

2024年03月03日

节后工业生产端恢复速度或快于需求端

宏观研究团队

——宏观周报

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

● 供需：节后基建开工表现分化，工业生产恢复快于需求

1. 节后磨机运转与水泥发运率处于历史同期高位。最近两周石油沥青装置开工率见底回升，但绝对值仍处历史同期较低位置，节后第一周磨机运转率、水泥发运率处于历史同期较高位置。

2. 工业生产端，部分化工链产品开工超季节性，汽车轮胎开工回升较快。最近两周PX等化工链开工率超历史同期、汽车轮胎开工率回升速度较快，高炉、焦炉开工率延续下行。

3. 需求端，地产链与轻纺城需求回升速度较慢。工业需求端，2月前22天，电厂煤炭日耗均值较1月下降。节后最近一周（2月25日至3月2日）地产链需求回升速度慢于历史同期。消费需求端，2023年11月以来，乘用车四周滚动平均销量同比维持正增长，近期因春节错位有所回落。最近两周中国轻纺城成交量季节性回升，但平均值较历史同期仍处低位。

● 商品价格：国际大宗品涨跌分化，国内金属、化工商品上升

1. 国际大宗商品：原油价格延续回升，金属价格涨跌互现。最近两周，原油价格延续回升；铜与黄金平均价格均有所上升，铝价有所下降。

2. 国内工业品：整体震荡运行，金属、能化产品价格上升。首先以南华指数观察整体价格变化，最近两周，国内工业品价格震荡运行。黑色系商品价格普降，最近两周，铁矿石、螺纹钢价格均下降。化工链商品价格春节整体上升，春节当周，甲醇、顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格较上周有所上升。建材价格整体回升，最近两周，沥青价格略有回落，浮法玻璃、水泥春节期间价格较前值有所回升。

3. 食品：农产品价格有所下降。最近两周，农产品价格有所回落，农产品价格200指数平均较上两周环比下降4.8%，猪肉价格回落，猪肉平均批发价较上两周环比下降7.6%。

● 地产与流动性：商品房成交环比回升但弱于季节性，资金利率波动运行

1. 商品房：成交面积环比回升。最近两周，全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升149.7%，但从季节性上看处于同期历史低位。从结构上看，以当周值计算，一线城市商品房销售转暖较为明显。

2. 土地：成交面积同环比均下降。最近两周，100大中城市成交土地占地面积较上两周环比下降4.7%，较2023年春节同期同比下降33%。

3. 流动性：资金利率波动运行，逆回购以净回笼为主。最近两周，资金利率波动运行。截至3月1日，R007为2.0%，DR007为1.8%。最近两周央行逆回购以净回笼为主。最近一周央行实现货币净投放6320亿元。近两周质押式回购成交量共为65.6万亿元。本周质押式逆回购较上周增加10.1万亿元。

● 交通运输：居民出行同比正增，出口运价有所回落

1. 居民出行：稳中有升。最近两周，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比上升67.8%，较2023年春节同期同比上升12.6%。国内执行航班数平均值较上两周环比下降2.7%，较2023年春节同期同比上升12.0%。

2. 货运物流：边际回升。最近两周，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数平均值较上两周分别环比-23.5%、-15.6%、-16.1%。节奏上看，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数在最近一周已有所反弹。

3. 运价：出口运价有所回落，BDI与铁矿石运价指数有所回升。最近两周，出口运价与内贸运价均回落，大宗商品运价中BDTI指数回落，BDI指数、铁矿石运价指数回升。

● **风险提示：**大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

相关研究报告

《两会前密集释放政策信号—宏观周报》-2024.3.3

《供需结构改善，关注长期再平衡—兼评2月PMI数据》-2024.3.2

《海外动荡，国内消费量高价稳——春节海内外要闻—宏观深度报告》-2024.2.18

目 录

1、 供需：节后基建开工表现分化，工业生产恢复快于需求.....	4
1.1、 基建：节后磨机运转与水泥发运率处于历史同期高位.....	4
1.2、 工业生产：部分化工链产品开工超季节性，汽车轮胎开工回升较快.....	4
1.3、 工业与消费需求：地产链与轻纺城需求回升速度较慢.....	5
2、 价格：国际大宗商品涨跌分化，国内金属、化工商品上升.....	7
2.1、 国际大宗商品：原油价格延续回升，金属价格涨跌互现.....	7
2.2、 国内工业品：整体震荡运行，金属、能化产品价格上升.....	7
2.3、 食品：农产品价格有所下降.....	9
3、 地产：商品房成交环比回升，但弱于季节性.....	10
3.1、 商品房：成交面积环比回升.....	10
3.2、 土地：成交面积同环比均下降.....	10
4、 交通运输：居民出行同比正增，出口运价有所回落.....	11
4.1、 居民出行：地铁客运回升且超历史同期.....	11
4.2、 物流运输：最近一周边际回升.....	11
4.3、 运价：出口运价有所回落，BDI与铁矿石运价指数有所回升.....	12
5、 流动性：资金利率波动运行，逆回购以净回笼为主.....	13
6、 风险提示.....	15

