

从快递管窥中国经济的短期修复与长期转型

分析师：唐军

执业证书编号：S0740517030003

电话：021-20315127

Email: tangjun@r.qlzq.com.cn

研究助理：杨畅

电话：021-20315708

Email: yangchang@r.qlzq.com.cn

投资要点

■ 主要观点：

- 1、短期来看，经济正在向上修复。综合实地调研和经济数据，地产、基建和制造业都呈现出同步向上的迹象，而中美贸易摩擦消解的可能性也明显加大，而消费也将在政策驱动下向上修复。如果使用快递指标，则较“货运量”更能反映最终消费的向上修复。
- 2、长期来看，如果工业增加值反映了“产量”的话，工业品物流总额或能反映了“流量”。在“产量”回落的表面之下，工业品的“流速”仍然保持在较高位置，这也反映了中国经济的韧性。
- 3、长期来看，经济增速向下的大趋势不会逆转。但增速回落并不表明是“一潭死水”，不仅是“人流”，包括“货物流”都在向心集聚，未来与核心城市共舞仍是资产配置的重要方式。
- 风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险

相关报告

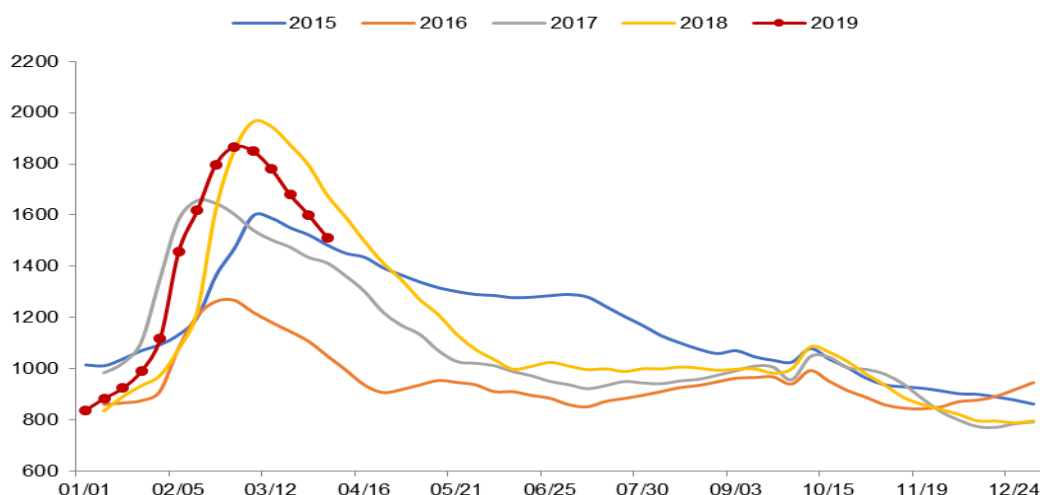
内容目录

1 短期：经济向上修复的概率加大	- 3 -
2 视角放宽：中国经济韧性仍强	- 5 -
3 从面到点：从快递来刻画中国区域经济转型	- 6 -
4 结语	- 7 -
风险提示事件：政策变动风险，外部环境波动风险，经济超预期下行风险	- 8 -
投资评级说明：	- 9 -

1 短期：经济向上修复的概率加大

- 2 月经济数据出来之后，钢材产量高增 10.7%，远超市场预期，同时，从节后开始，五大品种钢材的总社会库存较去年同期明显回落，由于钢材下游以地产、基建为主，这或许表明了下游需求的修复。

图表 1 五大品种总社会库存

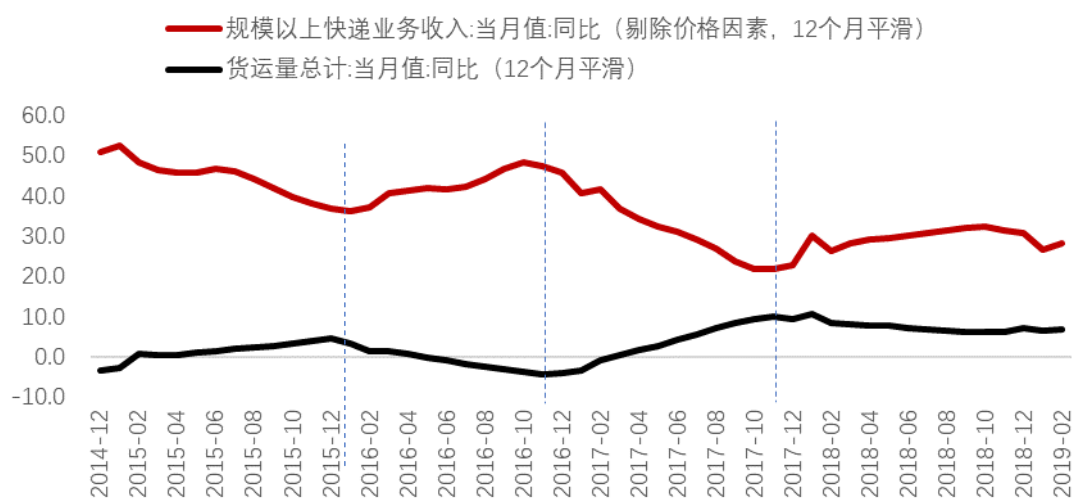


资料来源：中泰证券研究所

- 需求是否真实修复？带着这个问题，3 月中下旬，中泰政策专题组组织了一系列调研，分别赴多地调研，与钢铁下游的地产、基建的主管部门、金融机构、建设主体、开发商、中介机构进行了沟通。多方面的综合调研，均表明自去年年末以来，在一系列政策驱动下，地产政策出现了松动迹象，而基建则开始逐步发力。
- 与此同时，制造业 PMI 也出现了向上跳升。3 月制造业 PMI 为 50.5，较 2 月回升 1.3 个百分点，表明春节后制造业开始明显复工；一季度均值 49.7，较去年 12 月回升 0.3 个百分点，表明制造业中短期出现修复。3 月生产指数、新订单指数分别为 52.7、51.6，均较 2 月出现回升。一季度均值 51.0、50.6，分别较去年 12 月回升 0.2 个、0.9 个百分点，表明生产和需求同步修复。与生产指数回升相印证，截至 29 日，3 月 6 大发电集团日均耗煤量 66.2 万吨，较去年 3 月同比增长 3.8%，一季度日均耗煤量 62.2 万吨，较去年 12 月上升 7.1%。从 2 月中下旬开始，全国电炉开工率逐级回升，截至 3 月 22 日回升至 68.59，回升至高位区间。
- 地产、基建和制造业同步向上，结合中美贸易摩擦正在逐步消解，都表明短期经济向上修复的概率明显加大，市场或许还对消费存在担忧。以往的视角，是聚焦消费细分类别里的地产链条（包括家具、家电、建材）和汽车消费，在消费总额中占据大头，而地产政策的松动以及对于汽车消费的政策刺激，均有望对消费形成支撑。
- 如果换个视角，尝试用“快递量”指标来反映消费情况。由于“快递量”

