2020 年 07 月 19 日

消失的“地产周期”

——宏观经济点评

宏观研究团队

赵伟（分析师）
zhaowei1@kysec.cn
证书编号：S0790520060002

段玉柱（联系人）
duanyuzhu@kysec.cn
证书编号：S0790120070013

● **稳增长明确“重基建、轻地产”，地产对经济支持的持续性，可能不及基建**

伴随一二线城市地产快速升温，市场对地产回暖持续性、对经济拉动效应等关注较多。5 月以来，地产市场加快回暖，尤其是部分热点城市明显升温。例如，南京、杭州等热点二线城市，金华、温州、绍兴等热点三线，5 月以来日均商品房成交面积同比增长超过 4 成。地产回暖能否持续、对经济的支持等，引发关注。

传统周期阶段，一二线地产明显升温、带动三线及以下地产改善，是经济复苏的重要拉动。2016 年前，不同能级城市间的地产市场表现存在明显轮动规律，表现为一二线城市率先回暖、带动三线及以下城市滞后改善，并带动广义地产链经济活动复苏。这一轮动规律，与传统周期阶段全国层面的地产周期性调控密切相关。

与过往大不相同，近年来地产调控思路明显转变，不同能级城市间的传导已明显弱化。2016 年底首次提出“房住不炒”以来，中央层面地产调控思路始终是“房住不炒”；地方在此基础上，“因城施策”甚至“一城一策”进行微调。这一背景下，一二线和三四线城市间、甚至三四线城市内部，地产政策明显分化，市场表现大为不同；城市间传导已经弱化，总量地产的周期特征、对经济拉动也在减弱。

中短期来看，广泛存在的三线及以下城市，地产压力或持续存在、将掣肘总量层面改善空间。三线及以下城市，占全国地产销售的 8 成左右、投资的 6 成左右，在较大程度上决定地产总体走势。疫情冲击下，这类城市低收入群体占比过半、就业受影响较为显著，对居民购房能力产生明显制约。与此同时，近年来伴随棚改规模缩减，普通三四线房价上涨预期也在弱化，非刚需购房意愿可能也在下降。

一二线及都市圈强三线，在稳增长外溢效应下、短期改善态势或将延续；但稳增长明确“重基建、轻地产”下，地产对经济支持的持续性可能不及基建。本轮稳增长着重在基建领域发力，而“房住不炒”并未实质性松动；近期杭州、深圳等热点城市，还进一步收紧调控。向后展望，地产对经济支持仍存一定不确定性；而下半年广义财政加快支出下，基建投资持续性、对经济支持等，值得继续关注。

● **高频数据：菜价下跌，猪肉价延续上行，人民币对美元升值，商品价格均上涨**

【通胀观察】蔬菜价格下跌，猪肉批发价上涨。28 种蔬菜平均批发价环比下跌 2.1%，至 4.22 元/公斤；猪肉平均批发价环比上涨 1.1%，至 48.53 元/公斤。

【汇率表现】美元指数继续回落，人民币对美元升值。上周美元指数下跌 0.68%，周五收于 96.01。美元兑人民币汇率收于 7.00，人民币对美元周环比升值 0.1%。

● **中观行业：商品房成交面积减少，钢材、玻璃价格上涨，国际原油结算价走高**

【下游】商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌。30 城商品房成交面积降 19%，一、二、三线城市商品房成交面积均回落；土地成交溢价率涨 2.3 个百分点。

【中游】水泥价格下跌，钢材、玻璃价格上涨。Myspic 钢价综指周环比上涨 0.5%，水泥价格下跌 0.6%、玻璃价格上涨 1.8%；橡胶价格 7900 元/吨，较前周下跌 6%。

● **风险提示：**海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

相关研究报告

《宏观经济点评-进口数据与内需逻辑的印证》-2020.7.14

《宏观经济专题-信用修复，远未结束》-2020.7.14

《宏观经济点评-2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”》-2020.7.13

目 录

1、 国内热点 4
1.1、 消失的“地产周期” 4
2、 高频数据跟踪 9
2.1、 通胀观察：蔬菜价格下跌，猪肉平均批发价格延续上行趋势 9
2.2、 汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值 10
2.3、 大宗商品：商品期货价格均上涨，金属指数领涨 10
3、 中观行业跟踪 11
3.1、 下游：商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌 11
3.2、 中游：钢材、玻璃价格上涨，水泥价格继续下行 13
3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格大幅走高多数下跌 15
4、 风险提示 16

图表目录

图 1： 5 月以来，热点城市地产销售快速回暖 4
图 2： 部分热点二三线城市，地产市场景气明显升温 4
图 3： 传统周期下，一二线地产回暖、带动低线城市改善 5
图 4： 传统周期下，地产销售对经济复苏有一定领先作用 5
图 5： “因城施策”下，一二线向低能级城市的传导弱化 6
图 6： 不同能级城市之间房价，轮动规律也不复存在 6
图 7： 疫情影响下，居民就业和收入明显承压 6
图 8： 疫情影响下，居民购房预算也发生变化 6
图 9： 三线及以下城市，半数以上为低收入群体 7
图 10： 三线及以下城市的低收入群体，就业受影响最大 7
图 11： 低线城市地产销售占比约 6 成、投资约 8 成 7
图 12： 主要省份 2020 年棚改规模进一步收缩 7
图 13： 近期，主要城市首套房贷平均利率有所回落 8
图 14： 2020 年上半年，房企拿地向长三角热点城市倾斜 8
图 15： 2020 年 7 月，部分热点城市开始收紧调控 8
图 16： 本轮稳增长，着重在基建领域发力 8
图 17： 4 月以来，基建投资修复进度领先 9
图 18： 下半年广义财政支出增速或明显抬升 9
图 19： 农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价 10
图 20： 农业部猪肉平均批发价 10
图 21： 美元指数回落 10
图 22： 人民币对欧元贬值 10
图 23： 30 大中城市商品房成交面积环比下降 11
图 24： 30 大中城商品房一线城市成交面积回落 11
图 25： 30 大中城商品房二线城市成交面积回落 12
图 26： 30 大中城商品房三线城市成交面积回落 12
图 27： 100 城供应土地占地面积当周值下降 12
图 28： 100 城供应土地挂牌均价当周值下降 12

图 29: 100 城住宅类用地成交土地溢价率上涨 13
图 30: 100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降 13
图 31: 钢价、线材、长材价格指数上涨 13
图 32: 全国高炉开工率回落 13
图 33: 水泥价格指数下跌 14
图 34: 玻璃价格指数上涨 14
图 35: 长江有色市场铜价格上涨、铝价格下降 14
图 36: 长江有色市场铅价格下降、锌价格上涨 14
图 37: 上期所铜库存上升 15
图 38: 上期所铅库存上升 15
图 39: 动力煤价格下跌 15
图 40: 全国焦炉生产率上涨 15
图 41: 原油期货结算价格上涨 16
图 42: LME3 个月铜价格上涨 16

表 1: 2016 年以来， 中央层面地产调控的思路始终是“房住不炒” ..... **错误!未定义书签。**
表 2: CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大 10
表 3: 商品期货核心品种多数上涨 11
表 4: 玻璃、铁矿石、白银指数领涨 11

1、 国内热点

1.1、 消失的“地产周期”

