

宏观专题

全面评估当前疫情的经济影响与演变特征

本轮疫情已持续近 2 个月，对经济、生活冲击巨大，我们在前期报告《当前疫情对经济冲击几何？》、《物流角度看当前疫情的经济影响》中已进行了全面分析和测算。目前 3 月及一季度经济数据已出，回顾 3 月，疫情的实际影响有多大？4 月以来疫情进一步恶化，本文将从总量和行业两大角度，进一步评估对经济的冲击程度。

核心观点：疫情对经济的冲击将进一步显现，保守估计，拖累二季度 GDP 约 2 个百分点，拖累全年 GDP 约 0.7 个百分点，紧盯疫情防控策略可能的优化。

1、总量看，当前疫情拖累 3 月消费约 3%，4 月可能约 7%左右；拖累 Q1 GDP 约 0.8%，若疫情 5 月底受控，将拖累 Q2 GDP 约 2%，合计拖累全年 GDP 约 0.7%。

>在前期报告《当前疫情对经济冲击几何？》中，我们参考了 2021 年疫情，并基于高/中/低三种情形，估算了疫情对消费、GDP 的冲击程度。目前 Q1 经济数据已出，由于测算过程中面临多重困扰（基数效应、数据背离、非疫情因素影响等），对比后发现，**季调环比增速的变化幅度，是验证疫情实际影响较为准确的指标：**

消费端：3 月社零环比降幅 2.8 个点，与我们此前报告中测算结果一致；

生产端：3 月工增季调环比走平，主因工业生产在 3 月“先上后下”；

投资端：3 月固投季调环比走平，主因基建发力，对冲地产和制造业投资的下行；

出口端：近年来出口季调环比不再公布，结合韩国出口变动，疫情影响约 3.3 个点；

总体看：一季度 GDP 季调环比较去年 Q4 下降了 0.2 个百分点，降幅较小，主因 Q1 经济先上后下，1-2 月经济的“高开”对冲了部分 3 月的“低走”；按支出法测算，本轮疫情对一季度 GDP 的冲击可能在 0.8 个百分点左右，与我们测算的 1 个点接近。

>4 月疫情影响范围更广，防控力度更强。影响范围更广：省份看，4 月以来 31 省中有 29 省都受到疫情影响；城市看，全国 333 个地级市中约 220 个受到疫情影响，城市数量占比 66.1%，GDP 占比 83.7%；日均受影响城市 84 个，日均受影响 GDP 占比 49.2%。注意到，本轮疫情较严重的地区主要局限于上海、长春两地，近期长春疫情好转，上海社会面新增病例下行，但仍是全国疫情的核心。**防控力度更强：**本轮疫情防控难度提升，近期各地防控措施普遍更加果断迅速，有提级防控的倾向。

>4 月疫情对经济的冲击将明显大于 3 月。疫情对我国经济影响主要取决于影响范围和防控强度，如上所述，3 月疫情影响与我们测算较接近，因此我们延续此前分析思路，逐一梳理了 4 月受到疫情影响的 220 个城市及其封控情况：绝大部分大城市都受到封控措施影响：**有疫情的城市中，全面封控城市较少、7 成部分封控、1/4 个别封控或未封控**，对其分别按照此前的高中低冲击强度测算，则**4 月疫情对 4 月社零的冲击约 7 个点、对二季度 GDP 的冲击约 1.7 个点；综合看，假设本轮疫情 5 月基本受控，则对二季度 GDP 冲击约 2%左右；上半年疫情合计拖累全年 GDP 约 0.7%。**

2、行业看，当前疫情与过去两年的行业影响并不完全相同；参考 2020 年 3 月，疫情减退后，汽车、基建、纺服等行业可能反弹较强，也建议重视地产后周期。

>从大类行业看，对比过去两年，当前疫情有“两不同、一类似”：建筑业、信息技术服务业增加值跌幅相对较小，房地产业和制造业增速仍在提升，疫情防控对农林牧渔、交运、住宿餐饮、批发零售等行业影响与 2021 年 Q1 的“就地过年”接近。**从细分行业看，有两条产业链表现较强：**基建链（政策发力）、纺织链（海外出行）。

>参考 2020 年经验，疫情减退后，汽车、基建、纺服反弹较强。2020 年 Q1 疫情受控后，多数行业工业增加值增速反弹，其中汽车制造业、专用设备制造业、纺织业、非金属矿物制品业的 Q2 增加值增速分别较 Q1 提升 36.5、26.9、20.0、18.5 个点，反弹幅度靠前，分别对应疫后居民购车需求提升、基建发力、出行需求提升。

3、整体看，本轮疫情后经济的自然恢复可能更慢，需政策进一步发力，尤其是优化疫情管控策略。可喜的是，随着近期“保供应链”加码，4 月以来物流已边际好转。

>本轮疫情后经济的自然恢复较慢。从本轮疫情控制较好的广东来看，4 月中旬以来疫情受控后，整车货运流量指数恢复缓慢，较正常水平的差距低 25%左右，主因疫情受控后封控措施可能仍将持续一段时间、“动态清零”对经济产生持续冲击，这也意味着需要政策进一步发力，尤其是优化疫情管控策略。

>物流不畅影响大于预期，好在 4 月中旬以来边际好转。事后看，4 月物流不畅的影响大于预期，主因部分地区“层层加码”、违规设置防疫检查点、关闭高速公路的收费站等。4 月百城拥堵指数、十城地铁客运量、整车货运流量等主要物流指标增速均进一步下行，但 4 月中旬以来，各物流指数普遍触底回升，指向疫情影响边际好转。

风险提示：疫情演化、外部环境、政策力度等超预期变化

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 杨涛

执业证书编号：S0680120070018

邮箱：yangtao3123@gszq.com

相关研究

- 1、《当前疫情对经济冲击几何？》2022-03-24
- 2、《4 月政治局会议前瞻—兼评 A 股大跌、人民币大贬》2021-04-26
- 3、《高频与政策半月观—经济底仍未到，紧盯 4 月政治局会议》2021-04-17
- 4、《“出口热、进口冷”的背后》2022-04-13
- 5、《物流角度看当前疫情的经济影响》2022-04-08
- 6、《政策底再确认，哪些“绝招”可期？—最新国常会和央行 Q1 例会的信号》2022-03-30

