

相关研究

《真实就业压力几何，究竟来自何方？》

2020.06.08

《宽松正在起变化——从宽货币到宽信用》

2020.06.07

《粮食供给无虑，警惕放水带来普涨——兼论如何看待近期粮价上涨》

2020.06.01

分析师:姜超

Tel:(021)23212042

Email:jc9001@htsec.com

证书:S0850513010002

分析师:陈兴

Tel:(021)23154504

Email:cx12025@htsec.com

证书:S0850519110001

联系人:应稼娴

Tel:(021)23219394

Email:yjx12725@htsec.com

经济恢复了几成？

——新型肺炎疫情影响之七

投资要点:

- **限制放松交通恢复，需求生产齐头并进。响应级别普遍下调，六月基本完成复学。**限制措施的减弱乃至消除是经济恢复的前提，超九成省市的应急响应级别均已调至三级或三级以下。而学校教学活动的恢复意味着大范围的隔离措施基本消除，我们估计，6月底全国小初高的复学比例将至少在九成以上。市内交通恢复到位，客运仅达去年五成。交通流量的恢复也能侧面反映经济活动的活跃程度。从城际交通看，全国客运量整体恢复偏慢，但高速流量已达去年同期。从市内交通看，道路拥堵程度开始上升，城市地铁客流也有明显回暖，市内交通已基本恢复至去年同期。此外，滴滴出行和下厨房APP的使用情况向疫情前靠拢，也印证出行活动的复苏。**需求恢复较快，生产齐头并进。**随着限制措施的解除，需求端整体保持了较快的恢复速度。根据国税总局增值税大数据，复工第一周企业销售收入仅为19年同期的20%，4月底已接近95%。而工业生产与需求“齐头并进”。5月各旬五大集团日均发电耗煤量均高于14-19年同期均值，即便考虑到基数效应，仍然指向工业生产处于较强水平。
- **需求未现补偿反弹，生产普遍不输去年。地产、汽车基本恢复，补偿性质反弹未现。**从下游行业来看，**地产：销售接近去年同期，补偿性质反弹未现。**5月35城地产销售面积增速-0.5%，销售已基本接近去年同期水平，但还未出现带有补偿性的反弹。**商贸零售：线下零售基本开业，营收恢复八成左右。**6月初线下零售基本已经完成开业，但是销售额仅约恢复到去年同期的八成左右。**乘用车：需求缓慢修复，持平去年同期。**二季度以来汽车销售开始缓慢修复，5月乘联会乘用车销量增速已回升转正，行业需求与去年同期相当。**家电：可选消费重要品类，恢复进度慢于汽车。**同样作为可选消费占比较大的品类，家电需求恢复进度慢于汽车，5月三大白电线下销量和销售额增速仍处负增长，行业需求尚未达到去年同期水平。**纺织服装：需求恢复并不理想，价格水平创下新低。**纺织服装行业也受到疫情的较大影响，但在疫情高峰过后，行业需求恢复并不理想，从景气程度和价格水平看，需求仍处低位。**餐饮：门店基本开业，账单七到八成。**服务消费受疫情冲击最为严重，虽呈现复苏态势，但恢复进度落后于商品消费，当前餐饮业账单量仅相当于正常时期的七到八成。**旅游酒店：收入仅达同期三成，恢复进度相对迟缓。**通过五一黄金周表现来看，旅游行业仍较惨淡，五一期间日均游客数量和旅游收入分别只有19年的47%、32%。酒店行业也依然萧条，4月我国酒店入住率、每间可用客房收入仅相当于去年同期的51%、31%。**生产普遍不输去年，工程机械强势复苏。**从上游行业的恢复看，**钢铁：产量超过去年同期，受创程度小于下游。**5月中钢协重点钢企粗钢产量增速转正，6月第一周Mysteel样本钢厂钢材产量增速也开始转正，指向当前钢铁产量已超去年同期。**工程机械：行业需求强势复苏，疫情过后补偿增长。**疫情过后机械行业需求强劲反弹，迎来补偿性增长，挖机销量增速不断上行，设备利用时间也创下新高。**水泥：出货高过去年同期，恢复并有小幅增长。**作为重要的建筑材料，水泥行业需求在疫情后恢复相对较快，5月以来不仅已完全恢复，甚至较去年同期有小幅增长。**化纤：生产恢复程度分化，上游仍旧强于下游。**在疫情过后的恢复期，化纤行业生产继续保持着上下游分化的特征，偏上游的PTA工厂负荷率明显高于去年同期，而偏下游的涤纶长丝开工率较同期仍低。**能源：炼油开工相对偏强，焦炉生产未及去年。**国内焦化厂焦炉生产率已颇为接近19年同期，5月以来炼油厂开工率持续高于18和19年同期水平，指向生产态势较旺。
- **供需衔接顺畅，经济弱势复苏。**二季度以来，随着需求端限制逐步解除，供需之间的衔接也变得更为顺畅，工业运行短期呈现出被动去库存的特征。虽然二季度经济增长相比一季度明显改善几成定局，但部分服务消费恢复情况不佳，加上严重的海外疫情短期或对出口形成压制，我们预计，经济增速二季度很难回到19年底水平，达到甚至超过6%的增速或将在三季度以后才能见到。

目 录

1. 限制放松交通恢复，需求生产齐头并进.....	4
1.1 响应级别普遍下调，六月基本完成复学.....	4
1.2 市内交通恢复到位，客运仅达去年五成.....	5
1.3 需求恢复较快，生产齐头并进.....	6
2. 需求未现补偿反弹，生产普遍不输去年.....	7
2.1 地产、汽车基本恢复，补偿性质反弹未现.....	7
2.2 生产普遍不输去年，工程机械强势复苏.....	11
3. 供需衔接顺畅，经济弱势复苏.....	13

图目录

图 1	全国各省市重大突发公共卫生事件的应急响应级别	4
图 2	各阶段学生复学数量及占在校学生比例	5
图 3	全国客运量和高速公路网车流量月度均值相当于去年同期水平 (%)	5
图 4	百城拥堵延时指数月度均值	6
图 5	主要城市地铁客运量月度均值相当于去年同期水平 (%)	6
图 6	滴滴出行和下厨房在 IOS 应用榜单上的排名变化 (名)	6
图 7	增值税发票大数据统计的企业销售收入相当于去年同期的水平 (%)	7
图 8	五大发电集团旬度日均发电耗煤量 (万吨)	7
图 9	35 城和龙头房企地产销量同比增速 (%)	8
图 10	商品房销售面积累计同比增速和首套房贷利率 (%)	8
图 11	中国线下平均每日消费恢复情况	8
图 12	中汽协、乘联会乘用车销量同比增速 (%)	9
图 13	20 年 5 月三大白电线上、线下销量与零售额同比增速 (%)	9
图 14	柯桥纺织和盛泽丝绸市场景气指数	10
图 15	柯桥纺织价格指数	10
图 16	餐饮业营业门店及账单数趋势 (%)	10
图 17	17-20 年全国五一假期日均旅游人数和收入	10
图 18	20 年 4 月酒店入住率和客房收入与去年同期之比 (%)	10
图 19	全国粗钢产量和表观消费量同比增速 (%)	11
图 20	中钢协重点钢企粗钢产量旬度同比增速 (%)	11
图 21	我国挖掘机销量同比增速 (%)	11
图 22	我国小松设备利用小时数 (小时)	11
图 23	全国水泥平均价格 (元/吨)	12
图 24	全国水泥企业平均出货率 (%)	12
图 25	历年各周 PTA 工厂负荷率 (%)	12
图 26	历年各周江浙地区涤纶长丝开工率 (%)	12
图 27	历年各周炼油厂开工率 (%)	12
图 28	历年各周国内焦化厂焦炉生产率 (%)	12
图 29	工业企业营业收入和产成品存货累计同比增速 (%)	13
图 30	GDP 实际增速及预测 (%)	13

