

制造业产业链

2022 年 04 月 21 日

证券分析师

秦泰 A0230517080006
 qintai@swsresearch.com

研究支持

贾东旭 A0230120080001
 jiadx@swsresearch.com

联系人

秦泰
 (8621)23297818×7368
 qintai@swsresearch.com

哪些产业链因疫情承受重压？

——宏观视角的测算

主要内容：

- 东南沿海先进制造业集中，物流是关键角色。** 1) 制造业越先进，物流依赖度越高。我国先进制造业约贡献全部制造业增加值四成，而反常偏低的增加值率，恰恰凸显出制造业越先进分工越细致、产业链物流依赖度越高的特征。因为分工极为细致的情况下，每个企业都可以专注于将自己负责的零部件的生产效率提升到极高的状态。但也正因如此，越先进的制造业产业链条，其中就会涉及到更多的产值重复叠加，因而导致了增加值率数值的下降。而当疫情对高效率物流体系形成直接冲击的时候，平常支撑起整个产业链的中流砥柱，可能恰恰会成为导致产业链停摆风险的最薄弱环节。2) 制造业多集中于长三角和珠三角。全国工业产能集中于东南沿海省份，其中长三角、广东福建、山东合计超一半。
- 长、珠三角：汽车/机械/电子产业链龙头。** 恰恰是上述先进制造业，更多在长三角和珠三角。而此次疫情冲击，在上海持续时间更长，并对长三角形成外溢，长三角产业链和供应链脆弱性陡增。1) 上海汽车、机械装备辐射长三角，电子产业也较强。上海先进制造和装备制造业占比超过三分之二。其中交通运输设备、机械装备制造占据绝对主导地位。上海与江苏在产业链间衔接，以及供应链互补等方面高度相关。2) 广东更聚焦计算机、通信和其他电子设备制造业。广东省的制造业增加值行业结构较为稳定，近年来，通信设备、计算机和其他电子设备呈现出不断增长趋势，化工行业则持续萎缩。
- 疫情冲击产业链的三条路径：停工、物流阻碍、港口运输。** 1) 疫情复杂化和防控升级可能直接导致工厂停工。工厂集中生产的特点令工人易感，疫情复杂化情况下部分工厂可能暂停生产以防止疫情的蔓延，或因防控政策要求而停产。此前武汉、天津工业生产都不同程度地受到了疫情的直接影响。2) 防控升级引致物流阻碍，零部件断供令生产低速运行。疫情复杂的背景下，工业产业链发达地区一旦实施大范围防控升级措施，供应链物流即可能出现明显受阻的情况。当前上海陆路运输量不及去年的两成。3) 货物无法及时出港，对出口的暂时性拖累。港口运输停滞短时间内将令出口货物积压，21 年 5-6 月的广深疫情最为明显。疫情对港口的阻碍是暂时的，后续会有所回补，对全年影响相对有限。
- 上海积极保供但物流阻碍仍需明显改善才行。** 1) 上海工业生产并未出现类似武汉的长期主动性停工。2) 工业生产掣肘主要在于供应链物流困难。原材料零部件短缺可能导致被动减产停产风险，汽车产业链最为典型。3) 物流阻碍已得到国务院重视，初现缓解曙光，上海市已着手复工复产。4) 深圳全域静态管理时间短，电子产业链几乎未受影响。
- 压力测试：4 月工业生产拖累约 2.5%，复工越早影响越小。** 1) 测算 4 月全国工业增加值或受 2.5% 左右冲击。我们综合考虑上海产业链对苏浙两省的外溢效应，预计 4 月工业增加值受疫情冲击的幅度约在 1.9%-3.2% 之间。同时考虑到疫情对工业生产影响越大，居民的收入损失也就越明显，未来居民对于消费就会越谨慎，需求的收缩令工业生产难以快速回到疫情前水平，轻、中、高三种幅度对 2022 全年工业增加值同比增速的冲击分别为 -0.1%、-0.3% 和 -0.6%。2) 港口受阻拖累出口，但解封后有望回补。上海疫情直接影响到全国最大的出口海港产业链物流，但在深圳复工复产和国务院以及交通运输部对物流阻碍的积极关切下，4 月出口或仍有一定韧性。预计 4 月出口同比增速可能下滑至 5.0%-9.5% 区间内。3) 预计后续政策强调畅通物流、刺激消费两大方向。首先，预计近期政策仍将持续强调保证防控更快见效。其次，当前需快速畅通供应链物流，保障交通运输设备、机械装备、电子产业链物流完整高效。此外，个税减税作为促进消费可持续性较好，见效较快的政策，近期推出的必要性有所提升。若工业生产面对较大幅度的冲击，政策后续要将全年工业增加值实际同比稳定在 5.6%-5.7% 左右相对正常水平，需要年化拉动商品消费约 2000 亿左右。或可以通过个税减税年化 6000 亿（新增 5000 亿左右）满足。



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 东南沿海先进制造业集中，物流是关键角色	5
1.1 制造业越先进，物流依赖度越高	5
1.2 长三角领衔，东部沿海占全国制造业半壁江山	6
2. 长、珠三角：汽车/机械/电子产业链龙头	8
2.1 上海汽车、机械装备辐射长三角，电子产业也较强	9
2.2 广东更聚焦计算机、通信和其他电子设备制造业	12
3. 疫情冲击产业链的三条路径：停工、物流阻碍、港口运输	14
3.1 疫情复杂化和防控升级可能直接导致工厂停工	14
3.2 防控升级引致物流阻碍，零部件断供令生产低速运行	15
3.3 货物无法及时出港，对出口的暂时性拖累	18
4. 上海积极保供但物流阻碍仍需明显改善才行	19
4.1 上海工业生产并未出现类似武汉的长期主动性停工	19
4.2 工业生产掣肘主要在于供应链物流困难	20
4.3 物流阻碍已得到国务院重视，初现缓解曙光	21
4.4 深圳全域静态管理时间短，电子产业链几乎未受影响	23
5. 压力测试：4月工业生产拖累约2.5%，复工越早影响越小	25
5.1 测算4月全国工业增加值或受2.5%左右冲击	25
5.2 港口受阻拖累出口，但解封后有望回补	26
5.3 预计后续政策强调畅通物流、刺激消费两大方向	27

图表目录

图 1：中国制造业增加值占比与增加值率对比 (红虚线框中为先进制造业)	5
图 2：各地工业增加值占全国工业增加值比重 (%)	6
图 3：各地工业增加值占各地 GDP 比重 (%)	7
图 4：各省份工业增加值占全国工业增加值比重 (%)	7
图 5：福建、安徽、湖北和江苏等地工业增加值占比提升较快 (%)	8
图 6：全国各地区工业增加值分布 (从里向外分别为 2008/2016/2021 年, %)	8
图 7：上海市制造业增加值分布 (%)	9
图 8：上海各制造业行业占全国制造业行业的比重 (%)	10
图 9：江苏省制造业增加值分布 (%)	10
图 10：江苏制造业增加值/全国 (%)	11
图 11：浙江省制造业增加值分布 (%)	11
图 12：浙江制造业增加值/全国 (%)	12
图 13：广东省制造业增加值分布 (%)	12
图 14：广东各制造业行业占全国制造业行业的比重 (%)	13
图 15：广东省制造业增加值分布 (%)	13
图 16：福建制造业增加值/全国 (%)	14
图 17：天津工业生产受疫情影响走弱 (%)	15
图 18：西安工业生产未收疫情影响 (%)	15
图 19：武汉规模以上工业增加值疫情后冲击明显 (%)	15
图 20：上海市对交通实施管控措施	16
图 21：上海市迁出指数大幅回落	16
图 22：上海市迁入指数大幅回落	16
图 23：上海市高速拥堵里程 (km)	16
图 24：上海整车货运量明显偏离全国水平	17
图 25：全国整车货运量自 3 月 14 日较去年偏弱	17
图 26：上海整车货运流量在 3 月 28 日后大幅下行	17
图 27：广东整车货运量尚未恢复至 21 年水平	17
图 28：江苏整车货运流量在 3 月底后维持低位	17

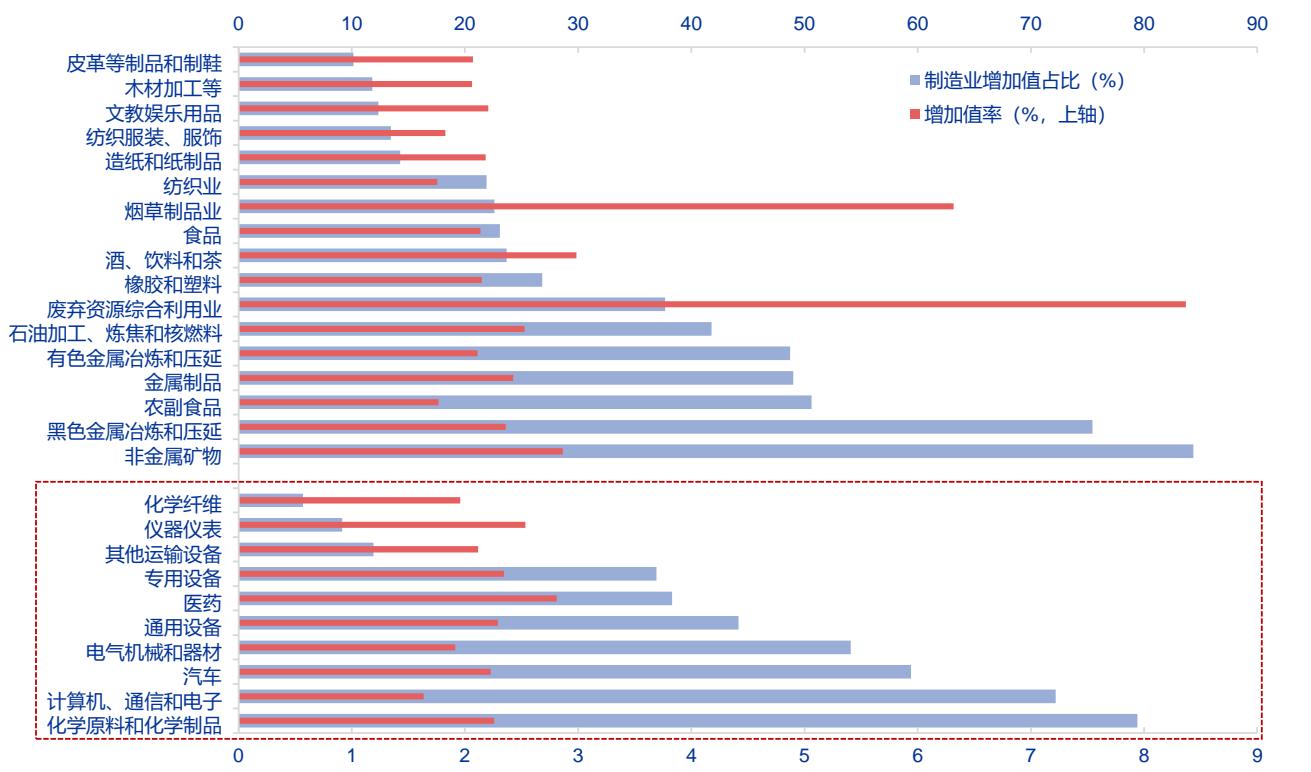
图 29: 浙江整车货运量也有所回落	17
图 30: 出入港口需要 48h 核酸	18
图 31: 全国和广深货物吞吐量两年平均增速 (%)	18
图 32: 上海各区域努力保持工业生产的基本稳定	19
图 33: 上海各区域产业集群	20
图 34: 3 月汽车增加值增速下降明显 (%)	21
图 35: 3 月汽车产量下降明显 (%)	21
图 36: 3 月黑色金属冶炼及压延加工业受疫情影响较小 (%)	21
图 37: 国务院联防联控机制和交通运输部对保障物流畅通接连做出部署	22
图 38: 全国高速关闭情况明显缓解 (个)	23
图 39: 长三角地区物流阻碍有所缓解 (个)	23
图 40: 666 家重点企业多分别在汽车、医疗和集成电路产业链 (个, %)	23
图 41: 深圳企业受疫情影响时间基本为一周	24
图 42: 3 月深圳封控对计算机、通信和其他电子设备生产影响较小 (%)	24
图 43: 三种冲击幅度下工业增加值同比增速的预测 (%)	26
图 44: 上海出口金额占全国出口 20.5% 左右 (%)	27
图 45: 个税占一般预算收入比重将回到 18 年水平	28
图 46: 个税累进税制令其对收入弹性持续上升 (%)	28
图 47: 免征额与月均收入比例也将突破 17 年水平	28
图 48: 居民可支配收入占 GDP 比重或将连续回落	28
图 49: 财政收支缺口资金弥补结构 (万亿元, %)	28

