

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月前两周的高频数据显示，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修复斜率的最终结果。

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月前两周的高频数据，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。

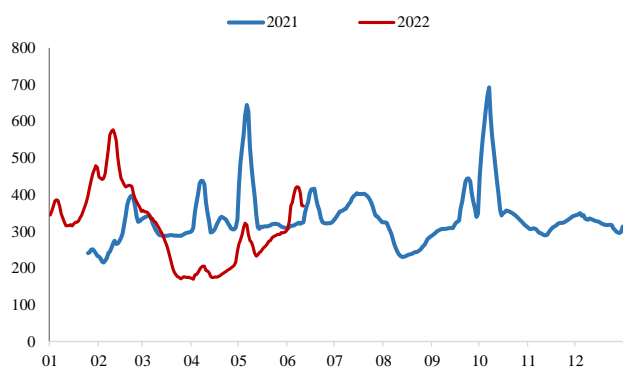
我们可以用百度迁徙指数表征城市间的人员流动，5月底后该指标已恢复至去年同期水平，但是11个中心城市的迁徙指数仍然较弱。

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**。

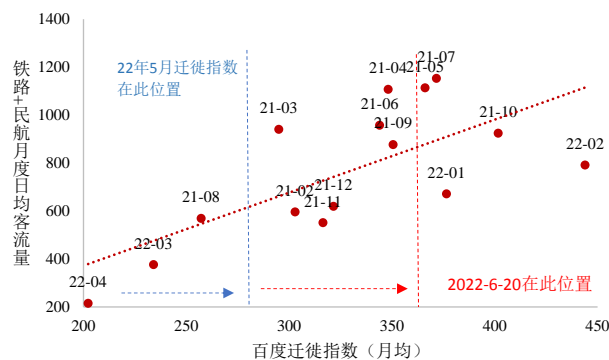
针对中心城市的人流情况，我们能更进一步通过地铁客运量进行追踪，成都、西安、郑州等地基本回至3月1日的水平，而**北京、上海的客运量在6月中旬恢复至疫情前的60%左右**。

图 1：全国迁徙情况已逐步恢复至去年同期水平



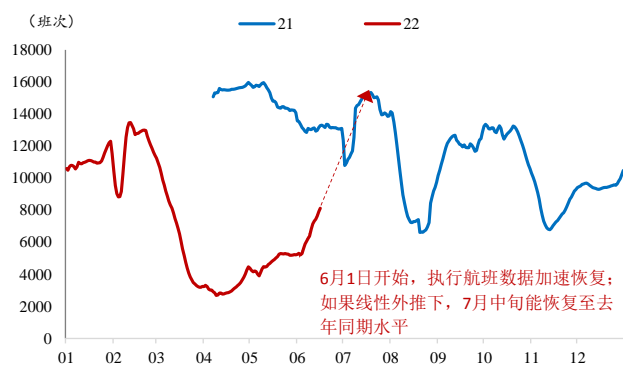
资料来源：Wind，民生证券研究院；6月后超过去年因“端午错位”。

图 2：迁徙情况与航空铁路客流量具有一定相关性



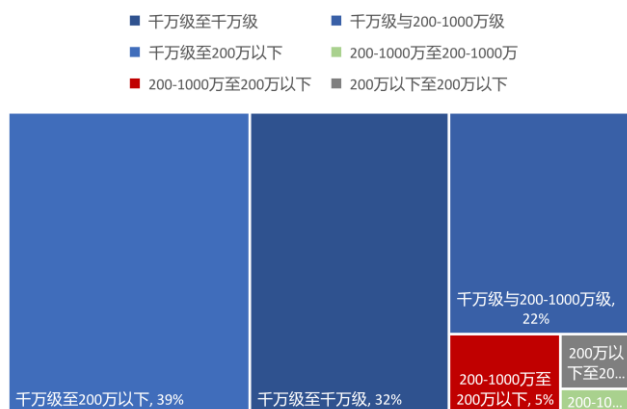
资料来源：Wind，民生证券研究院

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

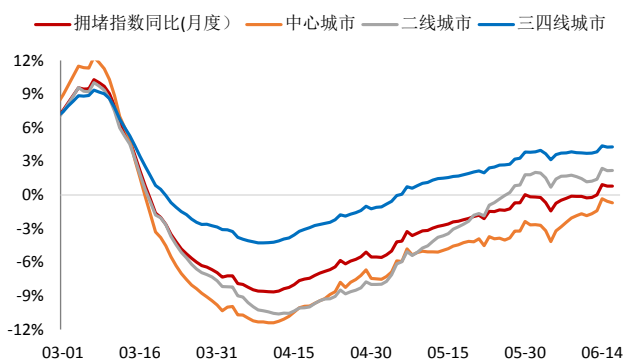
图 4：国内航班来往类型占比：按机场量级



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。

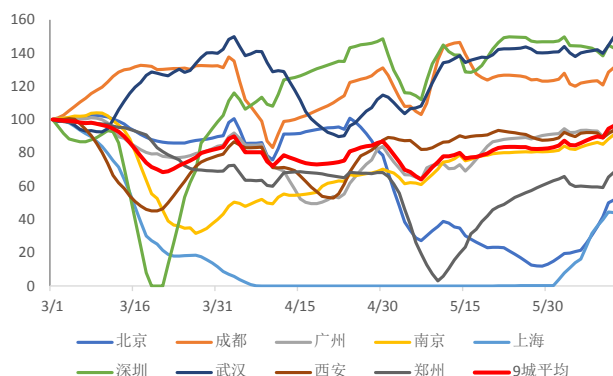
¹ 国内航班的特征是以省会及直辖市为中心，向其他城市放射，占比约 92%。

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。

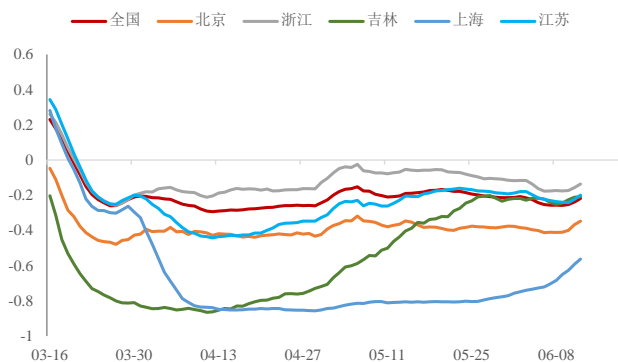
截至 6 月中旬，全国货运指数已回补一半缺口，从同比-30%改善至同比-15%。

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。

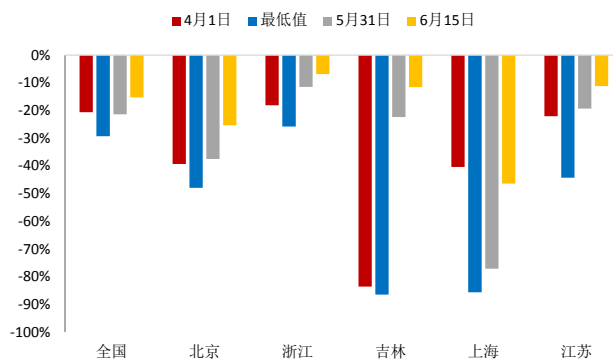
涉外物流方面，八港集装箱吞吐量²的旬度同比增速从 4 月中旬的-5.7%上升至 5 月底的 8.5%，已基本走出疫情阴影。

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

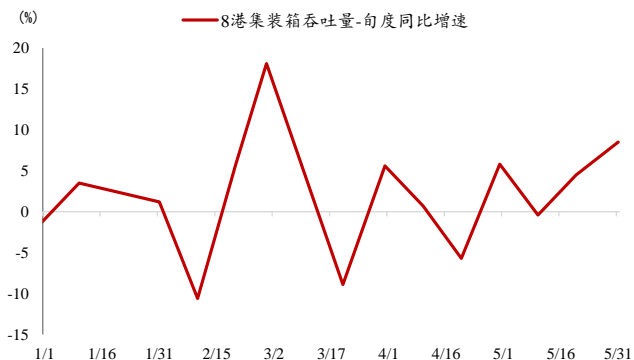
图 8：物流约束地区各阶段的货运量同比增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

