



宏观点评

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

工业生产修复进程有所放缓

量化经济指数周报-20230423

投资要点:

- **周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2023 年 4 月 23 日,本周 ECI 供给指数为 50.59%,较上周回升 0.01%; ECI 需求指数为 49.23%,较上周持平。从分项来看, ECI 投资指数为 49.67%,较上周回落 0.16%; ECI 消费指数为 49.28%,较上周回升 0.19%; ECI 出口指数为 48.07%,较上周持平。
- **月度 ECI 指数:** 从 4 月份前三个周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.56%,较 3 月回升 0.07%; ECI 需求指数为 49.24%,较 3 月回升 0.18%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.79%,较 3 月回升 0.18%; ECI 消费指数为 49.15%,较 3 月回升 0.22%; ECI 出口指数为 48.05%,较 3 月回升 0.05%。从 ECI 指数来看,4 月供给端的修复速度或将有所放缓,但仍将处于扩张区间;而需求端或将继续录得稳定的修复,其中消费和投资端的修复斜率要显著好于出口,外需能否维持 3 月份的超预期表现仍存不确定性。
- **ELI 指数:** 截止 2023 年 4 月 23 日,本周 ELI 指数为 0.28%,较上周回升 0.26%。**结构性货币政策退出的风险有多大?** 当结构性政策工具进入存量稳定实施,到期换退坡撤出的阶段时,或意味着后续货币政策继续加码宽松的概率在下降,政策工具继续扩容、增量的空间已经较小,如果说一季度政策重在引导“放”,那么二季度政策工具或回归至适当“收”,存量政策工具仍在引导实体经济流动性趋于宽松,而增量政策的希冀应适当下降。
- **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：4 月份供给端修复速度或将放缓	3
1.2. ELI 指数：二季度政策工具或将适度收紧	4
2. 本周高频数据概览	5
2.1. 工业生产：主要行业修复进程有所放缓	5
2.2. 消费：4 月乘用车零售或有明显改善	5
2.3. 投资：基建实物工作量相关高频显著好于去年同期	6
2.4. 出口：出口仍面临较大下行压力	6
2.5. 通胀：物价继续保持低位平稳运行	7
2.6. 流动性：上周货币净投放 1580 亿元	7
3. 本周政策一览	8
4. 风险提示	8

图表目录

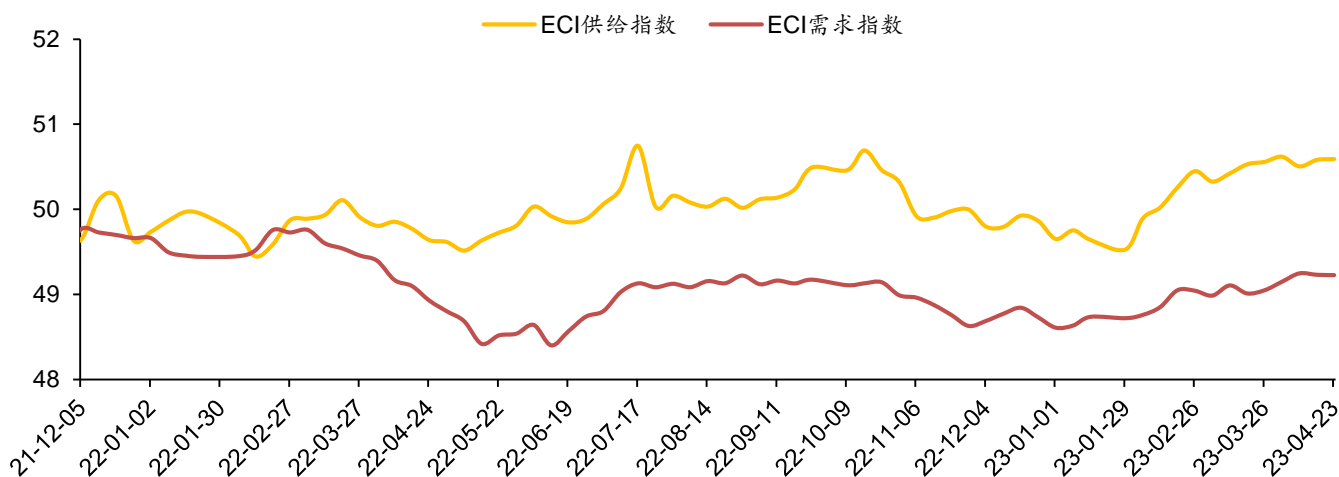
图 1：本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数与上周持平（单位：%）	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回升	4
表 1：ECI 指数月度走势（%）	3
表 2：工业生产重要高频数据走势	5
表 3：消费重要高频数据走势	6
表 4：投资重要高频数据走势	6
表 5：出口重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	7

