了美国经济的衰退程度,美国从金融危机中复苏的步伐将延后到 2010 年。

图 17 (墨西哥住宿和餐饮业 GDP 不变价, 同比, %)



资料来源: 墨西哥统计局, 东海证券研究所

图 18 (墨西哥交通运输、邮政仓储 GDP 不变价, 同比, %)



资料来源: 墨西哥统计局, 东海证券研究所

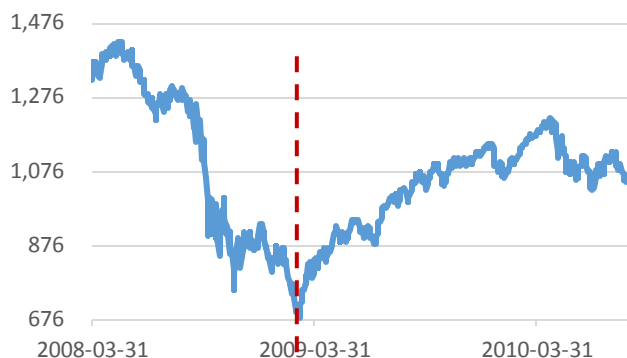
6.4.墨西哥流感对股市的影响

2009 年 3 月底, 甲型 H1N1 流感开始在墨西哥和美国加利福尼亚州、德克萨斯州爆发, 并不断蔓延。在此之前, 美国股市刚经历 2008 年次贷危机的大熊市。自公布确诊病例后, 美国股市不跌反涨, 就处于上行趋势之中。

从 2009 年 3 月底至 WHO 宣布甲型 H1N1 流感为大流行期间的 19 个交易日内, 道指、纳指和标普 500 指数分别累计上涨 3.86%、9.65% 和 6.16%。从 WHO 宣布甲型 H1N1 流感为 PHEIC 至当年 5 月底这 26 个交易日中, 道指、纳指和标普 500 分别累计上涨 7.78%、7.79% 和 8.96%。从 2009 年 4 月 26 日 WHO 宣布甲型 H1N1 流感为全球大流行, 至 2010 年 8 月 WHO 宣布 H1N1 甲型流感大流行结束, 美股三大指数均保持上涨态势。

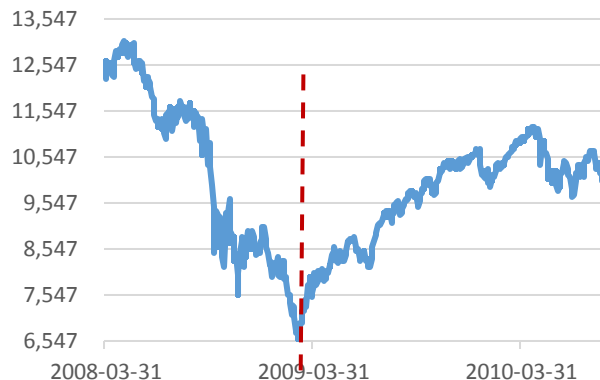
疫情期间股市上涨, 很大程度上与当时刚结束的 2008 年金融危机历史熊市的大背景有关, 也可能与政府采取的措施让投资者感到放心, 疫情和经济发展可预测性相对较强有相关性。

图 19 (2008-2010 标普 500 指数行情)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 20 (2008-2010 道琼斯工业指数行情)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

7. 新冠肺炎 Coronavirus

7.1. 疫情回顾

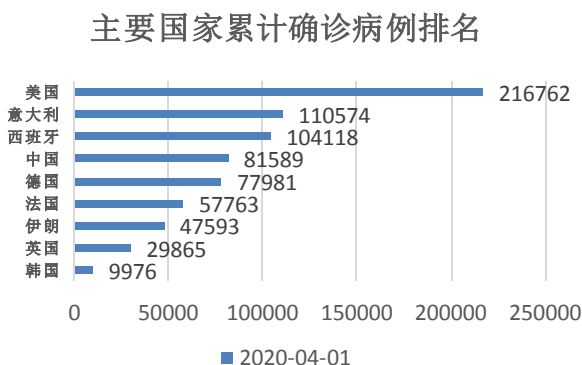
2019 年 12 月 29 日, 湖北省和武汉市卫生部门接到当地一家医院报告聚集性不明原因肺炎病例。30 日, 湖北省和武汉市卫生部门启动调查和病例搜索工作。

2020 年 1 月 3 日, 武汉市在全市启动不明原因病毒性肺炎监测、病例调查、华南海鲜市场环境及动物调查和标本采集工作, 当日向世界卫生组织、周边国家和地区通报了相关信息。5 日, 武汉市卫生健康委员会发布关于不明原因的病毒性肺炎情况通报。截至 2020 年 1 月 5 日 8 时, 共报告符合不明原因的病毒性肺炎诊断患者 59 例, 其中重症患者 7 例, 无死亡病例。