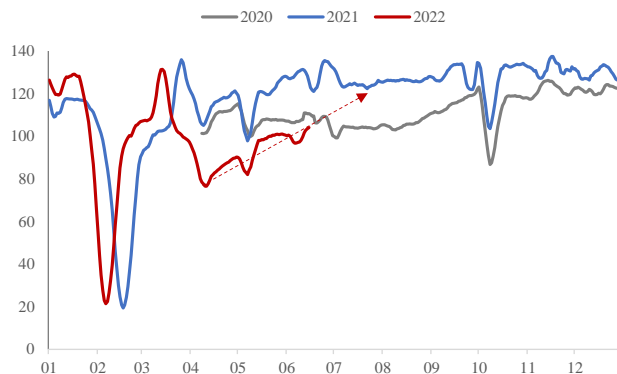
² 占全国集装箱吞吐量的四分之三左右，具有较强代表性。

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，三四线城市的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。**

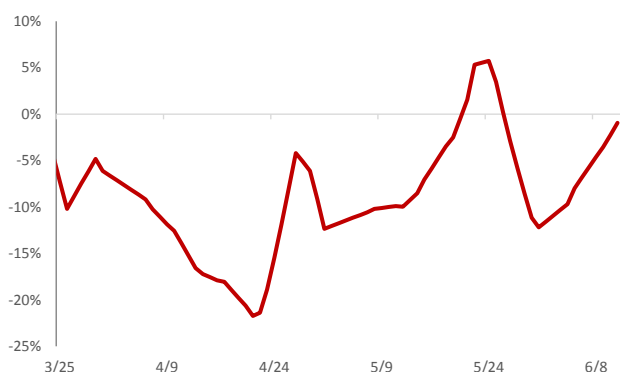
建筑材料消费较弱，市场信心不足。

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。

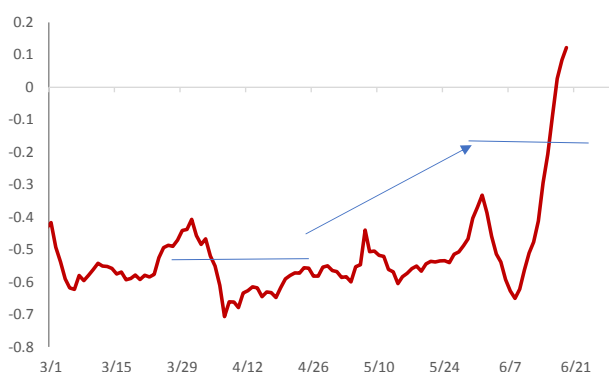
需要注意的是，房地产链条较长，商品房销售出现亮点和房建需求不足并不矛盾。

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



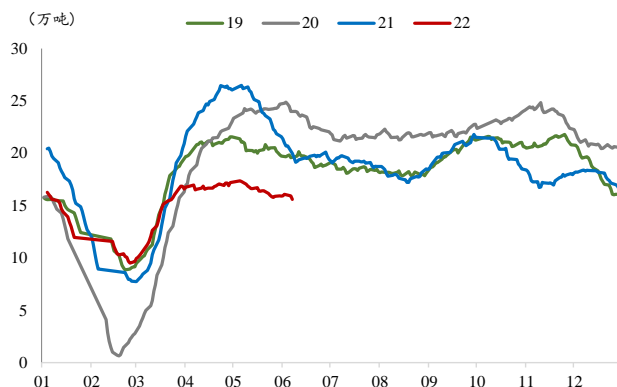
资料来源：Wind，民生证券研究院

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，因此我们以纺服、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。

纺服需求较差，与纺服链条相关的生产恢复较慢。

疫情缓解后，纺服需求并未明显恢复，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。

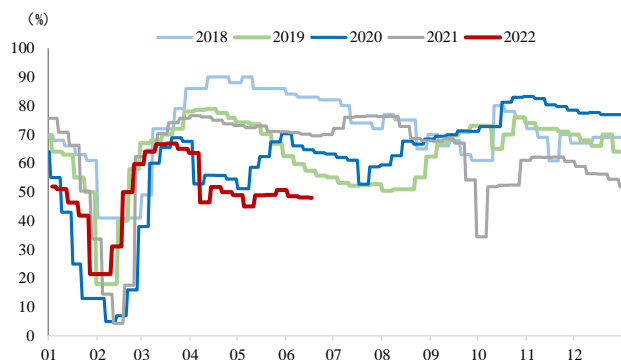
目前铜杆开工率在疫情后上升明显，但是螺纹和水泥的生产相对疲软，同时二者库存上升明显超过正常水平，反映生产疲软的情况下，地产前端的施工需求比生产还要弱。

