

当前经济的症结是物流不畅

显微镜下的中国经济（2022 年第 3 期）

过去三周的高频数据显示，与稳增长相关的高频指标并未趋势性下降，这表明非疫情地区仍在落实稳增长工作任务，投资需求比预期更有韧性。疫情期间国内经济的症结在于物流不畅，物流相关高频指标持续回落。物流问题迟迟不决最终将反噬投资需求韧性。

- 上周生产相关指标整体改善，开工率数据向好，产能利用率继续提高，西南地区水泥价格加速上升，粗钢日均产量、螺纹钢产量以及热卷产量环比回升。投资相关高频指标中，只有浮法玻璃的产销数据以及混凝土价格也一路下行。
- 过去三周的高频数据显示，与稳增长相关的高频指标并未出现趋势性的下滑，可能原因是非疫情地区仍在落实稳增长工作任务。3 月疫情大规模爆发以来开工率指标回落幅度有限，产能利用率表现持续向好，产品价格也没有明显下滑，甚至部分价格还持续上升。
- 物流相关高频数据也是本轮疫情以来为数不多出现趋势性下滑的指标。快递吞吐量指数连续四周下滑，整车货运流量指数连续三周下滑。地铁客运量也比历史同期大幅萎缩。
- 3 月下旬以来国常会持续出台新的稳增长措施，政策窗口再度打开。上周开工率、产能利用率、产量高频改善可能与此相关。当前经济的症结在于物流不畅，若供给侧因素迟迟不能解决，终将反噬需求水平。日前国务院已经开始部署切实做好货运物流保通保畅有关工作，物流高频指标持续下滑的态势有望改善。
- 风险提示：疫情形势超预期，全球通胀及主要经济体货币政策超预期。

定期报告

主要预测

%	2021E	2022E
GDP	8.1	5.5
CPI	0.9	1.9
PPI	8.1	5.3
社会消费品零售	12.9	6.1
工业增加值	9.6	5.9
出口	29.9	8.9
进口	30.1	7.5
固定资产投资	4.9	7.3
M2	9.0	9.7
社会融资余额	10.3	10.9
1 年期 MLF 利率	2.95	2.75
1 年期 LPR	3.8	3.6
人民币汇率	6.35	6.0

最新数据（3 月）

工业	
城镇投资	
零售额	
CPI	1.5
PPI	8.5

资料来源：CEIC、招商证券

张一平 S1090513080007
zhangyiping@cmschina.com.cn
刘亚欣 S1090516100001
liuyaxin@cmschina.com.cn
高明 S1090518010002
gaoming3@cmschina.com.cn
张秋雨 S1090519010001
zhangqiuyu@cmschina.com.cn
徐海锋 S1090522020001
xuhai Feng1@cmschina.com.cn
张岸天 研究助理
zhangantian@cmschina.com.cn
马瑞超 研究助理

正文目录

1、 开工率	4
2、 产能利用率	7
3、 产量	10
4、 价格	11
5、 库存	16
6、 房地产市场	18
7、 疫情	20

图表目录

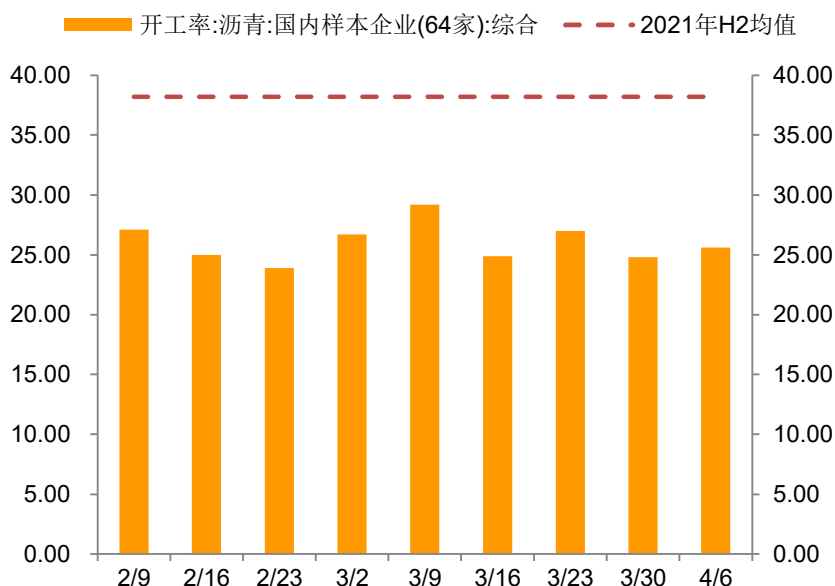
图 1: 沥青企业开工率小幅回升	4
图 2: 电炉开工率连续三周回落	4
图 3: 唐山高炉开工率回升	5
图 4: 纯碱开工率触底回升	5
图 5: 热轧开工率明显反弹	6
图 6: 全钢胎开工率小幅回落	6
图 7: 浮法玻璃开工率再度下跌	7
图 8: PVC 开工率止跌回稳	7
图 9: 钢厂产能利用率继续小幅上升	8
图 10: 热卷产能利用率明显回升	8
图 11: 浮法玻璃产能利用率小幅下跌	9
图 12: 焦化产能利用率持续回升	9
图 13: 水泥熟料产能利用率显著提高	10
图 14: 粗钢日均产量持续上升	10
图 15: 螺纹钢产量再度回升	11
图 16: 热卷产量上周明显回升	11
图 17: 西南地区水泥价格上涨速度加快	12
图 18: 熟料价格有所走弱	12
图 19: 混凝土价格持续下跌	13
图 20: 动力煤和炼焦煤价格走势继续分化	13

图 21: 3 月下旬以来螺纹钢价格明显上涨	14
图 22: 热卷价格继续刷新年内最高水平	14
图 23: 原油价格大幅上涨可能是当前沥青价格高企的主要原因	15
图 24: 纯碱价格小幅回升	15
图 25: 浮法玻璃价格五连跌	16
图 26: 水泥库容比大幅回升	16
图 27: 上周水泥发运率环比下跌	17
图 28: 电厂动力煤库存回升	17
图 29: 上周港口铁矿石库存继续回落	18
图 30: 钢厂炼焦煤库存小幅上涨	18
图 31: 上周商品房销售数据大幅下滑	19
图 32: 上周土地成交面积显著回落	19
图 33: 土地溢价率持续低迷	20
图 34: 感染人数仍将快速攀升	20
图 35: 地铁客运量仍较为低迷	21
图 36: 快递吞吐量连续四周下滑	21
图 37: 出口集装箱运价指数高位回落	22
图 38: 整车货运流量指数持续回落	22

1、开工率

上周沥青样本企业开工率为 24.8%，环比上涨 0.8 个百分点。3 月中旬以来沥青开工率持续震荡，虽然未能延续节后的回升趋势，但疫情也未对开工率造成持续的冲击。

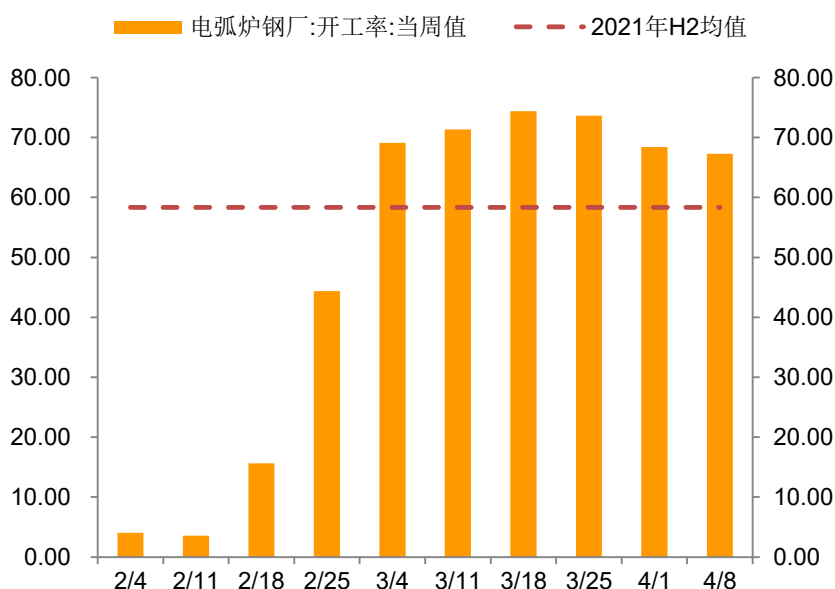
图 1：沥青企业开工率小幅回升



资料来源：同花顺、招商证券

上周全国电炉钢厂开工率回落幅度收窄，开工率为 68.41%，环比下降 1.11 个百分点。受疫情影响，电炉开工率已经连续下滑三周，但绝对水平仍大幅高于 1-2 月的水平，也位于去年下半年平均水平之上。