1. 东南沿海先进制造业集中，物流是关键角色

1.1 制造业越先进，物流依赖度越高

我国先进制造业约贡献全部制造业增加值的四成，而反常偏低的增加值率，恰恰凸显出制造业越先进分工越细致、产业链物流依赖度越高的特征。十四五规划明确提出“培育先进制造业集群，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展”。结合国家统计局对装备制造业、高技术制造业的定义，以及财政部对先进制造业的分类，我们梳理出“**十大先进制造业领域**”如下图中红色虚线框内所示，包括化学原料和化学制品、计算机通信和电子、汽车、电气机械和器材、通用设备、医药等，整体上先进制造业主要聚焦于“**四大产业链**”：1、化学制品——计算机通信电子设备；2、交通运输设备；3、通用专用设备与仪器仪表；4、医药。近年来，先进制造业在我国制造业增加值中的占比稳定在40%左右。

图1：中国制造业增加值占比与增加值率对比（红虚线框中为先进制造业）



资料来源：国家统计局，财政部，申万宏源研究

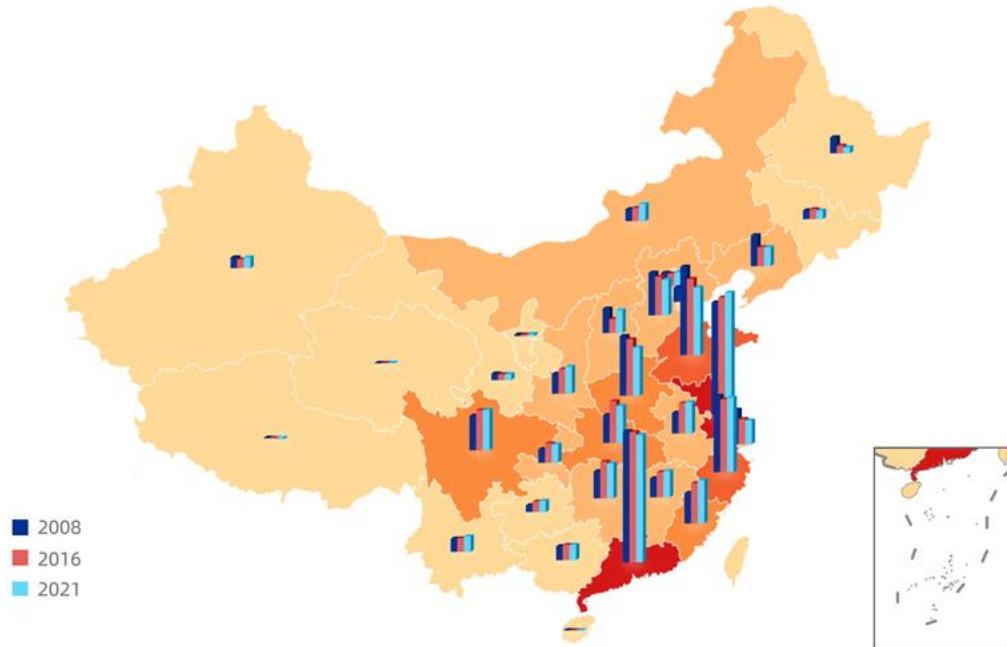
但不同于直观认知，先进制造业的增加值率（该行业增加值与总产值的比率）较之其他生产技术水平并不能称之为先进的行业来说不但并没有优势，甚至更低。十大先进制造业的增加值率集中于16.3%-28.1%之间，平均仅22.1%，其中医药制品的附加值率最高，而最低值却来自近年来增长迅猛的计算机通信和电子设备制造业。而其他制造业领域平均的增加值率达到27.5%。这一反差乍看之下是不正常的，毕竟制造业企业积蓄多年力量、苦练内功进行科技研发，其目的就是通过生产技术水平的

进步提升利润率。其实这背后恰恰反映出先进制造业分工更加细致，产业链上下游层次更多，更加依赖于高效的货物物流体系来疏通、黏合复杂的产业链上下游企业之间的合作关系。因为分工极为细致的情况下，每个企业都可以专注于将自己负责的零部件的生产效率提升到极高的状态。但也正因如此，越先进的制造业产业链条，其中就会涉及到更多的产值重复叠加，因而导致了增加值率数值的下降。而当疫情对高效率物流体系形成直接冲击的时候，平常支撑起整个产业链的中流砥柱，可能恰恰会成为导致产业链停摆风险的最薄弱环节。

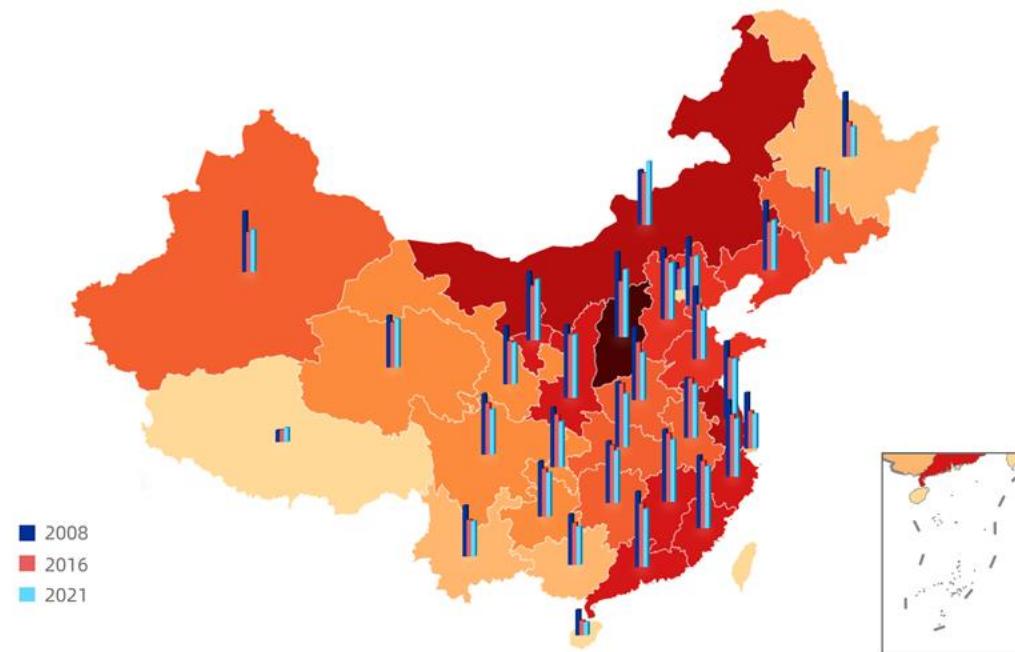
1.2 长三角领衔，东部沿海占全国制造业半壁江山

全国工业产能集中于东南沿海省份，其中长三角、广东福建、山东合计超全国制造业增加值的一半。各省工业增加值占比中，广东和江苏为第一梯队，2021年两省在全国工业增加值中的占比分别高达12.2%和12.1%；紧随其后的是山东和浙江，占比分别为7.4%和7.3%。其余省份占比均在5%左右或更低，西部、东北省份工业增加值占比明显较低。

图2：各地工业增加值占全国工业增加值比重（%）

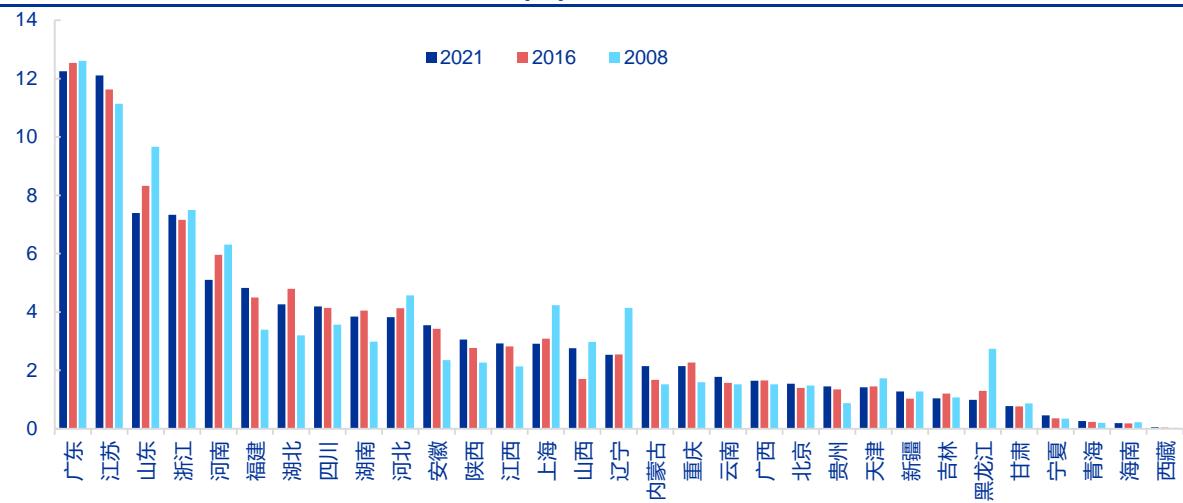


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3: 各地工业增加值占各地 GDP 比重 (%)


资料来源：Wind，申万宏源研究

2008 年至今，福建、安徽等省工业增加值占比提升迅速，东部沿海省份除山东外整体维持强势。福建、安徽、湖北和江苏自 2008 年以来工业增加值占全国比重提高 1 个百分点及以上，其中的安徽、江苏均处于本次疫情影响较大的长三角区域。而与之相反的是，山东、黑龙江、辽宁和上海工业增加值占全国比重均下滑超过 1 个百分点。其中上海尽管总体工业增加值增长不快，但结构升级，并且已经成为长三角先进制造业产业链的枢纽地区，此外上海工业增加值仍远大于其他直辖市，可以说上海的工业体系一旦受到影响，长三角乃至全国范围内相关产业都将感受到明显的寒意，上海、长三角各省在全国工业体系中牵一发而动全身。

