

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

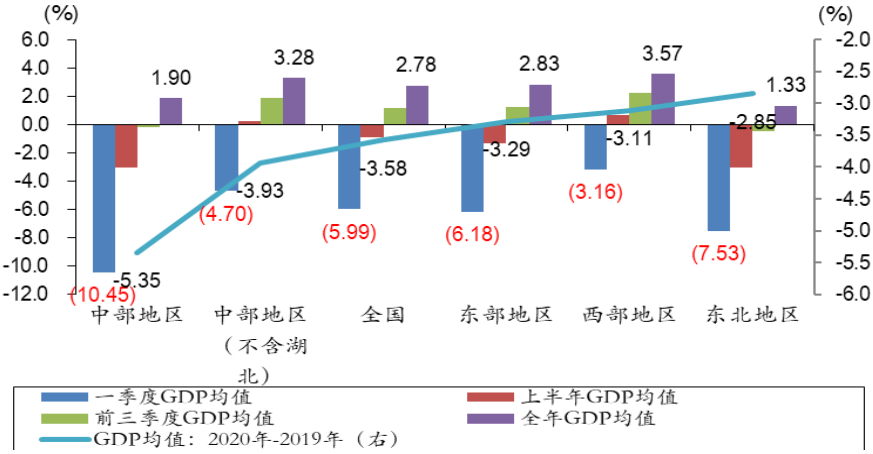
一、2020 年各地经济受到冲击及恢复的基本情况

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



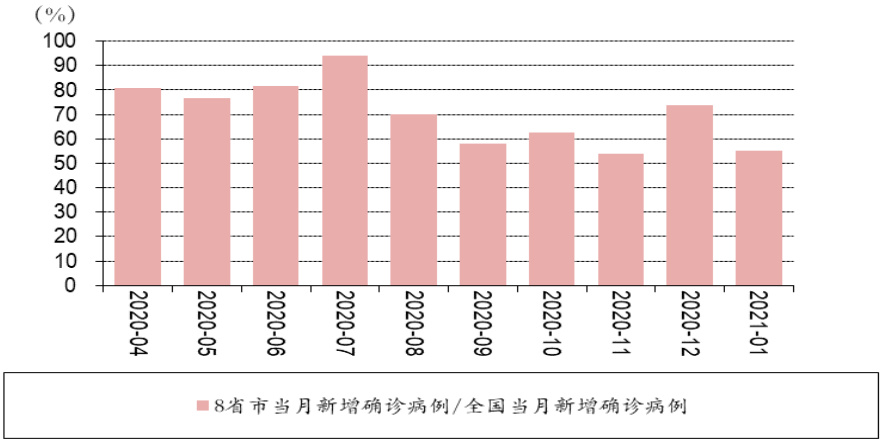
资料来源：万得，中银证券

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。

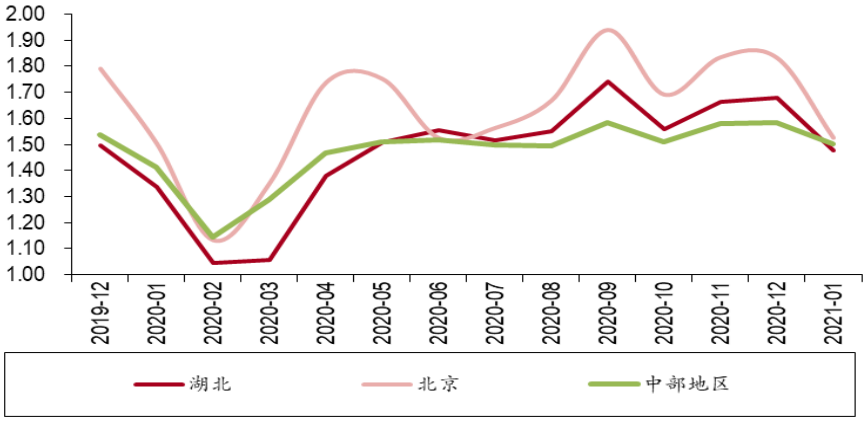
图表2. 八个省市当月新增病例总和占全国比重



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）。**

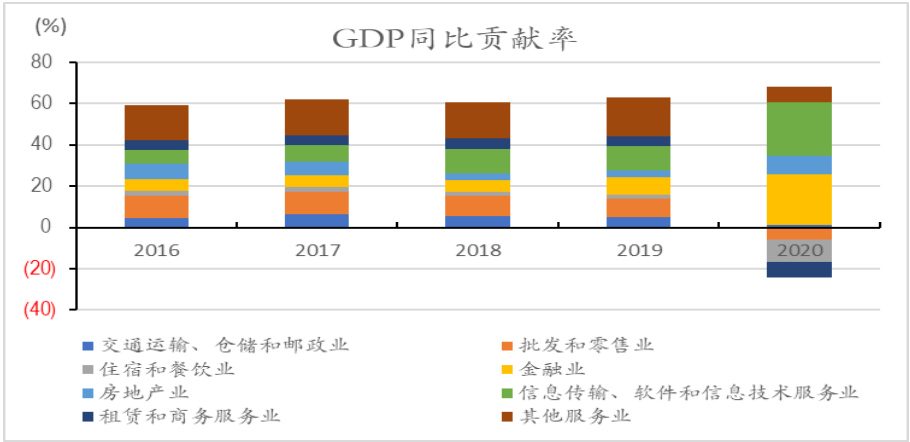
图表 3. 湖北、北京及中部地区拥挤延时指数月度均值



资料来源：万得，中银证券

2020 年三次产业对 GDP 当季同比拉动于二季度转正，累计同比拉动于三季度转正。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）。**

