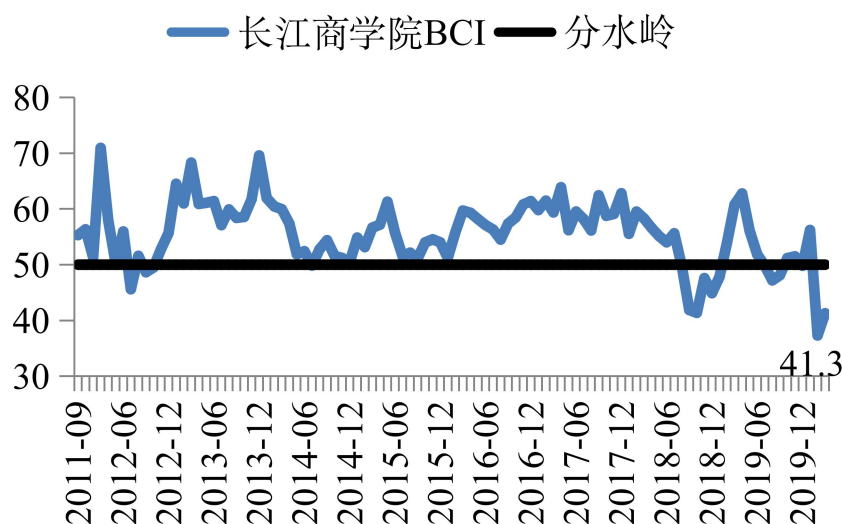


全球经济遭受 COVID-19 的三重冲击

文/李伟

近一段时间，在各地逐步复工的推动下，2020年3月的“长江商学院中国企业经营状况指数”（CKGSB Business Conditions Index，下称BCI）迎来了小幅反弹，本月数值为41.3，而上月为37.3（**图表 1**）。不过鉴于疫情并未离我们远去，而且各地对前期政策的改变都会有一个时滞效应，因此目前的反弹力度很小，看得出中国民营经济依然非常疲弱。

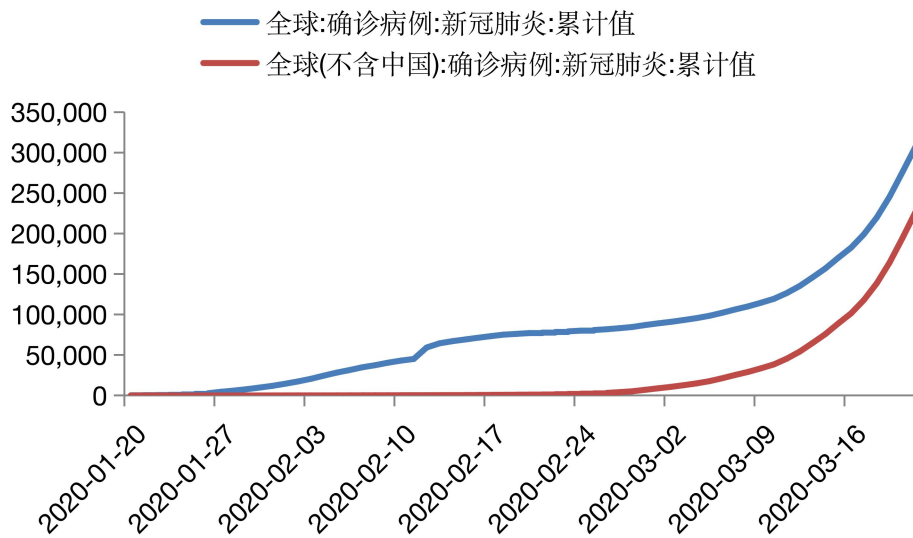
图表 1



资料来源：长江商学院案例研究中心与中国经济和可持续发展研究中心。

中国的疫情目前正在逐渐消弭，但境外多国的疫情则拉响了警报（**图表 2**）。世卫组织也对疫情使用了“大流行”这样的说法。

图表 2



数据截至 2020 年 3 月 21 日。

资料来源: Wind。

现在大家最关心的问题有两个,一是这场由世界卫生组织命名为 COVID-19 (2019 年新型冠状病毒肺炎) 的传染病究竟还要肆虐多久,二是其对经济的影响几何以及我们应该如何应对?关于第一个问题,这在很大程度上是医学家,尤其是流行病学家的专业领域,笔者不好置喙,但第二个问题笔者作为一名经济学家,倒是有兴趣做一番简单的探讨。

