

3月以来疫情（简称“本轮疫情”）以及防疫政策所产生的效果与过去大有不同。如果说过去几轮疫情影响停留在消费和投资，那么本轮疫情影响已经扩散至对外出口；如果说过去几轮疫情影响停留在需求，那么本轮疫情影响已经扩散至工业生产。

本文详细论述本轮疫情对出口的影响，主要有**三重冲击**：港口吞吐量受限、内陆物流和供应链约束、企业生产不确定导致海外订单流失。**根据我们的测算结果，疫情对于港口出货和海外生产订单影响倒是其次，而疫情管控对于物流与供应链的冲击才是出口面临的更大挑战。**

本轮疫情对出口的影响，预计将在4月及以后才开始真正展现。**4月可能会展现出令人担忧的经济状态，消费和投资不足，同时出口下行。**而极有可能，过去两年多出口的高景气态势，在国内疫情冲击下提前迎来拐点。

过去几轮本土疫情中所采取的防疫政策有效控制疫情，以压制内需（主要是消费）代价换取生产供应链稳定。**面对海外高扩张的需求，国内稳定的供应链体系，最终促成中国制造业在全球疫情之中迎来逆势扩张，中国出口也迎来历史罕见的同比高增。**与此同时，出口也为国内经济贡献增长，并为国内政策争取到腾转空间。

然而当下国内消费孱弱，地产未见起色，基建受制于疫情无法打开施工强度。可以说，目前国内需求几乎处于“冰冻”状态。**若此时疫情再度冲击出口，无疑将加重国内经济增长压力以及全球通胀压力。**中国是全球非常重要的商品出口国，中国出口约束会带来全球商品供应不足，最终在全球高通胀上“撒一把盐”。这也是本轮疫情影响显著有别于以往的差异所在。

交通运输部近日召开物流保障协调工作机制会议，要求全力做好货运物流保通保畅工作。近日有零星车企正在筹备复工，“会根据疫情受控情况和自身准备情况适时调整”。我们希望未来供应链问题得到充分解决，国内疫情对生产和出口影响尽快消退。

**风险提示：**疫情发展超预期；经济趋势超预期；海外需求超预期。

**分析师 周君芝**

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

**研究助理 方诗超**

执业证号：S0100122030001

电话：18868130217

邮箱：fangshichao@mszq.com

# 目 录

前言 .....	3
一、 本轮疫情影响仅次于 2020Q1.....	3
二、 疫情直接影响港口外贸出货.....	5
三、 疫情冲击内陆物流与供应链.....	6
四、 疫情导致出口海外订单流失.....	8
五、 总结 .....	9
六、 风险提示 .....	10
插图目录 .....	11

## 前言

2020 年以来，中国出口持续高景气，同比增速处于历史高位，贡献相当幅度经济增速。中国出口独当一面，成为疫中经济难得稳健的需求驱动力。不仅如此，中国出口还为国内抗疫争取了宝贵的政策空间。**我们一直强调，中国出口走向是理解当下中国经济和政策调控的关键变量。**

疫情以来中国维持了全世界首屈一指的生产稳定，为国内外需求提供稳健的供应。正因如此，之前我们一直将中国出口判断归结到一个因素，即海外需求。海外需求在，中国出口将维持韧性；海外需求衰减，中国出口也将不复高景气。

然而今年开年以后再度爆发新一轮本土疫情。本轮疫情的奥密克戎病毒传染性高，且疫情主要扩散于东部沿海发达地区。本轮疫情对国内造成的影响不同以往。**以往几轮本土疫情主要冲击消费和投资，然而本轮疫情开始有蔓延之势，疫情的冲击范围也在逐步扩散。**

近日高频指标，例如上海港口集装箱船单日进出量等指标，显示疫情已经对 3 月底、4 月上旬上海出口造成影响。更重要的是，上海毗邻浙江和江苏，长三角是中国非常重要的制造业生产和出口重镇。

**虽然 3 月出口同比读数仍在双位数以上，但 4 月出口是否会受影响，受到多大影响，这是我们当前最为关注的。**本文将仔细拆解疫情影响出口的机制，并进一步给出测算，本轮疫情多大程度上冲击出口。

## 一、本轮疫情影响仅次于 2020Q1

2020 年一季度以来，国内本土疫情经历四轮反弹。回顾过去三轮本土疫情冲击，每一轮对出口的影响均较为有限。然而本轮奥密克戎病毒自今年 2 月始，在深圳、上海等东部沿海地区开始大范围扩散，而这些地区恰好分布着中国重要港口。因而本轮疫情影响出口和工业生产。