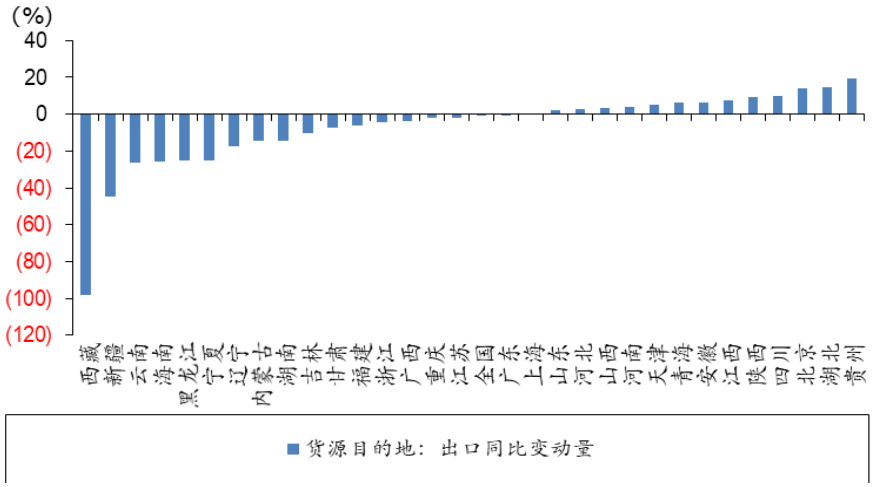
图表 4. 第三产业分行业 GDP 同比贡献率



资料来源：万得，中银证券

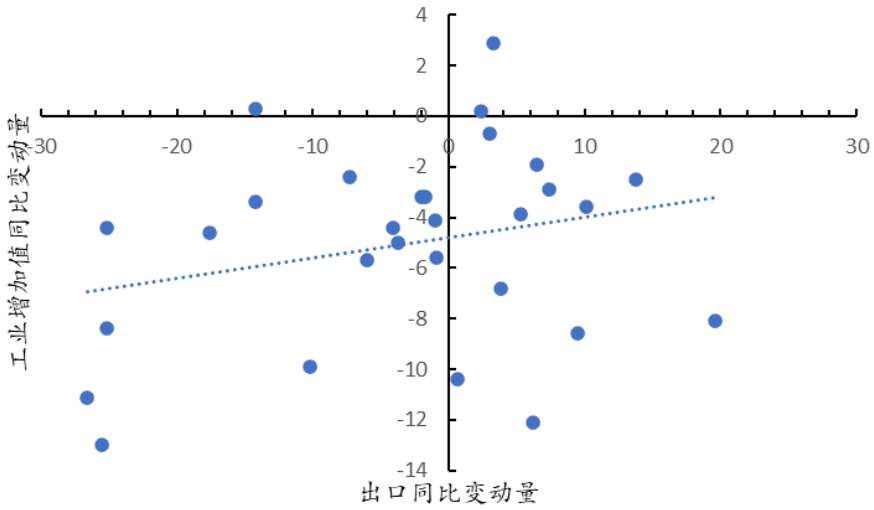
2020 年各省出口复苏相对均衡，湖北是惊喜。由于货源地与各省市经济活动更为贴近，我们使用货源地口径的贸易数据。以 2020 年与 2019 年的出口增速差值作为恢复标准，浙江、江苏和东三省低于全国，北京、上海和湖北复苏较好，尤其是湖北，出口恢复非常强劲（见图表 5）。此外，从货源地口径的出口分布来看，出口恢复好的地区，生产恢复也相对较好。在排除“异常值”的湖北和贸易变动较大的西藏和新疆后，出口同比变动量与生产同比变动量的关系为正相关（0.26），表明出口恢复较好的地区，生产也相对不错（见图表 6）。生产既可以对外供给，也可以对内供给。由于内需的不足，图表 6 中生产下移，说明相对于出口的左右象限均衡分布，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、累计确证病例、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年各省市季度GDP累计同比增速[1]-“十三五”期间（2016年至2019年）各自的季度累计同比增速）/（“十三五”期间各自的标准差）的绝对值（或称之为偏离标准差倍数）**来作为疫情冲击的度量值。这次疫情造成的冲击无疑是负向的。只不过，本文主要分析疫情对区域经济影响的程度大小，而非研究区域经济发展规律。

