

本轮疫情影响，有何不同？

3月以来，疫情加速蔓延，加剧市场对经济的担忧。疫情演绎、宏微观环境的不同，或使得本轮疫情影响和政策应对不完全类似以往。本文梳理，可供参考。

■ **本轮疫情，与此前有何不同？传播快、无症状多、涉及地区广，防控难度大**
病毒传播更快、无症状感染者多等，导致本轮疫情累计感染人数创新高、涉及地区广。2月中下旬以来，全国多个地区陆续出现新一轮新冠疫情，截至4月3日，全国累计感染人数超12万人、已超过2020年初的疫情。不同于当时，本轮疫情无症状感染者居多、约占全部感染人数的三分之二，叠加奥密克戎变异毒株传染性大幅增强，使得疫情快速扩散，全国31个省市有29个出现新的感染者。

防控难度明显加大，各地多加强核酸排查、人流管控等，来加快实现“动态清零”。为应对疫情，不少地区采取全员核酸，以快速切断传播链条；根据公开数据不完全统计，近30个地级市全员核酸、涉及人口超2亿人。部分感染人数上升较快的地区加强人流管控，个别城市采取临时“封城”措施。变异毒株传播特性等，决定了本轮疫情演绎和防控或不同于过往几轮，后续变化仍需紧密跟踪。

■ **当前宏微观环境，与此前有何不同？政策空间收窄，房企、小企业等更脆弱**
当前政策应对更加成熟，但操作空间不如2020年疫情初期、货币政策和财政政策尤为明显。2020年初，面对未知的疫情、不确定的经济冲击，当局果断采取强有力的“刺激”政策，快速降息、大幅扩张财政赤字等；积累一定经验后，当前政策调控更加灵活精准、但总体空间有所收窄。例如，当前政策利率、准备金率已处于历史低位，还面临资本流出等掣肘；地方债务、土地财政等压力加大。

出口和地产经济两大“引擎”回落加大总量经济压力，房企、中小企业等报表更加脆弱、抗风险能力下降。伴随全球贸易收缩、替代效应减弱等，出口已开始放缓、回落压力或逐步加大；而地产景气大幅下降，投资拖累显著。微观主体报表健康程度大不如从前，例如，房企面临的现金流压制明显增强；前期疫情反复叠加原材料成本持续抬升等拖累，导致中小企业更加脆弱、抗风险能力明显下降。

■ **疫情和环境变化，对经济影响有何不同？结构性压力凸显，总量影响需观察**
疫情反复对经济的影响已在逐步显现，总量经济压力上升的同时，微观主体的债务风险、就业压力等也趋于加大。疫情对物流等影响显现，3月全国整车货运流量指数同比下降2.6%，上海和吉林降幅更大、分别下降6.8%和42.3%，进而拖累生产、消费等。商品房销售推迟、30大中城销售3月同比下降近50%，加大房企资金压力；中小企业经营困难加大就业压力，年轻人失业率创同期新高。

疫情和宏微观环境不同，决定了疫情影响分析不能简单套用2020年情景，后续变化仍需紧密跟踪。尽管疫情防控趋于成熟，变异病毒加大疫情演绎的不确定性，使得本轮疫情持续的时间可能长于以往，带来的经济影响不能低估。同时，上海等商业发达地区疫情严峻，带来的经济外溢影响或相对较大。疫情反复和“三重压力”下，政策“稳”的决心非常强，稳增长已逐步转向“第二步”走。

风险提示：疫情持续时间超预期，政策效果不及预期。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

一问：本轮疫情，与此前疫情有何不同？	3
二问：当前宏微观环境，与此前疫情阶段有何不同？	4
三问：疫情和环境变化，对经济的影响有何不同？	6
风险提示：	9

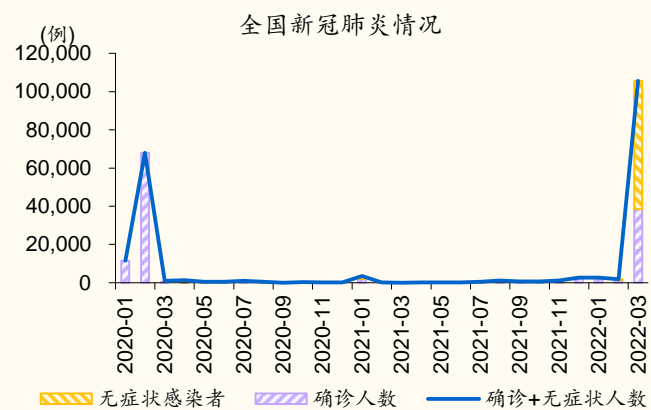
图表目录

图表 1：本轮疫情感染人数超过 2020 年初	3
图表 2：全国大多数省市出现感染者，吉林、上海居多	3
图表 3：疫情之后，不少城市开展全员核酸检测	3
图表 4：上海等城市地铁客运量大幅下降	3
图表 5：变异毒株传染性越来越强	4
图表 6：不同毒株和防控下，疫情持续时间可能不同	4
图表 7：政策利率与准备金率已处历史低位	4
图表 8：3 月以来，外资流出压力或明显上升	4
图表 9：今年地产销售、投资或明显弱于 2020 年	5
图表 10：出口增速拐点已经出现	5
图表 11：去年下半年以来，地产销售回款持续回落	5
图表 12：部分房企现金流压力大于 2020 年	5
图表 13：2020 年以来，服务业经营状况持续堪忧	6
图表 14：原油、煤炭等原材料成本大幅抬升	6
图表 15：原材料涨价下，中下游企业利润明显被压制	6
图表 16：小型企业 PMI 近 1 年持续处于临界值以下	6
图表 17：上海、吉林物流明显下降	7
图表 18：疫情反复下，销售出现明显回落	7
图表 19：年轻人调查失业率远高于往年同期	7
图表 20：2022 年，高校毕业生创新高	7
图表 21：本轮疫情持续的时间可能产于 2020 年初	8
图表 22：此前疫情反复地区，本轮防控多相对较好	8
图表 23：保市场主体、纾困扶持措施频出	8
图表 24：今年广义财政支出明显抬升，透露稳的决心	8
图表 25：2022 年加大存量留抵退税清退	9
图表 26：重大项目近一半为产业项目	9

一问：本轮疫情，与此前疫情有何不同？

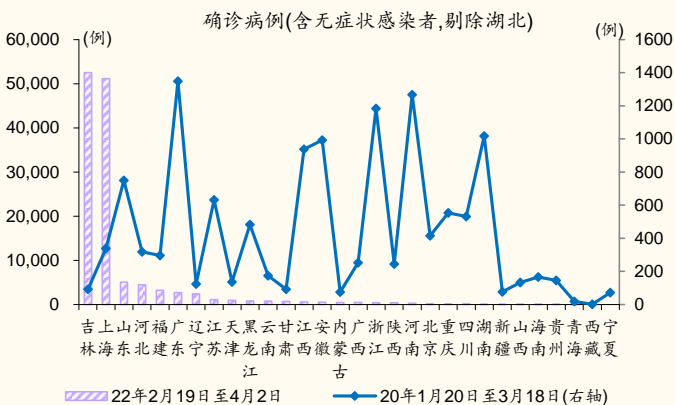
病毒传播更快、无症状感染者多等，导致本轮疫情累计感染人数创新高、涉及地区广。2月中下旬以来，全国多个地区陆续出现新一轮新冠疫情，截至4月3日，全国累计感染人数超12万人，已超过2020年初的疫情。不同于当时，本轮疫情无症状感染者居多、约占全部感染人数的三分之二，叠加奥密克戎变异毒株传染性大幅增强，使得疫情快速扩散，全国31个省市有29个出现新的感染者，上海、吉林、山东等省市感染人数较多。

图表 1：本轮疫情感染人数超过 2020 年初



来源：Wind、国金证券研究所

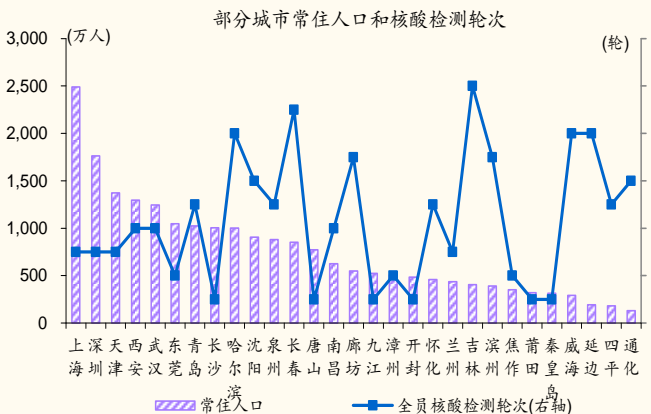
图表 2：全国大多数省市出现感染者，吉林、上海居多



来源：Wind、国金证券研究所

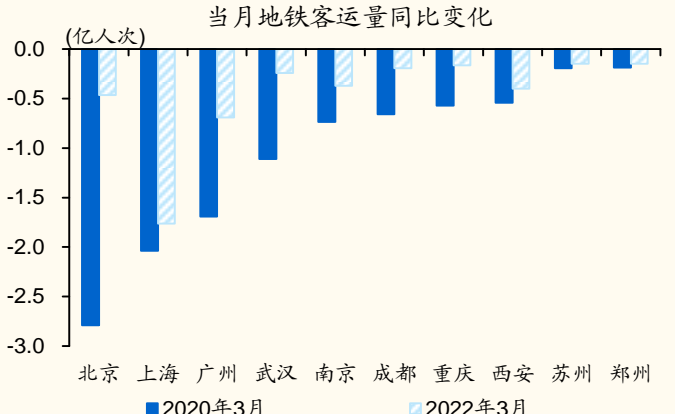
防控难度明显加大，各地多加强核酸排查、人流管控等，来加快实现“动态清零”。为应对疫情，不少地区采取全员核酸，以快速切断传播链条；根据公开数据不完全统计，近30个地级市全员核酸、涉及人口超2亿人。部分感染人数上升较快的地区加强人流管控，个别城市采取临时“封城”措施，带来局部地区人流、物流的显著下降，上海地铁客运量降至近年来同期新低。

