

## 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，或使得本轮疫情的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

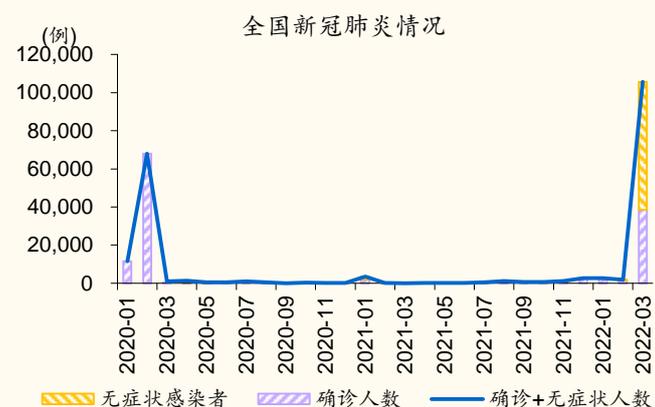
## 图表目录

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？

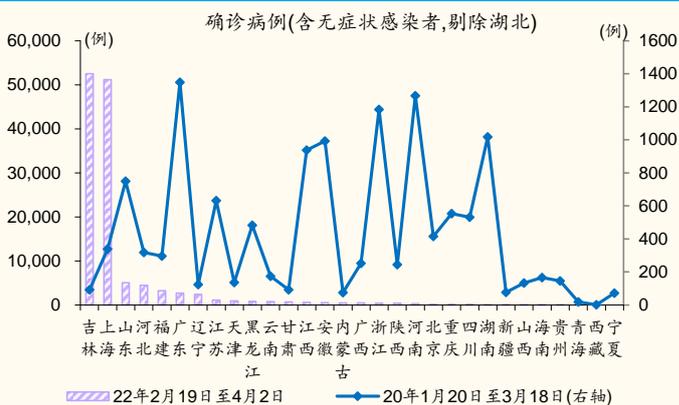
病毒传播更快、无症状感染者多等，导致本轮疫情累计感染人数创新高、涉及地区广。2月中下旬以来，全国多个地区陆续出现新一轮新冠疫情，截至4月3日，全国累计感染人数超12万人，已超过2020年初的疫情。不同于当时，本轮疫情无症状感染者居多、约占全部感染人数的三分之二，叠加奥密克戎变异毒株传染性大幅增强，使得疫情快速扩散，全国31个省市有29个出现新的感染者，上海、吉林、山东等省市感染人数较多。

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

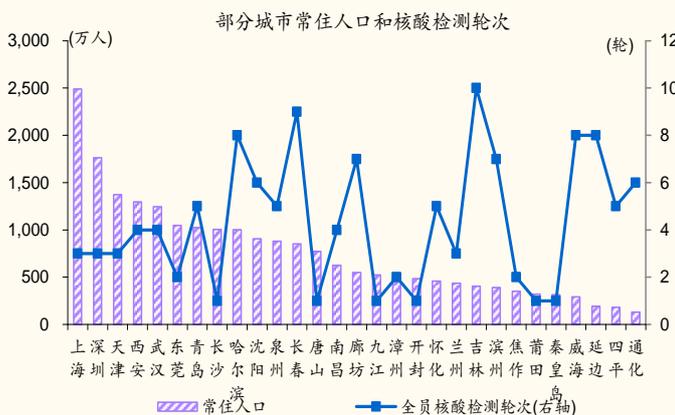
图表 2：全国大多数省市出现感染者，吉林、上海居多



来源：Wind、国金证券研究所

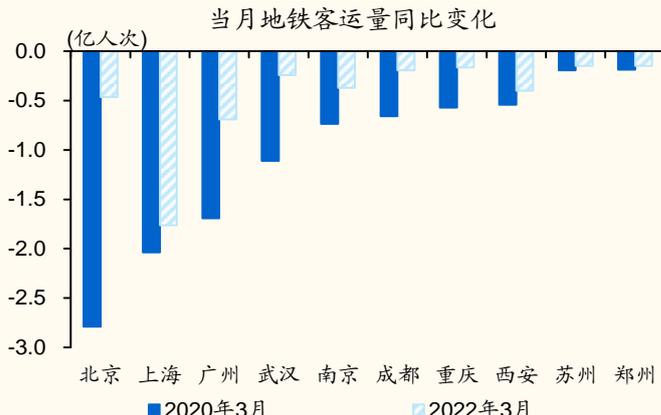
防控难度明显加大，各地多加强核酸排查、人流管控等，来加快实现“动态清零”。为应对疫情，不少地区采取全员核酸，以快速切断传播链条；根据公开数据不完全统计，近30个地级市全员核酸、涉及人口超2亿人。部分感染人数上升较快的地区加强人流管控，个别城市采取临时“封城”措施，带来局部地区人流、物流的显著下降，上海地铁客运量降至近年来同期新低。

