



## 产业经济周报

# 经济复苏有望一触即发

### 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、本轮中国经济复苏的路径或由中低端消费和制造开启，价格机制形成正反馈后高端消费和制造的利润格局有望逐步改善。

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：关注股份行、保险、券商、新能源车、社服。

#### ● 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
2. 市场复盘：延续反弹，轮动修复 .....	6
2.1. 宽基和因子：风险偏好上行，小盘行情修复 .....	6
2.2. 产业和行业：科技强势反弹 .....	7
2.3. 外资期指持仓：震荡下行 .....	9
3. 下周热点：关注中美经济领先指标 .....	9
4. 风险提示 .....	10

## 图表目录

图 3: 截至 2 月 24 日, CME 利率观察工具显示 5 月不降息概率超过 73.8%.....	5
图 2: 美国车用汽油表需 (4 周 MA, 万桶/日) .....	6
图 3: 美国柴油表需 (4 周 MA, 万桶/日) .....	6
图 4: 宽基指数周涨跌幅 (%) .....	6
图 5: 周度市场因子表现 (%) .....	7
图 6: 产业周涨跌幅 (%) .....	8
图 7: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%) .....	8
图 8: 重点关注细分行业超额情况 (%) .....	9
图 9: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手) .....	9
表 3: 股指期货基差走势 (基差单位: 点) .....	7
表 4: 下周热点 .....	9

## 1. 周观点

**2024年1月FED会议纪要公布，对于政策利率、经济前景和缩表进程有以下三点判断：**

**第一，政策利率高点已至，但降息需通胀去化情况给予更多信心。**与会者判断政策利率可能处于紧缩周期的最高点(likely at its peak)。但不意味着立即降息，与会者普遍(generally)指出，在通胀率持续走向2%有更大的信心之前，不宜降低联邦基金利率的目标区间。

**过快降息会冲击美联储预期管理的效果，根据数据制定政策非常重要。**大多数(Most)与会者指出，过快采取行动有放松政策立场的风险，并强调在判断通胀是否正持续下降到2%时，仔细评估即将公布的数据非常重要。然而，一些(A couple of)与会者指出，长期保持过度限制的姿态会给经济带来下行风险。

**第二，经济和通胀前景仍有不确定性，经济韧性强劲，通胀去化进程有可能停滞。**与会者讨论了围绕经济前景的不确定性，总需求的增长势头可能比目前估计的更为强劲，多位(several)与会者提到金融环境的限制性减弱可能会导致通胀去化进程停滞，且不排除对于地缘政治事件升温带来的核心商品价格反弹风险的担忧。

