

2020年2月13日

高級經濟研究員蘇傑

## 疫情發展對內地和香港股市的影響

去年12月以來，新型冠狀病毒肺炎疫情從湖北武漢開始向中國全境蔓延，並逐漸擴散至全球其他國家和地區，對金融市場產生衝擊。其中，首當其衝便是內地與香港股市。由於香港農曆春節假期較內地短，股市震盪較早出現，截至1月31日恒指累跌5.72%，自1月20日高位下跌9.4%；內地股市延至2月3日節後開市，上證指數與深成指全日分別收跌7.72%和8.45%，反映疫情引爆的市場恐慌情緒。2月3日至7日當周，內地股市在首日大跌後連續四個交易日上漲，香港股市則在連續四日上漲後轉入調整。本周內地股市連續三個交易日上漲，港股則在週一調整後連續兩日上揚。市場高度關注，未來疫情發展對內地和香港股市將產生何種影響。本文將結合國際國內市場在疫情衝擊下的歷史表現，對此展開分析。

### 一、疫情影響國際股市的歷史表現

一般而言，突發疫情對金融市場的衝擊多是短期而顯著的，隨著疫情的結束，市場多迎來觸底反彈。全年走勢則取決於其他綜合因素的作用。

1、上世紀90年代，韓國股市曾多次遭受疫情等不利因素衝擊，股市指數大幅波動走低。與此同時，境外長期資金乘機大舉買入，市場國際化發展更上臺階；

2、2009年世界衛生組織首次認定國際公共衛生緊急情況H1N1，次年3月美國逾萬人患病死亡。美國股市在短期震盪後，受惠經濟復蘇和經濟結構調整，步入長達10年的長牛。受疫情影響嚴重的墨西哥股市2009年仍錄得全年上揚；

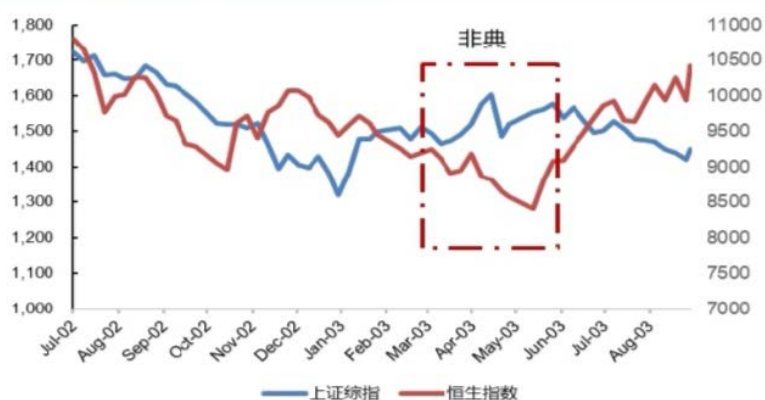
3、2014年10月埃博拉病毒肆虐，在經歷短暫震盪後，疫情資訊很快被市場消化，全球主要市場不超過20個交易日即恢復常態；

4、2016 年寨卡病毒危機未影響巴西裡約奧運會日程，當地股市全年錄得強勁增長。

## 二、2003 年 SARS 疫情期間內地與香港股市表現

2003 年春季內地 SARS 疫情來勢洶洶，先後經歷認知不足、大規模爆發、疫情發酵和疫情結束四個階段，與之對應，內地和香港股市也從反應溫和、緊張與恐懼情緒蔓延、市場情緒逐漸消化後趨於平穩到結束後股指反彈至疫情前水準。

非典期間港股和 A 股股指走勢（次縱軸為恒生指數）



### 1、SARS 疫情發展脈絡

2002 年 11 月，SARS 疫情自廣東順德首發，12 月第一例在河源確診；次年 2 月，疫情向全國及其他國家、地區蔓延；3 月世界衛生組織發出全球警告；4 月疫情加劇，全國加大防治力度；5 月新增病例快速下降，29 日北京首現新增零增長；6 月 15 日新增及疑似病例不再增長；8 月 16 日，衛生部宣佈實現零個案，SARS 疫情基本結束。

### 2、SARS 疫情期間內地股市表現

2003 年的內地股市對疫情的反應較國際市場(比如港股)相對滯後。在經歷了溫和期後，到 4 月中下旬才開始調整，至 5 月初上證指數下跌約 8.5%。隨著病例新增速度下降，內地 A 股觸底反彈。6 月中旬，當疫情接近尾聲時，A 股再度回調，但已不再是由於疫情衝擊。從下跌到反彈的時間看，僅用了 12 個交易日。全年上證綜指收漲 10.27%。

