

奥密克戎病毒传染性强，今年3月以来国内疫情迅速升温。这一场意料之外的疫情扩散，对经济各方面带来影响，也扰乱了近期稳增长节奏。

为回应市场对本轮疫情高度关注，本文定量评估本轮疫情对经济带来的具体影响。主要测算疫情对工业生产、建筑业施工和服务业三个方面造成的冲击。

➤ 本轮疫情对经济的冲击力度，可能仅次于2020年一季度。

一是确诊人数较高，二是疫情主要发生在东部沿海发达地区，据此初步判断今年3月疫情对经济的负面影响，超过2020年下半年和2021年1、7、8月等几轮疫情反复时期，影响深度可能仅次于2020年一季度。

考虑到历次疫情对不同部门影响存在差异，而且此次国内相关管控措施比2020年一季度要明显灵活，即重要生产活动不因疫情而停滞。初步判断本轮疫情对各部门受影响，排序为：**服务业>投资>生产**。

截至目前，本轮疫情主要在东部沿海发达地区扩散，因而疫情对不同地区的影响，排序为：**一线城市>二线城市>三线城市**。

➤ 庆幸的是疫情对工业生产影响较弱，高频数据验证这一点。

工厂可以垒库而暂时避免疫情对交运的影响，同时工厂设厂远离市中心，再者工厂开停工成本较高，尤其是上游原材料工业，非必要不会降低产能利用率。因而**相较服务业部门，工业生产天然就对疫情敏感度最弱**。过去2年经验显示，工增指标相对疫情的弹性，的确弱于投资、社零、核心通胀等数据。

最近电厂日耗、热卷表观消费等高频指标下滑幅度在5%以内，属于正常节奏放缓，尚未体现出工业生产受到疫情明显冲击。

我们也要警惕未来疫情的变化是否会对工业生产造成进一步的影响，例如唐山疫情是否会导致当地钢厂开工率进一步下滑等。

➤ 建筑业施工明显受阻，预计疫情拖累投资增速约2-3个百分点。

疫情升温不利于投资扩张，一方面工地可能因疫情而停工，另一方面，物流不畅可能导致施工强度被动下降。

在2021年经验基础上，我们发现管控较松和较严两种假设下，固定资产投资分别会较正常情况走低1.8个百分点和3.3个百分点。

微观数据也有同步印证。建材成交量和螺纹钢表观消费下滑，验证近期国内施工强度同比下降。此外，华东、南方地区下滑幅度高于北方地区，与本轮疫情分布一致。

➤ 本轮疫情中服务业受影响最深，预计影响社零增速1.8~3.5个百分点。

参考去年各省份社零变动和疫情之间的关系，同时考虑各省差异化防控，我们认为今年3月疫情对社零增速的拖累大致在1.8~3.5个百分点之间。

微观上，地铁客运量甚至已经低于2020年同期水平，拥堵延时指数则略高于2020年同期水平，结构上一线城市所受影响高于其他城市。

➤ 本轮疫情对稳增长政策影响。

今年外部环境充满不确定性，近来疫情又加大国内经济压力，服务业和消费尤甚。内外不确定性共振，资本市场波动加大。不论是为防范金融风险，还是保增长保民生，都需要力度更强的稳增长政策。我们预计疫情期间，货币易松难紧，稳地产政策加码，也会陆续看到托举中小企业和稳就业相关政策。

➤ 风险提示：经济走势超预期；疫情发展超预期；测算方法可能存在误差。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 谢文迪

执业证书：S0100121110022

电话：18807906838

邮箱：xiewendi@mszq.com

相关研究

1、《输入型通胀的中国式应对》

目 录

引言	3
1 本轮疫情对经济影响甚远	3
2 工业生产受影响较弱	4
3 建筑业施工明显受阻	5
4 服务业受影响较深.....	9
5 风险提示	11
插图目录	12
表目录.....	12