7 日, 中国疾控中心实验室监测结果显示新型冠状病毒。8 日, 确认新型冠状病毒为此次暴发的病原。

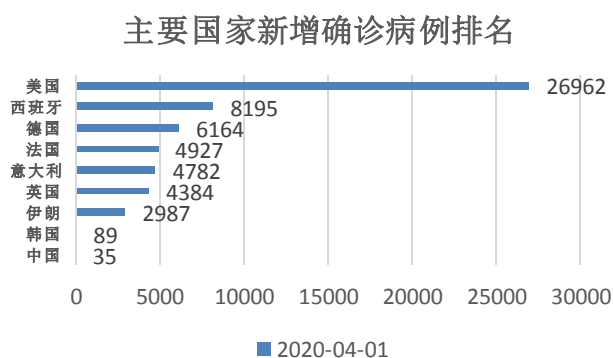
2020 年 4 月 1 日, 全球(除中国以外)新冠肺炎累计确诊病例达 854,839 例, 其中美国、西班牙、德国、法国、意大利分别累计确诊 216,762 例、104,118 例、77,981 例、57,763 例、110,574 例, 中国累计确诊 81,589 例。

图 21 (主要国家累计确诊病例数排名, 例)



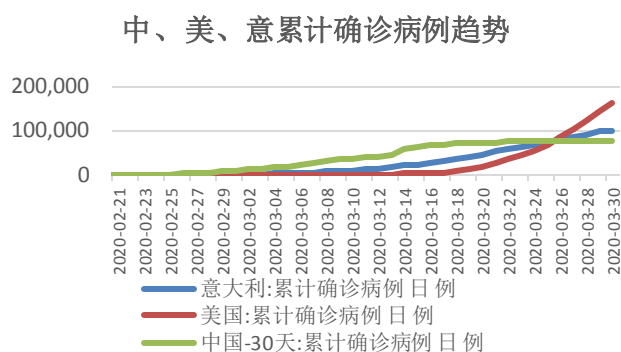
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 22 (主要国家新增确诊病例数排名, 例)



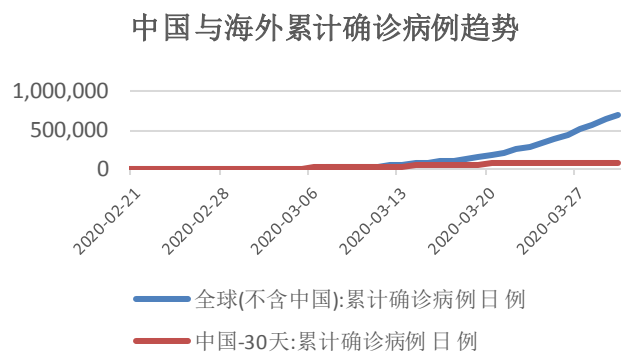
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 23 (中美意累计确诊病例发展趋势, 例)



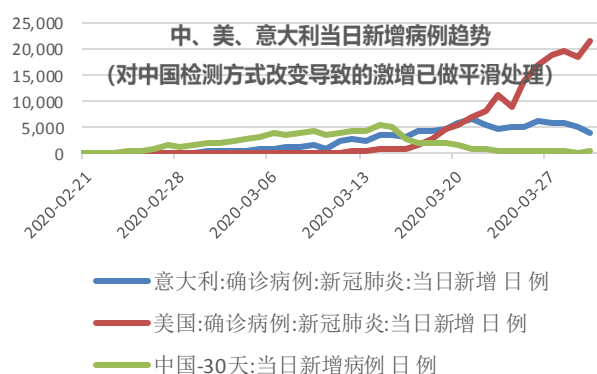
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 24 (中国与海外累计确诊病例趋势, 例)



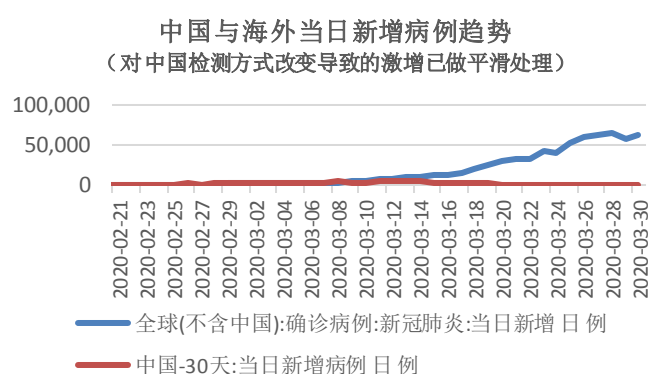
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 25 (中美意当日新增病例趋势, 例)



