



## 产业经济周报

# 美国通胀有粘性，利率下行阻力大

### 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、美国经济有韧性，服务业和商品通胀有粘性，短期美债长端利率下行可能进入尾声，美债利率下行较快或与交易行为有关，美元短期上行或有阻碍。通过持续关注美国服务业和制造业变化，不同收入水平的居民薪酬数据，能较好观察美国经济和通胀的变化。

2、在美国经济下行的时间窗口，中国的工作重点或转向加速化解风险，加速地产市场化，财政的变化或整体较为平稳。

3、春季躁动或伴随宽信用预期走弱而弱化。春季躁动的弱化或代表本轮需求侧熊市尾声。

4、行业配置：延续跟踪新能源和地产，短期重点关注传媒（内容出海，游戏，电商，教育）和AI（先进封装，hbm，算力国产替代）。

#### ● 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；美联储降息不及预期

## 内容目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 1. 周观点：关注美债利率下行流畅度.....           | 5  |
| 2. 市场复盘：成长转向价值.....               | 6  |
| 2.1. 宽基和因子：中证 1000 较优，融资交易火热..... | 6  |
| 2.2. 产业和行业：金融地产相对较优.....          | 8  |
| 2.3. 外资期指持仓：分化加剧.....             | 9  |
| 3. 下周热点.....                      | 10 |
| 4. 风险提示.....                      | 10 |

## 图表目录

|  |    |
|--|----|
| 图 1: 12 月点阵图隐含 2024 年 3 次降息, 总计 75BP ..... | 5  |
| 图 2: 市场预期 2024 年 6 次降息, 总计 150BP.....      | 5  |
| 图 3: 宽基指数周涨跌幅 (%) .....                    | 7  |
| 图 4: 周度市场因子表现 (%) .....                    | 8  |
| 图 5: 产业周涨跌幅 (%) .....                      | 8  |
| 图 6: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%) .....             | 9  |
| 图 7: 重点关注细分行业超额情况 (%) .....                | 9  |
| 图 8: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手) .....    | 10 |
| <br>                                       |    |
| 表 1: 美联储维持失业率预测值, 下修经济和通胀预测值 .....         | 5  |
| 表 2: 美国零售销售环比走强 (%) .....                  | 6  |
| 表 3: 股指期货基差走势.....                         | 7  |
| 表 4: 下周热点 .....                            | 10 |

## 1. 周观点：关注美债利率下行流畅度

美联储宣布暂停加息，鸽派发言催化降息交易。美联储 12 月 FOMC 确认维持利率 5.25-5.5%，与市场预期一致。点阵图隐含 3 次降息共 75bp，鸽派发言催化乐观情绪，联储开始讨论降息，鲍威尔表示“不会等到通胀回到 2%才降息，那样就太晚了”。市场降息预期较为激进，2024 年 6 次降息，幅度高达 150bp，从 12 月 13 日至 12 月 15 日，10 年期美债收益率下行共 29.5bp，美元指数下跌 1.17%，comex 黄金上涨 2.04%，降息交易火热。

图 1：12 月点阵图隐含 2024 年 3 次降息，总计 75BP

| TARGET RATE | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | LONGER RUN |
|-------------|------|------|------|------|------------|
| 5.500       |      |      |      |      |            |
| 5.375       | 15   | 2    | 1    |      |            |
| 5.250       |      |      |      |      |            |
| 5.125       |      | 1    |      |      |            |
| 5.000       |      |      |      |      |            |
| 4.875       |      | 5    |      | 1    |            |
| 4.750       |      |      |      |      |            |
| 4.625       |      | 6    |      |      |            |
| 4.500       |      |      |      |      |            |
| 4.375       |      | 4    | 1    |      |            |
| 4.250       |      |      |      |      |            |
| 4.125       |      |      | 1    |      |            |
| 4.000       |      |      |      |      |            |
| 3.875       |      | 1    | 4    |      |            |
| 3.750       |      |      |      |      | 1          |
| 3.625       |      |      | 3    | 1    |            |
| 3.500       |      |      |      |      | 2          |
| 3.375       |      |      | 5    | 1    |            |
| 3.250       |      |      |      |      |            |
| 3.125       |      |      | 2    | 4    |            |
| 3.000       |      |      |      |      | 1          |
| 2.875       |      |      | 1    | 4    | 1          |
| 2.750       |      |      |      |      | 1          |
| 2.625       |      |      |      | 4    | 1          |
| 2.500       |      |      |      | 1    | 8          |
| 2.375       |      |      | 1    | 3    | 3          |
| 2.250       |      |      |      |      |            |