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

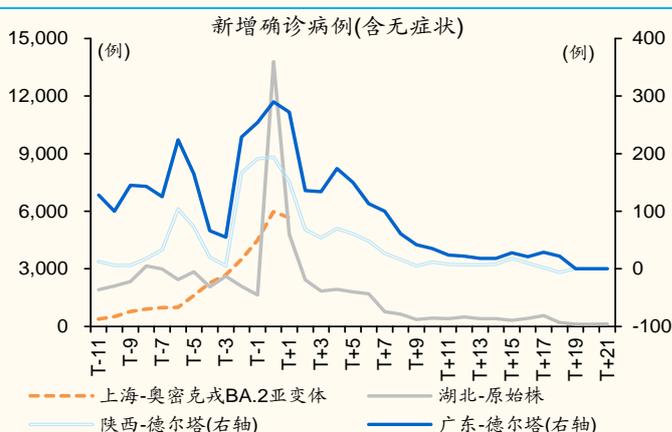
增强，实现“动态清零”的难度明显加大，疫情持续时间的不确定性上升，并不能完全按照以往防控经验和疫情演化路径推演本轮疫情演绎。

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

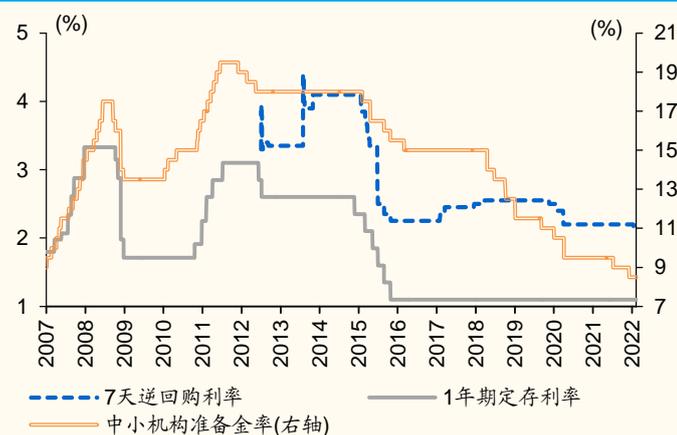


来源: Wind、国金证券研究所

## 二问: 当前宏微观环境, 与此前疫情阶段有何不同?

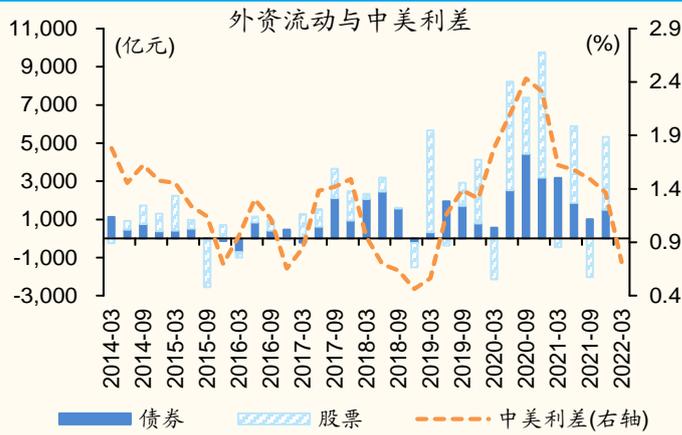
当前政策应对更加成熟, 但操作空间不如 2020 年疫情初期、货币政策和  
地方财政尤为明显。2020 年初, 面对未知的疫情、不确定的经济冲击, 当局  
果断采取强有力的“刺激”政策, 快速降息、大幅扩张财政赤字等; 积累一定  
经验后, 当前政策调控更加灵活精准、但总体空间有所收窄。例如, 当前政策  
利率、准备金率已处于历史低位, 还面临资本流出、海外货币政策正常化等掣  
肘; 杠杆抬升、地产景气下滑下, 地方债务、土地财政等压力明显加大。

