



见微知著系列之七十四

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

库存周期“重启”，关注哪些亮点？

3月工业库存延续回升，传递库存周期“重启”信号。哪些行业补库“意愿”更强，或对经济产生多大带动作用？

一问：库存行为，有哪些新变化？制造业库存企稳改善，化纤、运输设备等行业率先补库

国内库存偏低背景下，制造业库存增速企稳改善，带动工业库存增速持续回升。2023年下半年工业企业营收增速开启上行，名义、实际库存同比分别较11月增加0.8、0.6个百分点至今年3月的2.5%、5.3%；制造业占工业产成品存货比重高达97.2%，期间制造业库存同比增加0.7个百分点，是推动工业整体库存回升的主因。

制造业中，加工冶炼行业库存回升较为显著；其中化学纤维、有色金属等中类行业率先“主动补库”。分类别看，制造业中加工冶炼业库存增速涨幅较大，2月库存同比较去年低点提升9.8个百分点。细分行业中，化学纤维、有色加工等行业需求连续回暖，营收增速改善的同时，2月库存同比分别回升至18.8%、2.8%。

装备制造业库存小幅回升，其中通用设备、运输设备也已开启补库，计算机通信、汽车库存传递“触底”信号。通用设备和运输设备业需求改善幅度较大、库存连续回补，2月库存同比分别较2023年低点增加2.2、6.5个百分点。计算机通信、汽车库存水平仍低，但营收同比已连续数月回升，“去库”或已接近尾声。

二问：结构上，哪些行业补库“意愿”更强？关注中美库存“共振”、国内设备更新相关链条

部分库存增速回升较多的行业，其补库“意愿”受外需影响较大。运输设备、化学纤维、通用设备等已开启“主动补库”的行业，3月出口交货值同比分别保持27.5%、13.3%、7.9%的较快增长。计算机通信、纺织服装等低库存行业能否开启补库，也较多依赖于外需，两大行业外贸依存度分别达到41.3%、22.4%。

美国补库、全球消费电子景气回升等外部“周期”力量，可能带动化纤、金属制品、计算机通信等行业库存连续回补。化学纤维、金属制品是本轮中美库存“共振”的代表性行业，数月以来我国对美出口的相关商品同比降幅显著收窄。此外全球半导体销售明显改善，我国计算机通信行业需求相应回暖，3月营收同比转正至6.7%。

国内新一轮设备更新等政策加快落地，或可强化通用设备、汽车等低库存行业“补库”意愿。汽车、通用设备等是本轮设备更新的主要“生产方”，同时2月实际库存同比分别处于28.8%、14.7%的历史较低位，政策带动下未来补库意愿或更高。设备制造业生产强度提升的过程中，又能够对金属制品、化工等上游行业需求形成带动。

三问：库存回补，对经济的支持力度如何？周期力量加之政策支持，不宜低估“补库”力度

支出法视角下，存货变动占GDP比重约1.6%，对经济增长的贡献呈现“周期”变化。支出法GDP下的资本形成总额可进一步划分为固定资本形成总额、存货变动，2000-2022年，存货变动占GDP比重均值为1.6%；由于库存行为呈现周期变化，存货变动在不同年份也有较大波动，对实际GDP增长的拉动平均为0.6个百分点。

工业库存与GDP存货变动在统计口径上存在区别，但由于前者占比较高，后者走势受其影响较大。市场通常基于工业产成品存货来刻画库存周期，该指标为“存量”概念，指当期存货价值；GDP存货变动则为“增量”概念，等于期末存货价值较期初差额。GDP存货变动中工业占比约80%，二者的同比变化趋势较为一致。

“补库”启动，对GDP同比的直接贡献或有0.1-0.4个百分点。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已从2023年6月末9.9%的历史高位、降至2023年末的7.1%，库存周期则传递“重启”信号。2024年，周期力量向上加之政策支持，工业库存同比或回升至6.8%左右、对GDP同比贡献或有0.1-0.4个百分点。

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：库存周期“重启”，关注哪些亮点？	5
1.1、一问：库存行为，有哪些新变化？	5
1.2、二问：结构上，哪些行业补库“意愿”更强？	7
1.3、三问：库存回补，对经济的支持力度如何？	10
2、生产高频跟踪：工业生产边际回升，建筑业开工有所回落	13
3、需求高频跟踪：消费不温不火、地产成交有所回升、出口运价继续上行	16
风险提示	20

图表目录

图表 1： 工企营收增速变化稍领先于产成品存货变动	5
图表 2： 近期工企库存连续回升	5
图表 3： 制造业库存占规上工企整体比重超 97%	5
图表 4： 2024 年初，制造业库存增速小幅回升	5
图表 5： 加工制造业库存增速回升幅度较大	6
图表 6： 化学纤维业营收、库存均呈现大幅改善	6
图表 7： 营收持续回升下，有色加工库存回补	6
图表 8： 2020-2023 年行业间平均库存占比存在差异	6
图表 9： 近期通用设备行业库存随营收增长而小幅补库	7
图表 10： 2023 年以来运输设备业库存有明显回补	7
图表 11： 2023 年以来计算机通信业营收大幅提升	7
图表 12： 2024 年 3 月，汽车库存增速已降至历史较低位	7
图表 13： 部分库存增速回升较多行业，受到外需改善带动	8
图表 14： 计算机通信、纺织服装的外贸依存度相对更高	8
图表 15： 我国对美出口纺织原料、金属制品同比大幅改善	8
图表 16： 全球消费电子景气改善、计算机通信需求好转	8
图表 17： 中美库存“共振”主要集中在金属加工、基础化学品、纺织制品等行业	9
图表 18： 本轮设备更新聚焦工农、建筑、文旅医疗等领域	9
图表 19： 2015 年机械设备制造业完全消耗系数	9
图表 20： 固定资本形成总额，细分行业的供给占比	10
图表 21： 支出法 GDP 的三部分构成	10
图表 22： 2000-2022 年，存货变动占 GDP 比重均值为 1.6%	10
图表 23： 2000-2022 年，存货变动平均拉动实际 GDP 增长 0.6 个百分点左右	11



图表 24: 正常年份, 工业存货变动占比在 80%左右.....	11
图表 25: 2020 年能繁母猪存栏数大幅扩张.....	11
图表 26: 工业存货、产成品存货同比走势基本一致.....	12
图表 27: 工业产成品存货与 GDP 存货增加同比走势相近.....	12
图表 28: 实际利率与库存行为反向、且弱领先.....	12
图表 29: 2024 年, 工业名义库存同比中枢或在 6.8%.....	12
图表 30: 本周, 钢厂盈利率延续回弹.....	13
图表 31: 本周, 高炉开工率继续提升.....	13
图表 32: 本周, 钢材表观消费略有减少.....	13
图表 33: 本周, 钢材社会库存继续去库.....	13
图表 34: 本周, 纯碱开工率大幅回升.....	14
图表 35: 本周, PTA 开工率显著回升.....	14
图表 36: 本周, 涤纶长丝开工率延续小幅上涨.....	14
图表 37: 本周, 汽车半钢胎开工率高位增加.....	14
图表 38: 本周, 铝行业平均开工率略有上涨.....	14
图表 39: 本周, 电解铜开工率环比增加.....	14
图表 40: 本周, 电解铝现货库存延续去库.....	15
图表 41: 本周, 社铜库存继续增加.....	15
图表 42: 本周, 全国水泥粉磨开工率有所回落.....	15
图表 43: 本周, 全国水泥出货率小幅减少.....	15
图表 44: 本周, 水泥库容比明显下滑.....	15
图表 45: 本周, 水泥价格指数小幅下滑.....	15
图表 46: 本周, 玻璃产量持平上周.....	16
图表 47: 本周, 玻璃周表观消费延续回落.....	16
图表 48: 本周, 玻璃价格小幅下滑.....	16
图表 49: 本周, 沥青开工率低位回落.....	16
图表 50: 本周, 全国商品房成交有所回升.....	16
图表 51: 本周, 一线城市商品房成交环比增加.....	16
图表 52: 本周, 二线城市成交有所上涨.....	17
图表 53: 本周, 三线城市成交也有回升.....	17
图表 54: 4 月以来, 各线城市新房成交降幅较上月收窄.....	17
图表 55: 上周, 全国二手房成交有所回落.....	17
图表 56: 上周, 全国整车货运流量微跌.....	17
图表 57: 上周, 绝大多数省市公路货运流量变化不大.....	17
图表 58: 上周, 铁路运输量延续回升.....	18



图表 59: 上周, 高速公路货运量小幅下滑	18
图表 60: 上周, 邮政快递揽收量有所回升	18
图表 61: 上周, 邮政快递业务投递量也有增加	18
图表 62: 本周, 全国迁徙规模指数回落放缓	18
图表 63: 本周, 国内执行航班架次有明显减少	18
图表 64: 本周, 全国样本城市地铁客流总量小幅回落	19
图表 65: 本周, 多数样本城市地铁客流量减少	19
图表 66: 本周, 全国拥堵延时指数有所增加	19
图表 67: 本周, 多数样本城市拥堵指数有所回升	19
图表 68: 上周, 票房收入有所回落	19
图表 69: 上周, 观影人数有所减少	19
图表 70: 上周, 乘用车零售量小幅增加	20
图表 71: 上周, 乘用车批发量环比小幅回落	20
图表 72: 本周, 出口集装箱运价指数延续回升	20
图表 73: 本周, 东南亚航线运价指数显著提升	20
图表 74: 本周, 地中海航线运价由降转增	20
图表 75: 本周, BDI 运价指数有所回落	20



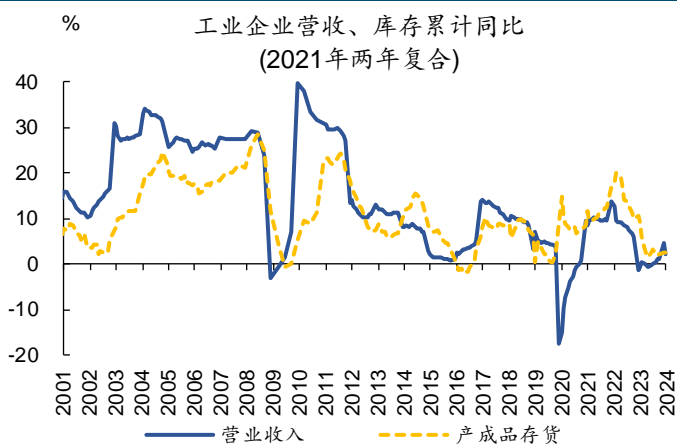
1、热点思考：库存周期“重启”，关注哪些亮点？

3月工业库存延续回升，传递库存周期“重启”信号。哪些行业补库“意愿”更强，或对经济产生多大带动作用？本文梳理，供参考。

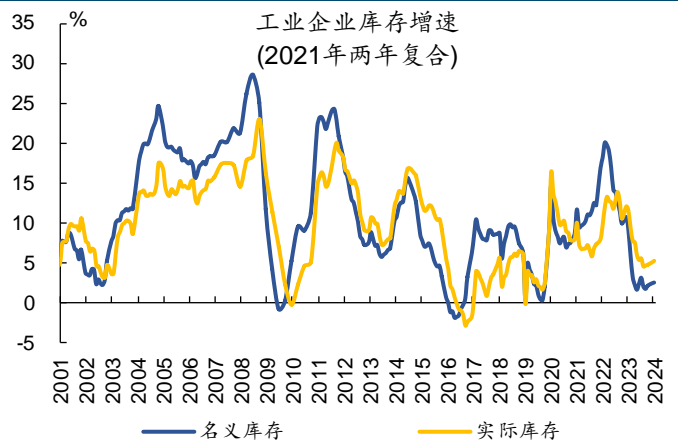
1.1、一问：库存行为，有哪些新变化？

国内库存偏低背景下，制造业库存增速企稳改善，带动工企实际库存增速持续回升。企业库存行为是对需求变化的映射，经验上工企营收同比略领先于产成品库存同比。2023年下半年营收企稳回升；在此期间，名义库存、实际库存同比分别自2023年11月增加0.8、0.6个百分点至2024年3月2.5%、5.3%。分行业看，制造业占工业产成品存货比重高达97.2%，其同比增速较2023年11月增加0.7个百分点至2月的2.6%，是推动整体库存回升的主因。相比之下，采矿业近期虽有回升，但占比仅有2.4个百分点，库存变动的影响较小。电热燃水仍处“去库”阶段，名义库存同比较2023年11月回落7.8个百分点至-6.9%。