资料来源：CME，德邦研究所

图 2：市场预期 2024 年 6 次降息，总计 150BP

| 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 |
| 2024/1/31                                 |         |         |         | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 10.3%   | 89.7%   |
| 2024/3/20                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 6.8%    | 62.7%   | 30.5%   |
| 2024/5/1                                  | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 5.6%    | 52.9%   | 36.1%   | 5.3%    |
| 2024/6/12                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 5.1%    | 48.6%   | 37.7%   | 8.2%    | 0.5%    |
| 2024/7/31                                 | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 4.3%    | 41.9%   | 39.3%   | 12.7%   | 1.7%    | 0.1%    |
| 2024/9/18                                 | 0.0%    | 0.0%    | 3.8%    | 37.4%   | 39.6%   | 15.9%   | 3.0%    | 0.3%    | 0.0%    |
| 2024/11/7                                 | 0.0%    | 2.5%    | 25.9%   | 38.9%   | 24.0%   | 7.4%    | 1.2%    | 0.1%    | 0.0%    |
| 2024/12/18                                | 2.0%    | 21.3%   | 36.3%   | 27.0%   | 10.7%   | 2.4%    | 0.3%    | 0.0%    | 0.0%    |

资料来源：CME，德邦研究所

美联储的预测数据或表明经济仍有韧性。美联储 12 月预测中，上修了 2023 年和 2026 年的实际 GDP 增速，下修了 2024 年的实际 GDP 增速，维持了失业率的预测值，或表明了美国经济仍有韧性。通胀方面，美联储下修了 2023 年-2025 年的 PCE 和核心 PCE，通胀下行预期较强。

表 1：美联储维持失业率预测值，下修经济和通胀预测值

| 项目        | 预测日期 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 长期  |
|-----------|------|------|------|------|------|-----|
| 实际 GDP 增速 | 12 月 | 2.6  | 1.4  | 1.8  | 1.9  | 1.8 |
|           | 9 月  | 2.1  | 1.5  | 1.8  | 1.8  | 1.8 |
| 失业率       | 12 月 | 3.8  | 4.1  | 4.1  | 4.1  | 4.1 |
|           | 9 月  | 3.8  | 4.1  | 4.1  | 4.0  | 4.0 |
| PCE 通胀    | 12 月 | 2.8  | 2.4  | 2.1  | 2.0  | 2.0 |
|           | 9 月  | 3.3  | 2.5  | 2.2  | 2.0  | 2.0 |
| 核心 PCE    | 12 月 | 3.2  | 2.4  | 2.2  | 2.0  | -   |
|           | 9 月  | 3.7  | 2.6  | 2.3  | 2.0  | -   |
| 联邦基金利率    | 12 月 | 5.4  | 4.6  | 3.6  | 2.9  | 2.5 |
|           | 9 月  | 5.6  | 5.1  | 3.9  | 2.9  | 2.5 |

资料来源：美联储，德邦研究所

**11月美国零售销售环比超预期，经济韧性不可忽视。**11月美国零售销售额环比0.3%，预期-0.1%，前值-0.2%；除汽车和加油站外零售环比0.6%，前值0.1%；分项中非耐用品消费环比增幅较高，例如体育用品、业余爱好、书籍及音乐商店+1.3%、保健和个人护理+0.9%。

