



见微知著系列之六十二

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

房地产研究“新范式”

近年来，房地产市场发生了很多重要变化，应对于形势变化，房地产研究框架应做如何调整？

一、拿地环节：“驱动逻辑”，或由“销售”转向“库存”

传统周期下，销售是影响房企拿地意愿的主要驱动因素。快周转模式下的房地产开发链条，表现为“筹措资金（含销售）-拿地-开工-预售-施工-竣工-销售”。其中销售是房地产开发的主要资金来源，销售景气度直接影响房企预期和拿地意愿。历史上，成交土地总价与商品房销售额增速在多数时期趋于一致。

库存处于高位时，销售对于房企拿地意愿的影响会趋于弱化。以 2014-2015 年为例，全国商品房住宅库存水平历史最高，房企拿地意愿低迷，成交土地面积明显收缩。2015 年下半年销售率先改善，但对房企拿地的传导显著钝化，伴随库存去化至较低水平，成交土地面积增速方才转正。

现阶段，库存高企与销售低迷叠加，房企拿地意愿低迷持续的时间或长于预期。存量来看，2021 年以来全国商品住宅库存持续去化。但由于销售低迷，商品住宅库存比反而上升，库存去化周期明显拉长。当前，全国广义、狭义住宅库存比和主要房企土地储备分别处于历史 72%、95%和 73%历史分位。

二、建设环节：新开工贡献下降，“保交楼”等影响加大

传统周期下，新开工同步或略领先于施工发生变化，是施工面积增速的重要波动来源。近年来，销售和房企拿地意愿低迷，新开工面积持续负增长。今年前 10 月，新开工面积同比下降 23.2%，在总施工面积中占比由 2014-2021 年的 20%以上，降至 9.6%，对于建设环节的贡献下降。

近年来竣工率下滑，净停工对于建设环节的扰动放大。现实经济运行中，竣工率越高，施工完成度越好，对应净停工面积下降。2022 年受疫情扰动较大，竣工率由 2010 年以前的 20%以上降至 9.5%。相应地，净停工在总施工面积中占比由 2010 年的 1.5%升至 2022 年的 10%，对建设环节的扰动放大。

新范式下，“保交楼”等政策保障效果如何，对地产投资的影响尤为关键。今年以来，房企资金流趋紧背景下竣工回暖，或主要与 3500 亿专项借款等“保交楼”支持政策有关。截至 8 月，专项借款项目总体复工率接近 100%。往后看，“三大工程”加速布局下，地产相关的保障性投资力度还会加大。

三、销售环节：“金融属性”下降，“商品属性”上升

2010 年以来，我国经历了数轮地产政策调控周期，商品房销售伴随政策变化呈现周期性波动。经验显示，销售往往滞后于政策调控 1 个季度左右，而地产价格多在政策调控后 2 个季度左右出现变化，并助推地产销售的进一步变化。过往周期，地产“金融属性”突出、“买涨不买跌”的现象常见。

“房住不炒”、“供求关系发生重大变化”、“以人定房”等大背景下，房价未来上涨空间或相对有限。今年二季度，城镇储户房价预期上涨比例仅 15.9%，70 城新建住宅价格持续下跌。房价弱预期下，各地优化住房信贷、降低购房门槛等政策效果有限，11 月以来新房销售仍处历史低位。

人口拐点下，地产“金融属性”向“商品属性”切换。2017 年以来我国新增城镇人口下滑、购房需求随之滑落，人口结构也在调整、25-44 岁主力购房人口持续减少；与此同时，居民房价预期跌至历史低位。地产“金融属性”下降、“商品属性”上升，除人口流动的影响以外，收入与收入预期变化，对当地房价预期的影响或趋势性抬升。

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：房地产研究“新范式”	5
1.1、拿地环节：“驱动逻辑”，或由“销售”转向“库存”	5
1.2、建设环节：新开工贡献下降，“保交楼”等影响加大	6
1.3、销售环节：“金融属性”下降，“商品属性”上升	8
2、生产高频跟踪：工业生产边际改善，建筑业开工有所提升	10
3、需求高频跟踪：商品房成交止跌回升，居民消费表现较好，外需持续向好	14
风险提示	18

图表目录

图表 1： 销售是房企拿地的主要驱动因素	5
图表 2： 销售是房地产开发的主要资金来源	5
图表 3： 2014-2015 年，全国住宅库存历史最高	5
图表 4： 高库存下，销售向拿地的传导较为缓慢	5
图表 5： 商品住宅广义和狭义库销比均处历史高位	6
图表 6： 主要房企土储库存较高	6
图表 7： 新开工面积增速领先于总施工面积	6
图表 8： 近年来新开工在施工面积中占比持续下滑	6
图表 9： 近年来净停工面积出现上升	7
图表 10： 竣工率下滑对应净停工占比上升	7
图表 11： 销售是竣工端的重要资金来源	7
图表 12： 2022 年以来央行推出的各项地产支持工具	7
图表 13： 2023 年下半年部委多次提及支持“三大工程”	7
图表 14： 城中村改造年度投资测算	7
图表 15： 商品房销售伴随政策变化呈现周期性波动	8
图表 16： 2018H2-2019H1 高能级城市销售好于全国	8
图表 17： 7 月政治局会议定调后各部委政策相继落地	8
图表 18： 9 月，四大一线城市持续优化地产政策	8
图表 19： 居民房价预期领先于实际房价变化	9
图表 20： 11 月以来商品房销售仍处历史低位	9
图表 21： 新增城镇人口与购房需求持续下滑	9
图表 22： 25-44 岁主力购房人群减少	9
图表 23： 主要城市房价收入比持续回落	9



图表 24: 高能级城市人口流入速度放缓	9
图表 25: 本周, 钢厂盈利率大幅提升	10
图表 26: 本周, 全国高炉开工率小幅提升	10
图表 27: 本周, 螺纹钢开工率小幅回升	10
图表 28: 本周, 钢材社会库存进一步回落	10
图表 29: 本周, 国内纯碱开工率回升显著	11
图表 30: 本周, PTA 开工率有所提升	11
图表 31: 本周, 国内纯碱开工率延续回落	11
图表 32: 本周, 汽车半钢胎开工率有所下滑	11
图表 33: 本周, 铝行业平均开工率与上周持平	12
图表 34: 本周, 电解铜开工率显著回落	12
图表 35: 本周, 电解铝现货库存量有所回落	12
图表 36: 本周, 社铜库存出现明显累库	12
图表 37: 本周, 全国水泥粉磨开工率有所回升	12
图表 38: 本周, 全国水泥出货率延续回落	12
图表 39: 本周, 水泥库容比持续增加	13
图表 40: 本周, 水泥价格指数小幅提升	13
图表 41: 本周, 玻璃产量明显提升	13
图表 42: 本周, 玻璃表观消费量小幅增加	13
图表 43: 本周, 玻璃库存继续下行	13
图表 44: 本周, 沥青开工率有所回升	13
图表 45: 本周, 30 大中城市商品房成交止跌回弹	14
图表 46: 本周, 一线城市商品房成交涨幅明显	14
图表 47: 本周, 二线城市商品房成交有所提升	14
图表 48: 本周, 三线城市商品房成交有所回落	14
图表 49: 本周, 代表城市二手房成交有所回落	15
图表 50: 本周, 一线城市二手房成交延续增加	15
图表 51: 上周, 全国整车货运流量微跌	15
图表 52: 上周, 各省市公路货运流量涨跌均衡	15
图表 53: 上周, 陆路货运量有所提升	15
图表 54: 上周, 邮政快递业务量有所分化	15
图表 55: 本周, 全国迁徙规模指数显著提升	16
图表 56: 本周, 国际执行航班架次延续提升	16
图表 57: 本周, 全国样本城市地铁客流总量有所回升	16
图表 58: 本周, 大部分样本城市地铁客流量环比增加	16



图表 59: 本周, 全国拥堵延时指数显著下滑.....	17
图表 60: 本周, 大部分城市拥堵指数有所回落.....	17
图表 61: 上周, 票房收入持续回落.....	17
图表 62: 上周, 观影人数进一步下滑.....	17
图表 63: 上周, 出口集装箱运价指数上行幅度加大.....	18
图表 64: 上周, 地中海航线运价大幅提升.....	18



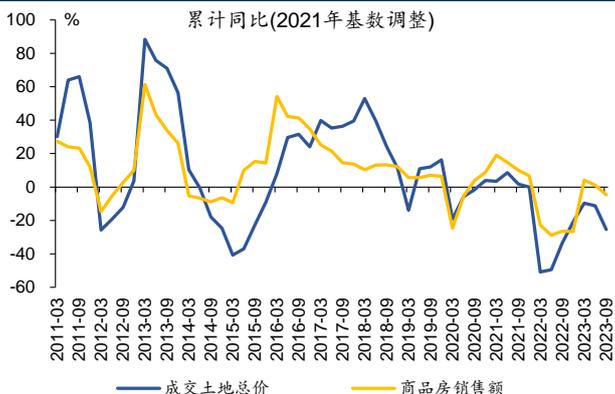
1、热点思考：房地产研究“新范式”

近年来，房地产市场发生了很多重要变化，应对于形势变化，房地产研究框架应做如何调整？

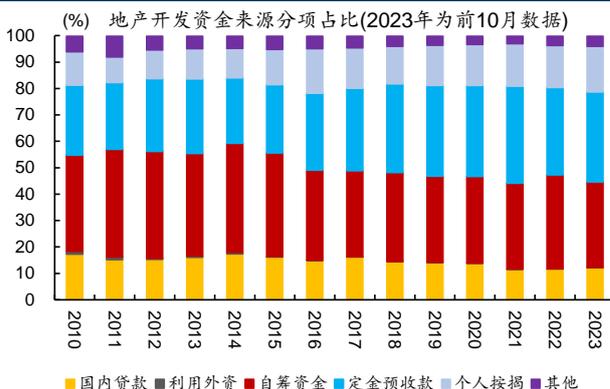
1.1、拿地环节：“驱动逻辑”，或由“销售”转向“库存”