首先,笔者需要明确指出,这次疫情给全球经济的打击很可能将超过 2008 年的金融危机。在 2008 年金融危机中,美国的失业率曾一度飙升至 10% (2009 年 10 月),最近美国的失业率还处于低位,但随着疫情的扩散,越来越多的公司开始出现销售和利润上的困难,裁员或者降薪将变得越来越多。像意大利那样的国家,其状况比美国更严重。我们 2 月份的 BCI 调研数据如实地记录了 COVID-19 对中国民营经济的摧残,3 月的数据也只是略有好转,但是大部分专业分析师还是低估了 COVID-19 的威力,尤其是它对经济的冲击力。

其次,笔者认为这次疫情对全球经济打出了具有强大杀伤力的三套组合拳。为了有效隔断病毒的传播,各地政府采取了果断封城封村等措施来隔断人际近距离交往,工业,建筑业、和线下服务业几乎停摆。全球经济在短时间内遭遇两拳重击:第一拳直击供给侧,迫使大量企业停工,大批不能居家上班的员工赋闲;第二拳同时重锤需求端,企业的投资需求大幅萎缩,消费者非必需品(比如,汽车以新换旧)需求要么停下,要么延后。在实体经济遭受需求端和供给侧的双重打击的同时,金融市场和机构会在恐慌情绪迅速蔓延中承受这场疫情的第三拳重击:流动性挤兑,也就是在金融恐慌中,企业紧急兑现授信,金融市场投资人为了紧急追加保证金大量抛售流动性好的资产。上周全球金融市场异常脆弱,各类金融资产都在被抛售,例如黄金、债券和股票。

那么当前的危机会否发展至 1930 年代大萧条那样的程度呢?大萧条可能是近代经济史上最严重的一次经济危机,当时美国的失业率高达 25%。当前的经济状况远好于大萧条时期,但需要小心的是失业率是一个具有时滞性的指标,当前金融市场已经陷入了一片恐慌之中,因此未来经济将如何演变尚有相当大的不确定性。所以即使最终的状况远好于大萧条时期,

我们亦需多多防备。

休克疗法后

随着疫情在全球传播开来，各国应对疫情也出现了一定的差别，其造成的结果也有不同。作为最早的重灾区——中国，其患病人数显著下降，现在新的病例很大程度上以输入性病例为主。欧洲和美国近来患病人数增加很快，尤其是意大利和美国，疾病的蔓延速度很快。

那么面对这样的情况，应该如何应对呢？首先，应该本着以人为本的态度，需要封城的，需要隔离的，只要有必要的，就应该去做。毕竟在生命危险面前，绝大部分的目标都只能退居次席。但封城这样的措施副作用非常大，因此假如可能的话，最好还是使用精准隔离的方法，就是将那些接触过病人的个人全部隔离起来，而不是将所有人都隔离起来。

然而，精准隔离有一个前提，就是要有可靠的检测手段，可以非常快速简便的去把病患从人群中筛查出来，然后采取不同的对待措施。这方面欧美没有做好，当初中国疫情流行时，欧美完全可以投入力量研发和大批量生产相关的检测试剂，但欧美国家低估了疫情，以至于最后白白错过了这一机会。

那么在目前的状况下，各国政府能做什么呢？除了诊治患者、隔离密切接触者以外，最重要的就是要鼓励疫苗的研发和生产。在这个问题上，政府可能需要扮演更大的角色，因为民众对疫苗的价格可能会比较敏感。一旦价格太高，接种的人太少，就达不到目的；价格太低，企业又缺乏研发的动力，这也不行。所以疫苗作为一个公共品，可能需要政府对企业进行一定的补贴，这样的话，企业有动力去进行研发，民众也可以找到自身承受力范围内的疫苗。

