



产业经济周报

美债利率继续下行的可能

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、基本面、通胀和供需三方面共同作用，美债利率有加速下行的可能。
- 2、我们预计中国大概率在中美缓和期实施弱财政和结构性财政，让财政力度回归长期中枢水平。
- 3、若海外对中国制造业需求回暖，中国经济增长将更有弹性，总量和股市结构会符合我们中国从债务周期向产业周期转变的判断。
- 4、行业配置：中美阶段性缓和后中国稳增长掣肘减轻，看好地产及物业。主题我们重点关注数据要素、内容出海、智能驾驶、医疗检测和中药。

● 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涨的可能，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：美债利率继续下行的可能	5
2. 市场复盘：个人投资者情绪高涨	6
2.1. 宽基和因子：科技、小盘逆势收涨	6
2.2. 产业和行业：医药持续活跃	8
2.3. 外资期指持仓：IH 净持仓延续回落	9
3. 下周热点	10
4. 风险提示	10

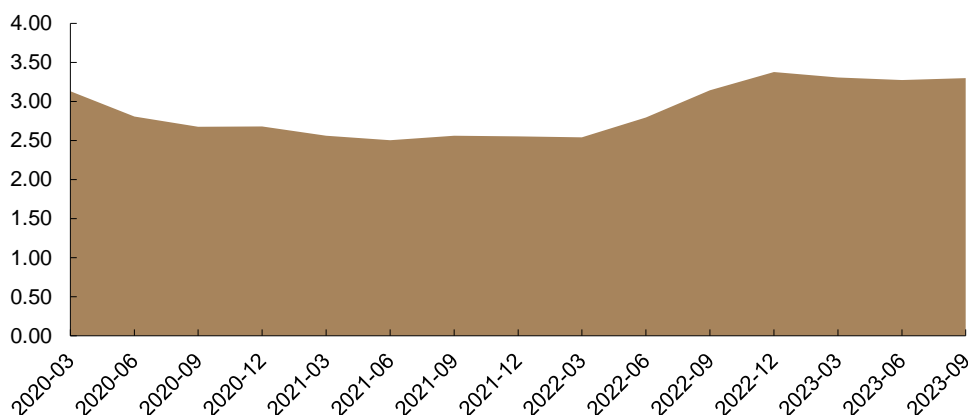
图表目录

图 1: 2022Q4-2023Q2 美国净息差收窄 (%)	5
图 2: 商业银行往往从缩表后期就开始增持证券资产 (%)	5
图 3: 10 月核心 PCE 同环比皆下行 (%)	6
图 4: 最早降息预期提前至 2024 年 3 月	6
图 5: 车用汽油总产量引伸需求:美国:4 周 MA	6
图 6: 宽基指数周涨跌幅 (%)	7
图 7: 周度市场因子表现 (%)	8
图 8: 产业周涨跌幅 (%)	8
图 9: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 10: 重点关注细分行业超额情况 (%)	9
图 11: 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	7
表 2: 下周热点	10

1. 周观点：美债利率继续下行的可能

美债利率上行期间，美国商业银行贷款利率上行，贷款需求减弱，净息差收窄催化缩表，信贷资产增速下行，卖出证券资产。美联储大幅加息期间，美国商业银行资产端信贷呈现有价无量状态，贷款规模收缩，负债端存款水涨船高，净息差收窄，银行缩表卖出证券类资产，从供求角度加剧了美债利率上行。