引言

3月以来，全国新增确诊人数（不含港澳台）超过2.5万例¹，珠三角、长三角等经济重镇先后被波及。市场上对疫情如何冲击消费已有诸多论述，本文试图基于既往经验和微观高频数据，重点对投资、生产等环节造成多大程度的冲击作出定量解读。

1 本轮疫情对经济影响甚远

自2020年1月份新冠疫情出现以来，全国疫情防控较为反复。相较来说，疫情走势显著趋严（指下个月比前月新增确诊人数显著增加）的时间段有2020年一季度、2020年7月、2021年1月、2021年7-8月、2021年11-12月，2022年1-3月。在这六个阶段，经济动能边际走弱，反映在经济数据上如核心通胀、社零、投资等均有不同程度的下滑。

相较前几个阶段，本轮疫情有两个特殊点。

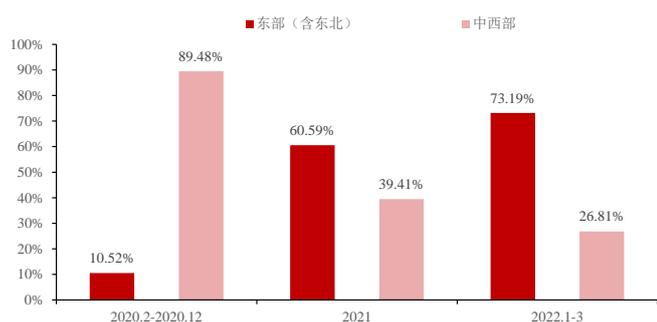
一是绝对确诊人数较高。3月新增确诊人数已经仅次于2020年2月份，为疫情以来第二高的月份。

二是确诊人员的地域分布方面，东部地区的确诊占比相较此前明显提高，主要分布在华东、华南、东北地区。其中，珠三角、长三角地区是我国的经济重镇，因此本次疫情对全国经济的影响不容小觑。

除确诊人数外，结合微观数据和历史经验，**我们认为今年3月的疫情对经济的负面影响可能仅次于2020年一季度，超过2020年下半年和2021年1、7、8月等几轮疫情反复时期。**

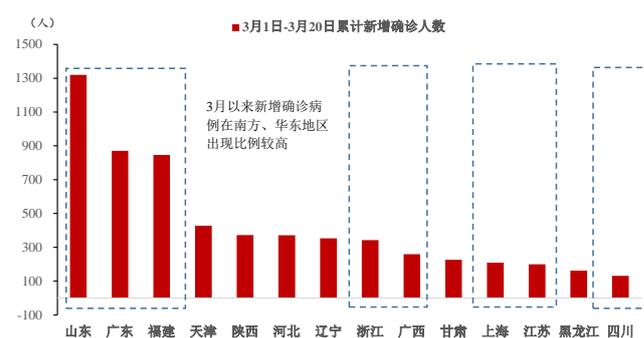
此外，本次新增确诊人数的统计口径不包含无症状人员，疫情隐蔽性较强，管理难度较大，这为疫情的后续管控带来了新的考验。

图1：疫情以来确诊人数区域占比



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：不含港澳台地区、无症状阳性病例等。

图2：新增确诊人数排名前五的省、直辖市（不含吉林）



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：吉林省确诊人数（14489例）显著高于其他省份，因此不在图中展示。

综合评估本轮疫情对经济的影响，我们认为各部门的所受影响排序为：服务业>投资>生产，各能级城市方面，影响程度排序为一线城市>二线城市>三线城市。

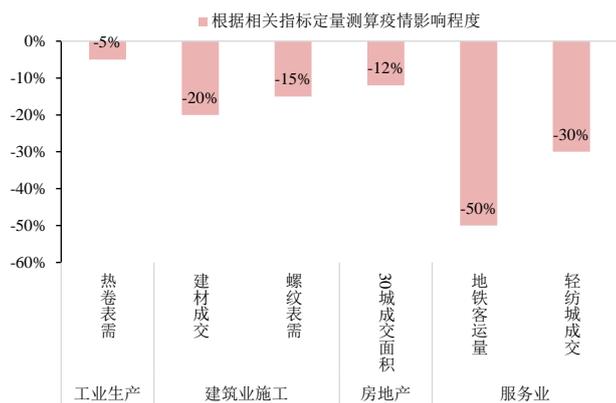
截至3月23日，全国31个省（自治区、直辖市、不含港澳台地区）中已经有9个省份的