与电子消费品相关的生产恢复较快。

电子消费品的需求与出口景气度高度相关，微观上反映电子消费品生产的工业品包括铜板带箔、铝板带箔等。

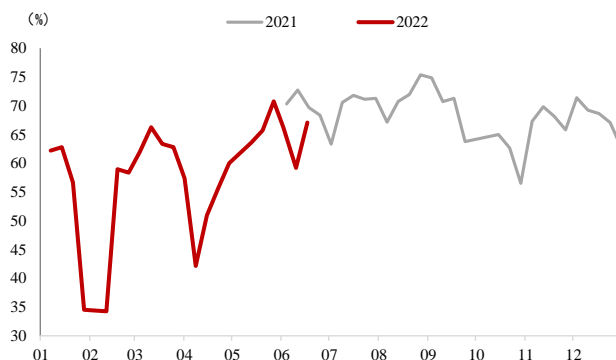
目前我们看到，这一类的开工率表现虽然被内需所拖累，不及去年同期水平，但是仍然处于上行通道当中。

图 15：浙江织机开工率仍然保持低位



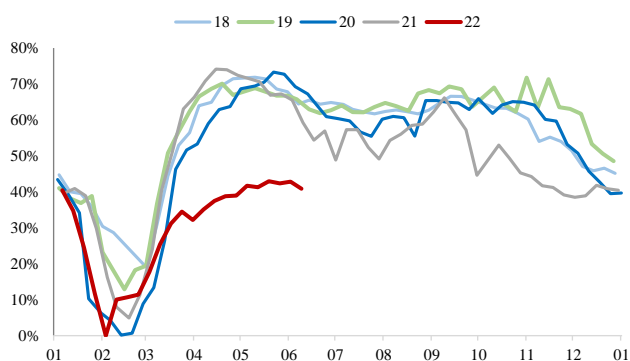
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 16：铜杆开工率上行较快



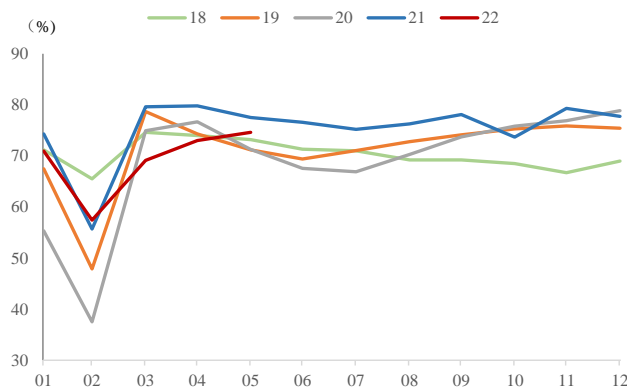
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：水泥磨机开工率显著弱于同期



