

从物流交通看经济修复

实体经济专题（二）

“经济发展，交通先行”，作为经济景气度另一个重要指标，物流交通在经济产出的方方面面中都发挥着不可替代的作用。

- **交通数据与经济数据有较高的同步性。**6 月，工业增加值当月同比增长 4.80%，交通货运量当月同比增长 3.9%。一、二季度旅客周转量同比下降 54.8%和 55.9%，同期，住宿和餐饮业 GDP 同比下降 35.3%和 26.8%。**因此物流交通数据也为经济的边际变化提供了一个观察角度。**
- 我们通过观察各省公路货运周转情况和客运周转情况来判断各地经济修复情况。货运周转情况可以初步判断各省工业修复状况，中西部修复较快。上半年贵州、江苏、宁夏、云南、重庆、甘肃、天津、河南、江西和福建 10 省货运周转量累计增速转正，**其中贵州、江苏、宁夏同比增长 8%、5.8%和 5.3%。新疆、上海和湖北降幅超过 30%，分别下降 34.7%、35.3%和 62.1%。**
- 客运周转情况可以初步判断第三产业修复情况，整体而言，客运周转仍不及去年同期。**青海、江西和广西三省受影响程度最低，累计同比下降 25.4%、25.5%和 28.2%，降幅在 30%以内。河北、湖北、黑龙江、山东四省客运周转降幅最高，降幅均超过 70%；四省第三产业受影响较大。**
- **煤炭及钢材作为重要的工业品，对工业修复具有一定的指示作用。整体上看，从煤炭及钢材运量来看，工业恢复较好。**第三产业中，线上经济快速发展，线下经济正逐步修复。**线上消费，我们可以关注电商物流指数及快递发展指数。电商物流及快递指数反映出电子商务及快递在疫情期间恢复发展较快。线下方面，民航作为出行的主要工具之一，民航客运量可以反映出旅游、商务活动的景气度。我们可以参考航空客运量及周转量。随着疫情管控强度下降，民航的关键经营指标复苏，机场旅客吞吐量小幅回升，但与去年同期相比，缺口仍然较大。**
- **消费、电商、物流同步变化，疫情以来不断复苏。**从量上看，规模以上快递业务量同比增速在 1 月份触底-16.10%，随后快速复苏，6 月份同比增长达到 23.90%。从价上看，疫情期间中国公路物流运价指数同比增速为正，增长幅度相对较小，其中 2、3 月份的同比增速较高，达到 1.54%和 1.53%，其余月份的同比增速均保持在 0.50%附近。
- **从高频数据看，6 月中下旬以来，煤炭的运输量接近历史高点，且目前仍保持较高的运量。整体上看，工业生产情况恢复较好。**从城市拥堵情况来看，（1）北京 6 月受疫情反弹影响，城市经济活动有所减弱；（2）武汉城市经济活动仍低于历史均值水平；（3）6 月以来上海、成都、广州和深圳城市经济活动恢复较好，围绕历史均值波动。随着跨省流动限制的进一步打开，三季度第三产业将会进一步回升。

相关研究报告

《从用电量看经济修复-实体经济专题（一）》20200702

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：王大林
(8610)66229232
dalin.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060003