**过往四轮本土疫情对出口影响微乎其微。**

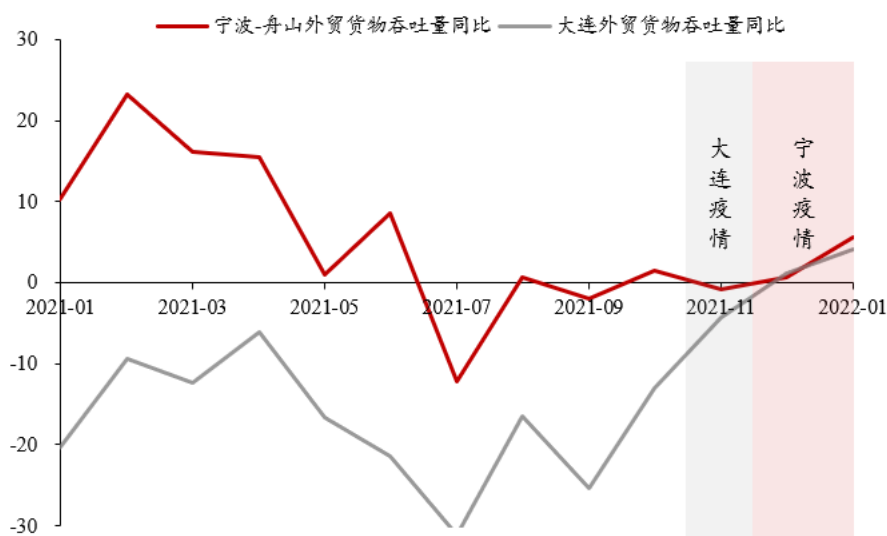
第一轮反弹始发于北京（2020.6-2020.7），后续防控及时，**波及范围较小，新增确诊数相对较少，对工业生产都没有产生影响，出口也继续上行。**

第二轮疫情反弹波及河北、黑龙江、吉林三省（2021.1-2021.2），新增确诊数较多，防控力度更大，部分地区采取了全市闭环管理、全域封闭管理等措施，**但在春节期间叠加就地过年，出口也未见明显影响。**

第三轮疫情反弹由德尔塔毒株引发，传播范围较广，**主要集中于南京、扬州、郑州等内陆城市（2021.7-2021.9），出口影响并不大。**

第四轮疫情爆发，由传播力更强的奥密克戎毒株所致。影响范围更广，港口城市宁波、大连（2021.10-2022.1）受疫情波及，但所幸是两大港口受影响相对有限。**大连港所在中山区新增仅个位数，宁波港所在北仑区病例集中、防控及时，从发现病例到全域解封仅用 15 日，整体对出口影响较小。**

