



产业经济周报

经济复苏动能积累，市场风险加速释放

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：关注出口价格边际改善的家具、纺服、交运和化工。

● 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. 中国超预期降准和定向降息.....	5
1.2. 美联储降息可行性提高，必要性降低.....	5
2. 市场复盘：交投回暖，大金融领涨.....	9
2.1. 宽基和因子：成长转价值.....	9
2.2. 产业和行业：金融地产一马当先.....	10
2.3. 外资期指持仓：预期改善.....	11
3. 下周热点：关注美国经济和通胀数据.....	12
4. 风险提示.....	12

图表目录

图 1: 2023Q4 美国 GDP 环比超预期, 个人消费拉动强劲 (%)	5
图 2: 通胀环比增速回落至美联储合意区间 (%)	6
图 3: 截至 1 月 24 日, CME 利率观察工具显示 3 月不降息概率过半	8
图 4: 宽基指数周涨跌幅 (%)	9
图 5: 周度市场因子表现 (%)	10
图 6: 产业周涨跌幅 (%)	10
图 7: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	11
图 8: 重点关注细分行业超额情况 (%)	11
图 9: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	12
表 1: 商品拉动走弱, 服务拉动走强	6
表 2: PCE 通胀分项	7
表 3: PCE 实际消费分项	8
表 4: 股指期货基差走势 (基差单位: 点)	9
表 5: 下周热点	12

1. 周观点

1.1. 中国超预期降准和定向降息

超预期降准和定向降息或推动 LPR 下行。央行宣布自 2024 年 2 月 5 日起下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点；自 2024 年 1 月 25 日起分别下调支农再贷款、支小再贷款和再贴现利率各 0.25 个百分点。央行行长潘功胜还补充道“下调支农支小再贷款、再贴现利率，有助于推动信贷定价基准的贷款市场报价利率（LPR）下行”。

政策吹风，宽货币或将配合宽财政，人民币汇率不贬反升。央行行长潘功成在新闻发布会提到，“政策协调上形成合力。从国际比较看，目前我国政府部门尤其是中央政府总体债务规模并不高，积极的财政政策仍然有较好的空间”，全面降准和定向降息或将配合后续财政发力。

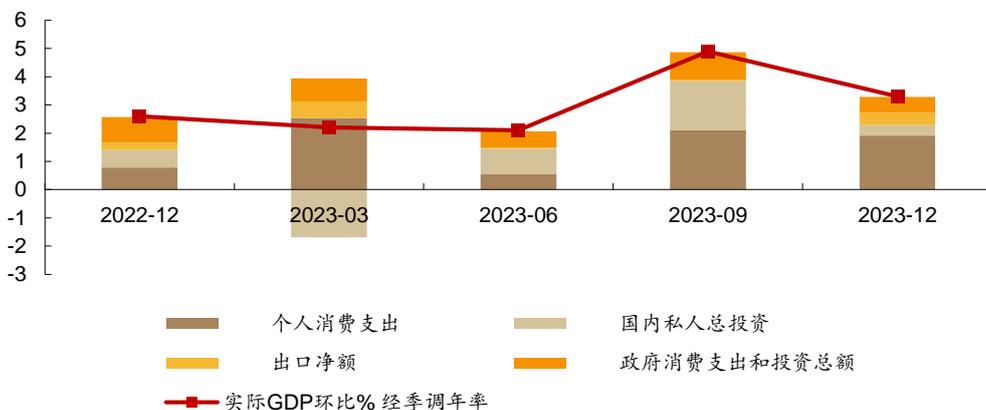
地产供给防风险，房企或受益定向支持。地产央行将联合金融监管总局出台完善经营性物业贷款的有关政策，支持优质房企盘活存量资产，扩大资金使用范围，改善流动性状况。

1.2. 美联储降息可行性提高，必要性降低

GDP 环比超预期，核心通胀符合预期。美国 2023 年四季度实际 GDP 环比季调年率 3.3%，超预期的 2.0%，前值为 4.9%，经济环比增速虽然放缓，但韧性依旧；2023Q4 PCE 通胀环比 1.7%，核心通胀环比 2%，通胀水平达到美联储目标位置。

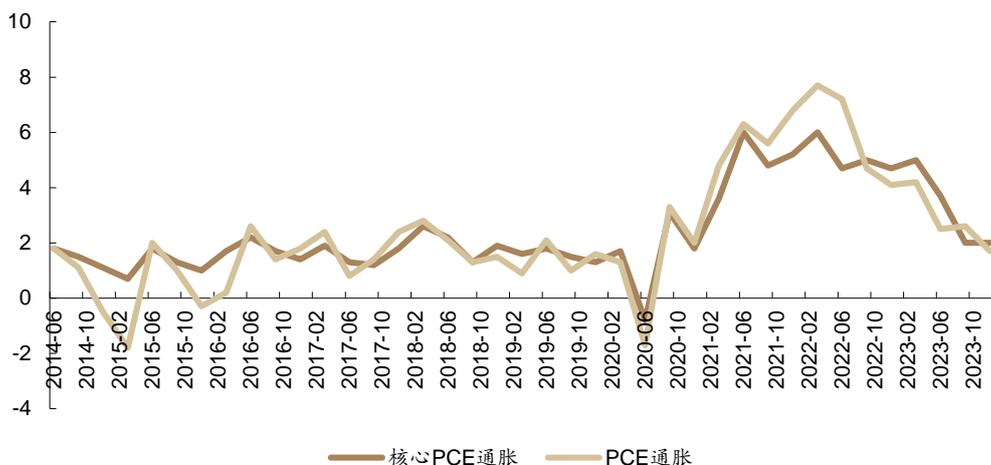
个人消费拉动保持强劲，服务业动能延续上行。从分项拉动来看，个人消费支出仍为主要动力，2023Q4 环比拉动 1.91%；服务拉动（1.06%）走强，商品拉动（0.85%）走弱；服务业中保健（0.36%）和食宿服务（0.37%）环比拉动率上行；商品中非耐用品（0.49%）环比拉动率高于耐用品（0.36%）。私人总投资拉动率由 1.74% 降至 0.38%。政府支出和投资的拉动率由 0.99% 降至 0.56%。出口净额的拉动率由 0.03% 升至 0.43%。2023Q4 经济和通胀数据公布后，市场降息交易再起，美债收益率下行，短端利率下行幅度大于长端，美股上行。

图 1：2023Q4 美国 GDP 环比超预期，个人消费拉动强劲（%）



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 2：通胀环比增速回落至美联储合意区间（%）



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

表 1：商品拉动走弱，服务拉动走强

消费分项拉动率 (%)	2022-12	2023-03	2023-06	2023-09	2023-12
个人消费支出	0.79	2.54	0.55	2.11	1.91
商品	-0.01	1.14	0.11	1.09	0.85
耐用品	-0.08	1.07	-0.03	0.53	0.36
汽车及汽车零件	0.12	0.8	-0.27	-0.03	-0.03
家具和耐用家用设备	-0.02	0.03	0	0.1	0.07
娱乐商品和车辆	-0.08	0.23	0.27	0.4	0.26
其他耐用品	-0.09	0.01	-0.02	0.07	0.06
非耐用品	0.07	0.07	0.14	0.56	0.49
场外消费用食品、饮料购买	-0.07	-0.17	0.05	0.1	0.08
服装与鞋袜	0.01	0.02	-0.14	0.11	0.11
汽油和其他能源商品	0.03	0.06	0.15	-0.02	0.01
其他非耐用品	0.1	0.16	0.08	0.36	0.29
服务	0.8	1.4	0.44	1.02	1.06
家庭消费支出(用于服务)	1.02	1.65	0.47	0.97	1.07
住房与公用事业	0.19	-0.17	0.08	0.35	0.05
保健	0.67	1.04	0.27	0.3	0.36
交通运输服务	-0.09	-0.03	0.08	0.02	0.13
娱乐服务	0.13	0.19	0.04	0.06	0.13
食宿服务	0.1	0.15	-0.05	0.34	0.37
金融服务和保险	-0.01	0.08	0.21	0.07	-0.14
其他服务	0.03	0.39	-0.16	-0.18	0.17