图表 3：疫情之后，不少城市开展全员核酸检测



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：上海等城市地铁客运量大幅下降



来源：Wind、国金证券研究所

变异毒株传播特性等，决定了本轮疫情演绎和防控或不同于过往几轮，后续变化仍需紧密跟踪。伴随毒株的多轮变异，病毒传染性明显增强、原型株的R0值仅在2-3.2之间，奥密克戎BA.2亚变体已攀升至9.5。随着毒株传染性

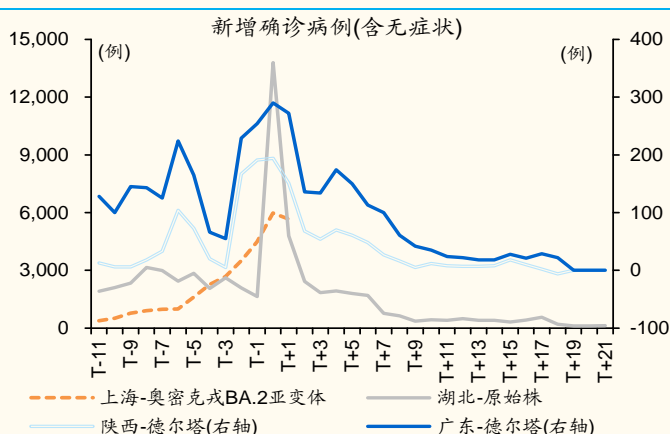
增强，实现“动态清零”的难度明显加大，疫情持续时间的不确定性上升，并不能完全按照以往防控经验和疫情演化路径推演本轮疫情演绎。

图表 5: 变异毒株传染性越来越强

毒株	R0
新冠原型株	2-3.2
阿尔法变异毒株	4-5
德尔塔变异毒株	5-8
奥密克戎BA.1原始种	7-8
奥密克戎BA.2亚变体	9.5

来源: Wind、国金证券研究所

图表 6: 不同毒株和防控下, 疫情持续时间可能不同

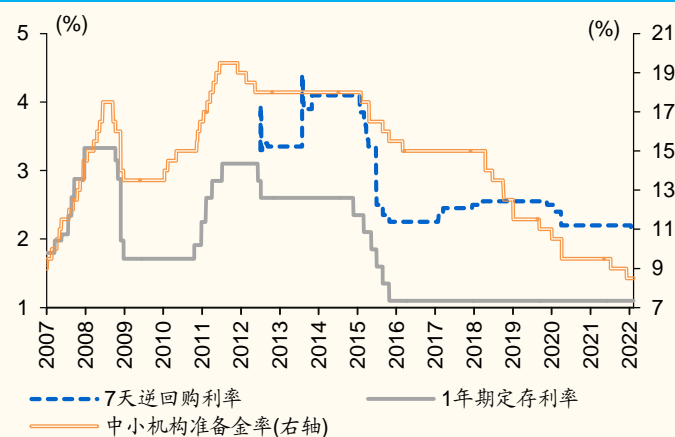


来源: Wind、国金证券研究所

二问: 当前宏微观环境, 与此前疫情阶段有何不同?

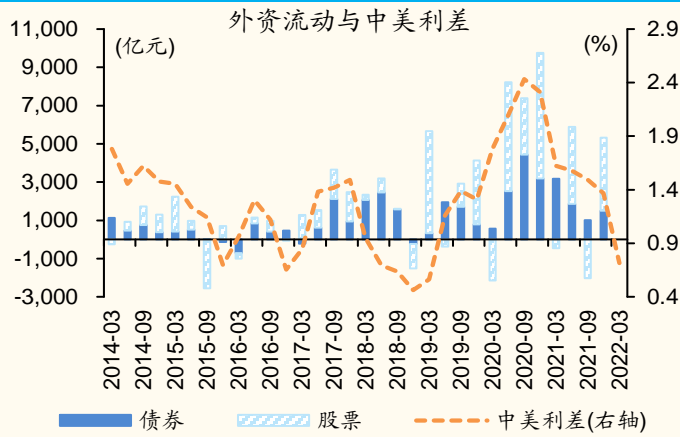
当前政策应对更加成熟, 但操作空间不如 2020 年疫情初期、货币政策和
地方财政尤为明显。2020 年初, 面对未知的疫情、不确定的经济冲击, 当局
果断采取强有力的“刺激”政策, 快速降息、大幅扩张财政赤字等; 积累一定
经验后, 当前政策调控更加灵活精准、但总体空间有所收窄。例如, 当前政策
利率、准备金率已处于历史低位, 还面临资本流出、海外货币政策正常化等掣
肘; 杠杆抬升、地产景气下滑下, 地方债务、土地财政等压力明显加大。

图表 7: 政策利率与准备金率已处历史低位



来源: Wind、国金证券研究所

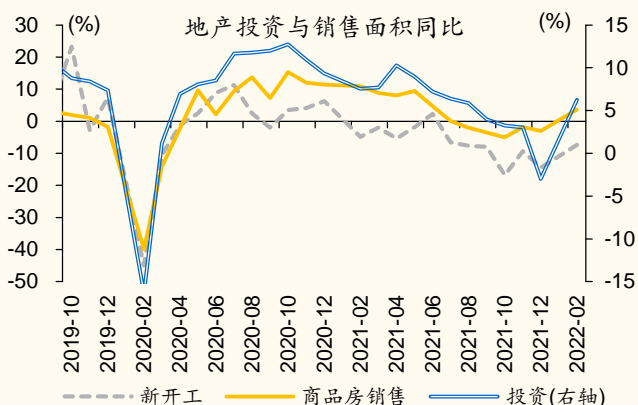
图表 8: 3月以来, 外资流出压力或明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

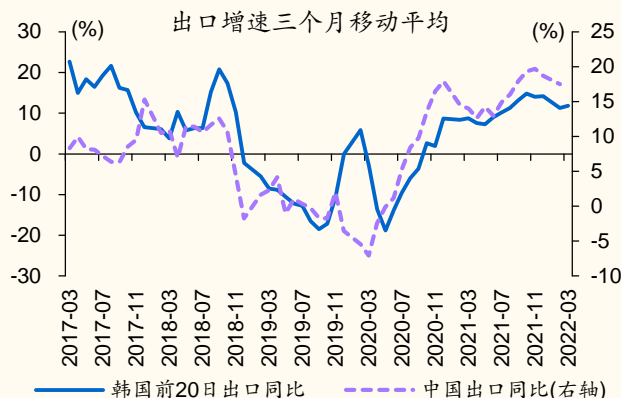
不同于 2020 年, 当前出口和地产经济两大“引擎”面临较大回落压力,
加大总量经济压力。2020 年, 疫情影响下地产一度明显回落, 随后快速修复,
全年地产投资增速达 8%; 相较之下, 今年地产压力明显加大, 新开工和销售
低迷对地产投资形成明显拖累。2020 年经济的另一重要引擎, 出口今年也面临
回落压力, 可能受到全球需求收缩和地铁效应衰减的拖累。

图表 9: 今年地产销售、投资或明显弱于 2020 年



来源: Wind、国金证券研究所

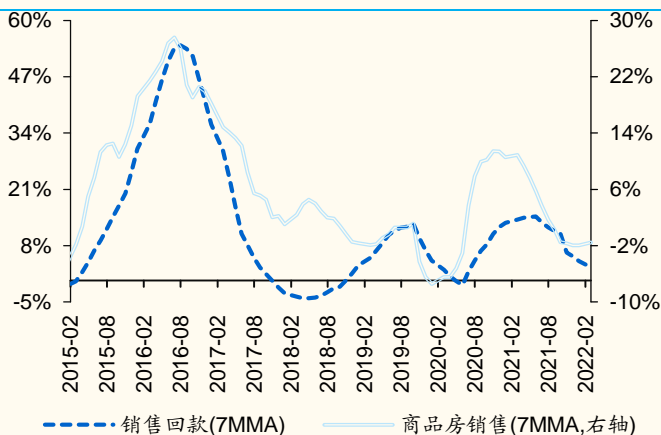
图表 10: 出口增速拐点已经出现



来源: Wind、国金证券研究所

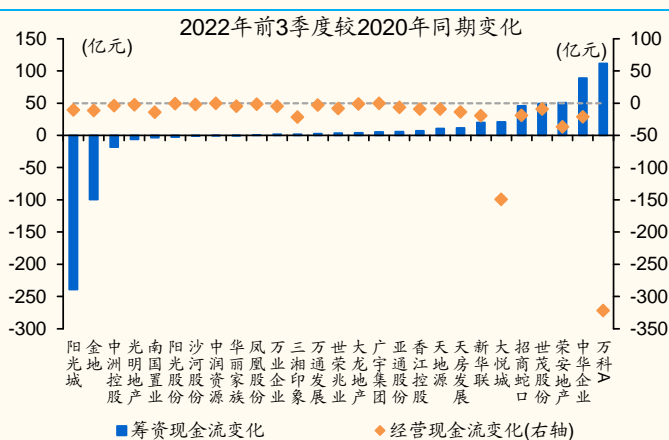
地产景气远不如 2020 年，房企面临的现金流压制明显增强。地产低迷，不只是对宏观经济的影响，对微观层面的冲击也不容忽视，尤其在经历了去年下半年融资和销售收缩后，房企现金流压制明显增强，部分上市房企筹资和经营性现金流均弱于 2020 年。而债务违约的增多、机构行为的谨慎等，进一步加剧了房企债务“螺旋式”收缩压力。(详情参见《债务视角看地产，黎明前的黑暗?》)。

