



重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

复工系列报告一：从客运与中观行业的角度看目前国内整体复工进度

专题摘要

本篇报告是我们跟踪国内复工系列报告的第一篇，聚焦于从客运、物流与行业中观两个视角，对于目前复工与返程进度给予一个评估与估计。

报告基本框架：我们将从两个视角对复工进度展开观察：第一个视角是从目前客运回流以及城市间迁徙变化的角度来看整体人员返城的情况，同时辅助对物流业的指标变化；第二个视角则是从建筑、纺服、制造业的中观层面来对各类子行业的复工进度给予一个大致的估计。

客运与物流的视角看复工：春节客运总口径来看，返工回流比例在50%左右；一线及省会返工比例更高，但城市的低端服务业返工比例极低；主要劳动输入省份并未表现出明显的人员迁入。物流业复工比例较低，节后运费出现超越季节性上涨，短途与长途运输运费出现分化，未来一端时间仍是影响现货流动性的主要瓶颈。

中观行业视角看待复工进度：通过水泥磨机开工率、玻璃库存等指标，预计建筑业复工不会超过20%；从纺织产业链开工以及苏州、绍兴迁入规模不到30%来看，预计纺织下游行业复工率在20-30%之间；汽车相关制造业复工率在20%左右；复工仍呈现一定程度的南北分化，华南地区迁入比例接近40%，华东接近30%，北方仍在20-30%之间。根据当前返程规模以及隔离期，预计3月中下旬将迎来全面复工。

策略建议：复工节奏对于商品的影响来自于两个方面：一方面来自于复工节奏推迟后带来的需求真空；另一方面则是短期的物流限制对于各类工业品现货流动性的影响。未来下游生产与物流的复工速度关系决定了短期商品的定价：若物流复工快于下游则出现回归，反之则价格受到发运瓶颈与需求启动会继续维持强势。

对于权益方面，复工的节奏会对后续的经济政策推行节奏构成较大的影响从而影响整体市场偏好的变化。我们认为复工对权益有三个可能性选择：3月中旬开始全面复工经济企稳，政策回归中性，市场风格由科技向蓝筹回归；复工持续低于预期，政策刺激力度加大，科技板块继续强势、周期类低估值板块修复估值；复工符合预期但海外风险扩散，内需刺激力度加大，消费、基建类板块将充分受益。

风险因子：海外疫情扩散超预期 国内疫情出现反复



投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号
金融期货组

研究员：
张革
021-60812988
zhangge@citicsf.com
从业资格号：F3004355
投资咨询号：Z0010982

姜婧
021-60812990
jiangjing@citicsf.com
从业资格号：F3018552
投资咨询号：Z0013315

联系人：
王宁
021-60812990
wangning@citicsf.com
从业资格号：F3070962

目 录

专题摘要.....	1
一、复工进度中观指标跟踪的基本框架.....	4
二、客运与物流的视角看复工.....	5
（一）客运总口径回流 50%，区域间返城进度存在较大差异.....	5
（二）物流业复工较低导致运费现超越季节性上涨，长短途分化较大.....	9
三、中观行业视角看待复工进度.....	12
（一）建筑相关产业链复工水平维持在 20%以内.....	12
（二）纺织服装产业链复工率在 20-30%之间.....	15
（三）汽车等制造业复工率在 20%左右.....	16
（四）电厂动力煤日耗显示全国复工节奏呈现由南往北的趋势.....	17
四、投资策略.....	18