图表目录

图 1： 节后两周石油沥青装置开工率处于同期历史低位.....	4
图 2： 节后第一周磨机运转率、水泥发运率处于同期历史高位.....	4
图 3： 节后两周PX开工率保持在86%以上.....	4
图 4： 节后PTA开工率整体高于2022年、2023年同期.....	4
图 5： 汽车半钢胎开工率已超过2019-2023年同期.....	5
图 6： 高炉开工率弱于2019年、2021年、2023年同期.....	5
图 7： 2月前22天，电厂煤炭日耗均值较1月下降.....	5
图 8： 节后最近一周地产链需求绝对值低于历史同期.....	5
图 9： 乘用车四周滚动平均销量季节性下行.....	6
图 10： 最近两周中国轻纺城平均成交量企稳回升.....	6
图 11： 最近两周原油价格延续回升.....	7
图 12： 最近两周铜铝价格涨跌分化.....	7
图 13： 最近两周南华综合指数震荡运行.....	7
图 14： 最近两周南华金属与能化指数有所回升.....	7
图 15： 最近两周螺纹钢与铁矿石价格有所下降.....	8
图 16： 春节期间煤炭价格略有下降.....	8
图 17： 春节期间甲醇价格有所上升.....	8
图 18： 春节期间顺丁橡胶、涤纶长丝价格有所上升.....	8
图 19： 最近两周沥青价格略有回落.....	8
图 20： 春节期间浮法玻璃平均价格有所回升.....	8
图 21： 近两周农产品价格有所下降.....	9
图 22： 近两周猪肉价格有所下降.....	9

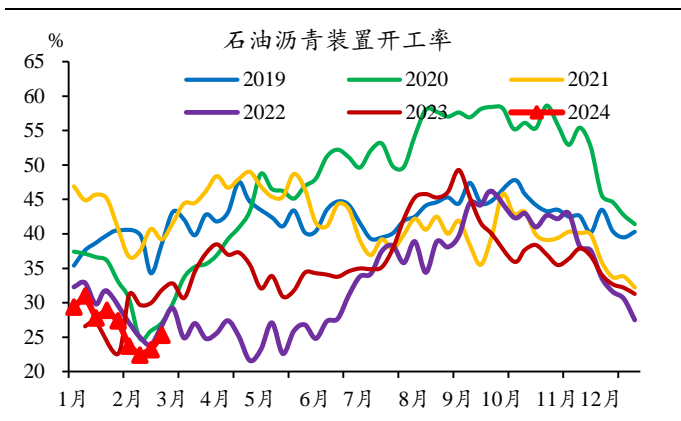
图 23: 商品房成交面积处于同期历史低位.....	10
图 24: 春节一线城市商品房销售转暖较为明显.....	10
图 25: 土地成交面积同环比均有所下降.....	10
图 26: 最近两周北上广深地铁客运量回升.....	11
图 27: 最近两周国内执行航班数量边际有所回落.....	11
图 28: 整车货运流量指数已有所反弹.....	11
图 29: 近两周公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数有所下降.....	11
图 30: 最近两周出口运价与内贸运价均回落.....	12
图 31: 最近两周国际大宗商品运价整体上升.....	12
图 32: 最近两周资金利率波动运行.....	13
图 33: 最近一周央行实现货币净投放.....	13
图 34: 最近两周质押式回购成交量共为 65.6 万亿元.....	14

1、供需：节后基建开工表现分化，工业生产恢复快于需求

1.1、基建：节后磨机运转与水泥发运率处于历史同期高位

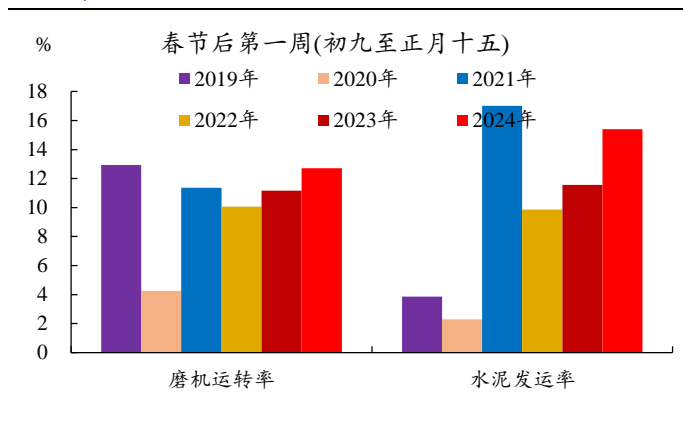
节后两周(2月18日至3月2日)，石油沥青装置开工率见底回升，但绝对值仍处历史同期较低位置；节后第一周(2月18日至2月24日)，磨机运转率、水泥发运率分别为12.7%、15.4%，处于历史春节后同期较高位置。

图1：节后两周石油沥青装置开工率处于同期历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：节后第一周磨机运转率、水泥发运率处于同期历史高位