图 1：宁波和大连港口货运情况



资料来源：Wind, 民生证券研究院

**与之前四轮疫情冲击相比，本轮疫情及防疫措施有三点显著不同。**

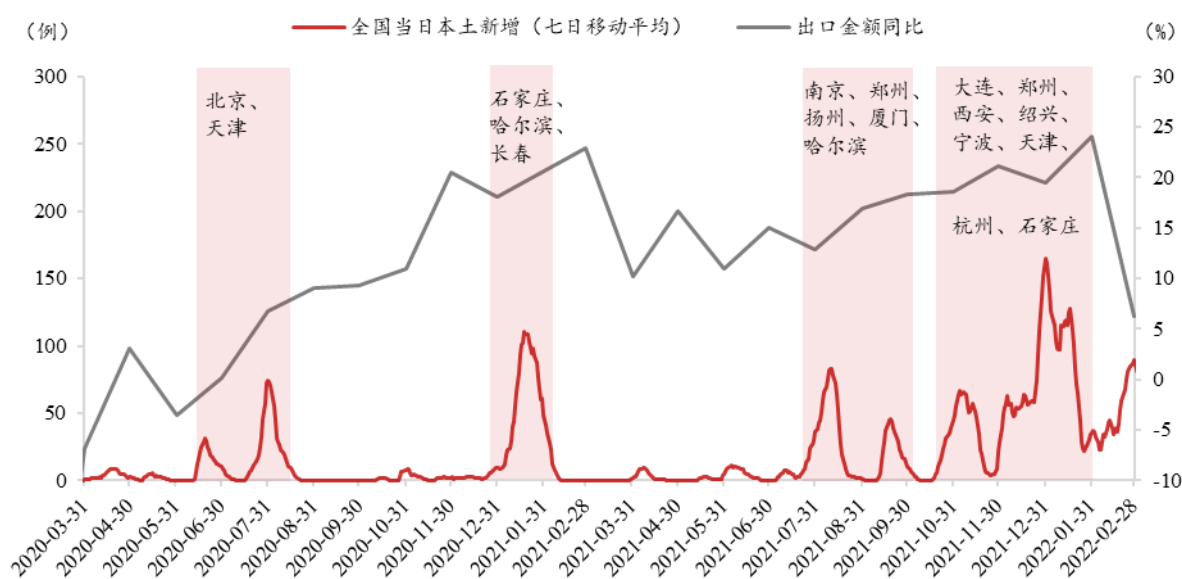
**第一，确诊人数历史单月最多、防控措施更为严格。**3月本土新增确诊与无症状感染者高达 105,654 人，已经是疫情首次得到控制以后的最高值。此前，单月新增确诊人数最高为第二波反弹时的 3,514 人（2021 年 1 月）。如此严重疫情之下，多地开展封控，封控的地级市数量超过百余个；此前未受明显影响的国内物流，本轮也明显受到影响，全国整车货运流量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数较去年同期分别下降约 29%、42%。

**第二，就影响范围来看，本轮疫情影响经济发达地区，并且影响到上海、深圳等重大港口。**本轮疫情影响范围历史最大。截至 4 月 12 日，全国中高风险地区已高达 242 个。如果从生产角度，受疫情影响城市的经济总量，占全国的 7 成。

**第三，持续时间更长，可能是历史最长。**奥密克戎毒株传染性更强，在此之前，单个地区的疫情持续时长基本在 1 个月左右，但本轮疫情中，上海最乐观的情况也或将持续 2 个月以上（3 月初-5 月初）。

**扩散范围大、扩散范围主要分布在东部沿海地区、防控力度强、防控时间长。**意味着本轮疫情对经济，尤其是外贸影响要显著不同于以往四轮本土疫情。

图 2：历史上四轮疫情反弹



资料来源：Wind, 民生证券研究院；其中 2021 年出口增速替换为两年复合增速。

## 二、疫情直接影响港口外贸出货

上海港是中国最大的集装箱外贸港口，上海疫情持续发展，上海港口的外贸出货能力料将受冲击。上海毗邻浙江，而浙江又有宁波港，同样也担负着我国较重的外贸出货担子。

上海疫情若扩散至浙江，会进一步影响上海和浙江两地的港口外贸出货。不仅如此，我们近期观察到广东又有奥密戎疫情小范围扩散，若给出一个极端的悲观假设，广东疫情也有所扩散，则广东外贸出口也将受到冲击。

**根据疫情扩散的层次，疫情冲击仅局限于上海、扩散至浙江、广东也有反复。我们进行了测算，推测 4 月中国出口受到不同层次疫情影响的可能表现。**

**若疫情仅局限在上海，可能影响 4 月出口 5 个百分点。**

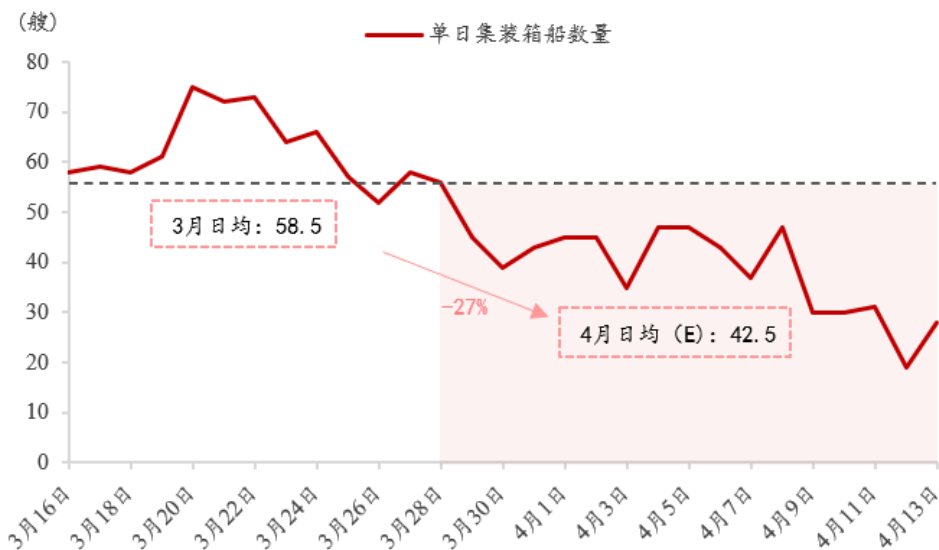
2021 年上海港外贸集装箱吞吐量为全国第一，占比高达 16.6%，与深圳港和广州港之和（18.9%）相当。