疫情导致一季度全国 GDP 增速录得自 92 年以来的首次负增长，而随着疫情防控工作步入常态化，复工复产和复商复市的进度逐渐加快，我国经济也开启了持续的修复进程。那么，二季度已进入最后一月，当前经济恢复的程度如何？二季度经济增长又能否恢复到疫情前的水平？本报告对此进行展开分析。

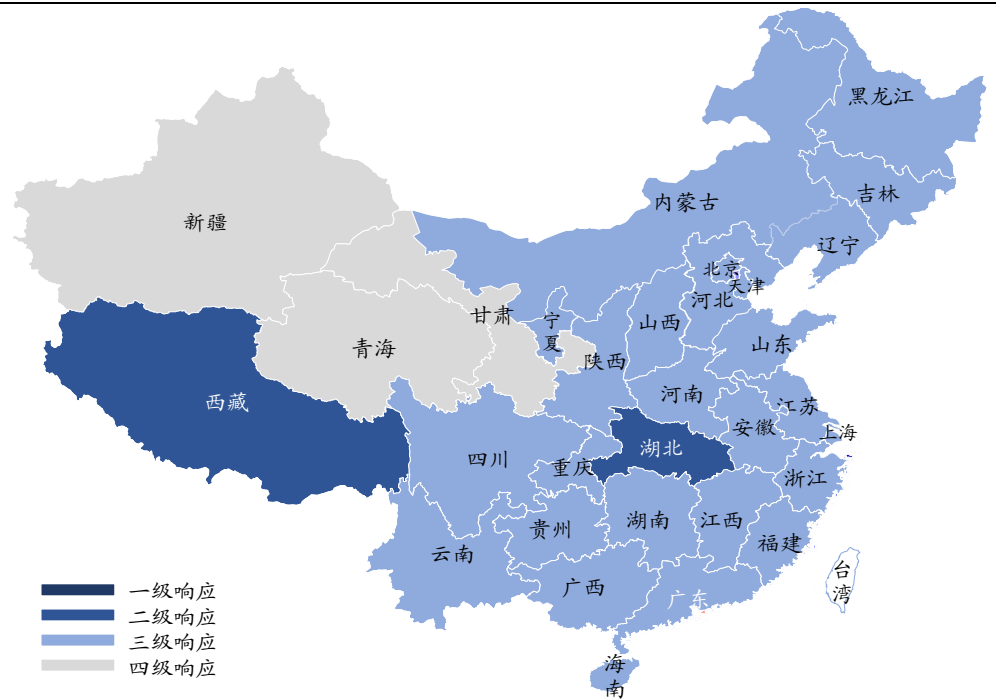
1. 限制放松交通恢复，需求生产齐头并进

1.1 响应级别普遍下调，六月基本完成复学

防控疫情所采取的各项措施，特别是居家隔离限制，造成了部分经济活动的“停滞”，而这种限制的减弱乃至消除是经济得以恢复的前提。

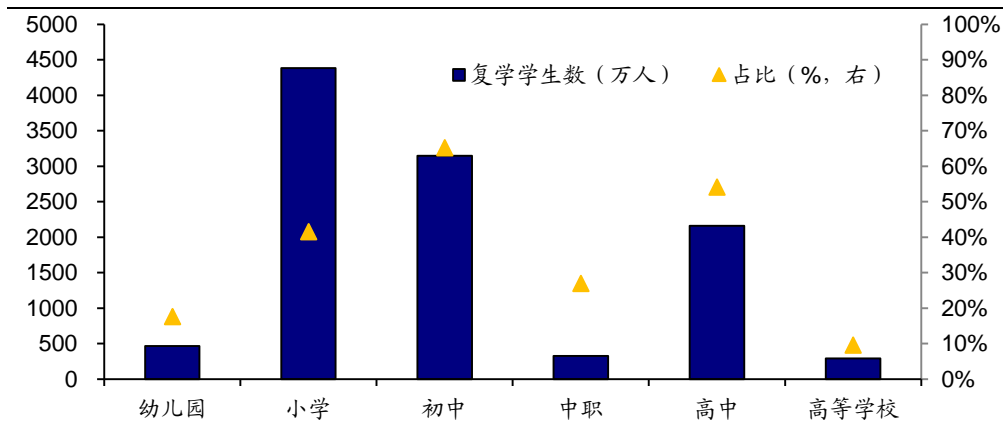
响应级别普遍下调，仅有两省仍处二级。疫情发生以来，各地陆续启动了重大突发公共卫生事件的应急响应，一度全国 31 个省市均处于一级响应状态。而随着国内本土疫情逐渐得到控制，多省市也相继下调了应急响应的级别，5 月 2 日疫情最为严重的湖北省从一级响应下调为二级响应，自此国内各省市全部结束一级响应状态。截至 6 月 8 日，国内仅有 2 个省份处于二级响应状态，超过九成的省市响应级别均在三级或三级以下，应急响应级别的普遍下调也意味着各项限制措施的减弱。

图1 全国各省市重大突发公共卫生事件的应急响应级别



资料来源：各地政府网站，海通证券研究所，数据截至 6 月 8 日。

复学全面铺开，六月基本完成。出于安全因素的考虑，在疫情得到控制后的各项恢复工作之中，复学复课一般要晚于复工复产和复商复市，因此，学校线下教学活动的恢复通常意味着大范围 and 普遍性的隔离措施基本消除，经济和社会生活逐渐回归到正常秩序。根据教育部数据，截至 5 月 11 日，全国学生复学人数超过 1 亿，复学比例接近四成，其中初中和高中返校比例均超过 50%。按照各省市所发布的复学时间来看，高等院校除毕业年级外由其自行统筹安排，因而开学情况不一，但除个别省市之外，小、初、高各年级普遍将会在 6 月完成开学，据我们估计，6 月底全国小、初、高复学比例将至少在九成以上。