图表1：工企营收增速变化稍领先于产成品存货变动



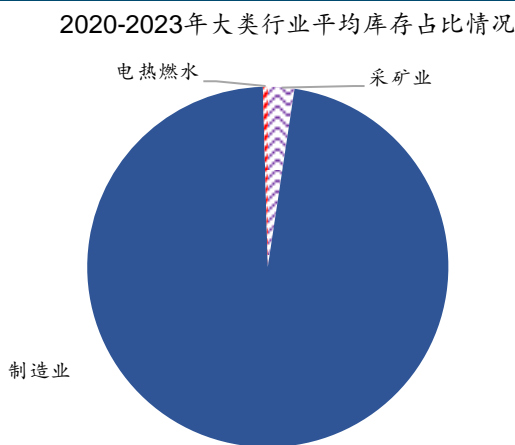
图表2：近期工企库存连续回升



来源：iFind、国金证券研究所

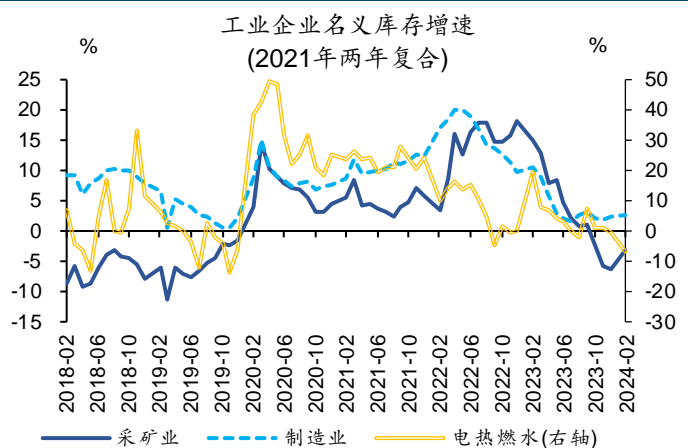
来源：iFind、国金证券研究所

图表3：制造业库存占规上工企整体比重超97%



来源：iFind、国金证券研究所

图表4：2024年初，制造业库存增速小幅回升

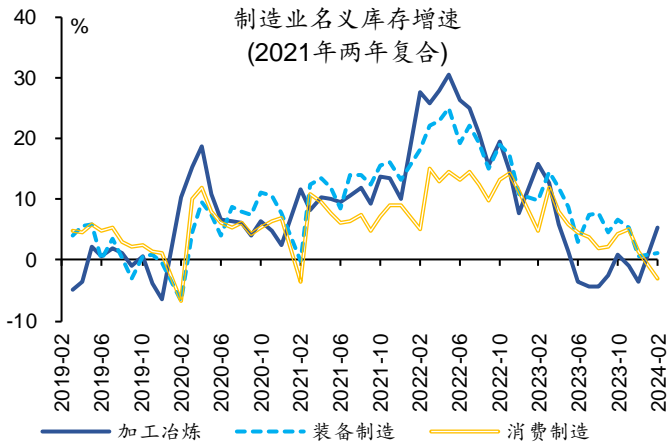


来源：iFind、国金证券研究所

制造业中，加工冶炼行业库存回升较为显著；其中化学纤维、有色金属等中类行业率先开启“主动补库”。分类别看，制造业中加工冶炼业库存回升幅度较大，2月较2023年低点增加9.8个百分点。细分行业中，化学纤维、有色加工等行业需求回暖幅度较大，3月，两大行业营收同比分别较去年低点大幅回升24.5、9.7个百分点至17.7%、9.5%。需求带动下，化学纤维、有色加工开启“主动补库”，2月名义库存同比分别回升至18.8%、2.8%。

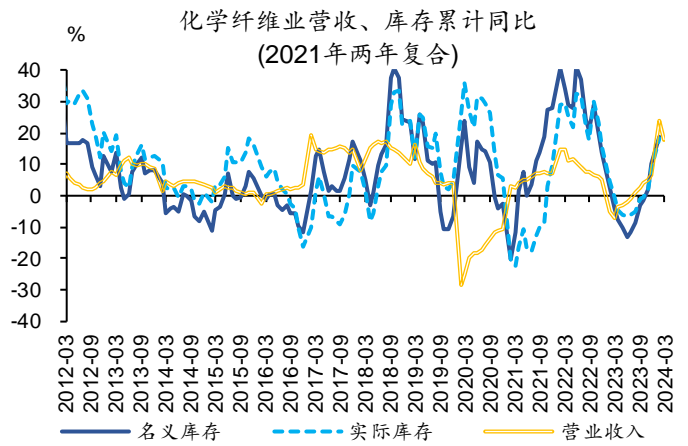


图表5: 加工制造业库存增速回升幅度较大



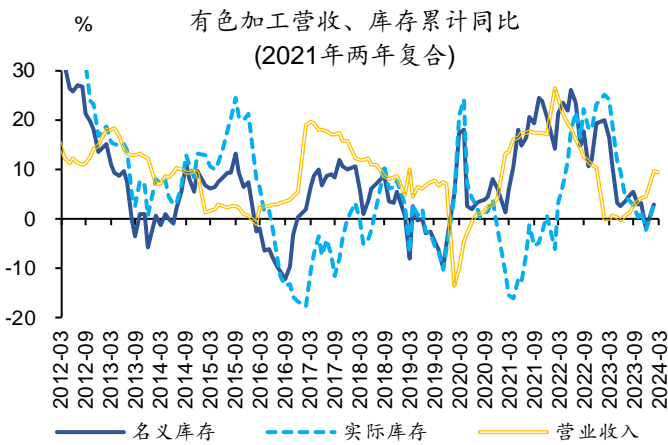
来源: iFind、国金证券研究所

图表6: 化学纤维业营收、库存均呈现大幅改善



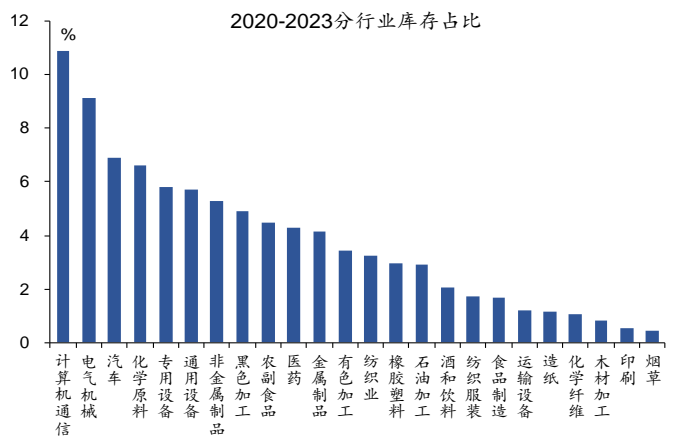
来源: iFind、国金证券研究所

图表7: 营收持续回升下, 有色加工库存回补



来源: iFind、国金证券研究所

图表8: 2020-2023年行业间平均库存占比存在差异

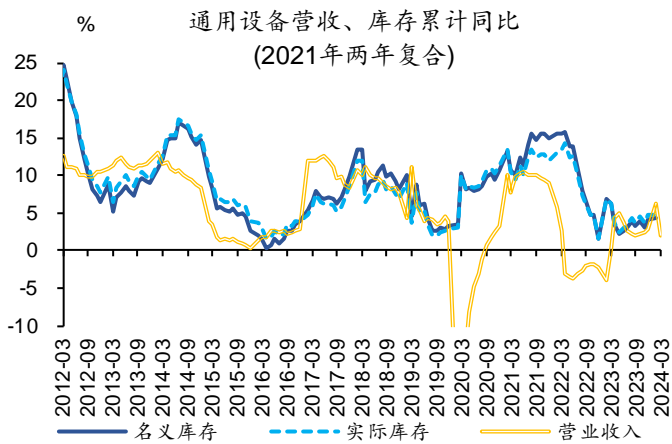


来源: iFind、国金证券研究所

装备制造业库存小幅回升, 其中通用设备、运输设备也已开启补库, 计算机通信、汽车库存传递“触底”信号。2023年以来, 通用设备、运输设备业营收增速回升、带动库存平稳回补, 名义库存分别由2023年低点增加2.2、6.5个百分点至2月的4.3%、8.5%。计算机通信、汽车库存水平仍低, 2月名义库存同比分别录得-1.9%、0.2%, 处于4.8%、26.7%的历史较低分位; 但两大行业需求形势已呈现改善, 3月营收同比分别较2023年低点增加13.2、12.4个百分点至6.7%、6.2%, “去库”或已接近尾声。

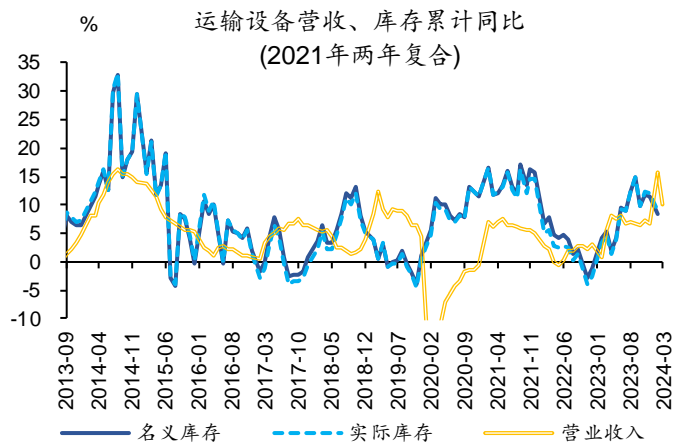


图表9：近期通用设备行业库存随营收增长而小幅补库



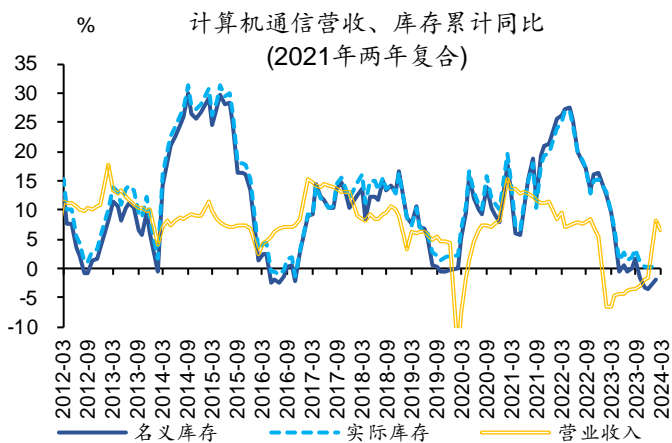
来源：iFind、国金证券研究所

图表10：2023年以来运输设备业库存有明显回补



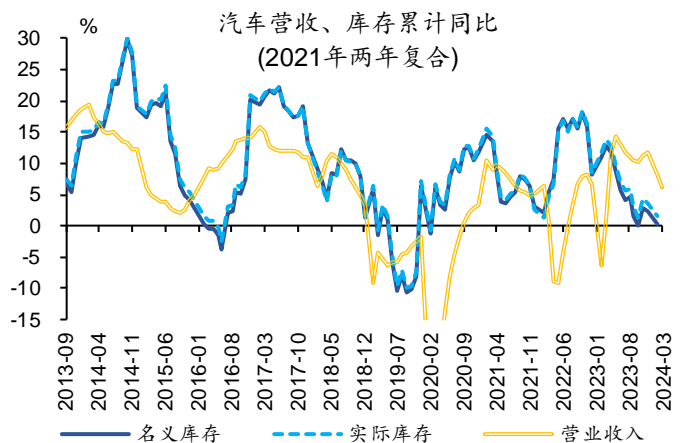
来源：iFind、国金证券研究所

图表11：2023年以来计算机通信业营收大幅提升



来源：iFind、国金证券研究所

图表12：2024年3月，汽车库存增速已降至历史较低位



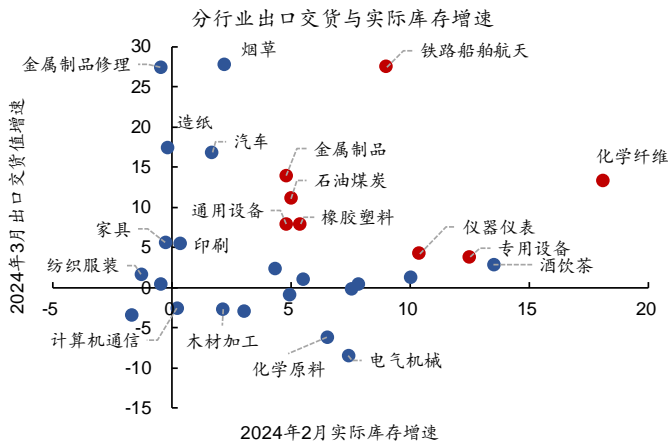
来源：iFind、国金证券研究所

1.2、二问：结构上，哪些行业补库“意愿”更强？

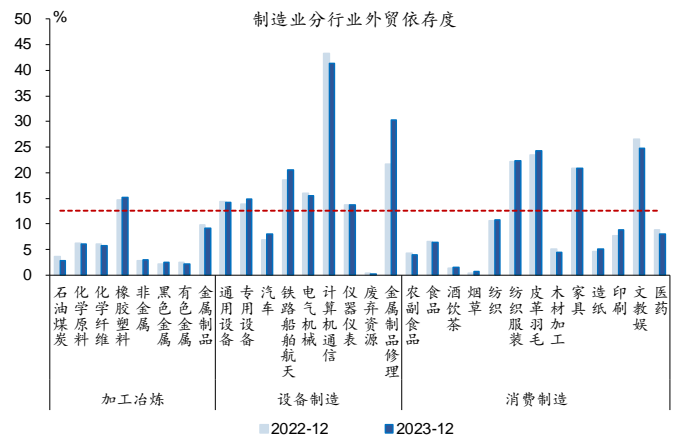
部分库存增速回升较多的行业，其补库“意愿”受外需影响较大。我国制造业外贸依存度较高，出口交货值占营收比重接近13%。近期库存增速呈现回升的行业中，多数受到外需改善的带动；如运输设备、化学纤维、通用设备等已开启“主动补库”的行业，3月出口交货值同比分别保持27.5%、13.3%、7.9%的较快增长。计算机通信、纺织服装等低库存行业能否开启补库，也较多依赖于外需，两大行业外贸依存度分别达到41.3%、22.4%。