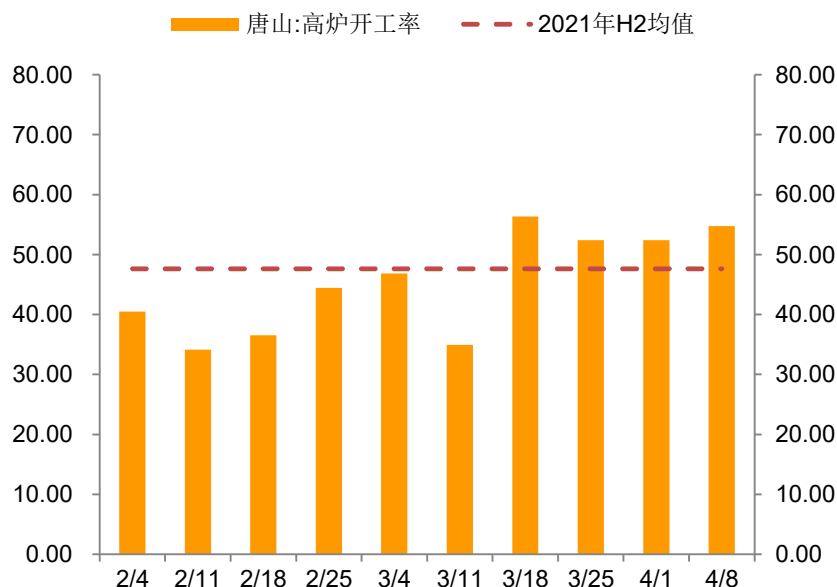
图 2：电炉开工率连续三周回落



资料来源：同花顺、招商证券

上周唐山高炉开工率为 54.76%，环比上升 2.38%，接近年初以来的最高水平。

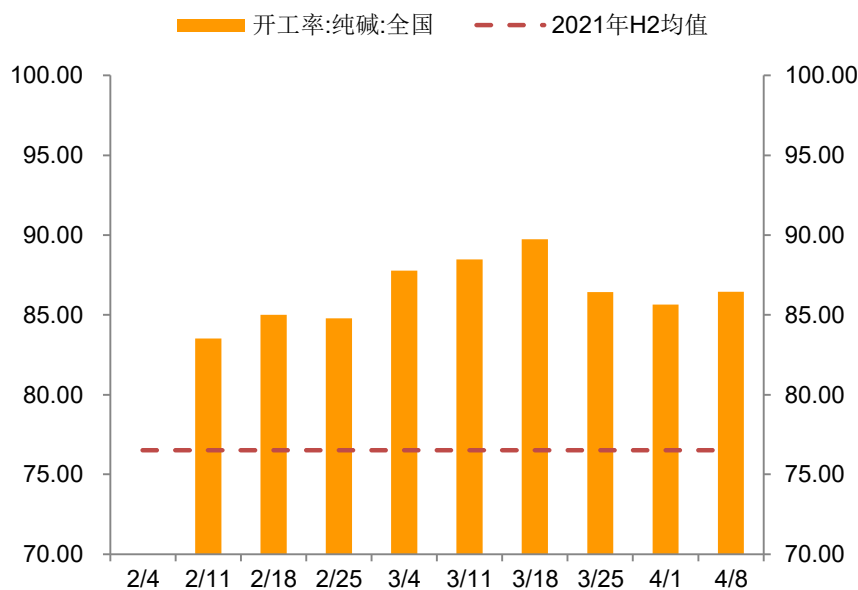
图 3: 唐山高炉开工率回升



资料来源: 同花顺、招商证券

上周纯碱企业开工率为 86.45%，环比回升 0.81%，自深圳结束封城以来，开工率首次回升。

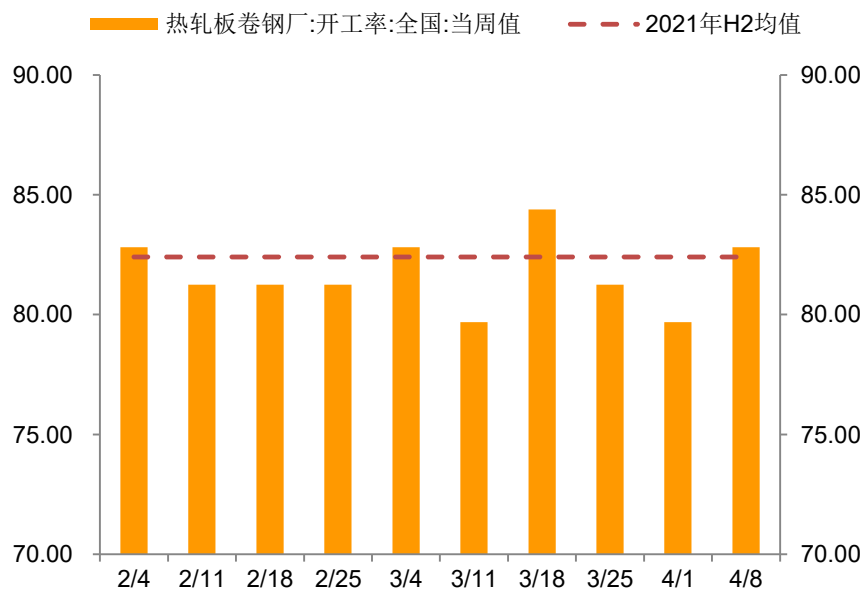
图 4: 纯碱开工率触底回升



资料来源: 同花顺、招商证券

热卷开工率明显反弹。上周热卷开工率为 82.81%，环比上升 3.12%，再次回升至去年下半年的平均水平之上。

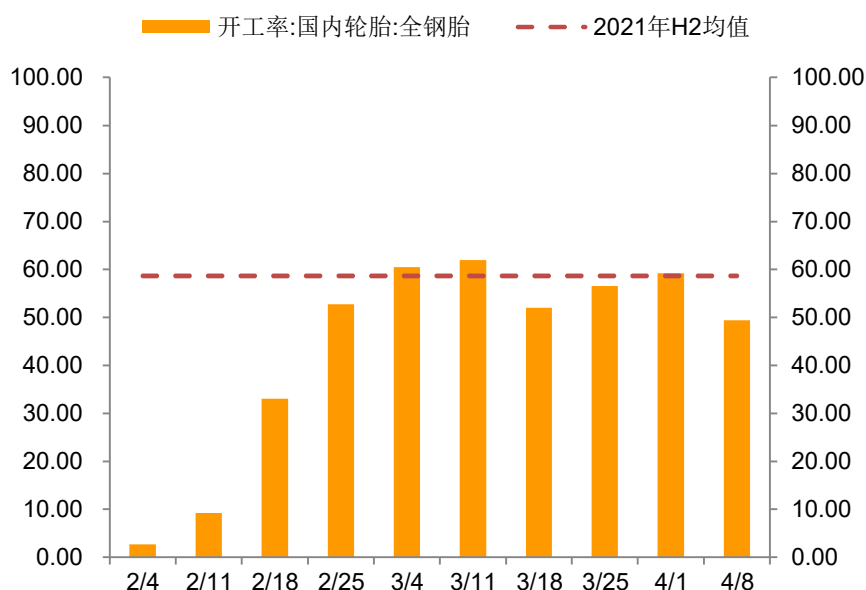
图 5: 热轧开工率明显反弹



资料来源: 同花顺、招商证券

上周钢胎开工率明显下滑。其中, 全钢胎开工率环比下降 9.8% 至 49.43%, 半钢胎开工率环比下降 7.41% 至 67.11%。本轮疫情的重灾区吉林和上海均是我国汽车生产重镇, 这对汽车上游产业链生产造成负面影响。

