



## 产业经济周报

# 中低端消费和制造有望引领本轮经济周期复苏

### 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、美国通胀粘性具有长期性，海外半导体周期回暖，美国信息业劳动力薪资有上行动力，服务业通胀易上难下。

2、中国加速地产市场化，财政的变化或整体较为平稳。地产周期平滑，或不需要太多政策工具支持，地产回归平衡点后或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勢表现接近尾声。

4、行业配置：以价格为线索，关注“衣食住行”价格修复对应的纺服、食品、酒店餐饮和航空旅游。

#### ● 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、美国科技、制造、地产或均衡发展，中低收入人群薪资增速或难大幅回落，美国通胀具有粘性。

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、关注美国逆全球化趋势下，离岸美元融资或将走弱，人民币国际化进程或有提速。

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、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。

8、高端制造供需缺口最大阶段或已过，产能过剩导致的利润下行或将改善。

#### ● 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、全球科技产业将持续数据化、智能化演进，先进封装或接棒摩尔定律。
- 3、中国去杠杆周期的尾声，可选消费或将具有显著超额增速。
- 4、看好中国相对低价推动的全面出海，以及未来品牌和渠道优势带动的量价齐升。

- **风险提示：**美国就业超预期改善；中美关系改善不及预期；半导体周期再度下行

## 内容目录

1. 周观点：美国或再通胀，勿被能源价格“障目” .....	5
2. 市场复盘：指数延续下探 .....	7
2.1. 宽基和因子：全线收跌 .....	7
2.2. 产业和行业：科技延续领跌 .....	8
2.3. 外资期指持仓：外资对指数预期改善 .....	10
3. 下周热点：关注中国 GDP 和美国零售 .....	10
4. 风险提示 .....	11

## 图表目录

图 1: 上游和公用事业 PPI 改善 (同比: %)	7
图 2: 宽基指数周涨跌幅 (%)	7
图 3: 周度市场因子表现 (%)	8
图 4: 产业周涨跌幅 (%)	8
图 5: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 6: 重点关注细分行业超额情况 (%)	10
图 7: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	10
表 1: 服务业通胀居高不下, 后续仍有上行动力	5
表 2: 中国 CPI 回暖, PPI 负增趋缓	6
表 3: 股指期货基差走势 (基差单位: 点)	8
表 4: 下周热点	11

## 1. 周观点：美国或再通胀，勿被能源价格“障目”

美国物价数据超预期，能源价格非主因。美国 2023 年 12 月（后简称 12 月）CPI 环比 0.3%，预期 0.2%；同比 3.4%，预期 3.2%。食品项环比 0.2%，能源环比 0.4%，其中能源同环比增速改善较为显著，但我们认为不可把美国通胀上行归因至能源价格上涨，因为结合权重和环比涨幅来看，能源并非 12 月 CPI 上行的主要推动项。

核心通胀粘性较高，核心服务难降温。美国 12 月核心 CPI 环比 0.3%，同比 3.9%，核心通胀粘性显著；核心商品环比降幅归零，同比上行 0.2%，其中交运商品（汽车）环比 0.3%、服装环比 0.1%、含酒精饮料环比 0.3%，皆给核心商品通胀下行带来阻力；核心服务环比 0.4%，同比 5.3%，服务业通胀难以降温，其中住房拉动最为明显，住房拥有 35% 的权重，且环比上行 0.5%，此外多数核心服务呈现环比上行。我们再次强调伴随全球半导体周期的回暖，美国服务业通胀或易上难下。

表 1：服务业通胀居高不下，后续仍有上行动力

分项	权重%	环比（季调，%）			同比（%）		
		12月 2023	11月 2023	10月 2023	12月 2023	11月 2023	10月 2023
<b>CPI</b>	100	0.3	0.1	0	3.4	3.1	3.2
<b>食品</b>	13.42	0.2	0.2	0.3	2.7	2.9	3.3
家庭食品	8.55	0.1	0.1	0.3	1.3	1.7	2.1
在外饮食	4.87	0.3	0.4	0.4	5.2	5.3	5.4
<b>能源</b>	6.74	0.4	-2.3	-2.5	-2	-5.4	-4.5
能源商品	3.47	-0.1	-5.8	-4.9	-2.9	-9.8	-6.2
能源服务	3.27	0.9	1.7	0.5	-1.1	-0.1	-2.3
<b>核心 CPI</b>	79.84	0.3	0.3	0.2	3.9	4	4
<b>核心商品</b>	20.78	0	-0.3	-0.1	0.2	0	0.1
家居陈设与用品	4.23	-0.4	-0.7	-0.2	-0.9	-0.3	0.7
服装	2.46	0.1	-1.3	0.1	1	1.1	2.6
交通运输商品减去车用油	7.47	0.3	0.5	-0.4	0	-0.9	-2.1
医疗保健商品	1.48	-0.1	0.5	0.4	4.7	5	4.7
休闲商品	2.20	-0.5	-0.6	0.1	-1.2	-0.6	-0.4
教育与通讯商品	0.84	-0.2	-2.6	-1.3	-7.2	-7.9	-7.1
含酒精饮料	0.84	0.3	-0.1	0.2	2.5	2.9	3.7
其他商品	1.26	-0.6	0.1	1.1	4.6	5.1	5.6
<b>核心服务</b>	59.06	0.4	0.5	0.3	5.3	5.5	5.5
住房	35.17	0.5	0.4	0.3	6.2	6.5	6.7
医疗保健服务	6.37	0.7	0.6	0.3	-0.5	-0.9	-2
运输服务	6.13	0.1	1.1	0.8	9.7	10.1	9.2
休闲服务	3.13	1.1	0.1	0.1	5.6	4.8	5.7
教育与通讯服务	4.81	0.2	0.1	0	1.3	1.4	2.3
其他个人服务	1.47	-	-	-	6.4	6.1	6.7

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

**中国 CPI 同比降幅收窄, 环比上行, 假期催化服务业价格维持高增。**中国 2023 年 12 月 (后简称 12 月) CPI 同比-0.3%, 较前值-0.5%降幅收窄, 环比 0.1%; 核心 CPI 同比增速较前值持平, 环比上行 0.1%。消费品同比增速改善, 服务同比增速维持强劲, 教育文化和娱乐维持高增, 其细分行业旅游环比增速 0.1%, 较前值-5.9%大幅改善; 食品项中猪肉同比降幅显著收窄, 鲜菜环比 6.9%增幅显著; 非食品项中衣着同比增速改善, 环比正增长。

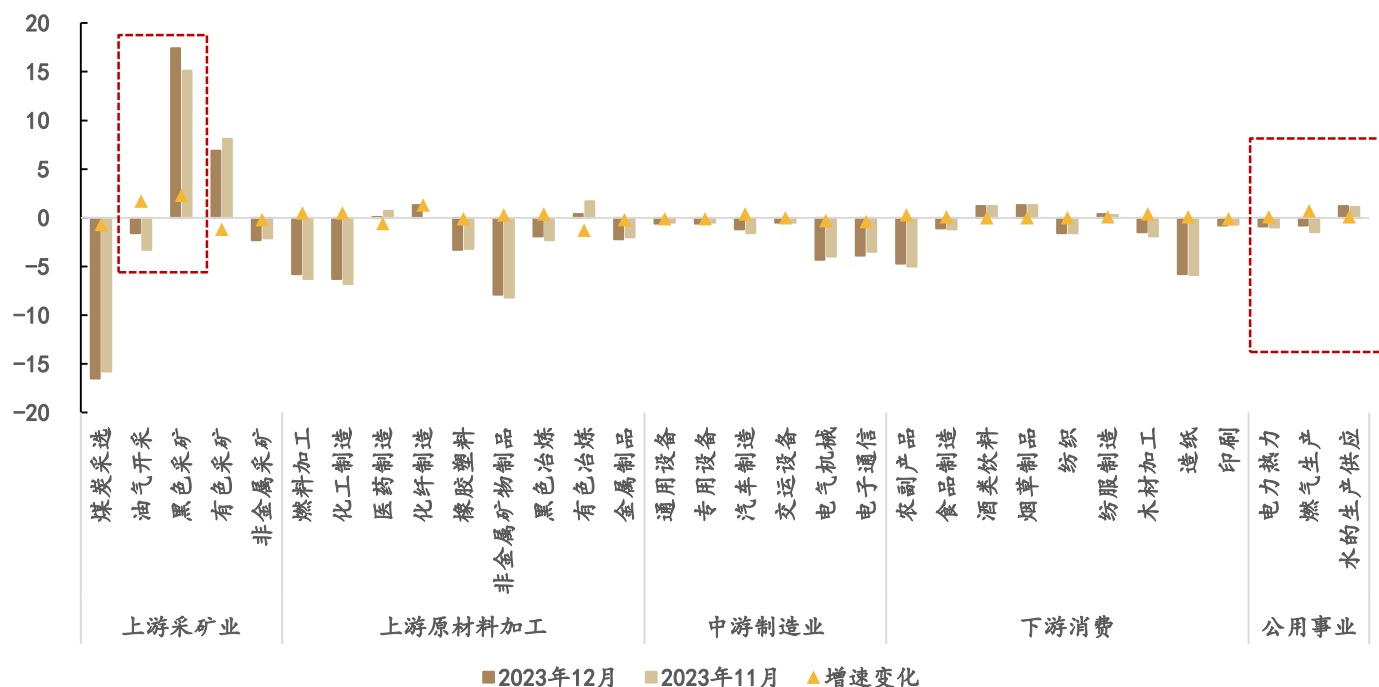
**PPI 同比降幅收窄, 工业生产延续回暖叠加供暖增加, 后续重点关注中游制造价格修复情况。**12 月 PPI 同比-2.7%, 降幅收窄 0.3%, 生产资料同比增速改善, 生活资料同比增速未有改善。从产业链细分行业来看, 上游的油气开采、黑色采矿、燃料加工、化工制造、化纤制造同比增速改善较为显著; 公用事业的电力热力、燃气生产和水生产供应同比增速也有改善。

**表 2: 中国 CPI 回暖, PPI 负增趋缓**

物价分项	较上月变动%	当月同比%			当月环比%	
		2023-12	2023-11	2023-10	2023-12	2023-11
<b>CPI</b>	<b>0.2</b>	-0.3	-0.5	-0.2	0.1	-0.5
<b>核心 CPI</b>	<b>0</b>	0.6	0.6	0.6	0.1	-0.3
消费品	<b>0.3</b>	-1.1	-1.4	-1.1	0.1	-0.5
服务	<b>0</b>	1	1	1.2	0.1	-0.4
食品	<b>0.5</b>	-3.7	-4.2	-4	0.9	-0.9
猪肉	<b>5.7</b>	-26.1	-31.8	-30.1	-1	-3
鲜菜	-0.1	0.5	0.6	-3.8	<b>6.9</b>	-4.1
鲜果	-3	-0.3	2.7	2.2	1.7	1.9
水产品	<b>0.5</b>	-0.6	-1.1	-0.5	0.9	-1.6
粮食	-0.1	0.4	0.5	0.6	0.1	0.1
蛋类	<b>1.8</b>	-7	-8.8	-5	-0.2	-2.7
非食品	<b>0.1</b>	0.5	0.4	0.7	-0.1	-0.4
衣着	<b>0.1</b>	1.4	1.3	1.1	0.1	0.6
居住	<b>0</b>	0.3	0.3	0.3	0	0
生活用品及服务	<b>0.5</b>	0	-0.5	-0.6	0.8	-0.2
交通和通信	<b>0.2</b>	-2.2	-2.4	-0.9	-1.2	-1.4
教育文化和娱乐	<b>0</b>	1.8	1.8	2.3	0.1	-0.9
医疗保健	<b>0.1</b>	1.4	1.3	1.3	0.1	0
其他用品和服务	-0.1	2.9	3	3.6	0.3	-0.6
<b>PPI</b>	<b>0.3</b>	-2.7	-3	-2.6	-0.3	-0.3
<b>生产资料</b>	<b>0.1</b>	-3.3	-3.4	-3	-0.3	-0.3
采掘工业	<b>0.3</b>	-7	-7.3	-6.2	-1.1	-0.3
原材料工业	<b>0.4</b>	-2.8	-3.2	-2.3	-0.5	-0.9
加工工业	-0.1	-3.2	-3.1	-3	-0.2	-0.1
<b>生活资料</b>	<b>0</b>	-1.2	-1.2	-0.9	-0.1	-0.2
食品类	<b>0.3</b>	-1.4	-1.7	-1.2	-0.3	-0.3
衣着类	<b>0</b>	0.1	0.1	0.4	-0.2	-0.1
一般日用品类	-0.3	-0.1	0.2	0.4	-0.2	0
耐用消费品类	<b>0</b>	-2.2	-2.2	-2	0.1	-0.2
<b>PPI-CPI 剪刀差</b>	<b>0.1</b>	-2.4	-2.5	-2.4	—	—

资料来源: wind, 德邦研究所

图 1：上游和公用事业 PPI 改善（同比：%）



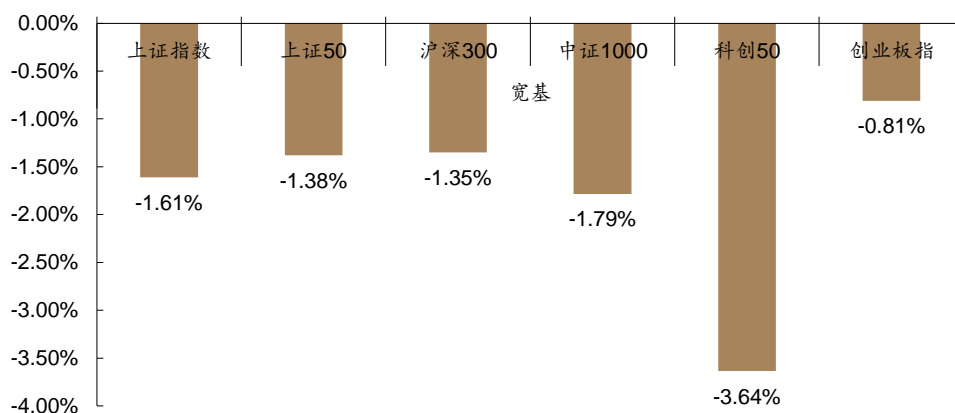
资料来源：wind，德邦研究所

## 2. 市场复盘：指数延续下探

### 2.1. 宽基和因子：全线收跌

本周（1.8-1.12）市场延续弱势，宽基指数全部收跌，科创 50 领跌。上证指数收跌-1.61%，科创 50 领跌-3.64%，创业板指-0.81%相对跌幅较小。

图 2：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货全线收跌，大小盘基差分化。IH、IF 期货升水，IC、IM 期货贴水，

市场对于大小盘风格的未来预期出现分化，大盘相对占优。

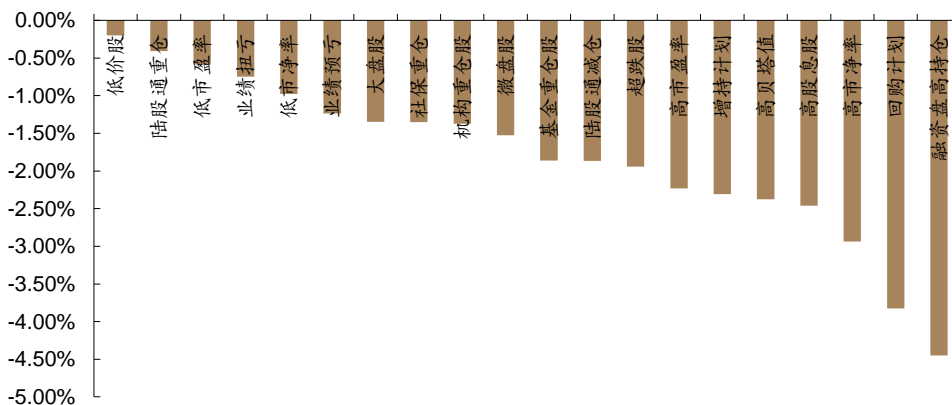
表 3：股指期货基差走势（基差单位：点）

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	-1.30	-1.99	
	下月	IH01	-1.15	-6.39	
	下季	IH02	-1.36	-8.79	
	隔季	IH03	-1.32	-8.79	
沪深300	当月	IF00	-1.30	-2.23	
	下月	IF01	-1.30	-4.03	
	下季	IF02	-1.28	-9.03	
	隔季	IF03	-1.28	-0.63	
中证500	当月	IC00	-1.65	17.58	
	下月	IC01	-1.72	40.18	
	下季	IC02	-1.76	56.58	
	隔季	IC03	-2.04	135.58	
中证1000	当月	IM00	-2.01	23.49	
	下月	IM01	-2.15	57.29	
	下季	IM02	-2.18	89.09	
	隔季	IM03	-2.33	186.49	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，“三低策略”相对抗跌。低价股、陆股通重仓、低市盈率、业绩扭亏和低市净率跌幅较小，融资盘高持仓、回购计划跌幅居前。

图 3：周度市场因子表现 (%)



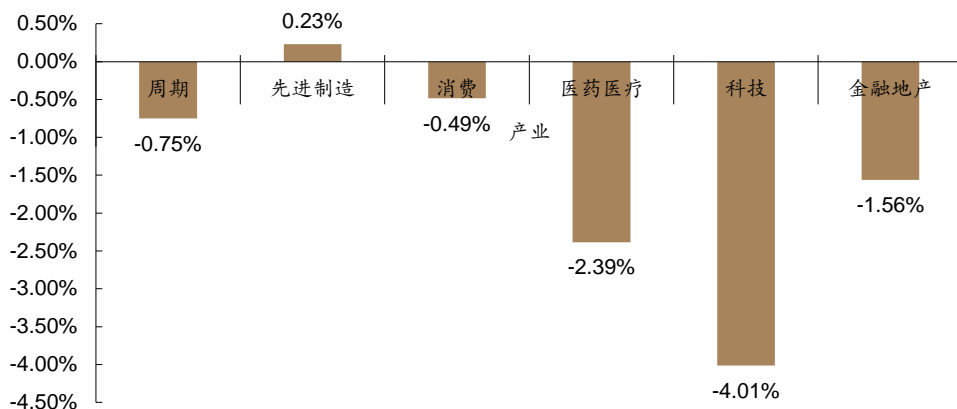
资料来源：ifind，德邦研究所

## 2.2. 产业和行业：科技延续领跌

从产业层面来看，科技延续领跌，现价制造逆势收涨。产业涨跌分化，科技（-4.01%）、医药医疗（-2.39%）跌幅较多，先进制造（+0.23%）逆势收涨。

图 4：产业周涨跌幅 (%)

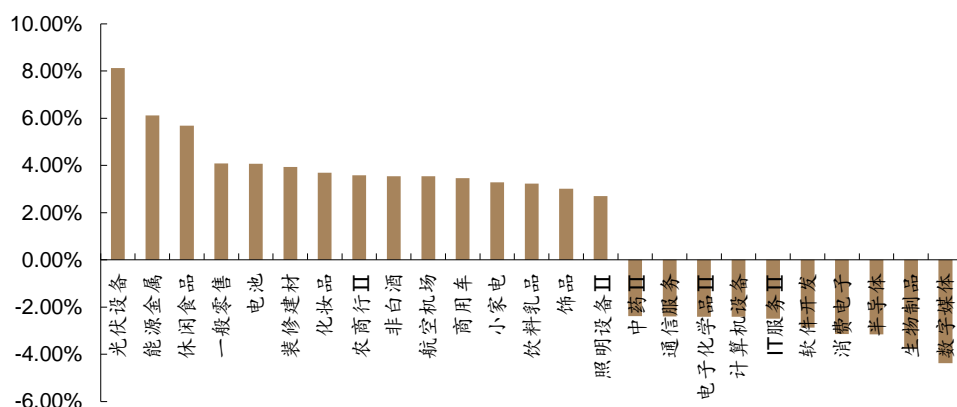




资料来源：ifind，德邦研究所

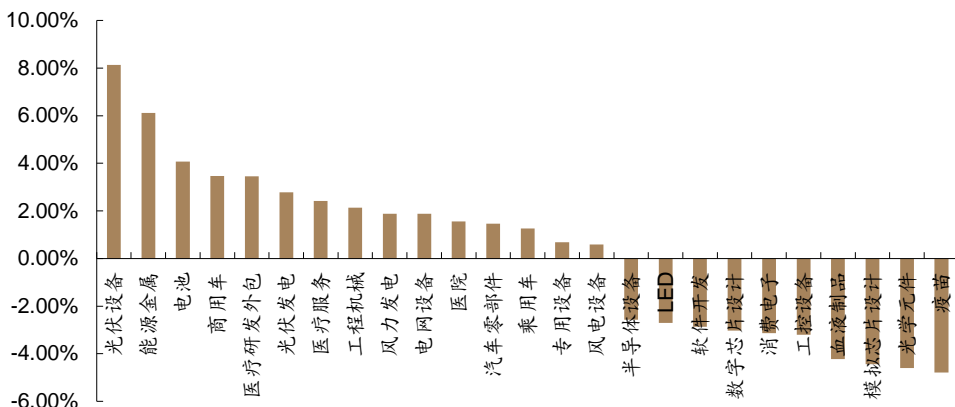
细分行业层面，新能源和消费行业超额显著。从超额表现来看：光伏设备(+8.13%)、能源金属(+6.12%)、休闲食品(+5.68%)相对上证指数涨幅领先；数字媒体(-4.37%)、生物制品(-3.75%)、半导体(-3.16%)相对上证指数跌幅居前。

图 5：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 6：重点关注细分行业超额情况 (%)

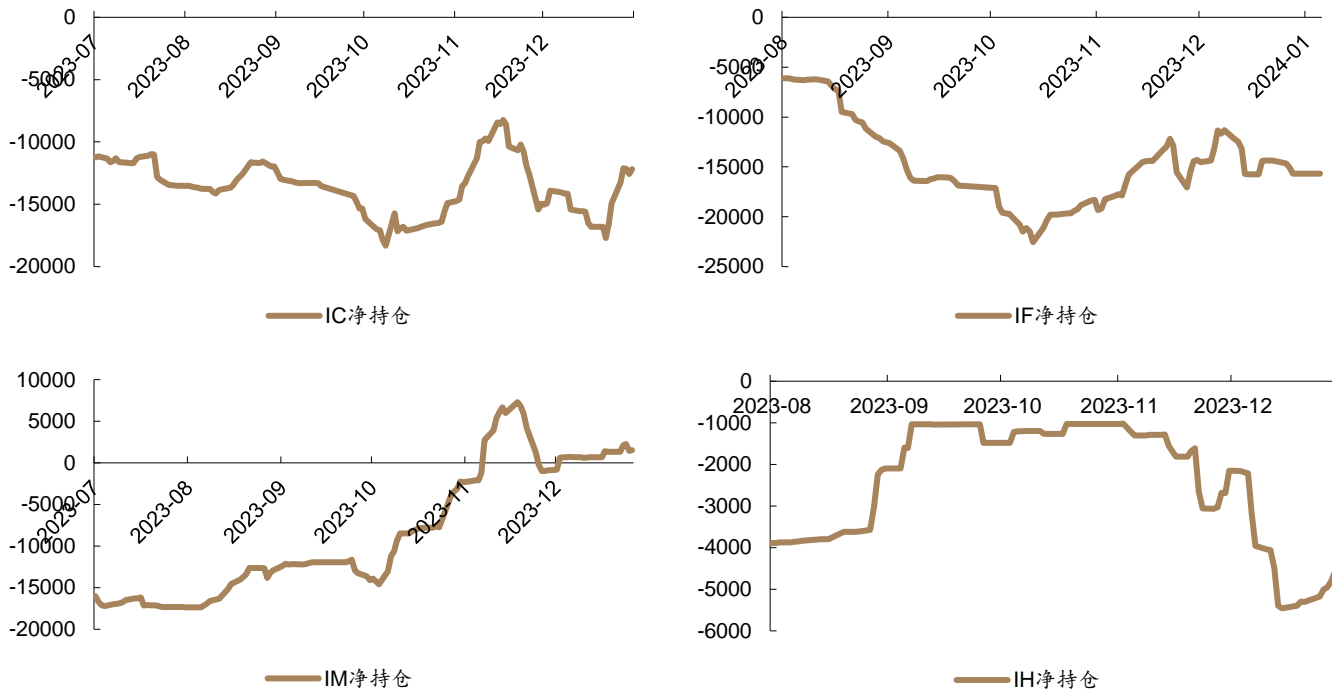


资料来源：ifind，德邦研究所

### 2.3. 外资期指持仓：外资对指数预期改善

本周外资机构对于 A 股指数预期有所改善，IC、IH 净持仓显著改善，IM 净增持震荡上行。

图 7：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：关注中国 GDP 和美国零售

下周 (1.15-1.19) 重点关注中国 GDP 数据、工业增加值、社零，美国零售、工业产出和成屋销售。

表 4: 下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/1/17	3	美国零售销售
	2024/1/17	3	美国工业产出
	2024/1/19	5	美国成屋销售
国内宏观	2024/1/17	3	中国季度 GDP
	2024/1/17	3	中国规模以上工业增加值
	2024/1/17	3	中国社会消费品零售总额
	2024/1/18	4	中国失业率
产业行业	2024/1/17	3	三星 GalaxyS24 系列手机发布
	2024/1/18	4	华为将于 1 月 18 日举办鸿蒙重要活动

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; 半导体周期再度下行

# 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。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； 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。	类别	评级	说明
	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。