图表13: 部分库存增速回升较多行业, 受到外需改善带动



图表14: 计算机通信、纺织服装的外贸依存度相对更高

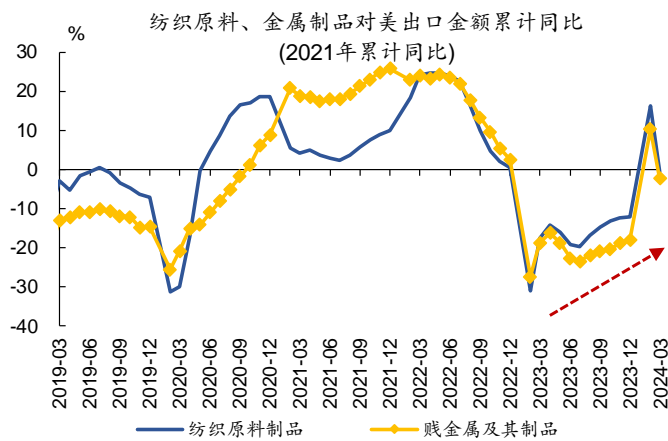


来源: Wind、国金证券研究所

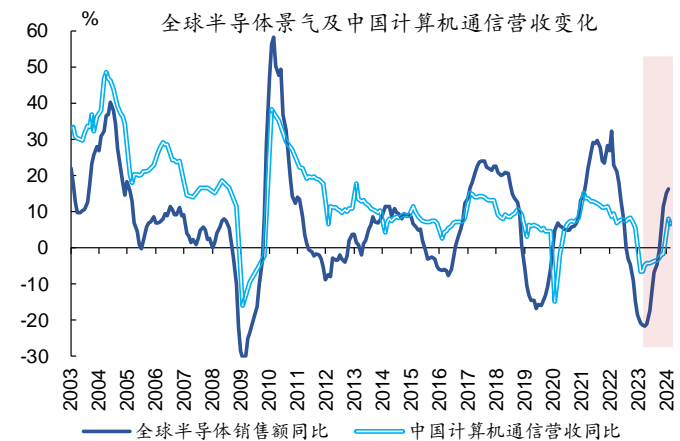
来源: Wind、国金证券研究所

美国补库、全球消费电子景气回升等外部“周期”力量, 可能带动化纤、金属制品、计算机通信等行业库存连续回补。当前美国部分行业“补库”已开启, 本轮中美库存“共振”的代表性行业有化学纤维、金属制品等; 3月, 我国对美出口的纺织原料、金属制品同比分别较去年低点大幅提升30、25个百分点至-0.6%、-2.3%。此外, 全球消费电子景气明显改善, 2月全球半导体销售额同比回升至16.3%; 相应地, 我国计算机通信行业需求回暖, 3月营收同比转正至6.7%。(详情参见《昂贵的补库: 当制造业新周期遇到高利率》)。

图表15: 我国对美出口纺织原料、金属制品同比大幅改善



图表16: 全球消费电子景气改善, 计算机通信需求好转



来源: Wind、国金证券研究所

来源: Wind、国金证券研究所



图表17: 中美库存“共振”主要集中在金属加工、基础化学品、纺织制品等行业

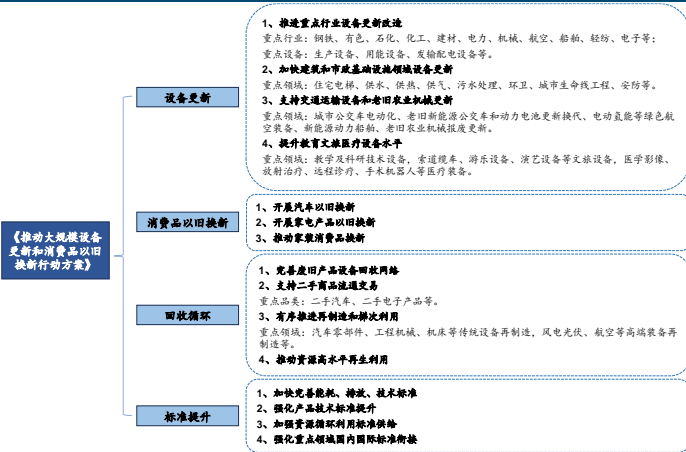
	行业名称	美国库存状态		美国库存增速						中国库存增速						
		趋势	趋势	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09	2023-08	趋势	2024-02	2024-01	2023-12	2023-11	2023-10	2023-09
中美库存共振	基础化学品	%	主动补库 回升	-0.29	-0.69	-1.16	-1.31	-1.19	-0.85	回升	-1.26	-1.98	-2.33	-2.23	-0.75	0.85
	金属加工制品	%	主动补库 回升	-0.42	-0.47	-0.58	-0.74	-0.76	-0.47	回升	1.48	0.06	-0.62	-1.77	-2.73	-3.08
	初级金属	%	主动补库 回升	-2.87	-3.17	-3.57	-3.87	-3.85	-3.79	回升	1.78	1.05	0.37	-0.87	-2.15	-2.47
	专业和商业设备	%	主动补库 回升	-3.50	-5.33	-6.82	-6.91	-6.87	-5.94	回升	13.38	13.64	13.47	13.15	12.63	12.60
	石油及煤产品	%	主动补库 回升	-6.22	-4.69	-2.37	-1.89	-4.60	-11.43	回升	-3.86	-6.90	-8.68	-11.45	-12.08	-11.92
	纺织制品	%	主动补库 回升	-6.31	-7.04	-7.64	-8.04	-7.75	-7.09	回升	5.62	4.86	4.13	3.27	2.43	1.82
中国有望补库	木制品	%	主动补库 回升	-4.05	-4.21	-4.21	-4.42	-4.95	-5.35	下降	1.38	2.14	2.47	3.90	5.08	6.32
	计算机和计算机外围设备	%	主动补库 回升	-6.94	-11.34	-15.60	-16.86	-18.55	-19.12	下降	-1.76	-1.36	-1.20	-0.50	-0.02	1.28
	农产品	%	主动补库 回升	-26.62	-25.59	-25.58	-26.56	-29.00	-32.71	下降	2.82	3.16	3.00	3.73	4.10	4.68
中美库存均向下	机动车及零件经销商	%	主动去库 下降	23.40	23.53	23.08	22.59	22.53	23.64	下降	1.38	2.26	2.58	3.15	4.13	6.12
	机械、设备和用品	%	主动去库 下降	14.35	15.25	17.08	18.94	20.64	22.00	下降	5.32	6.64	6.88	7.07	7.22	7.97
	机动车和汽车设备	%	主动去库 下降	11.04	11.11	11.83	13.35	14.76	16.61	下降	1.38	2.14	2.47	3.90	5.08	6.32
	非金属矿产	%	主动去库 下降	3.08	3.08	3.50	4.08	4.64	5.21	下降	3.88	4.20	4.32	4.20	3.18	3.20
	机械	%	主动去库 下降	3.02	3.50	4.28	5.09	6.10	7.02	下降	5.32	6.64	6.88	7.07	7.22	7.97
	电气设备及其他设备	%	主动去库 下降	1.97	2.83	3.67	4.14	4.61	5.20	下降	5.32	6.64	6.88	7.07	7.22	7.97
	食品和饮料店	%	主动去库 下降	0.82	0.99	1.69	2.49	3.63	4.07	下降	2.58	2.30	2.50	3.55	5.28	7.05
	纸制品	%	主动去库 下降	-2.95	-3.06	-3.21	-3.19	-2.90	-2.16	下降	-7.14	-7.38	-7.20	-6.67	-4.90	-3.08
	皮革及相关制品	%	主动去库 下降	-6.71	-7.65	-7.01	-5.66	-3.34	-0.08	下降	-0.90	-0.52	-0.08	0.77	1.57	2.02
	建筑材料、园艺设备	%	主动去库 下降	-7.77	-7.38	-6.89	-6.30	-6.00	-5.20	下降	1.38	2.14	2.47	3.90	5.08	6.32
	家具和家居	%	主动去库 下降	-14.08	-14.98	-15.48	-15.03	-13.98	-11.39	下降	-1.68	-2.18	-1.90	-2.10	-1.98	-1.88

来源: CEIC, 国金证券研究所

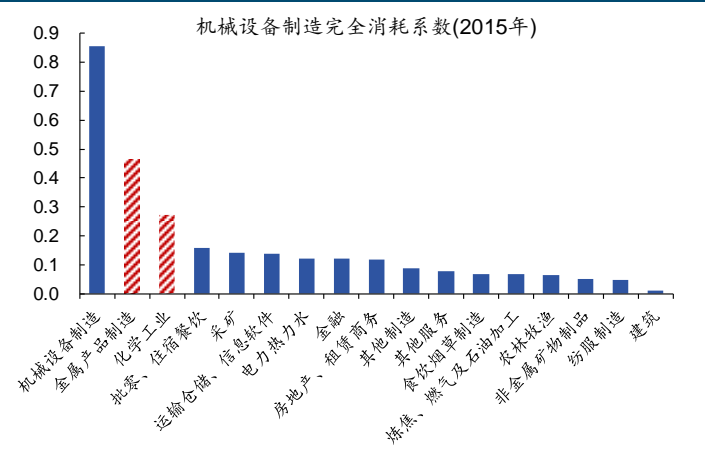
国内新一轮设备更新等政策加快落地, 或可强化通用设备、汽车等低库存行业“补库”意愿。分行业看, 汽车、通用设备等是本轮设备更新的主要“生产方”, 其提供的设备投资占全行业比重分别为 22.5%、21.8%; 同时汽车、通用设备的库存偏低, 2 月实际库存同比分别处于 28.8%、14.7% 的历史较低位, 政策带动下未来补库意愿或更高。设备制造业生产强度提升的过程中, 又能够对金属制品、化工等上游行业需求形成带动; 2015 年, 机械设备制造对金属制品、化学工业的完全消耗系数分别为 0.46、0.27。

