

新冠疫情的经济冲击与复苏路径：2020年我国区域经济恢复的实证分析

2020年新冠疫情是影响我国区域经济发展的核心变量。虽然疫情“短暂”冲击不会改变我国经济区域发展趋势，但是疫情中暴露的问题也不容轻视。本文尝试从区域间疫情防控、产业结构、贸易依赖、零售消费和财政金融支持来验证五点假设。

- 2020年年初疫情肆虐，全国大面积封锁，导致经济显著偏离原先的轨道。虽然我国率先控制住疫情并有效统筹经济重启，但是区域复苏仍不均衡，存在消费不足和服务业滞后等问题。外需出口超预期和投资驱动是2020年经济复苏的两大主力。此外，由于地方减收增支压力较大，直达基层的财政政策有效完成“三保”任务，切实维持民生稳定。
- 本文以2020年各省市实际GDP增速偏离历史均值的标准差倍数为应变变量来验证市场普遍讨论的五点假设，分别是（1）疫情是影响经济的最主要因素；（2）服务业占比较高的省市受影响更大；（3）出口外向型省市受益外需超预期；（4）零售依赖较高的省市受疫情影响更大；（5）财政金融资源更多的省市对经济常态化的支持力度更大。
- 回归结果一一验证上述五点假设。夏普利值对各项变量的归因分解结果显示，疫情的确是2020年经济偏离的最主要因素，省市间经济结构差异的解释力度强于宏观政策；细分来看，零售影响大于第三产业和贸易依存度，财政策略大于货币政策。是否包含湖北对实证结果产生较大影响，而疫情对经济冲击集中在一季度，二至四季度疫情作用减轻，长痛不如短痛。
- 至今，疫情尚未彻底退潮，胜利来之不易。2020年四季度经济偏离程度仍显著高于2019年水平，复苏不平衡不完全的状态仍在，大部分省市尚未回到原先的经济增速轨道。发展是硬道理，不增长才是最大风险。宏观政策既要保持连续性、稳定性，不急转弯，不搞政策悬崖，给经济恢复提供必要的支持，又要兼顾宏观政策的可持续性，降低政策的实施成本及代价。科学精准施策需要我国政府更高的技巧。

风险提示：疫苗普及不及预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120090034

目录

一、2020 年各地经济受到冲击及恢复的基本情况.....	4
二、关于对各地经济恢复影响因素的实证分析.....	5
三、对实证结果的简单分析.....	10
四、主要结论.....	12

图表目录

图表 1. 2020 年各地区 GDP 增速均值及全年增速均值与 2019 年的偏离	4
图表 2. 八个省市当月新增病例总和占全国比重	5
图表 3. 湖北、北京及中部地区拥挤延时指数月度均值	6
图表 4. 第三产业分行业 GDP 同比贡献率	6
图表 5. 2020 年全国各省市出口同比变动量	7
图表 6. 2020 年各省市出口同比变动量与工业增加值同比变动量 (%)	7
图表 7. 2020 年各省市经济增速偏离 (标准差的倍数) 和恢复速度	9
图表 8. 实证分析结果	10
图表 9. 回归的夏普利值分解	11

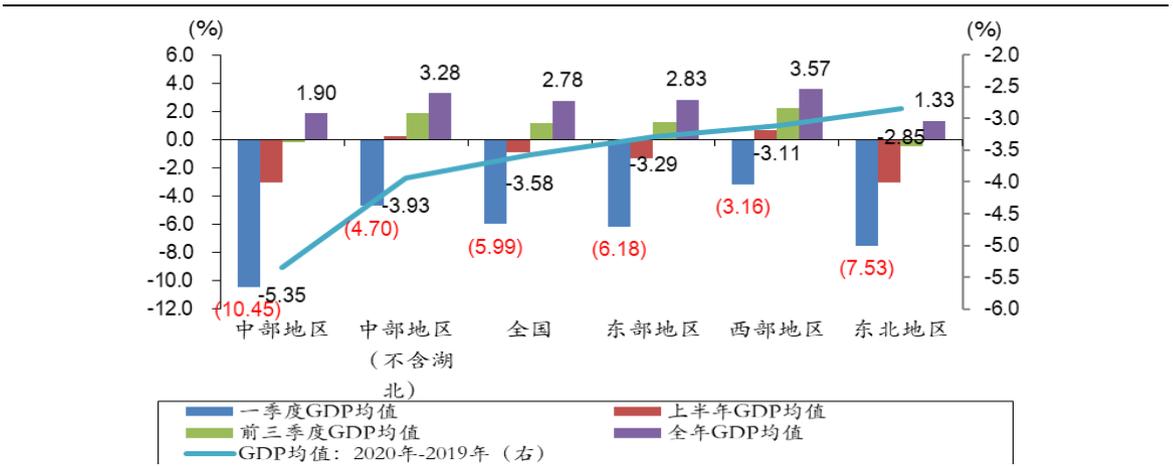
一、2020 年各地经济受到冲击及恢复的基本情况

2020 年是极不平凡的一年，年初新冠肺炎病毒疫情爆发，对我国经济发展产生巨大冲击。一季度，GDP 陷入深度负增长，同比增速较 2019 年四季度下滑 12.6 个百分点至-6.8%，为统计局公布 GDP 季度数据以来的首次。由于国内有效统筹疫情防控和经济社会发展工作，GDP 增速逐季回升，全年实际增长 2.3%，是 2020 年极少数实现经济正增长的主要经济体。不过，即便按照 2021 年 1 月份 IMF《世界经济展望》对我国的 8.1% 预期来看，两年平均增长仅为 5.2%，明显低于 2019 年的 6% 和“十三五”期间（不含 2020 年）平均经济增速的 6.6%。如果按无疫情状况下两年平均 6% 的经济增长测算，疫情对实际经济产出造成的损失可能高达 4.88 万亿元左右（2020 年为 3.25 万亿元，2021 年为 1.53 万亿元）。

从各省市经济受冲击和复苏程度来看，2020 年一季度，湖北以创纪录的-39.2% 经济增速成功换取疫情防控的胜利，全国 31 个省市（不含港澳台）中 30 个省市经济同比负增长，仅西藏实现 1% 的经济增长；上半年，15 个省市 GDP 增速由负转正，但有 15 个省市经济处于负增长；前三季度，仅剩 5 个省市经济增速仍处于负区间；全年，湖北仍以-5% 的经济增速成为全年唯一负增长的省份，西藏则以 7.8% 经济增速继续领跑全国。其中，西藏的经济表现较好，主要得益于疫情中的地理优势，全年仅 1 例新冠确诊病例。不过，西藏可能会在 2021 年一季度后如其他省份一样遇到各种问题，甚至更为严重，例如旅游和零售服务业重启较慢和财政收支不平衡的压力陡增。

从各地区受冲击和复苏程度来看，各地区经济增速逐季回升：东北地区一季度平均增长-7.5%，上半年、前三季度和全年分别增长-3.1%、-0.5% 和 1.3%，全年较 2019 年下滑 2.9 个百分点，是下滑最少的地区；东部地区一季度平均增长-6.2%，上半年、前三季度和全年分别增长-1.4%、1.2% 和 2.8%，全年较 2019 年下滑 3.3 个百分点；西部地区一季度平均增长-3.2%，上半年、前三季度和全年分别增长 0.6%、2.3% 和 3.6%，全年较 2019 年下滑 3.1 个百分点，以下滑幅度来看，西部略好于东部；疫情受灾最严重的中部地区一季度平均增长-10.5%，上半年、前三季度和全年分别增长-3.0%、-0.2% 和 1.9%，全年较 2019 年下滑 5.4 个百分点。即便排除湖北，中部地区经济增速仍较 2019 年下滑 3.9 个百分点，依旧高于全国的 3.6 个百分点（见图表 1）。

图表 1. 2020 年各地区 GDP 增速均值及全年增速均值与 2019 年的偏离



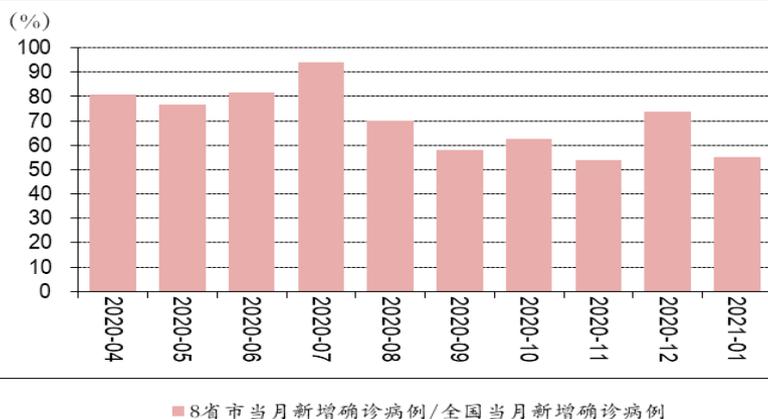
资料来源：万得，中银证券

注：根据统计局区域划分，东部地区有北京、天津、上海、广东、福建、海南、浙江、山东、江苏和河北；中部地区有湖北、河南、山西、江西、湖南和安徽；西部地区有内蒙古、青海、陕西、新疆、广西、四川、宁夏、重庆、甘肃、云南、贵州和西藏；东北地区有辽宁、黑龙江和吉林。

二、关于对各地经济恢复影响因素的实证分析

疫情被认为是影响 2020 年经济的核心变量。在此，我们将疫情因素分为静态和动态：静态方面，大部分省市的确诊病例集中在一季度，因而累计确诊病例可以近似为疫情对各省的一次性冲击；动态方面，各省新增病例的变化可以反映疫情的持续影响。逻辑上，累计病例和新增病例上升不仅会影响企业和居民的经济活动正常化，也会影响政府在稳增长和控疫情之间的平衡取舍。自 2020 年一季度以后，大多数省市在年内处于新增病例为零的状态，主要是黑龙江、吉林、北京、新疆、辽宁、内蒙古、广东和上海这 8 个省市占了 2020 年 4 月至 12 月的过半新增病例，最低比例为 11 月的 53.7%，最高比例为 7 月的 94.3%，反映疫情呈现重点地区聚集特征（见图表 2）。基本上，这 8 个省市也是 2020 年 5 月以后风险等级上调过的省市。得益于地方政府的“防疫高压”策略，新增病例的零星爆发也会早早被“扑灭”。由于新闻和卫健委每日的持续报道，企业和居民也能提前获悉和规划行程，整体环境明显好于一季度。不过，即便是零新增病例，只要每次国内出现风险等级上调，活动轨迹追踪也可能会蔓延至其他省市。

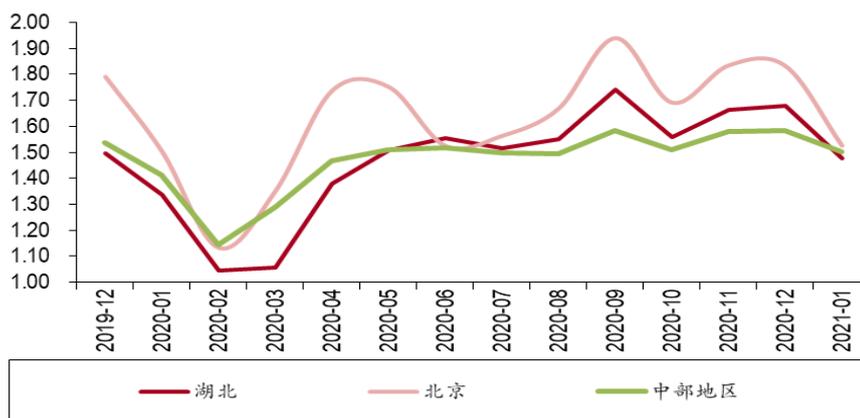
图表 2. 八个省市当月新增病例总和占全国比重



资料来源：万得，中银证券

此外，高德拥挤延时指数也可以作为疫情动态变化的一个间接观察变量。一般情况下，延时指数越高，表明交通越拥挤。2020 年情景下，拥挤延时指数具有两层含义，一是疫情导致出行方式改变所产生的拥挤堵塞，二是疫情防控引发的经济活动变化。以北京和湖北为例，北京在 2020 年 6 月再次爆发局部疫情，出行延时指数有所下滑，说明居民出行意愿下降，交通拥挤状况有所下降；湖北在 3 月份中部地区延时指数普遍上升时，仍旧处于极低位置，这也与湖北疫情最重和经济重启最慢相符（见图表 3）。此外，2 月和 3 月湖北延时指数非常接近 1.0，表明湖北出行所花时间与自由流通状态下无异，交通畅通无阻。因而，2020 年新增病例占比上升、累计病例较高和延时指数下降均是疫情对经济的负面影响的体现（假设 1）。

图表 3. 湖北、北京及中部地区拥挤延时指数月度均值



资料来源：万得，中银证券

2020年三次产业对GDP当季同比拉动力于二季度转正，累计同比拉动力于三季度转正。不过，2020年第一产业和第二产业对GDP贡献率分别达到9.5%和43.3%，而第三产业则被压缩至47.3%，为2012年以来的新低。虽然疫情不会导致我国经济结构重回“重生产轻服务”的时代，2021年第三产业贡献也有望重新升至五成以上，但是对部分行业来说，疫情可能会永久改变其发展规律，加速产业新陈代谢。从细分产业来看，四季度GDP当季同比增速全部实现正增长。仅第三产业中的批发零售业、住宿餐饮业和租赁商务服务业的全年累计增速为负。从第三产业分项贡献率来看，信息技术服务业、房地产和金融业分别达到25.9%、9.4%和24.5%，是2019年水平的2倍以上，大幅高于“十三五”平均水平（见图表4）。其中，固然有疫情对“面对面”服务业的巨大冲击影响，但信息技术产业、金融业和房地产受益于替代需求上升、远程办公、金融市场“V”型反弹和逆周期调节等因素呈现爆发式贡献，2020年金融业和房地产的累计同比增速高于2019年。另外，服务业生产指数当月同比增速从2020年3月至9月连续7个月低于工业增加值，而且全年累计增速为0%，明显低于工业生产2.8%的增速。这也表明第三产业恢复较为滞后，三产占比较高的省市可能在面对疫情冲击时更为困难（假设2）。

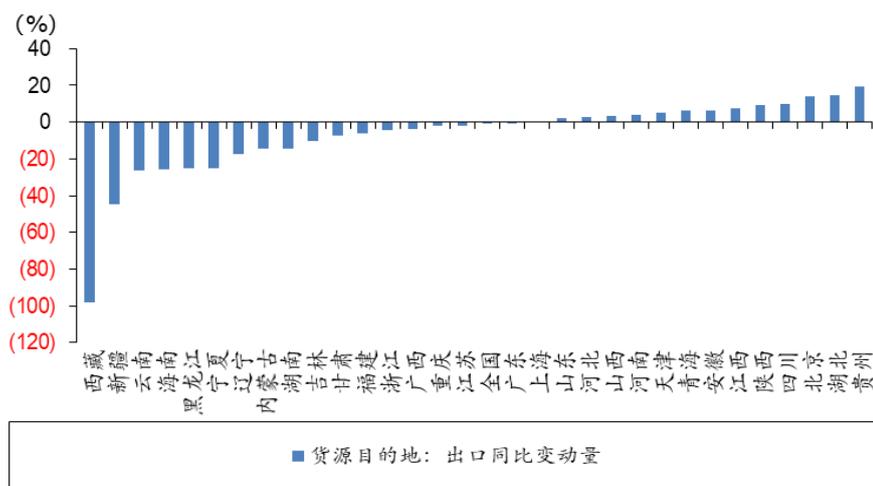
图表 4. 第三产业分行业 GDP 同比贡献率



资料来源：万得，中银证券

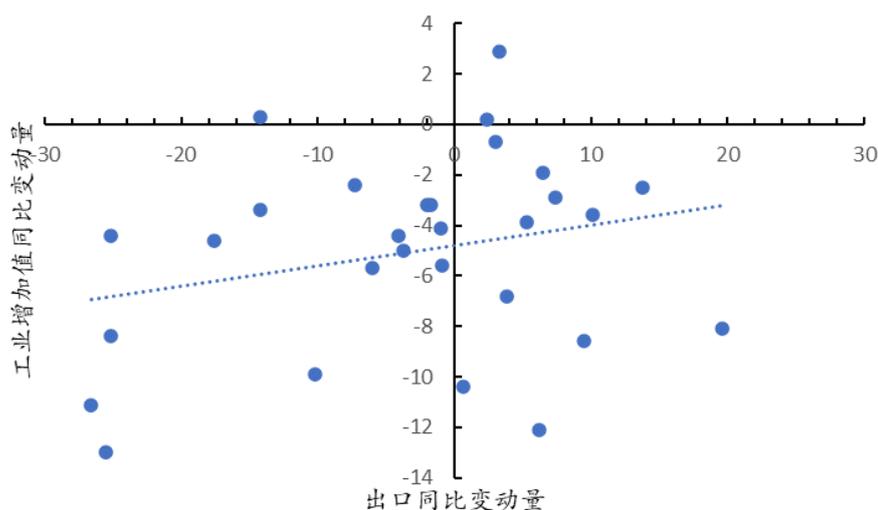
2020 年各省出口复苏相对均衡，湖北是惊喜。由于货源地与各省市经济活动更为贴近，我们使用货源地口径的贸易数据。以 2020 年与 2019 年的出口增速差值作为恢复标准，浙江、江苏和东三省低于全国，北京、上海和湖北复苏较好，尤其是湖北，出口恢复非常强劲（见图表 5）。此外，从货源地口径的出口分布来看，出口恢复好的地区，生产恢复也相对较好。在排除“异常值”的湖北和贸易变动较大的西藏和新疆后，出口同比变动量与生产同比变动量的关系为正相关（0.26），表明出口恢复较好的地区，生产也相对不错（见图表 6）。生产既可以对外供给，也可以对内供给。由于内需的不足，图表 6 中生产下移，说明相对于出口的左右象限均衡分布，更多省市的生产其实并不如 2019 年。2020 年外需超预期是促进我国经济恢复的一大主力，所以外贸依赖性较强的省市可能有优势（假设 3）。

