

“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

经济可以更“乐观”些，来自水泥的信号

水泥作为重要观测基建、地产落地的指标，当前变动有何指示意义？详细梳理，供参考。

一、热点思考：近期水泥变化，透露的信息？中西部、东南沿海地区基建或加快落地

为什么要关注水泥？相较其他指标，水泥可以较好的反映各地区基建、地产投资的落地情况。

当前投资是扩内需的重要抓手，水泥变动是投资实际工作量落地的重要微观印证。稳增长持续发力下，当前专项债前置放量、超七成投向基建领域，节后基建开工到形成实物工作量仍需过程，因此后续高频指标对投资落地的映射较为关键；超七成水泥用于地产开工和基建交运、公共设施等领域，走势同步性较强、能较好的反映投资落地情况。

相较其他映射投资落地的中观指标，水泥更具区域投资活动的代表性。沥青、螺纹钢等指标亦具有对基建、地产投资落地的指示作用，但更多反映全国情况；而水泥运输半径小、产销区域性强，使得水泥供需地区差异明显，对地区投资落地更具代表性；过往经验显示，华东、华北地产投资出现背离时，地区的水泥相关高频指标亦走势相反。

如何跟踪水泥变动？水泥生产、库存指标主要反映需求变动，但或阶段性受到部分地区的供给扰动。

水泥产销走势高度同步，生产、库存指标变动主要受需求端影响。水泥作为标准化基础建材产品，生产技术成熟、产品同质化程度高，当前水泥行业仍面临产能过剩问题下，水泥实际产量更多受需求端因素影响，因此水泥供给指标与需求指标具有明显的同步性；同时，水泥企业库容小，短期库存变化亦可较为及时反映下游需求的变动。

但水泥供给地区特征明显，生产、库存等映射需求的指标或阶段性受供给侧扰动。各地错峰生产周期存在差异，供给扰动或使需求指标出现地区分化，比如：节后3周多地水泥库存去化，但华东水泥发运较春节当周提升21个百分点、华北回落，指向华东库存去化缘于供需格局改善且需求提升力度更大，而华北缘于生产低迷，水泥存量持续消耗。

水泥当前有何地区特征？当前水泥更多映射地区基建落地分化，中西部、东南沿海地区基建落地情况或较好。地产对投资的拉动减弱，短期水泥变动更多映射基建落地情况，水泥供需指向中西部、东南沿海地区基建落地或相对较快。去年地产投资占比下滑3.3个百分点、回落幅度远超基建投资，节后基建项目开工明显好于房建，指向当前水泥需求更多来自基建；节后中南、华东、西南水泥生产情况相对较好，西南、中南水泥需求表现明显超过其他地区。

结合工程项目地区开工情况，基建水平相较薄弱的中西部地区、基建投资规模较大的东南沿海地区有望加快形成实物工作量。2月8日起，华中、西南地区工程项目开工率分别为56%、48%，远超全国平均，截至2月21日，华东、华中、西南开工表现相对较好；同时，今年中南、华东、西南等省份提前批专项债额度较大、明显超全国平均水平。

二、高频跟踪：上游基建好于地产，中游生产恢复放缓，下游线下消费达2021年七成

【上游】钢材、水泥供需持续改善，玻璃供需偏弱，指向基建、工业生产景气仍好于地产投资活动。钢材表观消费量较上周提升2%，高炉开工率较上周提升至81%、已超2019年同期水平，但建筑用钢相关的螺纹钢开工仅为2022年同期的82%；水泥开工、出货率分别提升3、9个百分点，玻璃供需低于过往同期，沥青开工提升至去年同期的134%。

【中游】多数中游工业生产活动增长放缓，纺织相关开工加快恢复。本周国内PTA开工率较上周下降1.2个百分点至74%、为去年同期的101.5%；涤纶长丝开工率较上周提升8.1个百分点至74%，指向纺织相关生产活动恢复有所加快；汽车半钢胎开工率提升0.2个百分点至74%、全钢胎开工率较上周提升0.4个百分点至69%，均高于去年同期水平。

【下游】东北地区人流显著恢复，指向东北复工进程加快，线下消费总体恢复至2021年七成水平，商品房成交超去年同期。本周全国城市地铁客流增幅有所放缓，长春、哈尔滨等东北城市人流提升力度较大；本周全国代表连锁餐饮流水恢复至2021年同期的62%，线下院线票房恢复至2021年同期的79%；新房、二手房成交均超去年同期水平。

