



宏观专题

从“温饱式复工”到“全面复工”的经济次序

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《如何定量评估 2022 年“宽信用”——流动性创造系列专题之一》

《2022 年流动性缺口有多大？——宏观年度展望之货币与信用篇》

《降息又降准，股市何时上涨？——流动性创造系列专题之三》

《央行反复强调“超储率”有何深意？——流动性创造系列专题之四》

《Flight-to-Quality、信用债策略应如何变——流动性创造系列之五》

《股债市场的外资流出压力有多大》

《中美利差收窄如何影响货币政策？》

投资要点:

- **上海疫情防控进入“长尾”阶段。**将疫情后的复工复产进程划分为两个阶段：管控区外“社会面清零”之后的“温饱式复工”阶段，以及存量病例清零之后社会和经济秩序恢复的“全面复工”阶段。**在存量病例尚未清零、封控措施还未取消之前，上海处于“温饱式复工”的阶段，距离社会面清零、乃至累计病例清零还有较长距离，4月至5月或是疫情拖累的经济增长低谷期，预计6月份进入常态化防控的“全面复工”阶段后，疫后经济或迎来全面复苏。**

➢ **疫后复苏的次序：**参考 2020 年疫情后经济复苏的顺序来看，经济基本面沿着“工业生产恢复→地产投资上行→基建投资转正→出口增速好转→消费恢复→制造业投资上行”的路径依次进行。

➢ **疫后复苏的缩影：**2022 年 3-4 月制造商和经销商库存因销售遇冷、物流受阻而上行，库存被动累积的情形和 2020 年 2-3 月份类似，当全面复工复产疏通交通运输后，库存或迎来脉冲性回落。而汽车行业的底部就取决于复工的进展，**“温饱式复工”仅仅是初步减轻供应链断裂风险、纾解重点企业现金流压力，汽车行业的底部或只能等到上海兑现全面复工之后才有望见到。**

- **从能源消费看国内经济活动：**华东地区能源消费对全国煤炭消费的影响举足轻重，而在当前“温饱式复工”的态势下，工业用电和电煤消费或还将继续处于低位波动，不过随着夏季居民用电来临，并且二季度末至三季度上海恢复常态化防控，进入“全面复工”阶段，工业用电和居民用电高峰叠加或瞬间加大煤炭供需失衡的压力。
- **从上游产品看复工复产活动：**由于疫情防控天然存在需求抑制的作用，供需之间错位的相对变化就表现为库存的波动，我们选取几类商品库存试做分解，从目前大宗商品库存与价格的表现来看，**基建产业链强于地产投资链、地产后端需求强于前端需求。**
- **风险提示：**(1) 疫情演化超预期：上海和北京等地疫情防控仍是最大基本面；(2) 海外经济形势超预期：滞胀还是衰退影响出口基本面；(3) 稳增长政策效应不及预期：物流、供应链复苏放缓，延迟开工等在疫情防控下面临不确定性。

内容目录

1. 复盘：2020 年疫后复苏的次序	3
1.1. 疫后复苏的缩影：汽车行业	3
1.2. 疫后复苏的次序：先供给、后需求	5
2. 防疫长尾效应：从“温饱式复工”到全面复工	8
2.1. 从能源消费看国内经济活动	8
2.2. 从上游产品看复工复产活动	9
3. 风险提示	12

图表目录

图 1：2022 年 3 月份乘用车销量和零售额当月增速转负	3
图 2：2022 年 3 月份乘用车销量和零售额大幅下滑	3
图 3：2022 年 3 月份乘用车从去库转为累库	4
图 4：2022 年一季度经销商库存系数上行	4
图 5：2022 年 3 月份重型货车销量大幅下跌	5
图 6：2022 年 3 月份汽车制造业工业增加值增速下探	5
图 7：工业增加值和产能利用率差值走势	6
图 8：分行业工业增加值和产能利用率差值走势	6
图 9：2020 年汽车销售和商品房销售之间形成共振	7
图 10：2020 年四季度之后社消再度走弱	7
图 11：4 月份以来疫情防控态势下电厂耗煤维持低位波动	8
图 12：2022 年以来电长煤耗总量和库存量持续下降	8
图 13：2022 年疫情冲击下螺纹钢累库压力不及 2020 年	9
图 14：2022 年 3-4 月上海线材累库但全市场线材延续去库	9
图 15：2022 年 3 月至 4 月平板玻璃制造商被动累库	10
图 16：2022 年 3-4 月水泥制造商被动累计库存	10
图 17：3 月中旬之后钢铁累库压力开始抬升	11
图 18：2022 年 3-4 月冷轧和热轧库存走势分化	11

