



## 宏观点评

# 中长贷结束同比多增印证信用周期处于尾声 量化经济指数周报-20230813

### 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 8 月 13 日,本周 ECI 供给指数为 50.69%,较上周回落 0.04%; ECI 需求指数为 49.20%,较上周回升 0.04%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.58%,较上周回升 0.03%; ECI 消费指数为 49.38%,较上周回升 0.05%; ECI 出口指数为 48.05%,较上周回升 0.02%。
- **月度 ECI 指数:** 从 8 月份第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.69%,较 7 月回升 0.08%; ECI 需求指数为 49.20%,较 7 月回升 0.01%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.58%,较 7 月回落 0.01%; ECI 消费指数为 49.38%,较 7 月回升 0.02%; ECI 出口指数为 48.05%,较 7 月回升 0.02%。从 ECI 指数来看,8 月工业生产景气度环比或呈现持续修复的态势,但随着基数的抬升,8 月工业增加值同比增速或较 7 月有所放缓;而需求端来看,宏观政策循序渐进的推出之下,8 月消费和投资端或将迎来边际修复,专项债的加速发行以及地产政策的渐进落地或将使得 3 季度投资增速出现明显回升。
- **ELI 指数:** 截止 2023 年 8 月 13 日,本周 ELI 指数为 0.23%,较上周回升 0.04%。**中长贷结束同比多增印证信用周期处于尾声。**2023 年 7 月份中长期贷款同比少增,尤其是企业部门同比少增,显示信用周期依然处于下行阶段,信用周期处于“或有”尾声。从驱动因素来看,企业部门贷款的增长因素或是来自政策端的呵护,受基础设施建设和行业扶持政策影响较大,但是居民部门贷款增长或只能来自地产销售带动的融资需求扩张,因此在居民部门贷款“拉低”企业部门贷款之后,中长期贷款能否恢复向上,取决于 7 月份中央政治局会议后,与居民融资需求紧密相关的地产景气度能否在一线城市可能推行“认房不认贷”、存量按揭贷款利率调降的影响下恢复上行,与企业融资需求紧密相关的基建投资能否有新增的政策撬动。
- **风险提示:** 疫情“复阳”对经济造成扰动;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：8 月需求端有望迎来边际回升 .....	3
1.2. ELI 指数：中长贷结束同比多增印证信用周期处于尾声 .....	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升 .....	5
2.2. 消费：8 月乘用车零售增速有望录得正增长 .....	5
2.3. 投资：大中城市商品房成交面积继续回落 .....	6
2.4. 出口：海运价格指数继续小幅回升 .....	6
2.5. 通胀：猪肉价格环比保持较快回升 .....	7
2.6. 流动性：上周货币净回笼 350 亿元 .....	7
3. 本周政策一览 .....	8
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

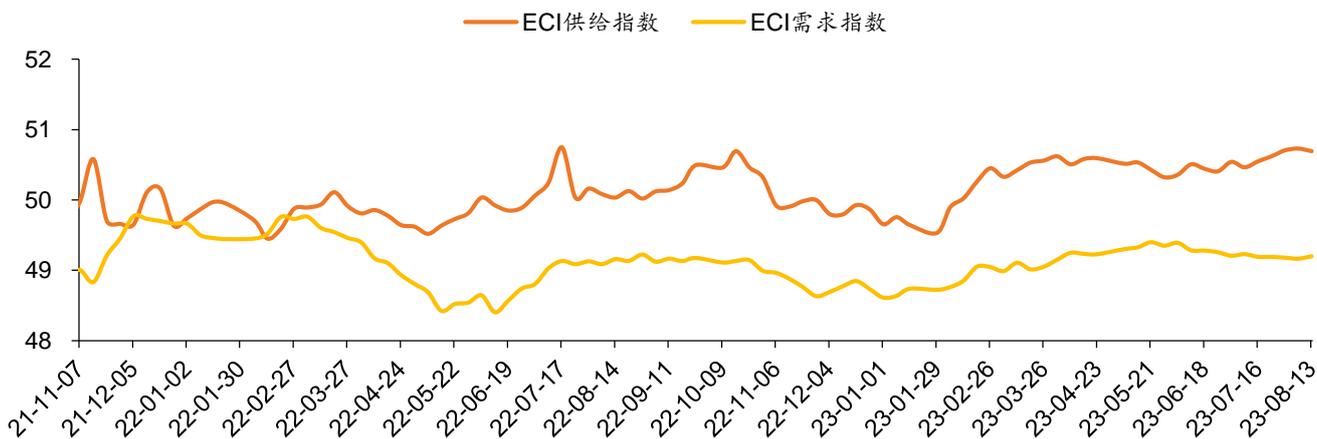
图 1：本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数小幅回升（单位：%） .....	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回升 .....	4
表 1：ECI 指数月度走势（%） .....	3
表 2：工业生产重要高频数据走势 .....	5
表 3：消费重要高频数据走势 .....	6
表 4：投资重要高频数据走势 .....	6
表 5：出口重要高频数据走势 .....	7
表 6：通胀重要高频数据走势 .....	7