从长期来看，自从我们控制了天花和鼠疫等传染病后，大部分国家随着经济发展水平的提高，疾病谱都发生了巨大的变化，过去流行病肆虐，现在大部分人的死亡原因都是心脑血管疾病、癌症和阿尔兹海默症等慢性病，因此各国的医疗资源也都转向了慢性病领域。传染病已经很少侵扰我们的生活了，偶见如 SARS，也是很快就被我们三下五除二的打败了，因此我们开始对这一领域松懈了。COVID-19 提醒我们，传染病并未走远，我们需要转移一部分资源来解决这个问题。

政府要鼓励企业研制疫苗，要转移资源去对抗传染病，那么企业要做什么呢？企业最需要做的就是尽快复工。很多国家的经验都表明，经济不是电灯开关，可以随意打开关上。经济一旦停摆之后，想马上重新开启是很困难的。这里面的原因很多，例如工人返工会存在困难，又比如产业链停摆后，复工后上下游之间很容易出现不匹配，这样的话，整个经济的运营就无法马上恢复到从前的样子

笔者在 1990 年代写作博士论文时曾翻阅过很多描述苏东剧变的文章，发现当时苏东国家采取了休克疗法的改革方法，急剧的从计划经济向市场经济过渡，但其带来的后果并非市场经济的出现，而是整个供给侧的混乱。过去的企业只管生产，然后上交给国家计划部门进行分配，当休克疗法开始后它们拥有了自主定价权，于是它们认为自己可以像一个垄断者那样去漫天要价，结果大量的谈判破裂了，整个供应链都断掉了。在休克疗法下，苏东经济的体量普遍下滑了 30%-50%。

我们从苏东经济改革的例子中可以看到，供应链并不会自然而然的从一种状态转变为另一种状态，这其中包含了大量显性和隐性的成本。要把断掉的供应链续起来，是要付出相当大的成本才能实现的。

现在我们在中国也看到了类似的情况，要维持工人健康和防止疫情复发，政府向企业施加了很大的压力，因此企业干脆以不开工来应对，但这势必会破坏供应链，而且不开工的企业越多，不开工的时间越长，其所造成的混乱和损失就越大。

政府有政府的想法，企业也有企业的压力，不好说谁对谁不对，那么有没有可能进行一些机制上的创新来解决这些问题呢？比如推出第三方负责的机制，把一些风险通过保险的方式转移到第三方，让这些风险的成本实时通过价格反映出来，然后将之最小化。

从需求端来说，封城等类似的做法直接打击了经济的发展，使我们大量的产品失去了可销售的方向。从这方面来说，现在我们遇到的是供给侧冲击和需求端打击的双重打击，情况不可谓不严峻。