找报告，上“数据理河”

微信小程序、知识星球、www.bj-xinghe.com、微信群（18610100296）同步分享更新

内容目录

总量看，如何评估上半年疫情的经济影响？	3
季调环比跌幅是衡量疫情影响的合适指标	3
疫情对一季度经济各部门的影响几何？	3
4月疫情影响范围更广，防控力度更强	5
4月疫情对经济的冲击大概率大于3月	6
行业看，本轮疫情影响如何？后续如何演变？	8
对比过去两年，本轮疫情的行业影响有何异同	8
参考2020年，后续汽车、基建、纺服反弹较强	9
往后看，下半年疫情影响的可能演变	10
本轮疫情后经济自然恢复更慢，需政策进一步发力	10
物流不畅影响大于预期，但4月中旬以来边际好转	11
风险提示	12

图表目录

图表 1: 一季度主要经济指标变动情况 (%)	3
图表 2: 工业生产在3月“先上后下”	4
图表 3: 扬州、广州爆发疫情后，固投增速当月下降，次月有所提升	4
图表 4: 年初以来中韩出口增速均趋于下行	4
图表 5: 省份: 全国各省疫情热力图 (单位: 例)	5
图表 6: 城市: 4月受疫情影响的城市数量日均超80个	6
图表 7: 城市: 4月受疫情影响的城市GDP占比日均接近50%	6
图表 8: 上海以外的地区新增确诊、无症状感染者趋于回落	6
图表 9: 上海社会面确诊病例趋于下行	6
图表 10: 绝大部分大型城市都受到封控措施影响	7
图表 11: 4月疫情冲击测算	8
图表 12: 一季度各大类行业增加值增速变动	9
图表 13: 一季度各细分工业行业增加值增速变动	9
图表 14: 2020年疫情后，疫情减退后，汽车、基建、纺服好转较多	10
图表 15: 广东疫情受控后物流恢复仍然缓慢	10
图表 16: 4月中旬以来百城拥堵指数触底回升	11
图表 17: 4月中旬以来十城地铁客运量触底回升	11
图表 18: 4月中旬以来整车货运流量触底回升	11

3月以来，本轮疫情已经持续近2个月，对经济、生活的冲击巨大，我们在前期报告《当前疫情对经济冲击几何?》、《物流角度看当前疫情的经济影响》中已进行了全面分析和测算。目前3月及一季度经济数据已出，回顾3月，疫情的实际影响有多大?4月以来，疫情逐步受控，但影响更加显著，具体对经济的冲击有多大?本文就这些问题做出分析。

总量看，如何评估上半年疫情的经济影响?

季调环比跌幅是衡量疫情影响的合适指标

目前一季度经济数据已出，如何衡量疫情冲击大小?这实际上仍不容易，因为我们至少要面临三重干扰：基数效应、数据背离、非疫情因素影响。以消费为例：

>从同比增速看：3月社零同比-3.5%，较1-2月的6.7%下降10.2个百分点，用这一降幅衡量疫情影响明显偏大，因为忽略了去年基数抬升、1-2月数据“高开”的影响；

>从平均增速看：而如果用三年平均增速衡量，3月社零2.9%，较1-2月的4.3%下降1.4个点，这一降幅又明显偏小，因为去年8月、12月国内疫情较严重时，消费冲击也有1个点以上，今年3月疫情冲击明显应该更大；

>从环比增速看：3月社零季调环比-1.9%，较1-2月的0.4%下降2.3个点，应注意这是在1-2月消费已受疫情冲击下的降幅，若与2017-2019年平均水平相比，3月社零环比降幅约为2.8个点。对比看，我们认为环比是衡量疫情影响的相对较为准确的视角，这一降幅也与我们此前报告中测算的3个点左右较为一致。(具体可参考《当前疫情对经济冲击几何?》、《物流角度看当前疫情的经济影响》)

图表1：一季度主要经济指标变动情况(单位：%)

指标	GDP	指标	工业增加值	消费	出口	固投	狭义基建投资	地产投资	制造业投资	失业率
2021年Q4当季同比	4.0	1-2月当月同比	7.5	6.7	16.4	12.2	8.1	3.7	20.9	5.5
2022年Q1当季同比	4.8	3月当月同比	5.0	-3.5	14.7	7.1	8.8	-2.4	11.9	5.8
变动幅度	0.8	变动幅度	-2.5	-10.2	-1.7	-5.1	0.7	-6.1	-9.0	0.3
2021年Q4两年平均当季同比	5.2	1-2月三年平均当月同比	7.9	4.3	15.5	4.6	1.0	6.3	4.4	-
2022年Q1三年平均当季同比	4.9	3月三年平均当月同比	5.8	2.9	11.7	5.0	6.6	4.2	3.6	-
变动幅度	-0.3	变动幅度	-2.1	-1.4	-3.8	0.4	5.7	-2.0	-0.8	-
2021年Q4季调环比	1.5	1-2月季调环比	0.4	0.4	-	0.6	-	-	-	-
2022年Q1季调环比	1.3	3月季调环比	0.4	-1.9	-	0.6	-	-	-	-
变动幅度	-0.2	变动幅度	0.0	-2.3	-	0.0	-	-	-	-

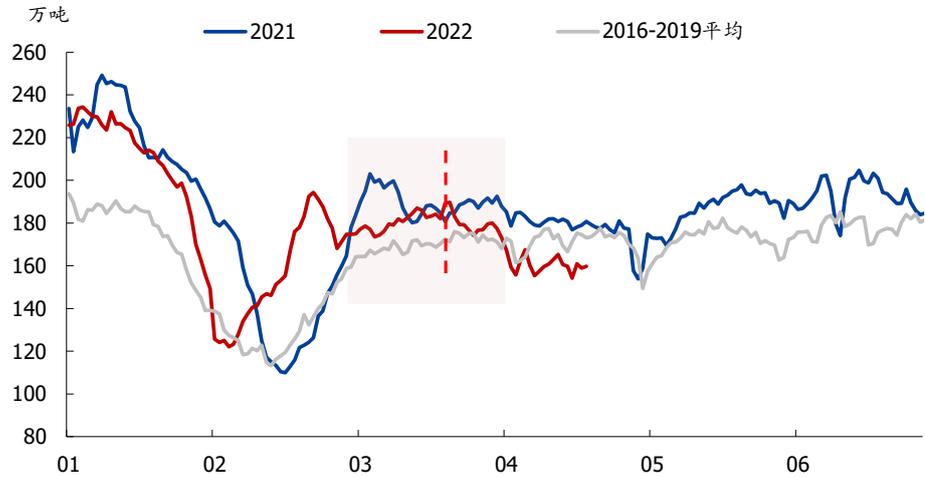
资料来源：Wind，国盛证券研究所

疫情对一季度经济各部门的影响几何?