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

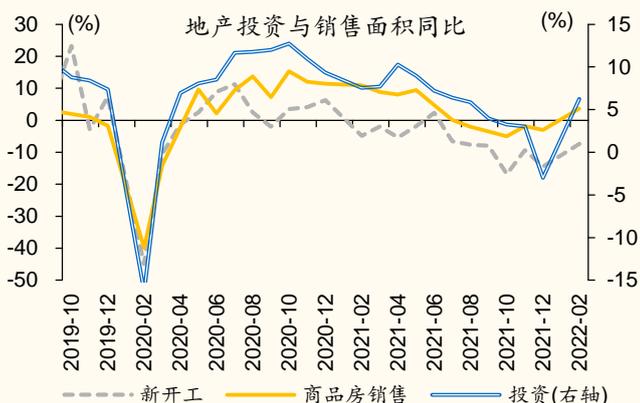
图表 8: 3 月以来, 外资流出压力或明显上升



来源: Wind、国金证券研究所

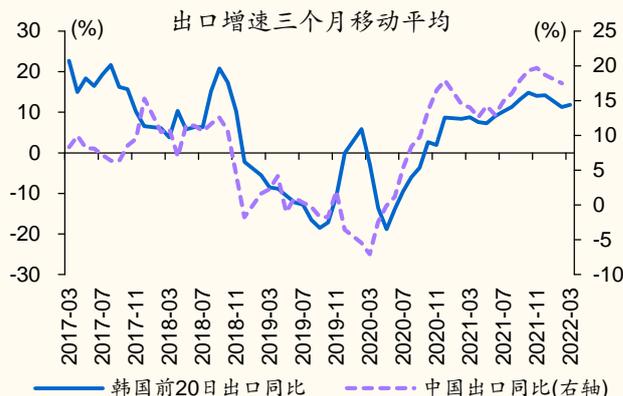
不同于 2020 年, 当前出口和地产经济两大“引擎”面临较大回落压力,  
加大总量经济压力。2020 年, 疫情影响下地产一度明显回落, 随后快速修复,  
全年地产投资增速达 8%; 相较之下, 今年地产压力明显加大, 新开工和销售  
低迷对地产投资形成明显拖累。2020 年经济的另一重要引擎, 出口今年也面临  
回落压力, 可能受到全球需求收缩和地铁效应衰减的拖累。

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

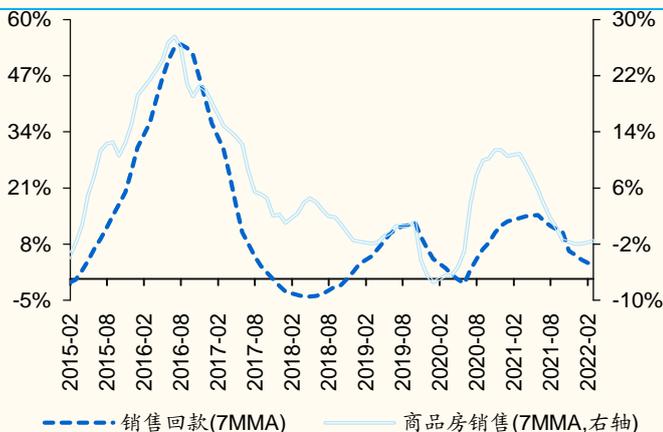
图表 10: 出口增速拐点已经出现



来源: Wind、国金证券研究所

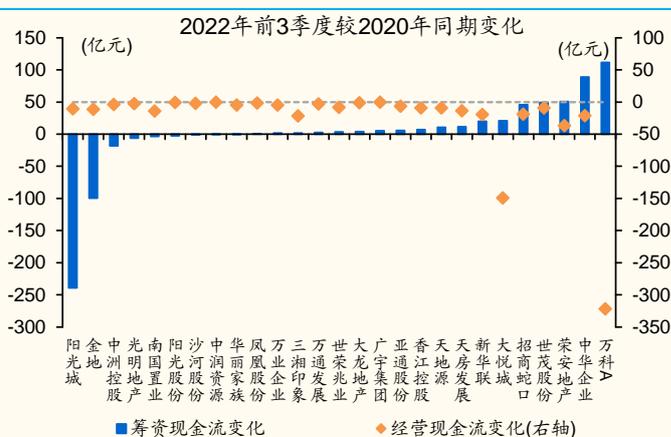
地产景气远不如 2020 年，房企面临的现金流压制明显增强。地产低迷，不只是对宏观经济的影响，对微观层面的冲击也不容忽视，尤其在经历了去年下半年融资和销售收缩后，房企现金流压制明显增强，部分上市房企筹资和经营性现金流均弱于 2020 年。而债务违约的增多、机构行为的谨慎等，进一步加剧了房企债务“螺旋式”收缩压力。(详情参见《债务视角看地产，黎明前的黑暗?》)。

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

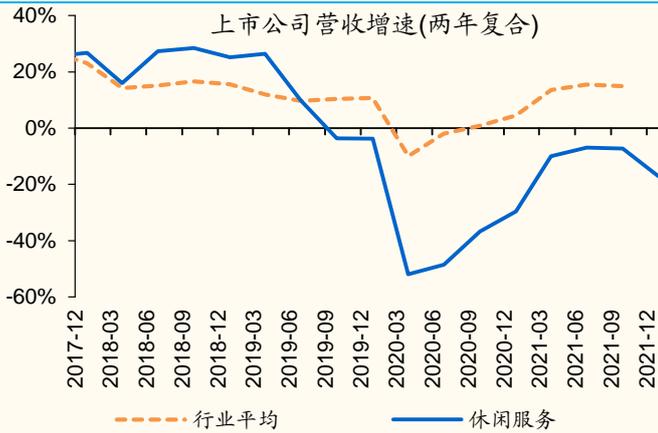
图表 12: 部分房企现金流压力大于 2020 年



来源: Wind、国金证券研究所

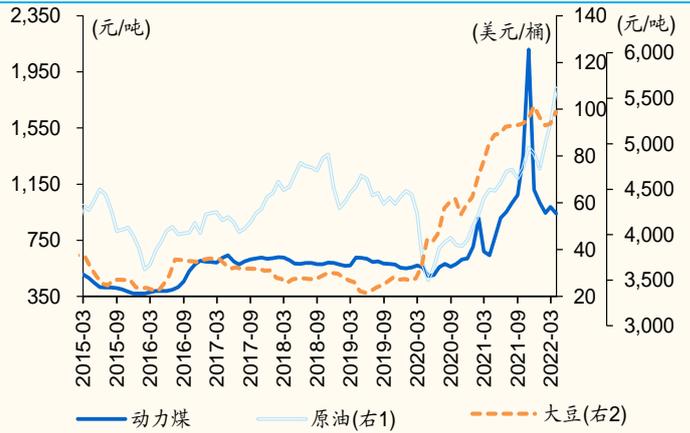
前期疫情反复叠加原材料成本等拖累，导致中小企业更加脆弱、抗风险能力不如疫情初期。去过两年疫情反复下，线下接触式消费相关行业反复受到干扰，使得企业经营状况大不如 2020 年疫情初期，抗风险能力明显下降。而原材料成本的持续抬升下，中下游企业利润受到形成明显挤压，下游企业还受到需求收缩的压制。疫情反复和原材料成本等影响下，小型企业景气去年下半年以来大幅回落，今年明显弱于 2020 年疫情前后的情况。

图表 13: 2020 年以来, 服务业经营状况持续堪忧



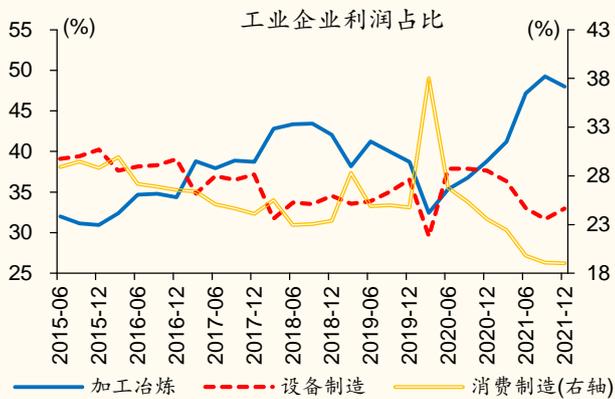
来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 原油、煤炭等原材料成本大幅抬升



