

“见微知著”系列报告

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：杨飞（执业 S1130521120001）

yang_fei@gjzq.com.cn

联系人：李雪莱

lixuelai@gjzq.com.cn

节后开复工，孰快孰慢？

节后开工修复结构有所显现，劳动力返工加快直接带动中下游制造业生产修复、中上游投资活动修复相对滞后。

一、节后开工的修复逻辑：劳动力返工加快带动中下游制造业生产修复，中上游投资相对滞后

节后开工修复下，劳动力返工加快带动高景气度的中下游制造业生产修复、但中上游投资活动修复滞后。今年节后劳动力返工进程明显加快，但建筑行业工程项目开工率较去年同期下降 13 个百分点，指向劳动力恢复暂未带动地产等中上游投资修复。但以湖北为例，节后全省规上工业企业开工率已达 88%、较去年同期提升 0.3 个百分点，其中医药、汽车行业工业企业开工率分别达 92%、91%、显著高于全行业平均，指向中下游制造业生产明显恢复；同时湖北建材行业开工率仅为 85%、远低于全行业平均，进一步映射节后修复逻辑：劳动力先行、中下游生产其次、中上游投资再次。近期中观指标亦体现节后“中下游生产先行、中上游投资滞后”的开工特征。节后建筑工程相关开工低迷或缘于地产链投资活动拖累；节后建筑钢材成交延续低迷、较节前回落 22%，玻璃表观需求较去年同期减少 42%；同时，钢材开工结构分化，主要用于建筑工程的螺纹钢产量分别仅为 2019、2022 年同期的 76%、90%，相较之下，主要用于机械设备、汽车船舶生产的中厚板产量分别已达 2019、2022 年同期的 121%、113%。此外，本周汽车半钢胎开工率达 68%、已超 2019 年同期水平的 66%，国内 PTA 开工率达 77%、已超去年同期水平 75%，均指向中下游制造业生产好于过往。

二、物流人流跟踪：节后人流恢复好于过往，物流修复至节前九成水平

市内人流好于过往、跨区人口流动季节性回落，节后开工导致线下消费热度较假期减弱。本周城市地铁客流较上周回升 9.3%，为 2022 年同期的 110%；反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数较上周回升 9.7%、较 2022 年同期上涨 5%；节后返程高峰已过，国内执行航班架次较上周回落 17%，反映跨区域人口流动的全国迁徙规模较上周回落 17%，但整体水平显著高于过往同期、为去年同期水平的 123%；代表连锁餐饮流水较 2021 年同期的恢复强度降至 102%。相较节后人流恢复，物流交通恢复较弱，公路货运恢复至春节前九成。本周铁路货运量、高速公路货车通行量明显恢复、分别较上周回升 4.2%，均恢复至春节前九成；邮政快递业务量显著提升，快递揽收量恢复强度较上周提升 7 个百分点至 124%、快递投递量恢复强度较上周增加 25.1 个百分点至 114.7%。上周伴随节后开复工，全国整车货运流量指数回升、较前周增长 250%，分地区看，浙江、湖南、江西等物流恢复较快，分别较前周提升 366%、355%、325%。

三、产需高频跟踪：节后多数工业生产明显恢复，地产相关投资需求仍偏弱

节后多数工业生产明显恢复，中游生产恢复较好。本周全国高炉开工率较上周回升 1 个百分点至 78%，水泥开工率较上周回升 7.3 个百分点至 16%、高于去年同期的 15.6%，玻璃产量较上周回升 0.7%，沥青开工率明显回升、较上周回升 4.9 个百分点至 33%、较去年同期提高 9.6 个百分点，或映射节后基建落地加快；中游开工率明显回升、部分赶超去年同期水平，涤纶长丝开工率较前周提升 9 个百分点至 58%，汽车全钢胎开工率较去年同期提升 29 个百分点。部分投资需求有所提升，但地产竣工相关的前端投资需求和终端销售均偏弱。本周全国钢铁表观消费量较上周回升 31%、但低于往年同期；水泥出货率较上周提升 11 个百分点至 21%，水泥需求恢复拉动库存去化、水泥库容比较前周回落 1.7 个百分点；玻璃需求表现仍偏弱、表观需求较上周回落 20%、远低于过往同期水平，指向地产相关投资需求仍偏弱。本周 30 大中城市商品房成交同比回落 31%、同比降幅较上周走扩 16.4 个百分点，二手房表现相对好于新房。

风险提示：疫情反复，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

一、热点思考：节后开复工，孰快孰慢？	4
二、物流人流跟踪：节后人流已超过往年同期，物流仍弱于节前水平	6
三、供需高频追踪：节后工业供需延续恢复，地产链相关表现仍低迷	9
风险提示	14

