



产业经济周报

关注地产的自然均衡与加速全球化

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、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。地产周期平滑，或不需太多政策工具支持，地产系回归平衡点后将为中国全球化提供更好的宏观环境。

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弱势表现接近尾声。

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，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：美国经济有韧性，利率下行有阻碍	5
2. 市场复盘：成长转向价值	6
2.1. 宽基和因子：大盘相对较优	6
2.2. 产业和行业：科技领跌.....	8
2.3. 外资期指持仓：外资机构持仓趋稳	9
3. 下周热点.....	10
4. 风险提示.....	10

图表目录

图 1: 宽基指数周涨跌幅 (%)	7
图 2: 周度市场因子表现 (%)	8
图 3: 产业周涨跌幅 (%)	8
图 4: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 5: 重点关注细分行业超额情况 (%)	9
图 6: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	10
表 1: 美国 11 月 PCE 通胀分项表现.....	5
表 2: 美国 11 月 PCE 实际个人消费分项情况	6
表 3: 股指期货基差走势	7
表 4: 下周热点	10

1. 周观点：美国经济有韧性，利率下行有阻碍

美国 PCE 通胀不及预期，核心 PCE 通胀继续下行。美国 11 月 PCE 环比-0.1%，预期 0%，同比 2.6%，预期 2.8%；核心 PCE 环比 0.1%，预期 0.2%，同比 3.2%，预期 3.3%。分项来看，能源通胀下行幅度加深；核心商品通胀同环比增速下行，非耐用品通胀下行快于耐用品通胀，耐用品中的二手车通胀环比 1.6%；核心服务通胀环比增速持平，住宅环比增速上行。

表 1：美国 11 月 PCE 通胀分项表现

分项	权重%	环比%			同比%		
		2023/11	2023/10	2023/9	2023/11	2023/10	2023/9
PCE	100.0	-0.1	0.0	0.4	2.6	2.9	3.4
食品	7.7	-0.1	0.2	0.3	1.8	2.4	2.7
能源	2.4	-5.6	-4.6	2.4	-9.9	-6.4	2.2
核心 PCE	88.2	0.1	0.2	0.3	3.2	3.4	3.6
核心商品	22.9	-0.4	0.0	-0.1	0.1	0.3	0.2
耐用品	11.7	-0.4	-0.3	-0.1	-2.1	-2.2	-2.3
新车	2.0	-0.1	-0.1	0.3	1.4	1.9	2.6
二手车	1.3	1.6	-0.8	-2.5	-3.7	-7.1	-8.0
家具	2.5	-1.2	-0.2	-0.4	-2.8	-2.2	-2.7
娱乐商品	3.7	-1.2	-0.4	1.2	-4.1	-4.3	-4.3
其他耐用品	1.5	-0.5	0.2	-0.8	0.2	1.4	0.6
非耐用品	11.2	-0.9	-0.3	0.3	0.7	1.6	2.7
服装	2.7	-1.4	0.0	-0.6	1.1	2.5	2.4
其他非耐用品	8.5	0.0	0.5	0.0	3.0	3.1	3.0
核心服务	67.0	0.2	0.2	0.5	4.1	4.3	4.6
住宅	15.5	0.5	0.4	0.5	6.7	6.9	7.2
房租	3.5	0.5	0.5	0.5	6.9	7.2	7.4
设算租金	11.8	0.5	0.4	0.6	6.7	6.8	7.1
医疗服务	16.2	0.1	0.4	0.0	2.4	2.3	2.1
运输服务	3.3	1.1	0.5	1.4	6.1	4.5	5.0
休闲服务	3.8	0.2	0.2	0.6	4.4	5.3	5.8
餐饮住宿	7.6	0.2	0.0	0.8	4.6	4.7	6.0
金融服务	7.0	-0.2	-0.3	0.5	2.8	3.9	4.3
其他服务	8.2	0.0	0.1	0.1	3.0	3.5	3.7