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 18：铜板带箔开工率



资料来源：Wind，民生证券研究院

3 经济何时回到疫情前的水平？

各行业的复工复产何时能回到疫情前水平实质上可以分解为两个问题，一是如果此后各业复工复产如果能够保持当前斜率，何时能够回到疫情前？二是速率本身受到哪些方面影响？

3.1 当前经济的恢复斜率下，何时回到正轨

在当前的防疫政策下，判断各部门何时回到疫情前的水平，需要假定两个条件，一是如果疫情短期内不再反复，二是斜率保持跟当下一致或者参考过往经验。

复工复产的先决条件是人流、物流等前期约束能否放开，其次是生产在此基础上如何演绎。我们可以从物流人流约束和生产两个维度判断经济恢复的具体时间。

7月中旬至8月初是判断人流、物流约束是否完全打开的关键窗口。

人流方面，市内人流，全国大部分城市已基本正常，而目前仍处低位的北京、上海预计在7月初至7月中旬能够恢复至疫情前的水平。

反映省际往来的航班数据，至少在7月中旬之后才可能恢复至疫情前的水平。

出入北上的人员往来恢复不到3成，即使防控政策趋松，最早也得等到8月后实现“出入京沪自由”。

物流方面，假定终端需求能够恢复至疫情前水平，那么以当前的物流恢复速度，我们预计国内物流在7月中旬回到去年同期水平。

值得一提的是，不论是人流还是物流，上海6月上半月恢复斜率极高，下半月开始略微放缓。

静待工业生产7月下旬回到疫情前的水平。

5月份的经济数据显示工业生产已修复了疫情损失的4成左右。6月前两旬的高频数据显示，基本延续了5月以来的特征，保持着较高的速度。

我们认为，6月工业生产恢复依然较快，至7月下旬时，工业生产基本能恢复至疫情前的水平。

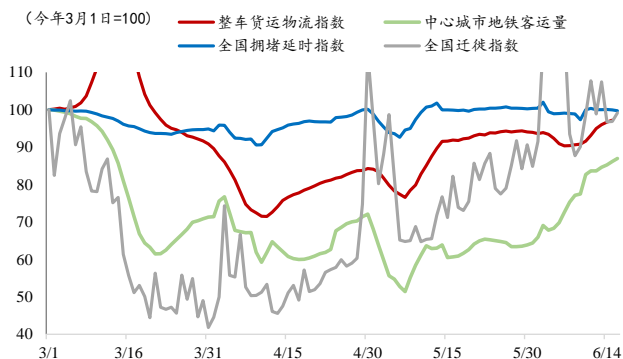
8月可能是服务业恢复最快的时期。

服务业的生产恢复在5月十分缓慢（仅一成），6月上海解封，服务业恢复速度加快。

我们可以参考2020年年初疫情对服务业生产的影响，当时2个月的疫情冲击（全国大部分地区1个月，湖北2个月）大致用了6个月的时间恢复到疫情前的水平，而恢复最快的时间段出现在疫情结束的3个月之后。

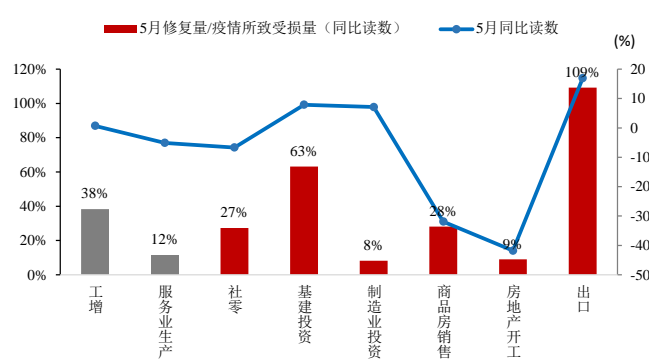
因此我们判断本轮服务业恢复至疫情前的时间节点在今年12月前后，而恢复斜率最快的时期预计在今年8月前后。

图 19：人流物流的恢复情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：5月经济数据的恢复情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 对“回到正轨时间”的判断，置信度应落在何处

真实的复工复产进程中，越接近疫情的水平，恢复斜率可能越低，这主要有三方面因素。

一是疫情对经济各部门的潜在需求或多或少都产生了冲击。

地产、服务业在本次疫情中受到较大损伤，16-24岁失业率甚至创新高。对复工复产线性外推的假设必然会受到挑战。

以中心城市为例，周末的地铁客流量恢复同比进度显著弱于工作日，代表偏刚性的上班出行需求已经日益改善，但是跟偏改善性的购物、游玩等出行需求仍然疲软。

二是防疫政策仍然存在，人员流动、物流仍然是当前阻碍复工的最重要因素。

以深圳的防疫政策为例，上海市区被视作“高风险”地区，进入深圳需要遵循“7+7”隔离，其他省份也有类似政策。因此，很多省份的司机不愿意运送物资进入上海，毕竟后期返程时难以避免近半个月的营业暂停。

此外，近期上海再次突发社会面的新增确诊，这导致部分小区再次进入“封锁核查”的过程。最终结果是，离开上海和暂时进入上海的机会成本均大幅增加，上海内部的生产经营活动也面临较强不确定性。

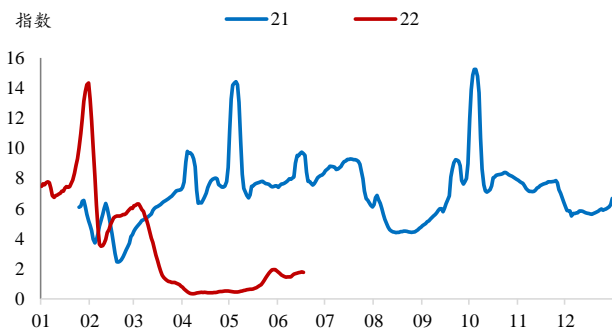
三是经济恢复在一定程度上受到各部门协同效应的影响。

这里我们分别从工业和服务业举两个例子。产业链的上下游并不是简单一对一的关系，如果出行需求较弱导致汽柴油消费不及预期，那么沥青作为生产汽柴油过程中的副产物，即使沥青自身需求很好，其生产也无法回到疫情前的水平。

服务业方面，商场堂食受政策约束无法恢复，自然相关出行需求也会受其影响，这一点在近期高频数据中有所体现。

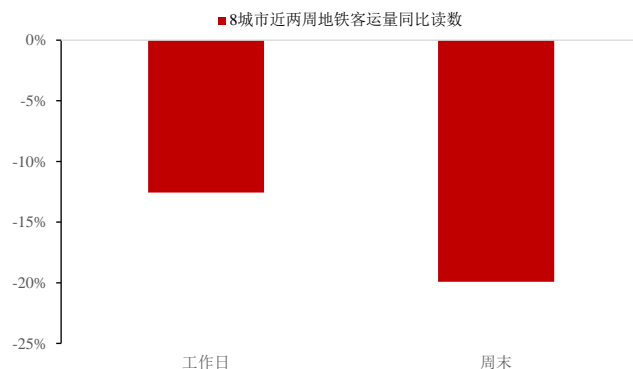
以上三点都会影响到经济恢复的斜率，因此对于通过线性外推所估算出来的复工复产时间表中的具体时间会有一定后移。

图 21：上海迁出指数仍然处于绝对低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：工作日的地铁客运量恢复优于周末



资料来源：Wind，民生证券研究院；8城指上海、南京、成都、武汉、西安、郑州、武汉；近两周指今年6月6日~6月19日和去年同期（过滤端午因素）。

4 风险提示

疫情发展超预期：疫情反弹或防控政策加严。

经济增速下行压力超预期：经济无法有效恢复。

数据口径可能变化：文章所涉及数据较多，其口径在之后可能会发生变化。

插图目录

图 1：全国迁徙情况已逐步恢复至去年同期水平	4
图 2：迁徙情况与航空铁路客流量具有一定相关性	4
图 3：全国执行航班数据从最低不到 2 成恢复至 6 成	4
图 4：国内航班以千万级机场作为中心向其他城市放射	4
图 5：全国拥堵指数同比基本回正，高低能级城市分化	5
图 6：各中心城市地铁客运量的恢复情况	5
图 7：“物流约束区域”的货运同比增速	5
图 8：物流约束地区各阶段的货运量同比增速	5
图 9：8 港集装箱吞吐量 5 月后加速改善	6
图 10：全国货运指数已回补一半缺口	6
图 11：乘用车零售量同比恢复较快	7
图 12：30 大中城市成交面积跌幅收窄 20 个百分点	7
图 13：布匹成交恢复较慢	8
图 14：全国建筑钢材成交量疲弱	8
图 15：浙江织机开工率仍然保持低位	9
图 16：铜杆开工率上行较快	9
图 17：水泥磨机开工率显著弱于同期	9
图 18：铜板带箔开工率	9
图 19：人流物流的恢复情况	10
图 20：5 月经济数据的恢复情况	10
图 21：上海迁出指数仍然处于绝对低位	11
图 22：工作日的地铁客运量恢复优于周末	11

表目录

表 1：部分省市放松了对于疫情管控的要求	3
----------------------	---

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001