

清华大学

中国经济研究中心

研究动态

总字 188 期

2020 年 3 月 15 日

新冠肺炎疫情对中国和全球经济的影响

何平

清华大学经济管理学院

1、引言

最近随着疫情在中国和全球的事态的变化，有很多关于疫情对经济影响的言论，有的很悲观，觉得世界末日就要到了，有的带着良好的愿望，觉得疫情会很快过去，这两种极端情况我们都要克服。事实上疫情的信息不断更新过程中我们的判断也会随时间而改变，我们必须用特别理性的方法来分析现在的情况，同时事态的发展往往取决于我们自己的信心、决心和采取什么样的措施。

新冠肺炎疫情对中国的中小企业和服务行业都带来较大的短期影响，实体经济下滑带来金融风险上升，恶化了企业投融资环境。

从进入三月的这两个星期的情况看，新冠肺炎疫情在全球蔓延的风险加大，可能带来全球经济的持续低迷，形成对中国经济的间接冲击。

中国和全球经济会怎样？

疫情发展可能会分为三个阶段

第一阶段：在中国爆发，目前看基本得到控制；

第二阶段：在其他主要经济体爆发，我们目前（3 月 15 日）处在这个阶段；

第三阶段：在其他发展中国家爆发，这个阶段带来的冲击也会很大。

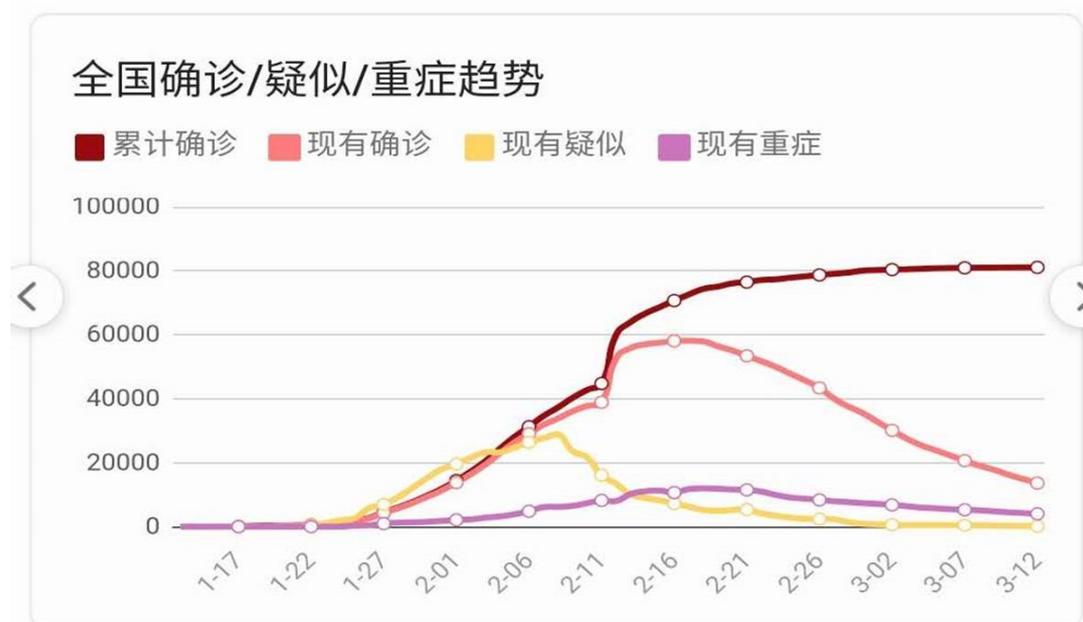
目前我们正在处于第二阶段，需要提前采取措施控制第三阶段的出现。

接下来我们讨论三个主要内容，第一阶段疫情对中国经济的影响，第二阶段疫情对全球经济的影响，对中国和全球经济的综合评估。

2、第一阶段疫情对中国经济的影响