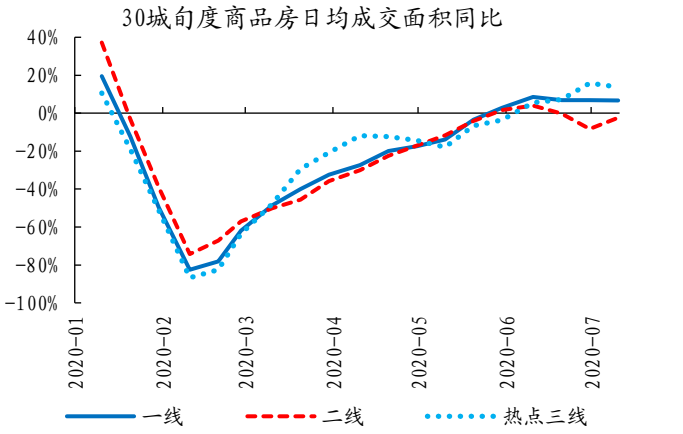
事件：1—6 月份，商品房销售面积 69404 万平方米，同比下降 8.4%。

（资料来源：国家统计局）

点评：

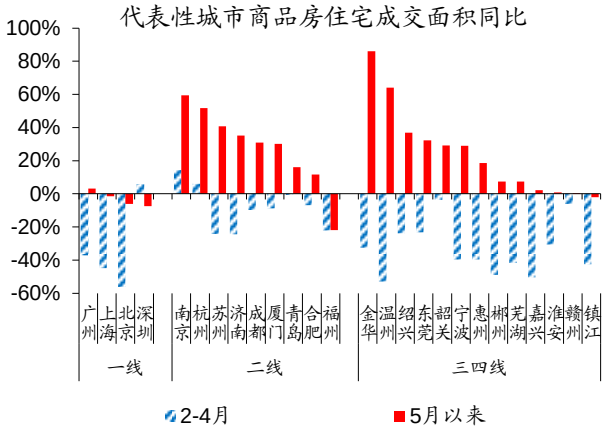
5 月以来，部分热点一二线城市地产销售快速回暖，市场对其持续性、经济拉动效应等，关注较多。5 月以来地产市场加快好转，全国商品房销售面积 5 月恢复增长、同比增速 9.7%，6 月同比增长 2.1%。其中，一二线和部分热点三线城市，疫后回暖尤为显著；例如，南京、杭州等热点二线，5 月以来日均成交面积同比增速超过 40%，金华、温州、绍兴等热点三线，5 月以来日均成交面积同比增速超过 30%。热点城市地产快速升温，市场对此关注度明显上升。

图1：5 月以来，热点城市地产销售快速回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

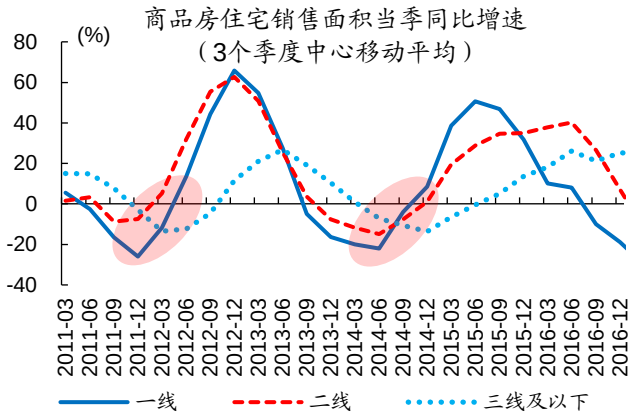
图2：部分热点二三线城市，地产市场景气明显升温



数据来源：Wind、开源证券研究所

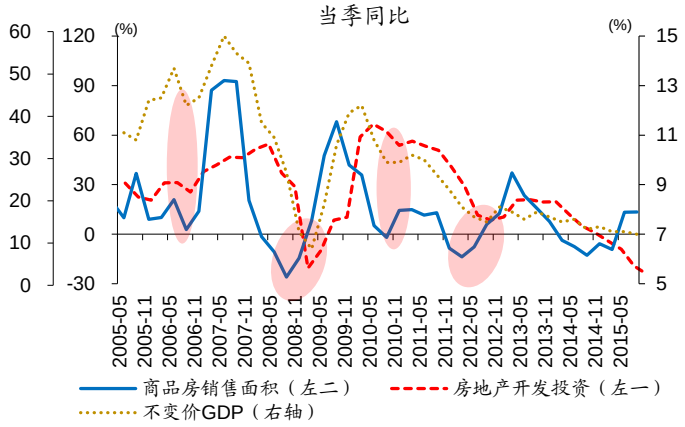
传统周期下，一二线地产明显回暖、带动三线及以下城市地产景气改善，是经济复苏的重要拉动。2016 年前，不同能级城市之间的房地产市场表现存在明显的轮动规律，表现为一二线城市率先回暖、带动三线及以下城市滞后改善，在量、价层面都有体现。不同能级城市轮动下，全国层面地产景气出现回升，由销售端向投资端传导，并带动家电、建材、机械等地产链相关需求，成为经济复苏的重要拉动。

图3：传统周期下，一二线地产回暖、带动低线城市改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：传统周期下，地产销售对经济复苏有一定领先作用



数据来源：Wind、开源证券研究所

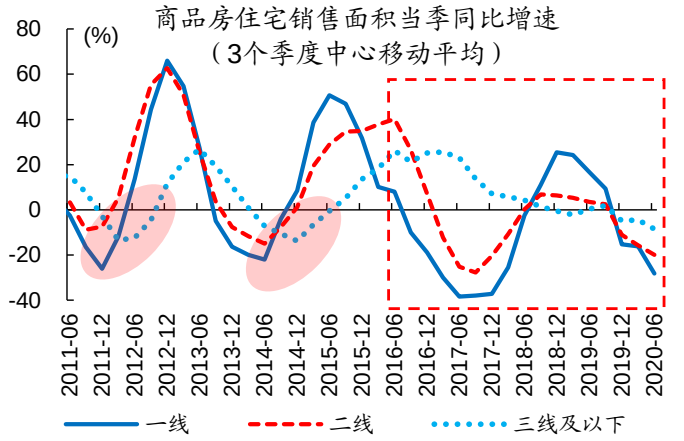
不同于传统阶段，近年来地产调控思路转向“因城施策”，一二线向三线及以下城市的传导已经明显减弱。传统周期下，不同能级城市的轮动规律、总量地产的周期特征，与地产政策的全局性、周期性调整密切相关。2016 年底中央首次提出“房住不炒”以来，地产政策思路明显变化；中央层面的地产调控思路始终是“房住不炒”，地方“因城施策”、“一城一策”进行调整，助力“稳房价、稳地价、稳预期”。“因城施策”背景下，一二线和三线及以下城市，市场表现明显分化，轮动规律也在明显弱化。

表1：2016 年以来， 中央层面地产调控的思路始终是“房住不炒”

南华综合指数	南华工业品指数	
2016.12	中央经济工作会议	首次提及，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的长效机制。
…		
2020.2	2019 年四季度货币政策执行报告	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，按照“因城施策”的基本原则，加快建立房地产金融长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
	金融市场工作电视电话会议	保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。
2020.3	金融支持疫情防控和经济社会发展座谈会	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。
2020.4	政治局会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。
2020.5	政府工作报告	坚持房子是用来住的，不是用来炒的定位。