[1] 统计局公布的各省市GDP数据绝大部分是实际季度累计同比增速。由于统计局公布的GDP累计值为名义值且受挤水分影响，除非能回溯调整口径使其具有可比性，否则从GDP累计值简单推算出的当季同比增速方差较大，不宜作为本文因变量来使用。

GDP 偏离幅度显示，一季度疫情冲击导致各省市经济显著偏离。全国来看，2020 年一季度经济增速-6.8%，低于均值 13.5 个百分点，相当偏离约 37.8 个标准差。而 1 个标准差相当于 0.36 个百分点的偏离，2019 年我国经济偏离仅为 1.9 个标准差，可见此次疫情对我国经济影响之大。分省来看，2020 年一季度有 9 个省市高于全国水平，其中以湖北省最为严重，偏离程度达到约 233 个标准差；除陕西外，环绕湖北的省份（湖南、江西、安徽和河南）均在其中，另外四个省市则是北京、福建、四川和河北（见图表 7）。由于地域接壤和相互间劳务输出较为紧密，叠加湖北省复工复产相对滞后，湖北及周边省份的经济偏离较大实属意料之内。此外，上海、浙江和广东的偏离幅度也不小，均在 20 个标准差以上。即便以最低的辽宁省来看，3.5 个标准差偏离在统计意义上也属于较大值。根据正态分布规律，3 个标准差以上就是极小概率事件。需要注意的是，本文的偏离程度既考虑与均值的偏离，也考虑其自身经济的波动。如果过去经济增速不够“稳定”，偏离较小的省市不一定会在 2020 年增速较高。以青海为例，虽然 2020 年青海经济增速较 2019 年明显下降，幅度仅次于湖北和河南，但是由于其经济增速变化较大（标准差较大），所以疫情冲击相对较小（标准差倍数较低）（见图表 7）。

再者，全年偏离幅度明显较一季度有所收缩，但排位变化不大。全国来看，全年经济偏离幅度收缩至约 11.9 个标准差，相当于一季度的 31.5%。分省来看，除了河北降至全国水平以下，其他高于全国水平的 8 个省市并未出现显著改变，湖北仍旧以 63.8 个标准差领跑（见图表 7）。按照**收缩比率（全年偏离程度/一季度偏离程度）**来看，恢复进度（或回落速度）慢于全国水平的省市数量达到 15 个，明显大于偏离幅度的 8 个省市。此处，湖北有一大惊喜，即疫情控制住后经济复苏也可能会相对较快。虽然全年湖北省偏离幅度仍旧领跑，但是仅相当于一季度的 27.4%，好于全国平均水平。

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

省市名称	2020 一季度	2020 全年	收缩比率
辽宁	3.534	0.804	0.227
吉林	5.832	1.106	0.190
天津	6.372	1.775	0.279
甘肃	7.097	1.611	0.227
重庆	7.202	2.158	0.300
新疆	7.430	3.553	0.478
山西	7.747	1.711	0.221
海南	8.235	2.372	0.288
青海	9.969	6.047	0.607
西藏	10.000	2.203	0.220
内蒙古	10.916	5.267	0.482
陕西	12.967	5.224	0.403
云南	13.346	4.846	0.363
宁夏	14.641	5.111	0.349
山东	14.730	3.695	0.251
贵州	16.254	7.394	0.455
黑龙江	16.930	5.340	0.315
广西	18.591	5.561	0.299
江苏	19.083	5.408	0.283
广东	28.306	9.858	0.348
上海	30.736	11.351	0.369
浙江	31.638	9.378	0.296
四川	38.984	14.650	0.376
河北	39.701	8.572	0.216
湖南	40.833	16.493	0.404
安徽	41.739	12.292	0.294
河南	44.357	19.931	0.449
江西	45.078	17.969	0.399
北京	52.961	21.804	0.412
福建	56.917	20.762	0.365
湖北	233.482	63.878	**0.274**
全国	37.840	11.934	0.315

资料来源：万得，中银证券

注：（1）收缩比率=2020 全年偏离程度/2020 一季度偏离程度，收缩比率越小表明该省市全年相比一季度经济恢复更好；（2）红色标志该省市的偏离程度高于全国水平，或收缩比率（经济恢复速度）低于全国平均水平。

三、对实证结果的简单分析

图表 8 的回归结果可以分别验证上述的五个假设：一是，在含湖北和不含湖北的结果中，疫情相关变量会显著影响经济增速偏离程度，如延时指数参数估计为负，说明上升越多，经济偏离程度越小，而新增病例和累计病例参数则为负，说明上升越多，经济偏离程度越大。值得注意的是，在不含湖北的栏目 4 中，新增病例并不显著，因而我们在栏目 5 中对新增病例进行季度分解，结果显示一季度新增病例是影响经济偏离的主要来源，二至四季度的参数估计较小且不显著，表明我国疫情有效控制后成功避免了疫情对经济的持续大幅冲击。二是三产占比参数估计为正，说明三产占比越高的省市在经济偏离程度上也会越大；三是贸易依存度参数估计为负，说明贸易依存度越高，经济偏离程度越小，与 2020 年外需超预期支撑经济复苏相符；四是零售占比参数估计为正，表明零售占比越高，经济偏离程度越大；五是财政缺口和新增社融占比参数估值为正，说明宏观政策对冲力度越大，经济偏离程度越小。此外，值得注意的是，不含湖北的模型拟合度低于含湖北的模型，原因可能是湖北的异常偏离会大幅提升疫情的重要性。

