

研究员：
陶敬刚
宏观经济
(8621)64718888-
1104

中国经济复苏势头有望加速

- **美国金融体系以及实体经济良性循环的机制已经初步开始运转。**美国金融系统再次发生大规模危机的可能性已经很小，而经济衰退虽然仍在持续，但是幅度也在收窄，并有望在下半年企稳回升。
- **美国货币供应的上升以及经济的复苏可能超出预期。**美国银行体系信贷的收缩使得货币乘数大幅下降，信贷的细微恢复将导致货币增速的快速提高；较低的库存水平使得生产能够对终端需求的细微变化产生超预期的积极扩张，经济的回升速度、幅度可能超出预期。
- **中国方面，经济复苏势头有望加速。**生产和需求相伴而生，具有自我创造和自我毁灭的功能。需求的回升导致生产的恢复和引致需求的上升，生产和消费的良性循环已经建立，工业生产持续性上升可期。我们预计4、5月份工业增加值累计同比增长分别达到6.8%、7.8%。
- **低迷的物价使得宽松的货币政策得以延续。**由于翘尾因素的存在，PPI仍然处于下滑的通道之中；而CPI可能在第四季度才能持续性回升，此前将维持在0线以下小幅振荡。物价维持在低位运行，使得央行仍然可以实施较为宽松的货币政策。活跃的信贷、活期存款比重的提高，使得货币增速可以维持在高位运行。
- **甲型H1N1流感影响全球经济复苏进程。**如果疫情能够迅速得到控制，那么甲型H1N1流感对于经济的冲击将是短暂的，对于各个行业以及资本市场的影响也是暂时性的；而如果疫情继续扩大，演变成2003年SARS的情景，全球经济复苏的进程可能受阻。

联系人
张燕华
(8621)64718888-
1287
zhangyanhua@st
ocke.com.cn
上海市长乐路
1219 号长鑫大厦
18 层
(200031)

正文目录

美国篇.....	4
美国经济：复苏可能超预期.....	4
一、房地产市场跌势趋缓.....	4
二、消费者信心回升将增加消费需求.....	5
三、企业库存消化接近尾声.....	5
四、不遗余力的财政货币政策刺激经济.....	7
中国篇.....	8
中国经济：复苏势头有望加速.....	8
一、第三批中央投资下放在即，投资增速可以维持.....	8
二、消费增长潜力巨大.....	10
三、贸易出口最坏时刻已经过去.....	13
四、工业生产复苏可期.....	14
五、物价继续低迷，货币信贷依旧宽松.....	15
风险篇.....	17
令人担忧的风险扩散：甲型H1N1 流感.....	17
一、直接打击养猪业以及其相关的上下游行业.....	17
二、利好医药业.....	18
三、冲击运输、餐饮旅游业.....	18
四、国际贸易和全球经济的下滑.....	19
五、对于汇率以及商品市场的影响.....	19

图表目录

图 1：美国住房销售环比数据.....	4
图 2：美国住房营建环比数据.....	4
图 3：住户借贷和个人储蓄率.....	5
图 4：消费者信贷萎缩.....	5
图 5：美国零售月度环比.....	5
图 6：消费者信心有所回升.....	5
图 7：美国批发商库存持续下降.....	6
图 8：批发商库存销售比触顶下行.....	6
图 9：零售商库存及销售.....	6
图 10：美国制造业存货持续下降.....	7
图 11：制造业订单跌幅收窄.....	7
图 12：美国LEI指数连续 9 个月下滑.....	8
图 13：美国物价水平低迷（环比）.....	8
图 14：美国货币供给.....	8
图 15：美元指数走势.....	8
图 16：城镇投资、国有及国有控股投资.....	10

图 17: 投资资金来源	10
图 18: 城镇固定资产投资部门划分	10
图 19: 社会零售总额增长	11
图 20: 家用电器和影像器材类实际增长	11
图 21: 汽车销售回暖	11
图 22: 乘用车销售	11
图 23: 客车销售	12
图 24: 货车销售	12
图 25: 主要城市商品房销售回暖	12
图 26: 国房景气指数	12
图 27: 居民收入增速放缓	13
图 28: 消费者信心指数企稳	13
图 29: 贸易出口反弹	13
图 30: 进出口价格指数与PPI	13
图 31: 出口量价指数	14
图 32: 进口量价指数	14
图 33: PMI指数在 50 以上继续攀升	15
图 34: PMI指数与工业生产	15
图 35: CPI指数	15
图 36: PPI指数	15
图 37: M1、M2 双双攀升	16
图 38: 贷款增速大幅攀升	16
图 39: SARS时期CPI环比变动	18
图 40: SARS期间住宿餐饮遭到打击	18
图 41: SARS期间客运大幅减少	19
图 42: SARS期间货运大幅减少	19
图 43: 非典严重的中国内地与香港贸易萎缩	19
图 44: 非典冲击工业生产和国民经济	19
 表格 1: 主要经济预测数据	 16
表格 2: 世界A型（甲型H1N1）流感疫情汇总（截止 5 月 3 日 11:30）	20
表格 3: 中国各地A型（甲型H1N1）流感疫情汇总（截止 5 月 3 日 8:00）	21
表格 4: 几大传染病资料	21

美国篇

美国经济：复苏可能超预期

最新的经济数据以及金融体系的运行状况使得我们相信，美国金融体系以及实体经济良性循环的机制已经初步开始运转。未来金融系统再次发生大规模危机的可能性已经很小，而经济衰退虽然仍在持续，但是幅度也在收窄，并有望在下半年企稳回升。

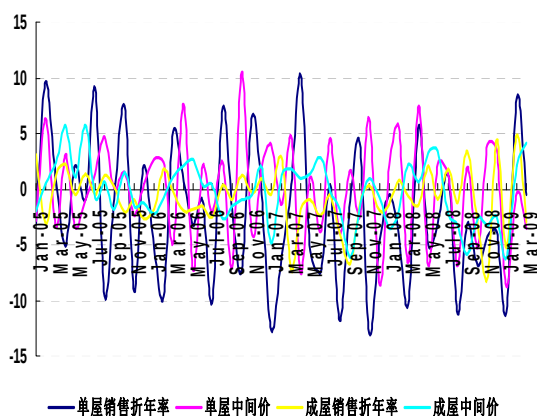
货币供应的上升以及经济的复苏可能超出预期。当前银行体系信贷的收缩使得货币乘数大幅下降，信贷的细微恢复将导致货币增速的快速提高。较低的库存水平使得生产能够对终端需求的细微变化产生超预期的积极扩张，经济的回升速度、幅度可能超出预期。

一、房地产市场跌势趋缓

房地产销售、营建以及建筑许可等数据在 2、3 月份分别给市场以惊喜和冲击。月度数据的波动在所难免，而总的趋势来说，房地产市场下滑的趋势正在放缓，未来 1-2 个季度内有望完成筑底的过程。

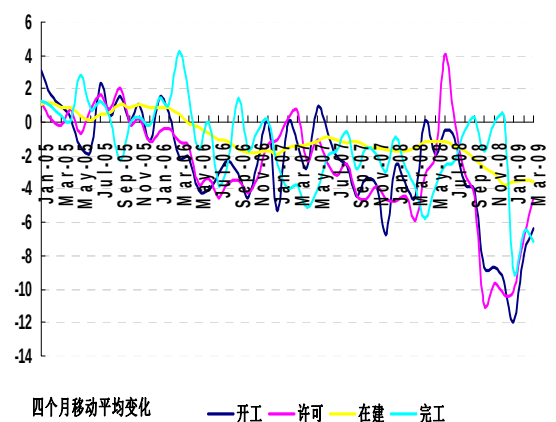
从房屋销售数据来看，2、3 月份单屋销售折年率分别环比增长 8.2%、下滑 0.6%，中价分别下滑 0.4%、3.5%；而成屋销售折年率分别环比增长 4.9%、下滑 3%，中价分别上涨 2.1%、4.2%。房屋销售已经摆脱了此前持续数月量价齐跌的状态，房屋（成屋）价格有所回升，销量开始企稳。销售好转的迹象也带动房屋营建的好转，4 个月移动平均的新开工、建筑许可数量均从 2 月份开始回升。因此，房地产市场的销售和施工均有企稳的迹象，有望筑底回升并拉动经济复苏。