¹ 不包含无症状感染者。

月度新增确诊人数创 2020 年 2 月以来新高。但同时我们注意到，国内相关管控措施比 2020 年一季度明显要灵活²，且由于新增确诊人数与经济指标并非呈现线性负相关，因此无法直接将新增确诊人数与经济数据直接关联。

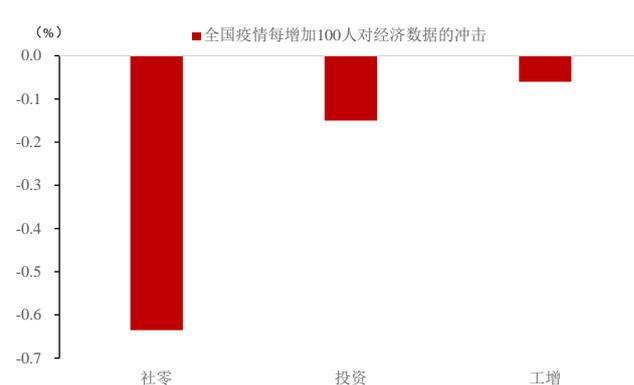
因而我们在后续的定量测算中，将更多参考 2021 年的疫情对经济的冲击情况，对各省的经济指标进行分层测算并最终进行加权处理。

图 3：3 月以来各高频指标所反映的疫情冲击



资料来源：民生证券研究院测算

图 4：经济数据增速的波动对疫情变化的弹性系数



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：时间范围为 2020 年 3 月至 2022 年 2 月，月度确诊人数的波动区间为[-1209,1819]，今年 3 月数据上为异常值，无法适用，仅做各经济部门间的横向对比。

表 1：全国各省生产、消费、投资占比（不含港澳台）

华北、东北、西北地区	北京	天津	河北	山西	内蒙古	辽宁	吉林	黑龙江	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆
工增占比	2.0%	3.7%	4.8%	2.3%	2.9%	3.5%	2.2%	2.4%	2.7%	0.9%	0.4%	0.4%	1.3%
固投占比	1.1%	1.7%	5.1%	1.0%	1.5%	0.9%	1.7%	1.6%	3.5%	0.9%	0.5%	0.4%	1.6%
社零占比	3.5%	0.9%	3.2%	1.7%	1.2%	2.3%	1.0%	1.3%	2.5%	0.9%	0.2%	0.3%	0.8%
新增确诊人数	83	533	423	20	291	483	21640	267	386	308	2	0	0

华东、华中、南方地区	上海	江苏	浙江	安徽	福建	江西	山东	河南	湖北	湖南	广东	广西	海南	重庆	四川	贵州	云南	西藏
工增占比	3.5%	15.5%	6.9%	3.9%	5.0%	2.3%	14.6%	7.1%	4.4%	3.7%	12.0%	2.0%	0.2%	2.0%	5.5%	1.2%	1.9%	0.0%
固投占比	1.2%	8.1%	5.6%	5.2%	4.2%	4.1%	7.4%	7.2%	5.0%	5.7%	6.8%	3.5%	0.5%	2.8%	5.3%	2.3%	3.3%	0.2%
社零占比	4.1%	9.5%	6.8%	4.7%	4.8%	2.6%	7.5%	5.7%	4.6%	4.1%	10.3%	2.0%	0.5%	3.0%	5.3%	2.0%	2.5%	0.2%
新增确诊人数	277	241	388	14	1198	68	1421	94	66	76	1095	390	3	73	210	10	142	0

资料来源：Wind，民生研究院；工增、固投、社零均为 2021 年全年占比，新增确诊人数口径为截至 2022 年 3 月 23 日的滚动 30 日确诊人数（不含无症状）。

2 工业生产受影响较弱

一般而言，疫情对工业生产的影响有两条传导路径，一是影响运输环节，进而影响到原料进场和产成品的出厂；二是工厂相关人员被隔离，无法复工，影响工业产能利用率。

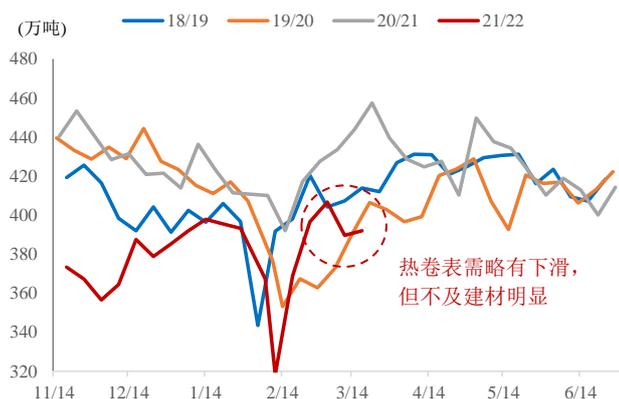
² 具体可参考各城市拥堵延时指数等指标。

工业生产可能是本次疫情中，受影响最弱的环节。我们认为有四点原因：首先，工厂可以通过消化原材料库存和增加产成品库存的方式，以释缓运输环节的冲击；**其次**，工厂往往位于城郊或更为偏僻的地区，与人员密集区较远；**再次**，工人则一般住在工厂附近，住所相对固定（相当部分工人住在工厂配建的员工宿舍），流动性较低。**最后**，工厂的开停工成本较高，尤其是上游原材料工业，非必要不会降低产能利用率。

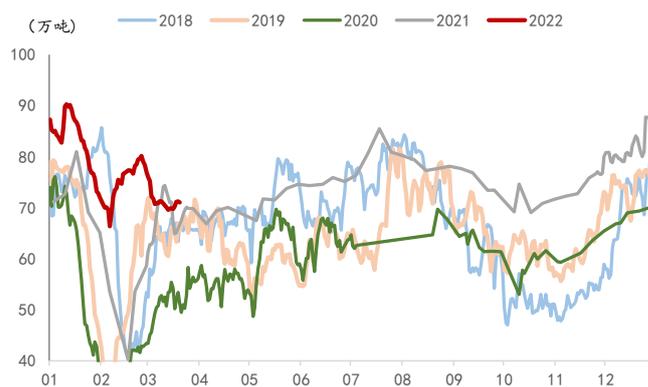
这些特征导致工业生产相对于其他部门会滞后反映疫情的冲击，所受到的负面影响也会弱于建筑工地、服务业消费等。根据过去 2 年的经验，工增对疫情变动的弹性也弱于投资、社零、核心通胀等数据。

根据现有的高频数据，如电厂日耗、热卷表观消费、铜铝等有色金属的下游开工率等，**我们尚未看到疫情升温对工业生产造成大幅度的冲击，与生产相关的高频指标下滑幅度在 5% 以内，仅略有放缓。**

我们也要警惕未来疫情的变化是否会对工业生产造成进一步的影响，例如唐山疫情是否会导致当地钢厂开工率进一步下滑等。

图 5：热卷表观消费略有下滑


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：17/18 指 2017 年 11 月至 2018 年 6 月，以此类推，同时以正月初一作为时间对齐点。