按照上述思路，我们继续从环比角度观察其余经济分项的疫情影响：

>生产端：3月工业增加值季调环比0.4%，与1-2月平均环比增速持平，显示疫情影响似乎不大，这有悖于我们的直观感受。实际上，从发电耗煤数据来看，沿海八省日耗在3月中上旬实际上仍是明显强于2016-2019年平均的，直至3月下旬才明显回落，也即工业生产在3月经历了一个“先上后下”的过程，疫情影响被前期高增所抵消。

图表2：工业生产在3月“先上后下”

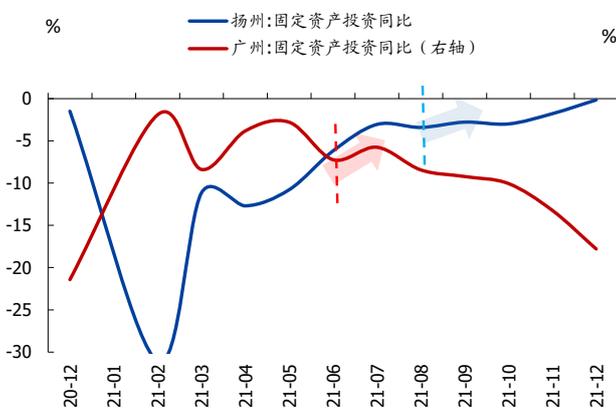


资料来源：CCTD，国盛证券研究所

>投资端：3月固投的季调环比0.6%，也与1-2月平均水平持平，主因3月基建明显发力，而地产和制造业投资走弱，整体看疫情影响不显著。这实际上是与市场预期差异较大，因为理论上疫情会影响工程项目施工，至少对本期的投资会有拖累，但实际从数据上看，3月基建投资大幅发力，地产和制造业投资的回落幅度也相对有限，最终基建的上行完全对冲了地产和制造业投资的下行。这似乎与去年的经验不太一致，如去年扬州、广州是在疫情受控后加码投资，疫情爆发的当月投资增速还是下滑的。

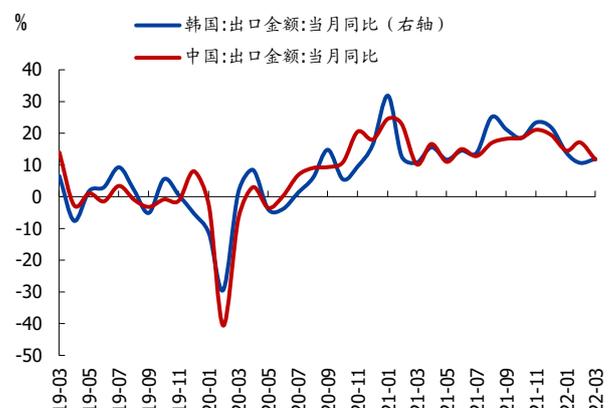
>出口端：近年来出口季调数据不再公布，3月出口同比增速、三年平均增速分别较1-2月下行1.7、3.8个百分点；原因看，一方面，3月广东、上海等出口大省疫情严重，必然会对出口产生扰动，另一方面，年初以来中韩出口增速均趋于下行，反映海外需求趋弱也是出口回落的重要原因。具体幅度来看，3月韩国出口平均增速11.9%，较2月提升1.3个百分点，而我国则下降了5.5个百分点，差距6.7个百分点，假设其中50%是由于疫情因素导致的下降，则疫情对3月出口的影响在3.3个百分点左右。

图表3：扬州、广州爆发疫情后，固投增速当月下降，次月有所提升



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：年初以来中韩出口增速均趋于下行



资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：2021-2022年为平均增速

结合上述论述，我们可以更全面的理解本轮疫情对一季度 GDP 的影响：

>从节奏看，根据统计局数据，疫情对 1-2 月经济影响不显著，经济实现了“高开”，主要影响的是 3 月经济，预计对 4 月及二季度经济有更大影响；

>从分项看，疫情主要影响消费，拖累 3 月社零近 3 个点；对整体投资的拖累不明显（这点较为超预期），对出口的冲击可能也为 3 个百分点左右。则从支出法角度，考虑到社零以商品消费为主，最终消费的跌幅应大于 3 个点，以及消费的 GDP 占比 6 成左右，3 月消费、出口占一季度的 1/3 左右，本轮疫情对一季度 GDP 的实际冲击可能在 0.8 个百分点左右，略小于我们此前测算的 1 个点，主因投资端影响小于预期。

>从幅度看，一季度 GDP 季调环比 1.3%，较去年 Q4 的 1.5% 下降了 0.2 个百分点，这一降幅明显小于上述测算的冲击幅度，主因一季度经济先上后下，1-2 月经济的“高开”对冲了部分 3 月的“低走”，最终一季度 GDP 整体回落幅度较小。

4 月疫情影响范围更广，防控力度更强

>影响范围更广：1) 省份看，4 月以来全国 31 省中有 29 省都受到疫情影响，仅西藏无新增病例；2) 城市看，全国 333 个地级市（州、盟）中约 220 个受到疫情影响，城市数量占比 66.1%，GDP 占比 83.7%；日均受影响城市 84 个，日均受影响 GDP 占比 49.2%。