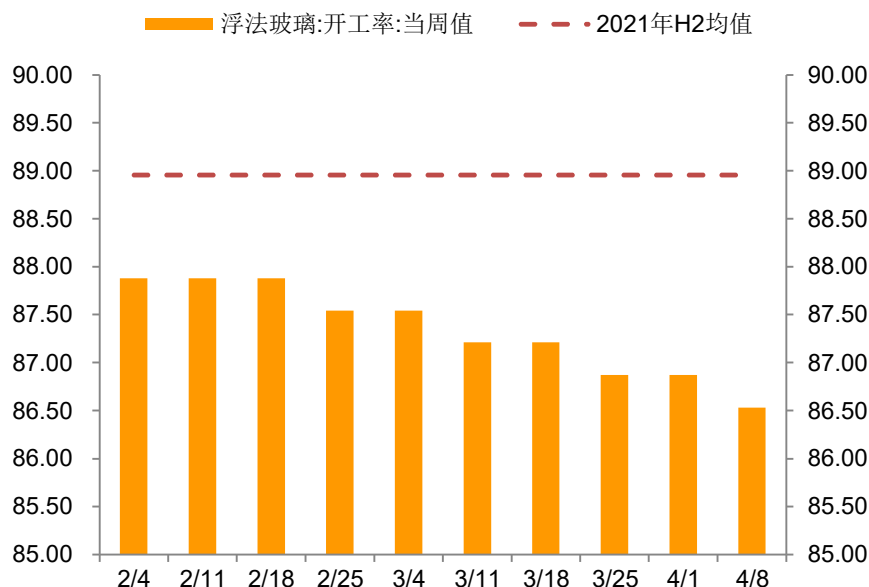
图 6: 全钢胎开工率小幅回落



资料来源: 同花顺、招商证券

浮法玻璃开工率再度下跌。上周开工率为 86.53%，环比下跌 0.34%。

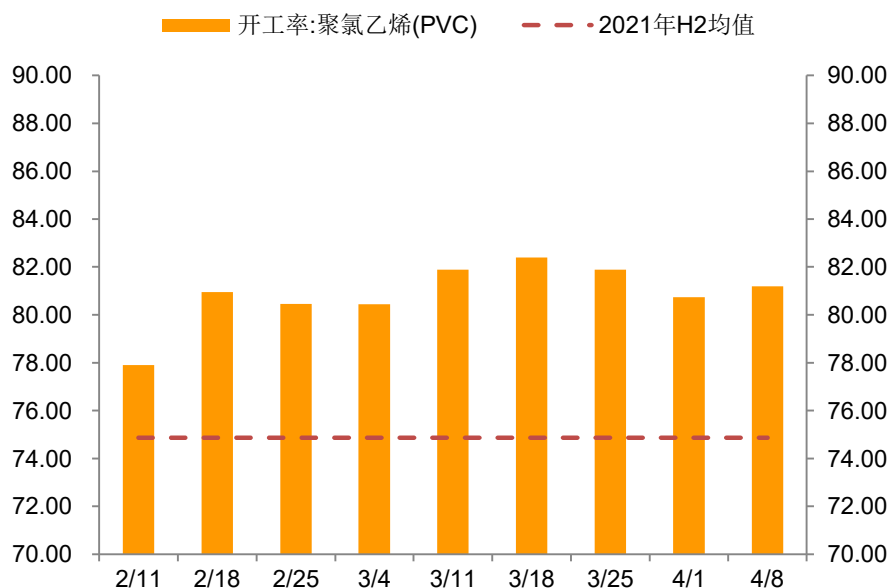
图 7: 浮法玻璃开工率再度下跌



资料来源: 同花顺、招商证券

PVC 开工率小幅回升。上周 PVC 开工率为 81.19%，环比回升 0.46 个百分点，止跌回稳

图 8: PVC 开工率止跌回稳



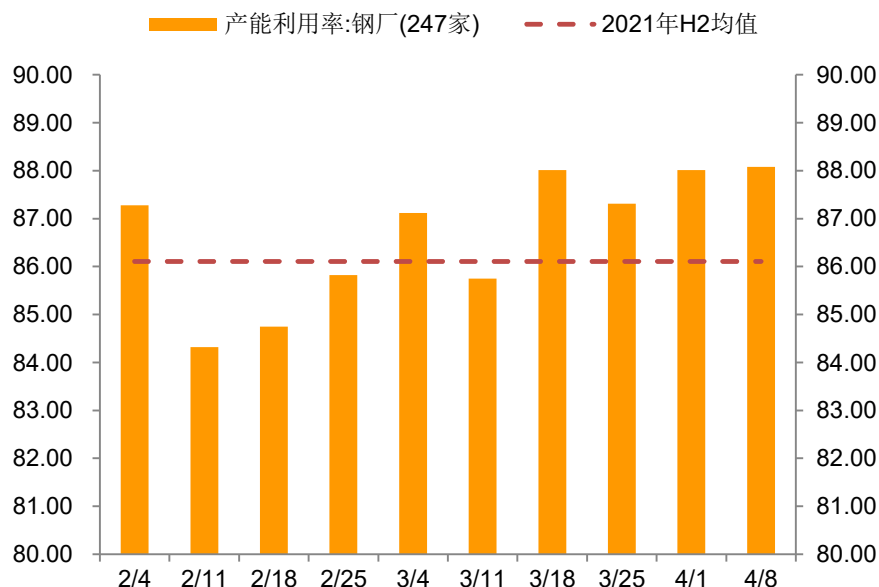
资料来源: 同花顺、招商证券

自 3 月 14 日深圳封城以来，开工率数据受疫情冲击，结束了节后持续回升的态势。但是，过去几周开工率也没有持续下滑，仍以震荡为主。上周上海进入全城进入静态管理，我们观测的 8 个开工率数据中，有 5 个数据上升，3 个数据下降，而此前一周上海“鸳鸯锅”封城时的情况是 1 个数据上升，7 个数据下降。

