

2022年4月16日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

本轮疫情：形势推演、冲击测算、政策展望

投资要点

分析师：谭倩

执业证书编号：S1050521120005

邮箱：tanqian@cfsc.com.cn

联系人：纪翔

执业证书编号：S1050521110004

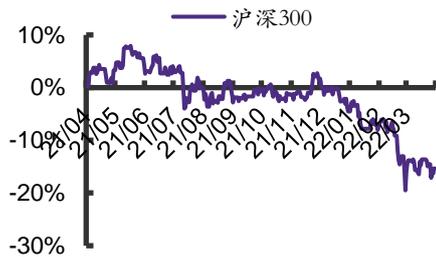
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹

执业证书编号：S1050121110002

邮箱：yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

《当稳增长遇上高通胀：中国版

“FAANG”配置价值几何》20220408

《工业企业“量价利”背后的行业配置信号》20220330

《北上资金：至暗已过，静待回归》202120329

疫情形势

本轮疫情具有确诊人数多、波及范围广、影响程度大三大特点。当前奥密克戎在全国多点散发，为2020年3月以来最大规模。多地防控政策大规模升级，多区域停摆，对经济面临大幅冲击；上海疫情发展趋势类似于香港，4月中下旬正处于拐点区间。

经济冲击

先行指标：PMI数据全线回落，重回荣枯线之下，且供需收缩，通胀上行，输入性通胀风险仍值得警惕；

分项影响：疫情对服务业的冲击超过了工业生产，消费受损，地产低迷。

定量测算：通过社零法和百城拥堵指数两个维度测算，预估拖累一季度GDP 0.8-1.0个百分点，预估一季度GDP在4.60%-4.80%左右。按照现有的节奏推演，二季度GDP在乐观和中性情况下分别为4.64%和3.34%，经济底会在二季度出现。

政策展望

稳增长组合拳会进一步加力提速。货币政策端，将继续宽松，4月降准后，降息窗口期还在；财政政策端，发挥好专项债效用、拉动有效投资，精准减税降费；基建、地产、消费是稳增长组合拳三大发力方向。

风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

正文目录

1、形势推演：本轮疫情具有多重特点，4月中下旬进入拐点区间	4
1.1、本轮疫情特点：确诊人数多，波及范围广，影响程度大	4
1.2、新增确诊高位运行，多地防控措施加码	5
1.3、参考香港疫情走势，上海4月中下旬进入拐点区间	6
2、冲击测算：疫情对一季度GDP冲击在0.8%-1%左右，经济底预计在二季度	9
2.1、先行指标：PMI数据全线回落，供需收缩、通胀上行	9
2.2、分项影响：消费萎靡、工业生产受阻、地产疲软	10
2.3、定量测算：疫情冲击下，预计一季度GDP增速为4.6-4.8%	13
3、政策展望：二季度是关键窗口期，稳增长组合拳加码提速	17
4、风险提示	21

图表目录

图表1：本轮疫情为2020年3月以来最大规模爆发	4
图表2：本轮疫情波及范围更广、影响更剧烈	5
图表3：3月以来全国主要地区防控措施加码	6
图表4：3月下旬，香港新增确诊和死亡率均已回落	7
图表5：单日确诊超百例后，上海和香港每百万人新增确诊人数（含无症状）走势基本一致	8
图表6：全民核酸前12天新增确诊（含无症状）高度符合线性趋势	8
图表7：香港在快速传播4周后触顶回落	9
图表8：当前上海疫情已进入拐点区间	9
图表9：建筑业和服务业PMI明显分化	10
图表10：历次疫情冲击下，社零增速显著下滑	11
图表11：电影观影人次近期显著低于往年同期	11
图表12：3月各地地铁出行人次较往年大幅减少	11
图表13：螺纹钢开工率弱于季节性，开工施工受阻	12
图表14：交通运输大范围回落，供应链压力加剧	12
图表15：疫情冲击下，3月地产销售旺季缺席	12
图表16：石油沥青开工率显著弱于季节性	12
图表17：疫情对社零增速的冲击	13
图表18：新增确诊对应的社零冲击幅度	13
图表19：据测算，3月疫情对全国社零的拖累为-2.42%	14
图表20：GDP增速与百城拥堵指数增速趋势相关	15

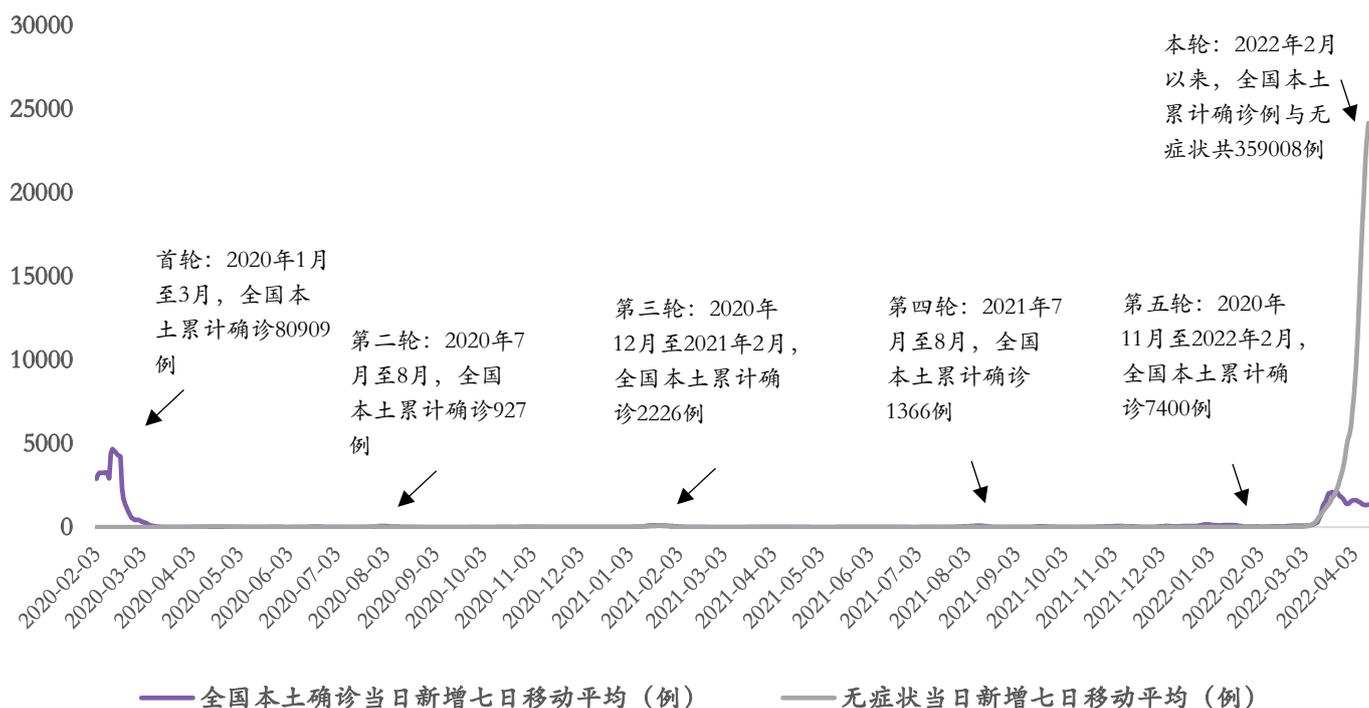
图表21: 通过高德拥堵延时指数测算GDP增速结果	16
图表22: 分中性、乐观情形, 预测二季度GDP在3.34%-4.64%之间	16
图表23: 武汉疫情爆发后, 多重政策助力经济复苏	17
图表24: 专项债发行进度显著提速, 有望9月底前如期完成目标	19
图表25: 2021年底以来, 各地逐步放松地产政策	20

1、形势推演：本轮疫情具有多重特点，4月中下旬进入拐点区间

1.1、本轮疫情特点：确诊人数多，波及范围广，影响程度大

当前疫情多点散发，传播迅速，重症率及死亡率显著降低。2月以来，全国共确诊人数62210例，无症状感染者301784例，全国总确诊病例（含无症状）已超过过去几轮疫情总和，为2020年3月以来最大规模。还有一个显著的特点，本轮疫情新增确诊增速有所放缓，但无症状感染者仍在上升期。本轮疫情中最广泛传播的是奥密克戎BA.2亚型，具有隐匿性强、传播速度快、潜伏期短、临床症状不典型等病原学特征，免疫逃逸能力更强，在早期封控低效的上海，呈现指数型增长趋势，但重症率与死亡率极低，且区别于前几轮疫情，本轮疫情中无症状病例更高，占比约82.9%。