但也注意到，得益于我国严格的疫情防控措施，本轮疫情较严重的地区主要局限于上海、长春两地。近期长春疫情趋于好转，上海社会面新增病例有所下行，但仍是全国疫情的核心，新增确诊数量约占全国的 92%，新增无症状感染者数量占全国的 97%。

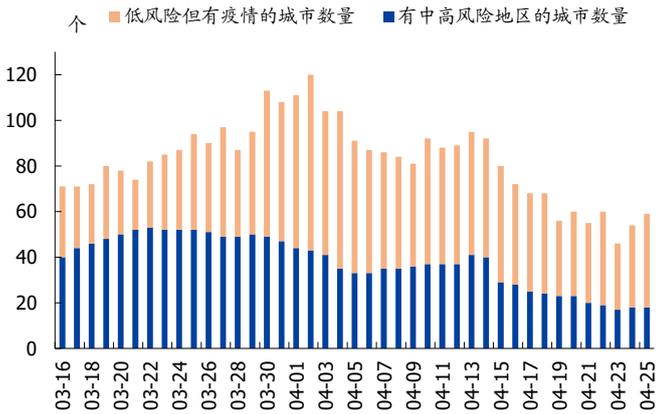
>防控力度更强：本轮疫情防控难度提升，近期各地防控措施普遍更加果断迅速，有提级防控的倾向，如 4 月 8 日，广州新增 2 例确诊，次日就开始全员核酸并建设方舱医院。

图表 5：省份：全国各省疫情热力图（单位：例）

		本土新增确诊+本土无症状病例热力图																														
		04/24	04/23	04/22	04/21	04/20	04/19	04/18	04/17	04/16	04/15	04/14	04/13	04/12	04/11	04/10	04/09	04/08	04/07	04/06	04/05	04/04	04/03	04/02	04/01	03/31	03/30	03/29	03/28	03/27	03/26	
	全国	20,194	21,796	24,326	18,502	19,382	19,819	21,484	23,362	26,016	24,680	24,166	29,317	27,920	24,546	27,509	26,355	25,071	24,101	22,995	20,472	16,412	13,137	13,146	9,875	7,229	8,454	8,655	6,886	6,215	5,550	
	全国(除上海)	739	738	956	873	887	918	1,068	1,114	1,196	1,167	1,094	1,598	1,590	1,204	1,422	1,412	1,447	2,879	3,013	3,395	3,058	4,131	4,920	3,564	2,727	2,801	2,673	2,409	2,715	2,874	
北部	北京	19	22	6	1	1	2	2	3	0	0	2	1	0	4	0	4	6	10	4	5	9	1	0	0	0	0	2	0	0	1	
	天津	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	0	2	1	0	1	1	0	4	8	6	2	4	1	4	6	8	17	16	46	
	河北	74	117	176	78	94	62	29	0	5	17	23	32	38	44	100	87	109	163	142	109	112	111	36	68	52	83	81	114	151	152	
	山西	7	5	11	19	31	30	33	59	45	24	53	8	4	4	9	11	9	8	10	6	5	1	0	0	3	1	3	0	0	0	
	内蒙古	9	5	0	0	1	0	0	1	2	2	4	3	1	1	0	0	1	2	2	0	2	-1	0	0	2	1	1	0	1	2	
东北	辽宁	3	5	2	4	6	9	17	10	8	28	21	33	32	25	13	13	25	37	22	50	57	39	45	56	63	51	57	74	126	110	
	吉林	186	214	341	307	356	395	472	542	692	632	516	999	1,085	769	984	997	954	2,266	2,436	2,771	2,472	3,578	4,455	2,974	2,234	2,175	2,182	1,867	1,993	2,078	
	黑龙江	38	42	45	90	65	73	95	54	60	34	10	9	4	2	3	2	11	6	20	11	27	24	17	50	33	40	40	25	25	11	
东部沿海	上海	19,455	21,058	23,370	17,629	18,495	18,901	20,416	22,248	24,820	23,513	23,072	27,719	26,330	23,342	26,087	24,943	23,624	21,222	19,982	17,077	13,354	9,006	8,226	6,311	4,502	5,653	5,982	4,477	3,500	2,676	
	江苏	96	126	131	131	119	103	133	97	87	56	51	53	75	76	53	70	78	78	78	77	77	59	47	66	43	46	33	24	19	17	
	浙江	32	43	67	60	37	55	48	76	30	15	23	19	31	29	37	48	39	44	55	67	42	18	19	28	18	27	15	12	5	5	
	安徽	29	16	17	28	30	48	61	59	58	44	47	50	61	61	69	44	71	69	61	56	49	73	95	56	51	67	34	18	38	18	
	福建	1	0	2	2	2	2	6	18	23	70	17	24	14	28	18	13	12	25	23	29	16	42	50	81	78	140	92	131	188	265	
	江西	130	39	45	66	45	53	51	44	3	8	19	21	17	20	20	29	31	36	34	35	41	43	40	44	19	12	10	6	8	13	
	山东	51	49	23	23	21	26	18	30	24	6	29	29	22	16	15	21	43	51	30	49	31	19	14	35	32	27	28	53	66	69	
	河南	23	32	41	17	26	16	24	10	22	24	26	46	14	14	4	5	18	19	37	33	31	22	20	18	20	34	36	11	14	24	
	湖北	2	4	3	0	3	4	14	11	12	41	30	42	45	37	33	17	2	3	4	6	16	9	18	11	5	5	1	0	2	0	
	湖南	10	4	9	3	3	1	0	1	1	0	0	2	0	0	0	0	1	1	2	1	3	2	3	5	5	4	5	0	0	4	
广东	3	4	10	6	12	20	25	35	40	37	41	68	31	35	37	23	10	11	4	10	4	14	10	22	18	19	16	18	22	10		
广西	1	2	2	6	6	6	15	16	17	55	136	129	71	6	2	7	4	13	7	2	2	0	4	6	16	11	13	10	13	11		
海南	0	0	0	3	0	0	0	0	0	2	0	3	14	21	2	6	4	3	4	10	1	6	3	8	2	2	1	0	0	0		
西南	重庆	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1	1	1	2	2	2	2	0	0	1	
	四川	1	0	0	1	8	0	0	0	0	1	0	3	2	3	4	2	5	14	14	21	19	11	2	3	3	0	1	0	0	0	
	贵州	0	0	0	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	2	1	0	1	1	1	1	0	0	0	
	云南	14	9	14	11	7	5	14	31	51	56	22	10	11	5	10	3	3	9	6	5	16	3	6	7	2	7	3	6	12	13	
西北	西藏	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
	陕西	0	0	0	3	0	5	5	2	5	2	7	4	2	0	7	2	8	14	0	2	0	0	1	3	0	0	0	0	3	4	6
	甘肃	0	0	2	0	0	0	1	0	0	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	4	3	7	9	9	8	10	11	12	16
	青海	7	0	9	14	13	2	3	16	12	5	11	14	12	3	0	0	0	2	1	2	2	7	0	2	0	0	0	0	0	0	0
	宁夏	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	新疆	0	0	0	0	1	0	1	0	0	6	0	0	0	0	0	3	5	2	1	4	7	9	6	5	9	13	24	2	0	0	0