第一阶段中国疫情已经得到有效控制

从下图可以看到，中国的疫情已经基本得到控制，累计确诊病例稳定在 8 万左右，每日新增病例控制在两位数，而且以输入病例为主，这说明疫情已经得到了有效控制。

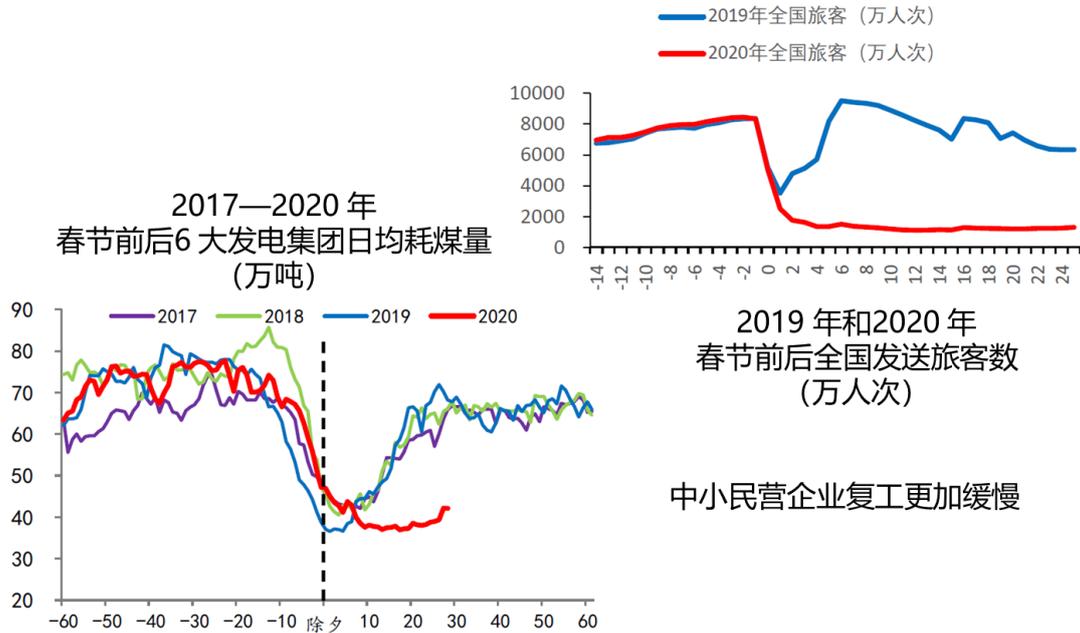


疫情对中国经济的影响

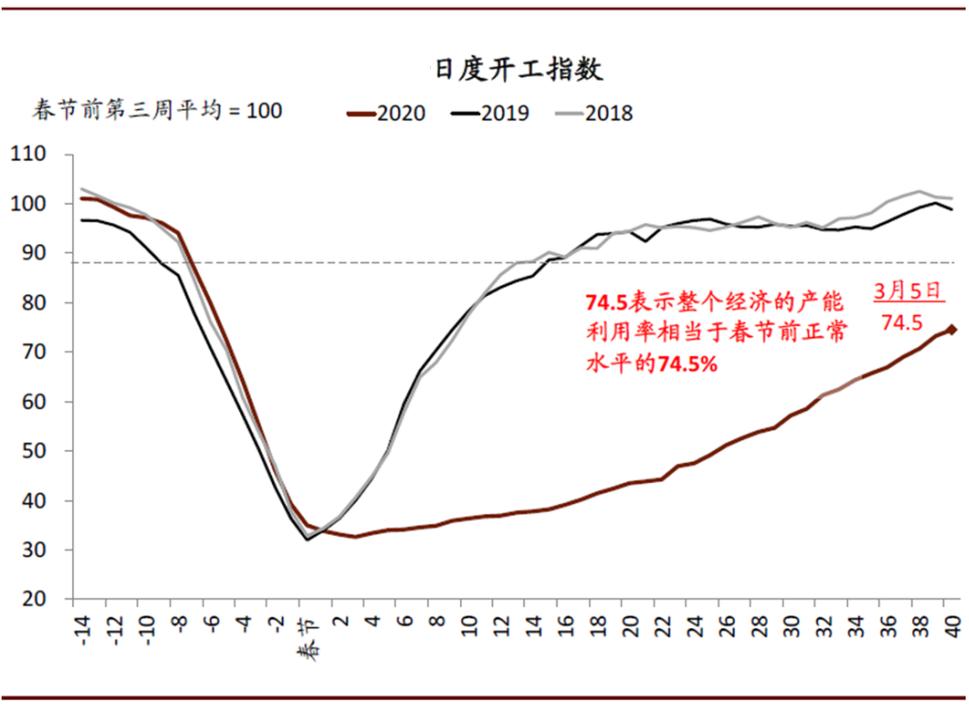
首先，疫情使得部分企业无法开工，供给不足给产业链带来联动负面效应，这是供给侧带来的影响；其次，疫情带来了需求下降，恶化了企业现金流，企业资金链可能断裂，尤其是中小民营企业；第三，疫情管控带来交通管制，阻碍物流，妨碍供需平衡；第四，疫情阻碍国际交流与贸易，给进出口带来负面影响；第五，实体经济的失衡也会带来金融体系的失衡，恶化企业投融资环境，形成实体经济和虚拟经济之间的负向反馈，这方面的影响我们也会看到一些，但是并不严重。

春节后很多企业都在努力复工，这个过程很艰难，下图显示了二月份的复工状况，一个是春节前后 6 大发电集团日均耗煤量，另一个是春节前后全国发送旅客数，红色的线是 2020 年的数据，可以清晰地看到无论是用电量还是旅客发送数量和往年相比都非常少，企业复工是非常困难的，好消息是截至 3 月 5 日，根据某金融机构的日度开工指数，我们复工的程度已经达到了 74.5%，整个经济的产能利用率相当于春节前正常水平的 74.5%，说明我们的复工在全社会人民的共同努力下，在防控疫情的同时，还是很顺利的。