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

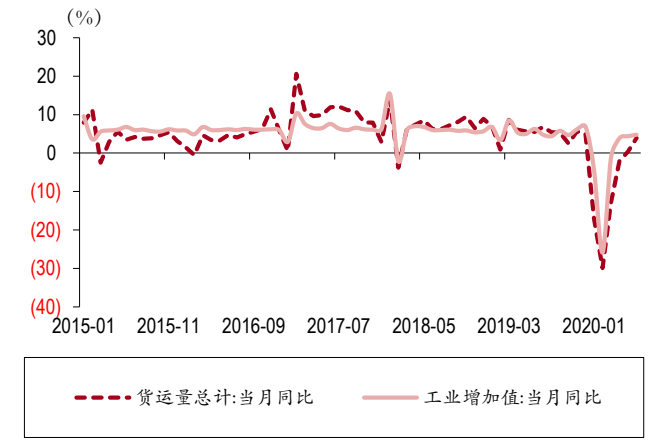
物流交通指示经济产出的边际变化

“经济发展，交通先行”，作为经济景气度另一个重要指标，物流交通在经济产出的方方面面中都发挥着不可替代的作用。从生产法角度看经济，货运量反映第一产业（农业）和第二产业（采矿业、工业、建筑业）的产出水平，客运量反映第三产业（服务业、旅游业等）的活跃程度；从支出法来看，在消费中占比越来越高的线上消费更是依赖于快递物流行业。

交通数据与经济数据有较高的同步性。6 月，工业增加值当月同比增长 4.80%，交通货运量当月同比增长 3.9%。一、二季度旅客周转量同比下降 54.8%和 55.9%，同期，住宿和餐饮业 GDP 同比下降 35.3%和 26.8%。**因此物流交通数据也为经济的边际变化提供了一个观察角度。**

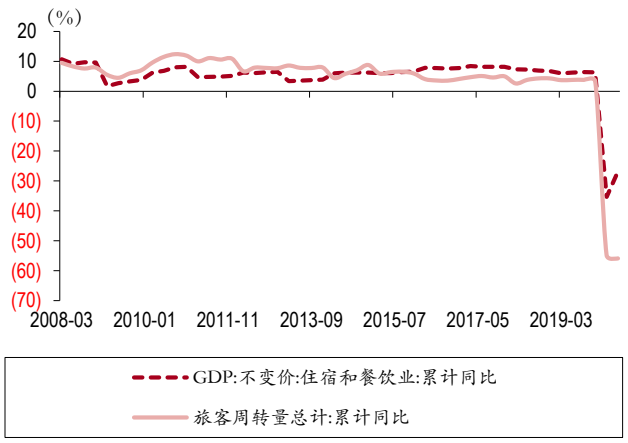
具体分行业来看，第一、二产业更依赖货运，第三产业中大部分行业依赖客运；第三产业中，批发、零售和餐饮对货运依赖度也相对较高。农业、采矿业、建筑业和制造业的货运成本（算数平均）分别为 4.3%、2.9%、2.9%和 2.7%。服务业的客运成本平均为 3.6%，其中批发、零售和餐饮业对货运依赖度相对较高，其货运成本分别为 10.7%、7.1%和 3.1%。