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

美国 11 月 PCE 实际个人消费环比增速符合预期。美国 11 月 PCE 实际个人消费支出环比 0.3%，与预期表现一致。分项来看，食品消费走强，能源消费走弱；核心 PCE 实际个人消费支出同环比皆有上行，环比 0.4%，同比 3.1%；核心商品消费强于核心服务消费，耐用品消费强于非耐用品消费。

通胀不及预期，消费表现强劲，美国经济韧性犹存，美债下行或将受阻。通胀的不及预期强化了市场的降息预期，但经济的韧性将决定降息的幅度，我们再次强调，降息可期，降幅是关键的观点，若降幅在经济韧性和通胀粘性的支撑下不及预期，那反转交易的可能性值得警惕。

表 2：美国 11 月 PCE 实际个人消费分项情况

分项	权重%	环比%			同比%		
		2023/11	2023/10	2023/9	2023/11	2023/10	2023/9
PCE	100.0	0.3	0.1	0.4	2.7	2.0	2.1
食品	7.4	0.5	-0.1	0.1	0.1	-0.6	-0.6
能源	2.0	-1.7	0.5	-0.9	1.5	1.9	1.1
核心 PCE	89.0	0.4	0.1	0.4	3.1	2.3	2.4
核心商品	25.7	0.8	-0.4	1.0	5.0	2.8	3.7
耐用品	13.3	0.9	-0.5	1.0	6.7	3.3	5.1
新车	2.0	-0.3	-2.1	2.0	-0.3	-4.3	1.5
二手车	1.2	-1.3	1.3	1.1	9.6	11.3	12.1
家具	2.7	1.6	-0.8	0.5	3.1	-0.1	1.8
娱乐商品	5.2	1.9	-0.4	0.8	13.5	8.3	8.8
其他耐用品	1.8	1.6	-0.4	0.9	3.9	0.3	0.7
非耐用品	12.4	0.3	-0.1	0.4	2.0	1.1	1.1
服装	3.3	1.4	-0.5	0.3	1.6	-0.9	-0.7
其他非耐用品	9.1	0.4	-0.1	1.2	3.9	3.3	3.3
核心服务	65.2	0.2	0.2	0.2	2.2	2.1	1.9
住宅	14.3	0.1	0.1	0.1	1.2	1.1	1.1
房租	3.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.8	0.7
设算租金	11.0	0.1	0.1	0.1	1.3	1.2	1.2
医疗服务	17.0	0.1	0.3	0.5	4.6	5.2	5.5
运输服务	3.0	-0.6	0.3	1.3	2.8	0.4	-0.3
休闲服务	3.8	0.2	-0.1	-0.9	2.5	2.8	3.2
餐饮住宿	7.0	1.3	0.6	1.1	4.9	3.1	2.7
金融服务	6.7	0.6	-0.4	-1.2	0.7	0.8	1.2
其他服务	8.6	-0.3	0.6	1.2	1.0	1.3	0.2

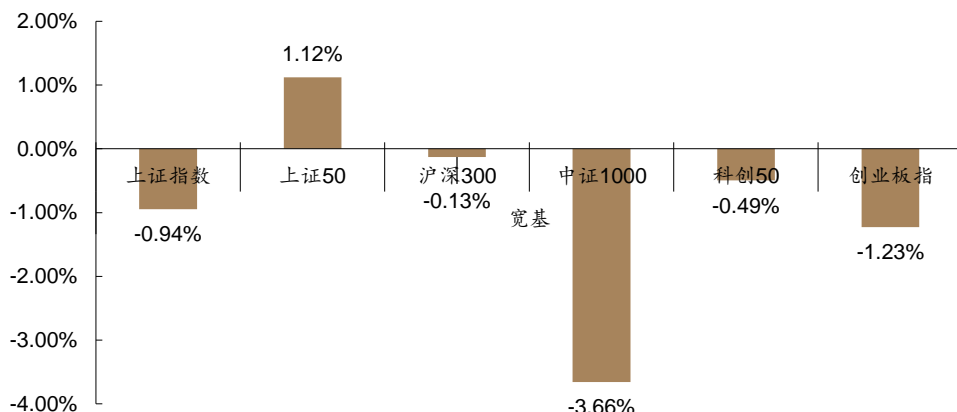
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