金融危机

除了疫情之外，近期能吸引人眼球的恐怕就是金融市场了。的确，最近多个股市大跌，已经触及了金融危机的标准（图表 5、图表 6）。

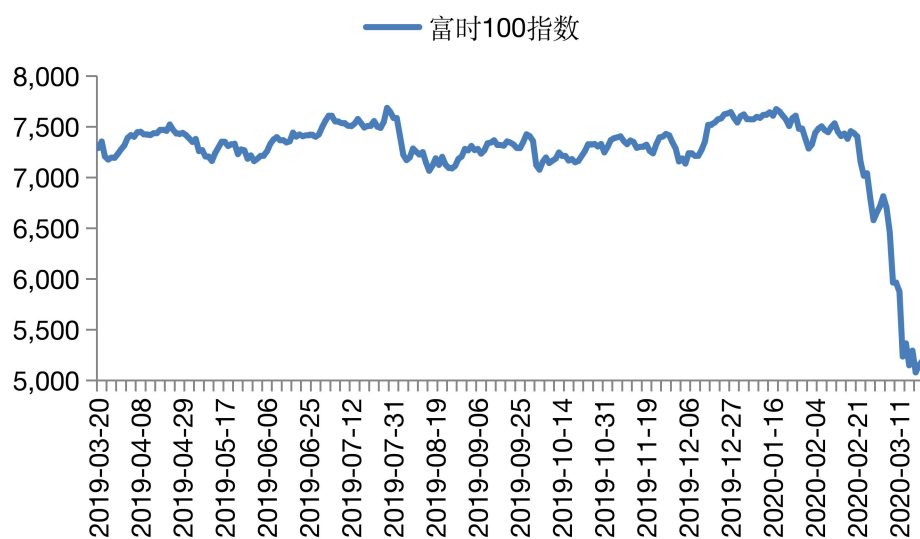
图表 3



数据截至 2020 年 3 月 20 日。

资料来源: Wind。

图表 4

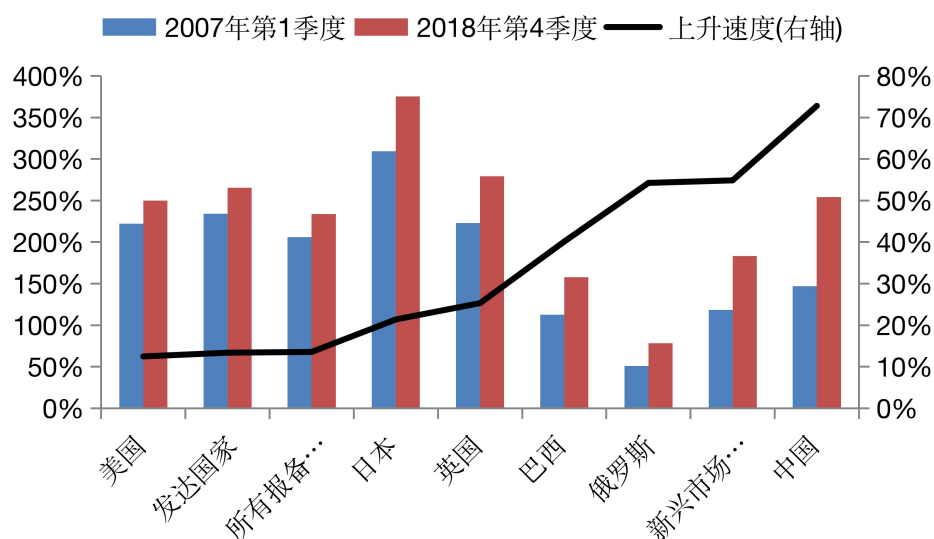


数据截至 2020 年 3 月 20 日。

资料来源: Wind。

金融方面的问题真可谓是冰冻三尺非一日之寒，现在的情况都是过去埋下的祸根所致。在 2008 年全球金融危机后，各国政府为了抵抗危机对经济的消极作用，纷纷使用了大力度的刺激政策，这造成了一个结果，就是各国的杠杆率都有了明显的上升，这里面尤以中国为甚（图表 7）。