图表 1.货运量与工业增加值同步性较高



资料来源：万得，中银证券

图表 2.客运量与第三产业息息相关



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 客运货运在成本中的比重（%）

	行业	客运	货运
农业	林业	1.1	6.4
	农业	1.1	4.2
	渔业	2.3	3.6
	畜牧业	0.6	3.0
采矿业	非金属矿采选业	0.6	4.1
	煤炭开采和洗选业	0.1	3.5
	黑色金属矿采选业	0.1	3.1
	有色金属矿采选业	0.3	2.5
	石油和天然气开采业	0.2	1.4
公共事业	电力、热力生产和供应业	0.3	1.7
	燃气生产和供应业	0.1	0.9
	水的生产和供应业	0.2	1.3
建筑业	房屋建筑业	0.3	3.4
	建筑装饰、装修和其他建筑业	0.8	3.2
	土木工程建筑业	0.4	2.5
	建筑安装业	0.6	2.5
制造业	非金属矿物制品业	0.4	4.1
	皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业	0.4	3.8
	烟草制品业	0.3	3.7
	纺织服装、服饰业	0.8	3.3
	化学原料和化学制品制造业	0.2	3.3
	食品制造业	0.3	3.2
	农副食品加工业	0.2	3.1
	纺织业	0.2	3.1
	黑色金属冶炼和压延加工业	0.1	3.1
	酒、饮料和精制茶制造业	0.4	3.0
	家具制造业	0.5	3.0
	木材加工和木、竹、藤、棕、草制品	0.4	3.0
	专用设备制造业	0.8	2.9
	医药制造业	2.2	2.8
	金属制品业	0.4	2.8
	造纸和纸制品业	0.1	2.8
	印刷和记录媒介复制业	0.4	2.8
	文教、工美、体育和娱乐用品制造业	0.4	2.7
	通用设备制造业	0.4	2.7
	橡胶和塑料制品业	0.3	2.6
	化学纤维制造业	0.1	2.5
	电气机械和器材制造业	0.4	2.5
	铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业	0.3	2.5
	汽车制造业	0.2	2.5
	其他制造产业	0.4	2.4
	废弃资源综合利用业	0.4	2.3
	金属制品、机械和设备修理业	0.5	2.3
	有色金属冶炼和压延加工业	0.1	2.0
	仪器仪表制造业	1.0	1.8
	石油、煤炭及其他燃料加工业	0.0	1.2
	计算机、通信和其他电子设备制造业	0.2	1.1
服务业	教育	8.9	1.9
	公共管理和社会组织	8.3	1.3
	商务服务业	7.5	1.3
	体育	6.9	0.6
	科技推广和应用服务业	6.9	0.8
	广播、电视、电影和影视录音制作业	6.5	1.5
	新闻和出版业	5.4	1.8
	专业技术服务业	4.8	1.6
	水利管理业	4.7	1.3
	文化艺术业	4.2	1.5
	研究和试验发展	4.0	3.4
	公共设施及土地管理业	3.8	1.7
	居民服务业	3.6	1.4
	资本市场服务	3.5	0.3
	批发	3.4	10.7
	互联网和相关服务	3.3	0.4
	娱乐业	3.2	1.9
	社会保障	2.9	1.8
	住宿业	2.5	1.4
	货币金融和其他金融服务	2.4	0.3
	生态保护和环境治理业	2.2	3.0
	其他服务业	2.2	2.3
	餐饮业	2.1	3.1
	租赁业	2.0	1.8
	卫生	1.9	2.3
	农、林、牧、渔服务业	1.8	3.2
	软件和信息技术服务	1.7	0.4
	社会工作	1.6	1.6
	零售	1.6	7.1
	房地产业	1.3	0.2
	电新、广播电视和卫星传输服务	1.2	0.6
	保险业	1.1	0.1
	开采辅助活动和其他采矿业	0.8	2.5

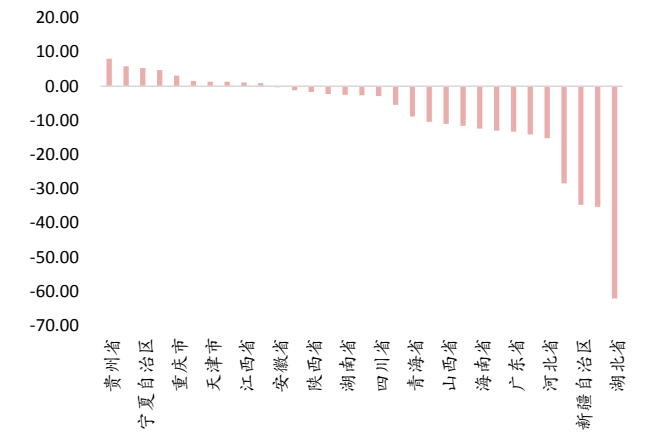
资料来源：国家统计局，中银证券

从交通运输角度看地方经济修复

我们通过观察各省公路货运周转情况和客运周转情况来判断各地经济修复情况。货运周转情况可以初步判断各省工业修复状况，中西部修复较快。上半年贵州、江苏、宁夏、云南、重庆、甘肃、天津、河南、江西和福建 10 省货运周转量累计增速转正，其中贵州、江苏、宁夏同比增长 8%、5.8%和 5.3%。新疆、上海和湖北降幅超过 30%，分别下降 34.7%、35.3%和 62.1%。