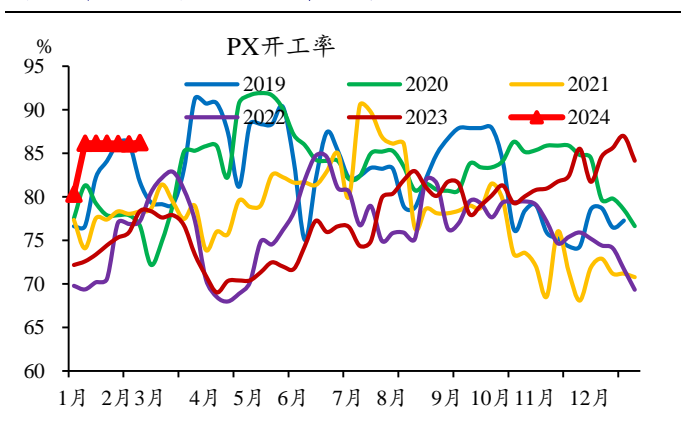


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、工业生产：部分化工链产品开工超季节性，汽车轮胎开工回升较快

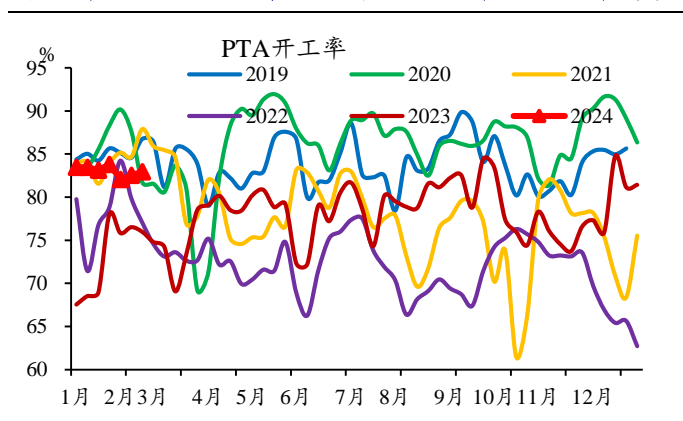
节后两周(2月18日至3月2日)，PX等化工链开工率超历史同期，PX开工率保持在86%以上，PTA开工率亦高于2022年、2023年同期。汽车轮胎开工率回升速度较快，其中半钢胎开工率超过2019-2023年同期。高炉、焦炉开工率延续下行，高炉平均开工率、高炉炼铁产能平均利用率较上两周环比-1.2pct、-0.5pct，焦炉平均生产率、焦化企业平均开工率较上两周环比-1.8pct、-1.9pct，且从季节性上看，开工处于历史偏低位置。

图3：节后两周PX开工率保持在86%以上



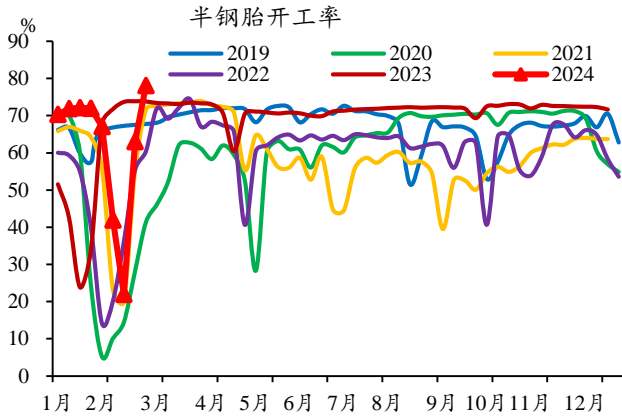
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：节后PTA开工率整体高于2022年、2023年同期



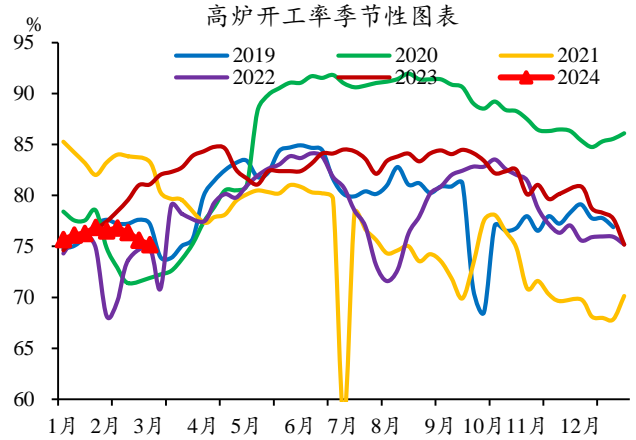
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：汽车半钢胎开工率已超过 2019-2023 年同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：高炉开工率弱于 2019 年、2021 年、2023 年同期