根据 Marinetraffic 统计，上海分区封控的近半个月来（3.28-4.11），上海港轮船出港整体下降 54%。其中，集装箱船单日进出量近两日已降至 30 艘左右，较 3 月中下旬水平下降约五到六成。

假设此后疫情对上海港的影响保持在这一水平至 4 月下旬，则我们估算将影响 4 月出口 5 个百分点。

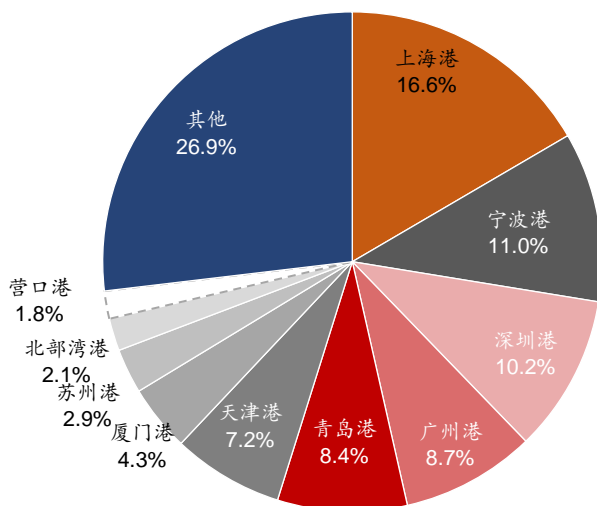
**若疫情后续有所扩散，波及其他港口城市，比如宁波、深圳，则疫情对港口外贸出货的影响可能进一步放大，或导致 4 月出口下挫 5 个百分点以上。**