图表目录

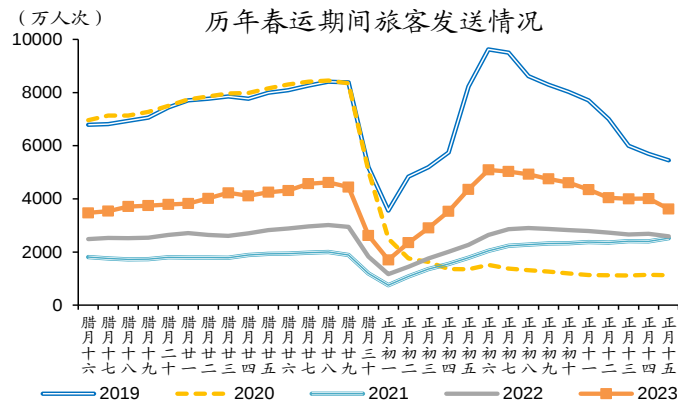
图表 1：今年春节后返工人流表现远超过往	4
图表 2：今年春节后全国工程项目开复工率低于过往	4
图表 3：湖北省工业企业开工率已超去年同期	4
图表 4：医药、汽车行业开工情况明显好于其他行业	4
图表 5：建筑用钢材需求仍然偏弱	5
图表 6：地产链相关的玻璃需求表现较弱	5
图表 7：节后地产竣工相关的玻璃需求表现较弱	5
图表 8：玻璃产量与房地产施工走势较为同步	5
图表 9：节后沥青开工明显好转	5
图表 10：节后汽车行业开工明显提升	5
图表 11：近期螺纹钢生产水平处于历年同期低位	6
图表 12：近期中厚板生产水平处于历年同期高位	6
图表 13：螺纹钢终端需求集中在建筑领域	6
图表 14：中厚板终端需求集中在机械、汽车等制造业	6
图表 15：全国样本城市地铁客流量达过往同期水平	6
图表 16：多地地铁客运量环比有所下降	6
图表 17：本周，全国拥堵延时指数延续回升	7
图表 18：全国样本城市拥堵指数周环比上涨	7
图表 19：节后国内执行航班架次有所回落	7
图表 20：春节后全国迁徙规模指数开始回落	7
图表 21：全国城市餐饮恢复强度回升	8
图表 22：全国城市餐饮恢复强度同比显著提升	8
图表 23：全国城市外卖恢复强度回升	8
图表 24：全国城市外卖恢复强度同比显著提升	8
图表 25：一线、新一线城市代表连锁茶饮品牌订单提升	8
图表 26：节后代表连锁餐饮流水恢复强度回落	8

图表 27: 节后铁路货运运输货物回升	9
图表 28: 节后全国快递物流恢复强度显著提升	9
图表 29: 节后首周, 全国整车货运物流指数回升	9
图表 30: 节后首周, 30 省市公路货运流量环比上涨	9
图表 31: 本周, 建筑钢材成交量明显走弱	10
图表 32: 全国钢材表观消费量延续回升	10
图表 33: 全国高炉开工率延续回升	10
图表 34: 全国钢厂盈利率有所回升	10
图表 35: 水泥粉磨开工率延续回升	10
图表 36: 全国水泥出货率有所回升	10
图表 37: 全国水泥库存延续回落	11
图表 38: 全国水泥价格进一步走弱	11
图表 39: 玻璃需求远低于过往水平	11
图表 40: 玻璃生产略有提升、但远低于过往同期水平	11
图表 41: 全国玻璃库存有所回升	11
图表 42: 沥青开工率显著提升	11
图表 43: 国内 PTA 开工率高于过往水平	12
图表 44: 涤纶长丝开工率明显回升	12
图表 45: 汽车半钢胎开工率显著回升	12
图表 46: 汽车全钢胎开工率大幅回升	12
图表 47: 30 大中城市商品房成交面积回升	12
图表 48: 节后商品房成交明显走弱	12
图表 49: 节后全国二手房成交面积显著提升	13
图表 50: 二手房销售表现明显好于新房成交	13
图表 51: 本周, CCFI 下行趋势趋缓	13
图表 52: 本周, 东南亚航线出口运价下行趋势趋缓	13
图表 53: 本周, 美西航线出口运价略有回升	13
图表 54: 本周, 欧洲航线出口运价延续回落	13