风险提示：投资落地情况不及预期，数据统计存在误差或遗漏。

内容目录

一、热点思考：近期水泥变化，透露的信息？	5
二、供需高频追踪：上游投资活动仍在修复，商品房成交高于去年同期	10
三、物流人流跟踪：东北地区人流显著恢复，线下消费恢复至 2021 年七成	15
风险提示	17

图表目录

图表 1：2023 年专项债发行前置放量	5
图表 2：基建节后开工近九成，后续工作量形成值得关注	5
图表 3：超七成水泥用于基建、地产领域	5
图表 4：水泥与基建、地产合计投资具有较强同步性	5
图表 5：水泥与地产前端开工、施工活动更为相关	6
图表 6：水泥应用在基建的交通运输、水利公共设施方面	6
图表 7：水泥不同地区生产情况明显分化	6
图表 8：华北华东水泥生产分化映射两地地产投资分化	6
图表 9：水泥行业产能仍维持高位	7
图表 10：华北华东水泥生产分化映射两地地产投资分化	7
图表 11：水泥需求与库存指标呈明显的反向变动关系	7
图表 12：水泥供需相对变化可通过库存指标体现	7
图表 13：全国各地水泥错峰生产天数差异显著	8
图表 14：节后华东地区水泥生产情况明显改善	8
图表 15：节后华北地区水泥生产情况依然低迷	8
图表 16：华东水泥库存去化缘于供需改善，华北则不然	8
图表 17：地产投资占固定资产投资比重加速回落	8
图表 18：近期水泥产量变动与基建投资变动更为同步	8
图表 19：中南、华东、西南地区水泥生产好于其他地区	9
图表 20：西南、中南地区水泥需求好于其他地区	9
图表 21：中南地区水泥开工生产已超过往年同期水平	9
图表 22：西南地区水泥需求水平基本持平 2021 年同期	9
图表 23：华东、华中、西南地区工程项目开工相对较好	10
图表 24：中南、华东、西南地区专项债提前批额度较大	10
图表 25：节后铁路货运运输货物延续回升	10
图表 26：节后全国快递物流恢复强度已达节前水平	10

图表 27:	全国整车货运物流指数持续回升	10
图表 28:	多数地区整车货运流量指数明显提升	10
图表 29:	全国钢材表观消费量回升放缓	11
图表 30:	全国高炉开工率回升放缓	11
图表 31:	全国主要钢厂螺纹钢开工小幅提升	11
图表 32:	本周建筑钢材成交量小幅提升	11
图表 33:	水泥粉磨开工率延续回升	11
图表 34:	全国水泥出货率持续提升	11
图表 35:	全国水泥库存延续回落	12
图表 36:	全国水泥价格小幅回升	12
图表 37:	玻璃表观消费量有所回落	12
图表 38:	玻璃生产有所改善	12
图表 39:	全国玻璃库存提升放缓	12
图表 40:	沥青开工率延续提升	12
图表 41:	国内 PTA 开工率延续回落	13
图表 42:	涤纶长丝开工率持续提升	13
图表 43:	汽车半钢胎开工率持续提升	13
图表 44:	汽车全钢胎开工率持续提升	13
图表 45:	30 大中城市商品房成交面积延续提升	13
图表 46:	二线城市商品房成交面积延续提升	13
图表 47:	本周全国二手房成交面积略有回落	14
图表 48:	二线城市二手房成交有所回落	14
图表 49:	2 月越南出口明显改善	14
图表 50:	机械设备及配件出口改善幅度较大	14
图表 51:	本周, CCFI 综合指数延续回落	14
图表 52:	本周, 欧洲航线出口运价进一步下行	14
图表 53:	本周, 地中海航线出口运价持续下行	15
图表 54:	本周, 日本航线出口运价进一步下行	15
图表 55:	全国样本城市地铁客流量远超过往同期	15
图表 56:	多数城市地铁客运量总体提升	15
图表 57:	本周全国拥堵延时指数略微回升	15
图表 58:	多数城市拥堵指数周环比总体回落	15
图表 59:	节后国内执行航班架次延续回落	16
图表 60:	全国迁徙规模指数延续回落	16
图表 61:	全国各线城市餐饮恢复强度明显提升	16

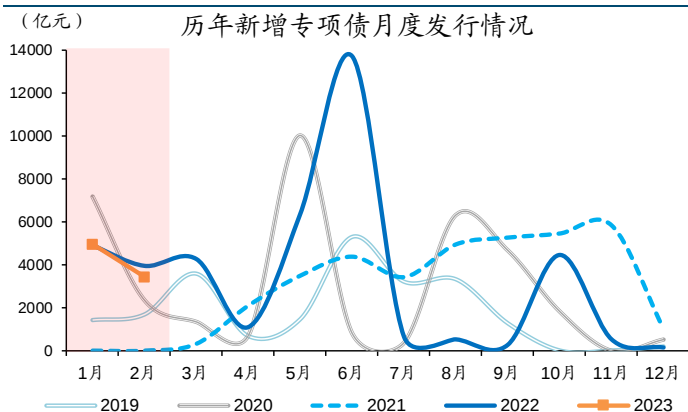
图表 62: 各线城市餐饮恢复同比有所回落	16
图表 63: 全国各线城市外卖恢复强度明显提升	16
图表 64: 各线城市外卖恢复同比有所回落	16
图表 65: 代表连锁餐饮节后流水强度延续提升	17
图表 66: 电影院线表现好于 2022 年同期水平	17

一、热点思考：近期水泥变化，透露的信息？

1. 为什么要关注水泥？

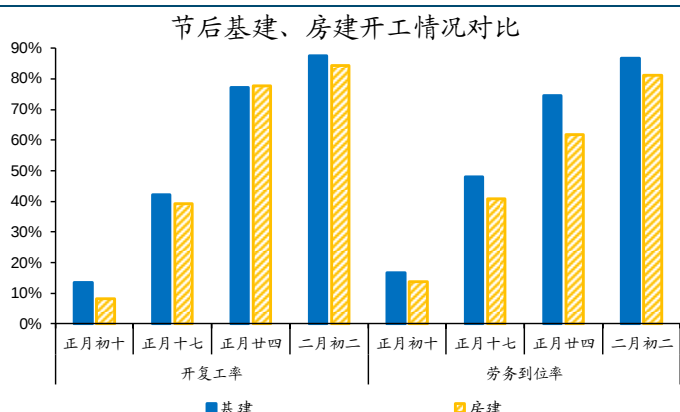
当前投资是扩内需、稳增长的重要抓手，后续投资活动实际工作量落地情况需进一步高频跟踪。2023年1-2月，专项债前置放量，地方新增专项债发行规模达8270亿元、为近年来较高水平，其中超七成新增专项债投向基建领域、较2022年提升近6个百分点；稳增长持续发力下，相关投资落地情况值得关注，截至二月初二，全国节后基建项目开工率达87.6%，而开工后续的实际工作量形成情况需结合高频指标进一步跟踪反映。

图表1：2023年专项债发行前置放量



来源：Wind，国金证券研究所

图表2：基建节后开工近九成，后续工作量形成值得关注

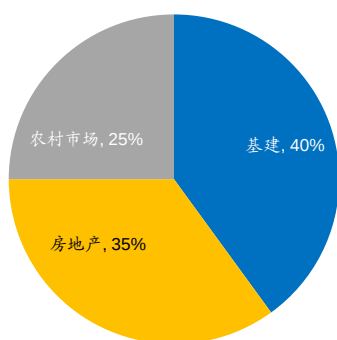


来源：百年建筑网，国金证券研究所

水泥是反映投资实际落地工作量的重要指标，超七成水泥用于地产的前端开工、施工和基建的公共设施、道路运输等细分领域。超七成水泥直接用于基建、地产领域，其中基建需求占比达40%、地产占比达35%；从过往经验来看，水泥产量同比与基建地产合计投资同比走势有较大的同步性，因此水泥供需情况可以较好反映投资活动。细分来看，地产方面，相较于反映地产竣工的安装工程投资，水泥产量与反映地产前端开工、施工的建筑工程投资走势更为同步；基建方面，水泥更多应用在道路运输、铁路运输等交通运输行业和公共设施管理、水利管理等行业。