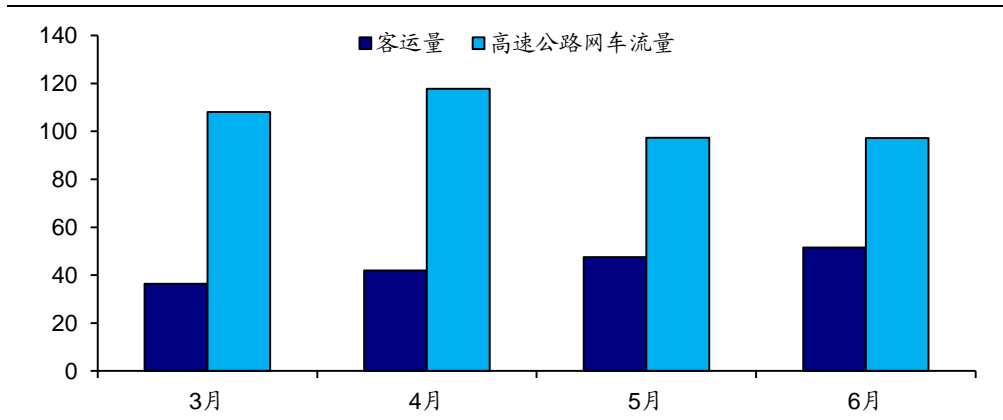
图2 各阶段学生复学数量及占在校学生比例


资料来源：教育部，WIND，海通证券研究所，数据截至5月11日。

1.2 市内交通恢复到位，客运仅达去年五成

居家隔离限制的放松，最明显的体现就是交通流量的恢复，这也能侧面反映出经济活动的活跃程度。

客运仅达去年五成，高速车流并不逊色。从城际间的交通流量情况来看，虽然已较疫情最为严重的时期有明显好转，但全国客运量恢复依然偏慢，3月客运量月均值仅有19年同期水平的36%，5月客运量月均值达到19年同期的47%左右，而6月才刚刚超过50%。可见人们当前仍尽量减少非必要的远距离出行。与此同时，出行方式也有明显变化，驾车出行更受青睐，3月以来高速公路网车流量月均值基本达到甚至超过19年同期水平。

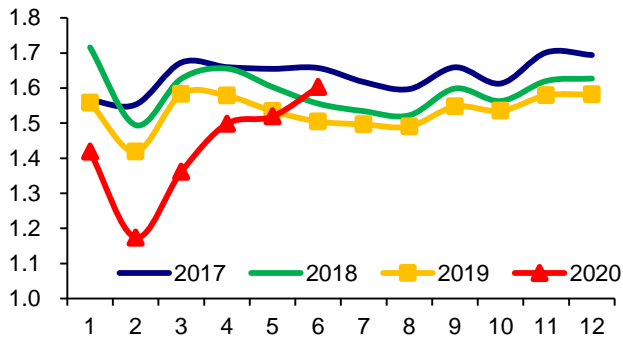
图3 全国客运量和高速公路网车流量月均值相当于去年同期水平 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所，6月为前4天数据。

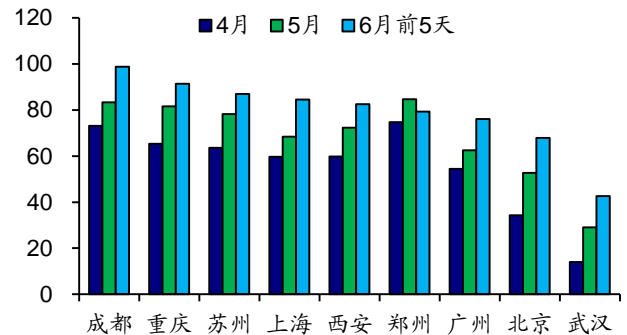
拥堵重现地铁迎客，市内交通基本恢复。从城市内部的交通流量来看，一方面，市内道路交通拥堵程度开始上升，根据高德发布的百城拥堵延时指数¹，5月均值达到1.52，较19年5月的1.53非常接近，而6月前5天均值更是升至1.60，远超过18年和19年同期水平；另一方面，主要城市地铁客流也有明显恢复，在我们统计的9个城市样本中，多数城市5月地铁客流量均值能达到19年同期的七至八成，6月²更是进一步提高到八至九成。综合来看，考虑到疫情导致私人交通对公共交通的部分替代，可以认为城市内部交通已经基本恢复到去年同期水平。

¹ 拥堵延时指数作为城市拥堵程度的评价指标，即城市居民平均一次出行实际旅行时间与自由流状态下旅行时间的比值，延时指数越高表示出行延时占出行时间的比例越大，也就越拥堵。

² 已根据工作日和假期做了可比口径处理。

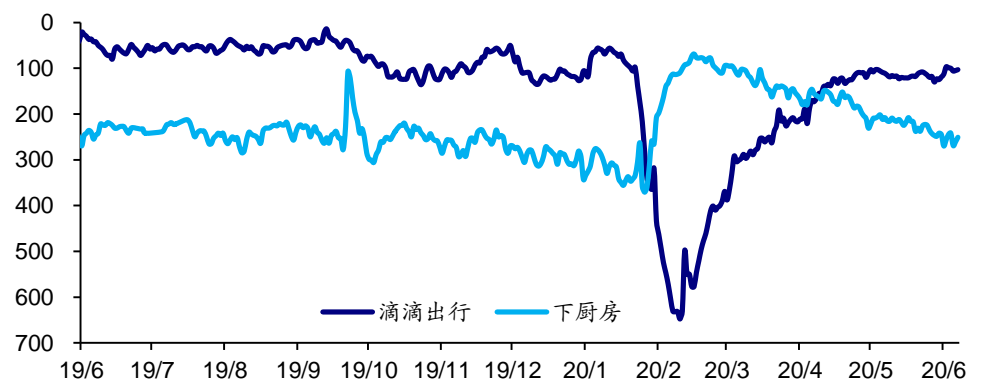
图4 百城拥堵延时指数月度均值


资料来源：WIND，海通证券研究所，6月为前5天数据。

图5 主要城市地铁客运量月度均值相当于去年同期水平（%）


资料来源：WIND，海通证券研究所，北京6月为前4天数据。

应用榜单排名变化，印证出行恢复到位。通过观察相关APP使用情况的变化也能够印证人们出行活动的恢复。疫情前的19年底，滴滴出行在IOS应用榜单上的排名基本能够维持在前150名，而疫情期间由于出行活动受阻，其排名严重下滑，最低时候甚至排在600名之外，而相反由于居家活动上升，提供食谱的下厨房APP在IOS应用榜单上的排名由疫情前的300名左右一举上升至前100名甚至前80名之内。随着疫情逐渐得到控制，两者在榜单上的排名又分别向疫情发生前的情况靠拢，6月滴滴出行恢复到了100名左右的位置，和下厨房又下滑到了大约250名的水平。

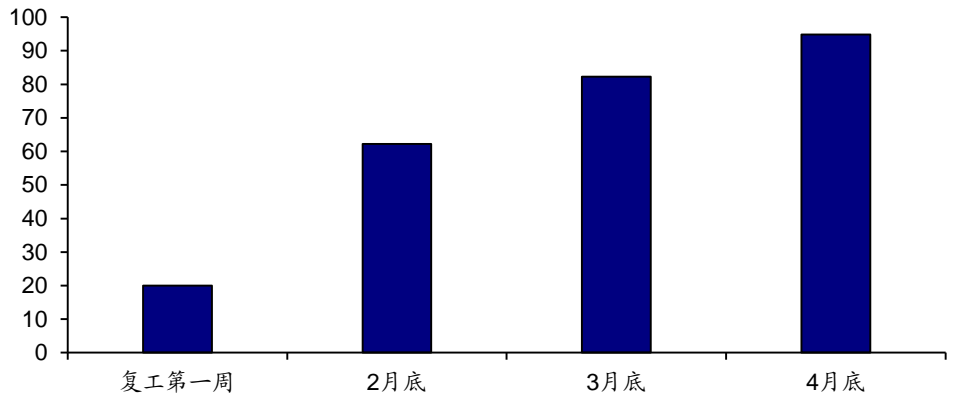
图6 滴滴出行和下厨房在IOS应用榜单上的排名变化（名）


资料来源：七麦数据，海通证券研究所

1.3 需求恢复较快，生产齐头并进

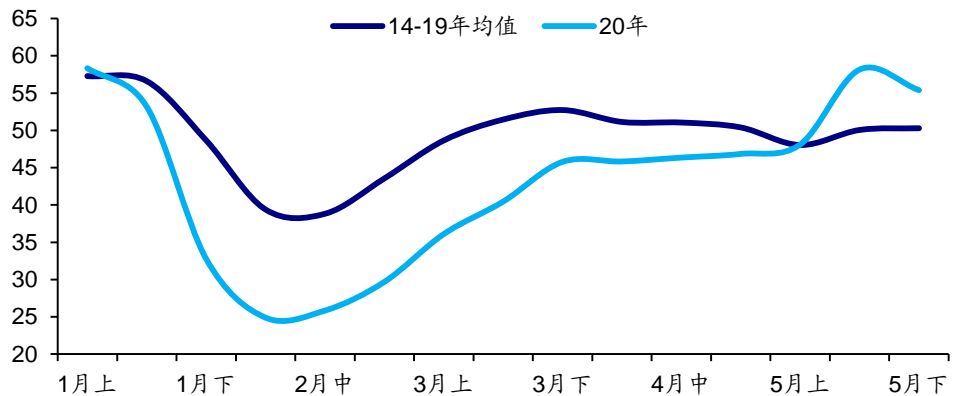
需求限制解除，恢复速度较快。在疫情后经济活动刚开始恢复的时期，我们曾经在研究报告中指出“当时下游的经营活动还未正常展开，需求受限在很大程度上制约了生产的扩张”³。而随着限制措施的逐步解除，需求端从整体上来看，保持了较快的恢复速度。根据国税总局基于增值税发票大数据所做的统计，复工第一周的企业销售收入仅相当于19年同期的20%，而2月底就已经超过60%，4月底更是接近95%，较去年同期可比水平相去不远。

³ 详见《宏观专题 20200216：复工可还顺利？——新型肺炎疫情影响之三》。

图7 增值税发票大数据统计的企业销售收入相当于去年同期的水平 (%)


资料来源：国家税务总局，海通证券研究所，复工第一周数据为2月10日-14日。

生产齐头并进，发电耗煤高增。与此同时，工业生产也并没有就此停步，而是与需求“齐头并进”。发电耗煤情况是跟踪工业生产整体走势最为常用的高频指标，5月五大集团发电耗煤同比增速较4月大幅回升并由负转正，这虽然有去年同期低基数的部分原因。但从旬度日均发电耗煤量上来看，5月各旬日均发电耗煤均高于14-19年同期均值，特别是中旬和下旬分别高于均值8万吨、5万吨左右，这意味着即便考虑到基数效应，工业生产仍保持着较强的恢复态势。

图8 五大发电集团旬度日均发电耗煤量 (万吨)


资料来源：WIND，海通证券研究所

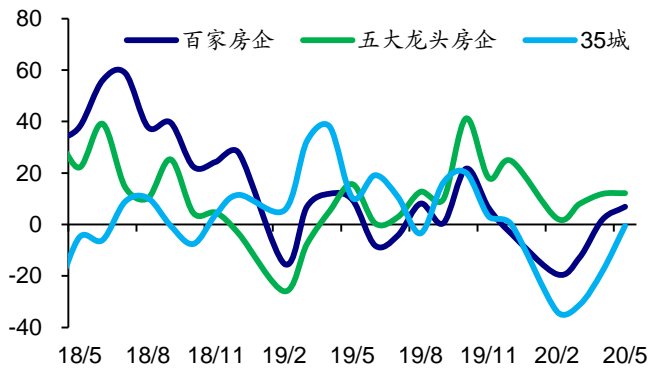
2. 需求未现补偿反弹，生产普遍不输去年

限制措施放松后，经济供需两端均在持续改善，但是各个部分的恢复程度不尽相同，接下来我们对此进行更为具体的分析。

2.1 地产、汽车基本恢复，补偿性质反弹未现

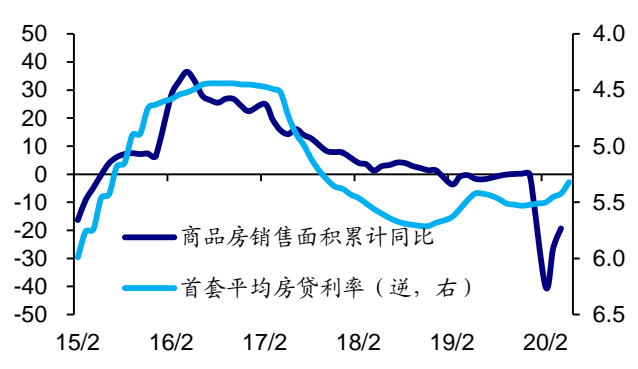
地产：销售接近去年同期，补偿性质反弹未现。地产是终端需求的重中之重，疫情严重期间，地产销售一度受到较为强烈的冲击，全国地产销售面积增速跌幅接近-40%。而随着疫情缓和、销售活动的陆续恢复，地产销售情况也逐渐好转，龙头房企销量增速在4月就已经由负转正，而4月全国地产销售面积增速降幅也缩窄到了-2%。根据我们跟踪的35城样本数据，5月地产销售面积增速-0.5%，较4月增速降幅进一步收窄。考虑到房贷利率水平略有下滑，按照房贷利率和地产销售之间的同步关系，地产销量增速或将稳中有升。因此，当前地产销售基本已经恢复到和去年同期相当的水平，但还未出现带有补偿性的反弹。

图9 35城和龙头房企地产销量同比增速(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

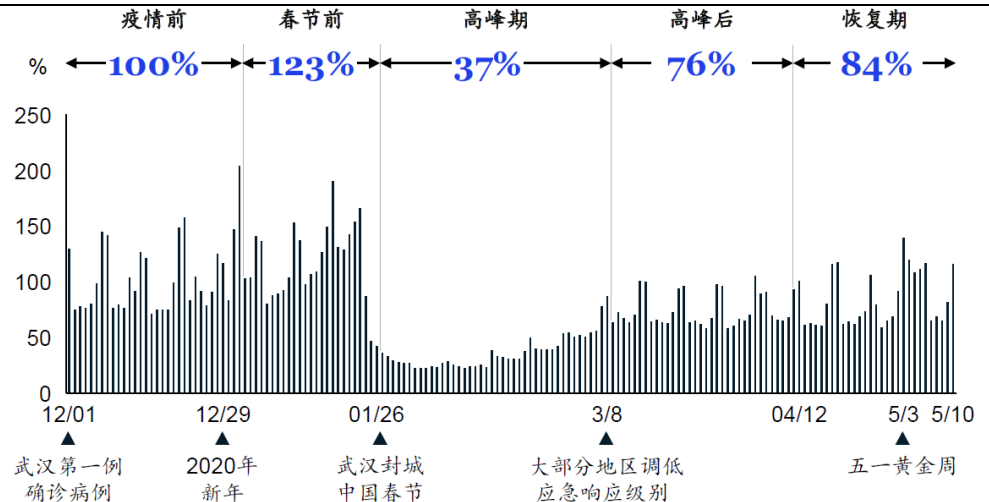
图10 商品房销售面积累计同比增速和首套房贷利率(%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