一、热点思考：节后开复工，孰快孰慢？

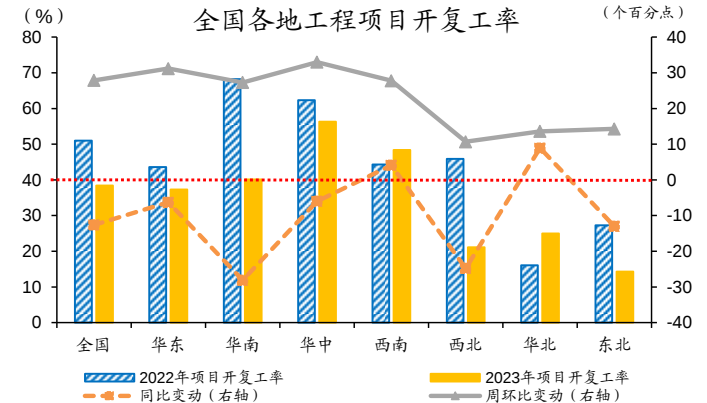
节后劳动力返工进程加快并未带动工程项目开复工显著提升，主要原因在于工程项目开工更多反映中上游投资活动，未能反映全行业生产情况。今年正月初一至正月十五，全国旅客累计发送量达 5.9 亿人次、远高于 2020 至 2022 年同期的 2.1、3、3.6 亿人次，指向春节后劳动力返工进程明显加快；但根据百年建筑网的施工项目复工调研来看，今年节后工程项目开工较去年同期水平有较大差距，截至 2 月 7 日，全国工程项目开复工率为 38.4%、较去年农历同期下降 12.6 个百分点。返工人流较去年显著提升、而实际工程开工水平远低于去年同期的主要原因或在于，工程项目开工直接反映建筑行业开复工情况、用其衡量全面开复工情况或存在偏误。

图表1：今年春节后返工人流表现远超过往



来源：交通运输部，国金证券研究所

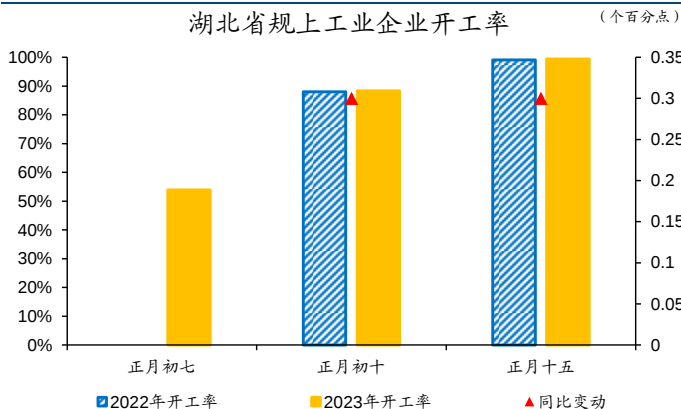
图表2：今年春节后全国工程项目开复工率低于过往



来源：百年建筑，国金证券研究所

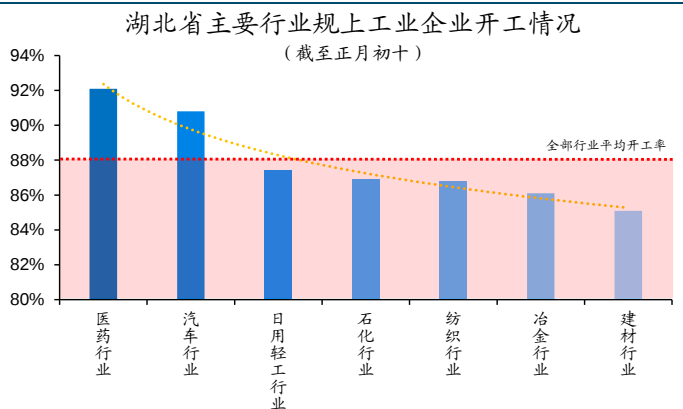
相较之下，工业生产年后开工明显好于上游工程项目开工，其中景气度较高的中下游行业开工显著高于全行业平均水平。以湖北省为例，节后湖北省经信厅公布全省工业企业开工情况，截至正月初十，全省规上工业企业开工率已达 88.3%、较去年同期提升 0.3 个百分点，相较之下，华中地区建筑相关工程项目开工率仅为 56.3%、较去年同期下降 6 个百分点；工业企业中，医药、汽车行业工业企业开工率分别达 92.1%、90.8%、显著高于全行业平均开工水平；值得注意的是，建材行业开工率仅为 85.1%、明显低于其他行业，进一步指向地产相关投资、生产表现仍偏弱。