### 3、疫情期間港股表現

再看 2003 年疫情同樣嚴重的香港，鑒於市場國際化水準與成熟度高於內地股市，港股反應較 A 股提早 1 個月。3 月中旬，隨著世界衛生組織發出全球警告，恐慌情緒瀰漫，恒指展開調整，到 4 月底累計下跌約 8.5%。其中，有關“吃、喝、住、行、遊”相關概念股在大市調整中遭受重創。之後恒指逐漸回穩。6 月中旬隨著新感染個案降至個位數，恒指開始反彈。同時，特區政府成立“振興經濟專責小組”，制定多項應對舉措的同時，配合 CEPA 等強化兩地經貿與服務交流措施，加上外資大舉進入，10 月 15 日恒指突破 12050 點，是 2001 年 8 月以來的首次。與內地股市類似，港股在經歷四個階段後，全年恒指上漲 34.92%，疫情陰霾一掃而空。

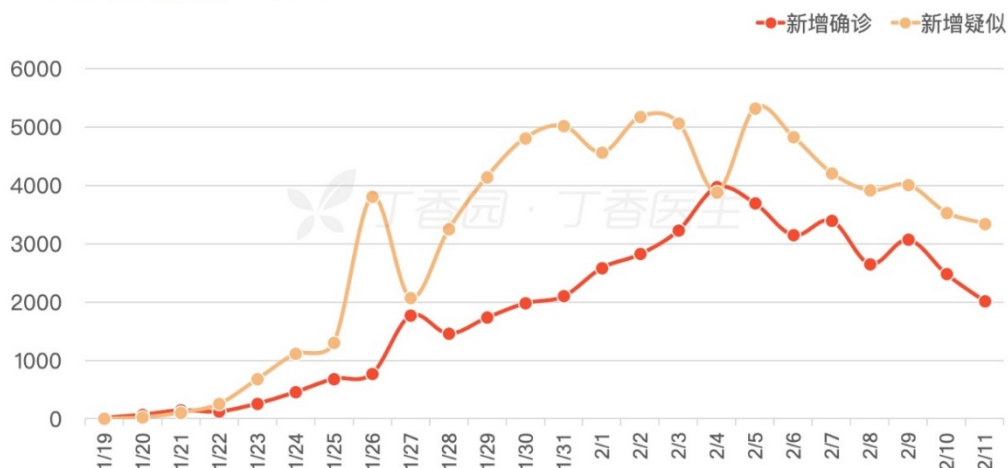
### 三、疫情發展對內地股市的影響評估

從此次新型冠狀病毒的疫情發展來看，與 2003 年的 SARS 疫情相類似，也經歷了從認知不足到大規模爆發的市場恐慌情緒階段，並且面臨氣候不利因素、病毒複雜程度、感染個案和死亡人數等均超越 SARS 的情況，因此，此次內地 A 股調整相對急促。同時，由於去年全年上證指數和深證成指分別按年上漲 22.3%和 44.1%，市場借疫情因素展開調整。

與 2003 年情況不同的是，內地 A 股當前面臨更為有利的政策因素與技術因素：一是國家重視程度前所未有，全社會上下全面打響抗擊疫情阻擊戰，舉國體制集中力量辦大事的能力大幅提升。特別是在金融領域，中國人民銀行、財政部、銀保監會、證監會和國家外匯管理局聯合下發《關於進一步強化金融支持防控新型冠狀病毒感染肺炎疫情的通知》，各部門在流動性支援、機構配置、業務安排等方面為市場及投資者提供政策保障和制度馳援，對恢復市場信心發揮重要作用；二是中國綜合實力顯著增強，加上科技進步日新月異，網路保障、資訊共用及應急回饋機制日漸成熟；三是 2003 年內地上證 PE 值高企於 35-40 倍左右，而目前 PE 值基本位於 13-15 倍區間，股市下跌為投資者趁低吸納提供良機。因此，比起 2003 年，A 股自單日大跌後反彈的速度更快，持續時間也更長。

從疫情發展的前景來看，截至 2 月 11 日，內地疫情呈現新增確診及疑似持續下降、潛在風險人群仍在增長、治癒增速超過死亡增速等三大趨勢。從與 SARS 疫情的比較可見，2003 年疫情持續近 10 個月，

全國疫情新增趨勢圖

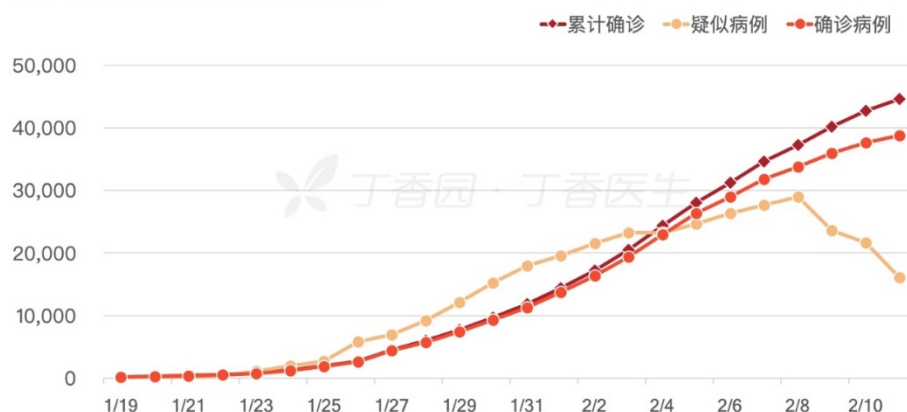


而目前此輪疫情剛剛經歷兩個多月，尚難判斷何時出現高峰和拐點，仍具較強不可預測和不確定性，市場恐慌情緒只是暫時平復，並未徹底消退。

展望未來，短期而言，內地 A 股市場走向仍取決於疫情發展態勢：如果各項應對政策措施有效得力、疫情基本受控，內地 A 股將進一步靠穩；反之，若疫情惡化或出現更多變數，不排除 A 股展開新一輪調整。

中長期而言，隨著疫情受控，未來內地 A 股市場的主要影響因素將從疫情發展逐步回歸制度改革和金融開放兩大主軸。在制度改革方面，隨著《證券法》修訂塵埃落定，以資訊披露為核心的註冊制改革持續推進，創業板與新三板改革蓄勢待發，在一系列制度改革與規範化進程中，“敬畏市場、敬畏法治、敬畏專業、敬畏風險”的投資理念正逐步形成；在金融開放方面，隨著 A 股陸續納入全球主要股市指數體系，在進一步放寬外資進入金融領域各項政策推動之下，外資占比可望穩步提升，A 股國際化水準將逐漸提高，中長期資金來源有所保障，全行業機構高品質發展料可期待。可以相信，疫情發展對內地 A 股的影響更多會是短期因素，或不會改變其全年基本趨勢。

全國疫情疑似/確診趨勢圖



#### 四、疫情發展對港股的影響評估

相較於眾志成城抗疫情的內地市場，香港的情況顯然要複雜得多。2003 年受 SARS 影響嚴重的香港，在內地的支援與幫助之下，齊心協力共度難關。然而，此次應對新型冠狀病毒肺炎，此情此景或難再複現。一方面，香港回歸 22 年以來，在維持國際金融中心地位和經濟繁榮的同時，不少深層次結構性問題逐漸浮現，一時間難以化解，自由行等兩地融合措施對社會、經濟、民生的一些負面影響不斷累積，一股反融合、拒絕與內地相向而行的思潮結合反全球化浪潮日益增長。這就不難解釋此次香港疫情個案遠較 2003 年為輕，全面封關與醫護罷工的聲浪此起彼伏；另一方面，去年 6 月以來的修例風波歷時逾半年仍未見平息，社會至今瀰漫互不信任感和排斥情緒，對公共設施及中資機構的零星破壞活動並未停止。儘管去年全年港股仍錄得上升 9.1%，IPO 集資額再奪全球榜首，但上述因素為香港疫情發展與金融市場帶來的變數與不確定性並非隱憂。

相較於 2003 年 SARS 疫情，此次港股反應更早，反彈更快。其背後原因，一是 2003 年亞洲市場飽受金融風暴衝擊，股指長期低位徘徊，下跌空間不大。而去年底以來，恆指在中美達成首階段貿易協定樂觀預期中持續上揚，累積了一些升幅，市場正好借疫情消息展開調整。觀察兩個時段港股市場市盈率，均位於 13 倍左右，顯示仍較具投資價值；二是香港目前疫情本身暫未如 SARS 期間嚴重。截至 2 月 11 日香港累計確診 49 例，死亡 1 例；三是內地因素對港股的影響日益增強。2003 年內地 H 股與紅籌股成交占港股總成交比重分別為 22.12% 和 21.79%，而今年 1 月底內地上市企業（H 股+紅籌股+民營企業）占港股成交比重提升至 82.5%。另外，滬深港通機制已平穩運行五年多，港股與內地股市的關聯度大幅提升。內地股市穩中向好，對港股走向

提供正面支援。

相信港股短期走勢仍取決於疫情發展態勢：如果內地與香港新型冠狀病毒疫情在達至高峰後穩步回落，港股有望接續去年底以來的反彈行情；如果疫情進一步蔓延與惡化，不排除港股出現較內地 A 股更大的調整，市場波動勢必加劇。中長期而言，隨著內地與香港疫情受控，影響港股的主要因素將逐漸從疫情因素回歸利率與流動性、中美貿易摩擦進展、基本面與技術面及互聯互通等。展望未來，利率低企、流動性充裕、市盈率不高、中美貿易暫時歇戰及互聯互通優化等是支持港股向好的有利因素，但在本地政治風波未止與疫情衝擊疊加之下，香港經濟衰退將持續多久？旅遊、零售、餐飲等行業顯著受困的局面如何化解？企業盈利前景惡化情況何時好轉？這些都對港股未來走向構成下行風險，值得持續跟蹤和關注。

備註：本文附圖來自丁香醫生微信公眾號和其他網路資料。