图表 1：本轮疫情为 2020 年 3 月以来最大规模爆发

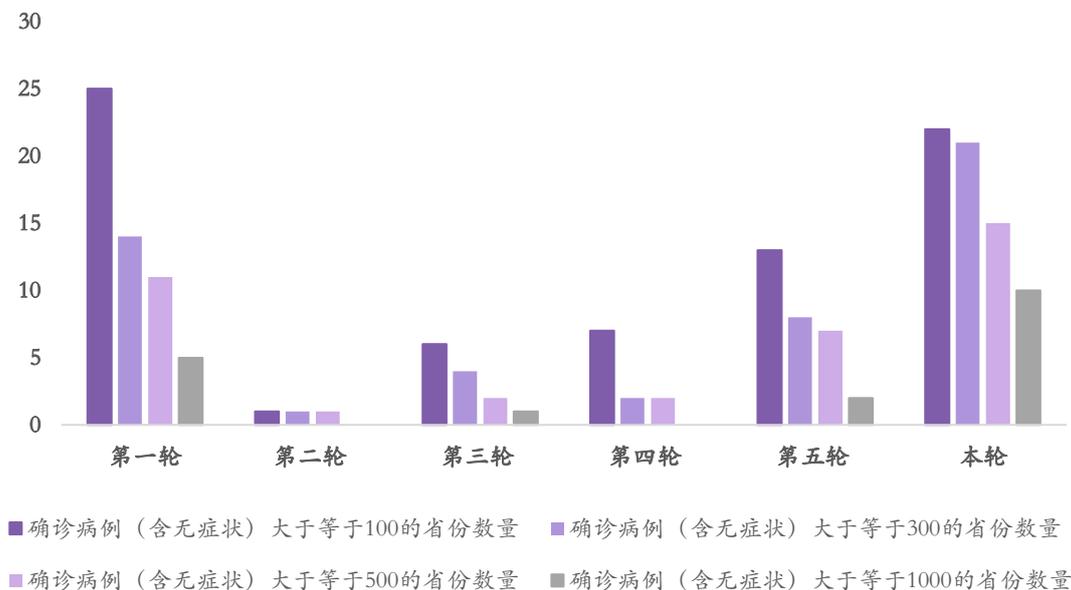


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（数据截至 4 月 13 日）

本轮疫情波及范围广，影响程度剧烈。不同于过去几次疫情大多为区域性爆发，本轮疫情已波及30个省市，确诊及无症状上千的省份已有10个。截至4月13日，吉林新增确诊病例37713例，占比60.62%，是本轮疫情中新增病例最多的省份，其次确诊病例较多的省份是广东、上海、山东和福建，均超过了千例；从无症状感染者来看，主要分布在上海，共有246643例，占比81.73%。确诊及无症状超过500例的省份已有15个，而上

千的省份也有10个。过去几轮疫情仅区域性传播，影响区域相对较小可控，本轮疫情已在全国范围内均有确诊，影响范围较广，在“动态清零”政策方针下或对经济产生较大冲击。

图表 2：本轮疫情波及范围更广、影响更剧烈



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

1.2、新增确诊高位运行，多地防控措施加码

多地防控措施升级加码，深圳及时防控快速清零。截至4月13日，全国有40个高风险地区 and 299个中风险地区，各地防控措施陆续升级，收紧出行限制并进行大范围核酸检测。吉林省3月以来新增确诊一直在高位运行，长春市、吉林市等地区实施全域静态管理，减少人员流动。上海市在经历了几轮局部封锁后，从3月28日至4月5日进行两轮交错封锁，以减少人员跨区域流动，3月30日起已升级为全域静态管理，4月5日后仍维持当前状态。当前奥密克戎在吉林和上海大范围传播，确诊病例（含无症状）仍处与上升期，同时出于奥密克戎的特性，此前“精准防控”的措施开始失效。目前防控措施已升级为实质上的“封城”，传播链条传播有望被阻断。深圳自1月31日发现一例确诊病例后，2月1日便加大疫情防控力度，有力防止了疫情大面积扩散。在病毒传播早期就进行了较为严格的封控，并没有出现大规模传播的情况，必要时果断对全市进行封闭式管理和检测，才使得深圳疫情在3月18日就出现拐点，之后每日新增确诊迅速减少，并迅速恢复正常生产生活。

图表 3: 3 月以来全国主要地区防控措施加码

省份	城市	管控措施
上海		一、3月28日5时起，上海市以黄浦江为界分区分批实施核酸筛查。 二、封控区域内，住宅小区实施封闭式管理，所有人员足不出户，人员和车辆只进不出。 三、封控区域内，除公共服务类企业外，所有企业实施封闭生产或居家办公。 四、封控区域内，除应急车辆外，其余车辆非必要不上路。
重庆		部分区域设封控区
北京		一、北京市民近期非必要不出京，不去中高风险地区旅行或出差，进返京人员在持48小时内核酸检测阴性证明和北京健康宝绿码的基础上，需在抵京后72小时内再进行一次核酸检测。 二、进返京后要加强对自身健康监测，7日内不聚餐、不聚会。
天津		3月27日6时起，凡是居住在天津市的全体居民，在当时居住地保持原地相对静止，根据各区防控指挥部的统筹部署和街道（镇）、社区（村）的组织安排，到指定地点及时主动配合进行核酸检测。24小时内完成全市域内全员核酸采样和检测工作。
黑龙江	哈尔滨	部分区域设封控区
	长春	3月19日宣布，全市三天全员核酸检测期间，对所有小区（村）和社会面实行提级管控。除疫情防控工作人员、医护人员、保供人员、志愿者、小区管理人员、物流取送人员和危重急病患者外，所有人员三日内不出封闭小区（村）。 一、自3月21日0时至3月25日0时，实施全域静态管理，封控区人员禁止出户，管控区人员禁止出单元。 二、管控区居民每2至3天在线上订购生活物资一次，由工作人员配送至单元门口的货物接收桌，居民自行消毒后错峰取走。 三、小区内便利店、超市禁止开门营业，允许电话、网上购物，由商家配送至单元门口货物接收桌，消毒后无接触自行取走。 四、疫情防控人员、志愿者、公安干警持核酸检测阴性证明、扫码、测温后方可进出卡口，其他人员一律不允许出入卡口。 五、下沉民警、派出所片警及辅警要不定时对辖区进行巡逻，加强卡口管理，维护核酸检测秩序，防止小区人员聚集。
吉林	吉林	
辽宁	沈阳	全市住宅小区、村屯实行封闭式管理，居民进出需持48小时内核酸检测阴性证明及《居民出入通行证》。
山东	青岛	一、非必要不离青，确需离青的，须凭健康码绿码并持有48小时内核酸检测阴性证明。 二、相对密闭场所暂停营业。暂停各类演出、展览和聚集性文体活动。公共场所严格落实常态化防控措施。 三、学校、幼儿园严格实行封闭管理。暂停线下各类培训活动。福利机构、养老服务机构、精神卫生机构实行全封闭管理。
广东	深圳	一、全市全员核酸检测 二、机关事业单位居家办公 三、非城市保障型企业停止运营或居家办公 四、停止一切非必要流动、活动
陕西	西安	3月15日起，西安市所有人员非必要不离市，确需离市的需持西安一码通绿码、48小时核酸检测阴性证明；

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

1.3、参考香港疫情走势，上海4月中下旬进入拐点区间

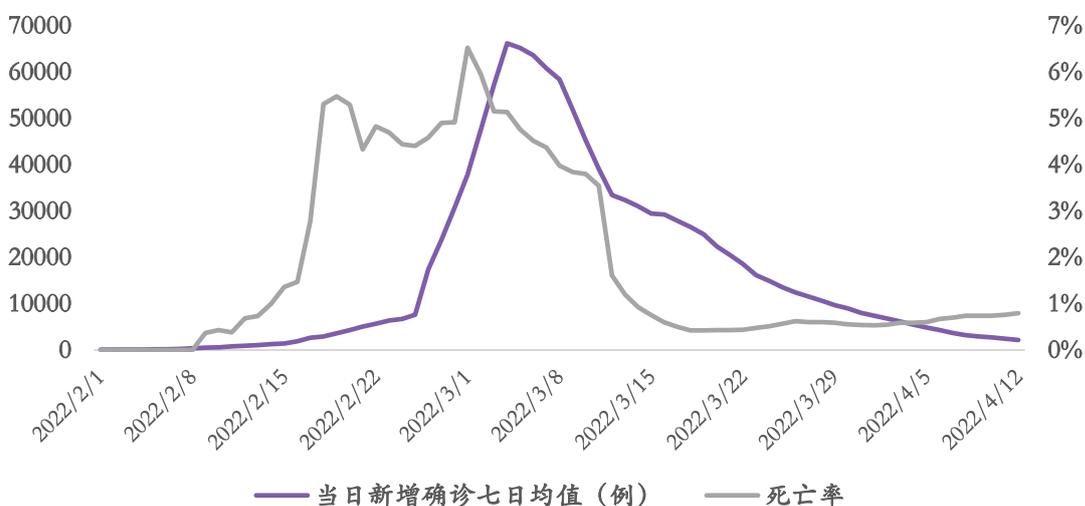
奥密克戎BA.2型在深圳及香港传播，但处理方式不同产生了截然不同的效果：深圳快速阻断了病毒传播链条，未造成大规模传播，在较短时间内就恢复了正常生活秩序；香港长期遵循较为严格的“清零”政策，但高人口密度、低疫苗接种率叠加春节期间人口聚集造成了本轮疫情大面积爆发，目前已有明显缓和。