图表3：湖北省工业企业开工率已超去年同期



来源：湖北省经信厅，国金证券研究所

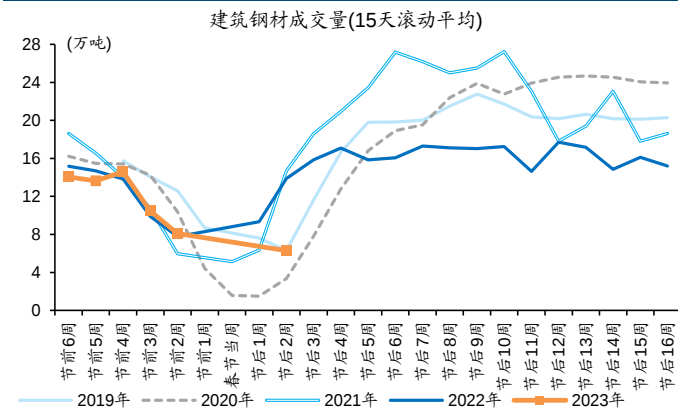
图表4：医药、汽车行业开工情况明显好于其他行业



来源：湖北省经信厅，国金证券研究所

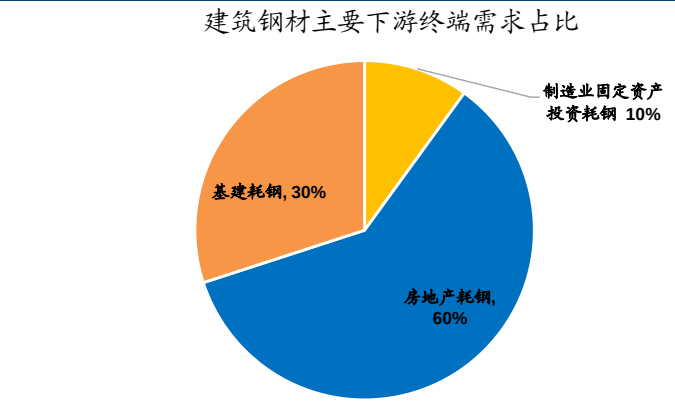
开工出现行业结构分化，节后开工低迷或缘于地产链相关投资活动拖累。中观指标进一步验证地产等建筑相关开工表现偏弱；节后建筑钢材成交持续低迷，节后第 2 周成交水平较节前回落 22%、暂未见恢复态势，从建筑钢材终端需求来看，60% 的建筑钢材用于房地产行业，或指向节后开工较慢缘于地产表现低迷拖累；此外，节后玻璃表观需求明显弱于过往、较 2022 年同期减少 41.5%；同时，玻璃产需与地产施工变动较为同比，进一步映射节后地产相关投资偏弱。

图表5: 建筑用钢材需求仍然偏弱



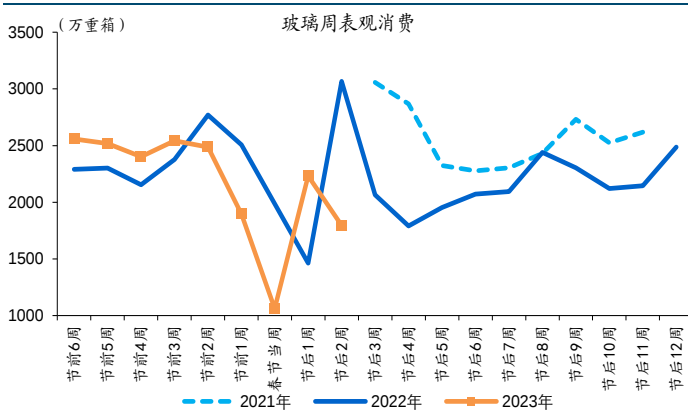
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 地产链相关的玻璃需求表现较弱