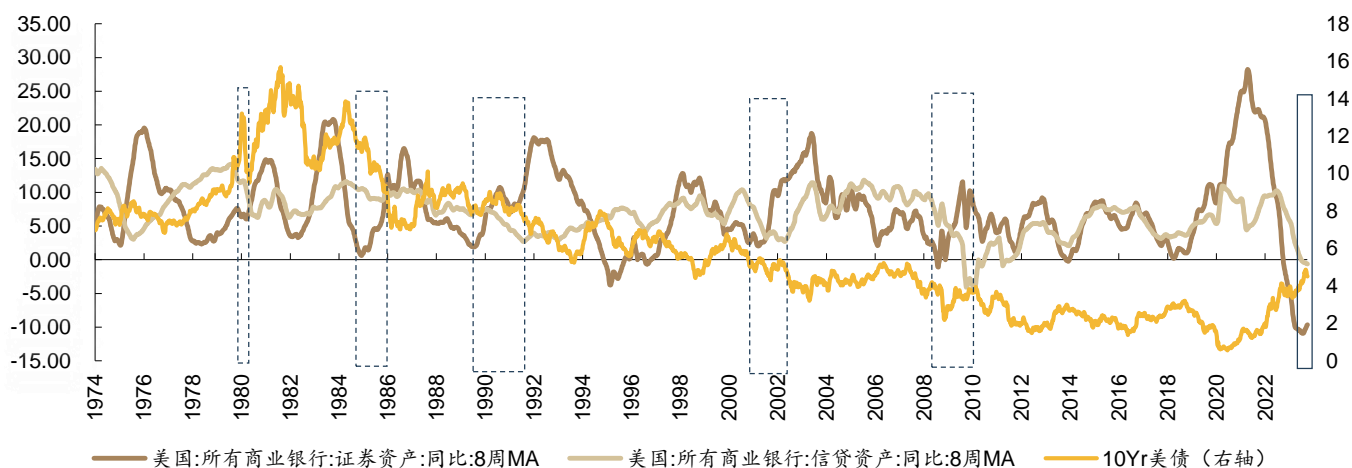
图 1：2022Q4-2023Q2 美国净息差收窄（%）



资料来源：FDIC，德邦研究所

利率下行，趋势反转，美国商业银行增持证券资产，美债利率加速下行。但当利率下行期间，净息差开始逐渐走阔，证券资产继续卖出的必要性降低，若利率进一步下行将助推商业银行增配证券资产，就会加速美债利率进一步下行。

图 2：商业银行往往从缩表后期就开始增持证券资产（%）

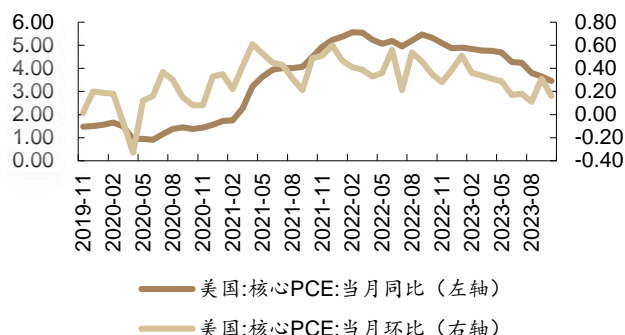


资料来源：wind，德邦研究所

除了供需角度之外，美国经济基本面和通胀再度走弱，降息预期提前。通胀预期方面，鹰派理事沃勒（Christopher Waller）28 日演讲，表示“我们越来越相信，为了减缓经济并将通胀率拉回 2%，基准（利率）已处于很好的位置”，暗示出不需要进一步加息的想法。经济基本面方面，10 月实际个人消费支出月率回落

至 0.2%，略高于预期的 0.1%，但从车用汽油需求来看，伴随油价下行美国居民的车用汽油需求仍然较弱，表明居民消费走弱。

图 3：10 月核心 PCE 同环比皆下行 (%)



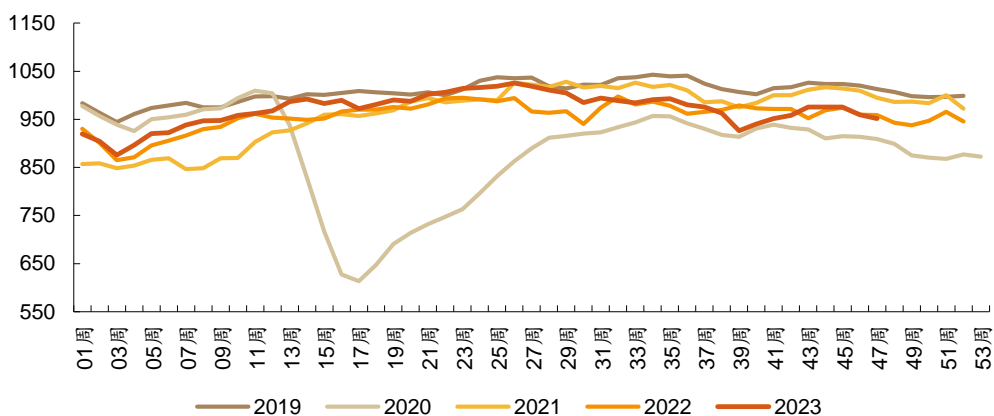
资料来源：德邦研究所

图 4：最早降息预期提前至 2024 年 3 月

CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES										
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/12/13				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	98.8%	1.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.3%	84.7%	1.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.3%	55.1%	36.2%	0.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.9%	41.9%	41.5%	10.5%	0.1%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	36.7%	41.6%	15.0%	1.6%	0.0%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.1%	30.6%	40.6%	20.1%	4.2%	0.3%	0.0%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.4%	25.8%	38.8%	23.8%	7.1%	1.0%	0.1%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.2%	18.0%	34.3%	29.1%	12.9%	3.1%	0.4%	0.0%	0.0%
2024/12/18	1.6%	13.7%	29.9%	30.5%	17.3%	5.8%	1.1%	0.1%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，德邦研究所