香港2月以来的疫情引发广泛关注，截至4月13日，本轮疫情共确诊1178826例，最近一周新增确诊回落到三千例以下，较3月初的峰值7万例已有明显回落，死亡率七日移动均值已降至0.1%左右，疫情已相对缓解。目前香港已决定逐步放松部分防疫措施，

推行三阶段开放计划。

春节后香港疫情恶化，死亡率偏高。香港此前一直在推行与内地相似的清零政策，但在奥密克戎高传染性、春节聚集型活动较多、疫苗接种率较低等多因素共同影响下，疫情突然恶化。3月3日单日新增确诊一度逼近8万例，死亡率也一度超过5%。大多数高龄老人未接种疫苗是前期死亡率偏高的主要原因，在第5轮与新冠病毒相关的死亡案例共6748个样本间，中位数86岁，其中89%有基础病，88%未完全接种疫苗，已完全接种疫苗的60岁以上人口中，死亡率低10倍。截至3月30日，香港完全接种疫苗人口38.44%，80岁以上人口完全接种比例仅13.36%，这使得本轮疫情传播迅速且死亡率偏高。在此前爆发过奥密克戎变种的伦敦、纽约或新加坡，80岁及以上人口接种两针及以上疫苗的比例至少是香港的两倍，死亡率也远低于香港。

图表 4：3月下旬，香港新增确诊和死亡率均已回落



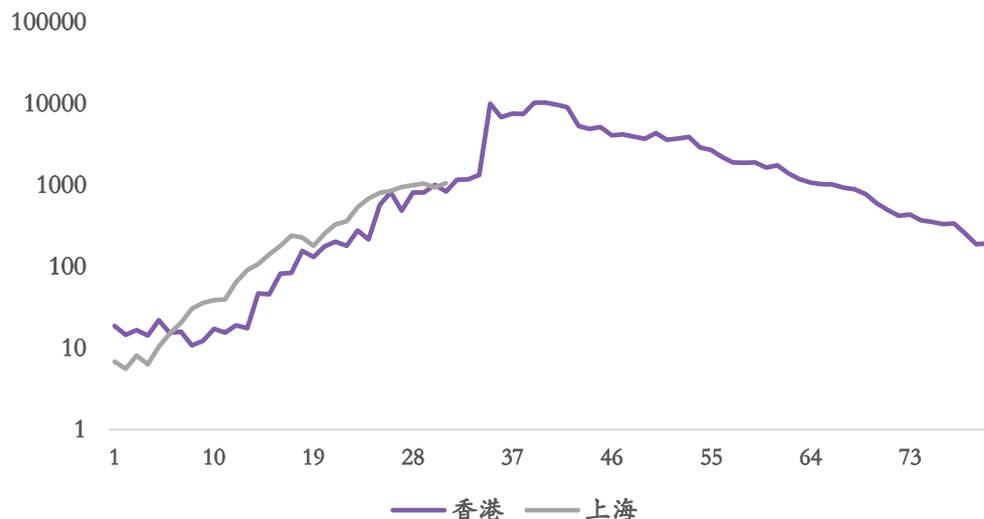
资料来源：wind 资讯，Our data in world，华鑫证券研究

港府暂停全民检测，经济冲击严重。此前港府意图推行全民检测，以控制疫情爆发，但3月21日港府宣布目前暂停全民检测，并提出了逐步恢复经济秩序的计划。香港做出这一决策主要是由于全民检测会消耗大量人力物力，当前情况下不适宜在把有限资源投放在全民核酸检测上，而应将更多的资源放在重症及老年患者上，同时香港的高人口密度可能会使得全民检测造成人口聚集加剧疫情传播。同时当前的疫情及防控措施已经严重冲击到了香港经济，2月份的零售同比下降14.6%，这是自2020年7月以来的最大降幅，港府推进中的三阶段开放计划将缓解这一危机，但香港大学认为，在开放计划的影响下，下一波疫情高峰将在6月初出现。

当前上海疫情发展趋势类似于香港，拐点隐现。本次上海疫情传播迅速，错过了早期防控的最佳时间，所以没能像深圳那样短期内恢复正常生产生活秩序，将各项措施落实到位，才能逐渐控制疫情。从目前上海传播特征及规模来看，更类似于香港，且仍处上升期，根据上海每日新增确诊（含无症状）与香港新增确诊向后平移4周的数据趋势来看，总体走势较为接近。根据香港新增确诊七日移动均值的增速判断，本轮疫情爆发时点大约在2月5日，4周后出现拐点，6-8周后疫情显著缓解，但香港广泛采用自我检测，确诊数据低于实际值；上海快速传播开始的时点约在3月7日，在上海目前的“全域

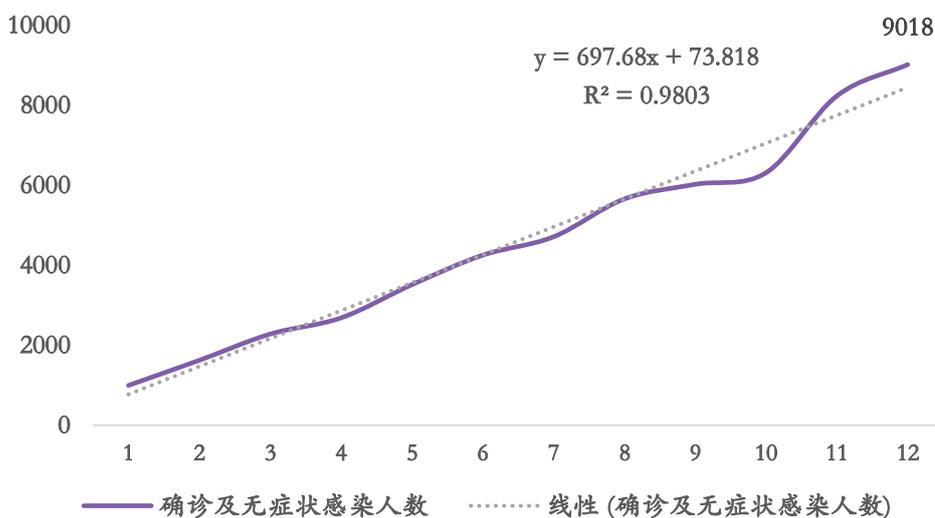
静态管理”模式下，多轮全民检测筛查病例数更高，观察全民核酸前12天（3月23日-4月3日）的上海新增确诊（含无症状感染者）数据，走势与线性增长趋势高度拟合，按该趋势来看，4月4日的确诊总数约为9144人，但全民检测后4月4日新增确诊与无症状感染者合计13,359人，4月4日全面核酸之后异常增加4,215人。从目前趋势来看，快速增长4-6周后会出现拐点，但社会层面清零尚需时间。奥密克戎变异株的传播力度不容小觑，如果未能在病毒扩散早期切断传播链条，就不得不扩大封控范围来实现社会层面“清零”，这会对经济造成严重的冲击。

图表 5：单日确诊超百例后，上海和香港每百万人新增确诊人数（含无症状）走势基本一致



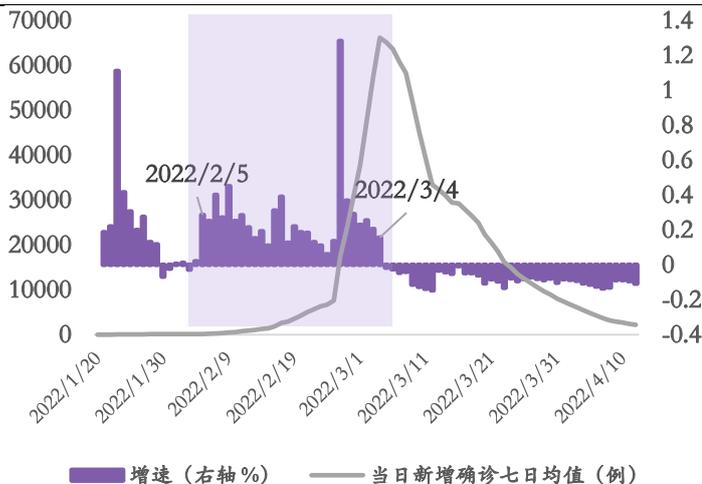
资料来源：wind 资讯，Our data in world，华鑫证券研究

图表 6：全民核酸前 12 天新增确诊（含无症状）高度符合线性趋势

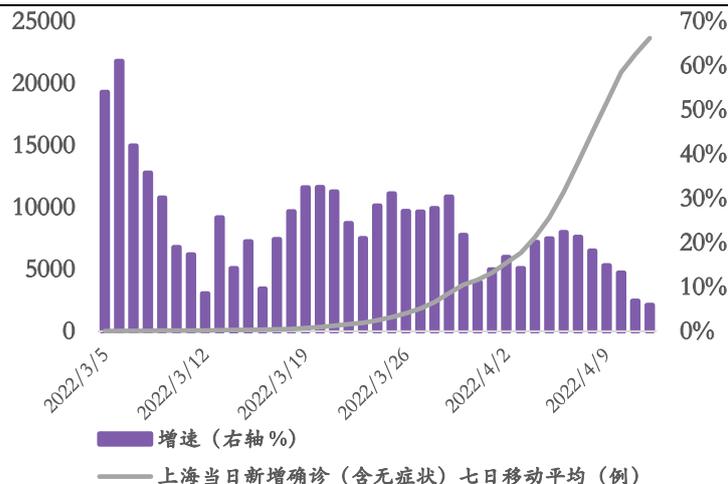


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

图表 7: 香港在快速传播 4 周后触顶回落



图表 8: 当前上海疫情已进入拐点区间



资料来源: wind 资讯, Our data in world, 华鑫证券研究

资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

2、冲击测算：疫情对一季度GDP冲击在 0.8%-1%左右，经济底预计在二季度

2月以来，全国多地受疫情反复冲击，经济下行压力加大，3月PMI数据全线回落，明显弱于季节性，1-2月“高开”后，3月再次出现低走，预期再度转弱，经济底还需等待，预计在二季度。

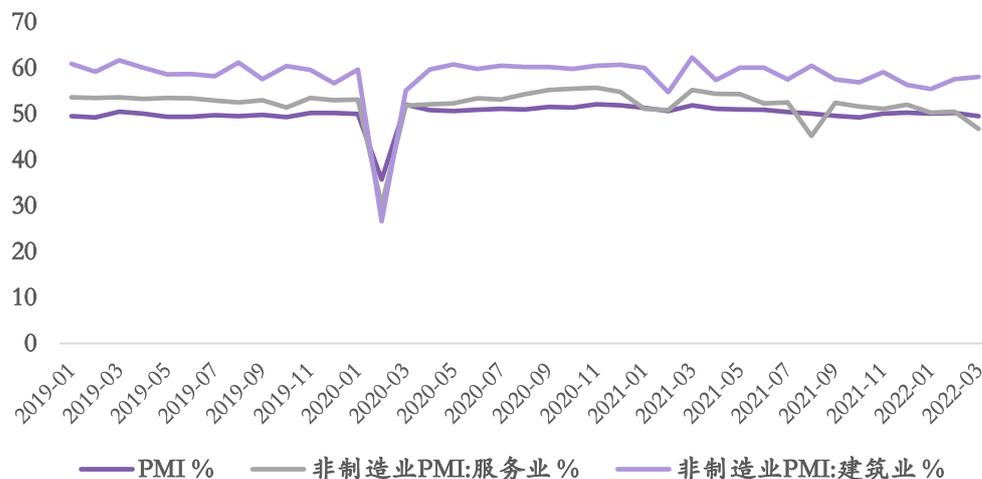
2.1、先行指标：PMI数据全线回落，供需收缩、通胀上行

多因素冲击供需均回落，非制造业遭受重创。3月制造业PMI指数为49.5，较上月下降0.7%，商务活动收缩更为剧烈，较上月下降3.2%，降至48.5%。受疫情、俄乌冲突影响，经济不确定性增加，内外需共振回落，且供给降幅小于需求，新订单及新出口订单PMI分别下降1.9%和1.8%，生产指数下滑0.9%至49.5%。PMI表现不佳确实有疫情的短期冲击，但根源还是内需不足。特别是非制造业PMI大幅下降3.2%至48.4%，由扩张区间转入收缩区间，其中服务业受疫情冲击最大，大幅下行3.8%至46.7%，本轮疫情对于服务业尤其是各类线下服务业的伤害尤其巨大。

通胀压力上行，企业利润被压缩。3月原材料价格、出厂价格指数分别回升6.1、2.6个百分点，主要是受俄乌冲突冲击，原油等大宗价格高涨，输入性通胀风险仍值得警惕，进出厂价格指数差值持续扩大，企业利润被压缩。多因素冲击或致通胀压力上行，但在基数走高影响下，3月PPI还在回落区间，但降幅明显放缓。

建筑业PMI小幅回暖，或受政策提振所致。建筑业和服务业出现分化，建筑业PMI小幅上行，中西部受影响较小，建筑业景气逆势回升，或受政策提振所致，基建可能继续趋于好转，但疫情持续冲击下，开工施工端受阻，仍弱于往年同期。

图表 9：建筑业和服务业 PMI 明显分化

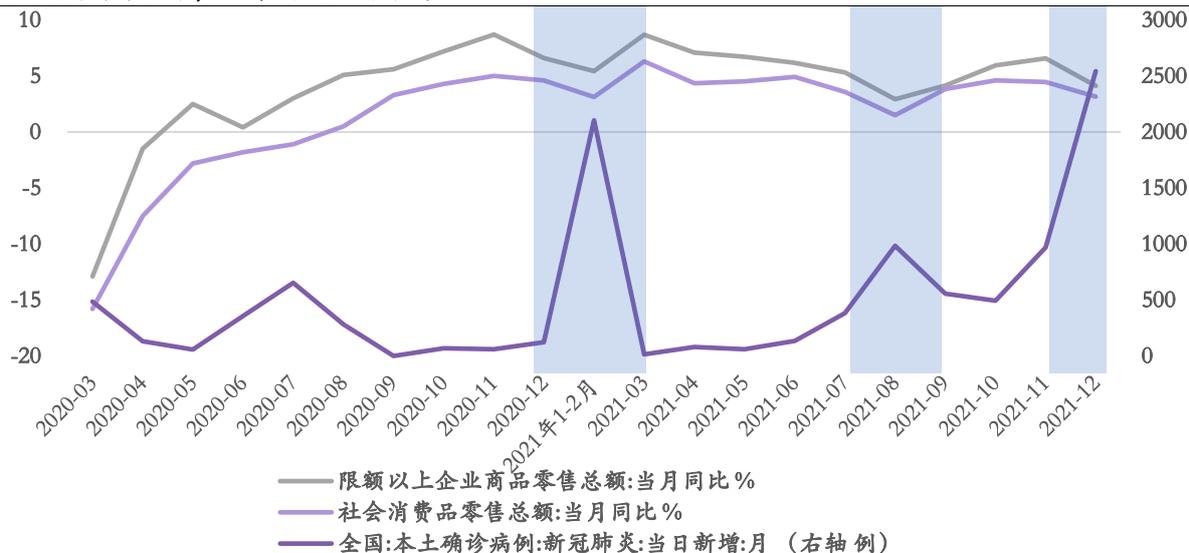


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2.2、分项影响：消费萎靡、工业生产受阻、地产疲软

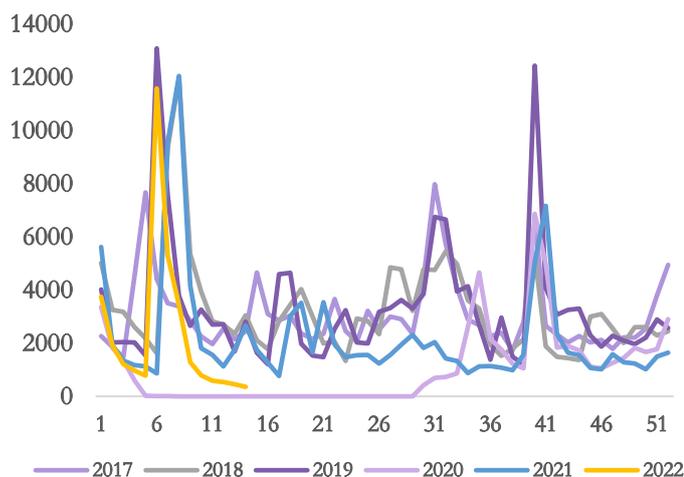
疫情对服务业的冲击已经显现，长期影响不容忽视。在逐步升级的管控措施下，线下消费场景缺失，住宿、餐饮、旅游等服务业受到明显冲击，电影行业更是经历漫长寒冬。高频数据来看，2020年年首轮疫情爆发后，7月电影院才陆续重新开放，全年观影人次较近年均值下滑了约60%；目前全国电影院开放规模仅44.76%，观影人次远低于季节性，近一个月来观影人次仅为历年均值的25.36%。从市内出行来看，全国多地地铁出行人次较往年大幅下滑，上海、苏州和南京分别较2021年出行人次下降54%、39%和38%，而一些城市并未出现大规模疫情传播，也在逐步升级的防疫政策下减少了市内出行。

图表 10: 历次疫情冲击下, 社零增速显著下滑



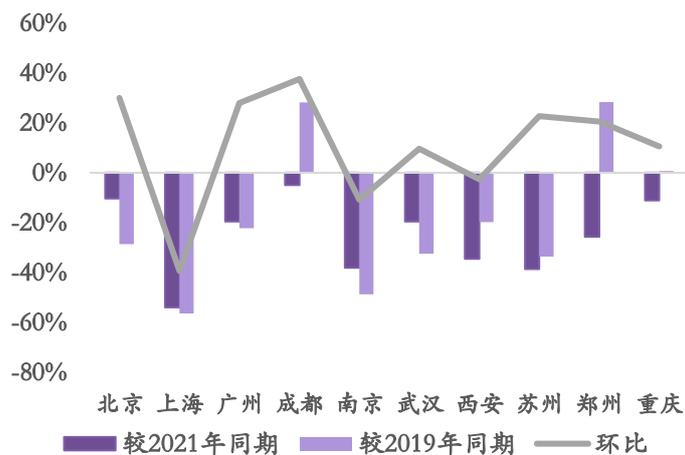
资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

图表 11: 电影观影人次近期显著低于往年同期



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

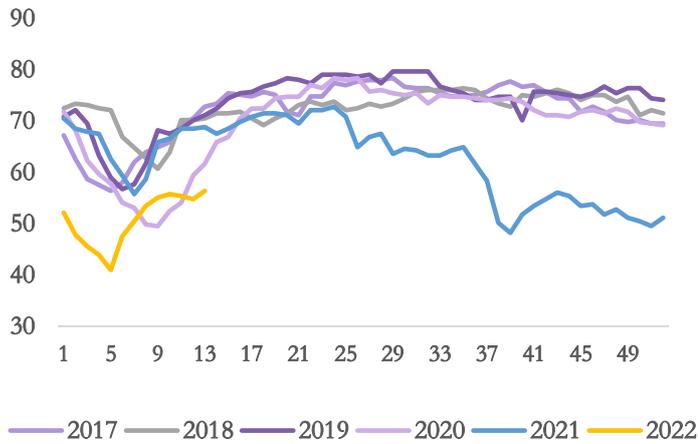
图表 12: 3月各地地铁出行人次较往年大幅减少



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

多地工业生产开工受阻, 供应链压力加剧。从高频指标来看, 工业生产开工显著弱于季节性, 从螺纹钢开工率来看, 最近一周整体开工率55.41%, 虽然节后还在回升, 但明显弱于季节性, 较近年同期的平均水平下降了16.89%, 可见目前工业生产低迷。当前防控政策升级情况下, 交通运输受阻, 配送时间指数下滑1.7%, 供应链压力加剧。高德全国平均拥堵延时指数自2月下旬以来呈现下行趋势, 截至4月初百城周度同比均值下降5.28%, 其中受封控政策影响较严重的上海、深圳、长春的拥堵指数均一度下降至年内低位, 仅次于2020年初疫情爆发时的状态。从城市间的交通看, 今年3月以来百度迁徙指数持续下降, 已经降至160左右的低位, 较今年峰值水平跌幅达到78.57%。

图表 13: 螺纹钢开工率弱于季节性, 开工施工受阻



图表 14: 交通运输大范围回落, 供应链压力加剧

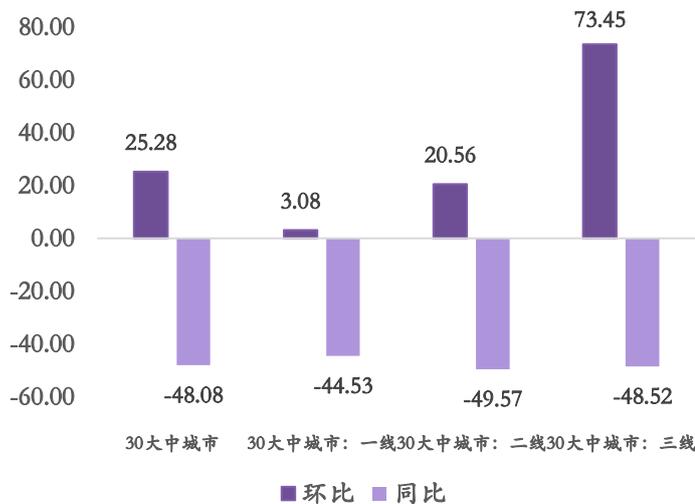


资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

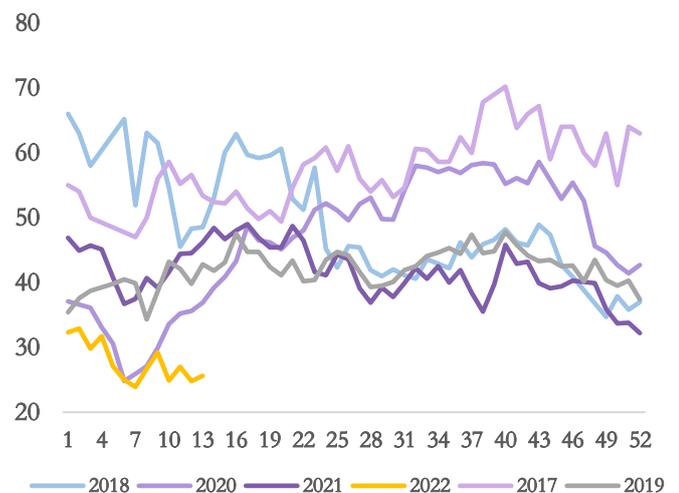
资料来源: wind 资讯、百度, 华鑫证券研究

地产小阳春缺席, 开工端节奏放缓。在因城施策的背景下, 多地下调房贷利率, 同时边际放松地产政策, 减少购房限制, 有助于提振购房需求。但在疫情冲击下, 3月地产销售旺季缺席, 三十大中城市销售面积同比降幅48%, 较2月的-31.74%再度下滑。由于上海、深圳等一线城市轮番遭遇疫情冲击, 三线城市销售面积环比增速明显好于一二线, 疫情冲击对于本就不高的居民购房意愿更是雪上加霜, 3月地产销售面积受冲击幅度约为-13.09%, 一季度地产销售面积同比增速约为-22.69%。从开工端来看, 年后石油沥青开工率小幅回升, 3月中旬就在疫情冲击下持续下降, 大幅低于往年同期, 近4周开工率较近年同期平均水平下降了41.43%, 疫情冲击下, 建筑业开工端明显节奏放缓。

图表 15: 疫情冲击下, 3月地产销售旺季缺席



图表 16: 石油沥青开工率显著弱于季节性



资料来源: wind 资讯, 华鑫证券研究

资料来源: wind 资讯、百度, 华鑫证券研究

2.3、定量测算：疫情冲击下，预计一季度GDP增速为4.6-4.8%

我们主要通过受封控城市的社零冲击影响和百城拥堵指数两个维度对一季度GDP受冲击程度进行测算，预估一季度GDP在4.60%-4.80%左右。如果疫情难以快速得到控制，按照现有的节奏推演，二季度GDP在乐观和中性情况下分别为4.64%和3.34%。

方法一：社零法

测算思路：通过前几轮疫情影响定量测算主要受封控城市3月社零受冲击幅度，据此估算3月疫情对一季度社零拖累为-2.42%，预计一季度GDP增速为4.80%。

1、测算历次疫情对封控城市社零的冲击：复盘2020年疫情爆发以来对经济的影响，得到不同疫情严重程度下社零的损失程度，由于数据的可得性及城市代表性，我们选定北京、大连、南京、扬州、武汉、乌鲁木齐等作为代表性城市进行测算，上述城市受疫情影响的时间区间、疫情严重程度及社零当期同比情况汇总如下表：

图表 17：疫情对社零增速的冲击

城市	影响时间	当季新增确诊	封控程度	社会消费零售额冲击
北京	2020年4月到6月	332	部分区域封闭管理	2.30%
大连	2020年7月到8月	92	部分区域封闭管理	1.50%
南京	2021年7月到8月	269	部分区域封闭管理	-5.98%
扬州	2021年7月到8月	571	部分区域封闭管理	-13.05%
武汉	2020年1月到3月	49690	封城	-28.15%
乌鲁木齐	2020年7月到8月	823	部分区域封闭管理	-1.60%

资料来源：wind 资讯、澎湃、21 财经，华鑫证券研究

2、根据历史数据推导社零随疫情冲击幅度变化的函数：我们发现确诊病例与社零同比增速具有一定的指数相关性，拟合出的R2高达0.799，我们将确诊病例与疫情冲击幅度分为7等，不同确诊病例数量对应不同的社零冲击，其中对于冲击幅度较大的，如确诊人数超过6400人，社零冲击为-30%；对于疫情影响较为轻微的，则赋予较低的社零冲击，如当新增确诊人数少于100时，按-2%的冲击计算。

图表 18：新增确诊对应的社零冲击幅度

新增确诊病例数	社零同比冲击
0-50	-0.50%
50-100	-2.00%
100-200	-3.00%
200-300	-5.00%
300-500	-10.00%
500-1200	-15.00%
1200-6400	-20.00%
6400-12800	-30.00%
>12800	-40.00%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

3、加入封控时间对社零的影响：考虑到部分城市确诊人数较多但封控时间较短，部分城市确诊人数较少，但处于长期封控下，因此我们考虑各城市封控措施进行调整：将封控措施分为封城与部分封闭管理，考虑封控时间与封控程度进行调整，再对于同样确诊人数但封控时间更长的城市，赋予高一等级的冲击。例如对于封城导致经济全面停摆的吉林和长春而言，其冲击幅度更多取决于经济停摆天数，因此我们将确诊人数更多但封控时间更短的长春的冲击幅度下调为与吉林相对应的30%；同样的，对于确诊人数仅有73人的南昌而言，其封控措施较为严格，封控天数达到了18天之久，虽然经济未完全停摆，仍对城市的正常运行产生了较大的影响，因此我们将其对社零的同比冲击从-2%上调至-3%。

4、基于地级市数据，估算3月疫情对1季度社零增速的拖累：通过确诊人数及封控时间估计出各城市3月份疫情对社零的冲击幅度，再以其在全国的GDP占比为权重，加总得出疫情对社零的拖累为-2.42%。

图表 19：据测算，3月疫情对全国社零的拖累为-2.42%

省份	城市	2020年社零/万元	社零占比	三月新增确诊	封控时间	冲击幅度	调整后冲击程度	对社零的影响
吉林	吉林市	4800075	0.12%	12172	25	-30.00%	-30.00%	-0.04%
	长春	20031109	0.51%	17152	20	-40.00%	-30.00%	-0.15%
	延边	3188306	0.08%	110	19	-3.00%	-3.00%	0.00%
	四平	1719916	0.04%	200	12	-3.00%	-3.00%	0.00%
北京	北京	137163960	3.50%	290	0	-5.00%	-3.00%	-0.10%
天津	天津	46831689	1.19%	661	14	-15.00%	-12.00%	-0.14%
辽宁	沈阳	36376277	0.93%	155	17	-3.00%	-3.00%	-0.03%
	大连	18279958	0.47%	160	8	-3.00%	-3.00%	-0.01%
	营口	5897560	0.15%	186	10	-3.00%	-3.00%	0.00%
河北	廊坊	13279517	0.34%	275	16	-5.00%	-5.00%	-0.02%
	沧州	10520000	0.27%	89	5	-2.00%	-2.00%	-0.01%
江西	南昌	24527389	0.63%	73	18	-2.00%	-3.00%	-0.02%
河南	周口	16506393	0.42%	79	4	-2.00%	-2.00%	-0.01%
浙江	杭州	60554683	1.54%	63	0	-2.00%	-2.00%	-0.03%
	衢州	7518200	0.19%	95	0	-2.00%	-2.00%	0.00%
黑龙江	哈尔滨	22235973	0.57%	293	15	-5.00%	-5.00%	-0.03%
江苏	连云港	11042900	0.28%	148	6	-3.00%	-3.00%	-0.01%
上海	上海	159325000	4.06%	2090	12	-20.00%	-20.00%	-0.81%
山东	青岛	52034957	1.33%	940	9	-15.00%	-12.00%	-0.16%
	威海	11664100	0.30%	68	11	-2.00%	-2.00%	-0.01%
	德州	11144400	0.28%	73	10	-2.00%	-2.00%	-0.01%
	滨州	7179400	0.18%	202	7	-5.00%	-5.00%	-0.01%
福建	泉州	52288729	1.33%	1032	10	-15.00%	-12.00%	-0.16%
	厦门	22938702	0.59%	87	0	-2.00%	-2.00%	-0.01%
内蒙古	呼和浩特	10329350	0.26%	64	15	-2.00%	-2.00%	-0.01%

陕西	西安	49893328	1.27%	97	12	-2.00%	-2.00%	-0.03%
	宝鸡	8019424	0.20%	238	23	-5.00%	-5.00%	-0.01%
广东	深圳	86648297	2.21%	1388	13	-20.00%	-15.00%	-0.33%
	广州	92186605	2.35%	96	15	-2.00%	-2.00%	-0.05%
	珠海	9212600	0.24%	115	10	-3.00%	-3.00%	-0.01%
	东莞	37401400	0.95%	178	16	-3.00%	-3.00%	-0.03%
云南	德宏	3281800	0.08%	66	0	-2.00%	-2.00%	0.00%
重庆	重庆	117872002	3.01%	71	9	-2.00%	-2.00%	-0.06%
广西	崇左	2274400	0.06%	316	9	-10.00%	-10.00%	-0.01%
四川	成都	81185362	2.07%	285	0	-5.00%	-5.00%	-0.10%
甘肃	兰州	16412397	0.42%	251	11	-5.00%	-5.00%	-0.02%
总计			30.76%	39858				-2.42%

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

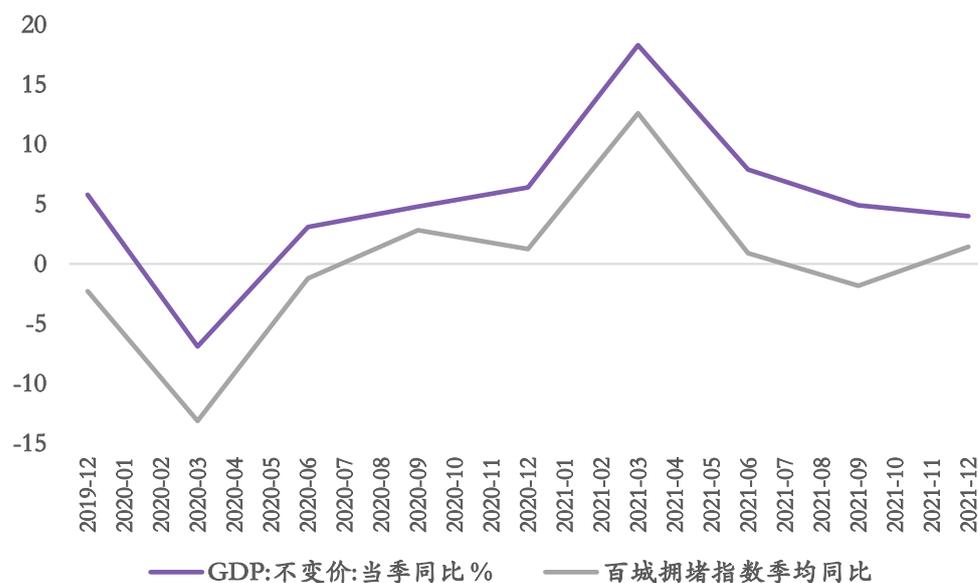
5、结合社零项在GDP中的占比，推算社零冲击对GDP的影响：参考历年情况，最终消费支出对GDP累计同比贡献率约为59.96%，而社零在最终消费支出中的占比约为73.38%，社零在GDP中的占比约为44%。上文测算得本次疫情对社零冲击幅度约为-2.42%，对应的规模为858.7亿元，预期GDP受损1951.6亿元，预计本轮疫情对GDP的冲击幅度约为0.80%，一季度GDP增速为4.80%。