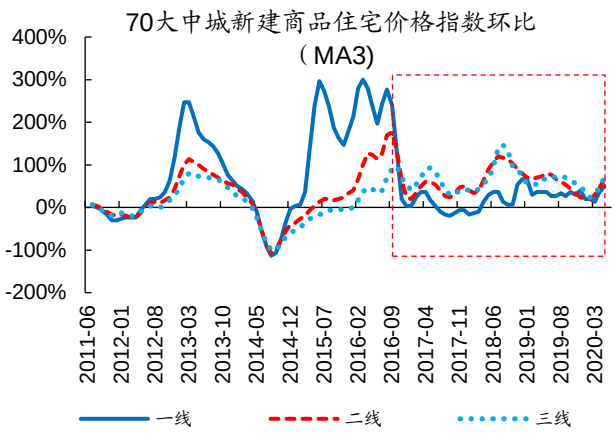
资料来源：中国政府网、开源证券研究所

图5：“因城施策”下，一二线向低能级城市的传导弱化



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

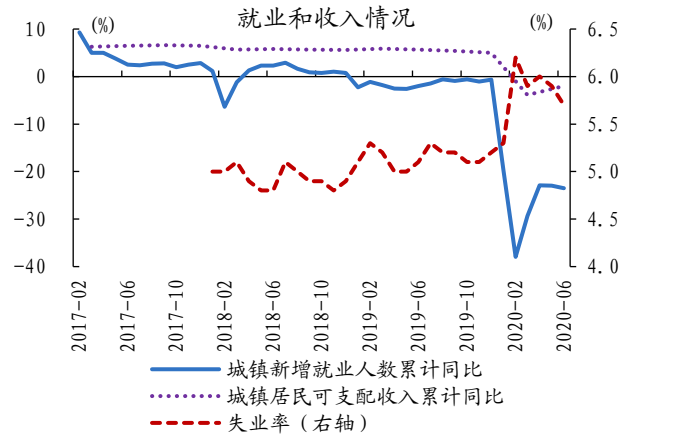
图6：不同能级城市之间房价，轮动规律也不复存在



数据来源：Wind、开源证券研究所

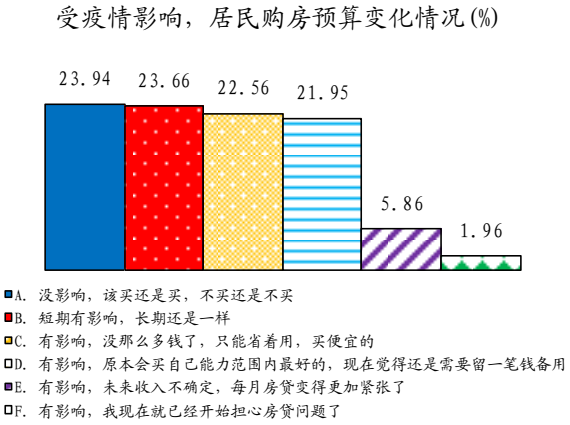
疫情冲击下，不同能级城市居民收入受到的影响不尽相同，普通三四线居民收入压力更大、制约购房能力。年初以来新冠肺炎的爆发，对居民就业和收入影响显著，并对 7 成左右居民的购房预算产生影响。不同能级城市，居民收入受疫情影响并不相同，购房能力可能受影响也有差异。一二线城市，居民收入相对较高、就业需求相对较快，而普通三四线城市居民绝大多数为低收入群体、就业和收入等受疫情影响较为显著，或将对居民加杠杆的意愿和能力产生明显制约。

图7：疫情影响下，居民就业和收入明显承压



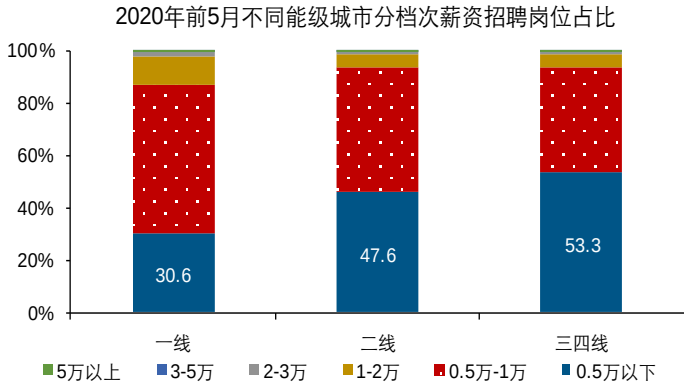
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：疫情影响下，居民购房预算也发生变化



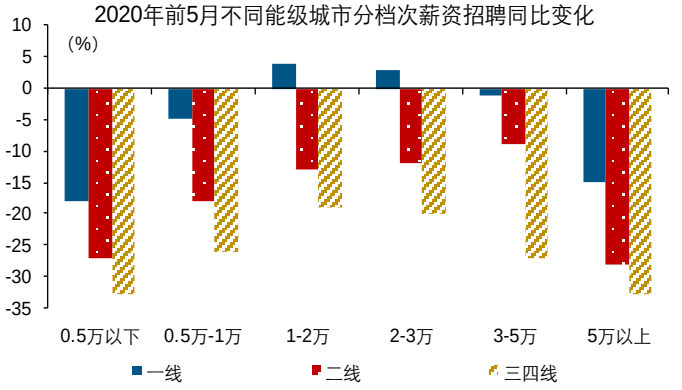
数据来源：易居、开源证券研究所

图9：三线及以下城市，半数以上为低收入群体



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

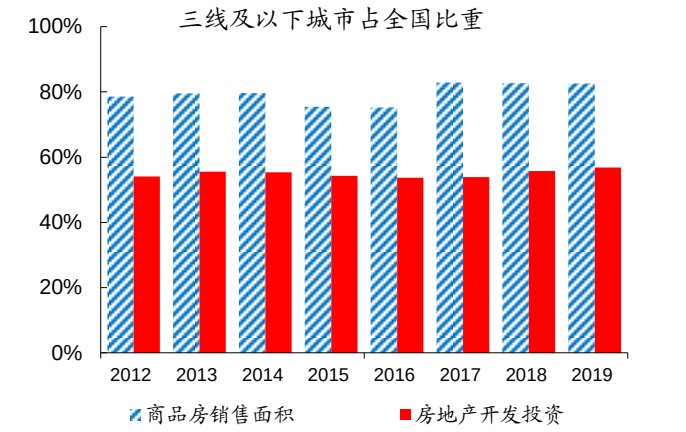
图10：三线及以下城市的低收入群体，就业受影响最大



数据来源：克而瑞、开源证券研究所

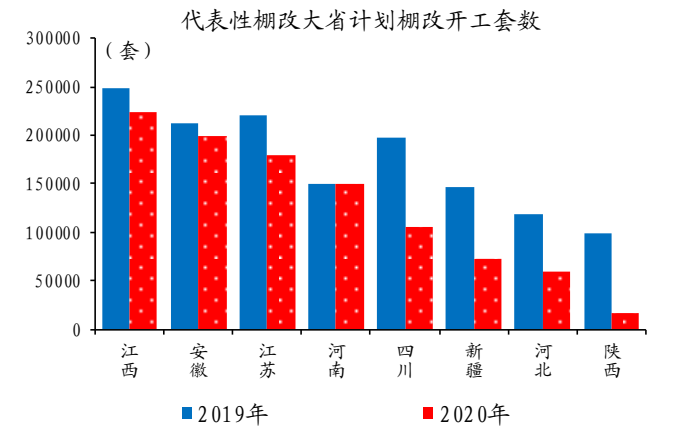
中短期来看，占比过半的低能级城市，地产压力可能还将持续存在，对总量层面的地产修复空间形成掣肘。三线及以下城市，占全国房地产销售的 8 成左右、投资的 6 成左右，在较大程度上决定地产总体走势。2016-2018 年中，普通三四线城市地产量价表现较好，在较大程度上得益于棚改及货币化安置等的提振。2018 年中起，棚改货币化安置方式逐步退出，2019 年起棚改开工规模逐年减少，普通三四线城市的需求和涨价预期有所减弱。疫情制约居民购房预算、房价预期减弱等背景下，三线及以下城市地产销售或将持续承压，并对全国层面的地产修复空间形成掣肘。

图11：低线城市地产销售占比约 6 成、投资约 8 成



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

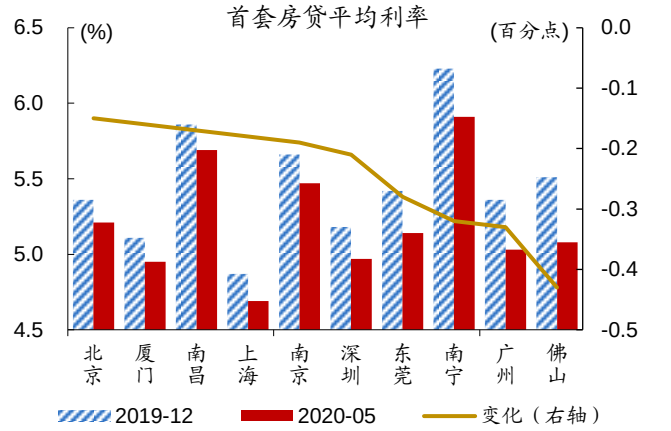
图12：主要省份 2020 年棚改规模进一步收缩



数据来源：地方政府网、开源证券研究所

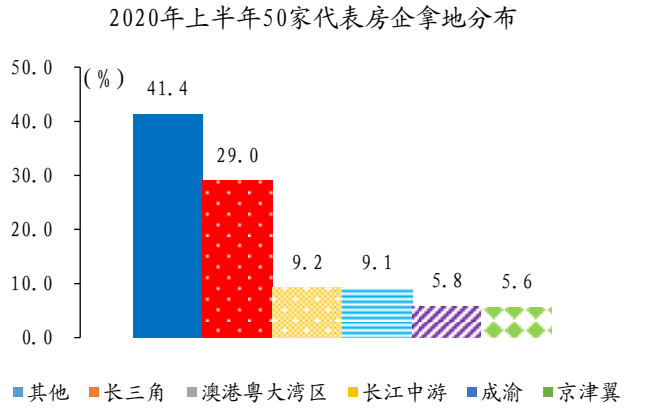
一二线及都市圈强三线城市，在稳增长外溢效应下、地产改善态势或还将延续、对经济形成结构提振。一二线和都市圈三线城市，人口和产业基础较好，住房需求旺盛，本身地产修复的基础较为坚实。与此同时，一二线城市房价较高、房价上涨预期持续存在、对利率变化等较为敏感。稳增长加码背景下，部分热点城市在稳增长外溢效应下，房贷利率出现一定回落，对地产修复形成一定提振。地产销售分化背景下，房企拿地重心已在持续向一二线及都市圈热点三线城市倾斜，后续投资等或对区域经济形成结构提振。

图13：近期，主要城市首套房贷平均利率有所回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：2020 年上半年，房企拿地向长三角热点城市倾斜



数据来源：中国指数研究院、开源证券研究所

本轮稳增长“重基建、轻地产”，在“房住不炒”的大背景下，地产对经济的支持可能不及传统周期阶段。3 月以来，政策重心从疫情防控转向扩大内需，并呈现明显结构特征，着重在基建领域发力，而在房地产领域，“房住不炒”并未实质性放松。7 月以来，杭州、东莞、宁波和深圳等前期土地市场和商品房销售升温过快的热点城市，已通过限购、限价等方式，大力收紧地产调控、平抑房地产市场波动。重基建、轻地产的稳增长背景下，地产投资对经济支持的持续性，可能不及传统周期阶段。

图15：2020 年 7 月，部分热点城市开始收紧调控

日期	城市及政策	具体内容
7 月 2 日	杭州《进一步明确商品住房公证摇号公开销售有关要求》	高层次人才家庭在杭州只能享受一次优先购房资格，并且自房屋网签之日起，5 年内不得上市交易；进一步加大了新建商品住房公证摇号公开销售对“无房家庭”的倾斜力度。
	东莞《关于进一步加强商品住房预（销）售管理的通知》	加强商品住房销售价格指导，明确同地区新房房价 3 个月涨幅不得超 10%，且同幢新房每套均价差不宜超 20%等。
7 月 6 日	宁波《关于进一步保持和促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	从严管控房价、地价，保持土地市场平稳；扩大限购区域范围；强化金融政策监管，要求严格执行差异化个人信贷政策、严格执行工程结项后发放住房按揭贷款政策等。
7 月 15 日	深圳《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》	调整户籍居民购房条件，在本市落户满 3 年且连续缴纳 36 个月个税或社保才能购买商品住房；任何一方自夫妻离异之日起 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。

资料来源：新华网、开源证券研究所

图16：本轮稳增长，着重在基建领域发力

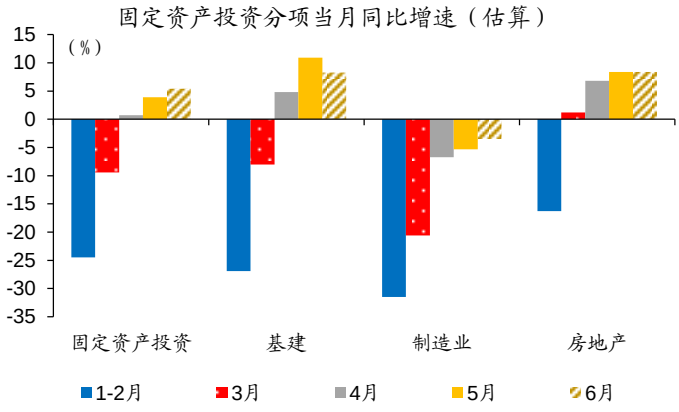
日期	会议/部委	政策措施
2 月 12 日	政治局常委会	要聚焦重点领域，优化地方政府专项债券投向，用好中央预算内投资，调动民间投资积极性，加快推动建设一批重大项目。
2 月 21 日	政治局常委会	加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。
2 月 23 日	县团级以上干部会议	要扩大地方政府专项债券发行规模，优化预算内投资结构。要积极扩大国内有效需求，加快在建和新开工项目建设进度。
3 月 4 日	政治局常委会	要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。
3 月 17 日	国务院常务会议	把推进重大投资项目开复工作为稳投资、扩内需重要内容，抓紧帮助解决各类重大项目建设问题，加快施工进度。
3 月 27 日	政治局会议	加快地方政府专项债发行和使用，加紧做好重点项目前期准备和建设工作。加大脱贫攻坚项目开工复工进度。
4 月 17 日	政治局会议	要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资。
5 月 22 日	2020 年《政府工作报告》	重点支持既促消费惠民生又调结构增后劲的“两新一重”建设，主要是：加强新型基础设施建设，加强新型城镇化建设，加强交通、水利等重大工程建设。

资料来源：新华网、开源证券研究所

下一阶段，伴随广义财政支出加快，基建投资的持续性值得持续关注。稳增长加码背景下，基建投资明显发力，5 月当月同比增速 10.8%、创近两年新高。但从财政支出进度来看，2020 年上半年广义财政支出增速仅在 1%上下、大幅低于预算增速（13.2%）；上半年，政府债券融资尚未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”。情景分析显示，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高，或将对基建投资形成持续支持。从结构上看，东部地区稳增长诉求较强、信用修复较快等，