2. 市场复盘：成长转向价值

2.1. 宽基和因子：大盘相对较优

本周（12.18-12.22）市场延续调整，宽基指数分化，上证 50 逆势上行。上证指数收跌-0.94%，中证 1000 跌幅居前，跌幅达-3.66%，创业板指收跌-1.23%、科创 50 收跌-0.49%、沪深 300 收跌-0.13%。

图 1：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货基差分化，大盘优于小盘。本周股指期货分化，IH 和 IF 收涨，IC 和 IM 收跌，仅有 IM 贴水，IH 和 IF 基差持续走阔，升水更加明显。

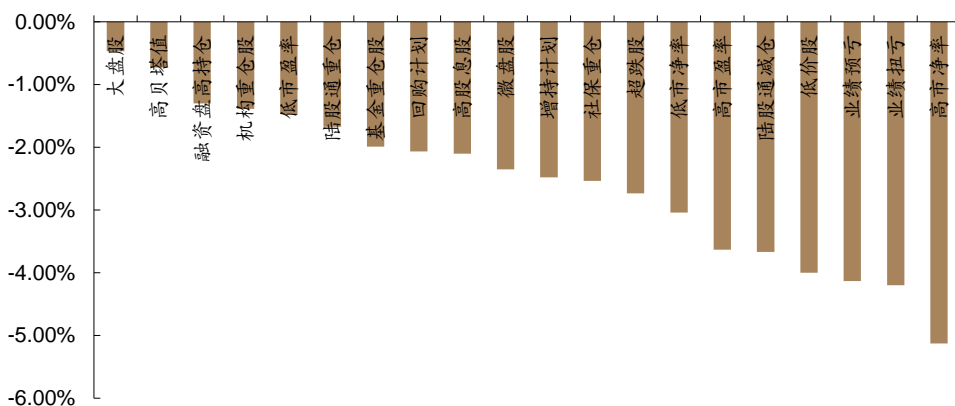
表 3：股指期货基差走势（基差单位：点）

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	1.51	-7.70	
	下月	IH01	1.75	-13.10	
	下季	IH02	1.84	-20.50	
	隔季	IH03	1.71	-21.10	
沪深300	当月	IF00	0.31	-10.77	
	下月	IF01	0.47	-16.17	
	下季	IF02	0.67	-25.37	
	隔季	IF03	0.91	-26.37	
中证500	当月	IC00	-1.92	-10.71	
	下月	IC01	-2.08	-1.91	
	下季	IC02	-1.68	9.69	
	隔季	IC03	-1.38	72.89	
中证1000	当月	IM00	-2.96	11.11	
	下月	IM01	-3.36	34.71	
	下季	IM02	-2.80	56.71	
	隔季	IM03	-2.85	147.91	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，全部因子收跌。大盘股、高贝塔值和融资盘高持仓相对抗跌，高市净率、业绩扭亏、业绩预亏和低价股跌幅居前。

图 2：周度市场因子表现 (%)