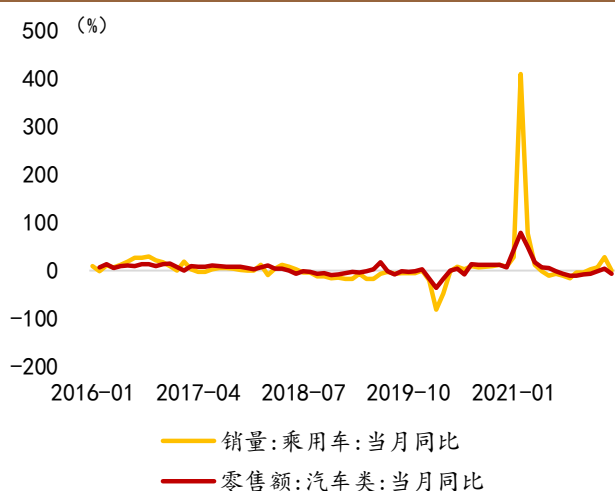
2022年3月至4月，全国多地疫情拖累经济增长，从一季度投资、消费、出口等经济数据来看，3月份多项指标比1-2月份出现明显下滑，除基建投资之外，消费和制造业等顺周期性较强的内生增长动力放缓，经济总量“稳增长”压力上升。随着4月末上海疫情渐显拐点，复工复产也被提上日程，5月5日经信委透露上海1800多家重点企业，复工率已超过70%，首批666家重点企业复工率超过90%。被阻断的产业链、供应链在社会面清零的目标兑现之后或陆续迎来修复。可以将疫情后的复工复产进程划分为两个阶段：管控区外“社会面清零”之后的“温饱式复工”¹阶段，以及存量病例清零之后社会和经济秩序恢复的“全面复工”阶段。在前一阶段，被疫情中断的产业链率先复苏，供给端边际向好且强于需求端；在后一阶段，扩大内需等政策开始落地发力，需求端的恢复程度或决定经济和行业景气度的走向。在存量病例尚未清零、封控措施还未取消之前，上海处于“温饱式复工”的阶段。

1. 复盘：2020年疫后复苏的次序

1.1. 疫后复苏的缩影：汽车行业

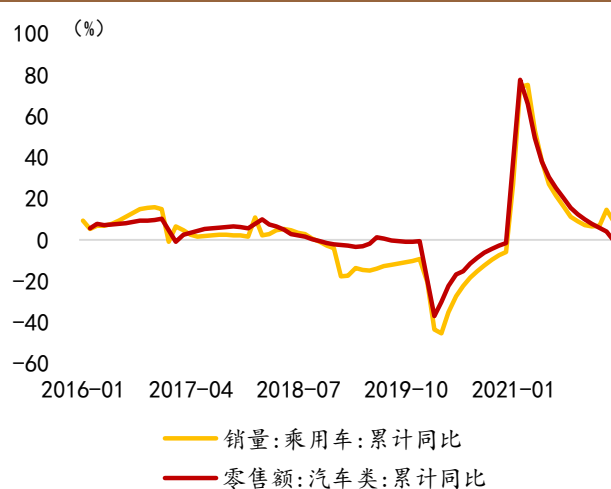
由于汽车行业产业链庞杂、上下游涉及面广泛，在每轮疫情冲击时，汽车行业几乎都是影响最大的行业。2020年疫情来袭时，汽车制造业工业增加值累计同比增速在1-2月份坠落至-31.80%，1-3月份缓慢回升至-26%，直到2020年7月份才缓慢恢复到正值1.10%的水平。梳理2020年一季度疫情冲击后的行业复苏过程，作为疫情冲击下经济复苏的一个缩影，汽车行业极具代表性：（1）供给和需求复苏次序有别，导致体现汽车行业供需矛盾的库存变动成为疫后复苏从“供给复苏”转入“需求复苏”的枢纽；（2）从分类看，重卡和工程车与基建投资相关性较高，复苏较早较快，而体现居民终端需求的乘用车销售在各地政府陆续出台消费刺激政策的推动下缓慢回升，供需之间的错位也体现为库存的变动。