图表 8. 实证分析结果

	含湖北		不含湖北		
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
延时指数	-59.35***		-41.12***		
	(8.148)		(5.034)		
新增病例占比		0.968***		-0.196	
		(0.141)		(0.168)	
一季度新增病例占比					15.84***
					(2.488)
二季度新增病例占比					0.297
					(0.234)
三季度新增病例占比					-0.0682
					(0.187)
四季度新增病例占比					-0.290
					(0.261)
累计病例	0.00150***	0.00127***	0.00866***	0.0117***	0.00781***
	(0.000108)	(0.000119)	(0.00205)	(0.00274)	(0.00242)
三产占比	0.512***	0.205	0.493***	0.395***	0.342***
	(0.183)	(0.185)	(0.110)	(0.138)	(0.119)
贸易依存度	-0.173**	-0.169**	-0.214***	-0.174***	-0.178***
	(0.0809)	(0.0823)	(0.0510)	(0.0639)	(0.0550)
零售占比	1.000***	0.900***	0.749***	0.455**	0.335**
	(0.241)	(0.243)	(0.152)	(0.195)	(0.167)
财政缺口占比	-0.187**	-0.187**	-0.142***	-0.114*	-0.120**
	(0.0744)	(0.0757)	(0.0466)	(0.0590)	(0.0501)
新增社融占比（滞后一季度）	-0.0504	-0.134**	-0.0897***	-0.131***	-0.0561
	(0.0523)	(0.0529)	(0.0319)	(0.0396)	(0.0354)
样本量	124	124	120	120	120
拟合度	0.770	0.761	0.589	0.352	0.547

资料来源：中银证券

*注：（1）***代表显著性为 1%，**代表显著性为 5%，*代表显著性为 10%，括号内为估计参数标准差；（2）累计财政缺口占比=（累计财政支出-累计财政收入）/累计名义 GDP；累计新增社融占比=新增社融累计值/累计名义 GDP。*

为了分析是否包含湖北的差异和变量之间的重要性（贡献度），我们使用夏普利值对图表 8 各项参数估计值的解释力进行归因分解。图表 9 的栏目 1 和栏目 2 中，疫情相关变量对拟合度的解释力合计均在 81%左右。这导致了其他四个假设的控制变量解释力合计仅为 19%。虽然经济结构变量和宏观政策变量均有显著作用，但贡献度可能过小。相对的，在不含湖北的栏目 3 至栏目 5 中，疫情相关变量的合计解释力分别为 57%、39%和 70%。虽然贡献力明显小于含湖北的结果，但仍处于首要位置。

在排除湖北后，经济结构和宏观政策的解释力大幅上升，而经济结构变量整体贡献高于宏观政策变量，说明再强的政策也难以短期内对冲疫情期间经济特征对经济的影响（见图表 9）。零售占比对结果的贡献仅次于疫情相关变量，高于其余变量，说明消费不足引发的经济冲击更突出。宏观政策方面，财政政策在疫情期间对经济的作用要略强于货币政策，主要是财政政策具备支出能力，而且不对实体部门形成债务压力。有趣的是，对比栏目 2 和栏目 4，我们发现在不含湖北后，新增病例占比的解释力显著下滑至 1.91%。因而，我们怀疑新增病例的影响可能突出表现在一季度。从而，我们在第五组回归中使用季节虚拟变量与新增病例占比的交叉项将新增病例的影响逐季分离。结果如我们所料：栏目 5 的一季度新增病例占比有近半的贡献度。总体上看，不管是否包含湖北，模型结果中疫情变量是最能解释 2020 年经济偏离的因素，解释力远高于其他变量；排除湖北后，其他变量的解释力度显著上升，加上回归参数依然高度显著，再次验证上述假设。