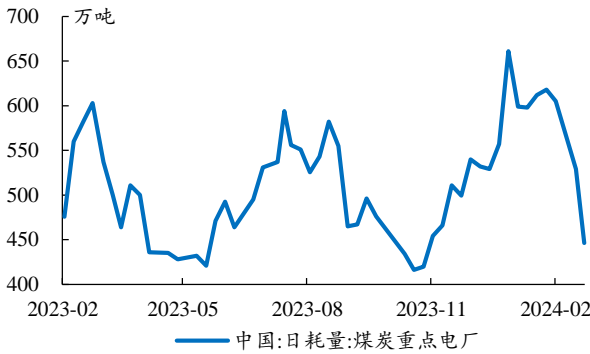


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、工业与消费需求：地产链与轻纺城需求回升速度较慢

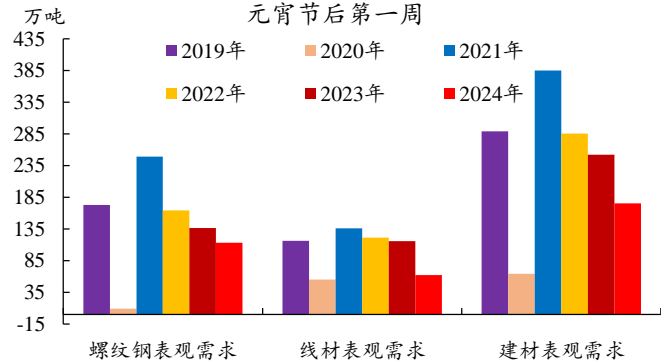
工业需求方面，2月前22天，电厂煤炭日耗均值较1月下降，重点电厂环比下降13.2%。节后最近一周（2月25日至3月2日），地产链需求回升速度慢于历史同期，螺纹钢、线材、建材平均表观需求弱于2019年、2021-2023年同期。

图7：2月前22天，电厂煤炭日耗均值较1月下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

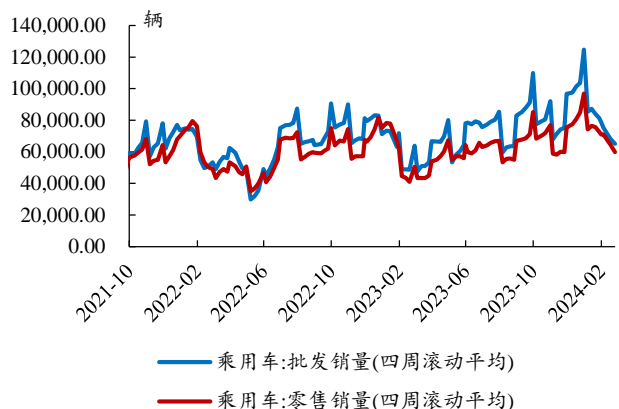
图8：节后最近一周地产链需求绝对值低于历史同期



数据来源：Wind、开源证券研究所

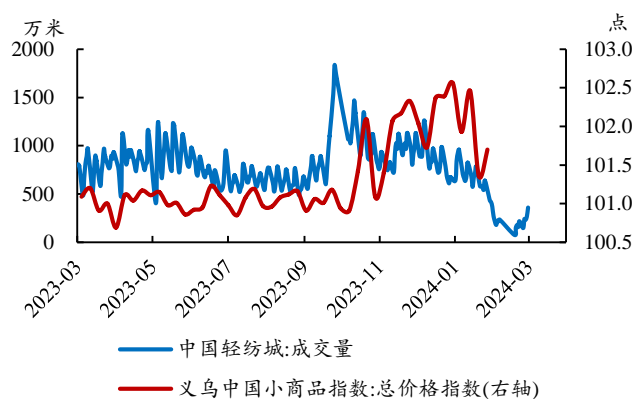
消费需求方面，2023年11月以来，乘用车四周滚动平均销量同比维持正增长，近期因春节错位有所回落。最近两周（2月18日至3月2日），中国轻纺城成交量季节性回升，但平均值较历史同期仍处低位。

图9：乘用车四周滚动平均销量季节性下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：最近两周中国轻纺城平均成交量企稳回升



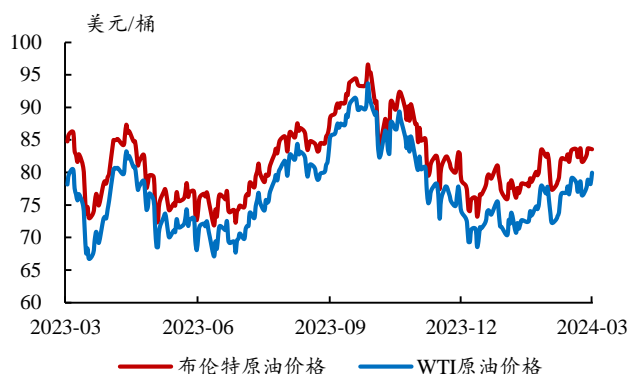
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、价格：国际大宗品涨跌分化，国内金属、化工商品上升

2.1、国际大宗商品：原油价格延续回升，金属价格涨跌互现

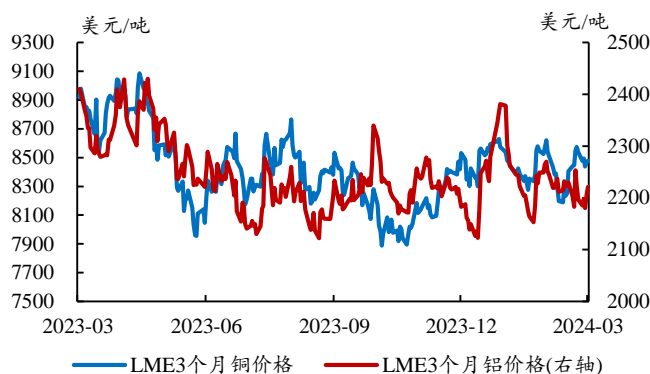
最近两周（2月17日至3月1日），原油价格延续回升，布伦特、WTI原油均价较上两周分别环比+2.3%、+2.6%。铜、铝价格涨跌分化，LME3个月铜与铝均价较上两周分别环比+2.2%、-0.9%。黄金价格有所回升，COMEX黄金均价较上两周环比0.9%。

图11：最近两周原油价格延续回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：最近两周铜铝价格涨跌分化

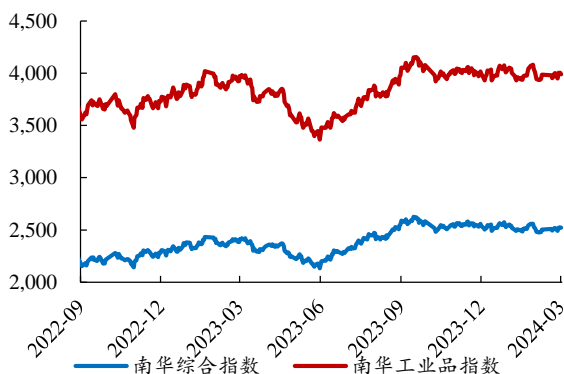


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、国内工业品：整体震荡运行，金属、能化产品价格上升

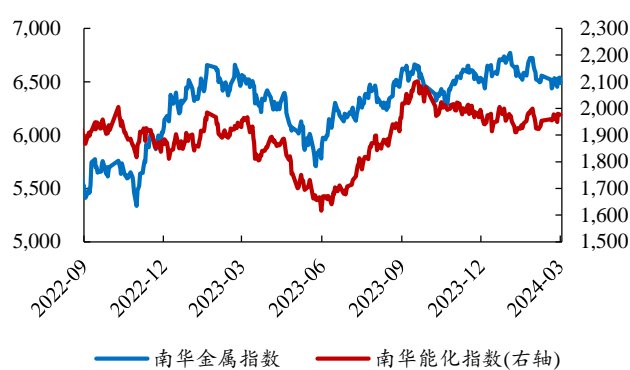
首先以南华指数观察整体价格变化：最近两周（2月17日至3月1日），国内工业品价格震荡运行。南华综合指数、南华工业品指数、南华金属指数、南华能化指数平均值较节前两周分别环比+0.1%、-0.2%、+0.9%、+0.8%。

图13：最近两周南华综合指数震荡运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：最近两周南华金属与能化指数有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

黑色系商品价格普降：最近两周（2月17日至3月1日），铁矿石、螺纹钢价格均下降，平均值较节前两周分别环比-3.3%、-2.2%

图15: 最近两周螺纹钢与铁矿石价格有所下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

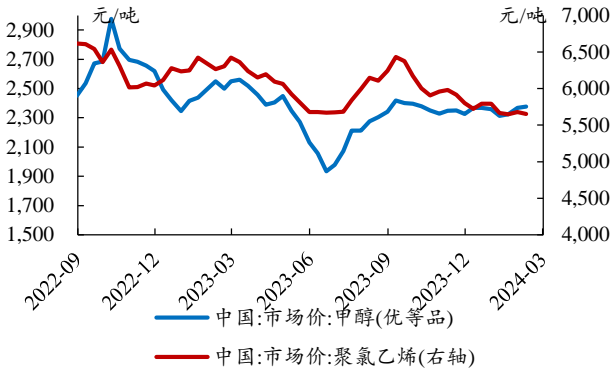
图16: 春节期间煤炭价格略有下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

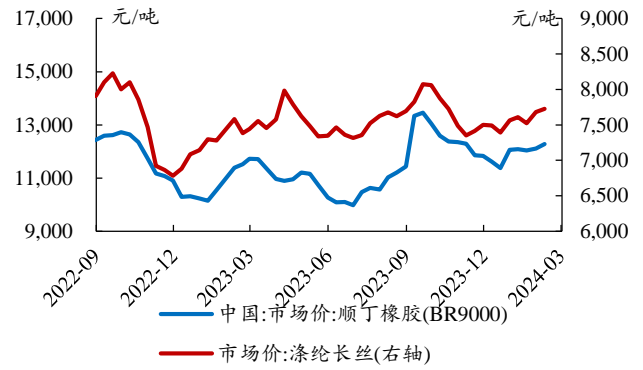
化工链商品价格春节整体上升: 春节期间(2月10日当周), 甲醇、聚氯乙烯、顺丁橡胶、涤纶长丝平均价格较上周分别环比+0.3%、-0.5%、+1.4%、+0.6%。

图17: 春节期间甲醇价格有所上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

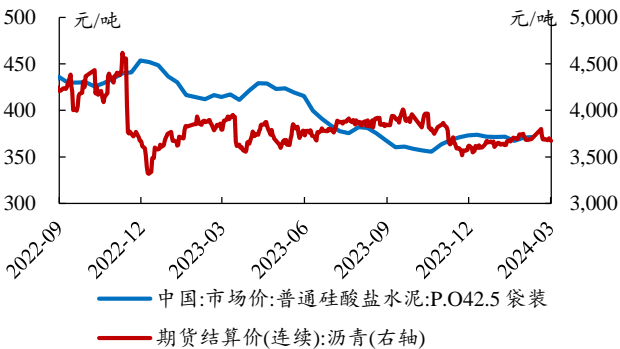
图18: 春节期间顺丁橡胶、涤纶长丝价格有所上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