图表18: 本轮设备更新聚焦工农、建筑、文旅医疗等领域

图表19: 2015 年机械设备制造业完全消耗系数



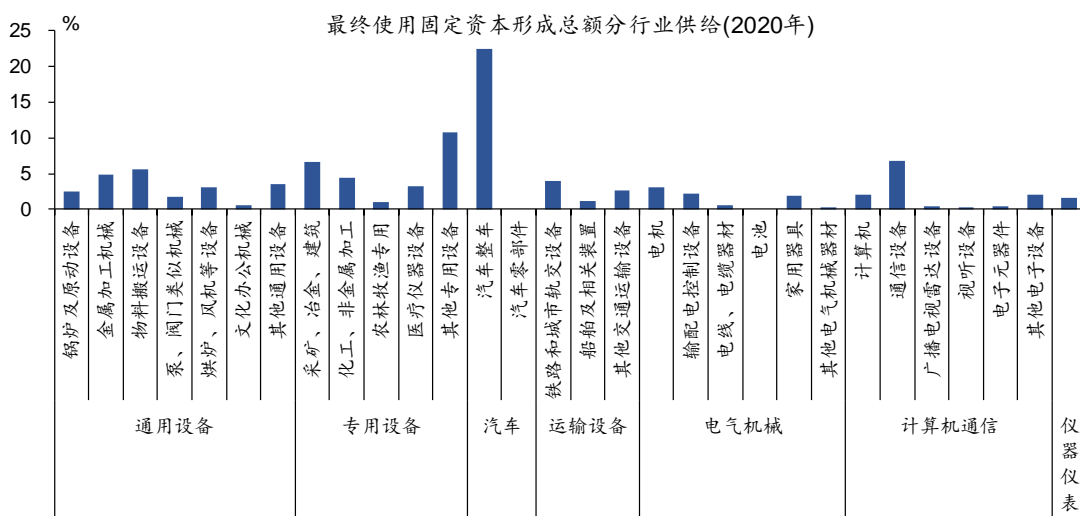
来源: 国务院、国金证券研究所



来源: Wind、国金证券研究所



图表20: 固定资本形成总额, 细分行业的供给占比

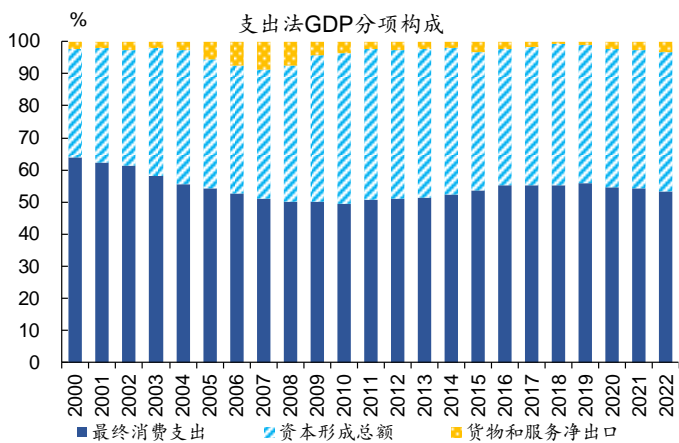


来源: Wind、国家统计局、国金证券研究所

1.3、三问：库存回补，对经济的支持力度如何？

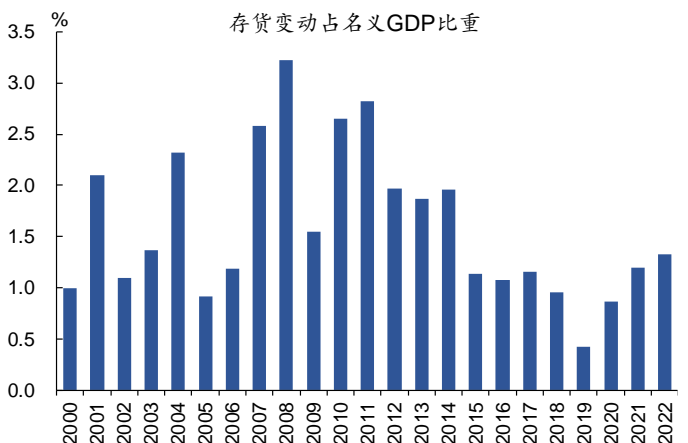
支出法视角下，存货变动占 GDP 比重约 1.6%，对经济增长的贡献呈现“周期”变化。支出法 GDP 为最终消费支出、资本形成总额、货物和服务净出口三部分之和，2020-2022 年三者占比均值分别为 54%、43.2%、2.8%。资本形成总额可进一步划分为固定资本形成总额、存货变动，2000-2022 年，存货变动占 GDP 比重均值为 1.6%；由于库存行为呈现周期变化，存货变动在不同年份也有较大波动，对实际 GDP 增长的拉动平均为 0.6 个百分点。

图表21: 支出法 GDP 的三部分构成



来源: Wind、国金证券研究所

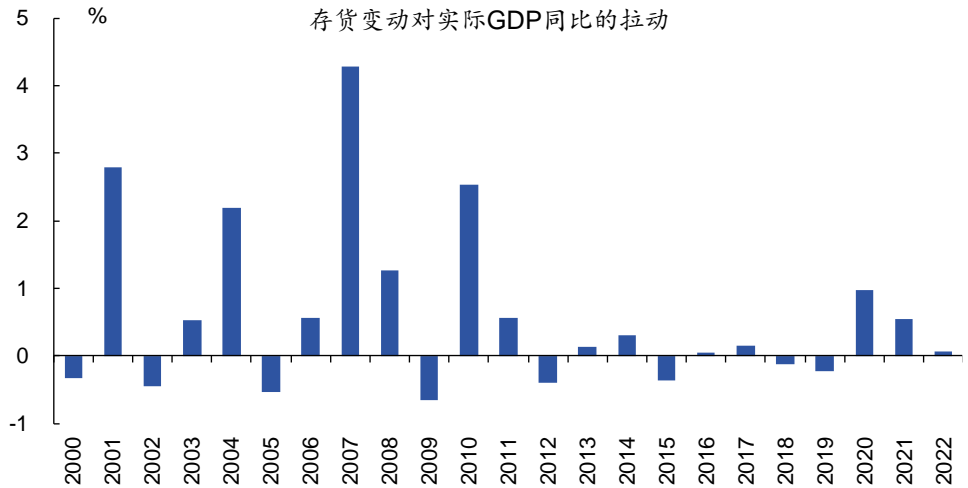
图表22: 2000-2022 年, 存货变动占 GDP 比重均值为 1.6%



来源: Wind、国金证券研究所



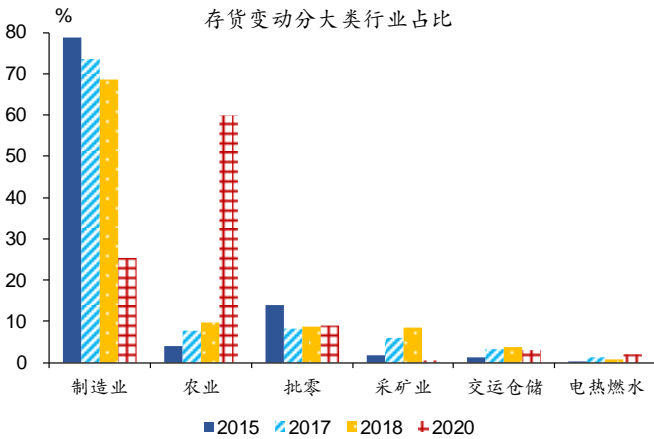
图表23: 2000-2022年, 存货变动平均拉动实际GDP增长0.6个百分点左右



来源: Wind、国金证券研究所

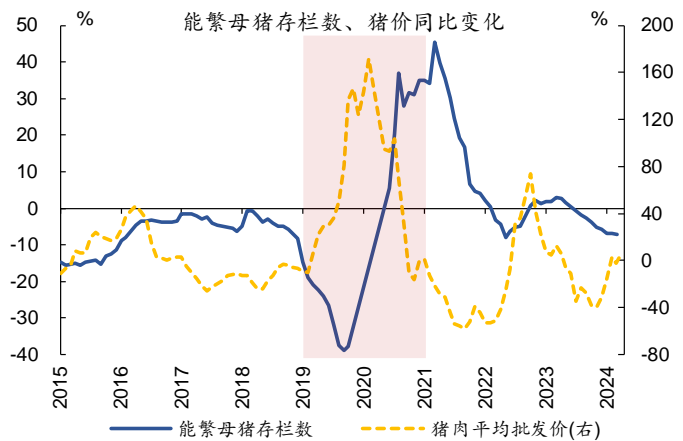
工业库存与GDP存货变动在统计口径上存在区别,但由于前者占比较高,后者走势受其影响较大。市场通常基于工业产成品存货同比来刻画库存周期,该指标为“存量”概念,指的是当期存货实物量的市场价值;GDP口径下的存货变动则为“增量”概念,等于期末存货较期初价值的差额,包含工业在内的所有国民经济行业。基于投入产出表看,2015-2018年的存货变动中,工业占比80%左右。2020年农业存货占比大幅升至60%,是“猪周期”扰动下的异常值;当年能繁母猪存栏数显著增长35.1%,畜牧产品存货占比飙升至39.6%。由于工业库存比重较高,其与GDP存货变动同比的变化趋势较为一致。

图表24: 正常年份, 工业存货变动占比在80%左右



来源: 国家统计局、国金证券研究所

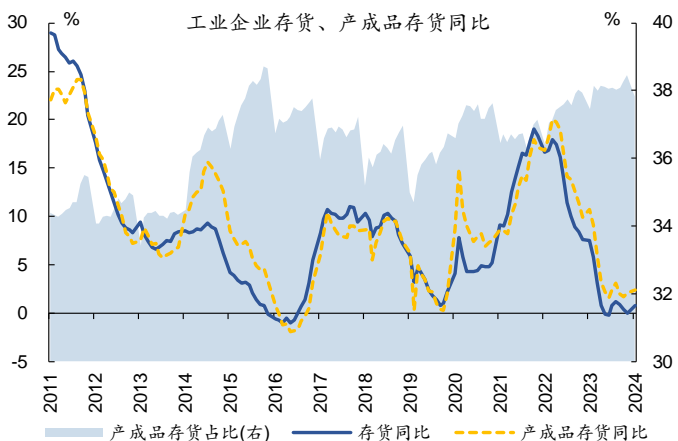
图表25: 2020年能繁母猪存栏数大幅扩张



来源: Wind、国金证券研究所

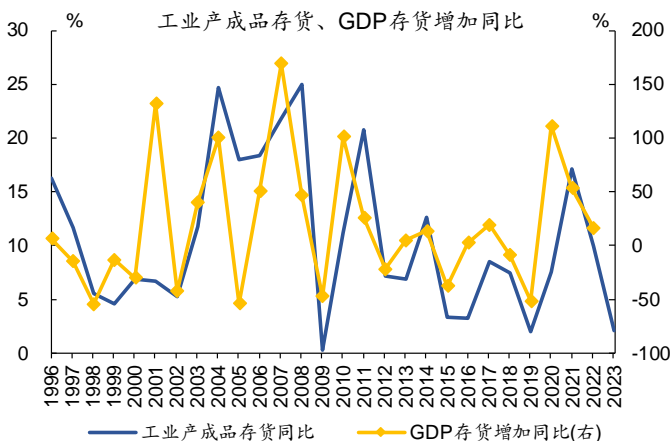


图表26：工业存货、产成品存货同比走势基本一致



来源：Wind、国金证券研究所

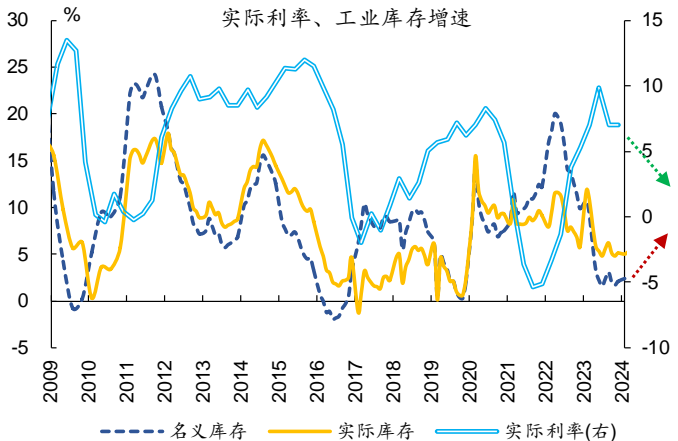
图表27：工业产成品存货与 GDP 存货增加同比走势相近



来源：Wind、国金证券研究所

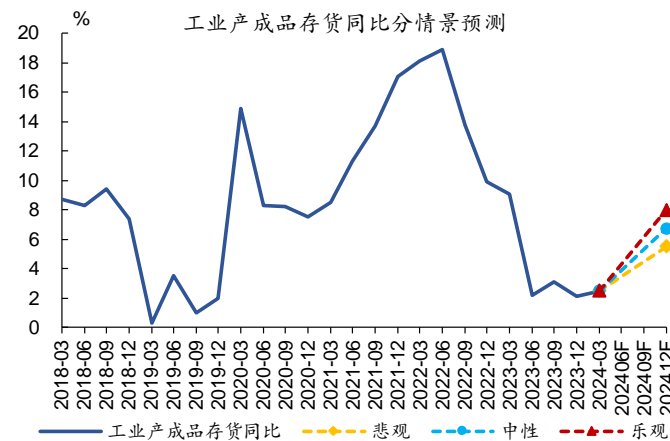
“补库”启动，对 GDP 同比的直接贡献可能在 0.1-0.4 个百分点左右。历史规律显示，实际利率与库存行为反向、且弱领先。当前实际利率已从 2023 年 6 月末 9.9% 的历史高位，降至 2023 年末的 7.1%，未来进一步下行趋势也较为确定；库存周期则传递“重启”信号，工业企业实际库存增速由去年 10 月的 4.6% 连续回升至今年 3 月的 5.3%。2024 年，周期力量向上加之政策支持，工业名义库存同比或回升至 6.8% 左右；“补库”启动情形下，对 GDP 同比的贡献可能也有 0.1-0.4 个百分点。

