



产业经济周报

关注美国利率下行与中国结构转型的宏观组合

证券分析师

李浩

资格编号: S0120522110002

邮箱: lihao3@tebon.com.cn

研究助理

张威震

邮箱: zhangwz5@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

● 近期观点

1、美债缓发后交易逻辑再切换，经济基本面和通胀成为主要矛盾，美国未来一年利率和通胀下行的可能性提升。

2、中国经济见底比较确定，后期重点关注财政的结构。我们认为债务周期下行必然伴随一个长期财政周期的下行，中期外部环境改善背景下是逆周期财政发力还是实现长期中枢下移需再确认。

3、国内宏观在总量层面依旧是弱复苏状态，外部掣肘减轻，内部财政发力方向确定，宽松预期下我们整体看好估值驱动，结构性看好消费驱动的科技成长。短期主题行情有震荡走弱风险，医药新能源配置窗口已经打开。关注 AI+、数据要素、消费电子、内容产业出海、新能源和 CXO。

● 宏观与中观趋势:

1、预计人工智能的发展难以扭转美国科技创新周期回落带来的盈利增速放缓。

2、美国推动劳动力价格上涨解决社会内部矛盾，这个过程或将加剧全球通胀压力。

3、关注美国从长期衰退走向长期滞胀的可能，长期滞胀特征或将加剧美国经济短期波动。

4、关注美国收缩格局下中国在海外的发展与人民币国际化。

5、中国共同富裕与中低收入人群消费升级具有长期性。

6、低回报时代重点关注供给格局带来的长期超额收益。

7、中国去杠杆周期重点关注国内深化改革。

8、传统行业国有化，国有企业市场化是中国经济效率上升的重要突破方向。

9、高端制造的产能投放推动行业景气周期寻底，同时促进行业向头部集中。

● 长期和中期行业选择:

1、长期看全球经济可能走向杠杆周期的繁荣，通胀中枢拾级而上。我们建议关注传统行业中供给格局好的行业。

- 2、中期看半导体周期性见底，长期看好国产替代。
- 3、中国去杠杆周期的后期，可选消费或将具有显著超额增速。
- 4、看好锂电应用创新以及基于中国相对低成本制造形成的全球竞争优势，以及其带来的量价齐升。
- 5、看好中药长期的渗透率上行，看好供应格局好的中药产业链企业。

行业选择

- 1、 先进制程半导体，半导体设备与材料
- 2、 全球化与人民币国际化
- 3、 国有企业市场化改革
- 4、 人工智能和数据要素产业链
- 5、 铜，黄金，锂矿，小金属，钢铁，煤炭，铝
- 6、 航运，造船，工程机械，基建，一带一路产业链
- 7、 抗衰产业链及医疗周期前置
- 8、 锂电应用创新，锂电池，光伏组件，汽车零部件

资料来源：德邦证券研究所

- **风险提示：**美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；美联储再度加息

内容目录

1. 周观点：关注美国利率下行与中国结构转型的宏观组合	5
2. 市场复盘：交投活跃上行，小盘风格占优	7
2.1. 宽基和因子：内资强，小盘优	7
2.2. 产业和行业：科技持续火热，内部出现扩散	8
2.3. 外资期指持仓：净空仓延续减少	10
3. 下周热点	10
4. 风险提示	10

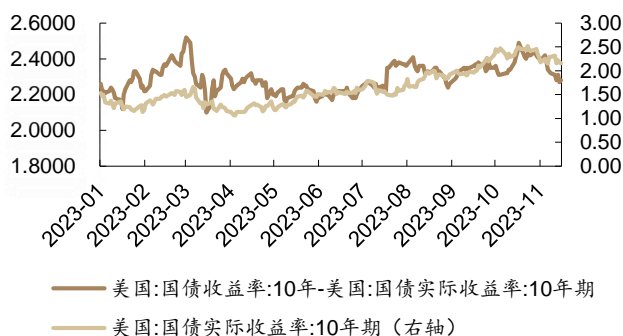
图表目录

图 1: 通胀预期下行	5
图 2: 长短端美债利差倒挂加深	5
图 3: 失业金领取人数斜率陡峭	5
图 4: 永久性失业震荡上行 (千人)	5
图 5: 女性劳动参与率较男性出现明显上扬	6
图 6: 美国 CPI 同比增速超预期回落, 核心和超级核心通胀也有下行	6
图 7: 宽基指数周涨跌幅 (%)	7
图 8: 周度市场因子表现 (%)	8
图 9: 产业周涨跌幅 (%)	9
图 10: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 11: 重点关注细分行业超额情况 (%)	9
图 12: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	10
表 1: 股指期货基差走势	8
表 2: 下周热点	10

1. 周观点：关注美国利率下行与中国结构转型的宏观组合

美债缓发后交易逻辑再切换，经济基本面和通胀成为主要矛盾。近期美债收益率明显下行，跌破 4.5% 关口，我们认为当前美债利率的下行和此前利率上行阶段的交易逻辑有所变化，主要原因在于 11 月初美国财政部放缓发债，叠加随后美国就业恶化、通胀下行、消费走弱等基本面数据密集公布，推动前期美债供需的交易转为基本面定价。从利率结构来看，通胀预期下行，长短端美债利差倒挂加深，也可验证本轮美债利率大幅下行的核心驱动在于基本面因素。

图 1：通胀预期下行



资料来源：wind，德邦研究所

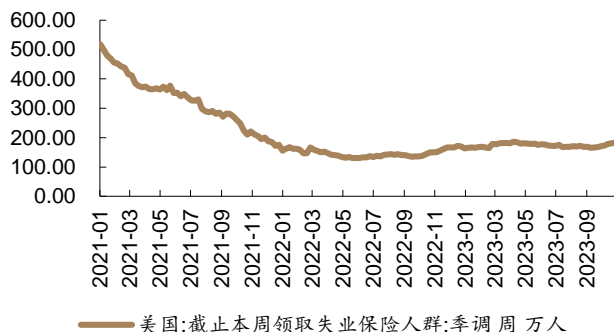
图 2：长短端美债利差倒挂加深



资料来源：wind，德邦研究所

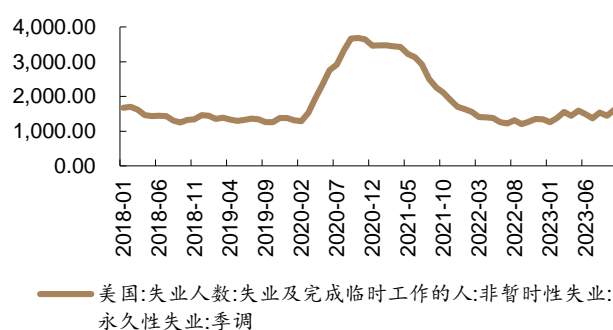
就业结构恶化和核心通胀下行，美国总量的拐点将愈发清晰。就业方面，从高频就业数据来看，美国周度领取失业保险人数在十月底明显增多，从 9 月初不到 170 万人一跃升至十月末的 183 万余人，而失业人群中永久性失业人数从 9 月的 144.1 万人升至 10 月的 160.5 万人，环比增加了 11%。再从就业结构来看，美国 20 岁以上女性劳动参与率较男性出现明显上扬，或表明了在高通胀之下，家庭生活压力开始加剧，女性就业意愿开始增加。

图 3：失业金领取人数斜率陡峭



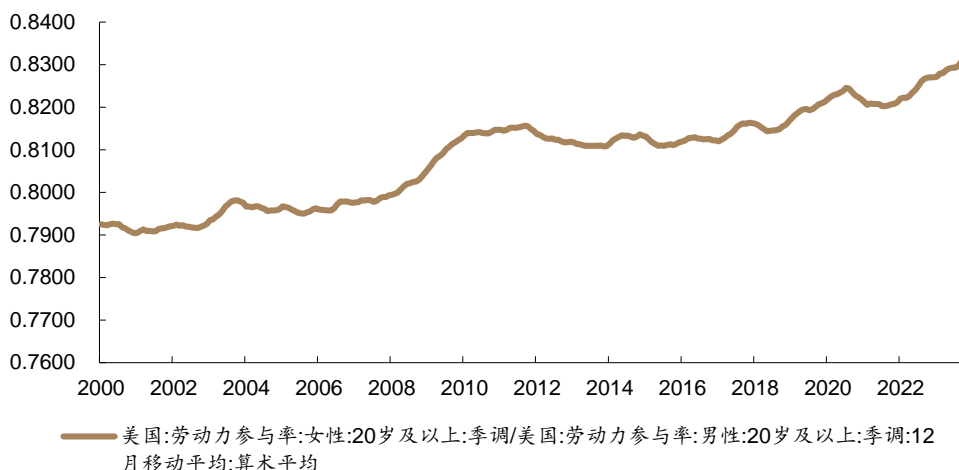
资料来源：ifind，德邦研究所

图 4：永久性失业震荡上行（千人）



资料来源：wind，德邦研究所

图 5：女性劳动参与率较男性出现明显上扬

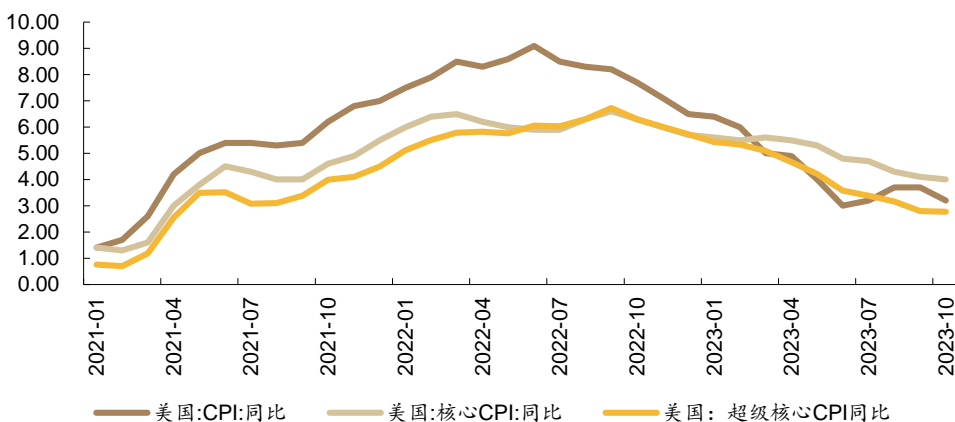


资料来源：wind，德邦研究所

就业恶化最终会传导至消费走弱。10月美国零售销售数据环比下行0.11%，为今年4月来的首次下行，降幅低于市场预期的0.3%，核心零售环比仍正增长0.1%，表明美国消费边际走弱但仍有韧性，此外后续节假日或进一步加强消费韧性，但就业的恶化已经很明显，叠加超储的下行，消费走弱的方向较为确定。从微观角度来看，美国大型零售公司沃尔玛本周公布财报，虽然营收数据并不差，但沃尔玛CEO提及消费者的购物势头在10月底减弱，并给出了相对谨慎的财报指引，随后美股沃尔玛一度跌超7%。

此外，通胀方面也出现明显缓和。10月美国CPI同比3.2%，低于预期的3.3%；核心CPI放缓至4.0%，也低于预期的4.1%；超级核心CPI同比增速从2.79%降至2.78%。

图 6：美国 CPI 同比增速超预期回落，核心和超级核心通胀也有下行



资料来源：wind、BLS，德邦研究所

国内方面，化债和“三大工程”等财政发力需货币政策积极配合。人行等部门召开金融机构座谈会，研究地产、信贷、融资平台债务风险等工作，再提“三大工程”建设。财政发力需要央行提供中长期资金配合，年内宽货币或仍然可期。

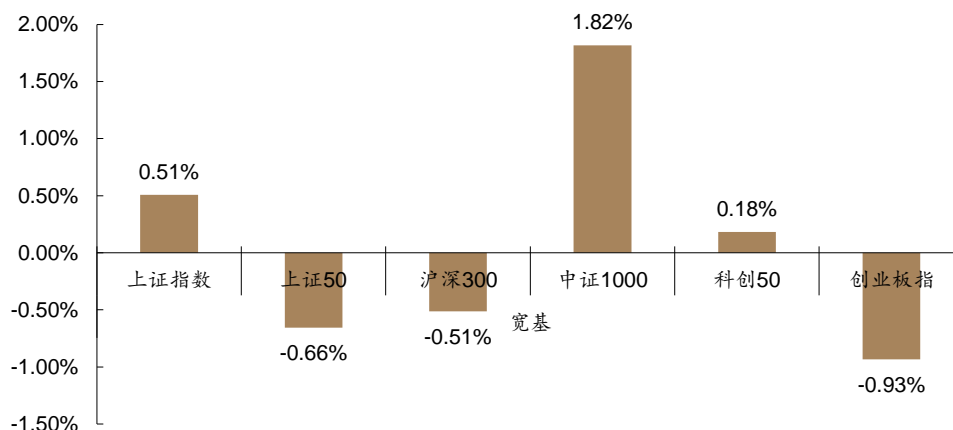
中美关系缓和，美债利率下行，国内宽货币可期，成长风格仍然较为受益。内外宏观环境利于人民币升值，但短期人民币升值破 7.2 关键点位或仍有压力，由此可以推断北上资金大幅回补之时或还未至，大盘成长的反弹动能或难形成内外资金共振。

2. 市场复盘：交投活跃上行，小盘风格占优

2.1. 宽基和因子：内资强，小盘优

本周(11.13-11.17)小盘延续领涨，创业板出现回撤。上证指数收涨 0.51%，中证 1000 一马当先，周涨幅达 1.82%，科创 50 小幅收涨 0.18%，其余宽基收跌，创业板指回撤较多，达-0.93%。

图 7：宽基指数周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货当月基差全部走强，中小盘优于大盘。IC 和 IM 贴水大幅加深，IH 和 IF 由升水转为贴水。

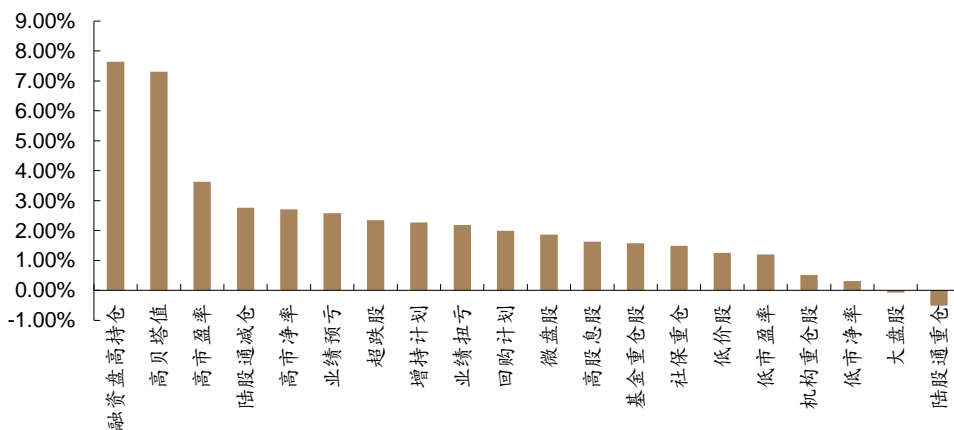
表 1：股指期货基差走势

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	1.11	9.00	
	下月	IH01	0.70	-4.60	
	下季	IH02	0.75	-20.60	
	隔季	IH03	0.70	-16.80	
沪深300	当月	IF00	0.83	9.47	
	下月	IF01	0.63	-2.93	
	下季	IF02	0.68	-18.73	
	隔季	IF03	0.76	-13.93	
中证500	当月	IC00	0.04	12.22	
	下月	IC01	0.71	39.82	
	下季	IC02	0.46	75.42	
	隔季	IC03	0.21	135.02	
中证1000	当月	IM00	0.89	19.63	
	下月	IM01	0.84	46.03	
	下季	IM02	0.27	123.83	
	隔季	IM03	0.95	201.83	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，融资高持仓和高贝塔领涨，陆股通重仓和大盘股收跌。市场继续做多波动，市场交易情绪进一步回暖，风险偏好上行带来融资交易活跃，融资高持仓占优。市场交易方向明确，重内资轻外资，小盘优大盘劣。

图 8：周度市场因子表现 (%)

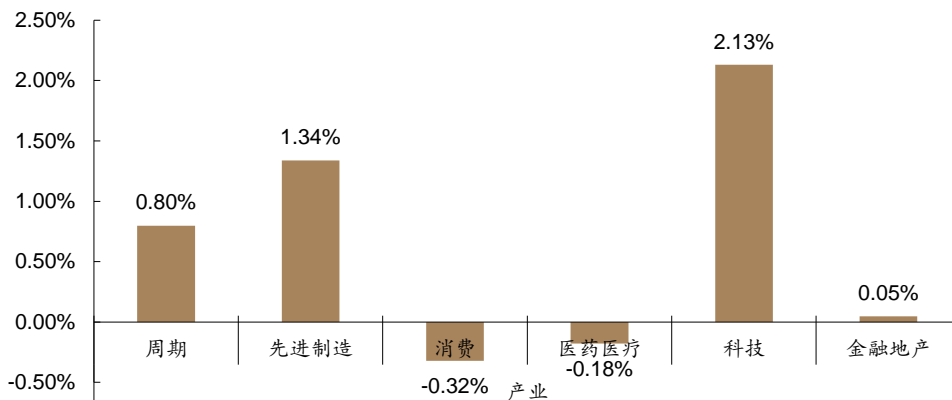


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：科技持续火热，内部出现扩散

从产业层面来看，科技继续火热，消费和医药走弱。科技 (+2.13%)、先进制造 (+1.34%)、周期 (+0.8%) 本周涨幅明显，消费和医药医疗收跌。

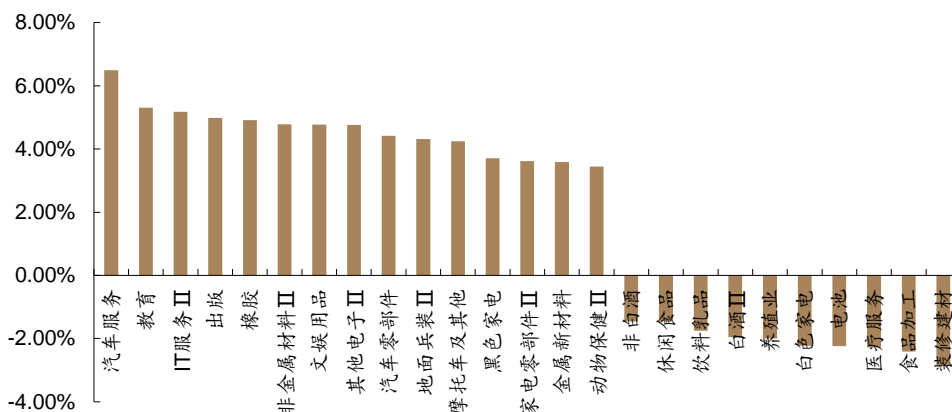
图 9：产业周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

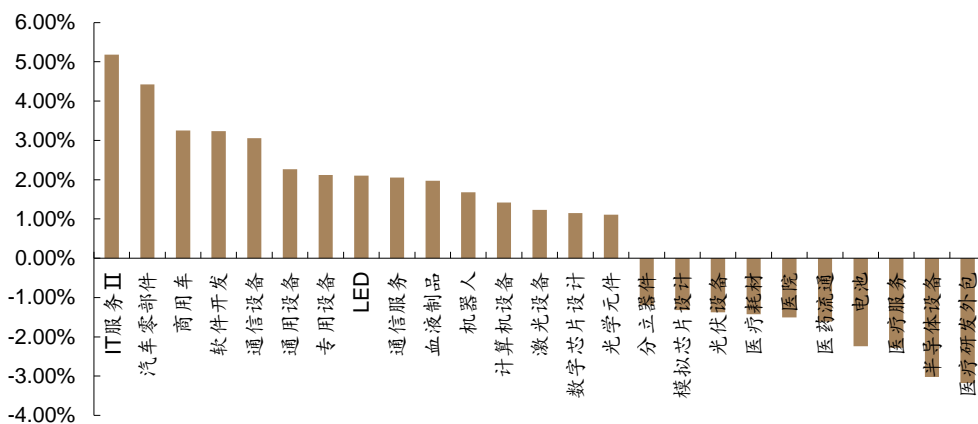
细分行业层面，TMT 扩散，汽车零部件反弹。从超额表现来看：汽车服务 (+6.49%)、教育 (+5.31%)、IT 服务 (+5.18%) 相对上证指数涨幅领先；建筑材料 (-2.87%)、食品加工 (-2.42%)、医疗服务 (-2.28%) 相对上证指数跌幅居前。

图 10：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

图 11：重点关注细分行业超额情况（%）

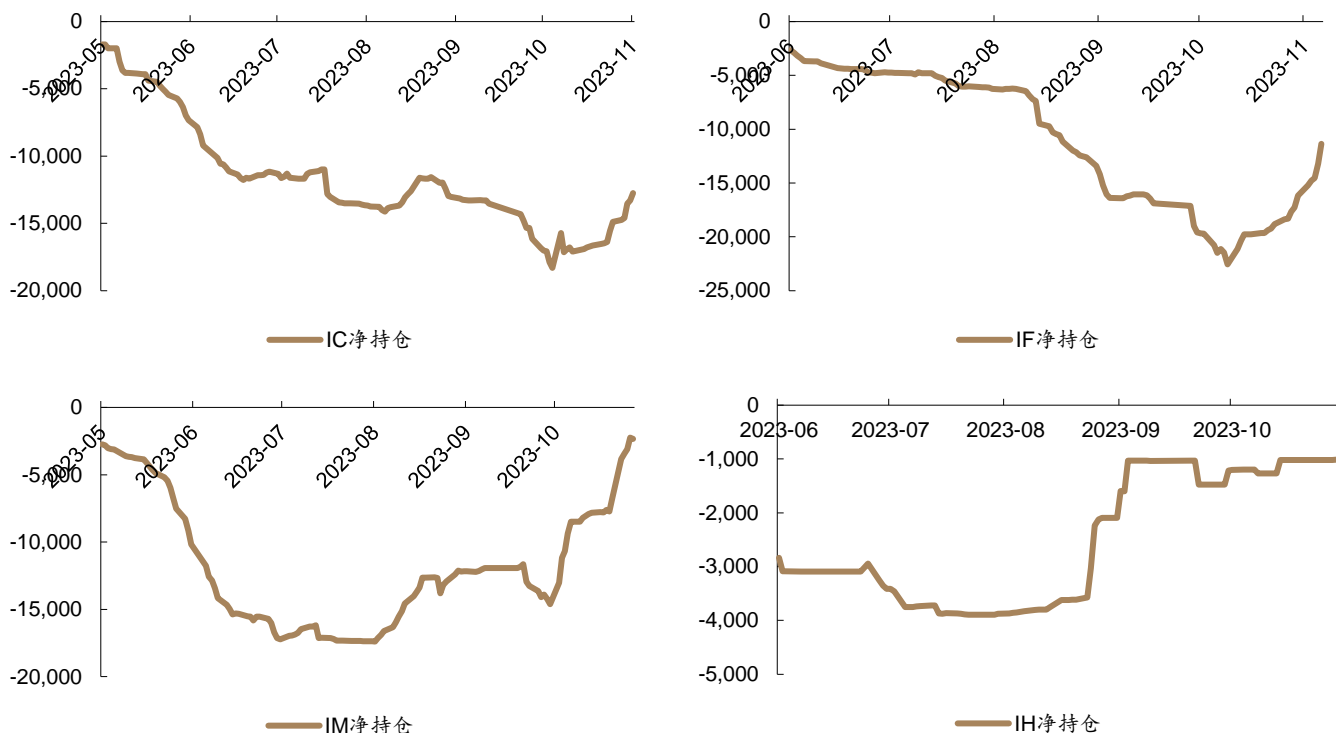


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：净空仓延续减少

本周外资机构在 IC、IF、IM 期指的净持仓皆延续改善。

图 12：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）



资料来源：ifind，德邦研究所

3. 下周热点

下周（11.20-11.24）海外宏观关注 FOMC 会议纪要、美联储资产负债表和美国 Markit PMI，国内宏观关注 LPR 公布，产业行业国际集成电路产业与应用展览会。

表 2：下周热点

	日期	会议/事件/数据
海外宏观	11-21 星期二	美国成屋销售年化环比(%)
	11-22 星期三	美联储 FOMC 货币政策会议纪要
	11-23 星期四	美国亚特兰大联储 GDP
	11-24 星期五	美国美联储资产负债表
	11-24 星期五	美国 Markit PMI
国内宏观	11-20 星期一	LPR 利率
产业行业	11-22 星期三	国际集成电路产业与应用展览会
	11-23 星期四	第二届全球数字贸易博览会

资料来源：ifind，德邦研究所

4. 风险提示

美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；美联储再度加息

信息披露

分析师与研究助理简介

李浩，德邦证券产业经济首席分析师，曾就职武钢股份、国海证券、上海证券，十年央企工作经验、三年黑色周期行业研究经验、三年策略研究经验。在央企十年的工作历程中，曾从事技术、营销、投资、国际公共关系及法务与金融投资的相关环节工作，造就了注重胜率为导向的研究特色。2022年11月加入德邦证券研究所。

张威震，德邦证券产业经济研究助理，清华大学核工程与核技术学士，中国原子能科学研究院核能科学与工程硕士。研究方向：科技产业细分赛道研究。曾担任四大战略咨询顾问、消费电子上市公司战略研究总监，3年行业与产业研究经验。2022年10月加入德邦证券。

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： 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；	类别	评级	说明
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。	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。
	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。