



宏观点评

基础货币缺口或凸显“降准”必要性 量化经济指数周报-20221023

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

相关研究

投资要点:

- **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看, 截止 2022 年 10 月 23 日, 本周 ECI 供给指数为 50.46%, 较上周回落 0.23%; ECI 需求指数为 49.14%, 较上周回升 0.01%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.67%, 较上周回升 0.20%; ECI 消费指数为 48.97%, 较上周回落 0.14%; ECI 出口指数为 48.30%, 较上周回落 0.14%。
- **月度 ECI 指数:** 从 10 月份前三周数据来看, ECI 供给指数为 50.54%, 较 9 月回升 0.25%; ECI 需求指数为 49.13%, 较 9 月回落 0.01%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.51%, 较 9 月回升 0.22%; ECI 消费指数为 49.09%, 较 9 月回落 0.32%; ECI 出口指数为 48.38%, 较 9 月持平。从 ECI 指数来看, 10 月份工业生产或仍将延续此前的回升态势, 而消费需求相比 9 月份或将进一步回落, 投资或较 9 月份有边际改善, 出口或仍将保持较为低迷的态势。
- **ELI 指数:** 截止 2022 年 10 月 23 日, 本周 ELI 指数为 -1.67%, 较上周回落 0.03%。鉴于对冲 11 月至 12 月 MLF 到期量的影响、弥合当前趋于扩大的基础货币缺口, “降准”的必要性正在提升,但是基础货币供需缺口仅仅是必要性, 充分条件还需要 9 月份经济增长数据来验证, 如果三季度经济增长低于预期, 四季度“稳增长”和“宽信用”或为降准提供充足的充分性。
- **风险提示:** 疫情不确定性仍较高; 货币政策变动不及预期; 海外需求不确定性较大。

内容目录

1. 本周双指数概览	3
1.1. ECI 指数：10 月份预计供给继续回升，需求小幅回落	3
1.2. 基础货币缺口或凸显“降准”的必要性	4
2. 本周高频数据概览	5
2.1. 工业生产：主要行业开工率下降	5
2.2. 消费：乘用车销售增速有所放缓	5
2.3. 投资：地产销售有所回暖	6
2.4. 出口：港口集装箱吞吐量继续回落	6
2.5. 通胀：原油价格有所回落	7
2.6. 流动性：上周货币净回笼 190 亿元	7
3. 本周政策一览	8
4. 风险提示	8

图表目录

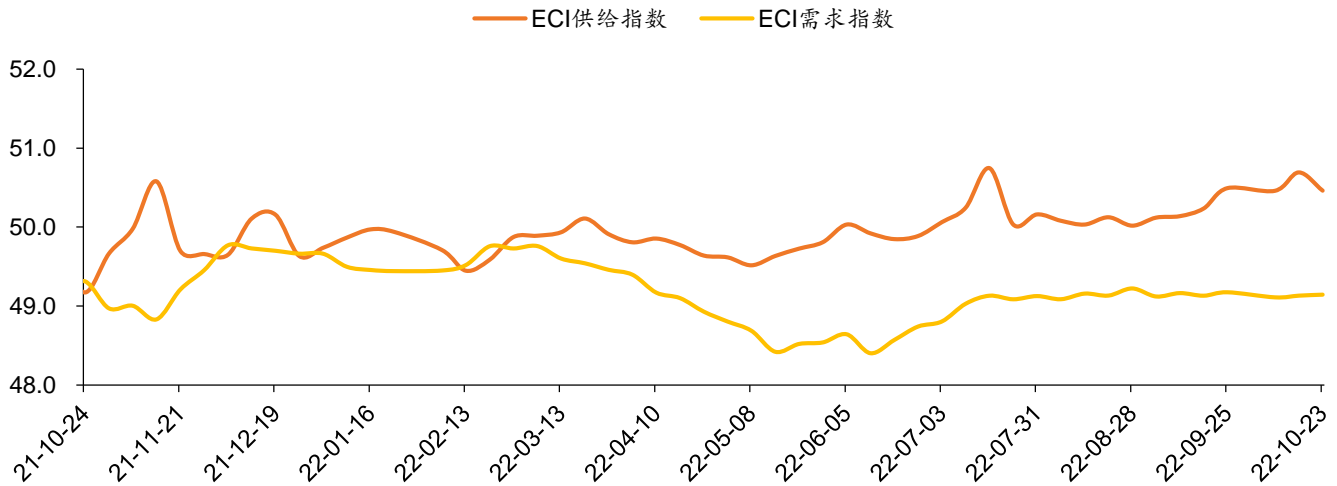
图 1：本周 ECI 供给指数小幅回落，需求指数小幅回升（单位：%）	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回落	4
表 1：ECI 指数月度走势	3
表 2：工业生产重要高频数据走势	5
表 3：消费重要高频数据走势	6
表 4：投资重要高频数据走势	6
表 5：出口重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	7

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：10 月份预计供给继续回升，需求小幅回落

从周度数据来看，截止 2022 年 10 月 23 日，本周 ECI 供给指数为 50.46%，较上周回落 0.23%；ECI 需求指数为 49.14%，较上周回升 0.01%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.67%，较上周回升 0.20%；ECI 消费指数为 48.97%，较上周回落 0.14%；ECI 出口指数为 48.30%，较上周回落 0.14%。

图 1：本周 ECI 供给指数小幅回落，需求指数小幅回升（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从 10 月份前三周数据来看，ECI 供给指数为 50.54%，较 9 月回升 0.25%；ECI 需求指数为 49.13%，较 9 月回落 0.01%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.51%，较 9 月回升 0.22%；ECI 消费指数为 49.09%，较 9 月回落 0.32%；ECI 出口指数为 48.38%，较 9 月持平。从 ECI 指数来看，10 月份工业生产或仍将延续此前的回升态势，而消费需求相比 9 月份或将进一步回落，投资或较 9 月份有边际改善，出口或仍将保持较为低迷的态势。

表 1：ECI 指数月度走势

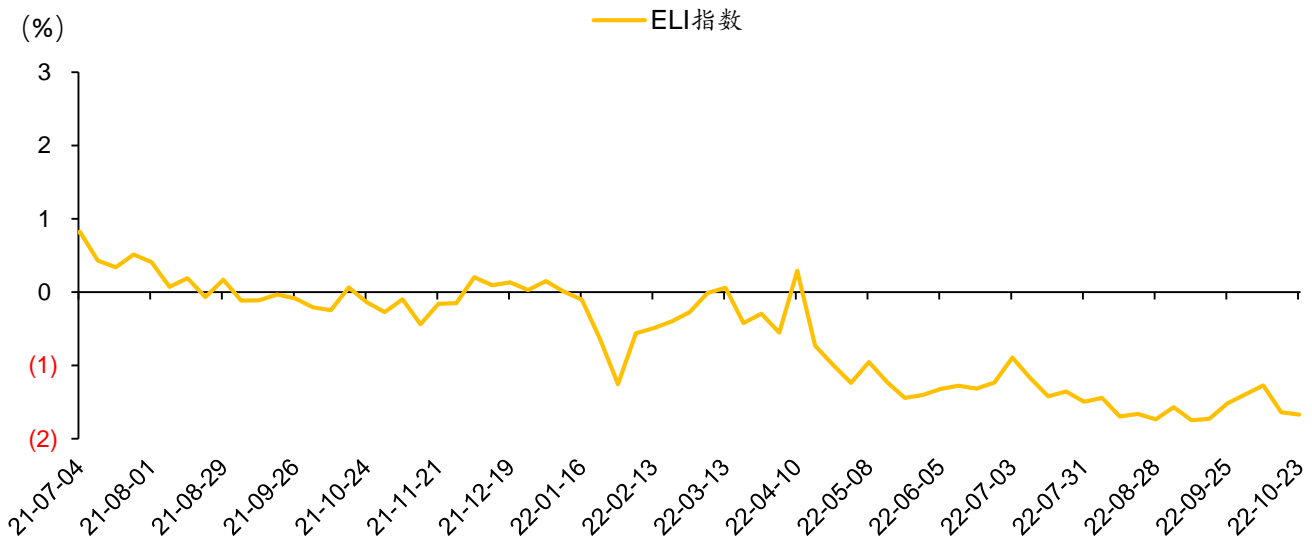
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2022 年 10 月	50.54	49.51	49.09	48.38	49.13	49.13
2022 年 9 月	50.29	49.29	49.41	48.38	49.14	49.14
2022 年 8 月	50.07	49.06	49.58	48.64	49.15	49.15
2022 年 7 月	50.25	48.86	49.38	48.91	49.04	49.04
2022 年 6 月	49.92	48.57	48.34	49.06	48.59	48.59
2022 年 5 月	49.66	48.45	48.40	49.11	48.59	48.59
2022 年 4 月	49.77	48.78	49.10	49.47	49.15	49.15
2022 年 3 月	49.96	49.68	49.45	49.67	49.59	49.59
2022 年 2 月	49.66	49.53	49.65	49.75	49.61	49.55
2022 年 1 月	49.88	49.38	49.62	49.63	49.51	49.51
2021 年 12 月	49.89	49.40	49.97	49.98	49.72	49.68
2021 年 11 月	49.98	48.29	49.69	50.13	49.12	49.12
2021 年 10 月	49.55	48.31	50.44	50.59	49.47	49.40