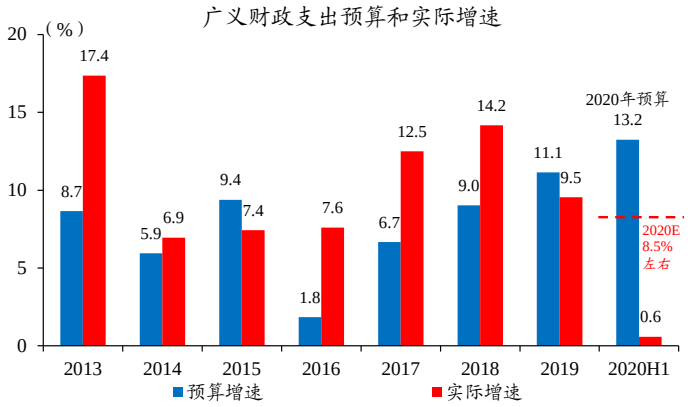
后续投资连续性或相对更好、值得关注。

图17：4月以来，基建投资修复进度领先



数据来源：Wind、开源证券研究所

图18：下半年广义财政支出增速或明显抬升



数据来源：Wind、开源证券研究所

经过以上研究，我们发现：

1、 5月以来地产市场加快好转，南京、杭州等热点一二线城市，销售回暖尤为显著。这一背景下，市场对地产回暖的持续性、对经济拉动效应等，关注较多。

2、 传统周期阶段，一二线地产明显升温、带动低能级城市改善，是经济复苏的重要拉动。本轮修复与过往大不相同，“因城施策”背景下，不同能级城市间的传导已明显弱化。

3、 中短期来看，占比过半的三线及以下城市，居民收入和购房能力等受疫情影响较为显著，地产压力或还将持续存在，对总量层面的地产修复空间形成掣肘。

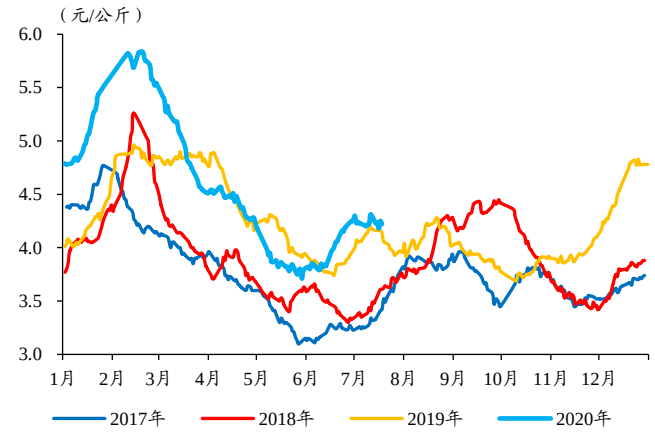
4、 一二线及都市圈强三线，在稳增长外溢效应下、短期改善态势或将延续；稳增长明确“重基建、轻地产”背景下，地产对经济的支持或不及传统周期阶段。

2、 高频数据跟踪

2.1、 通胀观察：蔬菜价格下跌，猪肉平均批发价格延续上行趋势

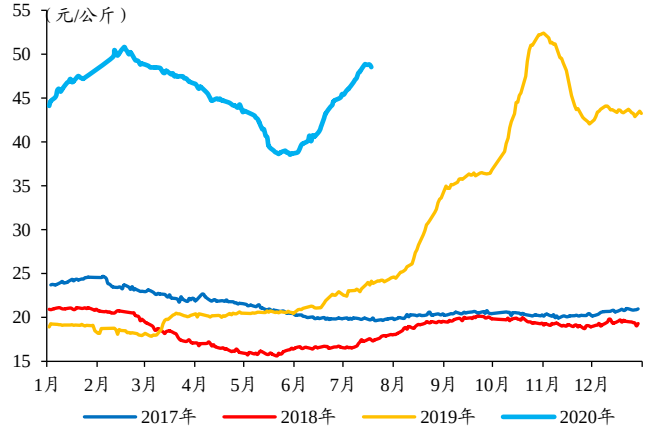
上周（7月13日-7月17日），蔬菜价格下跌，猪肉价格上涨。农业部28种重点监测蔬菜平均批发价周环比下跌2.1%，至4.22元/公斤。猪肉平均批发价周环比上涨1.1%，至48.53元/公斤。

图19：农业部 28 种重点监测蔬菜平均批发价



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：农业部猪肉平均批发价



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：CPI 食品分项同比涨幅普遍扩大

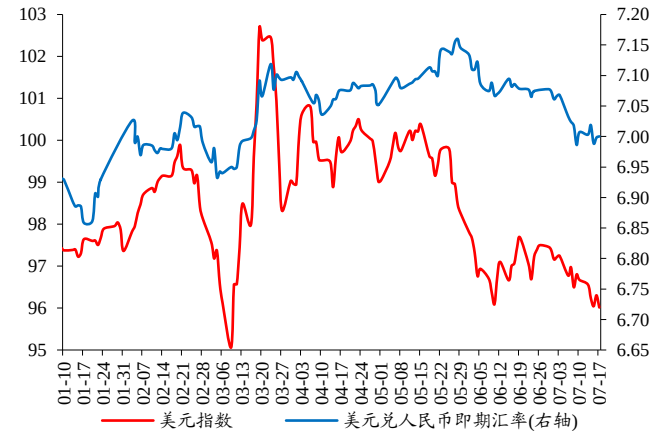
CPI 同比	粮食	食用油	鲜菜	猪肉	牛肉	羊肉	水产品	蛋类	鲜果
2020 年 5 月	1.5	5.3	-8.5	81.7	19.4	10.8	3.7	-12.3	-19.3
2020 年 6 月	1.6	5.7	4.2	81.6	18.5	10.9	4.8	-13.6	-29.0

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 汇率表现：美元指数继续回落，人民币对美元升值

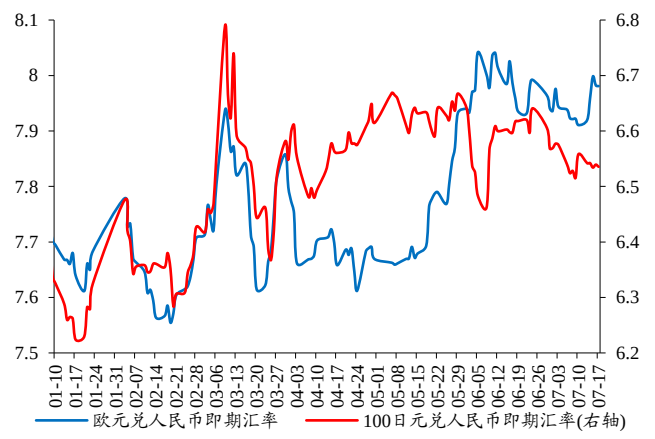
上周（7 月 13 日-7 月 17 日），人民币对美元升值 0.10%，周五美元兑人民币汇率收于 7.00；美元指数收于 96.01，较前周（7 月 6 日-7 月 10 日）下跌 0.68%。美元兑人民币即期-中间日均价差为 38 基点；离岸、在岸人民币日均价差 11 基点。

图21：美元指数回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：人民币对欧元贬值



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 大宗商品：商品期货价格均上涨，金属指数领涨

上周（7 月 13 日-7 月 17 日），商品期货核心品种均上涨，金属指数领涨。上周南华商品综合指数上涨 1.1%。核心品种均上涨，金属指数领涨，周环比涨幅 1.9%。

细分品种来看，玻璃、铁矿石、白银指数领涨，周环比涨幅分别为 6.7%、4.5%、2.1%；豆粕指数领跌，周环比跌幅为 0.6%。

表3：商品期货核心品种多数上涨

	南华综合指数	南华工业品指数	南华农产品指数	南华金属指数	南华能源化工指数	南华贵金属指数
上周涨幅	1.1%	1.1%	1.0%	1.9%	0.6%	0.4%
前周涨幅	0.1%	0.3%	-0.6%	2.7%	-1.5%	0.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：玻璃、铁矿石、白银指数领涨

	能源化工			金属						加工				农产品
	南华铁矿石指数	南华动力煤指数	南华焦煤指数	南华沪锌指数	南华沪铜指数	南华白银指数	南华黄金指数	南华玻璃指数	南华沥青指数	南华螺纹钢指数	南华PTA指数	南华PVC指数	南华玉米指数	南华豆粕指数
上周涨幅	4.5%	-0.4%	1.1%	2.0%	2.0%	2.1%	-0.5%	6.7%	0.5%	1.0%	0.3%	-0.5%	0.8%	-0.6%
前周涨幅	5.3%	-0.1%	0.5%	4.3%	2.9%	1.6%	0.6%	2.6%	-3.5%	2.0%	-4.0%	2.3%	1.3%	-0.3%