图表 5



左边的竖轴表达的是公共债务总额占 GDP 的比例。中国的绝对数值不是最高的，但上升速度是最快的。

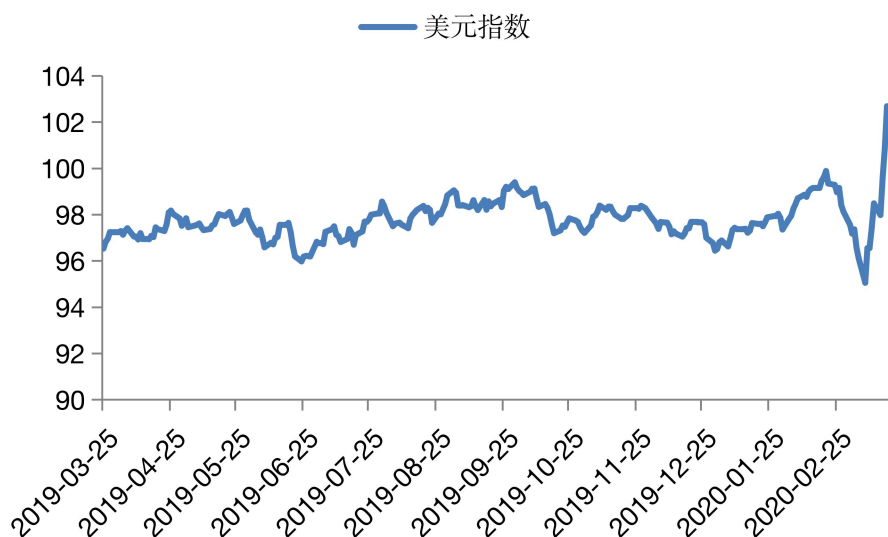
资料来源: 国际清算银行。

公共机构如此，民间机构和企业也是如此，由于美国的牛市维持了很长时间，因此对冲基金等影子银行纷纷采取了激进的交易方式，这样一来就更吹大了市场的泡沫。对冲基金这样的做法平时是可以的，就怕遇到 50 年、甚至 100 一遇的黑天鹅事件。一旦遇到黑天鹅，那

么这样的交易策略将极可能引发连锁反应，就像 1998 年的长期资本管理公司（Long-Term Capital Management, 简称 LTCM）那样，最终引发资产价格的大幅波动。我们现在看到油价在剧烈波动，可能就是交易策略反转所带来的影响。

在股市大跌的状况下，美元再次被看作避险资产，因此美元出现了大涨的局面（图表 6）。

图表 6



美元指数代表的美元汇率的高低，指数越高，汇率越高，反之亦然。

数据截至 2020 年 3 月 23 日。

资料来源：Wind。

美元大涨对美国经济其实是很不好的，因为这损害了美国的出口竞争力，也间接损害了相关行业的就业。当然，这对中国的出口企业是个利好，因为以美元结算的话，它们的盈利会增加。但也不是每家中国企业都那么高兴，比如很多中国企业之前趁着美元债利率低的时候在海外发了很多美元债，现在美元升值，这些美元债还本付息的压力就跟着走高了。比如国内一些航空公司，它们一方面受到了疫情的打击，另一方面又受到了美元升值在财务上引发的冲击，真可谓是屋漏偏逢连夜雨。还有一些地产公司，例如恒大，也存在类似的问题。现在美元债的问题还没有在发展中国家中形成危机，但我们切不可掉以轻心，因为发展中国家在这方面的血泪史实在是太深重了。

现在比较关键的问题就是要避免市场上出现流动性危机的问题。假如一个公司是因为经营不善而陷入困境，那么就没有理由对其进行救助，但假如它只是流动性危机，尤其是好公司也出现流动性危机，那么这就有必要进行救助了。

很明显，最近金融市场的动荡很大程度上源于疫情，人们对疾疫的恐慌表现在金融市场上就是缺乏流动性，因为人人都去寻找现金和现价等价物了。在这种情况下，央行必须发挥其“最后贷款人”的角色，早日向市场中注入足够多的流动性。

还有一点就是财政政策，目前美国还没有出台相关的财政政策，关键是要用财政政策去资助那些因市场流动性短缺而丧失收入的企业和个人，让它们避免不必要的破产。如果坏账爆发，

这会马上影响到金融体系的稳定。如果不是因为经营不善的问题，而仅仅是流动性问题，那政府有必要进行一定的资助。

结合上文所言，目前已有供给侧的冲击和需求端的下滑，再加上一个金融危机，这样的组合实在罕见。在笔者的阅读范围内，似乎没有在现代经济史上见过如此复杂且规模巨大的经济风暴。因此，无论疫情在中国是如何归于平静，我们心中始终还是要悬着一颗心，毕竟海外还有大量的传染源在活动，中国又是一个高度开放的经济体。在终局之前，任何一次放松都可能导致前功尽弃。

(作者系长江商学院副院长、经济学教授)