初期复工艰难爬坡



复工正在加速



市场预期复工时间

以武汉宣布封城作为初始时间点 (T)，T+15 日，部分工厂开始复工 (2月初)；T+30 日，

复工复产的脚步开始加速(2月底); T+60日, 工业生产恢复至正常水平的80-90%(3月底); T+90日, 餐饮旅游等活动回到80-90%的正常水平(4月底)。这是从市场各方面得到的复工预期的数据, 也就是到四月底中国的所有的行业都会基本复工。

服务行业受影响较大带动员工收入下降

劳动密集型企业受损尤其突出, 尤其是餐饮、旅游、住宿、生活服务这些劳动密集型服务业收入下降尤其突出且难以在疫情结束后回补, 但工业企业的产出和收入有可能在疫情结束后回补。

据不完全统计, 中小企业中有超过70%的服务行业企业(餐饮、旅游、住宿、生活服务)有减薪行为, 但在制造业, 这个数据仅为30%。居民资产负债表恶化, 还有可能会引发一些居民的债务危机, 比如房贷、信用卡危机, 但中国居民储蓄率非常高, 这个问题不严重, 其他国家有可能会严重一些。

疫情对贸易的冲击

货物出口: 很多制造业企业开工不足影响出口; 某些国家限制来自中国的人口入境也会带来出口贸易的不畅;

货物进口: 内需增速下降, 降低进口增速; 加工贸易行业的出口增速下降自然也会导致相应的进口增速下降;

服务贸易: 中国人到国外进行旅游、购物、商务旅行与学习的人数均显著下降; 外国人短期来中国进行相关服务业消费的人数也显著下降。

疫情对金融体系的影响

企业和居民资产负债表的恶化可能会短期增加商业信贷、消费信贷和住房贷款的不良率, 目前来看, 并没有出现大的不良率, 一方面是因为政府监管部门放松了对不良贷款的标准, 另一方面是因为中国居民储蓄率比较高, 消费贷款和住房贷款基本上没有收到太大的影响, 商业信贷因为政府对中小企业进行各种扶持政策, 财政补贴、税收减免, 利息减免, 福利支出减免等等, 很多企业受到了疫情严重影响, 但商业信贷的坏账率可能不会太大, 受疫情冲击大的中小企业银行贷款率又并不高, 所以商业信贷影响不大。

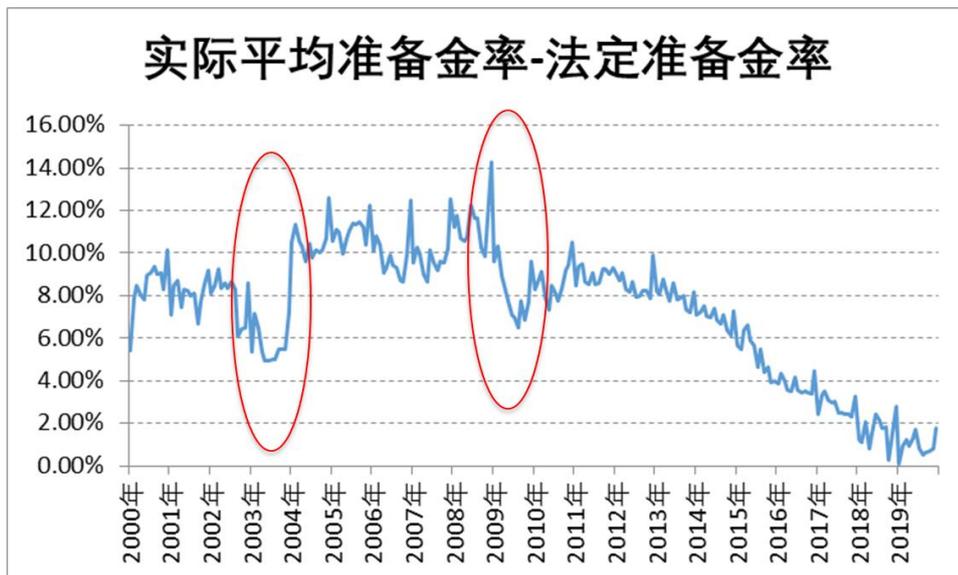
疫情冲击可能带来资产价格的下降, 从而降低抵押品的价值, 增加企业的融资约束。这个问题在中国影响也不大, 我们的股市并没有像欧美股市那样大幅跳水, 虽然开市第一天有

一个大幅的下跌，但很快反弹。

最大的潜在的风险还是疫情期间信用风险增加，银行放贷动力可能下降，带来社会整体流动性不足，企业融资难度会进一步上升。银行的放贷动力会下降，需要有相应的辅助措施鼓励银行放贷，比如这个周末央行下调了存款准备金率，鼓励银行放贷。

我用超额准备金这个指标来度量银行的放贷意愿，用银行的实际准备金率减去法定准备金率就是银行的超额准备金率，如果这个数字增加就意味着银行的放贷意愿下降。下图红色圈出的两个时期，一个是非典时期、一个是次贷危机之后。非典时期超额准备金率下降之后很快反弹，原因可以想象一开始下降是政府给出了一些政策鼓励、引导银行放贷，以缓解经济冲击，但是很快放贷意愿下降，超额准备金率反弹。09年次贷危机时也是类似的，国家推出四万亿鼓励银行放贷，超额准备金率下降，但随之而来的是小幅的反弹。可以看到银行的放贷意愿在政府的鼓励下会有所加强，但是很快又会反弹，这个对经济会造成影响，需要注意。