2、产能利用率

钢厂产能利用率继续回升。上周利用率为 88.08%，环比上升 0.07 个百分点，继续刷新今年的最高水平。

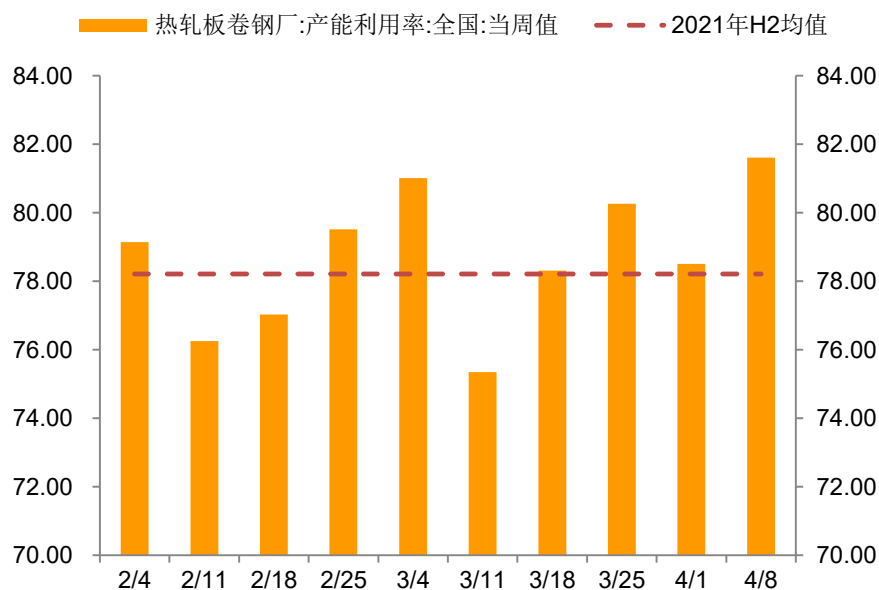
图 9：钢厂产能利用率继续小幅上升



资料来源：同花顺、招商证券

热卷产能利用率明显回升。上周产能利用率为 81.61%，环比上涨 3.1%，达到今年以来的次高水平。

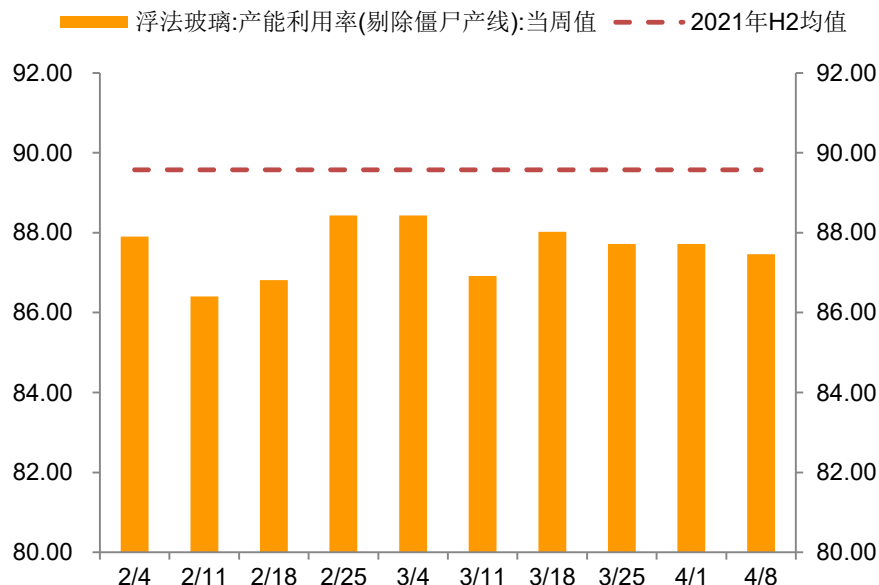
图 10：热卷产能利用率明显回升



资料来源：同花顺、招商证券

浮法玻璃产能利用率小幅下降。上周产能利用率为 87.46%，环比下跌 0.26%。

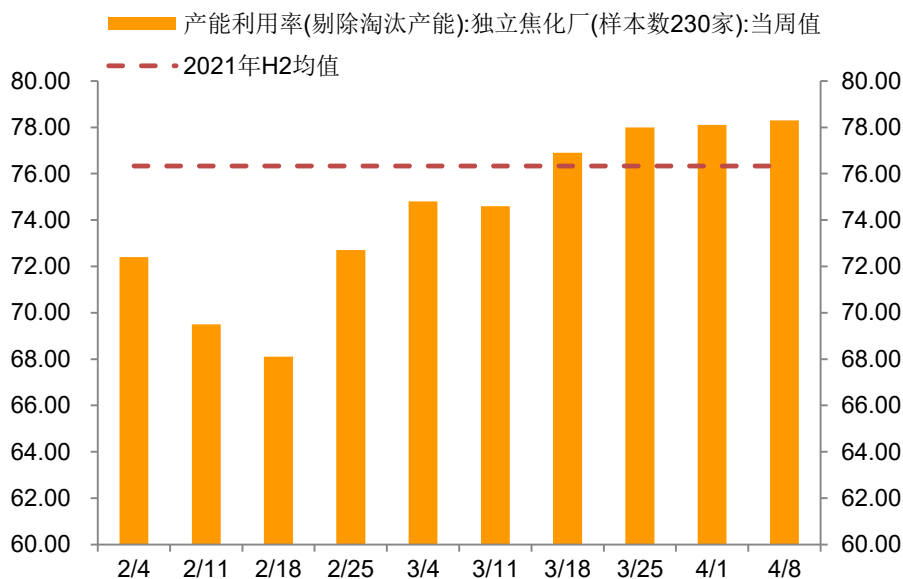
图 11: 浮法玻璃产能利用率小幅下跌



资料来源：同花顺、招商证券

焦化产能利用率持续回升。上周焦化厂产能利用率为 78.3%，环比提高 0.22 百分点，继续刷新今年以来的最高水平

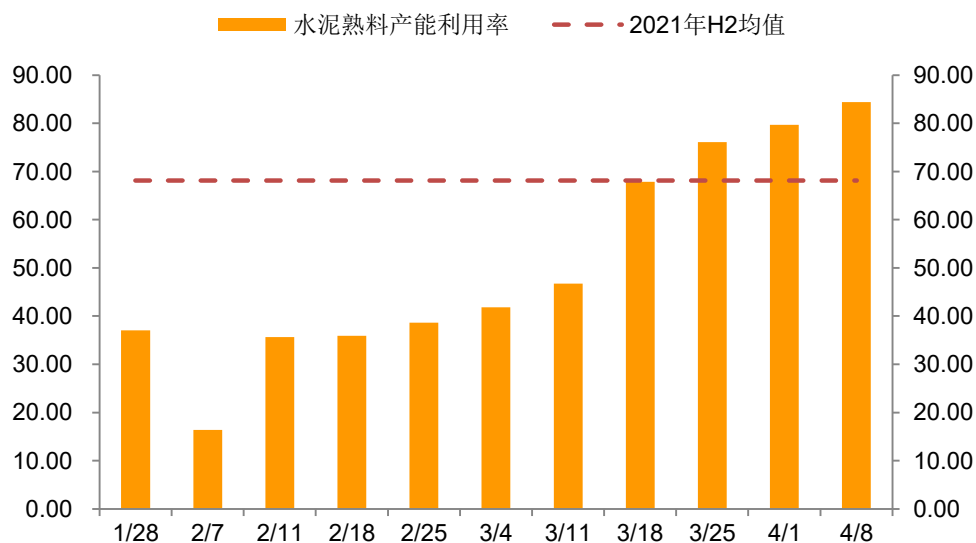
图 12: 焦化产能利用率持续回升



资料来源：同花顺、招商证券

上周水泥熟料产能利用率为 84.43%，环比上升 4.74%，涨幅扩大。

图 13: 水泥熟料产能利用率显著提高



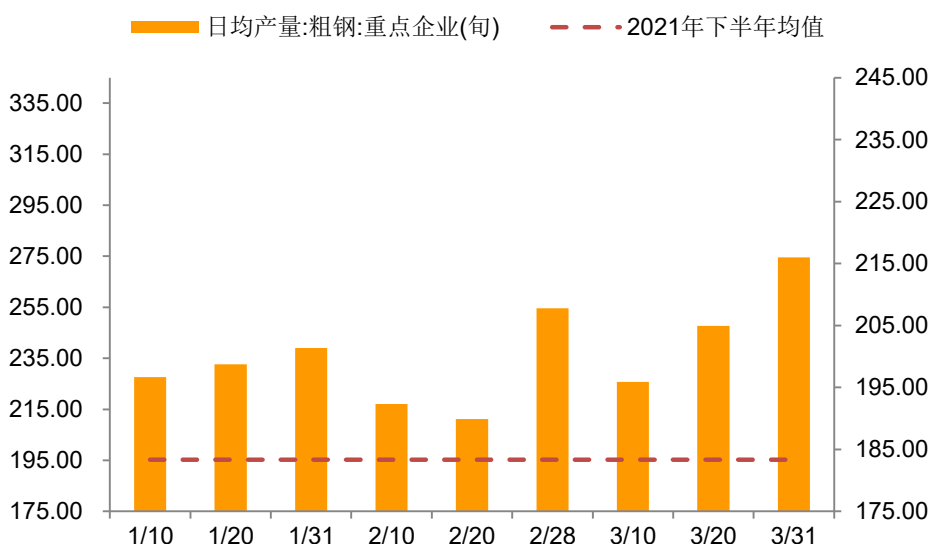
资料来源: 同花顺、招商证券

上周产能利用率水平维持较好的表现, 除浮法玻璃产能利用率有所回升之外, 其余指标均有不同程度的上升, 甚至刷新今年以来的最高水平。

3、产量

3月下旬重点钢企粗钢日均产量为 216.01 万吨, 较中旬水平上涨 11.08 万吨, 达到今年以来的最高水平且 3 月以来粗钢日均产量持续上升。

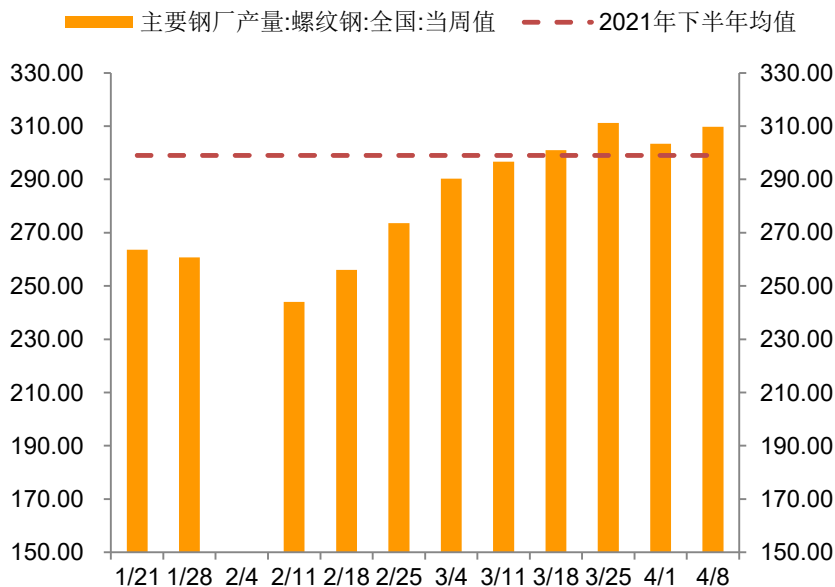
图 14: 粗钢日均产量持续上升



资料来源: 同花顺、招商证券

上周主要钢厂的螺纹钢和热卷产量再度回升。其中, 螺纹钢产量为 309.76 万吨, 环比上升 6.39 万吨, 为年内次高水平。

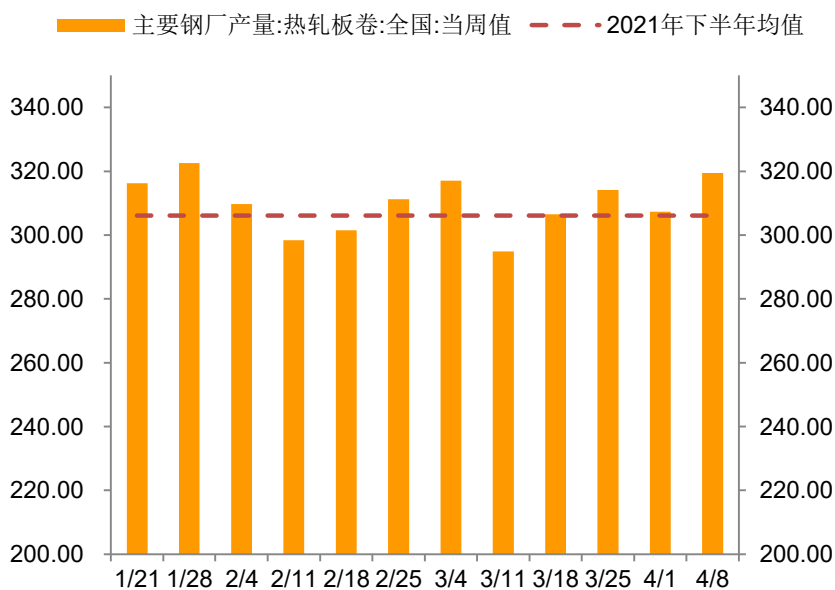
图 15: 螺纹钢产量再度回升



资料来源：同花顺、招商证券

热卷产量为 319.43 万吨，环比上升 12.13 万吨，刷新了春节以来的最高产量记录。

图 16: 热卷产量上周明显回升



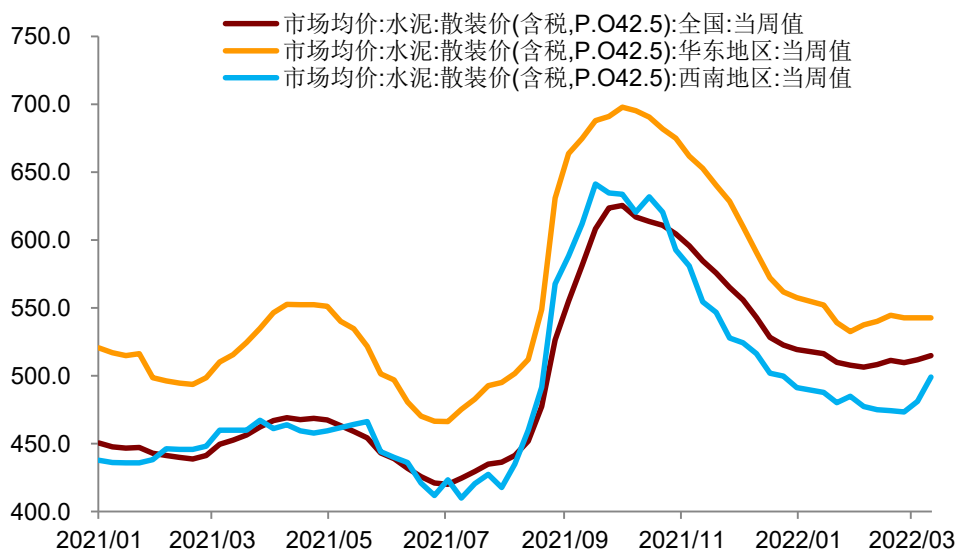
资料来源：同花顺、招商证券

尽管上周疫情继续快速发展，但是钢铁高频数据显示生产形势持续改善。

4、价格

上周全国水泥价格继续上涨，其中全国散装水泥均价上涨 3.23 元/吨至 515.11 元/吨，涨幅有所扩大。重点基建区域华东地区水泥价格继续环比持平，而西南地区水泥价格大幅上涨 18 元/吨至 499.33 元/吨。