**第三，下一次会议适合探讨放缓缩表的事宜。**鉴于ONRRP使用正在减少，许多(many)与会者建议，下一次会议上开始深入讨论放慢缩表速度的事宜。

**2024年1月FED会议纪要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96%、5月利率维持概率上升至73.8%。

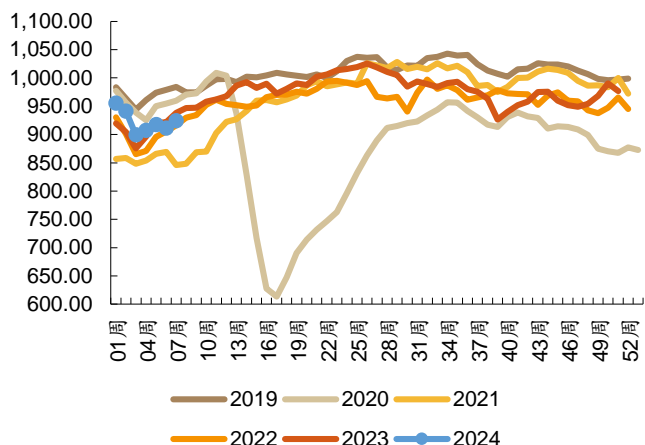
图1：截至2月24日，CME利率观察工具显示5月不降息概率超过73.8%

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
2024/3/20				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.0%	96.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%	25.3%	73.8%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.5%	14.3%	52.0%	33.1%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.3%	8.2%	35.4%	41.5%	14.7%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.7%	26.7%	39.5%	23.2%	4.7%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.1%	2.9%	16.2%	33.1%	31.4%	14.0%	2.3%
2024/12/18	0.0%	0.1%	2.0%	11.7%	27.4%	32.0%	19.8%	6.2%	0.8%
2025/1/29	0.0%	1.2%	7.6%	20.8%	30.0%	25.0%	12.0%	3.1%	0.3%
2025/3/12	0.4%	3.4%	12.1%	23.9%	28.3%	20.5%	9.0%	2.2%	0.2%

资料来源：CME，德邦研究所

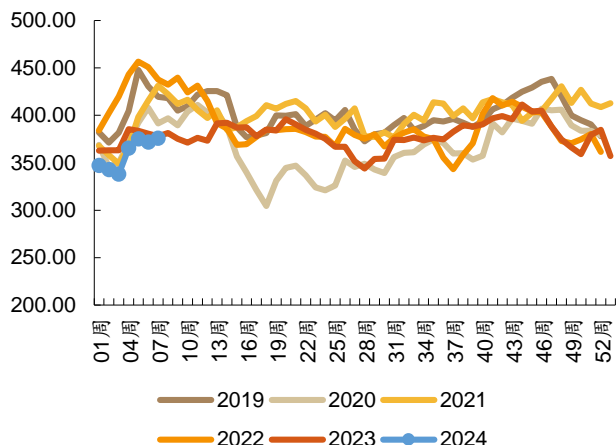
**降息预期降温，加息可能性较低。**汽油和柴油的表需高频数据可以很好地衡量美国消费和生产情况，从车用汽油表需来看，美国消费情况并未有超季节性的强势，从柴油表需来看，美国制造和生产年初以来表现弱于季节性。1月美国零售销售数据遇冷，工业产出月率和制造业产出月率同比增速下行，也可验证年初以美国经济并未出现超季节性的强势，支撑加息的动力明显不足。

图 2：美国车用汽油表需（4 周 MA，万桶/日）



资料来源：wind，德邦研究所

图 3：美国柴油表需（4 周 MA，万桶/日）



资料来源：EIA，德邦研究所

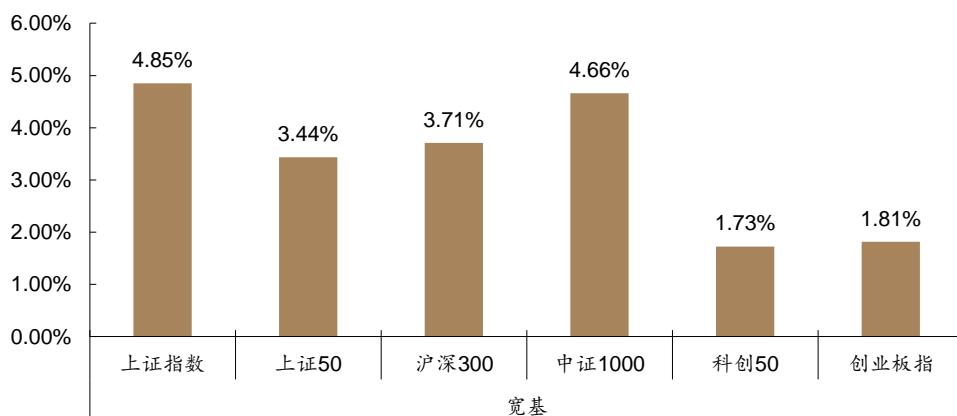
美股盈利驱动主导近期交易方向，降息预期走弱，美股反而走强。1 月美联储会议纪要弱化了降息预期，但美股反而在会议纪要公布后走强，纳斯达克一度创历史新高，其主要原因是近期美股财报季，英伟达 24Q4 及全年业绩超预期推动美股气势高涨，盈利驱动成为主导因素。

## 2. 市场复盘：延续反弹，轮动修复

### 2.1. 宽基和因子：风险偏好上行，小盘行情修复

上周(2.19-2.23)市场延续反弹。上证指数收涨 4.85%，中证 1000 领涨 4.66%，沪深 300 和上证 50 分别收涨 3.71%和 3.44%。

图 4：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

期指收涨，期货贴水，基差走弱。股指期货全线收涨，基差全线走弱，期货

贴水持续改善。

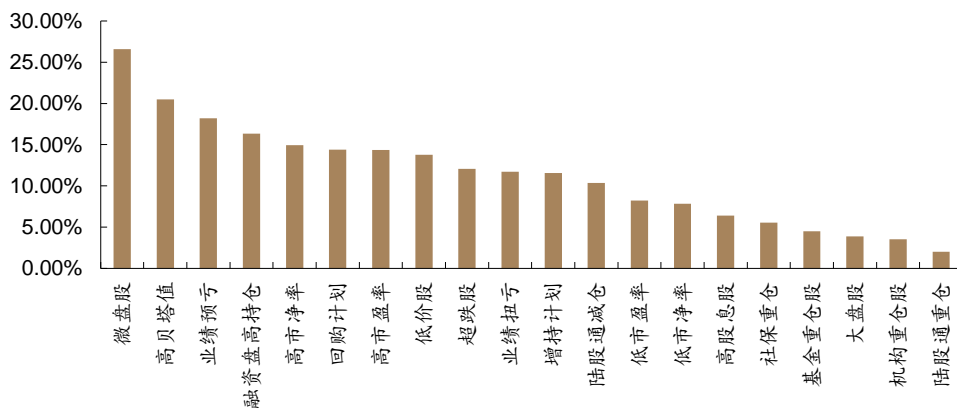
表 1: 股指期货基差走势 (基差单位: 点)

指数	合约	代码	周涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	3.75	0.81	
	下月	IH01	4.13	0.21	
	下季	IH02	3.73	14.41	
	隔季	IH03	3.95	42.61	
沪深300	当月	IF00	3.85	2.74	
	下月	IF01	4.09	6.94	
	下季	IF02	4.42	19.54	
	隔季	IF03	4.74	53.74	
中证500	当月	IC00	0.49	11.71	
	下月	IC01	0.62	30.11	
	下季	IC02	0.88	90.71	
	隔季	IC03	1.14	154.71	
中证1000	当月	IM00	4.42	8.67	
	下月	IM01	4.31	41.67	
	下季	IM02	4.86	123.47	
	隔季	IM03	4.68	211.07	

资料来源: ifind, 德邦研究所

从市场因子表现来看, 市场风险偏好上行, 微盘修复。微盘股、高贝塔值、业绩预亏涨幅居前, 陆股通重仓、机构重仓股、大盘股涨幅居末。

图 5: 周度市场因子表现 (%)

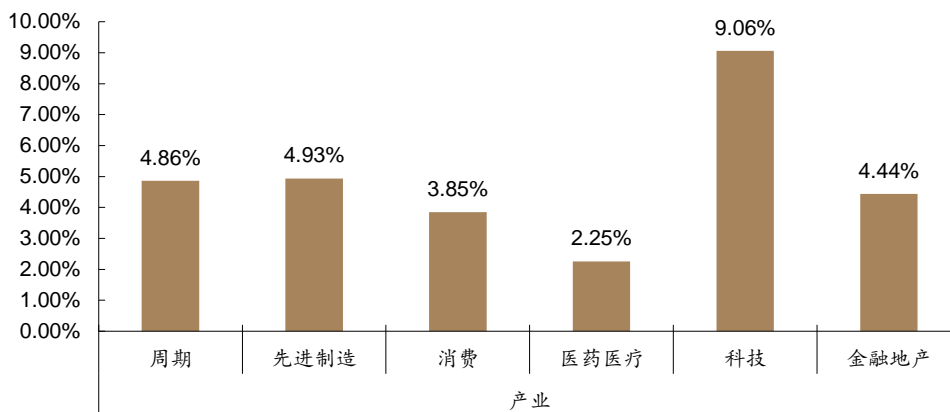


资料来源: ifind, 德邦研究所

## 2.2. 产业和行业: 科技强势反弹

从产业层面来看, 全产业反弹, 科技涨幅居前。产业全面收涨, 科技(+9.06%) 强势反弹, 先进制造(+4.93%)、周期(+4.86%) 和金融地产(+4.44%) 皆有较高涨幅。

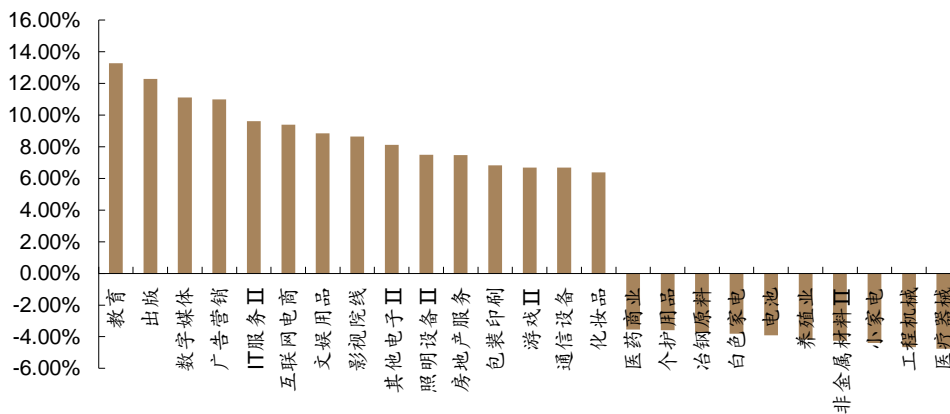
图 6：产业周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

细分行业层面，传媒细分行业超额领先。从超额表现来看：教育(+13.28%)、出版(+12.28%)、数字媒体(+11.10%)相对上证指数涨幅领先；医疗器械(-4.76%)、工程机械(-4.65%)、小家电(-4.40%)相对上证指数跌幅居前。

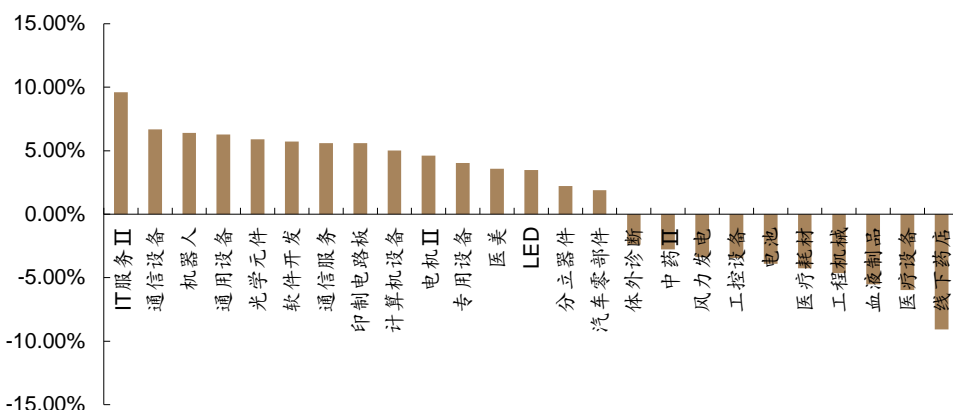
图 7：细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所