图 1：美国住房销售环比数据



资料来源：CEIC 浙商证券

图 2：美国住房营建环比数据



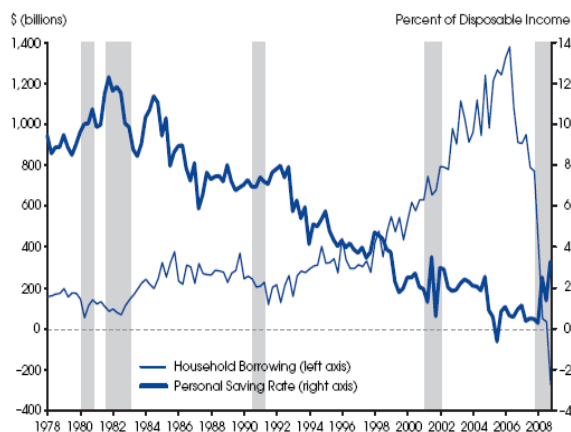
资料来源：Wind 浙商证券

二、消费者信心回升将增加消费需求

经济衰退下消费者大幅降低杠杆，消费信贷存量萎缩，出现负增长；同时，储蓄率快速回升到 2001 年前后的水平，未来居民的去杠杆化进程会相对缓和。

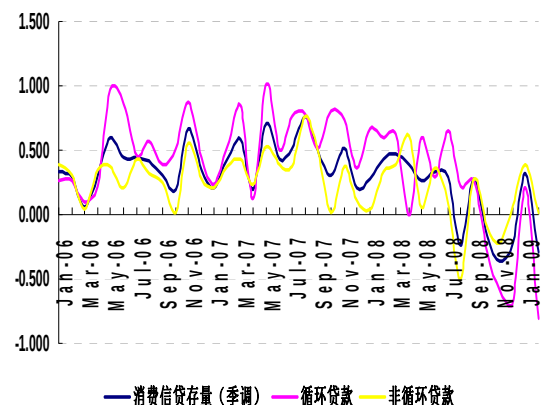
从零售数据来看，汽车消费的波动是零售数据波动的主要原因，并成为 2、3 月份零售下滑的主要原因。2 月份消费者信心指数、预期指数分别创下有史以来的最低值（分别为 25.3、22.3），3、4 月份以来，消费者信心指数、预期指数从底部持续回升，消费者信心的回升将促进消费信贷的恢复和零售的反弹。

图 3：住户借贷和个人储蓄率



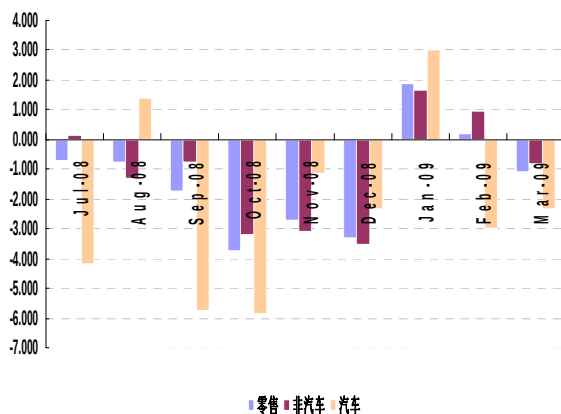
资料来源：FED BEA

图 4：消费者信贷萎缩



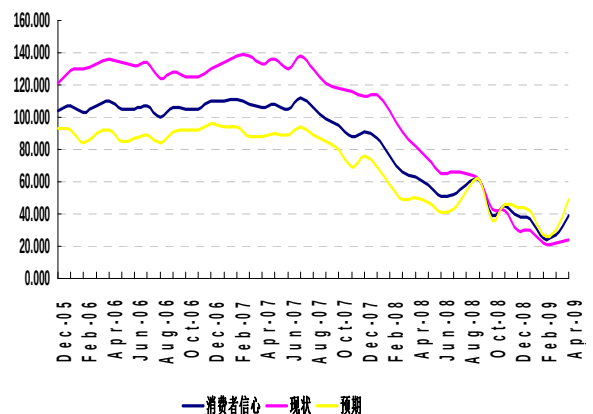
资料来源：Wind 浙商证券

图 5：美国零售月度环比



资料来源：CEIC 浙商证券

图 6：消费者信心有所回升



资料来源：Wind 浙商证券

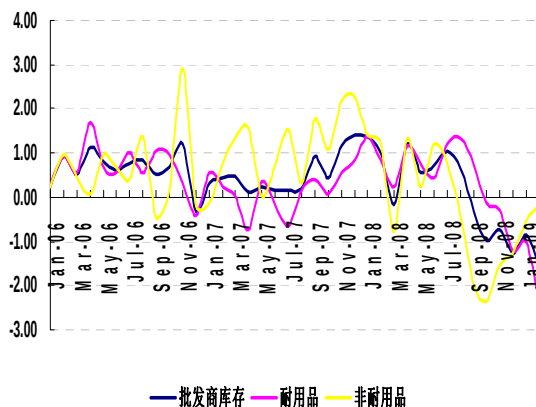
三、企业库存消化接近尾声

从 2008 年 9、10 月份开始至 2009 年 2 月份，批发商、零售商库存持续降低；由于销售持续下滑，批发商和零售商的库存销售比也在不断攀升。但是，从 2009 年 1 月份开始，零售商库存销售比开始从高点回落，而批发商库存销售

比在 2 月份也出现触顶下行的趋势。这些数据显示流通行业的库存消化已经接近尾声，流通行业将出现库存销售比下降和补库存的行为，意味着需求的回暖。

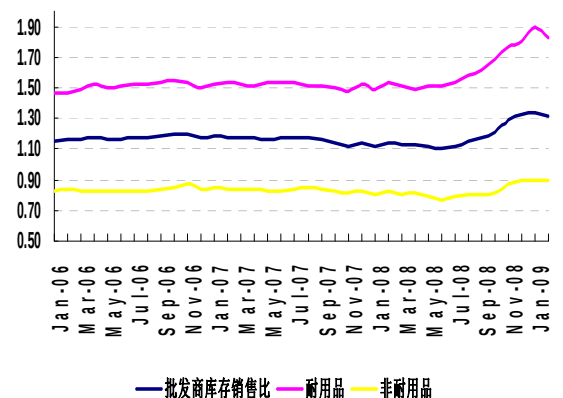
经过两个季度的削减存货，制造业存货处于历史低位；随着流通行业需求传导至制造业，制造业订单也会随之回暖。这意味着，一旦居民消费出现回暖，整个生产、流通链条将由于多米诺效应放大需求的上升，生产和经济扩张的程度可能超出预期。

