

见微知著系列之五十八

宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组
分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

宏观经济组
联系人：袁征宇
yuanzhengyu@gjzq.com.cn

宏观经济组
联系人：李雪莱
lixuelai@gjzq.com.cn

库存周期下，蕴藏的投资机遇

近期，工业企业产成品存货同比增速回落至低位，引发市场对新一轮库存周期启动的期待。与过往相比，本轮周期需求弹性减弱、结构分化明显，新时代下库存周期将何去何从，潜在的投资机遇何在？本文梳理，可供参考。

一、热点思考：库存周期下，蕴藏的投资机遇

一问：库存见底了吗？名义库存已近底部，实际库存去化行至半程

时至年中，名义库存已在历史底部，但实际库存去化滞后。以工业企业产成品存货增速来计，本轮库存周期已持续 44 个月、超过历史平均的 39 个月，其中，名义库存同比 2.2%、处于 7% 的历史分位数。但剔除价格因素，实际库存去化明显滞后，实际存货同比 7.6%、处于 37% 的历史分位数。实际与名义变量背离之深，历史上并不多见。

供给因素干扰下价格波动过大，导致本轮名义库存刻画的库存周期或存在一定失真。疫情下全球供应链受阻、俄乌冲突带来的冲击等，都导致商品价格大幅起落、价格波动显著放大。由于受供给端影响程度不同，不同行业名义库存与实际库存表现的背离程度不同；其中，中上游行业受影响程度往往大于下游，以黑色系等最具代表性。

二问：库存低是否一定意味着补库？需求是关键，本轮周期地产和出口驱动有限

经验显示，企业库存行为滞后于企业利润变化，企业利润滞后于需求表现。传统周期下，库存滞后企业盈利 2 个季度左右，盈利表现通常略滞后于需求。从领先指标来看，二季度以来制造业 PMI 及新订单指数持续在荣枯线以下，6 月 BCI 企业销售前瞻指数降至 56.9%、大幅低于疫情前。企业利润增速近 4 月改善，主因成本而非需求。

地产大周期已过、外需阶段性承压，需求改善弹性受限，或制约本轮库存回补空间。回顾过往，历轮库存周期的启动，多伴随政策宽松下的地产扩张、或是出口持续改善带来的需求支撑、例如 2003、2006 和 2009 年。反观当下，人口拐点已经来临、2022 年人口出现负增长，地产周期换挡下行；海外制造业景气低迷、出口支撑乏力。

三问：低库存下的投资机遇？可关注景气赛道、稳增长及中美库存共振等线索

不同以往，本轮库存周期结构性分化明显，部分低库存行业或率先迎来拐点。电气机械、橡胶塑料、通用设备等行业的实际库存水平较低、且与需求旺盛的景气赛道联系紧密，或较早迎来库存周期的反转。今年上半年，风电、光伏新增发电装机量同比增长分别高达 78%、154%，新能源车销量在高基数基础上同比增长 44%。

进一步展望，部分基本面敏感行业或受稳增长落地提振、出口导向型行业有望受益于中美库存共振。上半年基建投资保持高增、但资金使用偏慢，伴随发改委核准提速、项目加快落地，黑色、有色行业中的低库存品种或迎来基本面改善。计算机通信、化学纤维等外需依赖度较高行业，中美实际库存水平都较低、后续可能受海外需求企稳提振。

二、高频跟踪：上游基建落地明显改善，中游开工延续景气，下游地产销售季节性回升

【上游】多数投资需求维持低迷，基建落地明显改善。上周钢需求总体水平仍偏弱、但边际改善，水泥生产延续走弱，需求低于过往同期，拖累水泥价格持续下行；映射基建落地的沥青开工明显改善、较前周提升 5 个百分点。

【中游】部分中游开工季节性回落，但相较过往开工水平仍具景气。上周国内 PTA 开工率大幅提升 3.6 个百分点至 80.8%，国内纯碱开工率季节性回落、但仍处于同期高位；涤纶长丝、汽车半钢胎开工率继续维持过往同期较高水平。

【下游】全国房地产成交水平季节性提升，但总体成交水平弱于过往。上周全国 30 大中城市商品房成交较上周提升 8%，但总体水平仍偏弱、主要拖累在于二、三线城市；全国二手房成交进一步走弱、较上周回落 2.9%。

风险提示：数据统计存在误差或遗漏，政策、外部环境变动超预期。

内容目录

一、 热点思考：库存周期下，蕴藏的投资机遇.....	5
一问：库存见底了吗？名义库存已近底部，实际库存去化行至半程.....	5
二问：库存低是否一定意味着补库？需求是关键，本轮地产和出口驱动有限.....	6
三问：低库存下的投资机遇？可关注景气赛道、稳增长及中美库存共振等.....	7
二、 产需高频跟踪：上游生产延续季节性回落，基建落地明显改善.....	10
三、 人流消费跟踪：全国出行活动仍处高位，线下消费边际改善.....	17
风险提示.....	19

图表目录

图表 1： 名义库存和实际库存水位不一.....	5
图表 2： 当前，库存量仍有待去化.....	5
图表 3： PPI 和经济基本面的相关性弱于以往.....	5
图表 4： 商品价格受地缘政治影响较大.....	5
图表 5： 上游制造业名义库存和实际库存明显背离.....	6
图表 6： 中游制造业名义库存和实际库存水位有所不同.....	6
图表 7： 黑色加工实际库存去化滞后名义库存 5 个月.....	6
图表 8： 非金属矿物实际库存去化滞后名义库存 6 个月.....	6
图表 9： 历史看，盈利修复领先于补库 6 个月左右.....	6
图表 10： 企当前需求端表现仍偏弱.....	6
图表 11： 多数时候，地产扩张带动库存回补.....	7
图表 12： 出口也是库存回补的重要动能.....	7
图表 13： 主力购房人群持续萎缩.....	7
图表 14： 当前，海外制造业仍较低迷.....	7
图表 15： 汽车消费政策不断推出.....	8
图表 16： 新能源发电装机量保持高速增长.....	8
图表 17： 橡胶塑料的名义和实际库存均处低位.....	8
图表 18： 电解铝库存处于近年低位.....	8
图表 19： 基建投资保持较高增速.....	8
图表 20： 5 月，发改委项目核准加快.....	8
图表 21： 6 月以来，沥青开工率波动回升.....	9
图表 22： 螺纹钢库存和价格都偏低.....	9
图表 23： 分行业名义库存和实际库存.....	9

图表 24:	分行业美国名义库存和实际库存	10
图表 25:	上周全国整车货运流量有所回落	11
图表 26:	多数省市货运流量环比有所回落	11
图表 27:	铁路货运量处于季节性低位	11
图表 28:	上周邮政快递业务量边际回升	11
图表 29:	本周全国高炉开工率显著回落	11
图表 30:	本周全国主要钢厂螺纹钢开工率延续走弱	11
图表 31:	钢材表观消费量低于过往同期	12
图表 32:	近期全国建筑钢材成交量大幅回落	12
图表 33:	上周全国水泥粉磨开工率延续回落	12
图表 34:	上周全国水泥出货率处于同期低位	12
图表 35:	上周水泥价格延续下降	12
图表 36:	上周水泥库存边季节性回落	12
图表 37:	本周玻璃表观消费量大幅回落	13
图表 38:	本周玻璃产量与小幅回落	13
图表 39:	本周玻璃库存与上周持平	13
图表 40:	本周沥青开工率有所回升	13
图表 41:	本周铝行业平均开工率小幅提升	14
图表 42:	本周电解铜开工率大幅回落	14
图表 43:	电解铝现货库存量延续回落	14
图表 44:	本周社铜库存仍处低位	14
图表 45:	本周国内 PTA 开工率显著提升	14
图表 46:	本周纯碱开工率季节性回落	14
图表 47:	本周涤纶长丝开工率维持高位	15
图表 48:	本周汽车半钢胎开工率小幅提升	15
图表 49:	本周 30 大中城市商品房成交有所回升	15
图表 50:	一线城市商品房成交延续提升	15
图表 51:	本周二线城市商品房成交小幅提升	15
图表 52:	本周三线城市商品房成交显著回落	15
图表 53:	近期全国代表城市二手房成交弱于过往	16
图表 54:	本周二线城市二手房成交进一步回落	16
图表 55:	上周重点陆路口岸通车数大幅回落	16
图表 56:	集装箱船航速明显放缓	16
图表 57:	上周出口集装箱运价指数进一步下行	16
图表 58:	上周东南亚航线出口集装箱运价回落更为明显	16

图表 59: 韩国 7 月前 20 日出口同比回落.....	17
图表 60: 汽车零部件、家用电器出口同比下降.....	17
图表 61: 本周全国迁徙规模指数高于过往同期.....	17
图表 62: 国内执行航班架次延续提升.....	17
图表 63: 全国样本城市地铁客流总量有所提升.....	18
图表 64: 本周部分城市地铁客流量提升明显.....	18
图表 65: 全国拥堵延时指数高于过往同期.....	18
图表 66: 部分旅游城市拥堵指数明显提升.....	18
图表 67: 7 月总体商圈客流较 6 月略有改善.....	18
图表 68: 近期代表连锁品牌餐饮流水恢复有所改善.....	18

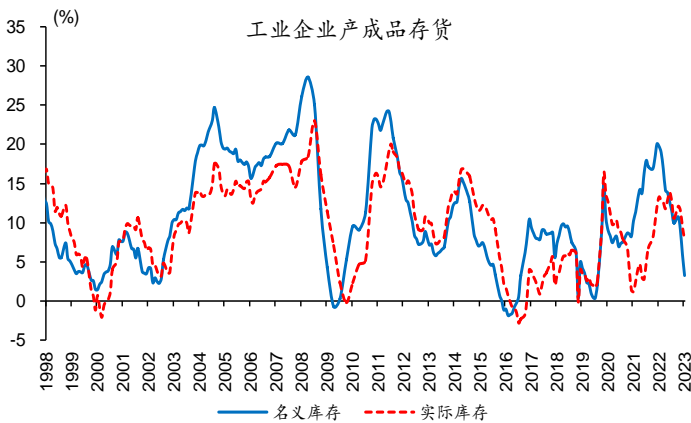
近期,工业企业产成品存货同比增速回落至低位,引发市场对新一轮库存周期启动的期待。与过往相比,本轮周期需求弹性减弱、结构分化明显,新时代下库存周期将何去何从,潜在的投资机遇何在?本文梳理,可供参考。

一、热点思考：库存周期下，蕴藏的投资机遇

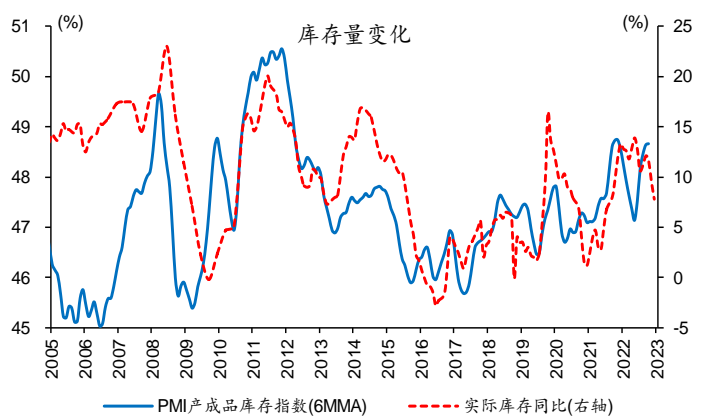
一问：库存见底了吗?名义库存已近底部，实际库存去化行至半程

时至年中,名义库存已在历史底部,但实际库存去化滞后。以工业企业产成品存货增速来计,本轮库存周期已持续44个月、超过历史平均的39个月,其中,名义库存同比2.2%、处于7%的历史分位数。但剔除价格因素,实际库存去化明显滞后,实际存货同比7.6%、处于37%的历史分位数。实际与名义变量背离之深,历史上并不多见。

