



宏观点评

补贴政策退坡下汽车消费增长乏力

量化经济指数周报-20230129

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,截至 2023 年 1 月 29 日,本周 ECI 供给指数为 49.53%,较上周回落 0.11%; ECI 需求指数为 48.72%,较上周回落 0.02%。从分项来看, ECI 投资指数为 48.92%,较上周回落 0.17%; ECI 消费指数为 48.78%,较上周回升 0.16%; ECI 出口指数为 48.16%,较上周回升 0.02%。
- **月度 ECI 指数:** 从 1 月份前三个周的高频数据来看, ECI 供给指数为 49.65%,较 12 月回落 0.16%; ECI 需求指数为 48.68%,较 12 月回落 0.05%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.04%,较 12 月回落 0.06%; ECI 消费指数为 48.48%,较 12 月回落 0.01%; ECI 出口指数为 48.19%,较 11 月回落 0.08%。从 ECI 指数来看, 1 月供需两端较 12 月整月相比仍有小幅回落,但降幅有所收窄。其中工业生产主要由于春节假期而出现季节性回落,而从消费来看,尽管旅游收入和电影票房较去年已经出现明显回升,但汽车消费与去年同期相比出现明显回落。
- **ELI 指数:** 截止 2023 年 1 月 29 日,本周 ELI 指数为-0.43%,较 1 月中旬回升 0.01%。当前的“信用周期”处在什么位置? 当 2022 年 11 月人民银行资产负债表发布之后,市场热议外汇占款的增加; 当 2022 年 12 月人民银行资产负债表披露之后,货币当局资产负债表总规模正在稳步增加,但是与“信用周期”相对比,趋于回落的信用周期似乎显示信用扩张并未加速,两者相比的话,市场应该相信哪方? 我们认为 2022 年 12 月央行资产负债表增加是应对流动性临时增加的结果,带有较强的季节性, 2023 年 1 月或见到资产负债表增速减缓。
- **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：1 月供需两端或继续小幅回落	3
1.2. ELI 指数：“宽货币”或继续处于尾声	4
2. 本周高频数据概览	5
2.1. 工业生产：节前主要行业开工率小幅回落	5
2.2. 消费：航班执飞率远超去年春节同期	5
2.3. 投资：地产销售相关高频数据仍旧处于低值	6
2.4. 出口：波罗的海干散货指数创下 20 年 6 月以来新低	6
2.5. 通胀：猪肉价格持续回落，通胀短期无忧	7
2.6. 流动性：上周货币净投放 19660 亿元	7
3. 本周政策一览	8
4. 风险提示	8

图表目录

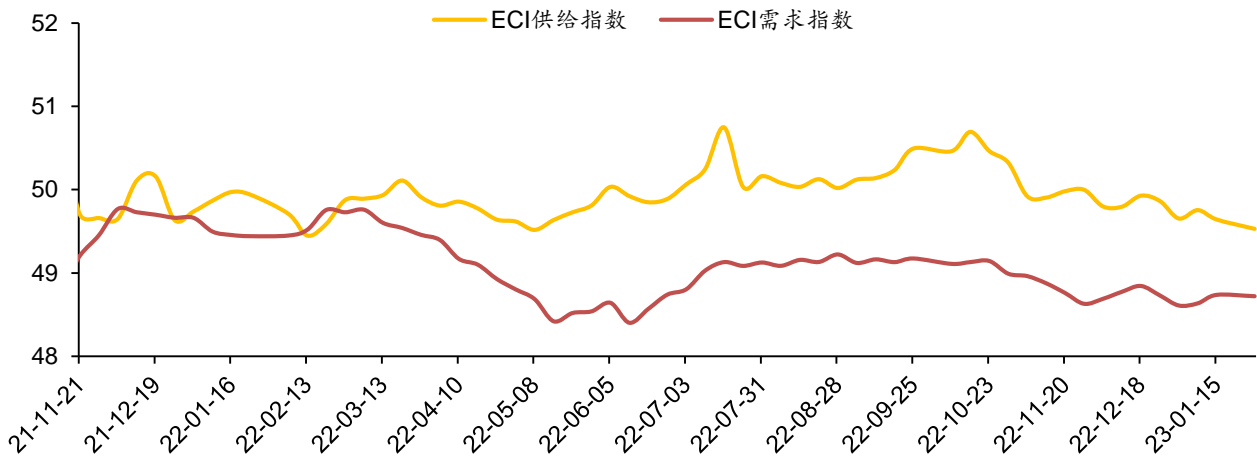
图 1：本周 ECI 供给指数与需求指数均小幅回落（单位：%）	3
图 2：本周实体经济流动性继续回升	4
表 1：ECI 指数月度走势	3
表 2：工业生产重要高频数据走势	5
表 3：消费重要高频数据走势	6
表 4：投资重要高频数据走势	6
表 5：出口重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	7

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：1 月供需两端或继续小幅回落

从周度数据来看，截至 2023 年 1 月 29 日，本周 ECI 供给指数为 49.53%，较上周回落 0.11；ECI 需求指数为 48.72%，较上周回落 0.02%。从分项来看，ECI 投资指数为 48.92%，较上周回落 0.17%；ECI 消费指数为 48.78%，较上周回升 0.16%；ECI 出口指数为 48.16%，较上周回升 0.02%。

图 1：本周 ECI 供给指数与需求指数均小幅回落（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从 1 月份前三个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 49.65%，较 12 月回落 0.16%；ECI 需求指数为 48.68%，较 12 月回落 0.05%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.04%，较 12 月回落 0.06%；ECI 消费指数为 48.48%，较 12 月回落 0.01%；ECI 出口指数为 48.19%，较 11 月回落 0.08%。从 ECI 指数来看，1 月供需两端较 12 月整月相比仍有小幅回落，但降幅有所收窄。其中工业生产主要由于春节假期而出现季节性回落，而从消费来看，尽管旅游收入和电影票房较去年已经出现明显回升，但汽车消费与去年同期相比出现明显回落。

表 1：ECI 指数月度走势

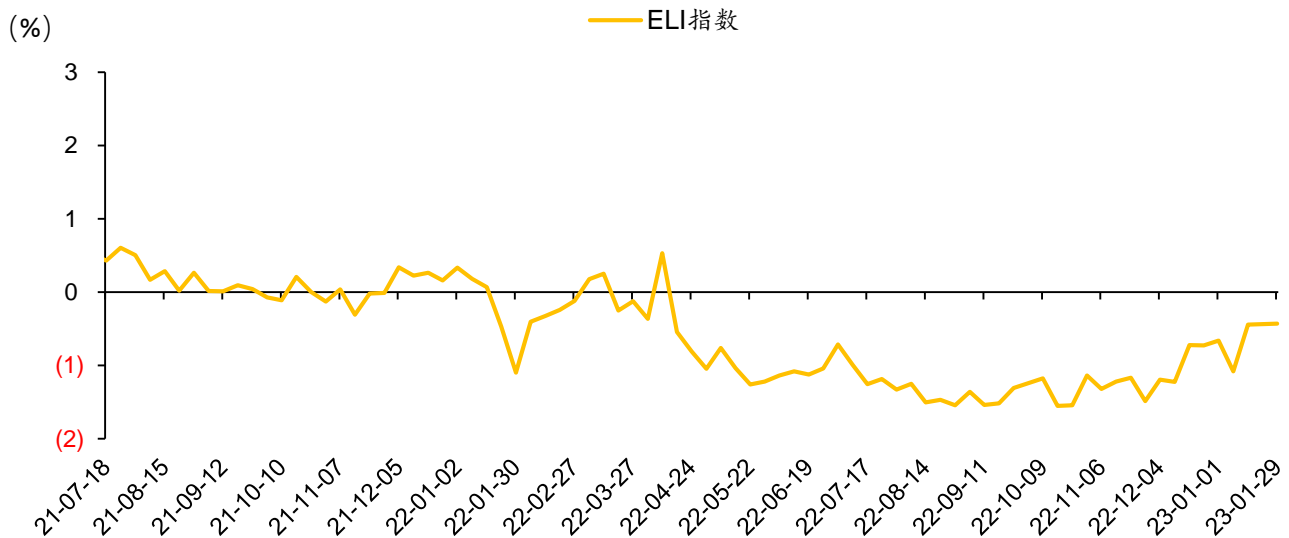
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2023 年 1 月	49.65	49.04	48.48	48.19	48.68	48.68
2022 年 12 月	49.81	49.10	48.49	48.27	48.73	48.73
2022 年 11 月	49.95	49.31	48.40	48.28	48.81	48.81
2022 年 10 月	50.49	49.48	49.03	48.36	49.09	49.09
2022 年 9 月	50.29	49.29	49.41	48.38	49.14	49.14
2022 年 8 月	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

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2. ELI 指数：“宽货币”或继续处于尾声

截止 2023 年 1 月 29 日，本周 ELI 指数为-0.43%，较 1 月中旬回升 0.01%。

图 2：本周实体经济流动性继续回升



资料来源：Wind，德邦研究所

当前的“信用周期”处在什么位置？当 2022 年 11 月人民银行资产负债表发布之后，市场热议外汇占款的增加；当 2022 年 12 月人民银行资产负债表披露之后，货币当局资产负债表总规模正在稳步增加，但是与“信用周期”相对比，趋于回落的信用周期似乎显示信用扩张并未加速，两者相比的话，市场应该相信哪方？我们认为 2022 年 12 月央行资产负债表增加是应对流动性临时增加的结果，带有较强的季节性，2023 年 1 月或见到资产负债表增速减缓：(1) 2022 年 12 月央行增加逆回购净投放量，整个 12 月累计净投放 15570 亿元逆回购，这一部分体现在央行资产端“对其他存款性公司债权”上，12 月份环比增加 14102 亿元，在逆回购净投放增量之外，MLF 等并未显著扩张，MLF+SLF+PSL 这三项结构性政策工具余额占央行基础货币的比例反而下降至 21%，表明在 2022 年 12 月份“降准”落地的同时，PSL 等结构性政策工具处于“收力”的状态，逆回购的增量投放是暂时的，随着春节假期结束，逆回购到期净回笼或引致这一科目扩张收敛，而从负债端来看，主要的增量在于 2022 年 12 月货币发行量和其他存款性公司存款增加较多，后者对应商业银行缴纳的法定存款准备金，即便 12 月落地“降准”，但是居民存款 12 月份新增规模达到 2.89 万亿，冲抵了降准的“缩表”效应。从资产负债表两端来看，2022 年 12 月份央行“扩表”增速加快更多是临时性和季节性的，预计 2023 年 1 月和 2 月份央行资产负债表扩张速度将放缓；(2) 与央行“扩表”相比，我们更在意以“其他存款性公司总资产/货币当局总资产”的同比增速表示的“信用周期”，截至 2022 年 12 月末，信用周期增速继续回落，显示随着经济进入疫后复苏阶段，央行主动投放流动性的“宽货币”或继续处于尾声，接下来实体经济流动性的好转就取决于经济内生性复苏的高度。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：节前主要行业开工率小幅回落

开工率方面，节前主要行业开工率均小幅回落。其中上周汽车全/半钢胎开工率分别为 17.64%和 36.96%，分别环比回落 19.32%和 18.82%；上周钢厂高炉开工率录得 75.97%，环比回升 0.29%，较去年同期回落 0.28%。

库存方面，上周六港口炼焦煤库存合计 100.80 万吨，环比回落 11.10 万吨；主要钢厂建筑钢材库存录得 246.46 万吨，环比回升 12.75 万吨。

负荷率方面，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 67.87%、64.67%和 8.92%，分别环比回升 0.32%、回落 1.21%和回落 9.66%；上上周沿海七省电厂负荷率录得 68.00%，环比回落 9.71%。

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	%	2023-01-19	17.64	36.96	(19.32)	52.13	(34.49)
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2023-01-19	23.82	42.64	(18.82)	55.01	(31.19)
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2023-01-20	74.10	74.20	(0.10)	76.70	(2.60)
	开工率:PTA:国内	%	2023-01-19	68.17	69.56	(1.39)	78.50	(10.33)
	高炉开工率(247家):全国	%	2023-01-20	75.97	75.68	0.29	76.25	(0.28)
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2023-01-21	13201.72	13358.93	(157.21)	15435.81	(2234.09)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2023-01-21	100.80	111.90	(11.10)	457.00	(356.20)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2023-01-14	246.46	233.71	12.75	236.46	10.00
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2023-01-13	68.00	77.71	(9.71)	81.00	(13.00)
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2023-01-21	67.87	67.55	0.32	80.39	(12.52)
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2023-01-21	64.67	65.88	(1.21)	79.92	(15.25)
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2023-01-21	8.92	18.58	(9.66)	34.52	(25.60)

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

2.2. 消费：航班执飞率远超去年春节同期

乘用车消费方面，一月中旬乘用车日均销量录得 51737 辆，环比回升 6750 辆，较去年同期回落 10901 辆。而根据乘联会发布的最新数据，1 月乘用车零售预计将同比回落 34.6%，在补贴政策逐步退坡的趋势下，今年汽车零售或成为消费增长的拖累项。

人员流动方面，春节期间航班执飞率持续位于高位。其中本周航班执飞率均值为 77.55%，环比回落 0.29%，恢复至去年同期的 106.80%，且显著高于去年春节同期。春节期间地铁日均客运量有所回落，录得 2564.48 万人，环比回落 1501.42 万人，主要由于一线城市人口大量返乡，北上广深上周地铁客运量合计环比回落 44.18%。

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	2023-01-15	51737.00	44987.00	6750.00	62638.00	(10901.00)
	汽车消费指数	点	2022-12-31	60.90	97.30	(36.40)	71.40	(10.50)
价格指数	中关村电子产品价格指数		2023-01-14	83.53	83.53	0.00	83.48	0.05
	柯桥纺织:价格指数:总类		2023-01-09	106.41	106.56	(0.15)	108.24	(1.83)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2023-01-01	100.52	100.75	(0.23)	102.64	(2.12)
人员流动	航班当周执飞率	%	2023-01-28	77.55	77.84	(0.29)	72.61	4.94
	地铁日均客运量	万人	2023-01-27	2564.48	4065.91	(1501.42)	4862.34	(2297.86)

资料来源: Wind, 德邦研究所

2.3. 投资：地产销售相关高频数据仍旧处于低值

基建投资方面,1月18日石油沥青装置开工率录得27.10%,环比回升0.50%,在连续7周回落后首次回升;1月6日全国水泥发运率录得28.03%,环比回落4.54%。

房地产投资方面,上周100大中城市供应土地占地面积录得1663.25万平方米,环比回升7.27%;上周30大中城市商品房成交面积录得153.22万平方米,环比回落50.48%。

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	%	2023-01-18	27.10	26.60	0.50	32.30	(5.20)
	水泥发运率:全国:当周值	%	2023-01-06	28.03	32.57	(4.54)	33.04	(5.01)
房地产相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2023-01-22	1674.35	1550.53	123.81	1391.76	282.58
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2023-01-22	153.22	309.38	(156.16)	351.32	(198.11)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2023-01-20	387.10	390.30	(3.20)	474.90	(87.80)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2023-01-20	1700.60	1671.90	28.70	2062.90	(362.30)

资料来源: Wind, 德邦研究所

2.4. 出口：波罗的海干散货指数创下 20 年 6 月以来新低

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1160.59点和1029.75点,分别环比回落40.96点和1.67点;本周波罗的海干散货指数录得710.25点,环比回落150.75点,创下2020年6月以来新低。

出口数量方面,11月下旬主要港口外贸集装箱吞吐量同比回落3.50%;韩国1月前20日出口金额同比回落2.70%,较12月份显著收窄,但仍处于负增长区间。

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	/	2023-01-20	1029.75	1031.42	(1.67)	5053.12	(4023.37)
	CCFI:综合指数	/	2023-01-20	1160.59	1201.55	(40.96)	3555.24	(2394.65)
	波罗的海干散货指数	/	2023-01-28	710.25	861.00	(150.75)	1342.60	(632.35)
出口量	外贸集装箱吞吐量:当旬同比	%	2022-11-30	(3.50)	5.20	(8.70)	3.00	(6.50)
	韩国:出口总额:同比	%	2023-01-20	(2.70)	(8.80)	6.10	22.40	(25.10)

资料来源：Wind，德邦研究所

2.5. 通胀：猪肉价格持续回落，通胀短期无忧

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 22.95 元/公斤，环比回落 1.04 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 5.96 元/公斤，环比回升 0.55 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 86.98 美元/桶，环比回升 1.15 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1934.15 美元/盎司，环比回升 16.90 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	2023-01-21	22.95	23.99	(1.04)	21.81	1.14
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2023-01-21	5.96	5.41	0.55	5.05	0.91
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2023-01-28	86.98	85.83	1.15	88.76	(1.78)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2023-01-28	1934.15	1917.25	16.90	1820.72	113.43

资料来源：Wind，德邦研究所

2.6. 流动性：上周货币净投放 19660 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 21550 亿元逆回购操作，有 1890 亿元逆回购到期，当周货币净投放 19660 亿元。

受到资金面变化影响，上周 7 天 shibor 利率小幅回落，从周初的 2.0540% 回落至周末的 1.9880%；上周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.9256% 回落至周末的 2.9114%。

3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2023/1/17	财政部、税务总局		2023 年将延续实施部分个人所得税优惠政策，包括上市公司股权激励单独计税优惠政策，以及沪深港通和 ETF 互联互通个人所得税优惠政策。
2023/1/17	财政部		要求进一步做好新冠疫情防控经费保障，加大疫情防控经费投入力度，进一步加强医疗资源建设投入；支持地方使用政府一般债券、发行政府专项债券用于符合条件的医疗卫生领域项目建设。
2023/1/20	北交所	做市交易业务细则和指引	对证券公司开展北交所股票做市交易业务的流程、权利义务和监督管理等方面予以规定。北交所做市采用在单一证券交易中实施竞价与做市并行的混合交易制度。
2023/1/20	工信部等 17 部门	《“机器人+”应用行动实施方案》	目标是到 2025 年，制造业机器人密度较 2020 年实现翻番，服务机器人、特种机器人行业应用深度和广度显著提升。
2023/1/21	文旅部		2 月 6 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。即日起，旅行社及在线旅游企业可开展产品发布、宣传推广等准备工作。试点名单包括泰国、印尼、马尔代夫、马来西亚、新加坡、瑞士等 20 个国家。
2023/1/21	国家卫健委等 10 部门	《加速消除宫颈癌行动计划（2023-2030 年）》	提出到 2025 年，试点推广适龄女孩 HPV 疫苗接种服务；适龄妇女宫颈癌筛查率达到 50%；宫颈癌及癌前病变患者治疗率达到 90%。
2023/1/28	国务院	国务院常务会议	持续抓实当前经济社会发展工作，推动经济运行在年初稳步回升；推动消费加快恢复和保持外贸外资稳定，增强对经济的拉动力。会议指出，深入贯彻落实稳经济一揽子政策和接续措施，推动重大项目建设、设备更新改造形成更多实物工作量，实施好原定继续执行的增值税减免等政策。坚持“两个毫不动摇”，依法保护民营企业权益。支持平台经济持续健康发展。推动企业节后快速复工复产。上下共同努力，巩固和拓展经济运行回升势头。
2023/1/29	国家发改委等 19 部门	《关于推动大型易地扶贫搬迁安置区融入新型城镇化实现高质量发展的指导意见》	明确要促进高质量充分就业，全面促进多元化就业，大力支持新业态创业，全方位提升就业技能，推进有序落户城镇。

资料来源：税务总局、北交所、国务院、各相关部委等，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。