



宏观点评

8月“降息”能否逆转信贷脉冲  
量化经济指数周报-20230820

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 20 日,本周 ECI 供给指数为 50.69%,环比持平;ECI 需求指数为 49.18%,较上周回落 0.02%。从分项来看,ECI 投资指数为 49.53%,较上周回落 0.05%;ECI 消费指数为 49.36%,较上周回落 0.02%;ECI 出口指数为 48.07%,较上周回升 0.02%。
- **月度 ECI 指数:** 从 8 月份前两周的高频数据来看,ECI 供给指数为 50.69%,较 7 月回升 0.08%;ECI 需求指数为 49.19%,较 7 月持平。从分项来看,ECI 投资指数为 49.56%,较 7 月回落 0.03%;ECI 消费指数为 49.37%,较 7 月回升 0.01%;ECI 出口指数为 48.06%,较 7 月回升 0.03%。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,主要行业开工率仍处于回升态势,8 月工业增加值同比增速或较 7 月有所回升;而需求端来看,8 月需求端或仍将保持低位运行,低基数下 7 月社零仍低于市场预期,一定程度上表明消费需求未能随着政策的出台得到明显提振。
- **ELI 指数:** 截止 2023 年 8 月 20 日,本周 ELI 指数为 0.38%,较上周回升 0.11%。8 月“降息”能否逆转信贷脉冲?8 月中旬人民银行续做当月到期 MLF 时,从时点和节奏上超出市场预期进行了一次降息操作,并且 MLF 调降 15 个 bp,7 天期逆回购利率调降 10 个 bp,今年内上一次降息还是 6 月份,在短短 3 个月内降息 2 次,这种宽松节奏堪比 2020 年应对疫情期间。在本月降息之后,三季度还有 1 个月的政策传导期,货币政策加码有助于刺激融资需求回升,实体经济广义流动性在逆周期加码的扶持下继续处于稳健扩张的阶段,但是信贷脉冲同比增速回升或才是更可靠的宽信用见效的信号。
- **风险提示:** 政策出台节奏不及预期;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 月需求端或仍维持低位运行 .....	3
1.2. ELI 指数：8 月“降息”能否逆转信贷脉冲 .....	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：旅游旺季出行数据处于年内高位 .....	5
2.3. 投资：8 月份基建投资开始提速 .....	6
2.4. 出口：海运价格指数继续小幅回升 .....	6
2.5. 通胀：8 月 CPI 或将迎来回升 .....	7
2.6. 流动性：上周货币净投放 7570 亿元 .....	7
3. 本周政策一览 .....	8
4. 风险提示 .....	8

## 图表目录

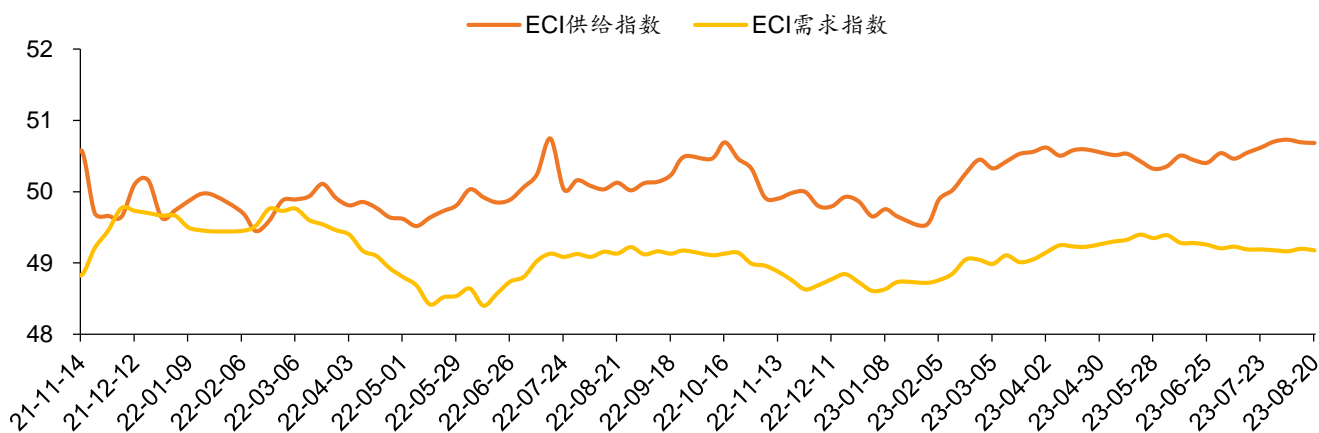
图 1：本周 ECI 供给指数小幅回落、需求指数小幅回升（单位：%） .....	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回升 .....	4
表 1：ECI 指数月度走势（%） .....	3
表 2：工业生产重要高频数据走势 .....	5
表 3：消费重要高频数据走势 .....	6
表 4：投资重要高频数据走势 .....	6
表 5：出口重要高频数据走势 .....	7
表 6：通胀重要高频数据走势 .....	7