图表1: 名义库存和实际库存水位不一



图表2: 当前，库存量仍有待去化

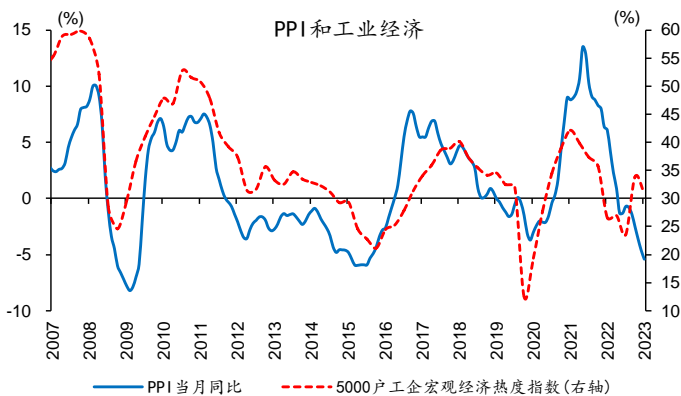


来源: Wind, 国金证券研究所

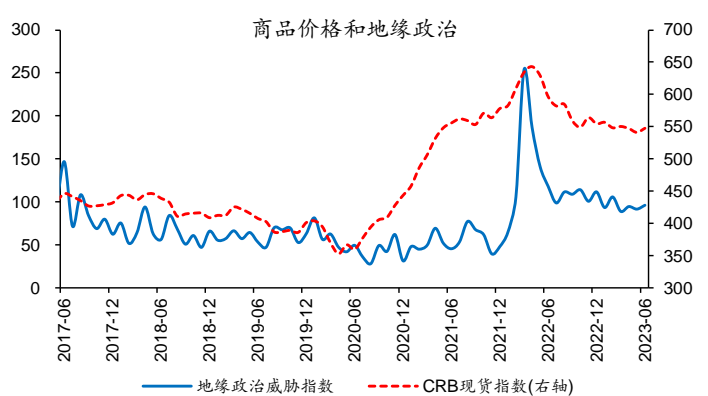
来源: Wind, 国金证券研究所

供给因素干扰下价格波动过大,导致本轮名义库存刻画的库存周期或存在一定失真。疫情下全球供应链受阻、俄乌冲突带来的冲击等,都导致商品价格大幅起落、价格波动显著放大。CRB 现货指数从2020年6月的360一度飙升至640,地缘政治威胁指数自2022年2月以来快速攀升、目前仍处于96的高位。

图表3: PPI 和经济基本面的相关性弱于以往



图表4: 商品价格受地缘政治影响较大

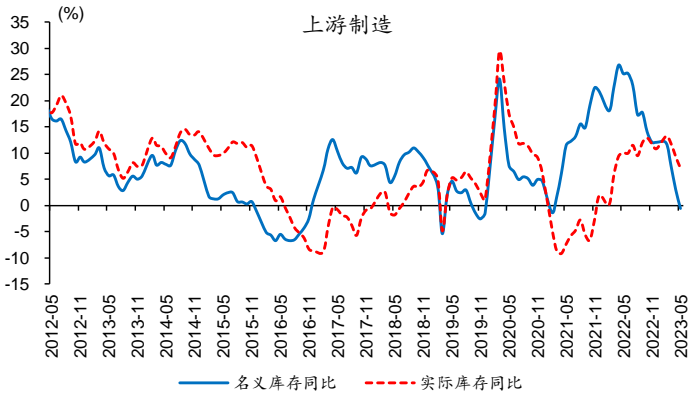


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

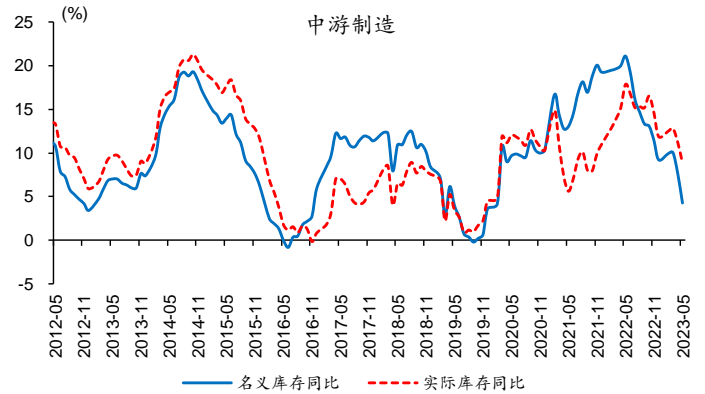
由于受供给端影响程度不同,不同行业名义库存与实际库存表现的背离程度不同。其中,中上游行业受影响程度往往大于下游。上游制造业名义库存同比已降至-0.6%的低位,但实际库存去化才刚刚开始。特别是需求端受地产拖累较大的非金属矿物、黑色等传统上游行业,实际库存的去化分别大幅滞后于名义库存6个月和5个月。

图表5：上游制造业名义库存和实际库存明显背离



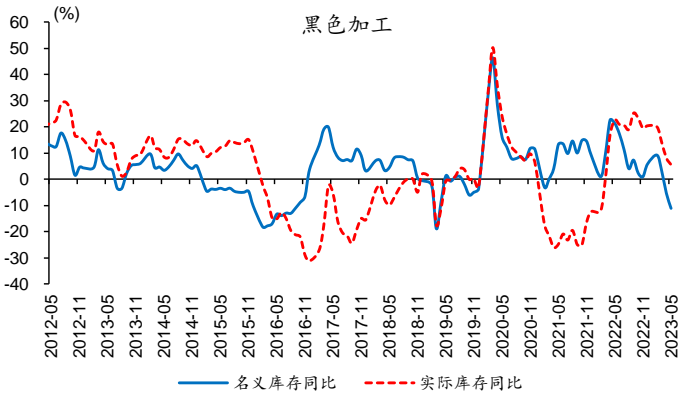
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：中游制造业名义库存和实际库存水位有所不同



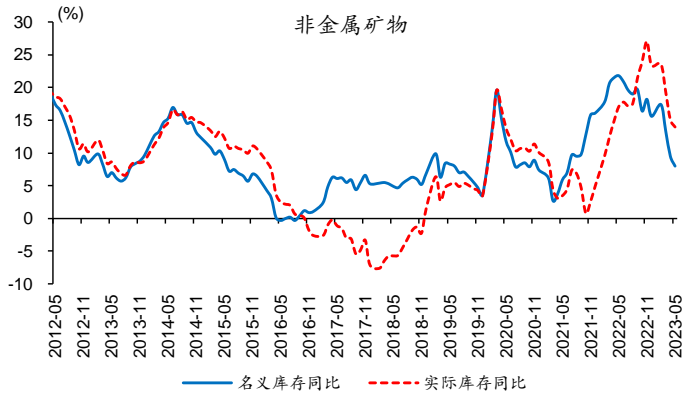
来源：Wind，国金证券研究所

图表7：黑色加工实际库存去化滞后名义库存5个月



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：非金属矿物实际库存去化滞后名义库存6个月

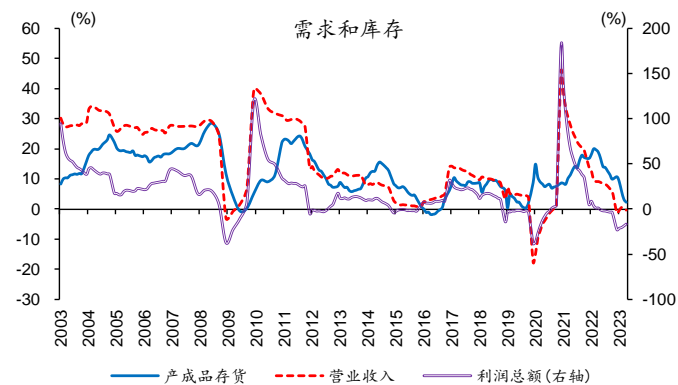


来源：Wind，国金证券研究所

二问：库存低是否一定意味着补库？需求是关键，本轮地产和出口驱动有限

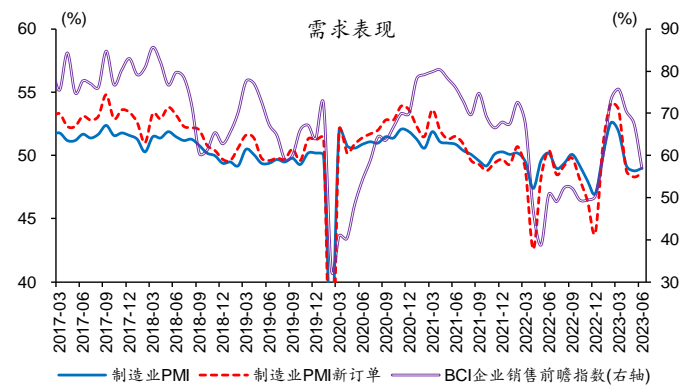
经验显示，企业库存行为滞后于企业利润变化，企业利润滞后于需求表现。传统周期下，库存滞后企业盈利2个季度左右，盈利表现通常略滞后于需求。从领先指标来看，二季度以来制造业PMI及新订单指数持续在荣枯线以下，6月BCI企业销售前瞻指数降至56.9%、大幅低于疫情前。企业利润增速近4月改善，主因成本而非需求。

图表9：历史看，盈利修复领先于补库6个月左右



来源：Wind，国金证券研究所

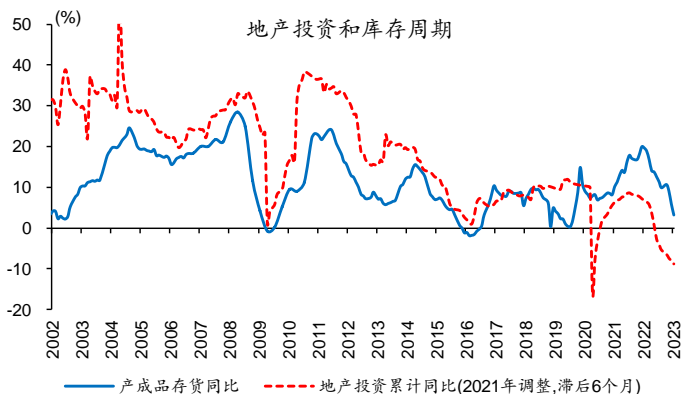
图表10：企当前需求端表现仍偏弱



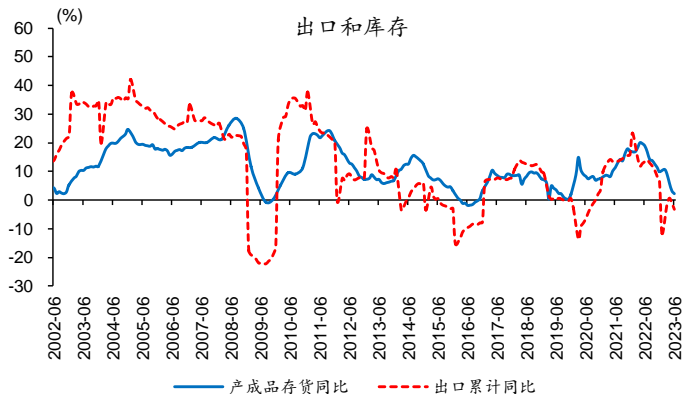
来源：Wind，国金证券研究所

回顾过往，历轮库存周期的启动，多伴随政策宽松下的地产扩张，或是出口持续改善带来的需求支撑。复盘 2000 年以来的 6 轮库存周期，起始于 2003、2006、2009 年和 2016 年的补库均发生在地产投资与出口链条都出现明显改善的阶段。这 4 轮库存周期也是量价齐升、补库时间长于去库时间的强周期。

图表11: 多数时候, 地产扩张带动库存回补



图表12: 出口也是库存回补的重要动能

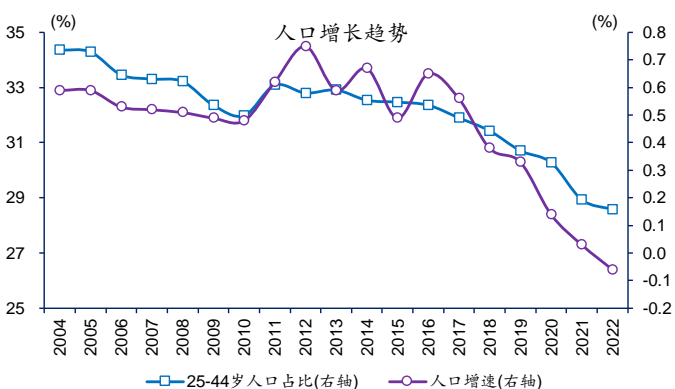


来源: Wind, 国金证券研究所

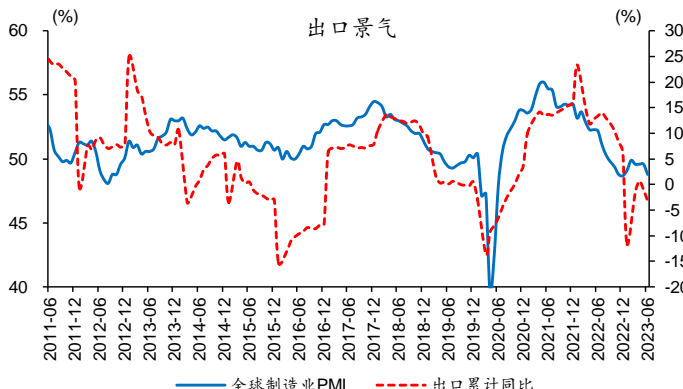
来源: Wind, 国金证券研究所

地产大周期已过、外需阶段性承压, 需求改善弹性受限, 或制约本轮库存回补空间。反观当下, 人口拐点已经来临, 2022 年人口出现负增长、25-44 岁主力购房人群人口数量较 2015 年回落 4000 万人, 地产周期换挡下行。与此同时, 海外正处于下行周期、全球制造业 PMI 持续低迷, 短期内出口支撑乏力。

图表13: 主力购房人群持续萎缩



图表14: 当前, 海外制造业仍较低迷



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

三问：低库存下的投资机遇？可关注景气赛道、稳增长及中美库存共振等

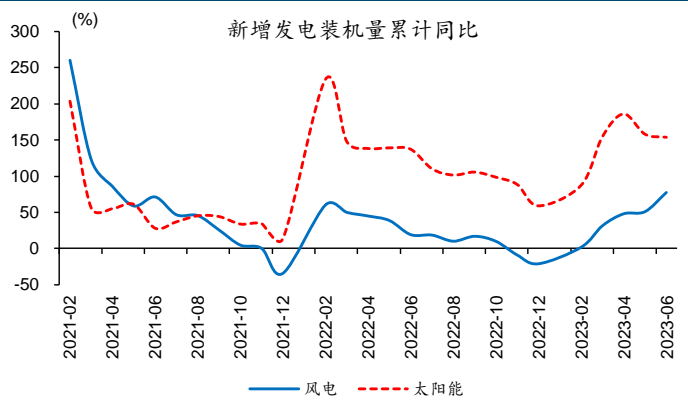
不同以往，本轮库存周期结构性分化明显，部分低库存行业或率先迎来拐点。电气机械、橡胶塑料、通用设备、铝等行业的实际库存水平较低、且与需求旺盛的景气赛道联系紧密，或较早迎来库存周期的反转。今年上半年，风电、光伏新增发电装机容量同比增长分别高达 78%、154%，新能源车销量在高基数基础上同比增长 44%。

图表15: 汽车消费政策不断推出

中央政策	时间	政策活动	主要内容	政策力度
商务部等五部门: 2023新能源汽车下乡活动	2023/6/16	全国新能源汽车下乡活动在无锡举行	启动仪式上发出《江苏省关于促进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的倡议》,从政策、充电设施布局、产品研发创新、运营服务、行业安全发展5个领域倡导,共同打造便捷高效、安全可靠的充电服务网络。未来将优化一站式购车服务。本次活动惠民让利发放500万元购车消费券助力消费者购买新能源汽车。	券山区发放500万元消费券
	2023/6/16	2023年海南省新能源汽车下乡暨琼海车展活动启动	省工信厅副厅长表示,截至2022年底,我省44个高速公路服务区及6个市县乡村充电桩实现100%全覆盖,已经具备了农村地区全面推广新能源汽车的条件。未来将持续开展下乡活动,发掘市场空间,促进农村消费升级,为2030年全面普及新能源汽车奠定基础。	—
	2023/6/16	2023年新能源汽车下乡湖北荆门站活动启动	2023年新能源汽车下乡活动主会场设在江苏省无锡市,在海南省琼海市、湖北荆门市设立分会场。荆门市结合实际,同步进行“乐购长堤,畅享荆门”活动。2023年12月31日前在荆门市长堤汽车展销馆购买长城皮卡车型最高补贴1万元,坦克500最高补贴2万元,补贴总额1000万元,用完即止。	特定车型补贴总额1000万元(企业)
发改委:《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴的实施意见》	2023/6/2	河北《加快推动农村地区充电基础设施建设促进新能源汽车下乡和乡村振兴实施意见》	强调推动农村地区充电基础设施建设,到2025年建成1000个重点充电示范村,积极发展智能有序充电模式和农村分布式光伏,鼓励有条件的地方提供消费券,以旧换新等激励。	—
	2023/6/21	浙江能源局召开座谈会,推动新能源汽车下乡	过任介绍充电设施与配套电网发展情况,并视车网互动技术,推动完善充电设施电价政策提出建议,各新能源企业介绍充电桩在浙分布,提出专业建议。浙江能源局举办主要负责人指出,下一步要加快推进充电基础设施建设,创新充电基础设施建设、运营、维护模式,促进新能源汽车与可再生能源融合。	—
	2023/7/6	天津《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴若干措施》	提出完善区域充电网络,鼓励充电设施共建共享;加快公共领域推广应用,推广在乡镇农村新能源汽车比例不低于30%;鼓励有条件的区通过发放汽车消费券等方式促进消费;开展新能源汽车下乡系列活动等。	乡镇农村新能源汽车比例不低于30%

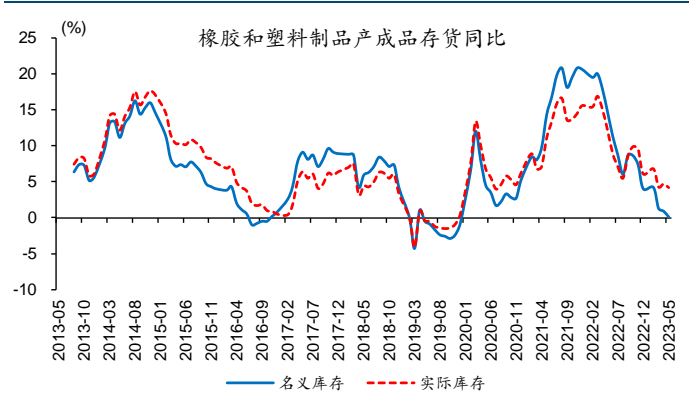
来源: 各地政府网站, 国金证券研究所

图表16: 新能源发电装机量保持高速增长



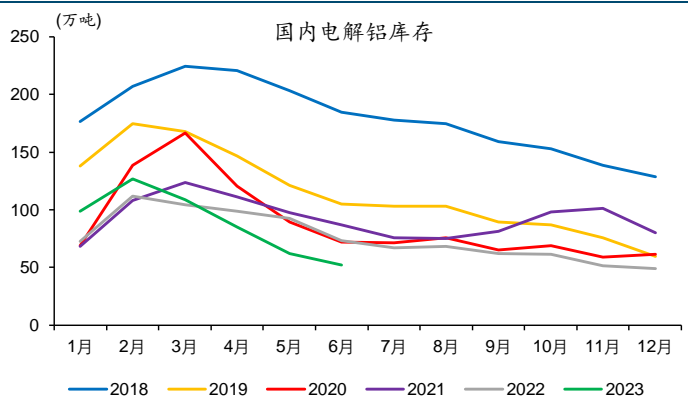
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 橡胶塑料的名义和实际库存均处低位



来源: Wind, 国金证券研究所

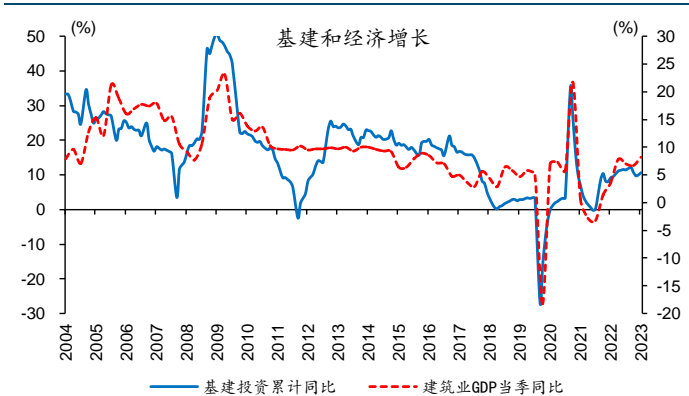
图表18: 电解铝库存处于近年低位



来源: Wind, 国金证券研究所

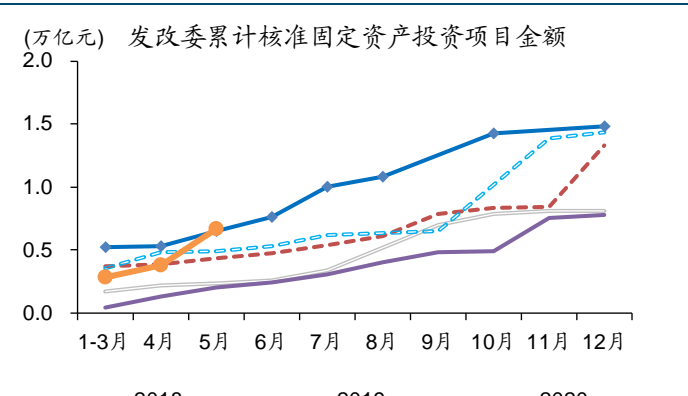
进一步展望,部分基本面敏感行业或受稳增长落地提振。上半年基建投资保持了较高增速、同比增长10.7%,但资金的使用偏慢。近期,发改委项目核准明显加快、项目端对稳增长的掣肘减弱,前期稳增长措施也在加速落地、沥青开工率波动回升。黑色系中钢铁、有色金属中的铜铝等品种库存水平均不高,或受益于稳增长落地带来的基本面改善。

图表19: 基建投资保持较高增速



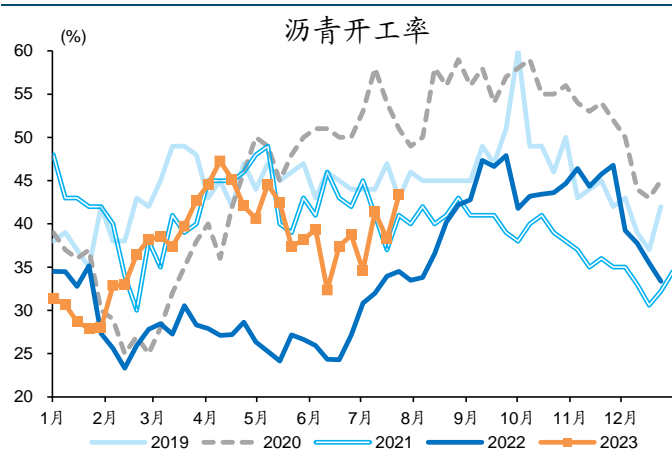
来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 5月, 发改委项目核准加快

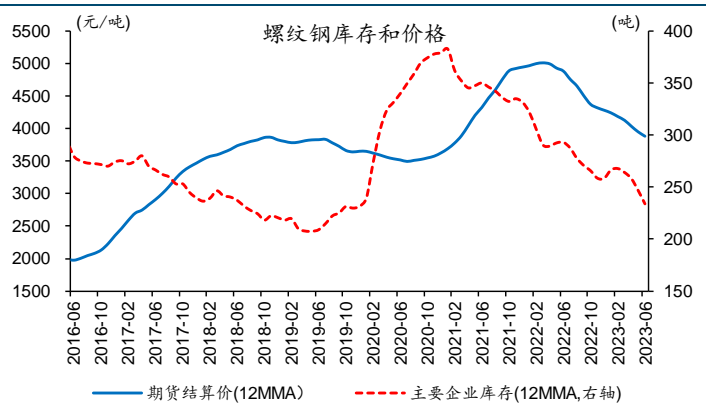


来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 6月以来, 沥青开工率波动回升



图表22: 螺纹钢库存和价格都偏低



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

与此同时, 部分外需依赖度较高的中下游行业也可能受中美库存共振带动。分行业对比中美库存, 我国的计算机通信、化学纤维等行业实际库存水平较低, 分别处于 8.2%、14.4% 的历史分位数; 而美国的计算机电子、纺织制品等行业库存也较低, 分别处于 0.8%、12.5% 的历史分位数; 这些行业后续可能受海外需求企稳的提振。

图表23: 分行业名义库存和实际库存

	名义库存同比(%)			实际库存同比(%)				
	历史分位数(%)	2023-06	2023-05	2023-04	历史分位数(%)	2023-06	2023-05	2023-04
烟草	76.8	19.1	18	24.5	77.2	18.6	17.5	24
化学原料	9.6	-0.5	6.1	8.2	70.7	14.4	18.3	18.1
非金属制品	14.4	5.3	8	9.5	60	11.7	14	15.1
专用设备	52.8	12	13.2	12.8	56	12.5	13.6	13
有色加工	22.7	2.6	3.3	10.5	55.8	9.8	11.7	19.1
运输设备	54.5	9.4	4.1	2	51.9	9.3	3.8	1.5
农副食品	36.2	5.4	6.2	7.8	50.7	7.5	6.7	6.7
纺织	20.9	1.7	0.9	1.1	45.8	6.4	5.2	5.3
食品	35.3	6.8	11.2	13.5	42.7	8.1	12.1	13.9
石油煤炭加工	6.9	-15	-9.3	-5.6	42.6	5.1	5.8	5.8
仪器仪表	57.2	12.2	13.1	14.5	41.9	11.4	11.4	12.5
黑色加工	6.1	-12.2	-11.2	-5.4	37.1	3.8	5.6	8.2
汽车	27	5.7	8.7	11.9	36.1	7	9.8	12.9
医药	35.9		9.7	8	35.9		9.9	8.1
木材	27.9	7.2	7.8	9.5	35.3	8.7	8.9	10.4
造纸	11.3	-1.3	0.2	3.4	33.6	5.4	5.8	7.9
酒和饮料	39.3	6.8	7.4	3.3	32.3	5.7	6.3	2.3
电气机械	26.6	6.2	4.9	9.9	29.6	8.1	6.3	10.4
橡胶和塑料	10.4	0	0.1	0.9	26.8	4.4	4.2	4.7
化学纤维	2.6	-13.2	-10.3	-7.5	14.4	-6.5	-6	-4.6
皮革制鞋	18.7	2.8	3.4	3.1	11.3	0.5	1	0.1
文教文体娱	24.8	6.6	4.9	8	10.4	1.7	0.4	3.5
计算机通信	12.6	0.7	-0.4	6.1	8.2	2.7	1.3	6.8
通用设备	5.6	2.6	2.1	3.5	6.8	3	2.5	3.6
金属制品	0	-4.5	-4	-2.3	5.6	-0.2	0.3	1.6
印刷复制	1.3	-3.1	-4.6	-5.6	1.4	-2.8	-4.3	-4.9
家具	0.8	-1.8	-1.7	-2.4	1.3	-2.1	-1.9	-3.1
服装服饰	0	-3.7	-3.6	-2.3	0.4	-4.3	-4.6	-3.8

来源: Wind, 国金证券研究所

图表24：分行业美国名义库存和实际库存

	历史分位数(%)	名义库存同比(%)			历史分位数(%)	实际库存同比(%)		
		2023-06	2023-05	2023-04		2023-06	2023-05	2023-04
石油及煤产品	37.5	23.3	40	36.6	94.1	61.7	71.9	55.3
机械	78.3	79.1	82.5	84.1	75.8	72.8	75.5	76.3
非金属矿产	72.2	#N/A	78.3	83.3	69.7	#N/A	67.6	71.9
皮革及相关制品	68.3	77.5	81.6	88.3	68.3	73.3	77.1	84
电气设备及其他设备	68.3	70.8	69.1	80	66.6	65.3	62.7	73.2
食品	63.3	56.6	63.3	73.3	65.8	57.9	63.7	71.6
服装	60.8	73.3	89.1	91.6	59.1	70.2	86	88.5
初级金属	38.3	30	34.1	40.8	58.3	42.5	47.3	52.7
纸制品	41.6	43.3	50.8	57.5	41.6	41	46.5	50.9
金属加工制品	38.3	31.6	29.1	34.1	38.3	28.8	25.7	29.4
交通运输设备	30.8	29.1	28.3	28.3	34.1	26.2	25.1	24.9
橡胶和塑料制品	30	24.1	29.1	49.1	30.8	24.2	27.5	46.3
纺织厂	24.1	51.6	65.8	80	29.1	54.5	67.6	79.8
基础化学品	21.6	27.5	30	35.8	23.3	29.7	30.5	34.7
纺织制品	13.3	14.1	15	20	12.5	10.6	10.6	15.5
木制品	3.3	#N/A	5.8	5	10.9	#N/A	22.6	22.8
印刷	10.8	24.1	23.3	14.1	7.5	18.2	15.5	3.6
家具及相关产品	3.3	#N/A	15.8	20	3.3	#N/A	10.4	13.6
饮料和烟草	9.1	10	11.6	31.6	1.6	-0.3	0.9	22.1
计算机和电子产品	0.8	30.8	40.8	45	0.8	28.3	38	41.5

来源：Wind，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

一问：库存见底了吗？名义库存已近底部，实际库存去化行至半程。1) 时至年中，名义库存已在历史底部，但实际库存去化滞后；2) 供给因素干扰下价格波动过大，导致本轮名义库存刻画的库存周期或存在一定失真。

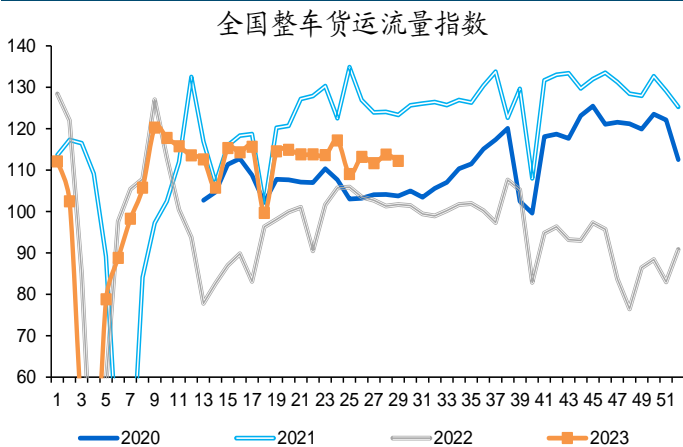
二问：库存低是否一定意味着补库？需求是关键，本轮周期下地产和出口驱动有限。1) 经验显示，企业库存行为滞后于企业利润变化，企业利润滞后于需求表现；2) 地产大周期已过、外需阶段性承压，需求改善弹性受限，或制约本轮库存回补空间。

三问：低库存下的投资机遇？低库存下的投资机遇？可关注景气赛道、稳增长及中美库存共振等线索。1) 不同以往，本轮库存周期结构性分化明显，部分低库存行业或率先迎来拐点；2) 进一步展望，部分基本面敏感行业或受稳增长落地提振、出口导向型行业有望受益于中美库存共振。

二、产需高频跟踪：上游生产延续季节性回落，基建落地明显改善

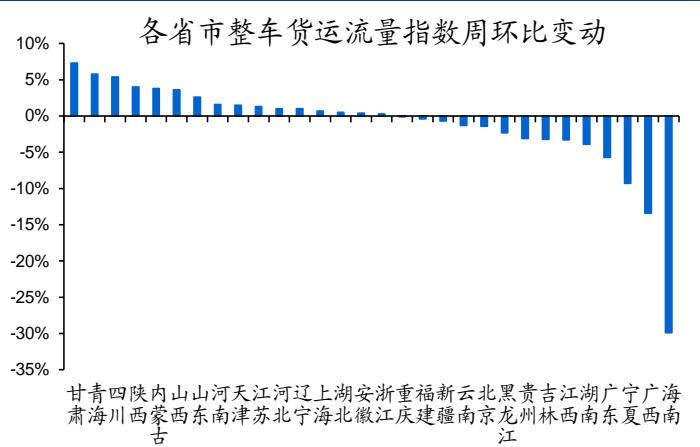
全国整车货运流量有所回落，铁路货运量仍处季节性低位但有所改善。上周（7月16日至7月22日），全国整车货运流量较前周下降1.3%，其中海南、广西、宁夏等地显著下降，分别较前周下降-29.9%、-13.4%、-9.3%。高速公路货车通行量较前周回落1.0%，铁路货运运输货物量仍处于季节性低位，但较前周有所回升；邮政快递揽收量和投递量分别较前周下降3.9%、4.0%。

图表25: 上周全国整车货运流量有所回落



来源: G7, 国金证券研究所

图表26: 多数省市货运流量环比有所回落



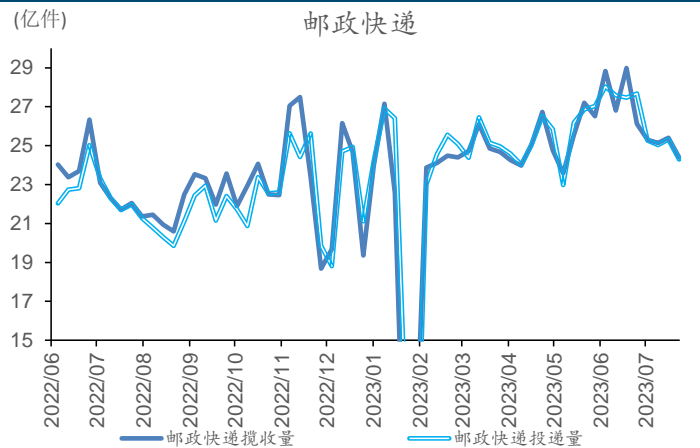
来源: G7, 国金证券研究所

图表27: 铁路货运量处于季节性低位



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

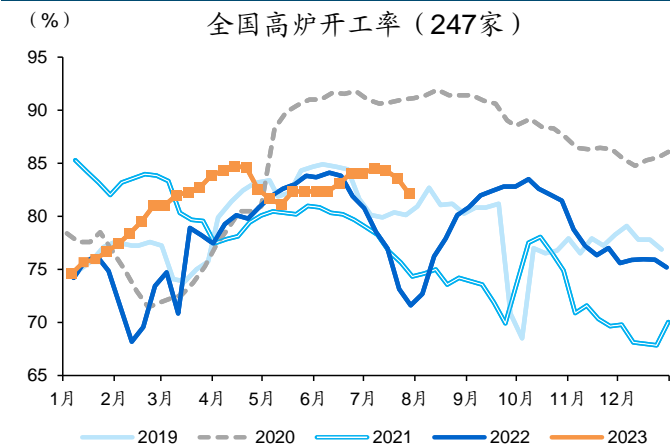
图表28: 上周邮政快递业务量边际回升



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

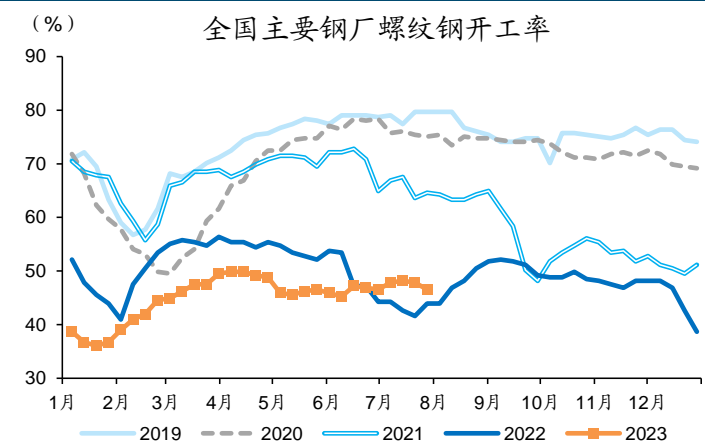
钢材生产延续季节性回落、需求边际改善。本周(7月23日至7月29日), 全国高炉开工率延续走弱, 较上周大幅回落 1.8 个百分点至 82.1%; 螺纹钢开工率亦延续走弱, 较上周大幅回落 1.3 个百分点。相较之下, 虽然当前用钢需求总体水平仍偏弱, 钢材表观消费量分别为 2021、2022 年同期的 86.8%、88.6%, 但近日边际改善。

图表29: 本周全国高炉开工率显著回落



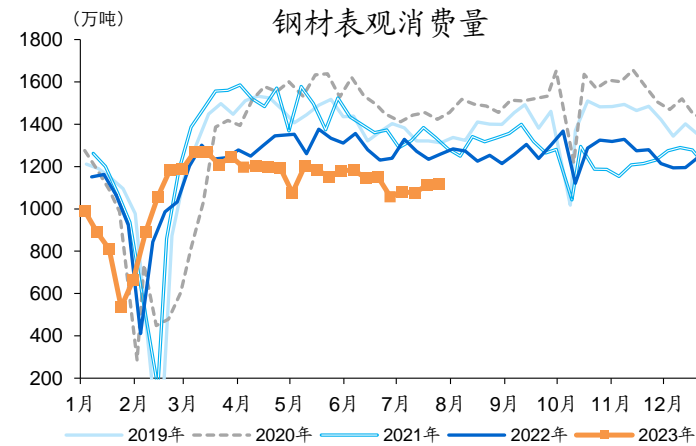
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 本周全国主要钢厂螺纹钢开工率延续走弱



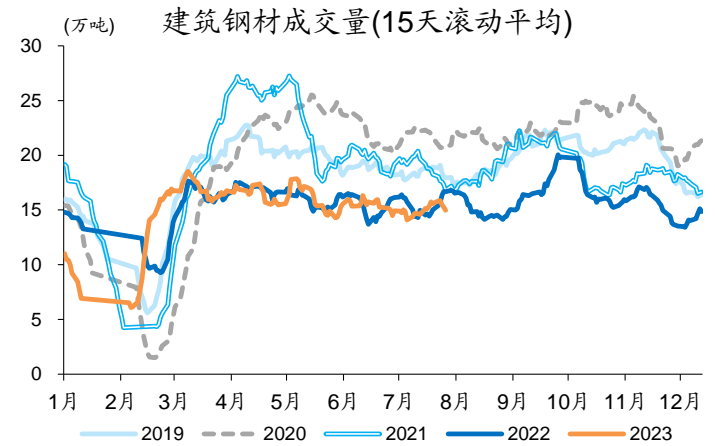
来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 钢材表观消费量低于过往同期



来源: Wind, 国金证券研究所

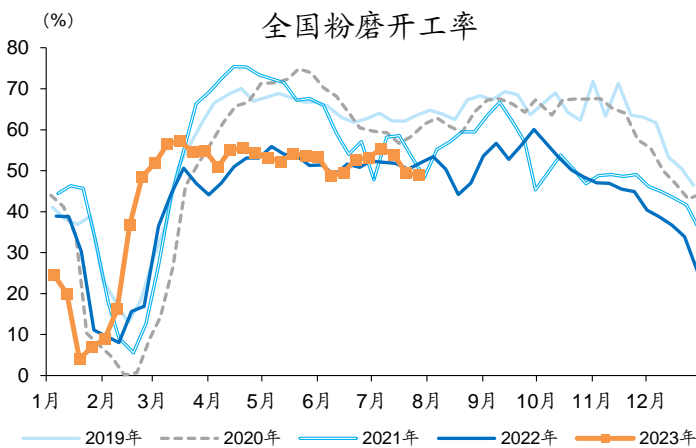
图表32: 近期全国建筑钢材成交量大幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

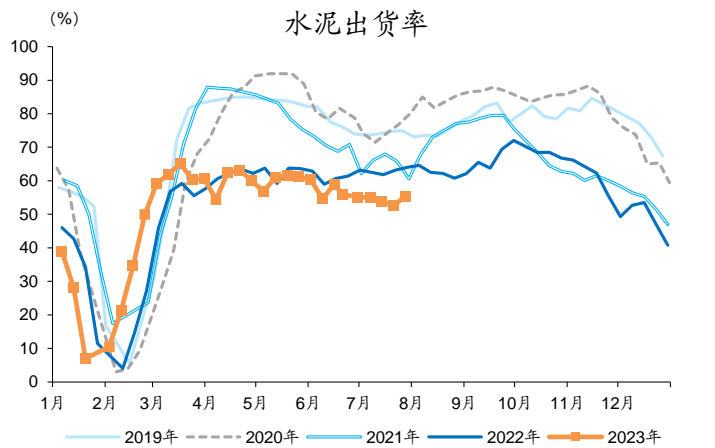
水泥生产延续走弱, 需求低于过往同期, 拖累水泥价格持续下行。本周(7月23日至7月29日), 全国水泥粉磨开工率较上周回落5个百分点至48.9%, 水泥出货率仍处同期低位, 较2021、2022年同期分别下降5.4、8.8个百分点; 供需偏弱拖累水泥价格持续下降, 当前全国水泥价格指数仅为去年同期水平的77.7%。水泥库存持续下降, 水泥库容比较上周回落0.9个百分点。

图表33: 上周全国水泥粉磨开工率延续回落



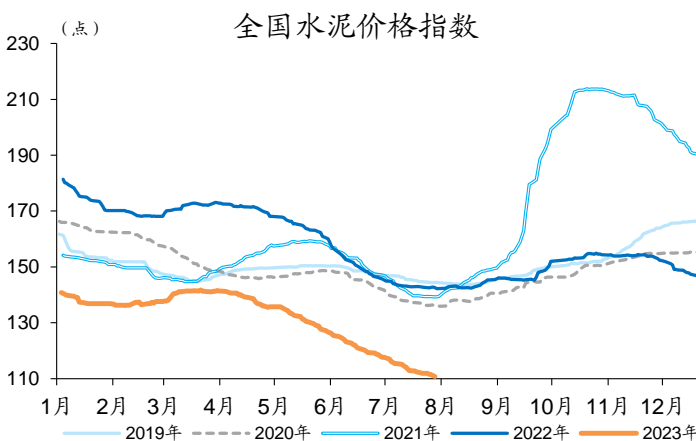
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 上周全国水泥出货率处于同期低位



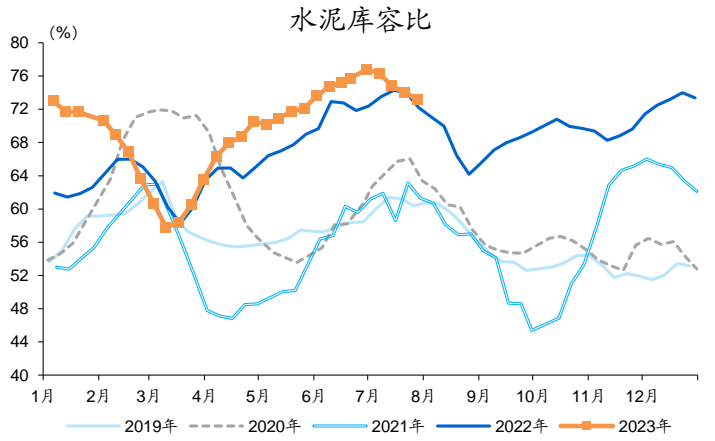
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 上周水泥价格延续下降



来源: Wind, 国金证券研究所

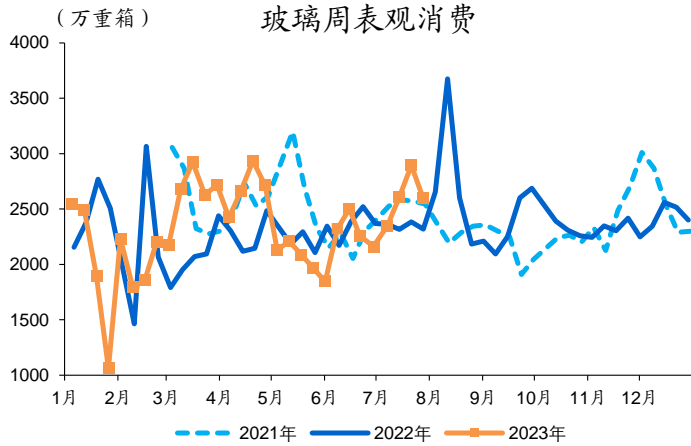
图表36: 上周水泥库存边季节性回落



来源: Wind, 国金证券研究所

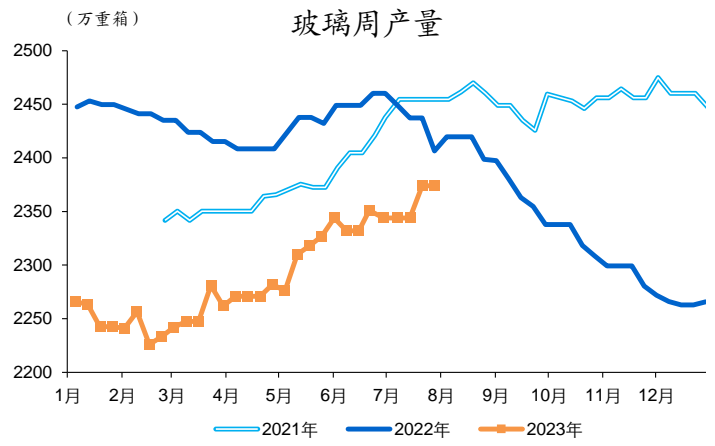
玻璃需求止升转跌、带动库存去化放缓，沥青开工明显改善，或指向基建落地节奏加快。本周（7月23日至7月29日），玻璃周表观消费大幅回落，较上周回落10.4%；产量小幅回落，玻璃周产量较上周下降2万重箱，处于同期低位，分别为2021、2022年同期的96.7%、98.7%；需求大幅回落导致玻璃库存去化放缓，本周全国玻璃库存与上周持平。相较之下，沥青开工率较上周提升5个百分点，或基建落地表现明显改善。

图表37：本周玻璃表观消费量大幅回落



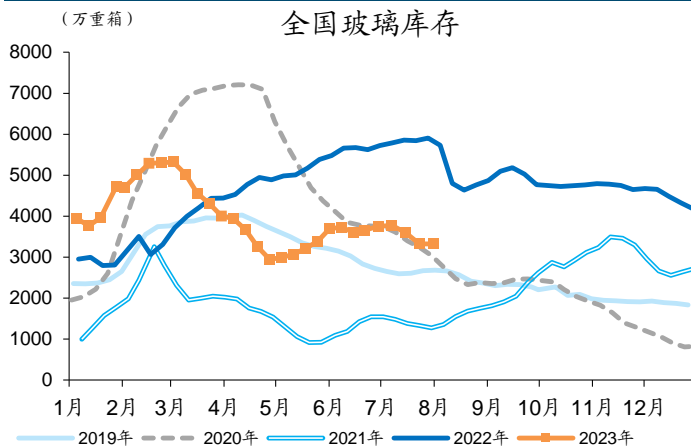
来源：Wind，国金证券研究所

图表38：本周玻璃产量与小幅回落



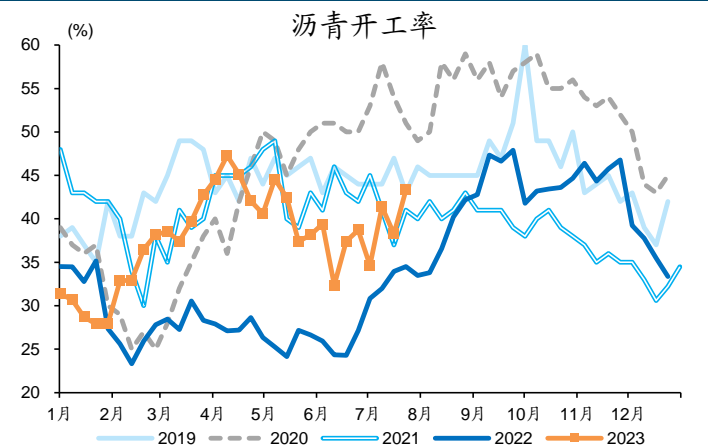
来源：Wind，国金证券研究所

图表39：本周玻璃库存与上周持平



来源：Wind，国金证券研究所

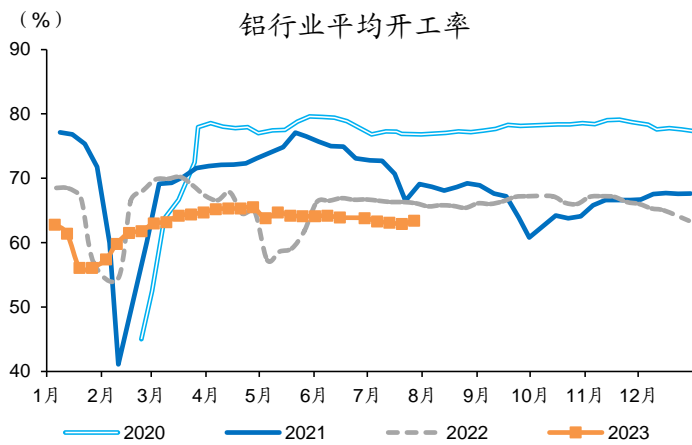
图表40：本周沥青开工率有所回升



来源：Wind，国金证券研究所

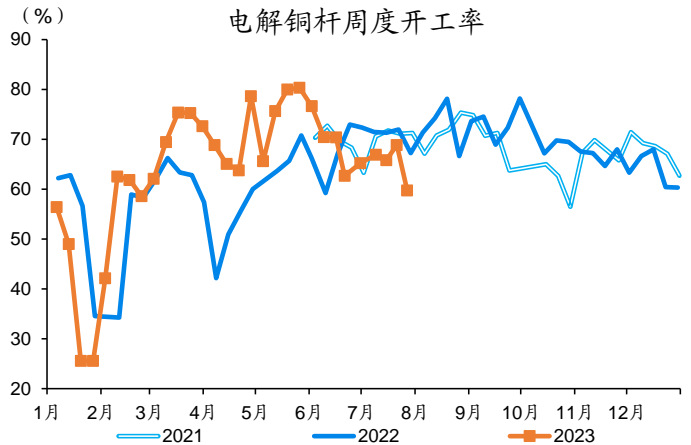
主要工业金属库开工有所分化，铝行业开工有所改善，铜开工大幅回落。本周（7月23日至7月29日），铝行业开工率有所改善，较上周提升0.5个百分点至63.4%，铜杆开工率大幅回落，较上周回落9个百分点至59.73%。电解铝库存有所回落，较上周回落3.3个百分点，社铜库存亦有所回落，较上周回落11.5个百分点，电解铝和社铜库存均处于同期低位，分别为2022年同期的80%、48%。

图表41: 本周铝行业平均开工率小幅提升



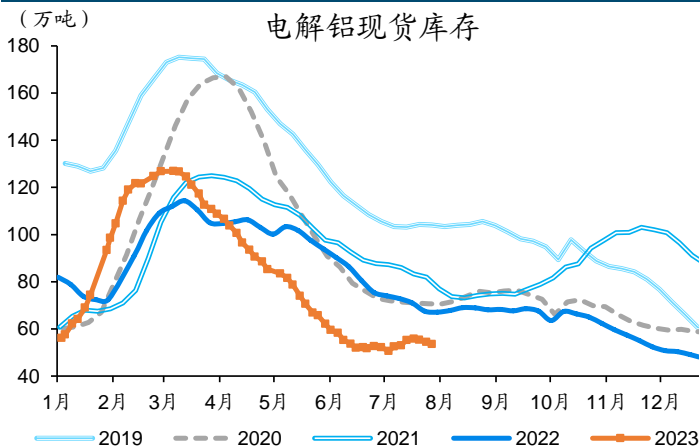
来源: Wind, 国金证券研究所

图表42: 本周电解铜开工率大幅回落



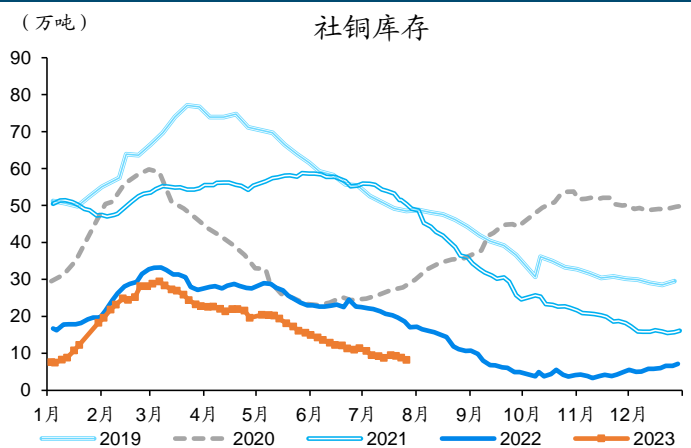
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 电解铝现货库存量延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

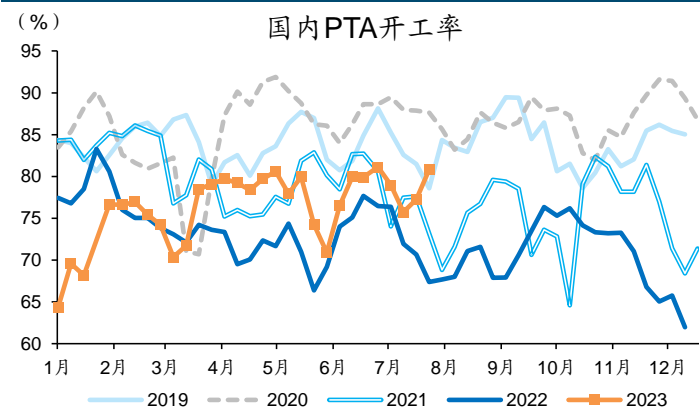
图表44: 本周社铜库存仍处低位



来源: Wind, 国金证券研究所

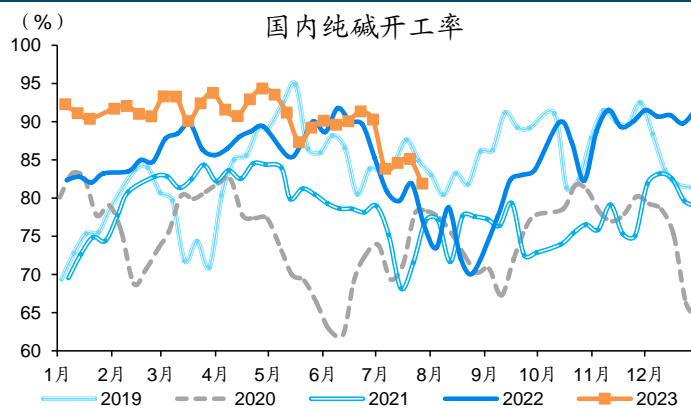
部分中游开工季节性回落, 但相较过往开工水平仍具景气。本周(7月23日至7月29日), 国内PTA开工率较上周提升3.6个百分点至80.8%, 分别为2021、2022年同期水平的110.5%、120%, 国内纯碱开工率季节性回落, 但仍处于同期高位, 分别为2021、2022年同期水平的106.3%、107%; 涤纶长丝开工率维持86.1%的高位水平, 汽车半钢胎开工率较上周提升0.1个百分点, 分别为2021、2022年同期水平的125.1%、111.7%。

图表45: 本周国内PTA开工率显著提升



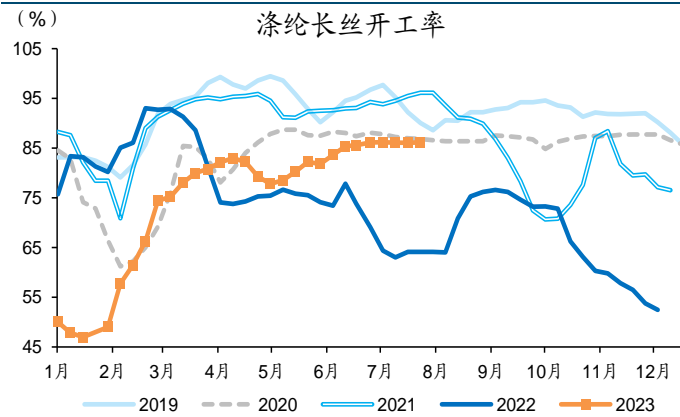
来源: Wind, 国金证券研究所

图表46: 本周纯碱开工率季节性回落



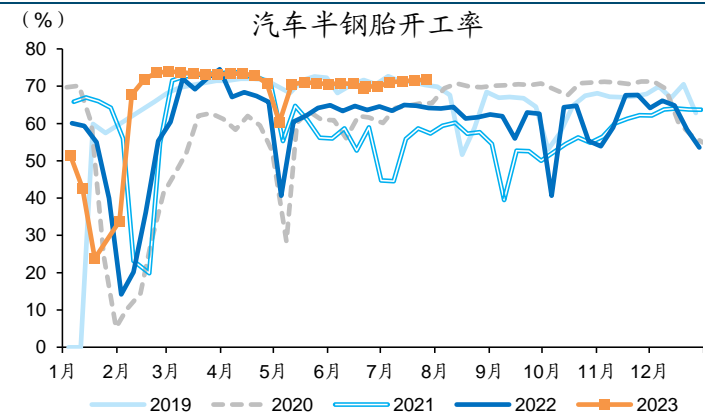
来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 本周涤纶长丝开工率维持高位



来源: Wind, 国金证券研究所

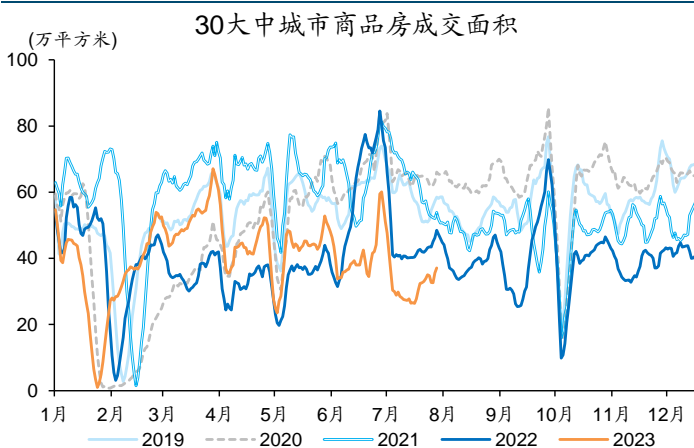
图表48: 本周汽车半钢胎开工率小幅提升



来源: Wind, 国金证券研究所

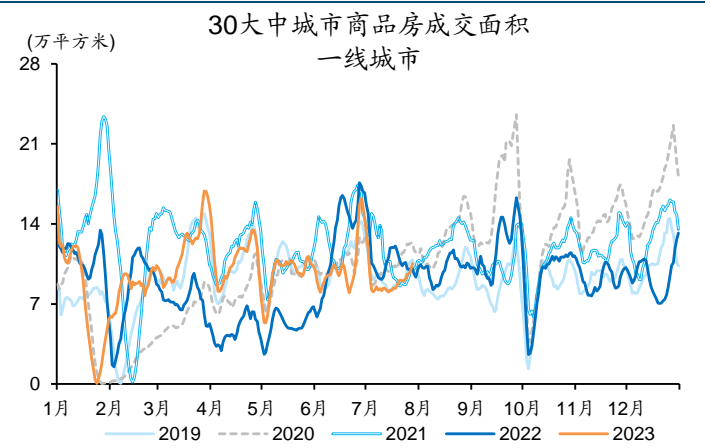
全国房地产成交水平季节性提升, 但总体成交水平弱于过往。本周(7月23日至7月29日), 全国30大中城市商品房成交较上周提升8%, 但总体水平仍偏弱、仅为去年同期水平的77%; 分城市来看, 当前新房销售的主要拖累在于二、三线城市, 当前一线、二线、三线城市地产销售分别为去年同期水平的94.3%、70.1%、77.4%。全国二手房成交进一步走弱、较上周回落2.9%。

图表49: 本周30大中城市商品房成交有所回升



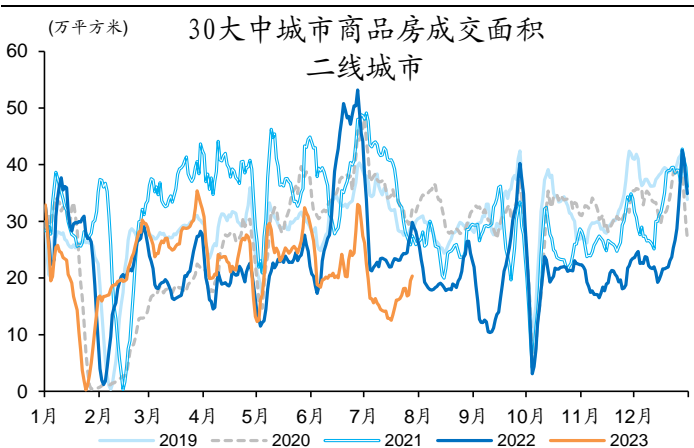
来源: Wind, 国金证券研究所

图表50: 一线城市商品房成交延续提升



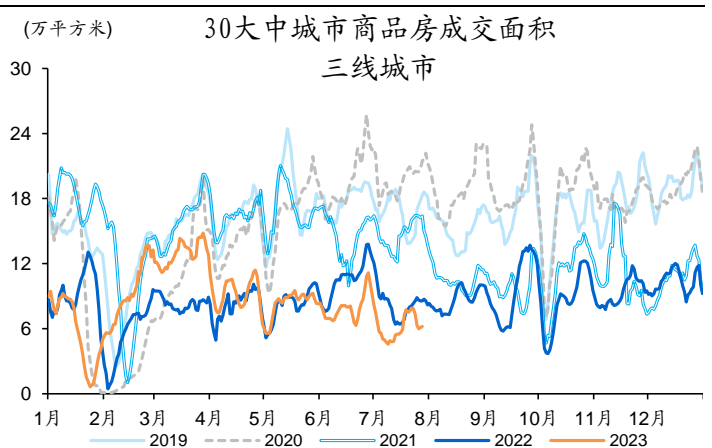
来源: Wind, 国金证券研究所

图表51: 本周二线城市商品房成交小幅提升



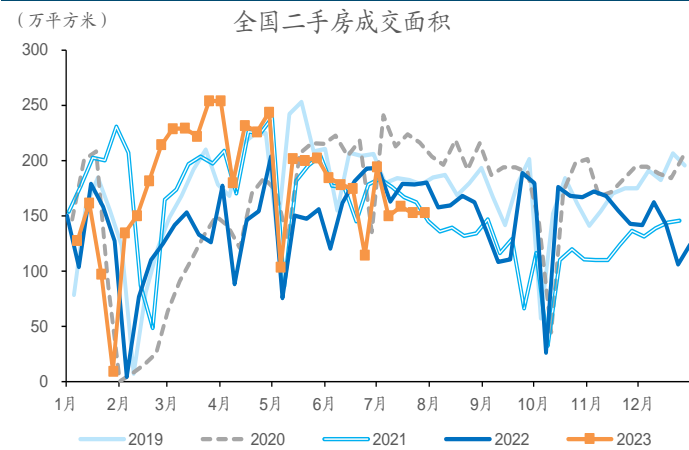
来源: Wind, 国金证券研究所

图表52: 本周三线城市商品房成交显著回落

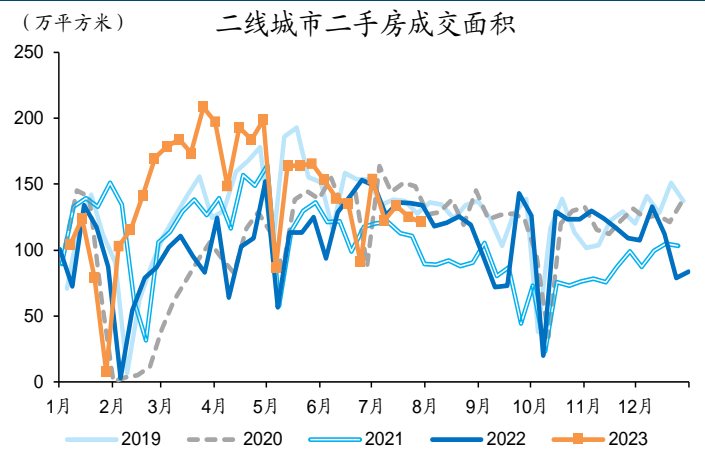


来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 近期全国代表城市二手房成交弱于过往



图表54: 本周二线城市二手房成交进一步回落

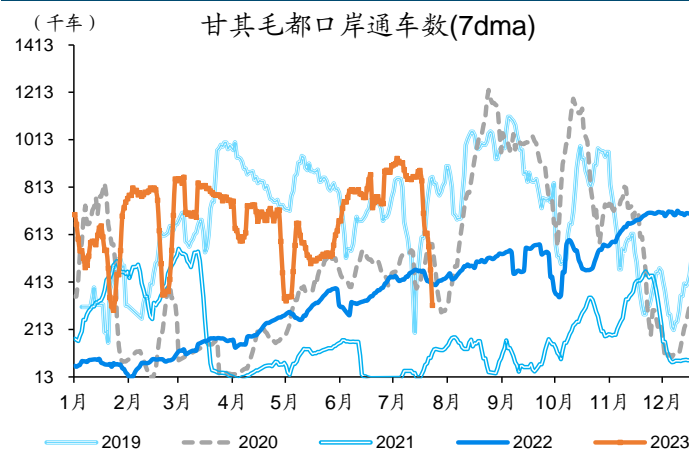


来源: Wind, 国金证券研究所

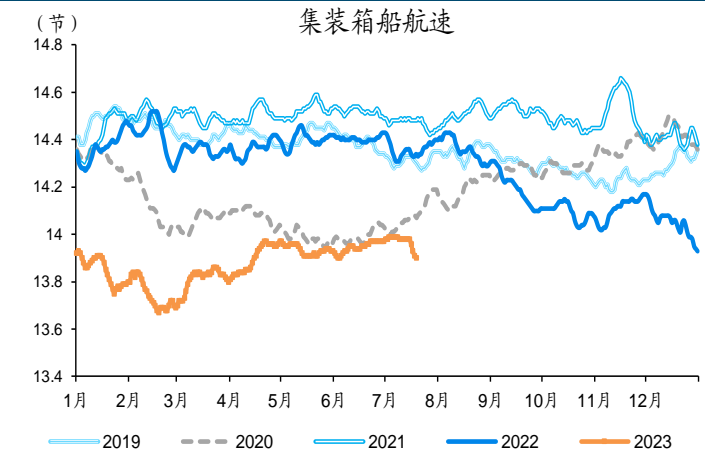
来源: Wind, 国金证券研究所

近期陆路、海运外贸活跃度高频指标延续走弱, 韩国汽车相关产品出口明显放缓。本周(7月23日至7月29日), 重点陆路口岸通车量大幅回落, 周均通车量较前周下降27.8%; 海运集装箱船速快速下行、处于历史同期低位。本周中国出口集装箱运价指数进一步下行, 较上周回落0.3%, 主要拖累在于东南亚航线, 较上周回落4%。7月前20日, 韩国出口同比回落15.2%, 其中消费电子相关的半导体、无线通信设备与家用电器等产品出口同比回落, 分别较去年同期下降35.4%、13.5%、1.3%, 乘用车、汽车零部件产品出口增速明显放缓。

图表55: 上周重点陆路口岸通车数大幅回落



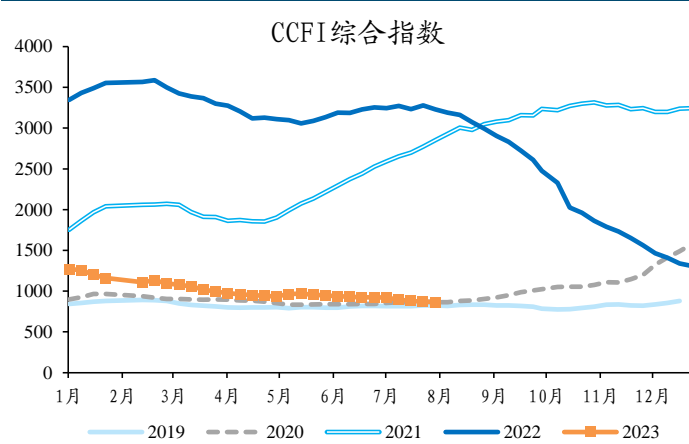
图表56: 集装箱船航速明显放缓



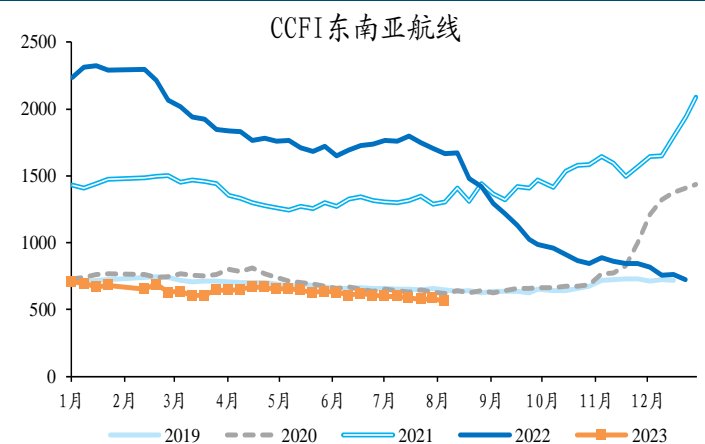
来源: 地方政府网站, 国金证券研究所

来源: Clarkson, 国金证券研究所

图表57: 上周出口集装箱运价指数进一步下行



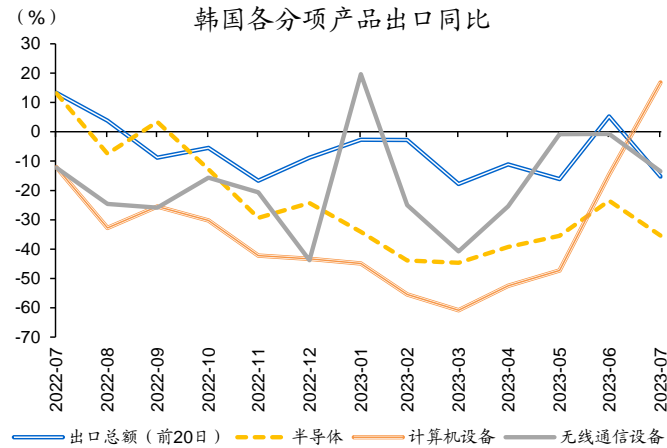
图表58: 上周东南亚航线出口集装箱运价回落更为明显



来源: Wind, 国金证券研究所

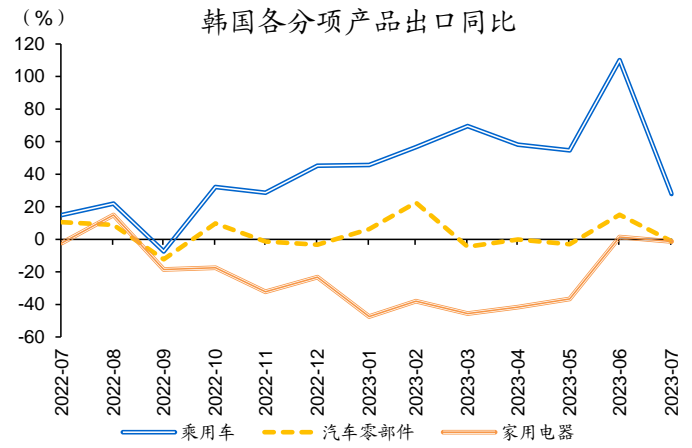
来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 韩国7月前20日出口同比回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 汽车零部件、家用电器出口同比下降

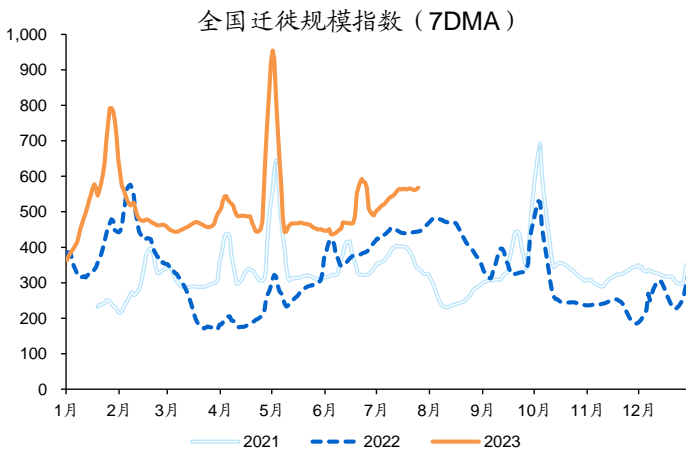


来源: Wind, 国金证券研究所

三、人流消费跟踪：全国出行活动仍处高位，线下消费边际改善

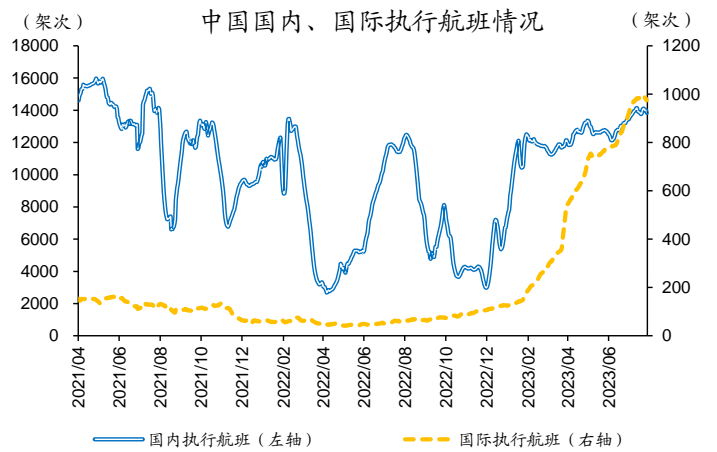
跨区出行活动处同期高位，国内执行航班架次延续提升。本周(7月23日至7月29日)，反映跨区人口流动的全国迁徙规模指数较上周持平，为去年同期的127.1%，指向暑期带动国内跨区出行仍处高位。国内执行航班架次延续提升，较上周提升0.9%，处于同期高位，为去年同期的120.5%；相较之下，国际执行航班架次小幅回落，较上周回落0.7%。

图表61: 本周全国迁徙规模指数高于过往同期



来源: 百度地图, 国金证券研究所

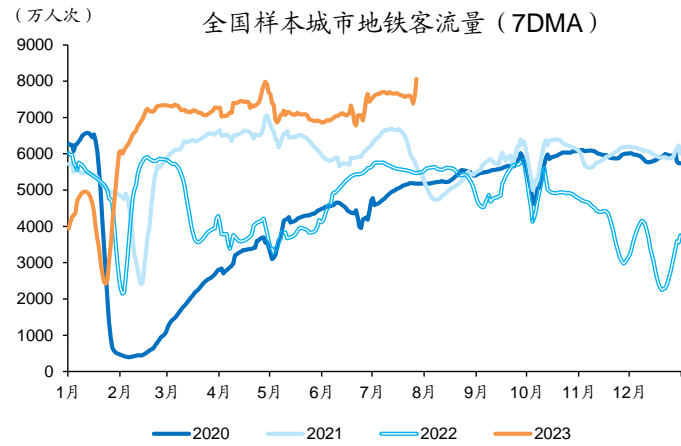
图表62: 国内执行航班架次延续提升



来源: Wind, 国金证券研究所

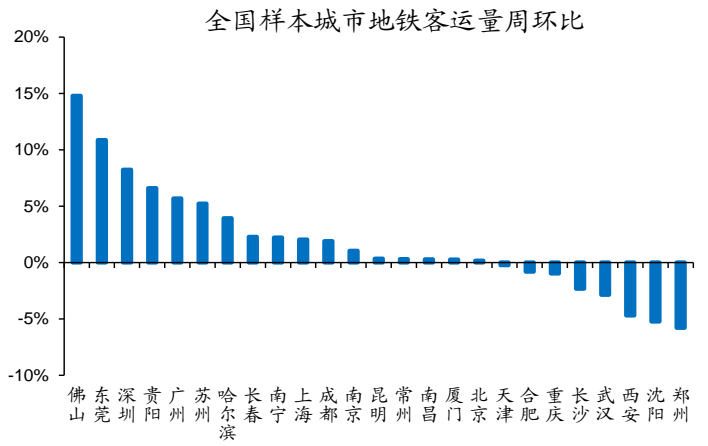
市内出行人流延续提升，地铁客流显著提升。本周(7月23日至7月29日)，全国样本城市地铁日均客流量显著提升，较上周提升0.4%，处于同期高位，分别为2021、2022年同期水平的130.8%、139.2%；相较之下，佛山、东莞等旅游城市地铁客流提升幅度较大，分别较上周提升14.8%、10.9%。本周全国拥堵延时指数处于同期高位，分别为2021、2022年同期水平的104.5%、105.5%，其中海口、天津、沈阳等地市内拥堵提升更为明显，分别较上周提升3.8%、1.2%、1.1%。

图表63: 全国样本城市地铁客流量有所提升



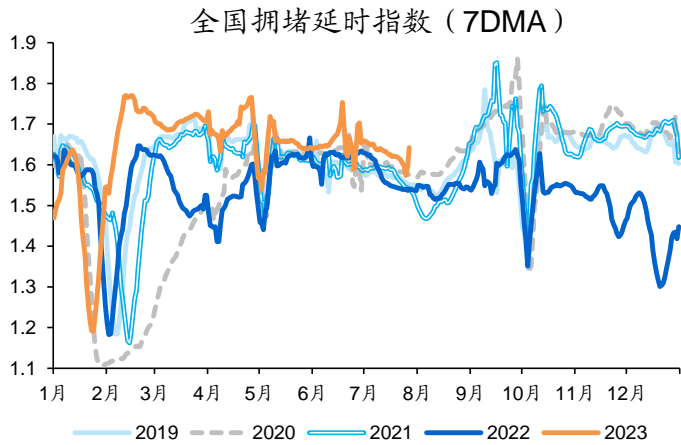
来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 本周部分城市地铁客流量提升明显



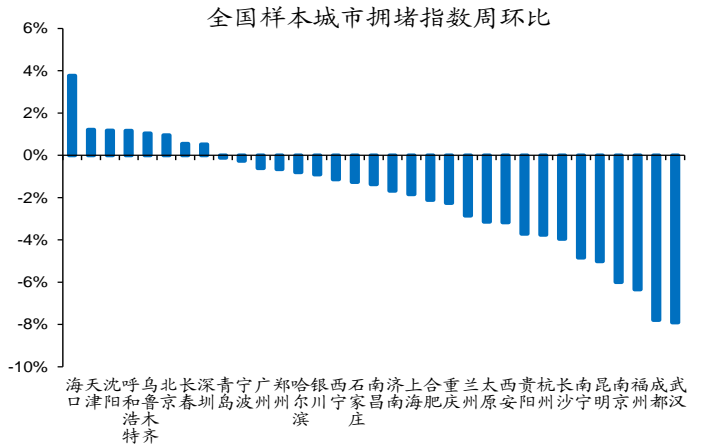
来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 全国拥堵延时指数高于过往同期



来源: Wind, 国金证券研究所

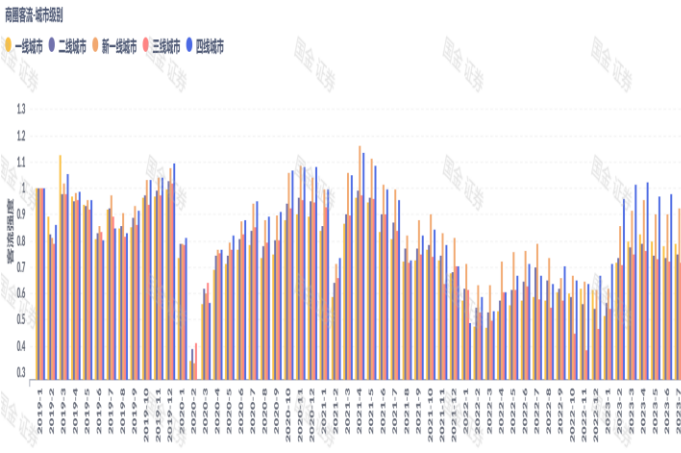
图表66: 部分旅游城市拥堵指数明显提升



来源: Wind, 国金证券研究所

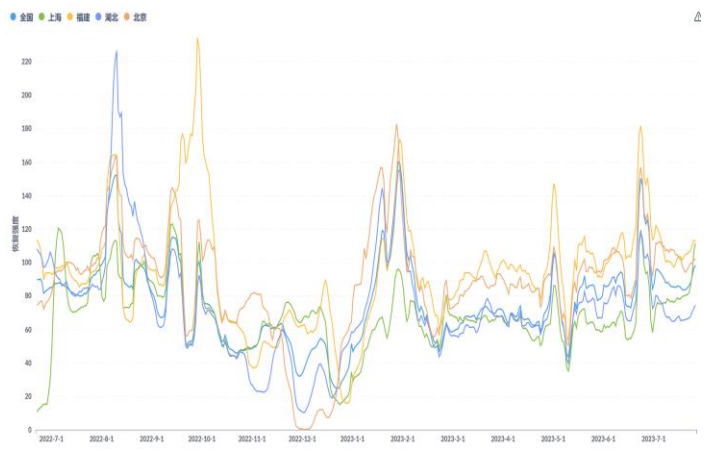
线下消费略有改善, 代表连锁餐饮消费恢复强度提升。7月城市商圈客流恢复强度温和提升, 其中新一线、四线城市提升幅度相对较大, 分别较上月提升 2、2 个百分点至 92%、100%, 相较之下一线、二线、三线城市恢复强度提升相对较弱, 分别较上月提升 1、1、0 个百分点。本周代表连锁餐饮流水恢复强度有所改善, 较上周提升 13 个百分点至 2021 年同期的 98.6%。

图表67: 7月总体商圈客流较6月略有改善



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

图表68: 近期代表连锁品牌餐饮流水恢复有所改善



来源: 国金数字未来 Lab, 国金证券研究所

风险提示

- 1、数据统计误差或遗漏。一些数据指标，可能存在统计或者处理方法上的误差和偏误；部分数据结果也可能受到样本范围、统计口径等影响。
- 2、政策、外部环境变动超预期。国内政策和海外环境或存在超预期变化影响中观高品指标变动。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号 嘉里建设广场 T3-2402