



宏观点评

需求放缓下工业生产景气度继续回落

量化经济指数周报-20230507

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 5 月 7 日,本周 ECI 供给指数为 50.52%,较节前回落 0.07%; ECI 需求指数为 49.30%,较节前回升 0.07%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.77%,较节前回升 0.10%; ECI 消费指数为 49.37%,较节前回升 0.09%; ECI 出口指数为 48.03%,较节前回落 0.04%。
- **月度 ECI 指数:** 从 5 月份第一个周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.52%,较 4 月回落 0.04%; ECI 需求指数为 49.30%,较 4 月回升 0.06%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.77%,较 4 月回落 0.02%; ECI 消费指数为 49.15%,较 4 月回升 0.22%; ECI 出口指数为 48.03%,较 4 月回落 0.02%。从 ECI 指数来看, 5 月工业生产景气度或出现小幅回落,但仍处于年内高位;而需求端或将继续录得弱修复,其中消费得益于五一假期或出现明显回升,投资端相较 4 月份或出现小幅放缓,而出口或仍将成为需求回升的拖累项。
- **ELI 指数:** 截止 2023 年 5 月 7 日,本周 ELI 指数为 0.33%,较上周回落 0.89%。4 月份以来票据利率下行、贷款投放景气度或边际收敛。从票据利率以及票据和同期限同业存单利差的变动来观测,4 月份贷款投放景气度或边际收敛,同比多增的幅度弱于一季度。但是这并不意味着实体经济流动性收紧,而是在经过一季度规模达 10 万亿以上的增长之后,二季度贷款投放需要有一个适度降温、调节节奏的过程,从总量增长来看,2023 年贷款投放继续保持总量适度增长的基调。
- **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：5 月需求端或仍将维持弱修复	3
1.2. ELI 指数：贷款投放景气度或边际收敛	4
2. 本周高频数据概览	5
2.1. 工业生产：主要行业开工率继续回落	5
2.2. 消费：新能源汽车零售增长动能有所减弱	5
2.3. 投资：“金三银四”后基建投资有所放缓	6
2.4. 出口：出口仍面临较大下行压力	6
2.5. 通胀：原油价格创下年内新低	7
2.6. 流动性：上周货币净回笼 6860 亿元	7
3. 本周政策一览	8
4. 风险提示	8

图表目录

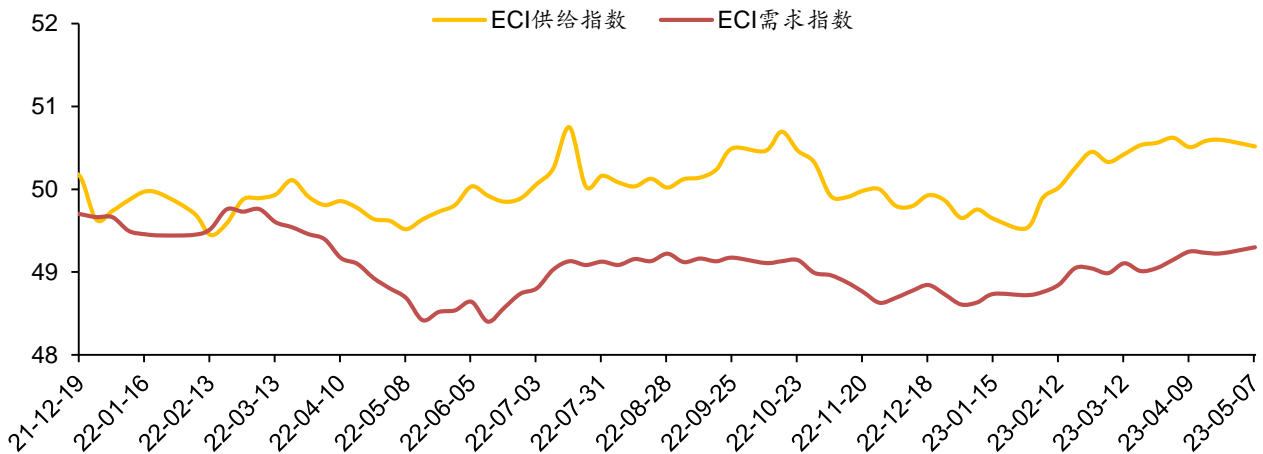
图 1：本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数小幅回升（单位：%）	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回落	4
表 1：ECI 指数月度走势（%）	3
表 2：工业生产重要高频数据走势	5
表 3：消费重要高频数据走势	6
表 4：投资重要高频数据走势	6
表 5：出口重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	7

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：5 月需求端或仍将维持弱修复

从周度数据来看，截至 2023 年 5 月 7 日，本周 ECI 供给指数为 50.52%，较节前回落 0.07%；ECI 需求指数为 49.30%，较节前回升 0.07%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.77%，较节前回升 0.10%；ECI 消费指数为 49.37%，较节前回升 0.09%；ECI 出口指数为 48.03%，较节前回落 0.04%。

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 5 月份第一个周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.52%，较 4 月回落 0.04%；ECI 需求指数为 49.30%，较 4 月回升 0.06%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.77%，较 4 月回落 0.02%；ECI 消费指数为 49.15%，较 4 月回升 0.22%；ECI 出口指数为 48.03%，较 4 月回落 0.02%。从 ECI 指数来看，5 月工业生产景气度或出现小幅回落，但仍处于年内高位；而需求端或将继续录得弱修复，其中消费得益于五一假期或出现明显回升，投资端相较 4 月份或出现小幅放缓，而出口或仍将成为需求回升的拖累项。

表 1：ECI 指数月度走势 (%)

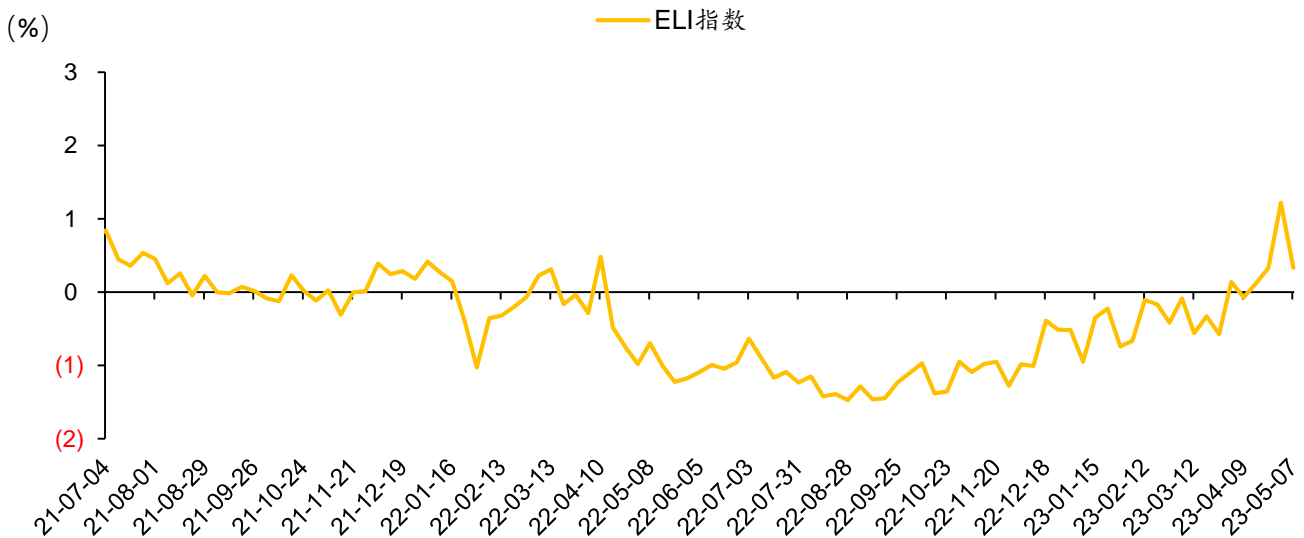
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2023 年 5 月	50.52	49.77	49.37	48.03	49.30	49.30
2023 年 4 月	50.56	49.79	49.15	48.05	49.24	49.24
2023 年 3 月	50.49	49.61	48.93	48.00	49.06	49.06
2023 年 2 月	50.16	49.38	48.83	48.06	48.93	48.93
2023 年 1 月	49.65	49.04	48.48	48.19	48.68	48.68
2022 年 12 月	49.81	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

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2. ELI 指数：贷款投放景气度或边际收敛

截止 2023 年 5 月 7 日，本周 ELI 指数为 0.33%，较上周回落 0.89%。

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

4 月份以来票据利率下行、贷款投放景气度或边际收敛。我们在专题报告《4 月经济金融数据前瞻：三方面信号看经济症结仍是需求不足》中预测 4 月金融机构口径贷款新增 1.0-1.3 万亿左右，较 2022 年同期同比多增约 0.4-0.65 万亿，由于 2022 年 4 月份贷款投放受疫情影响较大，同比增减的经济意义较低，如果 4 月份新增贷款约 1 万亿以上，那么与 2021 年 4 月份乃至更早之前历史同期相比，也不可谓“变差”。对 4 月份贷款投放景气度的一个重要观测指标即是国股银票转贴现利率进入 4 月份之后快速下行：3 月末 3 个月期国股银票转贴现利率为 2.75%，进入 4 月份之后一路下行，期间由于 4 月末贷款冲量的影响，出现阶段性反弹，但是 4 月份月度均值仅有 2.10%，相较 3 月份 2.51% 的水平显著下滑近 40 个 BP。从票据利率以及票据和同期限同业存单利差的变动来观测，4 月份贷款投放景气度或边际收敛，同比多增的幅度弱于一季度。但是这并不意味着实体经济流动性收紧，而是在经过一季度规模达 10 万亿以上的增长之后，二季度贷款投放需要有一个适度降温、调节节奏的过程，从总量增长来看，2023 年贷款投放继续保持总量适度增长的基调。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：主要行业开工率继续回落

