



产业经济周报

中国加速全球化有望持续提升全球要素生产率

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、过去多年里美国的移动互联网和创新药等科技发展一定程度上限制了全球要素生产率增长，而这一限制或是中国全球化的重要基础，中国的全新商业范式或将带动全球要素生产率重回上行趋势。

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、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。

4、行业配置：短期风格或再均衡，科技成长有反弹动力。

● 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	5
1.1. 美国消费强劲，通胀粘性较高	5
1.2. 美股科技大涨，全要素生产率或受抑制	7
2. 市场复盘：指数延续下探	7
2.1. 宽基和因子：上证 50 逆势收涨	8
2.2. 产业和行业：金融地产逆势收涨	9
2.3. 外资期指持仓：预期分化	10
3. 下周热点：关注美国经济和通胀数据	11
4. 风险提示	11

图表目录

图 1: 市场通胀预期上行 (%)	5
图 2: 3 月不降息的概率过半	5
图 3: 美国消费者信心指数大增	6
图 4: 消费者通胀预期下行 (%)	6
图 5: 美国汽油价格下行 (美元/加仑)	6
图 6: 美国车用汽油需求较高 (万桶/日)	6
图 7: 纳指龙头推动纳指市值增长	7
图 8: 主要经济体全要素生产率增速在 2007 年后震荡下行	7
图 9: 美国 TFP 平均年化增长 (%)	7
图 10: 宽基指数周涨跌幅 (%)	8
图 11: 周度市场因子表现 (%)	9
图 12: 产业周涨跌幅 (%)	9
图 13: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 14: 重点关注细分行业超额情况 (%)	10
图 15: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	11
表 1: 美国零售	5
表 2: 股指期货基差走势 (基差单位: 点)	8
表 3: 下周热点	11

1. 周观点

1.1. 美国消费强劲，通胀粘性较高

美国 12 月零售销售环比延续上行，耐用品中汽车消费走强，而非耐用品受节日催化明显升温。美国 2023 年 12 月(后简称 12 月)零售销售环比增长 0.6%，前值 0.3%；核心零售环比增长 0.6%，前值 0.6%，分项中机动车与零件经销商环比 1.1%，服装环比 1.5%，无店面零售环比 1.5%，增幅较高。

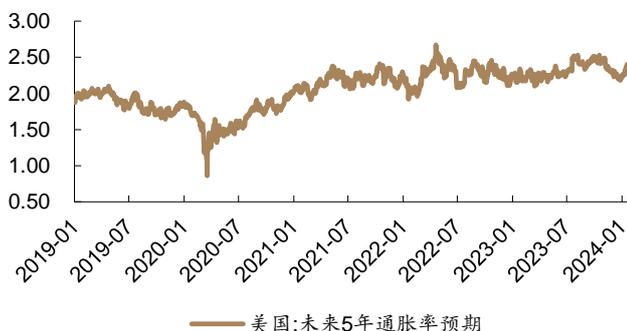
表 1：美国零售

12 月美国零售销售（环比，季调%）	12-2023	11-2023	10-2023
零售销售	0.6	0.3	-0.3
核心零售	0.6	0.6	0.1
机动车与零件经销商	1.1	0.8	-1
家具、家饰、电子产品及家用电器商店	-0.7	0.6	-1
建材、花园及相关物资经销商	0.4	-0.1	0.1
食品饮料商店	0.2	0.2	0.1
保健和个人护理产品商店	-1.4	-0.2	1.3
加油站	-1.3	-3.4	-1.7
服装与装饰品商店	1.5	1	-0.1
体育用品、业余爱好、书籍及音乐商店	0.3	1.4	0
日用品商店	1.3	-0.2	0
杂项商店零售商	0.7	-0.3	0.9
无店面零售业	1.5	1.2	-0.3
食品服务与餐饮业	0.03	1.68	0.32

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

零售销售数据升温后，通胀预期出现上行。12 月零售销售数据公布后，圣路易斯联储口径下的未来 5 年通胀率预期从年初的 2.25% 一度上升至 2.4%；CME 利率观察工具显示 3 月不降息的概率也提高至了 52.9%。

图 1：市场通胀预期上行（%）



资料来源：wind，德邦研究所

图 2：3 月不降息的概率过半

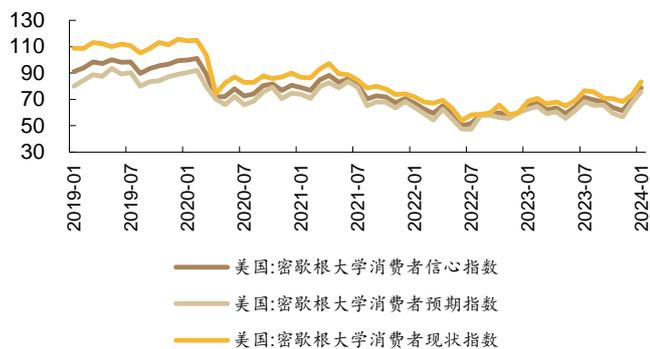
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.1%	97.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	46.2%	52.9%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	33.1%	50.9%	15.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	31.8%	50.2%	16.7%	0.6%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	27.7%	47.8%	21.1%	2.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.5%	25.0%	45.8%	23.8%	4.6%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.3%	15.2%	37.4%	32.6%	12.3%	2.0%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.2%	12.2%	33.0%	33.6%	16.3%	4.1%	0.5%	0.0%	0.0%

资料来源：CME，德邦研究所（截至 1.20）

美国消费者信心指数创新高，密西根大学通胀预期下行或与油价下行有关。2024 年 1 月美国消费者信心指数创下 2021 年 8 月以来的新高，居民消费信心充足，密歇根大学通胀预期下行。我们认为消费者通胀预期下行或受到汽油价格下

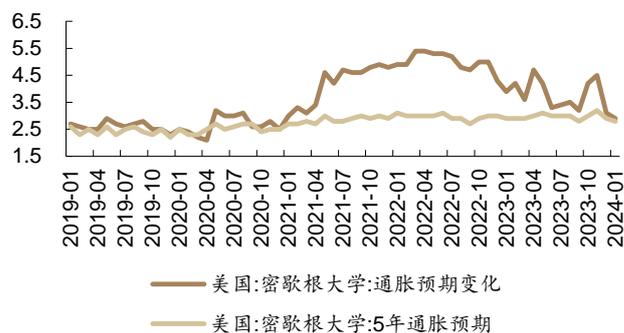
行影响，同时美国居民车用汽油表需较强，因此油价下行或给予了消费者对于通胀缓解的信心。

图 3：美国消费者信心指数大增



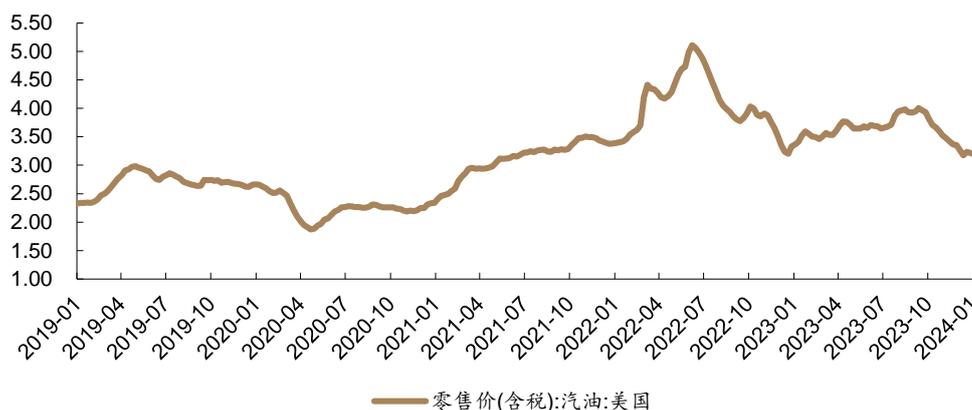
资料来源：wind，德邦研究所

图 4：消费者通胀预期下行 (%)