图表28：实际利率与库存行为反向、且弱领先



来源：Wind、国金证券研究所

图表29：2024 年，工业名义库存同比中枢或在 6.8%



来源：Wind、国金证券研究所

经过研究，我们发现：

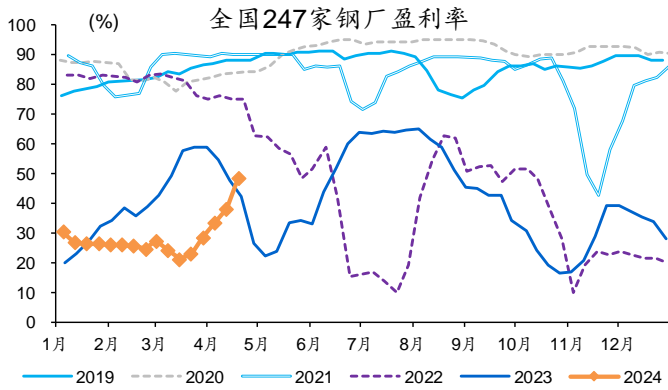
- （1）库存行为，有哪些新变化？国内库存偏低背景下，制造业库存增速企稳改善，带动工业库存增速持续回升。制造业中，加工冶炼行业库存回升较为显著；其中化学纤维、有色金属等中类行业率先“主动补库”。装备制造行业库存小幅回升，其中通用设备、运输设备也已开启补库，计算机通信、汽车库存传递“触底”信号。
- （2）部分库存增速回升较多的行业，其补库“意愿”受外需影响较大。美国补库、全球消费电子景气回升等外部“周期”力量，可能带动化纤、金属制品、计算机通信等行业库存连续回补。国内新一轮设备更新等政策加快落地，或可强化通用设备、汽车等低库存行业“补库”意愿。
- （3）库存回补，对经济的支持力度如何？支出法视角下，存货变动占 GDP 比重约 1.6%，对经济增长的贡献呈现“周期”变化。工业库存与 GDP 存货变动在统计口径上存在区别，但由于前者占比较高，后者走势受其影响较大。“补库”启动，对 GDP 同比的直接贡献或有 0.1-0.4 个百分点。



2、生产高频跟踪：工业生产边际回升，建筑业开工有所回落

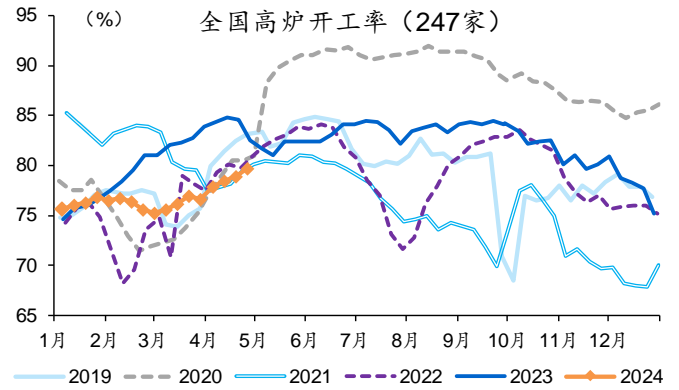
上游生产方面，高炉开工率延续提升，表观消费略有回落。本周（04月21日至04月27日），钢厂盈利继续修复、环比增加2.2%；带动钢材生产持续恢复，高炉开工环比增加0.9%，与去年同期的差距收窄至2.8个百分点。钢材表观消费略有回落，环比减少0.2%，低于去年同期4.5个百分点，其中冷轧板卷周表观消费环比减少2.3%、但螺纹钢周表观消费则环比回升2.3%。库存方面，社会库存延续去库、环比减少4.3%，是2022年、2023年同期的90.8%、105.3%。

图表30：本周，钢厂盈利率延续回弹



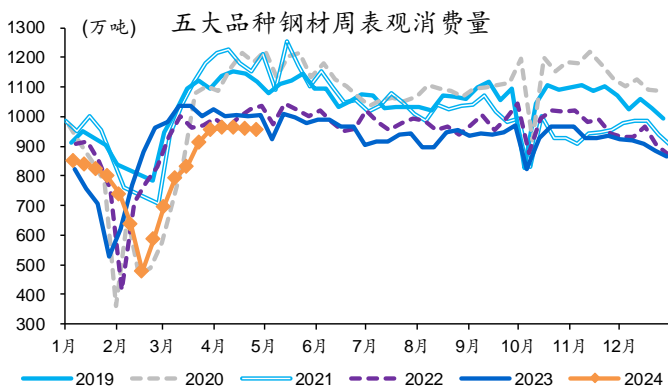
来源：iFind，国金证券研究所

图表31：本周，高炉开工率继续提升



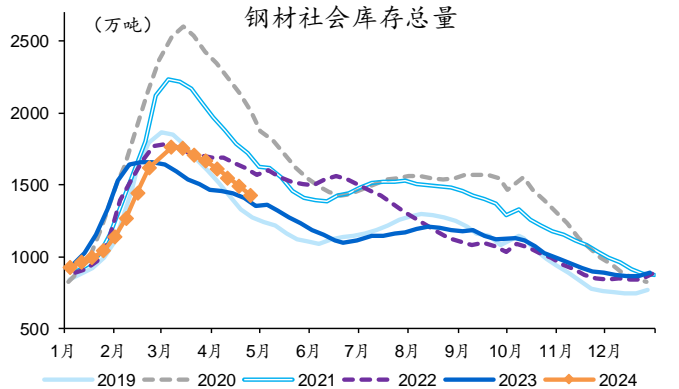
来源：iFind，国金证券研究所

图表32：本周，钢材表观消费略有减少



来源：iFind，国金证券研究所

图表33：本周，钢材社会库存继续去库

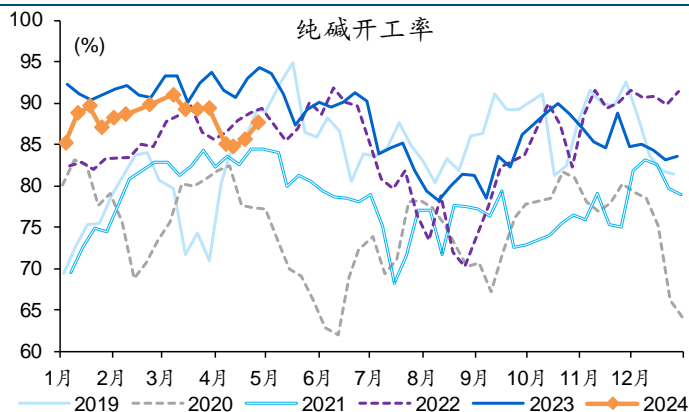


来源：iFind，国金证券研究所

中游生产景气回升，化工链开工率显著回弹。本周（04月21日至04月27日），纯碱开工率延续回升，环比增加2%、但低于去年同期6.8个百分点。纺织链中PTA供给大幅回升，开工率环比增加3.7%、同比回落4个百分点；下游涤纶长丝开工率小幅上涨，环比增加0.2%、超过去年同期11.6个百分点。与此同时，汽车半钢胎开工率有所回升、环比增加0.5%，超过去年同期10.3个百分点。

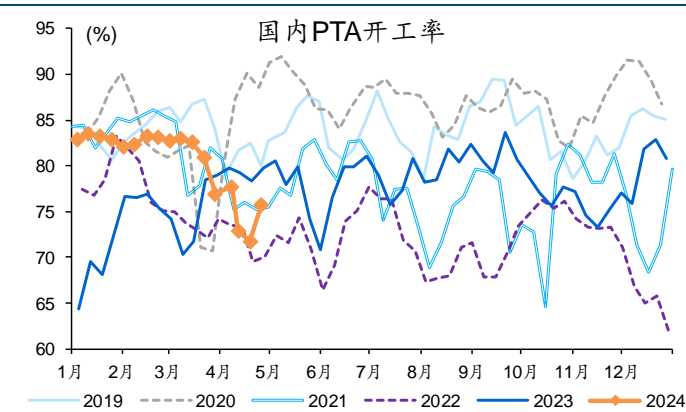


图表34: 本周, 纯碱开工率大幅回升



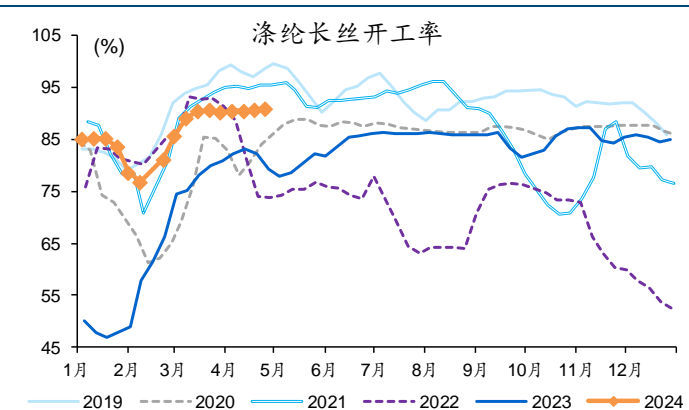
来源: iFind, 国金证券研究所

图表35: 本周, PTA 开工率显著回升



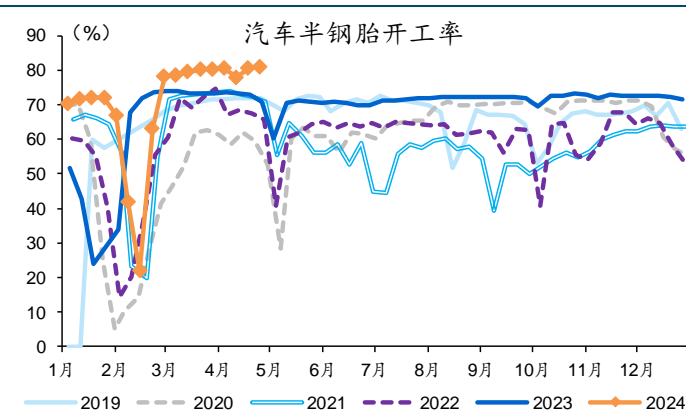
来源: iFind, 国金证券研究所

图表36: 本周, 涤纶长丝开工率延续小幅上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

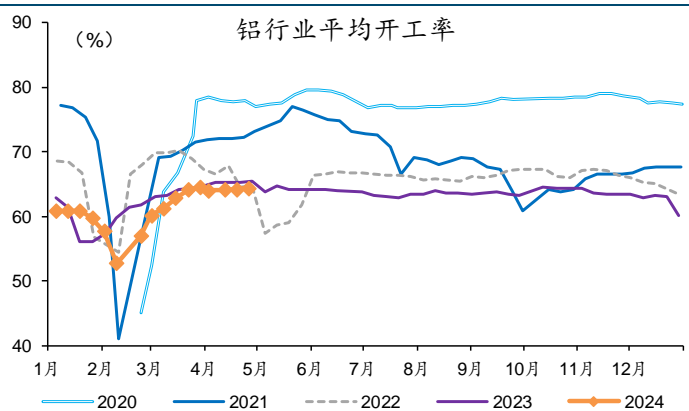
图表37: 本周, 汽车半钢胎开工率高位增加



来源: Wind, 国金证券研究所

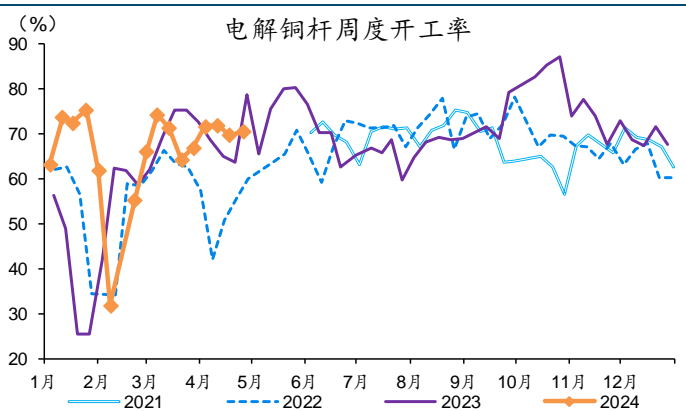
主要工业金属开工有所回升、库存走势继续分化。本周(04月21日至04月27日), 铝行业开工率较前周略有上涨, 环比增加0.2%、低于去年同期1.1个百分点; 铜杆开工率有所回升, 环比增加0.9%、低于去年同期8个百分点。库存方面, 电解铝库存延续去库, 环比减少4.4%, 低于去年同期5.4个百分点; 相较之下, 社铜库存延续抬升、较前周增加1.2%, 高于去年同期45个百分点。

