

疫后“三思”：经济的“天花板”？

疫后经济修复已然开始，本轮与以往有何异同？稳增长加码，如何助力疫后修复？本文系统梳理，供参考。

■ 一问：疫后修复，有哪些经验规律？生产先行、需求滞后，基建和出口先行

疫后修复经验规律，生产先行、需求滞后，基建投资和出口先修复、消费相对缓慢。2020年经验显示，疫后生产修复快于需求，工业增加值同比4月转正、达3.9%；需求中，投资与出口修复较快，前者指向稳增长基建发力，后者缘于生产修复推动挤压订单释放；制造业投资和消费修复偏慢、增速滞后约4个月转正，结构分化，中上游投资修复快于下游消费制造，必选消费修复快于可选消费。

近期数据显示，本轮疫后修复，也大体呈现类似特征，但修复节奏和弹性可能不完全相同。5月数据显示，经济已然进入修复通道，工业增加值同比转正，基建链和出口链相关产需相对较好，消费明显滞后、商品零售和餐饮收入延续负增长；高频指标显示，生产活动加快修复，炼油厂开工率5月以来持续抬升、但仍低于2020年同期，而需求端的建筑钢材成交量、挖掘机开工等改善尚不明显。

■ 二问：本轮疫后修复，有哪些不同？物流人流恢复滞后，微观修复难度加大

相较2020年，当前物流、人流恢复相对较慢，或拖累供应链和消费等修复进度。疫情集中爆发时点、地点、防控难度等不同，带来的物流、人流等影响不同，例如，尽管物流已开始修复、但5月整车货运流量指数较2020年同期下降近8%；城市商圈客流量总体恢复不明显、5月平均只有2019年的40%左右，而2020年3月客流量已开始逐步修复、4月已恢复到2019年的50%左右。

经历两年多疫情反复，微观主体报表更加脆弱、信心明显弱化，修复难度加大、结构分化。工业企业亏损额累计同比4月接近40%、与2020年大体相当，但经过一轮“爬坑”之后，企业资产负债增长动能或趋下降；以休闲服务为代表的服务业营收持续收缩。企业经营低迷，推升居民收入和就业压力，进而影响消费、消费者信心指数创历史新低，高频数据显示，必选消费和可选消费品增长均乏力。

■ 三问：稳增长加码，如何助力疫后修复？加快人流物流修复，保主体扩需求

当务之急，减少防疫“一刀切”，科学防疫的同时，加快人流、物流恢复。变异毒株特性等，导致局部地区疫情仍有反复，进而影响跨地区人员流动，民航客运量持续回落、4月创历史新低；人员流动受阻，进一步影响了物流畅通，快递、重卡等水平均未回到疫情前。坚持“动态清零”下，眼下地方或需因地制宜、优化防疫措施，保障人流、物流畅通基础，或才能加快相关消费、供应链等修复。

稳增长加码，保市场主体和主动释放需求“两手都要抓、两手都要硬”。保市场主体是当下发力重点，今年减税退税规模创历史新高，节奏加快、截至6月9日减税退税进度超75%，退税范围扩大，新增批发零售、住宿餐饮等七行业。需求加快释放，专项债新开工项目增多、3-5月新开工项目占比54%，投向基建比例抬升至60%；央地促消费力度均加大，对汽车、家电等大宗消费刺激力度提升。