图 5：车用汽油总产量引伸需求:美国:4 周 MA (万桶/日)



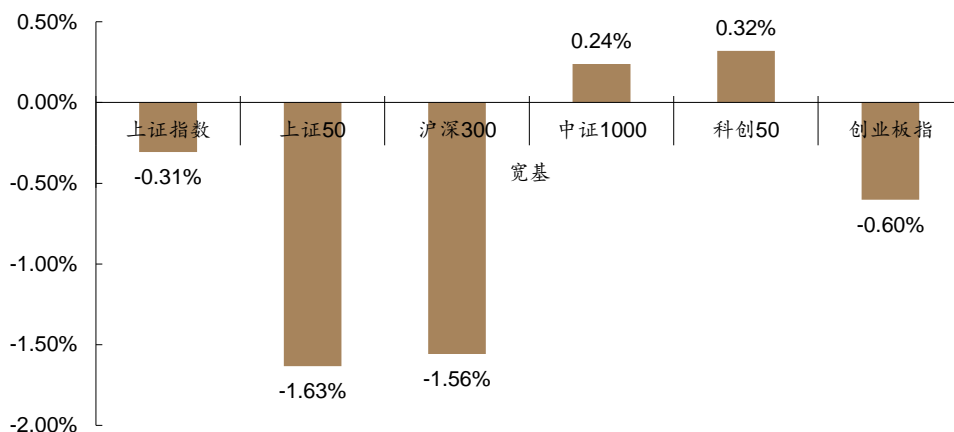
资料来源：wind，德邦研究所

2. 市场复盘：个人投资者情绪高涨

2.1. 宽基和因子：科技、小盘逆势收涨

本周（11.27-12.1）**科创 50 和中证 1000 逆势收涨**。上证指数收跌-0.31%，上证 50 和沪深 300 跌幅居前，跌幅分别达-1.63%和-1.56%，创业板指收跌-0.60%。

图 6：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

IH、IC 和 IM 延续贴水，IF 升水。本周仅有 IM 收涨，IH 和 IF 跌幅较深，此外 IH、IF 和 IC 在本周后两个交易日基差走强。

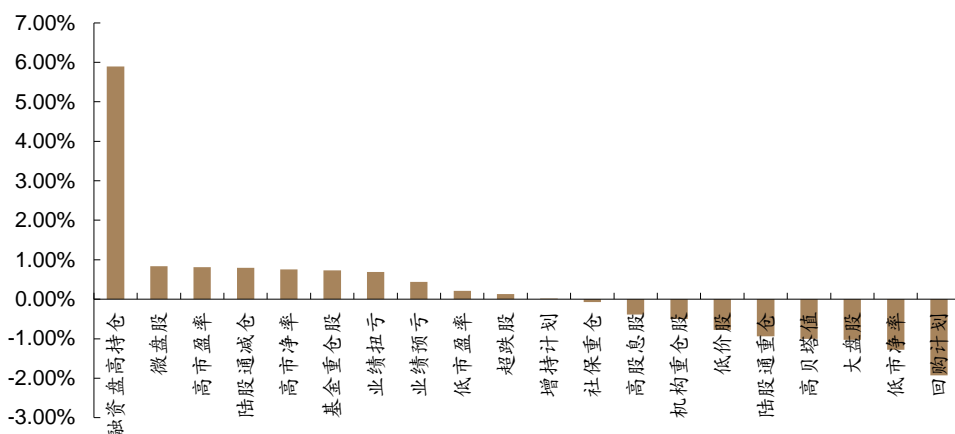
表 1：股指期货基差走势

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	-1.82	1.00	
	下月	IH01	-1.86	-0.40	
	下季	IH02	-1.85	-9.80	
	隔季	IH03	-1.73	-9.20	
沪深300	当月	IF00	-1.63	-1.12	
	下月	IF01	-1.73	-1.52	
	下季	IF02	-1.67	-11.92	
	隔季	IF03	-1.78	-3.92	
中证500	当月	IC00	-0.27	30.87	
	下月	IC01	-0.43	55.47	
	下季	IC02	-0.82	98.87	
	隔季	IC03	-1.27	180.67	
中证1000	当月	IM00	0.16	37.85	
	下月	IM01	0.05	71.65	
	下季	IM02	-0.27	132.45	
	隔季	IM03	-0.77	235.65	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，融资盘再度活跃，微盘股、高市盈率涨幅居前。市场交易特征表现出了个人投资者逆势活跃。

