

新冠疫情常态化如何影响经济运行¹

——微观机理、数值估计与政策应对

高善文² 袁方(联系人)

2020 年 6 月 10 日

内容提要

本文分析了疫情常态化条件下经济活动受到的影响，探讨了疫情作用于经济活动的微观机理，将理论推断与中国进度数据的证据进行了比对和检验，对关键理论参数进行了数值估计和推断，并提出了相应的政策应对建议。

我们认为，常态化的疫情给每次线下交易都带来和增加了额外的交易费用，这一费用包括个体的防控成本，以及万一感染带来的生活痛苦等两个部分。经济主体会权衡和比较增加的交易费用，与继续进行交易活动的潜在获益，进而调整交易行为（简单起见，我们暂不考虑交易线上化的情形）。

在单笔交易金额越大，潜在获益越高和交易费用相对固定等两个工作假设下，不难得到以下推论：单笔交易金额越大的商品，交易费用占比越低，交易活动越容易恢复到疫情前的状态；反之，单笔交易金额越小的商品，交易费用占比越高，交易活动也越容易受到抑制和推迟。

¹ 本文根据作者在 2020 年 6 月 6 日清华大学五道口金融学院在线大讲堂的演讲发言整理而成。

² 首席经济学家，gaosw@essence.com.cn，S1450511020020

实证检验表明：中国在行业和总量层面的数据恢复均遵循上述结论。

疫情控制进展，影响着个体对感染风险的主观概率判断，是交易费用的重要组成部分。我们借鉴固定税的楔子模型，分析了交易费用增加对市场均衡价格的影响，以 4 月份的中国数据为基础，估计了这一参数的可能数值，并提出了应对的政策建议。

风险提示：（1）疫情发展超预期；（2）假设与实际情况不符

一、疫情常态化下的经济恢复模式

今年年初爆发的新冠疫情，是过去一百年来最严重的全球性传染病，对全球经济形成了空前的冲击。

中国经济在3月份开始解封恢复，欧美经济也在5月份逐步重启。在疫苗和药物的大规模推广需要较长时间的背景下，如何分析新冠疫情在重启过程中对经济活动的影响呢？我们从交易费用的角度来切入。

现代人类经济活动是在分工和交易的基础上展开的。尽管有不少交易目前已经可以实现线上化，但是绝大多数的交易仍然必须在线下完成。

从交易的角度看问题，常态化的疫情给每一次线下交易都带来了一笔额外的交易费用，这一交易费用既包括戴口罩、保持社交距离等防控成本，也包括小概率染病带来的成本。经济主体会权衡交易费用与潜在的交易获益，进而调整交易行为。

如果交易获得的潜在好处大于额外增加的交易费用，那么经济主体会继续从事交易。如果潜在利益小于增加的交易费用，那么会推迟或者取消该笔交易。

把这样的思路转化成为可以观察、测量和验证的推论，有助于加深我们对这一问题的理解。为此，我们提出两个基本的工作假设：

一是当经济主体从事一笔交易时，尽管获益难以观察且带有主观性，但一般而言，金额越大的交易，潜在获益相对越高；二是交易费用是相对固定的。

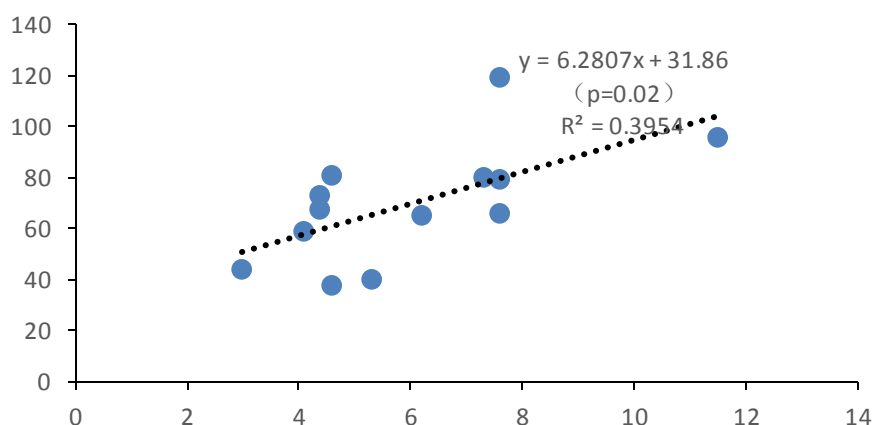
在这两个假设下，可以得到这样的推论：单笔交易金额越大的商品，交易费用占比越低，交易活动越容易恢复到疫情前的状态；反之，单笔交易金额越小的