图 3：3 月 28 日上海宣布封控，此后上海港口集装箱船单日进入量迅速下降



资料来源：MarineTraffic，民生证券研究院；注：我们假设 4 月底疫情好转回到 3 月水平，在此之前，集装箱船进出货量保持在 4 月前半月的平均水平。

图 4：2021 年主要港口外贸集装箱吞吐量占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

### 三、 疫情冲击内陆物流与供应链

除了直接影响港口出货之外，本轮疫情冲击出口还存在另一条机制，即防疫趋严冲击运输与供应链，工业产量减少，出口量随之下降。

上海港主要货源来自临近的江苏和浙江两省。疫情发生后，多地防疫要求加严，尤其对跨区域流通的集卡司机防疫要求趋严。向上海运送集装箱，跨省调运集装箱，难度都在增大。

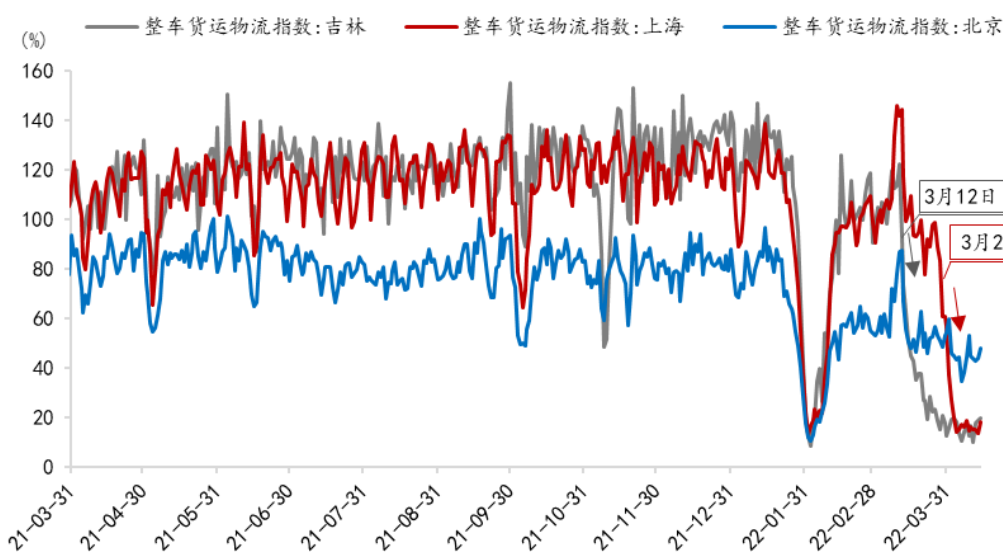


**长三角是国内重要制造业生产基地，供应链堵塞将导致部分行业原材料和零部件短缺，工厂减工停工随之跟进。**

汽车工业协会信息显示，近期疫情对汽车行业循环畅通造成制约，多地工厂停工停产。4月初，上海整车货运物流指数同比大幅下降 83.7%；受疫情影响的吉林，货运指数也从 3 月初的 106.2 快速下降到了上周的 14.9，连续三周的同比增速在-80%左右。

我们还观察到，即便是疫情影响不深的地区，例如山东、广东，物流交通也出现明显下滑。4月以来广东省整车物流指数的同比降幅也在 23%以上。4月以来，多家汽车生产企业表示受到上海疫情冲击而停工停产，受冲击供应链遍布吉林、上海、江苏、安徽多地。尽管近日有零星车企正在筹备复工，但也表示“会根据疫情受控情况和自身准备情况适时调整”。

**图 5：疫情防控对吉林和上海货运量造成影响（北京可视为未受疫情影响的参照组）**



资料来源：Wind，民生证券研究院

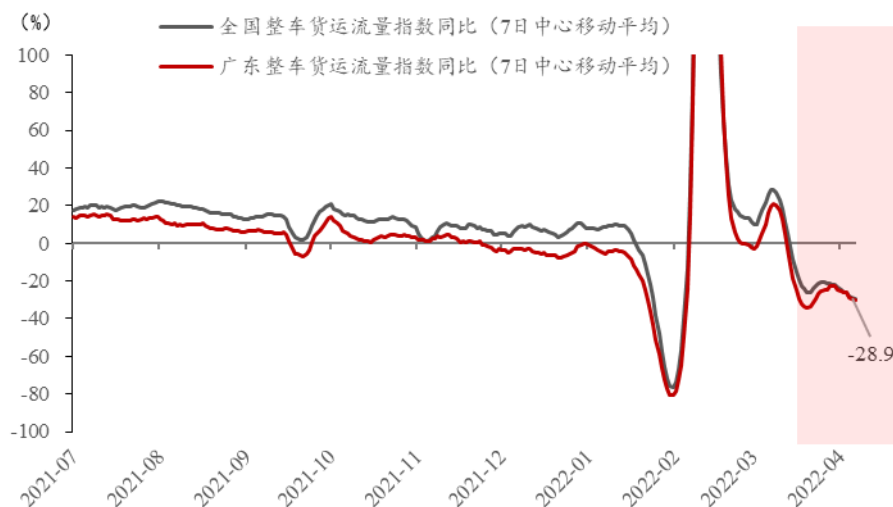
**外贸货物大多通过卡车运输至港口。根据国内货运物流数据，我们可以推测 4 月供应链问题对出口带来的扰动程度。**

4月初至今，全国内陆物流已有大幅回落迹象。4月5日全国整车货运流量指数降至 2020 年 4 月以来的历史最低值（不含春节），同比更是持续降低至-22%以下。央视网信息同步印证，外地防疫加严，带来上海集装箱卡车运力下挫，估计影响上海集卡运力 25%—30%。

若 4 月疫情持续整月，工业生产将受公路运力约束，出口也同步受到影响。由于出口货物绝大多数通过卡车运输至港口。我们参考全国货运流量降幅（-22%），假设出口货物受影响程度与公路物流相同，也因全国物流而下降 22%。