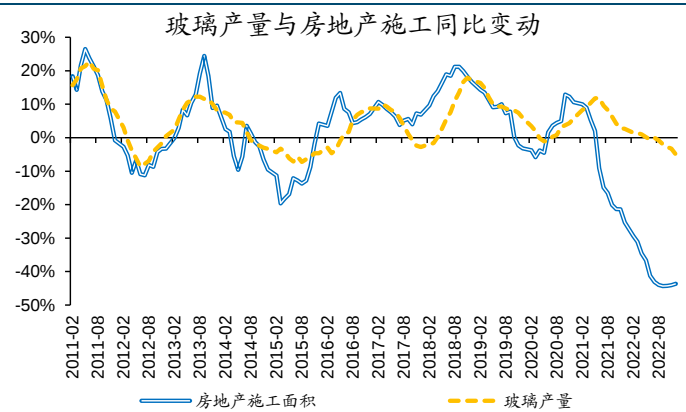
来源: Wind, 国金证券研究所

图表7: 节后地产竣工相关的玻璃需求表现较弱



来源: Wind, 国金证券研究所

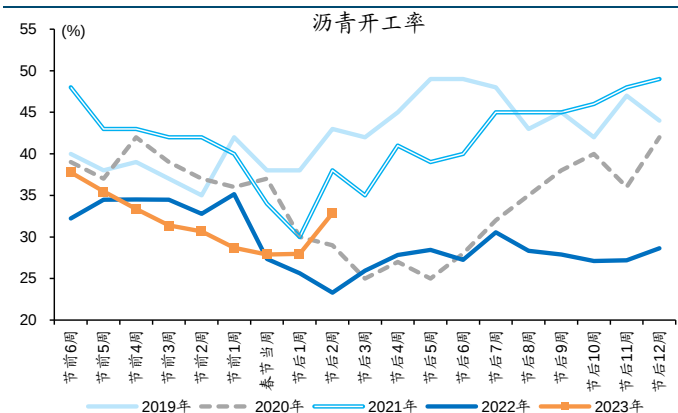
图表8: 玻璃产量与房地产施工走势较为同步



来源: Wind, 国金证券研究所

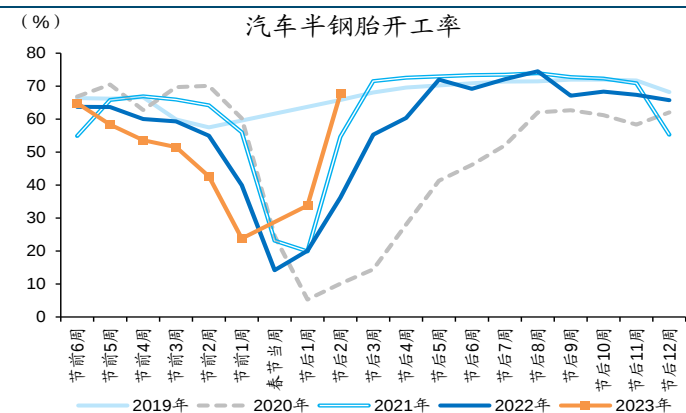
从中观指标来看,上游投资活动中,基建或好于地产,中下游制造业生产开工明显好于上游产业。不同于地产链相关开工表现,本周沥青开工明显提升、较上周增长4.9个百分点至32.9%、周环比增幅明显大于建筑钢材等开工提升幅度,指向节后基建相关开工活动好于地产;此外,中下游制造业开工明显好于上游产业,比如,汽车半钢胎开工率达67.7%、已超2019年同期水平的65.8%,国内PTA开工率达76.6%、已超去年同期水平的75%。

图表9: 节后沥青开工明显好转



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 节后汽车行业开工明显提升

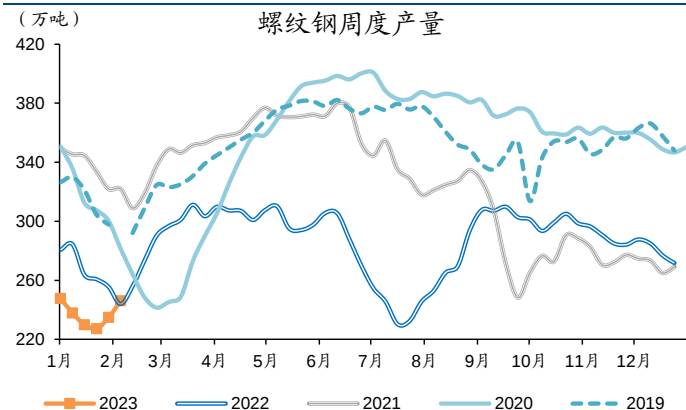


来源: Wind, 国金证券研究所

此外,钢材生产结构分化进一步映射中下游制造业开工或好于地产相关的上游开工。作为钢材两大重要组成,螺纹钢、中厚板节后产量明显分化;本周,螺纹钢产量远低于过往同期水平、分别为2019、2022年农历同期的76.2%、90%,相较之下,中厚板产量明显高于过往同期、分别为2019、2022年农历同期的120.8%、112.6%。节后两大品类钢材产量分化与其终端需求差异有直接联系,螺纹钢广泛应用于房屋等建筑工程、中厚板更多应用在

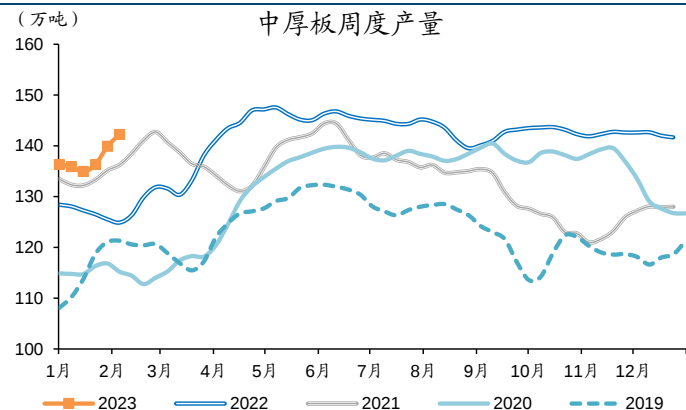
机械设备、汽车船舶生产；因此，螺纹钢节后产量低于过往、中厚板产量高于过往进一步映射节后地产开工水平或显著低于中下游制造业。

