



产业经济年度报告

全球利润新格局，内外循环新机遇

产业经济年度策略（宏观篇）

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：

● 美国长期：美元美债全球定价体系或将走弱

美元美债成为全球资产定价的锚，本质是因为美国全球利润分配中占据强势地位。但当前摩尔定律放缓，美国利润分配能力弱化，贸易逆全球化也隐含了货币逆全球化，全球多极化发展冲击美元信用。

● 美国短期：美国经济或将均衡发展，科技、制造、地产齐头并进，通胀无论从总量还是结构层面都具有较高粘性

美国经济或将维持韧性，科技、制造和地产均衡发展。通胀或将维持高位，总量层面，美国劳动力缺口或难弥合，当前劳动力需求接近疫情前水平，劳动力供给中主要增量部分的劳动参与率已然接近历史高位；结构层面，海外半导体周期回暖，服务业通胀有上行动力，中低收入人群维持较高收入增长水平，商品通胀有下行阻力，美国科技、制造、地产均衡发展的模式也进一步支撑通胀维持高位。

● 中国长期：中国或逐渐走出债务周期，走向产业周期

地产和消费长期上行周期或没有结束。外部科技周期迭代放缓，中国把握追赶替代的时代机遇，产业升级具有可行性；内部债务驱动增长的势头或将渐弱，制造业发展催化新动能的必要性提升。此轮地产周期下行后，全要素价格有所下修，中国有望全面加速全球化进程。

● 中国短期：通缩机制终结，内外价差催化全力出海

从内部来看，本轮地产下行周期进入尾声，地产加速市场化，房价下行或是最后一环，中性预期下我们测算的地产均衡点或落在2024年一季度，地产企稳可期，通缩机制终结，经济底逐渐清晰；从外部来看，内外价差依旧较大，出口有望延续量增，叠加内部通缩改善，量价齐升的宏观环境或将催化企业全力出海。

● 产业策略：全球利润新格局，把握双循环机遇

2024年有望成为制造业大年和中国全球化加速的一年，重点看好金铜、冶炼、化工、机械、电力设备；其次看好地产、股份行、家电、汽车、原油、传媒及AI应用、华为链。在美元逆全球化的时代背景下，2024年美国经济的韧性和通胀粘性值得关注，大类资产高波动，金、铜、油优势显著。权益市场关注参与“内外双循环”的产业机遇，看好“外循环”出海且具有价格弹性的中间品、汽车及零部件、国企出海、消费出海、传媒出海和医药出海，“内循环”先稳后增的地产、银行和数据要素。

● 风险提示：2024年是全球大选年，地缘政治事件风险不可忽视；美联储加息虽止，但降息预期的博弈或加剧市场波动；房价续跌，居民信心受损。

内容目录

1. 美国长期：美元美债全球定价体系或将走弱	5
1.1. 强美元如何形成?	5
1.2. 强美元、美债“全球无风险利率”的模式在弱化.....	7
1.2.1. 美国全球利润分配能力走弱是核心因素	7
1.2.2. 石油美元体系并不稳固	8
1.2.3. 美国的财政赤字和债务水平的不断上升，冲击美元信用	9
1.2.4. 全球多极化对美元体系的挑战	10
2. 美国短期：经济或有韧性，通胀仍具粘性	12
3. 中国长期：从债务周期到产业周期.....	16
4. 中国短期：通缩机制终结，全力出海在即	18
4.1. 内需不足叠加高端制造产能过剩引起通缩.....	18
4.2. 地产下行或已接近尾声.....	22
4.3. 提升全要素生产率，创新要素发力	28
5. 产业策略：全球利润新格局，把握双循环机遇.....	29
6. 风险提示.....	30
信息披露.....	31

图表目录

图 1: 2000 年之前美国企业在全美利润分配中表现强势	6
图 2: 2021 年全球主要国家或地区价值链位置指数 (GVC-Position)	6
图 3: “强美元”体系由表入里的构成	6
图 4: PL 口径下美国 GVC-Position 从 2019 年以来出现下滑	7
图 5: 美国 Triadic 专利数量从 2013 年后有所下降 (件)	8
图 6: 美国核心产业全球 GVC 价值地位小幅下行	8
图 7: 石油输出国在 2023 年以来的美债持仓震荡下滑 (单位: 十亿美元)	8
图 8: 美国债务增长斜率陡峭, 远超法定限额 (美元)	9
图 9: 美债海外购买主体减少	9
图 10: 中国和日本在美债海外持有者中的比重持续下降, 石油输出国在 2020 年后也出现持仓占比下滑	9
图 11: CBO 预测强制支出和利息净额将持续攀升 (占比 GDP%)	10
图 12: 美国赤字规模占比 GDP 比重易上难下 (%)	10
图 13: 美国: 全球化指数下行, 其中贸易和经济全球化下行明显	10
图 14: 熊猫债发行情况 (亿元)	11
图 15: 各国去美元化进程持续推进	11
图 16: 除美国外, 全球十大黄金储备国近年来多增持黄金 (单位: 吨)	12
图 17: 5 年后美元在总储备中的占比预期	12
图 18: 5 年后黄金在总储备中的占比预期	12
图 19: 美国劳动力缺口仍未弥合, 离疫情前水平仍有距离	13
图 20: 劳动力供给中主要边际增量已接近历史峰值 (%)	13
图 21: 美国休闲住宿业劳动力供需不平衡	14
图 22: 美国高端服务劳动力供需不平衡	14
图 23: 美国制造业整体供需不平衡 (%)	14
图 24: 生产和非管理人员的平均时薪增速与全部员工收入增速逐渐同步 (%)	15
图 25: 半导体周期叠加服务业通胀, 半导体周期上行或进一步推升服务业通胀 (%)	15
图 26: 半导体周期回暖助推美国信息员工薪资上行 (%)	16
图 27: 信息业员工薪资远高于服务业整体水平	16
图 28: 中国债务周期与地产周期基本同步	17
图 29: 居民部门杠杆率上行, 利率中枢维稳	17
图 30: 经济增长或逐渐脱离债务驱动	18

图 31: 经济结构或从地产基建向制造业转型 (%)	18
图 32: 出口量价背离	19
图 33: 出口价格与进口价格背离	19
图 34: 人民币实际有效汇率和名义有效汇率走势分化	19
图 35: 出口价格与实际有效汇率走势更接近	19
图 36: 从产能利用率下行到价格下行再到利润下行 (%)	20
图 37: 本轮产能利用率下行伴随制造业投资下行 (%)	20
图 38: 分行业出口价格指数走势, 中下游是本轮出口价格下行的主动力	20
图 39: 中上游价格改善是因为国内工业生产在 2023 年下半年开始改善 (%)	21
图 40: 高端制造投资增速较高, 但产出较少 (%)	21
图 41: 部分高端制造业 Capex 增速来到历史低位	22
图 42: 美国地产的正向传导: 房价→房企信贷→居民杠杆→房价进一步上行 (%)	22
图 43: 房住不炒政策后, 中国地产传导反向: 抑制地产融资→拿地减少→房价下行 (%)	23
图 44: 从二三线城市房价向一线城市房价传导 (%)	23
图 45: 房价上涨预期下行, 期房与现房销售比接近历史低位水平	24
图 46: 日本居民杠杆见顶后房价下行	24
图 47: 美国居民杠杆见顶后房价下行	24
图 48: 中国居民杠杆率到达 63.8%高位, 房贷需求明显降速 (%)	25
图 49: 日本房价从 1991 年高点回落了 46%	25
图 50: 美国房价从 2006 年高点回落了 39%	25
图 51: 日本在全球化期间被美国贸易制裁	26
图 52: 可比国家地产均衡阶段的开工强度	26
图 53: 2011 年至 2014 年期间信用扩张, 但本轮信用扩张不够通畅 (%)	27
图 54: 2010 年至 2011 年的核心问题在于供给过剩 (%)	28
图 55: 2010 年-2014 年利率中枢稳定, 当前利率中枢明显下移	28
图 56: 中国全要素生产率指数较美日韩有所下滑	29
图 57: 关注海外营收占比高位的行业	29
图 58: 关注价格跌幅较多, 处于价格洼地, 数量增幅明显的行业	30
图 59: 关注金铜油和内外双循环方向	30
表 1: 地产和化债相关政策持续发力	27

1. 美国长期：美元美债全球定价体系或将走弱

美元美债成为全球资产定价的锚，本质是因为美国全球利润分配中的强势地位，美债和企业利润良性循环，美元全球化，长端美债获得“资产定价之锚”的称谓。但当美国利润分配能力弱化后，这一正向循环或将被打破。

1.1. 强美元如何形成？

美国经济的实力。美国是世界上最大的经济体，拥有强大的工业、农业、服务业和科技创新能力，提供了大量的优质商品和服务，吸引了各国的消费需求和投资需求。美国的经济规模和竞争力为美元提供了坚实的基础和信誉。

美元与黄金的脱钩。在 1944 年的布雷顿森林体系中，美元与黄金挂钩，成为国际储备货币的主要选择。但是，随着黄金供给约束、美国的贸易逆差和通胀的加剧，美元与黄金的固定汇率制度遭到了挑战。1971 年，美国总统尼克松宣布取消美元与黄金的兑换，结束了布雷顿森林体系。这一举措使得美元摆脱了黄金的约束，可以根据市场的供求自由浮动，也使得美国可以通过货币政策来应对财政赤字和经济危机。

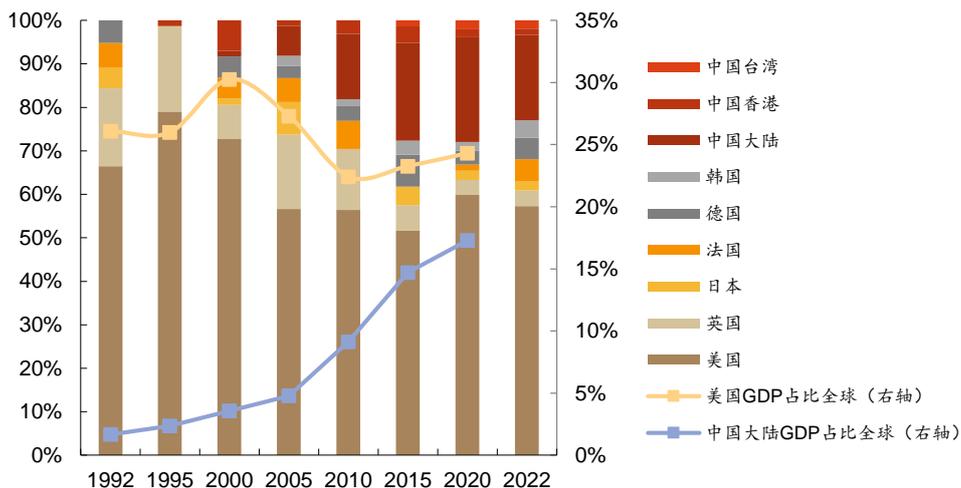
石油美元体系的建立。1973 年，美国与沙特阿拉伯等石油输出国达成了一项协议，规定石油只能以美元结算，而其他国家必须用美元购买石油。这一协议使得美元成为了国际石油市场的唯一货币，也使得其他国家需要储备大量的美元来保证石油的供应。石油是世界上最重要的战略资源，对于经济发展至关重要。因此，石油美元体系极大地增强了美元的国际地位和影响力。

全球贸易自由化的推动。美国是全球贸易自由化的主要倡导者和受益者，通过与其他国家和地区签订自由贸易协定，降低了贸易壁垒，扩大了市场准入，促进了商品和服务的流通。美国的跨国公司在全球范围内开展了广泛的业务，将美元作为主要的结算货币。同时，美国也是全球最大的消费市场，吸引了来自世界各地的出口商品，也使得美元成为了全球贸易的重要货币。

金融自由化的实施。美国金融市场发达且开放，提供了多样化和创新的金融产品和服务，吸引了大量的国际资本的流入和流出。美国的金融市场具有高度的流动性、透明度和效率，为投资者提供了高回报和低风险的选择。美国的金融市场也是全球金融体系的重要组成部分，美元是国际金融交易的主要媒介。美国的金融自由化使得美元的国际流通性和可兑换性得到了极大的提高。

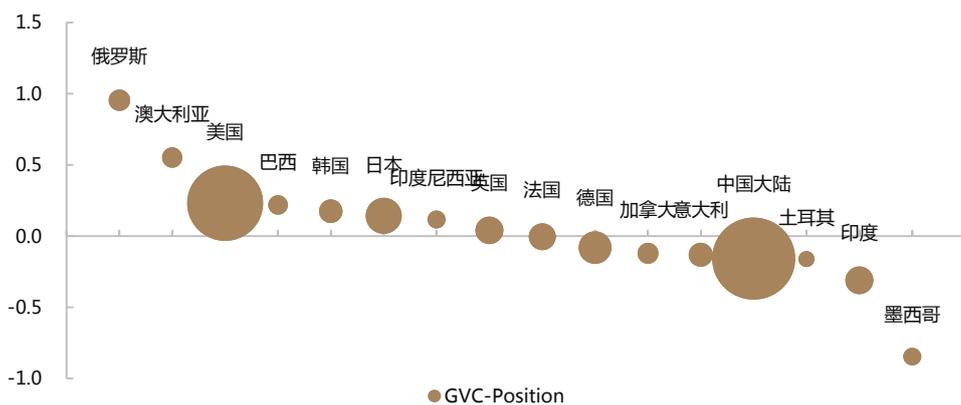
美国利润分配的强势。美国处于全球价值链的上游，在全球价值链中的地位较高。我们统计了 1992 年以来，全球净利润 Top50 的上市公司，按国家分类可以看出，美国在 1992 年至 2000 年期间有接近垄断的实力，全球 Top50 公司净利润中美国公司净利润占比能高达 70% 左右。同时根据全球价值链位置指数（GVC-Position）来看，美国位于全球价值链的上游。

