

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

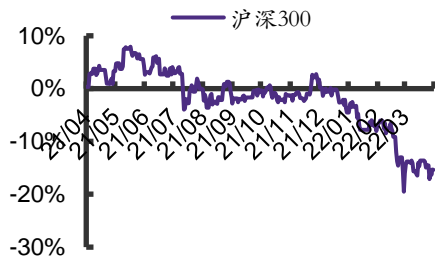
邮箱：jixiang@cfsc.com.cn

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

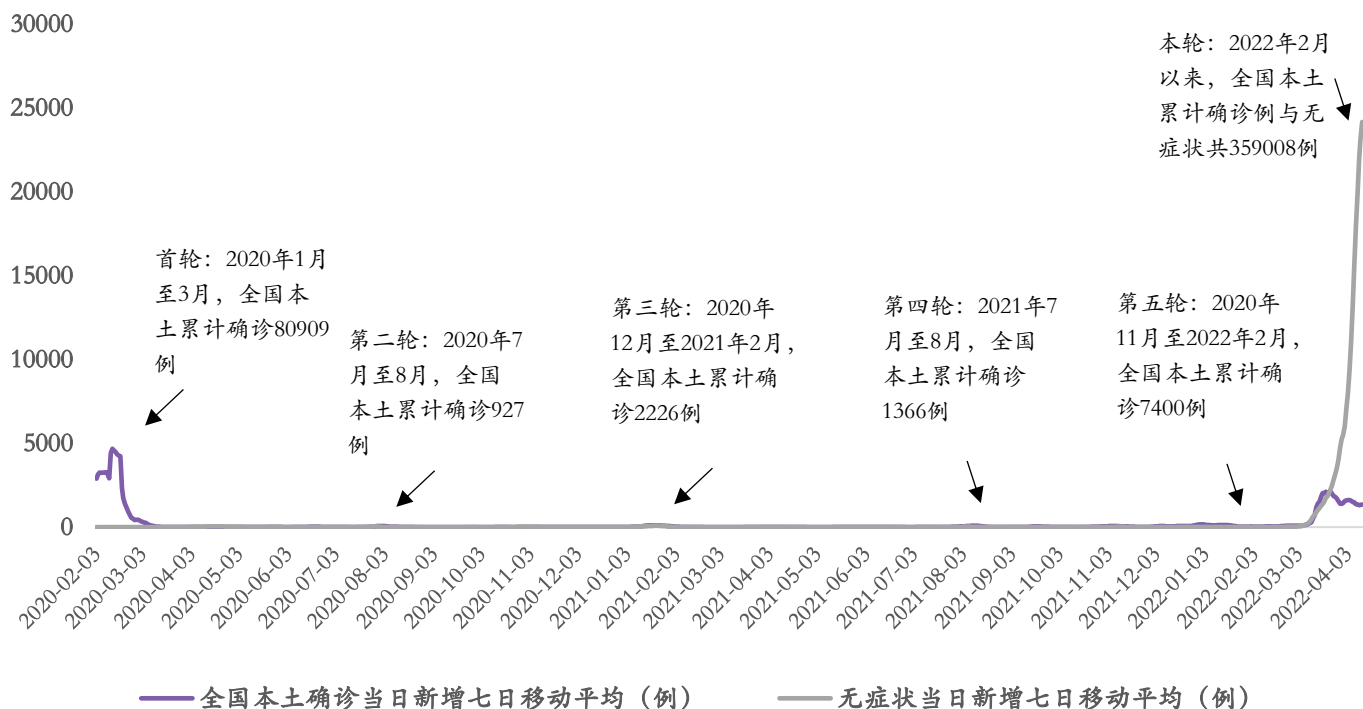
图表21: 通过高德拥堵延时指数测算GDP增速结果 .....	16
图表22: 分中性、乐观情形, 预测二季度GDP在3.34%-4.64%之间 .....	16
图表23: 武汉疫情爆发后, 多重政策助力经济复苏 .....	17
图表24: 专项债发行进度显著提速, 有望9月底前如期完成目标 .....	19
图表25: 2021年底以来, 各地逐步放松地产政策 .....	20

# 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

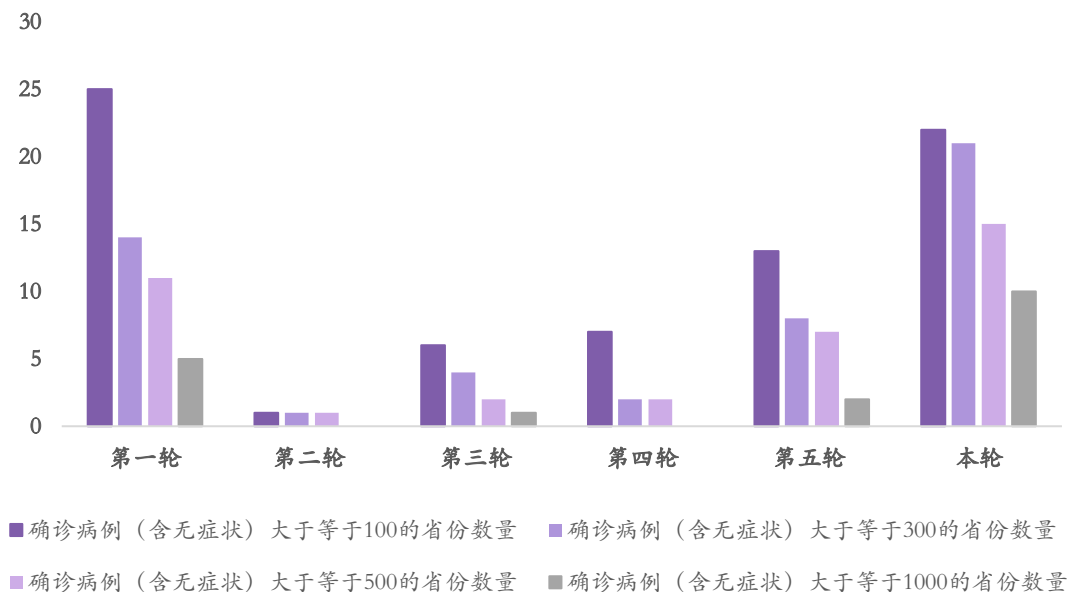


资料来源：wind 资讯，华鑫证券研究（数据截至 4 月 13 日）

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）。
吉林	吉林	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。
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

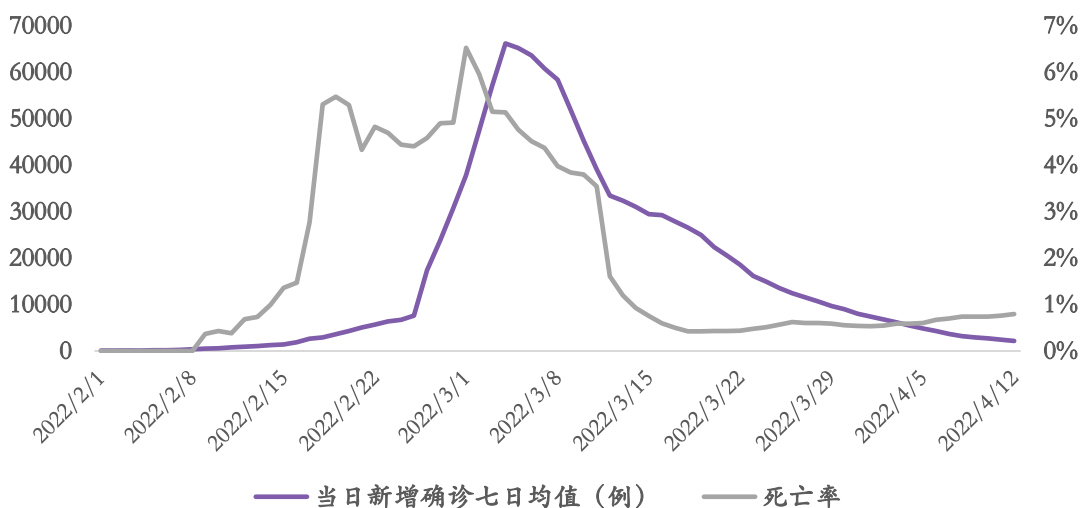
奥密克戎BA.2型在深圳及香港传播，但处理方式不同产生了截然不同的效果：深圳快速阻断了病毒传播链条，未造成大规模传播，在较短时间内就恢复了正常生活秩序；香港长期遵循较为严格的“清零”政策，但高人口密度、低疫苗接种率叠加春节期间人口聚集造成了本轮疫情大面积爆发，目前已有明显缓和。

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



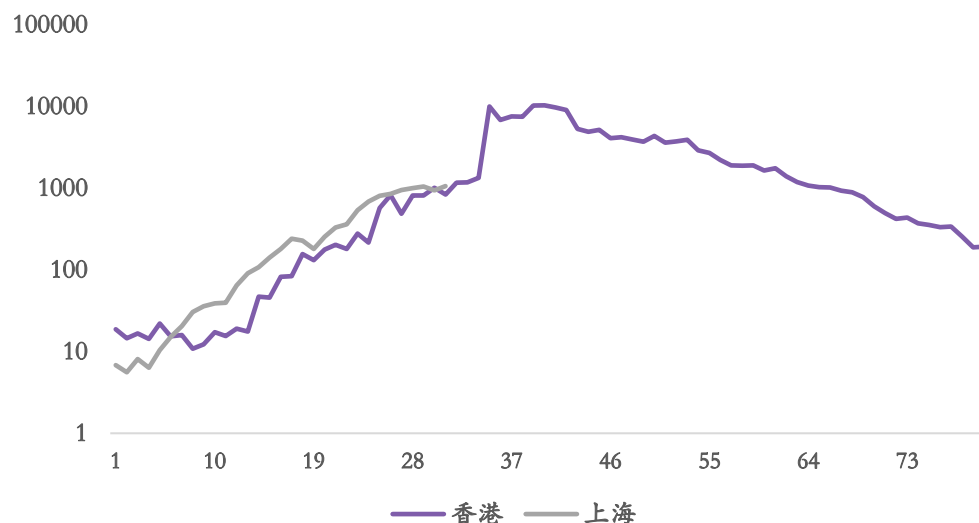
资料来源：wind 资讯，Our data in world，华鑫证券研究

**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

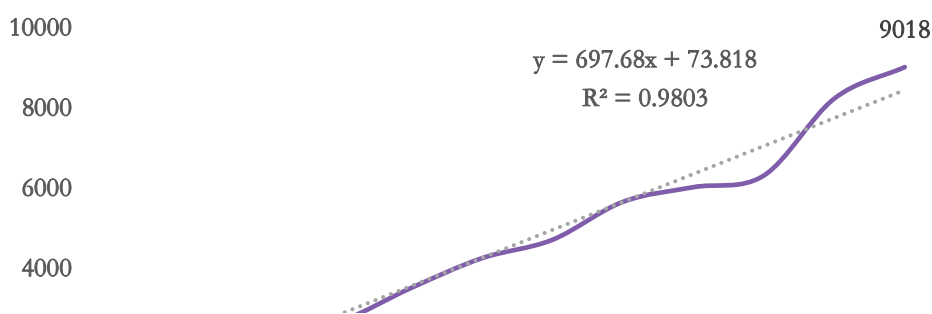
静态管理”模式下，多轮全民检测筛查病例数更高，观察全民核酸前12天（3月23日-4月3日）的上海新增确诊（含无症状感染者）数据，走势与线性增长趋势高度拟合，按该趋势来看，4月4日的确诊总数约为9144人，但全民检测后4月4日新增确诊与无症状感染者合计13,359人，4月4日全面核酸之后异常增加4,215人。从目前趋势来看，快速增长4-6周后会出现拐点，但社会层面清零尚需时间。奥密克戎变异株的传播力度不容小觑，如果未能在病毒扩散早期切断传播链条，就不得不扩大封控范围来实现社会层面“清零”，这会对经济造成严重的冲击。

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



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\\_40490](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40490)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>