图表 9. 回归的夏普利值分解

（%）	含湖北		不含湖北		
变量	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
延时指数	14.91	-	37.89	-	-
新增病例占比	-	25.87	-	1.91	-
一季度新增病例占比	-	-	-	-	46.07
二季度新增病例占比	-	-	-	-	1.97
三季度新增病例占比	-	-	-	-	0.76
四季度新增病例占比	-	-	-	-	2.16
累计病例	65.92	55.96	19.55	38.18	18.57
三产占比	0.88	0.26	6.68	7.90	4.48
贸易依存度	1.13	1.32	4.94	5.92	3.99
零售占比	12.33	10.86	17.65	20.52	10.32
财政缺口占比	2.72	2.63	8.94	14.22	8.28
新增社融占比（滞后一季度）	2.10	3.10	4.34	11.35	3.41
疫情相关变量	80.83	81.83	57.44	40.09	69.53
经济结构变量	14.34	12.44	29.27	34.34	18.79
宏观政策变量	4.82	5.73	13.28	25.57	11.69

资料来源：中银证券

注：疫情相关变量=延时指数+新增病例占比+分季度新增病例占比+累计病例；经济结构变量=三产占比+贸易依存度+零售占比；宏观政策变量=财政缺口占比+新增社融占比（滞后一季度）。

四、主要结论

2020 年一季度疫情对我国经济发展造成重大伤害，导致全国各省市均明显偏离其历史发展轨迹。其中，湖北受创尤其严重。本文回归结果也再次验证，疫情是造成 2020 年经济偏离的最主要因素。而且，此次疫情对服务业影响更为突出，其生产增速连续 7 个月低于工业生产。所幸的是，2020 年贸易是一大惊喜。在内需消费疲软的情况下，投资回暖和外贸超预期支撑我国生产快速复苏。再者，不能光靠经济自身恢复，扩张性财政和货币政策有效帮助经济回归常态。

控制住疫情是经济社会活动正常化的前提条件。实证结果表明，在一季度疫情防控的较强作用下，二季度开始疫情对经济的影响显著降低。在疫情防控常态化前提下，统筹疫情防控和经济社会发展工作是可行的。即便是二季度以后，有零星新感染病例发生的省市采取了防控措施，但由于防控工作更加有条理、有针对，迅速扑灭了疫情蔓延的“火苗”，极大降低了疫情防控对经济活动的影响。同时，湖北的经验还表明，即便是疫情严重的地区，疫情防控也是长痛不如短痛。虽然 2020 年一季度湖北经济由于大停摆遭受重大打击，但全年恢复效率并不比其他省市差。而且，如果湖北疫情尾大不掉，不仅会阻碍湖北自身的复苏，也会间接通过内陆经贸关联、人员流动和产业链等传导途径影响其他省市。相反，欧美地区由于疫情防控不坚决，不得不一再重启经济封锁，欧元区、英国和美国地区自 2020 年二季度以来持续经济当季同比负增长。

只有全部控制住疫情才可能消除疫情的影响。即便像西藏这样具备地理优势而不需承担较高的防控压力，经济复苏仍可能受制于旅游和零售等服务业的较慢重启。再如追求群体免疫的瑞典，既没有在 2020 年二季度保住经济，也没有在 2020 年四季度摆脱疫情的影响。2020 年二季度，瑞典 GDP 环比增速大幅收缩 8.3%，幅度大于芬兰（-4.5%）、丹麦（-6.8%）和挪威（-5.1%）；四季度疫情失控后，瑞典被周围国家“排挤”，采取关闭边境和限制交通等方式来减少与瑞典的往来。这也导致瑞典经济前景更加悲观。

最后，我国政府并未对疫情下半段盲目乐观，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。今年两会政府工作报告指出，新冠肺炎疫情仍在全球蔓延，国际形势中不稳定不确定因素增多，世界经济形势复杂严峻；国内疫情防控仍有薄弱环节，经济恢复基础尚不牢固，居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大。当然，今年与 2020 年经济大封锁有很大不同，稳增长压力相对较小，但发展仍是解决任何问题的关键。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。如何科学精准施策着实考验我国政府宏观调控的智慧与技巧。

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。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371