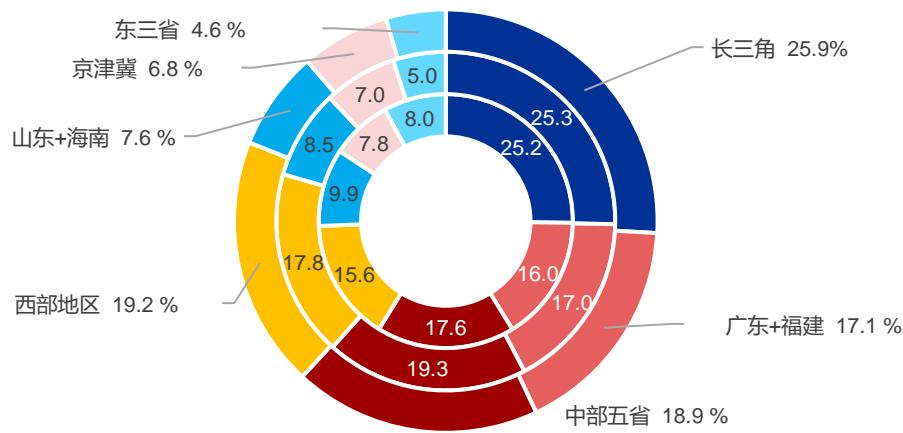
图 4: 各省份工业增加值占全国工业增加值比重 (%)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

图 5：福建、安徽、湖北和江苏等地工业增加值占比提升较快 (%)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

2008-2021 年工业增加值的分区域来看，长三角四省市以及广东和福建合计占全国工业增加值的比重稳定超过 40%，山东、东北三省以及京津冀都有不同程度的收缩，西部地区增长明显但总规模仍较低，工业生产底子仍然不厚。2008 年，长三角四省市及广东和福建合计占比为 41.2%，至 2021 年提升至 43%；而同期山东+海南 (-2.3pct 至 7.6%)、东北三省 (-3.4pct 至 4.6%)、京津冀 (-1pct 至 6.8%) 均出现一定程度的下降，中部地区 (+1.3pct 至 18.9%) 和西部地区 (+3.9pct 至 19.2%) 工业增加值在全国占比均有所提升但尚不及东部主要区域。

图 6：全国各地区工业增加值分布 (从里向外分别为 2008/2016/2021 年, %)


资料来源：CEIC，申万宏源研究

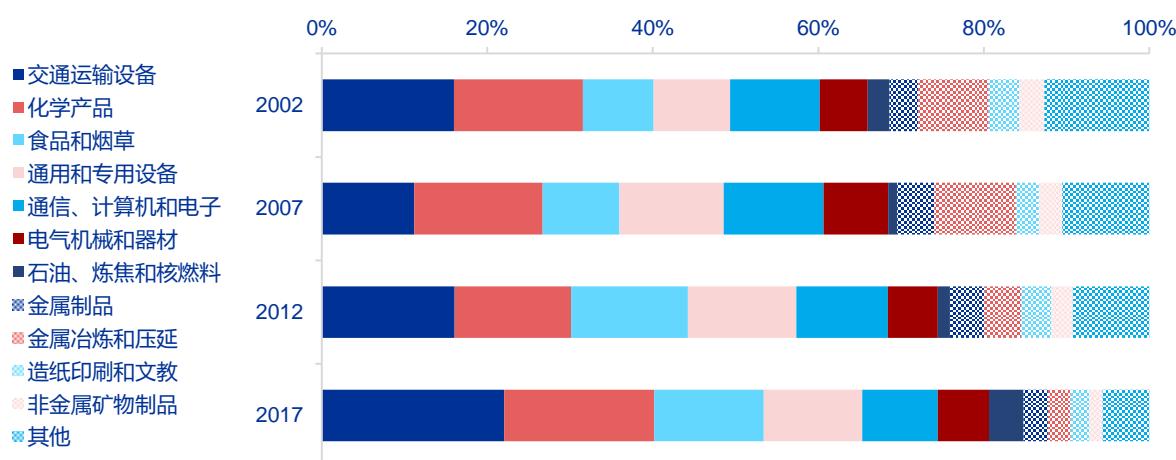
2. 长、珠三角：汽车/机械/电子产业链龙头

恰恰是上述先进制造业，更多分布在长三角和珠三角领域。而此次疫情冲击，在上海持续时间更长，并对长三角地区形成外溢，长三角地区产业链和供应链脆弱性陡增。

2.1 上海汽车、机械装备辐射长三角，电子产业也较强

上海是全国先进制造业龙头之一，先进制造和装备制造业占比超过三分之二。其中**交通运输设备、机械装备制造占据绝对主导地位**。上海制造业体系中，交通运输设备制造、化学产品、通用和专用设备、通信、计算机和电子占比较大。近年来，这些优势行业均呈现出一定的增长趋势，尤其是交通运输设备制造，从 2012 年占比 16.0% 提升至 2017 年的 22.1%，化学产品也由 2012 年的 14.1% 提升至 2017 年的 18.1%。通用和专用设备（11.9%）以及通信、计算机和电子（9.1%）分别收缩 1.2 和 1.9 个百分点。而尽管通信计算机电子产业增加值占比有所收缩，但中美贸易摩擦以来，国家核心的芯片生产企业将关键产能布局在上海，加之美国知名新兴电动车品牌全球超级工厂落户上海，上海在交通运输设备、电子产业链方面的重要性实际上有所提升。

图 7：上海市制造业增加值分布（%）



资料来源：上海市统计局，申万宏源研究

而从上海制造业增加值在全国的占比来看，交通运输设备占比持续位于较高水平，上海亦是我国交通运输设备制造重要基地。目前，上海内部工业体系中，交通运输设备占比最高，而放在全国范围内，上海交通运输设备增加值占比也处于 9% 以上的较高水平。上海实质上是我国交通运输设备的重要制造基地，也恰恰因此，衍生出的维修需求亦令上海成为全国的维修中心（这一行业增加值规模较小影响范围不大）。其他部分行业出现占比先升后降的情况，如仪器仪表行业在 2002-2007 年间呈现出上升趋势，在 2012 年后占比排名开始出现下滑。

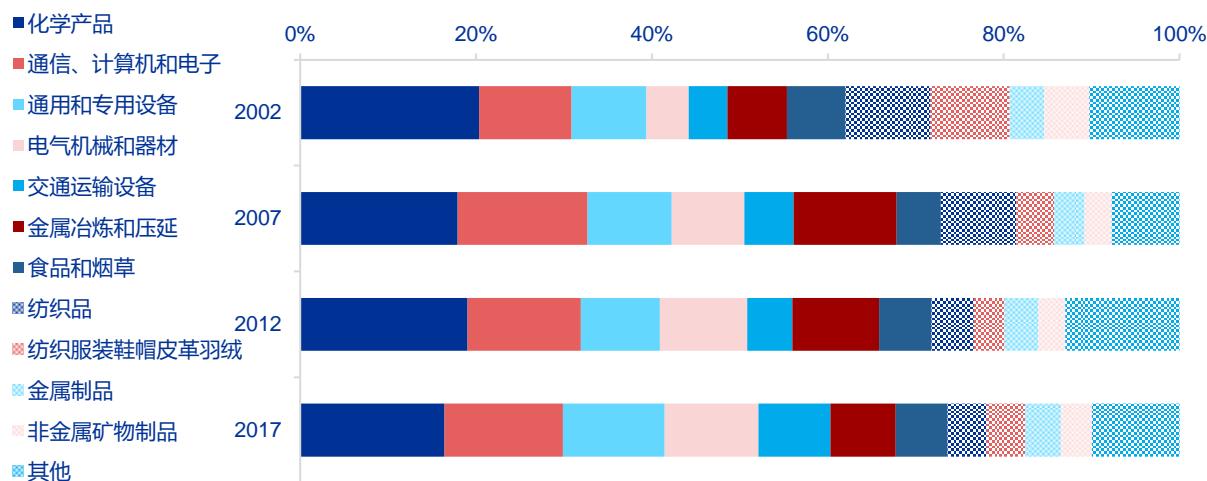
图 8：上海各制造业行业占全国制造业行业的比重（%）

排名	行业	2017占比	2012占比	2007占比	2002占比
1	金属制品、机械和设备修理	22.64	16.17	-	-
2	交通运输设备	9.19	8.22	8.77	13.51
3	通用设备	5.91	5.97	6.97	5.41
4	通信设备、计算机和电子	4.66	6.60	8.94	8.49
5	仪器仪表	4.40	8.22	8.65	4.85
6	电气机械和器材	4.28	4.78	8.49	7.20
7	化学产品	4.19	4.00	6.22	5.74
8	专用设备	4.14	4.92	6.97	5.41
9	食品和烟草	3.54	4.49	4.59	4.07
10	石油、炼焦和核燃料	3.50	1.30	1.47	5.33

资料来源：Wind，申万宏源研究

江苏的制造业结构与上海近似，前五大产业均为先进/装备制造业（占 2017 年制造业增加值的 60.3%），亦包括在上海的前六大产业中，产业间衔接、供应链互补等方面高度相关。江苏前五大产业为化学产品（16.4%）、通信、计算机和电子设备（13.5%）、通用和专用设备（11.6%）、电气机械和器材（10.7%）、交通运输设备（8.2%），而这五大产业均包含在上海前六大产业中（上海还包括食品和烟草）。同时，从 2012-2017 年产业变迁来看，也是更集中于装备制造领域，如交通运输设备（+3.1pct）和通用/专用设备（+2.6pct）占比均大幅提升，而化学产品（-2.6pct）和金属冶炼（-2.4pct）明显收缩。此外，从增加值分行业占全国的比例中，仪器仪表、电气机械和器材、通信设备、计算机和其他电子设备分别位列前三。也是与上海近似的相对全国的优势产业结构，这也说明，上海与江苏在产业链间衔接。以及供应链互补等方面高度相关。