图 6：六大电厂日耗保持高位


资料来源：Wind，民生证券研究院

3 建筑业施工明显受阻

过去 2 年中可以看到，当疫情升温时，固定资产投资都会不同程度的走弱。尽管开年固投录得 12.3% 的高增速，**疫情的迅速升温对投资已产生了较明显的负面作用，例如施工强度正在走弱**³。

我们认为，疫情对于固定资产投资的影响主要有两条路径：**首先**，工地一般位于市区，工人的流动性要强于在工厂，因此当有工地作业人员确诊时，政府会要求相关工地停工并排查类似情况；**其次**，疫情升温会影响物流顺畅，建材物资能否及时地送至工地面临着较大的不确定性，因而疫情对于施工节奏存在一定影响。

以湖南省在 2021 年 6-9 月的投资表现为例，7 月底开始疫情趋严，固投同比增速回落 5 个百分点左右，9 月后疫情明显缓解，固投同比增速回暖 4.5 个百分点左右。

³ 螺纹钢等工业品表观消费反季节性下滑、建材成交量反季节性下滑可印证。

当前的疫情管控力度与 2020 年的差异较大，因此我们选取 2021 年的几个时间段，判断疫情严重程度对投资的差异化影响。在这基础上，结合当前各省的疫情变化，对整体投资进行综合判断。

为了便于测算疫情对投资的影响，我们参考湖南的投资增速变动及全国固投对疫情冲击的弹性系数，作以下两种假设：

管控较松情境：

当一省的月度确诊人数在 500 人以上，投资增速下滑 5 pcts；

当一省的月度确诊人数在 100-500 人之间，投资增速下滑 3 pcts；

当一省的月度确诊人数在 100 人以内，对投资无影响。

管控较严情境：

当一省的月度确诊人数在 500 人以上，投资增速下滑 10 pcts；

当一省的月度确诊人数在 100-500 人之间，投资增速下滑 5 pcts；

当一省的月度确诊人数在 100 人以内，对投资无影响。

表 2：两种假设下的固定资产投资增速变动

	北京	天津	河北	山西	内蒙古	辽宁	吉林	黑龙江	上海	江苏	浙江	安徽	福建	江西	山东	河南	湖北	湖南	广东	广西	海南	重庆	四川	贵州	云南	西藏	陕西	甘肃	青海	宁夏	新疆	总投资增速影响
3月新增确诊变化	27	460	416	4	-116	268	21626	239	264	91	282	11	1090	68	1361	77	29	73	853	-17	2	66	121	9	63	0	383	296	2	0	0	
投资占比	1%	2%	5%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	8%	6%	5%	4%	4%	7%	7%	5%	6%	7%	4%	1%	3%	5%	2%	3%	0%	3%	1%	0%	0%	2%	
管控较松	0%	3%	3%	0%	0%	3%	5%	3%	3%	0%	3%	0%	5%	0%	5%	0%	0%	0%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	3%	3%	0%	0%	0%	-1.8%
管控较严	0%	5%	5%	0%	0%	5%	10%	5%	5%	0%	5%	0%	10%	0%	10%	0%	0%	0%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	5%	5%	0%	0%	0%	-3.3%

资料来源：Wind，民生证券研究院测算；固投为 2021 年全年占比，3 月新增确诊变动指 3 月 23 日的环比 2 月底的月度新增确诊人数变化情况。

根据我们测算，在管控较松和管控较严的两种情景下，疫情将拖累三月投资同比增速 1.8、3.3 个百分点。

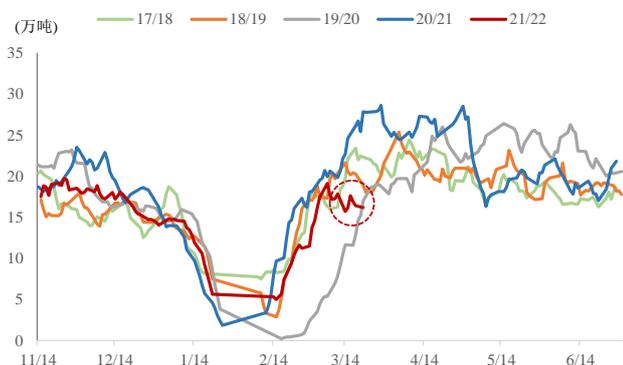
作为微观方面的验证，全国 247 家贸易商建筑钢材成交可以周频表征工地的施工情况，近期数据从总量和区域结构两方面均验证了疫情对施工的影响。