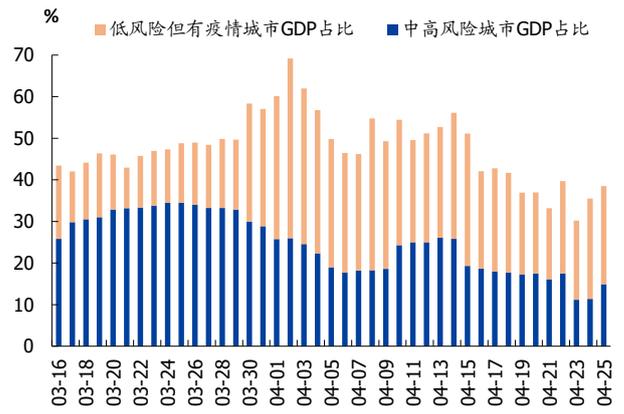
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表6: 城市: 4月受疫情影响的城市数量日均超80个



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 城市: 4月受疫情影响的城市GDP占比日均接近50%



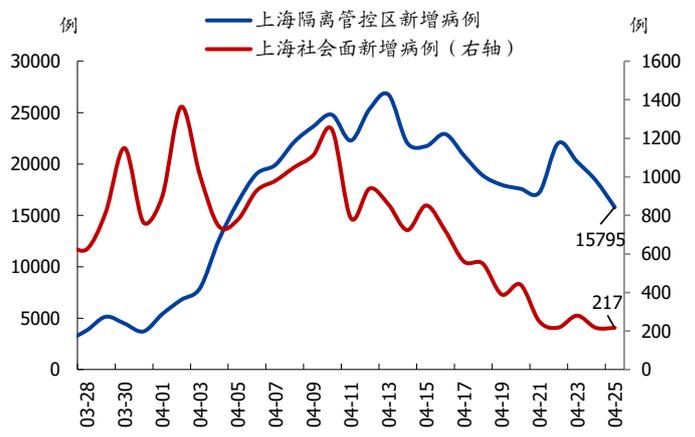
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 上海以外的地区新增确诊、无症状感染者趋于回落



资料来源: 卫健委, Wind, 国盛证券研究所

图表9: 上海社会面新增确诊病例趋于下行



资料来源: 卫健委, Wind, 国盛证券研究所

4月疫情对经济的冲击大概率大于3月

疫情对我国经济的影响主要取决于影响范围和防控强度, 4月疫情影响范围扩大, 各地坚持强力防控, 对经济的冲击也将加剧, 4月疫情影响大概率会大于3月。

如上所述, 3月疫情对社零、GDP的冲击与我们此前报告《当前疫情对经济冲击几何?》的测算较为接近, 因此我们延续此前分析思路, 梳理了4月(截至25日)曾受到疫情影响城市, 以及各城市的封控情况:

(1) 影响范围

4月有疫情的城市(包括有中高风险区域的城市、无中高风险区域但有疫情的城市)合计约220个, GDP占比83.7%。

(2) 防控强度

我们逐一梳理了受疫情影响的各城市封控情况, 可发现:

>绝大部分大城市都受到封控措施影响：我们筛选了45个2019年GDP达5000亿元以上的大城市，其中4月仅有扬州、石家庄2个城市没有大范围封控，40城都有较大范围的部分封控，上海、长春、唐山3城采取了接近全面封控的防疫措施。

>有疫情城市中7成部分封控、1/4个别封控或未封控，全面封控的城市较少。具体而言：有中高风险区域的城市中，全面封控、部分封控城市的GDP占比分别为5.3%、29.4%左右，无中高风险区域但有疫情的城市中，全面封控、部分封控、个别封控/未封控城市的GDP占比分别为0.1%、36.9%、12%。