建材价格整体回升: 最近两周(2月17日至3月1日), 沥青价格略有回落, 平均价格较节前两周环比-0.1%。浮法玻璃、水泥春节期间价格分别较上周环比+0.3%、+0.2%。

图19: 最近两周沥青价格略有回落



数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 春节期间浮法玻璃平均价格有所回升



数据来源: Wind、开源证券研究所

2.3、食品：农产品价格有所下降

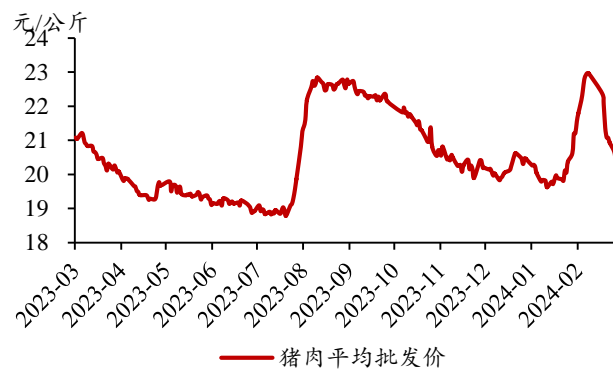
最近两周（2月17日至3月1日），农产品价格有所回落，农产品价格200指数平均值较上两周环比下降4.8%，猪肉价格回落，猪肉平均批发价较上两周环比下降7.6%。

图21：近两周农产品价格有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：近两周猪肉价格有所下降



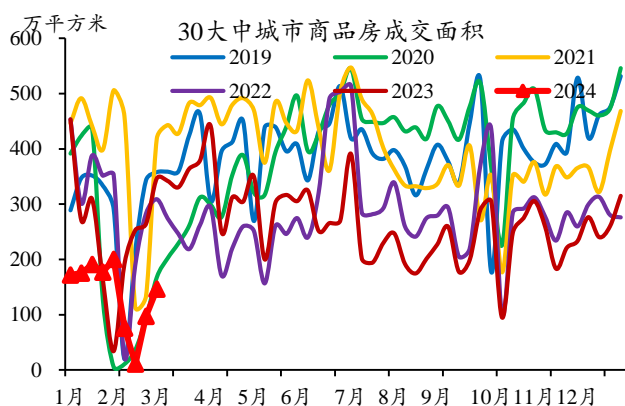
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、地产：商品房成交环比回升，但弱于季节性

3.1、商品房：成交面积环比回升

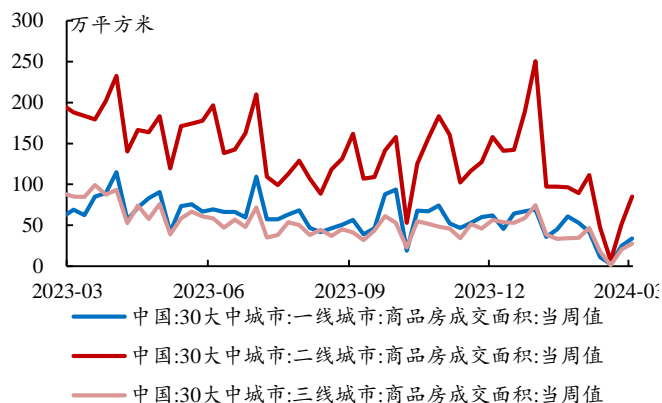
最近两周（2月18日至3月2日），全国30大中城市商品房成交面积平均值较上两周环比回升149.7%，但从季节性上看处于同期历史低位。从结构上看，以当周值计算，一线城市商品房销售转暖较为明显。

图23：商品房成交面积处于同期历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：春节一线城市商品房销售转暖较为明显