一般来说成交越旺盛，终端需求越好。正常情况下，全国建筑钢材成交量在元宵节后逐步回暖，在 4 月份全国建材成交达到阶段性峰值。

今年 1-2 月份，建筑施工基本遵循季节性规律；3 月疫情升温，建筑业需求开始边际转弱，建材成交反季节性下滑。定量测算，疫情后建材成交同比正常季节性水平下滑 20% 左右；如果以螺纹钢的表观需求进行匡算，疫情后螺纹钢表需同比正常季节性下滑 15% 左右。

分区域看，华东地区和南方地区新增确诊人数较多，因而两类地区建材成交下滑幅度最明显，北方地区疫情严峻程度弱于华东和华南，建材成交量仍在上行。

图 7：全国 247 家贸易商建筑钢材周均成交量-农历



资料来源：Mysteel，民生证券研究院；注：17/18 指 2017 年 11 月至 2018 年 6 月，以此类推，同时以正月初一作为时间对齐点。

图 8：全国建筑钢材成交情况区域分化显著



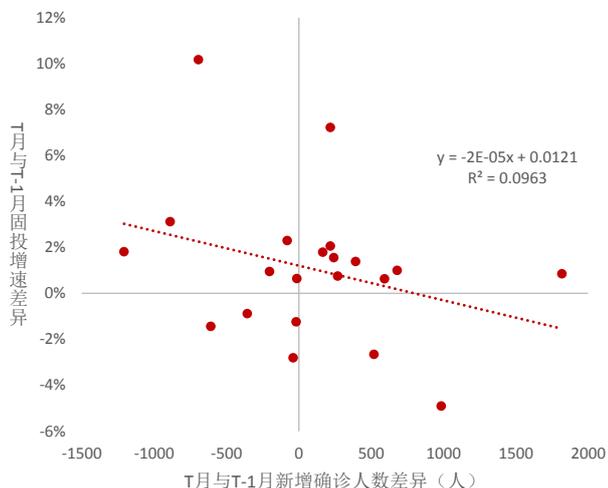
资料来源：Wind，民生证券研究院；注：设 2021 年 11 月 31 日=100。

具体到基建、房地产的投资情况，则面临着差异化的外部因素。

基建方面，其投资增速背后的因素较多，除了疫情外，财政、信贷、政策导向等都会影响固定资产投资的变化。例如，2021 年 12 月和 2022 年 1-2 月的月均新增确诊人数均在 3000 人以上，但是基建投资增速却明显偏离回归值，这可能与去年四季度以来的稳增长的相关政策有关。

