



产业经济周报

关注中国房地产加速市场化

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、抢跑的降息预期或加剧短期美债利率高位震荡，但美国经济仍处于下行周期里，中期利率下行趋势不改。
- 2、美债利率下行窗口期中国或选择调控地产，地产有加速市场化的趋势。
- 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，总量和股市结构有望表现出债务周期向产业周期转变的特征。
- 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。主题建议重点关注数据要素、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：美债利率短期震荡不改中期下行趋势.....	5
2. 市场复盘：交投情绪底部回暖，避险特征仍然明显.....	7
2.1. 宽基和因子：宽基集体回调，上市公司密集回购.....	7
2.2. 产业和行业：科技跌幅较小.....	9
2.3. 外资期指持仓：IF 逆势改善.....	10
3. 下周热点.....	11
4. 风险提示.....	12

图表目录

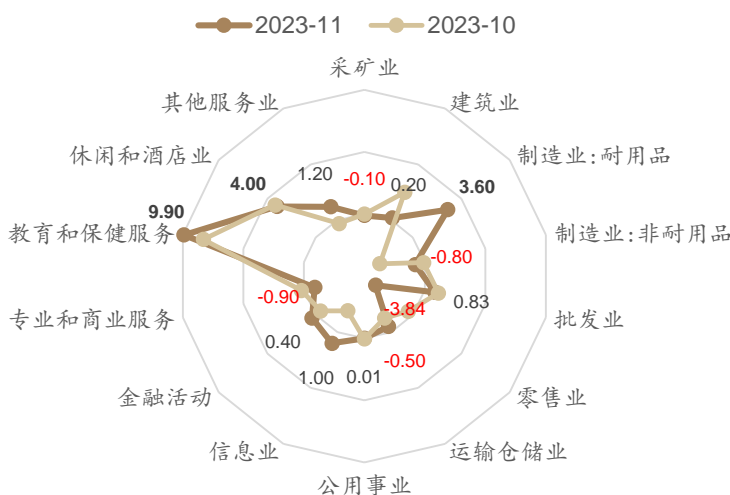
图 1: 分行业非农就业新增人数 (万人)	5
图 2: 制造业工资总额同比涨幅明显 (%)	6
图 3: 服务业时薪增速继续拖累非农整体增速, 但还未明显传导至制造业时薪 (%)	6
图 4: 最早降息预期回到 2024 年 5 月	6
图 5: 宽基指数周涨跌幅 (%)	8
图 6: 周度市场因子表现 (%)	9
图 7: 产业周涨跌幅 (%)	9
图 8: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	10
图 9: 重点关注细分行业超额情况 (%)	10
图 10: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	11
表 1: 股指期货基差走势	8
表 2: 下周热点	11

1. 周观点：美债利率短期震荡不改中期下行趋势

罢工潮结束，非农就业回归“常态化”。11月美国非农就业人数新增19.9万人，略超预期的18万人，前值15万人；失业率3.7%，预期3.9%，前值3.9%。UAW汽车工人罢工结束，就业回归了“常态化”，从就业结构来看，制造业-耐用品新增就业人数3.6万人，边际变化最为明显；此外，教育和保健服务、休闲和酒店业的就业继续高增，分别新增了9.9万人和4万人。

劳动力市场供需弥合中。美国JOLTS职位空缺在经历连续两个月上涨之后，10月下降至873.3万人，远低于预期的930万人，创下2021年3月以来新低，劳动力市场需求侧持续收缩，结合就业情况来看，供需缺口在逐渐弥合。

图1：分行业非农就业新增人数（万人）

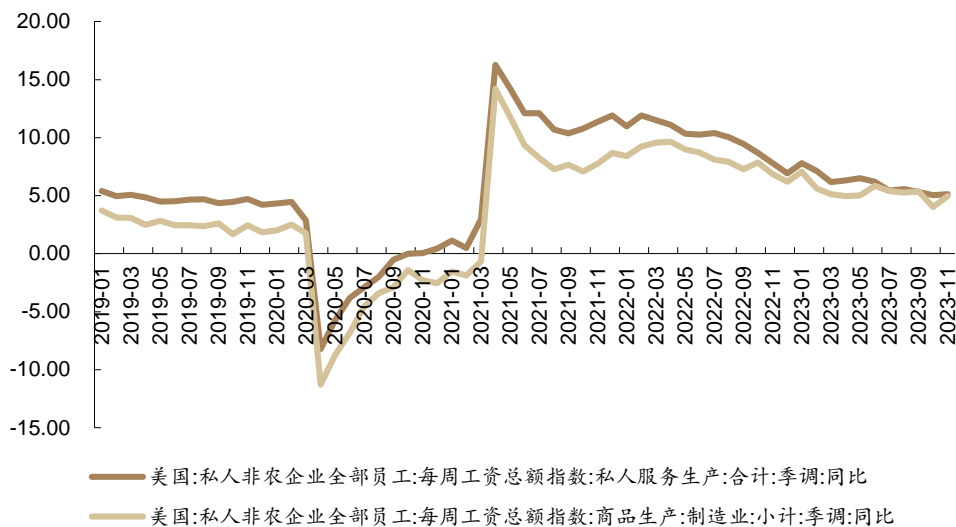


资料来源：wind，德邦研究所

汽车工人涨薪落地，制造业工资增速上行。从工资总额增速来看，服务业增速仍快于制造业，11月服务业工资总额同比5.12%，制造业同比4.97%，但制造业增速上行更为显著。

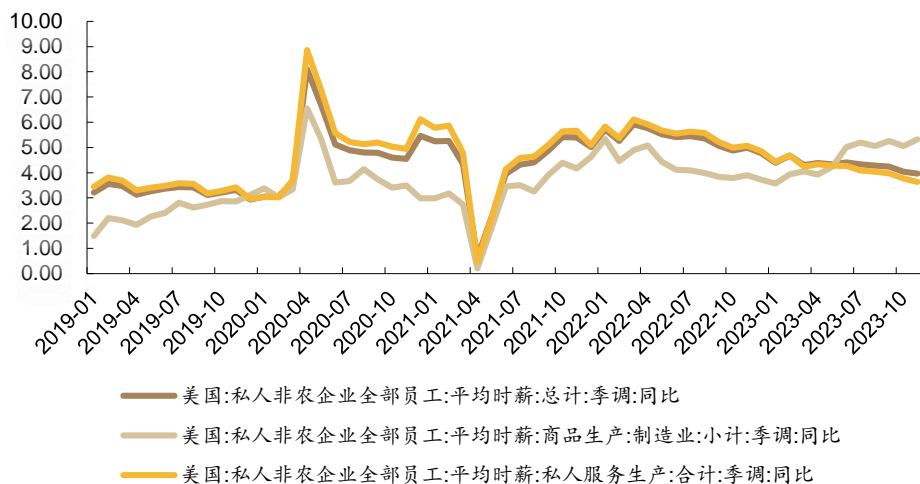
从时薪来看，11月平均时薪同比增速延续下行，服务业走弱还未明显传导至制造业。11月非农整体平均时薪同比增速3.96%，前值4.04%；制造业时薪同比5.32%，前值5.05%；服务业时薪同比3.63%，前值3.77%。服务业时薪增速延续回落，拖累非农整体时薪，但制造业时薪仍逆势走强，或是受益于汽车工人涨薪。

图 2：制造业工资总额同比涨幅明显（%）



资料来源：wind，德邦研究所

图 3：服务业时薪增速继续拖累非农整体增速，但还未明显传导至制造业时薪（%）



资料来源：wind，德邦研究所

降息预期抢跑后被就业数据部分修正。鹰派理事沃勒（Christopher Waller）暗示出不需要进一步加息后市场超前交易降息预期，但本周就业数据超预期，市场降息预期重新回到最早 5 月降息。关注下周利率决议，美联储表态之前美债利率短期或有震荡。

图 4：最早降息预期回到 2024 年 5 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%	97.1%	2.9%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	93.2%	2.8%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.8%	43.2%	53.4%	1.6%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	26.4%	49.3%	22.6%	0.6%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	18.9%	42.5%	30.5%	7.1%	0.2%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	13.1%	35.0%	34.3%	14.6%	2.4%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.4%	9.3%	28.4%	34.5%	20.5%	6.1%	0.8%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.2%	5.5%	20.2%	31.9%	26.5%	12.3%	3.0%	0.3%	0.0%
2024/12/18	0.1%	4.1%	16.2%	28.8%	28.0%	16.1%	5.5%	1.1%	0.1%	0.0%