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：4 月份供给端修复速度或将放缓

从周度数据来看，截至 2023 年 4 月 23 日，本周 ECI 供给指数为 50.59%，较上周回升 0.01%；ECI 需求指数为 49.23%，较上周持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.67%，较上周回落 0.16%；ECI 消费指数为 49.28%，较上周回升 0.19%；ECI 出口指数为 48.07%，较上周持平。

图 1：本周 ECI 供给指数小幅回升、需求指数与上周持平（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从 4 月份前三个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.56%，较 3 月回升 0.07%；ECI 需求指数为 49.24%，较 3 月回升 0.18%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.79%，较 3 月回升 0.18%；ECI 消费指数为 49.15%，较 3 月回升 0.22%；ECI 出口指数为 48.05%，较 3 月回升 0.05%。从 ECI 指数来看，4 月供给端的修复速度或将有所放缓，但仍将处于扩张区间；而需求端或将继续录得稳定的修复，其中消费和投资端的修复斜率要显著好于出口，外需能否维持 3 月份的超预期表现仍存不确定性。

表 1：ECI 指数月度走势 (%)

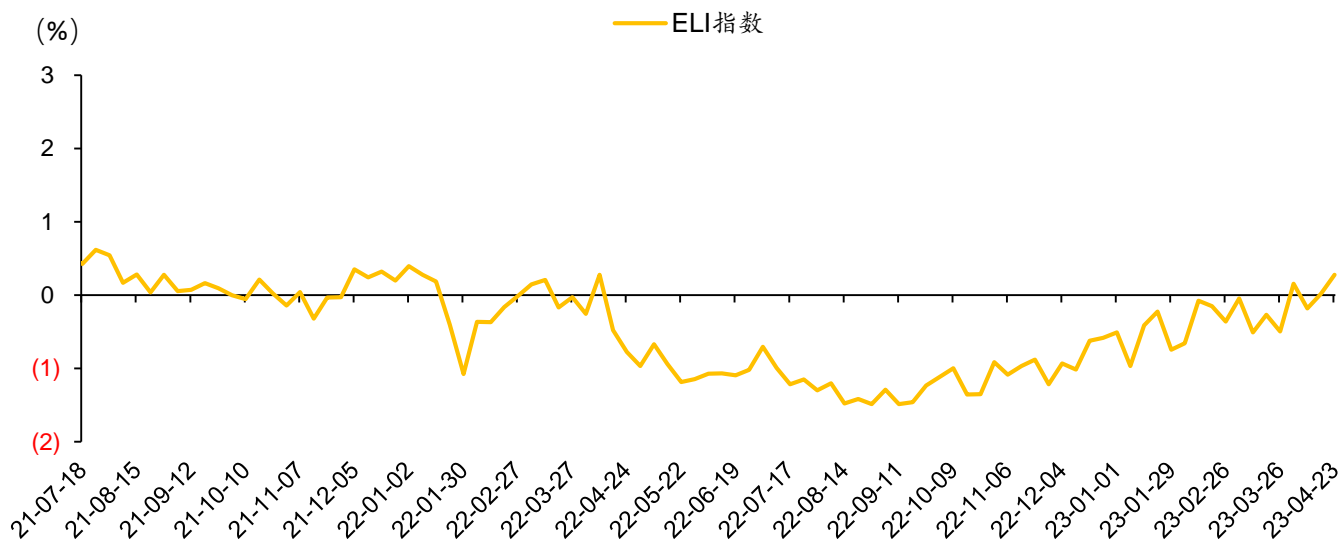
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2023 年 4 月	50.56	49.79	49.15	48.05	49.24	49.24
2023 年 3 月	50.49	49.61	48.93	48.00	49.06	49.06
2023 年 2 月	50.16	49.38	48.83	48.06	48.93	48.93
2023 年 1 月	49.65	49.04	48.48	48.19	48.68	48.68
2022 年 12 月	49.81	49.10	48.49	48.27	48.73	48.73
2022 年 11 月	49.95	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

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2. ELI 指数：二季度政策工具或将适度收紧

截止 2023 年 4 月 23 日，本周 ELI 指数为 0.28%，较上周回升 0.26%。

图 2：本周实体经济流动性小幅回升



资料来源：Wind，德邦研究所

结构性货币政策退出的风险有多大？本周一季度经济增长成绩单陆续公布，尽管经济复苏初期还存在结构性分化，但是经济增长渐进佳境的趋势还在延续，在人民银行本周召开的一季度金融统计数据新闻发布会上，央行也对经济增长表达乐观的态度，强调 2023 年贷款和社融会合理增长和稳健增长，与此同时，结构性货币政策“聚焦重点、合理适度、有进有退”中的“退出”开始值得关注：一方面，多数结构性工具只是阶段性工具，设立时都有明确的实施期限，当实施期结束时，如果经济运行的主要矛盾已经发生变化，或者商业银行服务意愿和能力已经有效提升，结构性工具完成了政策目标，就会按期及时退出，就 2023 年来看，确定性将要到期是实施至 2023 年 6 月末的交通物流专项再贷款和 2023 年末的支持煤炭清洁高效利用专项再贷款，这两项合计额度 4000 亿元，截至 2022 年末已使用 1053 亿元，从年内到期量来看，结构性政策工具退出对流动性的负面效应还较小；另一方面，当结构性政策工具进入存量稳定实施，到期换退坡撤出的阶段时，或意味着后续货币政策继续加码宽松的概率在下降，政策工具继续扩容、增量的空间已经较小，如果说一季度政策重在引导“放”，那么二季度政策工具或回归至适当“收”，存量政策工具仍在引导实体经济流动性趋于宽松，而增量政策的希冀应适当下降。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：主要行业修复进程有所放缓

开工率方面，主要行业开工率继续回落。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 67.62% 和 72.99%，分别环比回落 1.10% 和 0.29%；本周钢厂高炉开工率录得 84.59%，环比回落 0.15%，较去年同期回升 4.79%。

库存方面，上周六港口炼焦煤库存合计 190.10 万吨，环比回升 10.30 万吨；主要钢厂建筑钢材库存录得 375.99 万吨，环比回落 7.90 万吨，连续 9 周处于去库的状态。

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 78.34%、85.96% 和 54.64%，分别环比回落 0.33%、0.62% 和 0.05%。上周沿海七省电厂负荷率录得 69.14%，环比回升 0.29%，较去年同期回升 4.14%，但仍处于 3 月以来相对低值。

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	%	2023-04-20	67.62	68.72	(1.10)	59.11	8.51
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2023-04-20	72.99	73.28	(0.29)	56.71	16.28
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2023-04-21	78.40	78.00	0.40	56.71	21.69
	开工率:PTA:国内	%	2023-04-20	78.38	79.21	(0.83)	69.49	8.89
	高炉开工率(247家):全国	%	2023-04-21	84.59	84.74	(0.15)	79.80	4.79
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2023-04-22	13034.54	12911.51	123.03	14725.40	(1690.86)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2023-04-22	190.10	179.80	10.30	167.00	23.10
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2023-04-22	375.99	383.89	(7.90)	448.35	(72.36)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2023-04-14	69.14	68.86	0.29	65.00	4.14
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2023-04-22	78.34	78.67	(0.33)	72.40	5.94
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2023-04-22	85.96	86.58	(0.62)	77.31	8.65
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2023-04-22	54.64	54.69	(0.05)	55.46	(0.83)

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

2.2. 消费：4 月乘用车零售或有明显改善

乘用车消费方面，4 月中旬乘用车日均销量录得 47904 辆，较去年同期相比回升 21195 辆，而根据乘联会的最新数据显示，4 月 1-16 日乘用车市场零售量录得 66.5 万辆，环比增长 15%，从高频数据来看 4 月汽车零售或有明显改善。

主要价格指数方面，上周中关村电子产品价格指数录得 82.70，环比回落 0.03；上周义乌中国小商品指数录得 101.04，环比回落 0.07；上周柯桥纺织价格指数录得 106.34，环比回落 0.31。

人员流动方面，航班执飞率继续维持高位。其中本周航班执飞率均值为 89.93%，环比回落 0.75%。地铁日均客运量继续维持高位，录得 6346.82 万人，较去年同期回升 2557.44 万人。

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	2023-04-16	47904.00	36474.00	11430.00	26709.00	21195.00
	汽车消费指数	点	2023-03-31	72.50	74.60	(2.10)	70.50	2.00
价格指数	中关村电子产品价格指数		2023-04-15	82.70	82.73	(0.03)	83.15	(0.45)
	柯桥纺织:价格指数:总类		2023-04-17	106.34	106.65	(0.31)	108.41	(2.07)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2023-04-16	101.04	101.11	(0.07)	101.21	(0.17)
人员流动	航班当周执飞率	%	2023-04-22	89.93	90.68	(0.75)	28.13	61.81
	地铁日均客运量	万人	2023-04-21	6346.82	7527.27	(1180.45)	3789.38	2557.44

资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 投资：基建实物工作量相关高频显著好于去年同期

基建投资方面,4月19日石油沥青装置开工率录得37.30%,环比回升0.30%,较去年同期回升11.70%;4月14日全国水泥发运率录得43.96%,环比回升0.81%,较去年同期回升5.72%。