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2. 基础货币缺口或凸显“降准”的必要性

截止 2022 年 10 月 23 日，本周 ELI 指数为-1.67%，较上周回落 0.03%。

图 2：本周实体经济流动性小幅回落



资料来源：Wind，德邦研究所

同业存单发行“量价”齐升、趋于扩大的基础货币缺口或凸显“降准”的必要性。9 月份金融统计数据发布以来，经济增长数据发布延迟，但是从同业存单发行角度可以一窥经济活动的韧性。10 月 17 日至 21 日当周，同业存单发行维持“量价”齐升，根据 Wind 统计口径，本周同业存单净融资规模达到 587.40 亿元，发行总额达到 5591.90 亿元，平均发行利率则上升至 1.9677%，对比上周-141.10 亿元净融资量和 1.9280%的加权平均发行利率，同业存单净融资转正指向 10 月份以来，商业银行主动负债意愿抬升。商业银行积极发行同业存单，从资产端看或与信贷投放加快有关，9 月份同业存单发行量价齐升的局面印证当月信贷投放同比增长较多，从负债端看或与年底加快揽存有关。而资产和负债两方面对同业存单发行的诉求，均指向商业银行对基础货币的需求在扩张，10 月 17 日到期的 MLF 没有延续前两个月缩量续作，等量续做 MLF 说明商业银行对央行投放基础货币的需求没有再像 8 月和 9 月一样减少，可是即便是到本周，同业存单加权平均发行利率也远远低于 1 年期 MLF 操作利率，对更高成本基础货币需求的增加或放大 11 月至 12 月累计到期的 1.5 万亿 MLF 对货币市场的冲击。鉴于对冲 11 月至 12 月 MLF 到期量的影响、弥合当前趋于扩大的基础货币缺口，“降准”的必要性正在提升，但是基础货币供需缺口仅仅是必要性，充分条件还需要 9 月份经济增长数据来验证，如果三季度经济增长低于预期，四季度“稳增长”和“宽信用”或为降准提供充足的充分性。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：主要行业开工率下降

开工率方面，重要行业开工率有所下滑。其中上周汽车全/半钢胎开工率分别为 52.14% 和 64.77%，分别环比回落 6.77% 和回升 0.37%；上周焦炉生产率录得 68.90%，环比回落 3.80%；上周 PTA 开工率录得 75.31%，环比回落 1.02%；钢厂高炉开工率录得 82.05%，环比回落 0.57%，较去年同期回升 5.50%。

库存方面，上周六港口合计炼焦煤库存 128.90 万吨，环比回落 27.80 万吨，连续 8 周处于回落的态势；上周建筑钢材主要钢厂库存为 281.97 万吨，环比回升 0.32 万吨；上周港口合计铁矿石库存 12912.76 万吨，环比回落 79.94 万吨。

负荷率方面，上周沿海七省电厂平均负荷率 74.86%，较上周回落 2.29%。上周 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 78.85%、80.55% 和 70.01%，分别环比回落 0.15%、回升 0.16% 和回升 0.14%。

表 2：工业生产重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
开工率	开工率:汽车轮胎:全钢胎	%	2022-10-20	52.14	58.91	(6.77)	58.43	(6.29)
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2022-10-20	64.77	64.40	0.37	54.87	9.90
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2022-10-21	68.90	72.70	(3.80)	65.98	2.92
	开工率:PTA:国内	%	2022-10-20	75.31	76.33	(1.02)	64.59	10.72
	高炉开工率(247家):全国	%	2022-10-21	82.05	82.62	(0.57)	76.55	5.50
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2022-10-22	12912.76	12992.70	(79.94)	14045.48	(1132.72)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2022-10-22	128.90	156.70	(27.80)	404.00	(275.10)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2022-10-22	281.97	281.65	0.32	316.43	(34.46)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2022-10-14	74.86	77.14	(2.29)	63.43	11.43
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2022-10-22	78.85	79.00	(0.15)	67.29	11.55
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2022-10-22	80.55	80.38	0.16	85.18	(4.63)
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2022-10-22	70.01	69.87	0.14	78.50	(8.49)

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

2.2. 消费：乘用车销售增速有所放缓

乘用车消费方面，根据乘联会发布的最新数据，10月1日至16日乘用车市场零售 69.3 万辆，同比去年下降 3%，环比增长 1%；全国乘用车厂商批发 70.0 万辆，同比去年增长 6%，较上月同期下降 11%。无论从同比增速还是环比增速来看，乘用车销量增速较 9 月份都有所放缓。

主要价格指数方面，上周中关村电子产品价格指数录得 83.55，与前值持平；上周柯桥纺织价格指数录得 107.09，环比回落 0.19；上周义乌中国小商品指数录得 101.02，环比持平。

人员流动方面，本周人员流动情况继续回落。其中本周航班执飞率均值为

30.91%，环比回落 4.65%，恢复至去年同期的 39.05%；本周 29 城合计地铁日均客运量录得 4091.44 万人，环比减少 1307.63 万人，恢复至去年同期的 63.14%。

表 3：消费重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
乘用车	当周日均销量:乘用车:厂家零售	辆	2022-10-16	43330.00	129811.00	(86481.00)	35347.00	7983.00
	汽车消费指数	点	2022-10-08	92.10	89.30	2.80	64.60	27.50
价格指数	中关村电子产品价格指数		2022-10-15	83.55	83.55	0.00	82.75	0.80
	柯桥纺织:价格指数:总类		2022-10-17	107.09	107.28	(0.19)	108.56	(1.47)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2022-10-16	101.02	101.02	0.00	103.05	(2.03)
人员流动	航班当周执飞率	%	2022-10-22	30.91	35.56	(4.65)	79.15	(48.24)
	地铁日均客运量	万人	2022-10-22	4091.44	5399.07	(1307.63)	6479.70	(2388.26)

资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 投资：地产销售有所回暖

基建投资方面，10 月 18 日石油沥青装置开工率录得 43.0%，环比回升 0.6%；10 月 14 日全国水泥发运率录得 52.16%，环比回落 0.37%。

房地产投资方面，上周 100 大中城市供应土地占地面积录得 2339.78 万平方米，环比回升 201.63%；上周 30 大中城市商品房成交面积录得 284.55 万平方米，环比回升 185.96%，但较 9 月仍有一定幅度下滑。

表 4：投资重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
基建相关	开工率:石油沥青装置	%	2022-10-18	43.00	42.40	0.60	42.90	0.10
	水泥发运率:全国:当周值	%	2022-10-14	52.16	52.53	(0.37)	60.47	(8.31)
房地产相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2022-10-16	2339.78	775.71	1564.07	2192.90	146.88
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2022-10-16	284.55	99.50	185.04	351.93	(67.38)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2022-10-10	397.70	389.80	7.90	588.30	(190.60)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2022-10-10	1717.70	1700.90	16.80	2850.20	(1132.50)

资料来源：Wind，德邦研究所

2.4. 出口：港口集装箱吞吐量继续回落

出口价格方面，上周中国/上海出口集装箱运价指数分别录得 1959.96 点和 1778.69 点，分别环比回落 66.30 点和 35.31 点；本周波罗的海干散货指数录得 1849.00 点，环比回落 26.40 点。

出口数量方面，10 月上旬主要港口外贸集装箱吞吐量同比回落 9.40%；韩国 10 月前 20 日出口金额同比回落 5.5%，欧美经济回落导致进口需求连续两个月有所下滑。

表 5: 出口重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
出口价	SCFI:综合指数	/	2022-10-21	1778.69	1814.00	(35.31)	4588.07	(2809.38)
	CCFI:综合指数	/	2022-10-21	1959.96	2026.26	(66.30)	3300.34	(1340.38)
	波罗的海干散货指数	/	2022-10-22	1849.00	1875.40	(26.40)	4652.00	(2803.00)
出口量	外贸集装箱吞吐量:当旬同比	%	2022-10-10	(9.40)	5.90	(15.30)	12.50	(21.90)
	韩国:前 20 日出口总额:同比	%	2022-10-20	(5.50)	(8.80)	3.30	36.60	(42.10)

资料来源: Wind, 德邦研究所

2.5. 通胀: 原油价格有所回落

国内方面, 本周猪肉平均批发价录得 35.27 元/公斤, 环比回升 1.74 元/公斤; 本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.95 元/公斤, 环比回落 0.03 元/公斤。

国际方面, 本周布伦特原油期货结算价录得 91.99 美元/桶, 环比回落 1.84 美元/桶; 本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1649.42 美元/盎司, 环比回落 23.50 美元/盎司。

表 6: 通胀重要高频数据走势

指标类别	指标名称	单位	更新时间	最新值	上期值	环比变动	去年同期值	同比变动
国内	平均批发价:猪肉	元/公斤	2022-10-22	35.27	33.53	1.74	20.18	15.08
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2022-10-22	4.95	4.98	(0.03)	5.49	(0.54)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2022-10-22	91.99	93.83	(1.84)	85.07	6.91
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2022-10-22	1649.42	1672.92	(23.50)	1779.86	(130.44)

资料来源: Wind, 德邦研究所

2.6. 流动性: 上周货币净回笼 190 亿元

公开市场操作方面, 上周央行进行 100 亿元逆回购操作, 有 290 亿元逆回购到期, 当周货币净回笼 190 亿元。

受到资金面变化影响, 上周 7 天 shibor 利率小幅回升, 从周初的 1.5580% 回升至周末的 1.6820%; 上周 10 年期国债收益率小幅回升, 从周初的 2.7107% 回升至周末的 2.7287%。

3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2022/10/18	农业农村部、国家乡村振兴局与国家开发银行		签订开发性金融服务乡村振兴战略合作协议，共同强化乡村振兴金融服务，扩大农业农村有效投资。
2022/10/19	中国光伏行业协会	第三季度光伏行业发展形势座谈会	工信部电子信息司金磊表示，将统筹推动光伏产业高质量发展，重点做好持续引导行业健康发展、推动产融合创新、加强公共服务保障、全面深化国际合作等方面工作。
2022/10/20	银保监会		批复同意农银理财与法巴资管合作筹建中外合资理财公司，农银理财和法巴资管出资比例将分别为 49% 和 51%。
2022/10/22	央行		实施好稳健的货币政策，强化跨周期和逆周期调节，为促进经济增长、扩大就业、稳定物价、维护国际收支平衡营造良好的货币金融环境。引导金融资源更好地支持经济社会发展的重点领域和薄弱环节。大力发展普惠金融、绿色金融、科技金融、数字金融等，推动多层次资本市场的健康稳定发展。
2022/10/22	市场监管总局	《食品生产许可审查通则（2022版）》	进一步简化食品生产许可审查工作的程序，严格了食品生产许可审查工作要求，夯实了生产者食品安全保障能力。

资料来源：央行、银保监会、中国光伏行业协会、市场监管总局、各相关部委、Wind、德邦研究所

4. 风险提示

- (1) 疫情不确定性仍较高；
- (2) 货币政策变动不及预期；
- (3) 海外需求不确定性较大。

信息披露

分析师与研究助理简介

芦哲，德邦证券研究所首席宏观经济学家，中国人民大学金融市场与政策研究所联席所长。毕业于中国人民大学和清华大学，曾任职于世界银行集团（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 *Journal of International Money and Finance*、《世界经济》、《金融研究》、《中国金融》等学术期刊发表论文二十余篇，引用量过千，下载量过万。第五届邓子基财经（学者）研究奖得主，作为核心成员获得 2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2020 II China 宏观第一名。社会兼职：中国首席经济学家论坛研究员，中国财富管理 50 人论坛（CWM50）青年研究员，重阳金融研究院客座研究员，清华、人大、央财等多所大学校外研究生导师。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。