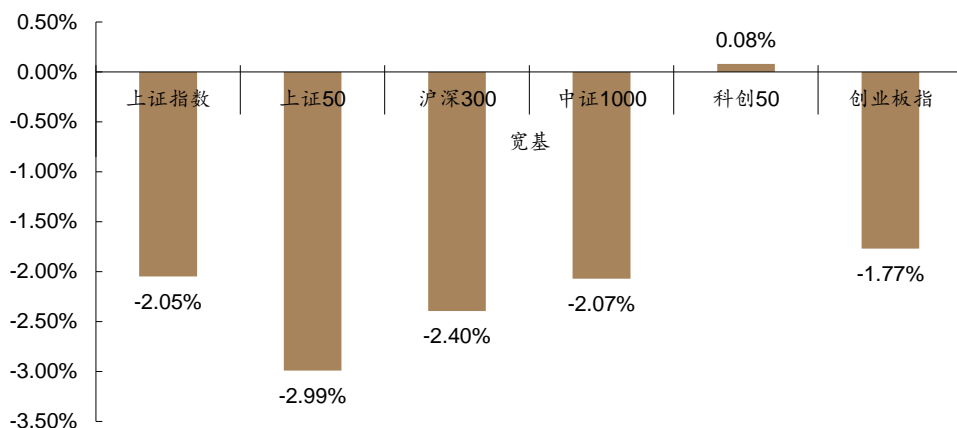
资料来源：CME，德邦研究所

2. 市场复盘：交投情绪底部回暖，避险特征仍然明显

2.1. 宽基和因子：宽基集体回调，上市公司密集回购

本周（12.4-12.8）市场调整，多数宽基收跌，科创 50 微幅收涨。上证指数收跌-2.05%，上证 50 和沪深 300 跌幅居前，跌幅分别达-2.99%和-2.40%，中证 1000 由涨转跌-2.07%，创业板指收跌-1.77%。

图 5：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

IH、IF 和 IM 贴水，IC 升水。本周股指期货全面收跌，IH 和 IF 延续跌幅较深，IC 和 IM 基差走弱，IH 和 IF 基差震荡维持。

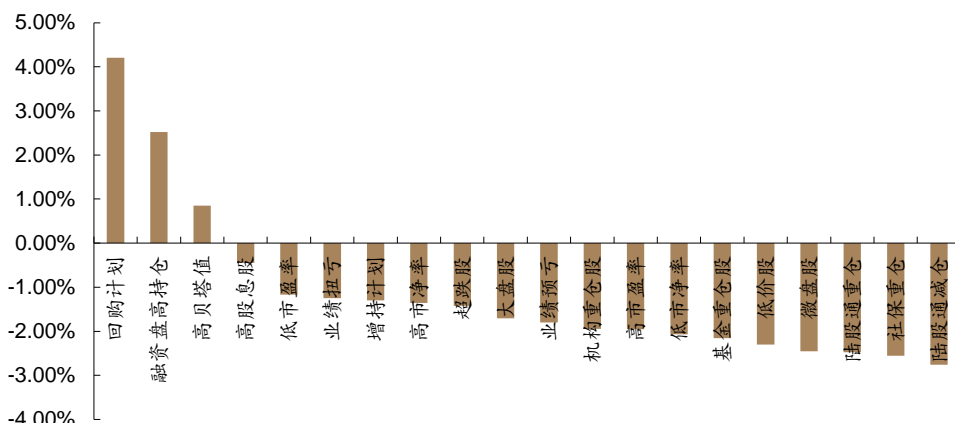
表 1：股指期货基差走势

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	-3.19	2.45	
	下月	IH01	-3.24	2.85	
	下季	IH02	-3.49	-0.75	
	隔季	IH03	-3.38	-2.35	
沪深300	当月	IF00	-2.65	3.86	
	下月	IF01	-2.75	6.06	
	下季	IF02	-2.96	6.46	
	隔季	IF03	-3.07	16.46	
中证500	当月	IC00	-0.72	-0.41	
	下月	IC01	-0.66	20.59	
	下季	IC02	-0.68	64.99	
	隔季	IC03	-0.60	142.39	
中证1000	当月	IM00	-1.47	2.34	
	下月	IM01	-1.43	32.54	
	下季	IM02	-1.47	95.74	
	隔季	IM03	-1.16	179.34	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，多家上市公司公布回购或增持计划，推动回购计划因子领涨。融资盘高持仓延续活跃，高贝塔值个股收涨。

图 6：周度市场因子表现 (%)