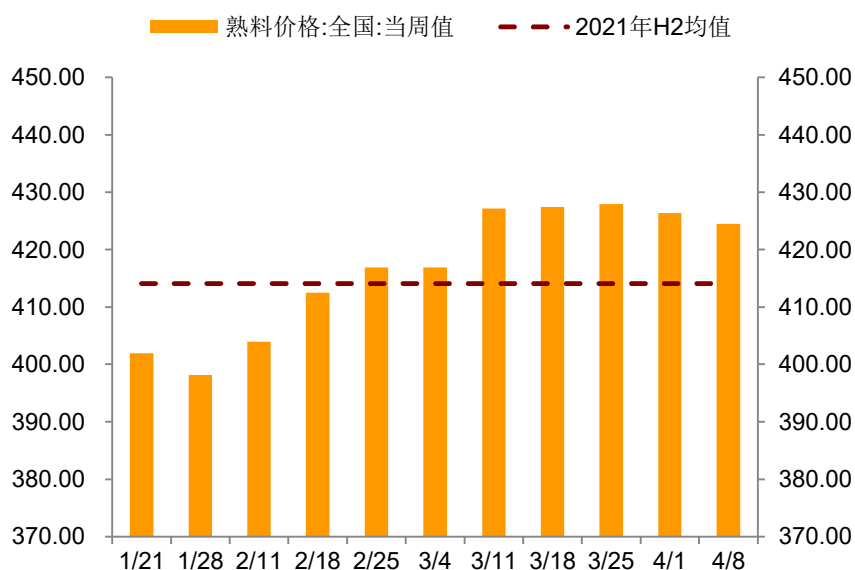
图 17: 西南地区水泥价格上涨速度加快



资料来源: Wind、招商证券

熟料价格继续走弱。上周价格为 424.45 元/吨，环比下跌 1.91 元/吨。整体看，3 月第 2 周以来，熟料价格中枢明显提高。

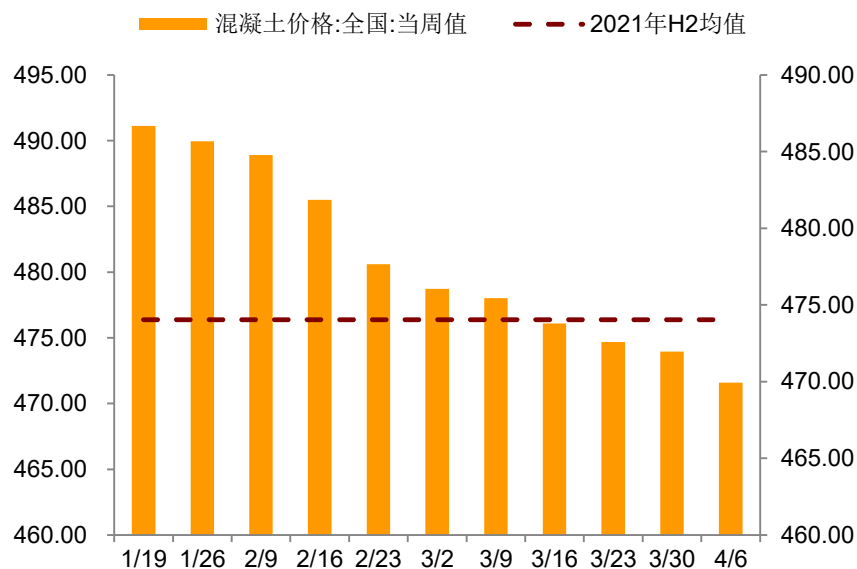
图 18: 熟料价格有所走弱



资料来源: Wind、招商证券

混凝土价格继续下跌，上周环比下跌 2.01 元/吨至 469.94 元，继续刷新今年以来的最低水平。

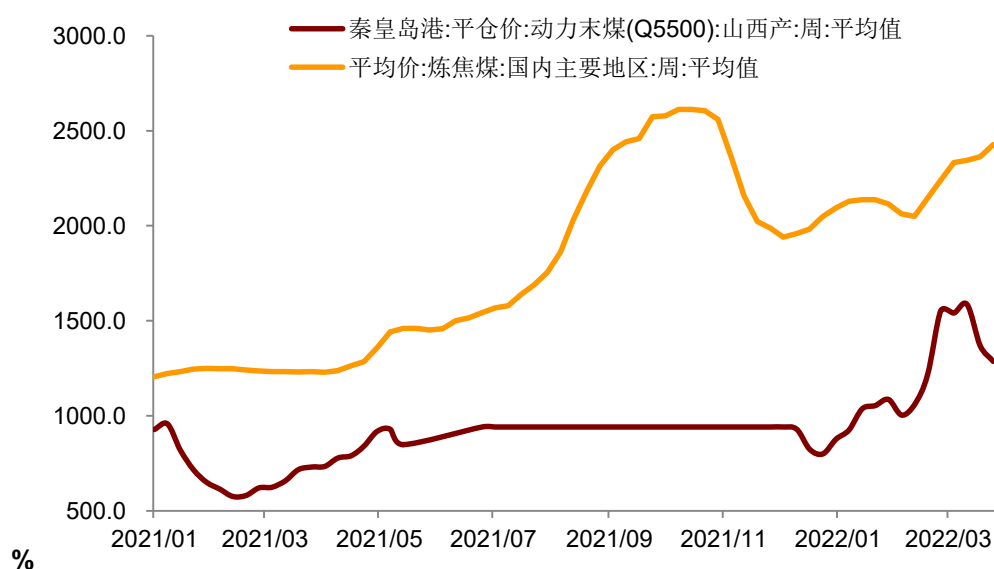
图 19: 混凝土价格持续下跌



资料来源: Wind、招商证券

上周动力煤和炼焦煤价格走势继续分化。其中,上周秦皇岛港动力煤平仓价平均水平为 1286.67 元/吨,环比下跌 83.17 元/吨,跌幅收窄。炼焦煤平均价格环比上涨 64.17 元/吨至 2427.33 元/吨,涨幅扩大。

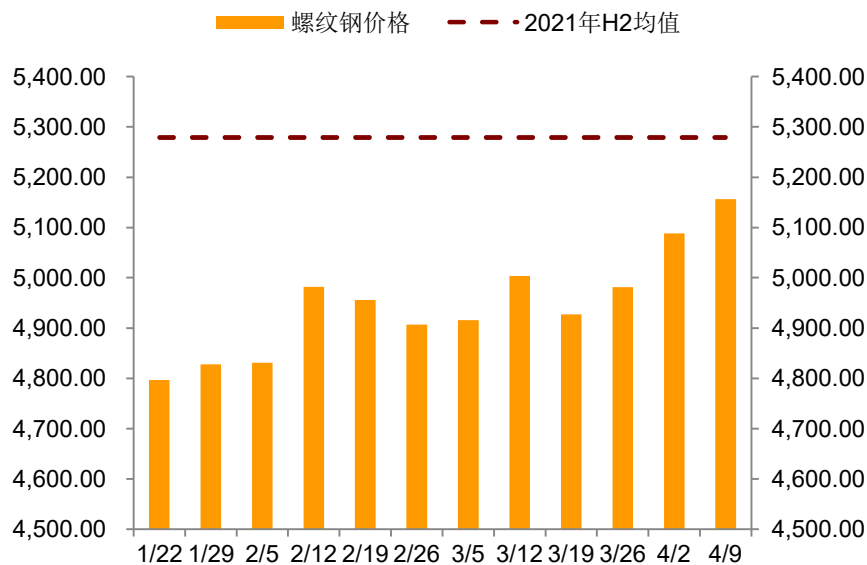
图 20: 动力煤和炼焦煤价格走势继续分化



资料来源: Wind、招商证券

上周螺纹钢和热卷价格继续上涨。其中,螺纹钢价格环比上涨 68.5 元/吨至 5156.67 元/吨,继续刷新年内新高。

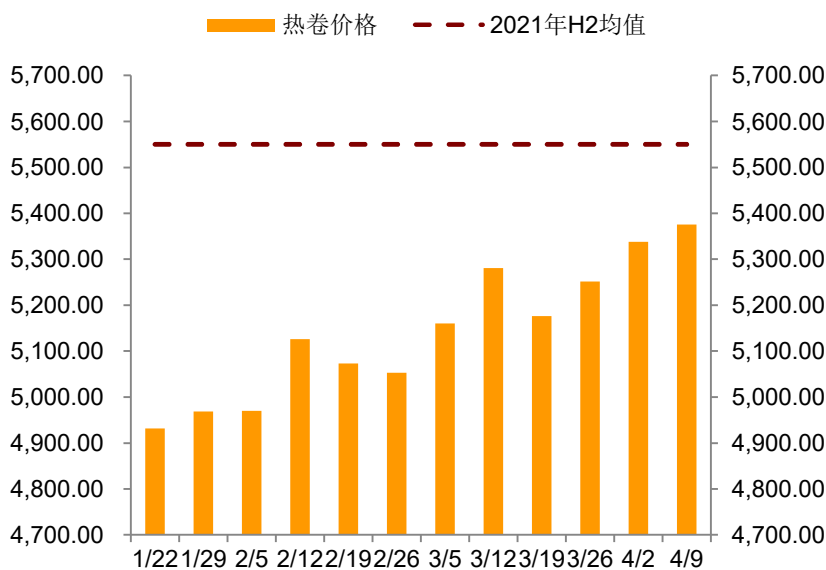
图 21: 3 月下旬以来螺纹钢价格明显上涨



资料来源: 同花顺、招商证券

热卷价格上周环比上涨 38 元/吨至 5376 元/吨。热卷今年以来的价格走势与螺纹钢相似, 近期钢铁产品价格明显走强。

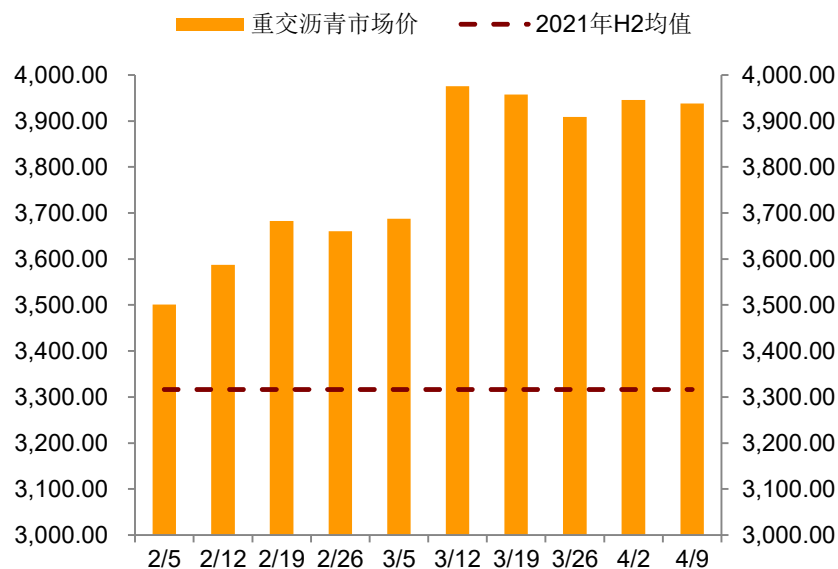
图 22: 热卷价格继续刷新年内最高水平



资料来源: 同花顺、招商证券

重交沥青上周价格环比下跌 8.21 元/吨至 3929.05 元/吨。3 月以来沥青价格大幅上涨, 较 2 月均价提高 300 元/吨左右。结合其他数据, 我们认为当前沥青价格的上涨主要是由于全球原油价格上涨所致。