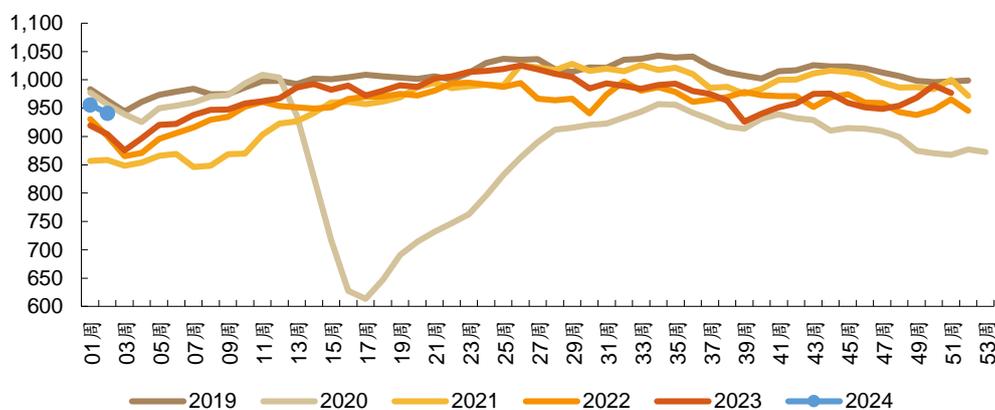
资料来源：wind，德邦研究所

图 5：美国汽油价格下行 (美元/加仑)



资料来源：wind，德邦研究所

图 6：美国车用汽油需求较高 (万桶/日)

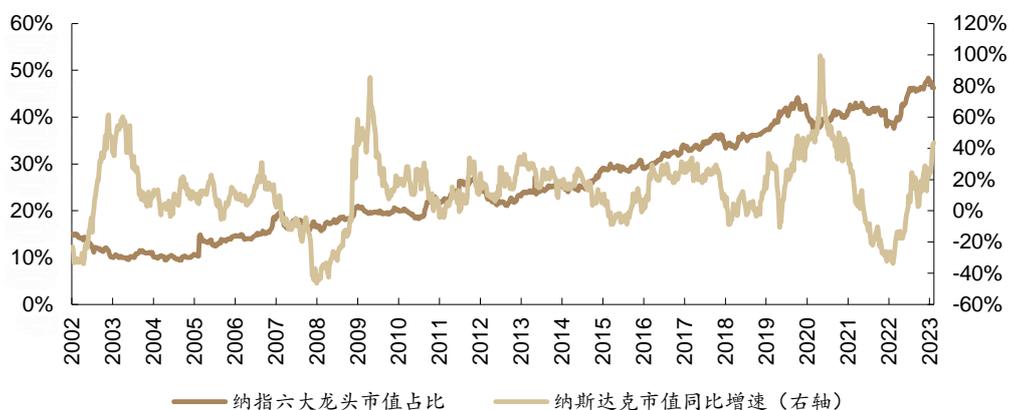


资料来源：wind，德邦研究所

1.2. 美股科技大涨，全要素生产率或受抑制

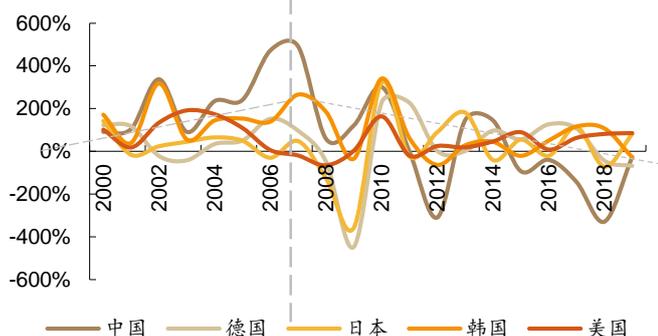
美国科技大涨，“马太效应”明显，全要素生产率提升或受到抑制。本周美股科技股涨幅显著，纳斯达克科技市值加权和纳斯达克 100 指数涨幅大于纳斯达克指数，展现出龙头的“马太效应”。但“马太效应”本身或不利于全要素生产率的提升，这一点从主要经济体的全要素生产率变化趋势得到验证，2000 年-2007 年科技的“马太效应”还不明显，彼时中国、美国、韩国等国全要素生产率增速震荡上行。近年来，纳指六大龙头市值占比大幅提升，纳斯达克市值增速与龙头市值提升走势相近，科技的“马太效应”愈发显著，主要经济体全要素生产率增速震荡下行，特别是美国全要素生产率平均年化增长在 2021 年-2022 年出现负增长。因此，科技行业的“马太效应”或遏制全要素生产率的提升。

图 7：纳指龙头推动纳指市值增长



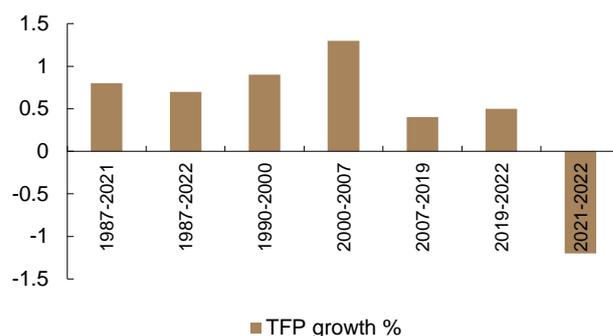
资料来源：wind，德邦研究所（六大龙头：微软、苹果、Meta、Amazon、谷歌、英伟达）

图 8：主要经济体全要素生产率增速在 2007 年后震荡下行



资料来源：wind，德邦研究所

图 9：美国 TFP 平均年化增长 (%)



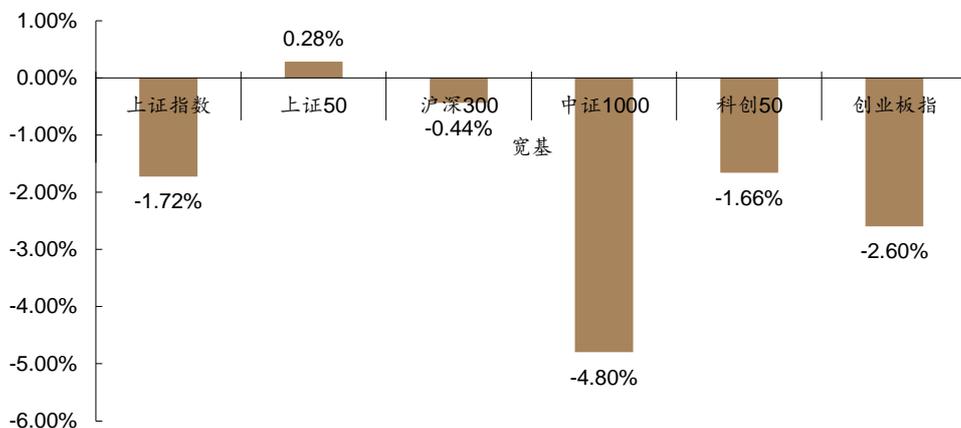
资料来源：BLS，德邦研究所

2. 市场复盘：指数延续下探

2.1. 宽基和因子：上证 50 逆势收涨

本周（1.15-1.19）市场延续弱势，宽基指数多数收跌，上证 50 逆势收涨。上证指数收跌-1.72%，中证 1000 领跌-4.8%，创业板指-2.6%，科创 50 收跌-1.66%。

图 10：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，大盘风格基差转正。IH、IF 由上周的升水转为贴水，IC、IM 当月合约基差转负，风格预期再均衡。

表 2：股指期货基差走势（基差单位：点）

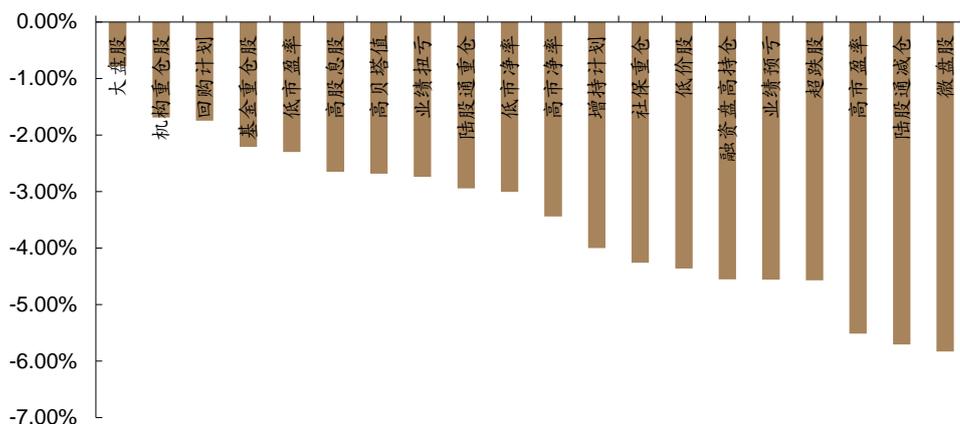
指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	-0.19	4.94	
	下月	IH01	-0.61	10.34	
	下季	IH02	-0.70	9.54	
	隔季	IH03	-0.87	14.34	
沪深300	当月	IF00	-0.74	2.98	
	下月	IF01	-1.55	27.78	
	下季	IF02	-1.73	28.98	
	隔季	IF03	-1.88	43.18	
中证500	当月	IC00	-3.32	-11.77	
	下月	IC01	-4.42	67.63	
	下季	IC02	-4.66	99.63	
	隔季	IC03	-4.85	185.23	
中证1000	当月	IM00	-4.38	-15.81	
	下月	IM01	-5.65	89.59	
	下季	IM02	-5.77	124.59	
	隔季	IM03	-5.95	227.59	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，业绩预告来袭，大盘股相对抗跌。大盘股、机构重仓股、回购计划跌幅较小，微盘股、陆股通减仓、高市盈率、超跌股、业绩预亏跌

幅居前。

图 11：周度市场因子表现 (%)

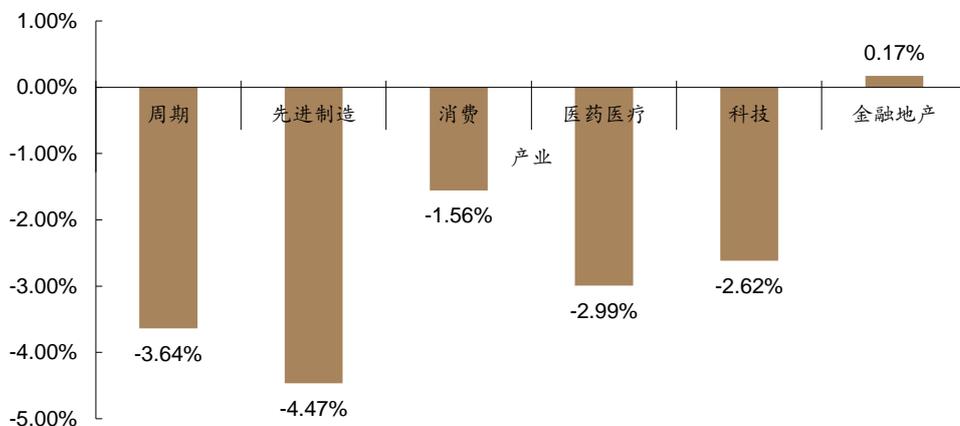


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：金融地产逆势收涨

从产业层面来看，先进制造和周期领跌。产业多数收跌，先进制造(-4.47%)、周期(-3.64%)跌幅较多，金融地产(+0.17%)逆势收涨。

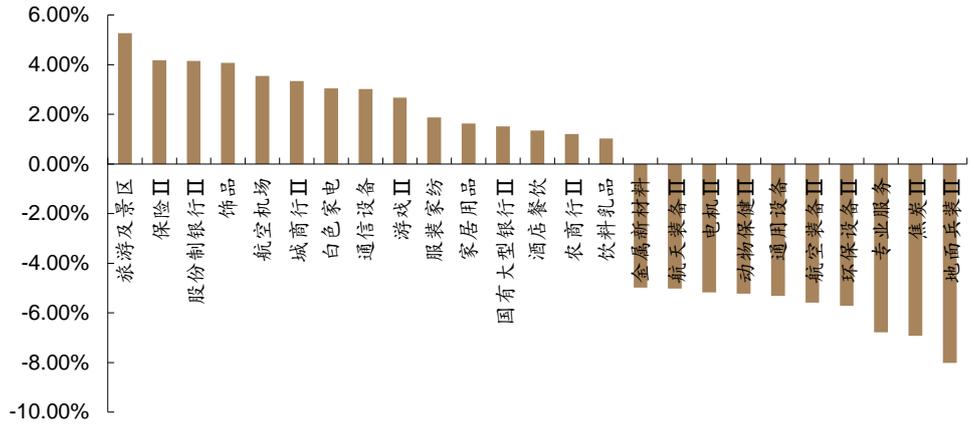
图 12：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

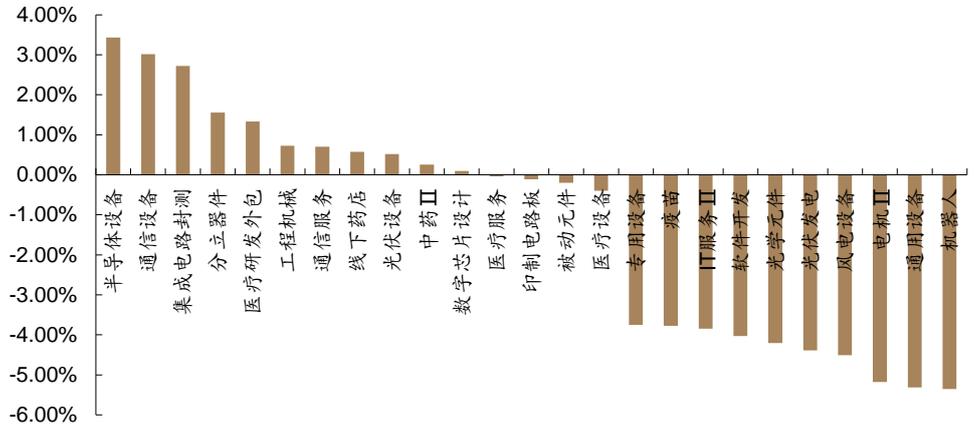
细分行业层面，“衣食住行”有超额收益。从超额表现来看：旅游及景区(+5.27%)、保险(+4.18%)、股份制银行(+4.16%)相对上证指数涨幅领先；地面兵装(-8.02%)、焦炭(-6.92%)、专业服务(-6.78%)相对上证指数跌幅居前。

图 13：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 14: 重点关注细分行业超额情况 (%)

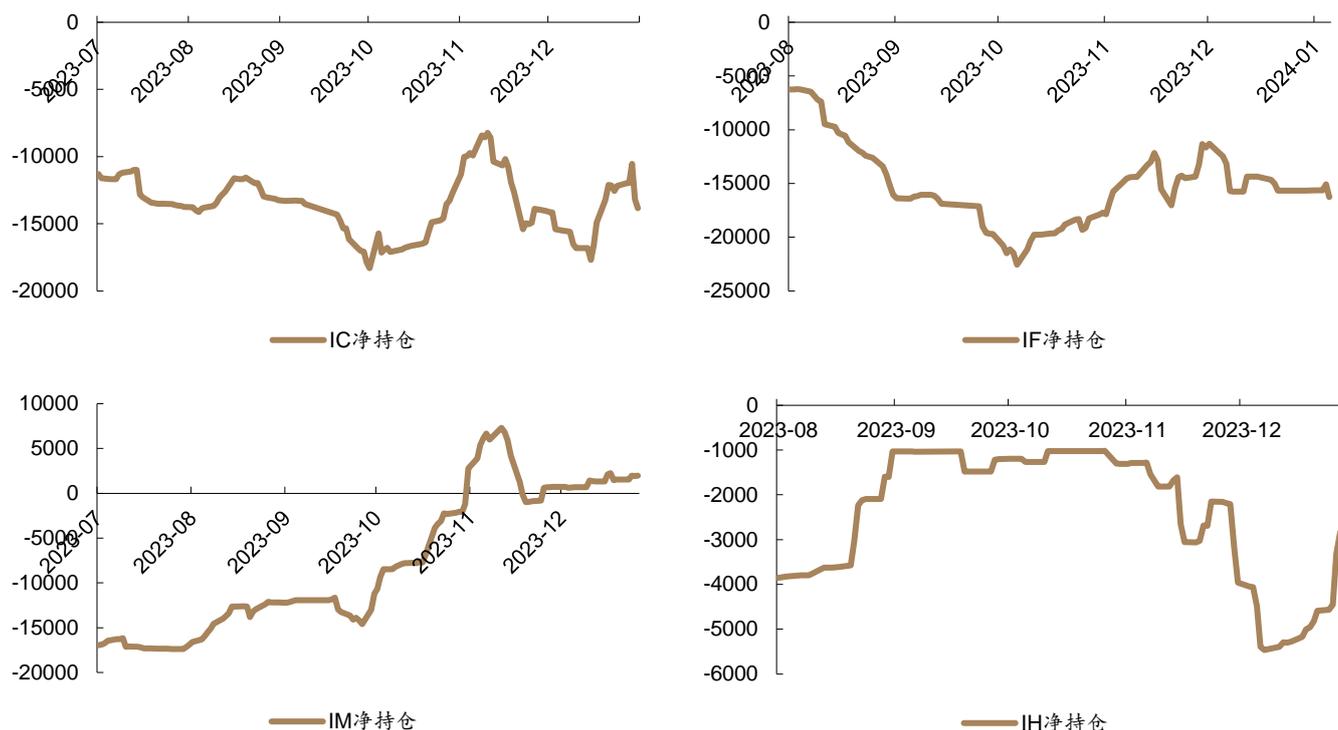


资料来源: ifind, 德邦研究所

2.3. 外资期指持仓: 预期分化

本周外资机构对于 A 股指数预期分化, IM、IH 净持仓改善, IC、IF 净持仓下行。

图 15：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：关注美国经济和通胀数据

下周(1.22-1.26)重点关注美国 Markit PMI 和核心 PCE 物价指数，中国 LPR 和规上工业企业利润，产业层面关注特斯拉 2023Q4 财报。

表 3：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/1/24	3	美国 Markit 综合 PMI
	2024/1/25	4	美国核心 PCE 物价指数
	2024/1/25	4	美国 GDP 平减指数当季环比
国内宏观	2024/1/22	1	中国央行贷款市场报价利率(LPR)
	2024/1/27	6	中国规模以上工业企业利润
产业行业	2024/1/25	4	特斯拉公布 2023 年 Q4 财报
	2024/1/26	5	问界 M9 先行者率先启动交付

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；	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。