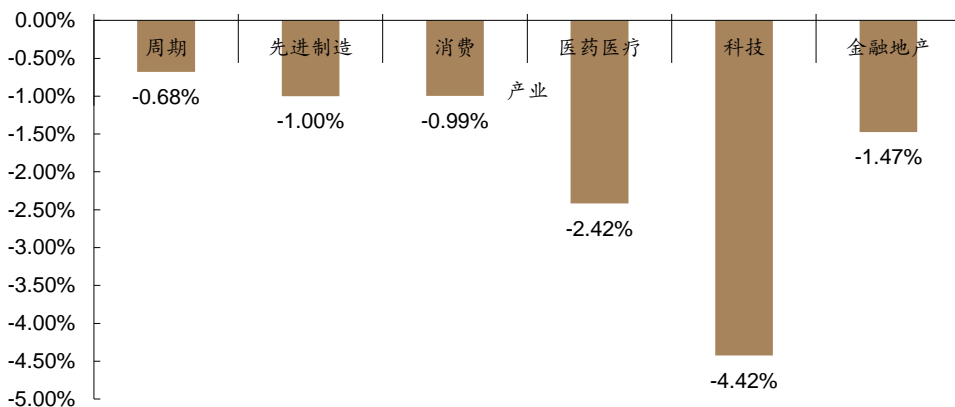


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：科技领跌

从产业层面来看，全线收跌，科技领跌。科技 (-4.42%)、医药医疗 (-2.42%) 领跌，金融地产 (-1.47%) 本周收跌，周期 (-0.68%) 跌幅较小。

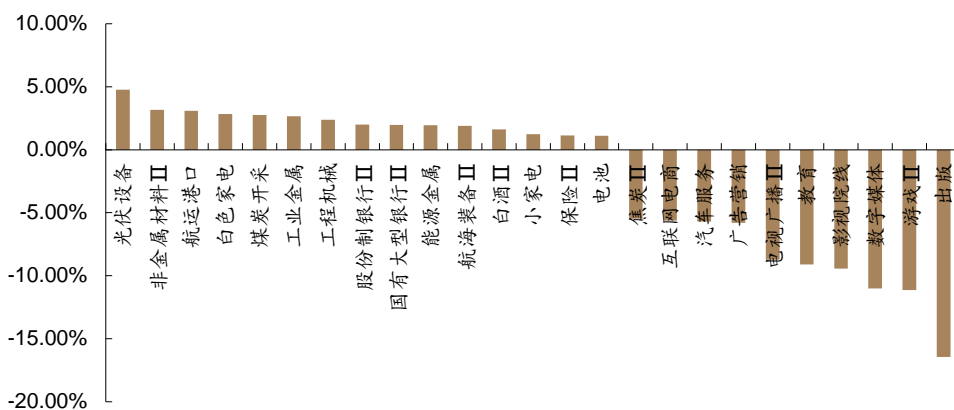
图 3：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

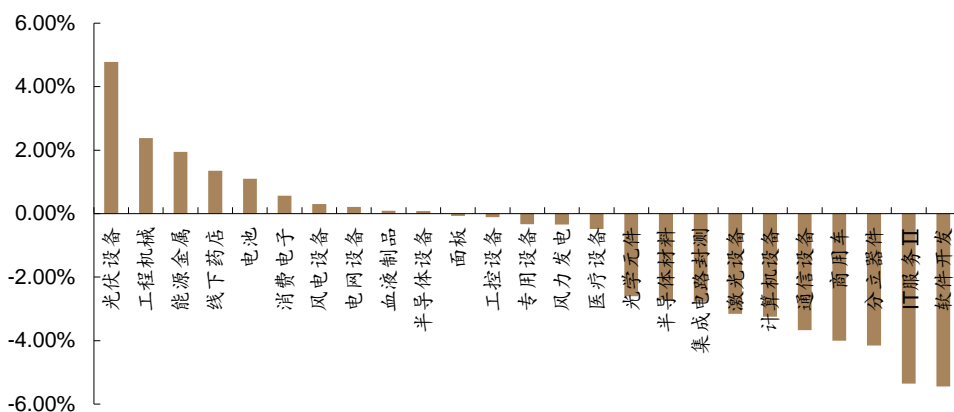
细分行业层面，新能源反弹，游戏传媒回调。从超额表现来看：光伏设备 (+4.78%)、非金属材料 (+3.16%)、航运港口 (+3.10%) 相对上证指数涨幅领先；出版 (-16.45%)、游戏 (-11.13%)、数字媒体 (-11.02%) 相对上证指数跌幅居前。