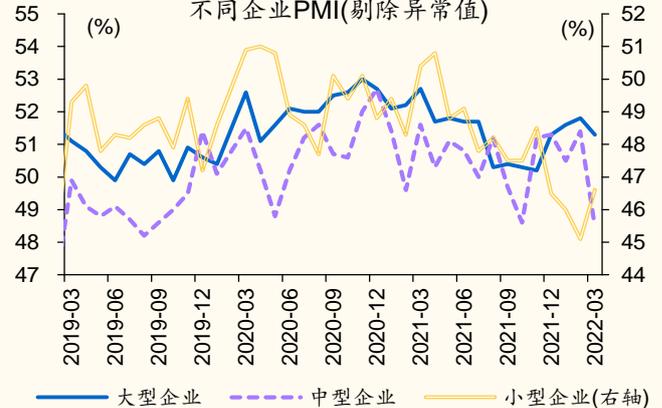
来源: Wind、国金证券研究所

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

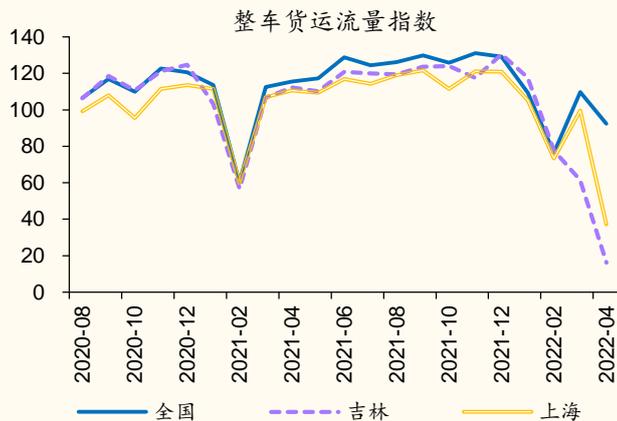


来源: Wind、国金证券研究所

### 三问: 疫情和环境变化, 对经济的影响有何不同?

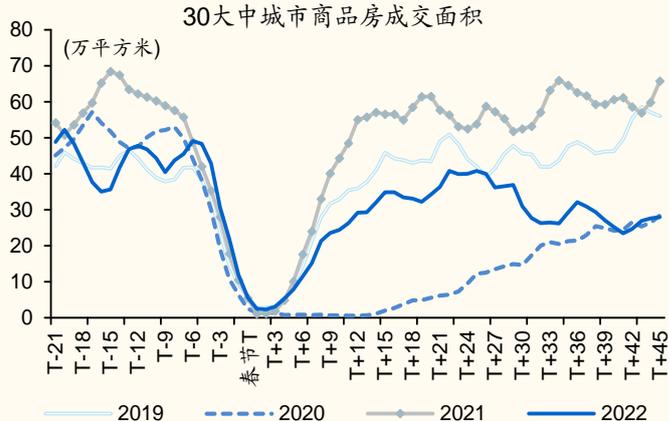
疫情反复对经济的影响已在逐步显现, 总量经济压力上升的同时, 微观主体的债务风险、就业压力等也趋于加大。疫情对物流等影响显现, 3 月全国整车货运流量指数同比下降 2.6%, 上海和吉林降幅更大、分别下降 6.8% 和 42.3%, 进而拖累生产、消费等。商品房销售推迟、30 大中城销售 3 月同比下降近 50%, 加大房企资金压力; 经营活动暂停等, 导致中小企业生存更加困难、加大就业压力, 同时新增大学毕业生创新高、导致结构性就业压力更加凸显, 2 月 16-24 岁失业率远高于 2020 年初。

图表 17: 上海、吉林物流明显下降



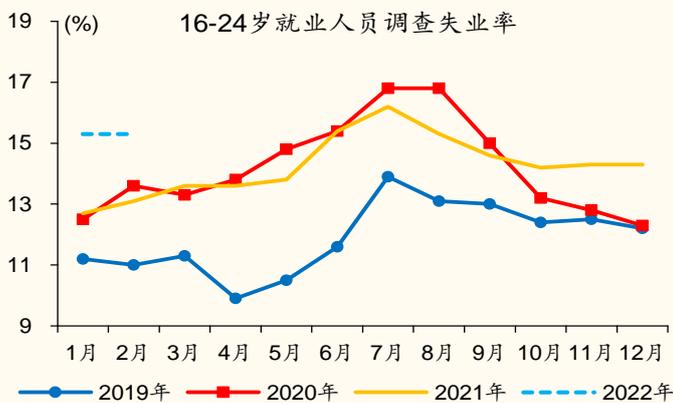
来源: Wind、国金证券研究所

图表 18: 疫情反复下, 销售出现明显回落



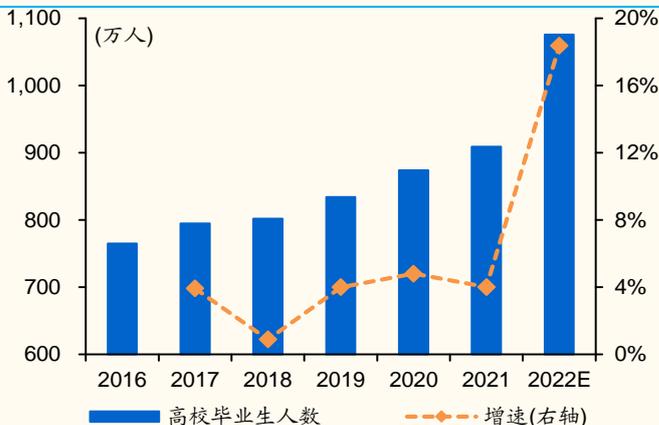
来源: Wind、国金证券研究所

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。

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_39994](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39994)