图表 10: 绝大部分大城市都受到封控措施影响

城市	GDP占比(2019年)	4月最高封控等级	开始时间	结束时间	目前封控情况(截止4月26日)
上海	3.9%	全域静态管理	2022/3/28	暂未解封	全域静态管理
北京	3.6%	部分封控	2022/4/9	暂未解封	部分封控
深圳	2.7%	部分封控	2022/3/14	暂未解封	部分封控
广州	2.4%	部分封控	2022/3/9	暂未解封	部分封控
重庆	2.4%	部分封控	2022/3/13	暂未解封	部分封控
苏州	1.9%	部分封控	2022/3/15	暂未解封	部分封控(太仓、张家港、昆山等部分地区实行静态管理)
成都	1.7%	部分封控	2022/3/9	暂未解封	部分封控
武汉	1.6%	部分封控	2022/4/14	暂未解封	部分封控
杭州	1.6%	部分封控	2022/3/15	暂未解封	部分封控
天津	1.4%	部分封控	2022/4/2	2022/4/2	个别封控/未封控
南京	1.4%	部分封控	2022/3/19	暂未解封	部分封控
宁波	1.2%	部分封控	2022/3/15	2022/4/22	个别封控/未封控
无锡	1.2%	部分封控	2022/3/31	暂未解封	部分封控
青岛	1.2%	部分封控	2022/3/5	暂未解封	部分封控
郑州	1.2%	部分封控	2022/3/22	暂未解封	部分封控
长沙	1.2%	部分封控	2022/3/26	2022/4/14	个别封控/未封控
佛山	1.1%	部分封控	2022/4/8	2022/4/22	个别封控/未封控
泉州	1.0%	部分封控	2022/3/16	2022/4/21	个别封控/未封控
东莞	1.0%	部分封控	2022/3/15	2022/4/16	个别封控/未封控
济南	1.0%	部分封控	2022/4/6	暂未解封	部分封控
合肥	1.0%	部分封控	2022/4/4	暂未解封	部分封控
福州	1.0%	部分封控	2022/3/20	2022/4/15	个别封控/未封控
南通	1.0%	部分封控	2022/4/2	暂未解封	部分封控
西安	0.9%	部分封控	2022/4/9	2022/4/20	个别封控/未封控
烟台	0.8%	部分封控	2022/4/26	暂未解封	部分封控
常州	0.8%	部分封控	2022/3/12	2022/4/23	个别封控/未封控
徐州	0.7%	部分封控	2022/4/2	暂未解封	部分封控
大连	0.7%	部分封控	2022/3/14	暂未解封	个别封控/未封控
唐山	0.7%	全面封控	2022/3/19	2022/4/11	部分封控
温州	0.7%	部分封控	2022/4/1	暂未解封	部分封控
昆明	0.7%	部分封控	2022/3/8	2022/4/25	个别封控/未封控
沈阳	0.7%	部分封控	2022/3/27	暂未解封	部分封控
厦门	0.6%	部分封控	2022/3/21	暂未解封	部分封控
长春	0.6%	全面封控	2022/3/5	暂未解封	部分封控
扬州	0.6%	个别封控/未封控	-	-	个别封控/未封控
石家庄	0.6%	个别封控/未封控	-	-	个别封控/未封控
绍兴	0.6%	部分封控	2022/4/5	暂未解封	部分封控
盐城	0.6%	部分封控	2022/3/18	暂未解封	部分封控
潍坊	0.6%	部分封控	2022/3/13	2022/4/19	个别封控/未封控
南昌	0.6%	部分封控	2022/3/13	暂未解封	部分封控, 自2022年4月22-24日在全市实施较大范围区域静态管理
嘉兴	0.5%	部分封控	2022/3/11	暂未解封	部分封控
哈尔滨	0.5%	部分封控	2022/3/1	暂未解封	部分封控, 4月20-25日主城区静态管理
台州	0.5%	部分封控	2022/3/22	2022/4/5	个别封控/未封控
泰州	0.5%	部分封控	2022/3/27	2022/4/13	个别封控/未封控
洛阳	0.5%	部分封控	2022/3/31	2022/4/7	个别封控/未封控

资料来源: 各地卫健委, 本地宝, 国盛证券研究所

(3) 疫情影响

若将全面封控、部分封控、个别封控或未封控的城市，分别按照此前的高冲击、中冲击、低冲击强度测算，则4月疫情对二季度全国GDP的冲击约为1.7个点，明显大于上述测算的0.8%左右的一季度GDP冲击幅度。

此外，考虑到目前走势，本轮疫情对5月经济大概率也会有延续影响，综合看，假设本轮疫情5月基本受控，则对二季度GDP冲击约2%左右；上半年疫情合计拖累全年GDP约0.7%。类似的，可测算得本轮疫情对4月社零的冲击在7个百分点左右。

图表 11: 4月疫情冲击测算

4月疫情冲击测算	封控范围	GDP占比 (%)	疫情对GDP的冲击强度 (%)	对全国二季度GDP冲击 (%)	社零占比 (%)	疫情对社零的冲击强度 (%)	对全国4月社零冲击 (%)
中高风险城市		34.7			36.6		
高冲击	全面封控	5.3	4.8	0.3	5.3	33.8	1.8
中冲击	部分封控	29.4	2.0	0.6	31.3	6.9	2.2
低风险有疫情城市		49.0			50.7		
高冲击	全面封控	0.1	4.8	0.0	0.2	33.8	0.1
中冲击	部分封控	36.9	2.0	0.7	37.7	6.9	2.6
低冲击	个别封控	12.0	0.8	0.1	12.8	1.8	0.2
合计		83.7		1.7	87.2		6.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算

此外应注意，预计本轮疫情对4月工业生产的影响会显著加大。一方面，疫情从供需两端直接约束工业生产，表现为4月发电耗煤已经低于2016-2019年平均水平；另一方面，物流不畅对工业生产的影响超出此前预期，表现为近期蔚来等汽车企业短期被迫停产，虽然中央已经出台一系列政策打通物流堵点，但全面恢复尚需时间。

行业看，本轮疫情影响如何？后续如何演变？

对比过去两年，本轮疫情的行业影响有何异同

考虑到没有分行业的季调环比数据，我们仍然用平均增速变动反映各行业的疫情影响：

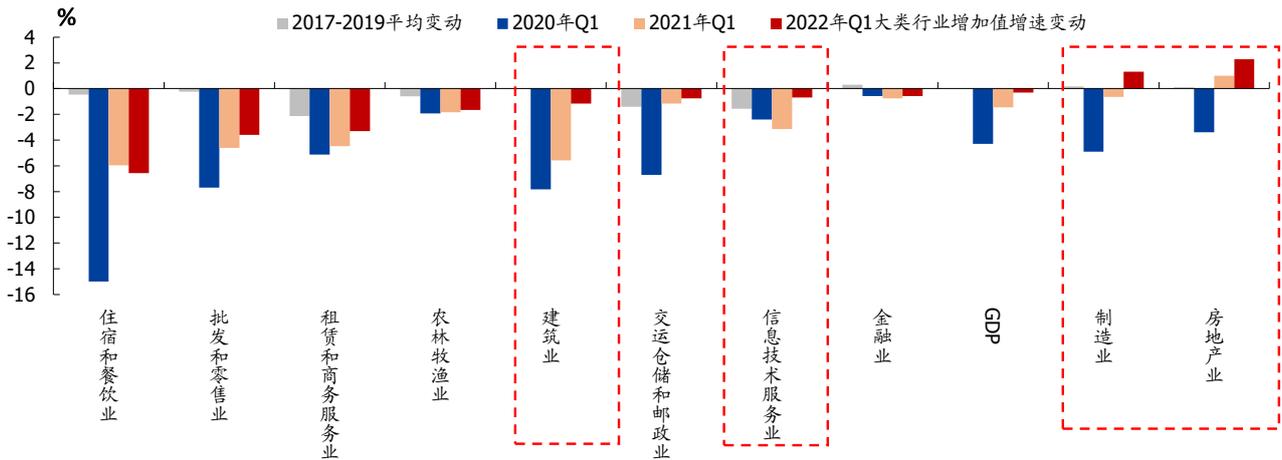
1、从大类行业看：2022年Q1受疫情影响最大的还是住宿餐饮、批发零售业，这与2020年疫情爆发时一致，但也有两大不同：

