



宏观点评

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

王洋

资格编号: S0120523090001

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

联系人

李昌萌

资格编号: S0120122070034

邮箱: licm@tebon.com.cn

相关研究

消费修复动能有所减弱

量化经济指数周报-20231112

投资要点:

- 周度 ECI 指数:** 从周度数据来看,截至 2023 年 11 月 12 日,本周 ECI 供给指数为 50.97%,较上周回升 0.02%; ECI 需求指数为 49.50%,较上周回升 0.05%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.78%,较上周回升 0.01%; ECI 消费指数为 49.62%,较上周回升 0.12%; ECI 出口指数为 48.72%,较上周回升 0.03%。
- 月度 ECI 指数:** 从 11 月份第一周的高频数据来看, ECI 供给指数为 50.97%,较 10 月回落 0.11%; ECI 需求指数为 49.50%,较 10 月回升 0.13%。从分项来看, ECI 投资指数为 49.78%,较 10 月回升 0.10%; ECI 消费指数为 49.62%,较 10 月回升 0.15%; ECI 出口指数为 48.72%,较 10 月回升 0.18%。从 ECI 指数来看, 11 月份工业生产景气度预计将小幅回落,但整体景气度仍较高,且库存周期已出现向补库阶段转向的拐点,企业生产积极性预计将稳步提升;需求端方面,在增发国债和地方化债的推动下,基建投资和制造业投资有望得到提振。消费方面,乘用车零售和服务消费在“金九银十”后修复程度或边际放缓,但在去年疫情影响的低基数下预计同比将延续回升态势。
- ELI 指数:** 截至 2023 年 11 月 12 日,本周 ELI 指数为 0.10%,较上周回落 0.51%。总需求修复阶段性受阻、实体经济流动性或波浪式扩张。10 月份经济数据先行指标显示经济复苏受阻,10 月份制造业 PMI 结束此前的 4 个月连续回升势头、10 月份 CPI 和 PPI 同比增速下滑,显示四季度初供给端继续扩张,但需求端复苏缓慢限制了经济复苏的节奏。从 CPI 和 PPI “剪刀差”和 M2-M1 “剪刀差”来看,两个“剪刀差”之间保持长期的正相关关系,通胀剪刀差收窄或指向 M2-M1 剪刀差或大概率小幅回落。当 M2 和 M1 剪刀差收窄,栖息在银行体系的存量资金转化为流动资金时,实体经济流动性依然会环比改善。四季度初总需求修复缓慢,导致经济复苏阶段性受阻,或也导致新增贷款阶段性低迷,但是 10 月份“化债”等处置金融风险或也是“盘活”存量金融资源的过程,实体经济流动性或与经济复苏态势一样,呈现波浪式扩张的情形。
- 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：基数走低下供需两端或继续维持弱修复	3
1.2. ELI 指数：实体经济流动性或波浪式扩张	4
2. 本周高频数据概览	5
2.1. 工业生产：主要行业开工率延续回落	5
2.2. 消费：10 月社零环比增速预计小幅回落	5
2.3. 投资：增发国债后基建或有所发力	6
2.4. 出口：海运价格指数走势有所分化	6
2.5. 通胀：食品价格持续下行或继续对 CPI 造成拖累	7
2.6. 流动性：上周货币净回笼 6480 亿元	7
3. 本周政策一览	8
4. 风险提示	8

图表目录

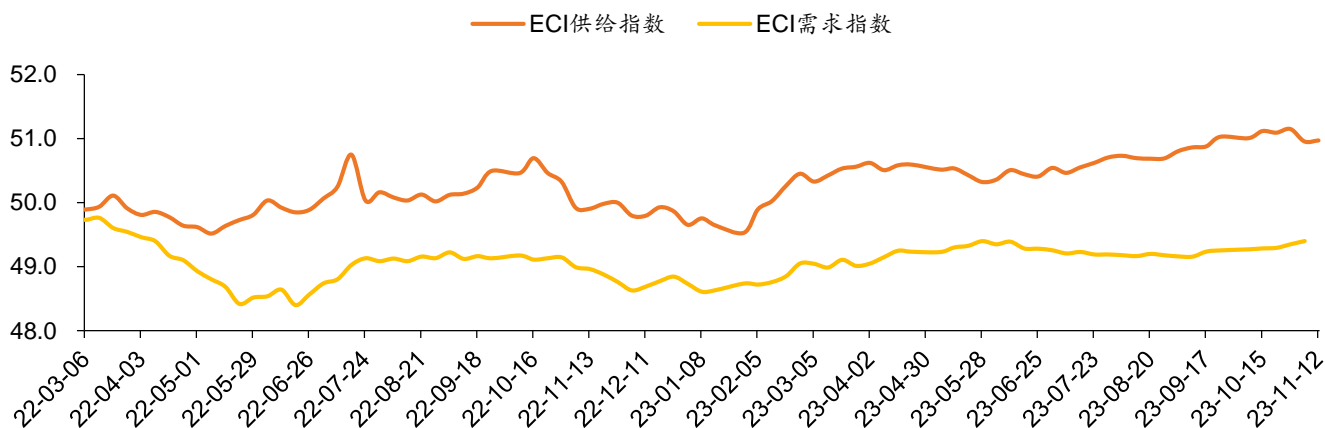
图 1：本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回升（单位：%）	3
图 2：本周实体经济流动性小幅回落	4
表 1：ECI 指数月度走势（%）	3
表 2：工业生产重要高频数据走势	5
表 3：消费重要高频数据走势	6
表 4：投资重要高频数据走势	6
表 5：出口重要高频数据走势	7
表 6：通胀重要高频数据走势	7

1. 本周双指数概览

1.1. ECI 指数：需求端修复斜率边际有所放缓

从周度数据来看，截至 2023 年 11 月 12 日，本周 ECI 供给指数为 50.97%，较上周回升 0.02%；ECI 需求指数为 49.50%，较上周回升 0.05%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.78%，较上周回升 0.01%；ECI 消费指数为 49.62%，较上周回升 0.12%；ECI 出口指数为 48.72%，较上周回升 0.03%。

图 1：本周 ECI 供给指数、需求指数均小幅回升（单位：%）



资料来源：Wind，德邦研究所

从 11 月份第一周的高频数据来看，ECI 供给指数为 50.97%，较 10 月回落 0.11%；ECI 需求指数为 49.50%，较 10 月回升 0.13%。从分项来看，ECI 投资指数为 49.78%，较 10 月回升 0.10%；ECI 消费指数为 49.62%，较 10 月回升 0.15%；ECI 出口指数为 48.72%，较 10 月回升 0.18%。从 ECI 指数来看，11 月份工业生产景气度预计将小幅回落，但整体景气度仍较高，且库存周期已出现向补库阶段转向的拐点，企业生产积极性预计将稳步提升；需求端方面，在增发国债和地方化债的推动下，基建投资和制造业投资有望得到提振。消费方面，乘用车零售和服务消费在“金九银十”后修复程度或边际放缓，但在去年疫情影响的低基数下预计同比将延续回升态势。

表 1：ECI 指数月度走势 (%)

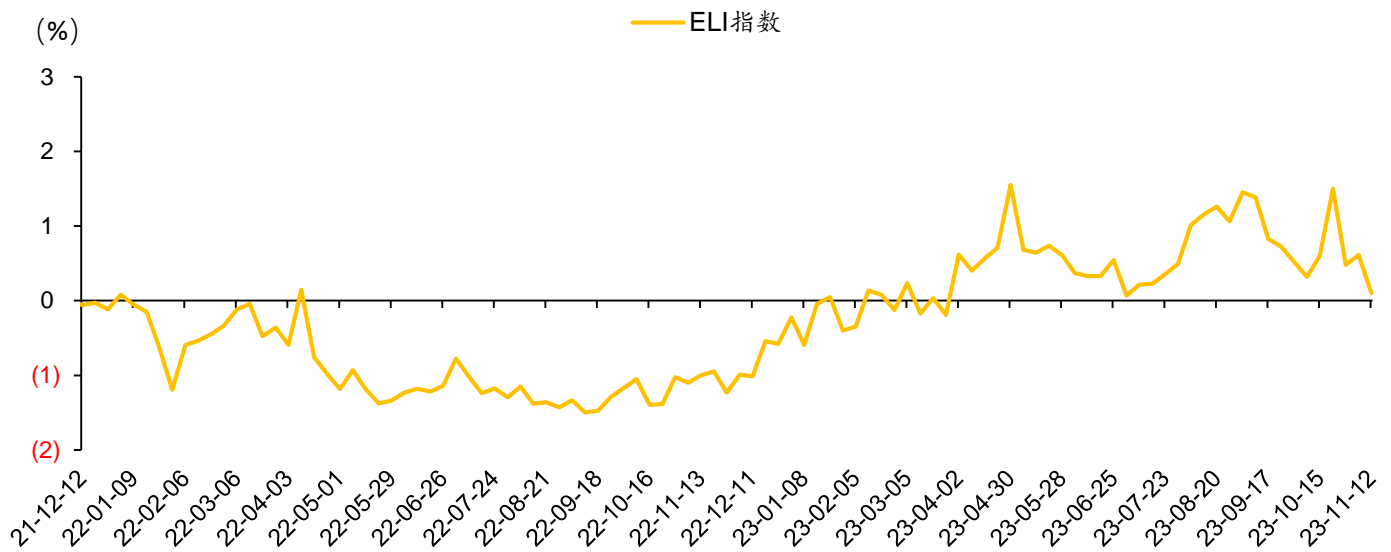
	ECI 供给指数	ECI 投资指数	ECI 消费指数	ECI 出口指数	ECI 需求指数	ECI 指数
2023 年 11 月	50.97	49.78	49.62	48.72	49.50	49.50
2023 年 10 月	51.08	49.68	49.47	48.54	49.37	49.37
2023 年 9 月	50.94	49.54	49.34	48.36	49.26	49.26
2023 年 8 月	50.72	49.53	49.34	48.10	49.17	49.17
2023 年 7 月	50.61	49.59	49.36	48.03	49.19	49.19
2023 年 6 月	50.45	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

资料来源：Wind，德邦研究所测算

1.2. ELI 指数：实体经济流动性或波浪式扩张

截至 2023 年 11 月 12 日，本周 ELI 指数为 0.10%，较上周回落 0.51%。

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

总需求修复阶段性受阻、实体经济流动性或波浪式扩张。10 月份经济数据先行指标显示经济复苏受阻，10 月份制造业 PMI 结束此前的 4 个月连续回升势头、10 月份 CPI 和 PPI 同比增速下滑，显示四季度初供给端继续扩张，但需求端复苏缓慢限制了经济复苏的节奏。从 CPI 和 PPI “剪刀差”和 M2-M1 “剪刀差”来看，两个“剪刀差”之间保持长期的正相关关系，通胀剪刀差收窄或指向 M2-M1 剪刀差或大概率小幅回落，由于 M2 统计包括储蓄存款和定期存款在内的广义货币，而 M1 更多指向活期存款这一体现“经济活性”的狭义口径，两者“剪刀差”的收窄反而或指向非金融企业部门回笼现金流，“经济活性”或有相对提高。实体经济流动性的改善，除了增量贷款驱动，还可以依靠存量金融资源“盘活”，人民银行行长潘功胜在 2023 年金融街论坛年会上讲话时指出“积极盘活被低效占用的金融资源，提高资金使用效率。目前，我国银行体系贷款余额超过 200 万亿元，社会融资规模余额超过 300 万亿元，过去几年，每年贷款新增 20 万亿元左右，社会融资规模新增 30 多万亿元。盘活存量贷款、提升存量贷款使用效率、优化新增贷款投向，这三个方面对支撑经济增长同等重要”，当 M2 和 M1 剪刀差收窄，栖息在银行体系的存量资金转化为流动资金时，实体经济流动性依然会环比改善。四季度初总需求修复缓慢，导致经济复苏阶段性受阻，或也导致新增贷款阶段性低迷，但是 10 月份“化债”等处置金融风险或也是“盘活”存量金融资源的过程，实体经济流动性或与经济复苏态势一样，呈现波浪式扩张的情形。

2. 本周高频数据概览

2.1. 工业生产：主要行业开工率延续回落

开工率方面，本周主要行业开工率小幅回落。其中本周汽车全/半钢胎开工率分别为 62.32% 和 71.91%，分别环比回落 0.83% 和 1.07%；本周 PTA 开工率录得 74.56%，环比回落 2.67%，较去年同期回升 1.25%；本周钢厂高炉开工率录得 81.03%，环比回升 0.93%，较去年同期回升 3.84%。

库存方面，本周六港口炼焦煤库存合计 216.32 万吨，环比回升 10.62 万吨；本周主要钢厂建筑钢材库存录得 228.77 万吨，环比回落 10.71 万吨；本周港口铁矿石合计库存录得 11311.02 万吨，环比回升 20.73 万吨。

负荷率方面，上周沿海七省电厂负荷率录得 72.71%，环比回落 0.86%，较去年同期回升 3.14%；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 75.43%、87.21% 和 75.87%，分别环比回落 1.90%、回落 1.80% 和回升 10.05%。