资料来源：Bloomberg，德邦研究所（蓝色文字代表环比降温，黄色文字代表环比保持韧性，红色代表环比升温）

美国 2023 年 12 月 PCE 通胀符合预期，核心通胀同比增幅低于预期，核心服务通胀粘性较高，房租、休闲、餐饮环比上行。美国 12 月 PCE 通胀环比 0.2%，预期 0.2%，同比 2.6%，预期 2.6%；核心 PCE 环比 0.2%，预期 0.2%，同比 2.9%，预期 3.0%。分项来看，食品通胀环比上行，能源通胀环比降幅收窄；核心商品通胀同环比下行，耐用品中新车和二手车环比上行，非耐用品通胀环比下行速度放缓；核心服务通胀环比增速持平，住宅通胀粘性显著，节假日催化下休闲服务和餐饮住宿通胀环比上行。

表 2：PCE 通胀分项

分项	权重%	环比%			同比%		
		2023/12	2023/11	2023/10	2023/12	2023/11	2023/10
PCE	100.0	0.2	-0.1	0.0	2.6	2.6	2.9
食品	7.7	0.1	-0.1	0.2	1.5	1.8	2.4
能源	2.4	-0.2	-5.6	-4.6	-3.0	-9.8	-6.4
核心 PCE	88.2	0.2	0.1	0.1	2.9	3.2	3.4
核心商品	23.0	-0.3	-0.4	0.0	-0.1	0.1	0.3
耐用品	11.7	-0.4	-0.4	-0.3	-2.3	-2.1	-2.2
新车	2.1	0.3	-0.1	-0.1	1.0	1.4	1.9
二手车	1.3	0.5	1.6	-0.8	-1.3	-3.7	-7.1
家具	2.5	-0.1	-1.2	-0.2	-3.1	-2.8	-2.2
娱乐商品	3.7	-1.7	-1.2	-0.4	-5.1	-4.2	-4.4
其他耐用品	1.5	1.0	-0.5	0.2	0.1	0.3	1.4
非耐用品	11.3	-0.1	-0.9	-0.3	1.3	0.7	1.6
服装	2.8	-0.1	-1.4	0.0	0.9	1.1	2.5
其他非耐用品	8.5	-0.1	0.0	0.4	2.6	3.0	3.1
核心服务	66.9	0.3	0.3	0.2	3.9	4.1	4.3
住宅	15.4	0.5	0.5	0.4	6.4	6.7	6.9
房租	3.5	0.4	0.5	0.5	6.5	6.9	7.2
设算租金	11.8	0.5	0.5	0.4	6.3	6.7	6.8
医疗服务	16.1	0.1	0.2	0.4	2.4	2.4	2.3
运输服务	3.3	-0.1	1.0	0.3	3.9	5.9	4.3
休闲服务	4.0	0.9	0.2	0.2	4.9	4.5	5.3
餐饮住宿	7.5	0.3	0.2	0.0	4.4	4.6	4.7
金融服务	7.1	0.5	-0.1	-0.2	3.1	3.1	4.0
其他服务	8.2	0.1	0.0	0.0	2.7	2.9	3.4

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

美国 12 月 PCE 实际个人消费环比增速超预期，耐用品消费延续火热。美国 12 月 PCE 实际个人消费支出环比 0.5%，预期 0.3%。分项来看，食品和能源皆环比正增长；核心 PCE 实际个人消费支出同环比延续上行，环比 0.6%，同比 3.6%；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；核心服务中医疗服务环比 0.4%、运输服务环比 1.5%、休闲服务环比 0.9%、金融服务环比 0.8%。

表 3：PCE 实际消费分项

分项	权重%	环比%			同比%		
		2023/12	2023/11	2023/10	2023/12	2023/11	2023/10
PCE	100.0	0.5	0.5	0.0	3.2	2.7	1.9
食品	7.4	0.4	0.5	-0.1	1.3	0.2	-0.6
能源	2.1	2.1	-2.1	1.3	4.0	2.0	2.7
核心 PCE	89.0	0.6	0.5	0.0	3.6	3.1	2.2
核心商品	25.9	1.3	1.0	-0.5	6.4	5.1	2.7
耐用品	13.5	1.5	1.1	-0.7	8.5	6.7	3.1
新车	2.1	2.0	1.7	-2.8	5.9	0.9	-4.9
二手车	1.1	0.7	-4.2	0.7	7.4	5.7	10.6
家具	2.7	0.6	2.2	-0.7	4.7	3.8	0.0
娱乐商品	5.3	2.8	2.2	-0.4	14.5	13.7	8.2
其他耐用品	1.8	-0.1	1.9	-0.5	5.3	4.1	0.2
非耐用品	12.4	0.9	0.3	0.1	3.1	2.1	1.3
服装	3.3	1.7	1.7	-0.4	3.2	2.0	-0.8
其他非耐用品	9.1	0.7	0.5	-0.1	4.6	4.0	3.3
核心服务	65.0	0.3	0.4	0.1	2.3	2.3	1.9
住宅	14.2	0.1	0.1	0.1	1.2	1.2	1.1
房租	3.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.8	0.8
设算租金	10.9	0.1	0.1	0.1	1.3	1.3	1.2
医疗服务	16.9	0.4	0.2	0.1	4.3	4.5	5.0
运输服务	3.1	1.5	-0.6	0.3	3.3	2.9	0.5
休闲服务	3.9	0.9	1.0	0.7	4.3	4.2	3.6
餐饮住宿	6.9	-0.3	1.0	0.4	5.1	4.4	2.8
金融服务	6.7	0.8	0.9	-0.5	1.7	0.9	0.8
其他服务	8.6	0.2	0.4	-0.1	1.1	1.1	0.6

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

2023 年 12 月 PCE 通胀数据于 2023Q4 经济和通胀数据后公布，数据公布后降息预期再度下修。CME 利率观察工具显示 3 月利率维持概率为 52.3%。

图 3：截至 1 月 24 日，CME 利率观察工具显示 3 月不降息概率过半

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%	3.1%	96.9%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.4%	46.2%	52.3%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	36.0%	50.9%	11.9%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.1%	34.6%	50.3%	13.5%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	30.2%	48.3%	18.4%	2.2%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.8%	27.3%	46.5%	21.3%	3.8%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	0.5%	16.1%	38.4%	32.0%	11.2%	1.8%	0.1%	0.0%
2024/12/18	0.4%	13.0%	34.0%	33.2%	15.3%	3.6%	0.4%	0.0%	0.0%

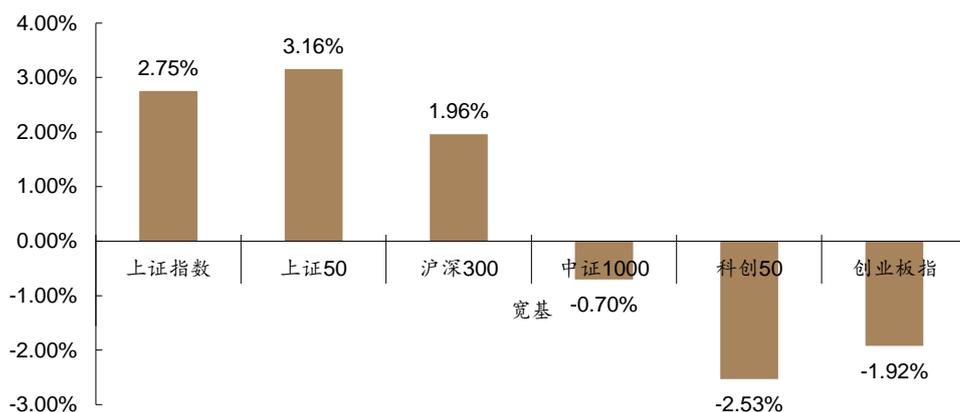
资料来源：CME，德邦研究所

2. 市场复盘：交投回暖，大金融领涨

2.1. 宽基和因子：成长转价值

本周（1.22-1.26）市场反弹，上证50涨幅居前。上证指数收涨2.75%，上证50收涨3.16%，沪深300收涨1.96%，科创50大幅收跌-2.53%。

图4：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货分化，大盘较优。IH基差转负，IF、IC、IM仍然贴水，大盘风格再度走强。

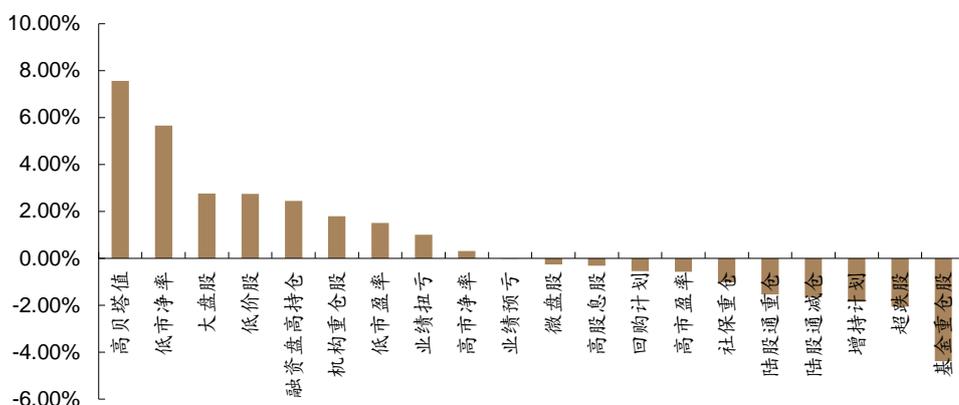
表4：股指期货基差走势（基差单位：点）

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	3.72	-1.43	
	下月	IH01	3.93	-5.23	
	下季	IH02	4.00	-2.63	
	隔季	IH03	2.57	29.37	
沪深300	当月	IF00	2.63	6.22	
	下月	IF01	2.65	7.82	
	下季	IF02	2.75	19.22	
	隔季	IF03	1.60	56.22	
中证500	当月	IC00	0.62	34.49	
	下月	IC01	0.61	67.89	
	下季	IC02	0.31	161.69	
	隔季	IC03	-0.94	222.29	
中证1000	当月	IM00	0.38	52.96	
	下月	IM01	0.42	91.56	
	下季	IM02	0.75	209.76	
	隔季	IM03	-2.40	293.96	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，交投风险偏好回暖。高贝塔值、低市净率、大盘股、低价股、融资高持仓涨幅居前，基金重仓股跌幅居前。

图 5：周度市场因子表现 (%)