图 1：2022 年 3 月份乘用车销量和零售额当月增速转负



资料来源：Wind，德邦研究所

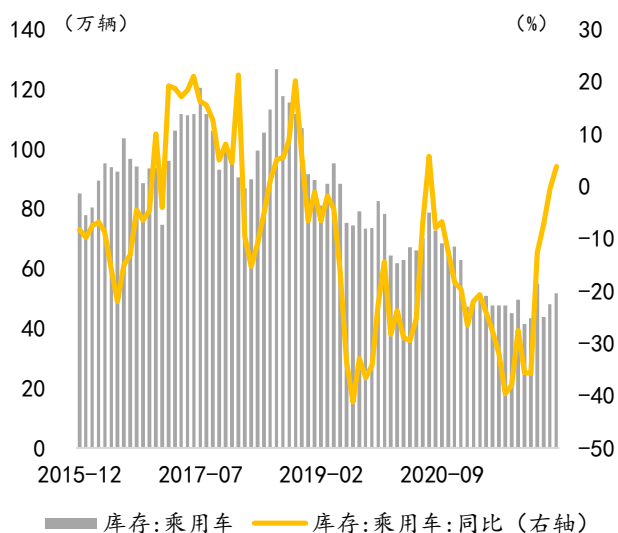
图 2：2022 年 3 月份乘用车销量和零售额大幅下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

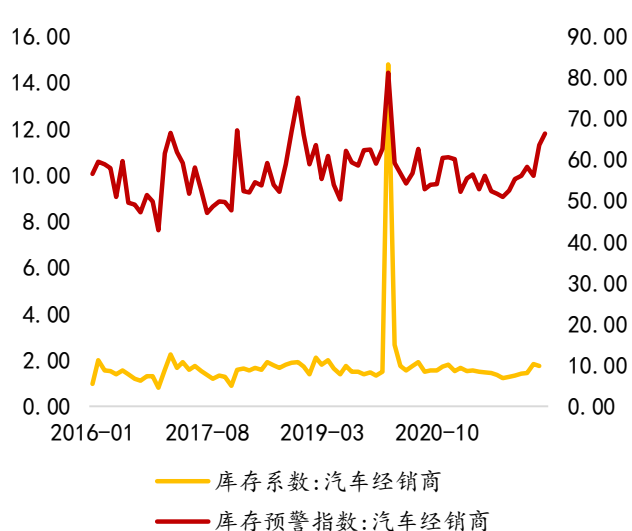
¹ 2022年5月4日，在上海民主建国会上海市委召开的“企业帮扶政策解读和问答”会议上，上海市发改委副主任阮青使用“温饱式复工”概括目前企业复工现状。

图 3：2022 年 3 月份乘用车从去库转为累库



资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：2022 年一季度经销商库存系数上行

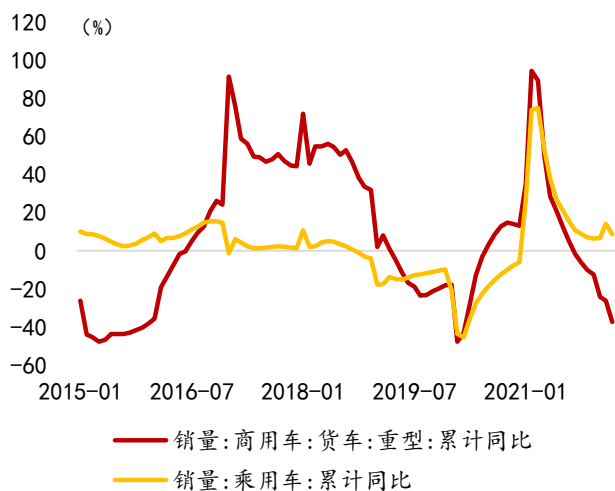


资料来源：Wind，德邦研究所

4 月份乘用车销量或触及本轮疫情底部、经销商库存被动累积。乘用车销售有两种统计口径：一种是中汽协统计口径，另一种是统计局汽车类零售额口径。两者之间走势长期一致，但是也经常出现短期的背离，2022 年一季度，中汽协口径统计乘用车销量累计同比增速还有 8.99%，3 月份单月同比增速为-0.55%。但是统计局口径汽车类零售额累计同比增速已经降至-0.30%，3 月份当月同比增速为-7.50%。统计局口径汽车销量大于中汽协口径的原因在于：一方面汽车单价涨跌会使零售金额口径的社消波动大于中汽协的数量口径；另一方面则是中汽协和统计局统计的是不同交付环节的汽车销售，汽车从制造商到终端零售客户之间还需要经销商，中汽协统计的是汽车从制造商出厂的到经销商的交付、统计局则是统计从经销商到终端客户环节的交付，因此两种统计口径之间的分歧就显现出在制造业交货和销售上牌之间交付环节存在时滞，会体现在经销商库存变化。

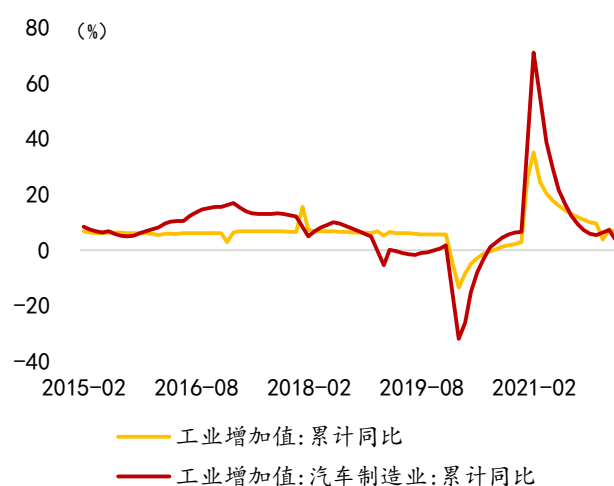
当 3 月份疫情对吉林、上海等汽车行业制造业重镇形成冲击时，经销商库存即显现抬升迹象，从中汽协发布的乘用车库存系数来看，库存预警指数从 2 月份 56.10 上升至 66.40，截止 3 月份经销商库存指数保持在 1.75。回顾 2020 年 2 月份，疫情爆发曾经导致经销商库存出现被动累积，而后在复工复产之后库存系数下降，但是复工复产在推动厂商交付和终端零售方面发挥的作用并不一致：当疫情突然来袭、延迟复工时，供应链中断导致制造商延迟交付订单、消费链中断导致经销商累积库存，而当复工复产之后，恢复的供应链根据前期订单生产并交付，带动供给端的修复；终端消费也会因为延迟提车等需求的释放而短暂恢复，但是终端消费的持续上行需要有持久的推动因素。分用途来看，2020 年一季度之后，随着基建投资回暖、交通物流恢复，工程重卡和物流重卡需求释放，重型货车率先进入复苏期并且高景气度延续至 2021 年上半年。乘用车则在多地政府刺激新能源汽车消费的条件下，迟至 2020 年三季度销量累计同比增速回正。在此期间，因疫情原因累积的经销商库存存在全面复工复产后迎来一次脉冲性的出清，但是随着疫后复苏从“供给”转入“需求”主导，库存也在二季度末出现阶段性上行。

图 5：2022 年 3 月份重型货车销量大幅下跌



资料来源：Wind，德邦研究所

图 6：2022 年 3 月份汽车制造业工业增加值增速下探



资料来源：Wind，德邦研究所

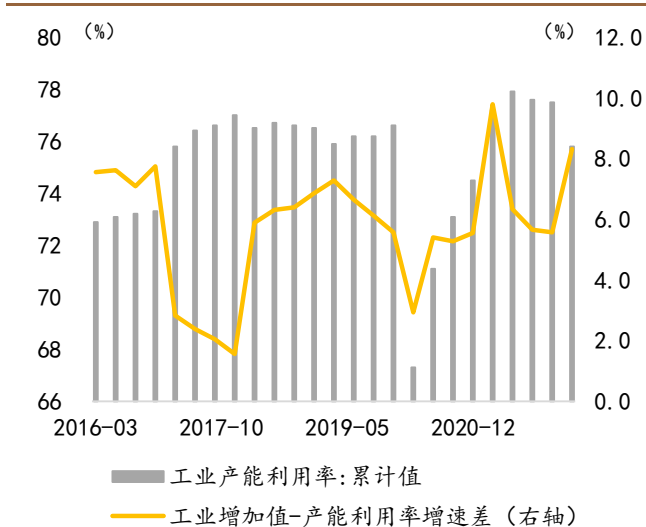
回到 2022 年的情形，3 月中旬以上海为中心的疫情爆发之后，汽车行业再一次遭受打击：（1）从工业增加值来看，汽车行业增加值累计同比从 1-2 月份的 7.20% 下滑至 1-3 月份的 4.0%，3 月份单月同比增长 -1.0%，并且 3 月份还不是疫情影响最大的月份，预计增速在“静态管理”下，4 月份数据还会延续下滑；（2）从汽车销量来看，重型货车和乘用车销售增速均出现下行，反映物流货运的重型货车销量 1-3 月份累计同比增速下滑至 -37.13%，是 2020 年 2-3 月以来的最低水平，然而这同样不是重型货运的底部，根据第一商用车网公布的数据，在疫情冲击下，1-4 月重卡市场累计销售 27.7 万辆，和 2021 年同期 72.5 万辆同比下降 62%，物流受阻和开工递延对汽车行业的打击或还未显现在统计数据中；（3）从库存变化来看，制造商和经销商库存因销售遇冷、物流受阻而上行，库存被动累积的情形和 2020 年 2-3 月份类似，当全面复工复产疏通交通运输后，库存或迎来脉冲性回落。而汽车行业的底部就取决于复工的进展，我们认为 4 月底上海市启动的 1800 余家重点企业复工复产属于“温饱式复工”阶段，仅仅是初步减轻供应链断裂风险、纾解重点企业现金流压力，因此汽车行业的底部或只能等到上海兑现全面复工之后才有可能见到。

1.2. 疫后复苏的次序：先供给、后需求

从 2020 年疫情后经济复苏的顺序来看，经济基本面沿着“工业生产恢复→地产投资上行→基建投资转正→出口增速好转→消费恢复→制造业投资上行”的路径依次进行。2020 年疫情全面爆发于春节前后，本是国内经济活动停工停产的季节，疫情冲击导致全国复工复产延迟，因此武汉一隅疫情对全国经济增长造成的负面拖累就全部表现在 2020 年 1-2 月份经济数据上：1-2 月份工业增加值同比负增长 25.9%、社会消费品零售同比增长 -20.5%、出口金额同比增长 -40.6%。导致 2020 年一季度 GDP 同比增长 -6.8%。但是武汉的情况在随后的时段内就不再重演，一方面是源自防疫经验的不断累积；另一方面在于实现复工复产之后，再因零星疫情而全面停工得不偿失，2021 年三季度，“社会面清零”成为疫情防控进入常态化阶段的目标，不再追求存量病例全部清零作为恢复经济秩序的标志。

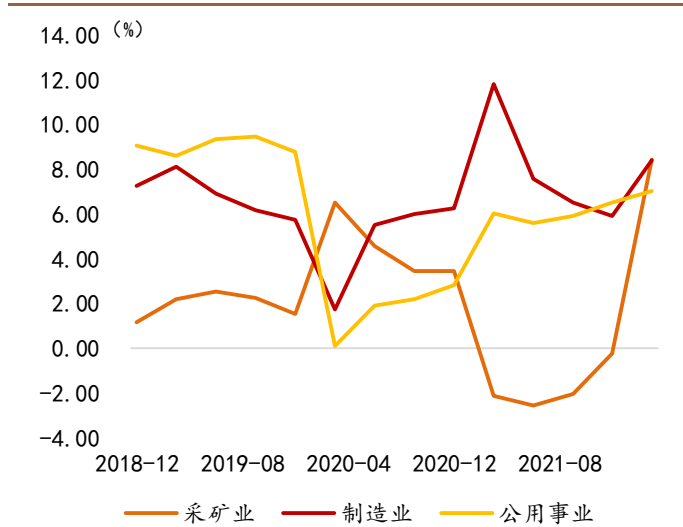
2020年3-5月，以武汉为中心的疫情得到控制，存量病例清零之后进入全面复工复产阶段，工业生产快速复苏、疫情停工期间累积的订单交付出货。一方面是全面复工政策导致工业生产快速恢复，供给端进入复苏期。2020年4月工业增加值同比增速从负转正至3.9%，基本恢复到疫情前水平。如果结合产能利用率来看，产能利用率代表工业实际产出与生产能力的比率，在生产要素短期不易变化的情况下，工业增加值的增速应与产能利用率的增速之间保持一致，而如果企业大幅投放产能，可能导致产能利用率下降而工业产出增加、进而工业增加值和产能利用率之间的差值扩张，因此工业生产供给端的修复会体现在工业增加值和产能利用率之间的差值变化上，差值扩张意味着产能投放、供给复苏、库存开始累积。

图7：工业增加值和产能利用率差值走势



资料来源：Wind，德邦研究所

图8：分行业工业增加值和产能利用率差值走势



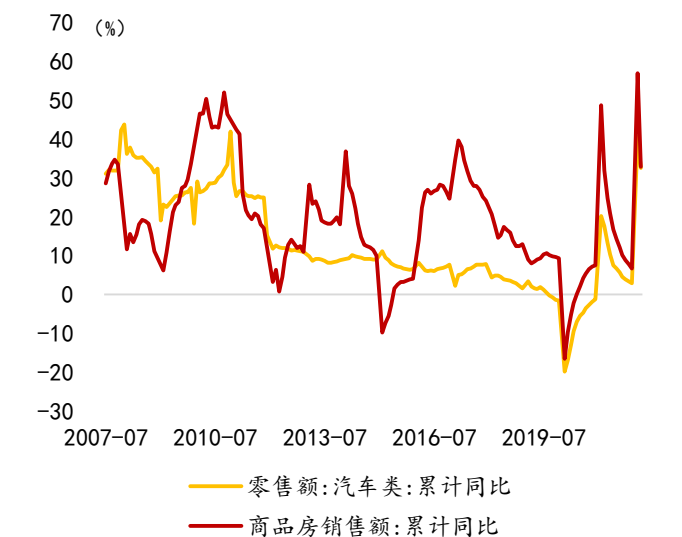
资料来源：Wind，德邦研究所

2020年一季度工业产能利用率降至低位之后的复工复产，驱动产能开始投放，工业增加值和产能利用率之间的差值走扩、工业生产进入供给端复苏期，而分行业来看，制造业在2020年复苏态势强于采矿业和公用事业，一方面是因为在一季度全球商品供给链条中断和总需求前景不明朗的情况下，采矿业谨慎增加产能投放；另一方面，为冲抵疫情对经济增长的拖累，非常态化的财政和货币政策发力，以基建和地产为主的逆周期工具陆续见效，3月房地产投资同比增速由负转正、4月基建投资同比增速上升至4.8%，地产和基建对工业品的需求拉动制造业复苏。而对比2020年，2022年工业生产面临的情形已经大不相同，一方面在全球高通胀率的压力下，大宗商品价格连年强势上涨驱动产能投放落地，采矿业在2021年末进入产能投放、供给复苏的趋势；另一方面制造业受到成本抬升、需求疲弱的双重挤压，利润空间下滑，和采矿业的产能投放恰成镜像，这也构成2022年二季度摆脱疫情影响、推进复工复产和“稳增长”的起点。

2020年6-7月：疫情蔓延至全球市场触发全球产业链和供应链中断，但是由于海外经济体同样祭出经济刺激政策，海外需求经过短暂的挤兑之后快速恢复，同时由于国内供给链恢复，供需之间形成共振、出口增速上行。2020年6月中

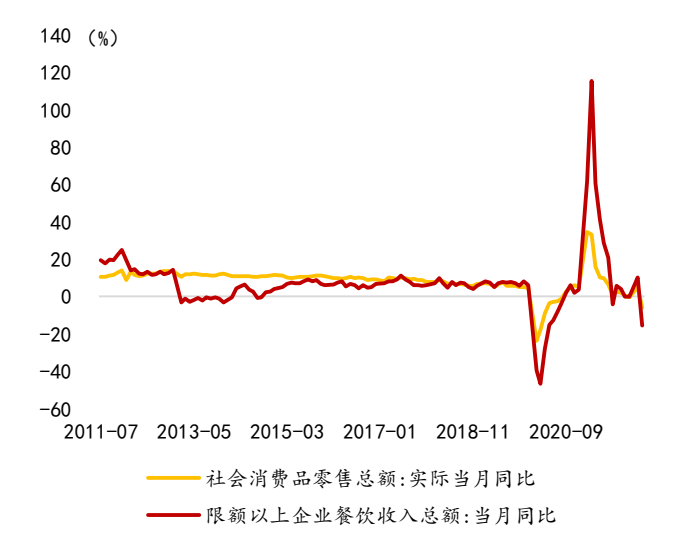
国出口金额同比增长 0.2%，出口增速开始持续上行，而出口持续走强的逻辑主要是国内产业链修复和海外需求上行的共振。一方面，国内复工复产进程的逐渐完成促使国内产能逐渐恢复至疫情前水平；另一方面，海外疫情的逐渐蔓延和经济刺激政策的推行导致国外供给萎缩而需求上升。二者的叠加效应导致出口同比增速迅速从疫情冲击中恢复并持续走强。

图 9：2020 年汽车销售和商品房销售之间形成共振



资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2020 年四季度之后社消再度走弱



资料来源：Wind，德邦研究所

2020 年 8-10 月：随着汽车消费刺激政策落地以及逆周期调节渐渐推动经济进入复苏态势，“顺周期”属性的制造业投资和消费增速开始上行。当逆周期政策效应稳定经济增长、推动经济进入复苏态势之后，顺经济周期的增长动能开始恢复，2020 年 8 月社会消费品零售金额同比增长 0.50%、制造业投资同比增长 5%。到了 2020 年四季度，各项经济增长指标均进入正增长区间，2020 年以来的经济复苏宣告基本摆脱疫情影响。

但是在 2020 年经济增长全方位摆脱疫情扰动之后，疫情冲击的阴霾并未散去，2021 年至今区域性的疫情爆发持续扰动经济，叠加政策刺激效应减退、经济周期进入下行周期，经济内生增长动能缺失的问题一再暴露，典型的如消费，由于持续的疫情扰动，居民部门资产负债表迟迟未能得到修复，并且经过 2020 年房地产需求和投资双双爆发，房地产龙头企业万科地产甚至在 2020 年半年度报告中不无感慨“每天都是卖楼的好日子，坚持积极销售”，导致高企的居民部门杠杆率在疫情扰动、收入预期减弱之下愈加脆弱。和工业生产的情形逆转一样，居民部门资产负债表衰退风险也是 2022 年摆脱疫情影响的“稳增长”起点。

2. 防疫长尾效应：从“温饱式复工”到全面复工

从疫情进展来看，上海疫情防控进入“长尾”阶段，截止5月5日上海仅有6个区符合“社会面基本清零”的条件，还有9个区只是遏制住了社区传播风险，还未实现“社会面基本清零”的目标。从上海市发布的疫情防控次序，“社会面基本清零”之后是“社会面清零”，再之后是存量病例清零，当社会面清零兑现时，上海即将进入常态化防控阶段。值得一提的是，本轮上海疫情防控进度和复工复产过程，与2020年一季度武汉疫情后的复苏过程并不能全然类比：一方面，2020年武汉全面复工发生在存量病例清零之后，武汉复工一开始就是全面复工，并没有中间的过渡阶段；另一方面，2020年并不存在“社会面清零”的阶段性目标，这一动态目标是2021年三季度江苏扬州疫情时采用并沿用至今，但是由于本轮上海疫情无论是确诊规模，还是动态清零过程，都大于过去两年的防疫经验，当一方面实现动态清零的阶段性目标，另一方面推进复工复产，动态清零目标的不同阶段也就决定复工复产处于不同阶段。在没有实现“社会面清零”之前推进的重点企业复工复产仅是“温饱式复工”，距离社会面清零、乃至累计病例清零还有较长距离，4月至5月或是疫情拖累的经济增长低谷期，预计6月份进入常态化防控的“全面复工”阶段后，疫后经济或迎来全面复苏。

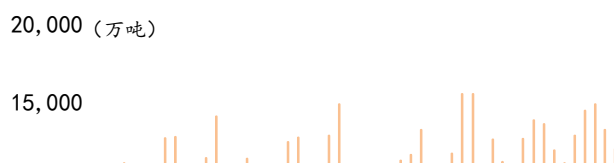
2.1. 从能源消费看国内经济活动

从耗费用电方面看，南方八省电厂煤炭日耗回落至低位。截止4月15日，南方八省电厂日耗煤炭量为160.6万吨，进入4月份以后，由于受到疫情防控的影响，工业用电受到冲击，电厂耗煤量始终维持在较低水平波动，从用电耗煤量还看不出复工复产对经济活动的明显刺激作用。拉长时间期限来看，进入2022年以来重点电厂煤炭消耗总量和库存量就处于持续回落态势。

图 11：4 月份以来疫情防控态势下电厂耗煤维持低位波动



图 12：2022 年以来电长煤耗总量和库存量持续下降



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_41305