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	%	2023-11-09	62.32	63.15	(0.83)	50.99	11.33
	开工率:汽车轮胎:半钢胎	%	2023-11-09	71.91	72.98	(1.07)	40.97	30.94
	焦炉生产率:国内独立焦化厂	%	2023-11-10	76.05	75.66	0.39	40.97	35.08
	开工率:PTA:国内	%	2023-11-09	74.56	77.23	(2.67)	73.31	1.25
	高炉开工率(247家):全国	%	2023-11-10	81.03	80.10	0.93	77.19	3.84
库存	库存:铁矿石:港口合计	万吨	2023-11-11	11311.02	11290.29	20.73	13255.06	(1944.04)
	炼焦煤库存:六港口合计	万吨	2023-11-11	216.32	205.70	10.62	100.90	115.42
	主要钢厂库存:建筑钢材	万吨	2023-11-11	228.77	239.48	(10.71)	240.60	(11.83)
负荷率	负荷率:沿海七省电厂	%	2023-11-03	72.71	73.57	(0.86)	69.57	3.14
	PTA 产业链负荷率:PTA 工厂	%	2023-11-11	75.43	77.33	(1.90)	74.56	0.86
	PTA 产业链负荷率:聚酯工厂	%	2023-11-11	87.21	89.01	(1.80)	80.16	7.05
	PTA 产业链负荷率:江浙织机	%	2023-11-11	75.87	65.82	10.05	63.78	12.08

资料来源：Wind，CEIC，德邦研究所

2.2. 消费：10 月社零环比增速预计小幅回落

乘用车消费方面，10 月 31 日乘用车当周日均销量录得 90343 辆，较去年同期回落 14826 辆。根据乘联会发布的最新数据，10 月份乘用车市场零售达到 203.3 万辆，同比增长 10.2%，环比增长 0.7%，环比增速较 9 月有所放缓。而近期公布的先行数据显示需求端恢复仍较为缓慢，且促销政策力度也边际减弱，预计 11 月乘用车零售环比增速将进一步放缓，但在去年同期低基数下，同比增速或录得较高增长。

人员流动方面，本周航班执飞率均值为 82.25%，环比回升 0.32%，较去年同期回升 44.63%。地铁日均客运量录得 7294.01 万人，环比回落 456.08 万人，较去年同期回升 2821.78 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	2023-10-31	90343.00	59600.00	30743.00	105169.00	(14826.00)
	汽车消费指数	点	2023-10-31	82.80	78.60	4.20	94.10	(11.30)
价格指数	中关村电子产品价格指数		2023-06-30	82.58	82.58	0.00	83.83	(1.25)
	柯桥纺织:价格指数:总类		2023-11-06	105.99	106.03	(0.04)	106.71	(0.72)
	义乌中国小商品指数:总价格指数	点	2023-11-05	101.40	101.09	0.31	100.88	0.52
人员流动	航班当周执飞率	%	2023-11-11	82.25	81.92	0.32	37.62	44.63
	地铁日均客流量	万人	2023-11-10	7294.01	7750.09	(456.08)	4472.23	2821.78

资料来源：Wind，德邦研究所

2.3. 投资：增发国债后基建或有所发力

基建投资方面，11月8日石油沥青装置开工率录得35.50%，环比回落1.50%，较去年同期回落7.50%；11月3日全国水泥发运率录得47.52%，环比回升0.07%，较去年同期回落0.27%。

房地产投资方面，上周100大中城市供应土地占地面积录得3518.25万平方米，环比回升10.92%；上周30大中城市商品房成交面积录得258.53万平方米，环比回落15.34%。10月中旬普通硅酸盐水泥市场价录得312.90元/吨，环比回升6.60元/吨；10月下旬浮法平板玻璃市场价录得2123.90元/吨，环比回落26.70元/吨。

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	%	2023-11-08	35.50	37.00	(1.50)	43.00	(7.50)
	水泥发运率:全国:当周值	%	2023-11-03	47.52	47.45	0.07	47.79	(0.27)
房地产相关	100大中城市供应土地占地面积	万平方米	2023-11-05	3518.25	3171.96	346.29	3467.72	50.53
	30大中城市商品房成交面积	万平方米	2023-11-05	258.53	305.37	(46.84)	277.10	(18.56)
	市场价:普通硅酸盐水泥	元/吨	2023-10-20	312.90	306.30	6.60	397.70	(84.80)
	市场价:浮法平板玻璃	元/吨	2023-10-31	2123.90	2150.60	(26.70)	1734.30	389.60

资料来源：Wind，德邦研究所

2.4. 出口：海运价格指数走势有所分化

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843.77点和1030.24点，分别环比回升15.93点和回落37.64点；本周波罗的海干散货指数录得1570.60点，环比回升128.80点。

出口数量方面，韩国10月出口总额同比增速录得5.1%，今年以来首次转正，一定程度上表明海外需求整体有所回升，而我国10月份手机出口大幅反弹也印证了消费电子需求正边际修复，虽然10月单月出口降幅扩大，但预计短期数据波动不会影响四季度我国出口转好的趋势。

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	/	2023-11-10	1030.24	1067.88	(37.64)	1443.29	(413.05)
	CCFI:综合指数	/	2023-11-10	843.77	827.84	15.93	1729.92	(886.15)
	波罗的海干散货指数	/	2023-11-11	1570.60	1441.80	128.80	1366.20	204.40
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	%	2023-10-30	5.10	-4.40	9.50	(5.80)	10.90

资料来源：Wind，德邦研究所

2.5. 通胀：食品价格持续下行或继续对 CPI 造成拖累

国内方面，本周猪肉平均批发价录得 20.48 元/公斤，环比回落 0.18 元/公斤；本周 28 种重点监测蔬菜平均批发价录得 4.49 元/公斤，环比回落 0.05 元/公斤。

国际方面，本周布伦特原油期货结算价录得 81.55 美元/桶，环比回落 4.69 美元/桶；本周 COMEX 黄金期货结算价录得 1965.48 美元/盎司，环比回落 30.54 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	2023-11-11	20.48	20.66	(0.18)	34.36	(13.88)
	平均批发价:28 种重点监测蔬菜	元/公斤	2023-11-11	4.49	4.54	(0.05)	4.35	0.13
国际	期货结算价:布伦特原油	美元/桶	2023-11-11	81.55	86.25	(4.69)	95.12	(13.56)
	期货结算价:COMEX 黄金	美元/盎司	2023-11-11	1965.48	1996.02	(30.54)	1726.66	238.82

资料来源：同花顺，德邦研究所

2.6. 流动性：上周货币净回笼 6480 亿元

公开市场操作方面，上周央行进行 12500 亿元逆回购操作，有 18980 亿元逆回购到期，当周货币净回笼 6480 亿元。

受到资金面变化影响，本周 7 天 shibor 利率小幅回升，从周初的 1.7520% 回升至周末的 1.8260%；本周 10 年期国债收益率小幅回落，从周初的 2.6594% 回落至周末的 2.6502%。

3. 本周政策一览

时间	部门/地区	政策/会议	内容
2023/11/7	中央金融工作委员会		要坚定不移走好中国特色金融发展之路，着力推动金融强监管、防风险和高质量发展，加快建设金融强国。
2023/11/7	国家发改委	《国家碳达峰试点建设方案》	在全国范围内选择 100 个具有典型代表性的城市和园区开展碳达峰试点建设，探索不同资源禀赋和发展基础的城市和园区碳达峰路径，为全国提供可操作、可复制、可推广的经验做法。
2023/11/8	深改委		推动国有资本向关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域集中，向关系国计民生的公共服务、应急能力、公益性领域等集中，向前瞻性战略性新兴产业集中。加强对电力、油气、铁路等行业具有自然垄断属性环节的监管，推动相关企业聚焦主责主业，增加国有资本在网络型基础设施上投入；对自然垄断环节开展垄断性业务和竞争性业务的范围进行监管，防止利用垄断优势向上下游竞争性环节延伸。会议还强调，要加大对突出生态环境问题集中解决力度。
2023/11/9	国家发改委、财政部	《关于规范实施政府和社会资本合作新机制的指导意见》	PPP 项目应聚焦使用者付费项目，全部采取特许经营模式实施，限于有经营性收益的项目，并优先选择民营企业参与。
2023/11/10	国家发改委价格司、国家数据局	健全公共数据价格形成机制座谈会	后续将加快研究建立公共数据价格形成机制和有关制度规定，促进公共数据合规高效流通使用。
2023/11/11	国家发改委、国家能源局		决定自 2024 年 1 月 1 日起建立煤电容量电价机制，对煤电实行两部制电价政策。对合规在运的公用煤电机组实行煤电容量电价政策。

资料来源：国家发改委、深改委、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

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
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。