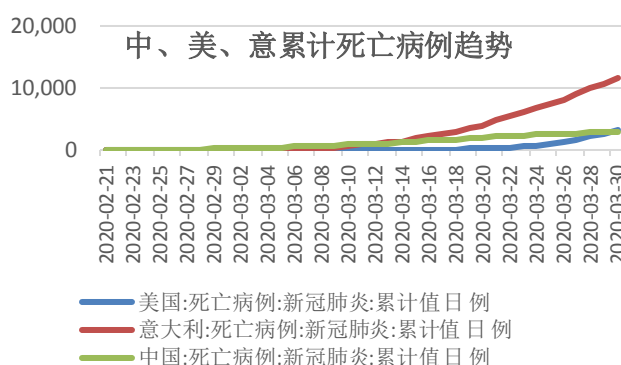
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 26 (中国与海外当日新增病例趋势, 例)



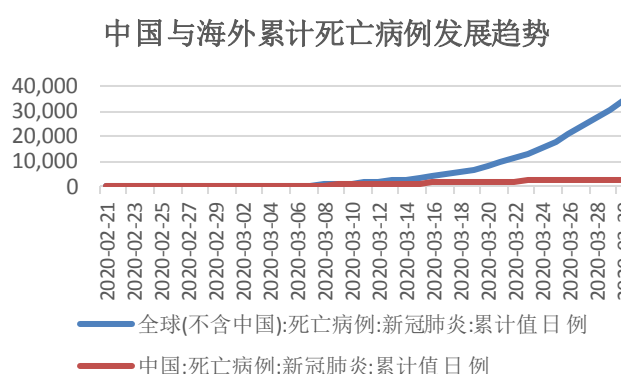
资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 27 (中美意累计死亡病例发展趋势, 例)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 28 (中国与海外累计死亡病例发展趋势, 例)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

7.2.防疫措施

针对这次疫情, 中国防控措施最严, 效果最好。其他国家采取的防控措施宽严不一, 效果也相差较大。目前, 中国抗疫取得了阶段向好的效果, 疫情在海外的蔓延升温很不乐观。中国主要采取了以下措施:

(1) 疫病重灾区武汉封城。自 2020 年 1 月 23 日 10 时起，全市城市公交、地铁、轮渡、长途客运暂停运营；无特殊情况，市民不要离开武汉，机场、火车站离汉通道暂时关闭。

(2) 四万名外省医护人员驰援湖北。目前全国各地共选派 330 多支医疗队，超过 4 万名医务人员驰援湖北，其中重症医学科、感染科、呼吸科、循环内科的专业人员达到了 16000 多人。

(3) 建医院。一是建专用医院。武汉火神山医院和武汉雷神山医院在一周内建成投入使用。2 月 8 日，雷神山医院 1600 张病床投入交付使用。二是建“方舱医院”，集中收治轻症患者。14 日，武汉市江夏区首家中医特色的方舱医院开舱。

(4) 隔离。有接触疫病可能的人隔离 14 天。出院的患者也须在隔离点进行 14 天隔离后再回家。

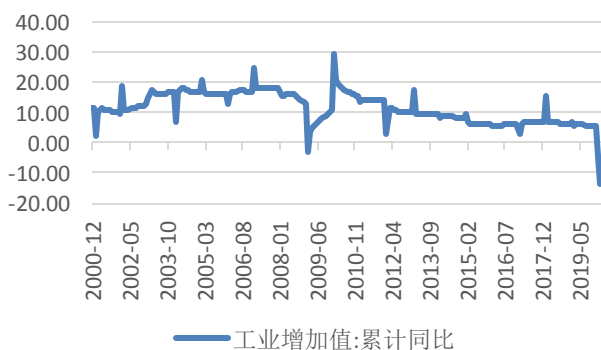
(5) 少聚会，戴口罩，关娱乐消费场所，提倡远程办公学习。多省市中小学春季延期开学，线下培训全线叫停，师生利用网络平台“停课不停学”。商场、影院等娱乐消费场所也得到暂时的关闭。

7.3.经济影响

目前，全球经济增长本就动力不足，受疫情影响，下行幅度很大。从中国 1-2 月的经济数据来看，均出现了大幅度的下滑，多个数据创造了有统计以来的单月最大跌幅。

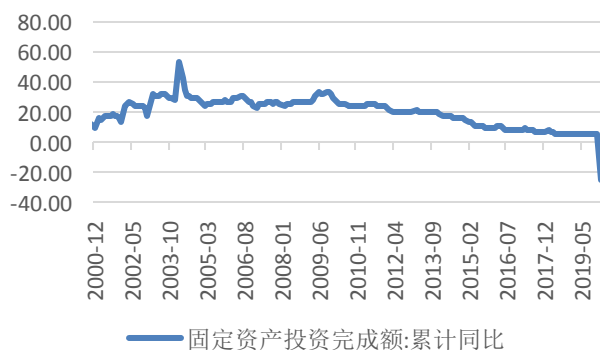
1-2 月，规模以上工业增加值同比下降 13.5%，去年同期为 5.3%。固定资产投资同比下降 24.5%，从环比速度看，2 月份下降 27.38%。社会消费品零售总额名义同比下降 20.5%，实际同比下降 23.7%。城镇调查失业率 6.2%，较上月下降 1 个百分点。出口增速下降 17.2%。2 月制造业 PMI35.7%，创历史以来最低值，3 月虽然有反弹，但主要是受环比低基数影响。估计一季度经济增速会很低，全年稳增长、稳就业压力很大。

图 29 (工业增加值累计同比, %)



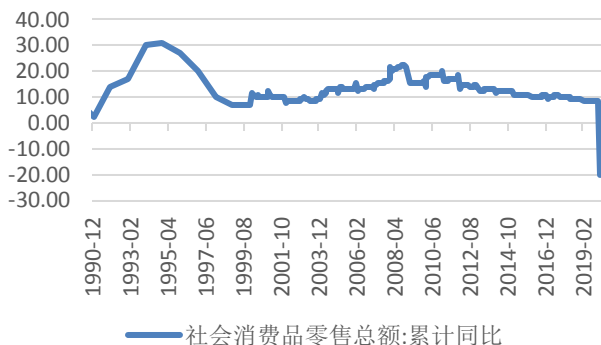
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 30 (固定资产投资累计同比, %)



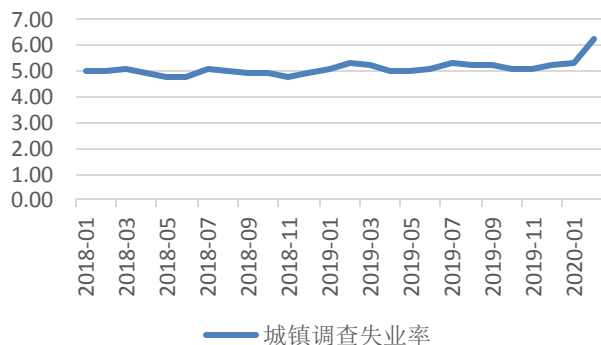
资料来源：国家统计局，东海证券研究所

图 31 (社会消费品零售总额累计同比, %)



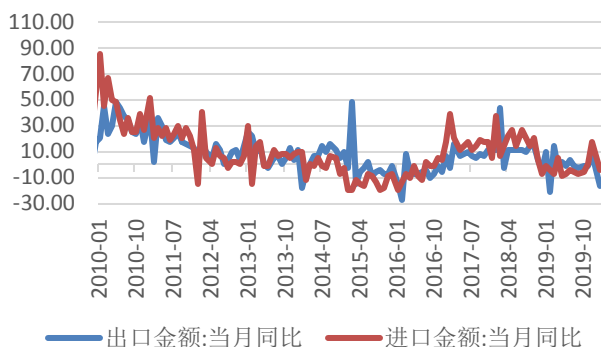
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 32 (城镇调查失业率, %)



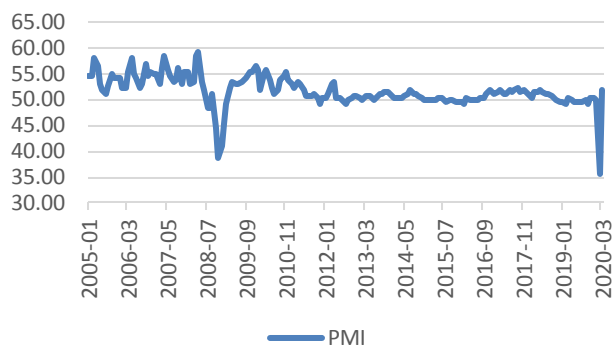
资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

图 33 (进出口当月同比, %)



资料来源: 海关总署, 东海证券研究所

图 34 (制造业 PMI, %)



资料来源: 国家统计局, 东海证券研究所

随着全球疫情的发展, 全球经济可能会出现很大幅度的衰退, 美国当周初次申请失业金人数迅速跳升至百万级别, 有人甚至已经与 1929-1933 年大萧条相比。

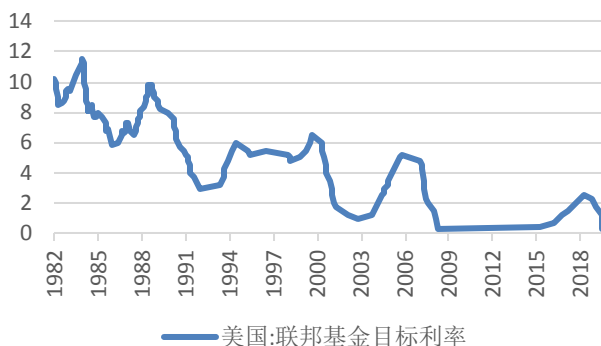
为了缓解疫情带来的影响, 在货币政策上, 美联储分别于 3 月 3 日和 15 日连续两次紧急降息, 将联邦基金利率降至 0-0.25% 区间。在货币投放上, 3 月 9 日宣布上调隔夜回购和定期回购操作规模分别至 1500 亿美元和 450 亿美元; 仅隔两天后, 又宣布将隔夜回购操作规模提升至 1750 亿美元; 3 月 12 日, 纽约联储又宣布了至少 1.22 万亿美金的资产购买计划; 3 月 15 日, 美联储在宣布降息的同时推出 7000 亿美元的 QE 计划; 3 月 23 日, 美联储宣布开放式 QE 计划, 包括开放式的资产购买, 每天都将购买 750 亿美元国债和 500 亿美元机构住房抵押贷款支持证券, 将流动性直接投放至金融市场。在财政政策方面, 3 月 26 日, 美国参议院通过了 2 万亿美元的经济刺激方案, 这是美国史上金额最大的经济刺激方案, 其中 2500 亿美元将用于给美国公民发放现金, 3500 亿美元将用于给小企业提供贷款, 2500 亿美元为因疫情失业民众提供福利, 5000 亿美元用于给受疫情影响严重企业、行业提供帮助, 1300 亿美元提供给医院, 其余将提供给各州政府等。3 月 31 日, 美国总统特朗普又喊出了 2 万亿美金的基建议案。

中国实施了相对宽松的货币政策和更积极的财政政策。在货币政策上, 在 2 月 1 日央行就设立 3000 亿元专项再贷款; 2 月 3 日-4 日, 央行在春节开市后的两日内就累计开展了 1.7 万亿元的逆回购操作, 2 月 10 日续作 9000 亿逆回购; 2 月 17 日, 央行开展 2000 亿元 1 年期 MLF 操作, 并下调中标利率 10 个 BP; 2 月 20 日, 1 年期 LPR 相应下调 10 个 BP, 5 年期及以上品种下调 5 个 BP; 2 月 25 日, 国务院确定增加再贷款再贴现 5000

亿元；3月13日，央行宣布3月16日期实施普惠金融定向降准，释放资金5500亿元；3月30日，央行将OMO利率下调20个BP；3月31日，国务院要求，增加中小银行再贷款再贴现额度1万亿元。在财政政策上，2月18日，国常会确定阶段性减免企业养老、失业、工伤保险单位缴费；2月20日，阶段性减免三项社保费用预计总额在5000亿元以上；3月27日，中央政治局会议决定，适当提高财政赤字率，发行特别国债，增加地方政府专项债券规模。

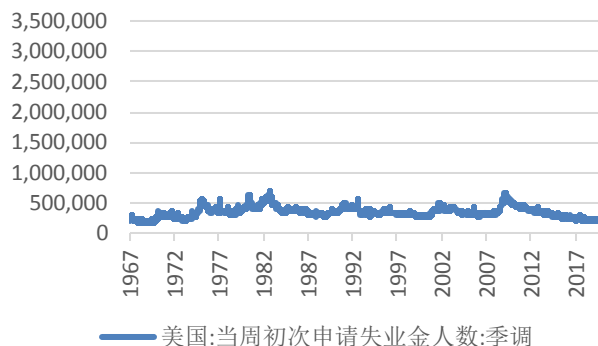
日本央行将ETF年度购买目标增加6万亿日元至12万亿日元，将日本房地产投资信托基金购买目标提升至1800亿日元，调整企业债、商业票据购买操作，将会购买更多的企业债、商业票据直至9月末。其他经济体在货币政策也进一步走向宽松来应对疫情，欧央行虽然维持三大利率不变，但采用新型工具，扩大QE规模；英国、加拿大、澳大利亚等国央行纷纷降息。G20峰会公告中提到了，将启动价值5万亿美元的提振经济计划，以维持全球供应链的稳定。

图 35 (美国联邦基金目标利率, %)



资料来源：美联储，东海证券研究所

图 36 (美国当周初次申请失业金人数, 人)



资料来源：美国劳工部，东海证券研究所

7.4.股市表现

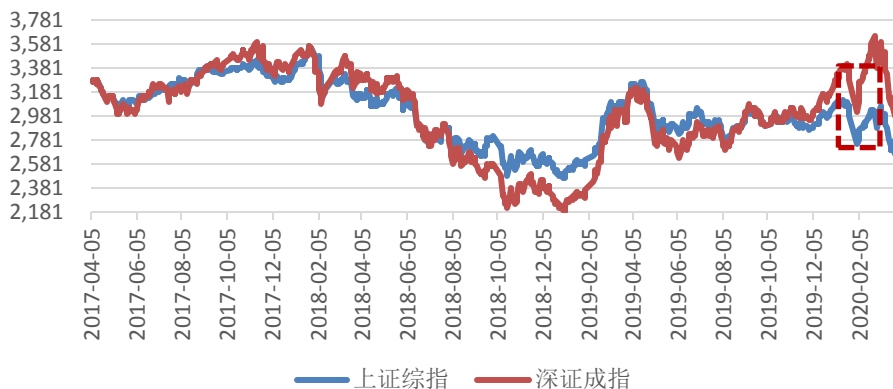
7.4.1. 中国股市大跌

自新冠肺炎发现到2020年1月23日，即春节前的最后一个交易日前，市场未出现明显的恐慌情绪，整体反应较为平淡。

春节假期全国新增确诊人数陡增，由春节前的几百例上升至上万例，市场的恐慌情绪开始迅速蔓延。2020年2月3日，鼠年首个交易日，受疫情蔓延影响，市场急剧回调。沪深两市大幅下跌，上证低开8.42%，创近23年记录。截至当日收盘，上证综指跌7.72%，报收于2746.61点；深成指跌8.45%，报收于9779.67点。但随着恐慌情绪迅速释放，之后市场情绪基本稳定，大盘迎来持续反弹。2020年2月4日-2020年2月12日的期间，沪指收八连阳，较最低点反弹程度超8%，创业板指八日累计涨幅更是达到16.12%。

但2月底开始，受欧美等海外国家疫情加剧的影响，美股更在3月内触发了4次熔断，上证综指与深证成指也呈现震荡下行态势。

图 37 (上证指数、深证成指行情)



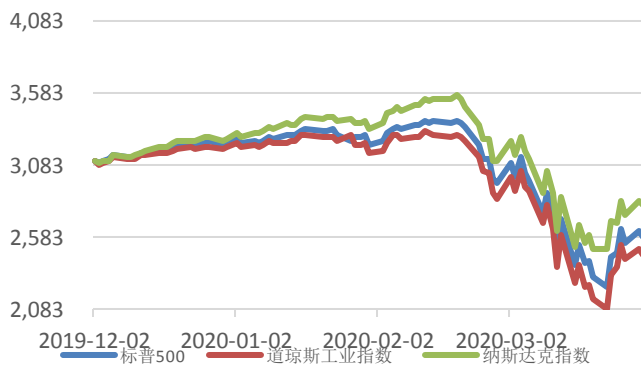
资料来源: Wind, 东海证券研究所

7.4.2. 美股历史性暴跌

美国股市已经上涨了十年, 2 月中旬美国疫情的大幅蔓延, 美股出现暴跌, 3 月份触发了四次熔断。3 月 9 日, 美股触发第一次熔断, 道指、纳指、标普 500 三大股指跌幅都超过了 7%, 分别为 7.79%、7.29%、7.60%。从 2 月底至今, 标普 500 指数从高点 3393.52 回撤至 2191.86 点, 累计跌幅达 35.41%; 道指累计跌幅 14.96%, 纳指累计跌幅 32.60%。

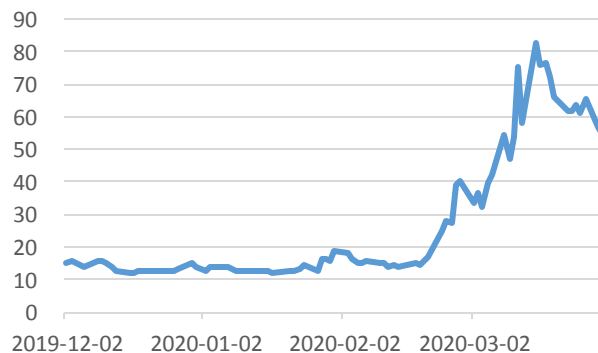
1 月份标普 500 恐慌性指数 VIX 均处于低于 20 的水平, 随着疫情的加剧, 2 月中旬以来, 恐慌性指数呈现明显上升趋势, 3 月美股震荡加剧后, 恐慌性指数大幅飙升。3 月 17 日, 标普 500 恐慌性指数单日涨幅达 49.90%, 收于 82.69, 创下收盘最高记录。

图 38 (美国三大股指行情)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

图 39 (标普 500 波动率指数: VIX)

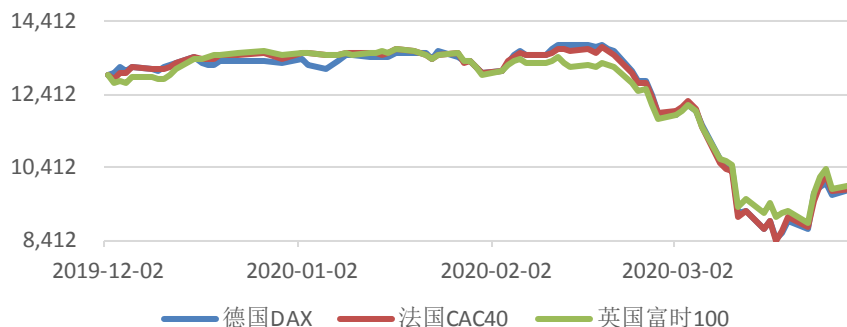


资料来源: Wind, 东海证券研究所

7.4.3. 欧股历史性暴跌

欧洲股市与美国一样出现了历史性暴跌。3 月 9 日, 全球股市遭遇“黑色星期一”, 美股触发熔断, 德国 DAX 指数当日下跌 7.94%, 创 2001 年 9 月 11 日以来跌幅最大的一天; 法国 CAC 指数跌幅 8.39%; 英国富时 100 指数下跌 7.69%。

图 40 (欧洲股市行情)



资料来源: Wind, 东海证券研究所

8. 密切关注新冠肺炎和风险发展

新冠肺炎疫情, 在中国已经得到有效控制, 但欧美主要经济体的疫情还在不断扩大的过程中, 目前全球确诊病例数已经超过 2009 年墨西哥流感。从目前发展态势来看, 新冠病毒流行风险及其可能触发的经济、金融风险均不能轻视。

1918 年的西班牙流感 H1N1 起始于第一次世界大战的末期, 共爆发了三波疫情, 持续时间较长, 主要爆发国家包括美国和欧洲等主要经济体。据估计, 西班牙流感在全世界共造成约 5 亿人感染 (当时世界人口约 17 亿人), 全球死亡病例数达到 5 千多万人, 这意味着全球三成的人被传染。但当时世界众多国家为一战的参战国, 美欧主要经济体处于战时状态, 经济增速较低, 股市已经历一轮较大的熊市后也已经跌到底部区间。疫情爆发时期, 在世界大战结束的大好形势下, 经济和股市呈现出从底部向上升的趋势, 疫情没有对经济和股市形成重创。根据世界银行预测, 西班牙大流感对全球经济发展拖累 4.8 个百分点, 主要集中在零售、农业和密集用工的制造业上。

1957 年的亚洲流感主要爆发于东南亚, 美国也相对较重, 持续时间相对较短。据世卫组织估计, “亚洲流感” 大约导致 100-400 万人死亡。当时我国正处于解放后的快速恢复期, 当年 GDP 增速下降 9.9 个百分点, 次年很快得到恢复。美国 1958 年一季度的 GDP 增速跌至 -10.0% 后也很快恢复。美股处于 1953 年开始的牛市中, 1957 年 6 月份亚洲流感传播到美国本土, 7 月中旬美股从阶段顶部的回落至 10 月末, 跌幅约 19%, 之后继续上行。

1968 年的香港流感主要爆发于中国大陆和香港, 美国也相对较重, 持续时间相对较短。据世卫组织估计, “香港流感” 大约导致 100 万多人的死亡。我国 1966 年开始 “文化大革命” GDP 增速仅 -5.7%, 疫情爆发的 1968 年为 -4.1%, 略有回升, 疫情影响从增速上表现不明显。香港经济正处于走出萧条阶段, 恒生指数经过四年熊市后处在 1967 年三季度见底至 1973 年的牛市中的开始阶段, 疫情对香港股市未形成显著的负面冲击。

2003 年的 Sars 疫病重灾区主要在中国, 全球疫情总规模和传播范围相对较小。据 WHO 数据, 全球累计患病 8422 例, 死亡 916 例。当时我国正处于对外开放全球化和对内制造业、房地产业大发展的早期, 疫情对经济只有季度性短期影响, 股市在疫情初期不跌反涨, 在爆发期有较大下跌, 后期受货币政策收缩影响有半年多的下跌。

2009 年的墨西哥流感主要爆发于墨西哥和美国, 持续时间相对较短。世界卫生组织确认, H1N1 流感造成约 1.85 万人死亡。美国 CDC 估计全球死亡 15.17-57.54 万例, 其中美国死亡 1.25 万人。当时处于 2008 年金融危机后的恢复阶段, 经济和股市处于大幅下跌后上升初期。疫情爆发的 2009 年, 墨西哥、美国、全球 GDP 增速分别下降至 -5.29%、-2.5%

和-1.68%，但均很快得到恢复。美国股市在疫情爆发初下跌，但在政府公布确认病例后开始上升过程。

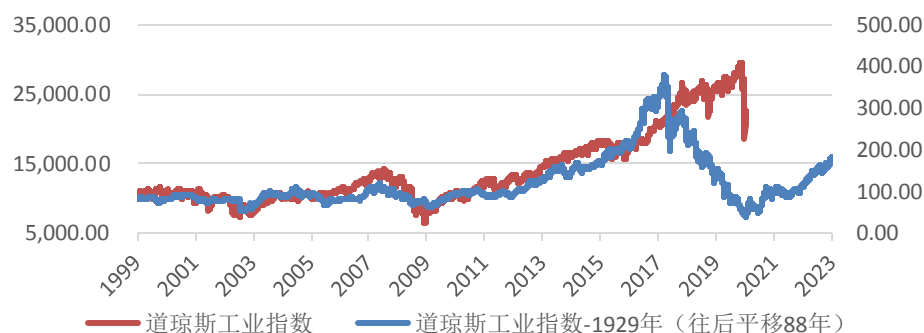
从历史的角度看，疫情爆发大多对短期的经济和股市有影响，长期主要还是受经济发展自身趋势决定。尤其是在长期下跌后的底区域发生疫病，其影响会小一些，加上其他重大利好事件，如 1918 年西班牙大流感，由于处于经济底部回升期，又有结束一战的利好，疫情的影响相对就不是太明显。

这次新冠肺炎疫情发生有四个不可忽视的特征。一是疫情重。目前的确诊病例和死亡病例已经超过 2009 年墨西哥流感。二是疫情传播范围广。世界主要经济体中，亚洲的中国、韩国，欧洲的意大利、西班牙、法国、德国、英国，北美的美国，目前来看都是疫情爆发的重灾区。三是传播时间可能会较长。亚洲的中国、韩国疫情发生早，控制力度大，短期集中爆发后已经得到较好控制；而美国和欧洲两大重要经济体的疫情却在继续扩大，目前尚很难预测结束时间。四是全球经济正处于景气度较低的艰难时期，而美国股市又处于 10 年来的高位。中国经济正处于结构转型的关键阶段，增速还在下行通道之中，欧美经济增长均后劲不足，而欧美日等发达国家货币政策已经使用到利率为零的几乎极限的水平。此时，如果疫情引发的风险不能被有效排除，则有可能会引发企业债务危机，导致经济金融危机。

目前，20 国集团已经承诺出台措施对抗疫情影响。美国在股市暴跌后出台了创历史的宽松政策，来防范金融、经济风险，估计短期内股市暴跌带来的流动性风险已经基本解除，但美联储极度宽松的货币投放仍然没有阻止住美股的下跌。随后，美国政府又出台了创历史的 2 万亿美元的财政刺激政策。股市暴跌现象得到一定缓解，但还不能说能够就此走好。后期发展主要还在于实体企业能不能在保持良性发展状态，全球主要经济体能不能相互合作，共度时艰。

结论：如果疫情能够在相对较短的时间内得到控制，全球合作顺畅，估计经济会在较快的时间内得到恢复，股市也会逐步走好，不会再下跌。美国道指前期的暴跌走势与 1929 年大萧条前期的走势很相似，如果大规模的疫病延续到下半年，主要经济体之间又不能有效合作，加上美国股市暴跌后已经存在一定风险，则这次疫病很可能会成为美国股市从高位中长期下跌的开始，导致经济熊市，并可能会产生经济金融危机。因此，需要密切关注全球疫情发展和主要经济体的国内外政策措施及其经济恢复情况，把握好发展趋势。

图 41 (美国道指与 1929 年走势比较)



资料来源：Wind，东海证券研究所

表 1 (历次疫情回顾概览)

	WHO 估计全球确诊数量 及死亡数量	CDC 估计全球确诊数量及 死亡数量	主要发生地	持续时间
黑死病 (鼠疫)	-	全球死亡超 2500 万；死亡人口主要在欧洲(根据公开资料整理)	欧洲	1347 年-1353 年
西班牙流感 H1N1	约 5 亿人感染(当时世界人口约 17 亿人)	美国死亡人数为 67.5 万人，全球死亡超 5000 万人	美国、欧洲、印度	1918 年 1 月-1920 年春
亚洲流感 H2N2	全球死亡人数 100 万-400 万	美国死亡人数为 11.6 万，全球死亡人数约 110 万，	新加坡、中国香港、美国	1957 年-1958 年
香港流感 H3N2	全球死亡人数约 100 万。	美国死亡人数为 10 万，全球死亡人数约 100 万，。	中国香港、中国大陆南部	1968 年-1969 年
Sars 病毒	全球确诊 8422 例，死亡 916 人。中国大陆地区死亡 349 人，香港死亡 300 人，台湾 180 人	美国 8 例确诊。全球确诊 8089 例，全球死亡人数 774 人。	中国大陆、中国香港、中国台湾	2002 年 11 月 16 日开始，爆发期为 2003 年 03 月-2003 年 04 月
墨西哥流感 H1N1	全球确诊人数 20 万-40 万，全球死亡 1.84 万人。美国死亡超 8533 人，欧洲死亡超 4879，东南亚死亡 1992 人。	美国死亡 1.25 万人，全球死亡 15.17 万例-57.54 万例。	美国、欧洲	2009 年 04 月-2010 年 08 月
新冠肺炎病毒 (截至 2020 年 4 月 1 日)	全球(除中国以外)新冠肺炎累计确诊病例近 86 万例，其中美国确诊近 22 万例，中国累计确诊超 8 万例。	美国累计确诊超 20 万例，美国死亡超 5000 人。	中国、美国、欧洲	2019 年 11 月-

资料来源：世界卫生组织 (WHO)，美国疾病控制与预防中心 (CDC) 官网，东海证券研究所

分析师简介:

胡少华，胡少华：博士，正高级研究员，东海证券研究所宏观策略分析师，2014年开始从事证券研究，曾从事期货研究3年，有多年企业和政府工作经验。

刘思佳：东海证券研究所宏观策略分析师，三年证券研究经验。

附注:

一、市场指数评级

看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%

看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间

看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

二、行业指数评级

超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%

标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间

低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

三、公司股票评级

买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%

增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间

中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间

减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间

卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

四、风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

五、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

六、资格说明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8621）20333619

传真：（8621）50585608

邮编：200215

北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

电话：（8610）66216231

传真：（8610）59707100

邮编：100089