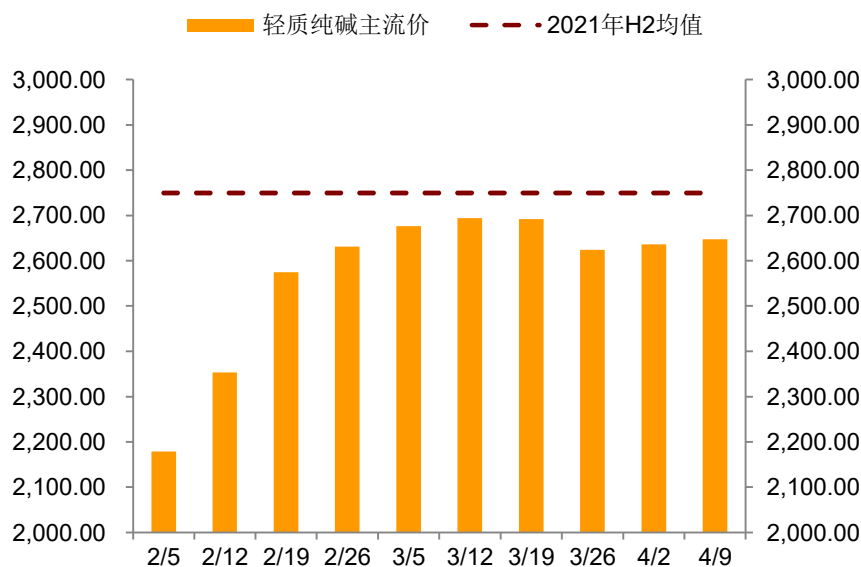
图 23: 原油价格大幅上涨可能是当前沥青价格高企的主要原因



资料来源: 同花顺、招商证券

上周纯碱价格继续回升。轻质纯碱主流价为 2647.62 元/吨, 环比上涨 11.19 元/吨。

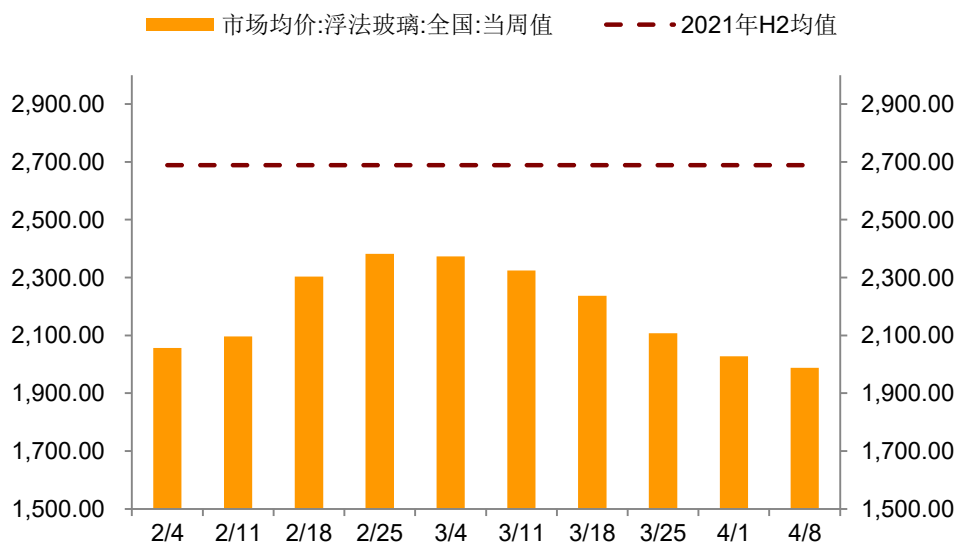
图 24: 纯碱价格小幅回升



资料来源: 同花顺、招商证券

浮法玻璃价格 6 连跌。上周浮法玻璃价格为 1988 元/吨, 环比下跌 40 元/吨。目前浮法玻璃已经跌至 2020 年年末的水平。

图 25: 浮法玻璃价格五连跌



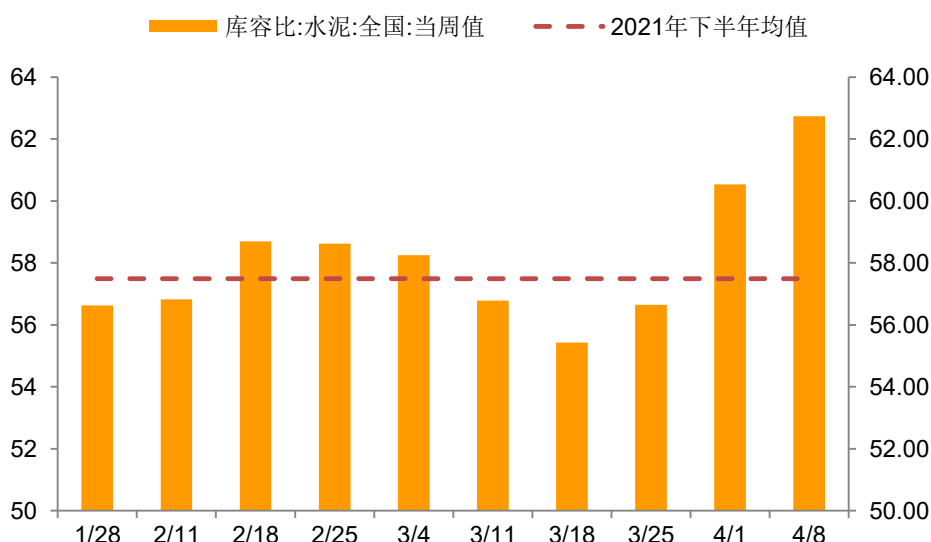
资料来源: 同花顺、招商证券

尽管上周生产情况环比改善, 但 10 个价格高频指标中, 仍有 5 个指标环比上涨, 仅比此前一周减少 1 个。西南地区水泥均价、螺纹钢、热卷以及炼焦煤价格持续走强。

5、库存

上周水泥库容比环比上升 2.21%至 62.74%, 达到春节后的最高水平, 也大幅超越去年下半年的平均水平。

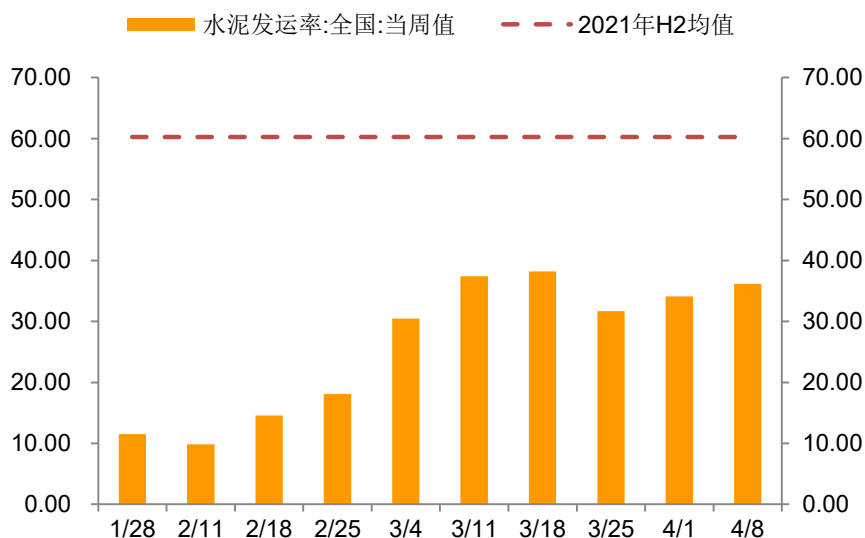
图 26: 水泥库容比大幅回升



资料来源: Wind、招商证券

近两周水泥发运率明显回升, 上周环比回升 2.02%至 36.16%。目前水泥发运率水平已经回升至深圳结束封城时的水平, 但仍远远低于去年下半年的水平, 这或许能说明为何水泥价格上涨而水泥库容比也在快速上涨。供给侧的问题对水泥价格上升有影响。

