

节后复工或有支撑

——光大宏观十日谈 20190226

宏观动态

要点

近期，市场对于节后开工的态势比较关注，并希望从铁路旅客发送量等高频指标一窥节后开工的端倪。实际上，元宵节后的周末时间错位造成了铁路旅客发送量同比增速的大幅波动，而高频的铁路旅客发送量也并不能完全反映开工的节奏。剩余几天春运中铁路返程客流可能较多。

节后电厂日均耗煤量回升至5年最大值附近，高炉开工率好于2018年，乘用车和房地产销售节后弱复苏。总体上来看，从现有数据来判断节后复工状况还有点早，但是较充裕的资金来源（宽财政、松货币）或将对节后复工有支撑。

在中国经济从“量变”向“质变”转型的过程中，总量数据（尤其是以“人”来计量的）增速下滑难以避免，更需要关注结构上的优化。例如：虽然春节期间接待游客总数同比增长7.5%，创2009年以来新低，但是出境游的渗透率不断提升，春节内地旅客访港人数同比增长32%，创2009年以来的新高。

分析师

张文朗（执业证书编号：S0930516100002）
021-52523808
zhangwenlang@ebscn.com

黄文静（执业证书编号：S0930516110004）
010-56513039
huangwenjing@ebscn.com

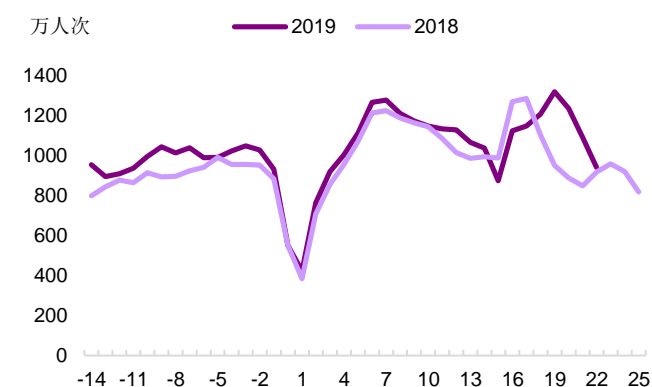
联系人

郑宇驰
021-52523807
zhengyc@ebscn.com

1、“量变”到“质变”

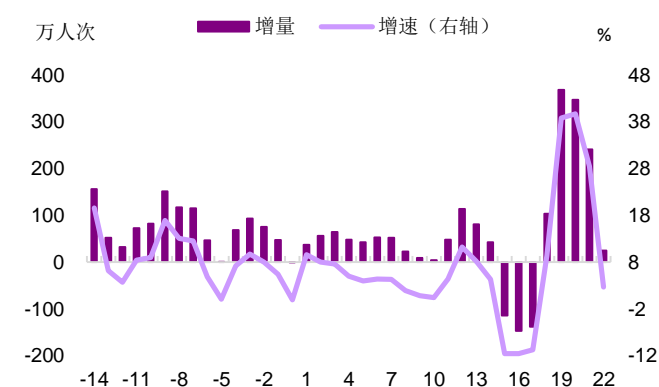
元宵节后的周末时间错位造成了铁路旅客发送量同比增速的大幅波动。近期，市场对于节后开工的态势比较关注，并希望从铁路旅客发送量等高频指标一窥节后开工的端倪。从数据上来看，铁路旅客发送量在元宵节后出现了大幅波动：2月20、21日（正月十六、十七）全国铁路旅客发送量分别为1121万、1146万人次，均较去年同期下降11%左右；而2月23、24日（正月十九、二十，元宵后第一个周末）分别为1317、1220万人次，均较去年同期上升40%左右（图1、2）。如果只依据前两个数据，可能会得出今年节后开工较弱的结论。然而实际上，元宵节后的第一个周末往往会带来返程大客流：2018年是正月十六、十七，2019年是正月十九、二十，这一周末的错位造成了铁路发送量的同比变化在元宵节后出现了大幅波动。

图1：元宵节后周末错位使农民工返程较晚



注：横轴表示相对于除夕的天数，例如1表示农历大年初一
资料来源：中国铁路总公司

图2：19年相对18年的铁路发送旅客量增量和增速

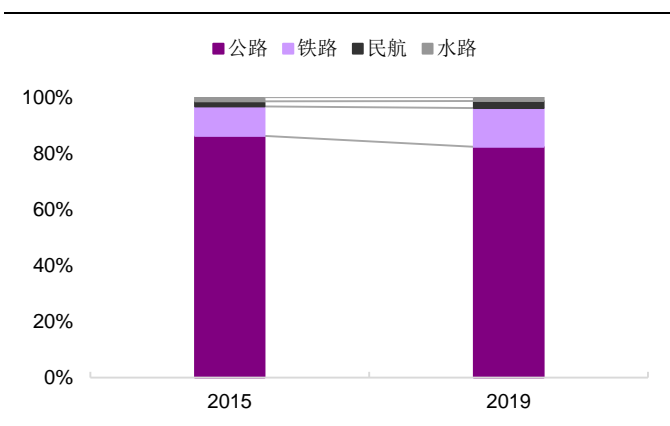


注：横轴表示相对于除夕的天数，例如1表示农历大年初一
资料来源：中国铁路总公司

铁路返程客流从农历看晚于去年；从公历看则早于去年。2019年的春节从公历来看要比2018年早11天，若部分企业按照公历来开工，那么从农历看，铁路返程客流晚于去年也属正常。节前春运中全国铁路旅客发送量为1.38亿人次，同比上升8.8%。另一方面，中国铁路总公司在1月18日的国新办春运形势和工作安排新闻发布会上预计2019年春运全国铁路旅客发送量为4.13亿人次，同比增长8.3%。因此，我们可以将8%作为节后全国铁路旅客发送量的同比增速中枢，而初六开始至今（2月26日）的节后春运中全国铁路旅客发送量为1.93亿人次，同比上升6.2%，低于8%。预计剩余的几天春运中增速将多数高于8%。

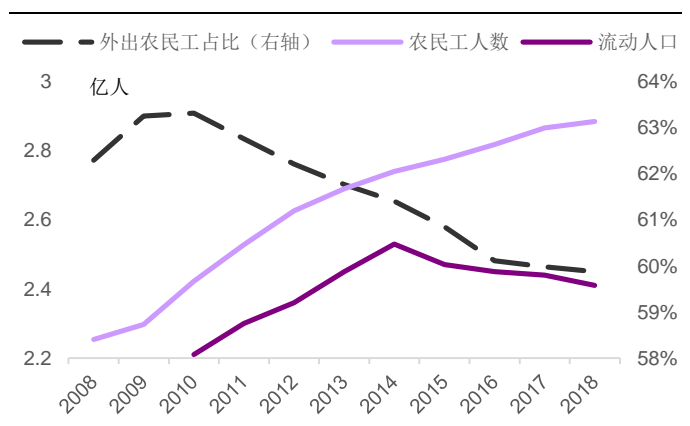
高频的铁路旅客发送量并不能完全反映开工的节奏。一方面，春运的运输结构一直在改变：公路的占比下降，而铁路、民航的占比上升，2019年春运铁路旅客发送量占比为13.8%，较2015年提升3.3个百分点（图3）。另一方面，从人口总量和结构上来看，随着中国人口红利的消退，流动人口的数量从2015年开始逐年减少；虽然农民工数量还在增长，但是2018年仅净增加184万人，远低于2017年的481万（图4）。外出农民工的占比减少，叠加农民工就近城镇化，使得近年来的春运旅客发送量增速越来越低：2019年增速为0.6%，低于2016年的3.6%。

图 3：春运旅客发送量结构



资料来源：Wind

图 4：流动人口、农民工人数和外出农民工占比



资料来源：Wind

“量变”到“质变”。2019年春节期间的总量消费数据增速创新低：接待游客总数为4.15亿人次，同比增长7.5%，旅游总收入为5139亿元，同比增长8.2%；零售和餐饮企业销售额为10050亿元，同比增长8.5%，均创2009年以来的新低；电影票房58.4亿元，同比增长1.2%，观影人次1.3亿，较2018年的1.43亿有所下降¹。

虽然数据偏弱，反映经济下行的压力仍然较大，但是我们也看到，在中国经济由“量变”向“质变”转型的过程中，总量数据（尤其是以“人”来计量的）增速下滑难以避免，也有一些数据显示出中国经济的结构变迁正在发生：出境游的渗透率不断提升，春节内地旅客访港人数为140万人，同比增长32%，创2009年以来的新高；银联网络交易达1.16万亿元，同比增长71%，而2018年同期为47%；移动数据流量消费同比增长130%，2018年同期为236%；多家电商平台和快递公司春节期间照常运营，1月21日至2月10日，全国邮政行业寄递服务业务量为12.89亿件，较去年同期增长35%。

2、节后开工或有支撑

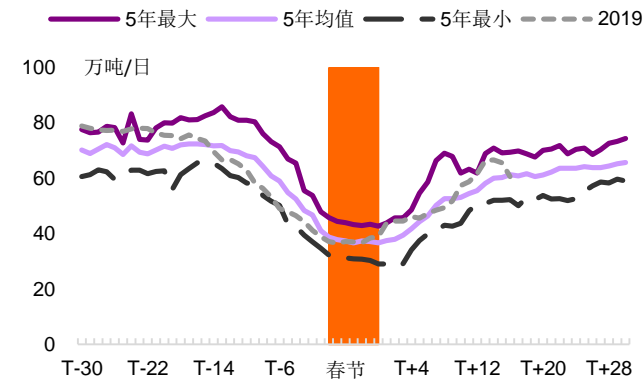
节后电厂日均耗煤量回升。对比往年，电厂日均耗煤量虽然在节前下滑较快，但是在节后的回升还是比较快的。6大发电集团日均耗煤量一度回升至5年最大值附近（图5）。**库存水平也回落到了相对合理的区间。**6大发电集团库存开始季节性回落，至2月26日为1688万吨，低于5年的同期最大值（1777万吨）。动力煤期货价格在节后几乎持平，2月26日活跃合约收盘价为593元/吨，较节前上涨0.7%。

高炉开工率好于2018年。受到2019年环保限产不搞“一刀切”的影响，高炉开工率相比2018年有所上升。这种趋势在节后继续延续：2月22日当周的全国高炉开工率为65.8%，高于前一周的65.6%，较2018年同期（3月9日当周）的62.6%有较大的提升（图6）。**节后钢铁库存快速回升，但低于2018年同期。**2月22日当周主要钢材品种库存为1799万吨，回升至5年均值以上，但低于2018年3月9日当周的水平（1965万吨）。受到

¹部分原因是2019年补贴减少、票价较高。

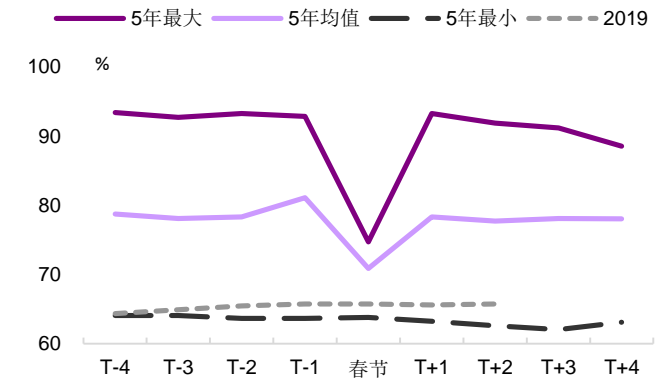
风险偏好修复以及铁矿石供应端的扰动，螺纹钢期货节后先跌后涨，整体与节前持平。2月26日螺纹钢期货活跃合约结算价为3708元/吨，较节前下跌0.7%。

图 5：6 大发电集团日均耗煤量回升



注：日度数据，截至 2019 年 2 月 26 日
资料来源：Wind

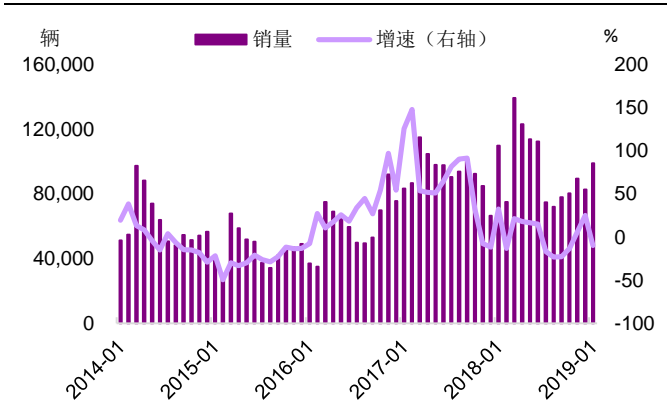
图 6：高炉开工率好于前五年最小值（2018 年）



注：周度数据
资料来源：Wind

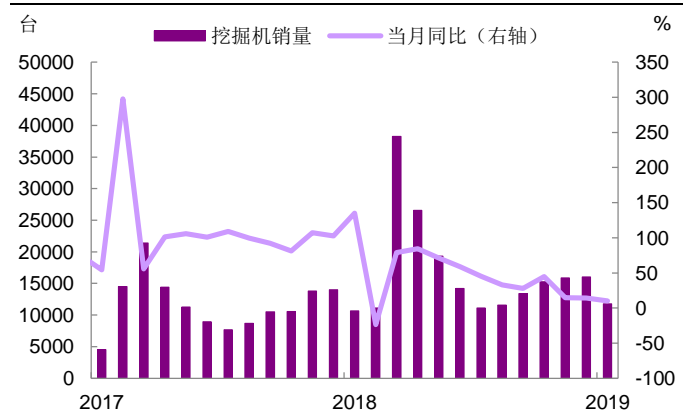
1 月重卡和挖机销量整体偏弱，但受春节因素影响。1 月重卡销量 9.87 万辆，同比降低 9.9%（图 7），挖掘机销量 1.18 万台，同比增长 10%（图 8）。1 月的数据受到春节的影响较大，应与 2 月数据合并来看。

图 7：重卡销量及同比增速



资料来源：Wind

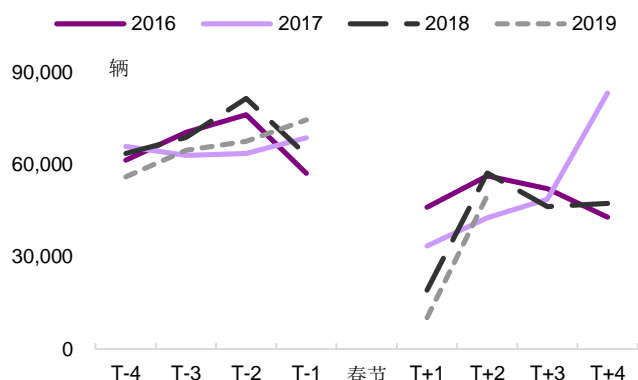
图 8：挖掘机销量及同比增速



资料来源：Wind

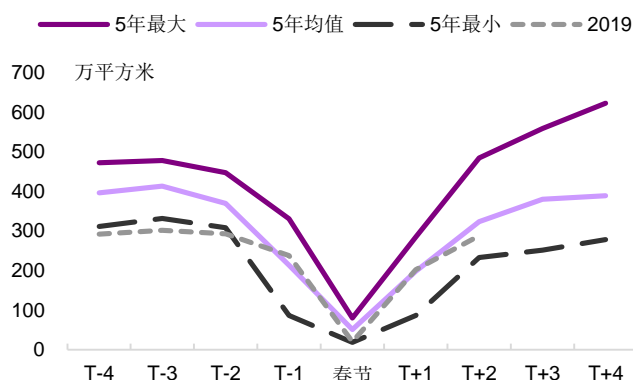
下游的乘用车和房地产销售节后弱复苏。2 月 15 日当周乘用车日均零售为 4.98 万辆，虽然低于 2018 年同期的 5.72 万辆，但高于 2017 年同期的 4.27 万辆。（图 9）。2 月 24 日当周 30 城商品房成交面积为 288 万平方米，与 5 年均值相近（图 10）。

图 9：乘用车日均零售



注：数据截至 2019 年 2 月 15 日
资料来源：Wind

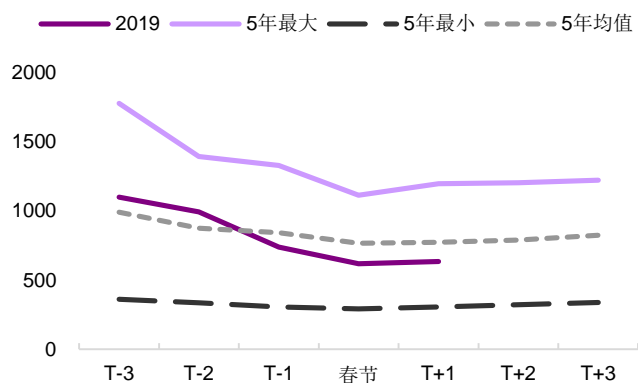
图 10：30 大中城市商品房销售面积



注：数据截至 2019 年 2 月 24 日
资料来源：Wind

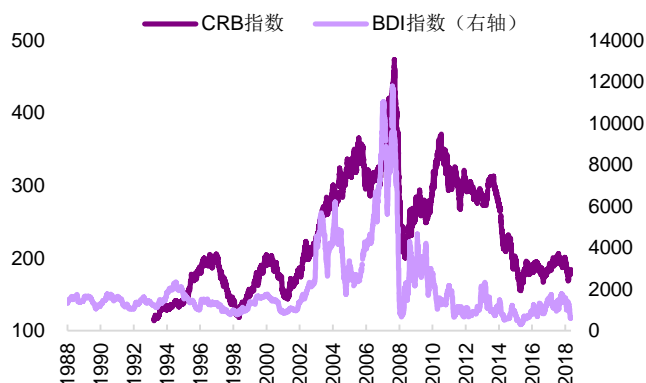
BDI 指数节后弱复苏。从历史经验来看, BDI 指数在春节前后有所波动: 春节前回落, 而春节后回升。2019 年春节前 BDI 指数回落幅度超越季节性, 节后弱复苏, 仍处于 5 年均值以下 (图 11)。BDI 指数因其在 2008 年金融危机前后的领先性而闻名, 但是在 2011 年之后由这种领先性似乎并不显著, 其与 CRB 指数基本同向变动 (图 12)。且本轮下跌中, CRB 指数 (2018 年 5 月 23 日) 先于 BDI 指数 (2018 年 7 月 24 日) 见顶, 见底时间也要更早, 分别为 2018 年 12 月 24 日和 2019 年 2 月 11 日。

图 11：BDI 指数春节前后波动



资料来源：Wind

图 12：BDI 指数与 CRB 指数



资料来源：Wind

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_14039



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn