

应对疫情，各级经济政策对哪类企业更有效？

薛健 古朴 财经杂志 6 days ago

财经
CAIJING

独立 独家 独到

规模较小的企业和疫情较重地区的企业，对各项经济政策的反应更为强烈；科技密集型企业的反应也强于非科技密集型企业。这表明政府未来可以进一步从两个不同的角度来推出应对政策



文 | 薛健 古朴

新冠肺炎疫情全球蔓延给资本市场带来重创，全球资本市场由其引发的暴跌熔断之声不绝于耳，但中国资本市场在此期间却保持了相对平稳。这是为什么？

新冠肺炎疫情的暴发对中国经济造成了巨大的冲击，企业面临严峻的考验。为了应对疫情，中央和地方政府及时推出了应对经济政策。统计显示，自2020年1月31日以来，中央接连出台了包括优化税费服务、强化金融支持等7项政策支持企业应对危机。与此同时，共计21个省级行政单位也结

合本省经济情况，推出了涵盖财政支持、税费减免、便捷审批等多个领域的政策，对减轻企业负担、帮助企业复工复产发挥了巨大的作用。

我们研究了A股3411家上市公司在各地政策出台前后的收益情况。研究分析发现：疫情以来，各地政府推出的一系列针对性强、覆盖面广的经济扶持政策，发挥了预期作用，对企业和经济前景的改善在资本市场得到了充分反映。

但我们也要正视一个问题，**那些便捷性强，见效快的经济政策对资本市场会带来更积极的反应。而且，规模较小企业、处于疫情较重地区的企业、科技密集型企业是对经济政策反应最强烈的群体，因此，后续政策可以进一步加强对这三类企业的针对性。**

资本市场是中国经济发展的重要抓手，也是经济状况的晴雨表。这些经济应对政策在帮助企业恢复发展的同时，也对资本市场产生了积极的影响。

本文以中国A股上市公司疫情以来的股价表现作为研究对象，在此基础上剔除了1、金融业；2、截至3月12日前当地政府未出台经济应对政策地区的上市公司；3、主要变量缺失的上市公司。本文样本最终包含A股3411家上市公司政策出台前5个交易日和政策出台后三个交易日的收益情况。

我们研究了21个省级行政单位应对新冠肺炎疫情的经济政策对于资本市场的影响。总体来看，出台的政策在一定程度均给资本市场带来利好，但不同企业，及不同政策对资本市场产生的影响各不相同，建议后续各级政府可以考虑进一步实施相关政策，帮助企业恢复产能、刺激消费、稳定出口，进而促进经济的快速复苏。

经济刺激政策对不同公司影响不同

各地方政府出台应对疫情的经济政策后，当地的上市公司的股票价格显著上升。上市公司的股票价格很大程度上是公司基本面与未来预期的反映，上述经济政策既改善了公司的经营状况，也提振了投资者对未来的信心，因此会对其股票价格产生积极影响。

我们的研究数据显示，总体来看，政策出台后当天受益于政策的上市公司超额收益率到达0.5%。另外，这种积极影响具有一定的持续性，在出台后第一日达到顶峰0.8%后，受益公司在第三日仍表现出领先大盘0.5%的超额收益。超额收益率为当日个股收益率与全市场平均收益率之差。