传统周期下，销售是影响房企拿地意愿的主要驱动因素。快周转模式下的房地产开发链条，表现为“筹措资金（含销售）-拿地-开工-预售-施工-竣工-销售”。其中销售是房地产开发的主要资金来源，2016年以来，按揭贷、定金预收款在房地产开发资金来源中占比均在45%以上，今年前10月占比为51.3%。因此，销售景气度直接影响房企预期和拿地意愿。历史上看，成交土地总价与商品房销售额增速在多数时期趋于一致。

图表1：销售是房企拿地的主要驱动因素



图表2：销售是房地产开发的主要资金来源

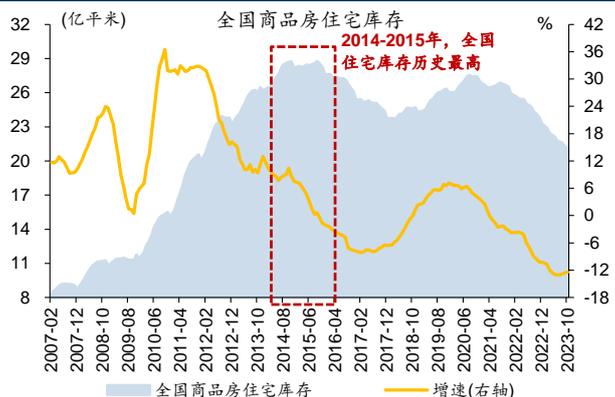


来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

库存处于高位时，销售对于房企拿地意愿的影响会趋于弱化。以2014-2015年为例，全国商品房住宅库存基本维持在28亿平方米以上，为历史最高水平。高库存下，房企拿地意愿低迷，2015年2月成交土地面积同比下降42.4%。2015年下半年销售率先改善，增速一路提升至2016年4月的36.5%、两年复合同比14%，期间房企拿地意愿依然低迷。随着销售持续改善，2017年下半年住宅库存降至25亿平方米以下，成交土地面积增速方才转正。

图表3：2014-2015年，全国住宅库存历史最高



图表4：高库存下，销售向拿地的传导较为缓慢



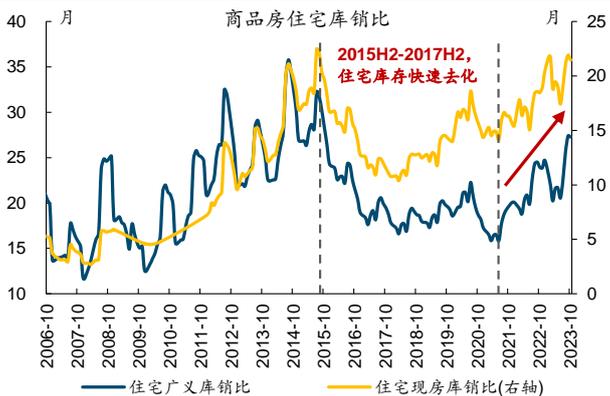
来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

现阶段，库存高企与销售低迷叠加，房企拿地意愿低迷持续的时间或长于预期。从存量规模上看，2021年以来全国商品住宅库存持续去化。但由于销售低迷，商品住宅库销比反而上升，库存去化周期明显拉长。2023年10月末，广义商品住宅去化周期为27.3个月，位于72%历史分位。狭义商品住宅（仅包含现房）去化周期为21.5个月，位于95%历史分位。此外，主要头部房企6月末土地储备面积合计6.5亿平方米，处于2009年以来73%历史分位。高库存压力下，土拍热度偏低，11月以来土地溢价率仍处在3.6%的历史低位。



图表5: 商品住宅广义和狭义库销比均处历史高位



来源: Wind、国金证券研究所

图表6: 主要房企土储库存较高



来源: Wind、国金证券研究所

1.2、建设环节：新开工贡献下降，“保交楼”等影响加大

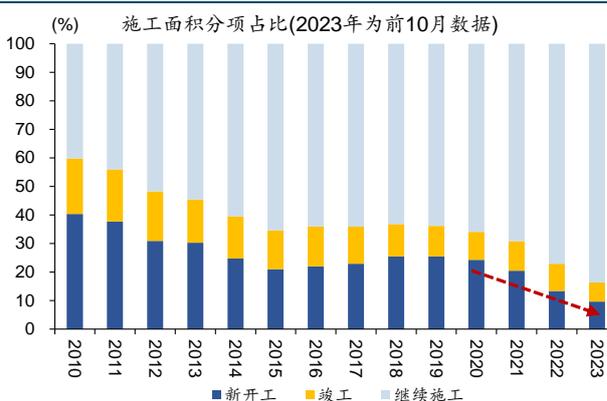
传统周期下，新开工同步或略领先于施工发生变化，是施工面积增速的重要波动来源。一方面，新开工在开发链条上领先于整体施工，两项指标的增速走势有较强相关性。另一方面，新开工面积在总施工面积中占比不低，2014-2021年维持在20%以上。近年来，销售和房企拿地意愿低迷，新开工面积持续负增长。今年前10月，新开工面积同比下降23.2%，在总施工面积中占比降至9.6%，对于建设环节的贡献下降。

图表7: 新开工面积增速领先于总施工面积



来源: Wind、国金证券研究所

图表8: 近年来新开工在施工面积中占比持续下滑

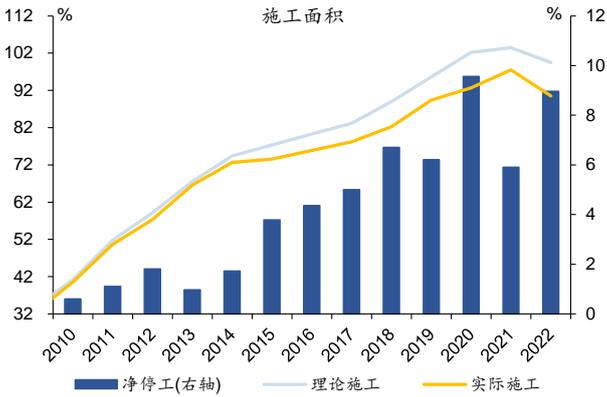


来源: Wind、国金证券研究所

近年来竣工率下滑，净停工对于施工环节的扰动放大。本期施工面积=本期新开工+上期施工-上期竣工-本期净停工。其中，净停工面积为存量概念，参考统计局概念，可解释为本期以前停建，而未恢复施工的房屋面积。竣工率越高，施工完成度越好，对应净停工面积下降。2022年受疫情扰动较大，竣工率由2010年以前的20%以上降至9.5%。相应地，净停工在总施工面积中占比由2010年的1.5%升至2022年的10%，对建设环节的扰动放大。

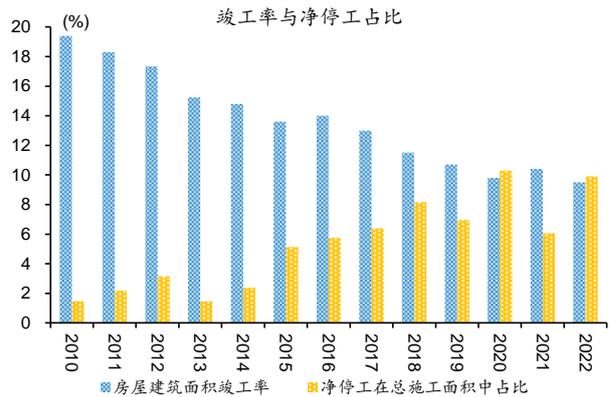


图表9：近年来净停工面积出现上升



来源：Wind、国金证券研究所

图表10：竣工率下滑对应净停工占比上升



来源：Wind、国金证券研究所

新范式下，“保交楼”等政策保障效果如何，对地产投资的影响尤为关键。今年以来，房企资金流趋紧背景下竣工回暖，或主要与“保交楼”等政策支持有关。2022年以来，央行先后设立3500亿保交楼专项借款、2000亿保交楼贷款支持计划等金融工具。截至今年8月，专项借款项目总体复工率接近100%、首批项目住房交付率超过60%。往后看，“三大工程”加速布局下，地产相关的保障性投资力度还会加大。中性情形下，城中村改造年度投资额在5000亿元左右，可部分对冲地产投资下行压力。

图表11：销售是竣工端的重要资金来源



来源：Wind、国金证券研究所

图表12：2022年以来央行推出的各项地产支持工具

工具名称	保交楼贷款支持计划	房企纾困专项再贷款	租赁住房贷款支持计划
额度	2000亿元	800亿元	1000亿元
余额（截至2023年9月）	56亿元	0	0
发放对象	6家商业银行	金融资产服务公司	相关金融机构
央行支持比例	贷款本金100%	实际投入资金50%	贷款本金100%
申请机制	先贷后借，按季发放	先支后借“直达机制”，按季发放	先贷后借，按季发放
投向要求	金融机构自主决策、自担风险发放保交楼贷款	金融资产服务公司按照自主决策、自担风险原则，投入资金并购买房地产项目	向重庆、济南、郑州、长春、成都、福州、青岛、天津等8个试点城市发放租赁住房购房贷款
资金利率	零成本	1.75%	
期限	延续至2024年5月末	实施期为2023年底前	实施期为2023年底前
市场利率	-	-	贷款利率原则上不超过3%

来源：中国人民银行、国金证券研究所

图表13：2023年下半年部委多次提及支持“三大工程”

类型	部门	日期	文件/会议	主要内容
建设主体	住建部	2023年7月28日	企业座谈会	希望建筑企业和房地产企业积极参与保障性住房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，促进企业转型升级和高质量发展。
金融支持	央行、外汇管理局	2023年8月1日	2023年下半年工作会议	加大对住房租赁、城中村改造、保障性住房建设等金融支持力度。
	国开行	2023年8月2日	2023年年中党建和经营工作座谈会	积极服务推动超大特大城市城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。
土地要素	自然资源部	2023年9月14日	《关于开展低效用地再开发试点工作的通知》	部决定在北京市等43个城市开展低效用地再开发试点，探索创新政策举措，完善激励约束机制。以城中村和低效工业用地改造为重点，推动城乡发展从增量依赖向存量挖潜转变。