一季度出口同比 15.8%，4 月潜在的同比增速应该与一季度相差无几，假设在 15%左右。因为全国货运物流指数（Wind 公布）同比-22%，可见全国物流面临一定压力。推测 4 月出口下降幅度较高。这意味着，疫情对于内陆物流与供应链的冲击，直逼 2020 年 Q1，也是近三年疫情冲击最严重时期。

图 6：3 月以来整车物流指数同比大幅回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 四、 疫情导致出口海外订单流失

3 月 PMI 新出口订单指数与 Q1 的央行企业调查出口订单指数 (季频) 均出现超季节性下滑。国家统计局给出解释, 3 月 PMI 出口订单指数回落, 一个重要原因是出口企业外贸订单被取消。

**物流与供应链不确定性越高, 出口面临订单流失的风险越高。**

中国制造业历经波折, 目前还留在市场上的制造业企业竞争力极强。即便当下原材料成本高企, 即便当下汇率存在波动, 又即便当前融资条件并不通畅, 这些都会对中国制造业企业构成的真正威胁。然而企业生产最担忧的是不确定性。如果生产活动和具体产量无法提前判断并交付, 合同无法有效签订。这种情况下海外订单也会随之流失。

本轮疫情中各地加大防疫政策力度, 最终带来物流阻力。这对国内工业生产的供应链稳定性带来极大挑战, 也加大国内制造业面临的生产不确定性, 订单因为产品供给不确定而流失。我们更加担忧的是, 即便物流与供应链疫后好转, 一些出口订单也可能永久性丢失。

**根据出口订单指数, 我们可以大致推断本轮疫情对中国出口的冲击。**

海外生产生活修复活动仍在进行中, 需求动能未明显变化, 3 月韩国和越南出口同比分别为 18.2% 和 19.1%, 与上月相差不大 (20.6% 和 14.7%)。中国出口动能来自海外需求, 理应 4 月中国出口增速延续一季度出口同比 (15.8%)。

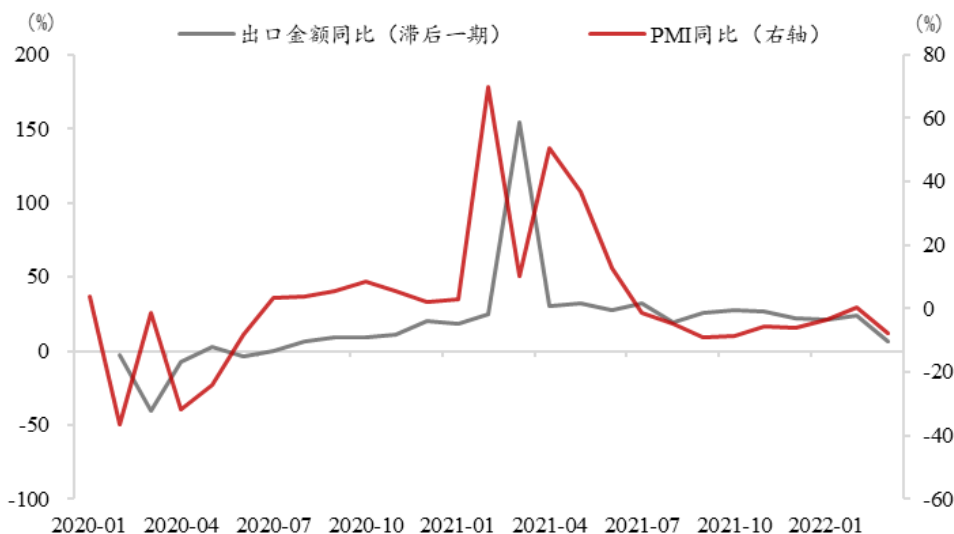
假设疫情持续深化, 供应链始终面临约束, 出口订单将逐步流失。一般来说, 出口订单持续走弱, 意味着后续出口回落。4 月出口同比增速大概率弱于 3 月。历史上, 出口额同步滞后出口订单约为 1 个月, 我们简单以 3 月 PMI 出口订单指数变动, 推测 4 月出口额下行。

如果没有疫情, 3 月和 4 月出口动能应相差不大。但是根据 PMI 新出口订单指数, 3 月 PMI 读数超季节性回落。2 月和 3 月读数分别为 49 和 47.2, 较历史同期平均值 (2015—2019 年) 的变动分别同比分别为 1.7% 和 -4.8%, 两个月的变动幅度相差了 6.5 个百分点。