图 7：周度市场因子表现 (%)

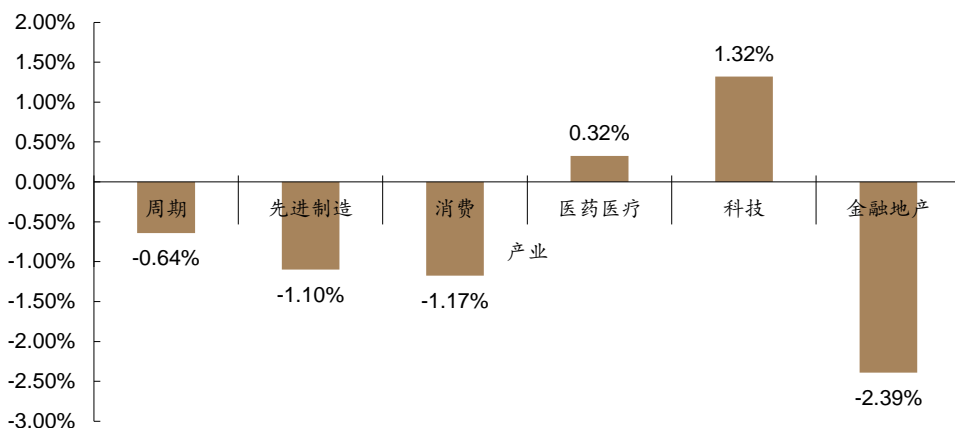


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：医药持续活跃

从产业层面来看，科技和医药逆势上涨。科技(+1.32%)、医药医疗(+0.32%)，金融地产(-2.39%)领跌，先进制造(-1.10%)、周期(-0.64%)本周收跌。

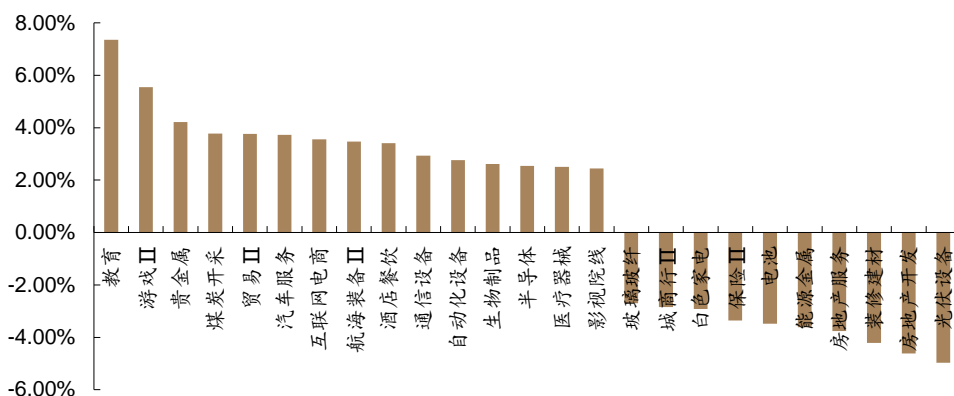
图 8：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

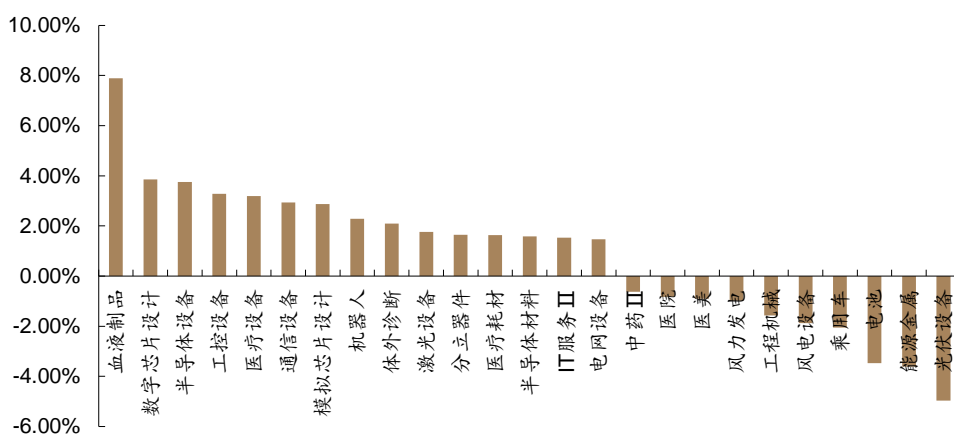
细分行业层面，受益于美联储降息预期的细分行业涨幅居前。从超额表现来看：教育(+7.35%)、游戏(+5.55%)、贵金属(+4.21%)相对上证指数涨幅领先；光伏设备(-4.97%)、房地产开发(-4.61%)、专修建材(-4.21%)相对上证指数跌幅居前。

图 9：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 10：重点关注细分行业超额情况（%）

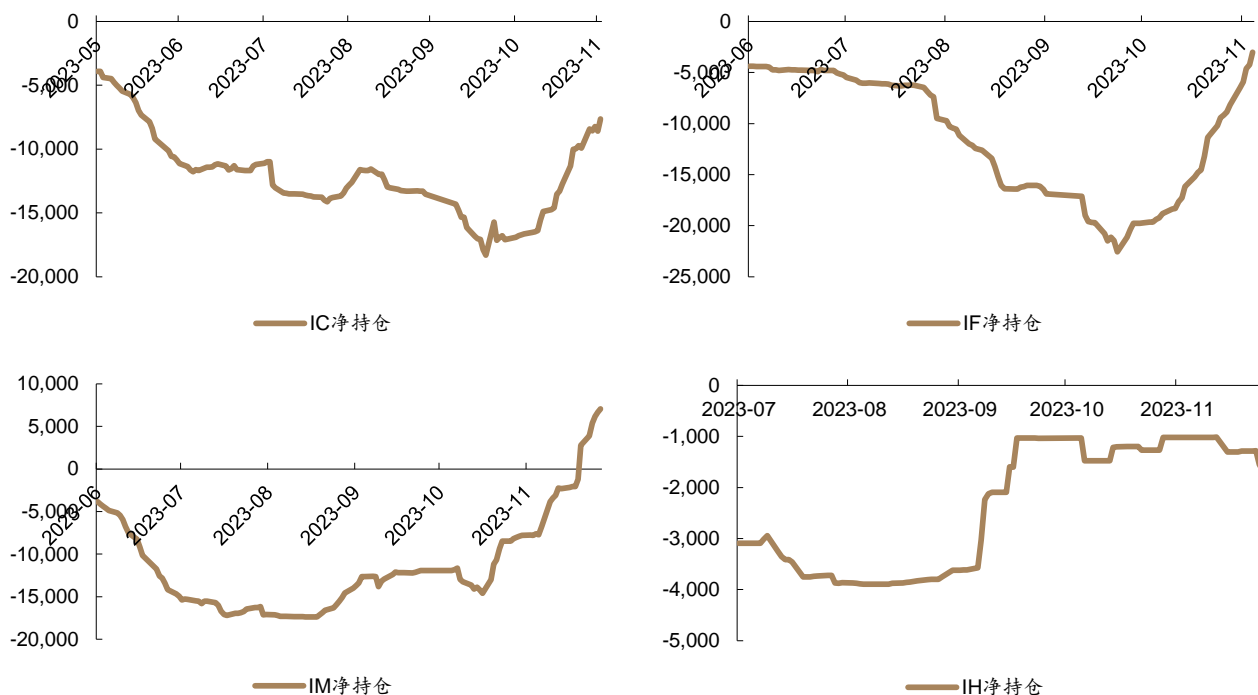


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：IH 净持仓延续回落

本周外资机构期指持仓延续分化，IC、IF、IM 的净持仓持续改善，IM 净持仓持续增加，IH 净持仓进一步恶化。

图 11：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（12.4-12.8）海外宏观关注美国 Markit 服务业 PMI、ADP 就业、美国失业率，国内宏观关注官方综合 PMI 和进出口数据，产业行业关注药交会和智能制造大会。

表 2：下周热点

	日期	会议/事件/数据
海外宏观	12-5 星期二	美国 Markit 服务业 PMI
	12-6 星期三	美国 ADP 就业人数变动
	12-6 星期三	美国进出口额(美元)
	12-8 星期五	美国失业率(%)
国内宏观	12-5 星期二	中国官方综合 PMI
	12-7 星期四	中国进出口同比-美元计价(%)
产业行业	12-5 星期二	药交会
	12-6 星期三	世界智能制造大会
	12-7 星期四	世界新能源汽车大会
	12-8 星期五	北京国际储能应用技术与设备展览会

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范围包括证券投资咨询业务。