风险提示：政策效果不及预期，疫情反复。

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

杨飞 分析师 SAC 执业编号：S1130521120001
yang_fei@gjzq.com.cn

马洁莹 联系人
majieying@gjzq.com.cn

内容目录

1.1、一问：疫后修复，有哪些经验规律？	3
1.2、二问：本轮疫后修复，有哪些不同？	4
1.3、三问：稳增长加码，如何助力疫后修复？	6
风险提示：	9

图表目录

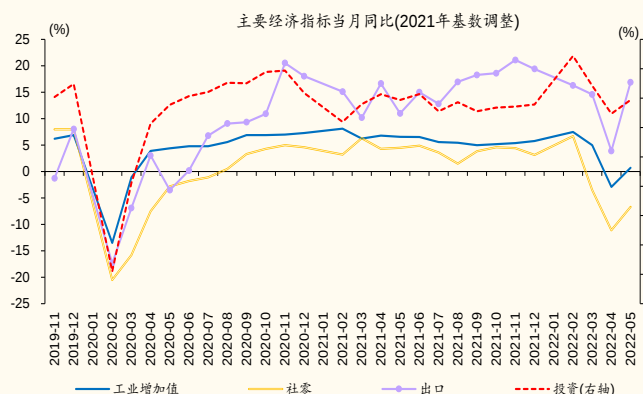
图表 1：2020 年疫后生产修复较快、投资和出口次之	3
图表 2：2020 年，基建率先修复，制造业较为滞后	3
图表 3：2020 年，商品零售修复节奏快于餐饮收入	3
图表 4：2020 年，必选消费修复节奏快于可选消费	3
图表 5：本轮疫后，炼油厂开工率恢复较快	4
图表 6：本轮疫情后，上海港集装箱数量明显回升	4
图表 7：本轮疫后，建筑钢材成交量未出现明显回暖	4
图表 8：5 月，挖掘机开工小时数未有明显提升	4
图表 9：本轮疫后物流修复节奏相对滞后	5
图表 10：2022 年 5 月，商圈客流未有明显好转	5
图表 11：疫情冲击下，微观报表恶化明显	5
图表 12：服务业从业情况从去年下半年已开始恶化	5
图表 13：2022 年，消费者信心指数创新低	6
图表 14：本轮疫后，可选和必选消费均未有明显优势	6
图表 15：2022 年，民航客运量明显低于过去同期	6
图表 16：当前卡车物流修复节奏慢于 20 年同期	6
图表 17：一线城市快递物流恢复较慢	7
图表 18：近期政策强调，疫情防控不能“一刀切”	7
图表 19：2022 年，减税退税力度创新高	7
图表 20：2022 年，留抵退税专项转移支付进度较快	7
图表 21：1-4 月专项债投向基建比例抬升	8
图表 22：2022 年，促耐用品消费城市数量占比提升	8
图表 23：2022 年，财政减免力度达 3 万亿元	8
图表 24：预算内赤字规模暂低于 2020 年	8
图表 25：2022 年，预算外资金安排明显增多	9
图表 26：三季度末，广义财政收支差或超十万亿元	9

疫后经济修复已然开始，本轮与以往有何异同？稳增长如何助力疫后修复？

1.1、一问：疫后修复，有哪些经验规律？

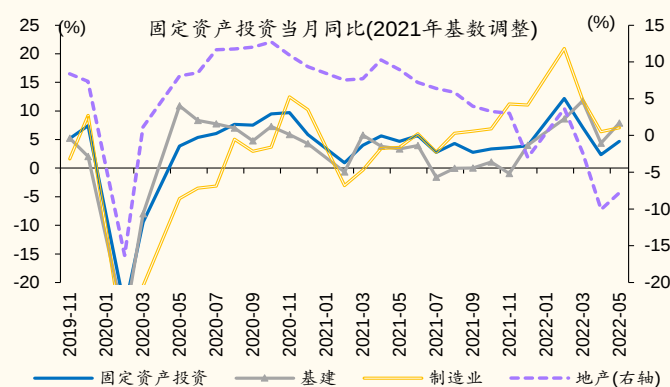
疫后修复经验规律，生产先行、需求滞后，基建投资和出口先修复、消费相对缓慢。2020 年经验显示，疫后生产修复快于需求，工业增加值同比 4 月转正、达 3.9%；需求中，投资与出口修复较快，前者指向稳增长基建发力，后者缘于生产修复推动挤压订单释放；制造业投资和消费修复偏慢、增速滞后约 4 个月转正，而且结构分化，上游加工冶炼、中游设备制造投资修复较快，下游消费制造修复缓慢。

图表 1：2020 年疫后生产修复较快，投资和出口次之



来源：Wind、国金证券研究所

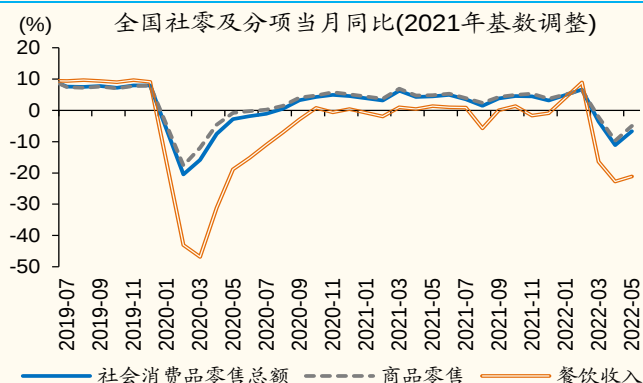
图表 2：2020 年，基建率先修复，制造业较为滞后



来源：Wind、国金证券研究所

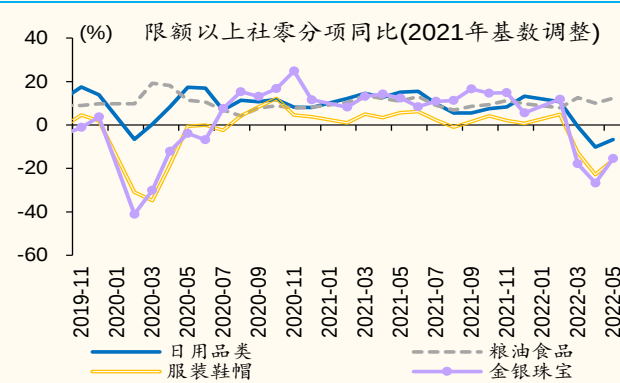
消费修复分化，商品消费修复较快、服务消费相对滞后，必选消费修复快于可选消费。2020 年消费修复明显分化，服务类消费修复滞后商品消费一季左右、幅度也偏低，或缘于消费场景等影响；商品消费内部亦有分化，粮油食品、日用品等必选消费受影响较小、恢复相对较快，而金银珠宝等可选消费品，及服装鞋帽等出行相关消费，明显受到疫情冲击、修复相对缓慢。

图表 3：2020 年，商品零售修复节奏快于餐饮收入



来源：Wind、国金证券研究所

图表 4：2020 年，必选消费修复节奏快于可选消费

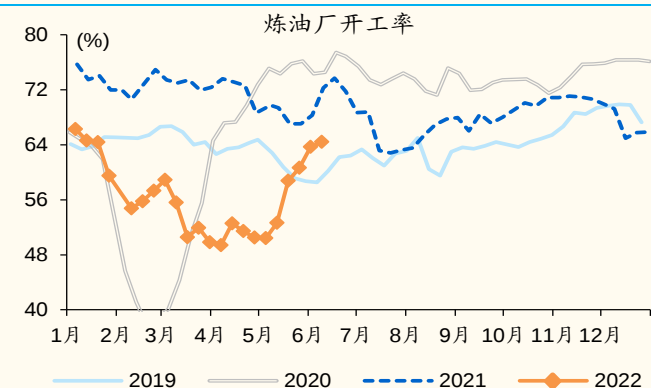


来源：Wind、国金证券研究所

近期数据显示，本轮疫后修复，也大体呈现类似特征，但修复节奏和弹性可能不完全相同。5 月数据显示，经济已然进入修复通道，工业增加值同比转正，基建链和出口链相关产需相对较好，消费明显滞后、商品零售和餐饮收入延续负增长；高频指标显示，生产活动加快修复，炼油厂开工率 5 月以来持续

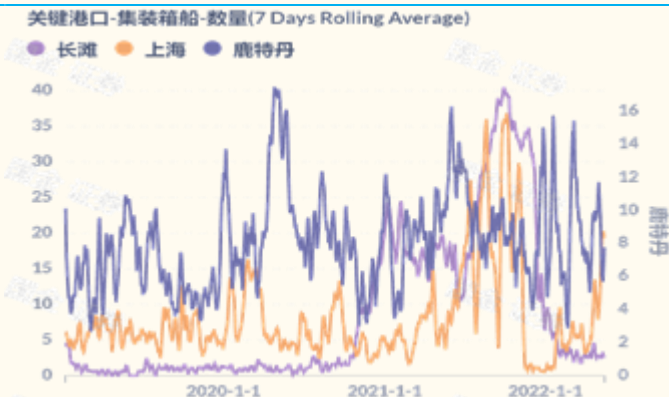
抬升，但仍低于 2020 年同期，港口活动也快速恢复、上海港集装箱数量明显回升；而需求端的建筑钢材成交量、挖掘机开工等改善尚不明显。

图表 5：本轮疫后，炼油厂开工率恢复较快



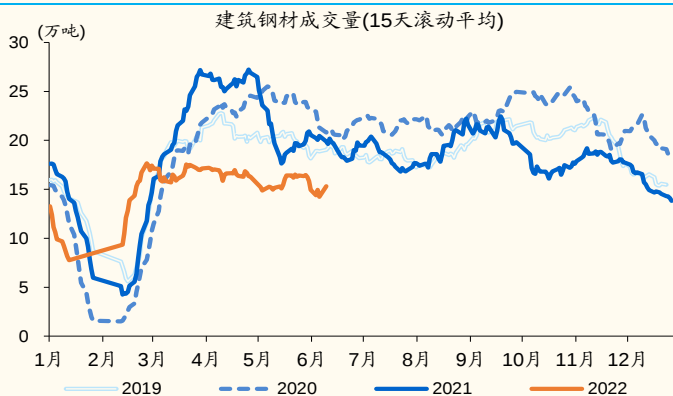
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：本轮疫情后，上海港集装箱数量明显回升



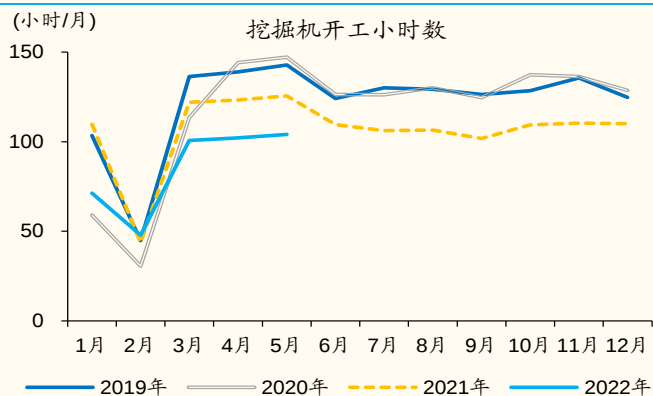
来源：国金数字未来 Lab、国金证券研究所

图表 7：本轮疫后，建筑钢材成交量未出现明显回暖



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：5 月，挖掘机开工小时数未有明显提升

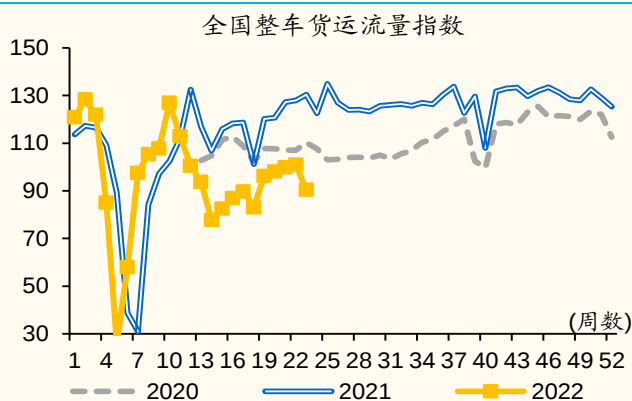


来源：Wind、国金证券研究所

1.2、二问：本轮疫后修复，有哪些不同？

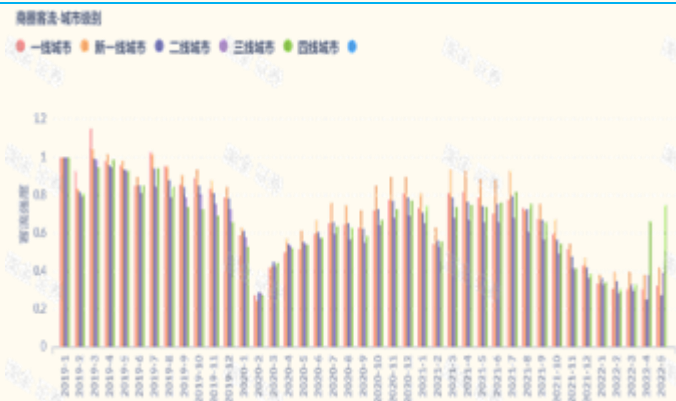
相较 2020 年，当前物流、人流恢复相对较慢，或拖累供应链和消费等修复进度。疫情集中爆发时点、地点、防控难度等不同，带来的物流、人流等影响不同，例如，尽管物流已开始修复、但 5 月整车货运流量指数较 2020 年同期下降近 8%；城市商圈客流量总体恢复不明显、5 月平均只有 2019 年的 40% 左右，而 2020 年 3 月客流量已开始逐步修复、4 月恢复到 2019 年的 50% 左右。

图表 9：本轮疫后物流修复节奏相对滞后



来源：G7 物联、国金证券研究所

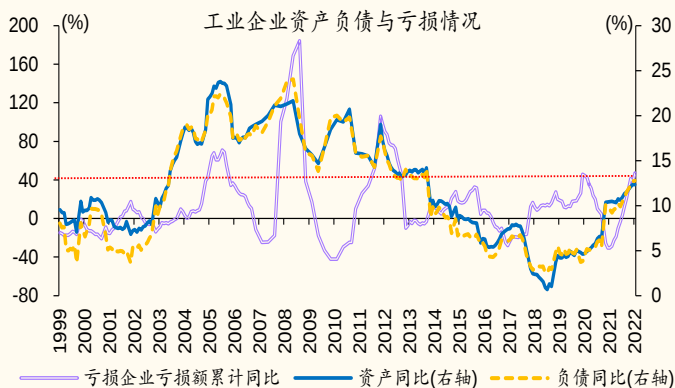
图表 10：2022 年 5 月，商圈客流未有明显好转



来源：国金未来数字 Lab、国金证券研究所

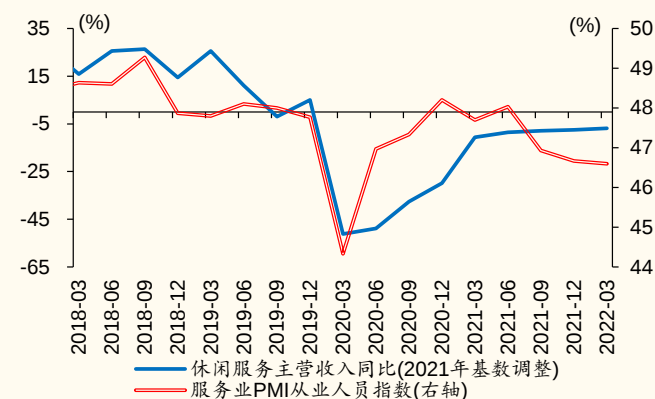
经历两年多疫情反复，微观主体报表更加脆弱、信心明显弱化，修复难度加大、结构分化。工业企业亏损额累计同比 4 月接近 40%、与 2020 年大体相当，但经过一轮“爬坑”之后，企业资产负债增长动能或趋下降；同时，不少服务类企业持续处于非正常经营状态，营收持续收缩，休闲服务业即为典型。企业经营低迷影响就业，服务业 PMI 从业人员指数去年下半年以来持续下降。

图表 11：疫情冲击下，微观报表恶化明显



来源：Wind、国金证券研究所

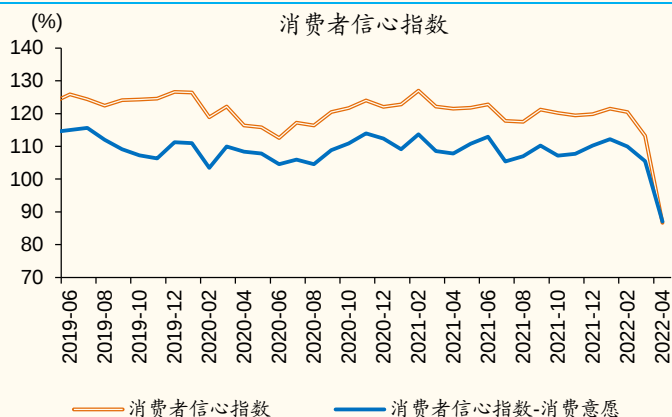
图表 12：服务业从业情况从去年下半年已开始恶化



来源：Wind、国金证券研究所

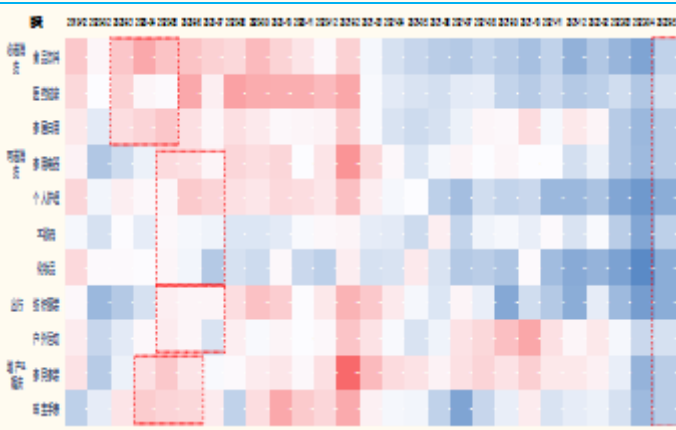
类似的，居民信心和消费能力的约束更加凸显，进而影响消费修复结构和节奏。2022 年 4 月，消费者信心和消费意愿指数明显下滑至 86.7、87.1，低于 2020 年同期、为近年最低水平。居民信心和消费能力约束的增强，或导致本轮消费修复节奏与结构，与 2020 年消费修复规律不同。国金未来数字 Lab 数据显示，本轮疫后，必选消费与可选消费均未表现出明显修复态势。

图表 13: 2022 年, 消费者信心指数创新低



来源: Wind、国金证券研究所

图表 14: 本轮疫后, 可选和必选消费均未有明显优势

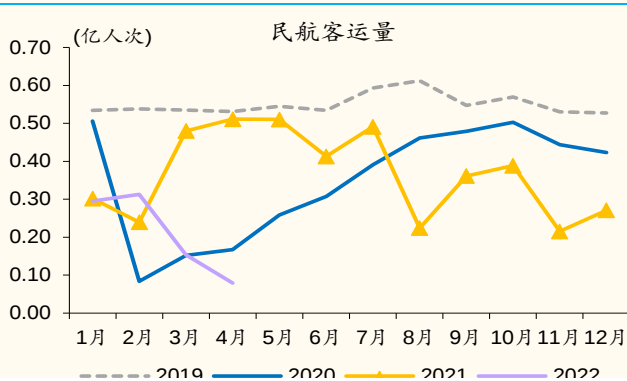


来源: 国金未来数字 Lab、国金证券研究所

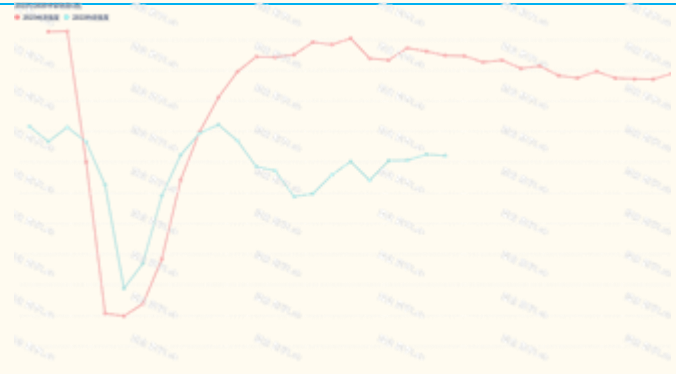
1.3、三问：稳增长加码，如何助力疫后修复？

当务之急，减少防疫“一刀切”，科学防疫的同时，加快人流、物流恢复。变异毒株特性等，导致局部地区疫情仍有反复，进而影响跨地区人员流动，民航客运量持续回落、4 月创历史新低；人员流动受阻，进一步影响了物流畅通，快递、重卡等物流水平均未回到疫情前。坚持“动态清零”下，眼下地方或需因地制宜、优化防疫措施，保障人流、物流畅通基础，或才能加快相关消费、供应链等修复。

图表 15: 2022 年, 民航客运量明显低于过去同期



图表 16: 当前卡车物流修复节奏慢于 20 年同期



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_43069