商品，交易费用占比越高，交易活动也越容易受到抑制和推迟。

为验证这一推论，我们首先观察 13 种可选消费品的横截面数据，如图 1 所示。图中横轴为平均单笔交易金额取自然对数；纵轴为该商品销量的增速从底部回升幅度，相对于疫情早期下跌幅度的百分比，代表了该商品销售的恢复程度。

不难发现，截至 4 月底的数据，商品的消费金额和恢复度之间存在显著的正相关关系。进一步扩大样本，涵盖餐饮、酒店等服务行业（见图 2），结论依旧成立。这两个统计结果支持了我们上述的推论。

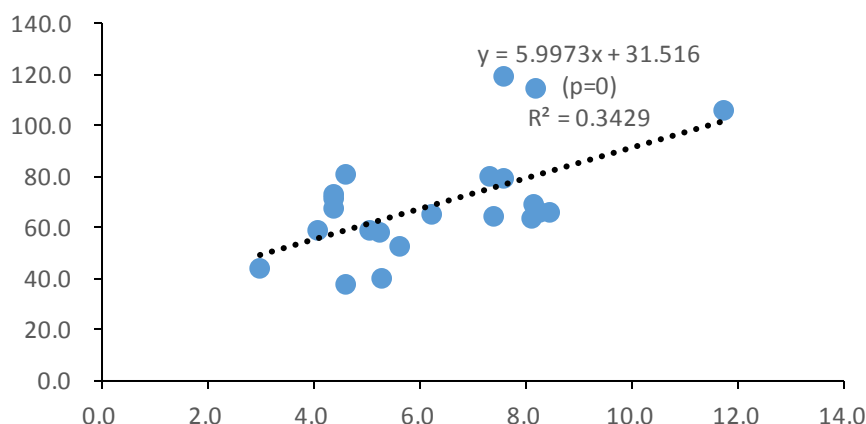
图1：可选消费：交易金额和恢复程度



数据来源：Wind，安信证券

注：横轴为交易金额取 Ln，纵轴为该商品增速从底部回升的百分比。

图2：可选消费：交易金额和恢复程度



数据来源：Wind，安信证券

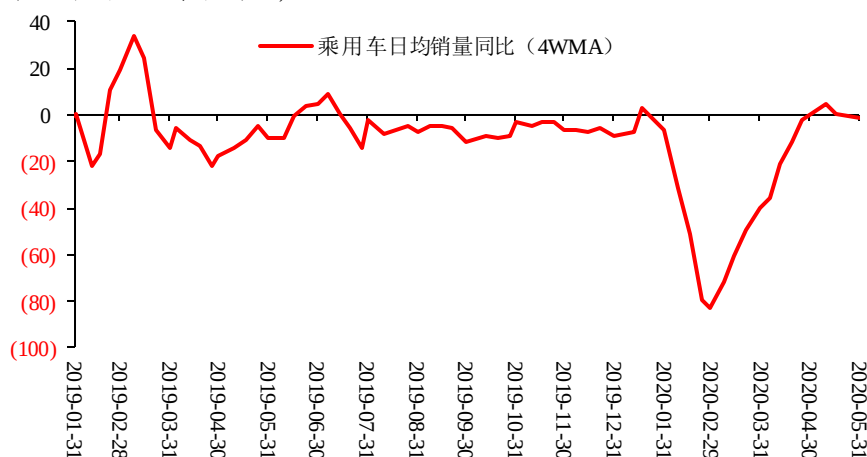
注：横轴为交易金额取 Ln，纵轴为该商品增速从底部回升的百分比。该样本添加了餐饮、酒店。

需要承认的是，我们在建立模型的过程中做了一些简化，比如函数的构造、对不同活动感染风险的假定以及一些行业供应限制层面的潜在影响，但我们倾向于认为这些简化不影响我们的基本分析和结论。

从日常生活的交易经验来观察，也符合这一结论。如图 3 所示，对汽车这种大额的交易活动而言，它经历了断崖式的下跌，随后出现了对称的 V 型反弹，当前已经回到疫情前的增长水平。

