



见微知著系列之六十一

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

分析师：张云杰（执业 S1130523100002）
zhangyunjie@gjzq.com.cn

消费的后劲几何？

三季度经济超预期增长，消费贡献了关键力量。当前消费需求旺盛的逻辑是什么，内生动能修复和政策支持下，消费的后劲几何？本文系统梳理，供参考。

一问：三季度 GDP 超预期的原因？消费是拉动经济超预期增长的关键力量

三季度经济超预期增长，主要是最终消费支出贡献较大。三季度，实际 GDP 同比 4.9%，超出市场预期 0.4 个百分点。其中，最终消费支出拉动 GDP 增长 4.6 个百分点，贡献率高达 94.8%。在最终消费支出的带动下，经济增长动能回升，GDP 季调环比较二季度上升 0.8 个百分点至 1.3%。

最终消费支出可进一步拆分为商品消费和服务消费。在各类消费指标中，最终消费支出的涵盖范围最广，包括了政府、居民部门的商品和服务消费。2022 年，最终消费支出、社零、居民消费支出的比值约为 100:69:54。根据指标间的口径差异，可将最终消费支出拆分为商品和服务消费，便于观察消费结构的变化及其影响。

拆分结果显示，三季度服务消费表现亮眼。2015 年至 2022 年，服务消费在最终消费支出中的占比由 27.8% 提升至 38.3%。今年三季度，服务消费对经济增长的贡献率为 45.1%，拉动 GDP 增长 2.2 个百分点，较二季度上升 1.3 个百分点，是拉动三季度 GDP 超预期增长的关键力量。

二问：消费需求旺盛的逻辑？居民收入和消费倾向均有改善，支出结构中服务消费占比抬升

居民收入和消费倾向均有改善，带动消费支出回升。三季度居民人均消费支出同比 8.2%，较二季度大幅上升 3.6 个百分点。其中居民人均收入同比 6.2%，为主要支撑项。居民消费倾向同比 1.9%，较二季度明显改善 2.8 个百分点，是消费支出边际变化的主导因素。

收入端，农村居民好于城镇居民，经营净收入明显改善。三季度农村居民收入两年复合同比 7.3%，仍高于城镇居民的 5.2%。二者增速差为 2.1%，较二季度收窄 0.8 个百分点，区域间收入修复不均衡的现象有所缓解。分项上看，城镇、农村居民经营净收入明显改善，其主要与旅游、住宿、餐饮等行业经营形势恢复有关。

农村居民消费倾向高于城镇居民，支出结构中服务消费占比抬升。三季度，农村、城镇居民消费倾向分别为 86.3%、65.1%，分别高出 2020-2022 年均值水平 5.4、3.4 个百分点。从支出结构上看，居民服务消费增加，其中教文娱、交通通信等分项的支出占比较二季度明显上升。

三问：消费的后劲几何？经济内生动能修复叠加政策支持，消费修复仍将延续

存量房贷利率下调、提高个税扣除标准等重磅政策，对于居民消费的影响还未开始体现。存量房贷利率下调对应减轻居民债务负担，通过降低提前还贷意愿、节约利息支出等方式增加居民收入。提高个税扣除标准，则是通过降低税负的方式增加收入。两项政策均于近期落地，对于居民收入、消费信心的影响较大，未来政策效果有望逐步显现。

《县域商业三年行动计划》可提升农村居民消费能力。农村居民消费倾向较高，近年来收入修复较快，就业形势向好。当前时点有关部门明确推动资源要素向农村市场倾斜，对于进一步提升农村居民消费能力具有积极意义。内容上看，政策明确将推动资源要素向农村市场倾斜，有利于补齐农村商业消费短板，促进农村居民增收和消费循环。

“补库”周期启动有望强化经济复苏趋势，稳定居民消费信心。9 月，工业企业营收与利润持续改善，名义库存连续上升、实际库存亦出现反弹。尤其是部分低库存行业，下半年以来已有补库迹象。库存周期带动下，制造业和基建景气度有望维持韧性，对于稳定居民就业、提振消费信心具有积极意义。

风险提示

经济复苏不及预期，政策落地效果不及预期。



内容目录

1、热点思考：消费的后劲几何？.....	5
1.1、一问：三季度 GDP 超预期的原因？.....	5
1.2、二问：消费需求旺盛的逻辑？.....	6
1.3、三问：消费的后劲几何？.....	8
2、产需高频跟踪：工业活动产需稳定，商品房成交进一步提升.....	10
3、人流跟踪：跨区出行活动回升，市内出行活动则进一步放缓.....	16
风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 三季度最终消费支出对 GDP 同比的拉动最大.....	5
图表 2： 三季度 GDP 季调环比反弹.....	5
图表 3： 各类消费指标的概念、发布频率以及统计口径.....	5
图表 4： 三类消费指标的口径差异.....	6
图表 5： 最终消费支出的涵盖范围最广.....	6
图表 6： 服务消费占比逐年抬升.....	6
图表 7： 服务消费对于经济的拉动作用较强.....	6
图表 8： 三季度居民消费倾向边际改善幅度较大.....	7
图表 9： 三季度居民消费倾向明显强于季节性.....	7
图表 10： 农村居民收入增速仍高于城镇居民.....	7
图表 11： 城镇居民经营净收入明显反弹.....	7
图表 12： 农村居民经营净收入改善幅度较大.....	7
图表 13： 今年以来旅客周转量高于往年同期.....	7
图表 14： 城镇居民消费倾向恢复至 2019 年水平.....	8
图表 15： 农村居民消费倾向明显强于季节性.....	8
图表 16： 城镇居民支出结构中服务消费占比上升.....	8
图表 17： 农村居民支出结构中服务消费占比上升.....	8
图表 18： 下半年以来提振消费、增加收入的政策概览.....	9
图表 19： 近期，居民提前还贷意愿出现回落.....	9
图表 20： 9 月，居民消费贷维持较高增速.....	9
图表 21： 9 月，名义和实际库存均出现上升.....	10
图表 22： 2022 年农民工行业分布占比.....	10
图表 23： 上周，全国整车货运流量环比下跌.....	10



图表 24:	上周, 各省市公路货运流量涨跌均衡	10
图表 25:	上周, 公路货运量稳中微跌	11
图表 26:	上周, 邮政快递业务量有所回落	11
图表 27:	本周, 全国高炉开工率延续上涨	11
图表 28:	本周, 钢材社会库存进一步回落	11
图表 29:	本周, 全国水泥粉磨开工率进一步提升	12
图表 30:	本周, 全国水泥出货率回升	12
图表 31:	本周, 水泥价格指数季节性提升	12
图表 32:	本周, 水泥库容比与上周持平	12
图表 33:	本周, 玻璃表观消费量有所回落	12
图表 34:	本周, 玻璃产量与上周持平	12
图表 35:	本周, 玻璃库存小幅累库	13
图表 36:	本周, 沥青开工率小幅回落	13
图表 37:	本周, 铝行业平均开工率微跌	13
图表 38:	本周, 电解铜开工率延续提升	13
图表 39:	本周, 电解铝现货库存量小幅减少	14
图表 40:	本周, 社铜库存去化明显	14
图表 41:	本周, PTA 开工率出现回升	14
图表 42:	本周, 涤纶长丝开工率进一步增加	14
图表 43:	本周, 国内纯碱开工率高位回落	14
图表 44:	本周, 汽车半钢胎开工率持续提升	14
图表 45:	本周, 30 大中城市商品房成交延续回升	15
图表 46:	本周, 一线城市商品房成交显著增加	15
图表 47:	本周, 二线城市商品房成交持续增加	15
图表 48:	本周, 三线城市商品房成交出现回落	15
图表 49:	上周, 代表城市二手房成交大幅回落	15
图表 50:	上周, 一线城市二手房成交则有所增加	15
图表 51:	上周, 出口集装箱运价指数小幅回落	16
图表 52:	上周, 地中海航线运价回落更为明显	16
图表 53:	上周, 美西航线运价显著下滑	16
图表 54:	上周, 东南亚航线运价延续提升态势	16
图表 55:	本周, 全国迁徙规模指数小幅回升	17
图表 56:	本周, 执行航班架次均有回升	17
图表 57:	本周, 全国样本城市地铁客流总量显著回落	17
图表 58:	本周, 部分样本城市地铁客流量明显回落	17



图表 59: 本周, 全国拥堵延时指数小幅回落.....	17
图表 60: 本周, 多数城市拥堵指数有所回落.....	17
图表 61: 上周, 票房收入进一步回落.....	18
图表 62: 上周, 观影人数持续下滑.....	18



1、热点思考：消费的后劲几何？

三季度经济超预期增长，服务消费贡献了关键力量。当前消费需求旺盛的逻辑是什么，居民消费倾向为何显著改善，消费的后劲几何？本文系统梳理，供参考。

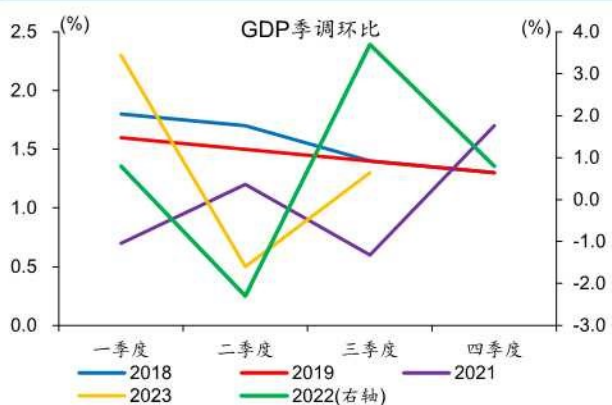
1.1、一问：三季度 GDP 超预期的原因？

三季度经济超预期增长，主要是最终消费支出贡献较大。三季度，实际 GDP 同比 4.9%，超出市场预期 0.4 个百分点。其中，最终消费支出对经济增长贡献率最高，为 94.8%，拉动 GDP 增长 4.6 个百分点。资本形成总额的贡献率是 22.3%，拉动 GDP 增长 1.1 个百分点。货物和服务净出口则体现为拖累，贡献率为-17.1%，向下拉动 GDP 0.8 个百分点。在最终消费支出的带动下，经济增长动能回升，GDP 季调环比比较二季度上升 0.8 个百分点至 1.3%。

图表1：三季度最终消费支出对 GDP 同比的拉动最大



图表2：三季度 GDP 季调环比反弹



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

最终消费支出可进一步拆分为商品消费和服务消费。统计局发布的各类消费指标中，主要有最终消费支出、居民人均消费支出以及社会消费品零售总额，三者的统计口径各不相同。其中最终消费支出的涵盖范围最广，包括了政府、居民部门的商品和服务消费。相比之下，社零指标不包含除餐饮之外的服务性消费，人均消费支出则不包含政府部门的消费。2022 年，最终消费支出、社零、居民消费支出（人均支出乘以当年人口）的比值约为 100：69：54。根据指标之间的口径差异，忽略掉一些细微误差，可将最终消费支出拆分为商品消费和服务消费，以便观察服务消费对于经济的影响。

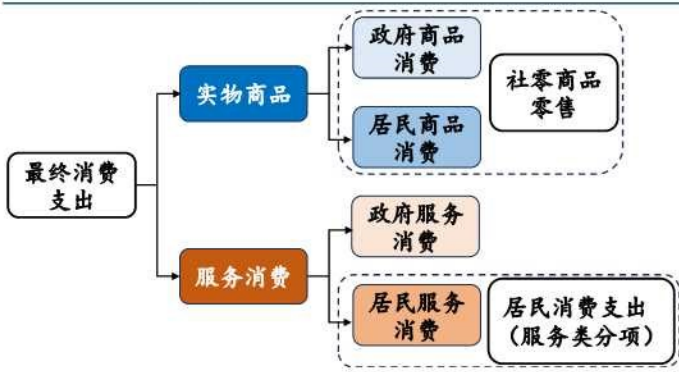
图表3：各类消费指标的概念、发布频率以及统计口径

指标	最终消费支出	居民人均消费支出	社会消费品零售总额
概念	最终消费支出指常住单位为满足物质、文化和精神生活的需要，从本国经济领土和国外购买的货物和服务的价值，它不包括非常住单位在本国经济领土内的消费支出。	居民消费支出是指居民用于满足家庭日常生活消费需要的全部支出，既包括现金消费支出，也包括实物消费支出。消费支出包括食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通通信、教育文化娱乐、医疗保健以及其他用品及服务八大类。	社会消费品零售总额是指企业（单位、个体工商户）通过交易直接售给个人、社会集团非生产、非经营用的实物商品金额，以及提供餐饮服务所取得的收入金额。
数据来源	GDP核算	住户收支与生活状况调查	社会消费品零售总额
频率	年频	季频	月频
主体	居民、政府（政府消费支出指政府部门为全社会提供的公共服务的消费支出和免费或以较低的价格向居民住户提供的货物和服务的支出，主要包括行政管理、卫生文教、国防支出等）	居民	居民（含入境人员）、社会团体（包括机关、社会团体、部队、学校、企事业单位、居委会或村委会等）
统计范围	实物商品、服务消费（注相较居民人均消费支出，口径上多包含了金融中介服务和保险服务支出）	实物商品、服务消费	实物商品、餐饮服务
口径差异	1、相较居民人均消费支出，最终消费支出在居民消费的统计口径上，多包含了金融中介服务和保险服务支出。 2、社零口径下，销售给居民的零售额包括了城乡居民建房用的建筑材料，而居民建房支出是投资，不属于消费；销售给社会集团的零售额，从销售环节很难区分销售出去的商品是否用于最终消费支出的商品，有一些可能用于中间消耗，另一些则可能用于投资。 3、社零不包括教育服务、医疗服务、文化艺术服务、娱乐服务等服务性消费，而最终消费支出中包含。 4、社零不包括农民自产自用的农牧产品，而最终消费支出则包括对这些产品的消费。		

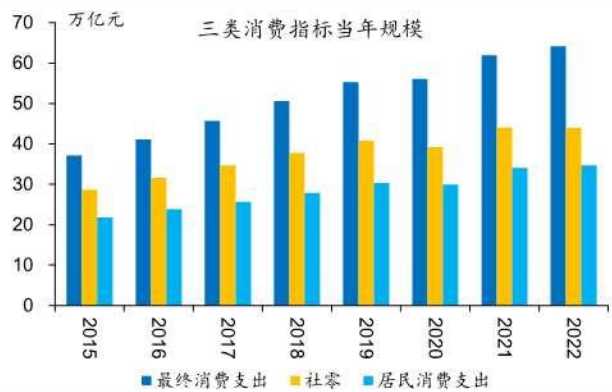
来源：《中国主要统计指标诠释》、统计局、国金证券研究所



图表4：三类消费指标的口径差异



图表5：最终消费支出的涵盖范围最广



来源：《中国主要统计指标诠释》、统计局、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

拆分结果显示，三季度服务消费表现亮眼。2015年至2022年，服务消费在最终消费支出中的占比由27.8%提升至38.3%。服务消费的比重上升和第三产业的快速发展有关，截至2022年，第三产业增加值在GDP中的占比超过一半。今年三季度，服务消费对经济增长的贡献率为45.1%，拉动GDP增长2.2个百分点，较二季度上升1.3个百分点。服务消费的亮眼表现，有效解释了为何三季度GDP超预期。

图表6：服务消费占比逐年抬升



来源：Wind、国金证券研究所

图表7：服务消费对于经济的拉动作用较强



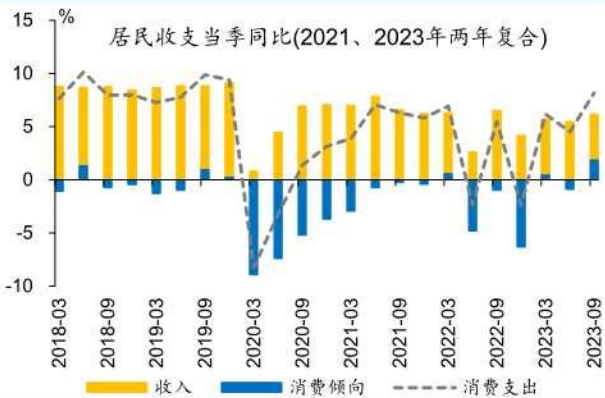
来源：Wind、国金证券研究所

1.2、二问：消费需求旺盛的逻辑？

居民收入和消费倾向均有改善，带动消费支出回升。两年复合来看，三季度居民人均消费支出同比8.2%，较二季度大幅上升3.6个百分点。其中，居民人均可支配收入同比6.2%，仍为主要贡献项。居民消费倾向同比1.9%，较二季度明显改善2.8个百分点，是消费支出边际变化的主导因素。三季度居民消费倾向为69.8%，高于2019年同期的67.7%，环比来看较二季度提升3.2个百分点，明显强于季节性。



图表8: 三季度居民消费倾向边际改善幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

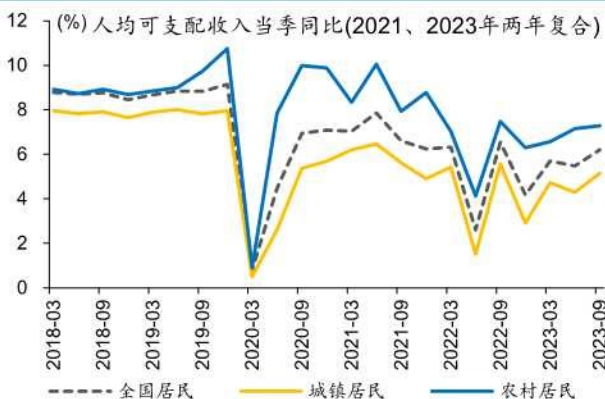
图表9: 三季度居民消费倾向明显强于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

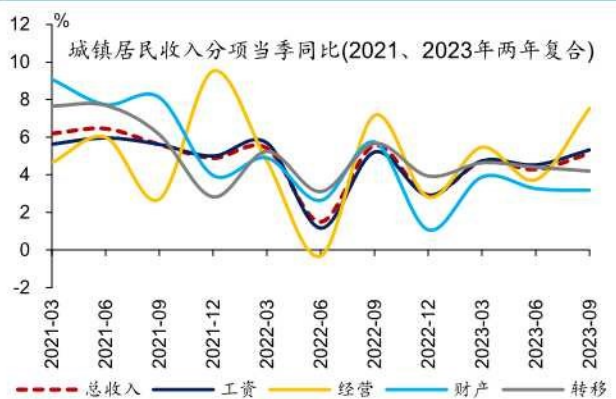
收入端, 农村居民好于城镇居民, 经营净收入明显改善。三季度农村居民收入两年复合同比7.3%, 仍高于城镇居民的5.2%。二者增速差为2.1%, 较二季度收窄0.8个百分点, 区域间收入修复不均衡的现象有所缓解。分项上看, 城镇、农村居民经营净收入明显改善, 三季度两年复合同比为5.2%、7.3%, 分别较二季度上升0.9、0.1个百分点。此外, 居民工资收入也在稳健回升。经营净收入的增长主要与旅游、住宿、餐饮等行业经营形势恢复有关, 今年以来旅客周转量明显高于往年同期水平。

图表10: 农村居民收入增速仍高于城镇居民



来源: Wind、国金证券研究所

图表11: 城镇居民经营净收入明显反弹



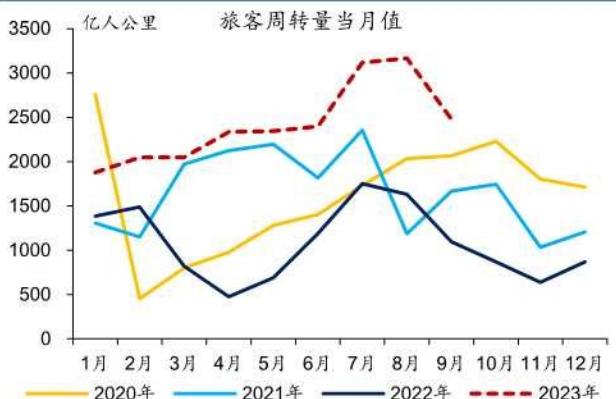
来源: Wind、国金证券研究所

图表12: 农村居民经营净收入改善幅度较大



来源: Wind、国金证券研究所

图表13: 今年以来旅客周转量高于往年同期



来源: Wind、国金证券研究所

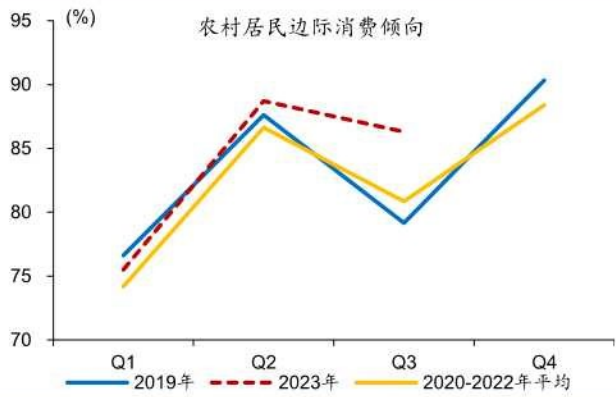
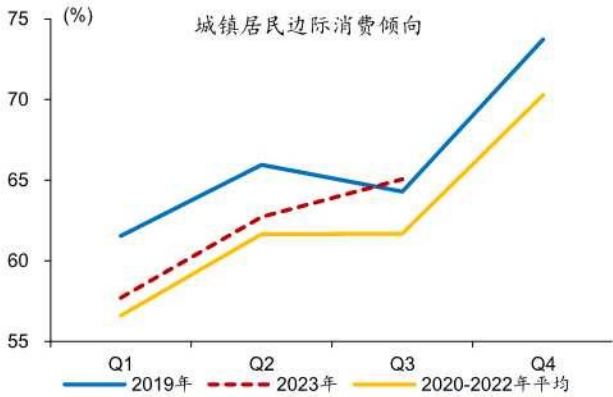
农村居民消费倾向高于城镇居民, 支出结构中服务消费占比抬升。三季度, 农村居民消费



倾向 86.3%，高出 2020–2022 年均值水平 5.4 个百分点。城镇居民消费倾向也有明显改善，三季度为 65.1%，已恢复至 2019 年同期水平，高出 2020–2022 年均值 3.4 个百分点。从支出结构上看，三季度城镇、农村居民的服务消费增加，其中教文娱支出占比分别较二季度上升 3.4、3.7 个百分点，交通通信支出占比分别较二季度上升 1.2、0.3 个百分点。

图表14: 城镇居民消费倾向恢复至2019年水平

图表15: 农村居民消费倾向明显强于季节性



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表16: 城镇居民支出结构中服务消费占比上升

图表17: 农村居民支出结构中服务消费占比上升

季度	城镇居民人均消费支出分项占比 (当年或当季, %)							
	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
2019年	27.5	6.5	24.2	6.0	13.1	11.8	8.2	2.7
2020年	29.3	6.1	25.8	6.1	12.9	9.4	8.1	2.4
2021年	28.7	6.1	24.4	6.0	13.0	11.0	8.3	2.6
2022年	29.5	5.7	25.2	5.9	12.9	10.0	8.2	2.7
2023Q1	30.5	6.6	24.5	5.3	12.1	9.4	8.7	2.8
2023Q2	29.4	5.5	23.9	6.1	13.1	9.7	9.4	3.0
2023Q3	27.2	4.4	24.0	5.8	14.3	13.1	8.3	3.0
2023Q3较Q2	-2.2	-1.1	0.1	-0.3	1.2	3.4	-1.1	0.0

季度	农村居民人均消费支出分项占比 (当年或当季, %)							
	食品烟酒	衣着	居住	生活用品及服务	交通和通信	教育、文化和娱乐	医疗保健	其他用品及服务
2019年	29.6	4.8	21.3	4.9	12.2	10.6	8.4	1.4
2020年	32.4	5.2	21.8	5.7	13.6	9.3	10.5	1.7
2021年	32.3	5.4	20.9	5.7	13.5	10.3	10.1	1.8
2022年	32.7	5.2	21.1	5.6	13.5	10.1	10.0	1.8
2023Q1	34.1	6.3	19.8	5.8	12.5	9.6	9.8	2.1
2023Q2	30.4	5.2	21.1	5.4	14.3	9.0	12.6	2.1
2023Q3	29.3	3.9	20.7	6.0	14.6	12.7	11.1	1.8
2023Q3较Q2	-1.1	-1.2	-0.5	0.6	0.3	3.7	-1.5	-0.3

来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

1.3、三问：消费的后劲几何？

存量房贷利率下调能够持续改善城镇居民消费倾向。住房是城镇居民家庭的核心资产，相应的，较高的存量房贷利率、房地产周期下行等均会加重城镇居民的债务负担，进而推高提前还贷意愿、削弱消费信心。8月31日下调存量房贷利率政策发布，9月25日到10月1日实施首周，有98.5%符合条件的存量首套房贷利率完成下调，合计4973万笔、21.7万亿元（在全部个人住房贷款中占比56.2%），平均降幅0.73个百分点。存量房贷利率下调可以降低整个合同期限的利息支出，政策效应能够持续发挥，城镇居民消费倾向有望持续改善。政策落地后，近期居民提前还贷意愿已有所回落。

“提高三项个人所得税专项附加扣除标准”政策，能够有效增加居民收入。8月底，国务院发布《关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》，3岁以下婴幼儿照护、子女教育、赡养老人的专项附加扣除标准，均较此前的标准提高1000元/月。目前年收入10万元以下的个人基本不缴纳或者仅缴纳少量的个人所得税，因此，新政主要惠及四亿多中等收入群体。以符合条件、年收入是20万元的纳税人为例，新政下纳税人每月可多扣除3000元、一年多扣36000元，减税幅度可达54%。

《县域商业三年行动计划》政策可提升农村居民消费能力。参考政策内容，到2025年，全国90%的县达到“基本型”及以上商业功能，具备条件的地区基本实现村村通快递。政策明确“建立县域统筹，以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系”，进一步推动资源要素向农村市场倾斜。政策能够加快补齐农村在商业设施、商品服务等方面的短板，促进农村居民增收和消费循环。同时丰富乡村旅游产品供给，促进县域消费。政策扶持下，农村居民消费能力或进一步提升。

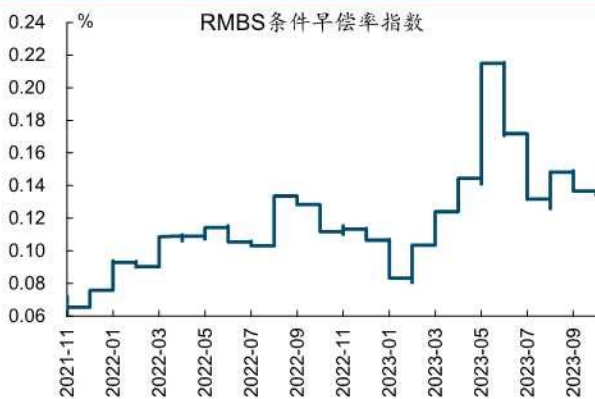


图表18: 下半年以来提振消费、增加收入的政策概览

类型	时间	部门	政策/活动	主要内容
促消费	2023/7/31	发改委	《关于恢复和扩大消费的措施》	从大宗消费、服务消费、农村消费、新型消费、消费设施、消费环境等六个方面提出20条措施。本轮政策增量在于 餐饮、住房消费等领域 ，另外强调了 全面落实带薪休假制度 ，推进海南国际旅游消费中心建设等事项。
	2023/8/10	文旅部	《关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区(第三批)出境团队旅游业务的通知》	即日起， 恢复 全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家和地区(第三批) 出境团队旅游和“机票+酒店”业务 。国家包括英、美、日、韩等国。
	2023/8/14	商务部等9部门	《县域商业三年行动计划》	到2025年，在全国打造一批县域商业“领跑县”。90%的县达到“基本型”及以上商业功能，具备条件的地区基本实现村村通快递。计划明确 “建立县域统筹，以县城为中心、乡镇为重点、村为基础的农村商业体系” ，以供应链、物流配送、商品和服务下沉以及农产品上行为主线，以数字化、连锁化、标准化为方向，进一步推动资源要素向农村市场倾斜。
	2023/9/1	商务部	《关于组织开展“家居焕新消费季”活动的通知》	文件提出要突出“大家居”和场景创新，聚焦绿色智能适老等领域，组织开展家居焕新活动， 鼓励有条件的地区出台针对性政策措施，引导企业提高家居消费供给质量和水平 ，提供更多高品质、个性化、定制化家居产品...
	2023/9/1	工信部等7部门	《汽车行业稳增长工作方案(2023—2024年)的通知》	文件提出支持 扩大新能源汽车消费，稳定燃油汽车消费，促进老旧汽车报废、更新和二手车消费 ，提升产品供给质量水平。
增加收入	2023/7/31	国新办发布会	国务院政策例行吹风会	促消费政策不是所谓的“掏空钱包”“透支需求”，其出发点是帮助居民节约开支、增进福利。 持续扩大就业、促进居民增收 ，是释放居民消费潜力的有效手段。将落实就业优先政策，推动更多低收入群体迈入中等收入行列...
	2023/8/1	央行	2023年下半年工作会议	继续引导个人住房贷款利率和首付比例下行，更好满足居民刚性和改善性住房需求， 指导商业银行依法有序调整存量个人住房贷款利率 。
	2023/8/28	国务院	《国务院关于提高个人所得税有关专项附加扣除标准的通知》	3岁以下婴幼儿照护专项附加扣除标准，由每个婴幼儿每月1000元提高到2000元。子女教育专项附加扣除标准，由每个子女每月1000元提高到2000元。赡养老人专项附加扣除标准，由每月2000元提高到3000元。

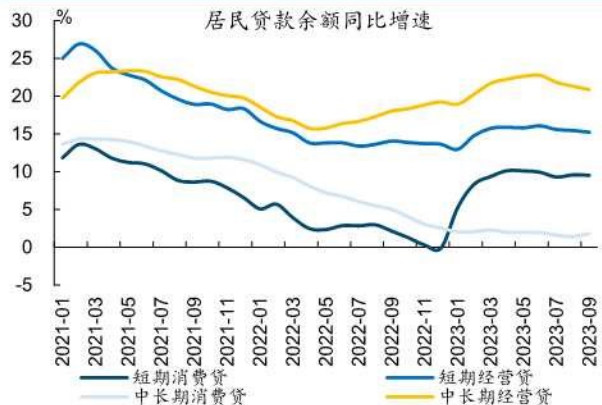
来源：政府部门官网，国金证券研究所

图表19: 近期，居民提前还贷意愿出现回落



来源：Wind、国金证券研究所

图表20: 9月，居民消费贷维持较高增速



来源：Wind、国金证券研究所

“补库”周期启动有望强化经济复苏趋势，稳定居民消费信心。9月，工业企业营收与利润持续改善，结构上呈现中上游向下游转移的积极迹象。价格因素带动下，名义库存连续上升。实际库存亦出现反弹，尤其是部分低库存行业，下半年以来已有补库迹象。库存周期带动下，制造业和基建景气度有望维持韧性，对于稳定居民就业、提振消费信心具有积极意义。2022年，农民工在制造业和基建领域（建筑业、交运、仓储和邮政）的就业占比分别为27.4%、24.5%。



图表21: 9月, 名义和实际库存均出现上升



来源: Wind、国金证券研究所

图表22: 2022年农民工行业分布占比



来源: Wind、国金证券研究所

经过研究, 我们发现:

(1) 消费是三季度经济超预期的重要原因。三季度, 实际 GDP 同比 4.9%, 超出市场预期 0.4 个百分点。其中, 最终消费支出拉动 GDP 增长 4.6 个百分点, 贡献率高达 94.8%。最终消费支出可进一步拆分为商品和服务消费, 其中服务消费占比已提升至 38.3%, 今年三季度拉动 GDP 增长 2.2 个百分点, 是拉动三季度 GDP 超预期增长的关键力量。

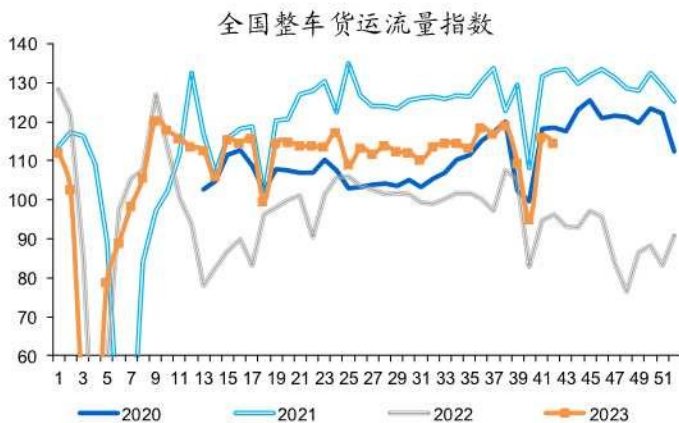
(2) 消费需求旺盛, 与居民收入和消费倾向改善有关。三季度居民人均消费支出回升, 一方面收入持续改善, 农村仍好于城镇, 受益于旅游、住宿、餐饮等行业经营形势恢复, 居民经营净收入明显好转。另一方面消费倾向较二季度大幅上升, 尤其是农村居民消费倾向显著强于季节性。支出结构上, 居民服务类消费占比有所增加。

(3) 经济内生动能修复叠加政策支持, 消费修复仍将延续。下半年以来, 政府出台多项促消费政策。其中存量房贷利率下调、提高个税扣除标准等政策, 能够有效增加居民收入, 政策效果还未开始体现。《县域商业三年行动计划》等政策可提升农村居民消费能力。此外, “补库”周期启动有望强化经济复苏趋势, 稳定居民消费信心。

2、产需高频跟踪：工业活动产需稳定，商品房成交进一步提升

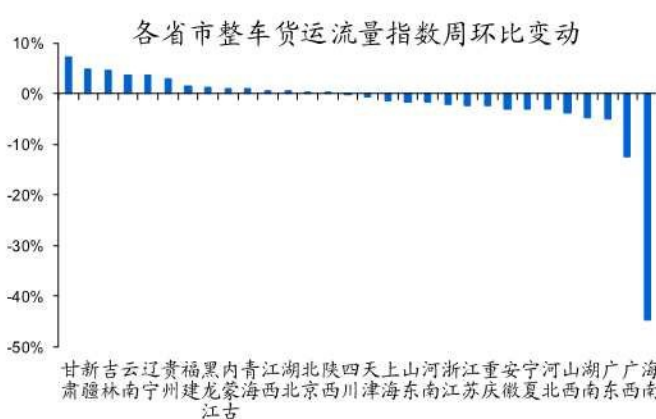
市场供需相对稳定, 整车货运流量小幅下滑。上周 (10月16日至10月22日), 节后供需相对稳定、全国整车货运流量环比下跌 1.1%至 114.5; 各省市公路货运流量涨跌均衡、16个省市的公路货运流量有所下跌, 其中随着旅游热度褪去、叠加雨势, 海南跌幅最大、为 44.6%。陆路方面, 公路货运流量稳中微跌、跌幅为 0.5%; 铁路货运流量有所提升、环比增加 1.1%。邮政快递业务量有所回落, 揽收、投递环比分别下滑 2.2%、4.4%。

图表23: 上周, 全国整车货运流量环比下跌



来源: G7, 国金证券研究所

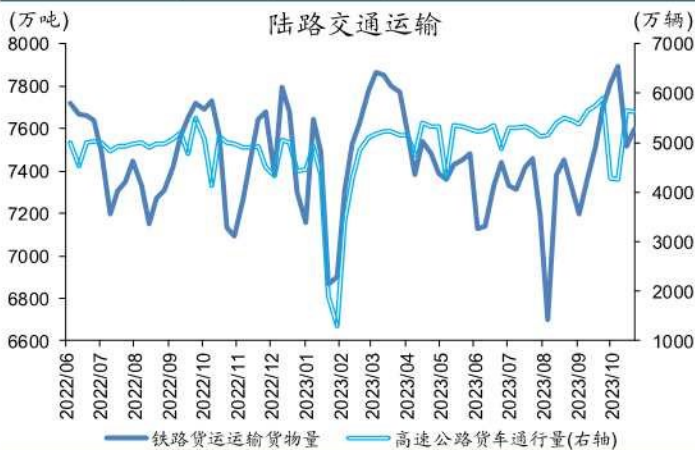
图表24: 上周, 各省市公路货运流量涨跌均衡



来源: G7, 国金证券研究所



图表25: 上周, 公路货运量稳中微跌



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

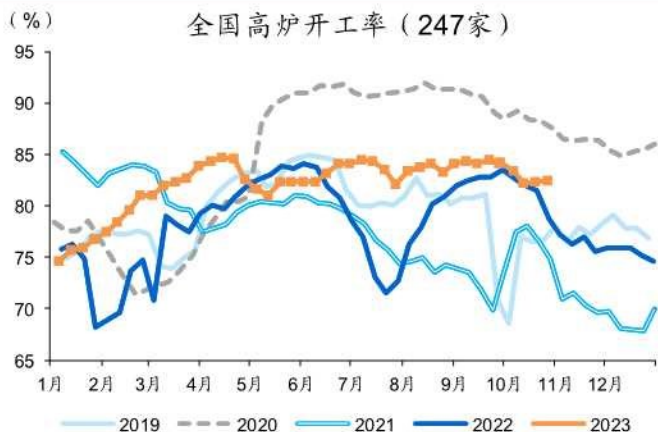
图表26: 上周, 邮政快递业务量有所回落



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

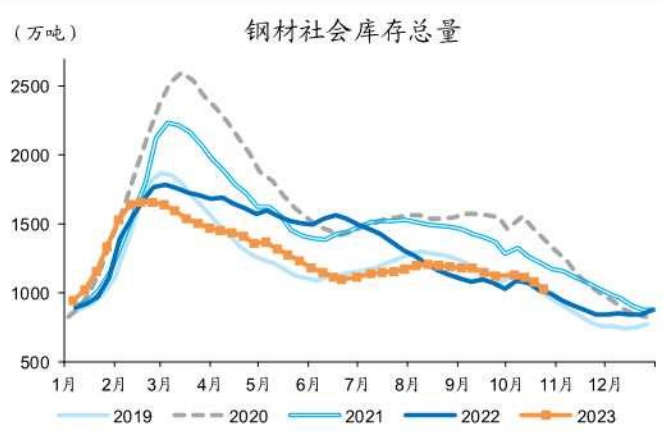
钢材需求韧性仍在, 但补库情绪回落, 社会库存继续降低。本周 (10月22日至10月28日), 国内北方多个省市开启供暖, 全国高炉开工率延续上涨、较上周增加0.2个百分点至82.5%, 是2021、2022年同期110.1%、104.8%。市场对煤炭需求量加大, 但商家补库情绪回落, 钢材社会库存进一步下降、较上周减少4.6个百分点, 是2021、2022年同期水平的87.4%、103.4%。

图表27: 本周, 全国高炉开工率延续上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

图表28: 本周, 钢材社会库存进一步回落

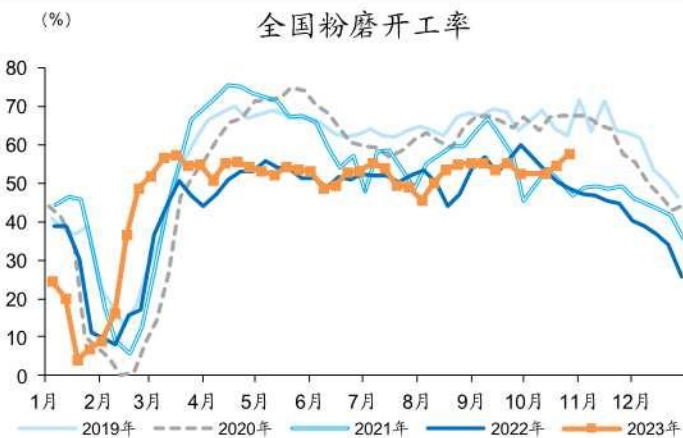


来源: Wind, 国金证券研究所

水泥供需延续回升, 价格有所增加。本周 (10月22日至10月28日), 全国水泥粉磨开工率较前周进一步提升、涨幅3.1%、是去年同期的119.1%; 水泥出货率有所回升、较前周增加1.7个百分点至61.6%、是去年同期的92.2%。供需恢复使水泥价格延续上行、本周水泥价格环比增加1.5个百分点至108.9。库存方面, 水泥库容比与上周持平、为71.8%、是去年同期的103.0%。



图表29: 本周, 全国水泥粉磨开工率进一步提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 本周, 全国水泥出货率回升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 本周, 水泥价格指数季节性提升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表32: 本周, 水泥库容比与上周持平



来源: Wind, 国金证券研究所

玻璃生产表现平稳, 但需求回落致使库存小幅增加。本周(10月22日至10月28日), 玻璃周表观消费较上周有所回落、减少4.8个百分点; 玻璃产量与前周持平、为2415万重箱、是2022年同期104.6%。需求回落下, 本周全国玻璃有所累库、较上周增加2.0%。此外, 反映基建开工情况的沥青开工率有所回落、较前周减少0.4个百分点, 是2021、2022年同期110.5%、98.8%。

图表33: 本周, 玻璃表观消费量有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 本周, 玻璃产量与上周持平



来源: Wind, 国金证券研究所

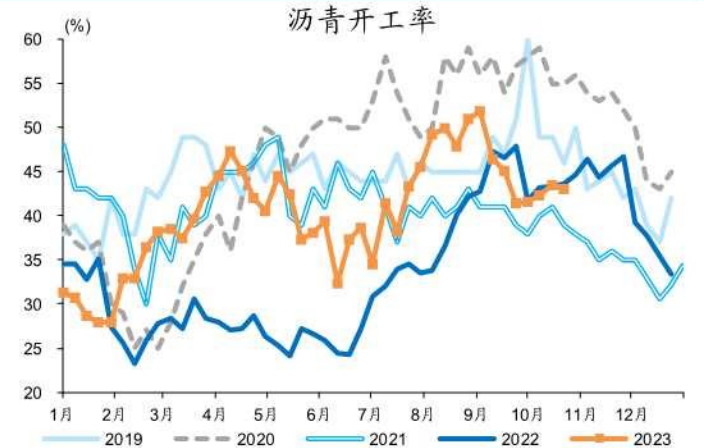


图表35: 本周, 玻璃库存小幅累库



来源: Wind, 国金证券研究所

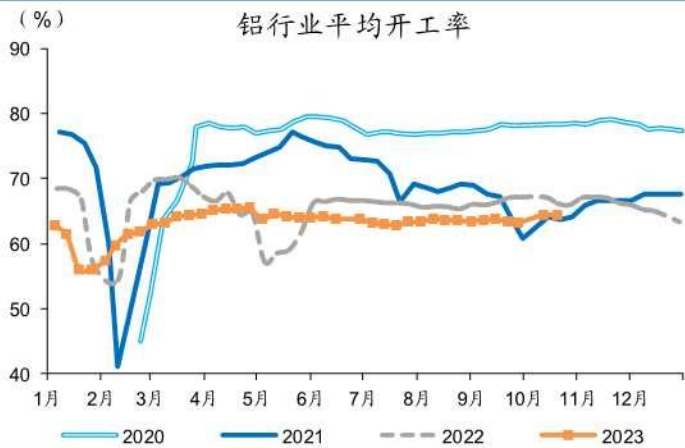
图表36: 本周, 沥青开工率小幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

铜杆终端需求增大, 对应铜开工率持续走高、社会库存去化显著。本周(10月22日至10月28日), 铝行业开工率稳中微跌、较上周减少0.1个百分点至64.3%, 分别为2021、2022年同期的100.3%、97.4%; 铜杆开工率则较上周上涨1.7个百分点至87.2%, 分别为2021、2022年同期的154.3%、125.4%。库存方面, 电解铝现货库存小幅去化、降幅为0.5个百分点。受终端需求明显加大、社铜库存较前周去化明显、减少28.2个百分点至9.1万吨, 是去年同期的80.7%。

图表37: 本周, 铝行业平均开工率微跌



来源: Wind, 国金证券研究所

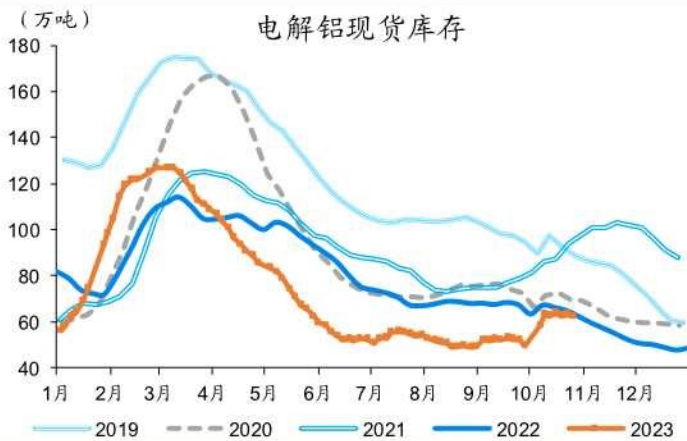
图表38: 本周, 电解铜杆开工率延续提升



来源: Wind, 国金证券研究所



图表39: 本周, 电解铝现货库存量小幅减少



来源: Wind, 国金证券研究所

图表40: 本周, 社铜库存去化明显



来源: Wind, 国金证券研究所

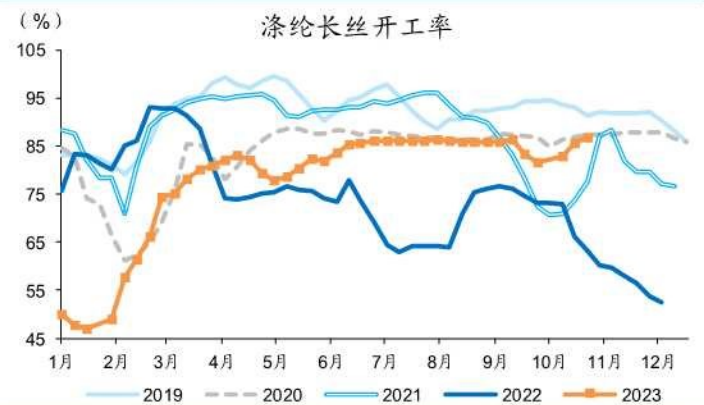
中游多数生产表现景气、开工率延续增加。本周(10月22日至10月28日), 由于近期装置陆续重启, 国内PTA开工率出行回升、较前周增加2.1个百分点至77.7%; 涤纶长丝开工率进一步增加、涨幅1.2个百分点、是去年同期水平的137.6%; 国内纯碱开工率回落、较前周下滑1.4%、但仍处历史同期最高值。此外, 汽车半钢胎开工率进一步提升、较上周增加0.5个百分点至73.1%, 分别为2021、2022年同期水平的133.2%、132.1%。

图表41: 本周, PTA开工率出现回升



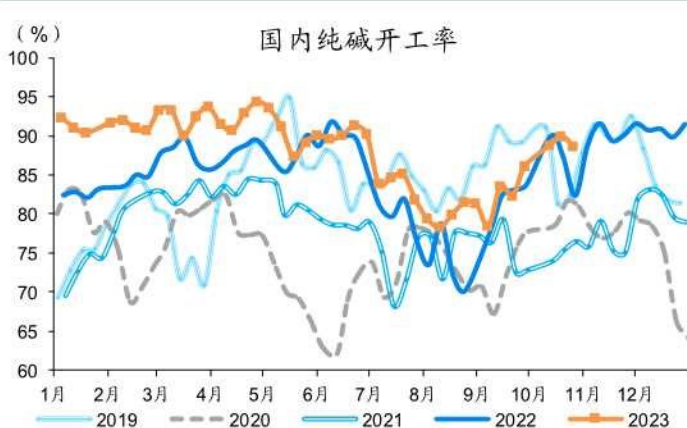
来源: Wind, 国金证券研究所

图表42: 本周, 涤纶长丝开工率进一步增加



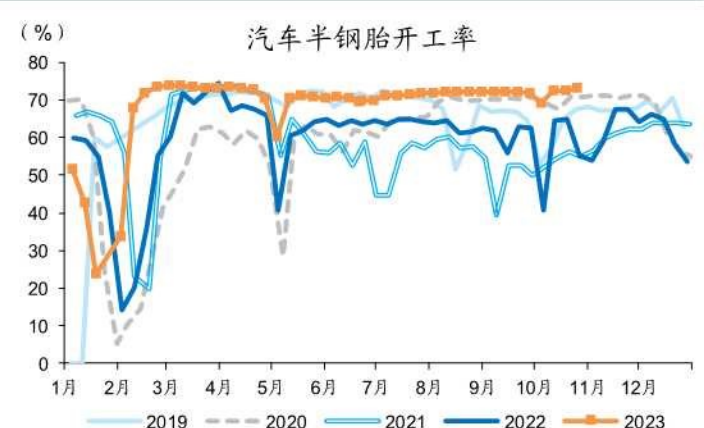
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 本周, 国内纯碱开工率高位回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 本周, 汽车半钢胎开工率持续提升



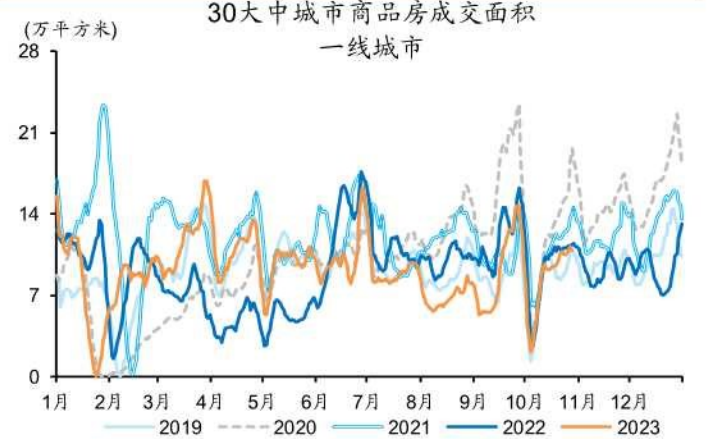
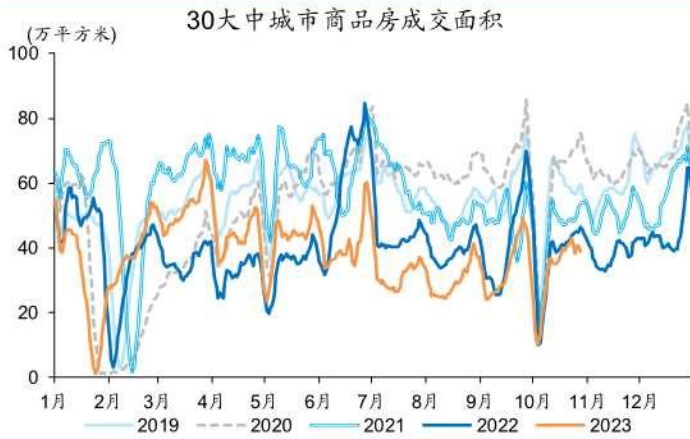
来源: Wind, 国金证券研究所



全国新建商品房成交延续回升、主要受高能级城市成交拉动。本周（10月22日至10月28日），全国30大中城市商品房成交延续回升、较前周增加4.6%；各城市成交出现分化，一线、二线城市日均成交环比增加、分别较上周提升11.7%、6.5%，三线城市日均成交则有所回落、环比减少9.8%。上周，全国代表城市二手房成交大幅回落、环比减少13.7%；但一线城市成交面积则呈提升态势、较前周上涨6.7%。

图表45：本周，30大中城市商品房成交延续回升

图表46：本周，一线城市商品房成交显著增加

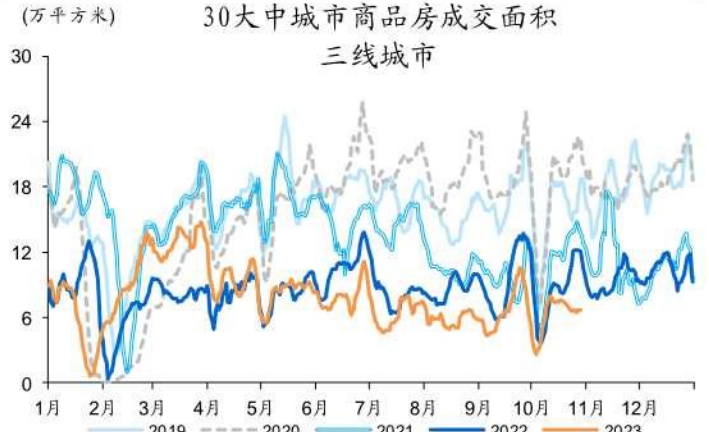
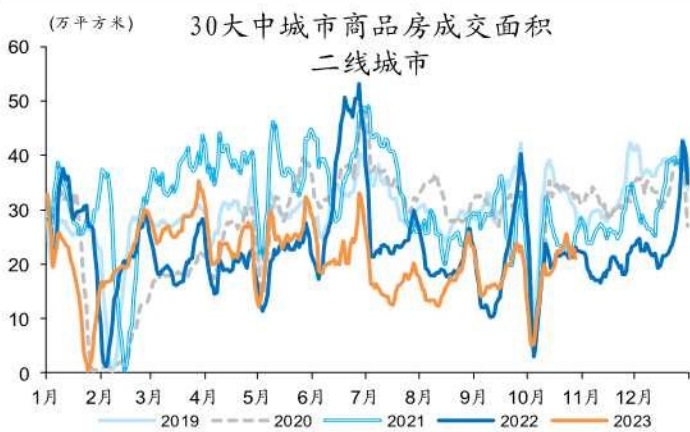


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表47：本周，二线城市商品房成交持续增加

图表48：本周，三线城市商品房成交出现回落

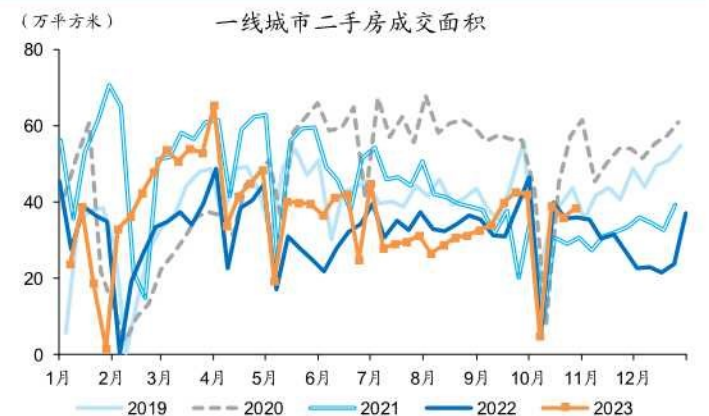
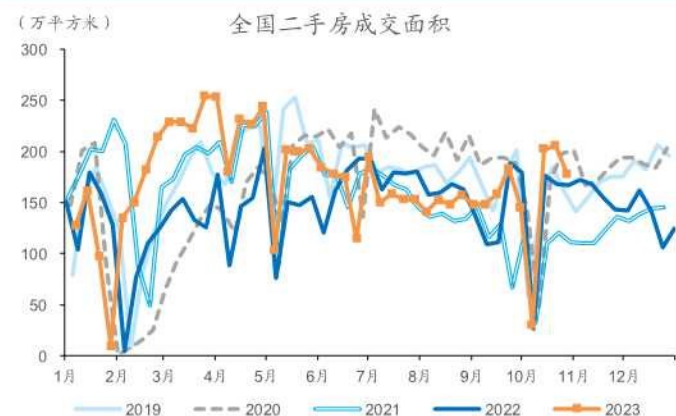


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表49：上周，代表城市二手房成交大幅回落

图表50：上周，一线城市二手房成交则有所增加



来源：Wind，国金证券研究所

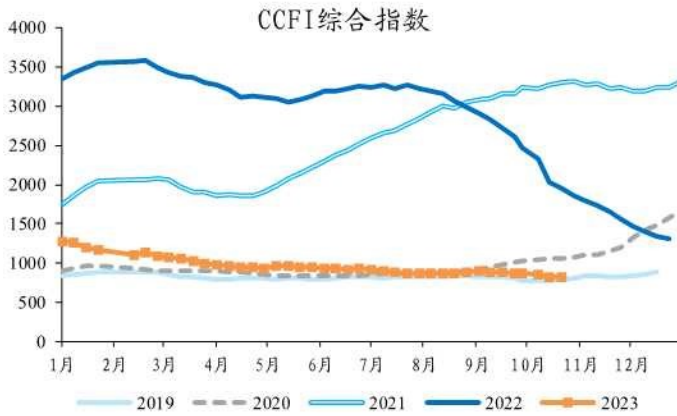
来源：Wind，国金证券研究所



近期海运运价指数降幅收窄、东南亚航运延续提升态势。上周(10月15日至10月22日)，中国出口集装箱运价指数进一步回落、但降幅收窄、较前周下滑0.3%。分航线看，地中海航线、美西航线出口集装箱运价回落更为明显、分别较前周降低2.7%、1.8%。东南亚航线集装箱运价则提升明显、较前周增加2.8%。

图表51: 上周，出口集装箱运价指数小幅回落

图表52: 上周，地中海航线运价回落更为明显



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表53: 上周，美西航线运价显著下滑

图表54: 上周，东南亚航线运价延续提升态势



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

3、人流跟踪：跨区出行活动回升，市内出行活动则进一步放缓

跨区出行活动小幅回升，执行航班架次亦有增加。本周(10月22日至10月28日)，反映跨区人口流动的全国迁徙规模指数小幅回升、较上周增加1.5个百分点，处于历史同期高位、是2021年、2022年同期的126.8%、171.6%。本周执行航班架次亦有增加，国内、国际执行航班分别较上周增加0.9%、0.2%。

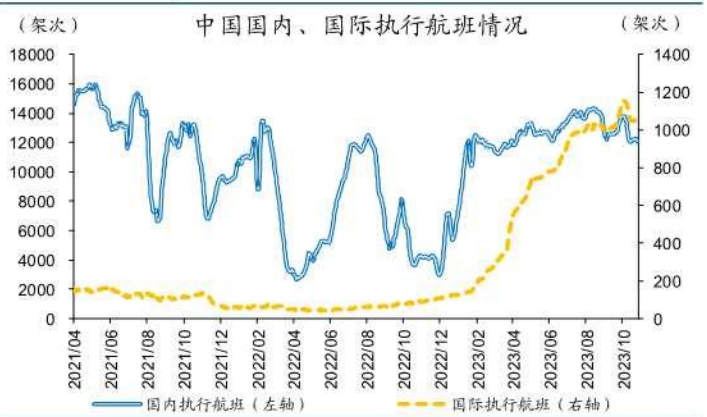


图表55: 本周, 全国迁徙规模指数小幅回升



来源: 百度地图, 国金证券研究所

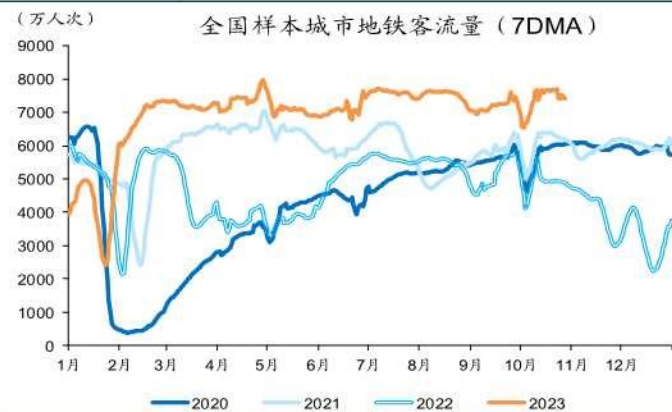
图表56: 本周, 执行航班架次均有回升



来源: Wind, 国金证券研究所

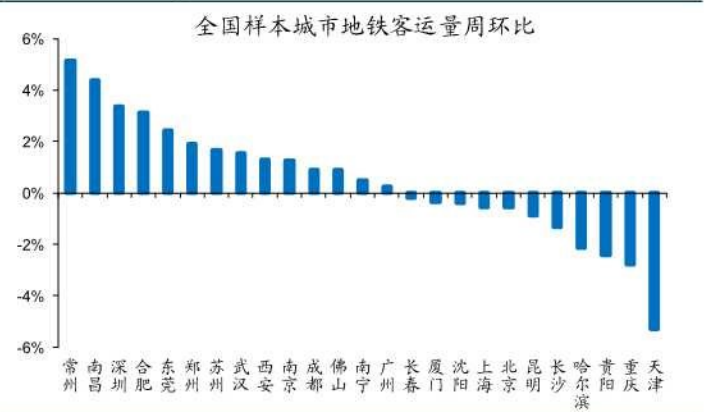
市内出行人流放缓, 地铁客流量、拥堵延时指数均有回落。本周(10月22日至10月28日), 全国样本城市地铁日均客流量较上周回落、减少1.8个百分点, 其中天津、重庆、贵阳等城市地铁客流回落幅度较为明显, 分别较上周减少5.3%、2.8%、2.4%。反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数亦有减少、环比降低1.5%, 其中广州、海口、西安等城市市内拥堵情况缓解更为明显, 分别较前周减少4.9%、4.8%、4.4%。

图表57: 本周, 全国样本城市地铁客流总量显著回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表58: 本周, 部分样本城市地铁客流量明显回落



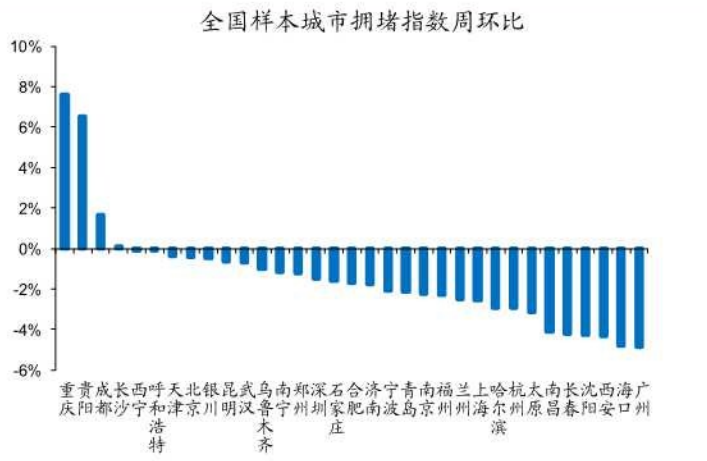
来源: Wind, 国金证券研究所

图表59: 本周, 全国拥堵延时指数小幅回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表60: 本周, 多数城市拥堵指数有所回落



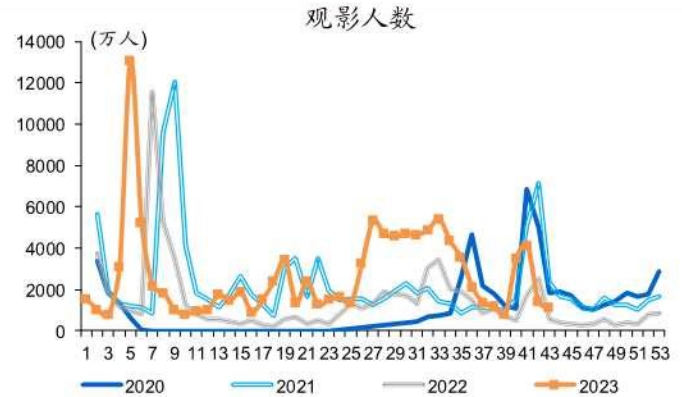
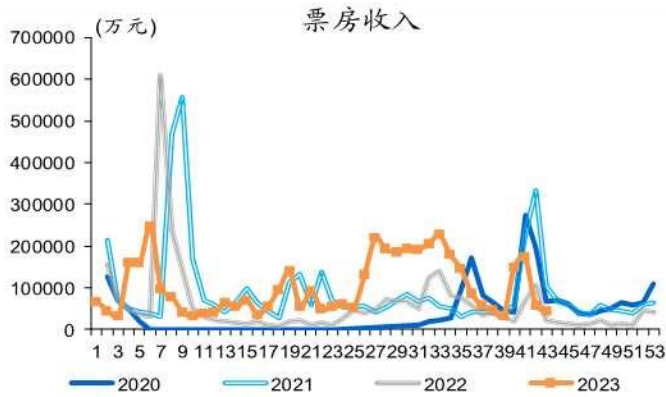
来源: Wind, 国金证券研究所



观影需求减少、电影票房收入与场均观影人数消费进一步回落。上周（10月16日至10月22日），电影票房日均收入、场均观影人次均延续回落态势、分别较上周减少24.9%至4.4亿元、减少22.3%至1100万人次。

图表61：上周，票房收入进一步回落

图表62：上周，观影人数持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- 1、经济复苏不及预期。海外形势变化对出口拖累加大、地产超预期走弱等。
- 2、政策落地效果不及预期。债务压制、项目质量等拖累政策落地，资金滞留金融体系等。



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究