

近期全国疫情有所缓解，各地复工复产逐步推进。2022年5月29日，《上海市加快经济恢复和重振行动方案》发布，复工复产节奏或快于市场预期。未来各行业复工复产呈现怎样的节奏，不同行业复工复产进度如何，对此市场高度关注。

➤ 本轮疫情与2020年年初疫情的异同及推演。

本轮疫情对经济冲击仅次于2020年一季度，物流、人流限制等方面影响与2020年一季度有诸多相似之处。复盘2020年复工复产节奏，或为当下提供启示。

回顾2020年初，当时复工复产节奏特征是工业生产快于基建投资，快于消费和地产。复工复产结构差异，关键线索在需求韧性和供给弹性。

2020年复工复产给出的启示，需求韧性越高，供给弹性越强，复工复产节奏越快。

本轮复工复产相较2020年也有特殊之处，关键差异在于物流供应链约束，并且不同地区遭受的物流供应链约束程度不同。部分省份的物流受阻现象甚至比2020年年初更严重，尤其是东部沿海地区。

考虑到这一点，观察本轮复工复产节奏，我们必须还要考虑供需之外的因素——供应链约束及修复。

➤ 捕捉影响各行业复产快慢的三项核心要素。

疫情是引发本次工业生产大幅下滑的最大因素。因此，把握疫情对当前生产及后续复工的差异化影响，关键在于捕捉三项核心要素：

一是供应约束。疫情之中受供应约束冲击越强，疫后复工复产节奏最快、幅度最大。

二是需求韧性。疫情之前需求越强、疫情之中受冲击最小，需求韧性越强，疫后复工复产，相关需求板块的产业修复节奏偏快，修复幅度最大。

三是生产弹性。产成品存货越高，企业复工复产节奏越慢；越是劳动密集型行业，企业复工复产越慢。

➤ 展望后期各行业复工复产快慢排序。

值得注意的是，三项核心要素判断后续复工复产进程，并未重复考虑政策因素。近期政策高度关注汽车消费刺激，并要求“汽车、集成电路、生物医药等制造业企业以点带链”。

综合考虑政策加持，以及供应约束、需求韧性以及生产弹性，我们将各行业复工复产进度从快到慢分为5个梯队：

第一梯队：汽车、医药、计算机等电子设备制造业；**第二梯队：**通用设备、专用设备、电气机械、仪器仪表制造业；**第三梯队：**木材加工、家具、钢铁、燃料加工等行业；**第四梯队：**纺服、化纤、化学原料、皮革羽毛、有色金属等行业；**第五梯队：**纺织业、造纸、非金属建材业。

➤ 风险提示：疫情发展超预期；经济增速下行压力超预期；数据口径可能变化；打分测算风险。



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、《抗疫稳增长的新瓶和旧酒》

目 录

引言	3
1 观察复工复产梯次节奏的三个线索	3
1.1 2020 年复工复产对当前的启示	3
1.2 本次复工复产还需要关注供应链	4
2 供应约束角度看复工复产	5
3 需求稳定角度看复工复产	6
4 生产角度看复工复产	8
5 综合推断各行业复工复产节奏	9
6 风险提示	11
插图目录	12
表目录	12

引言

近期全国疫情有所缓解，各地复工复产逐步推进。当前疫情防控政策下，未来各行业复工复产呈现怎样的节奏，不同行业复工复产进度如何，对此市场高度关注。

抗疫政策对经济的影响尚不能准确预判，逻辑上未来复工复产面临两种可能情形。第一种情形，疫情缓解，经济逐步走向正轨。第二种情形，疫情在全国各省出现零星反复，全国层面的复工节奏并非一帆风顺。第二种情形中，哪些省份面临封控，我们无法做出提前预判，进而无法判断复工复产节奏。

根据《上海市加快经济恢复和重振行动方案》的通知，6月1日起全市将取消复工复产“白名单”制，复工复产节奏快于市场预期。这也意味着，未来全国层面的复工复产大概率朝着第一种情形推进，即经济逐步走向正轨。

本文分析复工复产节奏，最终目的是描绘出复工复产进程中的产业梯次，即哪些产业复工复产较快，哪些产业复工复产相对迟滞。

1 观察复工复产梯次节奏的三个线索

本轮疫情对经济有着较强压制，各项经济指标滑落至接近2020年一季度的水平。因此我们可以复盘2020年的复工复产特征，并在考虑当前经济情况与2020年的异同后，对后期复工复产的节奏进行预判。