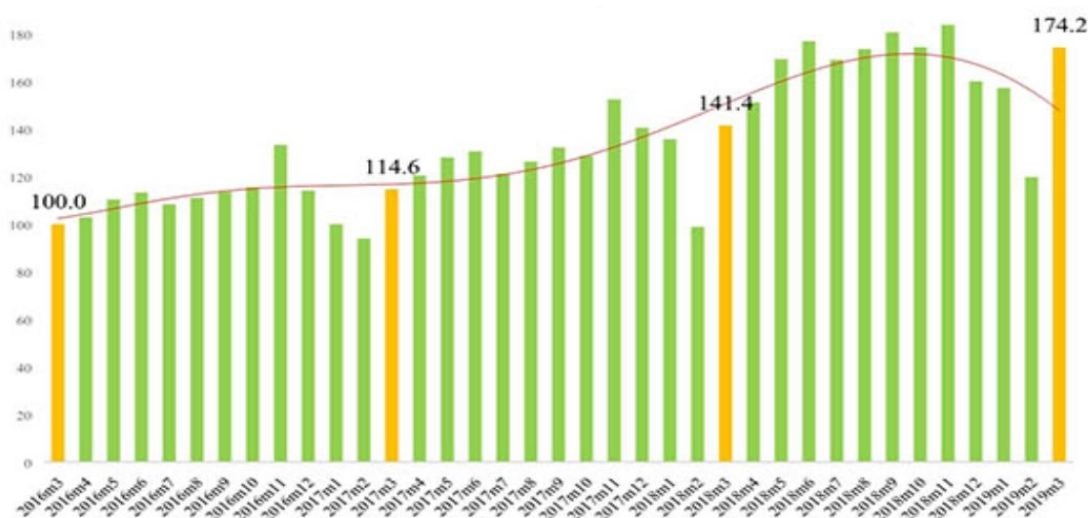
指标与“货运量”指标不同，“货运量”反映了生产和消费等多个领域综合结果，而快递更能反映“消费品”被最终消费的实际情况，或许也能增强对消费修复的信心。从 2018 年以来，快递业务收入（不变价）的增速，仍然保持在高景气区间，这与货运量指标的反差还是比较明显。同时，根据 4 月 4 日邮政局发布的《中国快递发展指数报告》，2019 年 3 月中国快递发展指数为 174.2，同比提高 22.2%。发展规模指数为 202.3，同比提高 23.8%。

图表 2 规模以上快递业务收入与货运量当月同比增速



资料来源：WIND，中泰证券研究所

图表 3 中国快递发展指数

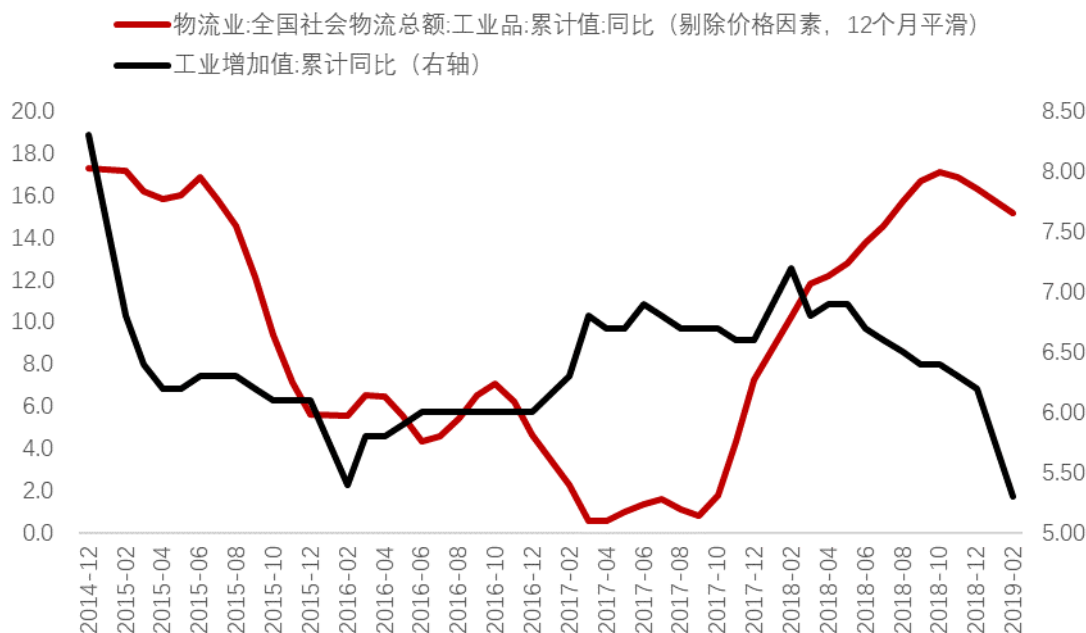


资料来源：邮政局，中泰证券研究所

2 视角放宽：中国经济韧性仍强

- 还是要把快递纳入到社会物流大盘子来观察。根据工业增加值的定义，工业增加值是指工业企业在报告期内以货币形式表现的工业生产活动的最终成果，如果工业增加值反映了“产量”的话，工业品物流总额则在一定程度上反映了“流量”。
- 2018 年，社会物流总额达到 283.1 万亿元，其中工业品物流总额为 256.8 万亿元。自 2016 年以来，社会物流总额累计同比增速保持在高位，这与工业增加值形成了明显反差。由于工业增加值直接计入 GDP，如果观察工业增加值的回落，往往会对经济产生悲观预期，这个视角只是停留在“产量”层面，在“产量”回落的表面之下，工业品的“流速”仍然保持在较高位置，这也反映了中国经济的韧性。
- 由于工业品物流总额包含了“量”和“价”的因素，需要把价格因素剔除掉，因此，使用中国公路物流运价指数，来反映价格因素。在剔除掉价格因素之后，可以大致观察工业品的“流量”状况。以不变价衡量的工业品物流自 2017 年二季度见底后，已经开始了修复过程，这与工业增加值逐步走低形成了明显的反差。

图表 4 工业品“流速”高于生产速度

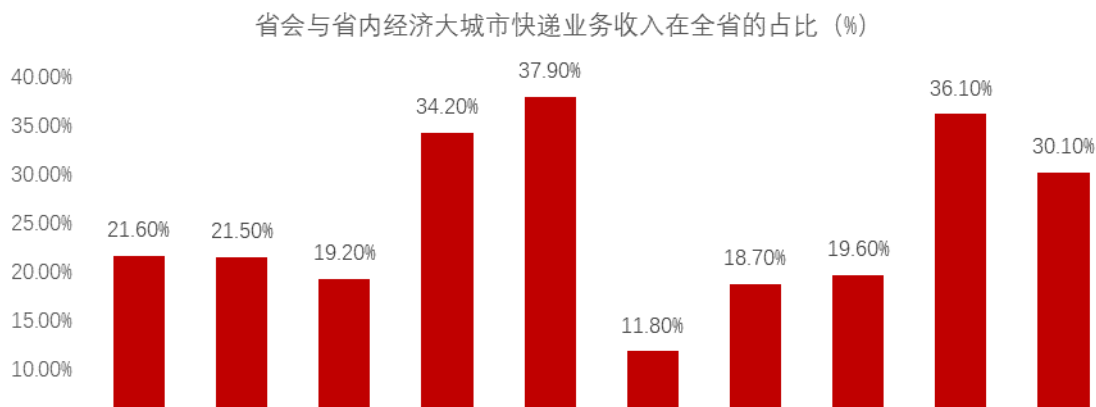


资料来源：WIND，中泰证券研究所

3 从面到点：从快递来刻画中国区域经济转型

-
- 如果说 1.0 版本是按照东中西三大经济区来看待区域经济格局,2.0 版本则是省市间的竞合,未来 3.0 版本或许应进一步下沉视角,核心城市才有发展空间。
- 相对比较常见的是用人口的流动来解释“向心流动”,去年曾做过专题研究,用省会城市和省内传统经济中心城市常住人口数量与全省常住人口的比,来反映人口“向心”的程度。一直以来,东南沿海省内都存在“双子星”城市的基本格局,往往一个是省会城市,作为省内的行政中心,另一个则是省内的经济中心。人口向“双子星”城市集聚的态势非常明显。
- 在人口流动之外,货物流动或许也能反映经济流量的状况。尝试使用快递业务来观测货物流动的状况。
- 先看东部沿海省份。东部五省内,除宁波之外,其余省会城市及省内经济大城市的快递业务收入在全省的比例基本均超过了 20%,其中苏州、杭州、广州、深圳快递业务收入占比甚至超过了 30%,这也反映了货物流量在向核心城市集中。尤其是广东省内 21 个地级城市,剔除掉广州和深圳两个城市之后,其余 19 个城市只占了快递业务收入的 1/3,这也反映了广东省内核心城市与非核心城市之间的落差极大。
-

图表 5 省会及省内经济大城市快递业务收入在全省的占比



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_13329