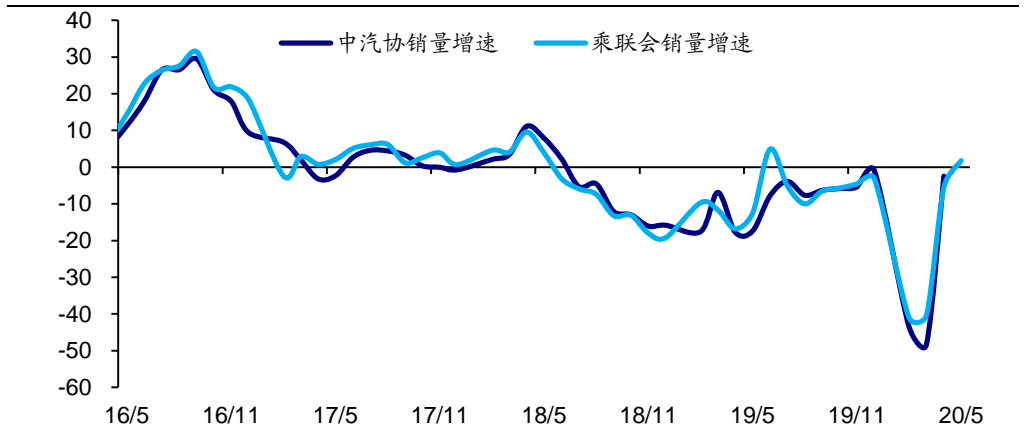
商贸零售: 线下零售基本开业, 营收恢复八成左右。疫情对商贸零售行业的影响具有非对称性, 给线上销售企业带来难得发展机遇的同时, 却又使得线下销售受困。麦肯锡对我国 3.1 万家商户所做的追踪分析显示, 疫情高峰期我国日均线下消费不到疫情发生前的 40%, 其后随着限制措施的放松, 经历了较快修复, 3 月中旬至 4 月上旬已经恢复到疫情前的 76%, 5 月上旬更是恢复到 84% 左右。根据商务部监测, 截至 6 月 1 日零售各业态限额以上企业复工率已超过 95%, 其确定的 11 条改造提升试点步行街店铺开业率达到了 94.5%, 客流量和营业额分别恢复到去年同期的 80.3% 和 81.6%。由此可见, 线下零售基本已经完成开业, 但是销售额约恢复到去年同期的八成左右。

图11 中国线下平均每日消费恢复情况



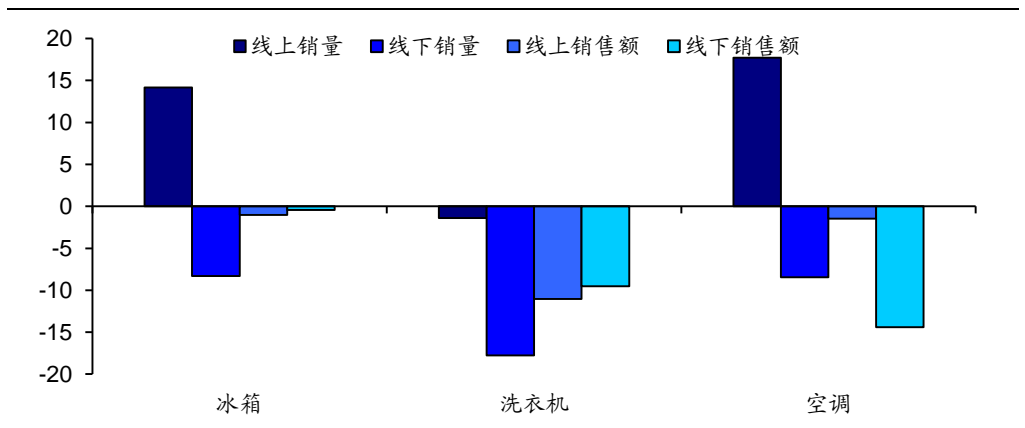
资料来源: 麦肯锡, 米雅科技, 海通证券研究所, 2019 年 12 月平均每日消费=100%, 数据截止 5 月 10 日。

乘用车: 需求缓慢修复, 持平去年同期。汽车是可选消费中占比最大的品类, 也是内需的重要引擎之一。过去较长时间的销量低迷加之疫情冲击, 使得一季度的汽车销售跌至谷底, 而二季度以来开启了缓慢的修复进程。4 月限额以上汽车类零售额增速归零, 而中汽协和乘联会的数据显示, 乘用车销量增速仍处负增长, 但增速降幅显著收窄至个位数。5 月乘联会乘用车销量增速已回升转正至 1.8%, 中汽协口径下的销量增速也有望回到正增长区间, 行业需求已恢复至和去年同期水平相当。

图12 中汽协、乘联会乘用车销量同比增速 (%)


资料来源：WIND，海通证券研究所

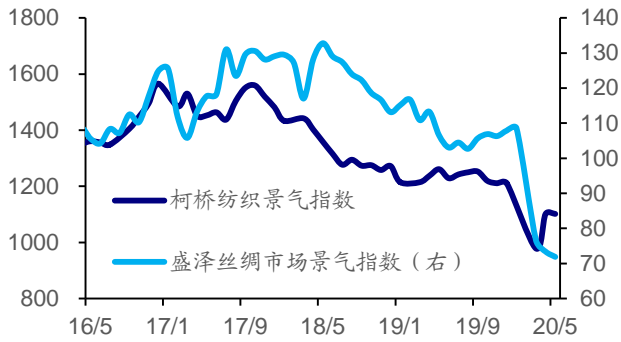
家电：可选消费重要品类，恢复进度慢于汽车。 家电同样属于可选消费之中占比较大的品类，但是它的需求恢复相对要慢于汽车。4月限额以上家电音响类零售额增速跌幅仍接近两位数，产业在线统计的空调、冰箱和洗衣机厂家销量增速也普遍负增。5月虽然经历了黄金周促销，但根据奥维云网的数据来看，三大白电线下销量和销售额增速仍然处于负增长，而白电销售整体来看仍以线下为主，因此，家电行业或仍未恢复到去年同期水平，部分品类需求如空调可能仅有19年同期九成左右。

图13 20年5月三大白电线上、线下销量与零售额同比增速 (%)


资料来源：奥维云网，海通证券研究所。

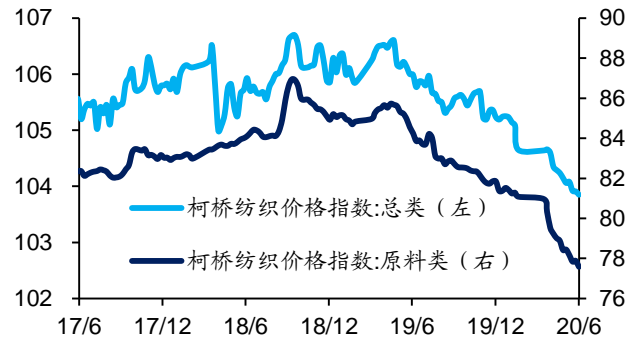
纺织服装：需求恢复并不理想，价格水平创下新低。 纺织服装行业在疫情期间也受到了较大的影响，外出活动的减少使得人们装扮类需求显著下降，但是在疫情高峰过后，该行业的需求恢复并不理想。4月限额以上服装类零售额同比增速降幅仍超过-20%，从景气程度来看，柯桥纺织景气指数和盛泽丝绸市场景气指数均表明，5月纺织市场需求仍处低位，且远未达到19年底疫情前的水平。价格的持续下滑也印证了需求疲弱，柯桥纺织价格指数创下近三年以来的新低。