图 1：2000 年之前美国企业在全世界利润分配中表现强势



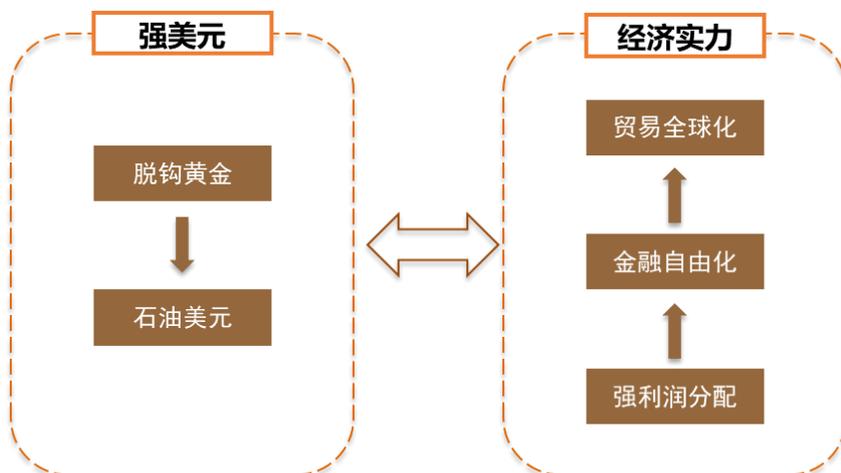
资料来源：Bloomberg、wind，德邦研究所（年份为财年）

图 2：2021 年全球主要国家或地区价值链位置指数（GVC-Position）



资料来源：世界银行 WITS 数据库，德邦研究所

图 3：“强美元”体系由表入里的构成



资料来源：德邦研究所绘制

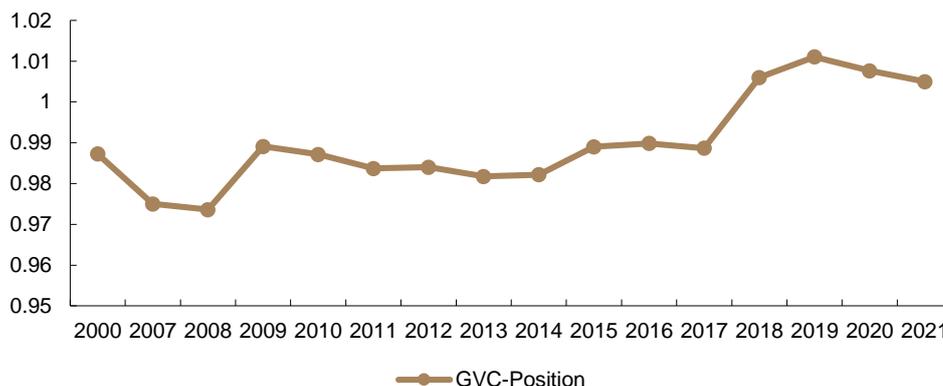
1.2. 强美元、美债“全球无风险利率”的模式在弱化

上文我们由表入里分析了美国的经济实力、美元的国际储备货币地位、政治影响力、金融创新和美国企业利润分配能力等因素，是如何支撑起美元的全球霸权的。然而，这些因素并不是永恒不变的，随着世界格局的变化，强美元体系也面临着巨大的挑战和风险。我们将要分析强美元形成的部分因素正在弱化，以及强美元体系可能会瓦解的原因。

1.2.1. 美国全球利润分配能力走弱是核心因素

美国企业在全球市场的竞争力边际下行。若一国某部门主要是为其他国家提供原材料或中间品，则位于全球价值链上游，前向 GVC 参与度将大于后向 GVC 参与度；反之，若一国某部门位于下游环节，进口大量中间品，则后向 GVC 参与度大于前向 GVC 参与度。因此，一国 GVC 分工地位指数越高，则表示一国在价值链中地位越高。美国企业在全世界市场的份额和利润率都有所下降，美国企业面临着来自中国、韩国、日本等国家的激烈竞争。

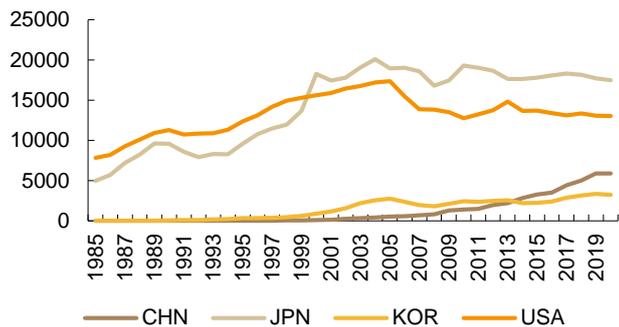
图 4：PL 口径下美国 GVC-Position 从 2019 年以来出现下滑



资料来源：UIBE，德邦研究所

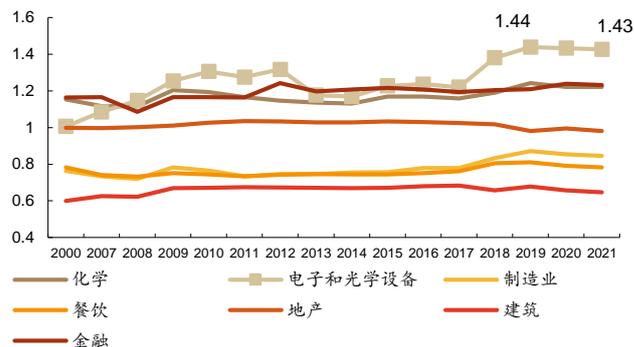
美国专利数量下降，核心产业在全球价值链中的地位有所下行。科技作为美国的核心产业影响着美国经济发展的速度，科研专利作为科技的“摇篮”为科技进步持续注入新动能，而美国企业在全世界专利申请和授权的数量有所下降，从 2013 年的 14830 个 Triadic 专利数，降至 2020 年的 13040 个，降幅达 12%。从全球价值链视角来看，美国的电子和光学设备行业无论在美国国内还是全世界范围内的地位较高，是名副其实的美国核心产业，但其 GVC-Position 在 2019 年冲高后连续两年小幅下滑，核心产业的价值地位下降或成为美国在全球利润分配走弱的重要推动力。

图 5：美国 Triadic 专利数量从 2013 年后有所下降（件）



资料来源：OECD，德邦研究所

图 6：美国核心产业全球 GVC 价值地位小幅下行



资料来源：tradeconomics，德邦研究所

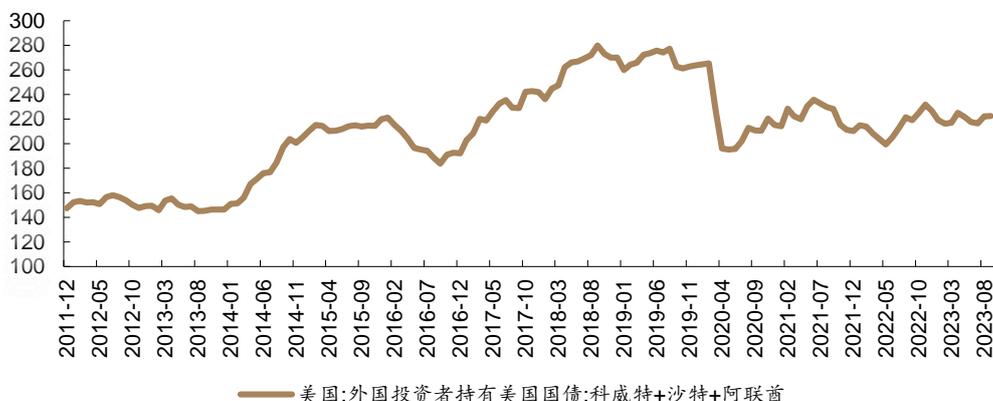
美国企业的市场优势削弱。美国企业在全球市场的市场优势主要来自于美国的强大的消费需求、广泛的市场渗透和强劲的品牌影响力等因素。然而，近年来，美国的消费需求受到疫情、贸易摩擦、债务危机等因素的影响，美国的市场渗透受到其他国家的保护主义和反垄断政策的制约，美国的品牌影响力受到其他国家的消费者情绪的冲击。SAP Emarsys 客户忠诚度指数显示，2023 年美国品牌的客户忠诚度下降幅度最大，从 2022 年的 79% 降至 2023 年的 68%，降幅达 14%。

1.2.2. 石油美元体系并不稳固

石油输出国减持美债，石油美元体系的闭环被打破。石油美元体系的闭环少不了石油输出国购买美国国债，而 2022 年 11 月以来科威特、沙特和阿联酋这三大石油输出国合计持有美国国债的金额震荡下行，从 2022 年 11 月的 2318 亿美元降至 2023 年 9 月的 2223.4 亿美元，降幅达 4%。

中国加强与石油输出国的合作，“石油人民币”体系推进。2022 年 12 月，中国—海湾阿拉伯国家合作委员会峰会在沙特首都利雅得举行，中国国家主席习近平和海合会国家领导人出席并发表讲话。峰会决定，建立并加强中海战略伙伴关系，为双方关系发展指明了方向和目标。

图 7：石油输出国在 2023 年以来的美债持仓震荡下滑（单位：十亿美元）



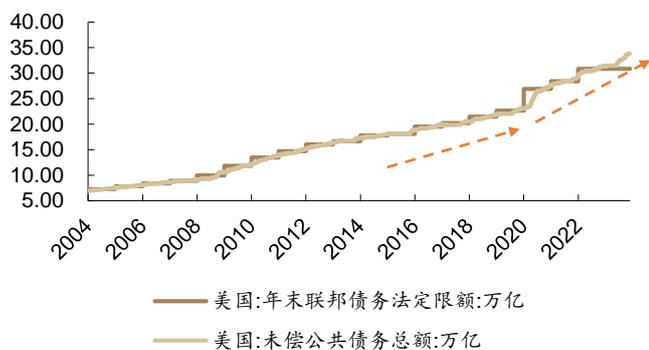
资料来源：wind，德邦研究所

1.2.3. 美国的财政赤字和债务水平的不断上升，冲击美元信用

财政赤字和债务水平过高，美元的信用和价值或受到冲击，海外购债主体减少。美国未偿还公共债务总额从 2020 年以来的增长斜率逐渐陡峭，当前已远远突破了法定限额。反映了美国政府的财政支出超过了其税收收入，导致了财政不平衡和债务累积。这种情况会削弱美国政府的偿债能力和信誉，增加了债务违约的风险，从而影响了美元的信用和价值。也会导致美国政府通过货币政策，支付债务和财政支出，这种做法或将增加美元的流通量和通胀压力，美元或将面临贬值和购买力下降压力，美元的信用和价值或受影响。

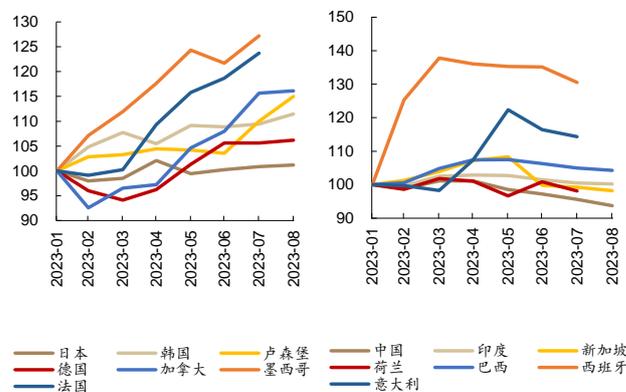
美国财政中强制性支出和利息净额持续提升，总赤字规模或易上难下。从美国财政结构来看，强制支出和利息净额占比 GDP 比重提升，并根据 CBO 预测，这两项支出比重将持续提升。这就导致美国若要达到期望的财政效果需要支付更多的利息，从而发行更多债务，进而进入恶性循环。因此，CBO 预测赤字总规模易上难下。

图 8：美国债务增长斜率陡峭，远超法定限额（美元）



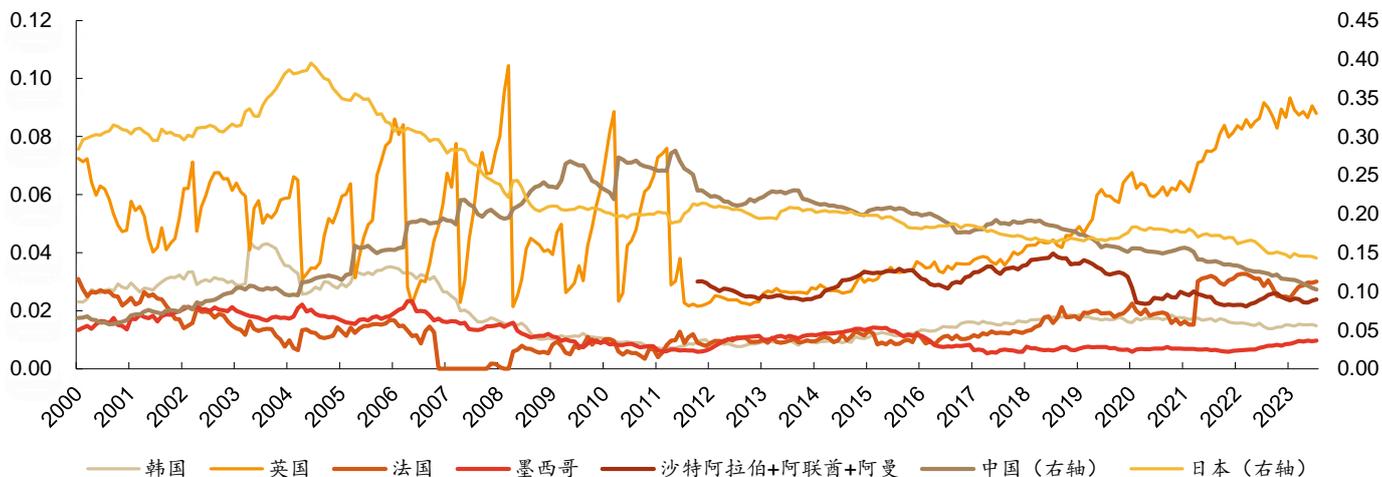
资料来源：wind，德邦研究所

图 9：美债海外购买主体减少



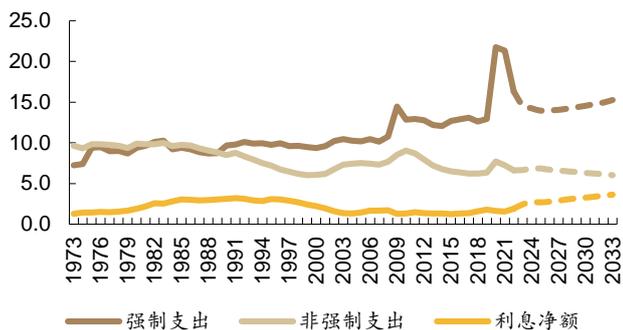
资料来源：wind，德邦研究所（注：数据标准化处理，左图为增持主体，右图为非增持主体）

图 10：中国和日本在美债海外持有者中的比重持续下降，石油输出国在 2020 年后也出现持仓占比下滑



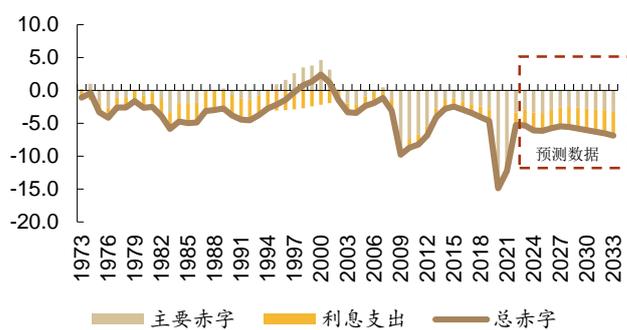
资料来源：wind，德邦研究所

图 11: CBO 预测强制支出和利息净额将持续攀升 (占比 GDP%)



资料来源: CBO, 德邦研究所

图 12: 美国赤字规模占比 GDP 比重易上难下 (%)



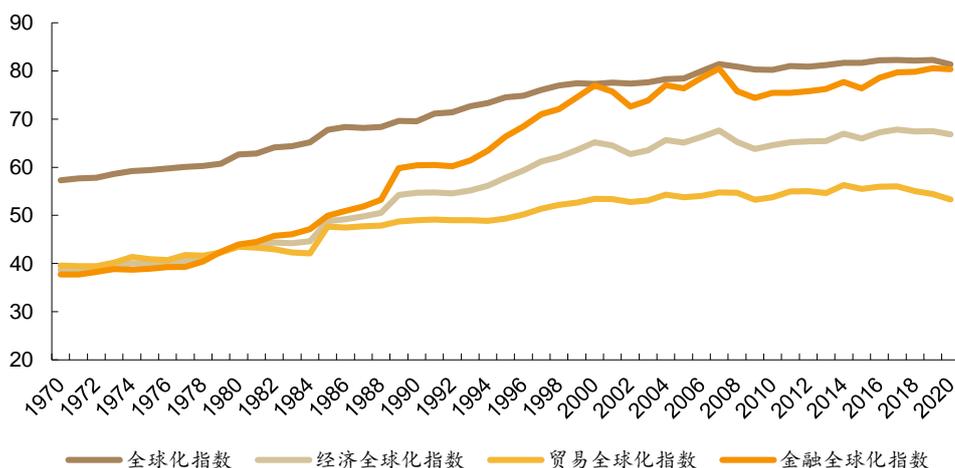
资料来源: CBO, 德邦研究所

1.2.4. 全球多极化对美元体系的挑战

全球多极化的发展,使得美国的综合实力相对下降,美西方的主导地位受到挑战,美元的国际地位也受到冲击。新兴市场国家的崛起,对美元的需求和依赖减少,对美元的替代和多元化增加。

地缘政治事件频发,国际贸易或从效率向安全转变。全球产业链、贸易格局、货币体系都在分化,全球化如果不能通畅运行,效率追求将转为安全追求,这就意味着宁可放弃高效率的美元流通,也要建立新的同盟,保障产业链安全。从全球化指数来看,美国全球化进程从 2017 年就开始放缓,从 2019 年中美贸易摩擦升温后更是出现了下行,经济、贸易、金融全球化皆有下行。

图 13: 美国: 全球化指数下行, 其中贸易和经济全球化下行明显

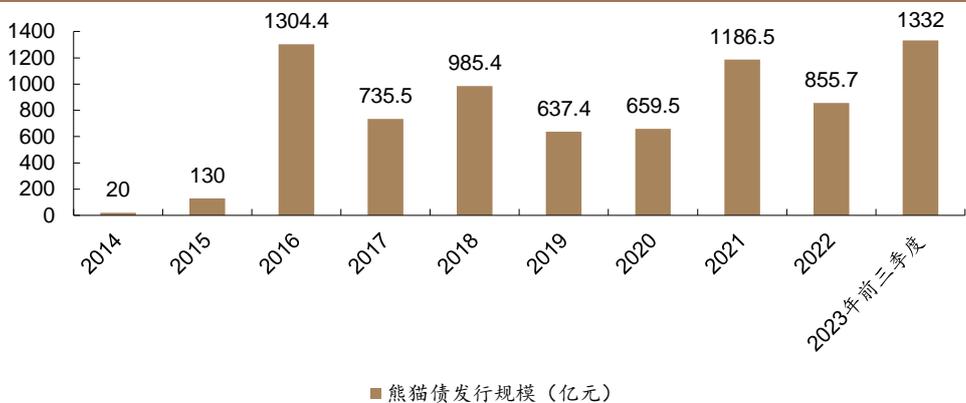


资料来源: KOF, 德邦研究所

人民币融资海外吸引力加强。所谓熊猫债,主要是指注册地在境外的机构依法在中国境内发行的、约定在一定期限内还本付息的、以人民币计价的债券。根据彭博官网和其数据统计显示,截至 9 月 30 日,今年以来境外机构在境内发行的熊猫债规模达 1332 亿元,已创历史新高。1-8 月 NAFMII 熊猫债发行规模首次突破千亿元人民币大关,同比增长 55%。自 2022 年底宣布开放熊猫债市场以来,发债速度一直在加快。中国境内人民币债券市场的国际化使离岸企业能够以比离岸市场更窄的利差和更低的收益率筹集资金。新规的出台允许发行人不受限制地

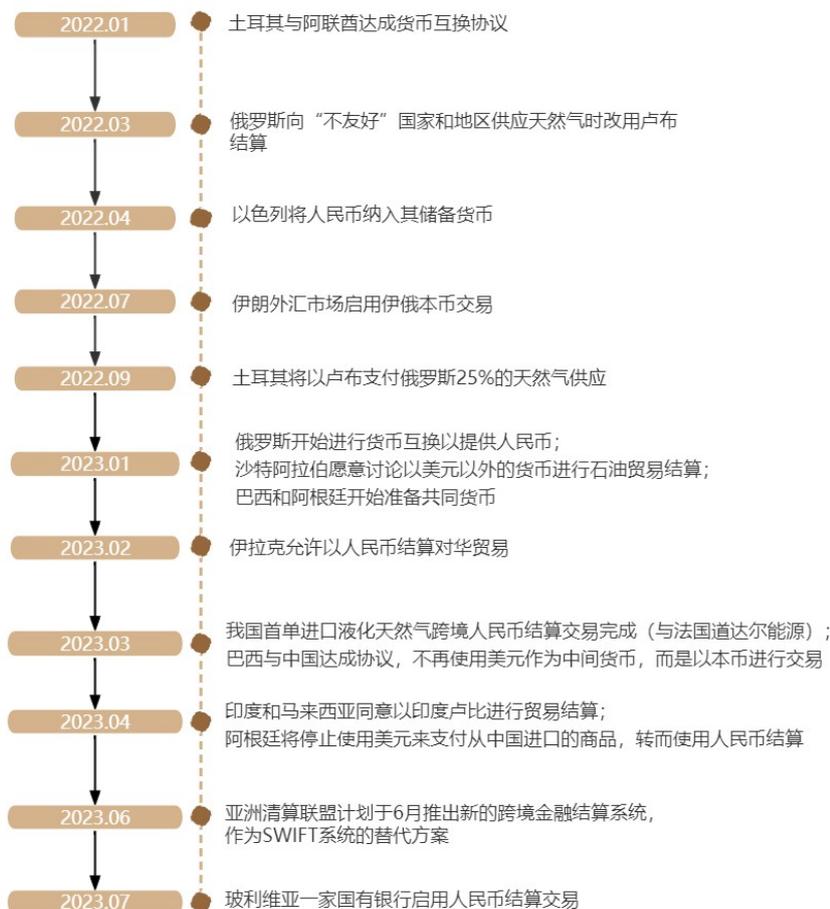
使用从境内市场筹集的资金，无论在岸或离岸使用。而中美利差倒挂进一步增强了熊猫债市场的吸引力，推动离岸中资企业 2023 年大幅增加债券发行量。从周期的角度来看，2023 年中美货币周期背离，中国央行降息，美联储加息，令人民币融资更具吸引力。

图 14：熊猫债发行情况（亿元）



资料来源：Bloomberg 官网，德邦研究所

图 15：各国去美元化进程持续推进

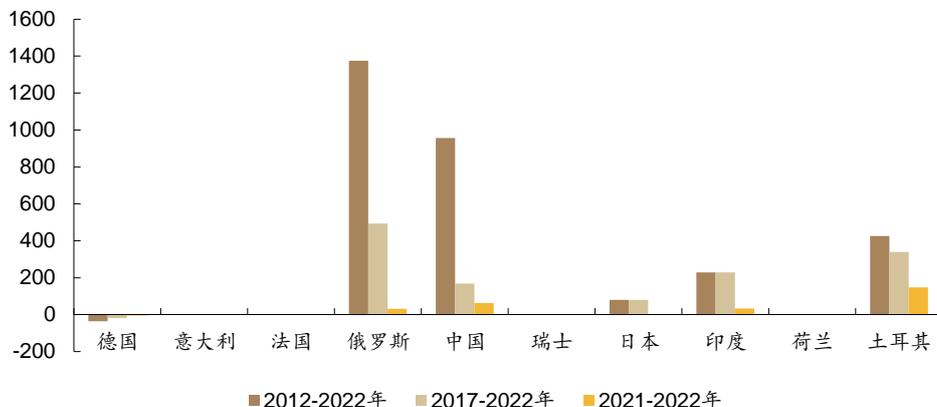


资料来源：新华网、央视网、人民网、东方财富、CBR、Reuters、thecradle、Daily Sabah、oilprice、economictimes、FT，德邦研究所

全球各大央行预期增持黄金，减持美元。截至 2022 年，全球除美国外的十大黄金储备国中，俄罗斯、法国、中国、印度、土耳其在近 10 年到近 1 年中都有

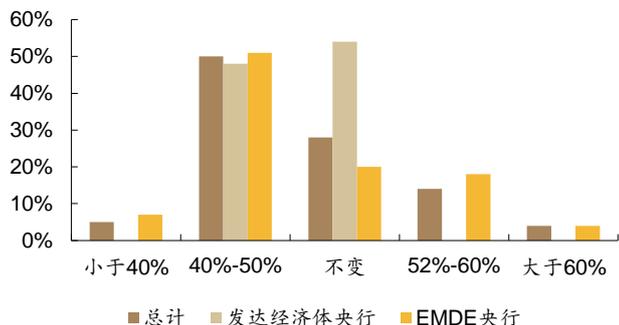
增持黄金。展望未来，根据黄金世界协会（WGC）2023年5月的“央行黄金储备调查”，24%的受访央行打算在未来12个月内增加黄金储备。另外，在今年的调查中，各经济体央行对美元未来地位的态度与之前的调查相比更为悲观。相较之下，各经济体央行对黄金未来的作用则变得更加乐观，其中有62%的受访央行表示黄金在总储备中的占比将在未来上升，而2022年这一数字只有42%。

图 16：除美国外，全球十大黄金储备国近年来多增持黄金（单位：吨）



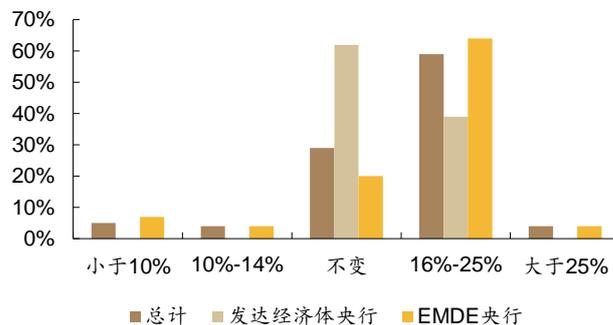
资料来源：WGC，德邦研究所

图 17：5年后美元在总储备中的占比预期



资料来源：WGC，德邦研究所 [注：2022年第三季度，美元占报告总储备（包括外汇和黄金储备）的51%]

图 18：5年后黄金在总储备中的占比预期



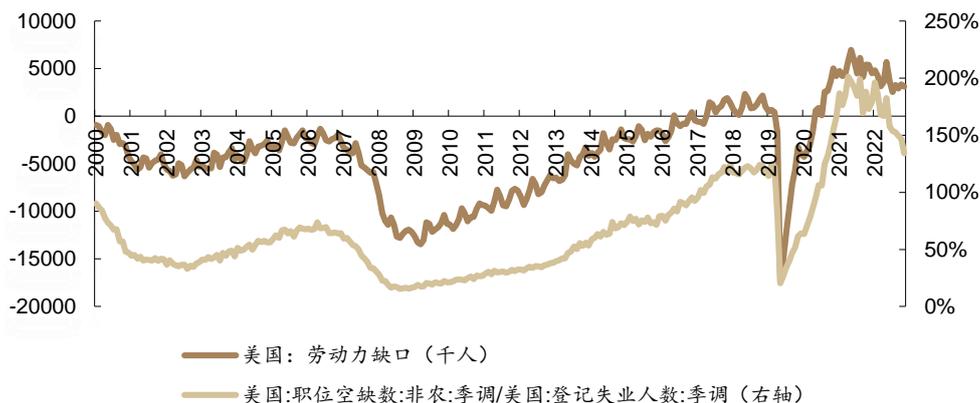
资料来源：WGC，德邦研究所 [注：2022年第三季度，黄金占报告总储备（包括外汇和黄金储备）的15%]

2. 美国短期：经济或有韧性，通胀仍具粘性

美国经济或将均衡发展，科技、制造、地产齐头并进，通胀无论从总量还是结构层面都具有较高粘性。美国经济或将维持韧性，我们预计美国经济的发展模式或将趋于均衡，科技、制造和地产同步发展，主要逻辑在于全球科技迭代放缓，科技作为美国强势产业受到一定牵连，但仍然是美国维持竞争力的核心产业；制造业方面，在中美博弈的背景下，制造业回流美国的趋势或难停滞；地产方面，在制造业投资上行期产生的庞大的产能需要有对应体量的消化机制，而地产或是容纳产能的最佳选择。

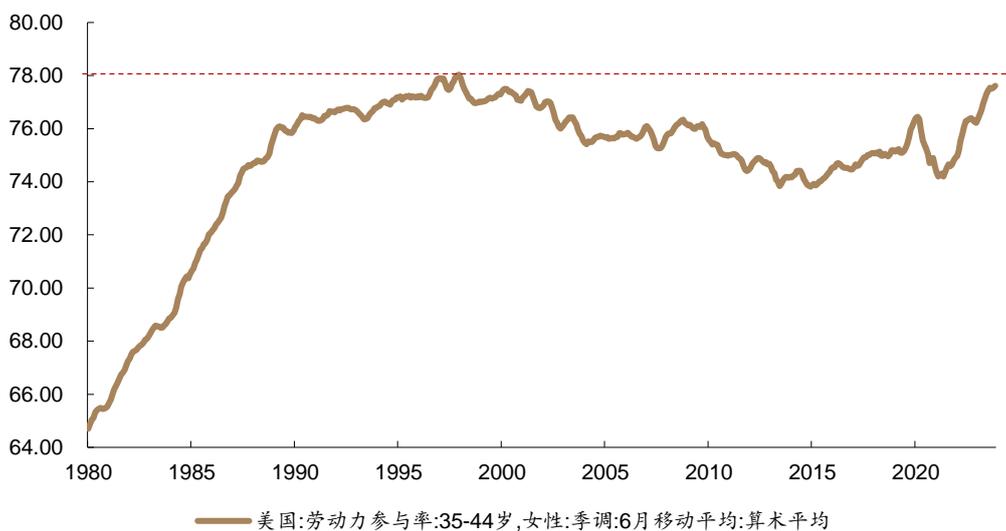
通胀或将维持高位，总量层面，美国劳动力缺口或难弥合，当前劳动力需求接近疫情前水平，劳动力供给中主要增量部分的劳动参与率已然接近历史高位；结构层面，海外半导体周期回暖，服务业通胀有上行动力，中低收入人群维持较高收入增长水平，商品通胀有下行阻力，美国科技、制造和地产均衡发展的模式也进一步支撑通胀维持高位。

图 19: 美国劳动力缺口仍未弥合, 离疫情前水平仍有距离



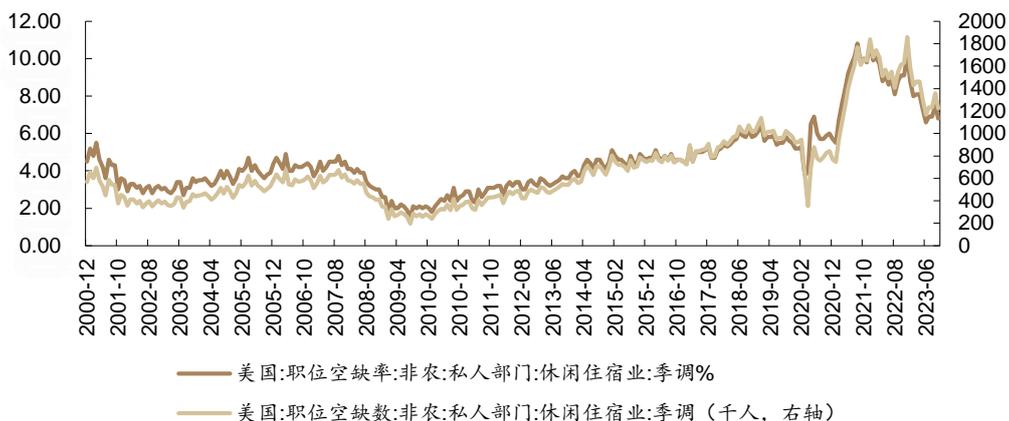
资料来源: wind, 德邦研究所

图 20: 劳动力供给中主要边际增量已接近历史峰值 (%)



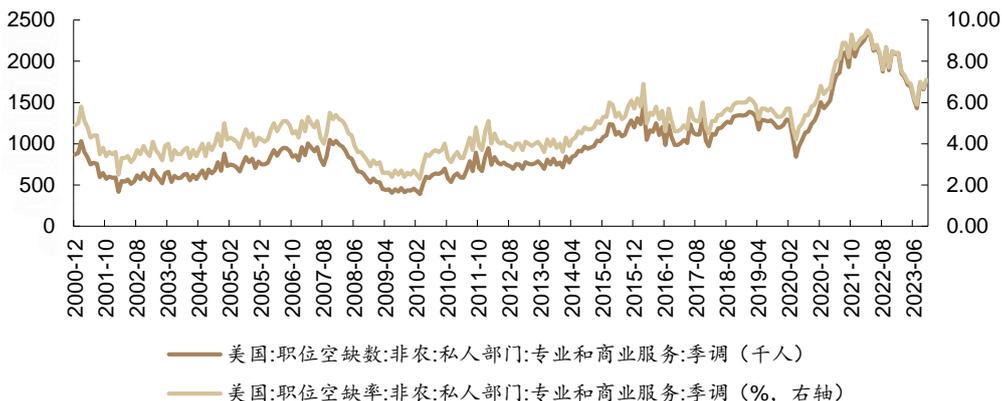
资料来源: wind, 德邦研究所

图 21：美国休闲住宿业劳动力供需不平衡



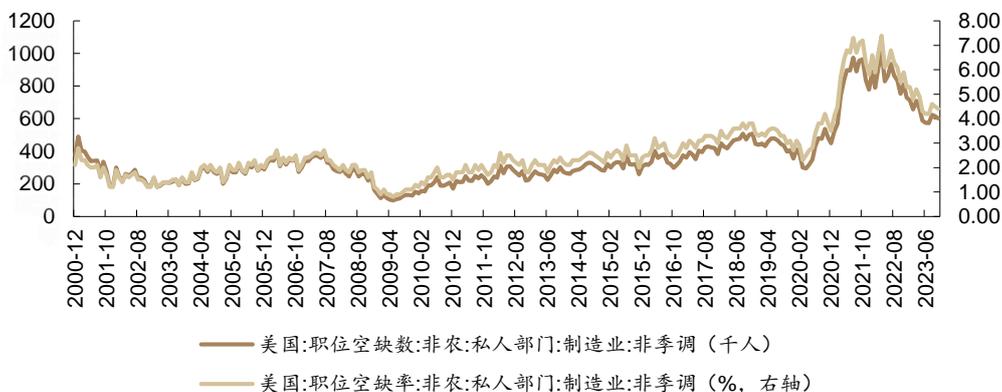
资料来源：wind，德邦研究所

图 22：美国高端服务劳动力供需不平衡



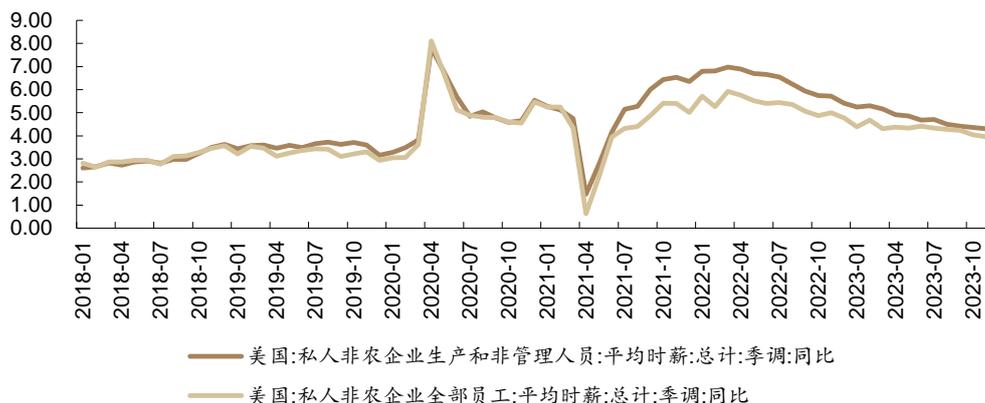
资料来源：wind，德邦研究所

图 23：美国制造业整体供需不平衡 (%)



资料来源：wind，德邦研究所

图 24：生产和非管理人员的平均时薪增速与全部员工收入增速逐渐同步（%）

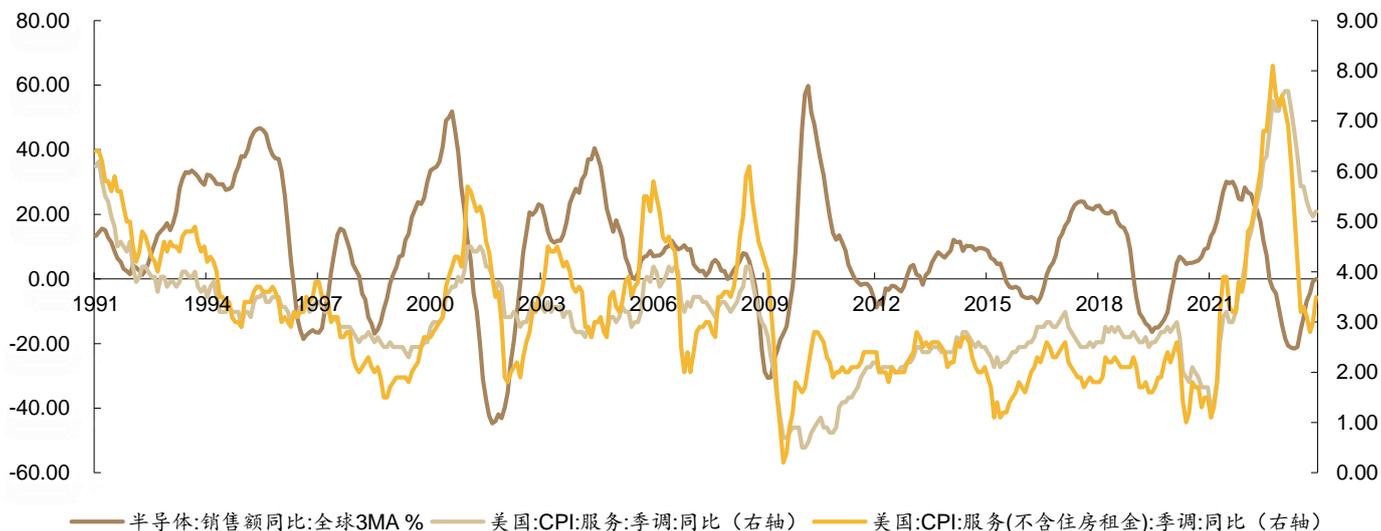


资料来源：wind，德邦研究所

全球半导体周期回暖或将给予美国服务业通胀上行动力。从半导体周期与美国服务业 CPI 的历史关联来看，半导体周期上行期间美国服务业 CPI 易上难下，特别是剔除房屋租金后的服务业 CPI 同比增速小幅滞后于半导体周期。

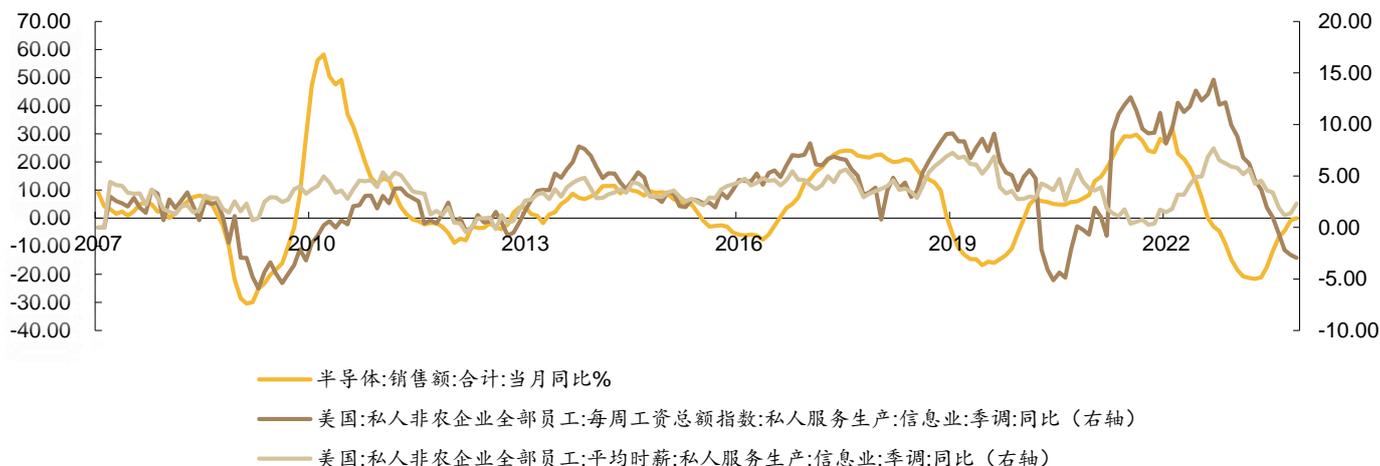
信息业薪资水平高于服务业整体，半导体周期上行助推信息业薪资上行。半导体周期回暖带动服务业通胀上行的主要逻辑在于“半导体销售回暖——信息业薪资上行——服务业通胀上行动力”，同时美国信息业薪资水平远高于服务业整体，截至 2023 年 11 月美国信息业平均周薪为 1748 美元，服务业整体的平均周薪为 1131 美元，信息业薪资水平上行对于服务业整体薪资水平的抬升有推动作用。

图 25：半导体周期叠加服务业通胀，半导体周期上行或进一步推升服务业通胀（%）



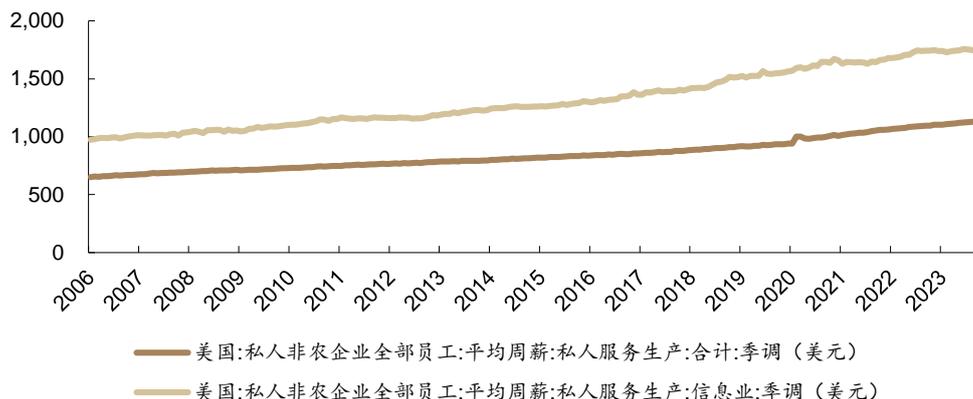
资料来源：wind，德邦研究所

图 26：半导体周期回暖助推美国信息员工薪资上行（%）



资料来源：wind，德邦研究所

图 27：信息业员工薪资远高于服务业整体水平



资料来源：wind，德邦研究所

3. 中国长期：从债务周期到产业周期

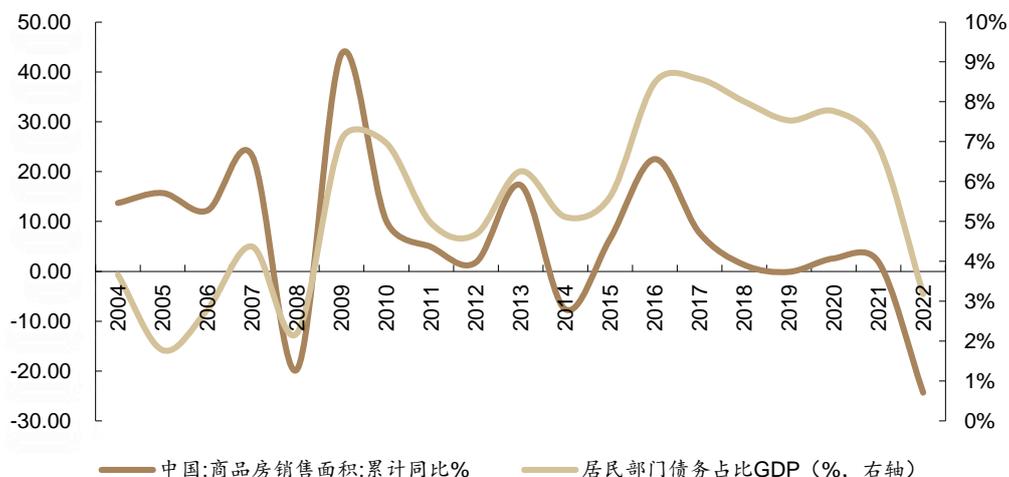
中国或将逐渐走出债务周期，走向产业周期，地产和消费长期上行周期或没有结束。外部科技周期迭代放缓，中国把握追赶替代的时代机遇，产业升级具有可行性；内部债务驱动增长的势头或将渐弱，制造业发展催化新动能的必要性提升。

债务周期的本质是居民杠杆撬动的地产周期。中国居民部门债务占比 GDP 与地产周期走势基本一致，我们认为其背后的逻辑是：居民部门杠杆率的上行驱动利率中枢高位维稳，当政府部门加杠杆强度高于居民部门时，利率中枢下移，居民部门债务扩张撬动了地产周期，因此债务周期的本质是地产周期。

中国经济波动与地产的关联性逐渐走弱，制造业投资增速领先推动中国从债务周期走向产业周期。过去地产投资与中国经济波动一致性较高，债务驱动经济增长的迹象明显，但近年来地产投资与经济波动相关性渐弱甚至背离。2021 年前，传统基建和地产投资增速处于较高水平，近两年地产投资增速明显下行，制造业

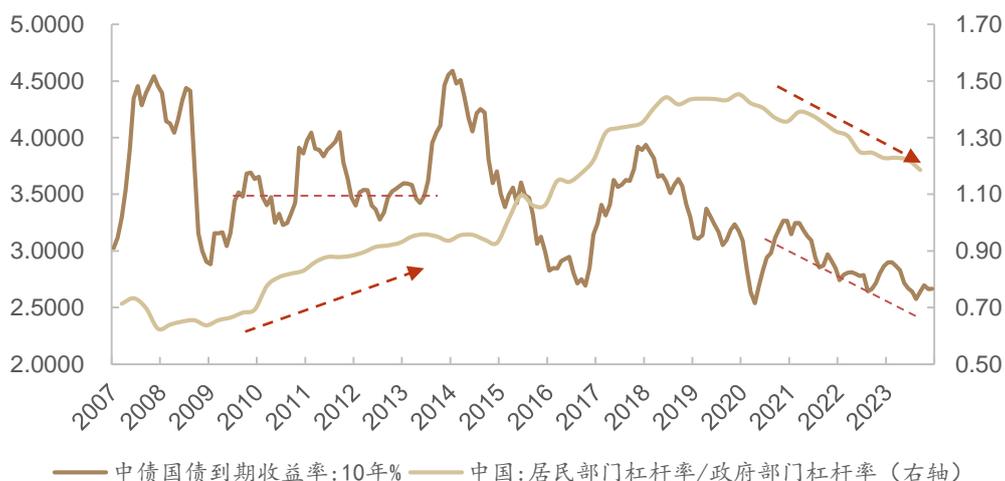
投资增速维稳，中国经济结构或由地产基建开始向制造业转型，债务周期向产业周期过渡。

图 28：中国债务周期与地产周期基本同步



资料来源：wind，德邦研究所

图 29：居民部门杠杆率上行，利率中枢维稳



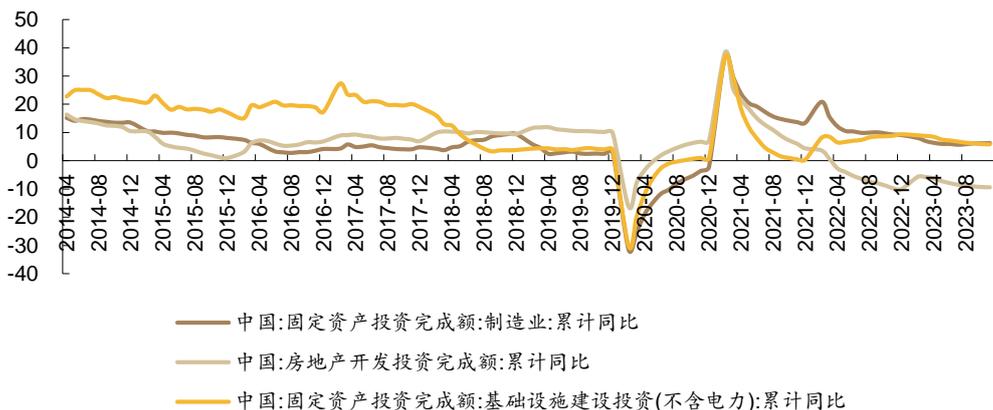
资料来源：wind，德邦研究所

图 30: 经济增长或逐渐脱离债务驱动



资料来源: wind, 德邦研究所

图 31: 经济结构或从地产基建向制造业转型 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

4. 中国短期：通缩机制终结，全力出海在即

债务周期转向产业周期，战略上先稳再增。改革开放以来，中国经济实现了快速增长，从低收入国家跃升至中等偏上收入国家。但是，随着地产下行、劳动力成本的上升、国际市场的萎缩的加剧，中国经济面临着增长潜力下降、结构失衡和风险积累等问题。为了实现高质量发展，中国需要从过去依靠物质资本投资和低附加值出口导向的发展模式，转向依靠知识、技术、创新的发展模式。

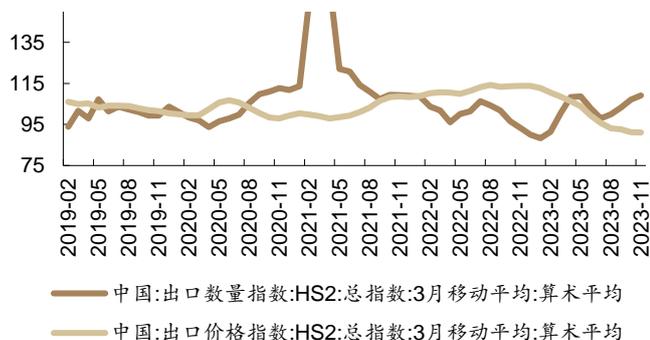
大国博弈长期持续，内循环+外循环的发展格局不改。面对复杂多变的国际形势和不断改变的国际分工，中国需要构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，提高经济的自主性和韧性，增强国际竞争力和影响力，实现更高水平的对外开放。

4.1. 内需不足叠加高端制造产能过剩引起通缩

出口量增价跌，价格下行的主要原因是国内通缩。从出口量价指数来看，2023

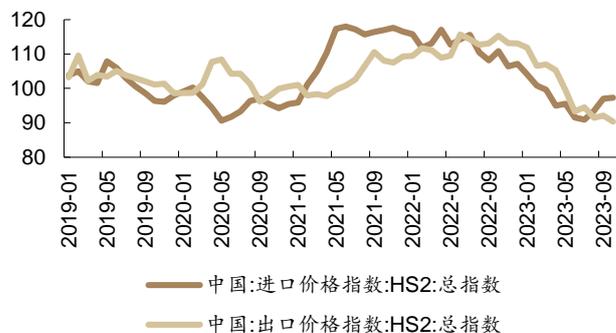
年下半年量增价减的趋势明显，出口价格下行而进口价格上行。我们观察出口价格与人民币汇率的关系，截至 11 月，2023 年人民币名义有效汇率指数并未有斜率陡峭的下行，与出口价格下跌没有明显关联，但从实际有效汇率指数来看，人民币汇率有一个较为陡峭的下行，再结合国内通胀情况来看，出口价格下跌并非由名义汇率驱动，而是由国内价格水平助推。

图 32：出口量价背离



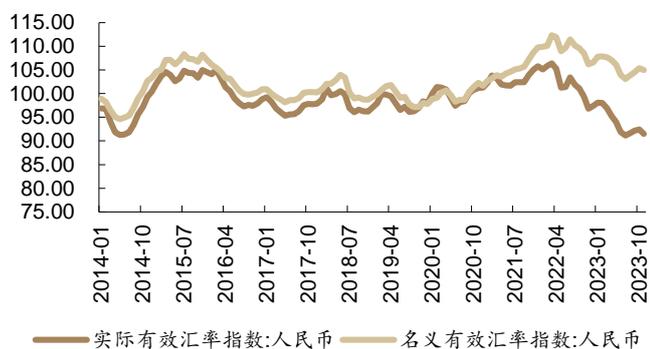
资料来源：wind，德邦研究所

图 33：出口价格与进口价格背离



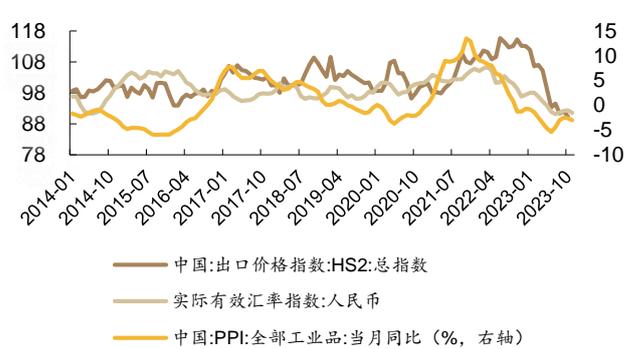
资料来源：wind，德邦研究所

图 34：人民币实际有效汇率和名义有效汇率走势分化



资料来源：wind，德邦研究所

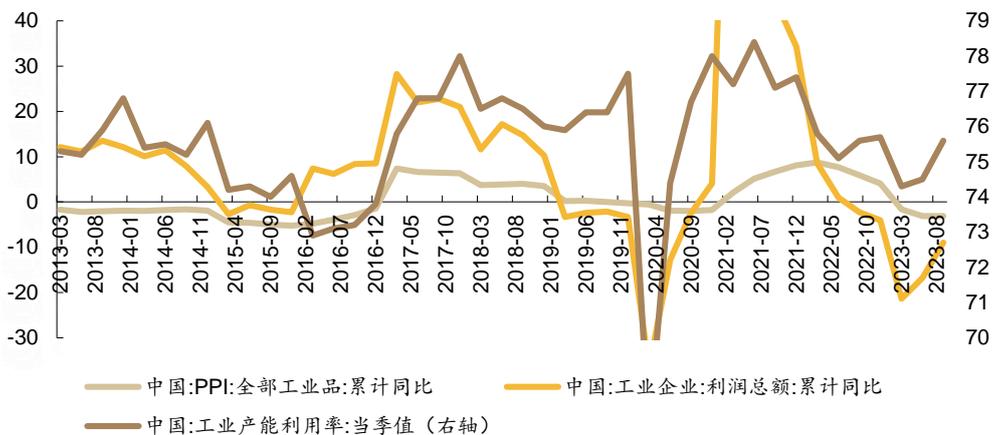
图 35：出口价格与实际有效汇率走势更接近



资料来源：wind，德邦研究所

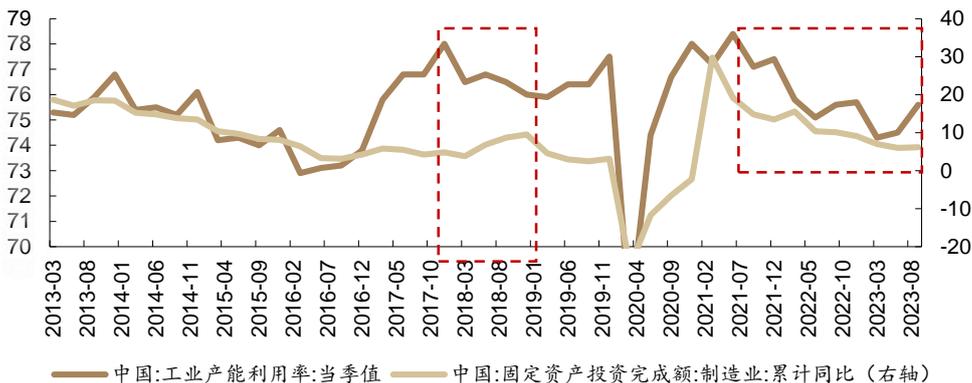
国内的价格水平由国内的供需决定，传统制造需求不足，高端制造供给过剩。价格由供需决定，产能利用率是衡量供需的有效指标，传导链条遵循产能利用率下行到价格下行再到利润率下行的规律。2022 年以来制造业投资增速处于下行周期，产能利用率也在下行趋势，说明价格下行并非只有供给端的影响。因此，我们拆分结构来看，本轮出口价格下行的主要动力来自于中下游制造，例如通用设备、专用设备、电气机械，而中上游制造的出口价格于 2023 年下半年开始回暖，例如黑色冶炼和有色冶炼，其原因是下半年工业生产开始改善，说明内需对于传统制造业及中上游制造的影响较大。

图 36：从产能利用率下行到价格下行再到利润下行（%）



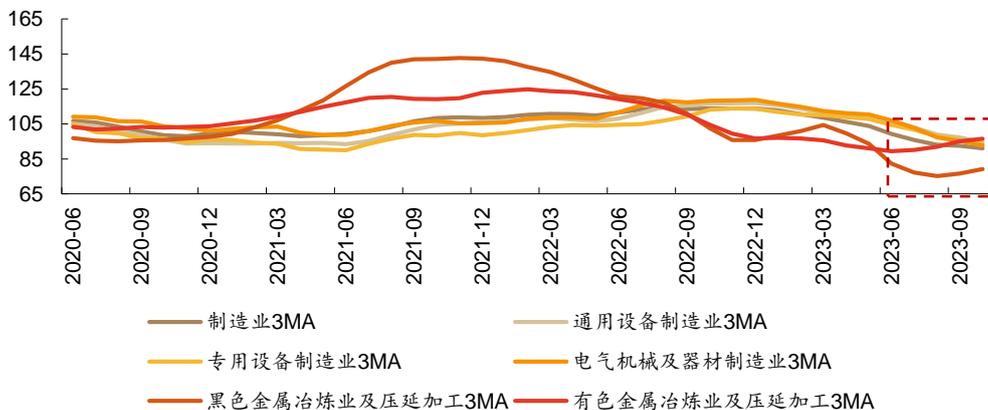
资料来源：wind，德邦研究所

图 37：本轮产能利用率下行伴随制造业投资下行（%）



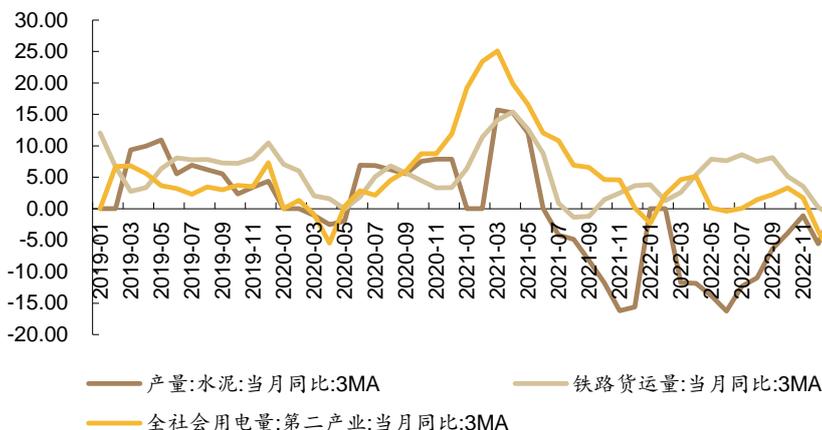
资料来源：wind，德邦研究所

图 38：分行业出口价格指数走势，中下游是本轮出口价格下行的主动力



资料来源：wind，德邦研究所

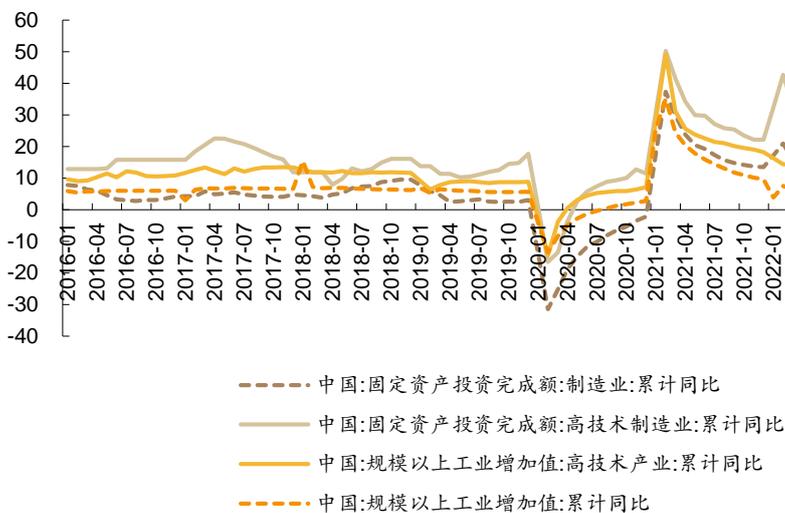
图 39：中上游价格改善是因为国内工业生产在 2023 年下半年开始改善（%）



资料来源：wind，德邦研究所

高端制造产能过剩推动价格下行。从投资和产出的角度来看，高端制造的固定资产投资增速高于制造业整体，而工业增加值增速却低于制造业整体，由此可见高端制造面临供给过剩的影响。

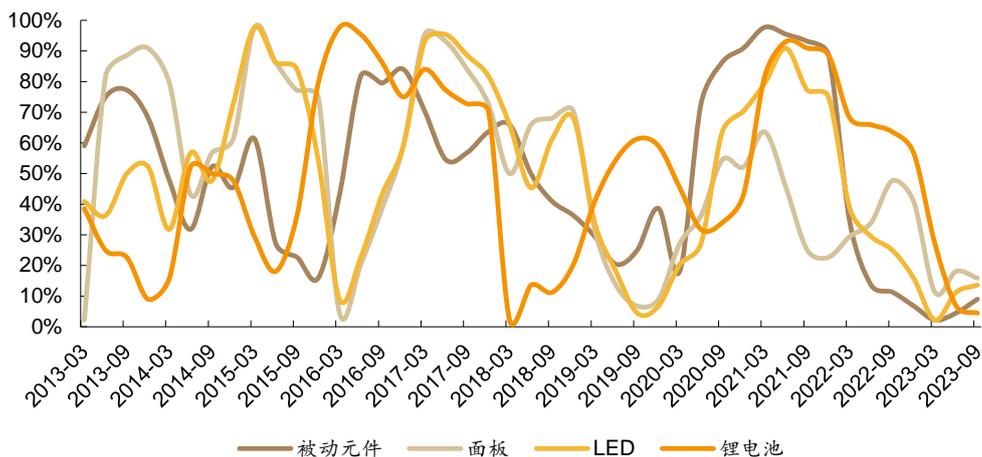
图 40：高端制造投资增速较高，但产出较少（%）



资料来源：wind，德邦研究所

当前部分高端制造业资本开支增速已接近历史低位，供给过剩的格局有望改善。从上市公司数据统计，被动元件、面板、LED 和锂电池行业的 Capex 增速已接近十年的历史分位低位，供给过剩的产业格局有望边际改善。

图 41：部分高端制造业 Capex 增速来到历史低位

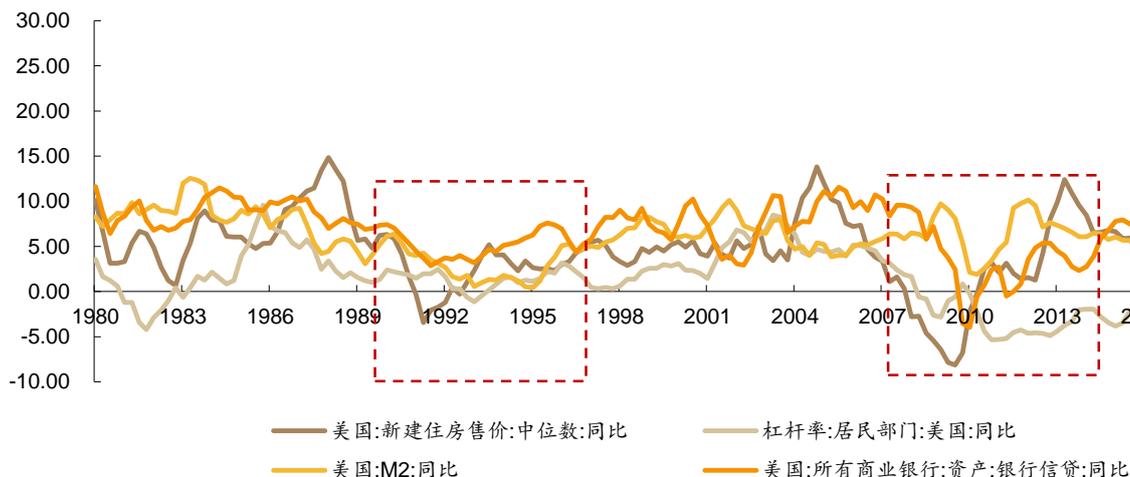


资料来源：wind，德邦研究所

4.2. 地产下行或已接近尾声

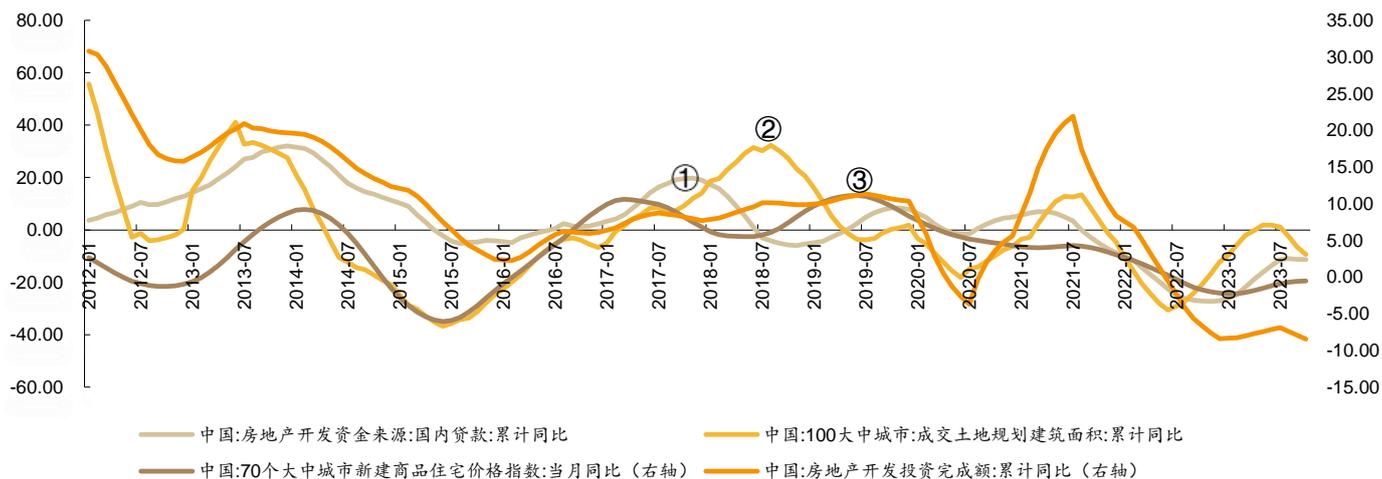
传统制造需求不足的受地产下行影响，房价下行或是地产下行的尾声。从美国地产的传导规律来看，一个正向传导是从房价开始，房价上行带动房企融资提速，居民加杠杆，信用环境整体扩张，抵押资产升值。而中国的地产传导是反向的，从 2016 年底中央经济工作会议提出“房住不炒”后，“三道红线”限制了房企融资，房企拿地减少，后续开工竣工减少，房价开始下行。这一反向传导规律可以通过 2017 年至 2019 年的地产周期确认，2017 年初的房价增速下行是政策转向带来情绪冲击，而真正的房价触顶是在 2019 年。因此，我们认为房价下行或是政策抑制后地产下行的最后一环。

图 42：美国地产的正向传导：房价→房企信贷→居民杠杆→房价进一步上行（%）



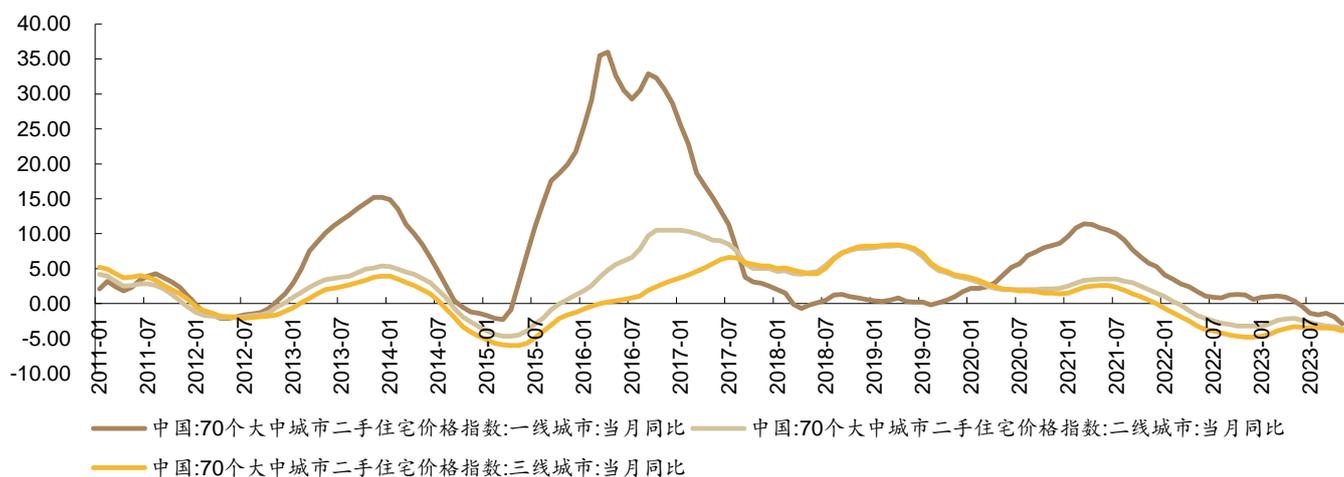
资料来源：wind，德邦研究所

图 43: 房住不炒政策后, 中国地产传导反向: 抑制地产融资→拿地减少→房价下行 (%)



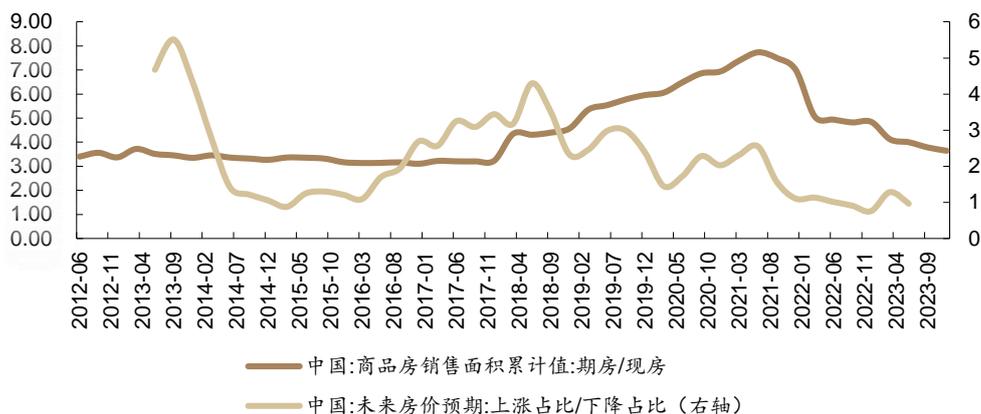
资料来源: wind, 德邦研究所

图 44: 从二三线城市房价向一线城市房价传导 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

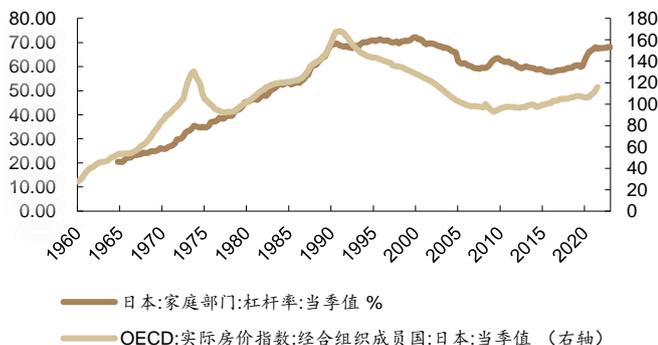
图 45：房价上涨预期下行，期房与现房销售比接近历史低位水平



资料来源：wind，德邦研究所

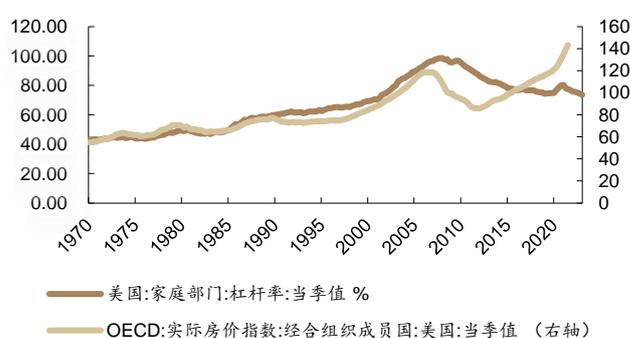
居民杠杆率达到高位后，房价上行动力较弱。当居民杠杆率达到一定的高位后，房价的上涨动力会减弱，甚至出现下跌的风险。这是因为高杠杆会导致居民的消费能力下降，也会增加居民的金融风险，一旦房价出现波动或者收入出现下降，居民可能面临还款困难或者资产缩水的问题。因此，居民会倾向于降低杠杆，减少债务，从而减少对房地产的投资，导致房价易下难上。从日本和美国房价和居民杠杆率的关系来看，都表现出了居民杠杆到达高位后房价下行趋势。当前中国居民的杠杆率已经达到 63.8% 的高位，中国居民贷款需求增速开始转负。

图 46：日本居民杠杆见顶后房价下行



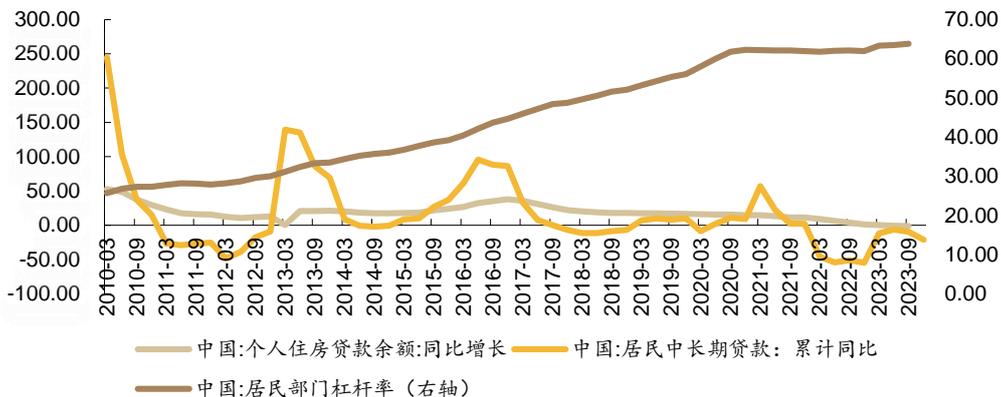
资料来源：ifind，德邦研究所

图 47：美国居民杠杆见顶后房价下行



资料来源：ifind，德邦研究所

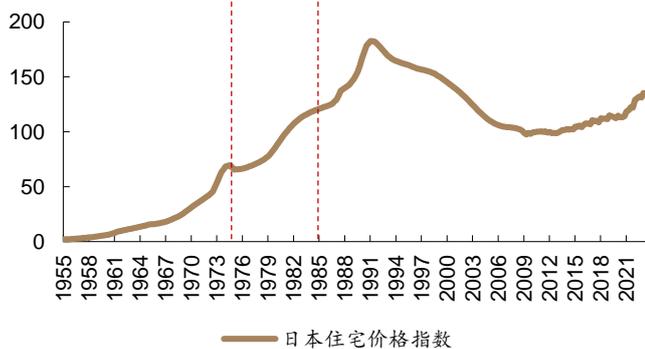
图 48：中国居民杠杆率到达 63.8%高位，房贷需求明显降速（%）



资料来源：wind，德邦研究所

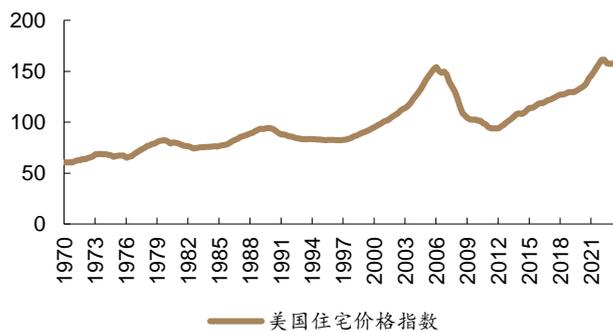
中国房价与日本房价走势或难相近。我们认为中国的房价走势与日本有本质上的不同，日本在 50 年代制造业开始崛起，70 年代石油危机推动日本制造业转型，并开启全球化，期间美日贸易摩擦，美国对日实施制裁，直至 1985 年《广场协议》签订，日元迅速升值，日本宽信用推动资产价格上行，房价进入斜率最为陡峭的上行阶段，随后资产价格泡沫破灭，日本房价从 1991 年的高位跌落谷底，跌幅达 46%。从中国的经济产业发展进程来看，当前中国的全球化进程有较大提升空间，中国房价的走势与日本房价无法直接横向对比。

图 49：日本房价从 1991 年高点回落了 46%



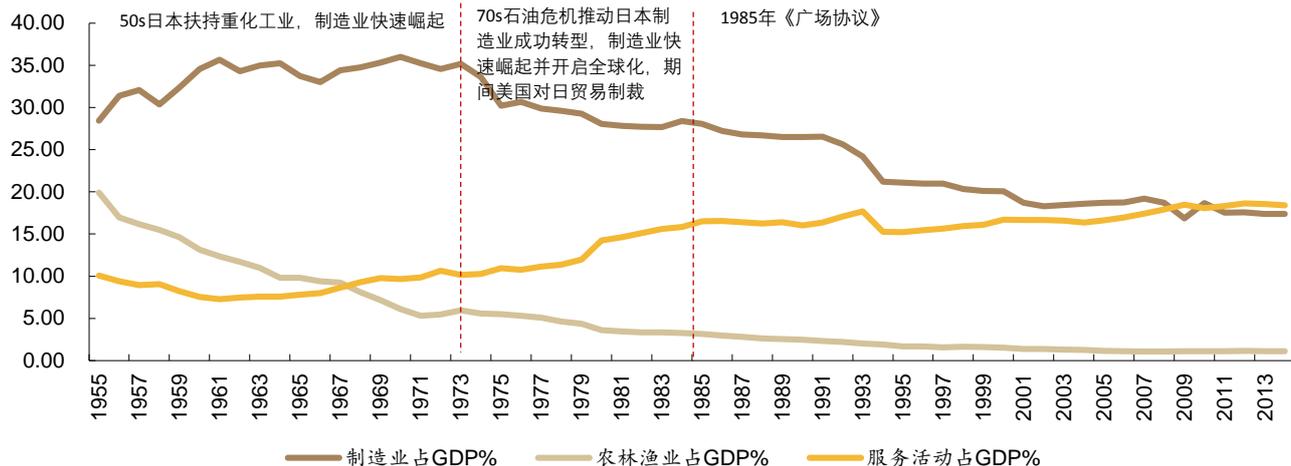
资料来源：FRED，德邦研究所

图 50：美国房价从 2006 年高点回落了 39%



资料来源：FRED，德邦研究所

图 51：日本在全球化期间被美国贸易制裁

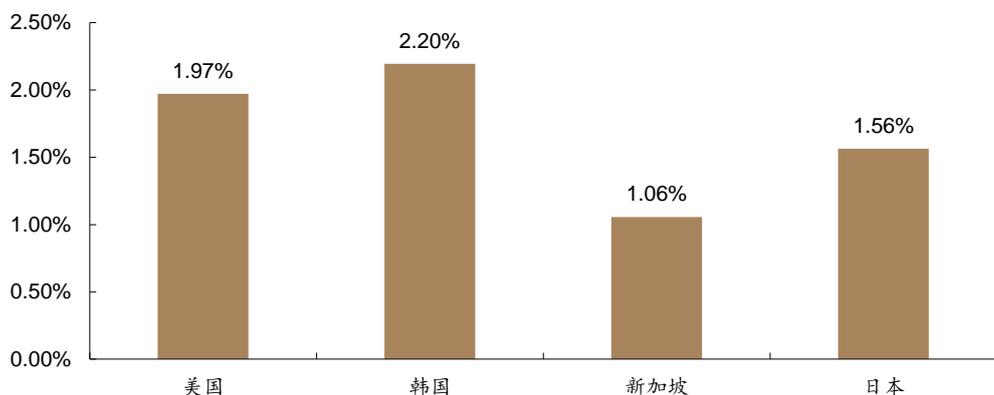


资料来源：wind、新浪财经、澎湃、人民网，德邦研究所

中国地产市场的供需平衡点或落在 2024 年一季度末。房价的企稳本质是供需的平衡，那如何预估中国地产的供需平衡点就是我们需要解决的核心问题。对此，我们选取了美国的可比阶段和亚洲可比国家（日本、韩国、新加坡），在地产供需平衡阶段的开工强度作为参考。美国我们选取了 1966 年-1975 年这十年，因为美国在这一阶段的城镇化率从 65% 提升至了 70%，65% 的起点与当前中国城镇化率的 65.22% 比较接近。日本、韩国和新加坡我们也选取了开工强度相对平稳的十年作为参考。由于不同国家公布的地产数据口径不同，我们选取的指标相近但有所不同：对于韩国我们选取了住宅新增量和住宅存量比值，对于新加坡我们选取了开工数和居民家庭户数比值，对于日本我们选取了新屋开工户数与存量住宅户数的比值。

若用四个国家开工强度的均值(1.7%)近似作为我国地产均衡期的开工强度，从第七次人口普查可知 2020 年家庭户人均面积 41.76 平方米，2020 年家庭户人口数为 12.93 亿人，那么 2020 年地产存量面积为 539.9 亿平方米，加上近两年新开工面积可得当前存量面积，存量面积乘以均值开工强度可得均衡开工面积约为 9.7 亿平方米，线性外推可得地产均衡点或落在 2024 年一季度末。

图 52：可比国家地产均衡阶段的开工强度



资料来源：wind，德邦研究所（开工强度：新增面积/户数除以存量面积/户数）

地产加速市场化的同时，稳地产政策持续发力，“三大工程”支持力度加大，化解风险。从 2023 年 4 月政治局会议以来，保障性住房、城中村改造和“平急两用”基础设施这“三大工程”获得多部委的支持。同时稳地产其他措施持续推进，从认房不认贷，到调降首付比例和二套房利率下限，再到各地放松限购和存量房贷。从需求端稳预期，到供给端房企纾困，政策持续发力，对于核心城市的

房价企稳作用还是值得期待的。

表 1：地产和化债相关政策持续发力

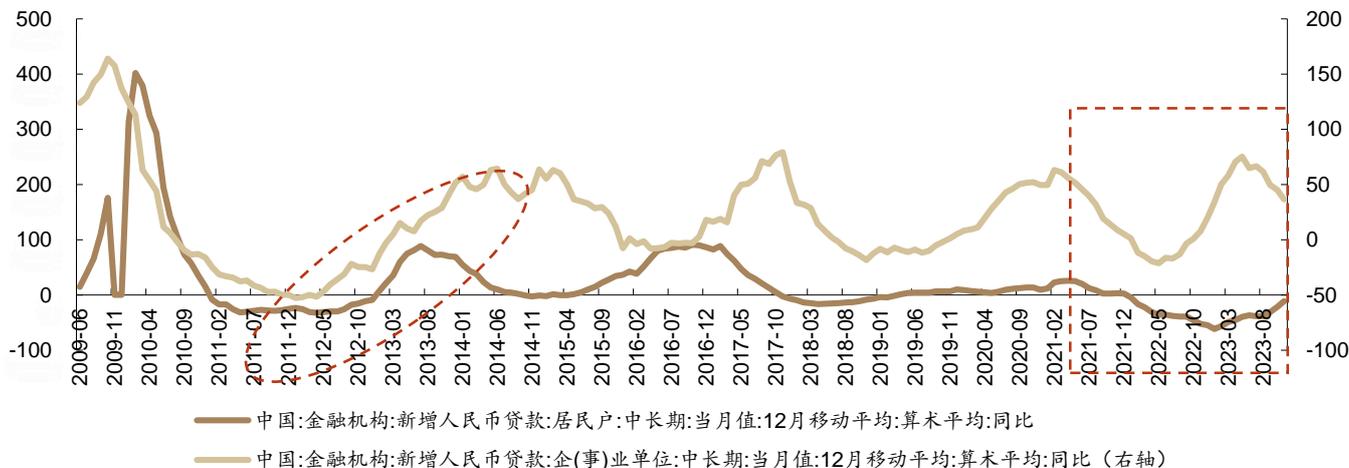
类型	时间	机构	相关表述
地产	2023/4/28	政治局会议	“三大工程”：规划建设保障性住房，在超大特大城市积极稳步推进城中村改造及“平急两用”公共基础设施建设
	2023/7/14	国常会	“平急两用”：审议通过《关于积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设的指导意见》
	2023/7/20	“平急两用”工作部署电视电话会议	“平急两用”：积极稳步推进超大特大城市“平急两用”公共基础设施建设，提升城市应急保障能力，并创造新的建设投资和消费增长点
	2023/7/21	国常会	城中村改造：审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》
	2023/7/24	政治局会议	“三大工程”：要加大保障性住房建设和供给，积极推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设，盘活改造各类闲置房产
	2023/7/28	城中村改造工作部署电视电话会议	城中村改造：采取拆除新建、整治提升、拆整结合等不同方式分类改造。必须实行净地出让。坚持以市场化为主导、多种业态并举的开发运营方式
	2023/8/25	国常会	保障性住房建设：审议通过《关于规划建设保障性住房的指导意见》
	2023/8/25	财政部三部门	换购住房税收优惠：延续实施支持居民换购住房有关个人所得税政策
	2023/8/25	住建部，央行+金管局	认房不认贷，优化个人住房贷款
	2023/8/31	央行、金管局	优化住房信贷政策：关于调整优化差别化住房信贷政策的通知
	2023/8/31	央行、金管局	降低存量贷款利率：关于降低存量首套住房贷款利率有关事项通知
	2023/9/4	保障性住房工作部署电视电话会议	保障性住房建设：强调保障性住房要实施严格封闭管理，不得上市交易
	2023/9/27	央行	稳地产：落实调降首付比和二套房贷款利率下限
	2023年9月	地方政府	稳地产、放松限购：天津、沈阳、大连、南京、兰州、青岛、济南、苏州、福州、郑州、合肥、厦门、无锡、武汉、广州、西安
	2023/10/12	住建部	城中村改造：分三类实施：一类是符合条件的实施拆除新建，另一类是开展经常性整治提升，第三类是介于两者之间的实施拆整结合
	2023/10/26	国务院	稳地产：“新一轮房改”，《关于规划建设保障性住房的指导意见》下发各地
	2023/10/30	中央金融工作会议	“三大工程”：加快保障性住房等“三大工程”建设，构建房地产发展新模式。
2023/11/9	央行	优化地产政策：《中国区域金融运作报告2023》	
2023/11/11	住建部部长倪虹	“三大工程”：明确“三大工程”是把握房地产市场新形势推出的重要举措	
2023/11/17	央行、金融监管总局、证监会	“三大工程”：积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式。	
2023/11/17	央行、金管局、证监会	“三支箭”齐发力纾困房企	
2023/7/24	政治局会议	要有政治防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案	
2023/8/18	央行、金监局、证监会	召开金融支持实体经济和防范化解金融风险电视会议，统筹协调金融支持地方债务风险化解工作，丰富防范化解债务风险的工具和手段	
2023/8/28	国常会	审议通过《国务院关于今年以来预算执行情况情况的报告》	
2023/10/21	国务院	《国务院关于金融工作情况的报告》	
2023/10/24	国务院	增发1万亿特别国债，赤字率从3%提高到3.8%，稳增长；缓解地方财政压力、化解地方债务压力	
2023/10/30	中央金融工作会议	建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构	
2023/11/6	财政部	通报地方政府隐性债务问责案例，再次强调严控新增隐债	
2023/11/10	金管局	化解地方债和地产风险：积极配合化解地方债务风险，促进金融与地产的良性发展	
2023/11/13	央行金融稳定局	引导金融机构与融资平台平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，分类施策化解存量债务风险、严控增量债务，并建立常态化的融资平台金融债务监测机制	
2023/11/17	央行、金管局、证监会	确保金融支持地方债务风险化解工作落实到位	

资料来源：新华社、证券日报、中国人民银行网站、21世纪经济报道、经济观察网、经济日报、证券时报网、中国政府网、人民网、新华网、住建部、同花顺、证监会，德邦研究所

对应资本市场来看，本轮市场下行和此前所有不同。上一轮市场下行（2010年-2014年）的核心是供给过剩，利率下行有信用扩张，所以总量增速缓慢下行，利率中枢相对稳定，市场下行是由盈利增速下行驱动。而这一轮市场下行是由于需求不足，利率下行并不会扩张信用，总量增速下行较快，利率中枢明显下移。

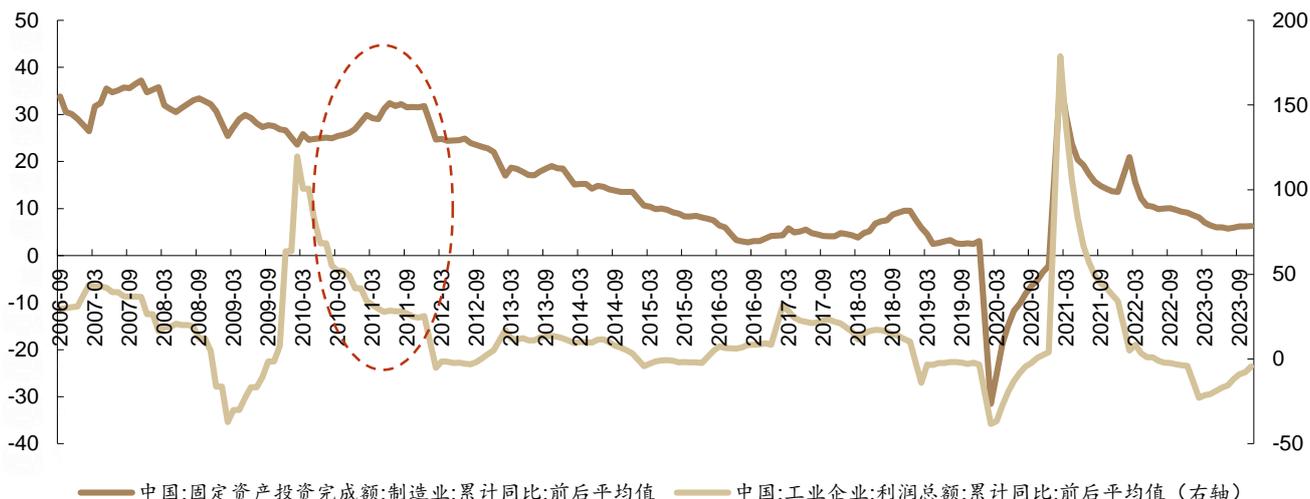
美债利率下行窗口期中，从地产政策的发力点来看，化解风险是首要任务，地产市场化或将加速，而财政的变化可能整体较为平稳。美债利率下行后，2024年中国宽松掣肘减轻，降息空间打开，或将构成市场主要的宏观驱动。在房价回落的过程中带动利率下行，在地产市场化的后期房价逐渐趋稳，中国的类通缩格局或将缓解，实际利率偏高和名义利率偏低的问题都有望同步改善。

图 53：2011 年至 2014 年期间信用扩张，但本轮信用扩张不够通畅（%）



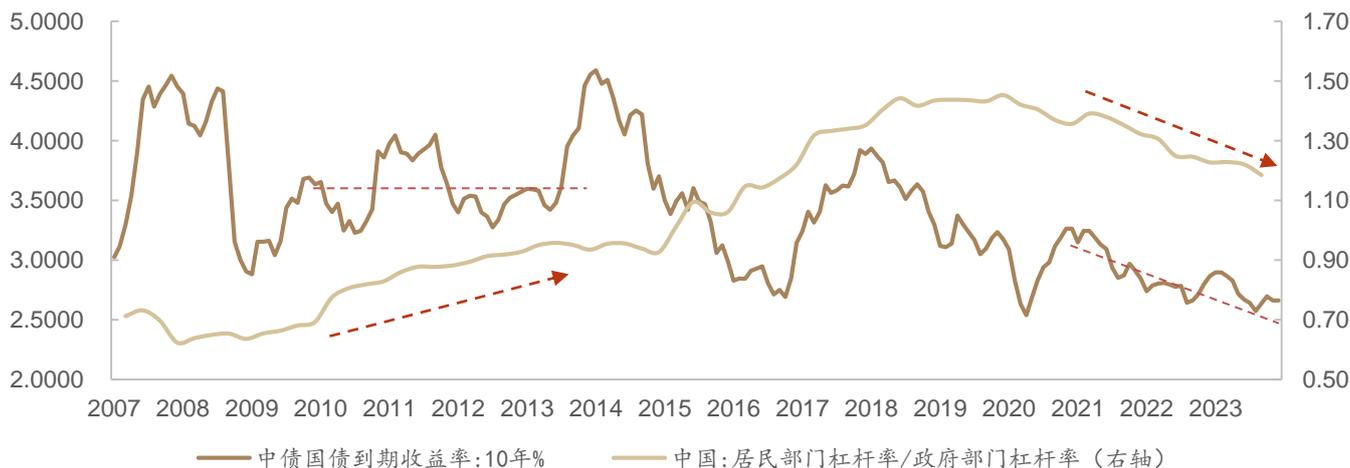
资料来源：wind，德邦研究所

图 54：2010 年至 2011 年的核心问题在于供给过剩 (%)



资料来源：wind，德邦研究所

图 55：2010 年-2014 年利率中枢稳定，当前利率中枢明显下移



资料来源：wind，德邦研究所

4.3. 提升全要素生产率，创新要素发力

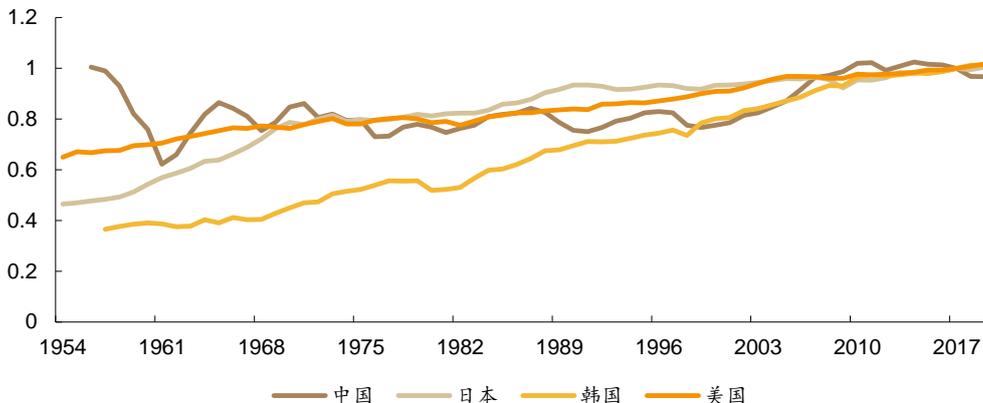
要素投入的边际效应递减，创新要素接棒发力。我国经济长期依赖资本和劳动力的大量投入来拉动增长，但随着经济规模的扩大和人口结构的变化，要素投入的边际效应递减，投资回报率下降，经济增长潜力受到制约。因此，要实现经济的可持续增长，必须提高要素的质量和效率，即提高全要素生产率，创新要素的发力不可或缺。

国际竞争的压力增大。随着我国经济总量的增长和收入水平的提高，我国正面临着中等收入陷阱的挑战，以及发达国家和新兴市场国家的双重竞争。要摆脱低端制造业的困境，提升在全球价值链中的地位，必须加快技术创新和产业升级，提高全要素生产率。

高质量发展的内在要求。党的十九大报告指出，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，必须坚持质量第一、效益优先，以供给侧结构性改革为主线，推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率。高质量

发展要求提高经济增长的质量、效率和动力，而这些都离不开全要素生产率的提高。

图 56：中国全要素生产率指数较美日韩有所下滑



资料来源：Ourworldindata，德邦研究所
注：(using national accounts) (2017=1)

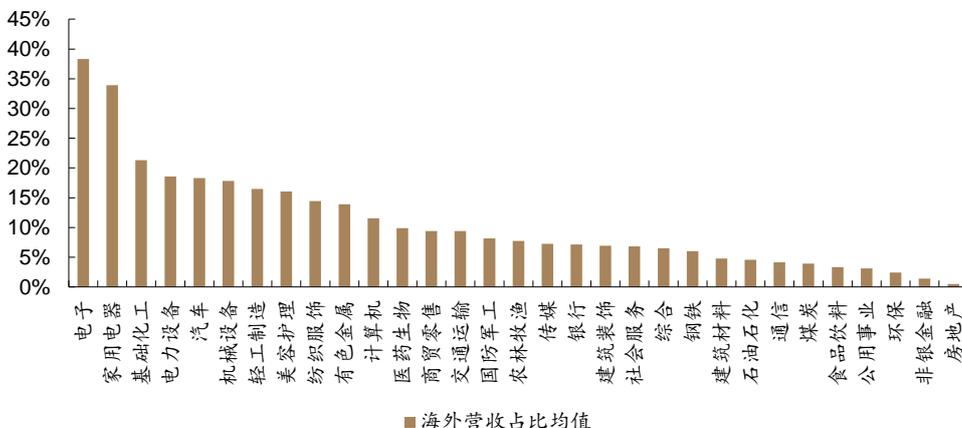
5. 产业策略：全球利润新格局，把握双循环机遇

在美元逆全球化的时代背景下，2024 年美国经济韧性和通胀粘性值得关注，大类资产高波动，金、铜、油优势显著。权益市场关注参与“内外双循环”的产业机遇，看好“外循环”出海且具有价格弹性的中间品、汽车及零部件、国企出海、消费出海、传媒出海和医药出海，“内循环”先稳后增的地产、银行和数据要素。

外循环：锻长板，走出去，高端制造和文化传媒出海。美国全球化走弱，中国“走出去”的上限被打开，出海不局限于高端制造业中的新能源、汽车、家电、消费电子、机械设备，同时文化和传媒的出海或将展现优势。

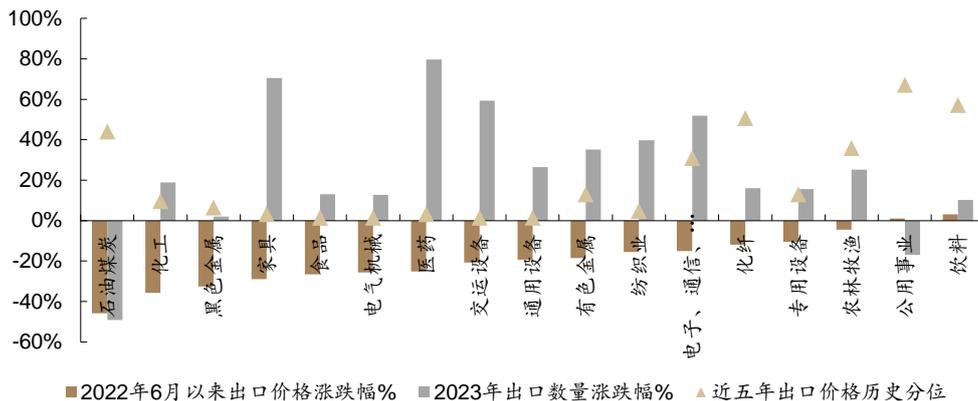
内循环：先稳后增，要素改革，自立自强，国产替代。内循环是在大国博弈宏观背景下的根基，要保证经济内生动力的独立性和安全性。同时对内稳住传统生产要素，防风险稳地产仍是重点，在此基础上数据要素有望赋能其他生产要素，提升数字经济价值。

图 57：关注海外营收占比高位的行业



资料来源：wind，德邦研究所
注：占比数据为 2022H1、2022、2023H1 的均值

图 58：关注价格跌幅较多，处于价格洼地，数量增幅明显的行业



资料来源：wind，德邦研究所

图 59：关注金铜油和内外双循环方向



资料来源：德邦研究所绘制

6. 风险提示

2024 年是全球大选年，地缘政治事件风险不可忽视；
美联储加息虽止，但降息预期的博弈或加剧市场波动；
房价续跌，居民信心受损。

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。

张震震，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。曾担任科研单位研发职务、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。