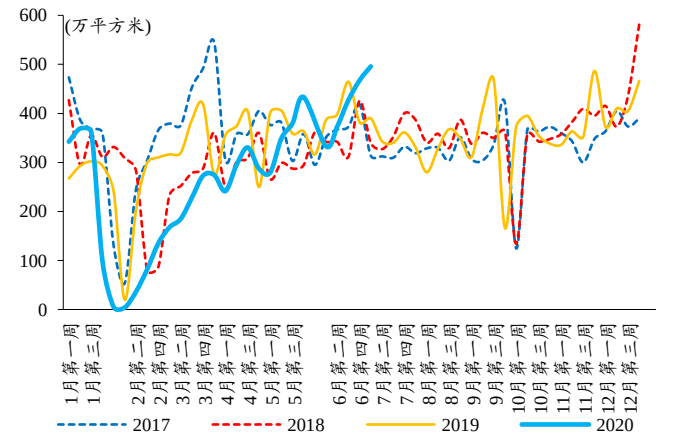
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 中观行业跟踪

3.1、 下游：商品房成交面积减少，土地市场量价齐跌

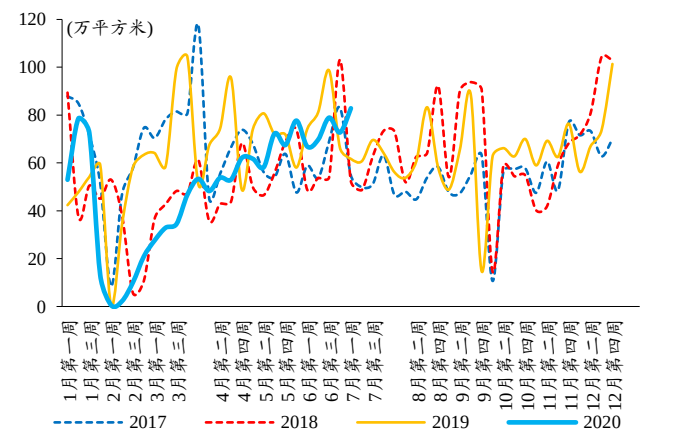
前周（7 月 6 日-7 月 12 日），30 大中城市商品房成交面积环比下跌，其中，一、二、三线城市商品房成交面积均回落。前周，30 城商品房成交面积 401.9 万平方米，周环比下跌 19%。分城市来看，一线城市成交面积 66.4 万平方米，周环比下跌 19.8%；二线城市成交面积 206.8 万平方米，周环比下跌 21%；三线城市成交面积 128.7 万平方米，周环比下跌 14.9%。

图23：30 大中城市商品房成交面积环比下降



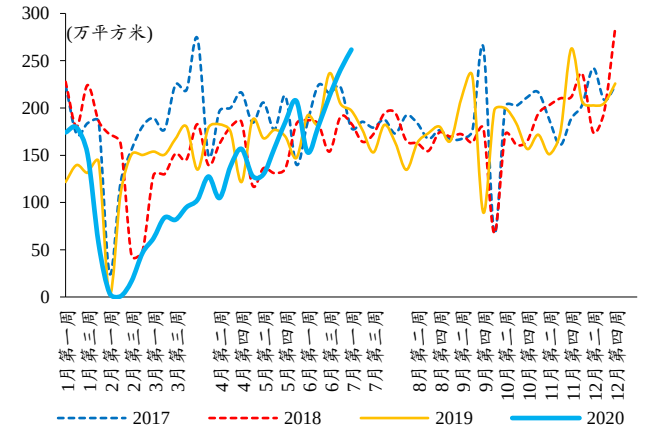
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：30 大中城商品房一线城市成交面积回落



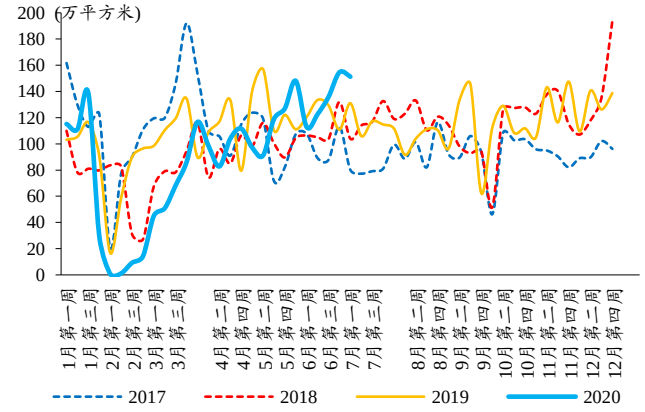
数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：30 大中城商品房二线城市成交面积回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

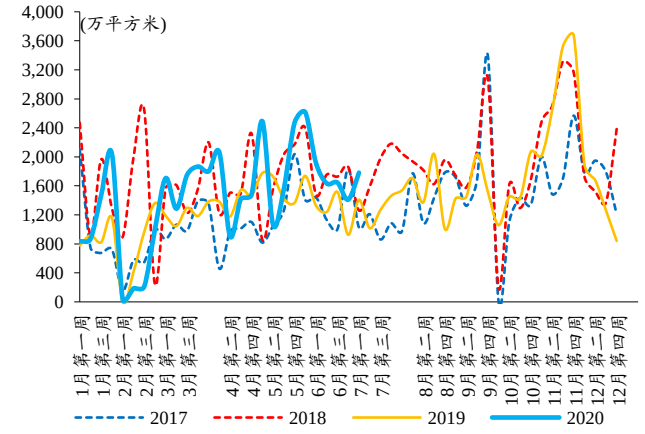
图26：30 大中城商品房三线城市成交面积回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

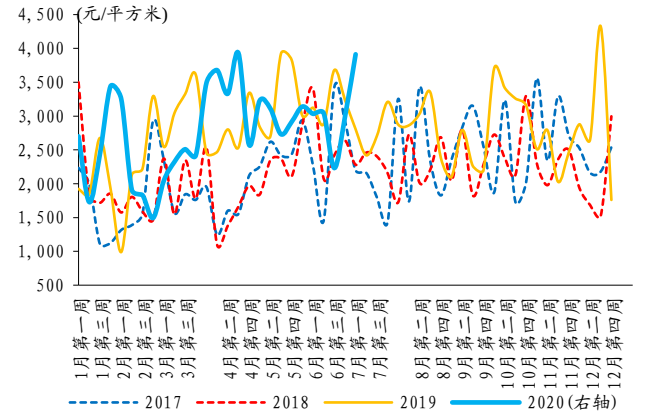
土地供应量价齐跌，土地成交溢价率上涨。前周（7 月 6 日-7 月 12 日），100 大中城市土地供应占地面积 884 万平方米，周环比下跌 50.4%；土地挂牌均价 2421 元/平方米，周环比下跌 38.1%。前周，土地溢价率上涨 2.3 个百分点。

图27：100 城供应土地占地面积当周值下降



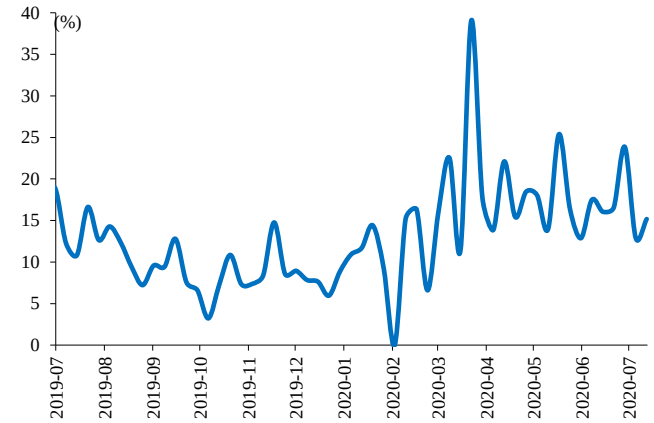
数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：100 城供应土地挂牌均价当周值下降



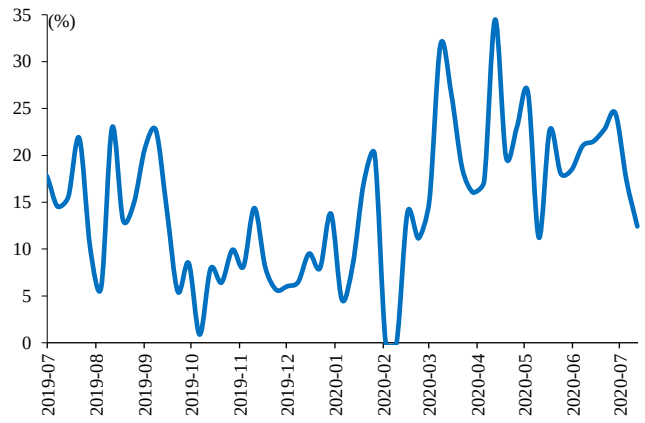
数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：100 城住宅类用地成交土地溢价率上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：100 城三线城市住宅类用地成交土地溢价率下降

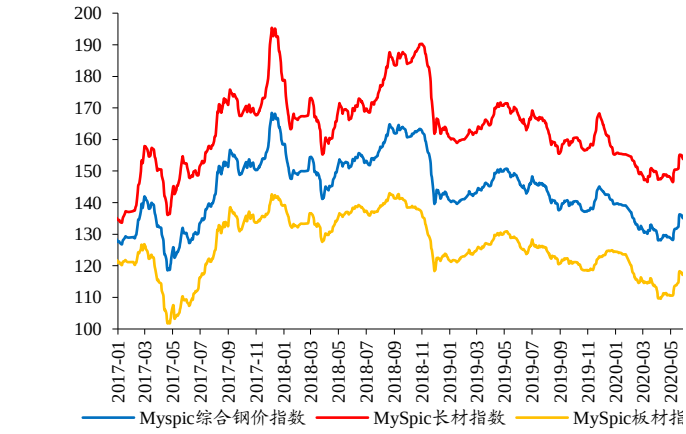


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 中游：钢材、玻璃价格上涨，水泥价格继续下行

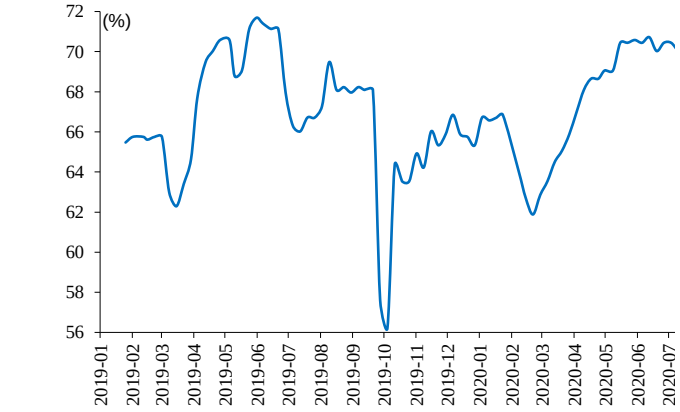
上周（7 月 13 日-7 月 17 日），钢价上涨，水泥价格下跌，玻璃价格上涨。上周，Myspic 钢价综指收于 140.30，周环比上涨 0.5%。全国水泥价格指数收于 137.22，周环比下跌 0.6%；全国玻璃价格指数收于 1128.03，周环比上升 1.8%。

图31：钢价、线材、长材价格指数上涨



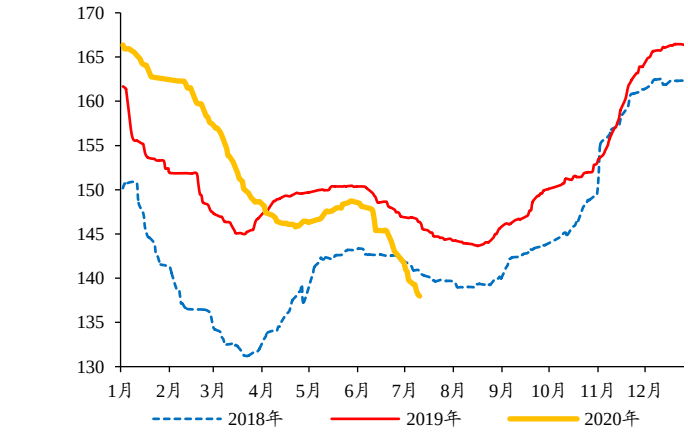
数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：全国高炉开工率回落



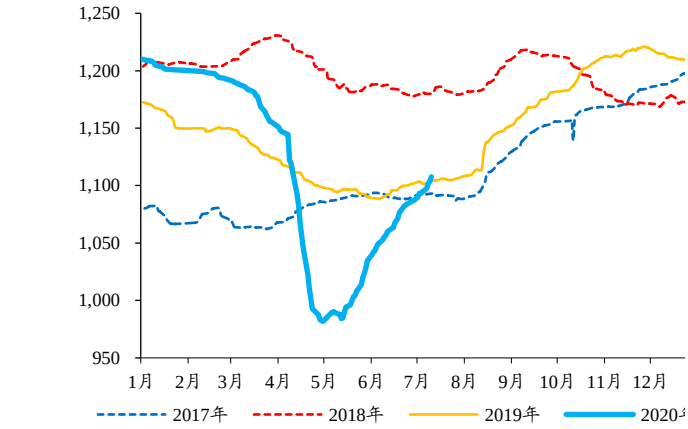
数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：水泥价格指数下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

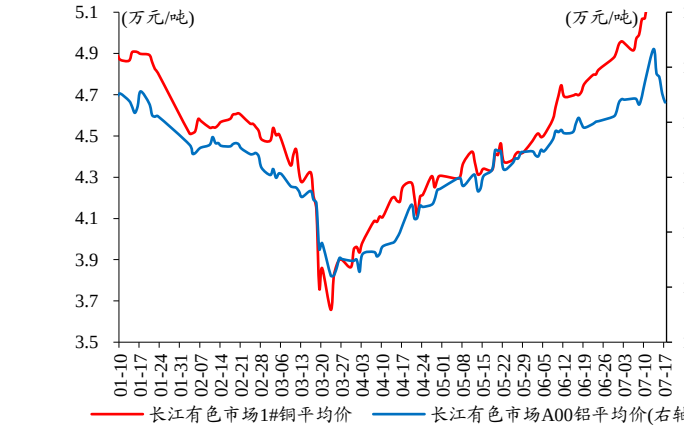
图34：玻璃价格指数上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

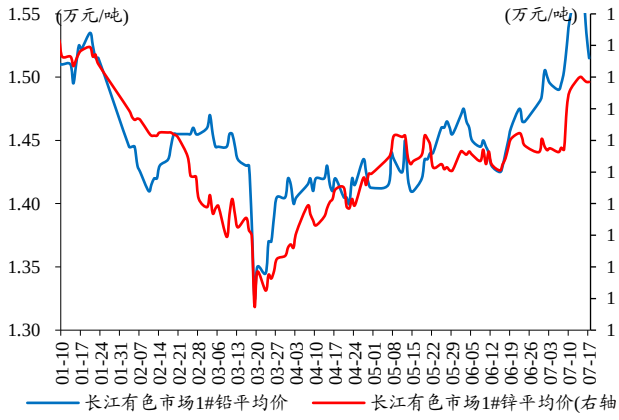
有色金属价格有升有降，库存均增加；橡胶价格下跌。上周（7 月 13 日-7 月 17 日），有色金属价格有升有降，长江有色铜、铝、铅、锌价格周环比变化分别为 2.1%、-2.5%、-1.9%、0.8%。上期所库存小计来看，铜、铝、铅、锌库存周环比变化分别为 15.5%、9.2%、50.0% 、2.6%。上周，橡胶价格收于 7900 元/吨，价格相较前周下跌 6%。