图14 柯桥纺织和盛泽丝绸市场景气指数



资料来源: WIND, 海通证券研究所

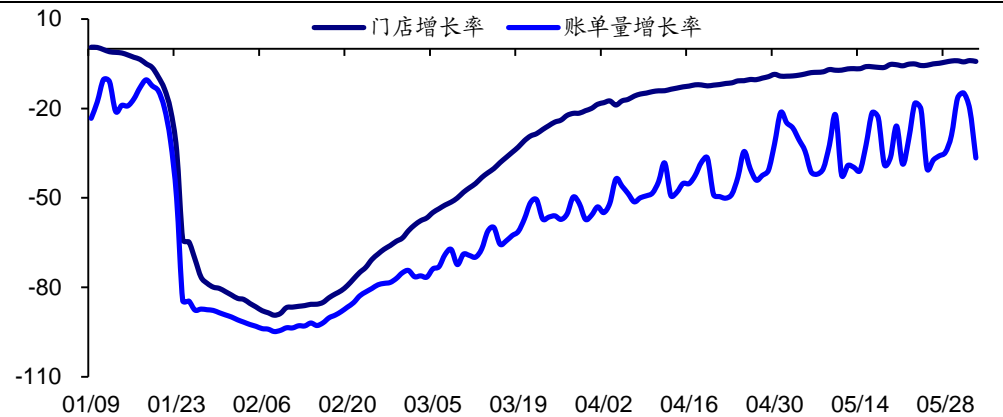
图15 柯桥纺织价格指数



资料来源: WIND, 海通证券研究所

餐饮: 门店基本开业, 账单七到八成。服务消费特别是依赖于线下接触式的消费, 在疫情期间所受冲击最为严重, 随着管控措施的放松, 这部分消费也呈现出复苏的态势, 但进度上要落后于商品消费。以餐饮业为例, 根据哗啦啦对其在线服务的全国 15 万家餐饮商户所做的统计, 截至 6 月 7 日, 餐饮门店营业率已经恢复至 96% 以上, 但根据账单量的情况来看, 仅相当于疫情前正常时期的七到八成水平。

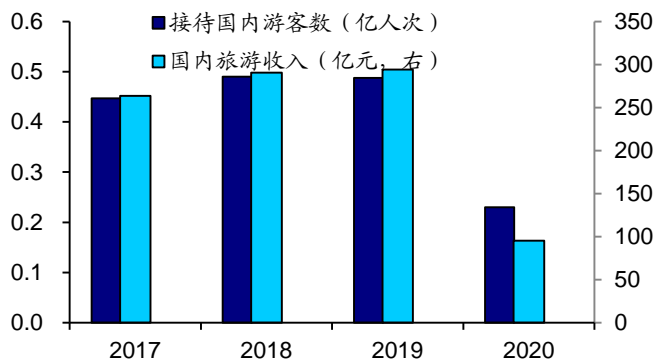
图16 餐饮业营业门店及账单数趋势 (%)



资料来源: 哗啦啦, 海通证券研究所, 数据为每日餐饮门店及账单数对比 20 年 1 月 1 日的涨跌。

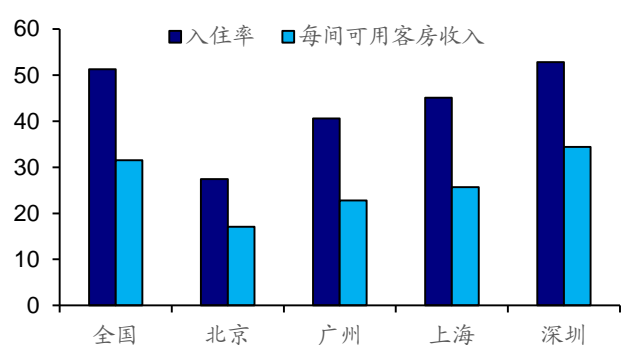
旅游酒店: 收入仅达同期三成, 恢复进度相对迟缓。旅游需求通常在假期得到集中释放, 因此刚刚过去的五一黄金周是个很好的观察窗口, 根据文旅部的数据, 20 年五一假期期间我国日均接待国内游客约 0.23 亿人次, 日均实现旅游收入约 95 亿元, 分别只有 19 年日均水平的 47%、32%。旅游行业的疲弱也在一定程度上导致了酒店业的萧条, 根据 STR 所做的统计, 4 月我国酒店入住率仅相当于去年同期的 51%, 每间可用客房收入仅有去年同期的 31%。

图17 17-20 年全国五一假期日均旅游人数和收入



资料来源: 文旅部, 中国旅游研究院, 国家旅游局, 海通证券研究所

图18 20 年 4 月酒店入住率和客房收入与去年同期之比 (%)



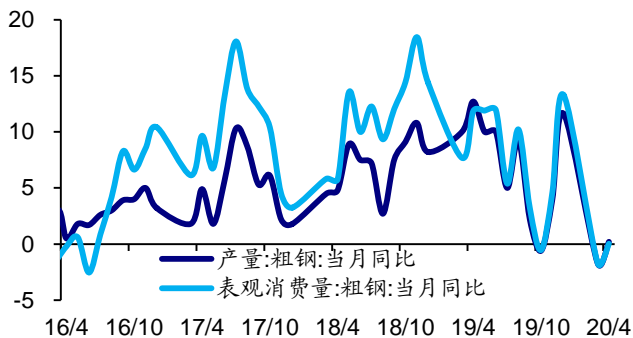
资料来源: WIND, 海通证券研究所

2.2 生产普遍不输去年，工程机械强势复苏

下游需求的两大引擎地产和汽车均已恢复到和去年同期基本相当的水平，但是并未出现明显的补偿性反弹，那么，上游行业的恢复又是一幅怎样的景象呢？

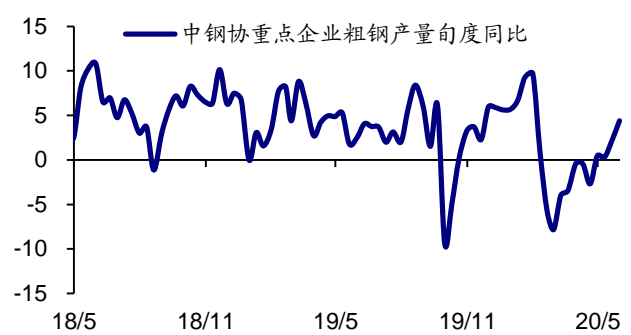
钢铁：产量超过去年同期，受创程度小于下游。钢铁行业是重要的原材料工业之一，其生产情况一定程度上反映了工业的整体面貌。疫情发生以来，钢铁生产诚然受到了不小的影响，但是受创程度相对要小于下游行业。全国粗钢产量增速仅3月录得负增长，4月又迅速回升转正，表观消费量增速4月也接近归零，意味着产销大体和去年同期相当。根据中钢协对重点钢企的统计，5月重点钢企粗钢产量增速由负转正至2.3%，Mysteel调研统计的样本钢厂钢材产量增速持续回升，6月第一周增速也有转正，均指向当前钢铁行业产量已超过去年同期。

图19 全国粗钢产量和表观消费量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

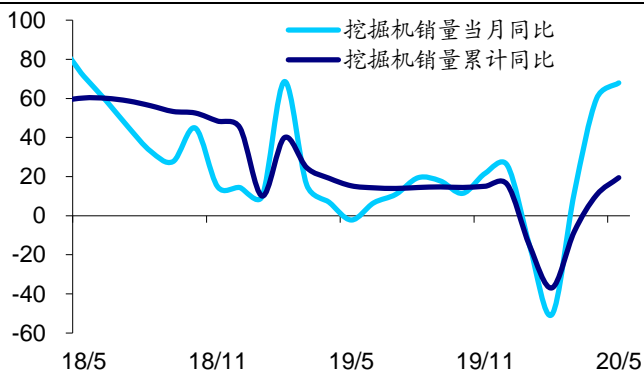
图20 中钢协重点钢企粗钢产量旬度同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

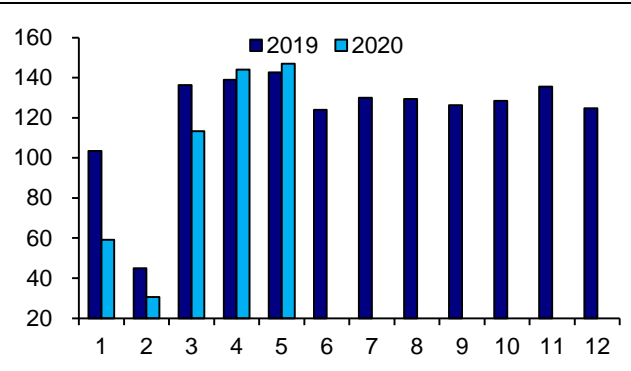
工程机械：行业需求强势复苏，疫情过后补偿增长。工程机械是装备制造行业的重要组成部分，下游需求主要集中在建筑业，同地产、基建等项目的施工联系紧密。而在疫情严重期过后，机械行业需求迎来了强劲反弹。一方面，产品销售增速屡创新高，3月挖掘机销量同比增速即由负转正至12%，4月销量增速更是跳升至60%，5月继续升至68%，前5月累计销量已达19年同期的1.2倍；另一方面，设备利用时间也有所提升，5月我国小松设备利用小时数为147小时，不仅高于19年同期水平，也是自18年11月以来的新高。

图21 我国挖掘机销量同比增速 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

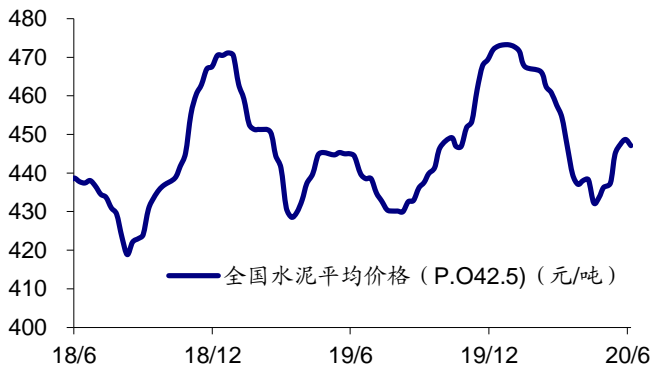
图22 我国小松设备利用小时数 (小时)



资料来源：WIND，海通证券研究所

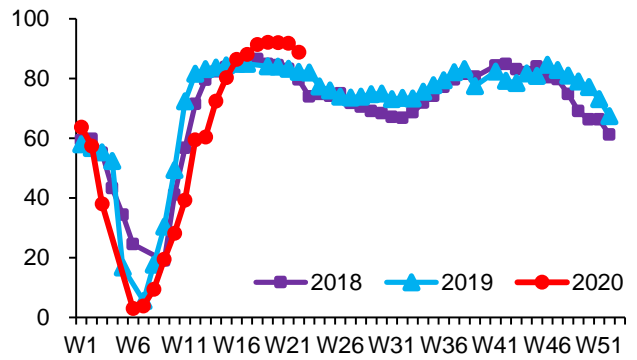
水泥：出货高过去年同期，恢复并有小幅增长。水泥是重要的建筑材料，水泥行业的需求在疫情后恢复的速度也相对较快。从水泥企业出货上来看，5月以来全国水泥企业平均出货率达到九成以上，分别比18年和19年同期水平高出7.8、6.5个百分点。全国水泥平均价格的走势也显示，当前价格已远高于疫情严重时期的低点，和19年同期水平基本相当。由此可见，水泥行业不仅自疫情后完全恢复，甚至较去年同期有小幅增长。

图23 全国水泥平均价格（元/吨）



资料来源：WIND，海通证券研究所

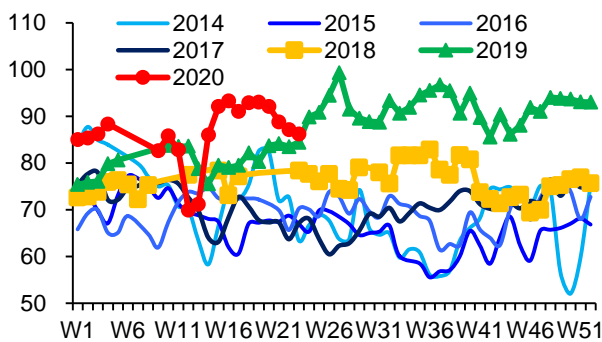
图24 全国水泥企业平均出货率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

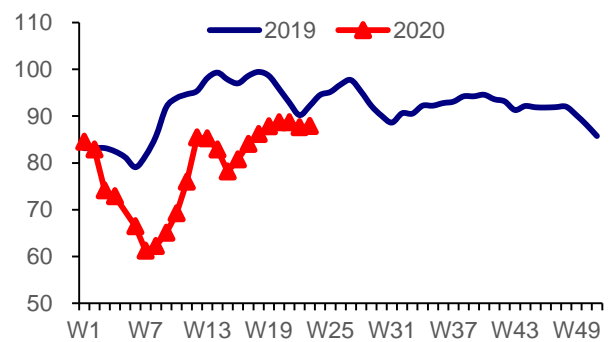
化纤：生产恢复程度分化，上游仍旧强于下游。作为化工制造行业的典型代表，化纤行业产业链结构相对清晰。在疫情过后的恢复期，行业生产继续保持着上下游分化的特征。由于纺服行业需求低迷，使得偏下游的涤纶长丝生产情况同样不佳，江浙地区涤纶长丝开工率仍未达到 19 年同期水平，而江浙织机负荷率更是较为惨淡，但是偏上游的 PTA 工厂生产表现较强，负荷率自 4 月以来就维持在 14 年以来同期新高。

图25 历年各周 PTA 工厂负荷率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

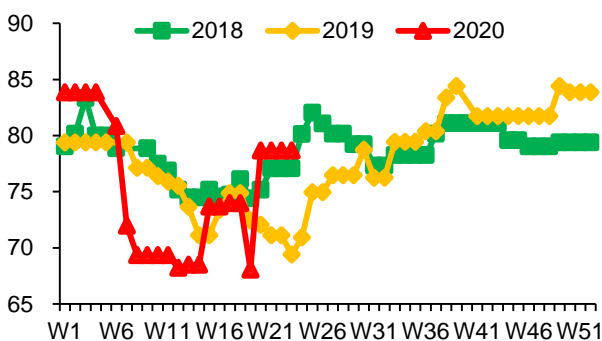
图26 历年各周江浙地区涤纶长丝开工率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

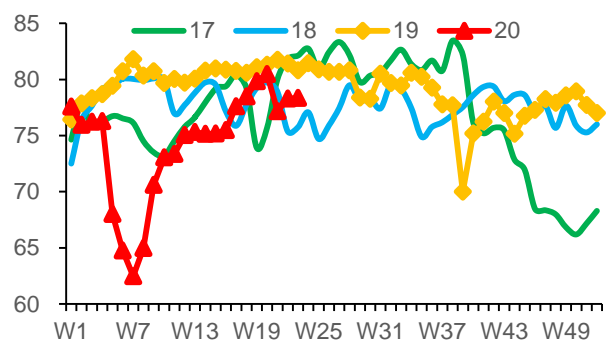
能源：炼油开工相对偏强，焦炉生产未及去年。从能源品生产行业来看，基本已能够恢复到往年同期的正常水平，甚至个别行业表现更强。以炼油炼焦为例，国内焦化厂焦炉生产率水平较 19 年同期已经颇为接近，而且已达到甚至超过 18 年同期及疫情前的水平，国内炼油厂开工率自 5 月以来就一直高于 18 年和 19 年同期水平，指向生产态势较旺。

图27 历年各周炼油厂开工率（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图28 历年各周国内焦化厂焦炉生产率（%）

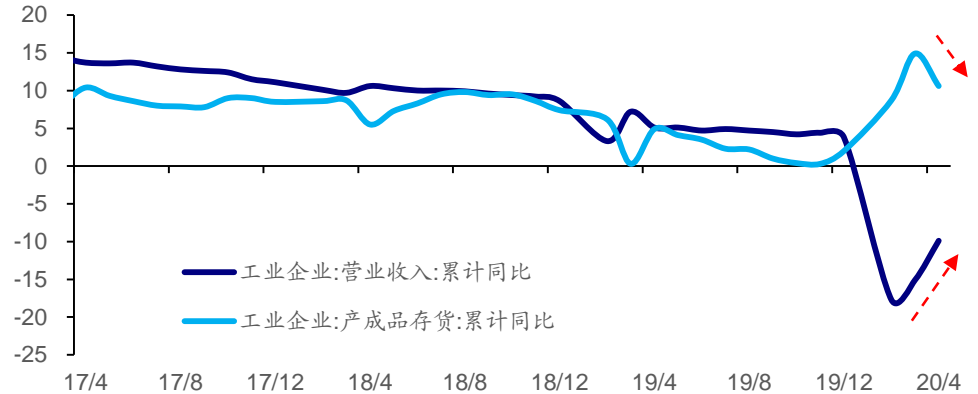


资料来源：WIND，海通证券研究所

3. 供需衔接顺畅，经济弱势复苏

供需衔接顺畅，短期被动去库。疫情之后经济开始复苏的初期，需求低迷一度成为制约生产完全恢复的关键因素。而二季度以来，随着对于需求端的限制逐步解除，供需之间的衔接也变得更为顺畅。从规模以上工业企业情况来看，3月和4月工业企业营业收入累计同比增速降幅持续收窄，而4月产成品存货增速也自高位下滑，工业经济短期呈现出被动去库存的特征。但由于需求的恢复进度整体仍落后于生产，库存水平依然在偏高位置。

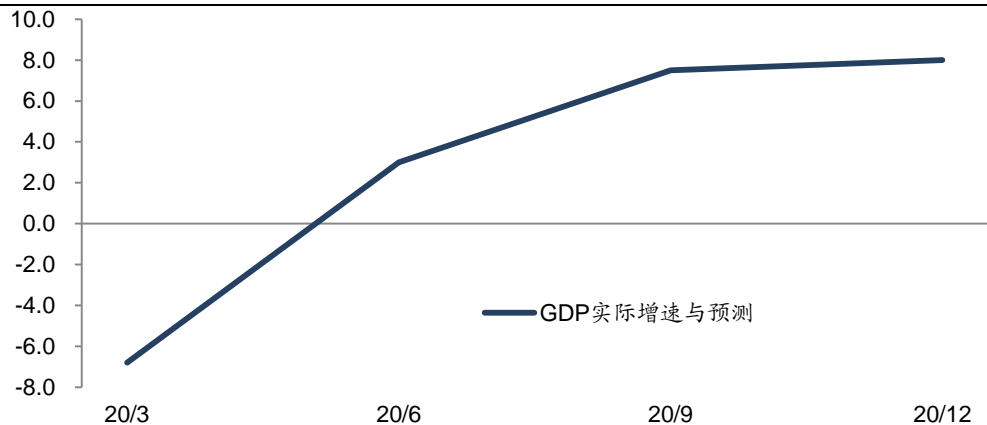
图29 工业企业营业收入和产成品存货累计同比增速 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所

经济改善几成定局，重回6%仍需等待。虽然各行业恢复程度多数较一季度有了明显的提高，但是，一方面，我们看到，服务消费部分表现仍较为惨淡，部分行业如影院甚至还未开始复工，而第三产业对经济的贡献程度不低；另一方面，在海外疫情仍较严重的情况下，外需依然承受着较大压力，短期或将对出口形成压制。因此，虽然二季度经济增长相比于一季度明显改善几成定局，但我们预计，其也很难恢复到疫情发生前19年底的水平，达到甚至超过6%的经济增速或将在三季度以后才能见到。

图30 GDP实际增速及预测 (%)



资料来源: WIND, 海通证券研究所预测, 2季度以后为预测值。

信息披露

分析师声明

姜超 宏观经济研究团队
陈兴 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com
宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
陈兴(021)23154504 cx12025@htsec.com
联系人
应镓娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
梁镇(021)23219449 lz11936@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zhx12382@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lxx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
联系人
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgg12371@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
郑蕾 075523617756 zl12742@htsec.com
房乔华 0755-23617756 fqh12888@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 尹岑(021)23154119 yl11569@htsec.com 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 联系人 王涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com 陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨震(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪琳(021)23154137 hl11570@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张崢青(021)23219383 zzk11650@htsec.com 张弋 01050949962 zy12258@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江(010)56760091 ljy12399@htsec.com 李轩(021)23154652 lx12671@htsec.com	纺织服装行业 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛开(021)23154510 sk11787@htsec.com 联系人 刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹莹(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com 周丹 zd12213@htsec.com 联系人 吉晟(021)23154653 js12801@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com 杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 唐宇(021)23219389 ty11049@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 联系人 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 ljl12245@htsec.com 谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cy10636@htsec.com 许樱之 xyz11630@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 衣楦永(021)23212208 yzy12003@htsec.com 赵洋(021)23154126 zy10340@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com
 巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com
 季唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
 马晓男 mxn11376@htsec.com
 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
 张思宇 zsy11797@htsec.com
 王朝领 wcl11854@htsec.com
 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
 李寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
 郭楠 010-58067936 gn12384@htsec.com
 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
 何嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
 李婕 lj12330@htsec.com
 欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
 郭金鑫(010)58067851 gjx12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com