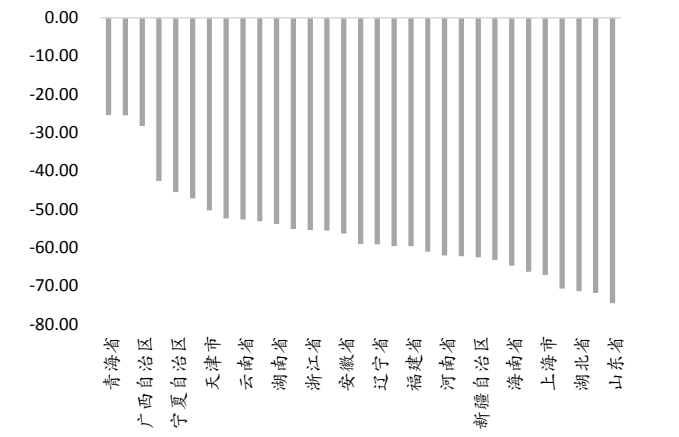
客运周转情况可以初步判断第三产业修复情况，整体而言，客运周转仍不及去年同期。青海、江西和广西三省受影响程度最低，累计同比下降 25.4%、25.5%和 28.2%，降幅在 30%以内。河北、湖北、黑龙江、山东四省客运周转降幅最高，降幅均超过 70%；四省第三产业受影响较大。