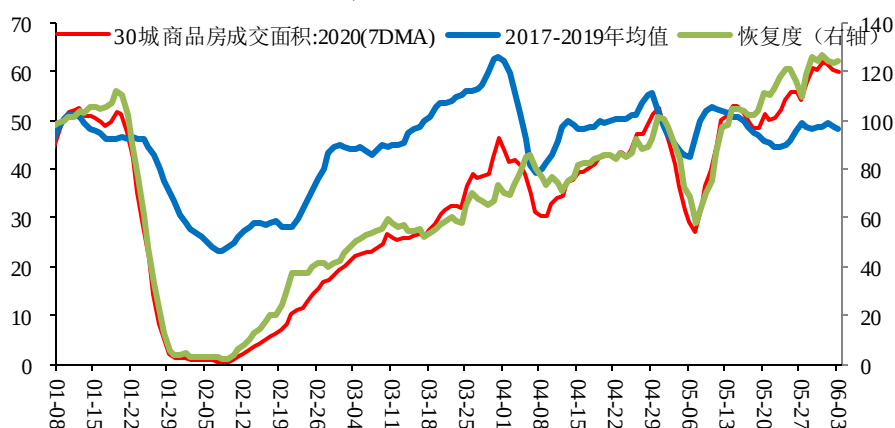
对房地产销售这种更大额的交易而言，情况类似。如图 4 所示，1 月底到 2 月上旬商品房交易经历了断崖式的下滑，从 2 月中下旬以来开始快速恢复。到 4 月末，商品房的交易活动基本上已经回到疫情前的水平，6 月份这一数据已经显著超过疫情前水平。

图3：乘用车周日均零售同比，%



数据来源：Wind，安信证券

图4：30大中城市商品房交易面积，万平方米



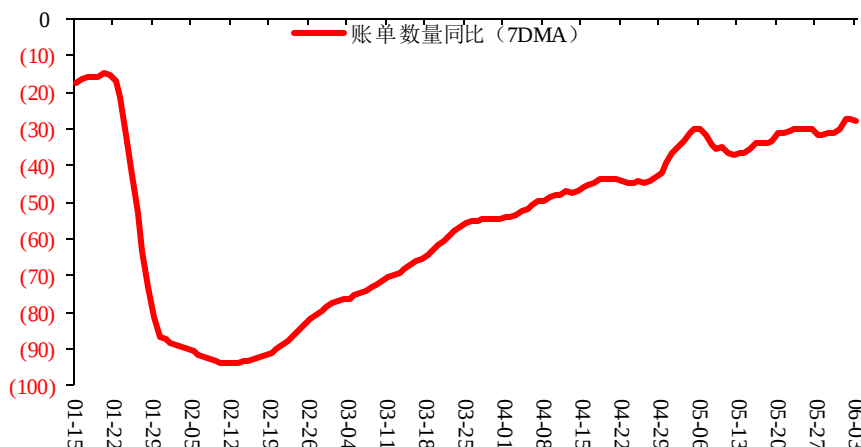
数据来源：Wind，安信证券

注：此处恢复度指2020年量占2017-2019年均值的比例。

观察单笔交易金额较小的领域。比如餐饮，如图5所示，它也确实在经历明确的恢复，但是到4月末的水平 and 疫情前相比，大概仍然下降了30%左右。即使到6月份，跟历史同期相比，仍然有20%左右的下滑。

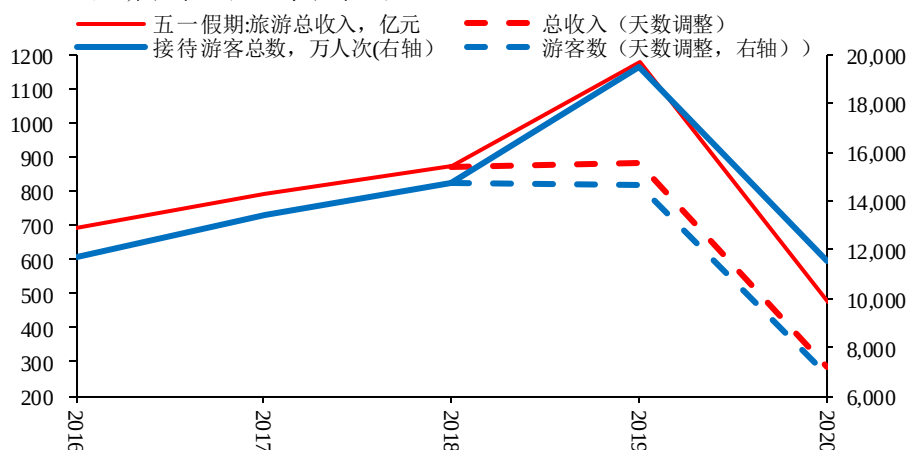
另外观察旅游，如图6所示，今年五一假期跟去年的五一假期相比，接待游客数和旅游总收入，都有相当明显的下降。