图 4：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 5：重点关注细分行业超额情况（%）

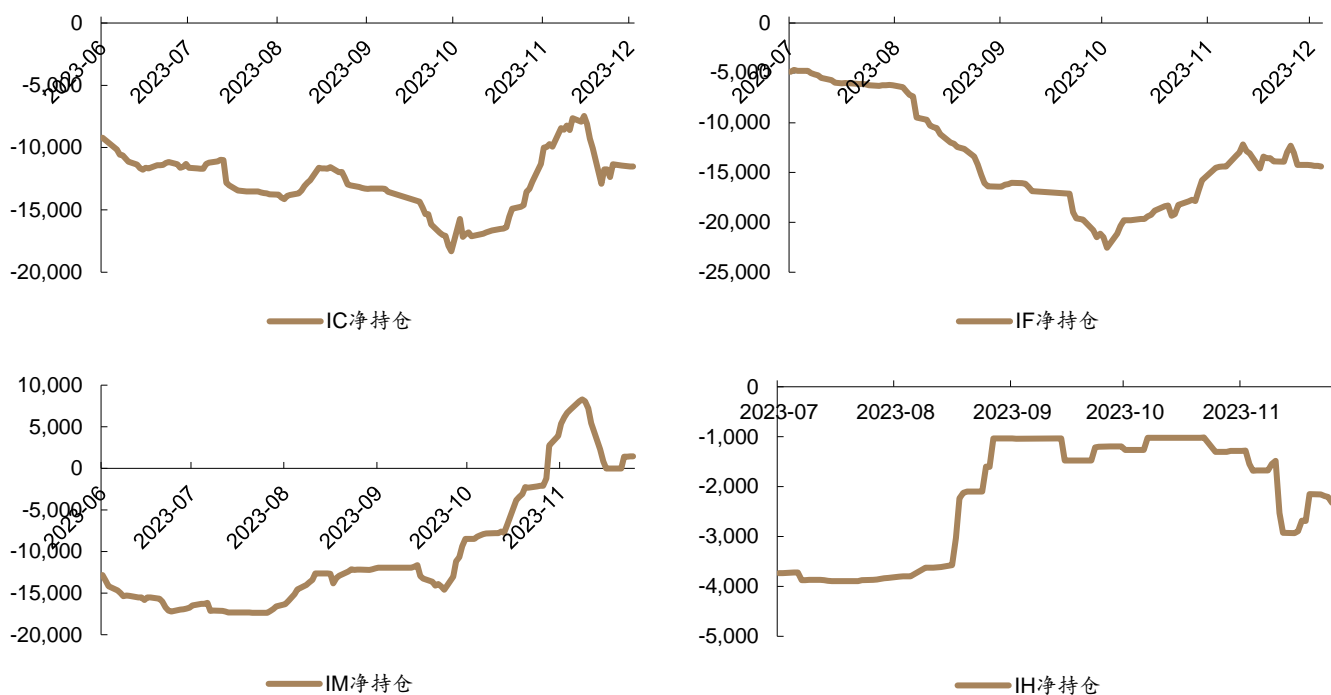


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：外资机构持仓趋稳

本周外资机构期指持仓趋稳，仅有 IH 净持仓小幅恶化，IC、IF、IM 本周净持仓变化较小。

图 6：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（12.25-12.29）宏观数据重点关注国内工业企业利润情况，美国 FHFA 房价指数。产业层面，关注日本首个数字证券交易。

表 4：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2023/12/26	2	美国 FHFA 房价指数同比(%)
	2023/12/28	4	美国初请失业金人数
国内宏观	2023/12/27	3	中国规模以上工业企业利润累计同比(%)
	2023/12/25	1	日本首个数字证券交易
产业行业	2023/12/27	3	首届中国短剧全球化峰会
	2023/12/27	3	杭州国际跨境电商博览会

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： 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。