## 1. 本周双指数概览

### 1.1. ECI 指数：8 月需求端有望迎来边际回升

从周度数据来看，截至 2023 年 8 月 13 日，本周 ECI 供给指数为 50.69%，较上周回落 0.04%；ECI 需求指数为 49.20%，较上周回升 0.04%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.58%，较上周回升 0.03%；ECI 消费指数为 49.38%，较上周回升 0.05%；ECI 出口指数为 48.05%，较上周回升 0.02%。

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 8 月份第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.69%，较 7 月回升 0.08%；ECI 需求指数为 49.20%，较 7 月回升 0.01%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.58%，较 7 月回落 0.01%；ECI 消费指数为 49.38%，较 7 月回升 0.02%；ECI 出口指数为 48.05%，较 7 月回升 0.02%。从 ECI 指数来看，8 月工业生产景气度环比或呈现持续修复的态势，但随着基数的抬升，8 月工业增加值同比增速或较 7 月有所放缓；而需求端来看，宏观政策循序渐进的推出之下，8 月消费和投资端或将迎来边际修复，专项债的加速发行以及地产政策的渐进落地或将使得 3 季度投资增速出现明显回升。

表 1：ECI 指数月度走势 (%)

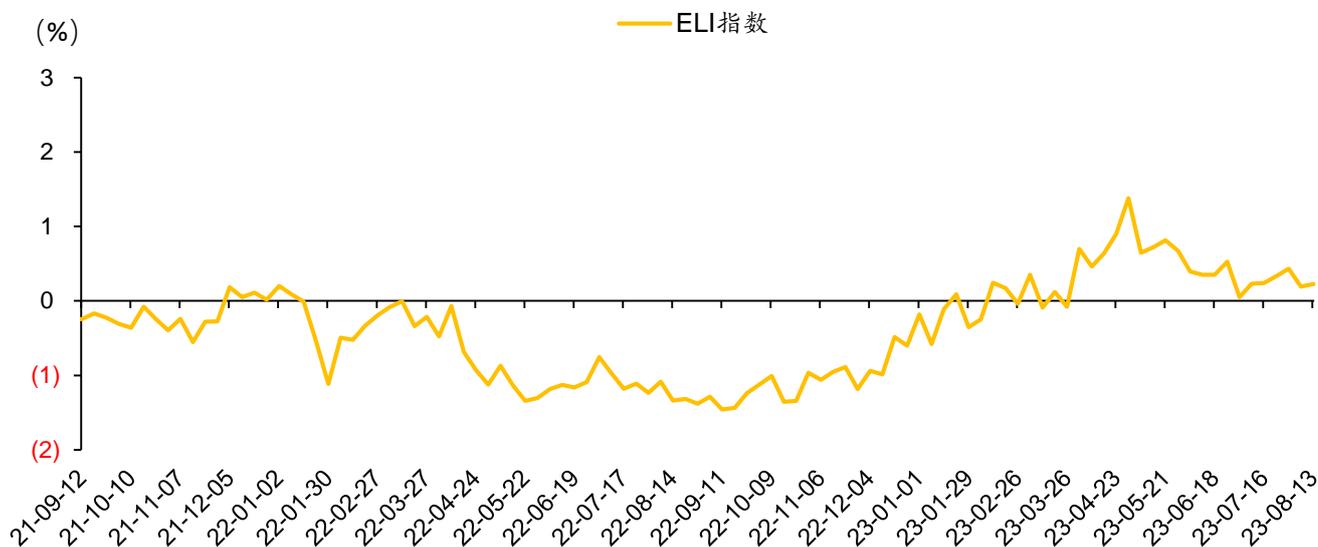
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2023 年 8 月	50.69	49.58	49.38	48.05	49.20	49.20
2023 年 7 月	50.61	49.59	49.36	48.03	49.19	49.19
2023 年 6 月	50.45	49.83	49.32	48.09	49.28	49.28
2023 年 5 月	50.43	49.77	49.51	48.04	49.35	49.35
2023 年 4 月	50.56	49.79	49.15	48.05	49.24	49.24
2023 年 3 月	50.49	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