图 9：江苏省制造业增加值分布（%）

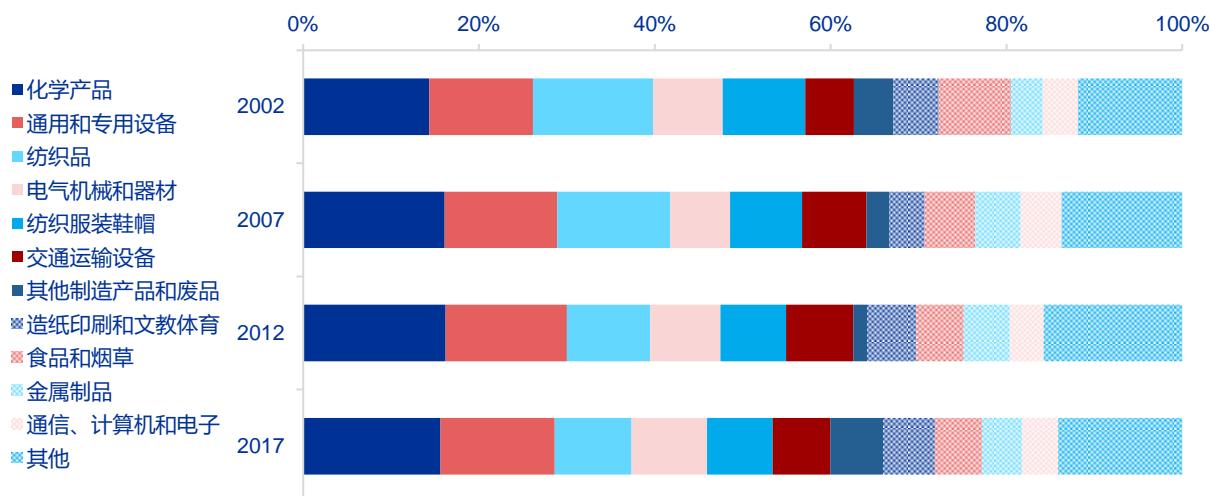


资料来源：江苏省统计局，申万宏源研究

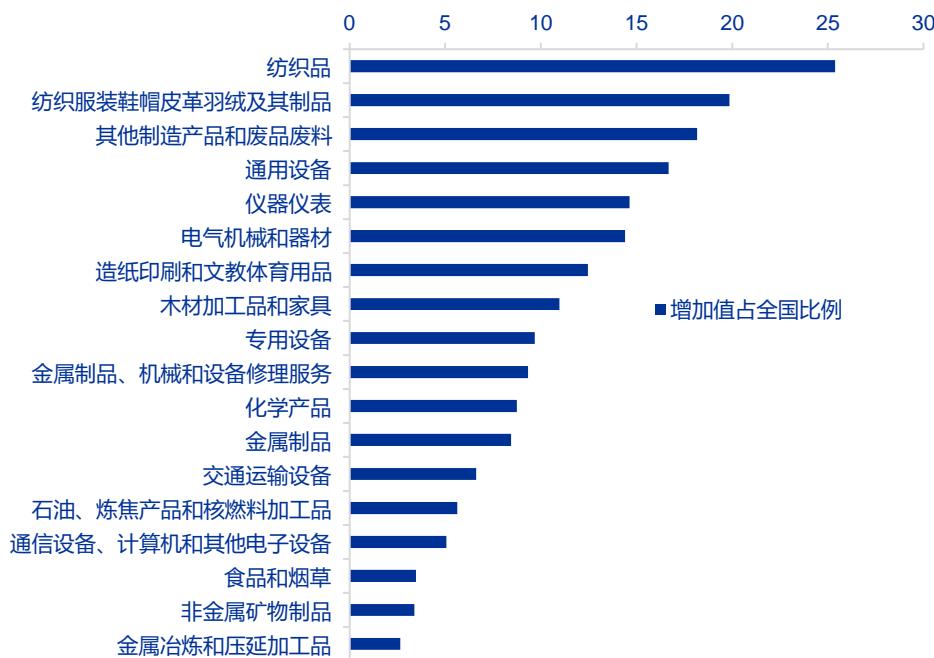
图 10：江苏制造业增加值/全国 (%)


资料来源：江苏省统计局，申万宏源研究

浙江省制造业同样在化工以及通用和专用设备、电子机械和交通运输设备方面占比较高，与上海近似，但不同的是浙江纺织产业的占比相对较大，与上海产业链的关系并未如江苏般紧密，受上海供应链影响的冲击幅度预计并不会如江苏严重。前六大产业中，通用和专用设备（13.0%）、电气机械（8.6%）、交通运输设备（6.5%）也是上海优势产业，与上海具备一定产业链关系，但相对而言，浙江的另一优势产业是纺织业及纺织服装（合计占比 15.3%），从增加值分行业占全国的比例来看，纺织行业在全国优势的地位更加凸显。这也意味着浙江虽然与上海产业链间勾稽关系同样紧密，但受到上海供应链影响的冲击幅度预计并不会如江苏严重。

图 11：浙江省制造业增加值分布 (%)


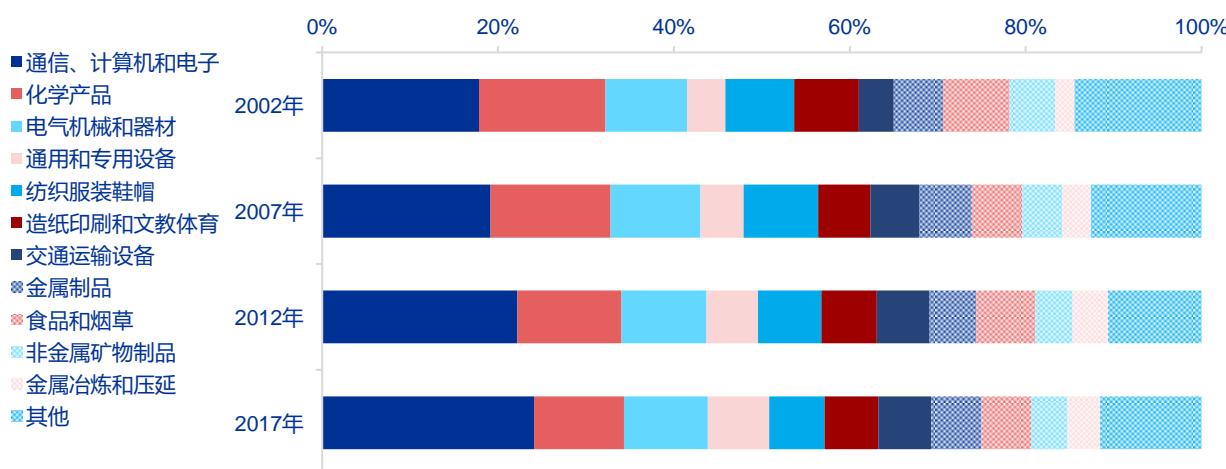
资料来源：浙江省统计局，申万宏源研究

图 12：浙江制造业增加值/全国 (%)


资料来源：浙江省统计局，申万宏源研究

2.2 广东更聚焦计算机、通信和其他电子设备制造业

广东省的制造业增加值行业结构较为稳定，近年来，通信设备、计算机和其他电子设备呈现出不断增长趋势，化工行业则持续萎缩。通信设备、计算机和其他电子设备从 02 年一直为广东主导产业，在 2017 年已经占到全省制造业增加值的 24.1%。化学产品从 2002 年的 14.3% 下行至 2017 年的 10.2%。行业占全国比重方面，广东省计算机、通信和其他电子设备制造业占全国增加值高达 48.3%，为重要的生产基地。

图 13：广东省制造业增加值分布 (%)


资料来源：广东省统计局，申万宏源研究

从制造业增加值占全国的比重变化来看, 广东在通信设备、计算机和其他电子设备制造链条上头部优势进一步巩固。仪器仪表及文化办公用品行业在 02-07 年间增长较快, 但 2007 年后呈现出下降趋势, 此外, 近年来, 金属制品、机械和设备修理服务、通用设备制造和专用设备制造等行业上升较为迅猛。

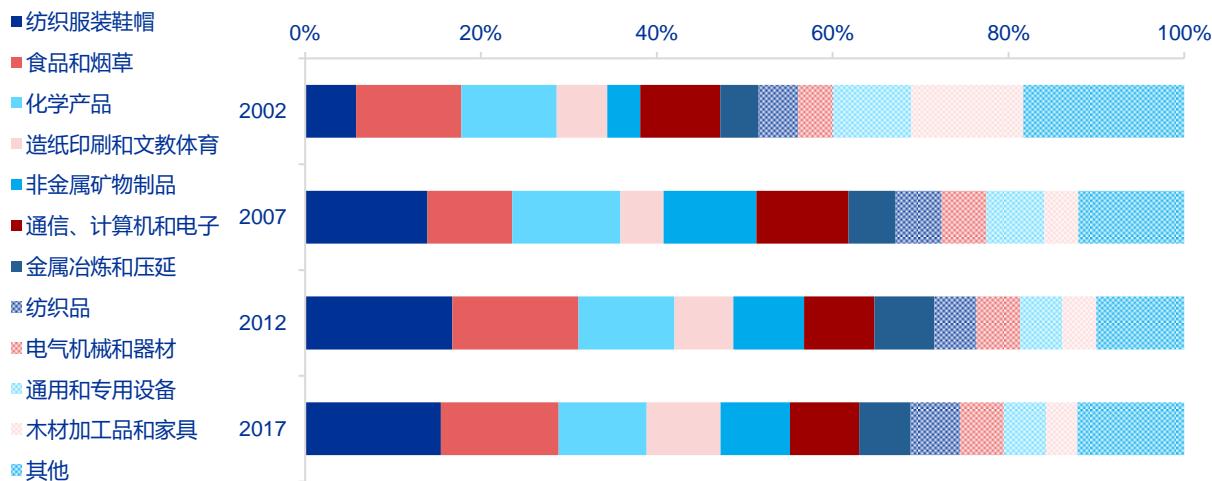
图 14: 广东各制造业行业占全国制造业行业的比重 (%)

排名	行业	2017占比	2012占比	2007占比	2002占比
1	通信设备、计算机和电子	48.33	46.65	36.69	31.66
2	纺织服装鞋帽皮革羽绒	27.20	26.39	27.48	23.24
3	电气机械和器材	25.89	27.00	28.82	26.26
4	金属、机械和设备修理服务	23.17	12.44	-	-
5	造纸印刷和文教体育	20.91	20.83	21.77	15.04
6	金属制品	17.13	19.39	21.19	19.14
7	木材加工品和家具	15.26	13.03	11.97	10.82
8	其他制造品和废品废料	15.21	14.33	19.26	43.56
9	仪器仪表	13.23	18.27	28.70	13.85
10	专用设备	12.65	8.65	7.06	5.72

资料来源: Wind, 申万宏源研究

福建和广东的产业链联系相对单薄, 通信、计算机和其他电子设备制造业持续萎缩。纺织、食品以及化工在福建的制造业增加值中占据主导地位, 分别达到了 15.4%、13.3% 和 10.0%。通信、计算机和其他电子设备制造业从 2002 年 (9.1%) 至 2017 年 (7.8%) 持续萎缩。在全国各行业中的占比方面, 福建的纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品、造纸印刷和文教体育用品、纺织品等行业总产值和制造业增加值均较高。

图 15: 广东省制造业增加值分布 (%)



资料来源: 福建省统计局, 申万宏源研究

图 16：福建制造业增加值/全国（%）



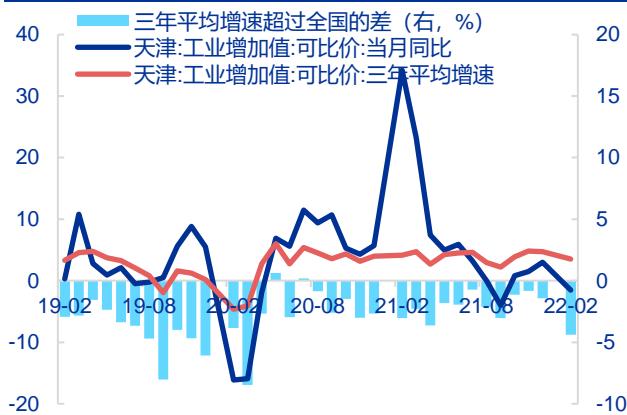
资料来源：福建省统计局，申万宏源研究

3. 疫情冲击产业链的三条路径：停工、物流阻碍、港口运输

3.1 疫情复杂化和防控升级可能直接导致工厂停工

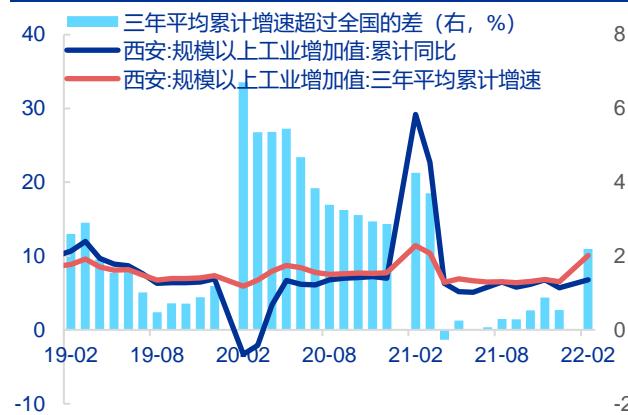
工厂集中生产的特点令工人易感，疫情复杂化情况下部分工厂可能暂停生产以防止疫情的蔓延，或因防控政策要求而停产。此前武汉、天津工业生产都不同程度地受到了疫情的直接影响。其中封城时间较短的天津工业生产受冲击幅度小于武汉，西安可能因复工较快，工业生产甚至几乎未受影响。武汉 2020 年 1-2 月规模以上工业增加值增速为-32.6%，较 2019 年全年下滑 37 个百分点，累计增速进一步在 3 月下滑至-39.7%，累计三年平均增速偏离全国水平达到-13.3 个百分点。但随着当年 3 月 11 日开始复工复产，4 月工业增加值累计同比反弹至-29.4%，累计三年平均增速和全国的偏离也收敛至-9.9%。天津封城集中在今年 1 月 10 日至 23 日，春节后复产加快，但工业生产仍受冲击，2022 年 1-2 月天津工业增加值同比-1.5%，较 2021 年全年下降 9.7 个百分点，与全国水平之差较 2021 年底扩大 3 个百分点。西安于 2021 年 12 月 23 日至 2022 年 1 月 23 日期间封城 1 个月，工业生产自 1 月 12 日起开始恢复，可能出现了春节前后复工加快的现象，今年 1-2 月西安工业增加值累计同比高达 6.8%，比 2021 全年还上行了 1.1 个百分点，三年平均增速强于全国 2.2 个百分点，较 21 年 12 月扩大 1.7 个百分点。西安工业生产恢复较好，也部分地源于西安工业规模相对较小，恢复弹性较大。

图 17：天津工业生产受疫情影响走弱（%）



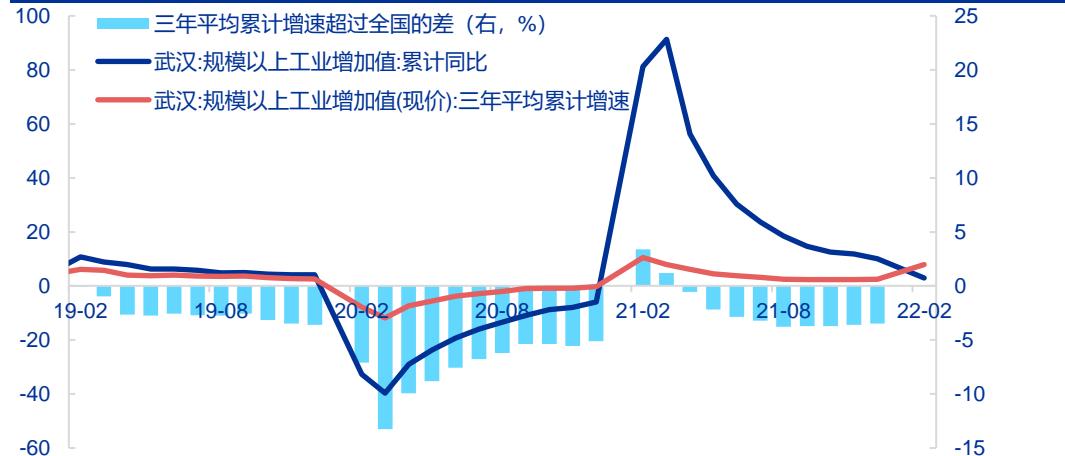
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 18：西安工业生产未收疫情影响（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 19：武汉规模以上工业增加值疫情后冲击明显（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 防控升级引致物流阻碍，零部件断供令生产低速运行

疫情复杂的背景下，工业产业链发达地区一旦实施大范围防控升级措施，供应链物流即可能出现明显受阻的情况。当前上海陆路运输量不及去年的两成，而且其中生活物资占比可能提升较多，用于供应链的运力更少，部分工厂不得不因零部件断供而被动低速运行甚至停工。3月底以来上海多地实施严格的交通管制措施，物流明显受阻。上海人员流动近乎停滞，迁入迁出指数均大幅回落。4月以来，上海市高速拥堵里程日均仅有3.6km，2020年和2021年同期则分别为12.9km和18.5km。和制造业供应链最直接相关的陆路运输更持续偏弱，全国整车货运流量4月1日-19日较2021年同期下降27.2%，上海降幅则高达82.7%，广东下降27.5%。这还未剔除运输民生保供物资的物流量占比提升的因素。也就是说，当前上海工厂能接受到的零部件原材料的量或仅为去年同期六分之一甚至更少，一旦零部件原材料库存告罄，上海区域的产能将不得不面对被动低速运行甚至停工的困扰。

图 20：上海市对交通实施管控措施

日期	道路及运输管控
3.18	截至3月18日，受疫情扩散影响，上海本地8个样本仓库设置疫情防控措施，提货驾驶员进场提货需要持有48小时核酸检测阴性报告，仓库并未停止作业，但提货时间整体延长。
3.28	2022年3月28日5时至4月1日5时，黄浦江以东及以南的浦东新区等重点区域及毗邻区域（包括浦东新区全区，闵行区浦锦街道、浦江镇，松江区新浜镇、石湖荡镇、泖港镇、叶榭镇，奉贤区全区，金山区全区，崇明区全区），所有高速公路收费站临时关闭，过江隧桥暂停通行。
3.28	2022年4月1日3时至4月5日3时，黄浦江以西的闵行区、徐汇区、嘉定区、黄浦区等重点区域及毗邻区域，包括除第一批以外的其他区域，所有高速公路收费站临时关闭，过江隧桥暂停通行。
	2022年3月28日5时至4月5日3时，嘉定区G2京沪、G15朱桥，青浦S26沪常、G50沪渝、S32申嘉湖，松江G40沪昆，金山S36亭枫、G15沪浙，崇明G40崇启等9个环沪市境陆路高速道口出沪方向实施交通管制，离沪车辆所载驾乘人员需持48小时内的核酸阴性证明。无证明不予通行。

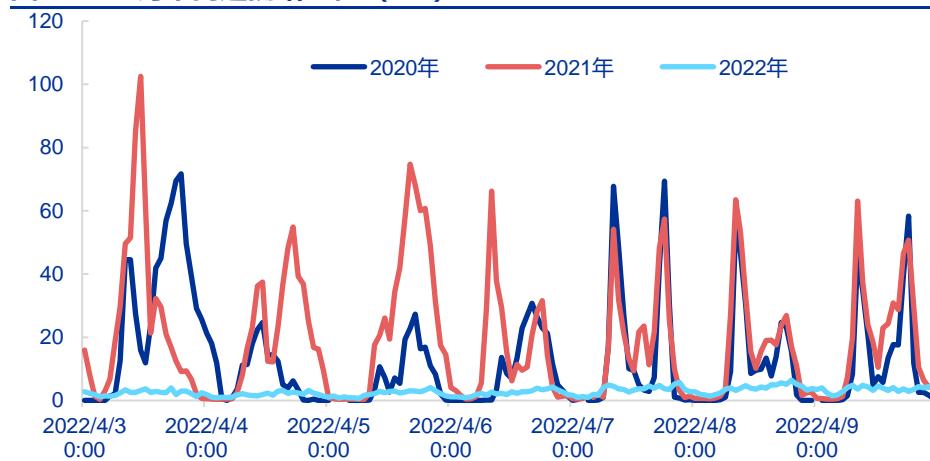
资料来源：上海市政府，申万宏源研究

图 21：上海市迁出指数大幅回落

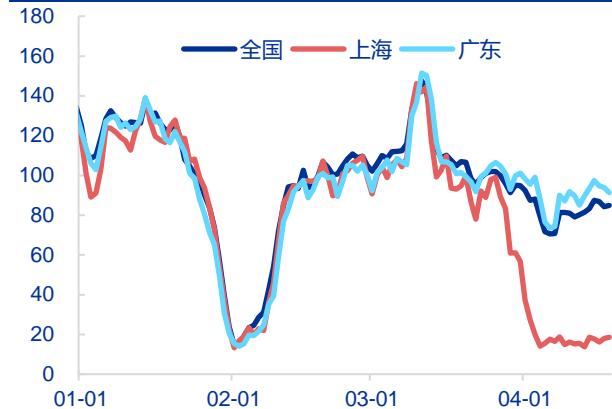

资料来源：百度，申万宏源研究

图 22：上海市迁入指数大幅回落

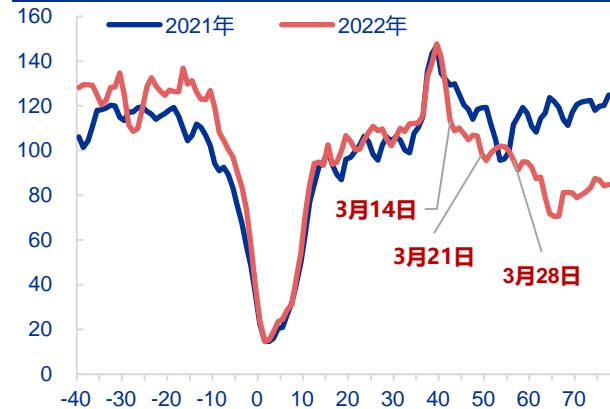

资料来源：百度，申万宏源研究

图 23：上海市高速拥堵里程 (km)


资料来源：百度，申万宏源研究

图 24: 上海整车货运量明显偏离全国水平


资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 2019 年日均=100
(下五图同)

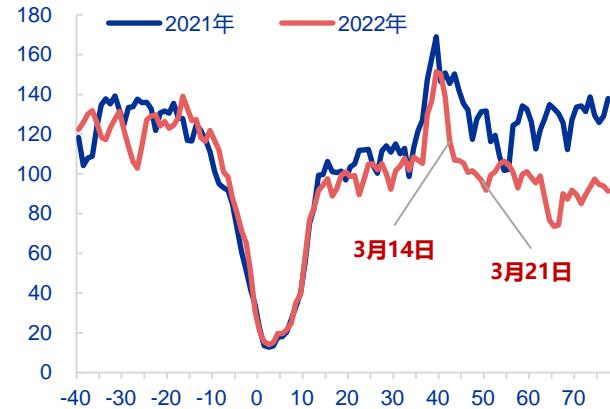
图 25: 全国整车货运量自 3 月 14 日较去年偏弱


资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 横坐标 0 为除夕

图 26: 上海整车货运流量在 3 月 28 日后大幅下行


资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 横坐标 0 为除夕

4月初, 临近上海地区也纷纷实施交通管控, 如苏州、无锡、常州等地多家高速收费站关闭双向出入口, 部分服务区也宣布关闭, 给来往运输物资的车辆造成极大的不便, 物流受阻尤为明显。4月1日-19日, 江苏整车货运量较去年同期下降41.3个百分点, 浙江下降17.9个百分点。

图 27: 广东整车货运量尚未恢复至 21 年水平


资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 横坐标 0 为除夕

图 28: 江苏整车货运流量在 3 月底后维持低位


资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 横坐标 0 为除夕

图 29: 浙江整车货运量也有所回落


资料来源: Wind, 申万宏源研究 注: 横坐标 0 为除夕

3.3 货物无法及时出港，对出口的暂时性拖累

港口运输停滞短时间内将令出口货物积压，2021年5-6月份的广深疫情最为明显。针对当时广深疫情对出口的扰动，2021年7月13日上半年进出口情况新闻发布会上，海关总署新闻发言人、统计分析司司长李魁文表示“5月下旬，广州、深圳等地发生局部疫情，部分港口出现不同程度地拥堵。从各方反馈情况来看，此次港口拥堵对部分企业的交货、收货产生了一定的影响，相关航线的运价也出现了一定的波动。随着相关地区疫情防控形势好转，目前港口通行能力正逐步恢复。6月24日，盐田港区整体操作全面恢复，所有泊位基本恢复正常作业。同时，其他港口也正全面恢复整体操作。”现阶段，上海当前通过道路运输的货物也出现一定程度的受阻现象，也将会出现类似于广深疫情对于出口的冲击。