图表11：近期螺纹钢生产水平处于历年同期低位



来源：Wind，国金证券研究所

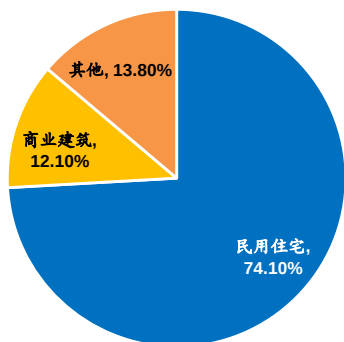
图表12：近期中厚板生产水平处于历年同期高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表13：螺纹钢终端需求集中在建筑领域

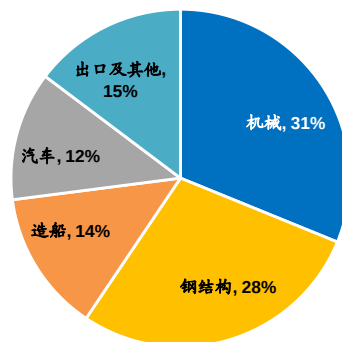
螺纹钢主要下游终端需求占比



来源：卓创资讯，国金证券研究所

图表14：中厚板终端需求集中在机械、汽车等制造业

中厚板主要下游终端需求占比

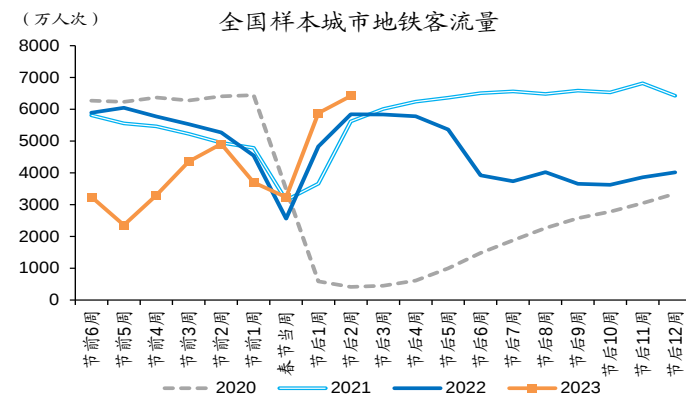


来源：卓创资讯，国金证券研究所

二、物流人流跟踪：节后人流已超过往年同期，物流仍弱于节前水平

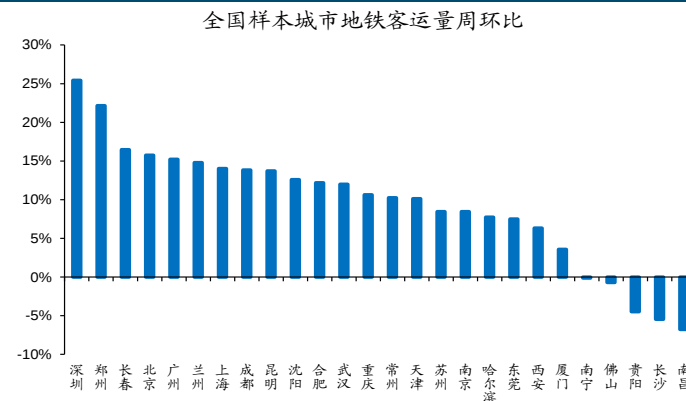
节后市内人流恢复快于过往，地铁客流、城市拥堵情况均已超过往年同期水平。本周（2月5日至2月11日），节后地铁客流量恢复好于过往同期，本周城市地铁客流量延续回升、较上周回升9.3%，为2021、2022年同期水平的114.3%、109.9%；分城市来看，深圳、郑州、长春三地地铁客流回升幅度较大、分别较上周回升25.4%、22.2%、16.5%；反映市内人口流动力度的全国拥堵延时指数延续回升、较上周回升9.7%、较2022年同期同比上涨5%，广州、武汉、北京等高能级城市回升幅度最大、分别较上周回升21.9%、19.4%、16.7%。