>建筑业、信息技术服务业增加值跌幅相对较小：2022年Q1建筑业增加值平均增速0.6%，较去年Q4下降1.2个点，绝对和相对跌幅都明显小于2020年，主因年初以来基建投资发力；信息技术服务业增加值平均增速下跌0.7个点，也明显影响较小。

>房地产业和制造业增速仍在提升：2022年Q1房地产业和制造业增加值平均增速分别为3.2%，6.5%，分别较去年Q4提升2.3，1.3个点，房地产业增速提升主因去年Q1基数较高、Q4基数较低，制造业增速提升主因1-2月景气度较高、去年Q4基数较低、3月疫情影响尚未完全显现。

此外，农林牧渔、交运、住宿餐饮、批发零售等行业的跌幅与2021年Q1类似，也即就这些行业而言，3月疫情以及各地封控措施的影响，与2021年Q1的“就地过年”接近。

图表 12: 一季度各大类行业增加值增速变动



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中为便于展示, 2020年为原始跌幅的1/3; 2021-2022年为平均增速

2、从细分行业看: 与2020年一季度全线下跌不同, 今年3月多个行业的增加值平均增速是有所提升的, 其中有两产业链表现较强:

>基建产业链: 如非金属矿物制品、运输设备、黑色冶炼、有色冶炼业的3月增加值平均增速分别变动1.5、0.1、-0.2、-0.5个百分点, 表现明显强于2020年疫情后。

>纺织产业链: 如纺服、纺织、化纤制造业的3月增加值平均增速分别变动2.0、-1.4、-1.1个百分点, 表现也明显强于2020年疫情后, 这可能与近期海外疫情防控放松, 出行需求增加, 以及RCEP协议生效等因素带动我国纺织出口高增有关(具体可参考前期报告《“出口热、进口冷”的背后》)。

图表 13: 一季度各细分工业行业增加值增速变动



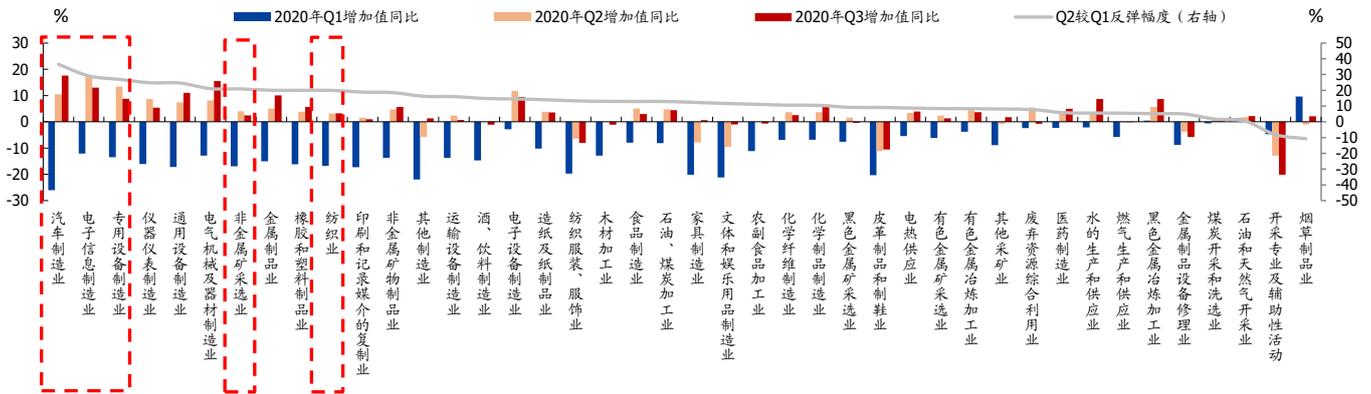
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 图中为便于展示, 2020年为原始跌幅的1/5; 2022年为平均增速

参考 2020 年, 后续汽车、基建、纺服反弹较强

2020 年 Q1 疫情受控后, 多数行业工业增加值增速反弹, 其中汽车制造业、专用设备制造业、纺织业、非金属矿物制品业的 Q2 增加值增速分别较 Q1 提升 36.5、26.9、20、

18.5 个点，反弹幅度靠前，分别对应疫后居民购车需求提升、基建发力、出行需求提升。

图表 14: 2020 年疫情后，疫情减退后，汽车、基建、纺织好转较多



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

往后看，下半年疫情影响的可能演变

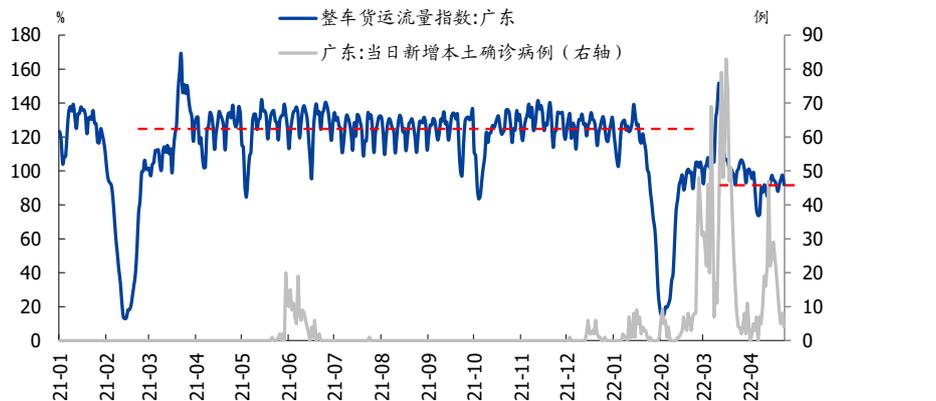
本轮疫情后经济自然恢复更慢，需政策进一步发力

从本轮疫情控制较好的广东来看，4月中旬以来疫情受控后，整车货运流量指数恢复十分缓慢，较正常水平的差距维持 25% 左右。原因来看：

一方面，疫情受控后封控措施可能仍将持续一段时间，如此前烟台在连续 28 天实现“社会面清零”¹后，才全面恢复社会生产生活秩序；

另一方面，本轮疫情传染性极强，疫情防控措施也将持续维持较严格状态，对经济产生持续冲击，经济自然恢复可能较慢，需要政策进一步发力，尤其是优化疫情管控策略。

图表 15: 广东疫情受控后物流恢复仍然缓慢



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

¹ 4月18日0时起 烟台市全面恢复社会生产生活秩序, http://www.cnr.cn/sd/gd/20220417/t20220417_525797872.shtml

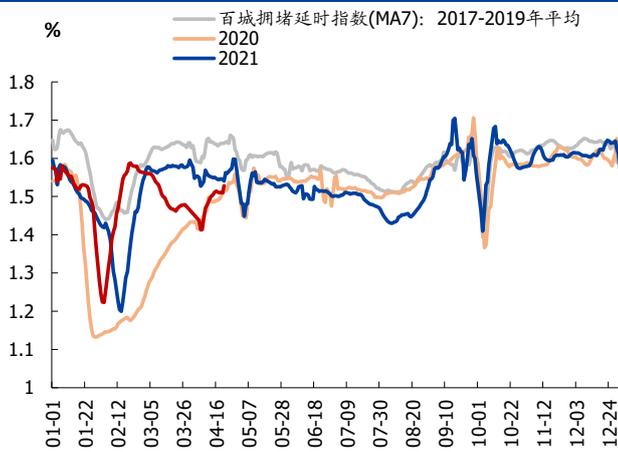
物流不畅影响大于预期，但4月中旬以来边际好转

如我们此前报告《物流角度看当前疫情的经济影响》中的分析，物流指标可较好的跟踪经济走势，主要可跟踪百城拥堵指数、十城地铁客运量、整车货运流量等变化。

事后看，4月物流不畅的影响大于预期，主因部分地区“层层加码”、违规设置防疫检查点、关闭高速公路的收费站等。4月主要物流指标增速均进一步下行，截止4月25日，百城拥堵指数同比增速较3月下行0.7个百分点至-5.4%，十城地铁客运量同比增速较3月下行下行20.2个百分点至-46.1%，全国整车货运流量同比增速下行25.3个百分点至-27.9%，侧面验证4月经济进一步回落。

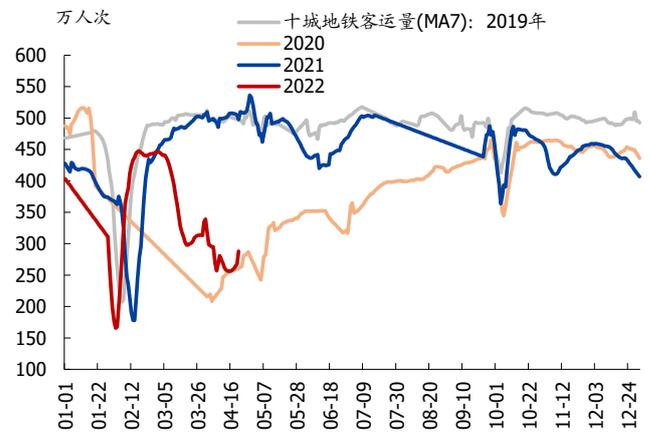
随着近期“保供应链”加码，4月以来物流已边际好转。4月11日，国务院发布《应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于切实做好货运物流保通保畅工作的通知》，解决物流不畅问题。从4月中旬开始，物流指数普遍触底回升，侧面验证疫情影响好转。

图表 16: 4月中旬以来百城拥堵指数触底回升



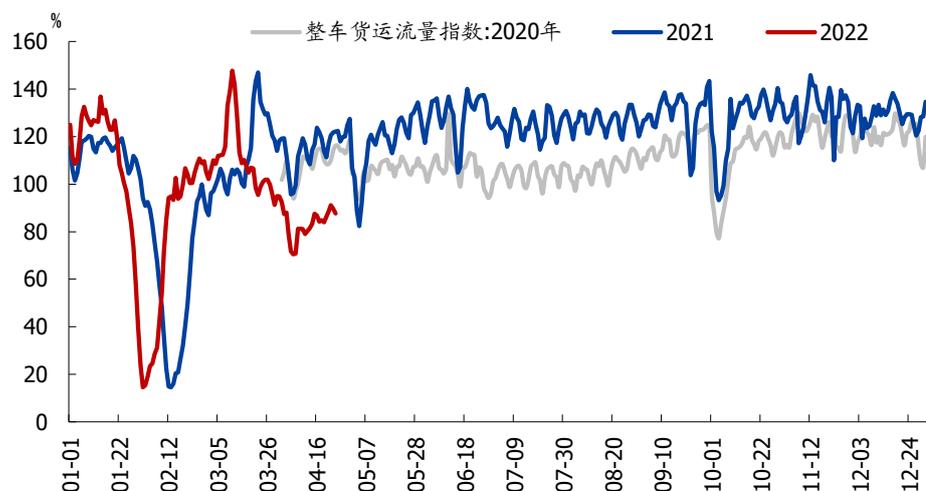
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 4月中旬以来十城地铁客运量触底回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 4月中旬以来整车货运流量触底回升



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

疫情演化超预期，外部环境恶化超预期，政策力度不及预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com