图表 4. 上半年各省公路货运周转情况



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 上半年各省公路客运周转情况

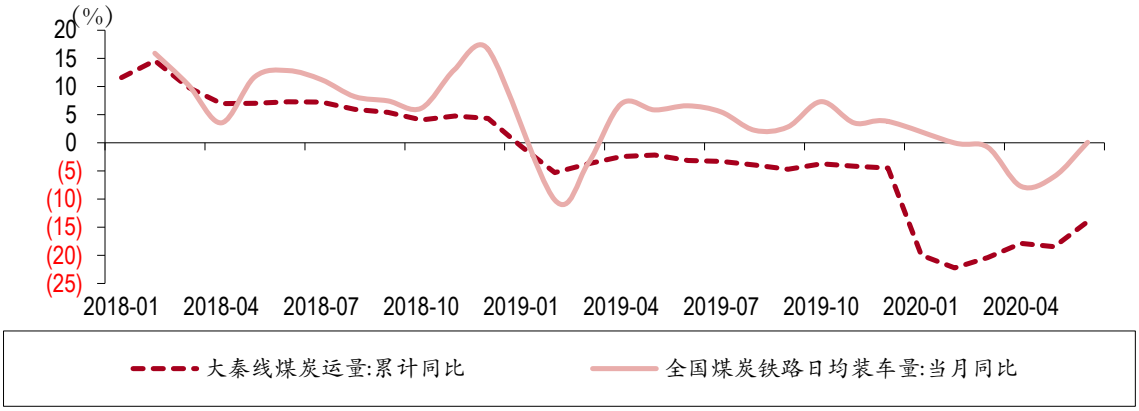


资料来源：万得，中银证券

煤炭运输量、钢材调入量显示工业生产恢复较好

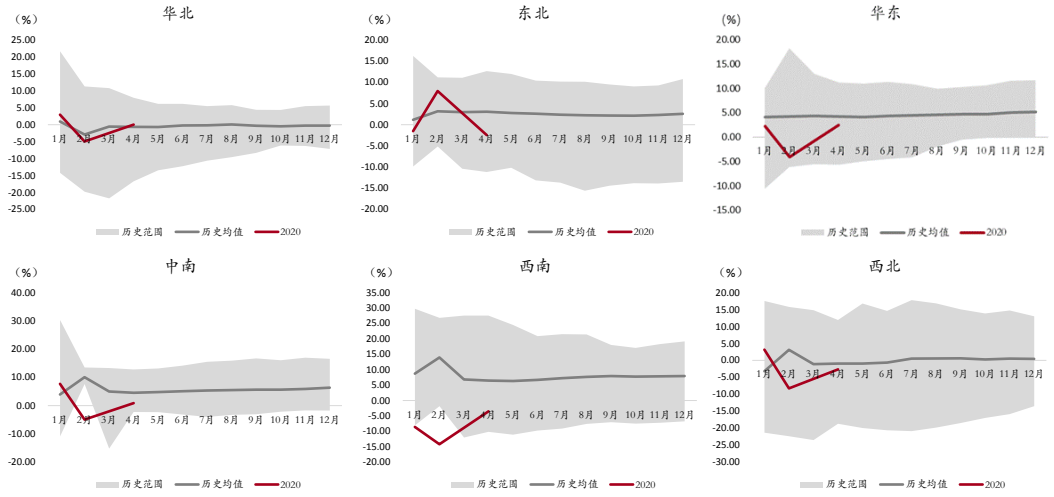
煤炭及钢材作为重要的工业品，对工业修复具有一定的指示作用。整体上看，从煤炭及钢材运量来看，工业恢复较好。从煤炭运量来看，全国煤炭铁路日均装车量 6 月已经恢复正增长，6 月累计增速恢复 0.07%；大秦线煤炭运量呈现向上的修复趋势。各地区钢材运量情况来看，华北地区 4 月钢材调入量已恢复至历史均值；除东北及西南地区 4 月调入量累计增速距均值较远外，华东、中南及西北均趋近历史均值水平。

图表 6. 煤炭运量恢复增长



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 华北钢材调入 4 月恢复至历史均值



资料来源：万得，中银证券

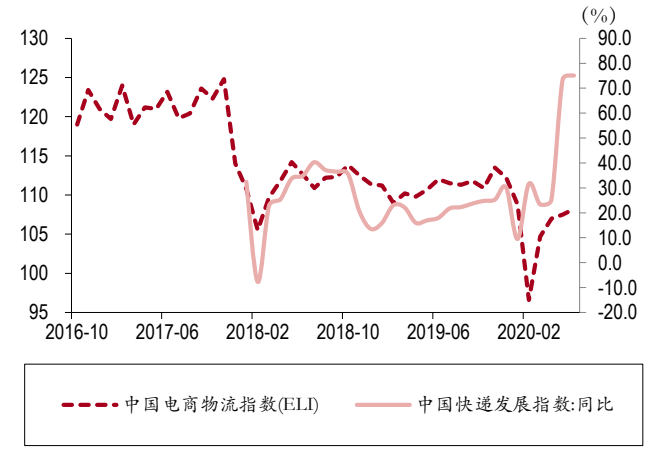
疫情促进线上经济发展，第三产业逐步修复

整体上看，第二产业较快走出疫情的负面影响，而第三产业分化较大。第三产业中，线上经济快速发展，线下经济正逐步修复。

线上消费，我们可以关注电商物流指数及快递发展指数。电商物流及快递指数反映出电子商务及快递在疫情期间恢复发展较快。快递物流是电商经济依赖的重要方式，二者在变化趋势上高度一致。从量上看，规模以上快递业务量同比增速在 1 月份触底-16.10%，随后快速复苏，6 月份同比增长达到 23.90%。从价上看，在线上消费需求上升及物流企业扩张同步进行的情况下，近年公路物流运价处于温和上行情况。疫情期间中国公路物流运价指数同比增速为正，增长幅度相对较小，其中 2、3 月份的同比增速较高，达到 1.54%和 1.53%，其余月份的同比增速均保持在 0.50%附近。

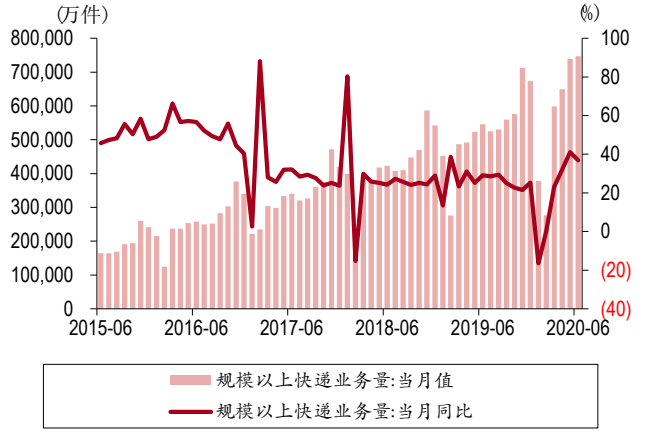
线下方面，民航作为出行的主要工具之一，民航客运量可以反映出旅游、商务活动的景气度。我们可以参考航空客运量及周转量。随着疫情管控强度下降，民航的关键经营指标复苏，机场旅客吞吐量小幅回升，但与去年同期相比，缺口仍然较大。2020 年 2 月，民航总周转量月同比增幅触底，同比增长-73.90%，正班客座率同比增长-35.90%；5 月，民航总周转量同比增长-50.00%，正班客座率同比增长-13.90%。2 月至 5 月，首都机场和浦东机场的旅客吞吐量同比增长均低于-80.00%，其中 4 月增长率最低，分别达到-92.90%和-87.20%，5 月份小幅回升至-80.40%和-78.70%。

图表 8. 电商及快递指数回升



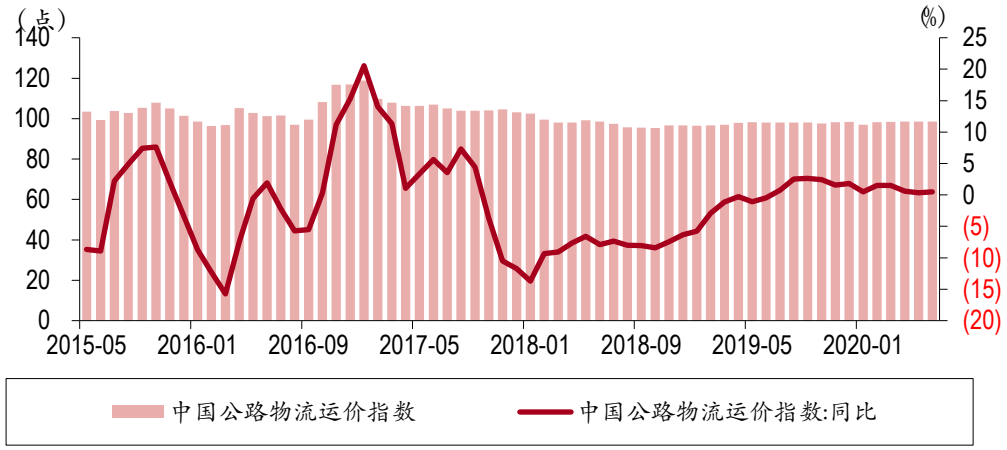
资料来源：万得，中银证券

图表 9. 快递业务量增速上行



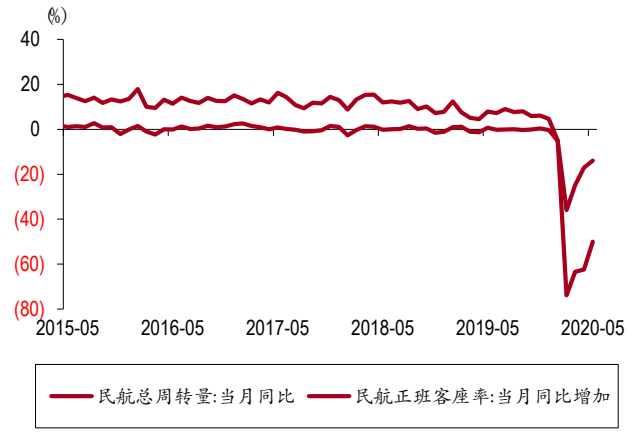
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 公路物流运价温和上行