银行放贷意愿



疫情可能给国际收支带来负面影响，但短期资本流入可能增加，带来基础货币投放波动，影响金融体系稳定，但目前这个影响并不明显。

3、第二阶段疫情对全球经济的影响

这一阶段是大家都比较关注的，无论是金融机构、政府部门还是所有的投资者，都会有强烈的好奇心，因为这个阶段对企业的行为、投资行为都会有巨大影响。我从三个角度来分

析疫情对全球经济的影响：疫情扩散影响主要经济体的生产，全球经济依存度很高带来的联动效应，全球金融市场波动。

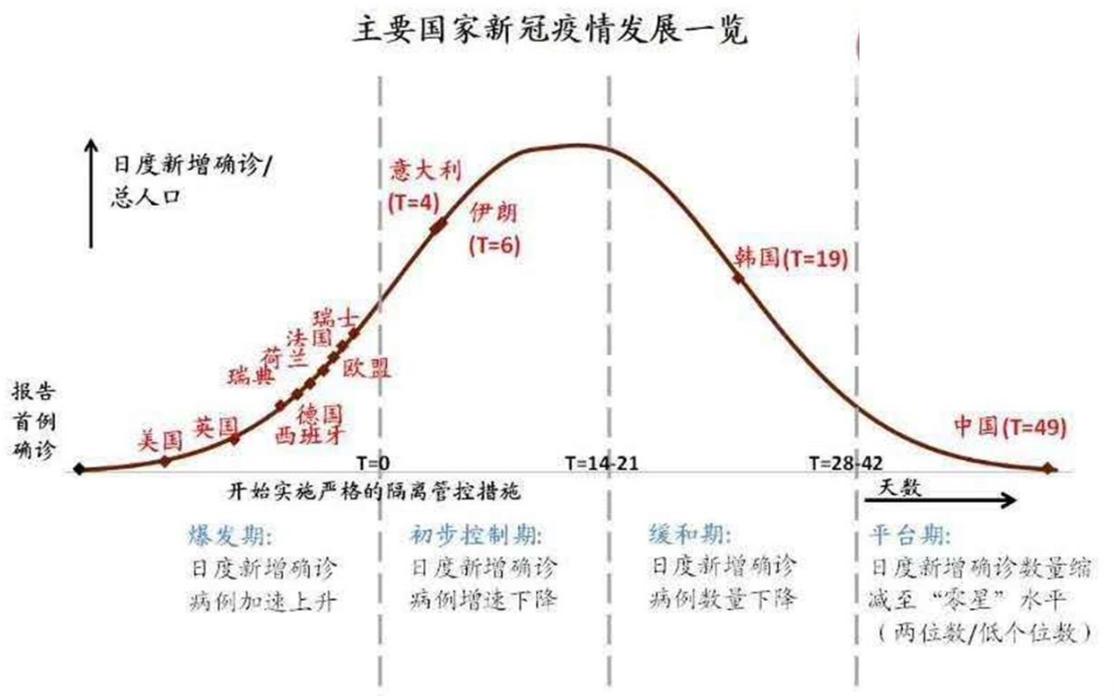
下图中累计确诊病例数量和现有确诊病例数量可以看到全球疫情还处在快速的上升期，远没有达到顶点，而且由于检测措施等的限制，全球感染的实际人数是高于公布的数据的。

全球疫情发展（截至3月14日）



下图可以看到主要经济体的疫情发展阶段，中国已经进入疫情尾部阶段，韩国已经开始下降，意大利、伊朗已经开始实施隔离管控措施，但还处在上升期，大量的国家还没有实施隔离管控措施，正在进入爆发期。

主要国家疫情发展阶段



疫情严重国家 (截至3月14日)

地区	新增确诊	累计确诊	治愈	死亡
意大利	3497	21157	1966	1441
伊朗	1365	12729	4339	611
韩国	76	8162	834	75
西班牙	640	6393	571	195
德国	910	4585	46	9
法国	839	4500	28	91
美国	697	2943	48	57