图表 5. 2020 年全国各省市出口同比变动量



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 2020 年各省市出口同比变动量与工业增加值同比变动量 (%)



资料来源：万得，中银证券

消费不足是 2020 年最受关注的复苏缺陷之一。三大需求中，固定资产投资的基建和房地产与政府意愿较为紧密；虽然外需不受国内意愿控制，但全球供需错配和我国率先走出疫情为我国复苏创造了良好条件；而体现主动意愿的居民消费却未见爆发性反弹，如何提振消费再成难题。我们用 2019 年各省商品零售额对名义 GDP 的比值来反映各省经济对消费的依赖。**如果对商品零售依赖较高，则该省市经济受疫情影响可能更大（假设 4）**。值得注意的是，社零统计来自商品供给端，并不考虑商品产地来源和购买者身份，因而并不完全等同于居民消费。而且，我们无法分离各省市之间生产与零售的相互联系，这里涉及到产业链分布。以汽车制造业为例，湖北武汉是全国汽车制造业重镇，若全国汽车消费需求回升，则有助于武汉生产恢复；但武汉汽车生产回升，并不意味着武汉本地汽车零售会好。

总体上看，影响 2020 年经济的因素可以被分为五类：（1）疫情是最主要的变量；（2）服务业受疫情冲击较大，且存有持续压力。反而，由于疫情防控需求和商品消费刚性需求，制造业和工业生产率先复苏；（3）贸易出口超预期，有利于出口依赖性较高的省市复苏，同样也会一定程度上利好生产复苏；（4）零售消费复苏较慢，主要阻碍因素有消费场景缺失和预防性储蓄等，因而零售依赖较高的省市可能也有压力；（5）**逆周期调节政策发力，促进经济复苏，财政金融资源更多的省市在复苏时更有动力（假设 5）**。2020 年我国政府安排赤字率 3.6% 以上，发行特别国债 1 万亿元和建立资金直达基层直达民生机制。但财政收支紧平衡的状态仍旧突出。2020 年两会政府工作报告明确指出，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于 2020 年。2020 年我国 M2 增速 10.1% 和社融增速 13.3%，分别较 2019 年上升 1.4 和 2.6 个百分点。根据刘尚希的《2020 年地方财政经济运行调研总报告》描述，“从财政金融联动来看，财政压力约束下地方政府为推动辖区经济增长倾向于干预信贷资源配置，也会导致地区信贷过度扩张”。本文难以从社融总量上区分是否存在部分地区政府干预信贷，引发金融资源错配或债务过度扩张。

本文使用各省市的新增病例占比、拥挤延时指数、累计确诊病例、三产占比（%GDP）、贸易依存度（人民币口径，%GDP）、商品零售占比（%GDP）、财政缺口占比（%GDP，此处假设财政收支缺口均由转移支付或发债来填补，缺口越大则力度越大，说明中央允许该省市加大财政力度）和新增社融占比（%GDP，考虑货币政策对经济传导的时滞作用，如 2020 年一季度大举融资，但正式花钱开始于二季度，因而滞后一个季度）对实际 GDP 偏离幅度进行线性回归分析。其中，为避免经济结构与实际 GDP 偏离幅度之间出现内生性变化，三产占比、贸易依存度和商品零售占比均选取 2019 年数值，不随季度变化。同时，为了与实际 GDP 偏离幅度具有可比性，财政缺口占比和新增社融占比均为季度累计值，详细公式见图表 8 注释。需要注意的是，回归结果是各省之间的比较关系，不存在因果关系，例如财政支持力度与 GDP 下降压力之间有互为因果的关系，财政发力的目的是使经济回归常态，而经济下滑较多也会得到更多财政支持，货币支持力度亦是同理。因为样本较少，我们使用 31 个省市的四个季度数据（共 124 个）。

本文的因变量为实际 GDP 偏离幅度，而非实际 GDP 增速。统计学上，通常用偏离历史均值多少个标准差来度量系统性冲击所产生的影响。这种冲击既可以是正向的，也可以是负向的。本文以（2020

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_17611