图35：长江有色市场铜价格上涨、铝价格下降



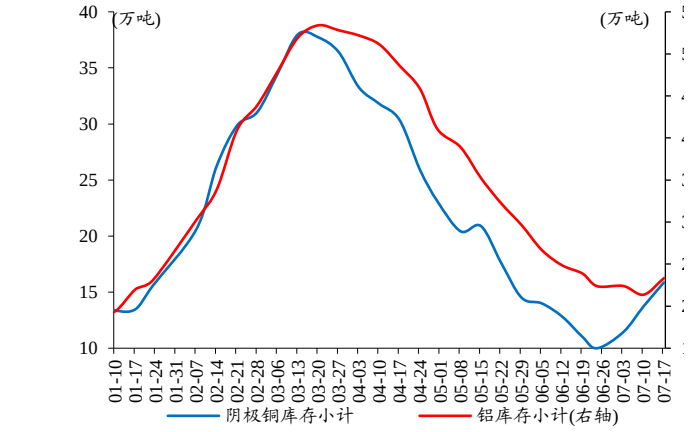
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：长江有色市场铅价格下降、锌价格上涨



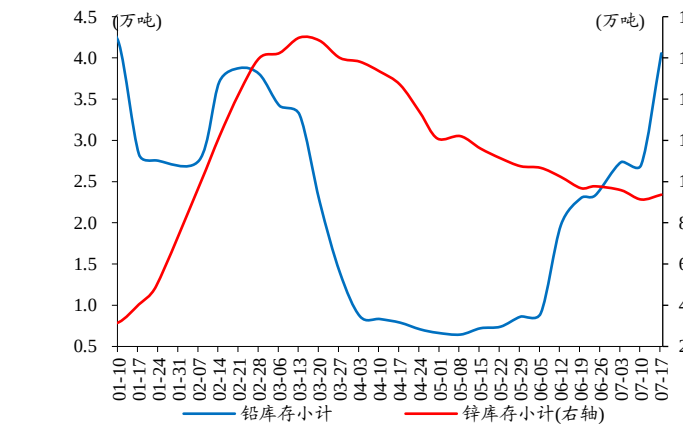
数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：上期所铜库存上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：上期所铅库存上升

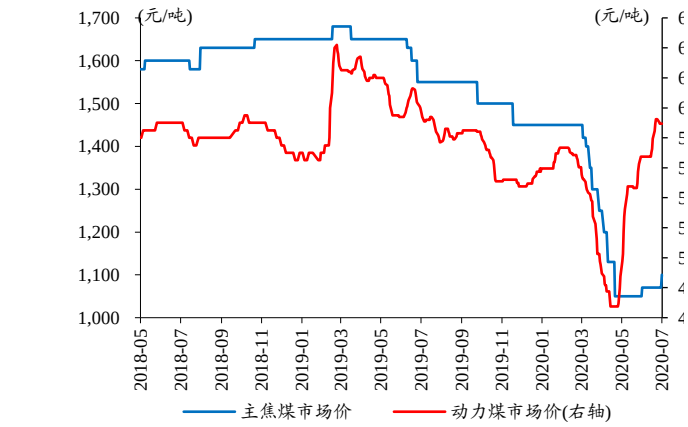


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 上游：原油结算价上涨，有色金属价格大幅走高多数下跌

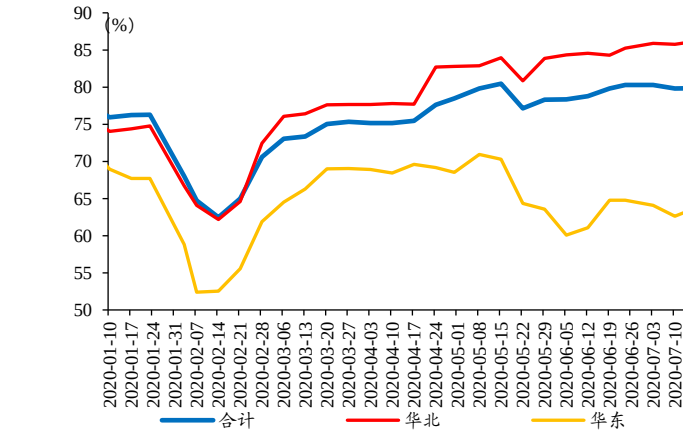
上周（7 月 13 日-7 月 17 日），主焦煤价格较前周上涨、动力煤价格下跌；国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率上涨。上周，焦煤价格为 1100 元/吨，较前周上涨 2.8%；动力煤价格 589.5 元/吨，价格下跌 0.5%。国内独立焦化厂（100 家）焦炉生产率 79.86%，周环比上涨 0.05 个百分点。

图39：动力煤价格下跌



数据来源：Wind、开源证券研究所

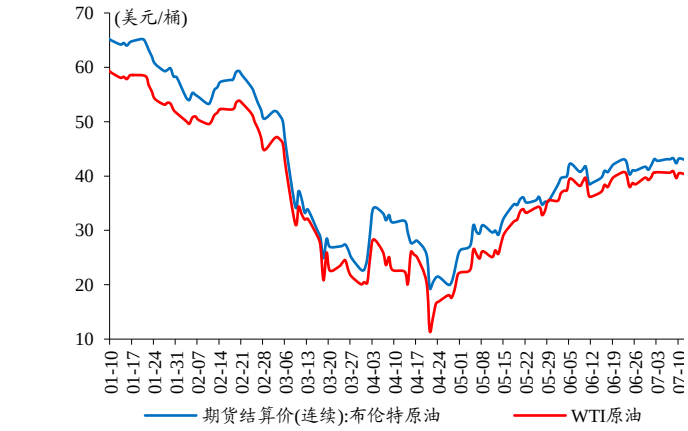
图40：全国焦炉生产率上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

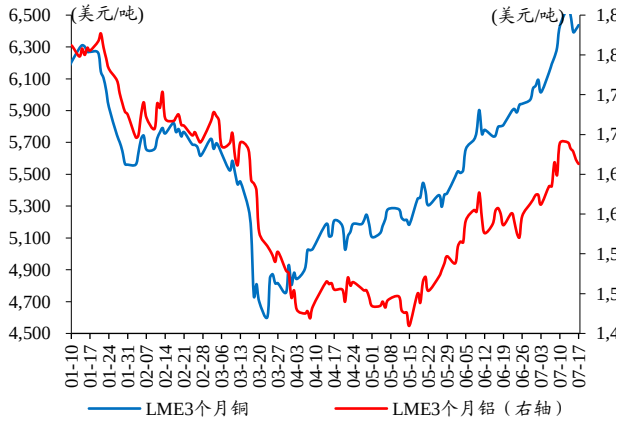
上周（7 月 13 日-7 月 17 日），国际原油价格上涨，国内汽油价格上涨、柴油价格下跌，LME 铜 3 个月期货价格上涨、铝、铅、锌 3 个月期货价格下跌。上周，国际原油价格上涨，布伦特与 WTI 原油期货结算价格较前周分别上涨 2.4%和 0.5%；国内汽油较前周上涨 0.6%，柴油价格较前周下跌 0.1%。LME 铜、铝、铅、锌 3 个月期货价格周环比变化分别为 0.1%、-1.5%、-2.2%、-0.3%。

图41：原油期货结算价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：LME3 个月铜价格上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

海内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

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R2（中低风险），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C2、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C2、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	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	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，属于机密材料，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16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