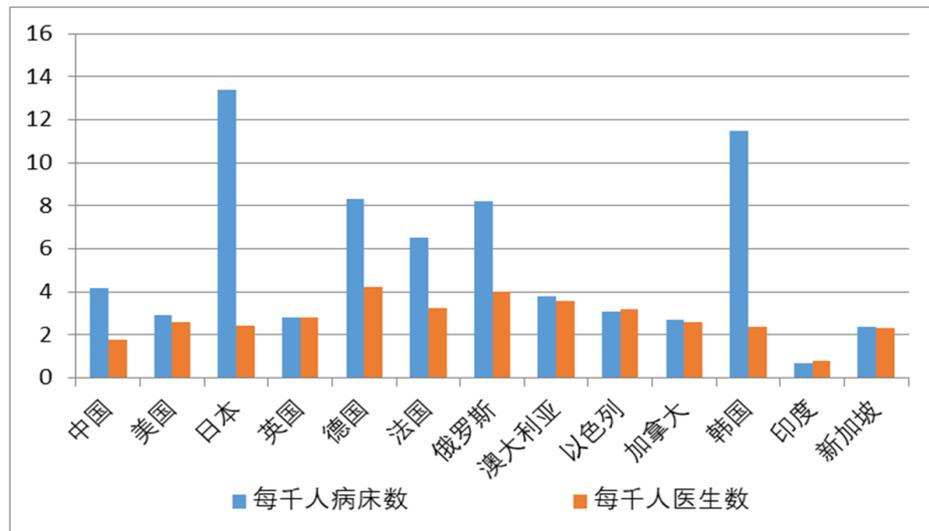
全球疫情控制的决定因素

疫情的控制取决于几个决定性因素: 医疗基础设施、政府采用的抗疫手段、文化的作用、各国之间抗疫的协调努力。

首先是医疗基础设施, 日本、韩国、德国、翻过、俄罗斯每千人病床数相对高, 但很多

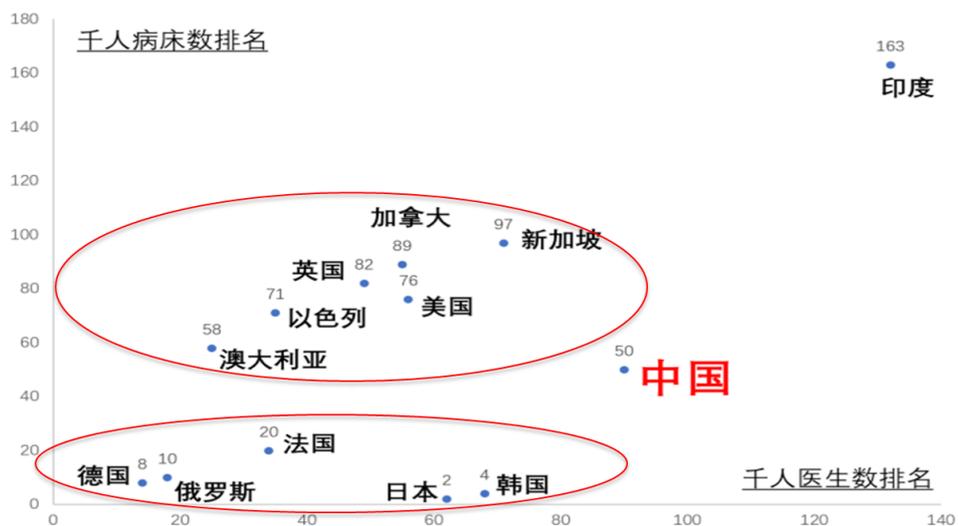
发达经济体，比如美国，因为分级医疗体系，平时病床利用率很高，但遇到疫情病床就不够用了，没有足够的病床来支持疫情的控制。中国处于中间位置，印度无论每千人病床数还是每千人医生数都是很低的。

主要经济体医疗基础设施数据



疫情对于病床和医生的要求都很高，病床可能更重要

主要经济体医疗基础设施排名



第二中西文化、理念和手段的差别：

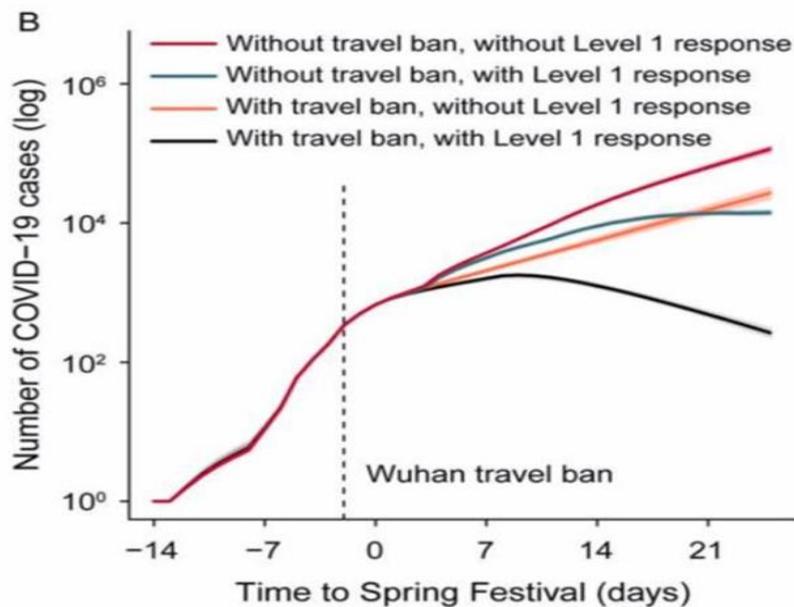
中国采取的措施：封城、交通隔离、全民居家自我隔离、出门戴口罩、小区封闭式管理、

火神山雷神山、方舱医院、支援武汉、一省对口湖北一市（区域协调）。

欧美一些发达国家的措施：意大利对米兰、威尼斯等实施封城，一千多万人禁止离开他们的城市，但城市内部餐馆和酒吧依然营业。欧洲人和美国人至今不戴口罩，认为中有生病了才需要戴，戴了会被人鄙视，美国目前建议轻症在家自愈。美国大选之年，可能不会采取像中国一样的经济停摆手段。