考虑到出口同比变化幅度一般大于 PMI 同比, 这也意味着, 从这个角度分析, 疫情的持续对出口同比的影响将至少在 6.5 个百分点以上。



图 7：出口金额同比与 PMI 同比



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 五、总结

过去三年，尽管疫情曾有反复，中国出口依旧维持了历史罕见的高景气，成为疫中经济难得稳健的需求驱动力。但是本轮疫情的奥密克戎病毒传染性高，且疫情主要扩散于东部沿海发达地区，本轮疫情对出口的冲击值得警惕。

**过去四轮本土疫情，主要影响消费，其次是投资，对出口影响微乎其微。**因为过去几轮本土疫情或扩散范围小，或防疫措施较为及时有效，又或因为疫情主要爆发于内陆城市，诸多因素导致过去两年年多中国出口未受疫情侵扰。

**然而本轮疫情具备三点特殊性，因而将对中国出口带来冲击。**因为奥密克戎传染性高，本轮疫情感染人数显著超过以往，主要扩散在东部港口城市，并且跟进了波及地区最广、持续时间最长的疫情防控措施，并且防疫管控力度也高于以往几轮疫情防控。

**进一步分析疫情对出口的影响，本轮疫情或通过三条机制冲击出口。**

**第一条机制，也是最直接机制，疫情影响港口货运。**根据集装箱船运力，我们测算得到：若疫情只局限于上海，4月出口增速或下挫5个百分点；若疫情后续有所扩散，波及其他港口城市，比如宁波、深圳，则4月出口增速可能进一步受到冲击，预计下挫在5个百分点以上。

**第二条机制，也是当下最关心的机制，疫情影响内陆物流与供应链。**根据国内货运物流表现，我们测算出4月受物流与供应链影响的出口表现。**极端情况下，4月出口同比下挫幅度或较为明显。**

**第三条机制，也是可能影响未来出口的机制，疫情导致海外订单流失。**疫情带来的物流与供应链不确定性越高，出口订单流失的风险越高。根据测算，若国内疫情持续，因为订单取消而对出口同比的影响至少在6.5个百分点以上。

**综合来看，疫情对于港口出口和生产订单影响倒是其次，而疫情管控对于物流与供应链的冲击才是更大挑战。这是我们重点提醒的信息。**

最后我们还想强调，出口受冲击，不仅意味着高景气出口或提前迎来拐点，更给国内稳增长与全球通胀增添压力。

疫情对出口的冲击在 4 月及以后真正体现。届时，不仅本轮疫情撬动的高景气出口极有可能提前迎来拐点，4 月的经济状况也令人担忧，不仅消费和投资不足，同时出口承压。

当下国内消费孱弱，地产未见起色，基建受制于疫情无法打开施工强度。可以说目前国内几乎处于“冰冻”状态。若此时疫情再度冲击出口，无疑加重国内经济增长压力。另一方面，中国作为“世界工厂”，在全球商品供应中的地位不可替代，一旦出口受限全球商品供应不足，或使得全球通胀火上浇油。这正是本轮疫情影响显著有别于以往的差异所在。

图 8：疫情以来中国出口延续高景气



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 六、风险提示

- 1) **疫情发展超预期。**本轮疫情影响超过预期，或使得地产项目开工受阻，本文测算或有高估。
- 2) **经济趋势超预期。**若经济增速向上或向下超出预期，则政策力度可能将有相应调整，超出我们预期。
- 3) **海外需求超预期。**海外疫情、冲突发展超出预期，海外需求可能有相应变化，可能超出我们预期。

## 插图目录

图 1：宁波和大连港口货运情况 .....	4
图 2：历史上四轮疫情反弹 .....	5
图 3：3 月 28 日上海宣布封控，此后上海港口集装箱船单日进入量迅速下降 .....	6
图 4：2021 年主要港口外贸集装箱吞吐量占比 .....	6
图 5：疫情防控对吉林和上海货运量造成影响（北京可视为未受疫情影响的参照组） .....	7
图 6：3 月以来整车物流指数同比大幅回落 .....	8
图 7：出口金额同比与 PMI 同比 .....	9
图 8：疫情以来中国出口延续高景气 .....	10

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001