1.1 2020年复工复产对当前的启示

2020年初武汉疫情扩散，全国经济停摆。经历一轮有效抗疫之后，经济逐步修复。观察2020年年初的经济修复节奏，或为我们思考本轮复工复产带来一些启示。

2020年复工复产过程中，制造业修复快于地产和基建，消费服务业复最慢。

2020年1-2月工业生产增速仅为-13.5%，但是到了3月和4月就已经恢复至-1.1%和3.9%；投资方面，1-2月固投增速为-10.9%，3月和4月的读数则为-10.1%和0.1%。2020年1-2月社零增速为-21%，但是直至当年9月才转正至2.3%。

2020年有趣的经济结构修复特征，我们认为与两点因素密切相关：一是需求韧性，二是供给弹性。

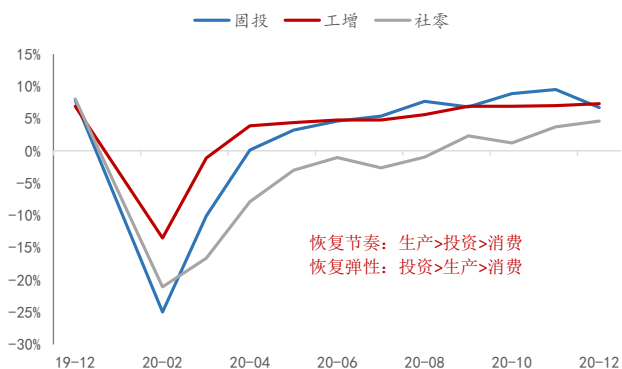
疫情之中需求受压制越深，疫情褪去之后需求反弹越大，则相应经济板块修复节奏越快。疫情之中生产供给受约束越强，疫情褪去之后供给反弹越强，则相应经济板块修复节奏也越快。

先理解2020年制造业修复最快原因。以此供需视角观察2020年一季度经济修复节奏，中下游制造业生产最快修复，修复弹性也最大，原因在于供需共振。美国等发达经济体需求扩张，带动中国出口强力反弹，2020年4月以后出口同比甚至远高于疫情之前的2019年。出口强势扩张为中下游制造业创造了良好的需求环境，同时，得益于有效防疫，工业生产有序开展。需求弹性强，生产供给足，最终2020年迎来了极为快速的中下游制造业生产修复，并进一步带动整体工业生产快速修复。

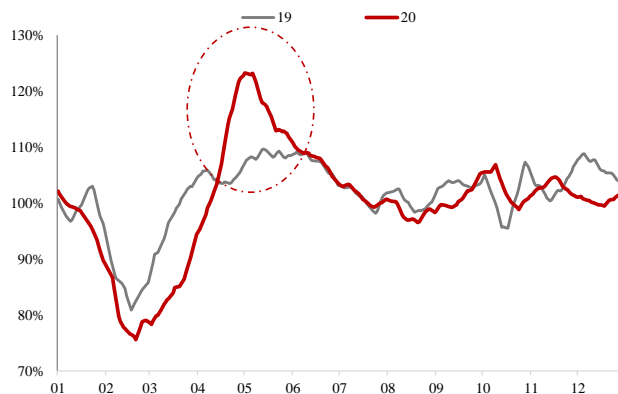
再理解2020年固定资产投资修复较快原因。2019年下半年商品房销售已经企稳，四季度

住宅新开工增速甚至达到 10%，地产需求本就不错，只是受到疫情干扰。在突发性疫情冲击后，全国按揭贷款利率转头下行，刺激房地产景气度在 2020 年在二季度后进一步好转。基建方面，为对冲疫情影响，专项债发行前置，一批全国重大工程项目集中开工，基建投资在二季度表现良好。

最后来理解服务消费修复较慢原因。餐饮为代表的服务消费疲软，导致 2021 年整体社零表现偏弱，并且呈现典型结构分化的根本原因。2021 年社零存在典型结构分化，线上消费强于线下消费，限额以上消费优于限额以下消费。究其原因，2021 年社零面临供需双弱。我们知道 2021 年中国大大小小经历三轮本土疫情扰动，常态化疫情防控一则挫伤线下场景消费，二则拖累居民可支配收入，最终消费需求低迷。不仅如此，服务消费是劳动密集型行业，常态化防疫对服务业供给存在客观约束。