图表38: 本周, 铝行业平均开工率略有上涨



来源: iFind, 国金证券研究所

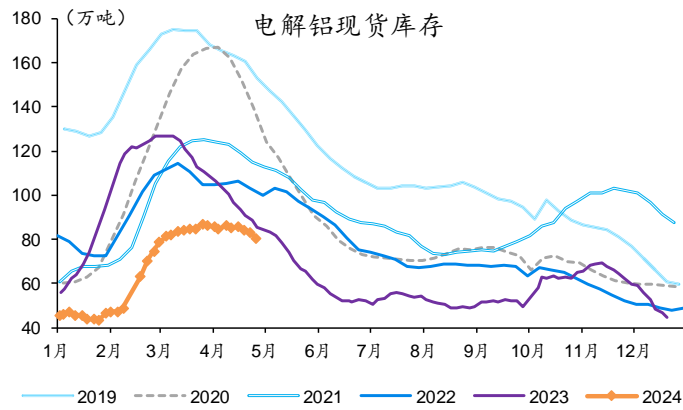
图表39: 本周, 电解铜杆开工率环比增加



来源: iFind, 国金证券研究所

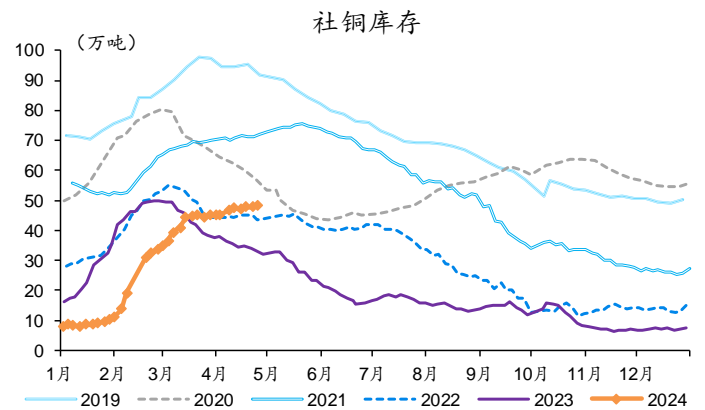


图表40: 本周, 电解铝现货库存延续去库



来源: iFind, 国金证券研究所

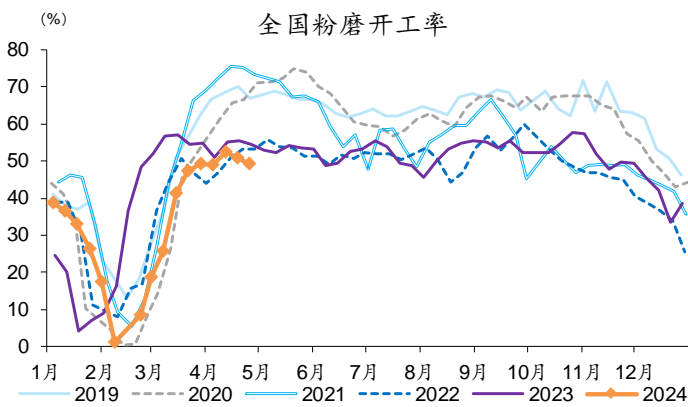
图表41: 本周, 社铜库存继续增加



来源: iFind, 国金证券研究所

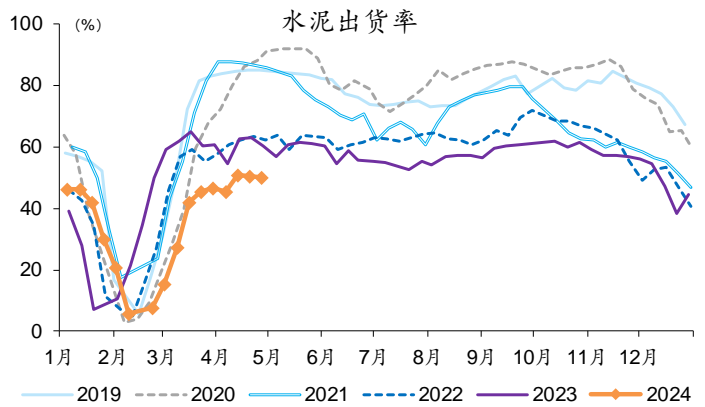
建筑业方面, 水泥供需偏弱、拖累价格持续下行。本周(04月21日至04月27日), 水泥供需延续回落, 全国粉磨开工率较前周减少1.5%, 与去年同期有5.1个百分点的差距, 水泥出货率环比减少0.5%, 同比降幅达10.1个百分点。供需偏弱下, 水泥库存与价格均有回落。水泥库容比较前周明显减少1.6%、低于去年同期3个百分点; 全国水泥均价小幅下滑、环比减少0.3%。

图表42: 本周, 全国水泥粉磨开工率有所回落



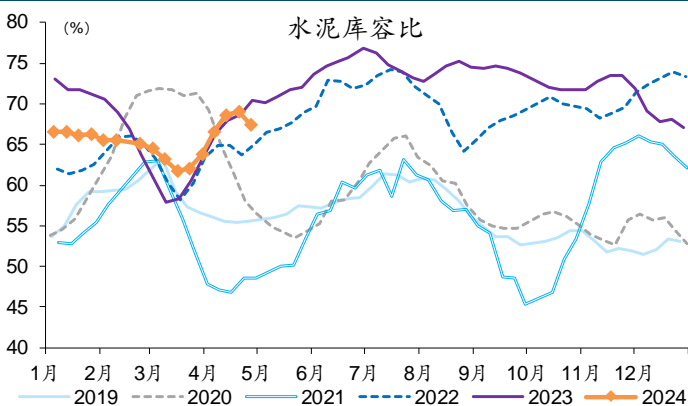
来源: iFind, 国金证券研究所

图表43: 本周, 全国水泥出货率小幅减少



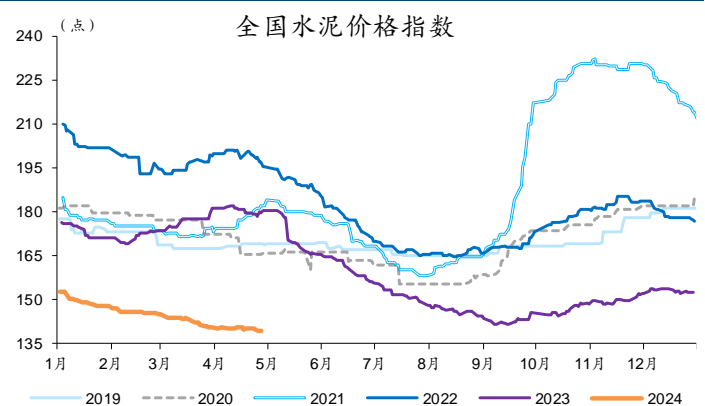
来源: iFind, 国金证券研究所

图表44: 本周, 水泥库容比明显下滑



来源: iFind, 国金证券研究所

图表45: 本周, 水泥价格指数小幅下滑

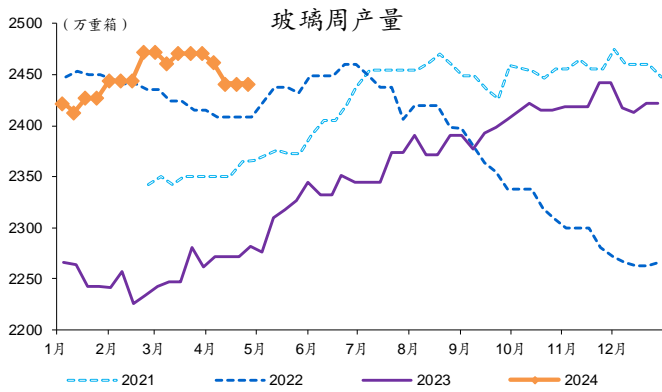


来源: iFind, 国金证券研究所

玻璃产量持平上周、表观消费明显回落, 沥青开工率有所减少。本周(04月21日至04月27日), 玻璃产量持平上周、高于去年同期7个百分点; 表观消费有明显回落、较前周减少11.9%、低于去年同期12.9个百分点。需求回落使玻璃价格再次下滑、现价较前周减少0.7%, 位于29%分位数。此外, 沥青开工低位回落, 环比减少1.4%, 较去年同期有11.5个百分点的差距。

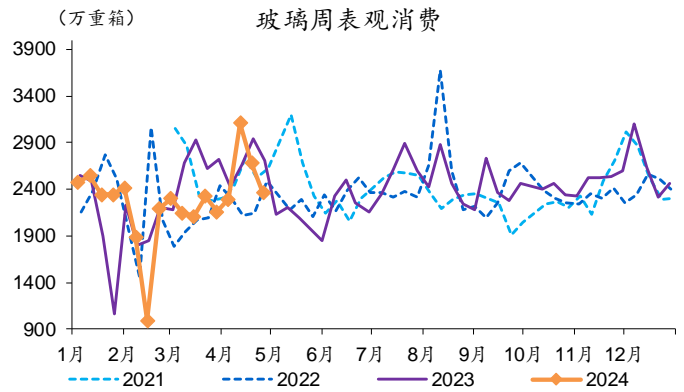


图表46: 本周, 玻璃产量持平上周



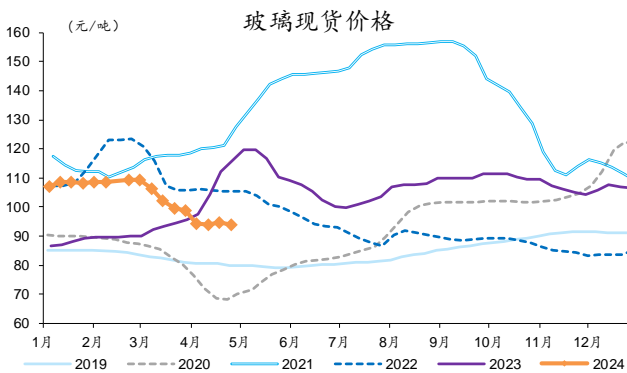
来源: iFind, 国金证券研究所

图表47: 本周, 玻璃周表观消费延续回落



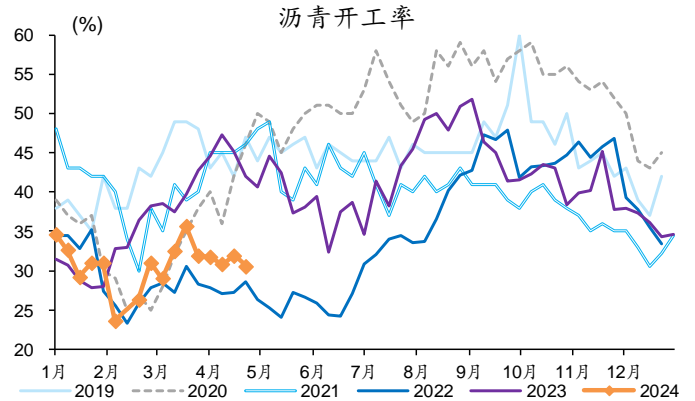
来源: iFind, 国金证券研究所

图表48: 本周, 玻璃价格小幅下滑



来源: iFind, 国金证券研究所

图表49: 本周, 沥青开工率低位回落

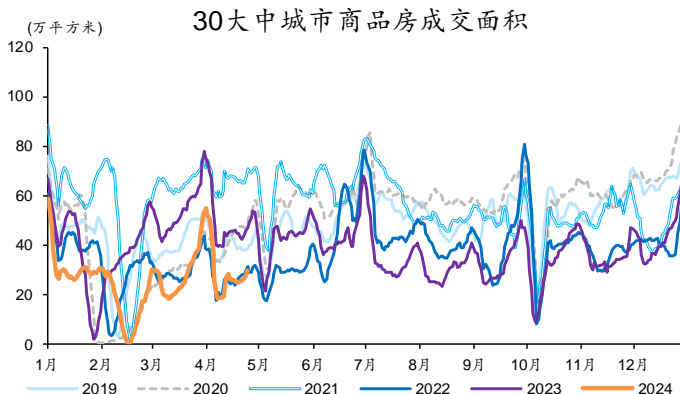


来源: iFind, 国金证券研究所

3、需求高频跟踪：消费不温不火、地产成交有所回升、出口运价继续上行

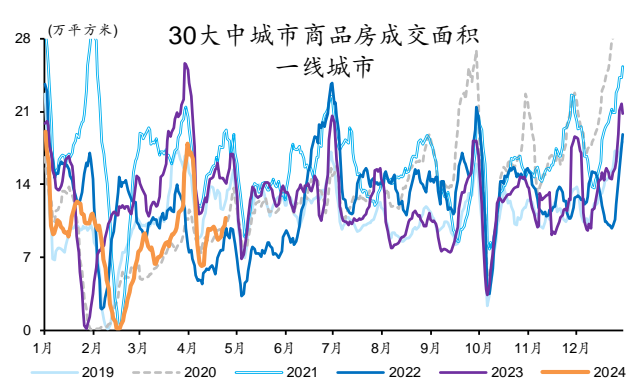
全国商品房销售有所回升、同比降幅依然较大。本周(04月21日至04月27日), 30大中城市商品房日均成交面积延续回升、较前周增加17.2%, 同比回落37.1%、降幅较上周收窄6.5个百分点。分城市看, 一线、二线、三线城市较前周均有回升, 环比分别增加11%、18.6%、27.2%, 同比分别减少23.2%、48.8%、23%。4月以来, 全国商品房成交同比回落40.6%、降幅较上月减少4.9个百分点; 各线城市商品房成交同比分别回落33.1%、46.2%、37.4%, 降幅减少7.4、2.6、7.6个百分点。此外, 上周全国代表城市二手房成交面积有所回落、环比减少10.4%, 较去年同期下降20.1%。