**加息虽止，降息可期，但降幅是关键，美债利率下行流畅度或有阻碍。**通胀下行是降息预期的主要推动力，经济韧性仍需关注。经济韧性关注失业率，而通胀核心是要看美国劳动力市场供需情况（劳动参与率、移民），若劳动市场的供需缺口长期无法弥合，那降息的幅度或将小于预期，利率下行的深度和速度或有阻碍。

**表 2：美国零售销售环比走强（%）**

| 零售销售额分项环比%           | Nov-23 | Oct-23 | Sep-23 |
|----------------------|--------|--------|--------|
| <b>零售销售额环比</b>       | 0.3    | -0.2   | 0.8    |
| <b>零售销售-汽车与加油站除外</b> | 0.6    | 0.1    | 0.7    |
| 机动车与零件经销商            | 0.5    | -1.1   | 1.1    |
| 家具、家饰、电子产品及家用电器商店    | 0.1    | -0.8   | -0.1   |
| 建材、花园及相关物资经销商        | -0.4   | -0.1   | -0.3   |
| 食品饮料商店               | 0.2    | 0.1    | 0.4    |
| 保健和个人护理产品商店          | 0.9    | 1.6    | 0.9    |
| 加油站                  | -2.9   | -1.2   | 1      |
| 服装与服装饰品商店            | 0.6    | -0.1   | -1.2   |
| 体育用品、业余爱好、书籍及音乐商店    | 1.3    | -0.2   | 0.5    |
| 日用品商店                | -0.2   | -0.2   | -0.3   |
| 杂项商店零售商              | -2     | 0.7    | 4.9    |
| 无店面零售业               | 1      | -0.3   | 1.3    |
| 食品服务与餐饮业             | 1.62   | 0.55   | 1.66   |

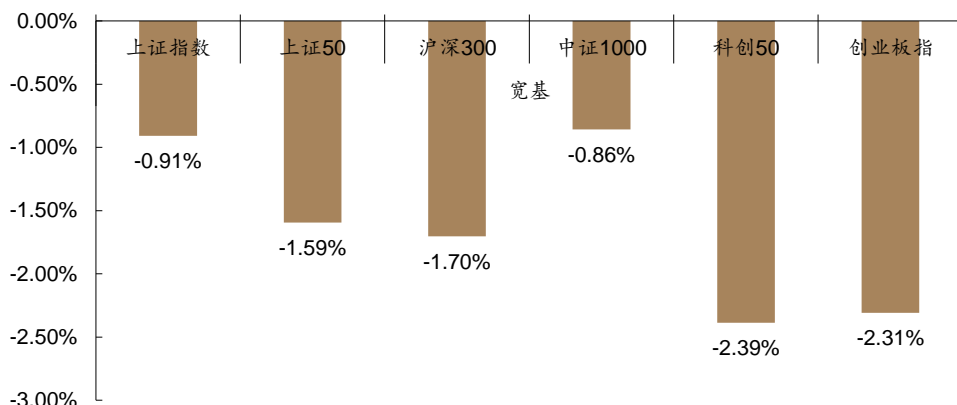
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