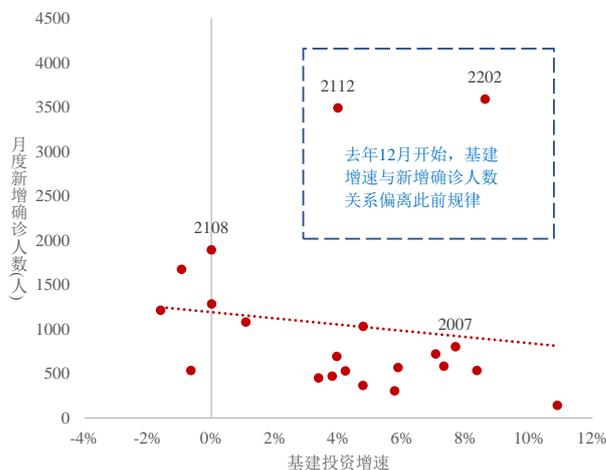
因而去年 12 月以来，基建投资读数上与疫情关系显著走弱。

图 9：固投增速变化与疫情确诊人数变化散点图



资料来源：Mysteel，民生证券研究院；注：散点图时间范围为 2020 年 4 月至 2022 年 2 月，其中 2021 年的投资增速为 2 年复合增速。

图 10：基建投资增速与新增确诊人数散点图



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：散点图时间范围为 2020 年 4 月至 2022 年 2 月 其中 2021 年的投资增速为 2 年复合增速 标签如“2112”指 2021 年 12 月两者数据所处的位置，以此类推。

房地产投资方面，疫情除了对工地直接造成影响外，还会对居民购房带来不便。

去年底以来，随着部分城市按揭利率的下调和限购政策的放松，一、二线城市的房地产销售明显好于三线城市。具体指标可以看到统计局 1、2 月的 70 城新房价格环比止跌企稳，而三线

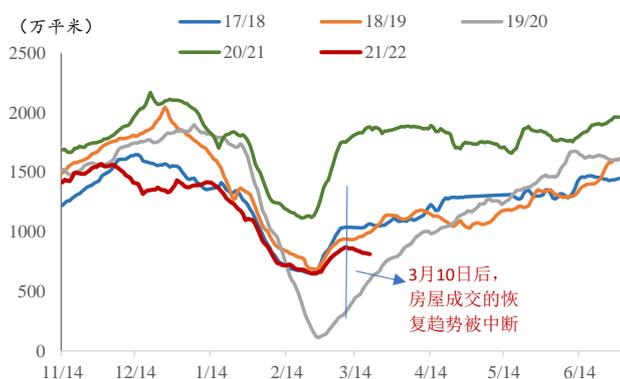
城市的房价仍未转势 30 城房屋成交中，一、二线城市明显强于三线城市。

然而，3 月以来的疫情改变了一、二线城市销售强于三线城市销售的趋势。

总量层面，本该季节性回升的房屋成交突然拐头向下。定量测算，因疫情导致的 30 城房屋成交面积较正常季节性下滑约 12% 左右。

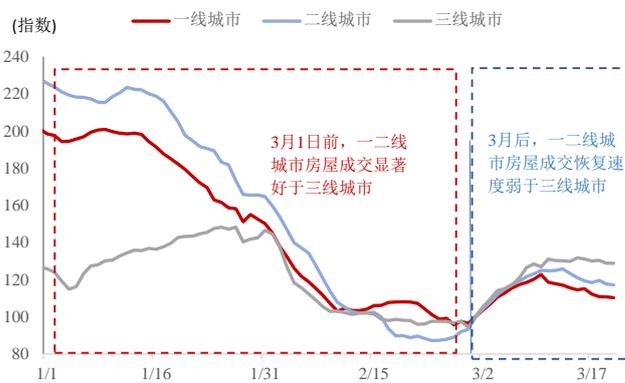
结构上，一二线城市的房屋成交恢复情况较差，明显弱于三四线城市。这可能与本轮疫情中，确诊病例较多分布在一二线城市有关。

图 11：疫情扩散与房屋成交逆季节性下滑同步发生



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：17/18 指 2017 年 11 月至 2018 年 6 月，以此类推，同时以正月初一作为时间对齐点。

图 12：30 城房屋成交面积（月均）



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：今年 3 月 1 日的值设为 100。

参考我们对于投资的测算方法，我们也可以将基建投资、房地产销售做出相应的两种假设：

管控较松情境：

当一省的月度确诊人数在 500 人以上，基建投资增速下滑 5 pcts，房地产销售面积下滑 10 pcts；

当一省的月度确诊人数在 100-500 人之间，基建投资增速下滑 3 pcts，房地产销售面积下滑 5 pcts；

当一省的月度确诊人数在 100 人以下，对基建投资和房地产销售无影响

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_39778