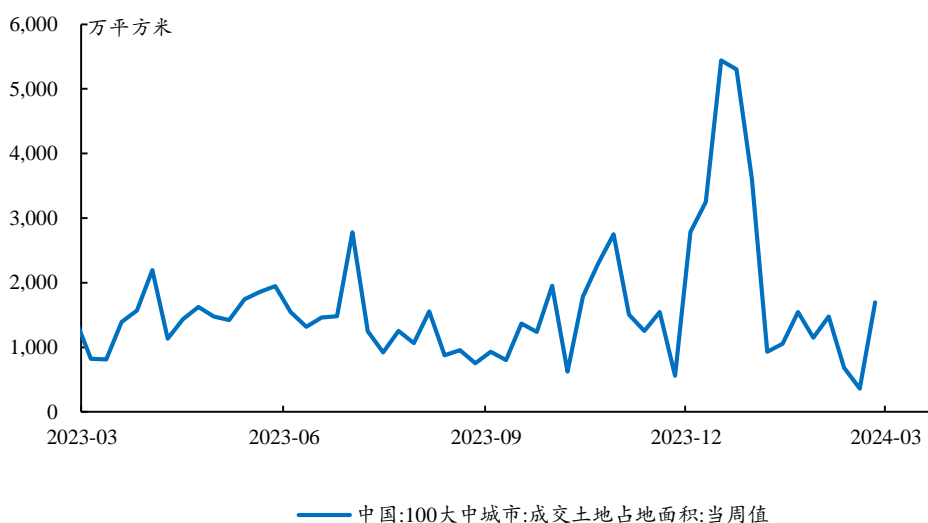


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、土地：成交面积同环比均下降

最近两周（2月18日至3月2日），100大中城市成交土地占地面积较上两周环比下降4.7%，较2023年春节同期同比下降33%。

图25：土地成交面积同环比均有所下降



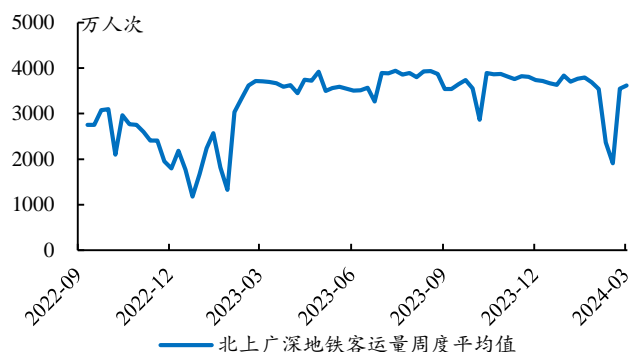
数据来源：Wind、开源证券研究所

4、交通运输：居民出行同比正增，出口运价有所回落

4.1、居民出行：地铁客运回升且超历史同期

最近两周(2月18日至3月2日)，北上广深地铁客运量平均值较上两周环比上升67.8%，较2023年春节同期同比上升12.6%。国内执行航班数平均值较上两周环比下降2.7%，较2023年春节同期同比上升12.0%。

图26：最近两周北上广深地铁客运量回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：最近两周国内执行航班数量边际有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、物流运输：最近一周边际回升

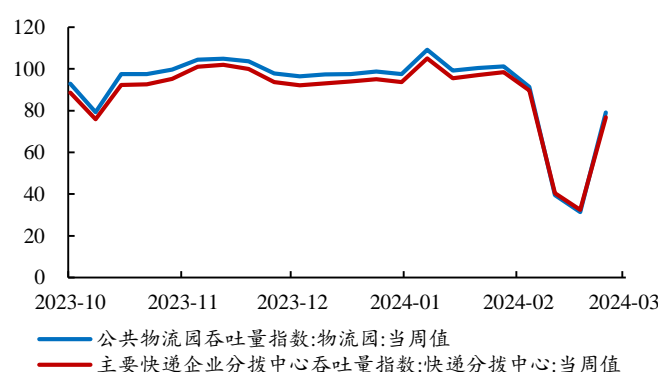
最近两周(2月18日至3月2日)，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数平均值较上两周分别环比-23.5%、-15.6%、-16.1%。节奏上看，整车货运流量指数、公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数在最近一周已有所反弹。

图28：整车货运流量指数已有所反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：近两周公路物流园吞吐量指数与主要快递企业分拨中心吞吐量指数有所下降

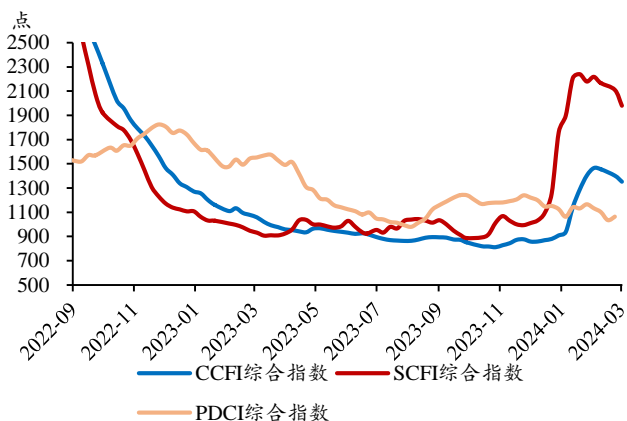


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、运价：出口运价有所回落，BDI与铁矿石运价指数有所回升

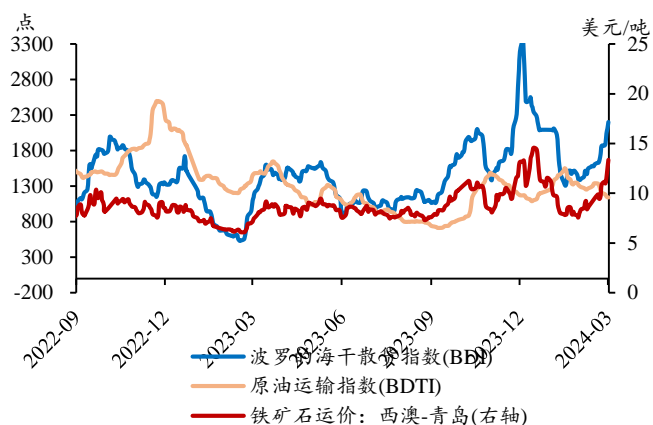
最近两周（2月18日至3月2日），出口运价与内贸运价均回落，CCFI指数、SCFI指数、PDCI指数平均值较节前两周分别环比-5.4%、-5.6%、-0.4%。大宗商品运价整体回升，BDI指数、BDTI指数、铁矿石运价指数平均值较上两周分别环比+20.5%、-5.3%、+23.8%。

图30：最近两周出口运价与内贸运价均回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：最近两周国际大宗商品运价整体上升