图表50: 本周, 全国商品房成交有所回升



来源: iFind, 国金证券研究所

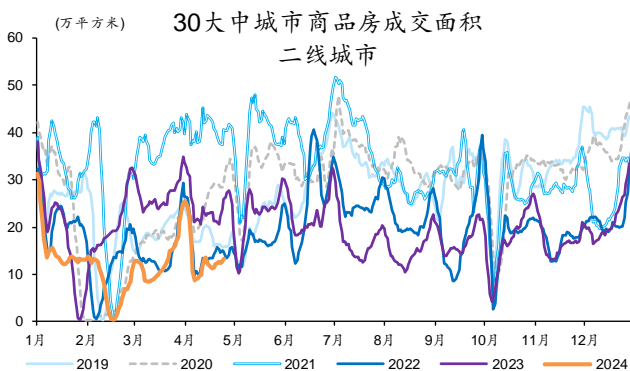
图表51: 本周, 一线城市商品房成交环比增加



来源: iFind, 国金证券研究所

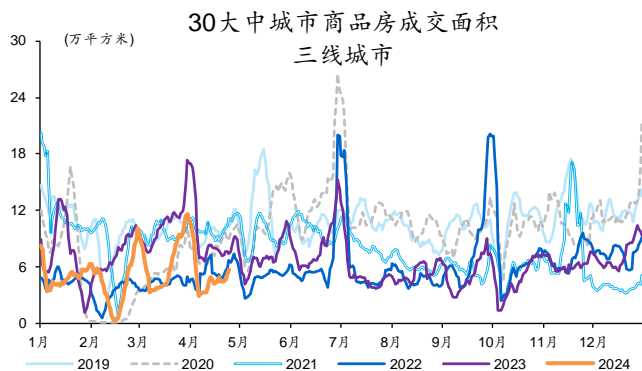


图表52: 本周, 二线城市成交有所上涨



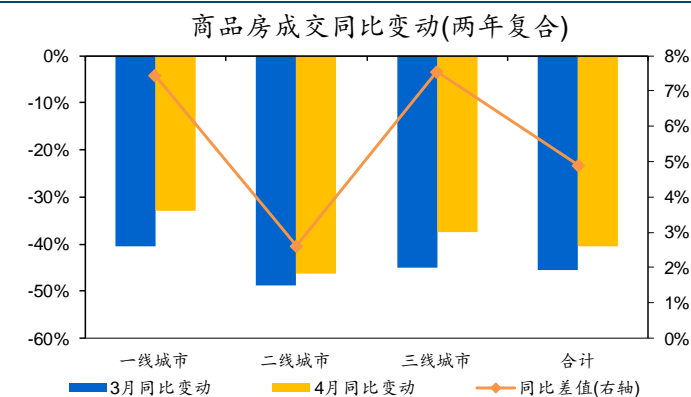
来源: iFind, 国金证券研究所

图表53: 本周, 三线城市成交也有回升



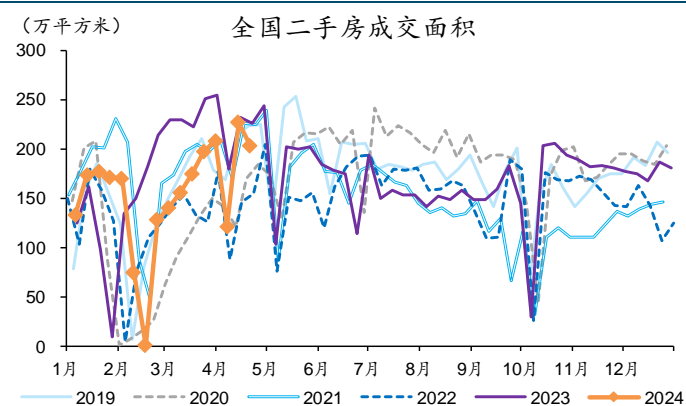
来源: iFind, 国金证券研究所

图表54: 4月以来, 各线城市新房成交降幅较上月收窄



来源: iFind, 国金证券研究所

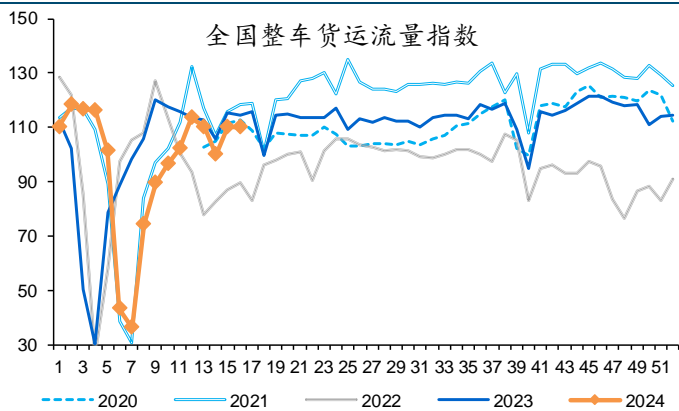
图表55: 上周, 全国二手房成交有所回落



来源: iFind, 国金证券研究所

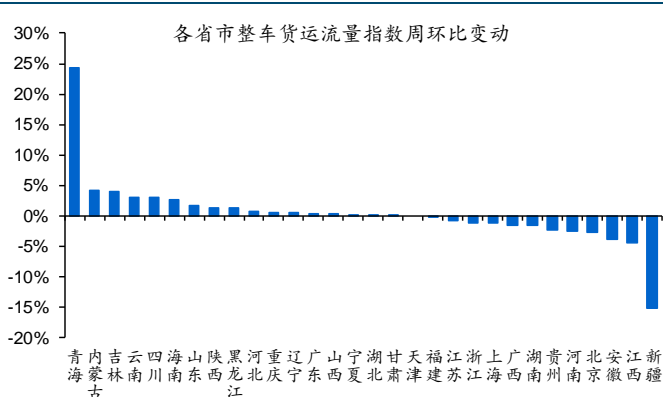
全国整车、公路货运流量小幅下滑, 铁路货运流量、邮政业务量则有增加。上周(04月15日至04月21日), 市场供需平稳, 整车货运流量微跌、环比减少0.2%; 多数省市货运量较上周变化较小, 仅有青海、新疆涨跌幅较大, 环比分别增加24.3%、回落15.2%。公路货运流量也有回落, 环比减少0.7%。相较之下, 铁路货运流量延续提升、环比增加3.1%; 与此同时, 快递业务量继续增加, 揽收量、投递量分别环比上涨4.3%、3.9%。

图表56: 上周, 全国整车货运流量微跌



来源: G7, 国金证券研究所

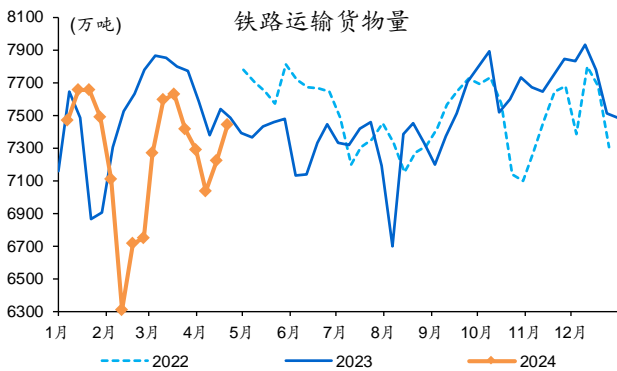
图表57: 上周, 绝大多数省市公路货运流量变化不大



来源: G7, 国金证券研究所

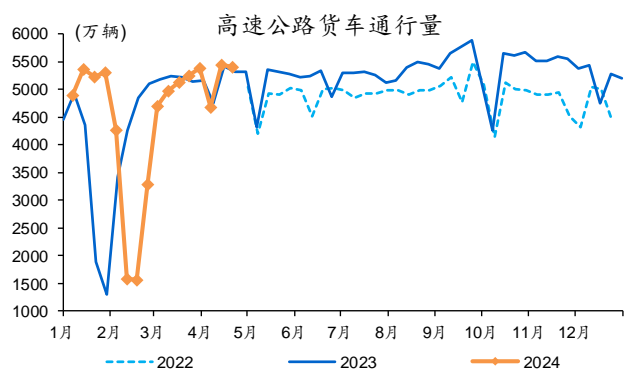


图表58: 上周, 铁路运输量延续回升



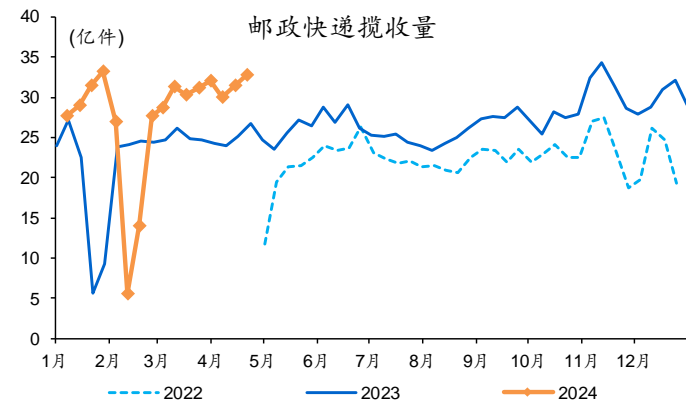
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表59: 上周, 高速公路货运量小幅下滑



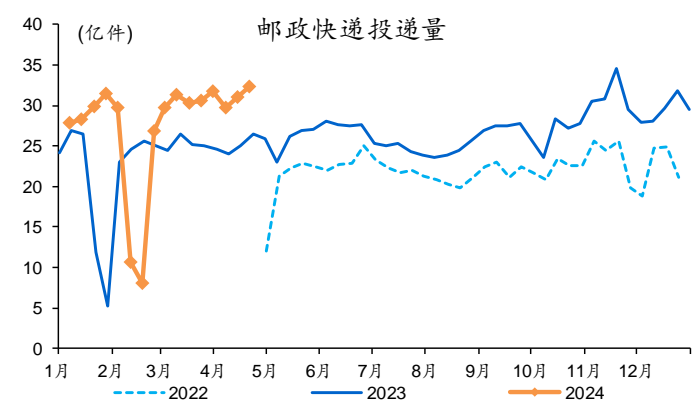
来源: 交通运输部, 国金证券研究所

图表60: 上周, 邮政快递揽收量有所回升



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

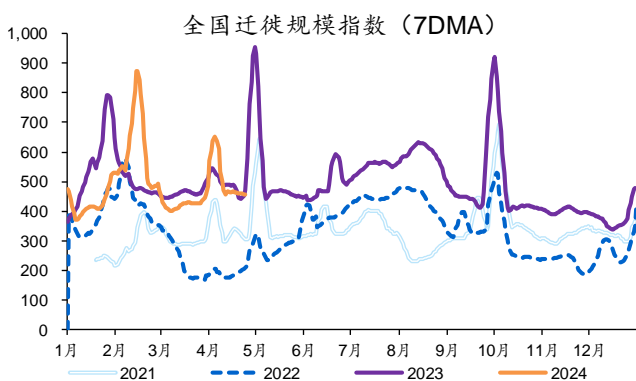
图表61: 上周, 邮政快递业务投递量也有增加



来源: 交通运输部, 国金证券研究所

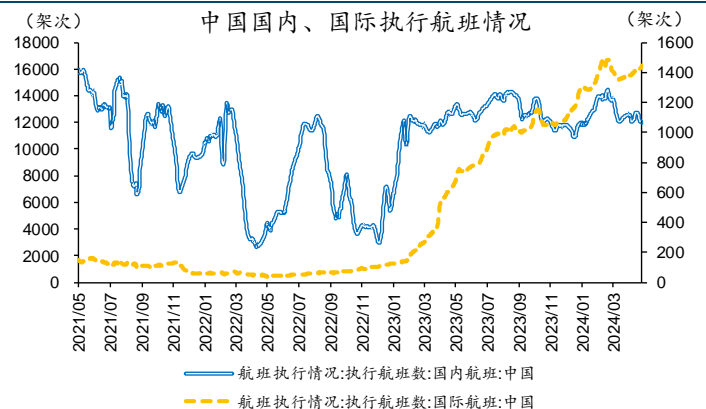
跨区出行活跃度延续下滑, 国内执行航班架次显著回落。本周(04月21日至04月27日), 全国迁徙规模指数回落速度放缓、较上周减少2.3个百分点, 较去年同期回落3.8个百分点。国内执行航班架次显著下滑, 环比减少5.5%、同比回落5.6%, 国际执行航班架次则继续回升, 较上周增加1.5%, 超过去年同期126.42%。