## 1. 本周双指数概览

### 1.1. ECI 指数：8 月需求端或仍维持低位运行

从周度数据来看，截至 2023 年 8 月 20 日，本周 ECI 供给指数为 50.69%，环比持平；ECI 需求指数为 49.18%，较上周回落 0.02%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.53%，较上周回落 0.05%；ECI 消费指数为 49.36%，较上周回落 0.02%；ECI 出口指数为 48.07%，较上周回升 0.02%。

图 1：本周 ECI 供给指数持平、需求指数均小幅回落（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从 8 月份前两周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.69%，较 7 月回升 0.08%；ECI 需求指数为 49.19%，较 7 月持平。从分项来看，ECI 投资指数为 49.56%，较 7 月回落 0.03%；ECI 消费指数为 49.37%，较 7 月回升 0.01%；ECI 出口指数为 48.06%，较 7 月回升 0.03%。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，主要行业开工率仍处于回升态势，8 月工业增加值同比增速或较 7 月有所回升；而需求端来看，8 月需求端或仍将保持低位运行，低基数下 7 月社零仍低于市场预期，一定程度上表明消费需求未能随着政策的出台得到明显提振。

表 1：ECI 指数月度走势 (%)

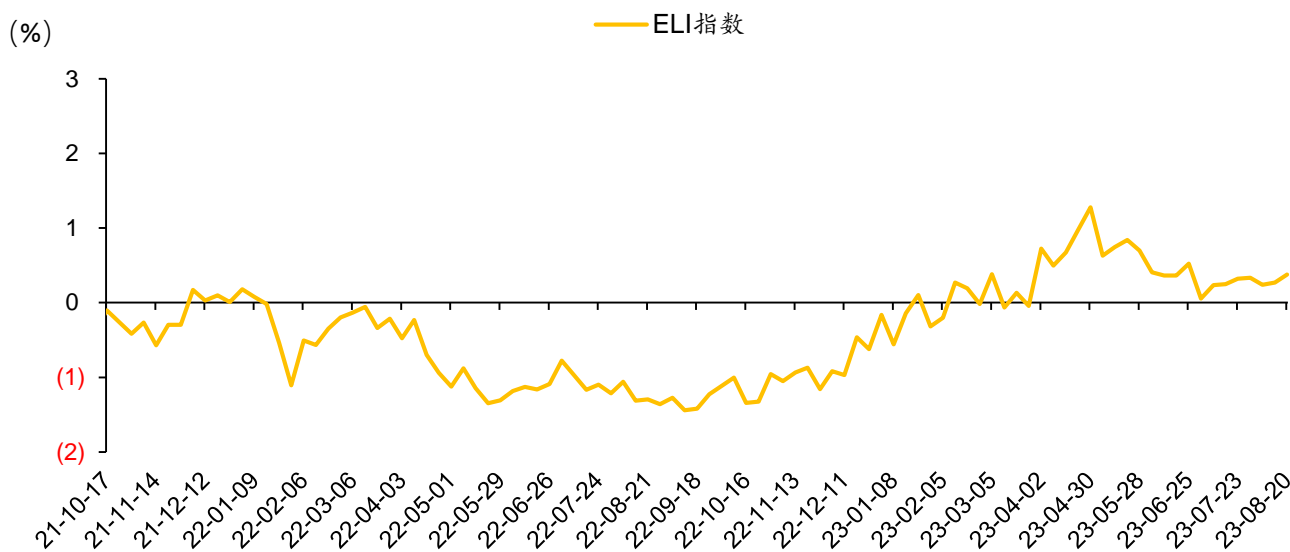
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2023 年 8 月	50.69	49.56	49.37	48.06	49.19	49.19
2023 年 7 月	50.61	49.59	49.36	48.03	49.19	49.19
2023 年 6 月	50.45	49.83	49.32	48.09	49.28	49.28
2023 年 5 月	50.43	49.77	49.51	48.04	49.35	49.35
2023 年 4 月	50.56	49.79	49.15	48.05	49.24	49.24
2023 年 3 月	50.49	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：8 月“降息”能否逆转信贷脉冲

截止 2023 年 8 月 20 日，本周 ELI 指数为 0.38%，较上周回升 0.11%。

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

**8 月“降息”能否逆转信贷脉冲？** 8 月中旬人民银行续做当月到期 MLF 时，从时点和节奏上超出市场预期进行了一次降息操作，并且 MLF 调降 15 个 bp，7 天期逆回购利率调降 10 个 bp，今年内上一次降息还是 6 月份，在短短 3 个月内降息 2 次，这种宽松节奏堪比 2020 年应对疫情期间。本月 MLF 利率调降之后，应于下周一 8 月 21 日发布的 LPR 报价或也将调降，我们预期 1 年期和 5 年期以上 LPR 报价或都是等幅度调降 15 个 bp，与 MLF 利率调降幅度一致，如果和我们预期的一致，那么今年以来 LPR 报价累计调降 25 个 bp，这在存量房贷利率也将大概率调降的背景下，意味着新发生贷款和存量贷款利率均有较大幅度的下行。人民银行在第二季度货币政策执行报告里对当前经济形势也有充分认识，在当前居民收入预期不稳、民间投资信心不足、部分产业外迁等压力下，货币政策应继续在逆周期角度发力，8 月中旬“降息”并未打消市场对“降准”的期待，反而政策节奏加快的预期正在推动降准预期升温。从货币政策逆周期加码到经济复苏重新走向正轨，中间的经济传导链条多样，需要一个有效性、相关性和可控性均很强的中介变量来紧密观察跟踪政策效应，社会融资规模和中长期贷款固然是合适的指标，但由于其受基数效应影响较大，我们在此前的报告中推荐“信贷脉冲”作为宽信用的政策中介指标，作为广义融资和名义 GDP 的比值，截至 6 月末信贷脉冲同比增速继续下行，指向今年上半年的降息和降准还未转化为驱动名义经济增速上行的动能，在本月降息之后，三季度还有 1 个月的政策传导期，货币政策加码有助于刺激融资需求回升，实体经济广义流动性在逆周期加码的扶持下继续处于稳健扩张的阶段，但是信贷脉冲同比增速回升或才是更可靠的宽信用见效的信号。

## 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 64.38%和 72.13%，分别环比回升 0.88%和 0.10%；本周钢厂高炉开工率录得 84.09%，环比回升 0.29%，较去年同期回升 6.19%。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 170.90 万吨，环比回升 3.80 万吨；上周主要钢厂建筑钢材库存录得 258.74 万吨，环比回落 4.91 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 12050.99 万吨，环比回升 105.08 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 82.38%、90.87%和 62.83%，分别环比回升 3.93%、回升 0.10%和回落 0.64%。上周沿海七省电厂负荷率录得 83.43%，环比回升 2.00%，较去年同期回落 1.57%。

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	%	2023-08-17	64.38	63.50	0.88	56.81	7.57
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2023-08-17	72.13	72.03	0.10	59.35	12.78
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2023-08-18	76.10	75.70	0.40	59.35	16.75
	开工率:PTA:国内	%	2023-08-17	81.78	78.41	3.37	68.00	13.78
	高炉开工率(247家):全国	%	2023-08-18	84.09	83.80	0.29	77.90	6.19
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2023-08-19	12050.99	11945.91	105.08	13888.20	(1837.21)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2023-08-19	170.90	167.10	3.80	235.90	(65.00)
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2023-08-19	258.74	263.65	(4.91)	276.09	(17.35)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2023-08-11	83.43	81.43	2.00	85.00	(1.57)
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2023-08-19	82.38	78.46	3.93	71.77	10.61
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2023-08-19	90.87	90.77	0.10	77.27	13.60
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2023-08-19	62.83	63.47	(0.64)	49.06	13.77

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

### 2.2. 消费：旅游旺季出行数据处于年内高位

乘用车消费方面，8月13日乘用车当周日均销量录得 48044 辆，较去年同期回升 776 辆。根据乘联会发布的最新数据，8月1-13日月乘用车零售录得 57.7 万辆，较上月同期增长 8%，其中新能源汽车零售 20.8 万辆，较上月同期增长 1%，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 101.08，环比回升 0.12；上周柯桥纺织价格指数录得 106.24，环比回升 0.40。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为 94.31%，环比回升 0.37%，较去年同期回升 29.07%。地铁日均客运量录得 7772.06 万人，环比回升 194.66 万人，较去年同期回升 2066.90 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	2023-08-13	48044.00	40150.00	7894.00	47268.00	776.00
	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		2023-08-14	106.24	105.84	0.40	107.03	(0.79)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2023-08-13	101.08	100.96	0.12	101.11	(0.03)
人员流动	航班当周执飞率	%	2023-08-19	94.31	93.95	0.37	65.24	29.07
	地铁日均客运量	万人	2023-08-18	7772.06	7577.40	194.66	5705.16	2066.90

资料来源: Wind, 德邦研究所

### 2.3. 投资：8 月份基建投资开始提速

基建投资方面,8月16日石油沥青装置开工率录得45.80%,环比回升0.50%,较去年同期回升6.90%;8月11日全国水泥发运率录得44.44%,环比回升4.25%,较去年同期回落4.32%。

房地产投资方面,上周100大中城市供应土地占地面积录得1669.93万平方米,环比回升14.85%;上周30大中城市商品房成交面积录得174.69万平方米,环比回落8.97%。

**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	%	2023-08-16	45.80	45.30	0.50	38.90	6.90
	水泥发运率:全国:当周值	%	2023-08-11	44.44	40.19	4.25	48.76	(4.32)
房地产相关	100 大中城市供应土地占地面积	万平方米	2023-08-13	1669.93	1454.05	215.89	2220.60	(550.67)
	30 大中城市商品房成交面积	万平方米	2023-08-13	174.69	191.90	(17.21)	241.26	(66.57)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2023-08-10	311.70	315.00	(3.30)	364.20	(52.50)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2023-08-10	2007.50	1960.40	47.10	1673.50	334.00

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889.52点和1031.00点,分别环比回升14.94点和回落12.54点;本周波罗的海干散货指数录得1203.60点,环比回升64.20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	2023-08-18	1031.00	1043.54	(12.54)	3429.83
	CCFI:综合指数	/	2023-08-11	2023-08-18	889.52	874.58	14.94	2993.67
	波罗的海干散货指数	/	2023-08-12	2023-08-19	1203.60	1139.40	64.20	1356.80
出口量	外贸集装箱吞吐量:当旬同比	%	2022-12-10	2022-12-10	5.50	(3.50)	9.00	2.50
	韩国:出口总额:同比	%	2023-08-10	2023-08-10	(15.30)	(14.70)	(0.60)	22.60

资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.5. 通胀：8月CPI或将迎来回升

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 22.59 元/公斤，环比回落 0.09 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 5.01 元/公斤，环比回升 0.11 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 84.69 美元/桶，环比回落 1.76 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1927.84 美元/盎司，环比回落 27.36 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	2023-08-19	22.59	22.68	(0.09)	28.95	(6.36)
	平均批发价:28种重点监测蔬菜	元/公斤	2023-08-19	5.01	4.90	0.11	4.69	0.32
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2023-08-19	84.69	86.45	(1.76)	94.88	(10.19)
	期货结算价:COMEX黄金	美元/盎司	2023-08-19	1927.84	1955.20	(27.36)	1779.72	148.12

资料来源：Wind，德邦研究所

## 2.6. 流动性：上周货币净投放 7570 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 7750 亿元逆回购操作，有 180 亿元逆回购到期，当周货币净投放 7570 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 1.8320% 回升至周末的 1.8860%；上周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.6250% 回落至周末的 2.5708%。

### 3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2023/8/14	国务院	《关于进一步优化外商投资环境 加大吸引外商投资力度的意见》	提出加大重点领域引进外资力度。在符合有关法律法规的前提下，加快生物医药领域外商投资项目落地投产；拓宽吸引外资渠道。鼓励符合条件的外国投资者设立投资性公司、地区总部，相关投资性公司投资设立的企业，可按国家有关规定享受外商投资企业待遇；探索便利化的数据跨境流动安全管理机制。落实网络安全法、数据安全法、个人信息保护法等要求，为符合条件的外商投资企业建立绿色通道，高效开展重要数据和个人信息出境安全评估，促进数据安全有序自由流动。
2023/8/16	市场监管总局	《关于新时代加强知识产权执法的意见》	提出到 2025 年，基本建成行政执法、行业自律、企业维权、社会监督协调运作的知识产权执法体系。加强互联网领域知识产权执法，加大外商投资领域和老字号品牌的知识产权保护力度。
2023/8/16	工信部	全国消费品工业座谈会强调	要加快推动绿色低碳转型，力以赴推动消费品工业平稳增长，千方百计保障重点产业链自主可控。要持之以恒加强行业发展政策研究。
2023/8/17	国务院	国务院第二次全体会议	要着力扩大国内需求，继续拓展扩消费、促投资政策空间，提振大宗消费，调动民间投资积极性，扎实做好重大项目前期研究和储备。大力推进战略性新兴产业集群发展，全面加快制造业数字化转型步伐。深入实施新一轮国企改革深化提升行动，优化民营企业发展环境，推动外贸稳规模优结构。
2023/8/18	国家发改委等六部门	《关于促进退役风电、光伏设备循环利用的指导意见》	鼓励有条件的地方和企业率先行动，培育先进技术和商业模式；综合考虑产业发展阶段等因素，分 2025 年、2030 年两个阶段提出退役风电、光伏设备循环利用工作目标。

资料来源：国务院、市场监管总局、各相关部委等，Wind，德邦研究所

### 4. 风险提示

- (1) 政策出台节奏不及预期；
- (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。