图目录

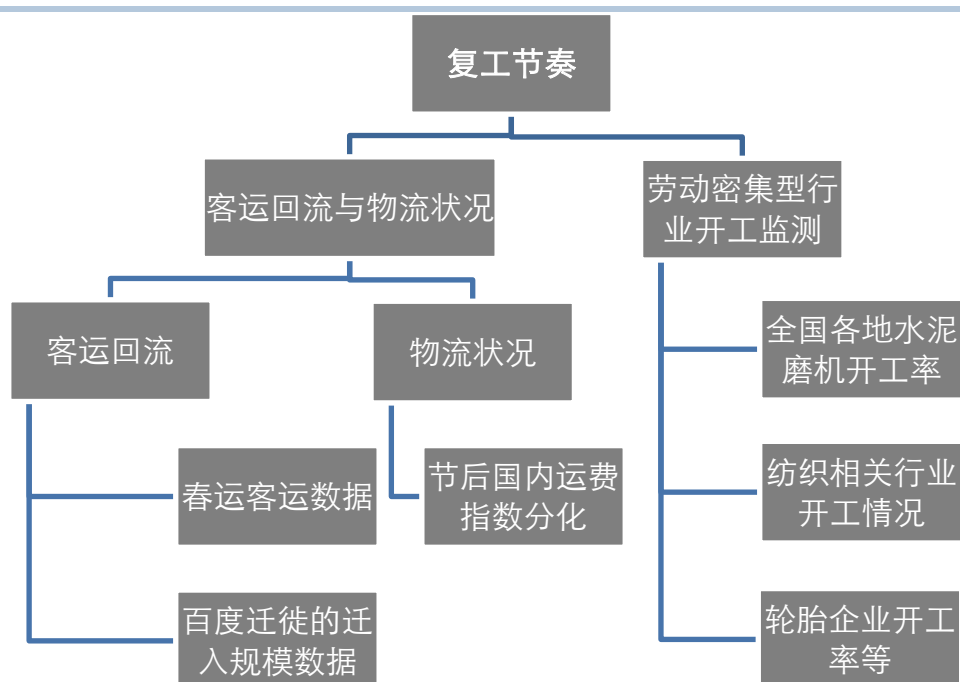
图 1：中观指标跟踪报告的基本框架.....	4
图 2：2020 年春运发送客运总量及同比.....	5
图 3：2020 年春运铁路发运人数及同比.....	6
图 4：2020 年春运道路发运人数及同比.....	6
图 5：2020 年水路运输发运人数及同比.....	6
图 6：2020 年航空运输发运人数及同比.....	6
图 7：分阶段各种出行方式发运量与累计同比变化情况.....	6
图 8：铁路与公路增速从正月十六开始出现较大背离.....	7
图 9：公路与铁路按照返程高峰时间段的客流量对比.....	7
图 10：六个具有代表性城市的百度迁徙指数差值比较.....	8
图 11：北京春节期间拥堵系数-季节性.....	9
图 12：上海春节期间拥堵系数-季节性.....	9
图 13：广州春节期间拥堵系数-季节性.....	9
图 14：深圳春节期间拥堵系数-季节性.....	9
图 15：国内公路物流价格指数近 4 年春节期间变动趋势对比.....	10
图 16：公路运价指数节后涨跌幅对比.....	10
图 17：2020 年节后各地区运费变化出现一定程度分化.....	10
图 18：短途物流运价节后涨跌情况.....	11
图 19：长途物流运价节后涨跌情况.....	11
图 20：河北省水泥磨机开工率-季节性.....	12
图 21：江苏省水泥磨机开工率-季节性.....	12
图 22：四川省水泥磨机开工率-季节性.....	12
图 23：广东省水泥磨机开工率-季节性.....	12
图 24：河北地区水泥库容率.....	13
图 25：江苏地区水泥库容率.....	13
图 26：四川地区水泥库容率.....	13
图 27：广东地区水泥库容率.....	13

图 28：河北省玻璃库存.....	14
图 29：江苏省玻璃库存.....	14
图 30：四川省玻璃库存.....	14
图 31：广东省玻璃库存.....	14
图 32：直纺长丝开工率-季节性.....	15
图 33：江浙织机开工率-季节性.....	15
图 34：涤纶长丝库存指数-季节性.....	15
图 35：坯布库存指数-季节性.....	15
图 36：苏州百度迁徙近两年迁入指数.....	16
图 37：绍兴百度迁徙近两年迁入指数.....	16
图 38：国内半钢胎周度开工率季节性.....	16
图 39：国内全钢胎周度开工率季节性.....	16
图 40：东营百度迁徙近两年迁入指数.....	17
图 41：上汽、广汽集团月度产销比与销量同比增速.....	17
图 42：六大电厂动力煤日耗季节性（周度平均）.....	17
图 43：粤电动力煤日耗季节性（周度平均）.....	18
图 44：浙电动力煤日耗季节性（周度平均）.....	18

一、复工进度中观指标跟踪的基本框架

本篇报告是我们关于复工专题研究系列报告的第一篇，主要聚焦于当前国内的复工节奏。我们将从两个视角对复工进度展开观察：第一个视角是从目前客运回流以及城市间迁徙变化的角度来看整体人员返乡的情况，同时辅助对物流业的近期变化；第二个视角则是从建筑、纺服、制造业的中观层面来对各类子行业的复工进度给予一个大致的估计。

图 1： 中观指标跟踪报告的基本框架



数据来源：中信期货研究部

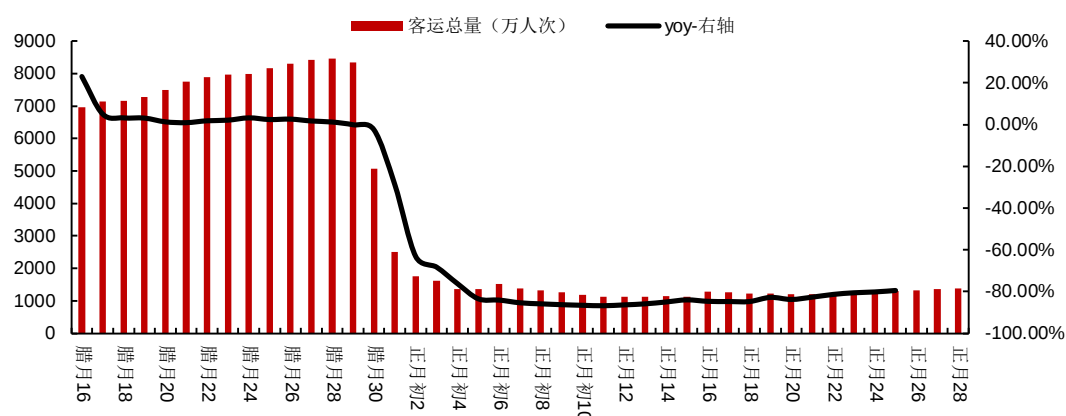
从最直观的角度，客运数据与城市出行强度是能够体现当前复工整体情况的最关键指标。其次对于劳动密集型行业来说，工人的复工参与度是行业整体开工率的主要保证。我们撰写本篇报告的目的在于要通过当前偏高频的数据，来整体评估当前影响工业品价格最为重要的一个变量。

二、客运与物流的视角看复工

（一）客运总口径回流 50%，区域间返城进度存在较大差异

春运期间客运数据是最为直观的反应复工强度的指标，同时物流业的复工情况在很大程度上影响工业品的现货流动性。从目前春运期间的客运总量来看，2020 年春运 40 天累积发送客运量为 14.77 亿人次，同比 2019 年春运下降 50%。其中铁路运输量同比下降 47.5%、道路下降 50.7%、水路下降 57.8%、航空下降 47.6%。假设我们不考虑学生与旅游人流的话，当前广义口径的返程回流比例为 50%。

图 2：2020 年春运发送客运总量及同比

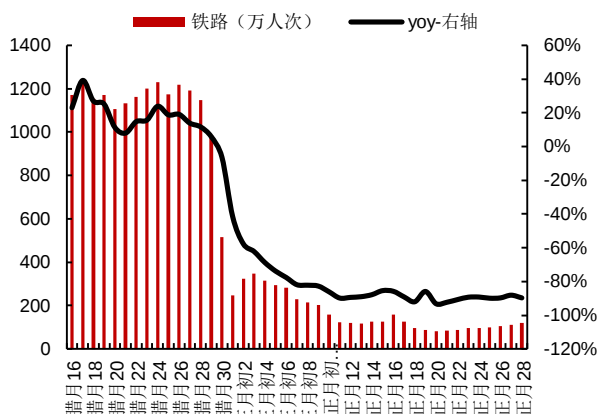


数据来源：交通运输部，中信期货研究部

按照出行工具对比的话，正月十六作为一个关键节点出现一定分化。铁路发运人数再正月十六达到节后高点后后续同比增速并未出现明显回升，而道路运输从正月十五之后同比增速继续呈现上行趋势。预计未来第二波返程回流高峰的载体将以公路为主。

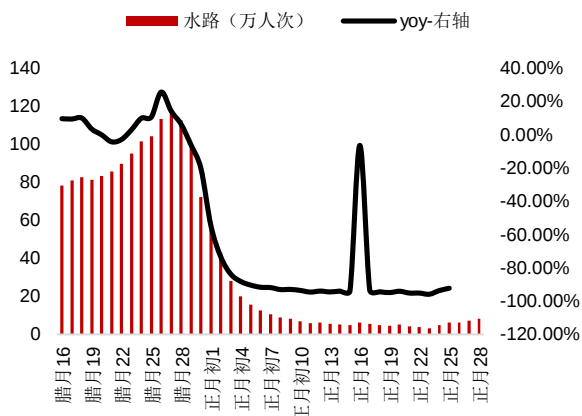
其他两类辅助参考出行方式中，航空客运再经历了正月十五后的高点后尚未达到之前的水平，而水路运输同样保持相对低位。综合来看，之后的复工潮将主要依赖公路运输，预计也将是后续返程的主要边际增量。

图 3： 2020 年春运铁路发运人数及同比



数据来源：交通运输部，中信期货研究部

图 5： 2020 年水路运输发运人数及同比



数据来源：交通运输部，中信期货研究部

图 4： 2020 年春运道路发运人数及同比

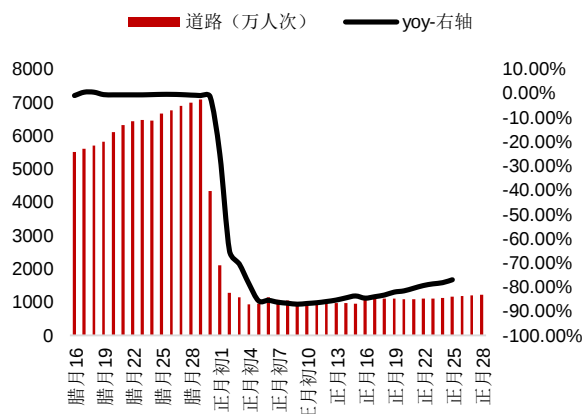
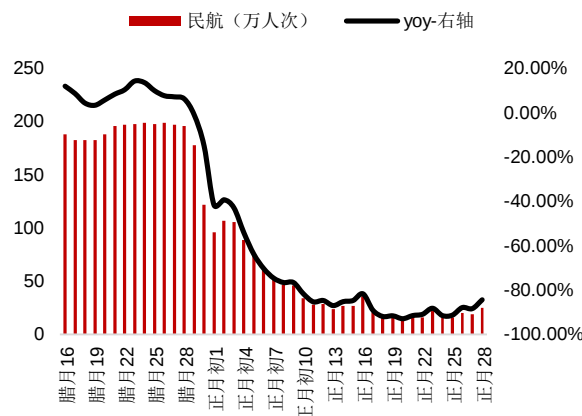


图 6： 2020 年航空运输发运人数及同比



考虑到本次春节假期受疫情影响整体延长到正月十六，我们可以将本次春运分为三个阶段：即节前的腊月十六至年三十（节前返程）、春节期间从大年初一到正月十六（节后第一波返程）、正月十七至今（节后第二波返程）。我们认为两波返程的特征有所不同，第一波返程高峰以铁路为主力，以城市返程为主；而第二波返程仍在进行当中，目前来看整体复工比例仍较低，当前仍是第二波返程前期并未达到明显的峰值。

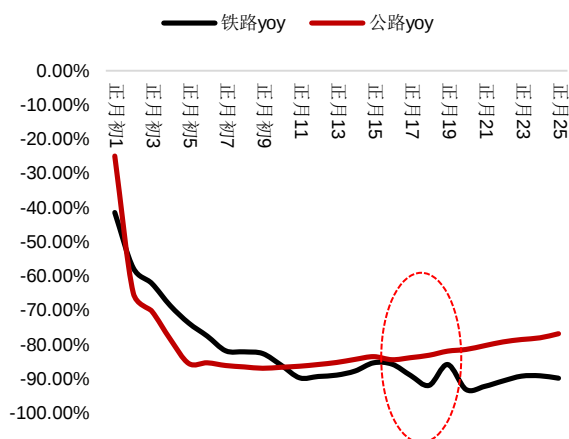
图 7： 分阶段各种出行方式发运量与累计同比变化情况

	累计发 送-铁路	yoy-铁 路	累计发 送-公路	yoy-公 路	累计发 送-水路	yoy-水 路	累计发 送-航空	yoy-航 空	累计发 送-合计	yoy-合 计
节前(腊月 16 至 30)	16805.3	17.2%	93325	-0.4%	1398.6	4.6%	2805	6.7%	114356	3.0%
春节期间(大年初一至正月 16)	3386.1	-79.7%	17667	-82.3%	245.9	-87.1%	884	-70.8%	22180.89	-81.7%
节后(正月 17 至正月 25)	1193.6	-86.7%	13718	-73.7%	66.08	-91.3%	216.68	-87.0%	15194.33	-76.1%

数据来源：交通运输部，中信期货研究部

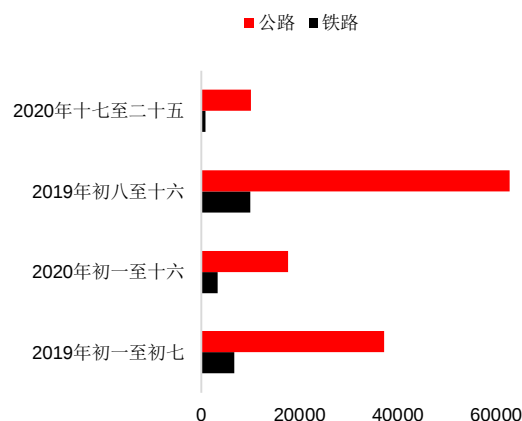
我们认为当前的返程隔离制度可能会进一步推迟真正的复工时间。虽然目前来看,第二波返程已经在进行当中,但多数地区工人到岗后仍要进行 14 天隔离,这对于无法居家办公的制造业影响更大。此外,今年春节假期的延长也相当于将返程节奏进一步的拉长。

图 8: 铁路与公路增速从正月十六开始出现较大背离



数据来源: 交通运输部, 中信期货研究部

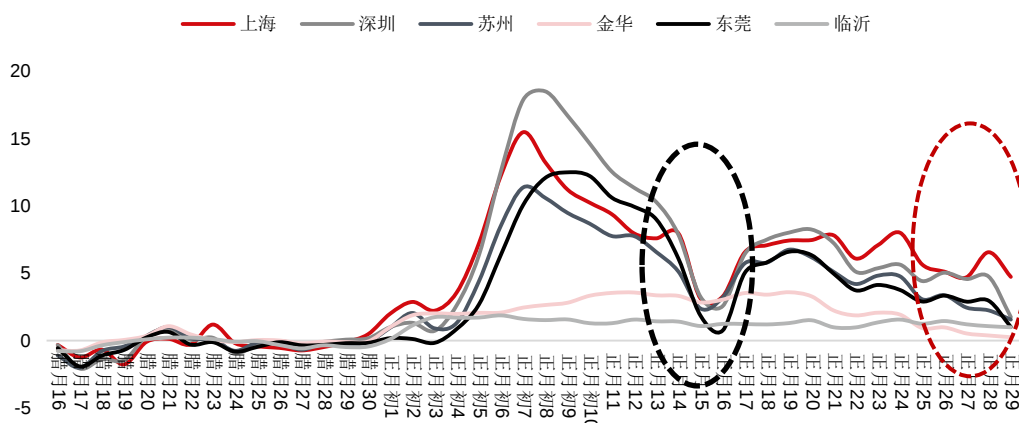
图 9: 公路与铁路按照返程高峰时间段的客流量对比



如果我们将 20 年与 19 年的完整时间段进行对比,也能够对整体返程进度做出一个估计。将 20 年整个十六天春节假期与 19 年的七天假期对比,同时将 20 年正月十七至今与 19 年的初八至正月十六进行对比。2020 年 16 天春节假期与 2019 年 7 天的同口径对比下,20 年铁路与公路的客流量分别是 19 年的 50.1%、47.5%;而对于今年正月十七至二十五与去年初八到十六的对比,20 年铁路与公路的客流量分别是 19 年的 8.6%、16.1%。

由此我们估计传统七天长假对比后的复工进度应该在 60%左右,但这部分复工人员更多的集中在一线或省会城市,而其他劳动力依赖型城市复工比例可能仍不到 20%。为了区分这两种复工节奏的区别,我们同样选取了一线城市与其他四个具有代表性的劳动依赖性城市,利用百度迁徙指数进行比较。

图 10： 六个具有代表性城市的百度迁徙指数差值比较



数据来源：百度迁徙，中信期货研究部

我们利用百度迁徙的城市迁入规模指数为主要参考，以同期 19 年与 20 年的差值来衡量返程强度（值越大表明当前返程强度越弱反之亦然）。选取苏州（轻工纺织制造业密集）、金华（小商品集散地）、东莞（电子制造业集群）以及临沂（国内最大的复合肥、人造板生产中心）作为参考指标与一线城市的上海、深圳进行对比。

首先，一线城市的迁徙规模指数差值波动幅度显著大于其他 4 个样本城市，且存在初一到正月十六的一个明显周期性，这与我们之前讨论今年的城市返程节奏一致。其次，样本城市中苏州与东莞的劳动密集型企业较多且受疫情冲击有限，所以春节期间的走势与一线城市类似但随后正月十六的返程节奏明显快于一线城市，这也与我们之前讨论的第二波返程节奏一致。最后，例如北方管控较严（临沂）与疫情严重的样本城市（金华），春节假日期间波动很小但正月十六后指标逐步下行，第二波返程开始加速。总的来看，一线城市的复工更早且返程比例较高，但多数二三线劳动依赖型城市目前仍处于返程进行时当中，总返程比例仍维持在较低的水平且强制隔离制度会继续放缓复工进程。

最后通过观察城市拥挤指数，也可以推断出当前居家办公比例仍较高，同时也表

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_6970