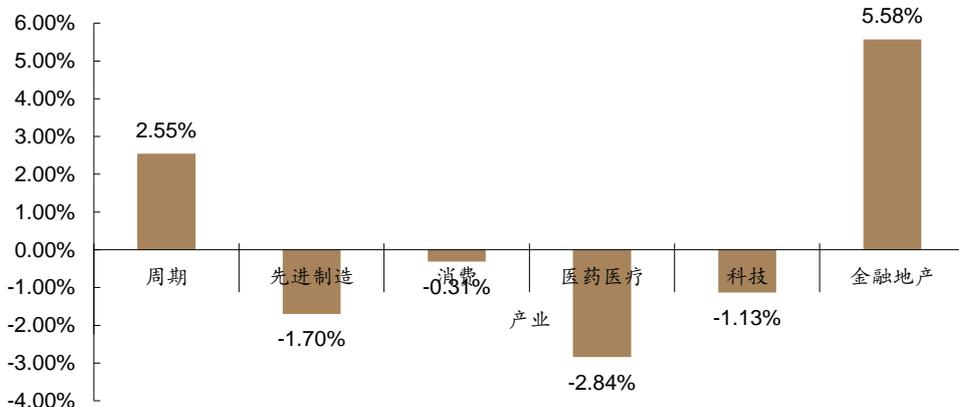


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：金融地产一马当先

从产业层面来看，金融地产大幅反弹。产业分化，金融地产(+5.58%)领涨，周期(+2.55%)反弹幅度亮眼，先进制造(-1.7%)、消费(-0.31%)、医药医疗(-2.84%)收跌。

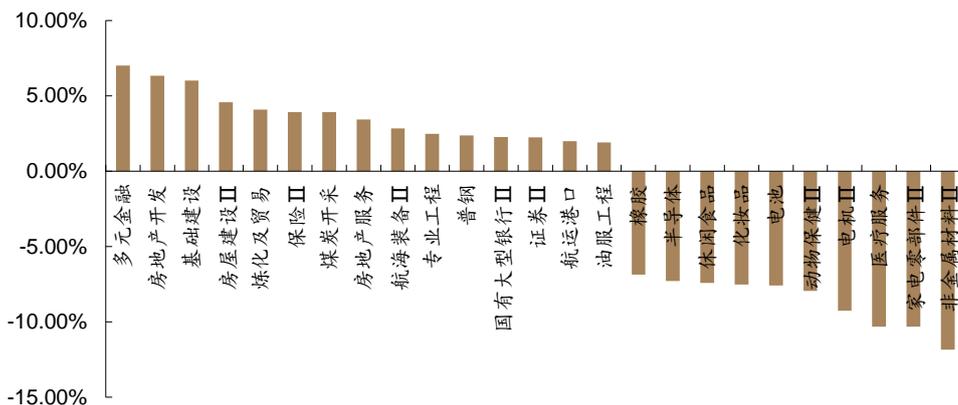
图 6：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

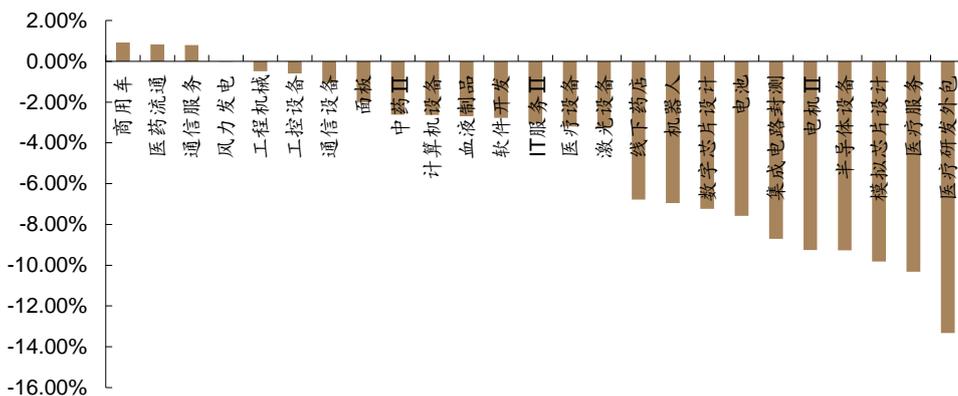
细分行业层面，大金融方向超额领先。从超额表现来看：多元金融(+7.00%)、房地产开发(+6.33%)、基础设施(+6.01%)相对上证指数涨幅领先；非金属材料(-11.84%)、家电零部件(-10.32%)、医疗服务(-10.32%)相对上证指数跌幅居前。

图 7：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 8：重点关注细分行业超额情况（%）

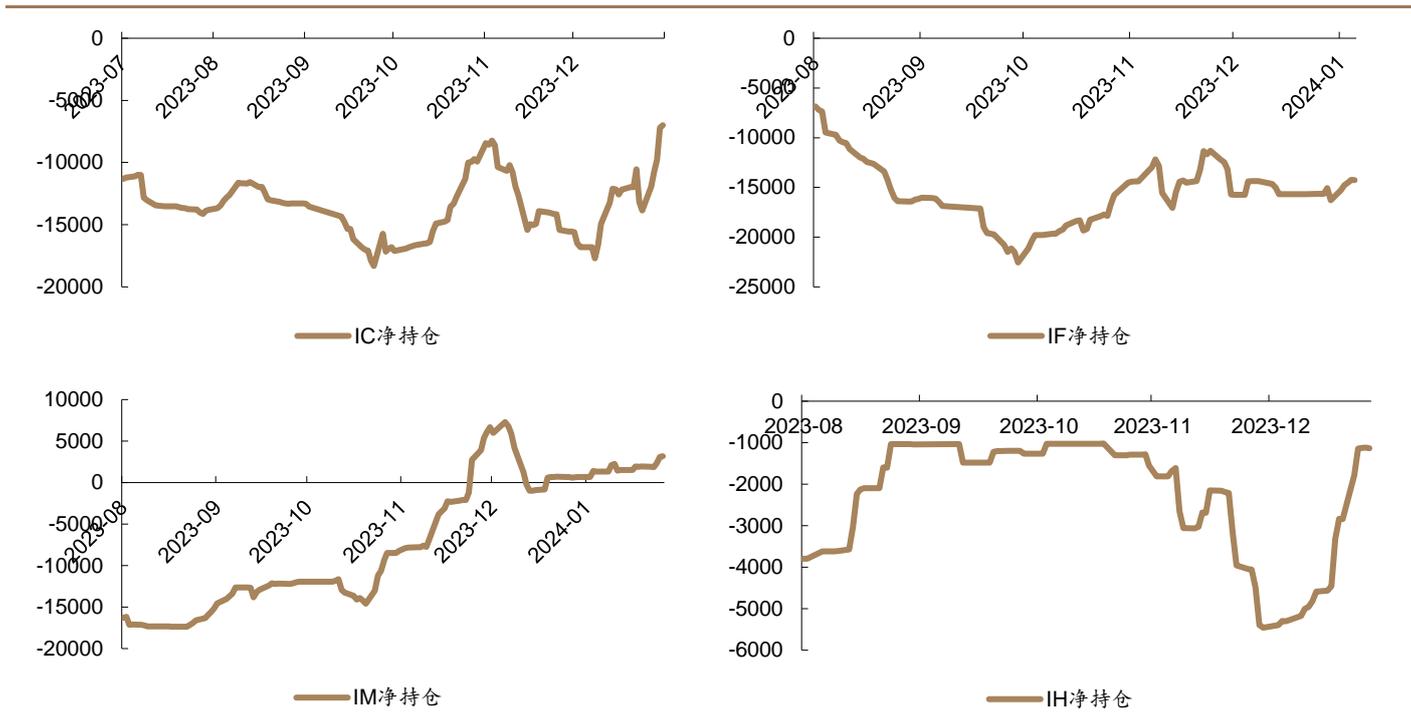


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：预期改善

本周外资机构预期改善，IC、IH 净持仓明显上行，IM、IF 净持仓也有小幅改善。

图 9：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（1.29-2.2）重点关注美国就业数据和中国 PMI，产业层面关注科大讯飞大模型发布。

表 5：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/1/31	3	美国 ADP 就业人数变动
	2024/2/1	4	美国 ISM 制造业 PMI
	2024/2/1	4	美联储利率决议
	2024/2/2	5	美国 U6 失业率(%)
	2024/2/2	5	美国季调后非农就业人口变动
国内宏观	2024/1/31	3	中国官方 PMI
	2024/2/1	4	中国财新 PMI
产业行业	2024/1/30	3	科大讯飞星火认知大模型 V3.5 发布
	2024/1/31	3	GeForce RTX 4080 SUPER 上市

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；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。