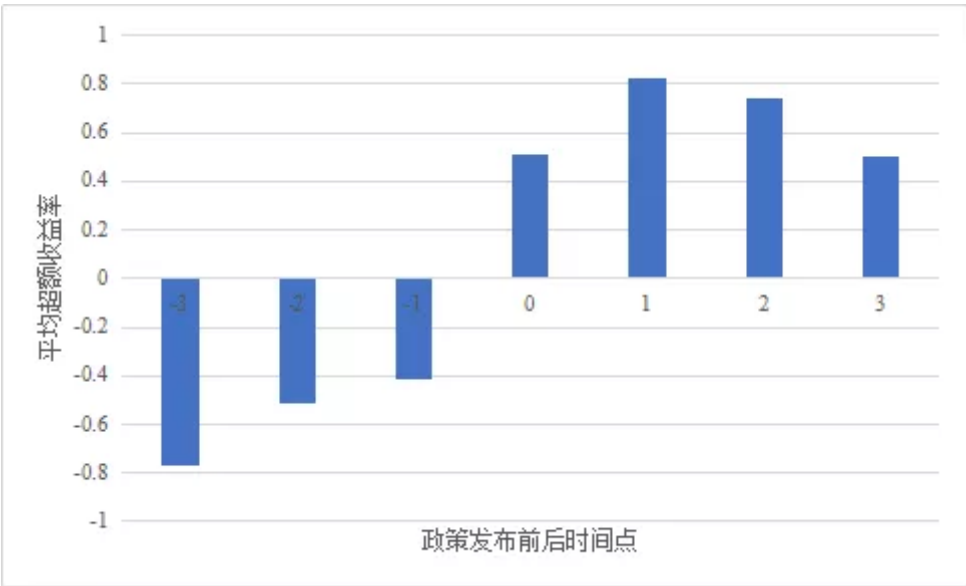


图1 :政策对当地上市公司的综合影响

政策对不同特征上市公司的影响不同。

我们把上市公司按总资产的中位数分为大型企业与小型企业两类。**规模较小的公司前期股票价格受疫情影响更严重，其股票价格对于各项政策反应更为强烈，且这种股价反应的差异会随时间逐步扩大。**主要原因则是规模较小的企业缺乏规模优势，往往现金流更为短缺，供应链更为脆弱，占据的市场份额更小，议价能力也更弱，因此受疫情负面影响较大；经济政策对中小企业的帮扶效果也更加明显。

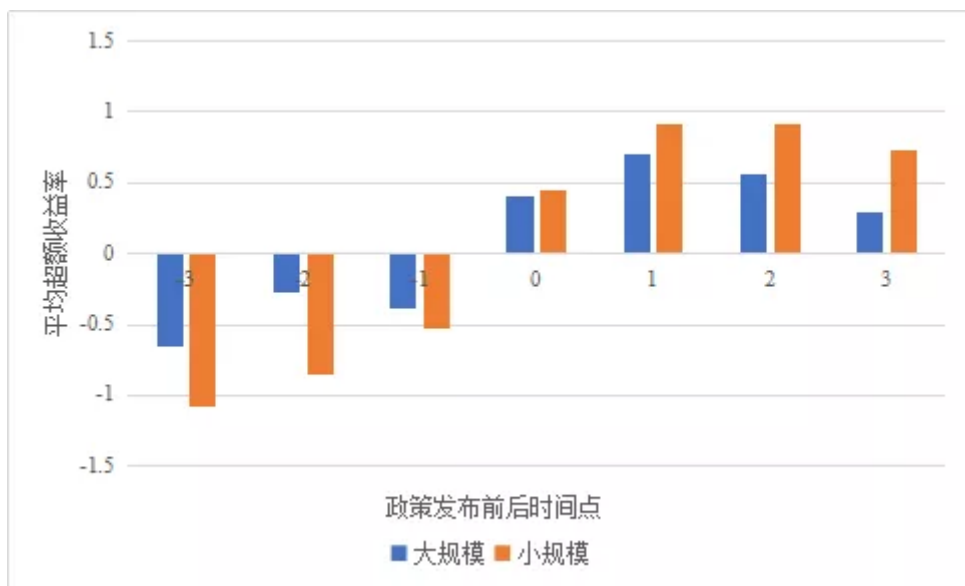


图2：政策对不同规模上市公司的影响

以全国各省市的累计确诊病例的中位数作为划分依据，将各省市划分为疫情较重地区与疫情较轻地区。**我们发现，疫情较重地区的上市公司前期股票价格受疫情影响较大，且其对各项经济政策的反应更为积极强烈。**这是因为处于疫情较重地区的上市公司，人员与资源流动受限更多，生产成本上升更显著，金融支持系统的负担与风险也更大，因此受疫情影响也更大。各项政策在扶助受疫情影响较重地区的企业过程中也发挥了更加积极显著的作用。

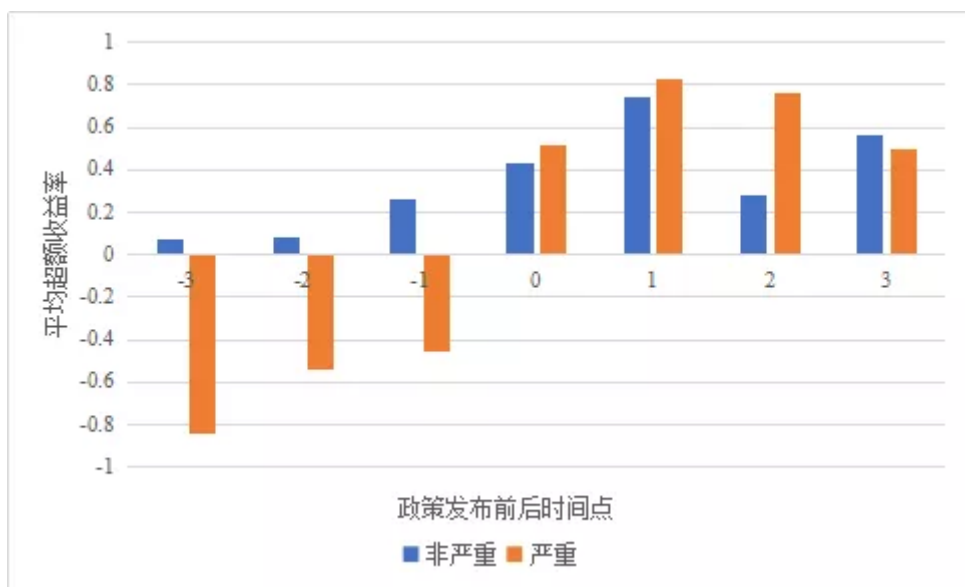


图3：政策对不同地区上市公司的影响

以研发投入对于企业利润占比的中位数为研究依据，我们将中国A股公司划分为科技密集型与非科技密集型两类。

从企业科技属性类型来看，非科技密集型公司政策出台前的跌幅较大，但政策出台后涨幅较小。而科技型企业政策出台前跌幅较小，出台后的涨幅更为强烈，股价表现更好。

本次疫情中，网络平台，生物制药，5G技术等科技密集型板块领涨，这表明长期持续的研发创新使得这些企业将疫情化“危”为“机”，实现了快速突破逆势上涨，因此对经济政策反应更积极。

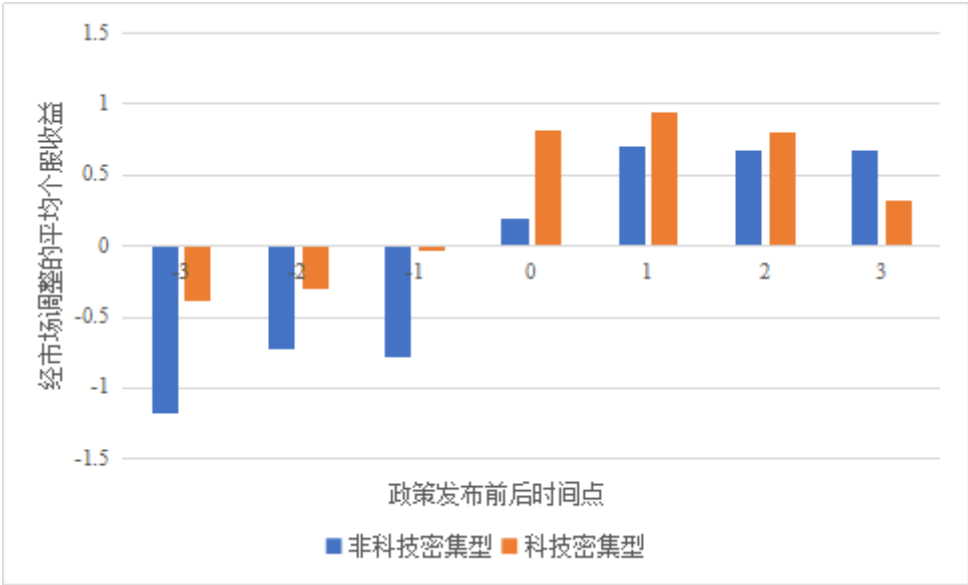


图4：政策对不同科技水平上市公司的影响

究其原因，我们可以得出结论：**科技密集型企业的业务受疫情影响较小，有些甚至是能受疫情催化而加速发展，市场对此类企业的未来前景更为乐观；近期发布的政策对新基建提及较多，科技企业受益更加直接。**

不同类型政策对资本市场的影响不一

根据21个省级行政单位发布的应对疫情的经济政策，我们归纳发现，政策涵盖较为集中，主要包括了便捷审批、降低生产成本、减税降费、信贷支持、财政补贴、交通运输、保险保障等7个领域。

根据研究数据来看，所有的政策实施后的三个观察期内（当日，当日至第二日，当日至第三日），受影响公司的股价均有所上扬，观察期越长，政策对市场的影响越大，市场反应越充分。

但不同政策的影响力度也不同，具体来看，便捷审批的市场反应最强，减免租金，降低电费等降低生产成本的市场影响次之，减税降费与财政补贴的市场影响再次，信贷支持，保险保障与交通运输的影响最小。

据此我们认为，政策的时效性与可获得性对于股价反应有较为显著的影响。比如便捷审批流程，降低审批成本，建立在线审批平台等举措，可以解决企业的资源调配、复工复产的燃眉之急，时效性最强、覆盖范围最广；而“减免或减半征收1至3个月的房租，对存在资金支付困难的企业可以延期收取租金”等降低生产成本的政策可以立即减轻企业负担，帮助企业恢复生产，效果同样立竿见影；减税降费与财政补贴相关政策一方面需要一定的报备审批流程，另一方面补贴门槛使其涵盖范围有限，因此市场反应较弱；交通运输更具有针对性，惠及范围较小，而信贷支持与保险保障则流程跨度更长，时效性更弱，因此市场反应相对最弱。

表 1：不同类型经济政策对于对资本市场的短期影响

政策类别	(1) 当日	(2) 当日至第二日	(3) 当日至第三日
便捷审批	1.172***	2.351***	3.367***
降低生产成本	0.982***	2.227***	3.145***
减税降费	0.794***	2.108***	3.129***
财政补贴	0.762***	2.093***	3.170**
信贷支持	0.741***	1.945***	2.881***
交通运输	0.692***	1.732***	2.743***
保险保障	0.583***	1.647***	2.450***

上表中的数据为如下回归模型中Post的系数 α_1 ：

模型中Post为政策出台前后的虚拟变量，即政策出台当日或之后两日取1，政策出台之前取0；Car为经市场收益调整后的超额收益，具体为（公司t日的收益-t日大盘平均收益）。本文主要关心 α_1 的回归值，如果政策出台后，公司股价上扬，则 α_1 为正。此外，本研究还控制了其他影响股价表现的因素，包括总资产（Size），营业利润（Rev），杠杆水平（Lev），账面市值比（BM），同时控制了行业层面与省级层面的固定效应。

各级政府可以考虑进一步实施相关政策促进经济发展

基于以上研究结果，我们提出如下政策建议：

首先，我们的研究结果证明各省市应对新冠肺炎疫情的经济政策能够发挥切实有效的作用。

这一系列政策促进了企业的生产恢复的同时增加了投资者信心，提振了市场情绪，促进了资本市场的平稳运行。后续各级政府可以考虑进一步实施相关政策，帮助企业恢复产能、刺激消费、稳定出口，进而促进经济的快速复苏。

其次，相较而言，规模较小的企业和疫情较重地区的企业，对各项经济政策的反应更为强烈。同时，科技密集型企业的反应也强于非科技密集型企业。

这表明政府未来可以进一步从两个不同的角度来推出应对政策，一是扶助自身竞争力较弱、受疫情影响较大企业渡过难关，二是通过鼓励科技创新，帮助核心竞争力突出的企业实现弯道超车。两类政策相互配合可以获得协同效应，最终实现经济发展的稳中有进。

就各项政策工具的选择而言，政策的时效性与可获得性直接影响资本市场的反应强度。

时效性强的政策如便捷审批，切实减负、可获得性强的政策如减免房租，切实解决了企业现阶段复工慢复工难的问题，市场反应最强；而信贷支持与财政补贴等政策，因其执行流程长，门槛较高，时效性与可获得性均较低，市场反应也较弱。因此，后续各级政府应优先使用见效快、覆盖面广的政策工具来将疫情的影响控制到最低。

(作者薛健为清华大学经济管理学院会计系教授、院长助理，古朴为清华大学经管学院博士生。编辑：谢丽容)



责编 | 蒋丽 lijiang@caijing.com.cn

本文为《财经》杂志原创文章，未经授权不得转载或建立镜像。如需转载，请在文末留言申请并获取授权。

Modified on 2020-04-04