要有信念，但要相信科学

武汉封城作为人类历史上最大的隔离事件，叠加各地的应急响应措施，让中国新冠肺炎感染者减少了七十多万，对疫情的遏制起到了至关重要的作用。下图是来自中国、美国和英国的 22 位科学家联合完成的研究“COVID-19”疫情在中国爆发的最初 50 天内传播控制措施的作用。



全球疫情展望

日本、新加坡和韩国等亚洲发达国家表现可能更好，医疗基础设施好，防疫理念与中国相近。

欧美国家战线可能更长，地区间配合与协调相对不足，移民、难民群体增加了防疫难度，防疫理念不同。

如果进入第三阶段发展中国家更加脆弱。

全球卫生治理体系迫切需要开展的工作

首先形成共识，吸取一些国家的抗击疫情和防止疫情输入方面的成功经验；第二要克服政治和种族偏见进行合作，开展国际集体行动；第三防控物资和治疗药物的国际调配是非常重要的，这个目前还没有做到；第四要防控第三阶段的出现，对发展中国家简单预防工具进行资助，防止疫情在这些国家大规模扩散。

疫情第一阶段中国影响全球供应链

全球经济日益紧密，互为依存：2017 年中国工业增加值在全球占比约为 23.9%，截至到 2018 年，中国已成为 120 多个国家的最大贸易伙伴。全球近 200 个经济体从中国进口的商品，中间品在全部进口中的占比平均达到 21.7%（中位数）。

疫情对全球供应链的可能冲击过程：

第一阶段，中国国内生产受阻，影响中国向其他国家出口。例如中国 iPhone 工厂复工推迟的报道，使苹果市值跌掉 270 亿美元。湖北是全球汽车零配件供应的关键区域，因为疫情全球汽车产业掀起一场停产危机，从日产到韩国现代都因为中国供应的零部件，德国近三分之一的企业都遇到了供货问题，美国的药品供应问题也出现了危机，美国全国生产的原料药有两千多种，而中国生产的超过一千五百种，美国使用的抗生素大部分来自中国等等，都直接或间接地依赖中国的供应链。但我认为中国的疫情已经基本得到控制，这个阶段的影响应该不会很大。

第二阶段，全球生产受阻带来供应链全面受阻，我认为第二阶段的影响更大。

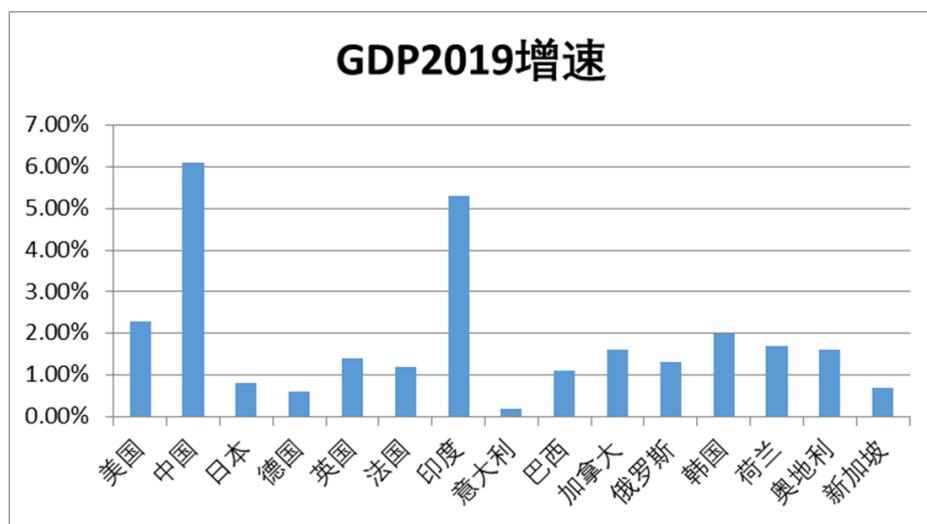
疫情第二阶段全球经济走势的决定因素

第一是各国自救以及刺激经济的能力；第二疫情对实体经济的冲击是否会演变为金融危机。

主要经济体在疫情爆发前经济增长状况

下图是 2019 年全球经济体的 GDP 增速，中国和印度比较出色，美国是第三名，其他主要经济体增长也都是正的。但需要注意的是各国第四季度经济增长都在放缓，有些国家是接近零甚至是负增长。所以全球经济增长在疫情之前是不理想的，很多国家是下滑状态，这里有很多因素，中美贸易战、全球贸易保护主义等等。

各经济体在疫情爆发前经济增长状况

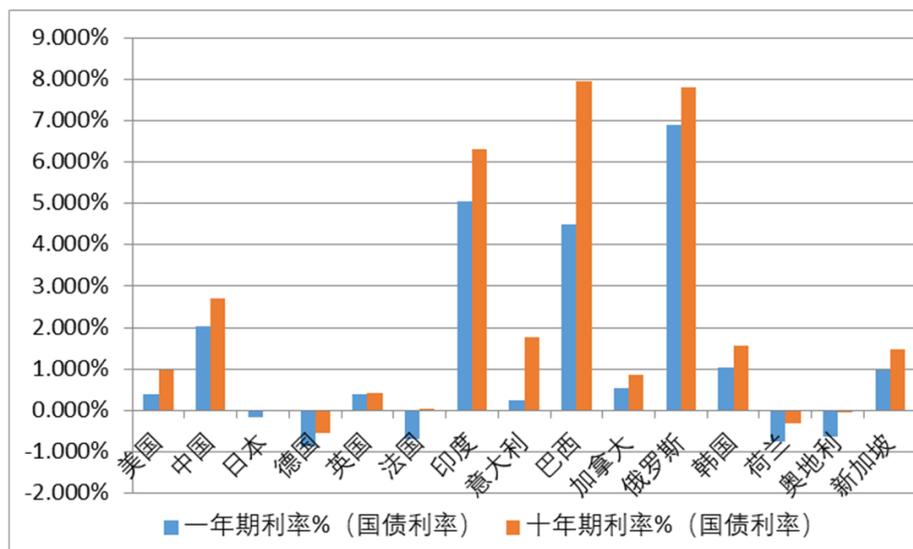


2019年第四季度各国经济增长都在放缓

主要经济体的货币政策空间

下图我们列出了一年期利率、十年期利率（国债利率），可以看到利率比较高的国家是印度、巴西、俄罗斯和中国。印度、巴西因为是发展中国家所以利率比较高，一般发达经济体利率越低，中国现在是处于中间状态，利率在2%到3%之间，很多国家，尤其是发达经济体在次贷危机之后经济持续低迷，货币政策的操作空间是非常小的，有些是零利率甚至负利率，已经几乎没有下调空间，美国的空间也已经很小，已经达到近期最低利率水平。

各国货币政策空间

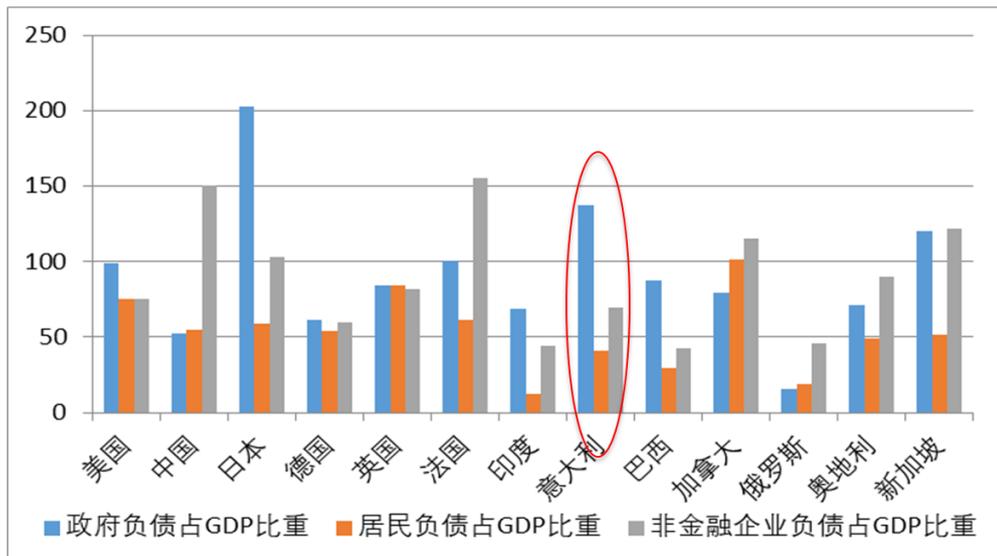


发达经济体利率下调空间有限

主要经济体财政政策空间和经济抗风险能力

我们用政府负债、居民负债和非金融企业负债占 GDP 比例的指标来度量经济体的负债程度，政府负债的比例决定了财政政策调整空间，居民负债和非金融企业负债的比例决定了他们抗风险的能力。我们可以看到日本、意大利、法国的政府负债的比例是比较高的，英美的居民负债率比较高，达到了 GDP 的百分之七八十，企业负债比例中国是最高的，发达经济体中法国和加拿大的企业负债比较高。下图展示了重要经济体的财政政策空间和经济抗风险能力，欧洲有个别国家财政政策空间是有限的，而英美的居民抗风险能力是很低的。经济刺激的手段有限，加上抗风险能力较弱，那么全球的金融危机会不会爆发？