## 2. 市场复盘：成长转向价值

### 2.1. 宽基和因子：中证 1000 较优，融资交易火热

**本周(12.11-12.16)市场延续调整，宽基指数全线收跌。**上证指数收跌-0.91%，科创 50 和创业板指跌幅居前，跌幅分别达-2.39%和-2.31%，中证 1000 跌幅相对较小，收跌-0.86%。

图 3：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

当月期指基差转负，股指期货升水。本周股指期货全面收跌，但全线当月由贴水转为升水。IH 和 IF 基差走弱趋势较为明显。

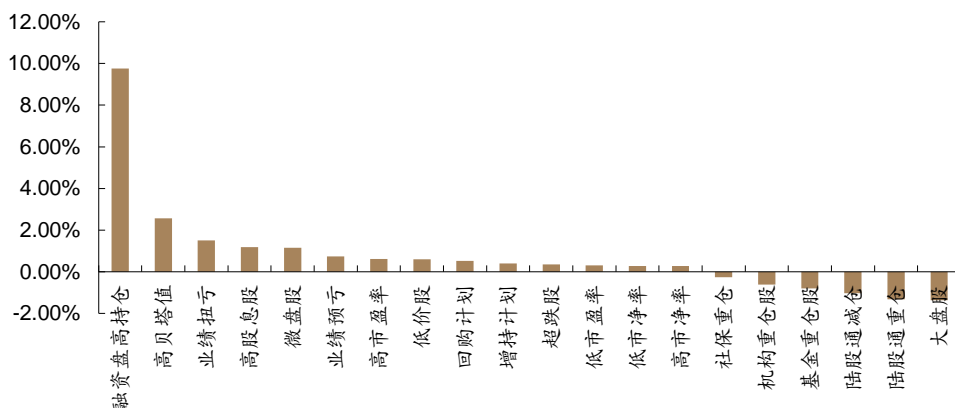
表 3：股指期货基差走势

| 指数     | 合约 | 代码   | 周涨跌幅% | 基差     | 基差走势 |
|--------|----|------|-------|--------|------|
| 上证50   | 当月 | IH00 | -1.35 | -4.11  |      |
|        | 下月 | IH01 | -1.39 | -2.51  |      |
|        | 下季 | IH02 | -1.43 | -6.71  |      |
|        | 隔季 | IH03 | -1.28 | -10.71 |      |
| 沪深300  | 当月 | IF00 | -1.49 | -4.65  |      |
|        | 下月 | IF01 | -1.56 | -1.05  |      |
|        | 下季 | IF02 | -1.52 | -1.85  |      |
|        | 隔季 | IF03 | -1.35 | 3.15   |      |
| 中证500  | 当月 | IC00 | -0.85 | -6.21  |      |
|        | 下月 | IC01 | -0.90 | 18.59  |      |
|        | 下季 | IC02 | -0.75 | 49.99  |      |
|        | 隔季 | IC03 | -0.73 | 127.99 |      |
| 中证1000 | 当月 | IM00 | -0.88 | -4.60  |      |
|        | 下月 | IM01 | -1.18 | 48.60  |      |
|        | 下季 | IM02 | -1.19 | 106.60 |      |
|        | 隔季 | IM03 | -1.15 | 192.80 |      |

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，融资高持仓继续活跃。融资盘高持仓延续活跃，高贝塔值个股收涨，因子表现与上周相似。

图 4：周度市场因子表现 (%)

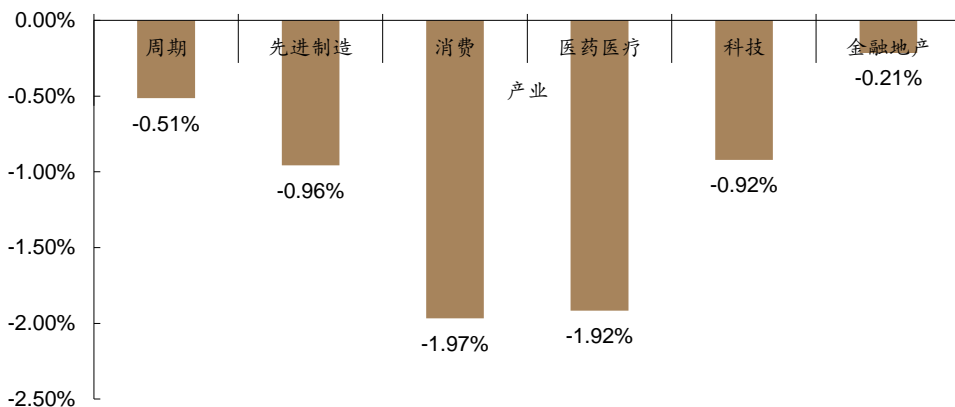


资料来源：ifind，德邦研究所

## 2.2. 产业和行业：金融地产相对较优

从产业层面来看，全线收跌，金融地产跌幅较小。消费 (-1.97%)、医药医疗 (-1.92%) 领跌，科技 (-0.92%) 本周收跌，金融地产 (-0.21%) 跌幅较小。

图 5：产业周涨跌幅 (%)