资料来源：Wind，德邦研究所测算

## 1.2. ELI 指数：中长贷结束同比多增印证信用周期处于尾声

截止 2023 年 8 月 13 日，本周 ELI 指数为 0.23%，较上周回升 0.04%。

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

**中长贷结束同比多增印证信用周期处于尾声。**社会融资规模结构中最重要的是人民币贷款、新增人民币贷款结构中最重要的是中长期贷款，然而7月份新增贷款却出现了中长期贷款同比少增：从居民和企业中长期贷款合计来看，2022年10月份以来，中长期贷款持续保持同比多增，2023年7月同比少增2905亿元；从企业中长期贷款来看，2022年7月份企业中长期贷款同比少增之后，企业中长期贷款已经连续11个月维持同比多增，直至2023年7月结束了过去11个月的趋势，7月份企业中长期贷款同比少增747亿元。回顾我们在2月13日发表的专题报告《分化后如何收敛？居民部门或“拉低”企业部门贷款》中的结论，2022年以来社融和M2“剪刀差”、居民和企业信贷“剪刀差”、政策性驱动和内生性驱动之间的分化，或终将趋于收敛，而收敛的方式或是企业部门向居民部门靠拢。2023年7月份中长期贷款同比少增，尤其是企业部门同比少增，显示信用周期依然处于下行阶段，信用周期处于“或有”尾声。从驱动因素来看，企业部门贷款的增长因素或是来自政策端的呵护，受基础设施建设和行业扶持政策影响较大，但是居民部门贷款增长或只能来自地产销售带动的融资需求扩张，因此在居民部门贷款“拉低”企业部门贷款之后，中长期贷款能否恢复向上，取决于7月份中央政治局会议后，与居民融资需求紧密相关的地产景气度能否在一线城市可能推行“认房不认贷”、存量按揭贷款利率调降的影响下恢复上行，与企业融资需求紧密相关的基建投资能否有新增的政策撬动。

## 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升

开工率方面，主要行业开工率均有所回升。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 63.50% 和 72.03%，分别环比回升 4.57% 和 0.20%；本周钢厂高炉开工率录得 83.80%，环比回升 0.44%，较去年同期回升 7.56%。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 167.10 万吨，环比回落 6.00 万吨；上周主要钢厂建筑钢材库存录得 251.88 万吨，环比回升 9.18 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 11945.91 万吨，环比回落 344.45 万吨。

负荷率方面，本周 PTA 工厂、聚酯工厂和江浙织机 PTA 产业链负荷率分别录得 78.46%、90.77% 和 63.47%，分别环比回落 1.05%、回落 0.21% 和环比持平。上周沿海七省电厂负荷率录得 81.43%，环比回落 1.14%，较去年同期回落 3.86%。

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	%	2023-08-10	63.50	58.93	4.57	59.35	4.15
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2023-08-10	72.03	71.83	0.20	56.72	15.31
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2023-08-11	75.70	75.00	0.70	56.72	18.98
	开工率:PTA:国内	%	2023-08-10	78.41	78.16	0.25	67.67	10.74
	高炉开工率(247家):全国	%	2023-08-11	83.80	83.36	0.44	76.24	7.56
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2023-08-12	11945.91	12290.36	(344.45)	13886.16	(1940.25)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2023-08-12	167.10	173.10	(6.00)	234.00	(66.90)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2023-08-05	251.88	242.70	9.18	278.53	(26.65)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2023-08-04	81.43	82.57	(1.14)	85.29	(3.86)
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2023-08-12	78.46	79.51	(1.05)	70.97	7.48
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2023-08-12	90.77	90.98	(0.21)	77.22	13.55
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2023-08-12	63.47	63.47	0.00	47.98	15.49

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

### 2.2. 消费：8月乘用车零售增速有望录得正增长

乘用车消费方面，8月6日乘用车当周日均销量录得 40150 辆，较去年同期回落 495 辆。根据乘联会发布的最新数据，8月1-6日月乘用车零售录得 24.1 万辆，较上月同期增长 9%，其中新能源汽车零售 8.8 万辆，较上月同期增长 8%，预计 8 月份乘用车零售有望重新录得正增长。

主要价格指数方面，上周义乌中国小商品指数录得 100.96，环比回落 0.01；上周柯桥纺织价格指数录得 105.84，环比回落 0.02。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为 93.95%，环比回升 1.89%，较去年同期回升 24.22%。地铁日均客运量录得 7577.40 万人，环比回落 133.07 万人，较去年同期回升 1918.54 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	2023-08-06	40150.00	76532.00	(36382.00)	40645.00	(495.00)
	汽车消费指数	点	2023-07-31	75.40	74.20	1.20	81.60	(6.20)
价格指数	中关村电子产品价格指数		2023-07-01	82.58	82.58	0.00	83.83	(1.25)
	柯桥纺织:价格指数:总类		2023-08-07	105.84	105.86	(0.02)	106.87	(1.03)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2023-08-06	100.96	100.97	(0.01)	101.19	(0.23)
人员流动	航班当周执飞率	%	2023-08-12	93.95	92.05	1.89	69.73	24.22
	地铁日均客运量	万人	2023-08-11	7577.40	7710.47	(133.07)	5658.86	1918.54

资料来源: Wind, 德邦研究所

### 2.3. 投资：大中城市商品房成交面积继续回落

基建投资方面,8月9日石油沥青装置开工率录得45.30%,环比回升3.10%,较去年同期回升10.90%;8月4日全国水泥发运率录得40.19%,环比回落4.04%,较去年同期回落8.65%。

房地产投资方面,上周100大中城市供应土地占地面积录得1454.05万平方米,环比回落16.22%;上周30大中城市商品房成交面积录得191.90万平方米,环比回落22.39%。

**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	%	2023-08-09	45.30	42.20	3.10	34.40	10.90
	水泥发运率:全国:当周值	%	2023-08-04	40.19	44.23	(4.04)	48.84	(8.65)
房地产相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2023-08-06	1454.05	1735.54	(281.49)	2170.28	(716.24)
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2023-08-06	191.90	247.26	(55.35)	259.63	(67.73)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2023-07-31	315.00	318.00	(3.00)	369.10	(54.10)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2023-07-31	1960.40	1915.60	44.80	1732.60	227.80

资料来源: Wind, 德邦研究所

### 2.4. 出口：海运价格指数继续小幅回升

出口价格方面,本周中国/上海出口集装箱运价指数分别录得874.58点和1043.54点,分别环比回升10.19点和4.22点;本周波罗的海干散货指数录得1139.40点,环比回升6.60点。

出口数量方面,韩国8月前10日出口总额增速录得-15.30%,同比降幅较7月同期进一步扩大,预计三季度我国出口增速仍将录得负增长,四季度随着基数的走低或将逐步转正。

**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	/	2023-08-11	1043.54	1039.32	4.22	3562.67	(2519.13)
	CCFI:综合指数	/	2023-08-11	874.58	864.39	10.19	3073.28	(2198.70)
	波罗的海干散货指数	/	2023-08-12	1139.40	1132.80	6.60	1551.00	(411.60)
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	%	2023-08-10	(15.30)	(14.70)	(0.60)	22.60	(37.90)

资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.5. 通胀：猪肉价格环比保持较快回升

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 22.68 元/公斤，环比回升 1.23 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 0.09 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 86.37 美元/桶，环比回升 1.35 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1955.20 美元/盎司，环比回落 26.38 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	2023-08-12	22.68	21.45	1.23	29.16	(6.48)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2023-08-12	4.90	4.81	0.09	4.54	0.36
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2023-08-12	86.37	85.01	1.35	97.62	(11.26)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2023-08-12	1955.20	1981.58	(26.38)	1810.78	144.42

资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.6. 流动性：上周货币净回笼 350 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 180 亿元逆回购操作，有 530 亿元逆回购到期，当周货币净回笼 350 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 1.7370% 回升至周末的 1.7770%；上周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.6493% 回落至周末的 2.6488%。

### 3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2023/8/7	国家税务总局	《关于接续推出和优化“便民办税春风行动”措施促进民营经济发展壮大服务高质量发展的通知》	再推出和优化五方面 28 条便民办税缴费举措，其中，对纳税人因各种原因未在今年 7 月征期内及时享受研发费用加计扣除政策的，可在 8、9 月份由纳税人通过变更第二季度（或 6 月份）企业所得税预缴申报的方式补充享受。
2023/8/8	水利部等九部门	《关于推广合同节水管理的若干措施》	推进水利工程供水价格改革和农业水价综合改革，实施差别化水价政策。鼓励开展用水权交易，通过用水权转让、收储等方式进行交易，提升合同节水管理效益。
2023/8/9	国务院	国务院常务会议	金融机构要加强对受灾地区经营主体特别是小微企业、个体工商户，以及农业、养殖企业和农户信贷支持，开通保险理赔绿色通道，能赔快赔、应赔尽赔，最大限度减少洪涝灾害对经济社会发展和人民生活影响。
2023/8/9	国家标准委等六部门	《氢能产业标准体系建设指南（2023 版）》	为国家层面首个氢能全产业链标准体系建设指南。《指南》提出，推动氢能相关新技术、新工艺、新方法、安全相关标准制修订。
2023/8/10	沪深交易所		完善交易制度方面，研究将沪市主板股票、深市上市股票、沪深两市基金等证券申报数量要求由 100 股（份）整数倍调整为 100 股（份）起、以 1 股（份）递增。研究 ETF 引入盘后固定价格交易机制，进一步满足投资者以收盘价交易 ETF 需求。优化交易监管，平衡好保持交易通畅和打击恶意炒作；进一步明确市场预期，提升监管透明度。

资料来源：沪深交易所、国家税务总局、各相关部委等，Wind，德邦研究所

### 4. 风险提示

- (1) 疫情“复阳”对经济造成扰动；
- (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，德邦证券首席经济学家，中国证券业协会首席经济学家专业委员会委员。曾任职于世界银行（华盛顿总部）、泰康资产和华泰证券。在 JIMF、《世界经济》、《金融研究》、等学术期刊发表论文二十余篇。第五届邓子基财经研究奖得主，2019 和 2020 新财富固定收益研究第一名，2021 ISI 杰出成就分析师，2022 水晶球（公募）宏观研究冠军。清华、人大、央财等多所大学专业研究生导师，上财 EMBA 教授。

王洋，复旦大学政治经济学硕士，曾经沉浸在期货市场领域多年，横跨贵金属、外汇和固定收益研究，2021 年加入德邦证券研究所，偏重货币理论、流动性等宏观利率方向，略带“布波族”风格，做过话剧，打过辩论，参透哲学，专攻历史，推崇康德式的认知和约翰·梅纳德·凯恩斯的投资理念，擅长从“利率定价一切”的思路研究固定收益、股票指数和大宗商品等大类资产配置。

李昌萌，中国科学院大学硕博连读毕业，金融学博士。在《国际金融研究》、《中国金融》、《管理评论》等期刊发表多篇文章。擅长通过构建数理模型对经济现象进行解释，结合高频数据对经济指标未来的走势进行预测分析，侧重中观与方法论研究。

## 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
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 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。
<b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> 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。