房地产投资方面,上周100大中城市供应土地占地面积录得1606.34万平方米,环比回落8.22%;上周30大中城市商品房成交面积录得312.29万平方米,环比回升25.26%。

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	%	2023-04-19	37.30	37.00	0.30	25.60	11.70
	水泥发运率:全国:当周值	%	2023-04-14	43.96	43.15	0.81	38.24	5.72
房地产相关	100大中城市供应土地占地面积	万平方米	2023-04-16	1606.34	1750.19	(143.85)	1785.97	(179.63)
	30大中城市商品房成交面积	万平方米	2023-04-16	312.29	249.32	62.97	220.35	91.94
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2023-04-10	401.20	403.20	(2.00)	479.00	(77.80)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2023-04-10	1829.60	1798.30	31.30	2076.60	(247.00)

资料来源：Wind，德邦研究所

2.4. 出口：出口仍面临较大下行压力

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934.39点和1037.07点,分别环比回落7.75点和回升3.42点,两者走势继续出现分化;本周波罗的海干散货指数录得1417.60点,环比回落49.40点。

出口数量方面,韩国4月前20日出口总额增速录得-11.0%,较3月同期增速回升6.8%,较去年同期增速回落28.20%,一定程度上表明海外需求短期内仍保持一定韧性,但下滑趋势仍会持续。

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	/	2023-04-21	1037.07	1033.65	3.42	4195.98	(3158.91)
	CCFI:综合指数	/	2023-04-21	934.39	942.14	(7.75)	3109.78	(2175.39)
	波罗的海干散货指数	/	2023-04-22	1417.60	1467.00	(49.40)	2200.75	(783.15)
出口量	外贸集装箱吞吐量:当旬同比	%	2022-12-10	5.50	(3.50)	9.00	2.50	3.00
	韩国:前 20 日出口总额:同比	%	2023-04-20	(11.00)	(17.80)	6.80	17.20	(28.20)

资料来源：Wind，德邦研究所

2.5. 通胀：物价继续保持低位平稳运行

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 19.32 元/公斤，环比回落 0.22 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.70 元/公斤，环比回落 0.26 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 83.08 美元/桶，环比回落 2.82 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 2008.72 美元/盎司，环比回落 15.04 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	2023-04-22	19.32	19.54	(0.22)	18.28	1.04
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2023-04-22	4.70	4.96	(0.26)	5.19	(0.48)
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2023-04-22	83.08	85.90	(2.82)	108.44	(25.36)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2023-04-22	2008.72	2023.76	(15.04)	1956.70	52.02

资料来源：Wind，德邦研究所

2.6. 流动性：上周货币净投放 1580 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 2120 亿元逆回购操作，有 540 亿元逆回购到期，当周货币净投放 1580 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 2.0480% 回升至周末的 2.1990%；上周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.8397% 回落至周末的 2.8348%。

3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2023/4/19	最高检	《关于加强新时代检察机关网络法治工作的意见》	依法加大对危害计算机信息系统安全、数据安全犯罪的惩治力度，全链条惩治人民群众反映强烈的网络犯罪，依法保护和规范数字技术、数字产业和数字市场。
2023/4/20	国家发改委		当前正在抓紧研究起草关于恢复和扩大消费的政策文件，下大力气稳定汽车消费；将研究合理缩减外资准入负面清单；生猪价格进一步明显下跌的可能性较小，随着后期猪肉消费稳步恢复，生猪价格有望逐步回升至合理区间；坚决遏制铁矿石价格的不合理上涨，后期铁矿石市场供需趋于宽松，价格可能总体趋于回落。
2023/4/20	工信部		部署开展 5G 网络运行安全能力提升专项行动，加快构建风险可控、响应快速、制度健全的信息通信网络“大运行安全”框架，推动网络运行安全治理模式向事前预防转型。
2023/4/20	工信部、商务部		组织开展纺织服装优供给促升级活动，提振发展信心，提升产业韧性，提高供给水平，促进产业升级、产品升级、消费升级，推动纺织服装行业稳中求进。
2023/4/21	工信部		一季度工业和信息化发展实现平稳开局，下一步将制定实施重点行业稳增长的工作方案，持续加强政策供给。加快 5G、人工智能、生物制造、智能网联汽车等战略性新兴产业的创新发展。联合相关部门研究出台稳定汽车消费、扩大内需增长的相关政策措施。
2023/4/22	工信部		对钢铁、焦化、铁合金等 17 个行业企业，开展行业强制性能耗限额标准专项监察，原则上“十四五”前三年应对本地区上述行业企业实现节能监察全覆盖。

资料来源：最高检、国家发改委、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。