图表62: 本周, 全国迁徙规模指数回落放缓



来源: 百度地图, 国金证券研究所

图表63: 本周, 国内执行航班架次有明显减少

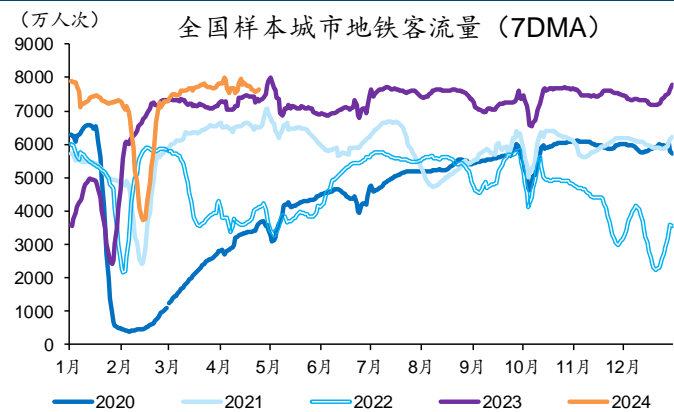


来源: iFind, 国金证券研究所

拥堵延时指数有所回升, 市内出行或以地铁为主。本周(04月21日至04月27日), 全国样本城市地铁日均客流量有所回落、较上周减少1.4%; 其中东莞、广州、佛山等城市地铁客流降幅较为明显, 分别较上周减少14.7%、10.7%、8.3%。全国拥堵延时指数延续上涨、环比增加0.6个百分点, 其中银川、南宁、成都等城市的市内拥堵指数涨幅较大, 分别较前周增加6.8%、5.3%、4.8%。

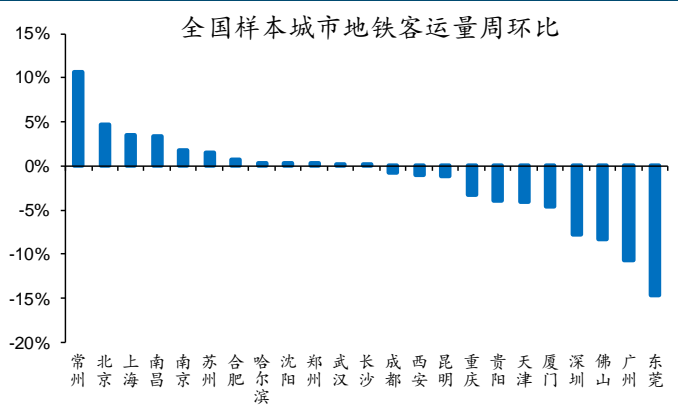


图表64: 本周, 全国样本城市地铁客流总量小幅回落



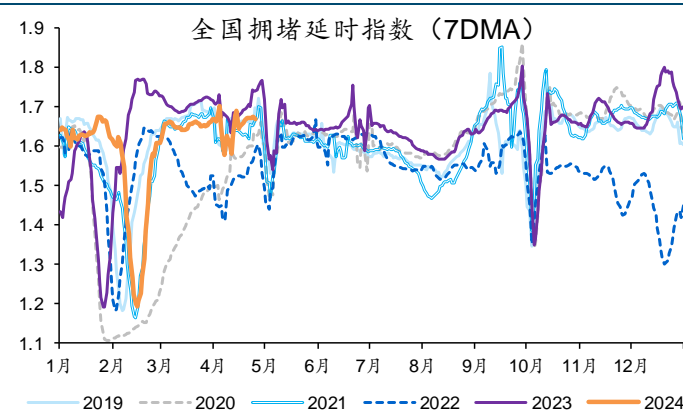
来源: Wind, 国金证券研究所

图表65: 本周, 多数样本城市地铁客流量减少



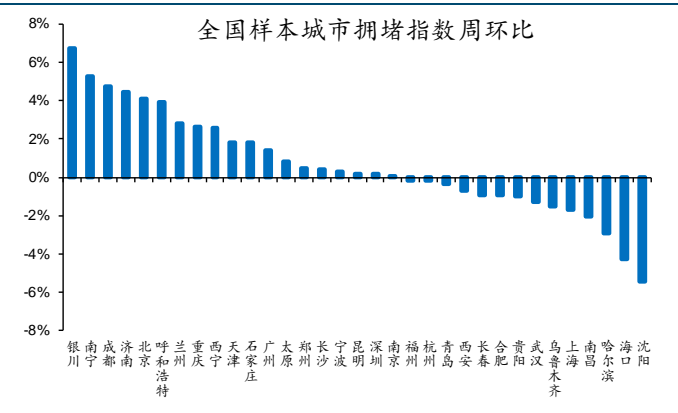
来源: Wind, 国金证券研究所

图表66: 本周, 全国拥堵延时指数有所增加



来源: iFind, 国金证券研究所

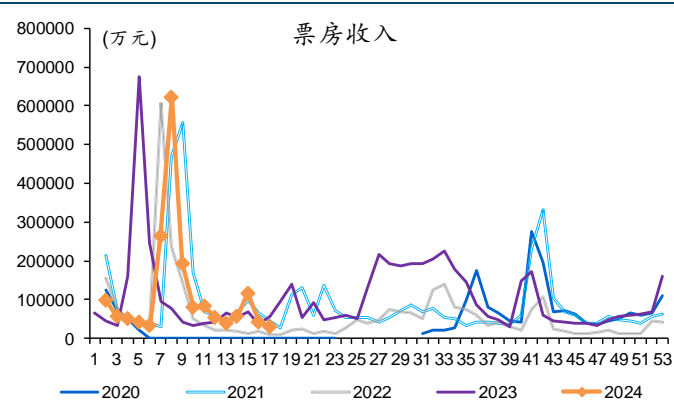
图表67: 本周, 多数样本城市拥堵指数有所回升



来源: iFind, 国金证券研究所

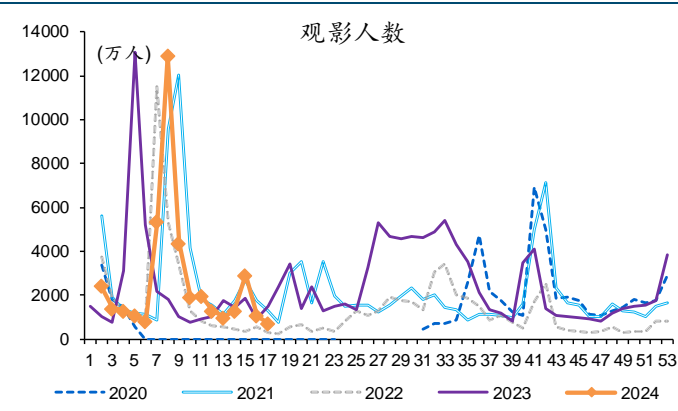
观影消费延续回落、汽车消费则有增加。上周(04月01日至04月07日), 线下电影消费方面, 电影票房日均收入、场均观影人次延续回落、分别较前周减少31.5%、31.4%, 是去年同期的52.5%、48.5%。汽车消费方面, 乘用车零售、批发单周销量分别回升23.7%、32.6%; 五周平均销量分别增加1.2%、减少0.2%, 低于去年同期4.8%、11.2%。

图表68: 上周, 票房收入有所回落



来源: iFind, 国金证券研究所

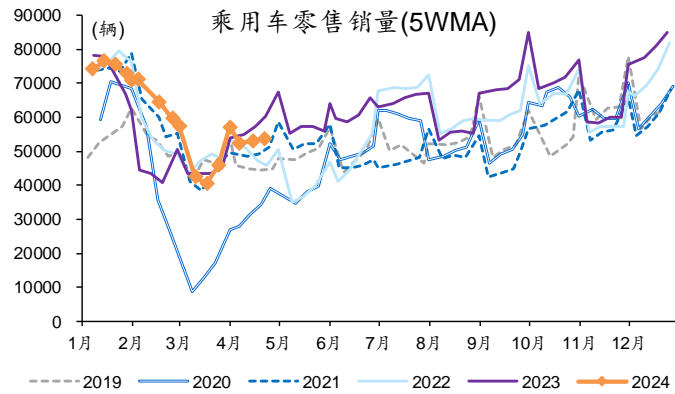
图表69: 上周, 观影人数有所减少



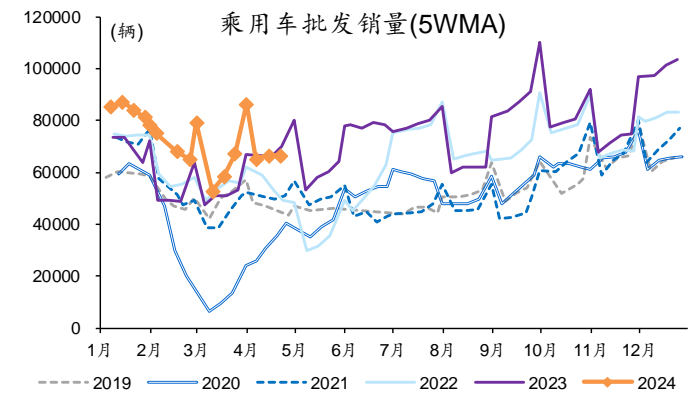
来源: iFind, 国金证券研究所



图表70: 上周, 乘用车零售量小幅增加



图表71: 上周, 乘用车批发量环比小幅回落

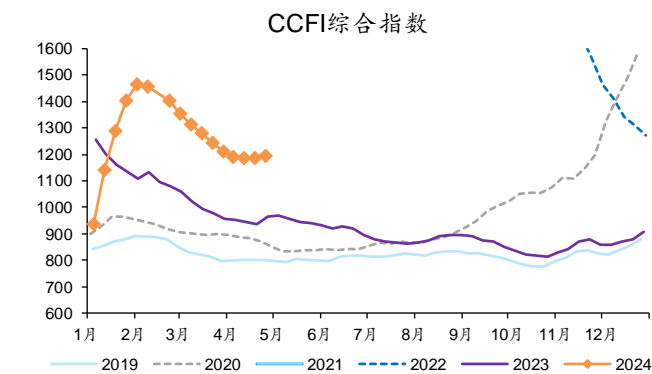


来源: iFind, 国金证券研究所

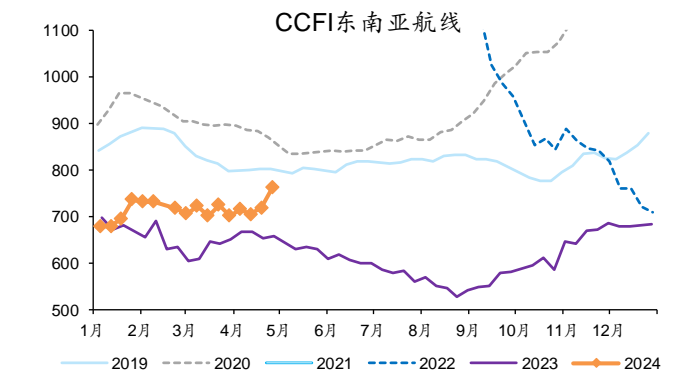
来源: iFind, 国金证券研究所

出口方面, 集装箱运价延续向好, 干散货指数小幅回落。本周(04月21日至04月27日), 出口集装箱市场中, CCFI综合指数延续上涨, 环比增加0.6%。分航线看, 东南亚、地中海航线支撑增强, 运价持续好转, 分别较前周增加5.9%、2.9%; 美西航线边际向好, 较前周减少0.5%, 降幅收窄3.5个百分点。作为对比, 本周BDI运价小幅回落、环比减少2.6%。

图表72: 本周, 出口集装箱运价指数延续回升



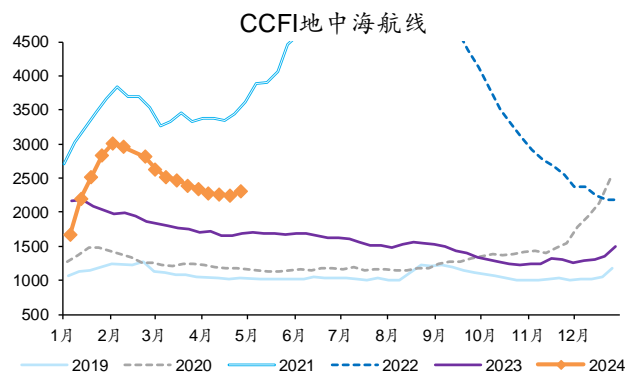
图表73: 本周, 东南亚航线运价指数显著提升



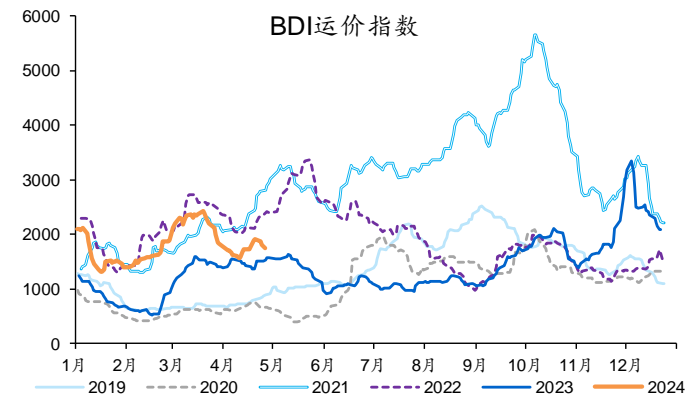
来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 国金证券研究所

图表74: 本周, 地中海航线运价由降转增



图表75: 本周, BDI运价指数有所回落



来源: iFind, 国金证券研究所

来源: iFind, 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：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
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	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