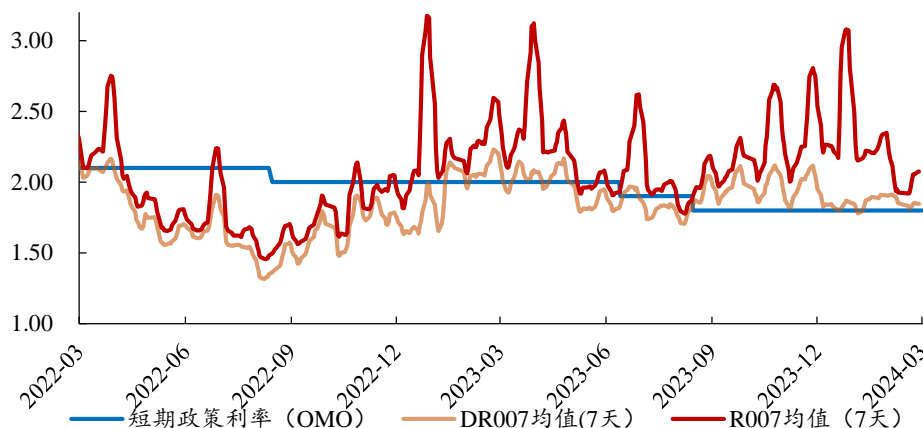


数据来源：Wind、开源证券研究所

5、流动性：资金利率波动运行，逆回购以净回笼为主

最近两周（2月17日至3月1日），资金利率波动运行，截至3月1日，R007为2.0%，DR007为1.8%。DR007近7天中枢为1.9%，相较于2月节前均值稍有下降。

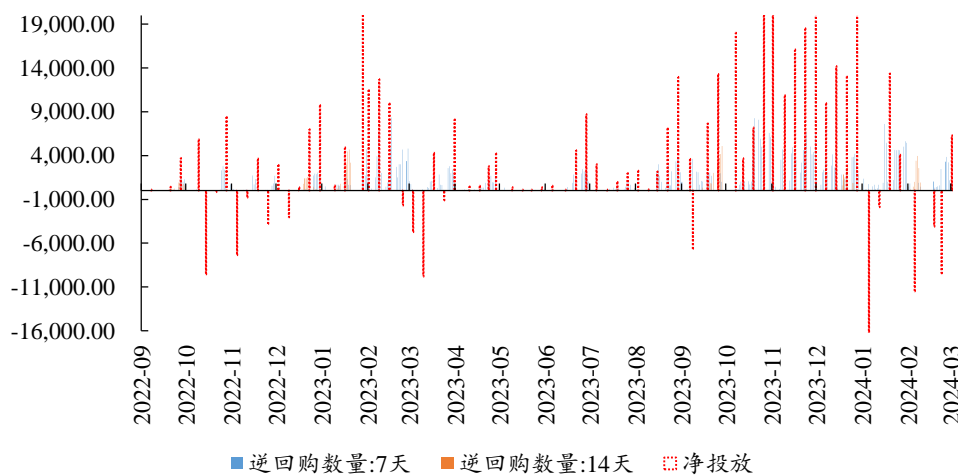
图32：最近两周资金利率波动运行



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（2月17日至3月1日），央行逆回购以净回笼为主。最近一周央行实现货币净投放6320亿元，2月18-23日，央行货币净回笼9460亿元。

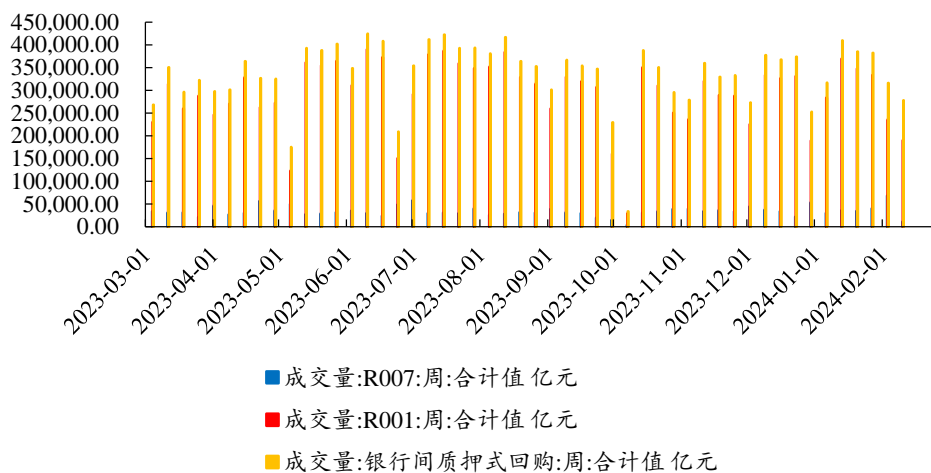
图33：最近一周央行实现货币净投放



数据来源：Wind、开源证券研究所

最近两周（2月17日至3月1日），质押式回购成交量共为65.6万亿元。本周质押式逆回购较上周增加10.1万亿元。

图34：最近两周质押式回购成交量共为 65.6 万亿元



数据来源：Wind、开源证券研究所

6、风险提示

大宗商品价格波动超预期，政策力度超预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn