

4 月经济增速的放缓主要受疫情影响，人流、物流周转明显降速。随着 6 月上海解封，各行业复工复产分梯次推进。

目前相对明确的是经济疫后修复方向，详见《复工复产的产业梯次》。然而疫后经济修复弹性和节奏，即经济修复的“斜率”，目前仍存在探讨空间，也需要我们作进一步详尽分析。

我们探讨经济修复斜率，一个比较好的切入点是行业供需恢复程度（较疫情之前），将修复程度除以修复时间，我们得到经济修复速度，可将修复速度作为疫后经济修复斜率的代理性指标。

更进一步，我们还能够判断经济回到疫情前水平的大致时间点。考虑到疫情对各行业扰动存在差异，我们探讨经济修复斜率，主要聚焦于若干重点行业探讨分析。

➤ 目前经济修复进度约 50%，不同产业链条修复程度差异较大

根据人流、物流等供给约束指标，疫情所致经济动能减损，截至目前损耗程度大致修复一半。

需要注意，经济恢复的过程当中，各条产业链需求改善程度不一。例如，汽车零售已经回正，相关生产链条大幅反弹；基建投资修复 6 成以上，电气制造反弹较好，但是房屋开工仅恢复 2 成左右，建材开工率表现不佳。

➤ 按当前修复节奏推演，本轮疫后经济修复或许持续至 7-8 月

以人流、物流为代表的供应链约束是本次疫情最重要的影响因素。

五月之后，人员和货物流动性约束逐步放松，全国大部分城市内部的人流量已基本正常，物流也明显反弹。目前，仅北京、上海两城修复偏慢，人流量约为正常情况的 6 成左右。

结合当前各城市、各行业最新进展，我们认为本轮经济的修复期或持续至 7-8 月。

➤ 预计工业 7 月下旬基本修复完毕，服务业修复斜率最大时点约在 8 月

我们认为疫后经济修复分为两个阶段，第一阶段需求动能主要来自于出口和基建，第二阶段需求动能主要来自于地产和国内消费。

5 月经济数据和 6 月前两旬的高频数据显示，当前拉动经济的仍然是出口和基建，地产和居民消费依然疲软。这意味着当前尚处于疫后修复第一阶段。

若后期物流和人流不会再成为经济恢复的硬性约束，经济恢复的斜率将取决于各行业的需求强度和供给弹性。

对于工业部门来说，假定需求不变，生产的恢复速度保持当前水平，那么 7 月下旬可能是工业恢复至疫情前的关键时点。

参照 2020 年的经验，服务业恢复最快时间点在疫情后的第三个月。以此推演，今年 8 月前后可能是服务业大幅恢复的时间节点。

值得注意，疫情对需求冲击、防疫政策变化、各部门协同效应等都会影响到经济恢复斜率的最终结果。

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。



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、《复工复产的产业梯次》

目 录

引言	3
1 本轮疫情供应约束的缓解现状	3
1.1 供给约束放松背后的政策变化	3
1.2 低能级城市人流基本正常	3
1.3 上海物流加速恢复	5
2 从供需两端看产业链改善程度	6
2.1 需求修复 2-8 成不等	6
2.2 生产修复趋势跟随需求变动	8
3 经济何时回到疫情前的水平？	9
3.1 当前经济的恢复斜率下，何时回到正轨	9
3.2 对“回到正轨时间”的判断，置信度应落在何处	11
4 风险提示	12
插图目录	13
表目录	13

引言

本轮疫情以来，经济生产不同程度下滑。随着疫情逐步缓解，各行业呈现不同斜率的向上恢复。6月1日上海解封后，部分产业复工复产加快。目前市场十分关心，经济各部门的恢复情况进入到了怎样的状态，不同行业又有哪些差异，何时又能回到疫情前的水平。

本文将结合5月经济数据和6月前两句的高频数据，综合描绘当前复工复产下的经济画像。

1 本轮疫情供应约束的缓解现状

在疫情供应约束方面，本次疫情对工业生产的影响主要集中在在人员流动（以下简称人流）、物流两个环节。

1.1 供给约束放松背后的政策变化

产生供给约束，原因在于各级政府行政阻断了人员和货物流动。解铃还须系铃人，供给约束放松离不开疫情管控政策的放松。

目前已有不少省份调松人流和物流约束政策，可主要分为两类。

一是鼓励所属区域内的行业积极复工复产，保障重点行业正常生产和货运。

二是放松对来自中高风险、上海人员管控，例如从“14+7”转变为“7+7”，同时部分省市放松了对上海是否属于中高风险的认定。

表 1：部分省市放松了对于疫情管控的要求

部分城市	5月政策要求	6月政策要求
苏州	14天内与新冠病毒感染者有轨迹交叉、有中高风险地区旅居史的人员，14天集中隔离+7天居家健康监测。	14日内有上海市中高风险地区所在乡镇（街道）旅居史人员实行“7天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”。
南通	对有国内中高风险地区旅居史、与确诊病例(含无症状感染者)有轨迹交叉的人员14天集中隔离+7天居家健康监测。	有本土聚集性疫情或中高风险地区所在设区市其他县(市、区)来(返)通人员，3天居家健康监测+11天严格健康监测。
常州	对来自低风险区的省内外的来常州人员实行“3+11”健康管理措施。	省内无疫情城市回常州取消3+11。

资料来源：民生证券研究院，公开资料整理

1.2 低能级城市人流基本正常

人员流动分为城市内部的流动和城市间的流动，前者决定了该城市线下服务业景气度的上限，后者则与住宿、餐饮、商务活动息息相关。

目前全国人员迁徙基本恢复至去年同期水平，但是高能级城市与其他城市人员迁徙仍然较弱。

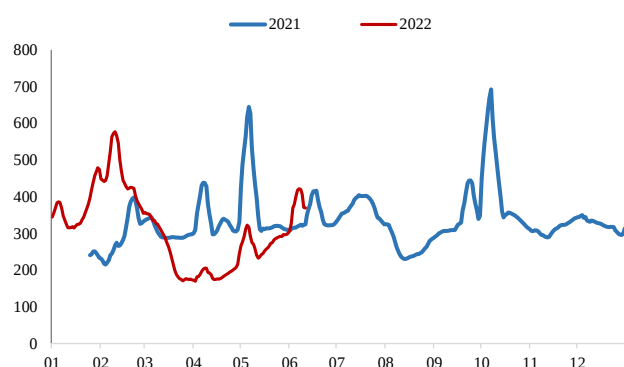
我们可以用百度迁徙指数表征城市间的人员流动，5月底后该指标已恢复至去年同期水平，但是11个中心城市的迁徙指数仍然较弱。

此外，全国执行航班数量主要体现与高能级城市交互的人员往来¹，这一类型的人流已恢复至去年同期的 **6 成左右**。

城市内的人员流动可以通过各市拥堵延时指数进行跟踪。我们发现二三线城市与疫情前的正常水平基本一致，**但是中心城市仍然还有恢复空间**。

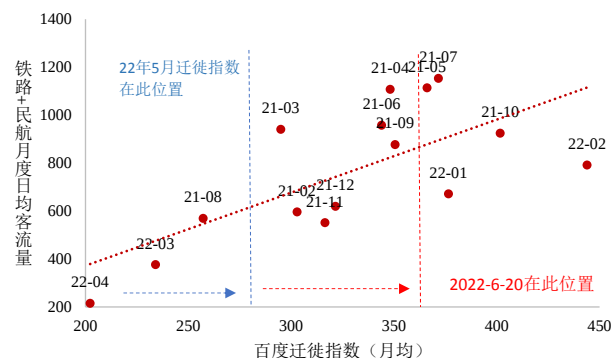
针对中心城市的人流情况，我们能更进一步通过地铁客运量进行追踪，成都、西安、郑州等地基本回至 3 月 1 日的水平，而**北京、上海的客运量在 6 月中旬恢复至疫情前的 60%左右**。

图 1：全国迁徙情况已逐步恢复至去年同期水平



资料来源：Wind，民生证券研究院；6 月后超过去年因“端午错位”。

图 2：迁徙情况与航空铁路客流量具有一定相关性



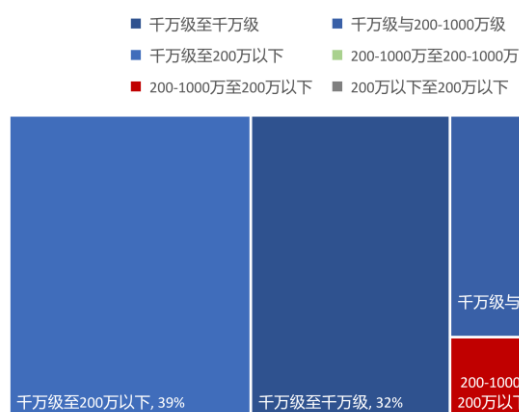
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：全国执行航班数据从最低不到 2 成恢复至 6 成



资料来源：Wind，民生证券研究院

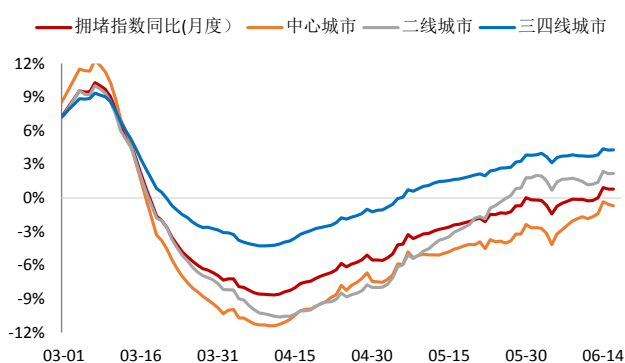
图 4：国内航班来往类型占比：按机场量级



资料来源：Wind，民生证券研究院；国内千万级机场涵盖了直辖市、大部分省会城市和副省级城市。

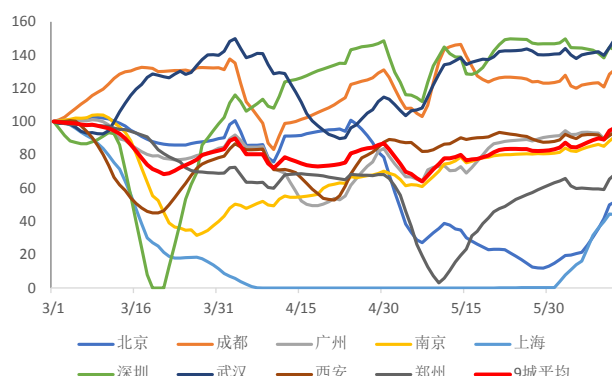
¹ 国内航班的特征是以省会及直辖市为中心，向其他城市放射，占比约 92%。

图 5：全国拥堵指数同比基本回正，高低能级城市分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：各中心城市地铁客运量的恢复情况



资料来源：Wind，民生证券研究院；注：2022 年 3 月 1 日=100。

1.3 上海物流加速恢复

物流不畅是影响过去 2 个月生产的核心因素。一方面国内各省物流受阻，全国货运指数在 4 月 12 日达到最低，同比下滑约 30%；另一方面涉外物流也受到明显冲击，4 月出口同比增速下滑超过 10 个百分点。

随着复工复产推进，不论国内物流还是与出口相关的集装箱物流都得到了极大改观。

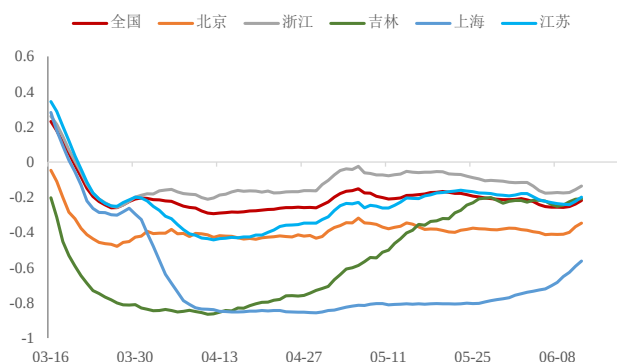
截至 6 月中旬，全国货运指数已回补一半缺口，从同比-30%改善至同比-15%。

分省份而言，吉林、上海、江苏、浙江、北京等省（市）是本轮疫情中影响最深的几个省份。目前只有上海、北京的货运显著低于疫情前水平。

6 月 1 日后，上海货运加速上行，按照中上旬的趋势，预计上海地区的物流在 7 月初至 7 月中旬能恢复至去年同期水平，北京地区的物流则需要跟踪疫情的进展情况。

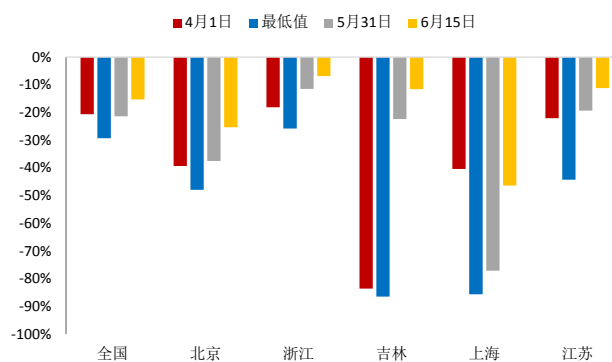
涉外物流方面，八港集装箱吞吐量²的旬度同比增速从 4 月中旬的-5.7%上升至 5 月底的 8.5%，已基本走出疫情阴影。

图 7：“物流约束区域”的货运同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

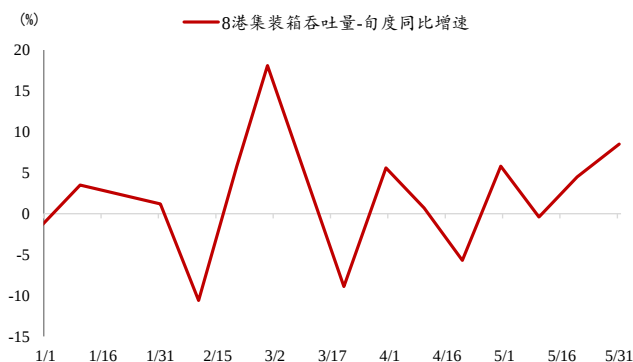
图 8：物流约束地区各阶段的货运量同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

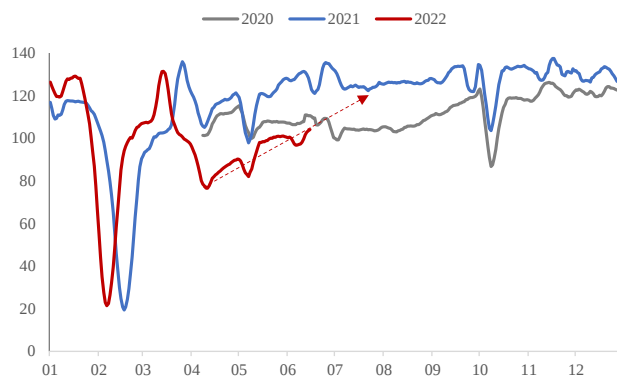
² 占全国集装箱吞吐量的四分之三左右，具有较强代表性。

图 9：8 港集装箱吞吐量 5 月后加速改善



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：全国货运指数已回补一半缺口



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 从供需两端看产业链改善程度

5 月经济数据出炉后，出口和基建投资不出意外地承担起经济恢复的主要动能，而地产和居民消费依然疲软，结构符合我们在《复工复产产业梯次》中的判断。

5 月份各产业链的生产回补与需求强度和供给弹性密切相关，例如与基建相关的电气机械制造业，与出口相关的计算机、电子和通信设备业等工增恢复较快，而纺服、非金属建材等与地产和居民消费相关的行业恢复较弱。

6 月后上海等地解封，全国疫情进一步缓解，整体上经济修复延续了 5 月以来的结构特征，但是也带来了一些新的变化。例如，一二线城市的商品房成交逐步发上行，甚至好于疫情前的水平；上海等地人流、物流虽然仅恢复至疫情前的一半水平，但上升速度较快。

接下来我们将从需求和生产两方面详述近期主要产业链的改善程度。

2.1 需求修复 2-8 成不等

我们以主要可以通过汽车、地产等主要产业链的需求高频变化捕捉跟进当前的经济修复情况。

截止 6 月中旬，汽车销售已经回正，商品房成交有所分化，一二线显著好于三线城市，但是房建相关的需求和纺服消费并未明显改善，同比增速的改善背后是淡旺季的切换。

乘用车零售基本修复至疫情前。

受疫情影响，4 月汽车产销双双遭受重创。乘联会口径下的月度乘用车零售同比增速最低跌至-25%。

随着供给约束放开，截止 6 月中旬，乘用车的零售数据已经回正。涉外物流缓解，海外汽车零售高速增长，汽车及零部件行业也受益其中。

总体而言，汽车行业恢复较快，目前已经基本回到了疫情前的水平。

商品房成交仍然较弱，但已有结构性亮点。

5月商品房销售回暖并不明显，相较四月仅回暖了5.8个百分点。6月以来商品房成交则呈现了显著分化，一二线城市成交迅速上扬，而三线城市相对疲软。一个相对合理的解释是，一二线城市的回暖可能与疫情压抑了4-5月的购房需求有关，此外一二线城市房屋总价高，对贷款利率的下滑更加敏感。

总量上来看，三四线城市商品房销售占全国的70%左右，是国内商品房销售市场的主力，因此如果要确认房地产行业企稳，一定要见到三四线城市企稳才行

按照以往规律，一二线的房地产市场一般领先三四线一个季度至半年不等，因此不管是出于何种原因，一二线楼市的改善至少是一个不错的信号。

纺服需求较弱，下游库存高企。

纺服消费与购物场景存在较强关联。

目前疫情虽然缓解，但是截止6月中旬，线下购物场景并未完全放开。因此，纺服相关产品的销售仍然低迷，虽然坯布成交同比增速相较5月底已恢复了10个百分点，但仍然相较去年同期下滑了20%，与4月底的水平基本一致，**整体上恢复了疫情损失的3成左右。**

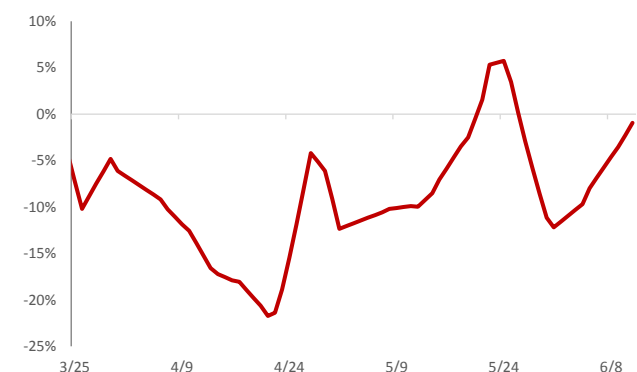
建筑材料消费较弱，市场信心不足。

建筑材料的消费主要受房建、基建的强度影响。如果我们拆分各工业品的具体需求，可以发现与基建相关的建筑材料库存去化较快（如锌、沥青等），与房建相关的钢筋、水泥、玻璃消费较弱，**因而建材消费疲软主要反映房建需求不足。**

尽管我们在数据上能看到建材成交同比增速的上升，但是这更多受淡季时的基数下滑，**建材消费在上海结束封城后并未攀升，这与2020年二季度全国逆季节性赶工存在显著差异。**玻璃消费恢复了2成左右，螺纹需求恢复了3成左右。

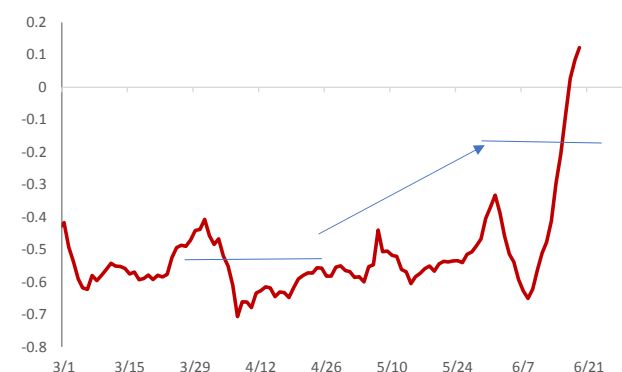
需要注意的是，房地产链条较长，商品房销售出现亮点和房建需求不足并不矛盾。

图 11：乘用车零售量同比恢复较快



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：30 大中城市成交面积跌幅大幅反弹



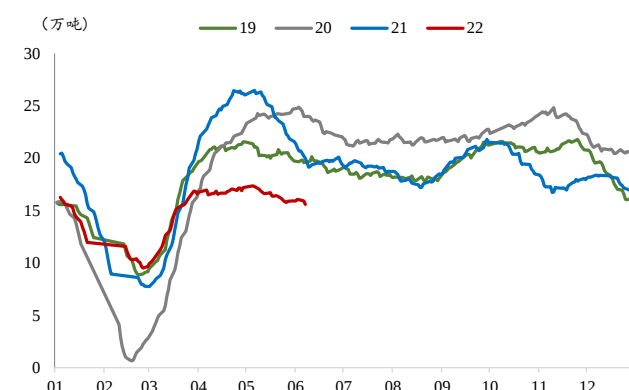
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：布匹成交恢复较慢



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：全国建筑钢材成交量疲弱



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 生产修复趋势跟随需求变动

由于物流不断边际改善，此前限制生产的直接约束已减缓不少。因此，在生产方面，各行业的生产恢复跟随需求的恢复进度。需求结构中，出口好于内需，基建好于地产和消费，因此我们以纺织、建筑业、电子消费品的生产强度作为反映结构性特征的例子。

纺织需求较差，与纺织链条相关的生产恢复较慢。

疫情缓解后，纺织需求并未明显恢复，织机开工率相较 4 月份并未明显好转，同时低开工率下，织造厂坯布库存高企。

建筑业链条中，基建相关上游行业恢复优于地产相关上游行业。

建筑材料中，与基建相关的主要有铜杆、沥青等；与房地产相关的包括螺纹、水泥等。

目前铜杆开工率在疫情后上升明显，但是螺纹和水泥的生产相对疲软，同时二者库存上升明显，超过正常水平。反映生产疲软的情况下，地产前端的施工需求比生产还要弱。

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_43235