方法二：交通拥堵指数法

测算思路：采用高频指标百城拥堵指数来对经济冲击进行拟合，从而测算出疫情对一季度GDP增速的冲击。

1、拥堵延时指数与GDP增速相关：疫情对经济的影响首先体现在城市内与城市间的交通封锁，而高德拥堵延时指数正是反映了城市交通的高频指标，因此我们尝试用高德百城拥堵延时指数同比增速来对GDP增速进行拟合。

图表 20：GDP 增速与百城拥堵指数增速趋势相关



资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

2、对高德拥堵延时指数与GDP进行拟合：考虑到百城拥堵指数在2020-2021新冠疫情期间流行期间波动性较大，会降低预测的稳定性，于是我们将2021年的百城拥堵延时指数增速和GDP增速作了两年复合平均处理，得出的拟合结果发现其R2为0.7727，具有较好的拟合效果。

3、以百城拥堵延时指数预测GDP增速：将一季度百城拥堵指数同比增速代入拟合出的模型，最终得到3月GDP增速预测值为-4.79%，再以工业增加值的占比代替月度GDP占比，即3月GDP在一季度的占比约37.94%，最后测算出疫情对一季度GDP拖累约-1.86pct，同时通过拥堵指数对1-2月GDP进行测算，1-2月受季节效应等因素影响，经济表现较为强劲，最终测算出疫情对一季度GDP拖累约-1.0pct，即预计一季度GDP增速为4.60%。

图表 21：通过高德拥堵延时指数测算 GDP 增速结果

单位：%/pct	当月 GDP 预测值	较基准变化	当月经济占比	对当季 GDP 拖累	当季 GDP
2022年1月	4.64	-0.96	36.83%	-0.35	4.60
2022年2月	10.39	4.79	25.23%	1.21	
2022年3月	0.71	-4.89	37.94%	-1.86	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

4、进一步对二季度GDP进行测算，我们设定了中性和乐观两种情形：

中性情况下，参考香港疫情发展趋势，上海新增确诊人数已进入拐点区间，在4月底5月初疫情趋于稳定，大部分区域陆续解封；而其他受疫情影响严重地区也先后于4月底疫情得到控制，经济于5月逐步恢复至历次疫情后水平。也即4月受到疫情的冲击在3月的1.3倍左右，而5月由于恢复期仍有部分区域处于管控中，因此赋予0.3倍的冲击，最后计算得，对二季度的GDP冲击为-2.16%，预计二季度GDP在中性情况下为3.34%。

在乐观情况下，疫情在严格的封控措施下迅速得到控制，并于下旬开始陆续开放各封控区，经济活动于5月前恢复至历次疫情后的水平。4月份疫情对GDP的冲击大约是中性情况下的80%，而5、6月份不受疫情冲击。最后计算可得，二季度GDP在乐观情况下为4.64%。

图表 22：分中性、乐观情形，预测二季度 GDP 在 3.34%-4.64%之间

情形假设	封控天数	时间	当月 GDP 预测值	较基准变化	当月经济占比	对当季 GDP 拖累	当季 GDP
中性	4 月封闭管理 30 天，5 月开始逐渐解封	2022 年 4 月	-0.44	-5.94	31.12%	-1.85	3.34
		2022 年 5 月	3.40	-2.10	32.24%	-0.68	
		2022 年 6 月	6.49	0.99	36.64%	0.36	
乐观	4 月封闭管理 20 天，4 月底开始逐渐解封	2022 年 4 月	0.56	-4.94	31.12%	-1.54	4.64
		2022 年 5 月	6.49	0.99	32.24%	0.32	
		2022 年 6 月	6.49	0.99	36.64%	0.36	

资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究

考虑到严格封控后，疫情防控成效凸显，近期物流开始放松，4月11日交通运输部发布统筹做好公路交通疫情防控和保通保畅工作的通知，4月16日上海经信委发布工业企业复工复产疫情防控指引，已经扰动趋于减弱，偏向乐观的可能性更大。二季度大概率会在稳增长和疫情防控两者间找到更好的平衡点。

3、政策展望：二季度是关键窗口期，稳增长组合拳加码提速

本轮疫情使原本就处于下行通道的经济再度承压，将经济底推后到二季度。随着上海疫情拐点的确认，也会倒逼稳增长政策组合拳在二季度提速加码，释放经济增长潜力，恢复经济回暖向好势头。

武汉疫情爆发后，多项政策出台为经济纾困。武汉疫情爆发后，经济下行压力陡增，为推动经济复苏和复工复产，政府采取了货币政策财政政策双宽松的做法来刺激经济，多轮货币宽松叠加定向扶持小微企业，在产业政策上，政府推出一系列优惠政策以扶持受疫情影响较大的餐饮、外贸等行业，以帮助这类企业摆脱困境。从二月底开始，政府各部门的刺激政策层层加码，有效推动了疫情后的经济复苏，仍然实现了正的经济增长。本轮疫情影响程度不亚于首轮疫情，后续有望推出一系列政策助力经济复苏。

图表 23：武汉疫情爆发后，多重政策助力经济复苏

政策类型	领域	时间	主要内容
货币政 策		2020/2/26	1、增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。其中，支农、支小再贷款额度分别为1000亿元、3000亿元，再贴现额度1000亿元。 2、政策性银行在去年的基础上增加3500亿元专项信贷额度，以优惠利率向民营、中小微企业发放。 3、鼓励引导全国性商业银行加大对小微企业信贷投放力度,努力使小微贷款利率比上年有明显下降。国有大型银行上半年普惠型小微企业贷款余额同比增速要力争不低于30%。 4、2020年6月底前，对地方法人银行新发放不高于LPR加50个基点的普惠型小微企业贷款，允许等额申请再贷款资金。
		2020/3/16	对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点,支持发放普惠金融领域贷款。
		2020/4/3	1、对城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于4月15日和5月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点，共释放长期资金约4000亿元。中国人民银行决定自4月7日起将金融机构在央行超额存款准备金利率从0.72%下调至0.35%。 2、增加面向中小银行的再贷款、再贴现额度1万亿元。
		2020/4/15	中国人民银行下调一年期中期借贷便利(MLF)利率，从3.15%降至2.95%，降幅为20个基点。

	2020/4/20	一年期贷款优惠利率(LPR)下调20个基点至3.85%，五年期贷款利率下调10个基点至4.65%。	
	2020/4/21	央行宣布将存款准备金率下调20个基点，以释放更多资金用于小微企业。	
	2020/4/24	央行将中期贷款便利利率下调20个基点至2.95%，向银行系统注入561亿元。	
	2020/7/1	央行下调支农、支小再贷款利率25个基点至2.25%；下调金融稳定再贷款利率50个基点至1.75%；下调再贴现利率25个基点至2%。	
财政政策	2020/3/2	对于2020年1月25日以来到期的困难中小微企业贷款本金，结合企业受疫情影响情况和经营状况，给予企业一定期限的临时性延期还本安排。	
	2020/3/27	国务院表示，准备将预算赤字提高到国内生产总值的3%以上。	
	2020/5/22	财政赤字规模比去年增加1万亿元，同时发行1万亿元抗疫特别国债。	
	2020/6/1	创设两个直达实体经济的货币政策工具，一个是普惠小微企业贷款延期支持工具，另一个是普惠小微企业信用贷款支持计划。	
	2020/7/1	中央允许2000亿元地方专项债额度用于补充中小银行资本金。	
餐饮	2020/2/26	1、对疫情防控期间住宿餐饮企业等生活服务收入免征增值税； 2、对湖北以外的中小企业免征2-4月养老、失业、工伤保险费，对大型企业减半征对湖北省的企业免征2-6月养老、失业、工伤保险费； 3、对受疫情影响较大的住宿餐饮等行业，金融机构不得盲目抽贷、断贷、压贷；下调支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。	
	2020/4/14	国务院批准了1万亿元人民币的地方政府专项债券用于基础设施项目。该计划还将对旧城重建项目的资金增加一倍，并延长了对西部地区一些投资项目15%的优惠所得税税率。	
	2020/4/20	下达第三批提前批专项债额度1万亿元，并要求争取于5月底前发行完毕。	
基建	2020/5/22	增加国家铁路建设资本金1,000亿元。	
	2020/3/4	对疫情期间不停航和复航的国际航班给予奖励，其中共飞航班每座公里0.0176元，独飞航班每座公里0.0528元。	
产业政策	民航	2020/3/9	1、降低境内、港澳台地区及外国航空公司机场、空管收费标准。一类、二类机场起降费收费标准基准价降低10%，免收停场费。 2、航路费（飞越飞行除外）收费标准降低10%。境内航空公司境内航班航空煤油进销差价基准价降低8%。
		2020/4/7	国常会决定在已设立59个跨境电商综合试验区基础上，再新设46个跨境电商综合试验区，涵盖105个城市。同时对综试区内跨境电商零售出口货物免征增值税和消费税，对企业所得税实行核定征收。
外贸	2020/6/13	海关总署决定在北京、天津、广州等10个地方海关开展跨境电商简化申报和便利通关，以降低跨境电商出口成本，促进其发展	
	2020/8/12	国务院办公厅提出15条稳外贸、稳外资政策措施，包括完善财税金融政策；发展贸易新业态新模式；提升通关和人员往来便利化水平；支持重点产业重点企业。	
电影	2020/5/13	1、自2020年1月1日至2020年12月31日，对纳税人提供电影放映服务取得的收入免征增值税。	
		2、对电影行业企业2020年度发生的亏损，最长结转年限由5年延长至8年。	
		3、自2020年1月1日至2020年12月31日，免征文化事业建设费。	

资料来源：wind 资讯、中国政府网、央行、商务部、搜狐，华鑫证券研究

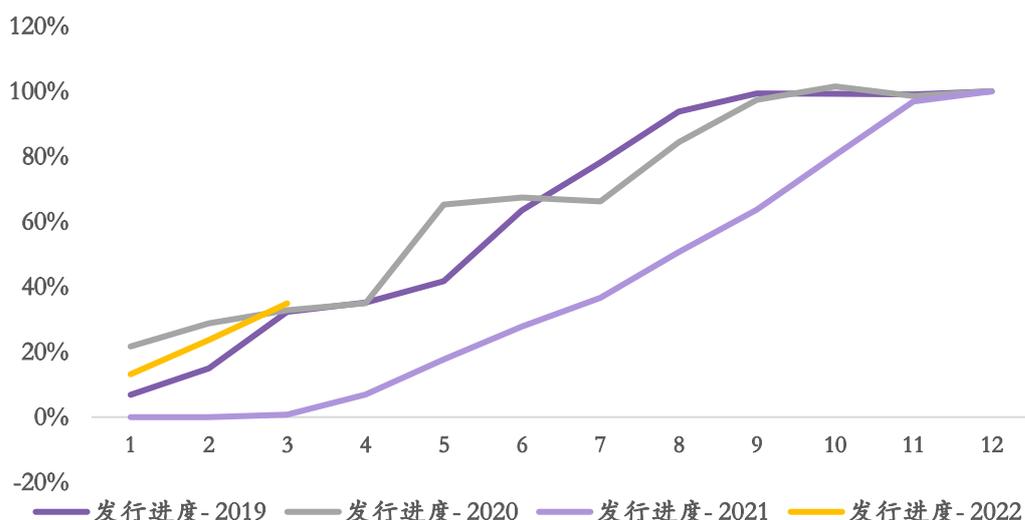
国常会强调咬定全年发展目标不放松，稳增长政策组合拳会进一步发力。3月29日的国务院常务会议明确提出，“坚定信心，咬定全年发展目标不放松，把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，稳定经济的政策早出快出，不出不利于

稳定市场预期的措施，制定应对可能遇到更大不确定性的预案”。当前形势下，坚持5.5%的经济目标对后面经济增长提出了更高的要求，这就需要对冲两个方面的经济结构性压力，一是地产下行压力，二是疫情冲击。参考过往经验，货币政策和财政政策将大力发力，针对特定行业的产业政策加码，促基建、稳地产、促消费协调发力，后续更加有力的宏观经济政策值得期待。

货币政策会继续宽松，二季度仍是降准降息窗口期。从总量上来看，由于中美货币宽松周期错配，操作空间不及2020年，但二季度仍是降准降息的窗口期。结构上更有发挥的空间，参考2020年，预期2022年将继续发挥普惠小微贷款支持工具、支农支小再贷款、碳减排支持工具等的作用，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持，对抗风险能力下降的主体加大托底力度。从3月金融经济数据来看，CPI和PPI在疫情和地缘冲突的共同推动下均高于市场预期，但核心CPI环比回落，且年内PPI仍是下行趋势，当前通胀并不会是影响货币政策的主要因素；同样，中美利差倒挂主要由于经济周期和货币政策错配，经济下行压力加剧情况下，货币政策仍将“以我为主”，支持稳增长；一季度社融数据超预期也显示出融资意愿明显改善，但融资结构较差，自主性融资相对较弱。所以即使4月MLF降息落空，“全面+定向”降准的力度不及市场预期，但宽松窗口期还在，二季度降准降息依旧可期。

财政政策方面，发挥好专项债效用，拉动有效投资，精准减税降费。国常会上提出专项债要既利当前又惠长远，结合相关十四五规划，“两新一重”或成为专项债的重要投向领域。专项债方面，截至3月，发行额度已有12742亿元，完成进度较历年显著提速，9月底完成全部专项债额度发行的计划或按期实现。针对困难中小微企业，对餐饮住宿等受疫情影响比较大的服务企业减税降费、提供贷款支持，深圳和上海均已提出了一些纾困扶持政策，后续疫情冲击影响减弱，各地扶持政策有望进一步加码，今年的政府工作报告也为全年安排了2.5万亿元的退税减税规模，预期这批退税减费预计将进一步向疫情中困难的小微企业倾斜，以达到稳增长保就业等保市场主体的关键目的。

图表 24：专项债发行进度显著提速，有望 9 月底前如期完成目标



资料来源：WIND 资讯，华鑫证券研究

基建、地产、消费是稳增长的主要方向，政策重心逐渐从投资端转向消费端。

地产端来看，2021年底以来，全国各地边际放松地产政策，以求推动购房需求回暖，但疫情冲击下，地产下行趋势难以得到缓解，预期后续会进一步开放政策限制，地产调控有望在需求端和供给端进一步放开政策限制，如居民购房贷款利率下调、贷款额度上调，支持房企的合理融资需求，缩短放款周期；因城施策，逐步取消限购、松绑限售。

基建端来看，3月建筑业PMI明显回暖，政策提振下，总体受疫情影响较弱，目前经济下行压力加大，基建作为稳增长的重要抓手，势必将进一步加码，专项债发行节奏明显快于往年也将对基建投资形成正面支撑。而且国常会强调部署用好政府债券以带动经济稳定增长，去年提前下达的额度5月底前发行完毕，今年下达的额度9月底前发行完毕；开工南水北调后续工程等重大引调水、骨干防洪减灾、病险水库除险加固、灌区建设和改造等工程等一批已纳入规划、条件成熟的水利项目，全年水利投资可完成约8000亿元。

消费端来看，当前经济压力下行压力加剧叠加防控政策增加了不确定性，居民避险情绪加大，储蓄意愿较强，拉动内需迫不及待。一方面，要加大对疫情受损行业的纾困力度，特别是受疫情冲击巨大的线下服务业，推出一系列优惠政策助力有序复工复产，帮助其度过难关；另一方面，需要加大对汽车、家电等大件消费的扶持力度，通过放开限购、增加补贴等措施，激发消费潜能。

图表 25：2021 年底以来，各地逐步放松地产政策

政策类型	一线城市	二线城市	三四线城市
限购放松		福州、哈尔滨、郑州	秦皇岛、衢州
商贷首付比例下调		重庆、兰州、昆明	孝感、唐山、菏泽、赣州、德州、佛山、南通、温州、自贡
公积金首付比例下调		南宁、福州、晋中	北海、丽水
公积金贷款额度提升		宁波、南宁、兰州	绵阳、郴州、九江、唐山、马鞍山、丽水
按揭利率下调	北京、上海、深圳、广州	武汉、苏州、南京、重庆、杭州	绍兴、襄阳、十堰
人才购房补贴	上海		马鞍山、惠州、贵阳
放宽落户		大连	
预售资金监管略放松	北京、广州	成都	烟台

资料来源：wind 资讯、新浪、诸葛找房、澎湃，华鑫证券研究

4、风险提示

- (1) 宏观经济加速下行
- (2) 政策不及预期
- (3) 地缘冲突大规模爆发

宏观策略组简介

谭倩：11年研究经验，研究所所长、首席分析师。

杨芹芹：经济学硕士，2021年11月加盟华鑫证券研究所，对宏观策略和政策研究有长期跟踪经验。

纪翔：中科院大学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所，长期从事宏观策略和政策研究。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深300指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深300指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。