图 8：重点关注细分行业超额情况（%）

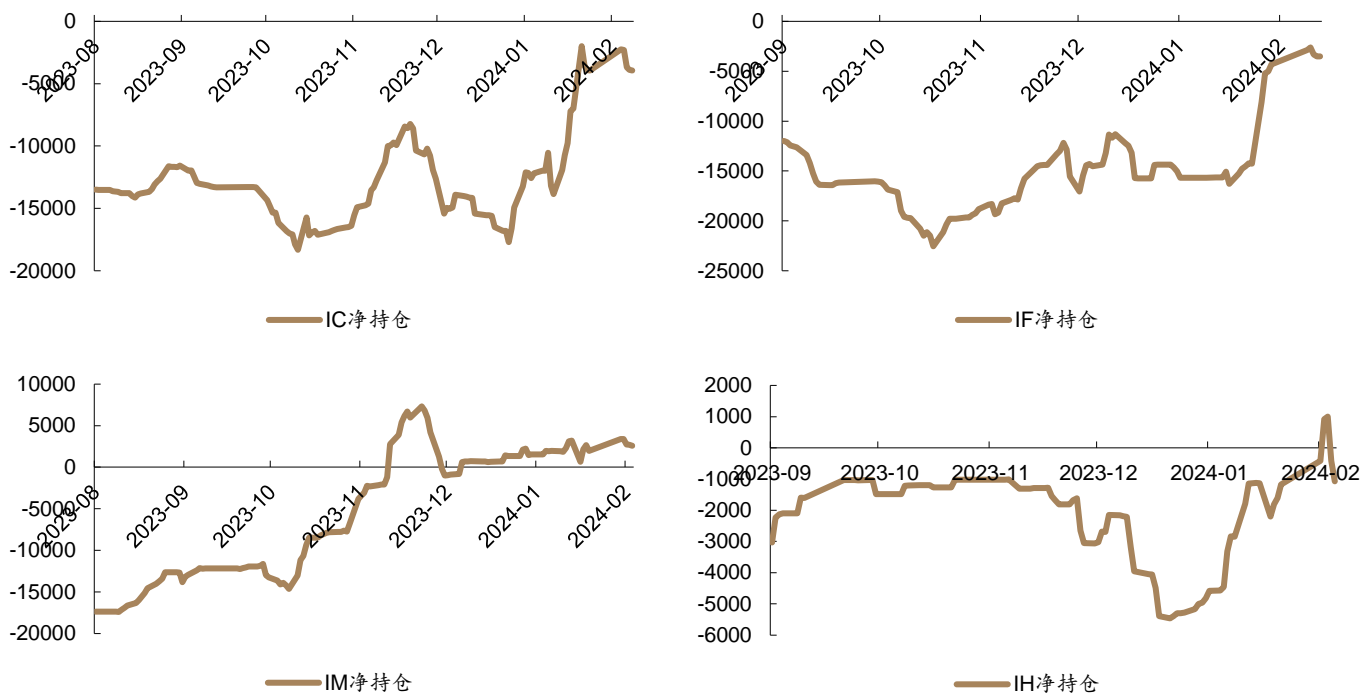


资料来源：ifind，德邦研究所

### 2.3. 外资期指持仓：震荡下行

上周外资机构的股指净持仓多呈现冲高回落态势，IH 和 IC 的净持仓回落较为明显，IM 和 IF 净持仓相对平稳。

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：关注中美经济领先指标

下周 (2.26-3.1) 重点关注美国经济和通胀数据，中国官方和财新 PMI 数据。

表 2：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/2/28	3	美国核心 PCE
	2024/2/29	4	美国 PCE
	2024/3/1	5	美国 PMI
国内宏观	2024/3/1	5	中国官方 PMI
	2024/3/1	5	中国财新 PMI
产业行业	2024/2/26	1	2024 年世界移动通信大会
	2024/2/26	1	华为宣布将发布全新通信大模型

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。