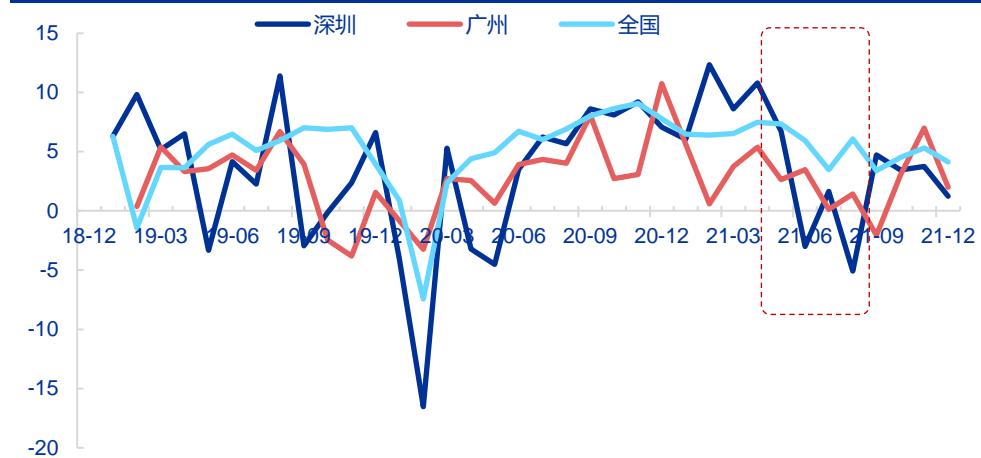
图 30：出入港口需要 48h 核酸

日期	主要内容
3.28	关于进一步明确疫情防控期间港区集装箱运输车辆通行及防疫要求的通知；集卡驾驶员需持有48h内电子核酸阴性证明，并由上港集团发放《上港集团防疫通行证》
3.29	为解决本市集卡司机核酸检测难困境，近期分别设立了临港集卡服务中心点、临港洋浩路点、浦东申东路点、浦东港电路（海徐路）点、宝山江杨北路点等5个核酸检测便民采样点。

资料来源：港口官网，申万宏源研究

疫情对港口的阻碍是暂时的，后续会有所回补，对全年影响相对有限。从货物吞吐量来看，广州和深圳自2021年5月后，货物吞吐量明显走弱且偏离全国趋势，其中尤以深圳最为明显，两年平均增速从21年5月的6.7%下滑至6月的-3.0%。不过在疫情缓解后，深圳港口货物吞吐量也有所回暖，7月两年平均增速回补至1.7%。对全国全年的出口增速影响相对较小，更多的是暂时性因素，而非长期趋势性因素。

图 31：全国和广深货物吞吐量两年平均增速（%）



资料来源：Wind，申万宏源研究

4. 上海积极保供但物流阻碍仍需明显改善才行

4.1 上海工业生产并未出现类似武汉的长期主动性停工

相较于武汉疫情期间工业生产的持续停滞，本轮上海各区域均开启保生产和保供应链举措，工业生产实质上并未出现长时间主动性停工。在本轮疫情扩散初期（3月24日），上海按照统筹推进疫情防控和经济社会发展的要求，不“停摆”，使得包括外资在内的一座座工厂依然顺利运行。即使来到3月末、4月初疫情较快扩散时期，松江部分工业企业也通过召回可返厂员工，实行园区封控，保证基本生产运行。金山、临港等地区也出台类似措施。而考虑到上海主要的工业园区也是在临港、金山、松江等地区，因此实质上上海工业生产并未出现长时间主动性停工。4月19日上海新冠肺炎疫情防控工作新闻发布会上透露的信息也证明这一点，上海市经济信息化委总工程师张宏韬表示“本轮疫情特别是3月中下旬以来，本市约有1000多家规模以上工业企业一直保持封闭生产状态，主要集中在能源、化工、电力、芯片、医药和必要防疫物资生产等领域。”

图 32：上海各区域努力保持工业生产的基本稳定

区域/部门	日期	内容
浦东	3月14日	本市客运站自3月14日起将全部暂停营运
	3月24日	上海按照统筹推进疫情防控和经济社会发展的要求，不“停摆”，使得包括外资在内的一座座工厂依然顺利运行。
	3月27日	上海港口方面也在正常运行。目前，除受极端恶劣天气影响外， 全港各生产单位保持24小时作业 。
	4月11日	上海港口方面，海关一线人员反映，当前他们所遇最大困难，在于码头和机场的装卸、搬运、分拆、理货人员短缺，造成进口货物积压，场站难以运转，这反过来也会影响海关正常验放作业。
闵行	3月14日	特别鼓励有条件的企业让这些员工居家办公； 如果实在不能安排居家办公的 ，有些可能是重要岗位，如流水线这样的工种不能缺人，就要做好个人防护，戴好口罩，在工作期间和其他人员保持相应的距离。
宝山	3月16日	关于鼓励企业采取居家办公等灵活措施的倡议书：提倡居家办公、在线办公； 提倡轮班上岗、错峰上下班 ；严格落实防疫措施、切实做好个人防护， 积极组织员工配合做好核酸筛查工作，场内配备相关消杀物资并做好消杀工作 。
	3月25日	今年一季度，宝山区经委聚焦“稳增长”中心工作，针对区内500多家规模以上工业企业和190多家亿元产值以上工业企业产值增量减量幅度较大的制造业企业，梳理形成40家重点走访的企业名单，第一时间帮助企业解决生产经营过程中的“急难愁盼”的瓶颈问题， 注重招工、融资难问题 。
金山	4月2日	疫情发生以来，金山区坚持生产物资保流通，加强跨省市对接沟通，协调区内区外产业链上下游企业原材料、半成品等供需对接， 加大长三角毗邻地区通关协调力度，确保产业链供应链稳定，支撑企业正常生产经营 。 区经委（商务委）根据市经信委要求，制定下发《关于稳定产业链供应链相关工作的通知》，快速对接重点企业办理江浙物流运输商请函和江浙电子通行证，保障生产采购和物流通行稳定。
松江	3月31日	为全力确保区内重点生产企业供应链、产业链稳定、顺畅运行，解决疫情期间跨省市运输车辆“进不来”“回不去”的难题，区经委坚持上下联动开辟“绿色通道”，通过积极沟通协调市经信委，动态指导各街镇建立跨区域协调运输机制， 对重点防疫物资、重点工业企业开具“上海防疫物资保障通行证”，协调外省市尤其是长三角区域凭证优先放行运输车辆和司乘人员 。“自3月17日以来，我们积极协调区内111家重点生产企业跨省市物流需求共计千余件”
临港	3月23日	很多临港新片区企业在配合区域网格化筛查的同时，企业想方设法降低对生产线的影响。经过梳理，临港全部规模以上生产企业， 目前人员到岗率达到8成 。临港一批人数多、产出贡献较大的重点生产企业和行业龙头， 基本正常生产，确保新片区80%以上的产值贡献得到保障 。
	4月8日	临港机器人基地员工“逆行”保卫供应链 ：3月27日晚，相关封控通知发布后，到翌日凌晨2时，200多名员工有91名员工前往工厂，“逆行”保障交付节点。
市经信委	4月20日	本轮疫情特别是3月中下旬以来， 本市约有1000多家规模以上工业企业一直保持封闭生产状态，主要集中在能源、化工、电力、芯片、医药和必要防疫物资生产等领域

资料来源：各区政府，申万宏源研究

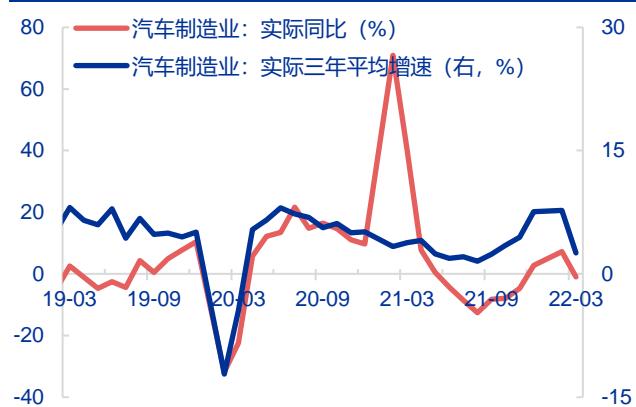
图 33：上海各区域产业集群

区域	产业区	主导产业
浦东新区	金桥经济技术开发区	该区聚集了汽车、新能源、新一代信息技术等领域的一批重量级企业，先进制造业和生产性服务业相互融合促进。
	张江高科技园区	该区已形成集成电路、生物医药、软件及文化创意和新能源、新材料等战略性新兴产业集群。
	临港产业区	该区已形成重大装备制造、集成电路、人工智能、生物医药及民用航空为主导的产业集群。
嘉定区	嘉定工业园区	该园区北区是上海市工业布局中的重点区域，以高科技、高效益、环保型的现代制造业为产业导向。
闵行区	莘庄工业区	该区电子信息、机械及汽车零部件、重大装备制造、新材料及精细加工为主导产业。
青浦区	青浦工业园	该园区已基本形成“4+4”产业格局，即：精密机械即装备制造业，生物医药、新材料、电子信息等四大主导产业和印刷传媒、快速消费品、民用航空、人工智能等四大新兴产业。
金山区	金山工业区	该区主导产业为生命健康产业、智能制造产业和新一代信息技术产业。
松江区	松江经济技术开发区	该区已形成集成电路、生物医药、新能源、新材料、现代装备、电子信息、食品加工等特色产业。

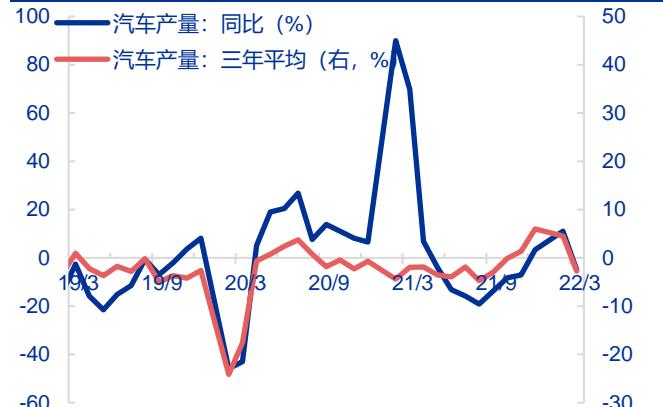
资料来源：上海市政府，申万宏源研究

4.2 工业生产掣肘主要在于供应链物流困难

上海产业链分工高度精细化，而由于疫情防控升级导致的供应链物流问题，原材料零部件短缺可能导致上海大部分工业企业后续面临被动减产停产的风险，其中汽车产业链最为典型。上海产业链整体分工高度精细化，产业链较长，对上游原材料的供应依赖度颇高，而本轮上海疫情以及防控大范围升级，最直接的冲击领域是生产生活资料的物流运输，客观上导致上海大部分工业企业可能不得不面临被动减产停产的巨大风险。譬如上海最重要的汽车产业链，大量企业均表示因零部件供应链问题，而不得不被动实施减产停产。在吉林和上海均受疫情冲击的背景下，全国汽车产量增速明显下行，同比下降 7.3pct 至-2.7%，三年平均增速亦下降 5.5pct 至-2.1%。汽车制造业增加值也同步下降，实际同比下降 8.2pct 至-1.0%，三年实际增速下行 5.2pct 至 2.6%。

图 34: 3 月汽车增加值增速下降明显 (%)


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 35: 3 月汽车产量下降明显 (%)


资料来源: CEIC, 申万宏源研究

而对供应链物流依赖度低的行业，即使布局在上海，受本轮疫情影响的程度也非常微弱，比如钢铁行业。钢铁行业的产业链较为集中且陆运依赖度低，从海外进口铁矿石、海运煤炭，到港后再到钢铁产成品之间几乎不需要陆运支持，分工环节较少，生产受本轮疫情影响较小。根据 4 月 6 日中国钢铁新闻网报道，上海最大钢铁厂没有因为疫情影响正常生产。这也反映在 3 月黑色金属冶炼及压延加工业的生产上，实际同比小幅改善 1.3 个百分点至-1.6%，三年平均增速 (-0.2pct 至 4.8%) 基本稳定。

图 36: 3 月黑色金属冶炼及压延加工业受疫情影响较小 (%)


资料来源: Wind, 申万宏源研究

4.3 物流阻碍已得到国务院重视，初现缓解曙光

国务院联防联控机制和交通运输部对保障物流畅通接连做出部署，预计后续供应链短缺对工业生产的负面影响将逐步减轻。李克强总理于 4 月 6 日、4 月 7 日分别主持召开国务院常务会议、专家和企业家座谈会，指出目前疫情防控形势严峻，但亦传达出更强的稳增长导向，重点关注当前运输物流、产业链稳定等供给侧冲击的关注，会议重点强调“加强协调，保障交通主干线、港口等骨干网络有序运行，在服务货车司机、缓解货运经营者困难、降低物流成本等方面研究采取针对性措施，促进国际国内物流畅通，维护产业链供应链稳定。”同日交通运输部亦召开物流保障协调工作机

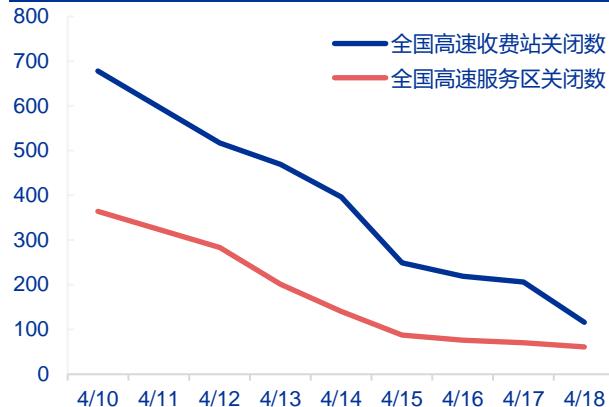
制会议，强调全力保障货运物流特别是重要生产生活物资运输畅通，确保“一断三不断”：“一断”是指坚决阻断病毒传播渠道；“三不断”是公路交通网络不断、应急运输绿色通道不断、必要的群众生产生活物资运输通道不断。4月18日，刘鹤出席全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议并讲话，要求“足量发放使用全国统一通行证，核酸检测结果48小时内全国互认”。

图 37：国务院联防联控机制和交通运输部对保障物流畅通接连做出部署

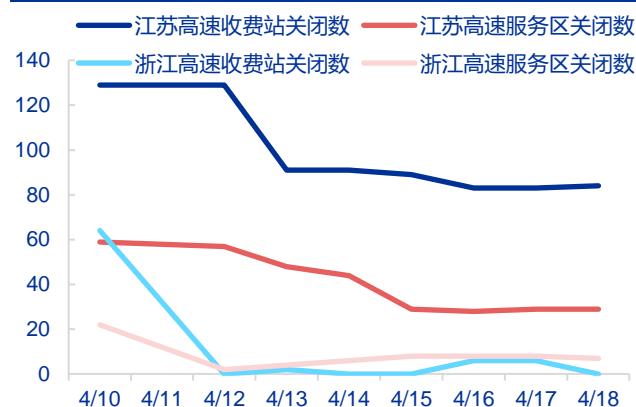
日期	文件/会议/部门	主要内容
4.11	国务院联防联控机制印发《通知》切实做好货运物流保通保畅工作	严禁擅自阻断或关闭高速公路、普通公路、航道船闸，严禁在高速公路主线和服务区设置防疫检查点，高速公路防疫检查点应设在收费站外广场及以外区域，具备条件的地方要配套设置充足的货车专用通道、休息区，不得擅自关停高速公路服务区、港口码头、铁路车站和航空机场，确需关停的，要按规定报批。优化防疫通行管控措施。因疫情需对地级城市市辖区和县域、地市级及以上城市实施全域封闭管理的，防疫通行管控措施分别由地市级、省级联防联控机制批准并公布。不得随意限制货运车辆和司乘人员通行，不得以车籍地、户籍地作为限制通行条件，不得简单以货车司乘人员、船员通信行程卡绿色带*号为由限制车辆船舶的通行、停靠。
4.11	交通运输部召开物流保障协调工作机制会议部署落实货运物流保通保畅工作	部分地区政策落实不到位、层层加码的问题仍然存在，长三角等部分涉疫地区物流运行不畅问题较为突出，必须采取更加切实有效措施，着力打通堵点卡点，保证全国物流运行顺畅，加强货车司机服务保障。一是严禁在高速公路主线和服务区设置防疫检测点，严禁擅自关停高速公路服务区，确保全国交通运输干线畅通。二是要建立统一格式、全国互认、办理便捷的通行证制度，确保通行证全国通行。三是要依法依规制定通行管控措施，不得层层加码、一刀切，确保通行管控政策统一。
4.12	交通运输部	根据部署，各省级交通运输主管部门要组织有关单位，立即对本区域内关停的高速公路服务区、收费站开展全面排查。对未经省级联防联控机制(领导小组、指挥部)批准的，要立即开展重新审核，逐条核实、逐条规范。对不符合关停要求的，要立即恢复正常运行。对符合关停要求并经省级联防联控机制(领导小组、指挥部)批准关停的，要及时向社会公布关停信息、关停原因、拟采取措施、预计开通时间和绕行方案等相关信息，同时，采取有效措施，尽快恢复使用。关停期间，高速公路服务区要继续保留加油、如厕等基本公共服务功能，满足群众基本服务需求。
4.17	交通运输部	各省(区、市)高速公路共关闭收费站206个，比4月10日减少472个，下降了69.62%；共关停服务区70个，比4月10日减少294个，下降了80.77%。
4.18	全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议	国务院副总理刘鹤出席会议并部署十项重要举措，会议要求要足量发放使用全国统一通行证，核酸检测结果48小时内全国互认，实行“即采即走即追”闭环管理，不得以等待核酸结果为由限制通行。要逐个攻关解决重点地区突出问题。要着力稳定产业链供应链，通过2000亿元科技创新再贷款和用于交通物流领域的1000亿元再贷款撬动1万亿元资金，建立汽车、集成电路、消费电子、装备制造、农用物资、食品、医药等重点产业和外贸企业白名单。

资料来源：上海市政府，申万宏源研究

根据交通运输部数据显示，封闭的高速公路开始解封，物流阻碍已经开始有所缓解。截至2022年4月18日，各省(区、市)高速公路共关闭收费站116个，比4月10日减少562个；共关停服务区61个，比4月10日减少303个。长三角方面物流阻碍也有所缓和，上海高速收费站并未封闭，而浙江在4月12日后高速基本疏通，江苏关闭的收费站个数也从10日的129下降至18日的84，也呈现出明显的缓解迹象。

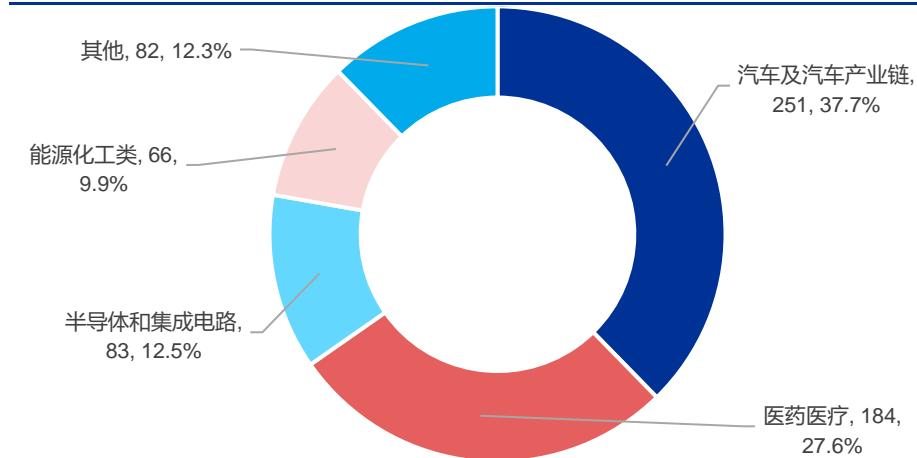
图 38：全国高速关闭情况明显缓解（个）


资料来源：交通运输部，申万宏源研究

图 39：长三角地区物流阻碍有所缓解（个）


资料来源：交通运输部，申万宏源研究

随物流阻碍有所缓和，上海市已经着手开始复工复产，集中资源优先保障集成电路、汽车制造、装备制造、生物医药等重点行业 666 家重点企业。4 月 15 日，工信部发布消息，“4 月 5 日，部党组成员、副部长、上海前方工作组组长王江平召开视频会议，研究建立产业链供应链诉求应急协调机制，设立工业和信息化领域保运转重点企业‘白名单’，集中资源优先保障集成电路、汽车制造、装备制造、生物医药等重点行业 666 家重点企业复工复产”。4 月 16 日，上海市经信委发布《上海市工业企业复工复产疫情防控指引（第一版）》，要求在确保风险可控的前提下，有力有序有效推动企业复工复产，保障产业链供应链安全稳定。

图 40：666 家重点企业多分别在汽车、医疗和集成电路产业链（个，%）


资料来源：财新，申万宏源研究

4.4 深圳全域静态管理时间短，电子产业链几乎未受影响

深圳电子产业链龙头企业在 3 月中旬的全城静态管理期间纷纷配合政策停产，但因仅持续一周，并且未出现供应链物流困难，生产方面几乎没有收到实质性影响。深圳集中封城令疫情很快缓和，当地工业生产在封城阶段受到冲击，但冲击持续时间仅有一周，对深圳市的工业生产以及对全国工业生产的影响相对有限。

图 41：深圳企业受疫情影响时间基本为一周

企业/商圈	政策
华强北商圈	3月20日，华强北街道疫情防控指挥部发出通知称，华强北商圈(封控区、管控区除外)各类专业市场、商场在遵守防疫政策，严格落实防疫措施的前提下，可保持正常的生产经营活动。
某大型台资集团	为配合当地政府新冠肺炎疫情防控工作，3月14日起暂停营运，3月21日基本恢复正常工作秩序和生产经营。
某触控面板厂家	配合当地政府防疫要求自3月14日起短暂停工，目前依深圳市发布之最新通知，已自3月21日起恢复生产运营
某触摸屏厂商	3月20日，受深圳市近期疫情防控原因，部分员工不能正常上班，工厂部分产品生产和正常办公受到一定不利影响，但随着近日深圳市逐步调整疫情防控政策，企业复工复产逐步转入正轨。
某PCB厂家	3月25日表示公司PCB业务目前产能利用率高于80%。

资料来源：凤凰网，网易，申万宏源研究

从3月工业增加值数据中也可以看出，深圳作为电子产业链的重镇，其封控一周对计算机、通信和其他电子设备3月生产影响极小，不足1个百分点。3月计算机、通信和其他电子设备制造业增加值实际同比仅小幅下行0.2个百分点至1.5%，即使剔除基数，三年平均增速也仅下行1.5个百分点，尚处于疫情后较高水平，且明显小于全国制造业下降幅度，显示深圳复工复产后加速生产，已经基本弥补一周停工的损失。

图 42：3月深圳封控对计算机、通信和其他电子设备生产影响较小（%）


资料来源：Wind，申万宏源研究

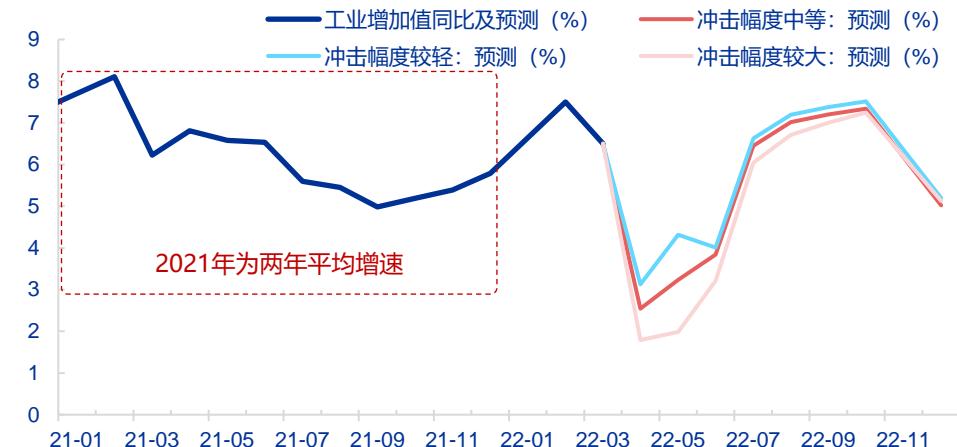
5. 压力测试：4月工业生产拖累约2.5%，复工越早影响越小

5.1 测算4月全国工业增加值或受2.5%左右冲击

结合上述梳理，上海疫情或主要影响汽车、机械设备两大产业链，电子产业链也可能受到一定牵连。我们综合考虑上海产业链对苏浙两省的外溢效应，预计4月工业增加值受疫情冲击的幅度约在1.9%-3.2%之间。考虑汽车、机械设备等先进制造业和装备制造业面临同等冲击幅度，假设以上海大型汽车厂产能收缩40%为基准，分别以30/40/50个百分点收缩幅度为轻、中、高为假设。同时假设其他物流依赖度不高的行业生产受冲击幅度较小（假设为先进制造和装备制造的一半），则疫情对上海的冲击可能令全国工业增加值分别回落0.9、1.2和1.5个百分点。如果考虑江苏和浙江机械设备产业链也遭遇连带拖累，冲击幅度假设是上海的四分之一，则可能进一步拖累4月全国工业生产1.0、1.3和1.7个百分点。综合以上两个方面，考虑轻、中、高三种冲击幅度，则4月份全国工业增加值因疫情影响或分别下降1.9、2.5和3.2个百分点左右。

同时考虑到疫情对工业生产影响越大，居民的收入损失也就越明显，未来居民对于消费就会越谨慎，需求的收缩令工业生产难以快速回到疫情前水平，轻、中、高三种幅度对2022全年工业增加值同比增速的冲击分别为-0.1%、-0.3%和-0.6%。若上海封控仅在四月内，且冲击幅度较小，则或可以在5月见到工业生产的回补，6月后回到正常的路径之上，22Q2-Q4的工业增加值实际同比分别为3.8%、7.1%和6.3%，全年增速5.9%，较前期预测-0.1个百分点。若中等冲击，则生产-就业-居民收入-消费的链条开始受到小幅影响，4月损失的产能可能不会回补，22Q2-Q4的工业增加值实际同比分别为3.2%、6.9%、6.1%，全年增速5.7%，较前期预测-0.3个百分点。若疫情防控对工业生产的冲击缓解较为缓慢，则可能出现部分产能的收缩，同时对居民收入和消费的影响将更为显著，预计四季度才可能回到正常的增长路径上，且难有回补。预计22Q2-Q4的工业增加值实际同比分别为2.4%、6.6%和6.1%，全年5.4%，较前期预测-0.6个百分点。

图 43：三种冲击幅度下工业增加值同比增速的预测（%）



资料来源：CEIC，申万宏源研究

5.2 港口受阻拖累出口，但解封后有望回补

上海疫情直接影响到全国最大的出口海港产业链物流，不但将直接以更大的幅度冲击 4 月出口，甚至可能进一步向上游电子和机械产业集群生产形成抑制作用，但在深圳复工复产和国务院以及交通运输部对物流阻碍的积极关切下，4 月出口或仍有一定韧性。但全国出口有两大改善来源，一是深圳已经复工复产，广东的计算机通讯和电子设备产业可能会恢复至正常，且港口恢复正常，出货量回到正常水平；二是国务院和交通运输部已经关注物流阻碍的负面效应并正在采取积极措施应对，或对工业生产的拖累有所缓和。中国欧盟商会副主席、上海分主席表示，当地一些欧盟商会成员企业估算，上海港近期货物处理量比往常下降了 40%，尽管宁波港填补了一部分缺口，但加总后平均缺口估计约为 15-20%。考虑上海出口金额占全国 20.5% 的比重，预计 4 月全国出口增速或受到 4-8 个百分点的拖累，从而预计 4 月出口同比增速可能下滑至 5.0%-9.5% 区间内，5-7 月疫情如能结束或可重回外需相对旺盛的拉动通道，出口同比或阶段性反弹至 12%-15% 左右，而 8 月起随着外需拐点的确认，我国出口可能开始趋势性回落，4 季度同比或降至 5% 左右。我们在一季度出口数据公布后小幅下修了全年出口同比、进口同比增速预测至 11% 和 7.8%，但预计净出口仍将维持全年 0.8 个百分点的实际 GDP 增长拉动。为接近年初 5.5% 的经济增长目标，仅依赖今年尚可维持的出口是不够的，稳增长政策还需直面疫情大幅抑制的国内消费，并需拿出更大力度的政策刺激工业生产迅速恢复。

图 44：上海出口金额占全国出口 20.5%左右 (%)



资料来源：CEIC，申万宏源研究

5.3 预计后续政策强调畅通物流、刺激消费两大方向

首先，预计近期政策仍将持续强调保证防控更快见效。如果疫情防控无法快速见效，以上海仅有去年不到 20%的货运量，是无法满足工业生产正常的物料需求的，一旦企业的库存耗尽，即使采取封闭管理措施也无法正常生产，所以必须采取更为果断的措施，尽早实现“社会面清零”目标，以此保证工业生产和港口运输的有序恢复。若疫情迟迟得不到缓解，长期以往，工业产能可能面临永久性收缩风险，对未来中长期经济增长构成潜在拖累。

其次，当前需快速畅通供应链物流，保障交通运输设备、机械装备、电子产业链物流完整高效。畅通供应链物流是当前形势下企业生产迅速恢复的基本前提，离开供应链物流，仅靠财政货币政策给企业纾困也是无法见到工业生产的快速恢复的，也就意味着居民就业、收入和未来的消费和投资的购买力也将持续受到削弱。当前国务院联防联控机制和交通运输部已经启动相关的政策努力，期待长三角地区的供应链物流保障水平近期能有迅速的改善。

此外，预计财政政策还将进一步发力，以较为可持续的方式提升居民收入分配比例，以更加直接地拉动居民商品和服务消费，恢复供需良性循环。个税减税作为促进消费可持续性较好，见效较快的政策，近期推出的必要性有所提升。疫情将不可避免地对商品和服务消费形成直接冲击，在这种情况下，能够直接给中等收入群体的居民增加收入、并较好地向可选商品和服务消费形成传导的个税减税类政策可能重回决策层视野。从 2022 年财政融资来源来看，是能够支撑年化 5000 亿左右的增量个税减税操作的，而且因个税税率超额累进，减税三四年之后个税收入即可基本重回减税前的财政收入占比，其对财政带来的融资压力是阶段性可修复的。

若工业生产面对上文中我们测算的较大幅度的冲击情形，政策后续要将全年工业增加值实际同比稳定在 5.6-5.7% 左右相对正常的水平，则需要年化拉动商品消费约 2000 亿左右。这一规模或可以通过个税减税年化 6000 亿（新增 5000 亿左右）来

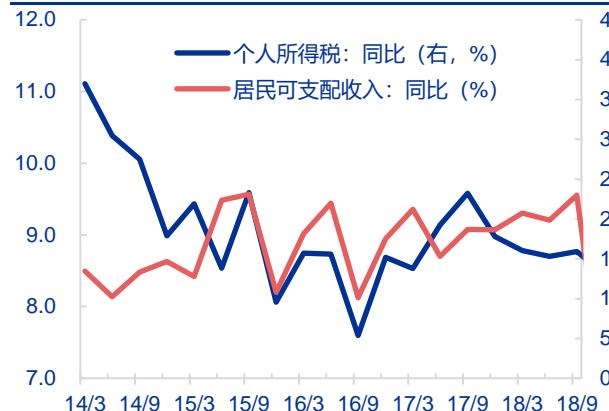
满足, 将超过 2018 年个税减税规模, 并对下半年服务消费形成增量支持。若二季度就能落地, 则可能拉动全年工业增加值实际同比 0.2-0.3 个百分点, 以对冲疫情影响。

图 45: 个税占一般预算收入比重将回到 18 年水平



资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 22/23 年为预测

图 46: 个税累进税制令其对收入弹性持续上升 (%)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究

图 47: 免征额与月均收入比例也将突破 17 年水平



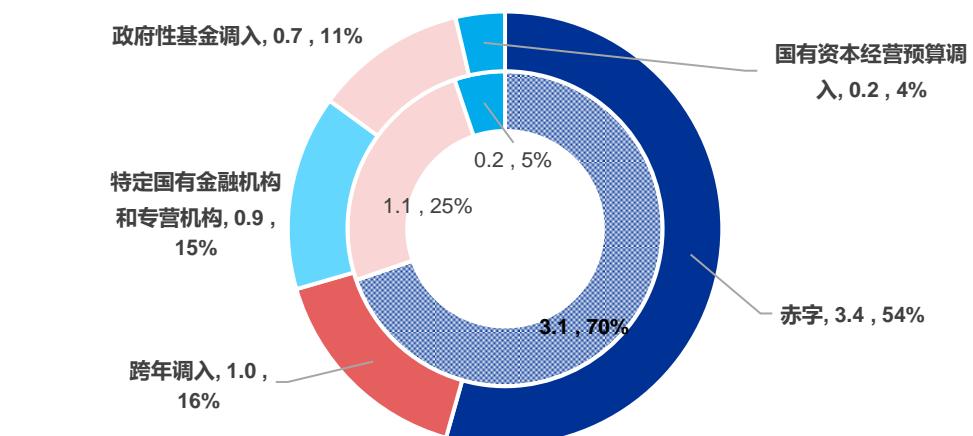
资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 22/23 年为预测

图 48: 居民可支配收入占 GDP 比重或将连续回落



资料来源: CEIC, 申万宏源研究注: 22/23 年为预测

图 49: 财政收支缺口资金弥补结构 (万亿元, %)



资料来源: CEIC, 申万宏源研究 注: 21 年 (内) 22 年 (外)

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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受到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysc.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysc.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysc.com

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。