图 1：2020 年主要经济指标同比增速


资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：电解铝消费用一个季度大致补完疫情所致缺口


资料来源：Wind，民生证券研究院；注：根据 wind 的产量和库存推算。

1.2 本次复工复产还需要关注供应链

本轮疫情对经济的冲击仅次于 2020 年一季度，2020 年全国物流、人流等方面也有诸多限制。然而我们必须关注到本轮疫情冲击与 2020 年初有所不同。正因如此，考察本轮复工复产节奏，我们需要关注供应链问题。本轮疫情对供应链冲击的影响是差异化的，有些省份受影响较弱，有些省份所受影响甚于 2020 年一季度。

通过整车物流指数和反映人流量的相关指数，我们可以捕捉到各省和各行业的供应链面临三点特征。

一是上游采掘业基本未受冲击，原材料工业受到一定影响，下游消费品制造业和装备制造业受影响显著。换言之，越靠近下游的行业越依赖于物流的稳定，因此受物流冲击也越深。

二是疫情在各地严重程度不一，东部沿海地区是疫情的主要聚集地，这影响了东部地区的工业生产。

三是本轮疫情中病毒传播性强于 2020 年年初，各地防控面临更大压力，消费所受影响要更加深远。

我们可以从中得出如下结论：

供给角度，东部沿海地区的下游装备业的复工复产可能会最快，上游采掘业几乎不受影响。

需求端角度，需求相对稳定的终端，其上游的恢复速度要强于需求可能明显下滑的行业。

供应链角度，本轮受供应链冲击大的产业，反而在本轮复工复产进程中会表现出更大的修复弹性。

总之，考察本轮复工复产蕴含的行业梯次，我们着重从供应约束、终端需求、企业生产三个维度加以综合考量。

2 供应约束角度看复工复产

本轮疫情对地区影响存在显著结构性差异。关键原因在于疫情对不同地区的供应链冲击截然不同。3月以来，上海为中心的长三角、吉林受疫情影响最深，物流链受损也最为严重。这就意味着物流受损严重的省市，该地区工业链受冲击越大。反之，当疫情消退，经济活动逐步解封，则疫情之中受压制的供应链反弹，相应工业生产也会有所反弹。

本轮华东疫情扰动之下，全国物流供应链受损情况如下：华东、东北等地区物流供应链明显受损，西南、西北等地几乎不受影响。**尤其是上海、江苏、浙江、山东、吉林，不妨将这五个地区称之为本轮疫情影响之下的“物流约束地域”。**

中国经济存在明显的区域集聚特征。长三角等东部沿海发达地区，素来是中国重要产业的集中分布地区。梳理每类产业中“物流约束地域”占比，我们基本能够得到具体哪些类型产业集聚在上海、浙江、江苏等东部沿海地区。**这些产业在本轮疫情中遭受强烈的供应链冲击，然而一旦供应链约束放开，这些产业必将率先修复。**

以化纤制造业为例，江苏、浙江化纤制造业产值分别占全国化纤制造业产值比重达到 38% 和 33%，也就是说中国化纤制造业主要集聚在江苏和浙江。以此类推，我们可以逐步筛选出集聚在“物流约束地域”的产业。

处于“物流约束地区”的主要产业可分为如下三类，也是本轮复工复产过程中修复较快、修复弹性较大的产业：

- 1) **以纺服为代表的轻工业**，如纺织业、纺织服饰业、皮革羽毛业等；
- 2) **以油化工为代表的原材料工业**，如化纤制造业、燃料加工业、化学原料及制品业等；
- 3) **大部分装备制造**，如汽车制造业、通用设备制造业、专用设备制造业等。

需求越具韧性，则复工复产过程中产业修复的节奏越快、弹性越大。

需求与生产的恢复过程呈现两种可能，一是如果疫情对需求的影响只是按下了“暂停键”，那么当疫情缓解，需求“重启”，对应产业链的生产大概率恢复到疫情前的水平；二是如果疫情期间，需求损伤严重，那么相关生产恢复速度更慢，短期内也可能恢复不到疫情前水平。

考察行业面临的需求是否具备韧性，我们不妨从两个角度进行考察：首先看疫情前需求强度，其次看疫情对于需求本身的影响。

疫情之前，一季度出口同比增速高达 15.8%，基建投资同比增速也在 10%左右，房地产开发投资完成额和社零同比增速仅为 0.7%和 3.27%。

可见，疫情前各部门的需求强弱排序为，出口>基建>地产和消费。

再来看疫情对终端需求的冲击。出口方面，海外消费景气度与国内疫情几乎无关联，疫情对出口的冲击更多来自于海外担忧国内供应链的稳定性，从而产生订单的转移。

投资方面，基建投资的增速取决于项目和资金是否充足，因此基建与疫情关系较弱；房地产的销售则受到疫情的冲击，因此当疫情缓解，房地产的销售和投资也将有一个爬坡的过程。需要注意的是，建筑业施工存在工期约束，疫情缓解后可能出现赶工，短期弹性可能较高。

消费方面，疫情使得失业率进一步升高，对各条产业链的差异化冲击也将使得居民的收入分化加剧，边际消费倾向降低，预期收入的不稳定可能也会让居民在支出时更加保守，因此疫情对社零的冲击最明显。

可见，疫情期间对各部门需求的冲击程度排序为出口<基建<地产和消费。

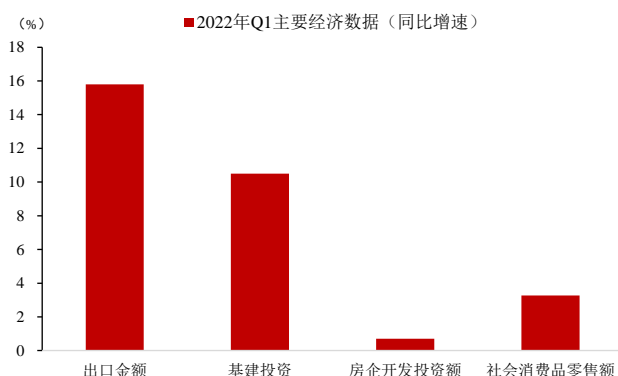
在综合考虑到各部门需求的稳定性及疫情后需求的恢复情况，最终可能体现为出口>基建>地产和消费。

由此我们推导出需求修复弹性：出口驱动的产业链修复最快、弹性最强；房地产和消费驱动的产业链修复最慢、弹性最小；基建驱动的产业链处于其中。

在此基础上，我们可以进一步找出各终端需求与上游产业链的具体对应情况。

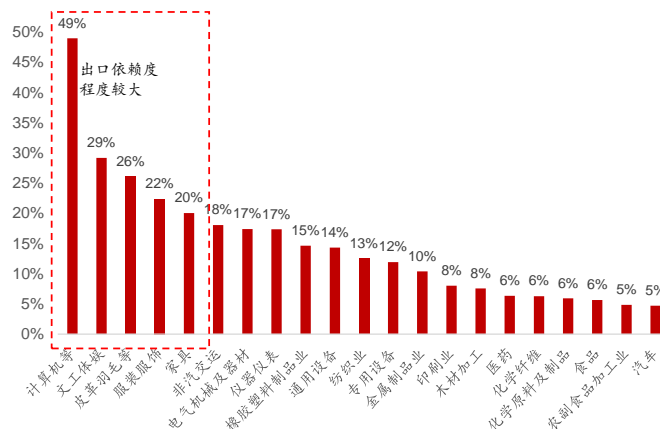
- 1) **外需驱动型的产业**主要有电子消费品、纺织业、家具制造业等。
- 2) **与基建投资产业**主要涉及电气机械及器材、有色金属、非金属矿物制品业等。
- 3) **与房地产相关的产业链**包括黑色金属、金属制品、非金属矿物制品等。
- 4) **与居民消费相关的**有纺织业、橡塑制品业、家具业、汽车制造业等。

图 5：今年一季度经济数据



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：各类工业企业（规上）出口交货值与营收比值



资料来源：Wind，民生证券研究院；数据时间选取 2019 年全年数据。

4 生产角度看复工复产

本次疫情对不同行业的企业运营冲击影响各异。复工复产进程中，我们需要考虑从偏微观的企业生产角度判断复工复产或有特征。

站在企业生产层面出发，有两点因素将会影响后续复工复产进程，一是产成品存货的高低影响对制造业之后的生产强度，二是劳动力或将约束企业复工复产进程。

其一，产成品存货越高，企业复工复产节奏越慢。

本次疫情期间，上游原材料工业的生产好于下游高技术及装备制造业，因而原材料工业的成品不断累积，例如螺纹、热卷、玻璃等原材料的库存处于高位。因此如果下游生产和终端需求快速恢复，上游制造业仍然有个消耗库存的阶段。换言之，当前库存越高的行业，疫情后生产恢复越弱，而当高库存缓解后，生产才有更多空间恢复。

这一点恰巧能得到 2020 年的验证。2020 年 1-2 月份疫情较严，下游装备制造业弱于上游原材料工业的生产，原材料工业的产成品存货大幅上升；当年 3 月全国开始复工复产时，下游装备制造业生产恢复较快，原材料工业的工增恢复较慢。

此次疫情中，整体上高技术及装备制造业的产成品库存增速低于上游材料工业，例如，汽车制

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_42479



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn