



# 李奇霖：不惧疫情扰动



文/意见领袖专栏作家 李奇霖



1-2 月国内经济的开门红行情在 3 月份被再一次爆发的疫情打断，本轮疫情来势汹汹，目前确诊人数加上无症状人数已经突破了 8000 人，期间深圳、上海、吉林等核心城市疫情严重，均经历过封城或半封城。

在疫情的冲击下，市场对于 3 月经济回落已经有了一定的预期，所以最近债券市场表现得还可以。

总的来看，大规模疫情的反复一来再度对本就疲软的消费特别是服务消费造成了冲击；二来部分地区企业停工停产通过产业链向上下游蔓延，对国内生产造成了不容忽视的影响；三来持续反复的疫情再度打击了居民和企业的预期，预期差对当下生产、投资、消费等造成了更深远的影响。

需求收缩、供给冲击以及预期转弱这三重压力在 3 月疫情反复的时候

得到再度强化。

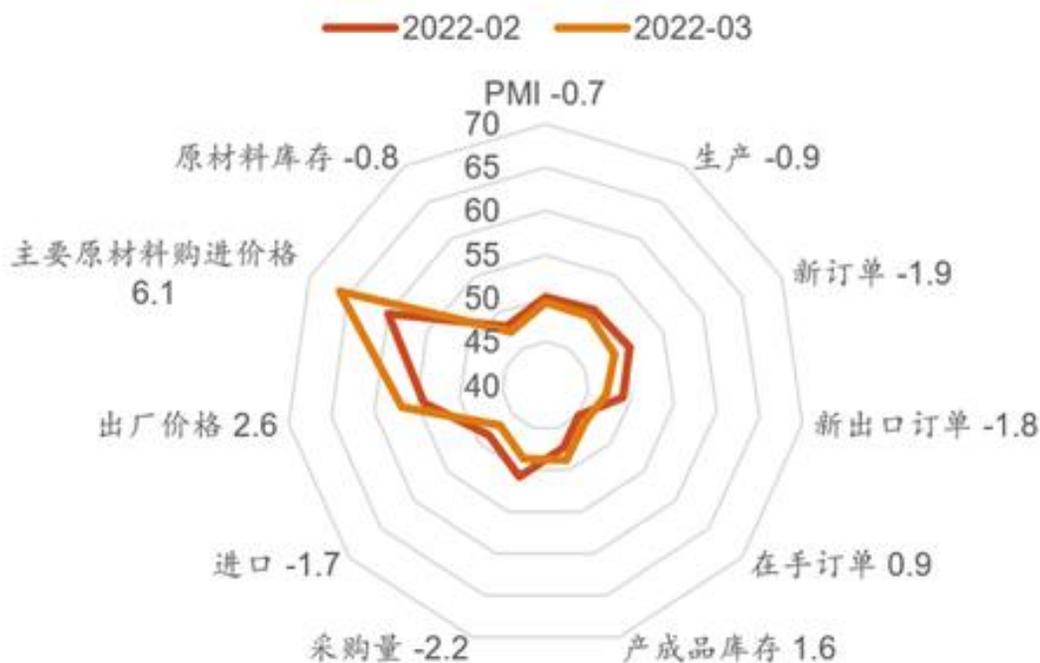
除疫情之外，我们还要看到 3 月海外地缘政治冲突加剧导致的输入性通胀，中外经济关系不确定性加强等更是给 3 月份的经济平添了一分压力。

总的来看，疫情和海外地缘政治冲突成为了我们解读 3 月份经济数据的关键。这一点在 3 月的 PMI 数据上也体现得淋漓尽致。

先来简单总览一下 3 月数据。3 月制造业 PMI 为 49.5%，比上月下降 0.7 个百分点。其中，生产指数为 49.5%，比上月下降 0.9 个百分点，新订单指数为 48.8%，比上月下降 1.9 个百分点。数据表明目前国内供需双双走弱。

非制造业商务活动指数为 48.4%，比上月下降 3.2 个百分点。因为服务业受疫情影响更为明显，3 月服务业商务活动指数为 46.7%，比上月下降 3.8 个百分点。而建筑业不降反升，商务活动指数为 58.1%，比上月上升 0.5 个百分点。

图 1. 制造业 PMI 分项指标概览



资料来源：wind，红塔证券

我们先来分析疫情和地缘政治冲突加剧主线下国内面临的经济压力。

制造业在 3 月可以说面临着内外交困的格局。国际方面，3 月的主线毋庸置疑是俄乌冲突加剧，地缘政治冲突愈演愈烈使得全球经济的不确定性大幅上升。

其对中国最明显的影响就是加剧了国内的输入性通胀压力。俄乌双方作为全球重要的资源国，双方冲突使得部分大宗商品原本就紧张的供需关系进一步恶化。可以看到 3 月大宗商品市场如原油、镍、铝、玉米、钾肥等的价格都出现了明显波动。

那么受近期国际大宗商品价格大幅波动等因素影响，3 月主要原材料

购进价格指数和出厂价格指数双双提高，分别为 66.1%和 56.7%，高于上月 6.1 和 2.6 个百分点，均升至近 5 个月的高点。

其中，石油煤炭及其他燃料加工、有色金属冶炼及压延加工等上游行业主要原材料购进价格指数和出厂价格指数均超过 70.0%。

另外，国内因为基建等开始发力，市场预期靠前，黑色金属冶炼及压延加工业的价格指数也比较强势。

而上游原材料价格的上涨无疑会给中下游行业带来不小的成本压力。在这样的情况下，企业的补库存动力明显走弱，3 月制造业原材料库存指数为 47.3%，比上月下降 0.8 个百分点。

除了输入性通胀之外，地缘政治冲突也使得海外企业在开展国际业务时更加谨慎，统计局也表述随着地缘政治冲突加剧，一些企业的出口订单减少或被取消。

体现在 3 月的 PMI 数据上就是 3 月制造业新出口订单为 47.2%，相比于 2 月下滑了 2.8 个百分点。

当然导致新出口订单下滑的因素除了地缘政治冲突加剧之外，还和国内疫情反复有明显关系。

3 月这一轮国内的疫情可以说是第一轮疫情之后最严重的一次，目前每日新增人数包括无症状人数已经超过了 8000 人，且深圳和上海均在其中。

受疫情影响，深圳和上海先后开始封城或者半封城，其周边地区的防疫措施也有所加严。这两个城市是国内重要的出口城市，当地出口企业在学习生产经营活动减少的时候，自然也会主动减少接单。

另外，我们需要额外注意的一点是，疫情对运输特别是航运造成的影响。可以看到3月PMI供应商配送时间指数为46.5%，低于上月1.7个百分点，是2020年3月份以来的低点。

而上海和深圳是国内重要的港口所在地，2021年上海港和深圳港的集装箱吞吐量占全国吞吐总量的四分之一左右。

虽然此次封锁不关闭港口，但是为配合防疫措施，卡车运输、装卸货物以及船只进出港都受到了影响，盐田港和上海港等主要港口已出现拥堵现象。根据路孚特船舶跟踪数据，此前深圳疫情严重的时候，深圳沿海约有34艘船舶等待停靠，而一年前平均为7艘。

港口运行效率的下滑可能会造成疫情当月出口数据下滑，而疫情消散后次月，因为前期堆积的货物集中外发可能又会导致出口数据走高。这也是后续我们分析3月出口数据时必须要考虑到的。

重新回到疫情对国内需求端的影响上。国内疫情的反复除了会影响海外订单，对国内企业的生产和需求会造成更大的影响。

需求方面，疫情对服务业的冲击无疑会更为明显，可以看到铁路运输、航空运输、住宿、餐饮等接触性聚集性行业业务活动明显减少，商务活动

指数均下降 20.0 个百分点以上，企业经营压力加大。

而且很多住宿、餐饮等行业都是以小微企业为主，抗风险能力比较差，在线下服务业受疫情冲击的时候，小微企业面临的压力不容忽视。

相比于线下服务业，制造业的需求虽然也有所下滑，但是降幅相对较小，3 月制造业新订单指数为 48.8%，比上月下降 1.9 个百分点。

在需求减少同时疫情影响企业正常运输的时候，企业的产成品库存有所回升，为 48.9%，上升了 1.6 个百分点。

另外，我们也要看到在疫情等冲击下，高技术制造业的韧性依旧较强，这对制造业也形成了一定的支撑，3 月高技术制造业 PMI 为 50.4%，依旧处于扩张区间。

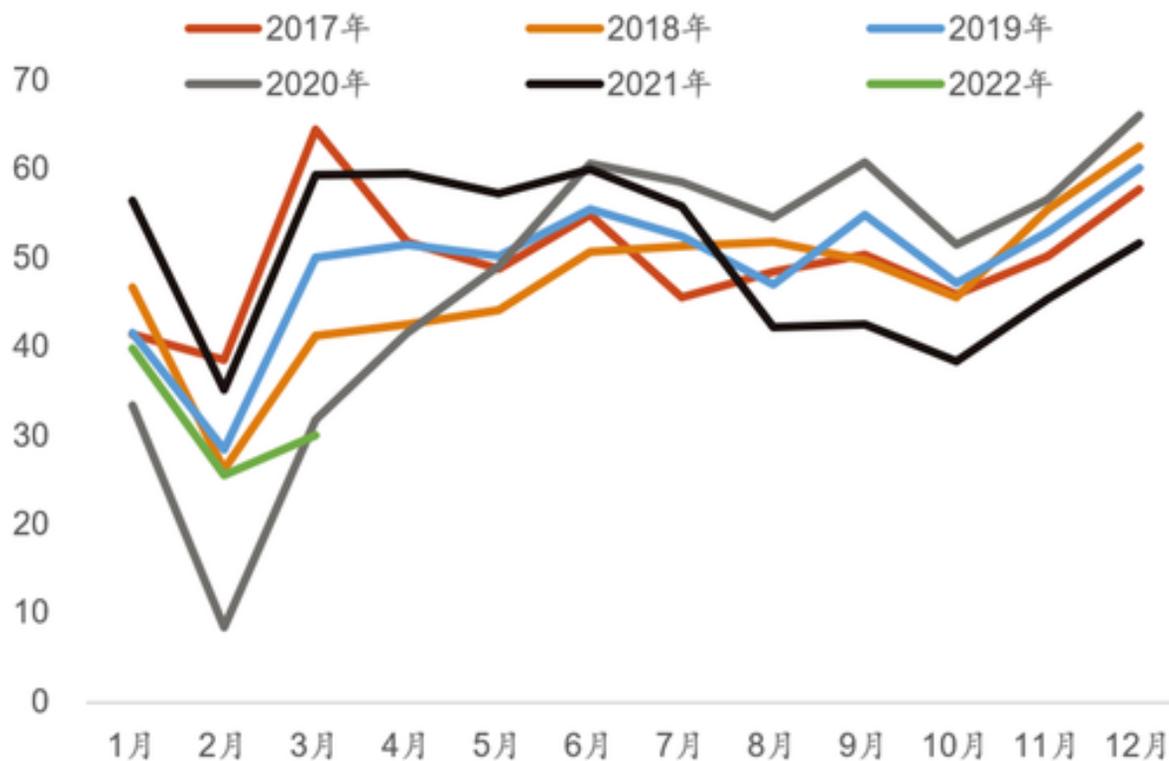
这里我们需要额外关注的是建筑业。3 月建筑业新订单指数为 51.2%，比上月下降 3.9 个百分点。我们认为建筑业的压力主要来自于房地产。

目前国内房地产市场可谓是步履维艰，高负债率、对期房的不信任以及房价预期走弱等均使得居民的购房意愿减弱。而本轮疫情导致居民减少线下看房和购房则使得 3 月房地产行业雪上加霜。

从数据上可以看到，3 月（截止 30 日）30 大中城市商品房日均成交面积仅有 30 万平方米，大幅低于历史同期（近 5 年均值为 49.4 万平方米）。其中，一线城市成交面积仅有 7.38 万平方米，相比于传统的 2 月低点还下滑了 0.51 万平方米。

一线城市之所以下滑自然是因为3月上海和深圳同时爆发了大规模的疫情，这使得3月一线城市的表现还不如三线城市（三线城市成交面积较2月提高3.76万平方米）。

图 2.30 大中城市商品房月均成交面积（万平方米）



资料来源：wind，红塔证券

在销售端进一步承压的时候，房企的投资压力预计会进一步增大，相

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\\_39941](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39941)