图5：全国餐饮账单数量同比，%



数据来源：Wind，安信证券

图6：五一假期旅游总收入与旅游人数



数据来源：Wind，安信证券

注：由于五一假期天数不同，2016-2018 年均为 3 天，2019 年 4 天，2020 年 5 天；此处的天数调整就是简单的天数平均后，乘以 3。

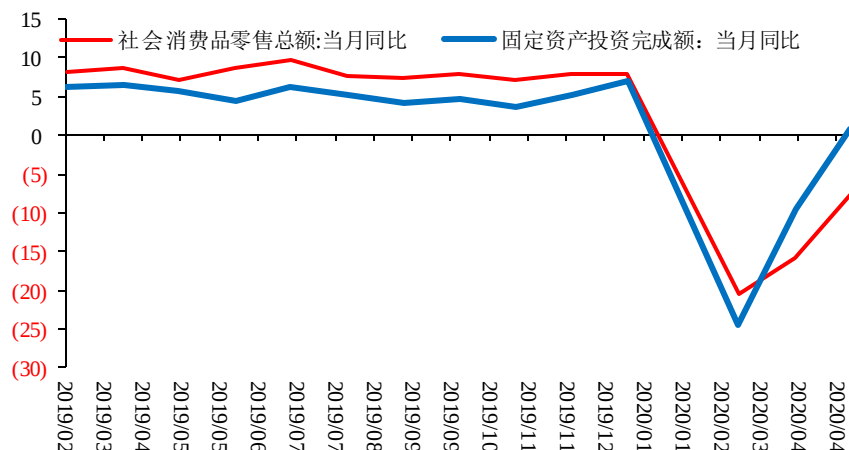
进一步上升到对宏观总量数据的分析，观察消费和投资两个大类别，单笔固定资产投资活动的交易金额显著大于单笔消费活动的交易金额。

在这一条件下，如图 7 所示，可以看到投资活动几乎 V 型反弹，5 月份的数据可能就可以完全正常化。但是跟疫情前相比，社会消费品零售总体上仍然显著低于疫情前的水平，它的反弹的力度显著弱于投资活动。

在社会消费品零售内部，可以进一步把它分成必选品、可选消费品和耐用品。

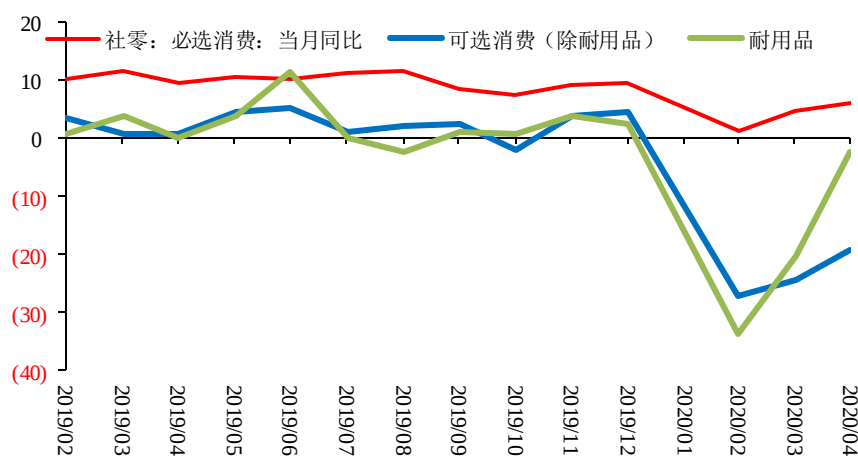
如图 8 所示，不难发现，交易金额相对较大的耐用品消费反弹幅度显著大于其他的可选消费品。

图7：社零和固定资产投资当月同比，%



数据来源：Wind，安信证券

图8：必选、耐用品和可选消费当月同比，%



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_4629