主要经济体财政政策空间和经济抗风险能力



意法政府负债偏高；英美居民负债偏高；法加企业负债偏高

金融市场过去一年的表现

下图是中美股市过去一年的表现，美国的股市近期大幅下跌，中国的股市相对比较稳定。

中美股市

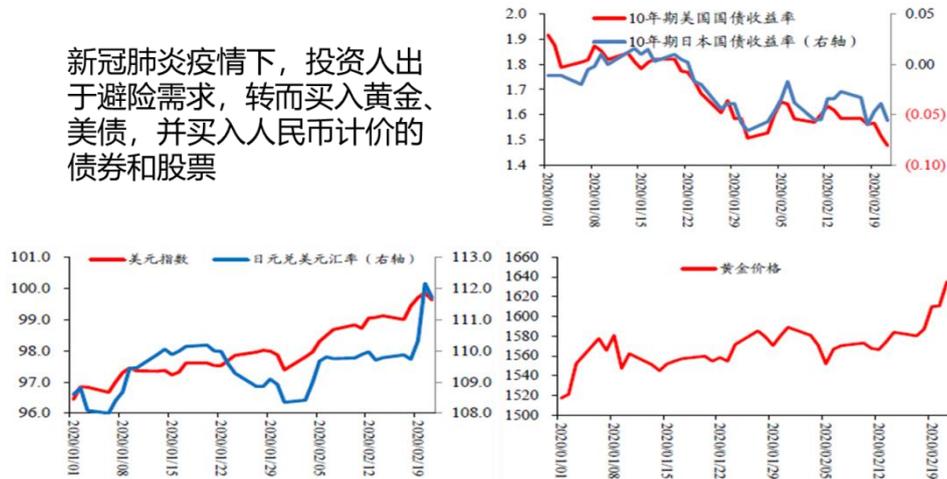


全球避险情绪

疫情使得人们出现避险情绪，买入美债、黄金，最近出现购买人民币资产的情况，资金进入中国股市，下图可以看到黄金价格上涨、美元指数上涨、美元国债利率上涨。

全球避险情绪

新冠肺炎疫情下，投资人出于避险需求，转而买入黄金、美债，并买入人民币计价的债券和股票



疫情冲击对实体经济的冲击加速全球经济衰退，可能会带来金融体系的失衡，进而转化为金融危机，但我认为金融危机还没有到来。首先，中国的银行体系非常健康，中国经济的韧性以及政府刺激政策的出台将拉动中国经济快速反弹；第二，美国股市暴跌一个重要的原因是长期牛市的借机回调；第三，石油价格暴跌一个重要原因是各方博弈的结果；第四目前没有出现金融机构倒闭或者系统性的流动性挤兑。

触发全球性金融危机的风险点：

第一，欧美主要经济体对疫情的防控可能无法和中国相比，可能已经错过最佳疫情防控时间，对经济的干预能力和手段也相对有限；第二，欧美居民负债比例比较高，不像中国居民储蓄率高，所以欧美居民资产负债表恶化可能给住房贷款和信用卡贷款带来冲击，引发居民债务危机；第三，欧洲一些国家的财政负担较重，缺乏足够的财政刺激能力和应急救助能力，可能引发第二次欧债危机。

4、疫情对中国和全球经济影响的综合评估

中国“新冠”和“非典”影响对比

有利的因素，一是科技的进步，数字技术下很多经济活动由线下转到了线上，比如在线教学；二是过往的经验，“非典”为我们积累防疫的经验和很多软硬件的基础设施，对这次的抗击疫情是很有价值的；三是疫情的爆发始点，“新冠”主要发生在第一季度，占全年经济比重较小（但服务业第一季度比例并不低）；四是疫情爆发的区域，湖北（“新冠”重点区域，2019年占GDP总量4.3%，北京+广东（“非典”重点区域）2003年占GDP总量14.6%。

不利因素，第一发展阶段：“非典”期间处于高速增长期，当前中国经济处于经济结构

转型期，经济下行压力大；第二经济结构：当前第三产业比重较高（2003年为42%，2019年为54%），受疫情影响更大；第三防控难度：“新冠”爆发于春节前夕，正值人口流动活跃期间，加大防控难度，“新冠”传染更强、更隐蔽、防护更难；第四外部环境：“非典”期间刚加入世贸组织，当前中美贸易战缠斗刚刚开始，疫情在全球快速传播。

疫情加速经济发展的新旧动能转换

第一疫情推动了线上活动对线下活动的加速替代，数字经济将加速袭来，必将倒逼线下场景的变革；第二疫情的控制和管理全面提升了社会治理体系的效率，智慧城市的发展将进入新阶段，推进新型城镇化；第三抗击疫情的过程中，在跨区域协调管理方面的提升将成为宝贵的财富，对区域合作发展会起到重要作用；第四全球在抗击疫情的过程中团结一致、精诚合作，在应对共同危机和维护全球供应链稳定领域为构筑人类命运共同体树立了榜样。

5、中国与全球的综合评估

首先，短期影响较大，需要尽快将负面冲击在各利益主体之间进行分摊，避免经济体的局部缺血带来对经济的长期负面影响；第二中期影响可控，服务行业产出损失不可恢复，制造业可能反弹；第三全球疫情不会很快结束，给经济体带来长期不确定性，需要防止金融危机的爆发，并提前控制疫情在发展中国家的扩散；第四中国的体制优势会带来经济上更好的表现，但需要更多担当。（见下图）

中国与全球经济的未来会怎样？