开工率方面，受假期影响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 44.21% 和 60.38%，分别环比回落 19.69% 和 10.28%；本周钢厂高炉开工率录得 81.69%，环比回落 0.87%，较去年同期回落 0.22%。

库存方面，上周六港口炼焦煤库存合计 191.90 万吨，环比回升 1.40 万吨；主要钢厂建筑钢材库存录得 379.77 万吨，环比回升 5.64 万吨，在连续 10 周回落后首次回升。

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 80.52%、84.53% 和 54.49%，分别环比回升 1.49%、回落 0.34% 和回落 0.20%。上周沿海七省电厂负荷率录得 69.29%，环比回升 1.00%，较去年同期回升 5.57%，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	%	2023-05-04	44.21	63.90	(19.69)	40.18	4.03
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2023-05-04	60.38	70.66	(10.28)	54.99	5.39
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2023-05-05	76.50	78.10	(1.60)	54.99	21.51
	开工率:PTA:国内	%	2023-05-04	80.60	79.70	0.90	72.35	8.25
	高炉开工率(247家):全国	%	2023-05-05	81.69	82.56	(0.87)	81.91	(0.22)
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2023-05-06	12736.28	12886.99	(150.71)	14324.82	(1588.54)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2023-05-06	191.90	190.50	1.40	174.00	17.90
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2023-05-06	379.77	374.13	5.64	456.28	(76.51)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2023-04-28	69.29	68.29	1.00	63.71	5.57
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2023-05-06	80.52	79.03	1.49	73.87	6.65
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2023-05-06	84.53	84.87	(0.34)	77.48	7.05
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2023-05-06	54.49	54.69	(0.20)	58.18	(3.69)

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

2.2. 消费：新能源汽车零售增长动能有所减弱

乘用车消费方面，4 月下旬乘用车当周日均销量录得 80653 辆，较去年同期相比回升 17557 辆，而根据乘联会的最新数据显示，4 月乘用车市场零售量录得 165.2 万辆，环比增长 4%，其中新能源汽车在 4 月零售量环比下降 3%，表明新能源汽车零售增长动能有所减弱。

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，环比持平；上周义乌中国小商品指数录得 101.11，环比回落 0.06；上周柯桥纺织价格指数录得 106.20，环比回升 0.06。

人员流动方面，受假期影响人员流动明显回升。其中本周航班执飞率均值为 89.34%，环比回落 2.40%，但远高于去年同期的 31.05%。地铁日均客运量录得 7542.16 万人，较去年同期回升 4218.56 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	2023-04-30	80653.00	56634.00	24019.00	63096.00	17557.00
	汽车消费指数	点	2023-04-30	75.30	72.50	2.80	71.80	3.50
价格指数	中关村电子产品价格指数		2023-04-29	82.70	82.70	0.00	83.27	(0.57)
	柯桥纺织:价格指数:总类		2023-05-01	106.20	106.14	0.06	108.43	(2.23)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2023-04-30	101.11	101.17	(0.06)	101.50	(0.39)
人员流动	航班当周执飞率	%	2023-05-06	89.34	91.74	(2.40)	31.05	58.29
	地铁日均客流量	万人	2023-05-05	7542.16	7644.41	(102.25)	3323.60	4218.56

资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 投资：“金三银四”后基建投资有所放缓

基建投资方面,5月3日石油沥青装置开工率录得32.10%,环比回落3.40%,较去年同期回升7.00%;4月28日全国水泥发运率录得45.86%,环比回升1.55%,较去年同期回升6.69%。

房地产投资方面,上周100大中城市供应土地占地面积录得2629.91万平方米,环比回升33.98%;上周30大中城市商品房成交面积录得349.93万平方米,环比回升14.97%。

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	%	2023-05-03	32.10	35.50	(3.40)	25.10	7.00
	水泥发运率:全国:当周值	%	2023-04-28	45.86	44.31	1.55	39.17	6.69
房地产相关	100大中城市供应土地占地面积	万平方米	2023-04-30	2629.91	1962.99	666.93	2893.93	(264.02)
	30大中城市商品房成交面积	万平方米	2023-04-30	349.93	304.38	45.55	251.40	98.53
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2023-04-20	395.50	401.20	(5.70)	474.10	(78.60)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2023-04-20	1904.20	1829.60	74.60	2045.00	(140.80)

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967.58点和998.29点,分别环比回升3.09点和回落1.44点,两者走势继续出现分化;本周波罗的海干散货指数录得1553.25点,环比回升9.25点。

出口数量方面,韩国4月出口总额增速录得-14.2%,较3月同期增速进一步回落,较去年同期增速回落27.10%,一定程度上表明海外需求仍处于较为确定的下滑趋势,后续出口或难以延续高景气。

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	/	2023-05-05	998.29	999.73	(1.44)	4163.74	(3165.45)
	CCFI:综合指数	/	2023-05-05	967.58	964.49	3.09	3056.98	(2089.40)
	波罗的海干散货指数	/	2023-05-06	1553.25	1544.00	9.25	2564.75	(1011.50)
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:出口总额:同比	%	2023-04-30	(14.20)	(13.60)	(0.60)	12.90	(27.10)

资料来源：Wind，德邦研究所

2.5. 通胀：原油价格创下年内新低

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 19.65 元/公斤，环比回升 0.12 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.90 元/公斤，环比回升 0.14 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 74.95 美元/桶，环比回落 4.87 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 2026.60 美元/盎司，环比回升 26.92 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	2023-05-06	19.65	19.54	0.12	20.19	(0.54)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2023-05-06	4.90	4.76	0.14	4.62	0.28
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2023-05-06	74.95	79.82	(4.87)	109.20	(34.24)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2023-05-06	2026.60	1999.68	26.92	1872.30	154.30

资料来源：Wind，德邦研究所

2.6. 流动性：上周货币净回笼 6860 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 410 亿元逆回购操作，有 7270 亿元逆回购到期，当周货币净回笼 6860 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 2.2110% 回落至周末的 1.7450%；上周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.7891% 回落至周末的 2.7372%。

3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2023/4/24	工信部等八部门	关于推进 IPv6 技术演进和应用创新发展的实施意见	其中提到，到 2025 年底，IPv6 技术演进和应用创新取得显著成效，网络技术创新能力明显增强，“IPv6+”等创新技术应用范围进一步扩大，重点行业“IPv6+”融合应用水平大幅提升。
2023/4/25	工信部		将认真研究制定、适时出台稳定和扩大汽车消费的有效政策，建立新能源汽车产业发展部际协调机制。推动研究并尽快明确 2023 年后车购税减免政策，制定加快充换电建设、公共领域新能源汽车推广应用等支持政策。
2023/4/26	国务院办公厅	《关于推动外贸稳规模优结构的意见》	从强化贸易促进拓展市场、稳定和扩大重点产品进出口规模、加大财政金融支持力度、加快对外贸易创新发展、优化外贸发展环境五大方面提出 18 条措施。《意见》提出，培育汽车出口优势，引导汽车企业与航运企业签订中长期协议；鼓励金融机构创新完善外汇衍生品和跨境人民币业务，进一步扩大跨境贸易人民币结算规模。
2023/4/27	国务院办公厅	《关于优化调整稳就业政策措施全力促发展惠民生的通知》	要求深入实施就业优先战略，优化调整稳就业政策措施，多措并举稳定和扩大就业岗位，全力促发展惠民生。
2023/4/28	银保监会	《关于 2023 年加力提升小微企业金融服务质量的通知》	聚焦重点领域小微企业需求，要求银行保险机构加强精准支持。2023 年贷款利率总体保持平稳，推动小微企业综合融资成本逐步降低。严禁为挪用于非生产经营用途的贷款办理续贷，不得用续贷掩盖信用风险。
2023/5/5	最高人民检察院等十一部门	《关于进一步加强医疗美容行业监管工作的指导意见》	着重强调跨部门综合监管。明确要求将医疗美容诊疗活动、涉医疗美容经营活动以及医疗美容用药品、医疗器械等纳入综合监管重点事项。扫清“黑机构”“黑医生”“黑药械”，对行业乱象保持高压严打态势。
2023/5/6	国务院常务会议		审议通过关于加快发展先进制造业集群的意见；部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴。会议指出，要把发展先进制造业集群摆到更加突出位置，统筹推进传统产业改造升级和新兴产业培育壮大。要聚焦制约新能源汽车下乡的突出瓶颈，适度超前建设充电基础设施；进一步优化支持新能源汽车购买使用政策，鼓励企业丰富新能源汽车供应，同时加强安全监管，促进农村新能源汽车市场健康发展。

资料来源：最高检、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。