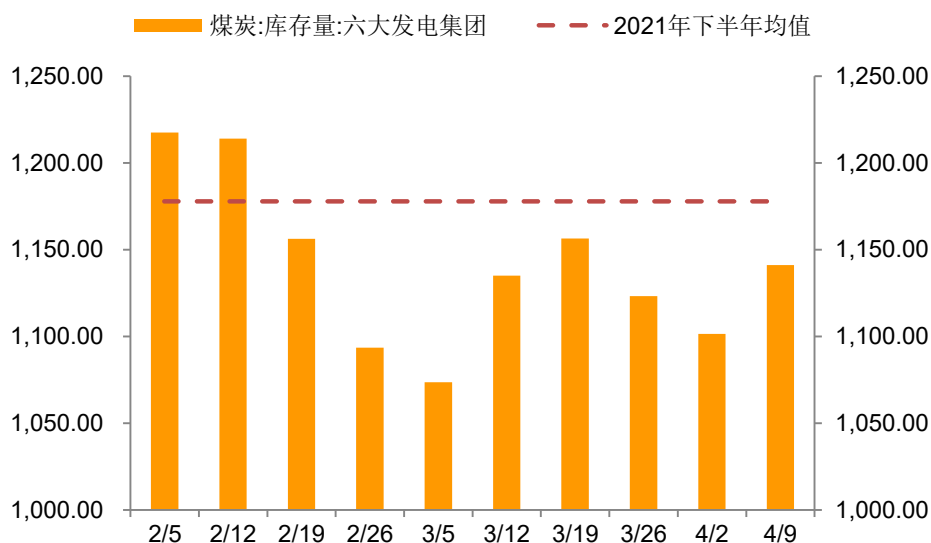
图 27: 上周水泥发运率环比下跌



资料来源: Wind、招商证券

上周六大集团电煤库存量环比上升 39.63 万吨至 1141.09 万吨, 大致相当于深圳封城前的水平。

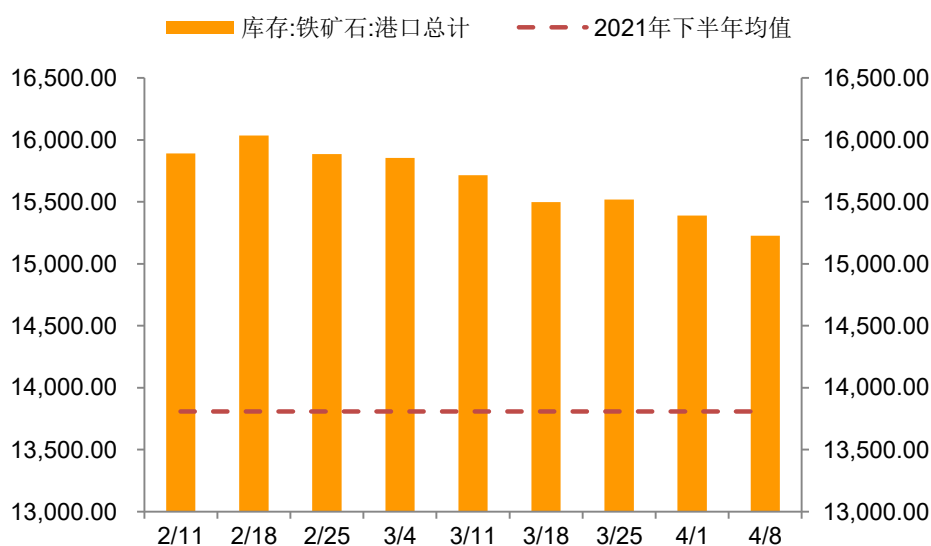
图 28: 电厂动力煤库存回升



资料来源: 同花顺、招商证券

上周港口铁矿石库存环比下跌 163.17 万吨至 15225.85 万吨, 回落幅度有所扩大。

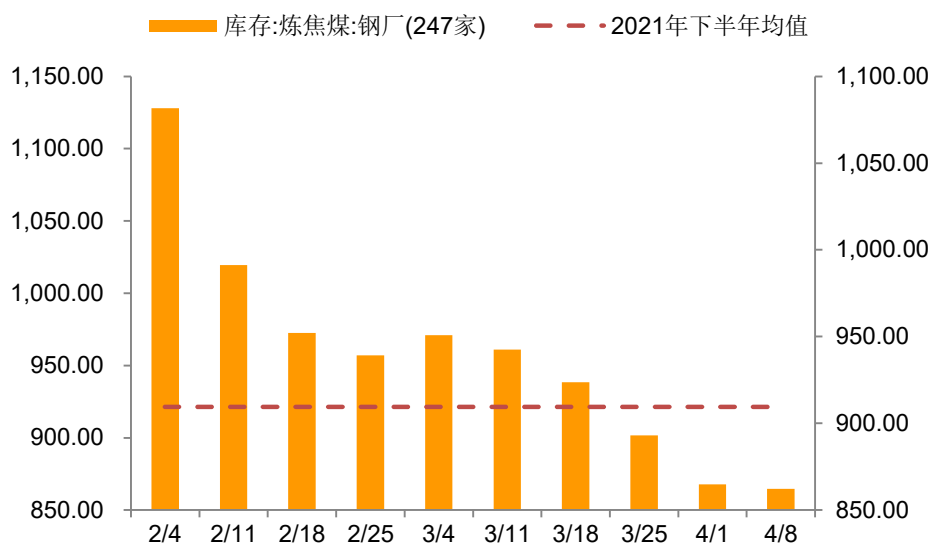
图 29: 上周港口铁矿石库存继续回落



资料来源: 同花顺、招商证券

上周钢厂炼焦煤库存小幅上涨 5 万吨至 202 万吨。3 月以来钢铁生产形势持续改善, 钢厂炼焦煤库存水平显著下降。

图 30: 钢厂炼焦煤库存小幅上涨



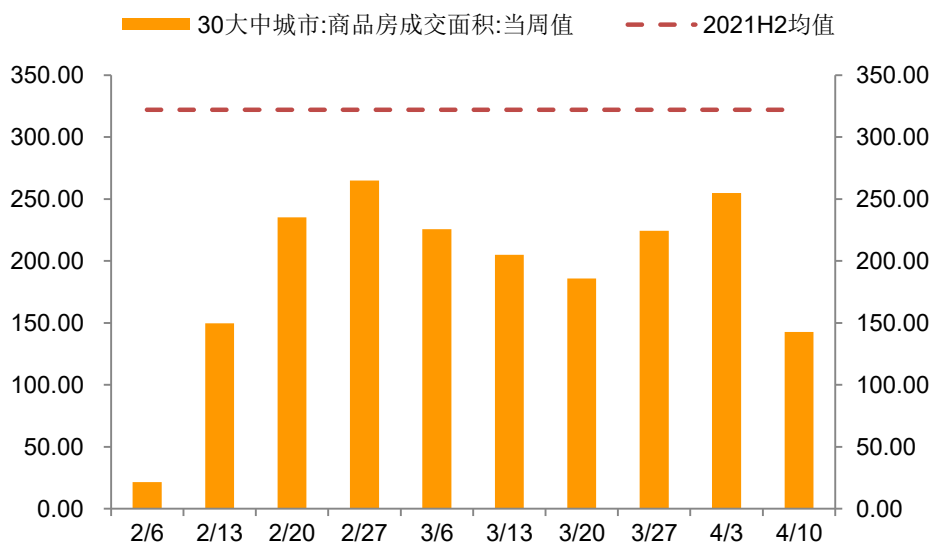
资料来源: 同花顺、招商证券

钢铁行业相关库存继续下滑, 而动力煤价格下跌推动电厂增加动力煤采购,

6、房地产市场

上周 30 城商品房销售数据明显恶化, 环比下降 112.08 万平方米至 142.63 万平方米, 仅高于春节时的水平, 主要原因是二线城市销售再次大幅下滑。

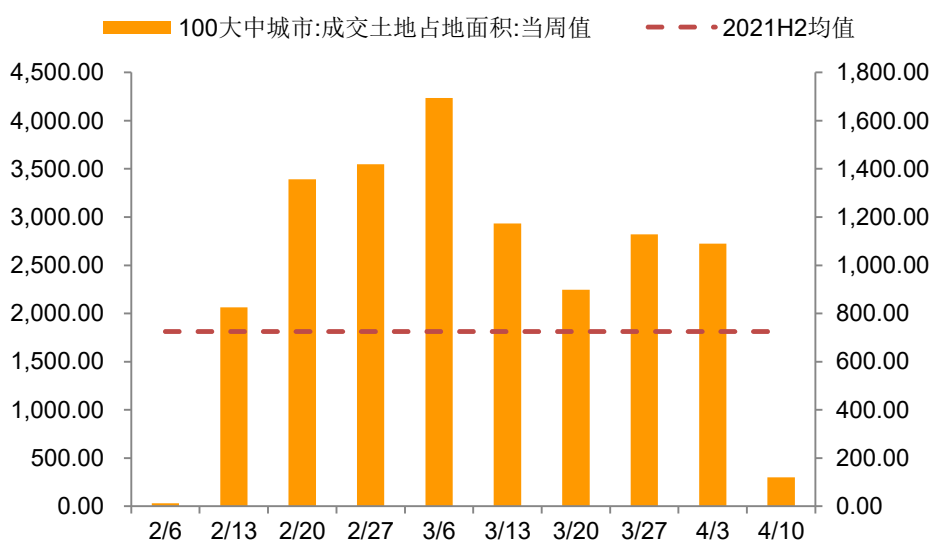
图 31: 上周商品房销售数据大幅下滑



资料来源: 同花顺、招商证券

上周土地成交面积显著回落, 成交土地面积为 119.5 万平方米, 环比下降 969.83 万平方米, 仅好于春节期间的成交数据。

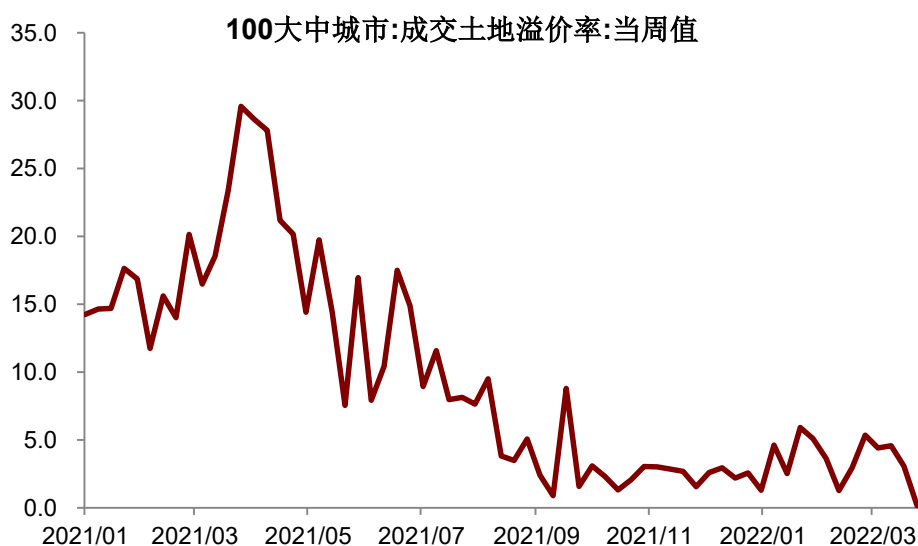
图 32: 上周土地成交面积显著回落



资料来源: 同花顺、招商证券

土地溢价率持续底部震荡。上周成交土地溢价率仅为 0.17%, 环比下降 2.91 个百分点, 延续了自去年 11 月以来的低迷状态。

图 33: 土地溢价率持续低迷



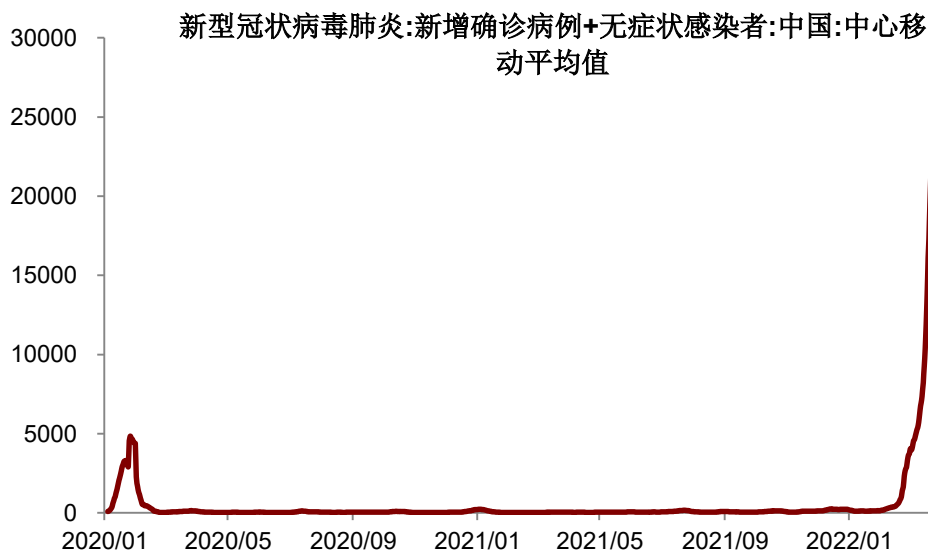
资料来源: 同花顺、招商证券

更多城市因城施策放松商品房销售限制的效果已经有明显体现。而供地两集中导致土地市场持续低迷,今年土地财政可能继续受冲击。