图表3：超七成水泥用于基建、地产领域

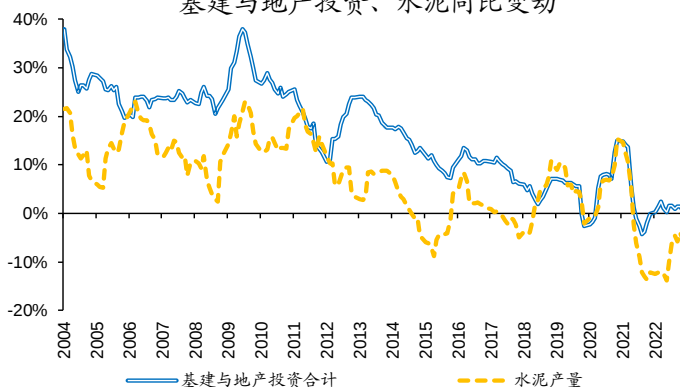
水泥下游需求占比情况



来源：中国水泥网，国金证券研究所

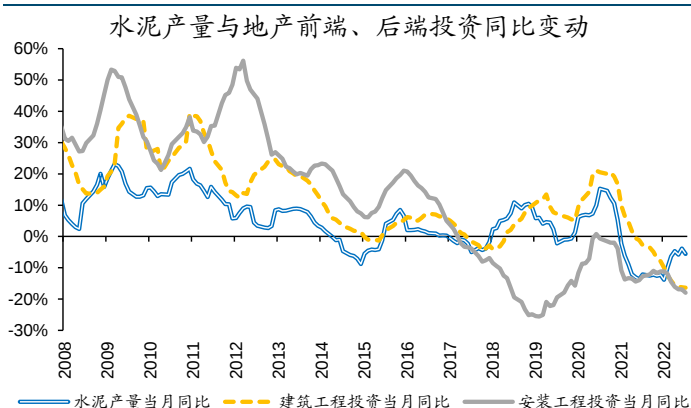
图表4：水泥与基建、地产合计投资具有较强同步性

基建与地产投资、水泥同比变动



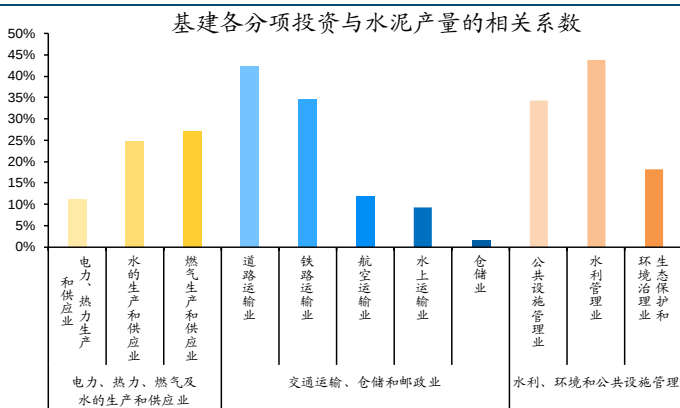
来源：Wind，国金证券研究所

图表5：水泥与地产前端开工、施工活动更为相关



来源：Wind，国金证券研究所

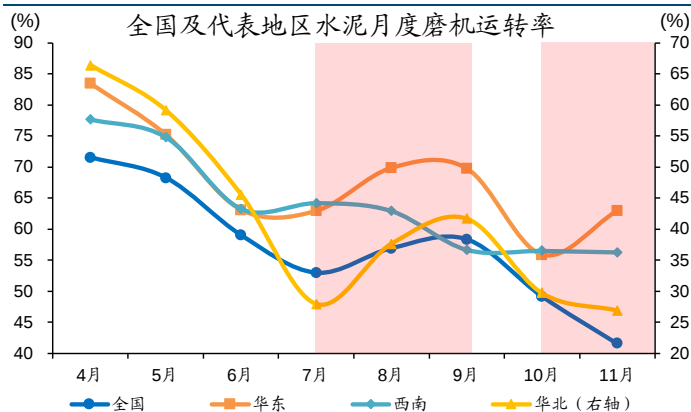
图表6：水泥应用在基建的交通运输、水利公共设施方面



来源：Wind，国金证券研究所

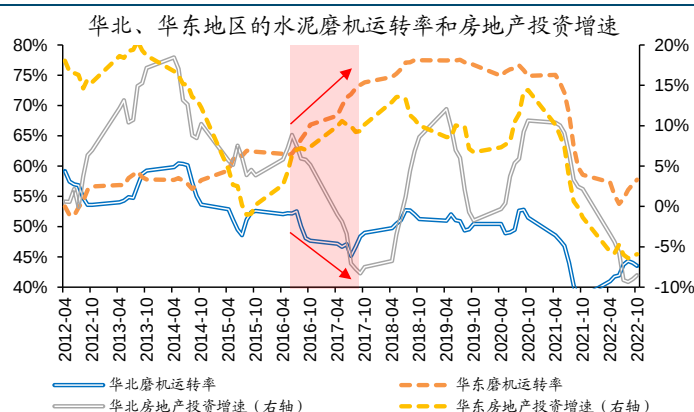
相较于其他映射投资落地的中观指标，水泥更具投资落地的区域代表性。沥青、螺纹钢等指标也对基建、地产具有指示作用，但区域数据相对匮乏、更多映射全国落地情况；相较之下，水泥运输半径小、产销区域性强，使得水泥产需存在明显区域差异，对地区投资落地更具代表性；比如：比如：2016年6月至2017年10月，华北地产投资增速由9%回落至-8%，而华东地区明显出现背离、地产投资增速由6%提升至10%，这在水泥高频数据上亦有映射，同一时期，华北水泥运转率由52%回落至49%，而华东地区的水泥运转率由62%提升至74%。

图表7：水泥不同地区生产情况明显分化



来源：Wind，国金证券研究所

图表8：华北华东水泥生产分化映射两地地产投资分化

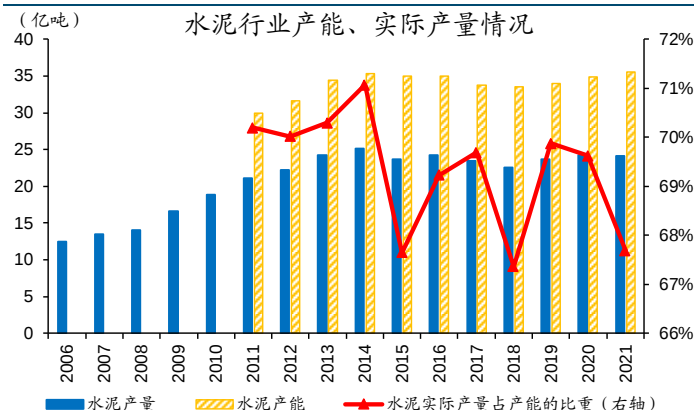


来源：Wind，国金证券研究所

2. 如何跟踪水泥的变动？

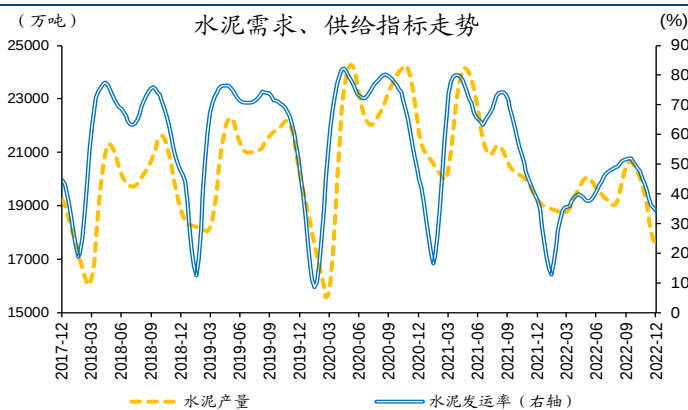
水泥产销高度同步，生产指标主要映射下游需求的变动。从供给角度看，水泥作为标准化基础建材产品，生产技术成熟、不同企业间产品同质化程度高；同时，水泥行业长期存在产能过剩的问题，尽管行业大力实行产能置换、错峰生产等措施，但水泥行业产能仍处高位、实际产量占产能的比重持续走低、从2011年的70.2%降至2021年的67.7%；因此，水泥实际产量更多受基建、地产投资等需求端因素影响、是典型的投资驱动型产品；过往经验来看，以水泥产量为代表的供给指标与以水泥发运率为代表的需求指标变动具有明显的同步性。

图表9：水泥行业产能仍维持高位



来源：中国水泥网，国金证券研究所

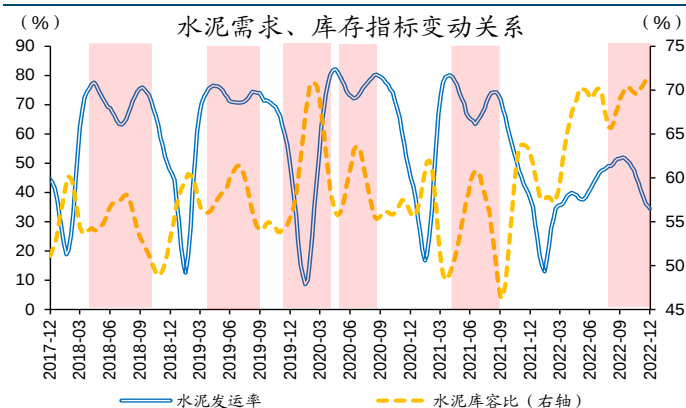
图表10：华北华东水泥生产分化映射两地地产投资分化



来源：Wind，国金证券研究所

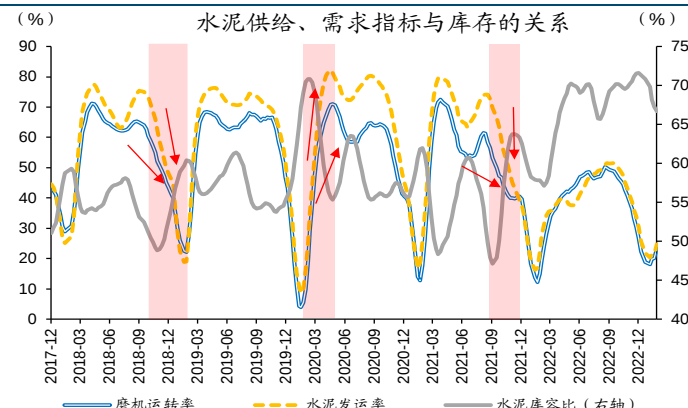
同时，水泥保质期短、企业库容小，使得短期水泥库存指标亦可较好反映下游需求变动。过往经验显示，水泥发运率为代表的需求指标与水泥库存比呈反向变动关系，指向水泥库存也可较好反映需求变动趋势；此外，由于水泥不易储存、企业库存容量较小的特征，水泥库存不仅反映需求的绝对变化，还可作为水泥短期供需相对变化的“放大器”，比如：2021年9月至12月，水泥供需指标均明显回落，但需求指标水泥发运率回落28.8个百分点、明显大于供给指标磨机运转率21.5个百分点的回落幅度，对应水泥库存有所提升。

图表11：水泥需求与库存指标呈明显的反向变动关系



来源：Wind，国金证券研究所

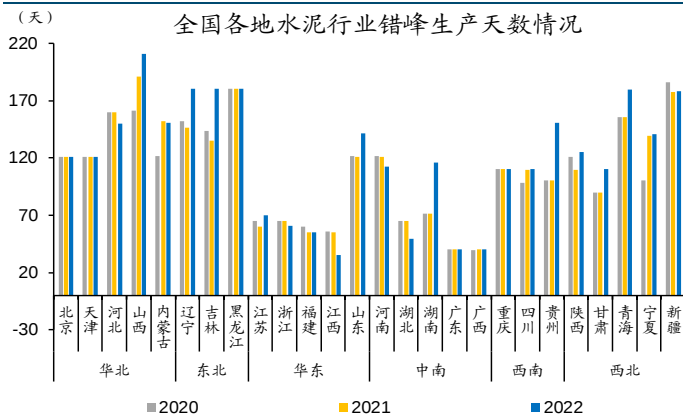
图表12：水泥供需相对变化可通过库存指标体现



来源：Wind，国金证券研究所

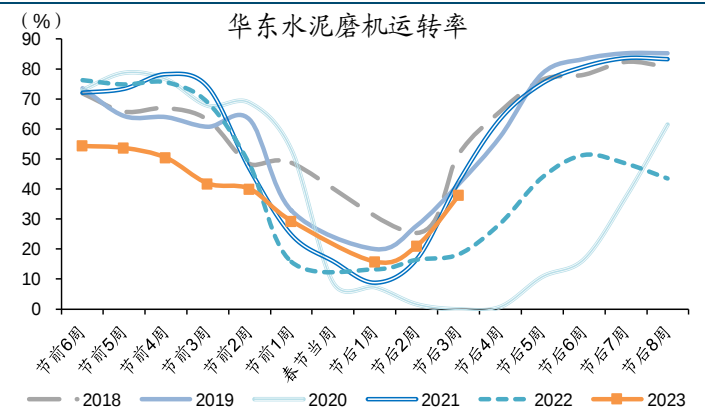
但水泥供给地区特征明显，生产、库存等映射需求的指标或阶段性受供给侧扰动。错峰生产推进下，各地供给格局分化、供给扰动加大，2022年华北、东北、西北全年错峰生产天数分别为151、181、147天，高于全国平均120天，水泥生产“南强北弱”格局显现；受此影响，节后华东水泥生产快速恢复、节后第3周磨机运转率较春节当周提升22.2个百分点，华北地区水泥生产延续低迷、磨机运转率仅提升1个百分点。从单一库存指标来看，节后华东、华北水泥库存均明显去化，但原因不尽相同，华东水泥供需格局改善且需求提升力度更大，带动库存去化；华北更多缘于生产低迷，水泥存量持续消耗。

图表13：全国各地水泥错峰生产天数差异显著



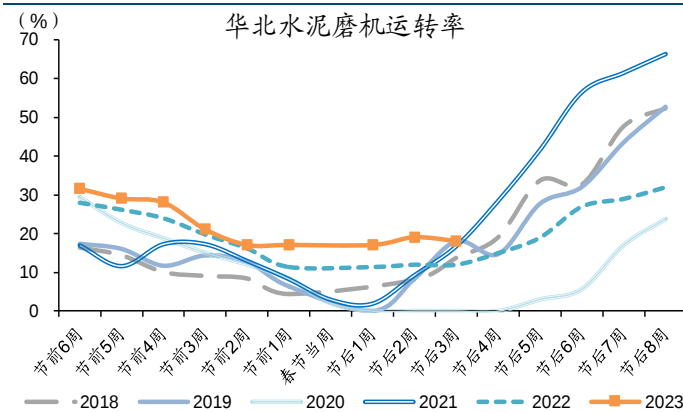
来源：数字水泥网，中国水泥网，国金证券研究所

图表14：节后华东地区水泥生产情况明显改善



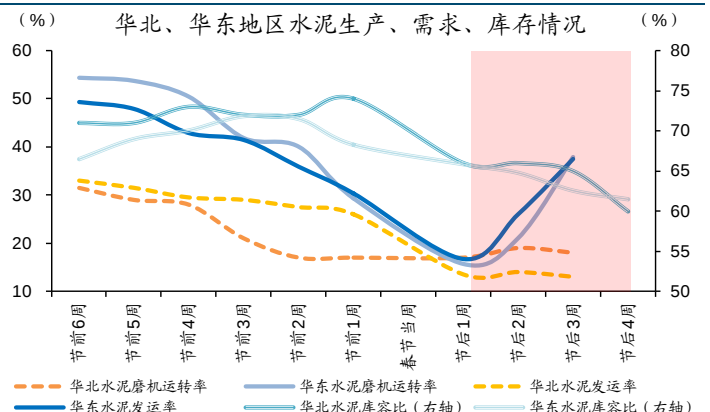
来源：Wind，国金证券研究所

图表15：节后华北地区水泥生产情况依然低迷



来源：Wind，国金证券研究所

图表16：华东水泥库存去化缘于供需改善，华北则不然



来源：Wind，国金证券研究所

3. 水泥当前的变化特征如何？

目前地产对投资的拉动明显减弱，短期水泥变动更多映射基建落地情况。地产对投资的贡献明显减弱，2022 年地产投资占固定资产比重下滑 3.3 个百分点、回落幅度明显大于基建投资。地产投资低迷指向当前水泥需求或更多来自基建开工，去年 6 月以来，水泥产量走势与地产投资出现背离、相较更同步于基建投资，期间水泥产量同比提升 8.2 个百分点、基建投资提升 2.1 个百分点、而地产投资回落 4.5 个百分点；同时，节后工程项目开工也呈现基建开工明显好于房建开工的特点，截至二月初二，基建项目开工率达 87.6%、

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_52863