图 7：美国批发商库存持续下降



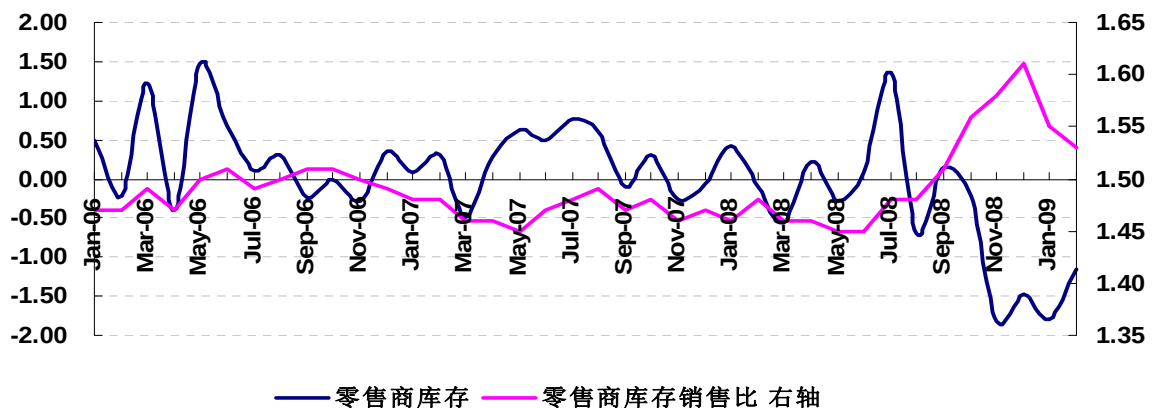
资料来源：CEIC 浙商证券

图 8：批发商库存销售比触顶下行



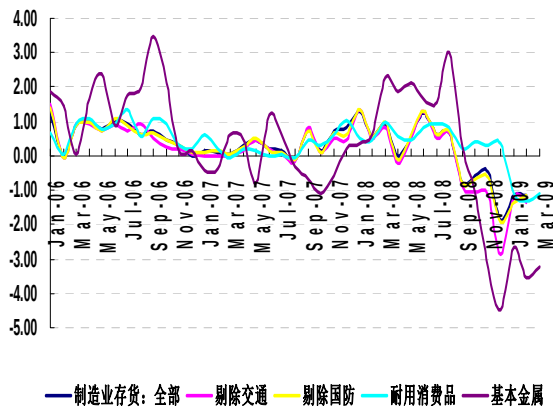
资料来源：Wind 浙商证券

图 9：零售商库存及销售



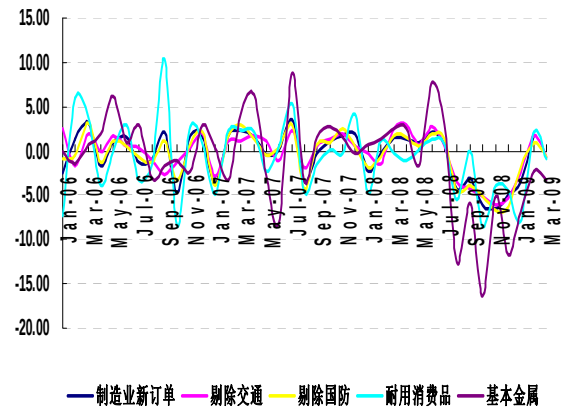
资料来源：CEIC 浙商证券

图 10: 美国制造业存货持续下降



资料来源: CEIC 浙商证券

图 11: 制造业订单跌幅收窄



资料来源: Wind 浙商证券

四、不遗余力的财政货币政策刺激经济

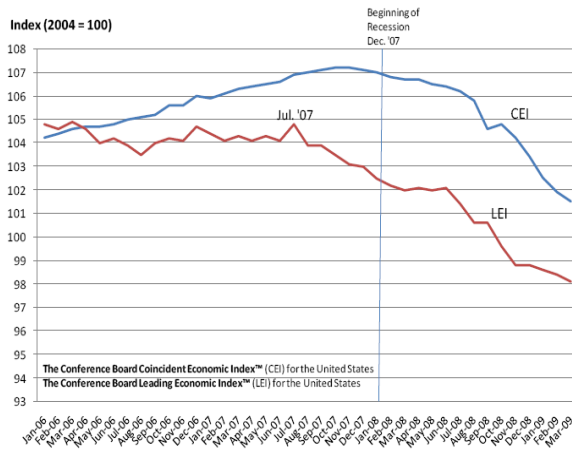
经济领先指数 (LEI) 显示美国经济仍然处于衰退之中, 使得美联储、白宫等机构仍将坚定不移刺激经济复苏。

奥巴马的财政刺激政策将陆续实施。白宫开始主导基础设施建设, 而退税政策也将拉动居民消费。较低的库存水平使得生产能够对终端需求的细微变化产生超预期的积极扩张, 经济的回升速度、幅度可能超出预期。

货币信贷有望逐渐恢复。金融体系已经基本稳定, 通过贷款“压力测试”的检验以及资本金的补充, 银行体系充足的资本金有望增加银行系统的主动性放贷; 同时, 低迷的物价为美联储定量放松提供了合理条件。银行主动性放贷和联储政策性放松都将扩张信贷, 提高当前经济的杠杆水平。当前银行体系信贷的收缩使得货币乘数大幅下降, 信贷的细微恢复将导致货币增速的快速提高。

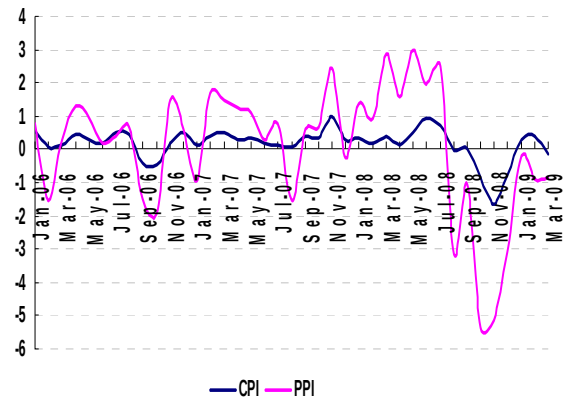
第三, 美元贬值的压力继续上升。美联储传统的利率等货币政策工具已经发挥极至, 未来将进一步推进定量放松等“创新型”政策工具的实施。虽然欧洲也有降息和定量放松的动机, 但是欧洲央行内部的不协调以及欧洲债券市场的客观局限使得欧洲央行实施定量放松的难度要大得多, 美联储的执行力更强; 同时, 经济企稳的预期将降低美元的避险需求。美元的贬值压力继续加大。

图 12: 美国 LEI 指数连续 9 个月下滑



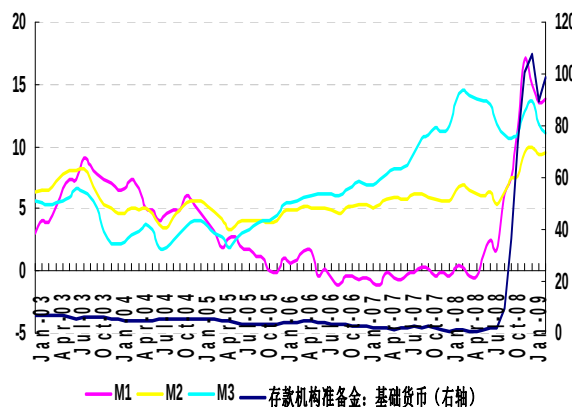
资料来源: The Conference Board

图 13: 美国物价水平低迷 (环比)



资料来源: CEIC 浙商证券

图 14: 美国货币供给



资料来源: CEIC 浙商证券

图 15: 美元指数走势



资料来源: Wind 浙商证券

中国篇

中国经济: 复苏势头有望加速

投资是最先启动的需求, 政府投资直接拉动了需求的增长, 私人部门的投资也有回暖迹象; 同时, 经济的自主性需求也在上升, 汽车、地产、零售、贸易出口等终端需求都有继续转好的迹象。

生产和需求相伴而生, 具有自我创造和自我毁灭的功能。正如需求的萎缩导致生产的下滑和引致需求的再次萎缩一样, 需求的回升导致生产的恢复和引致需求的上升, 生产和消费的良性循环已经建立, 工业生产持续性上升可期。我们预计 4、5 月份工业增加值分别达到 6.8%、7.8%。

一、第三批中央投资下放在即, 投资增速可以维持

政府投资依旧是投资增长的根本保证，而私人投资也有回暖的迹象。

第一季度城镇固定资产投资增长 28.6%，远远高于市场预期。投资的快速增长主要是政府主导投资落实的结果，占投资比重达 40% 的国有及国有控股投资增长 37.7%，远远超出历史以及投资整体水平。投资到位资金增长快于投资增长，投资有充足的资金保证，尤其是预算内资金增速达到 100% 以上，体现投资增长的政府推动要素。虽然财政收支较为紧张，使得政府主导项目的资本金来源减少，但是从 4 月 29 日国务院下调基建、房地产、钾肥、煤炭等行业投资项目资本金比例来看¹，落实投资的决心十分坚决。同时“信贷规模没有上限”等也说明宽松的货币信贷政策基调没有改变。4 月 15 日，国务院常务会议要求“抓紧推进前两批已下达项目投资建设，立即下达第三批中央投资”，政府主导投资的节奏有望保持平稳²。

另外，私人投资也有回暖的迹象。从行业划分来看，一季度私人部门主导的投资增速已经从 1-2 月份的 18% 上升到 21%³；制造业投资增速由 25.4% 上升到 27.3%。其中，农副食品加工业、皮革毛皮制造业、家具制造业、石油加工与炼焦业、化学化纤制造业、设备制造业、电力生产供应业投资增速继续下滑，其他行业投资增速均有明显的上升，显示制造业部门对需求的预期有所改善。

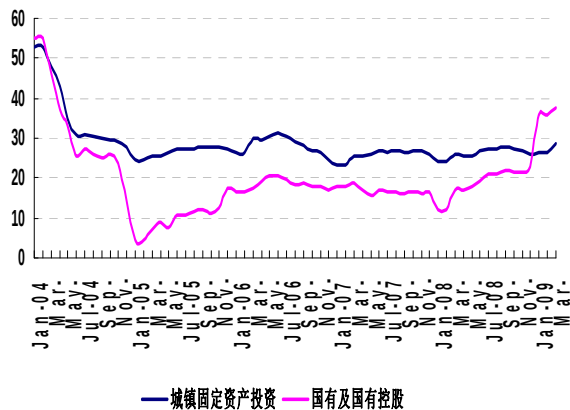
基于政府投资增速的可持续性以及私人部门投资回暖的迹象，我们认为投资增速可以维持，甚至有继续提升的空间。我们预期 4、5 月份固定资产投资增速能够维持在 30% 以上。

¹中国最早实施资本金比例规定始于 1996 年。按当时的规定，交通运输、煤炭项目资本金比例为 35% 以上；钢铁、邮电、化肥项目，资本金比例为 25% 以上；电力、机电、建材、化工等项目，资本金比例为 20% 以上。2004 年，钢铁项目资本金比例由 25% 及以上提高到 40% 及以上；对水泥、电解铝、房地产开发项目（不含经济适用房项目）资本金比例由 20% 及以上提高到 35% 及以上。

² 2009 年全年安排 9080 亿元中央投资，已经下达了 2340 亿元，年内仍有 6740 亿元额度。

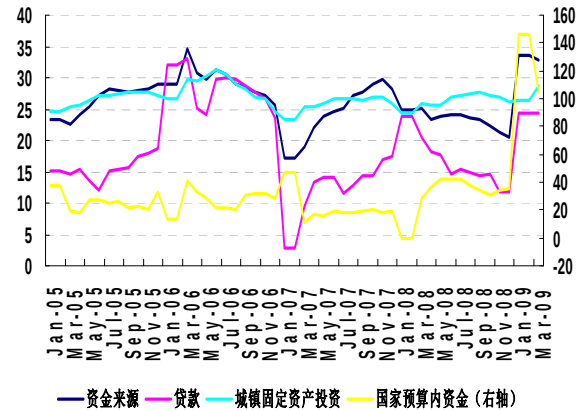
³政府主导的投资包括：第二产业：电力、燃气及水的生产和供应业，第二产业：建筑业，第三产业：交通运输、仓储和邮政业，第三产业：科学研究、技术服务和地质勘察业，第三产业：水利、环境和公共设施管理业，第三产业：居民服务和其他服务业，第三产业：教育，第三产业：卫生、社会保障和社会福利业，第三产业：文化、体育和娱乐业，第三产业：公共管理和社会组织；其他的行业划分为私人主导投资。

图 16: 城镇投资、国有及国有控股投资



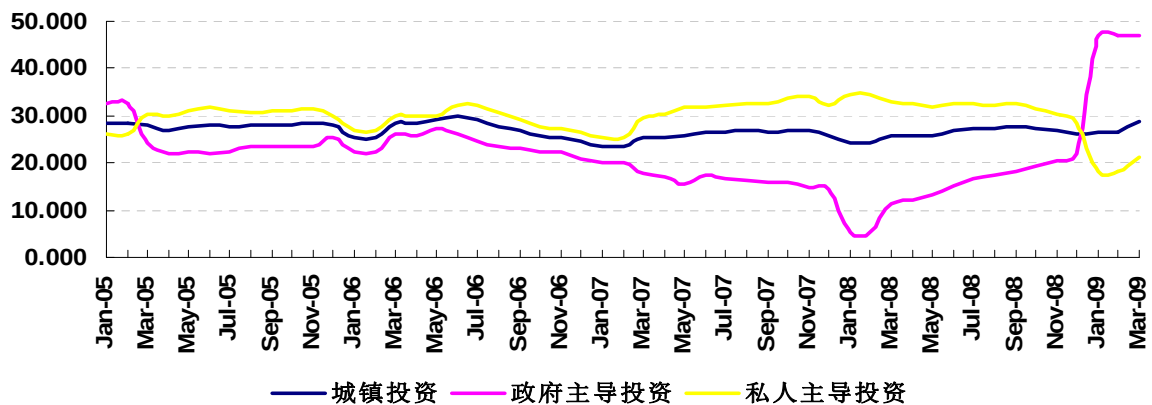
资料来源: CEIC 浙商证券

图 17: 投资资金来源



资料来源: CEIC 浙商证券

图 18: 城镇固定资产投资部门划分



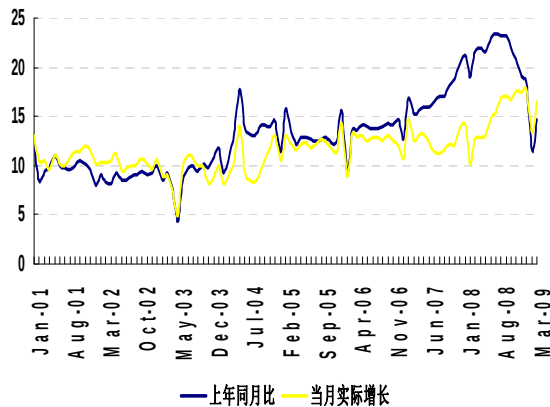
资料来源: CEIC 浙商证券

二、消费增长潜力巨大

3 月份零售额增速反弹至 14.7%，扣除物价负增长因素，一季度零售实际增长已经达到 15.9%，较去年同期和全年都有明显回升。

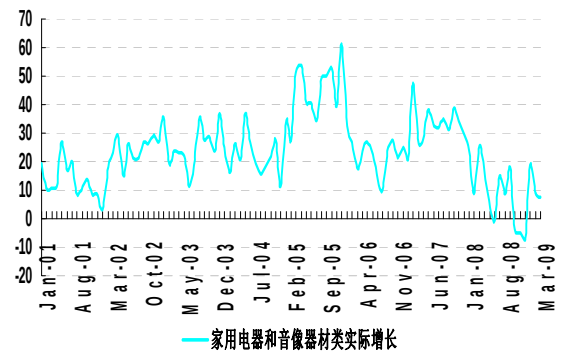
在政府家电下乡、汽车下乡等政策的刺激下，家电、汽车销售良好。而房地产市场销售也好于预期，反映刚性需求旺盛。

图 19: 社会零售总额增长



资料来源: CEIC 浙商证券

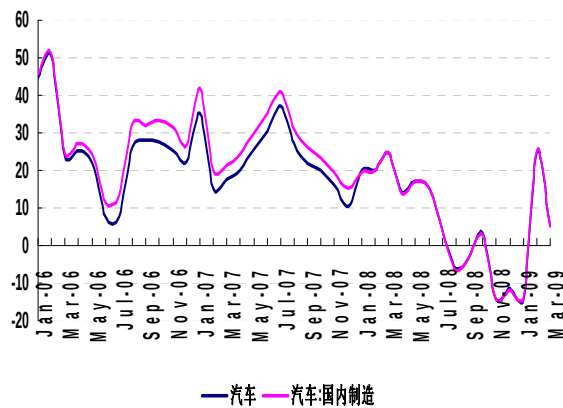
图 20: 家用电器和影像器材类实际增长



资料来源: CEIC 浙商证券

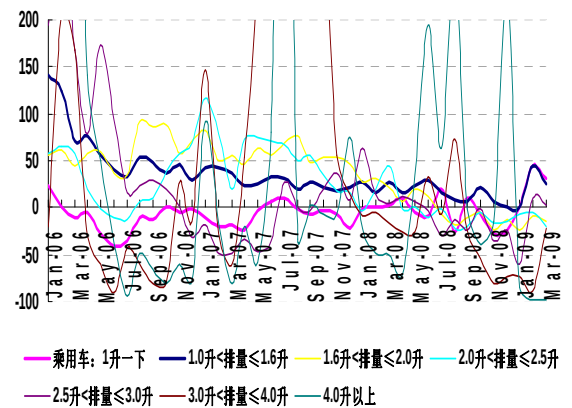
2 月份汽车销售扭转了此前连续 6 个月同比负增长的局面, 大幅增长 25%, 3 月份也维持了同比增长的态势, 这与世界其他主要经济体汽车销量大幅、持续下滑形成鲜明对比。尤其是, 低能耗、小排量汽车销售状况远远好于高耗能汽车 (乘用车和商务车均呈现此特征), 显示政府汽车下乡政策的刺激和引导作用显著。