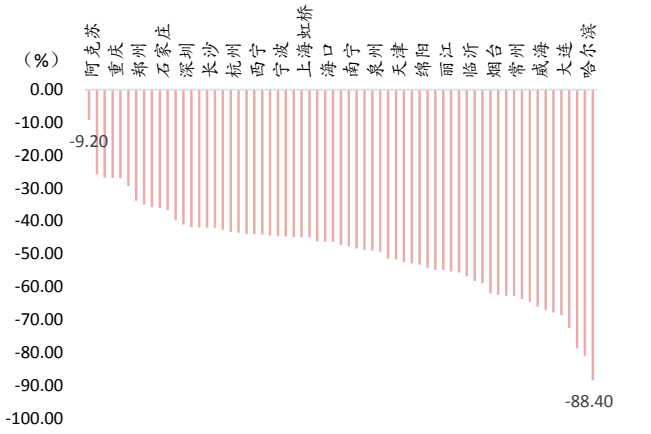
资料来源：万得，中银证券

图表 11. 民航周转量及客座率缓慢回升



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 航空客运量仍处于负增长



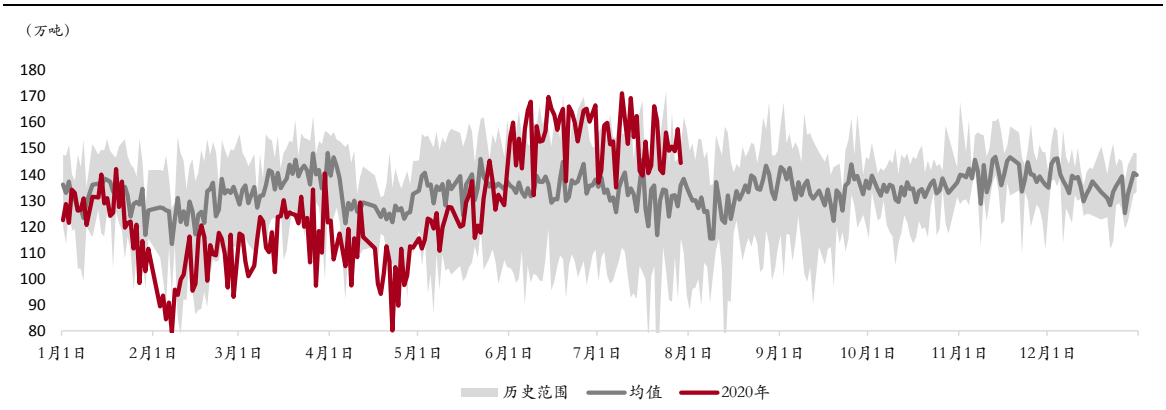
资料来源：万得，中银证券

交通物流高频数据走势

高频数据虽然反映细小的领域，但是仍然可以捕捉的经济的边际变化。交通领域，我们找到北方四港的煤炭调入调出量数据，煤炭作为发电及炼钢的重要投入，一定程度上可以指示工业需求的变化。从北方四港煤炭的调入及调出情况来看，5 月中下旬，煤炭运输量已经恢复到历史均值水平之上，**6 月中下旬以来，煤炭的运输量接近历史高点，且目前仍保持较高的运量。整体上看，工业生产情况恢复较好。**

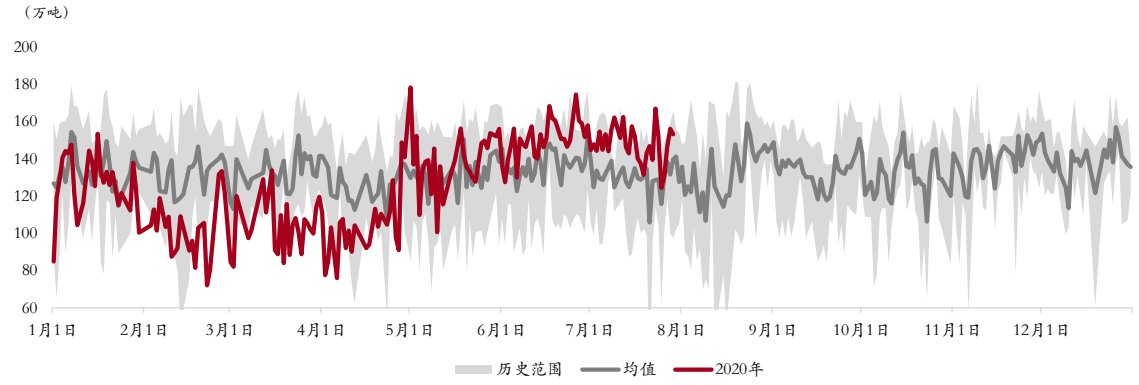
反映第三产业的客流数据，没有持续公布的较好的高频数据，这里我们使用高德的城市拥堵指数来反映城市的经济活动。高德数据也很好地捕捉到了 6 月北京疫情的反弹。从城市拥堵情况来看，（1）北京 6 月受疫情反弹影响，城市经济活动有所减弱；（2）武汉城市经济活动仍低于历史均值水平；（3）6 月以来上海、成都、广州和深圳城市经济活动恢复较好，围绕历史均值波动。随着跨省流动限制的进一步打开，三季度第三产业将会进一步回升。

图表 13. 北方四港煤炭调入量



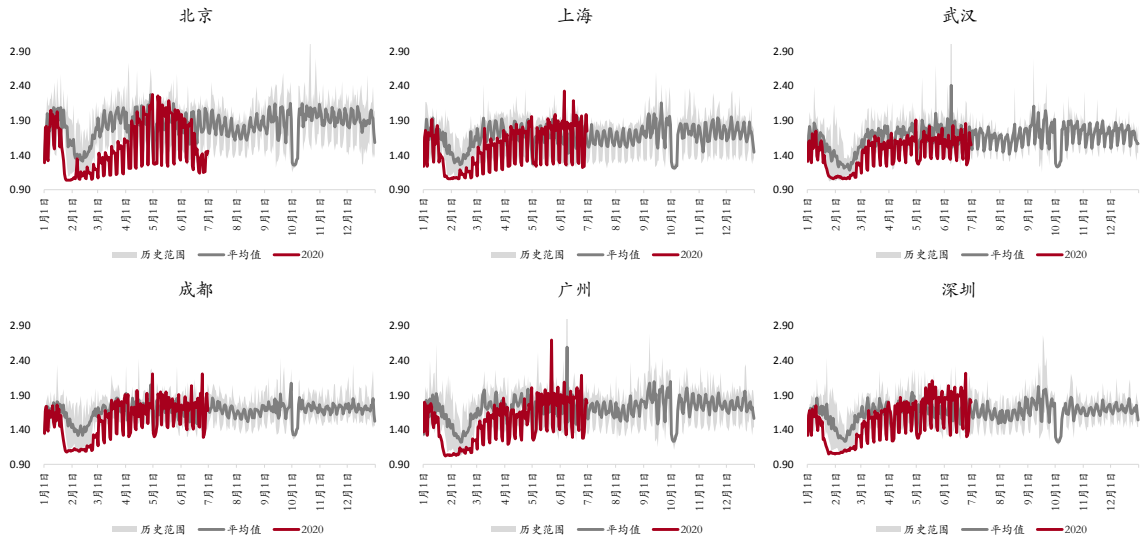
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 北方四港煤炭调出量



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 重点城市拥堵指数



资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371