图表15：全国样本城市地铁客流量达过往同期水平



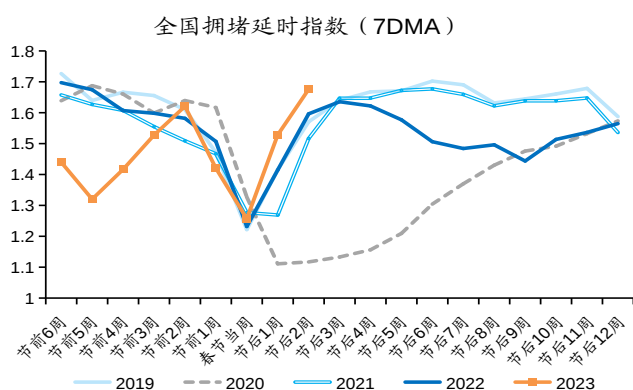
来源：Wind，国金证券研究所

图表16：多地地铁客运量环比有所下降

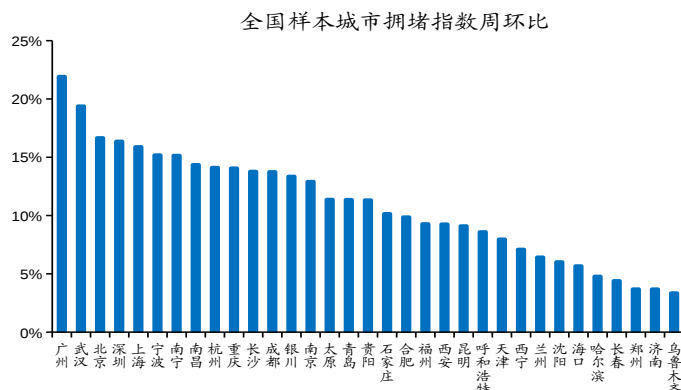


来源：Wind，国金证券研究所

图表17：本周，全国拥堵延时指数延续回升



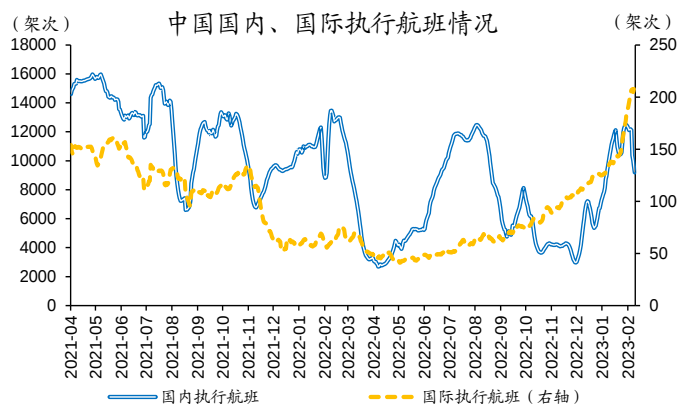
图表18：全国样本城市拥堵指数周环比上涨



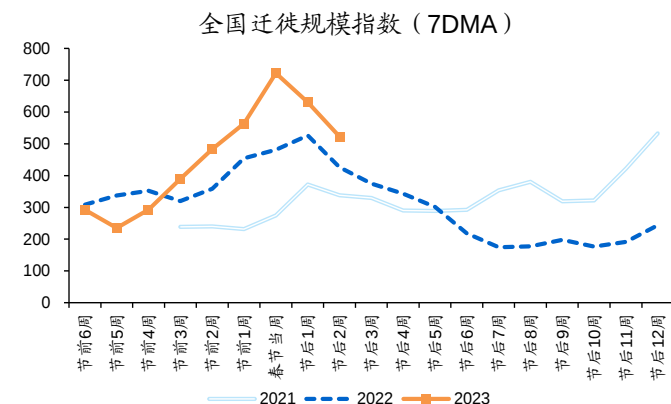
国内跨区人口流动节后季节性回落，但整体水平仍超过往年。本周(2月5日至2月11日)，伴随节后返程高峰已过，国内执行航班架次回落、较上周回落16.9%，受益于入境政策调整实施，国际执行航班架次延续提升、较上周增加11.6%。本周，反映跨区域人口流动的全国迁徙规模指数季节性回落、较上周回落17.2%，但整体水平显著高于过往同期、为去年同期水平的122.6%。

节后返工进程仍延续，典型劳动力输入地区人口迁入规模较大。从迁入迁出结构来看，本周仍处于节后返工阶段，主要人口输入地区的人口迁入力度仍较大，其中广州、北京、深圳、成都人口迁入规模占比最大、分别占全国总迁入人口规模的2.8%、2.4%、2.2%、2.1%；主要劳动力输出地区广东、河南、四川等地人口迁出规模占比最大、分别占全国总迁出人口规模的13.1%、7.6%、6.4%。

图表19：节后国内执行航班架次有所回落



图表20：春节后全国迁徙规模指数开始回落



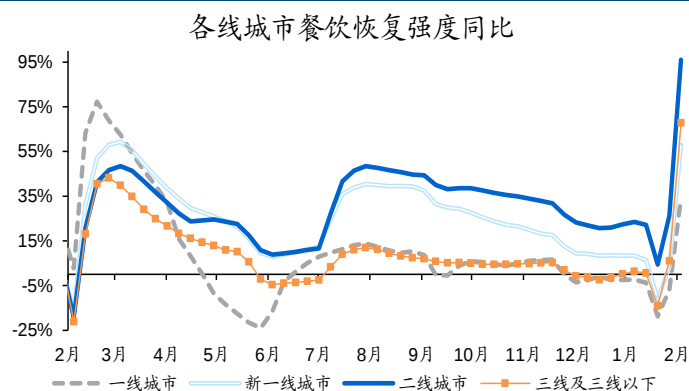
全国城市餐饮、外卖恢复强度双双回升。国金数字未来Lab数据显示，上周(1月28日至2月4日)，反映全国各线城市餐饮商家活跃数目的餐饮恢复强度止降转升，一线、新一线、二线、三线城市分别较前周回升21、28、46、42个百分点，餐饮恢复强度较去年同期增幅走扩，一线、新一线、二线、三线城市餐饮恢复强度同比增幅分别较前周走扩41、55、70、62个百分点。反映全国各城市活跃外卖骑手数目的城市外卖恢复强度回升，一线、新一线、二线、三线城市分别较前周回升83、115、169、291个百分点、已恢复至节前水平；各线城市外卖恢复强度同比大幅提升，一线、新一线、二线、三线城市外卖恢复强度同比增幅分别较前周走扩270、268、302、395个百分点。

图表21：全国城市餐饮恢复强度回升



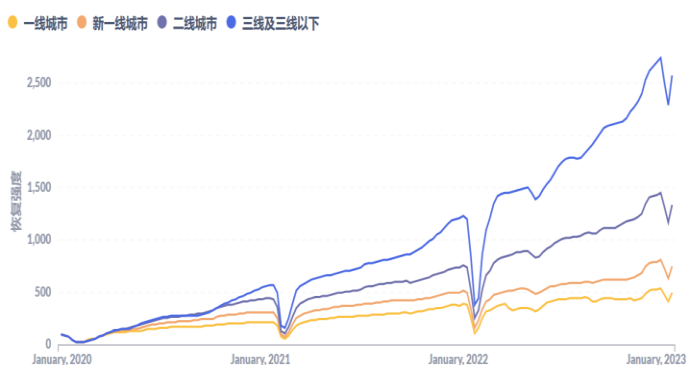
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表22：全国城市餐饮恢复强度同比显著提升



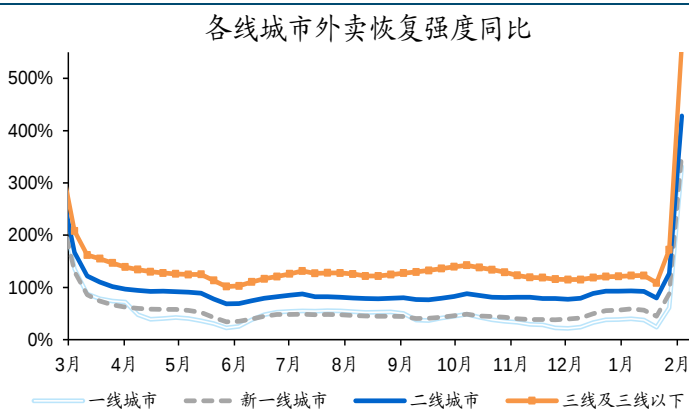
来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表23：全国城市外卖恢复强度回升



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

图表24：全国城市外卖恢复强度同比显著提升



来源：国金数字未来 Lab，国金证券研究所

节后线下消费热度有所减弱，代表连锁餐饮节后流水恢复强度回落。国金数字未来 Lab 数据显示，节后代表连锁茶饮品牌订单表现分化，上周（1月28日至2月4日），一线、新一线城市订单指数延续回升、分别较上周回升43.8%、8.1%，二线、三线城市订单指数回落、分别较上周回落11.7%、18.8%，或指向节后返工下，二线、三线城市人口流出规模提升，一线、新一线城市人口流入提升。代表连锁餐饮流水恢复强度总体回落，全国流水恢复强度从正月初八的160.4%减少58.8个百分点至101.6%，分城市来看，上海、福建、湖北、北京代表连锁餐饮流水恢复强度分别减少28.4、50.3、60.5、76.1个百分点至68%、119.3%、94.8%、97.4%。

图表25：一线、新一线城市代表连锁茶饮品牌订单提升

图表26：节后代表连锁餐饮流水恢复强度回落

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52174