图表 11: 去年下半年以来，地产销售回款持续回落



来源: Wind、国金证券研究所

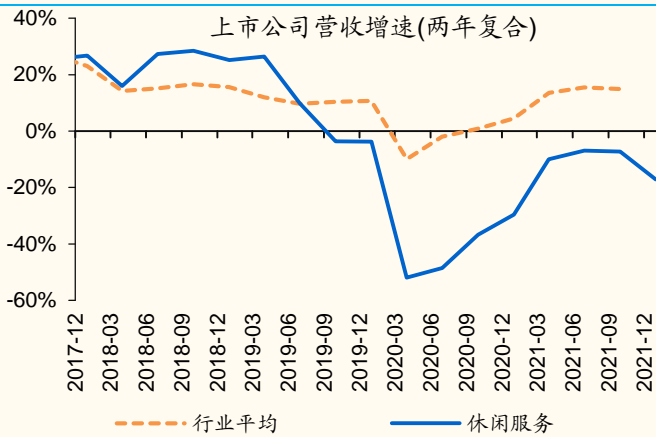
图表 12: 部分房企现金流压力大于 2020 年



来源: Wind、国金证券研究所

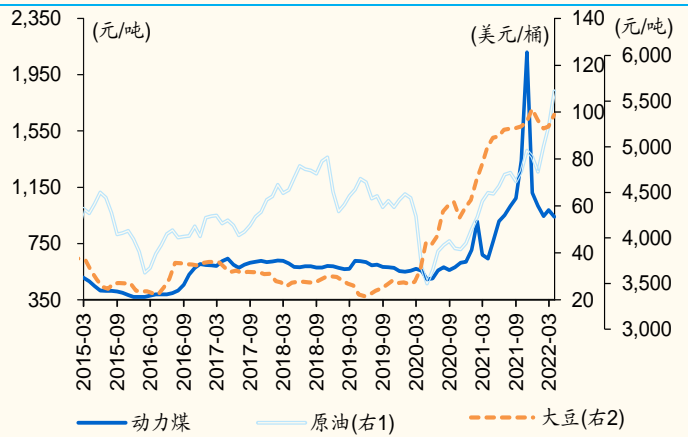
前期疫情反复叠加原材料成本等拖累，导致中小企业更加脆弱、抗风险能力不如疫情初期。去过两年疫情反复下，线下接触式消费相关行业反复受到干扰，使得企业经营状况大不如 2020 年疫情初期，抗风险能力明显下降。而原材料成本的持续抬升下，中下游企业利润受到形成明显挤压，下游企业还受到需求收缩的压制。疫情反复和原材料成本等影响下，小型企业景气去年下半年以来大幅回落，今年明显弱于 2020 年疫情前后的情况。

图表 13: 2020 年以来, 服务业经营状况持续堪忧



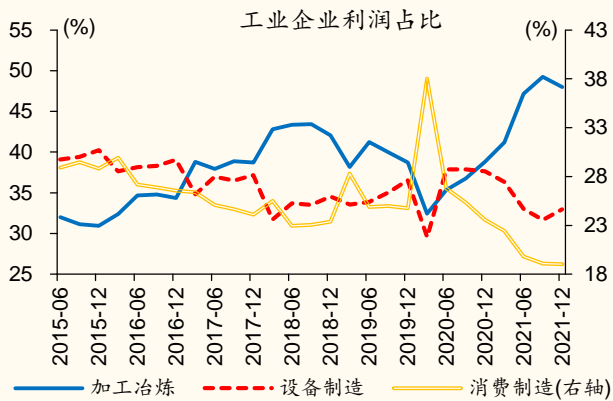
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 原油、煤炭等原材料成本大幅抬升



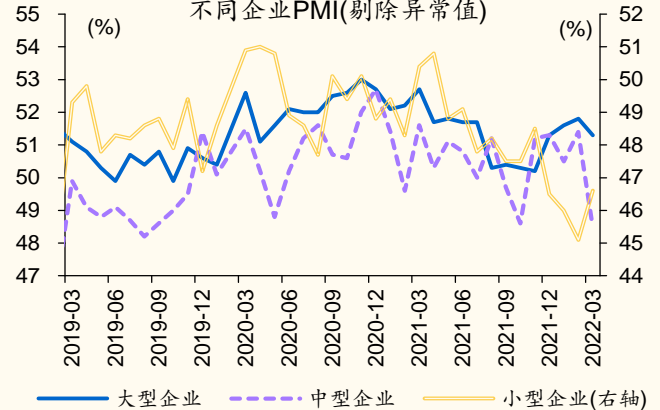
来源: Wind、国金证券研究所

图表 15: 原材料涨价下, 中下游企业利润明显被压制



来源: Wind、国金证券研究所

图表 16: 小型企业 PMI 近 1 年持续处于临界值以下

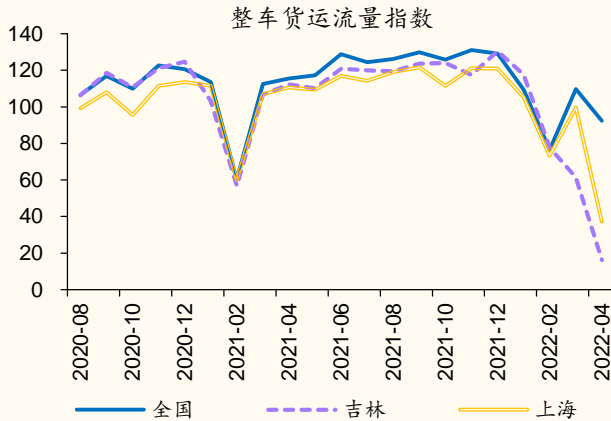


来源: Wind、国金证券研究所

三问: 疫情和环境变化, 对经济的影响有何不同?

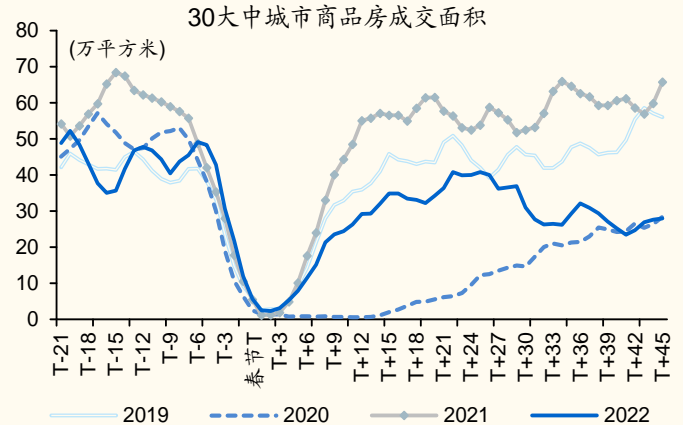
疫情反复对经济的影响已在逐步显现, 总量经济压力上升的同时, 微观主体的债务风险、就业压力等也趋于加大。疫情对物流等影响显现, 3 月全国整车货运流量指数同比下降 2.6%, 上海和吉林降幅更大、分别下降 6.8% 和 42.3%, 进而拖累生产、消费等。商品房销售推迟、30 大中城销售 3 月同比下降近 50%, 加大房企资金压力; 经营活动暂停等, 导致中小企业生存更加困难、加大就业压力, 同时新增大学毕业生创新高、导致结构性就业压力更加凸显, 2 月 16-24 岁失业率远高于 2020 年初。

图表 17: 上海、吉林物流明显下降



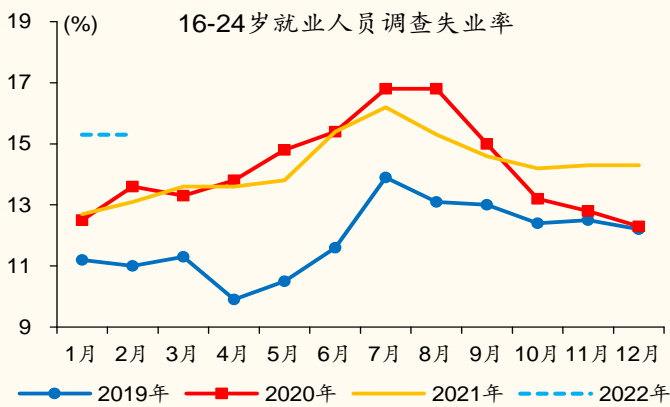
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 疫情反复下, 销售出现明显回落



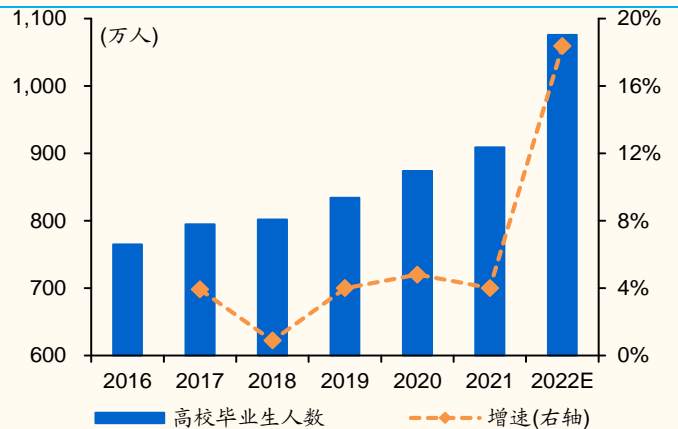
来源: Wind、国金证券研究所

图表 19: 年轻人调查失业率远高于往年同期



来源: Wind、国金证券研究所

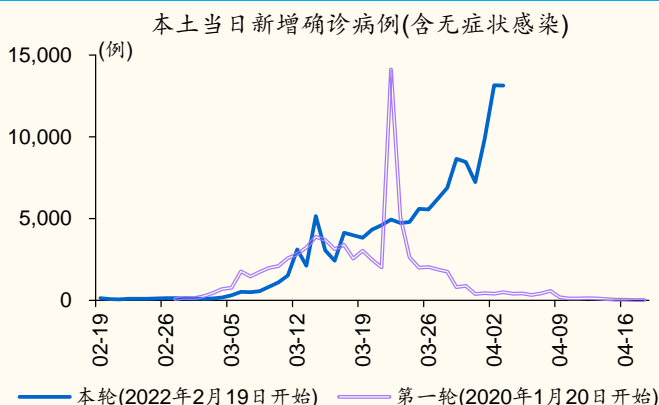
图表 20: 2022年, 高校毕业生创新高



来源: Wind、国金证券研究所

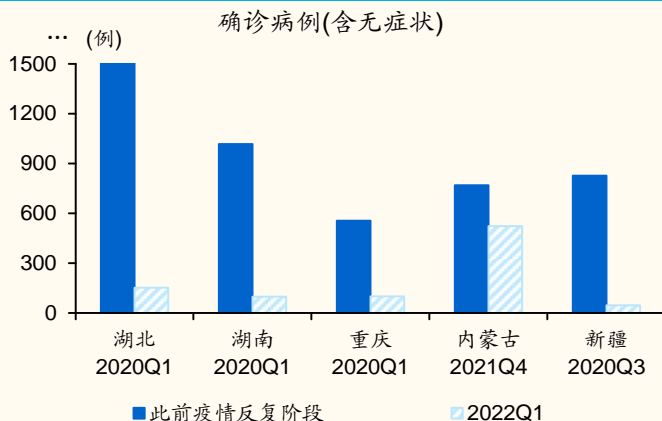
尽管疫情防控趋于成熟, 变异病毒加大疫情演绎的不确定性, 带来的影响仍需紧密跟踪。如果从 2 月 19 日算起, 本轮疫情已经持续约 1 个半月, 确诊人数拐点出现明显滞后于 2020 年初, 或意味着本轮疫情持续的时间可能长于以往。尽管前期经历了较大疫情冲击的地区, 在本轮疫情防控中表现较好, 经济活动受到的干扰相对较小; 但上海等商业发达地区疫情严峻, 带来的经济外溢影响或相对较大, 不仅影响当地经济, 还可能影响全国产业链、出口等。

图表 21: 本轮疫情持续的时间可能产于 2020 年初



来源: Wind、国金证券研究所

图表 22: 此前疫情反复地区, 本轮防控多相对较好



来源: 百度、国金证券研究所

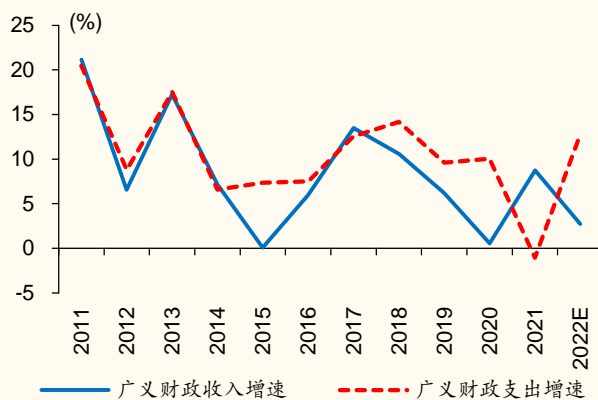
疫情和宏微观环境等变化, 决定了本轮政策“稳”的决心非常强、“稳”的思路更加多维度, 稳增长已转向“第二步”走。疫情反复和“三重压力”下, 政策“稳”的决心非常强, 加强疫情“防控”, 保市场主体等措施陆续出台; 基建投资等长短兼顾, 靠前释放需求的同时, 推动产业转型升级。稳增长的紧迫性也明显提升, 已经逐步从第一步募资增多, 转向第二步项目开工、需求释放。伴随疫情影响逐步消退、稳增长效果显现, “经济底”或在 1 季度前后出现, 经济或在 2 季度环比显著改善、3 季度同比显著改善。

图表 23: 保市场主体、纾困扶持措施频出

时间	事件	主要内容
2月15日	国常会	精准做好常态化疫情防控, 面对国内外复杂严峻形势高度重视解决经济运行中的掣肘问题, 稳定市场预期等...促进稳就业和消费恢复。
3月5日	政府工作报告	统筹疫情防控和经济社会发展, 统筹发展和安全, 继续做好“六稳”、“六保”工作...就业优先政策要提质加力...
3月14日	国常会	统筹疫情防控和经济社会发展, 强化周期性调节, 把稳增长放在更加突出的位置...不断完善应对举措, 确保经济增长、就业、物价等稳定在合理区间。
3月16日	金稳会	统筹疫情防控和经济社会发展, 保持经济运行在合理区间。
3月21日	国常会	确定实施大规模增值税留抵退税的政策安排...对各类市场主体直接高效的纾困措施, 是稳增长稳市场主体保就业的关键举措。
3月25日	深圳帮助市场主体纾困解难的若干措施	对受疫情影响、缴存住房公积金确有困难的企业等用人单位, 可依法申请缓缴住房公积金或降低住房公积金缴存比例最低至3%, 期限不超过12个月; 不裁员、少裁员的企业可以享受失业保险稳岗返还, 大型企业按上年度企业和职工实际缴纳失业保险费的30%返还, 中小微企业返还比例从60%最高提至90%等。
3月29日	上海普惠纾困扶持措施	2022年对生产、生活性服务业纳税人当期可抵扣进项税额继续分别按10%和15%加计抵减应纳税额; 2022年被列为疫情中高风险地区所在的县级行政区域内的服务业小微企业和个体工商户承租国有房屋, 2022年减免6个月租金, 其他地区减免3个月租金等。

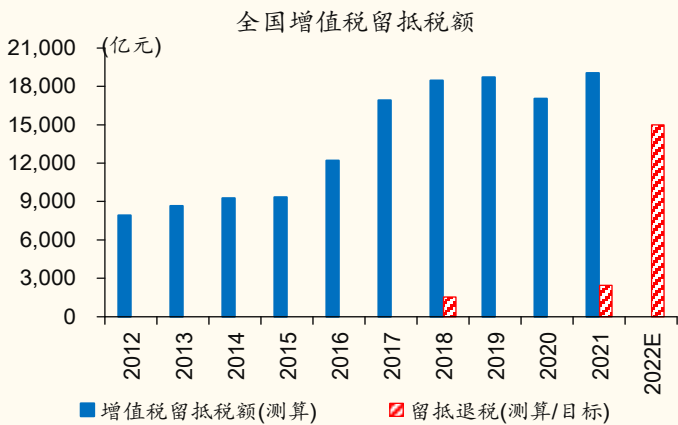
来源: 政府网站、国金证券研究所

图表 24: 今年广义财政支出明显抬升, 透露稳的决心



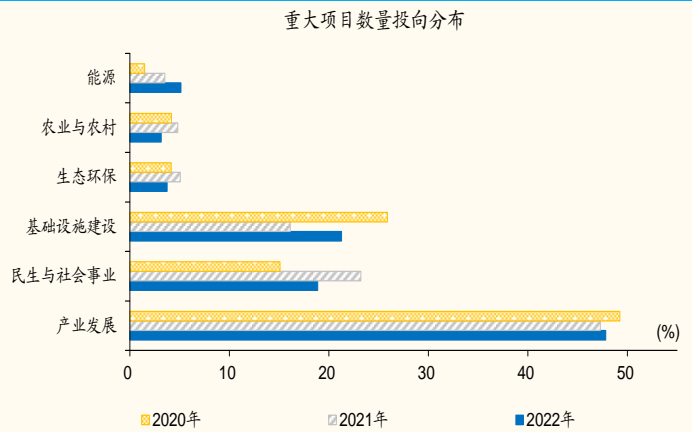
来源: Wind、国金证券研究所

图表 25: 2022 年加大存量留抵退税清退



来源: Wind、国金证券研究所

图表 26: 重大项目近一半为产业项目



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

(1) 病毒传播更快、无症状感染者多等，导致本轮疫情累计感染人数创新高、涉及地区广。防控难度明显加大，各地多加强核酸排查、人流管控等，来加快实现“动态清零”。变异毒株传播特性等，决定了本轮疫情演绎和防控或不同于过往几轮，后续变化仍需紧密跟踪。

(2) 当前政策应对更加成熟，但操作空间不如 2020 年疫情初期、货币政策和地方财政尤为明显。出口和地产经济两大“引擎”回落加大总量经济压力，房企、中小企业等报表更加脆弱、抗风险能力下降。

(3) 疫情反复对经济的影响已在逐步显现，总量经济压力上升的同时，微观主体的债务风险、就业压力等也趋于加大。但疫情和环境变化，决定了疫情影响分析不能简单套用 2020 年情景。

(4) 疫情反复和“三重压力”下，本轮政策“稳”的决心非常强、“稳”的思路更加多维度，稳增长已逐步转向“第二步”走。伴随疫情影响逐步消退，稳增长效果显现，“经济底”或在 1 季度前后出现。

风险提示：

1、疫情持续时间超预期。疫情扩散快、无症状感染者较多等，加大疫情防控难度，可能使得疫情持续的时间超预期。

2、政策效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累稳增长需求释放，资金滞留在金融体系；疫情反复超预期，进一步抑制项目开工、生产经营活动等。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402