7、疫情

全国疫情仍处于快速发展阶段。4月12日,全国新增感染人数超过28000人。

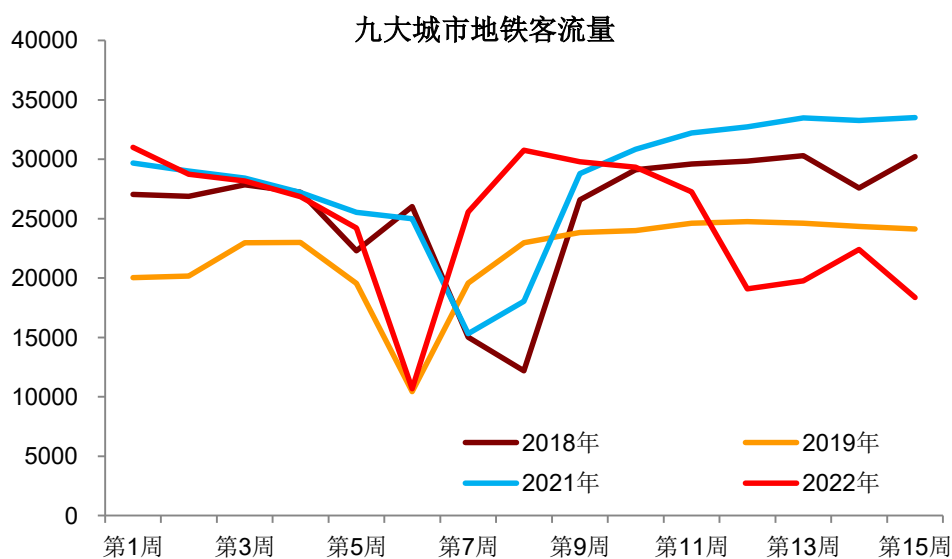
图 34: 感染人数仍将快速攀升



资料来源: 同花顺、招商证券

上周地铁客运量为1.84亿人,比去年同期下降45.2%。

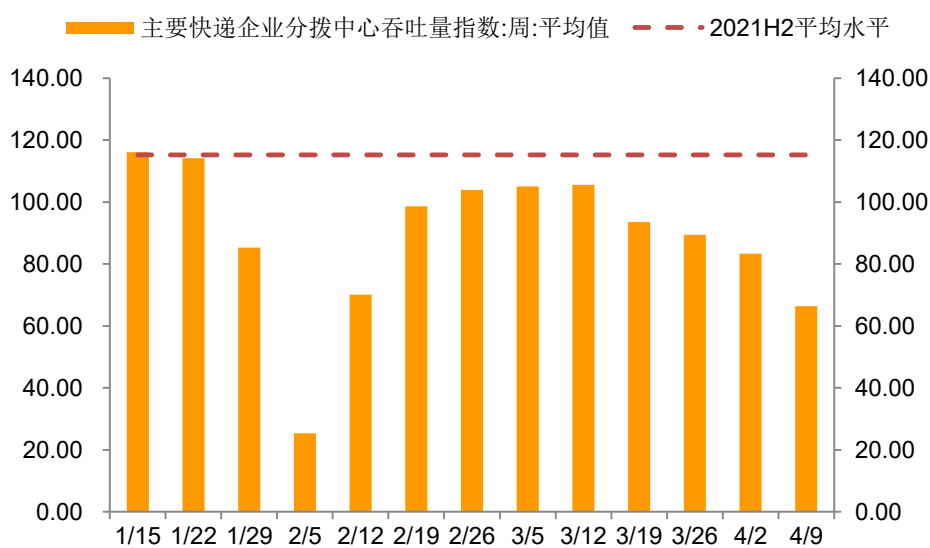
图 35: 地铁客运量仍较为低迷



资料来源: 同花顺、招商证券

疫情下, 物流受到严重冲击。上周主要快递企业分拨中心吞吐量指数为 66.42, 环比下跌 16.87 个百分点, 跌幅继续加速扩大。

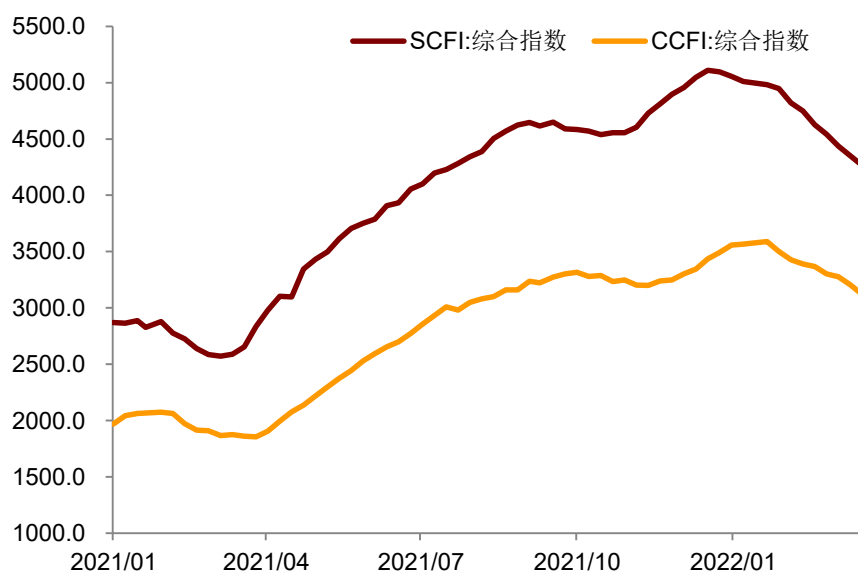
图 36: 快递吞吐量连续四周下滑



资料来源: Wind、招商证券

出口集装箱运价指数继续高位回落。上周 SCFI 和 CCFI 分别为 4263.66 和 3117.75, 环比分别下跌 85.05 和 87.08。

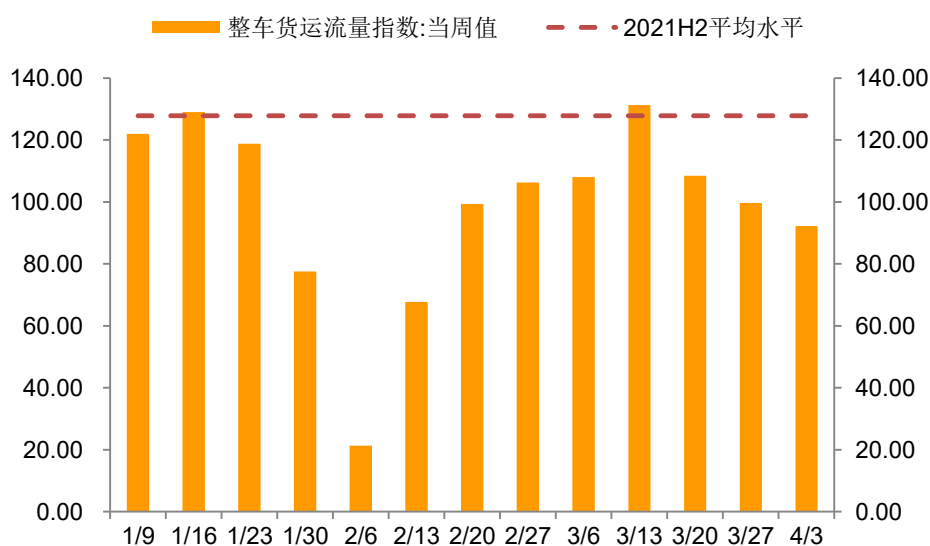
图 37: 出口集装箱运价指数高位回落



资料来源: Wind、招商证券

上周整车货运流量指数为 92.9，环比下降 7.49，自深圳封城以来该指数明显下滑。目前上海指数仅为 49.52，吉林则为 17.53。

图 38: 整车货运流量指数持续回落



资料来源: Wind、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士。2011 年加入招商证券，招商证券研发中心宏观经济分析师（董事），负责大类资产配置研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

马瑞超：中南财经政法大学博士，招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

张岸天：武汉大学数学与应用数学学士，哥伦比亚大学国际经济与政治硕士，招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

徐海锋：四川大学经济学博士，招商证券应用经济学博士后，招商证券研发中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。