图 21: 汽车销售回暖



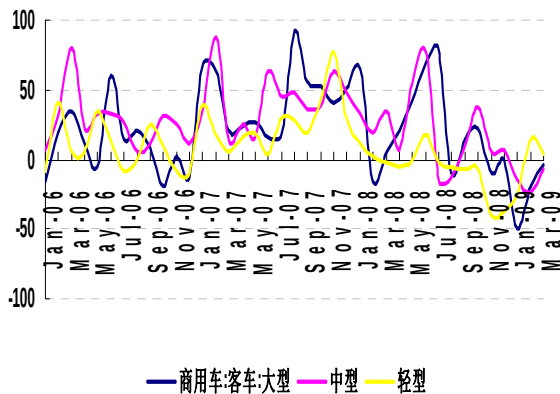
资料来源: CEIC 浙商证券

图 22: 乘用车销售



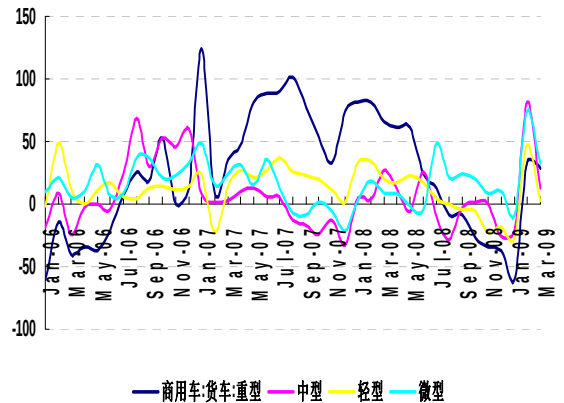
资料来源: CEIC 浙商证券

图 23: 客车销售



资料来源: CEIC 浙商证券

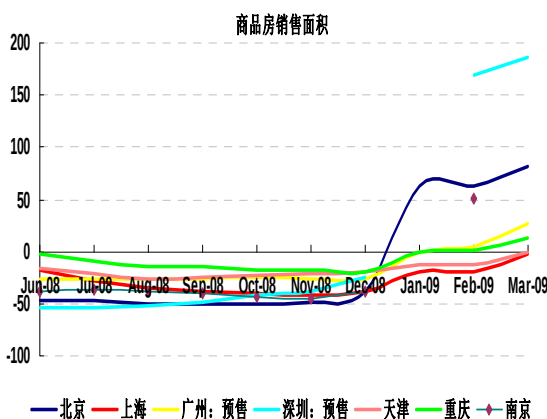
图 24: 货车销售



资料来源: CEIC 浙商证券

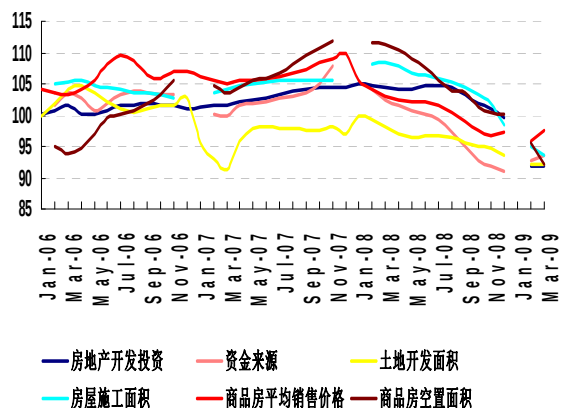
房地产市场运行态势也明显好转。北京、上海、广州、深圳、天津、重庆、南京等主要城市的商品房销售有了明显起色，同比降幅明显收窄；深圳、北京、南京、广州、重庆等地销售出现了报复性的反弹，同比大幅增长。主要城市商品房销售的回暖主要是前期销售急剧萎缩后刚性需求集中释放的结果，也说明房地产市场潜在需求旺盛，居民购买力相对充足。而从国房景气指数来看，商品房销售价格、资金来源、开发面积三个指标已经出现回升迹象，空置面积继续下降，显示房市场行业运行的态势趋于改善。

图 25: 主要城市商品房销售回暖



资料来源: CEIC 浙商证券

图 26: 国房景气指数

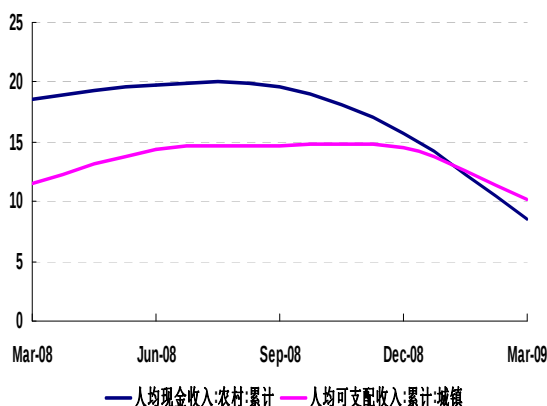


资料来源: CEIC 浙商证券

不可否认的是，经济下滑对居民的收入增长造成了负面的影响。2009年一季度，农村居民现金收入、城镇居民可支配收入同比分别增长 8.6%、10.2%，增速较去年明显放缓，但是考虑到物价因素后，居民实际收入增长放缓的幅度并不明显。同时，统计局公布的 3 月份消费者信心指数与 2 月份基本持平，显

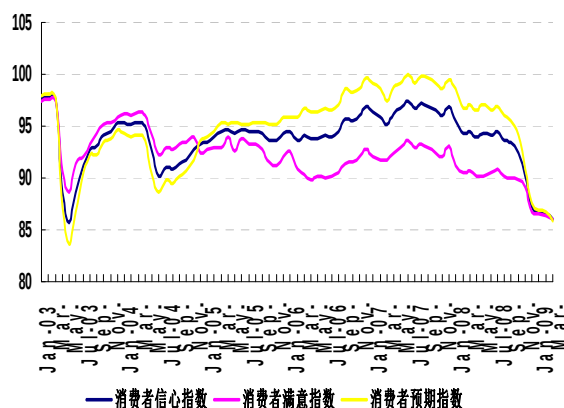
示消费者对于经济的预期已经不再恶化。随着经济形势的进一步好转，消费者信心的好转和消费意愿的增强也是可以期待的。我们认为，社会零售的快速增长是可以持续的，我们上调社会零售增速预期，预计4、5月份社会零售增长分别能够达到14.5%、15%。

图 27: 居民收入增速放缓



资料来源: CEIC 浙商证券

图 28: 消费者信心指数企稳

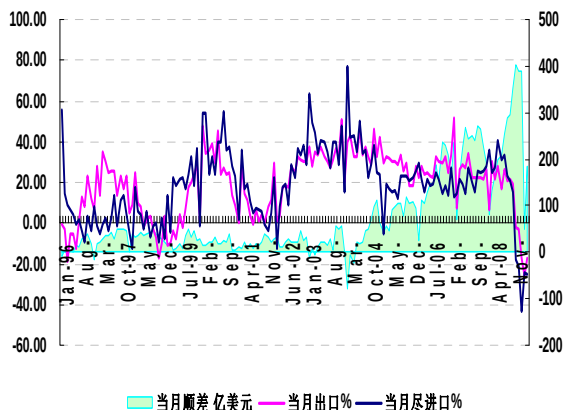


资料来源: CEIC 浙商证券

三、贸易出口最坏时刻已经过去

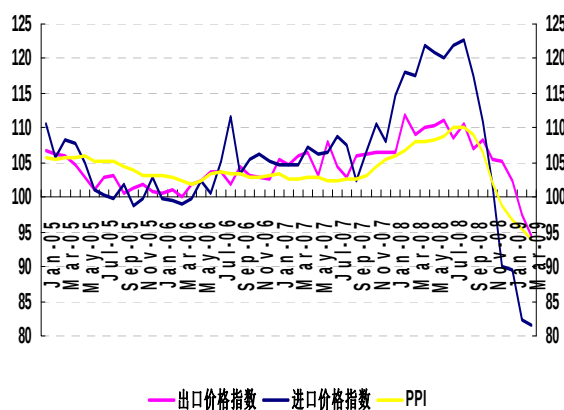
一季度，进口萎缩快于出口导致顺差大幅飙升。出口萎缩主要是量的萎缩，而进口萎缩主要是价的下跌。主要商品量值表显示，出口商品价格相对稳定，除原油、成品油出口（比重很小）价格明显下跌外，其余商品出口价格稳定甚至明显上升；进口商品价格大幅下跌。除农药、金属加工机床、飞机、汽车及汽车底盘的进口价格同比上升外，其他商品进口价格均明显下跌。

图 29: 贸易出口反弹



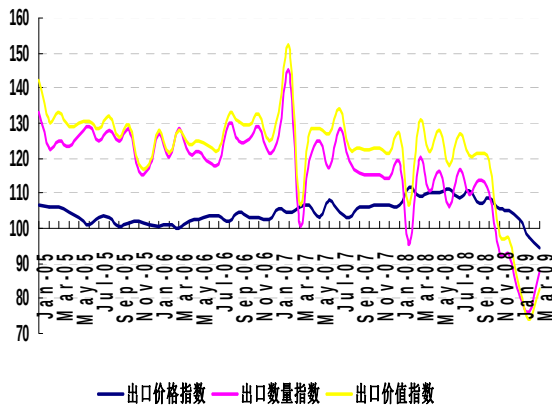
资料来源: CEIC 浙商证券

图 30: 进出口价格指数与 PPI



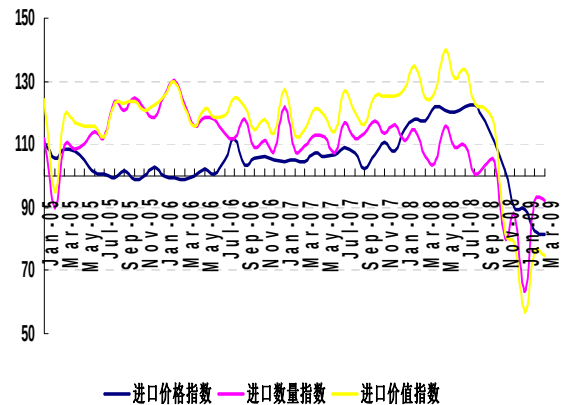
资料来源: CEIC 浙商证券

图 31: 出口量价指数



资料来源: CEIC 浙商证券

图 32: 进口量价指数



资料来源: CEIC 浙商证券

4-6 月份, 进出口价格还有继续下探的趋势, 但是空间有限; 未来的贸易数据主要取决于进出口量的变化。而进出口数量改善的程度逐渐强于价格恶化的程度, 使得贸易价值下滑的幅度逐渐收窄。

出口方面, PMI 出口订单指数从 2008 年 11 月份起一直在回升, 导致近两个月来出口数量下滑的幅度在持续收窄。在国外经济逐渐好转的条件下, 此趋势将持续; 出口的价格在 PPI 下滑的带动下可能在未来的 2、3 个月内继续拉大。总体上看, 出口增速基本稳定, 略有上升趋势, 出口的明显好转要到 7、8 月份才能实现。进口方面, 由于国内经济的企稳和复苏, 进口数量下滑的趋势将收窄, 而进口价格仍将惯性下滑 2、3 个月。总体上看, 进口的回暖趋势也很明显。

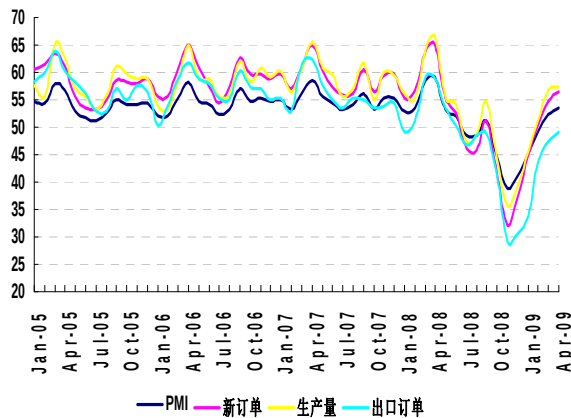
我们预期 4、5 月份贸易出口分别下滑 16.7%、13.7%, 进口分别下滑 22.9%、20.4%。贸易出口下滑幅度依旧小于进口下滑幅度 (仍然是价格因素的作用), 导致贸易顺差分别增长 31%、20%, 增速放缓。

四、工业生产复苏可期

制造业 PMI 指数从 2008 年 11 月触底以来, 持续上升, 3 月份首次超过 50 分界线, 4 月份继续攀升; 而新订单、生产量在 2 月份即超出 50, 并逐月攀升, 显示工业生产日渐回升。

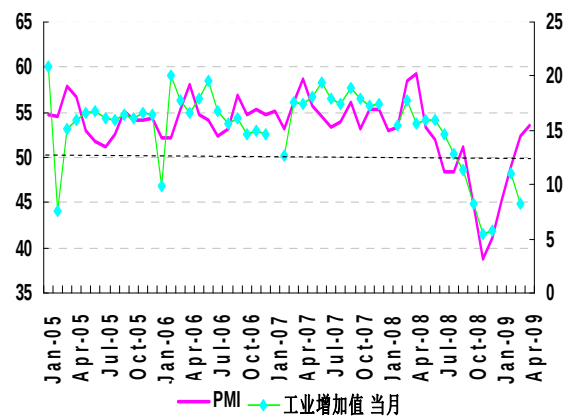
生产和需求相伴而生, 具有自我创造和自我毁灭的功能。正如需求的萎缩导致生产的下滑和引致需求的再次萎缩, 需求回升将导致生产的恢复和引致需求的上升。投资是最先启动的需求, 政府投资直接拉动了需求的增长, 私人部门的投资也有回暖迹象; 同时, 经济的自主性需求也在上升, 汽车、地产、零售、贸易出口等终端需求都有继续转好的迹象。生产和消费的良性循环已经建立, 工业生产的复苏可期。我们预计 4、5 月份工业增加值累计同比增长分别达到 6.8%、7.8%。

图 33: PMI 指数在 50 以上继续攀升



资料来源: CEIC 浙商证券

图 34: PMI 指数与工业生产



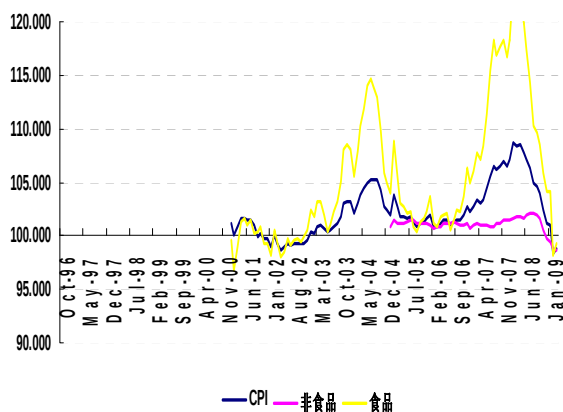
资料来源: CEIC 浙商证券

五、物价继续低迷，货币信贷依旧宽松

虽然 PPI 环比下跌的幅度正在收窄,且 PMI 购进价格在 4 月份已经上升超过 50,显示物价的环比变动已经接近底部,但是由于翘尾因素的存在, PPI 仍然处于下滑的通道之中。预计 7 月份前后 PPI 才会触底,并持续回升。而 CPI 可能在第四季度才能持续性回升,此前将维持在 0 线以下小幅振荡。

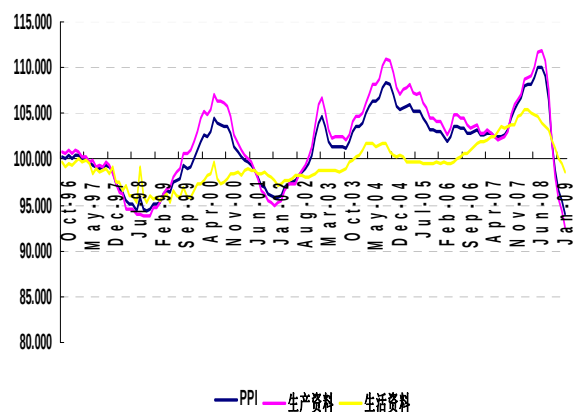
物价维持在低位运行,使得央行仍然可以实施较为宽松的货币政策。虽然降息空间仍然存在,但是信贷的大规模投放和货币供应的快速增长使得降息的必要性已经大大降低。目前央行已经表示今年没有信贷额度的上限,因此,在投资配套贷款等拉动下,新增贷款规模将远远超出 5 万亿的计划。活跃的信贷、活期存款比重的提高,使得货币增速可以维持在高位运行。**较为谨慎的预期,4、5 月份每月新增贷款也应该在 6000~8000 亿元, M2 增速保持在 24% 左右。**

图 35: CPI 指数



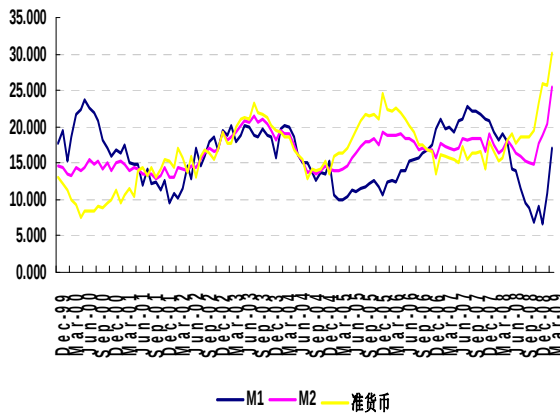
资料来源: CEIC 浙商证券

图 36: PPI 指数



资料来源: CEIC 浙商证券

图 37: M1、M2 双双攀升



资料来源: CEIC 浙商证券

图 38: 贷款增速大幅攀升



资料来源: CEIC 浙商证券

基于投资的高速增长、社会零售的坚挺、房地产汽车等行业的超预期运行、贸易出口改善的预期以及货币信贷的充足,我们认为工业生产和经济增长仍将继续好转,经济复苏势头明显。

表格 1: 主要经济预测数据

经济变量 (累计)	一季度	预测 (当月值)	
		4 月份	5 月份
零售 (名义值)	15	14.5	15
出口	-19.7	-16.7	-13.7
进口	-30.9	-22.9	-20.4
净出口	50	31	20
城镇固定资产投资	28.6	33	34
工业增加值 (累计)	5.1	6.8	7.8
对美元汇率 (元/美元)	6.8	6.8	6.8
CPI	-0.6	-1.6	-1.3
PPI	-4.6	-6.8	-7.5
M2	25.5	24.6	23.7
一年期存/贷款利率	2.25/5.31	2.25/5.31	2.25/5.31
法定准备金率	13.5	13	12.5

资料来源: 浙商证券

风险篇

令人担忧的风险：甲型 H1N1 流感扩散

2009 年 3 月 18 号，墨西哥首都墨西哥城发现人感染甲型 H1N1 流感⁴的病例。由于甲型 H1N1 流感的病理特性较为奇特，迅速在墨西哥扩散，并通过旅游、商务、游学等途径向美洲、欧洲、大洋洲、亚洲全球蔓延。4 月 25 日世卫组织（WHO）宣布墨西哥和美国发生的甲型 H1N1 流感疫情已构成“具有国际影响的公共卫生紧急事态”，并将流感大流行警告级别定位 3 级；27 日、29 日 WHO 连续两次调升至 5 级（意味着一种新的病毒已经在人际之间传染，大规模流感疫情逼近）。

如果疫情能够迅速得到控制，那么甲型 H1N1 流感对于经济的冲击将是短暂的，对于各个行业以及资本市场的影响也是暂时性的；而如果疫情继续扩大，演变成 2003 年 SARS 的情景，经济所受到的冲击将是长久和深远的。我们的分析主要考虑较为严重的疫情情景对于宏观经济的冲击。虽然 SARS 主要是人际间的传染，并不与特定行业直接相关，但是，面对疫情，人类本能的反应是相同的：一是避免接触，降低被传染的可能性；二是研制药物，战胜病毒。因此，在分析甲型 H1N1 流感大规模蔓延对于经济的影响时，利用 SARS 作为参照是合理的。

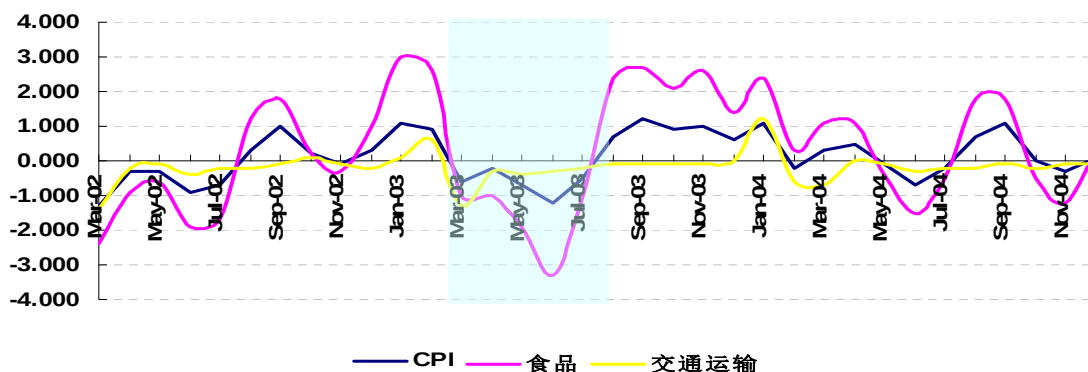
一、直接打击养猪业以及其相关的上下游行业

虽然医学认为甲型 H1N1 流感病毒无法在 71 摄氏度以上存活，但是生猪肉及其相关产品携带的病毒却可能在常温下感染人类，因此，居民降低猪肉的消费行为是理智的，而恐慌心理可能放大这一影响。墨美爆发疫情后，部分欧亚国家暂停墨美猪肉及其产品的进口。如果疫情进一步扩散，那么需求的降低可能具有持续性，供给将随之被迫调整。这样，将导致猪养殖的下滑，并降低对于饲料以及大豆、玉米等农作物的需求。由于猪、农作物供给调整的滞后性，势必在短期内导致猪肉、农作物价格的下跌；而供给调整（减少）后，如果疫情得到控制，需求回升，可能造成猪肉、农作物价格的上升。因此，甲型 H1N1 流感可能导致所谓“猪循环”的发生，并对物价和货币政策造成冲击。

短期内，猪肉以及农作物价格的下跌是不可避免的，而需求的降低更加深了对养殖户、饲料厂商、农产品生产者的利益伤害；如果疫情持续达到一定时间，养殖户、农产品生产者调整供给，那么就会对物价和货币政策产生明显的冲击，进而扰乱经济运行。

⁴初期被称为猪流感，目前世卫组织称为 A 型流感，中国称为甲型 H1N1 流感。

图 39: SARS 时期 CPI 环比变动



资料来源: 浙商研究 CEIC

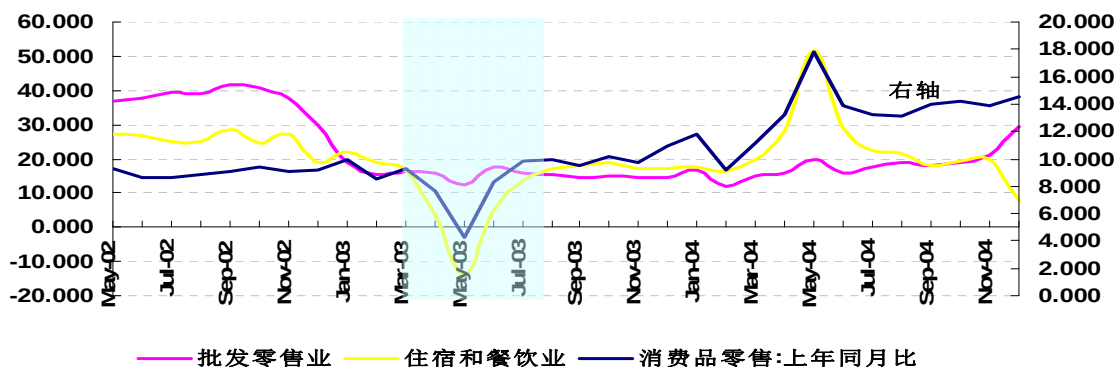
二、利好医药业

甲型 H1N1 流感的爆发直接导致甲型 H1N1 流感防治疫苗需求的提高, 并导致生产和研发投入的增加; 间接而言, 甲型 H1N1 流感的爆发将警示政府部门提高卫生安全意识, 加强对于相关流行性疾病的预防和治疗工作, 以及对于药物的研制与生产。因此, 短期看, 抗甲型 H1N1 流感药品生产研发企业能够受益, 而受益的程度取决于疫情发展的深度和范围, 具有一定的不确定性; 然而, 政府卫生安全意识提高以及引致需求的提高, 对整个医药行业具有较为深远的积极意义。

三、冲击运输、餐饮旅游业

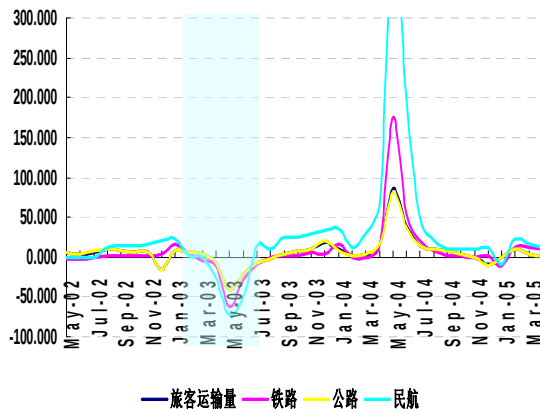
由于甲型 H1N1 流感能够在人与人之间传播, 各国政府提醒居民避免“扎堆”。居民的避险意识将导致外出就餐、旅游 (尤其是跨境游)、购物的减少。2003 年非典期间, 我国的航空运输、旅游、餐饮遭到严重打击。

图 40: SARS 期间住宿餐饮遭到打击



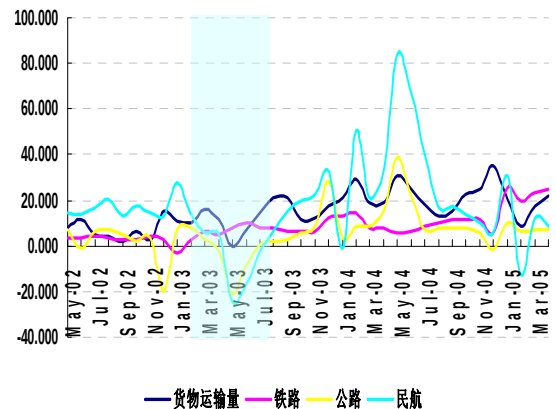
资料来源: 浙商研究

图 41: SARS 期间客运大幅减少



资料来源: 浙商研究 CEIC

图 42: SARS 期间货运大幅减少

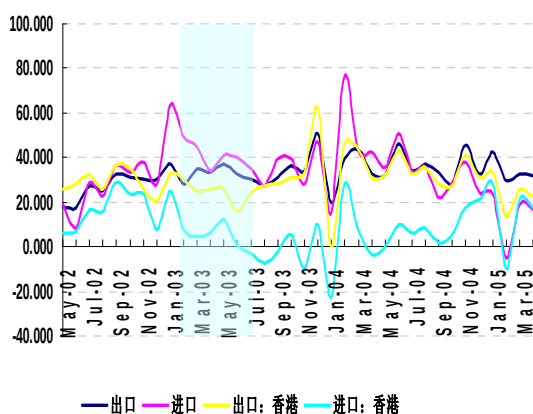


资料来源: 浙商研究 CEIC

四、国际贸易和全球经济的下滑

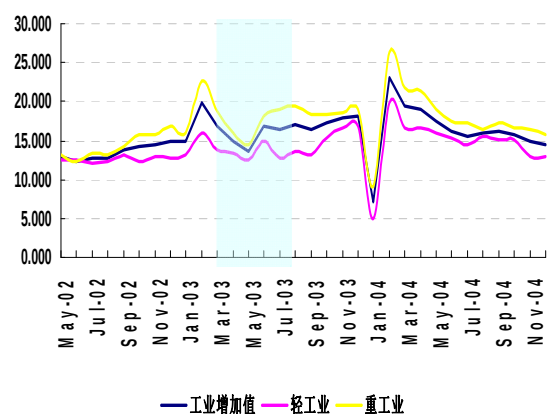
如果疫情持续较长时间并在美国、欧洲等主要经济体扩散,将导致全球经济的灾难。交通运输陷入瘫痪,贸易将大幅萎缩,将导致全球刚刚开始企稳的贸易再度遭受重创。贸易的萎缩将导致生产的萎缩和经济的下滑,并导致收入和消费的降低等一系列连锁反应。与 SARS 不同的是, SARS 主要爆发于中国(包括香港),而甲型 H1N1 流感已经有扩散到全球的迹象,尤其是美国、欧洲一旦出现较大规模的疫情,将对全球贸易产生巨大负面影响,推迟全球经济的复苏进程。根据世界银行 2008 年的估算,如果出现全球性的流感大爆发和传染,全球可能要付出 30 万亿美元成本,并造成全球的 GDP 减少近 5%。

图 43: 非典严重的中国内地与香港贸易萎缩



资料来源: 浙商研究 CEIC

图 44: 非典冲击工业生产和国民经济



资料来源: 浙商研究 CEIC

五、对于汇率以及商品市场的影响

甲型 H1N1 流感对于宏观经济的负面影响以及造成的心理恐慌,将导致短期内

美元以及黄金避险需求的上升。未来美元的走势取决于美、欧受到负面冲击大小的对比，需要关注疫情发展的态势。而经济受到的负面冲击无疑将降低全球范围内大宗商品的需求，并导致大宗商品价格的下跌。

表格 2: 世界 A 型（甲型 H1N1）流感疫情汇总（截止 5 月 3 日 11:30）

国家/地区	疑似病例	死亡人数	确诊人数
墨西哥	近 3000 人(新增近 300 人)	最新: 官方数字调整为 101 人	397 人(新增 16 人)
美国	162 人(新增 21 人)	1 人	162 人(新增 21 人)
加拿大	85 人(新增 34 人)	尚无	85 人(新增 34 人); 1 头猪(世界首次人传猪)
哥伦比亚	59 人(新增 17 人)	尚无	尚无
哥斯达黎加	129 人(新增 19 人)	尚无	2 人(新增 1 人)
洪都拉斯	9 人(新增 9 人)	尚无	尚无
秘鲁	1 人	尚无	1 人(新增 1 人)
智利	24 人(增加 16 人)	尚无	尚无
巴西	36 人(增加 36 人)	尚无	尚无
巴拿马	4 人(增加 4 人)	尚无	尚无
英国	600 人(新增 370 例)	尚无	15 人(新增 2 人)
法国	41 人(新增 9 例)	尚无	2 人
西班牙	116 人(新增 29 人)	尚无	13 人(新增 2 人)
德国	11 人(新增 7 人)	尚无	6 人(新增 4 人, 2 例人际感染)
捷克	3 人	尚无	排除感染可能
意大利	20 人(新增 19 人)	尚无	1 人(新增 1 人)
瑞士	29 人(新增 4 人)	尚无	1 人(新增 1 人)
丹麦	5 人	尚无	1 人(新增 1 人)
波兰	3 人	尚无	尚无
奥地利	5 人	尚无	1 人(新增 1 人)
荷兰	1 人(新增 1 人)	尚无	1 人(新增 1 人)
克罗地亚	1 人(新增 1 人)	尚无	尚无
罗马尼亚	1 人(新增 1 人)	尚无	尚无
爱尔兰	3 人(新增 3 人)	尚无	尚无
芬兰	2 人(新增 1 人)	尚无	尚无

葡萄牙	1人（新增1人）	尚无	尚无
瑞典	1人（新增1人）	尚无	尚无
新西兰	140人（新增4人）	尚无	16人（新增2人）
澳大利亚	128人（新增37人）	尚无	尚无
以色列	6人（新增3人）	尚无	3人（新增1人）
韩国	17人	尚无	1人（新增1人，属人际间感染）
泰国	1人	尚无	排除感染可能
日本	1人（新增1人）	尚无	尚无
印度	3人（新增2人）	尚无	尚无
中国香港	14人（新增7人）	尚无	1人（新增1人）
南非	2人	尚无	尚无

资料来源：凤凰网 浙商证券整理

表格 3：中国各地 A 型（甲型 H1N1）流感疫情汇总（截止 5 月 3 日 8:00）

省、市、区	隔离人数	疑似病例	确诊人数
北京	15人（北京地坛医院）	尚无	尚无
香港	270多人（香港湾仔维景酒店、尚有50人未取得联系） 18人（玛嘉烈医院） 29人（西贡麦理浩夫人度假村）	14人（新增7人）	1人（墨西哥人）
台湾	27人（之前未取得联系的1人已联系上）	尚无	尚无
上海	56人（之前未找到的7人已找到）	尚无	尚无
广东	28人（之前未找到的4人已找到）	尚无	尚无
浙江	6人	尚无	尚无
江苏	16人	尚无	尚无
云南	6人	尚无	尚无
河北	1人	尚无	尚无

资料来源：凤凰网 浙商证券整理

表格 4：几大传染病资料

	甲型 H1N1 流感	禽流感	普通流感	非典 SARS
传播途径	该病毒非常活跃，可由人传染给猪，猪传染给人，也可在人群间传播。	禽流感病毒迄今只能通过禽传染给人，不能通过人传染给人。	人际传播，空气飞沫传播为主。发病后 1~7 天有传染性，病初 2~3 天传染性最强。	患者为重要的传染源，SARS 冠状病毒主要通过近距离飞沫传播、接触患者的分泌物及密切接触传播。

症状	最初出现类似普通流感症状,但体温突然超过 39 度,肌肉酸痛感明显增强,伴有眩晕、头疼、腹泻、呕吐等症状或其中部分症状。	主要表现为高热、咳嗽、流涕、肌痛等,多数伴有严重的肺炎,严重者心、肾等多种脏器衰竭导致死亡。	普通人流感与人感染甲型 H1N1 流感后的症状相似。	以发热、干咳、胸闷为主要症状,严重者出现快速进展的呼吸系统衰竭。
潜伏期	新型甲型 H1N1 流感病毒可能在人体潜伏 7 天后才表现出病症。	人禽流感潜伏期一般为 1~3 天,通常在 7 天以内。	流感的潜伏期为 1-4 天,平均为 2 天。	4-10 天,最短为 1 天,最长有 20 天。 潜伏期不具有传染性。
死亡率	甲型 H1N1 流感的死亡率为 6.77%,其高致死率的主要原因是迷惑性强,来势凶猛。	人患禽流感死亡率达 60%。	普通流感可致死,但死亡率较低。	根据中国内地感染和死亡人数统计,死亡率为 6.5%。
高危人群	甲型 H1N1 流感致死的患者年龄绝大多数在 20 岁至 45 岁之间,属于青壮年。	在已发现的感染病例中,13 岁以下儿童所占比例较高,属于易感人群。	老年人,患有肝脏、肾脏、心脏等慢性病的人群,经常接触流感人群的医护人员,儿童。	人群不具有免疫力,普遍易感。
防治疫苗	世卫组织推荐的治疗药物是:达菲和金刚烷胺。 墨西哥经验证实,人感染甲型 H1N1 流感可以治疗,但是不能预防。	各国已在研制预防禽流感的疫苗。	已研制出预防疫苗,接种时间多为每年 10-11 月中旬,每年接种 1 次。	无
疫情	2005 年 12 月至今年 1 月,美国只发现过 12 例人感染甲型 H1N1 流感病例。2009 年 3 月初开始在墨西哥出现,4 月份大面积爆发,引起全球关注。	1997 年 5 月 9 日,香港一名 3 岁男童分离出一株流感病毒,同年 8 月确诊为全球首例由 H5N1 禽流感病毒引起的人间病例,至当年底,香港共发生 18 例确诊病例;2003 年底开始,韩国、日本、越南相继出现疫情;2008 年香港、2009 年中国大陆疫情明显加重。	较为常见	2002 年 11 月份开始在广东出现;2003 年春天大规模爆发,2 月中旬,非典疫情传至香港,并由此引发了非典的国际大流行;2003 年 6 月份基本结束。截至 6 月 24 日,中国内地累计报告非典型肺炎患者 5327 名,死亡 348 名。

资料来源:浙商证券整理 截止日期(北京时间):2009/4/27

研究员介绍：陶敬刚，上海财经大学经济学（金融学专业）硕士，现为浙商证券宏观经济研究员。

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。