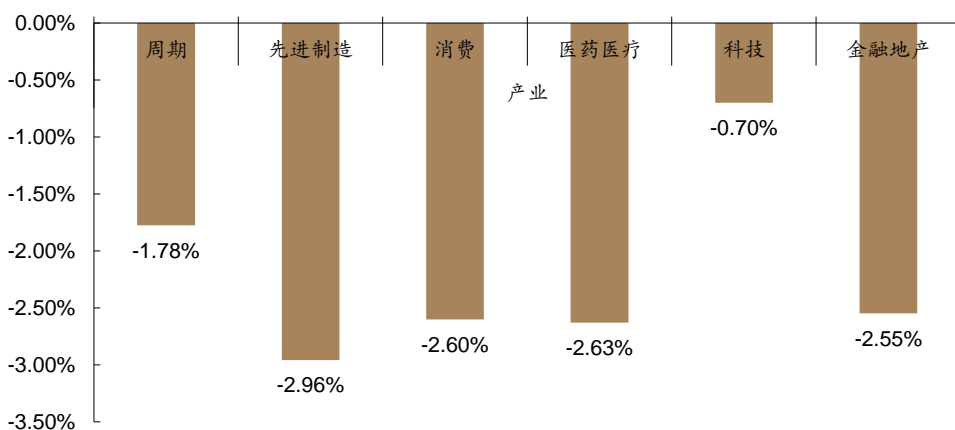


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：科技跌幅较小

从产业层面来看，全线收跌，科技跌幅较小。科技 (-0.70%)、先进制造 (-2.96%)，医药医疗 (-2.63%) 领跌，消费 (-2.60%)、金融地产 (-2.55%) 本周收跌。

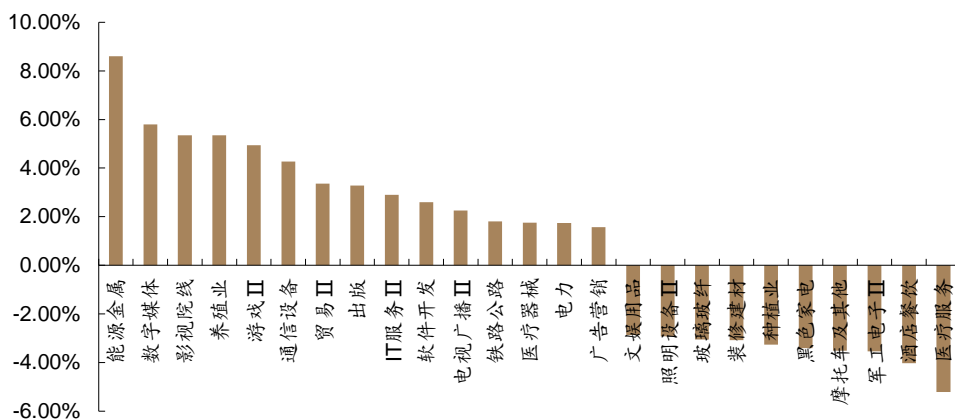
图 7：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

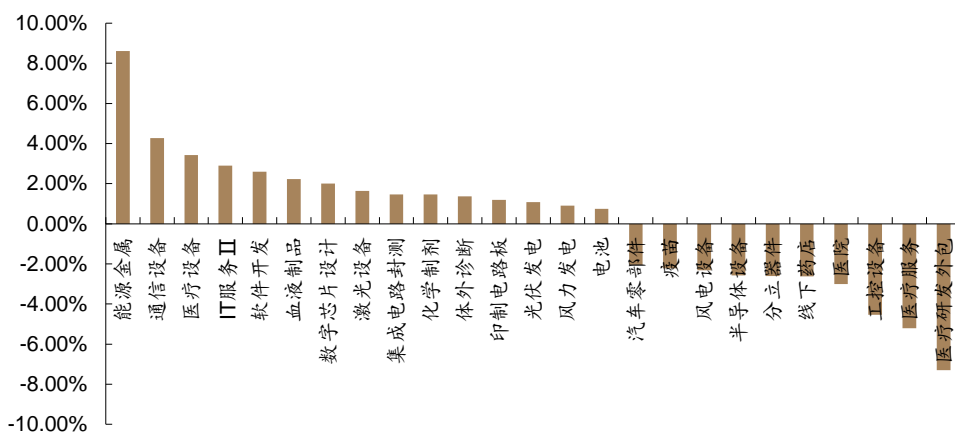
细分行业层面，受益于碳酸锂期货价格大涨，能源金属行业一马当先。从超额表现来看：能源金属 (+8.61%)、数字媒体 (+5.80%)、影视院线 (+5.35%) 相对上证指数涨幅领先；医疗服务 (-5.21%)、酒店餐饮 (-4.03%)、军工电子 (-3.55%) 相对上证指数跌幅居前。

图 8：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 9：重点关注细分行业超额情况（%）

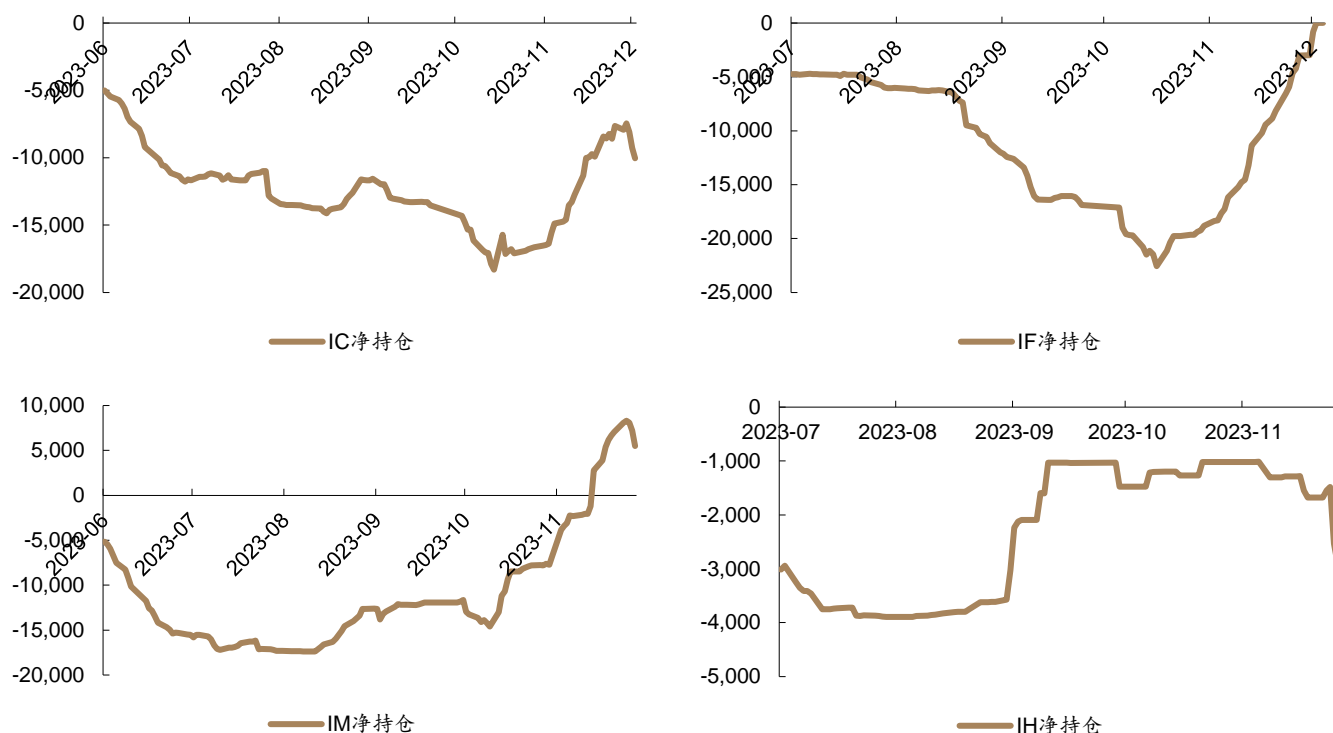


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：IF 逆势改善

本周外资机构期指持仓延续分化，IC、IH、IM 的净持仓再度下行，仅有 IF 净持仓延续改善。

图 10：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（12.11-12.15）海外宏观关注美国 CPI、PPI、零售数据、联储利率决议和 Markit PMI，国内宏观关注社零和失业率数据，产业行业 AIG 环球动漫游戏博览会。

表 2：下周热点

	日期 Date	日期 Weekday	会议/事件/数据
海外宏观	2023-12-12	2	美国末季调 CPI 同比(%)
	2023-12-13	3	美国 PPI 同比(%)
	2023-12-14	4	美国核心零售销售环比(%)
	2023-12-14	4	美国零售销售同比(%)
	2023-12-14	4	美联储利率决议(%)
	2023-12-15	5	美国 Markit 综合 PMI
国内宏观	2023-12-15	5	中国城镇固定资产投资累计同比(%)
	2023-12-15	5	中国社会消费品零售总额累计同比(%)
	2023-12-15	5	中国社会消费品零售总额同比(%)
	2023-12-15	5	中国失业率
产业行业	2023-12-12	2	上海医疗器械创新展
	2023-12-12	2	中国国际绿色低碳产业博览会
	2023-12-15	5	AIG 环球动漫游戏博览会
	2023-12-15	5	中国储能与动力电池展览会

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经营范围包括证券投资咨询业务。