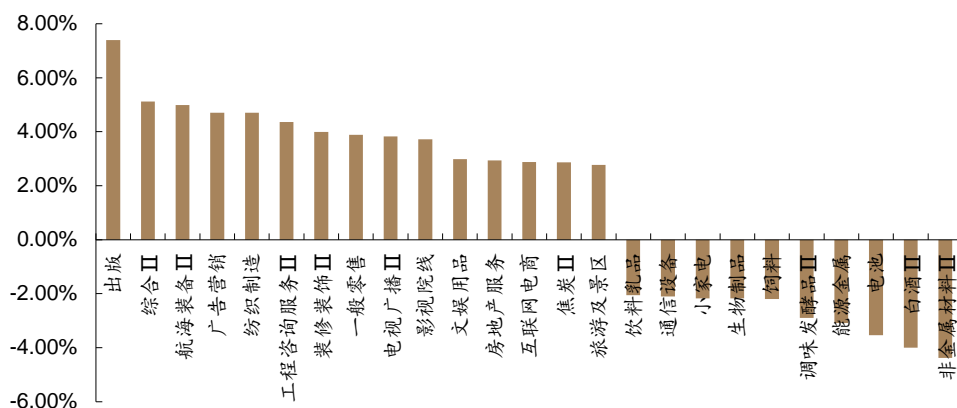


资料来源：ifind，德邦研究所

细分行业层面，出版和综合相对收益领先。从超额表现来看：出版 (+7.40%)、综合 (+5.12%)、航海装备 (+4.98%) 相对上证指数涨幅领先；非金属材料 (-4.38%)、白酒 (-4.00%)、电池 (-3.54%) 相对上证指数跌幅居前。