来源：部委网站、国金证券研究所

图表14：城中村改造年度投资测算



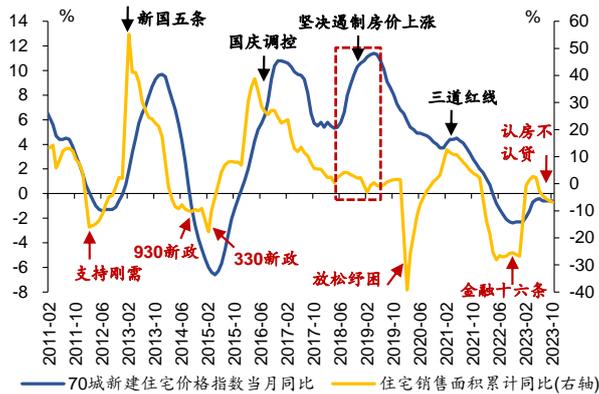
来源：中国人民银行、国金证券研究所



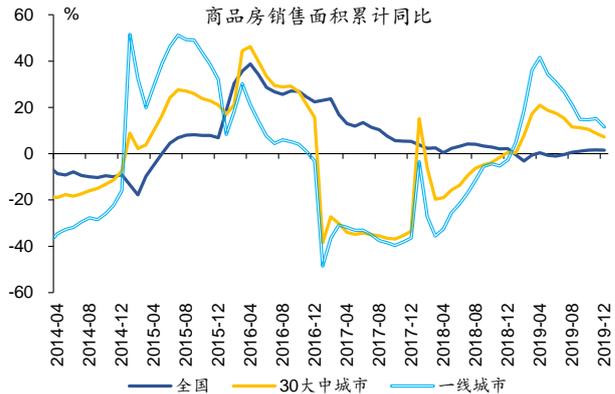
1.3、销售环节：“金融属性”下降，“商品属性”上升

2010 年以来，我国经历了数轮地产政策调控周期，商品房销售伴随政策变化呈现周期性波动。经验显示，销售往往滞后于政策调控 1 个季度左右，而地产价格多在政策调控后 2 个季度左右出现变化，并助推地产销售的进一步变化。过往周期，地产“金融属性”突出、“买涨不买跌”的现象常见。2018H2-2019H1 销售和房价出现背离，主要受供给因素影响。彼时全国商品房库存偏低，销售面积增速回落。但在房价上涨预期带动下，高能级城市销售快速改善，再次推动房价走高。2019 年前 6 月，一线城市销售面积显著回正，剔除基数后两年复合同比增长 1.3%，同期全国销售面积同比下降 1%。

图表 15：商品房销售伴随政策变化呈现周期性波动



图表 16：2018H2-2019H1 高能级城市销售好于全国



来源：Wind、国金证券研究所

来源：Wind、国金证券研究所

“房住不炒”、“供求关系发生重大变化”、“以人定房”等大背景下，房价未来上涨空间或相对有限。7 月政治局会议提出“适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势”，11 月住建部定调“以人定房、以房定地、以房定钱，防止市场大起大落”，房价预期的松动空间或相对有限。今年二季度，城镇储户房价预期上涨比例仅 15.9%，70 城新建住宅价格持续下跌。房价弱预期下，各地优化住房信贷、降低购房门槛等政策效果有限，11 月以来新房销售仍处历史低位。

图表 17：7 月政治局会议定调后各部委政策相继落地

部门	日期	文件/会议	相关内容
中共中央政治局	2023/7/24	政治局会议	适应我国房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，适时调整优化房地产政策，积极推动城中村改造和老旧小区改造，加快推进保障性住房建设。
国务院	2023/7/31	国务院常务会议	支持房地产市场平稳健康发展，因城施策精准实施差异化住房信贷政策，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。
央行	2023/8/1	2023 年下半年工作会议	推动落实“认房不认贷”政策，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策，纳入“一城一策”工具箱。
央行	2023/8/3	金融支持民营企业发展座谈会	推动落实“认房不认贷”政策，居民家庭（包括借款人、配偶及未成年子女）申请贷款购买商品住房时，家庭成员在当地名下无成套住房的，不论是否已利用贷款购买过住房，银行业金融机构均按首套房执行住房信贷政策，纳入“一城一策”工具箱。
住建部、央行、金管局	2023/8/25	《关于优化个人住房贷款中住房套数认定标准的通知》	自 2024 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，对出售自有住房并在现住房出售后 1 年内内在市场重新购买住房的纳税人，对其出售现住房已缴纳的个人所得税予以退税优惠。
财政部、税务局、住建部	2023/8/25	《关于延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策的公告》	《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》
证监会	2023/8/27	《证监会统筹一二级市场平衡优化 IPO、再融资监管安排》	对于贷款购买商品住房的居民家庭，首套住房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 20%，二套房商业性个人住房贷款最低首付比例统一为不低于 30%。
央行、金管局	2023/8/31	《关于调整优化差别化住房信贷政策的通知》	

图表 18：9 月，四大一线城市持续优化地产政策

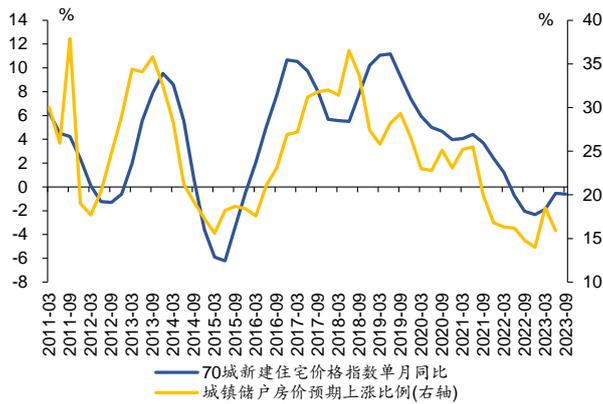
地市	政策	日期	政策核心
北京市	认房不认贷	2023/9/1	执行“认房不认贷”
	海淀区解除部分二手房指导价限制	2023/9/8	2021 年海淀区为抑制学区房热度而出台“二手房指导价”，号召中介不再挂牌高于指导价房源。目前，海淀区 29 个小区的二手房交易指导价已取消。
上海市	认房不认贷	2023/9/1	执行“认房不认贷”
	调整购买存量住房最长贷款年限	2023/9/8	所购存量住房房龄为 6（含）至 20 年之间的，住房公积金最长贷款期限从原来的不超过“35 减房龄”的计算规则调整为不超过 30 年；所购存量住房房龄为 20（含）至 35 年之间的，住房公积金最长贷款期限从原来的不超过 15 年调整为不超过“50 减房龄”
广州市	认房不认贷	2023/8/30	执行“认房不认贷”
	降低首套房贷款利率	2023/9/8	广州买二套房首付比例最低达到四成。此前这种情况的首付比例为五成（普通商品住房）或七成（非普通商品住房）。购买二套房最低首付比例降为四成，这一政策超出市场预期。首套房利率由 LPR 下降至 LPR-10BP，底线下调 10BP。二套房利率由 LPR+60BP 下降至 LPR+30BP，底线下调 30BP。
深圳市	优化住房供给、增值免税年限	2023/9/20	1、放开本地单身（离异）2 套限制 2、外地户籍社保由 5 年降至 2 年 3、从化、增城、番禺、花都等区取消限购 4、增值免税年限从 5 年调整为 2 年
	认房不认贷	2023/8/30	执行“认房不认贷”
	提高住房公积金租房提取额度	2023/9/15	职工本人及其家庭成员在本市无商品住房、政策性住房和保障性住房，每月最高可提取当月应缴存额的 80%；新市民或者青年人职工每月最高可提取当月应缴存额。
	调整优化个人住房贷款利率下限	2023/9/28	首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）减 10 个基点，二套房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率（LPR）加 30 个基点。

来源：中央政府网站、各部委网站、国金证券研究所

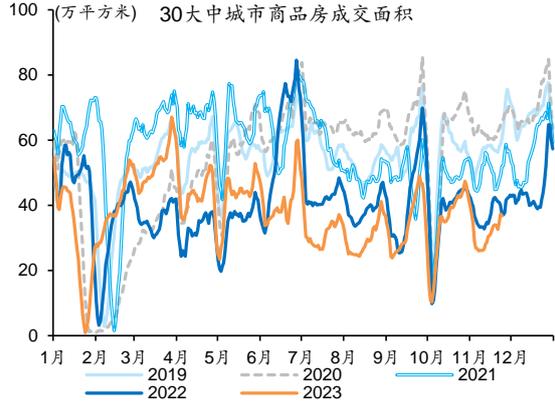
来源：地市政府网站、国金证券研究所



图表19: 居民房价预期领先于实际房价变化



图表20: 11月以来商品房销售仍处历史低位

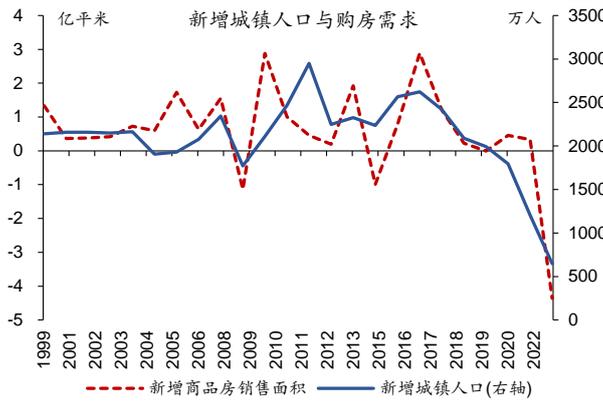


来源: Wind、国金证券研究所

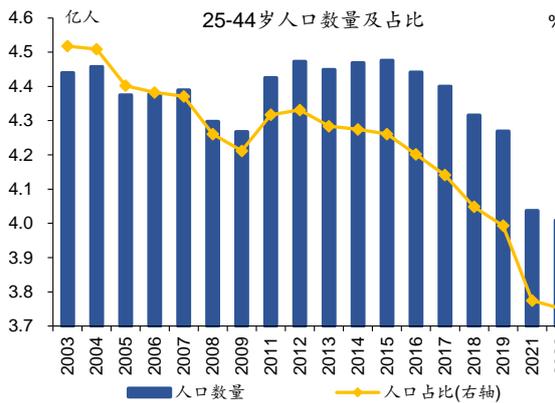
来源: Wind、国金证券研究所

人口拐点下，地产“金融属性”向“商品属性”切换。我国新增城镇人口持续下滑，2022年新增646万人、较2017年少增1773万人。购房需求随之滑落，2022年商品房销售面积环比下降4.4亿平方米。人口结构也在调整，2022年主力购房人群（25-44岁人口）数量较2015年下降4670万人，占比降至28.4%。与此同时，居民房价预期跌至历史低位。地产“金融属性”下降、“商品属性”上升，除人口流动的影响以外，收入与收入预期变化，对当地房价预期的影响或趋势性抬升。

图表21: 新增城镇人口与购房需求持续下滑



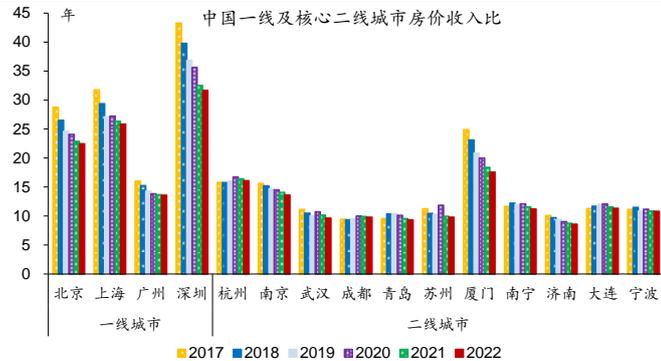
图表22: 25-44岁主力购房人群减少



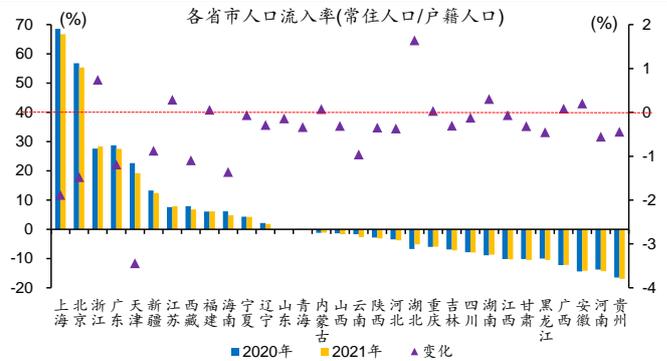
来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

图表23: 主要城市房价收入比持续回落



图表24: 高能级城市人口流入速度放缓



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所

经过研究，我们总结了地产研究框架的几点重要变化：

- (1) 拿地环节：主驱动力，或由“销售”转向“库存”。传统周期下，销售是影响房企拿



地意愿的主要驱动因素。库存处于高位时，销售对于房企拿地意愿的影响会趋于弱化，2014-2015年可作为例证。彼时商品住宅库存水平历史最高，销售改善向土地成交的传导明显放缓。现阶段，库存高企与销售低迷叠加，房企拿地意愿低迷持续的时间或长于预期。

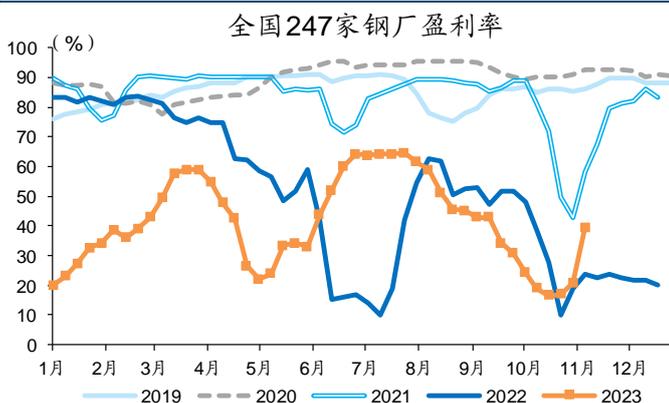
(2) 建设环节：新开工贡献下降，“保交楼”影响加大。传统周期下，新开工同步或略领先于施工发生变化，是施工面积增速的重要波动来源。近年来竣工率下滑，净停工在总施工面积中占比由2010年的1.5%升至2022年的10%，对建设环节的扰动放大。新范式下，“保交楼”等政策保障效果如何，对地产投资的影响尤为关键。

(3) 销售环节：“金融属性”下降，“商品属性”上升。我国经历了数轮地产政策调控周期，销售伴随政策呈现周期性波动。期间，地产“金融属性”突出、“买涨不买跌”的现象常见。“房住不炒”、“供求关系重大变化”、“以人定房”等背景下，房价未来上涨空间或相对有限。除人口流动因素外，收入及收入预期对当地房价预期的影响或趋势性抬升。

2、生产高频跟踪：工业生产边际改善，建筑业开工有所提升

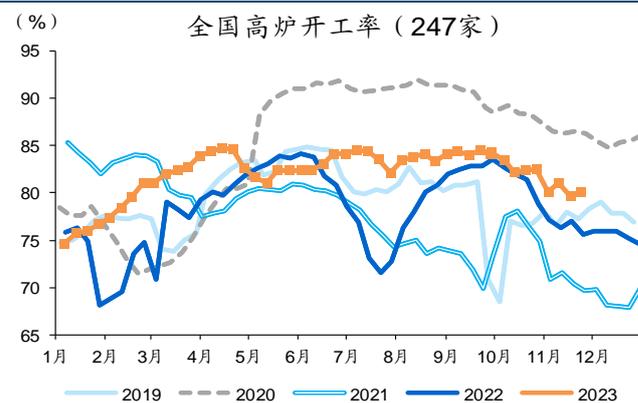
上游生产方面，钢厂盈利率持续提升，生产积极性改善。本周(11月19日至11月25日)，钢厂盈利率大幅提升、环比增加10.4%至39.4%。盈利增加带动生产端积极性向好，高炉开工率、螺纹钢开工率均有回升、分别环比增加0.5%、0.4%，是去年同期106.0%、88.5%。库存方面，钢材继续去库，社会库存进一步回落，较前周减少2.8%。

图表25：本周，钢厂盈利率大幅提升



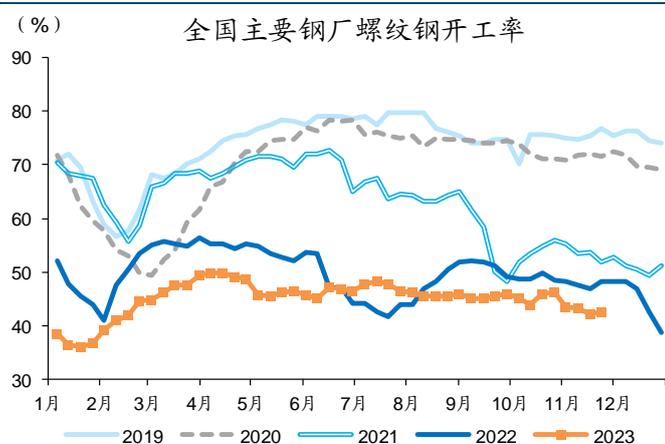
来源：G7，国金证券研究所

图表26：本周，全国高炉开工率小幅提升



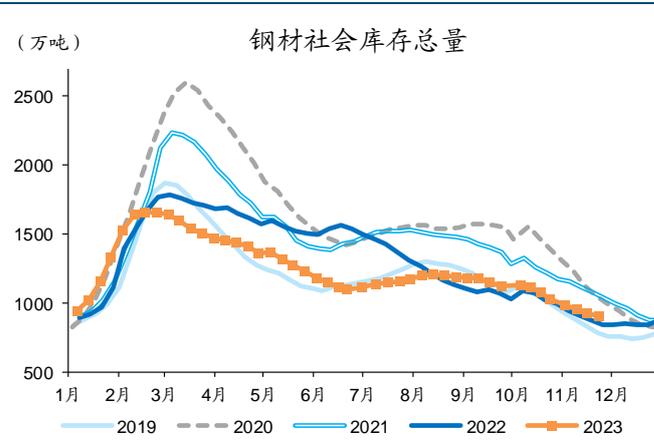
来源：G7，国金证券研究所

图表27：本周，螺纹钢开工率小幅回升



来源：交通运输部，国金证券研究所

图表28：本周，钢材社会库存进一步回落



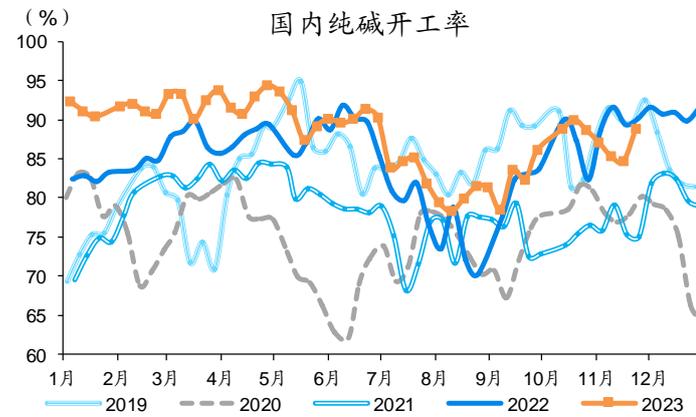
来源：交通运输部，国金证券研究所

部分中游开工回弹，PTA、国内纯碱开工率显著回升。本周(11月19日至11月25日)，国内纯碱、PTA开工率显著回升，分别环比增加1.9个百分点、4.2个百分点，是去年同期水平的98.7%、112.7%。涤纶长丝开工率延续回落态势，但降幅收窄、环比减少0.4%，

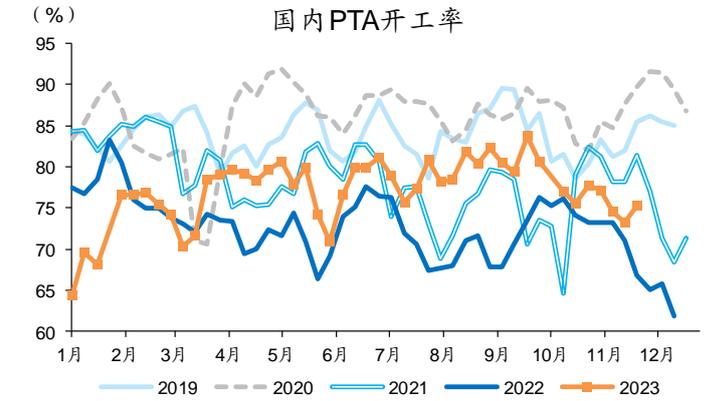


是2021、2022年同期水平的106.0%、149.2%。此外，汽车半钢胎开工率有所回落、较上周减少0.3个百分点，是2021、2022年同期水平的116.6%、107.3%。

图表29：本周，国内纯碱开工率回升显著



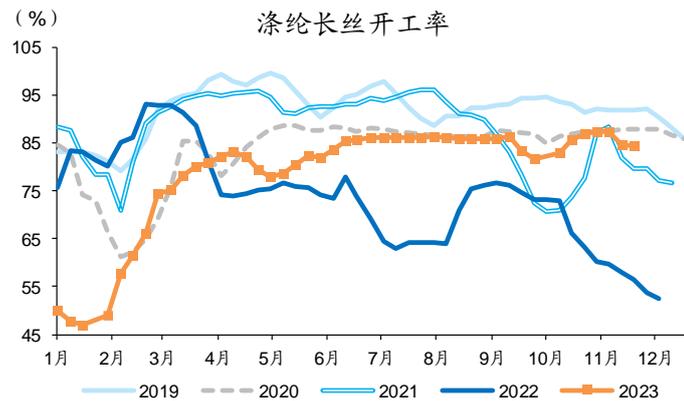
图表30：本周，PTA开工率有所提升



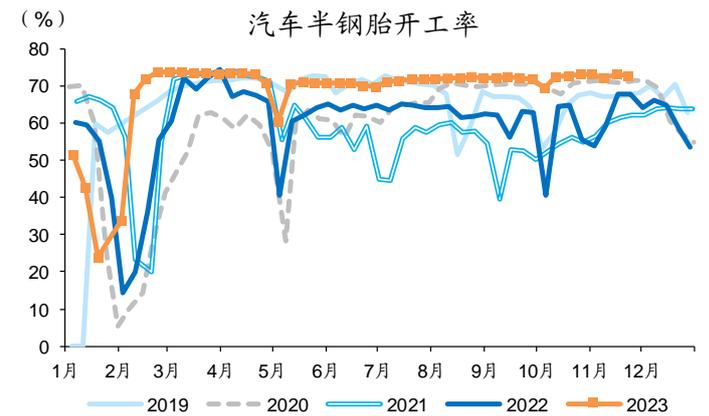
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表31：本周，国内纯碱开工率延续回落



图表32：本周，汽车半钢胎开工率有所下滑



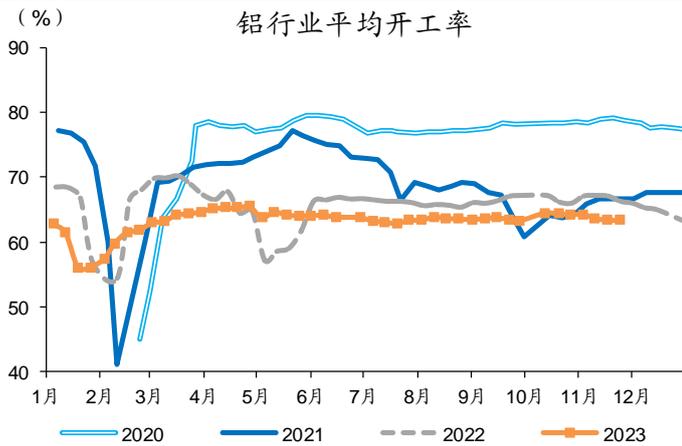
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

铜杆需求走弱，对应开工率明显下滑、库存有所增加。本周（11月19日至11月25日），铝行业开工率与上周持平、为63.4%，是2021、2022年同期的95.2%、95.6%，处于历史低位；铜杆开工率较上周回落显著、环比减少6.3个百分点至67.7%，为2021、2022年同期的102.9%、99.6%。库存方面，电解铝现货库存延续去化、降幅为4.9个百分点；社铜库存明显攀升、较前周增加9.3个百分点至6.9万吨。

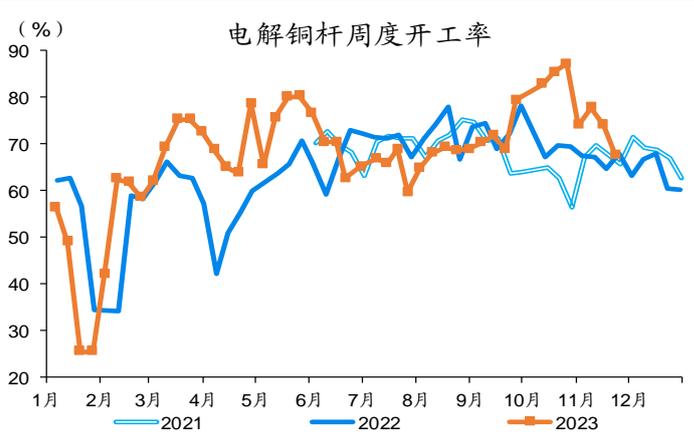


图表33: 本周, 铝行业平均开工率与上周持平



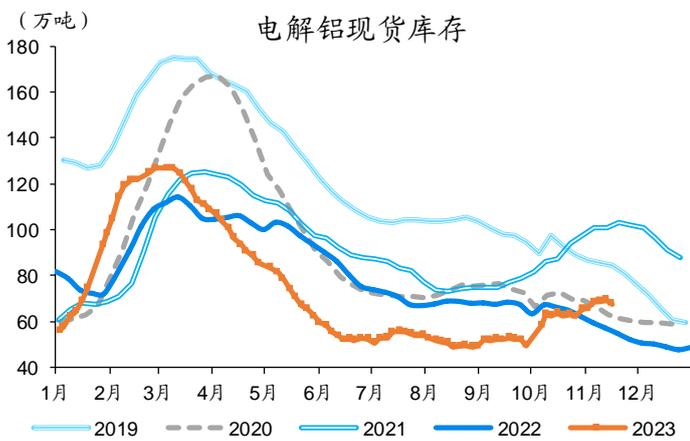
来源: Wind, 国金证券研究所

图表34: 本周, 电解铜开工率显著回落



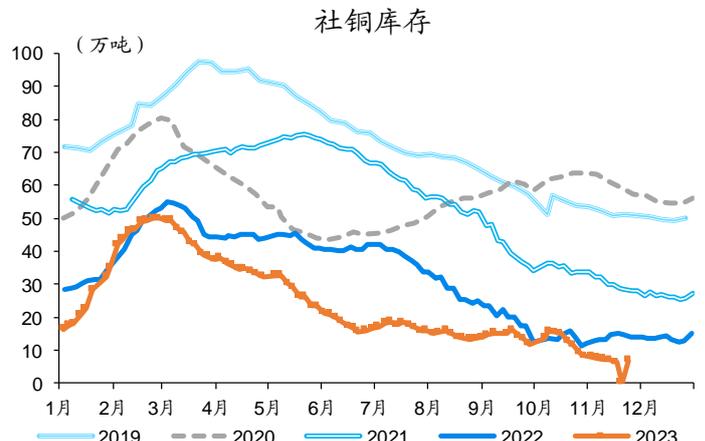
来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 本周, 电解铝现货库存量有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

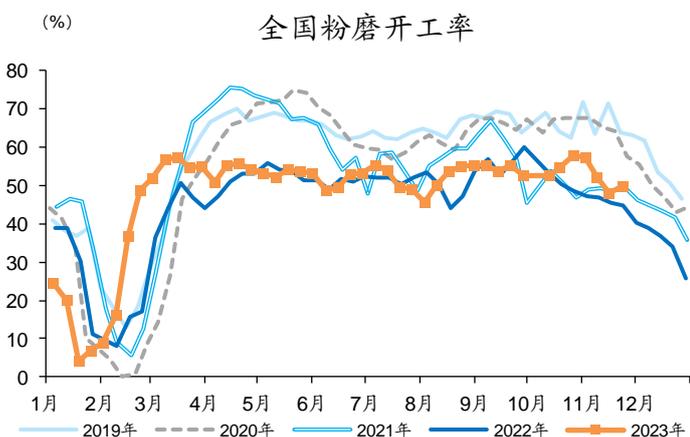
图表36: 本周, 社铜库存出现明显累库



来源: Wind, 国金证券研究所

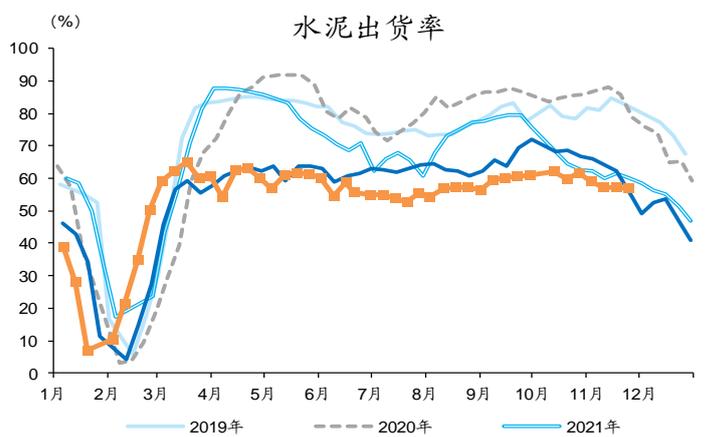
建筑业方面, 水泥生产有所改善, 但需求持续走弱。本周(11月19日至11月25日), 全国粉磨开工率较前周有所回升、涨幅 2.0%; 但水泥出货率仍有小幅下滑、较前周降低 0.4 个百分点至 57.1%、是 2021、2022 年同期的 94.5%、102.4%, 或指向水泥需求逐步回落。需求走弱下, 水泥库存延续提升、本周较上周增加 0.03 个百分点至 73.53%。价格方面, 水泥价格整体趋稳向上、周内均价较上周增加 0.3%。

图表37: 本周, 全国水泥粉磨开工率有所回升



来源: Wind, 国金证券研究所

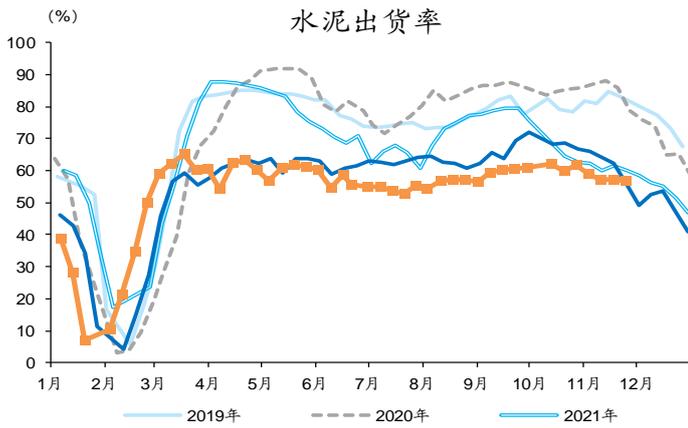
图表38: 本周, 全国水泥出货率延续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

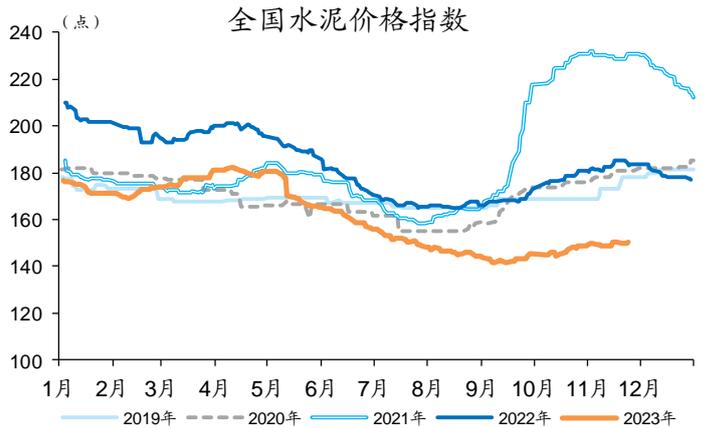


图表39: 本周, 水泥库容比持续增加



来源: Wind, 国金证券研究所

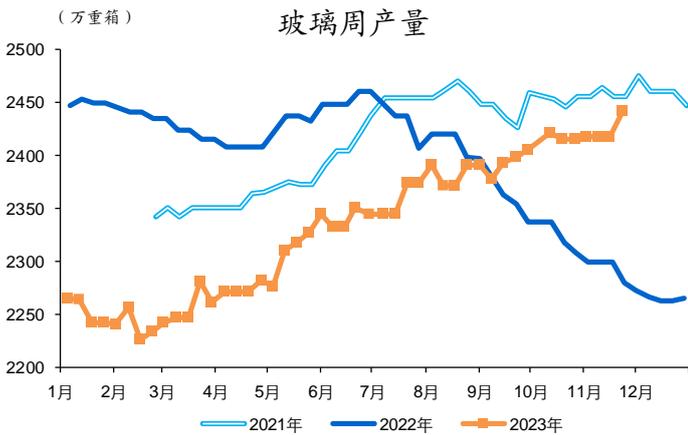
图表40: 本周, 水泥价格指数小幅提升



来源: Wind, 国金证券研究所

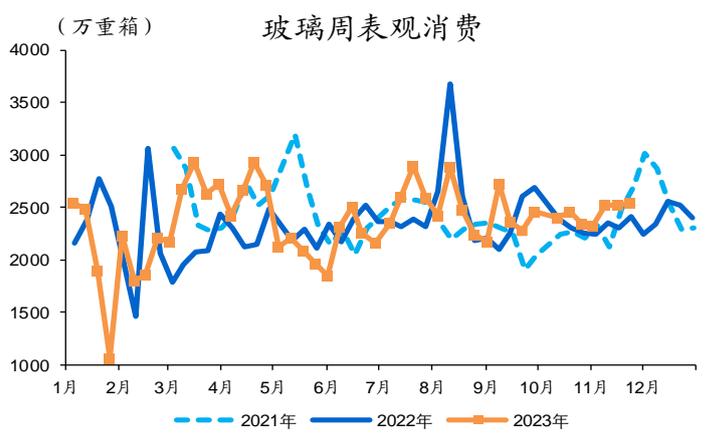
玻璃产销表现较好、库存以去库为主, 沥青开工继续回升。本周(11月19日至11月25日), 玻璃产量较上周小幅提升、涨幅1.0%、是2021、2022年同期的99.4%、107.1%; 周表观消费较前周亦有增加、涨幅0.9%、是2021、2022年同期的94.0%、105.1%。库存方面, 本周全国玻璃库存延续下行、较前周减少1.9%、是2021、2022年同期的88.7%、63.0%。此外, 政策驱动下, 反映基建开工情况的沥青开工率提升明显、较前周增加5.0个百分点, 是去年同期98.8%。

图表41: 本周, 玻璃产量明显提升



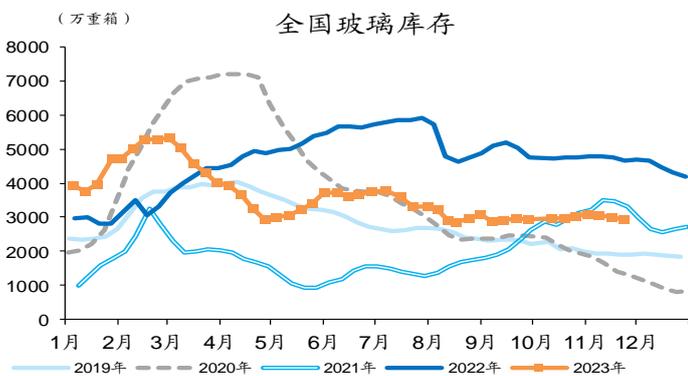
来源: Wind, 国金证券研究所

图表42: 本周, 玻璃表观消费量小幅增加



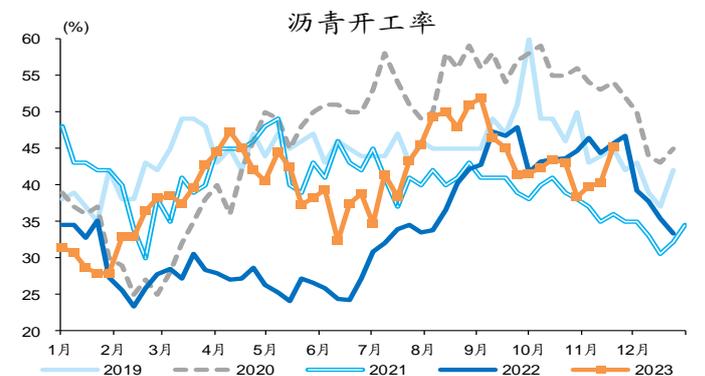
来源: Wind, 国金证券研究所

图表43: 本周, 玻璃库存继续下行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表44: 本周, 沥青开工率有所回升



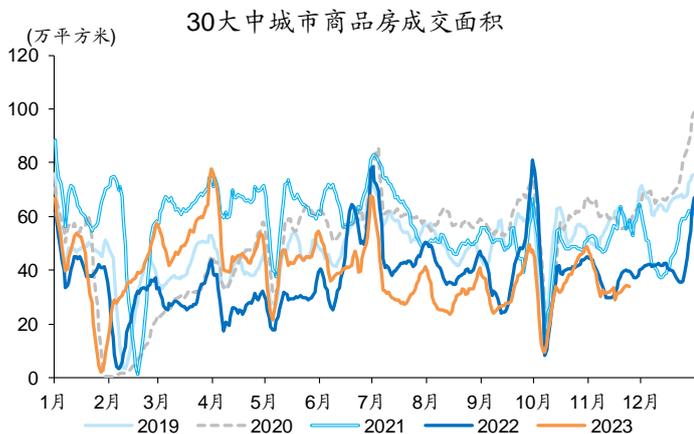
来源: Wind, 国金证券研究所



3、需求高频跟踪：商品房成交止跌回升，居民消费表现较好，外需持续向好

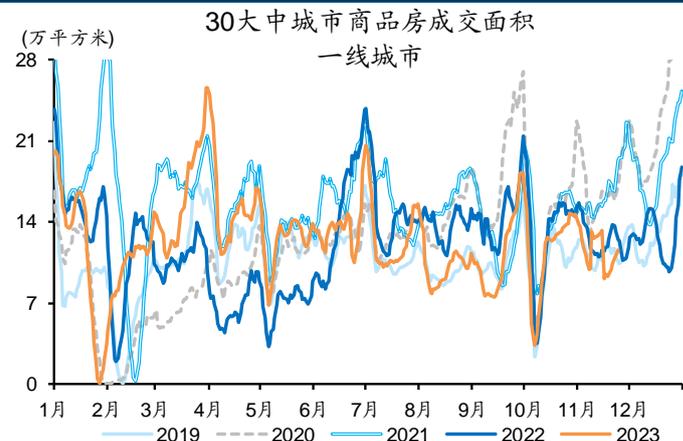
全国商品房成交止跌回升，主要受较高能级城市成交驱动。本周（11月19日至11月25日），随着地产政策进一步优化，全国30大中城市商品房成交止跌回弹、环比增加8.7%；较高能级城市受益较为明显，一线、二线城市分别环比增加23.0%、5.9%、带动整体成交回升；三线城市仍然偏淡、环比下跌5.8%。本周，全国代表城市二手房成交有所回落、环比下滑4.8个百分点；但一线城市成交面积延续增加态势、较前周上涨1.2%。

图表45：本周，30大中城市商品房成交止跌回弹



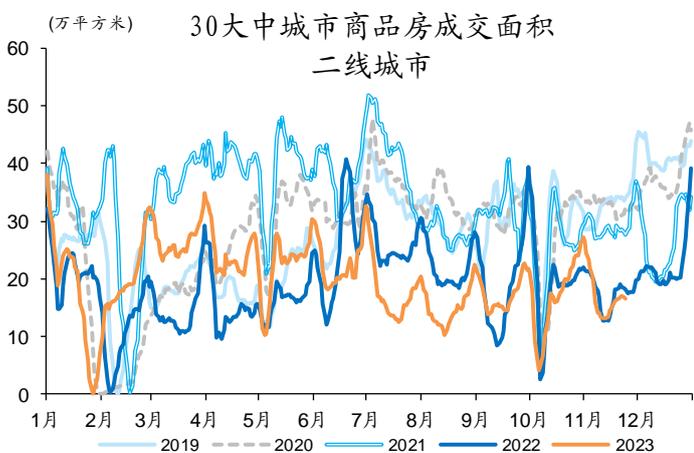
来源：Wind，国金证券研究所

图表46：本周，一线城市商品房成交涨幅明显



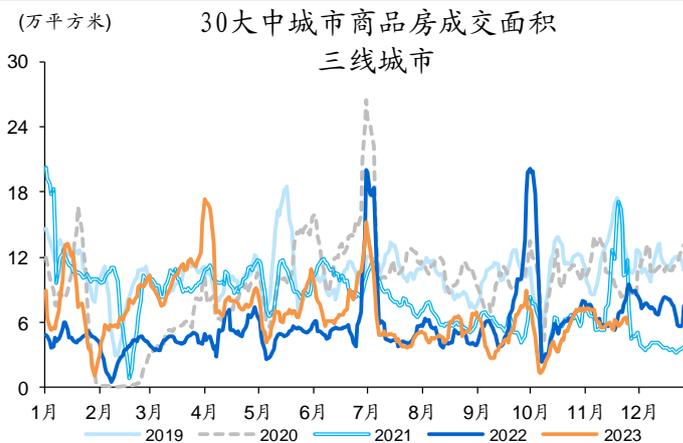
来源：Wind，国金证券研究所

图表47：本周，二线城市商品房成交有所提升



来源：Wind，国金证券研究所

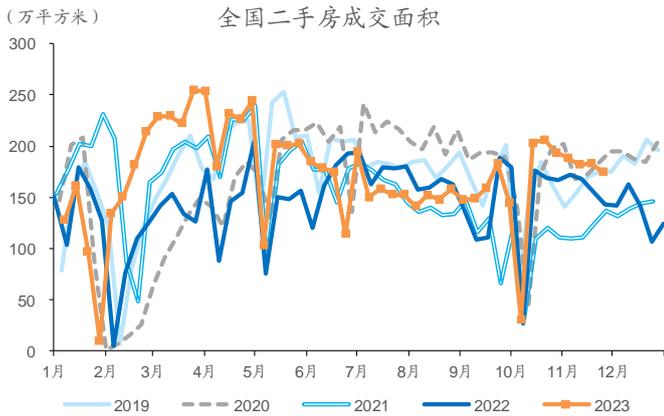
图表48：本周，三线城市商品房成交有所回落



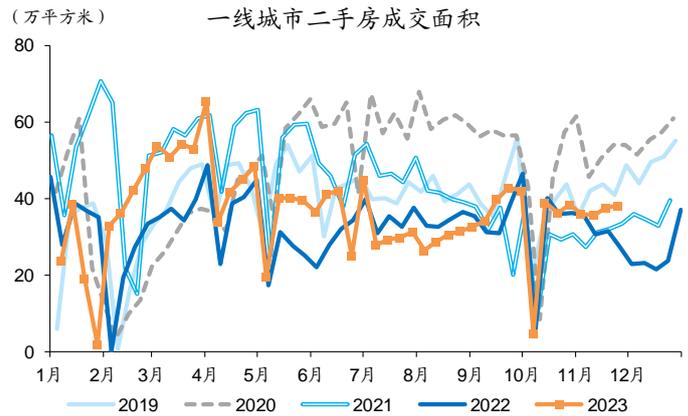
来源：Wind，国金证券研究所



图表49: 本周, 代表城市二手房成交有所回落



图表50: 本周, 一线城市二手房成交延续增加

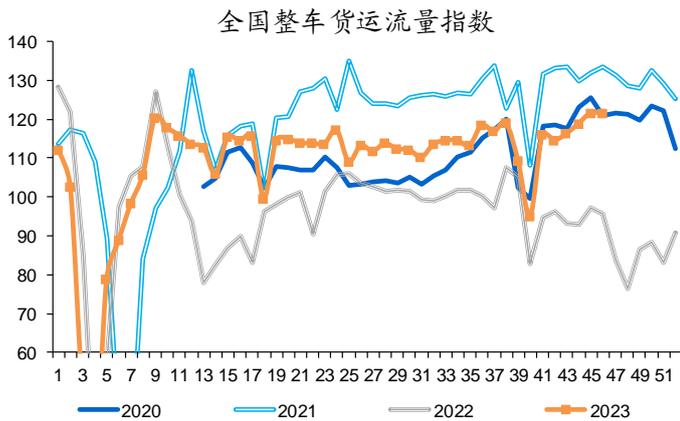


来源: Wind, 国金证券研究所

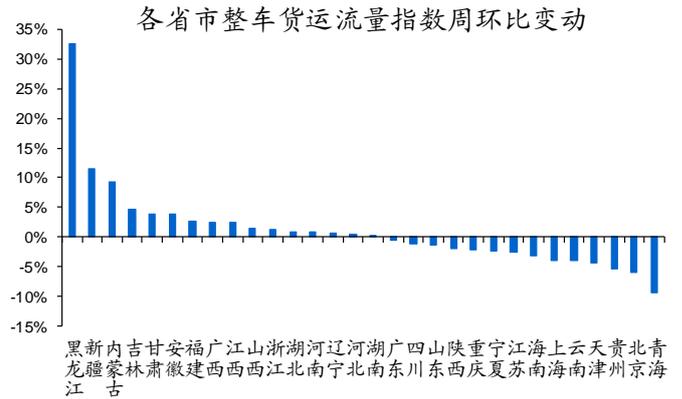
来源: Wind, 国金证券研究所

全国整车货运流量微跌、陆路货运量延续增加, 或指双十一后居民消费仍维持刚性。上周(11月13日至11月19日), 双十一结束后, 居民消费需求仍维持较高热度, 整车货运流量仅出现小幅下滑、较前周减少0.1个百分点; 各省市货运流量涨跌均衡, 其中15个省级地区货运流量环比有所减少。陆路方面, 铁路、公路货运流量均有增加, 涨幅分别是1.4%、1.4%。此外, 快递业务量显现分化, 其中快递揽收量回落明显、环比减少8.6%, 投递量则延续增加、环比上涨12.1%。

图表51: 上周, 全国整车货运流量微跌



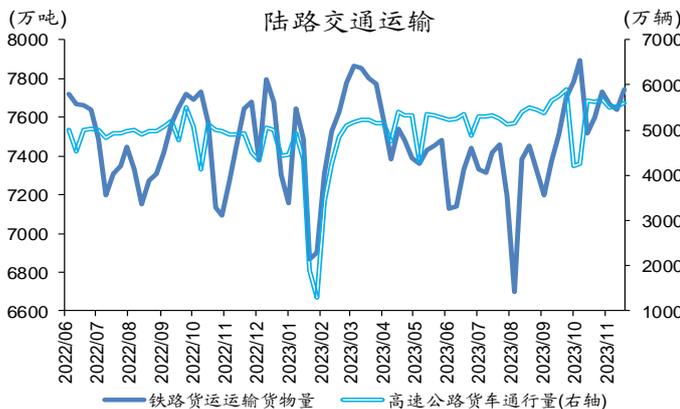
图表52: 上周, 各省市公路货运流量涨跌均衡



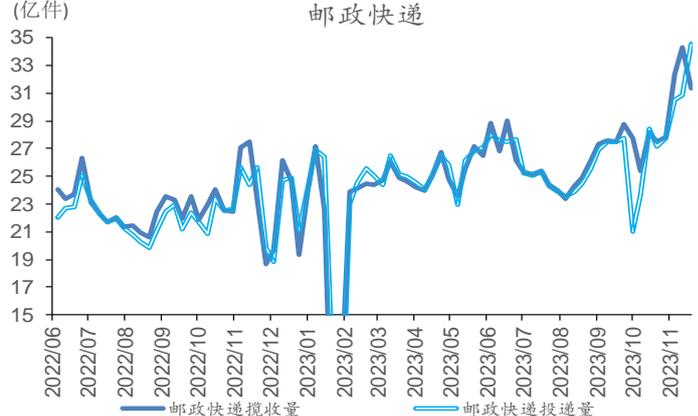
来源: G7, 国金证券研究所

来源: G7, 国金证券研究所

图表53: 上周, 陆路货运量有所提升



图表54: 上周, 邮政快递业务量有所分化



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

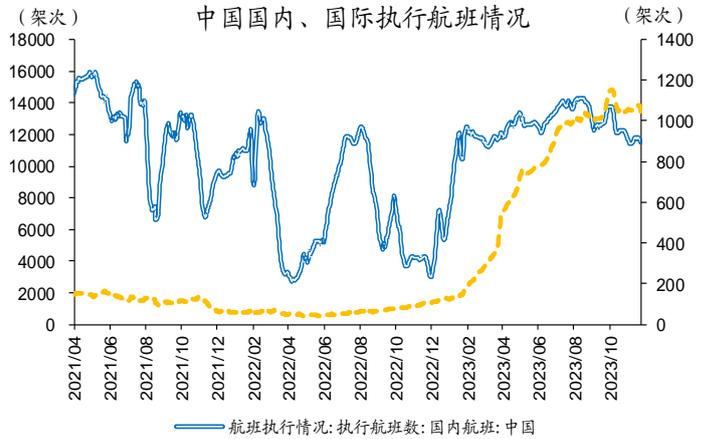
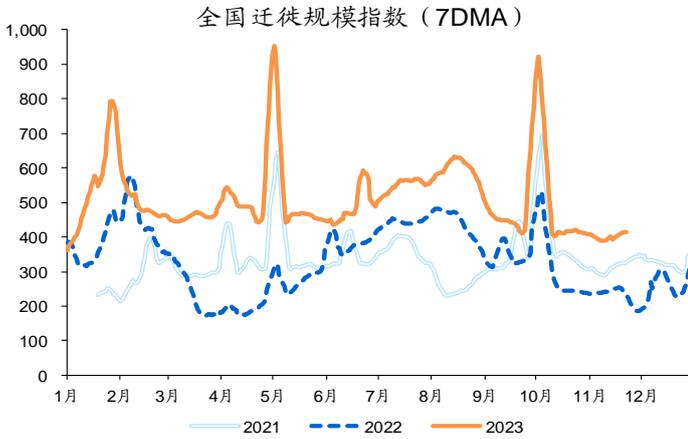
来源: 交通运输部, 国金证券研究所



跨区出行活动小幅回升，国际执行航班架次亦有增加。本周（11月19日至11月25日），反映跨区人口流动的全国迁徙规模指数延续回升、较上周增加2.8个百分点，处于历史同期高位，是2021年、2022年同期的126.4%、169.4%。本周国际执行航班架次亦有增加、较上周上涨0.5%；国内执行航班架次则有回落、较上周减少0.6%。

图表55：本周，全国迁徙规模指数显著提升

图表56：本周，国际执行航班架次延续提升



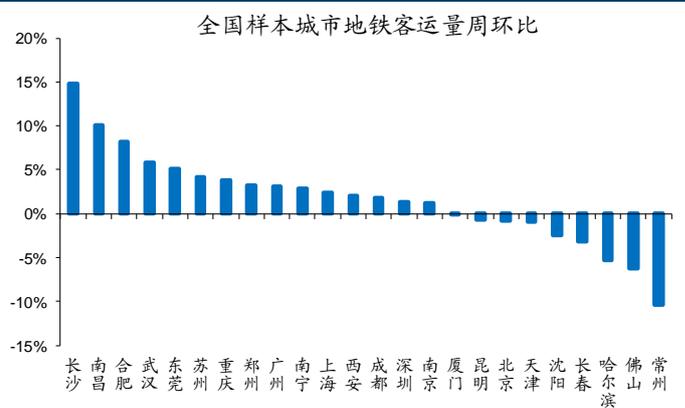
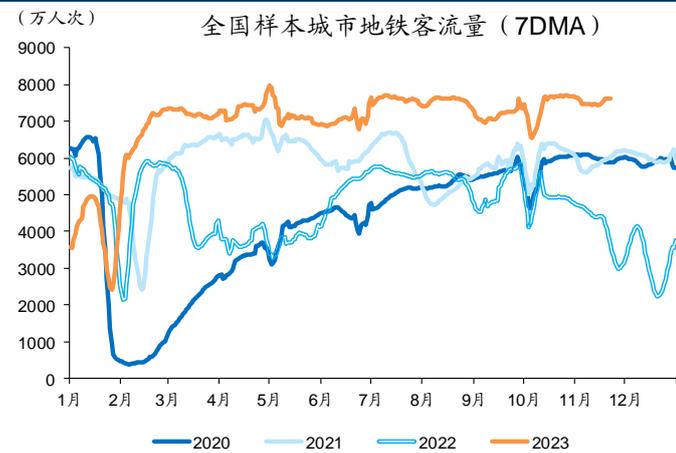
来源：百度地图，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

受天气影响，市内出行方式以地铁为主，地铁客流量延续提升。本周（11月19日至11月25日），全国样本城市地铁日均客流量延续回升、较上周增加2.5%；其中长沙、南昌、合肥等城市地铁客流回升幅度较为明显，分别较上周增加14.9%、10.0%、8.2%。反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数有所回落、环比减少2.0个百分点，其中沈阳、长沙、武汉等城市的市内拥堵情况缓解更为明显，分别较前周减少7.3%、5.6%、4.7%。

图表57：本周，全国样本城市地铁客流总量有所回升

图表58：本周，大部分样本城市地铁客流量环比增加

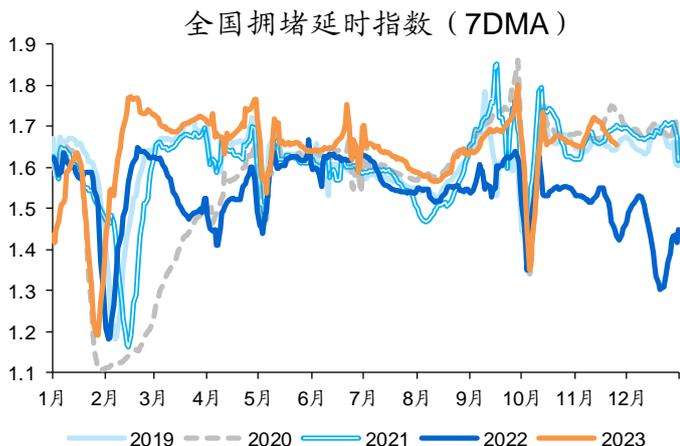


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

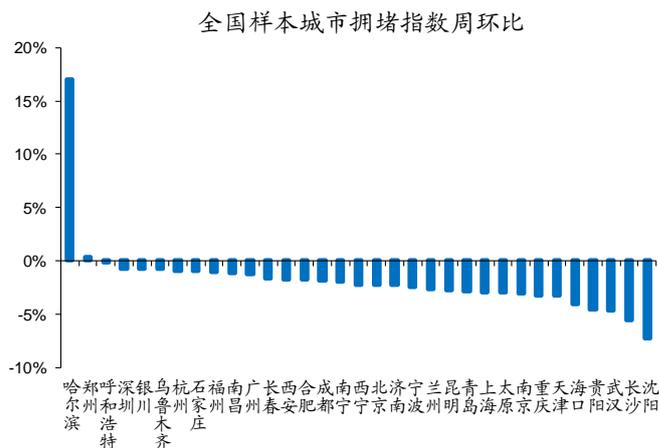


图表59: 本周, 全国拥堵延时指数显著下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

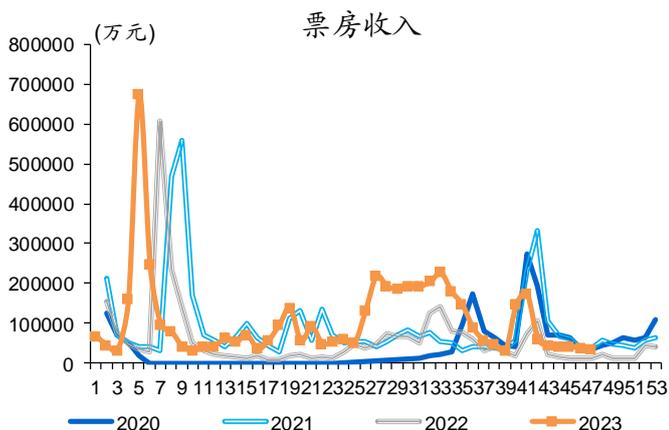
图表60: 本周, 大部分城市拥堵指数有所回落



来源: Wind, 国金证券研究所

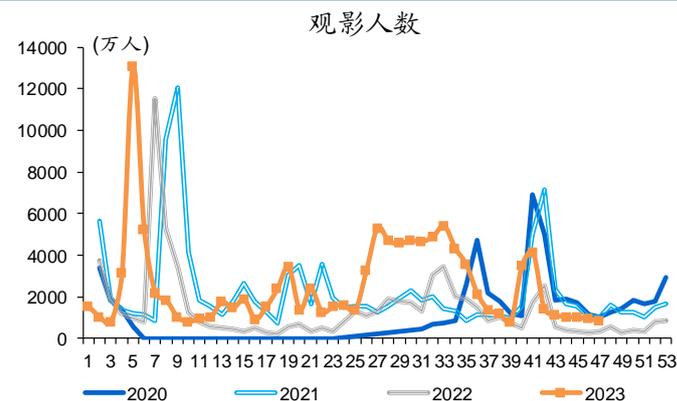
电影消费强于去年同期。上周(11月13日至11月19日), 电影票房日均收入、场均观影人次延续回落态势、分别较前周减少15.2%至3.2亿元、14.6%至800.3万人次。但票房日均收入、场均观影人次强于去年同期, 分别高于2022年同期水平43.3%、55.5%。

图表61: 上周, 票房收入持续回落



来源: Wind, 国金证券研究所

图表62: 上周, 观影人数进一步下滑

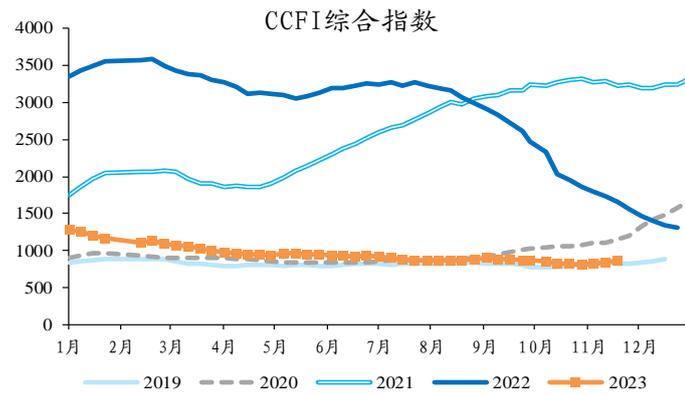


来源: Wind, 国金证券研究所

外需方面, 海运运价指数上行幅度加大、欧洲航线出现明显回升。上周(11月11日至11月17日), 中国出口集装箱运价指数延续回升、较前周增加3.4%, 或指向外需对我国出口支撑进一步增强。分航线看, 地中海航线、欧洲航线出口集装箱运价提升更为明显、较前周分别增加6.2%、4.4%, 或指向欧洲需求有所回暖。相比之下, 日本航线集装箱运价小幅回落、较前周减少2.2%。

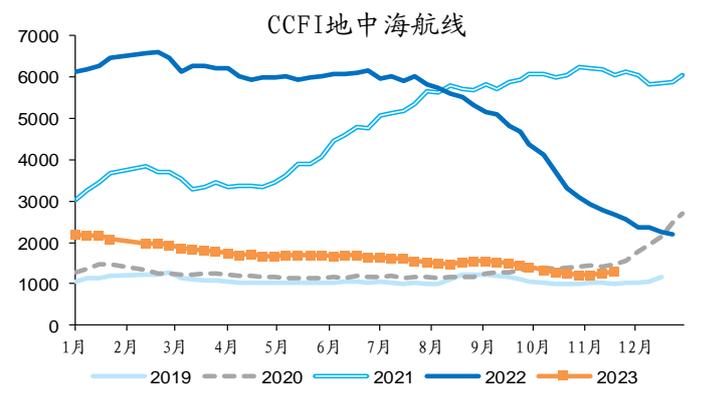


图表63: 上周, 出口集装箱运价指数上行幅度加大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表64: 上周, 地中海航线运价大幅提升



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。

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