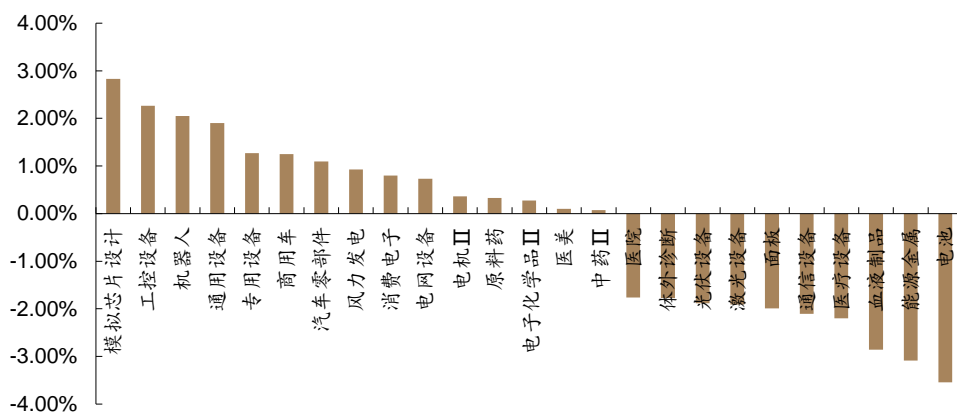


图 6：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

图 7：重点关注细分行业超额情况（%）

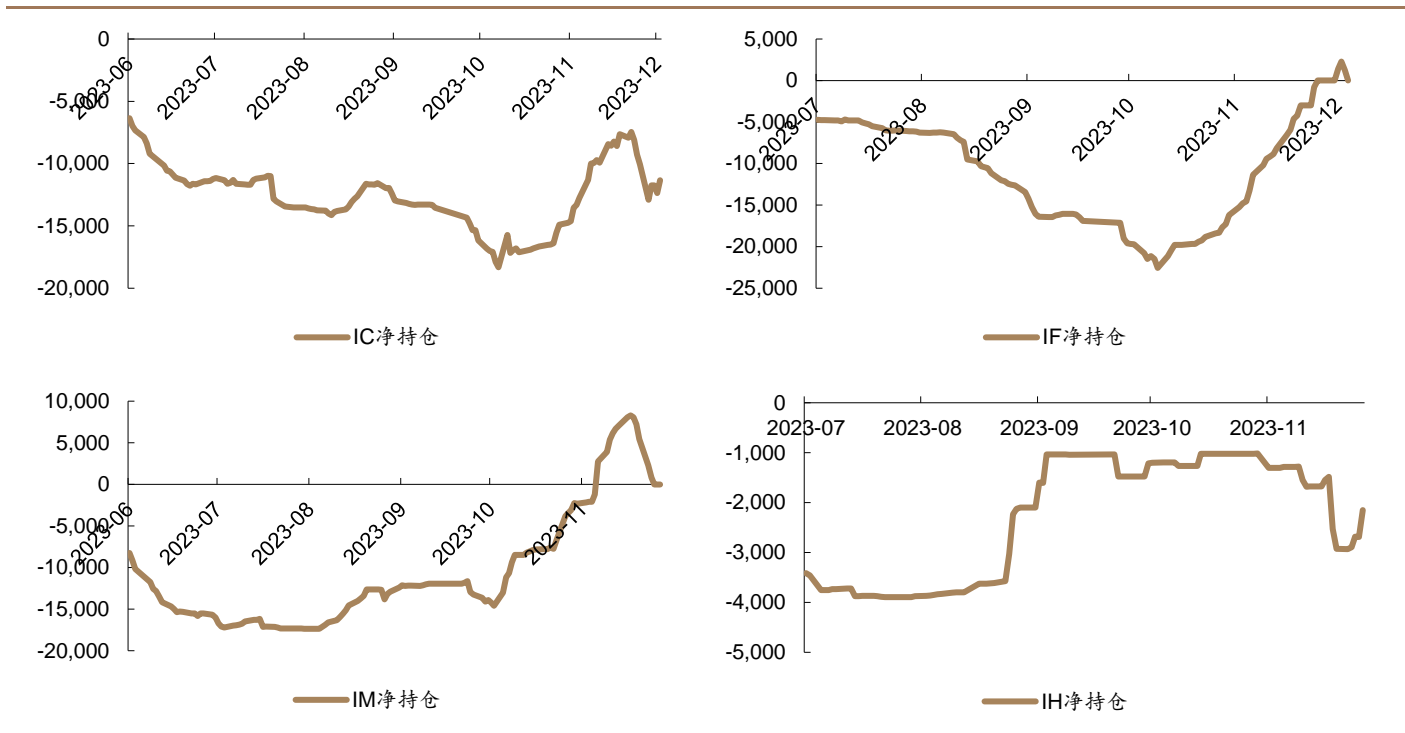


资料来源：ifind，德邦研究所

### 2.3. 外资期指持仓：分化加剧

本周外资机构期指持仓分化加剧，IC、IH 净持仓上行，IF 和 IM 净持仓下行。

图 8：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（12.18-12.22）宏观数据重点关注国内 LPR 公布，美国核心 PCE 同比数据。产业层面，关注开源产业生态大会。

表 4：下周热点

|      | 日期         |         | 会议/事件/数据           |
|------|------------|---------|--------------------|
|      | Date       | Weekday |                    |
| 海外宏观 | 2023/12/20 | 3       | 美国成屋销售年化环比(%)      |
|      | 2023/12/21 | 4       | 美国核心 PCE 物价指数同比(%) |
| 国内宏观 | 2023/12/20 | 3       | 中国央行贷款市场报价利率(LPR)  |
|      | 2023/12/19 | 2       | 2023 年开源产业生态大会     |
| 产业行业 | 2023/12/19 | 2       | 2023 全球自动驾驶峰会      |
|      | 2023/12/20 | 3       | 2023 百度云智大会·智算大会   |

资料来源：ifind、财联社，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；美联储降息不及预期

# 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：<br>以报告发布后的6个月内的市场表现<br>为比较标准，报告发布日后6个月内<br>的公司股价（或行业指数）的涨跌幅<br>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：<br>A股市场以上证综指或深证成指为基<br>准；香港市场以恒生指数为基准；美<br>国市场以标普500或纳斯达克综合指<br>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。