



产业经济月报

关注机构重仓顺周期因子

证券分析师

李浩

资格编号: S0120522110002

邮箱: lihao3@tebon.com.cn

相关研究

投资要点:

● 近期观点

1、中国经济复苏一触即发，债务周期走向产业周期中消费结构特征也会随之改变，地产周期下行后居民实际可支配收入提升，中低端消费复苏后有望向高端可选消费蔓延。

2、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。

3、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我国全球化提供更好的宏观环境。

4、行业配置：关注低估值、顺周期、机构重仓股因子，股份行、城商行、农商行、保险、工程机械、轮胎、家电、新能源整车。

● 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. 月观点	5
1.1. 中国 PMI 双背离	5
1.2. 美国服务业 PMI 下行，通胀符合预期	6
2. 市场复盘：风险偏好修复	8
2.1. 宽基和因子：超跌反弹明显	8
2.2. 产业和行业：科技和先进制造领涨	10
2.3. 外资期指持仓：预期冲高回落	11
2.4. 波动率：波动分化	12
3. 下周热点：关注美国就业和中国物价	13
4. 风险提示	13

图表目录

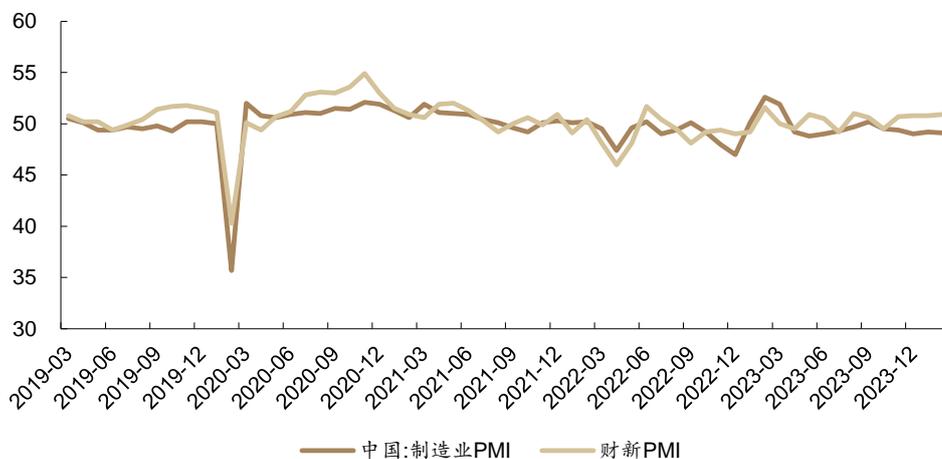
图 1: 官方制造业 PMI 下行, 与财新 PMI 延续背离 (%)	5
图 2: 官方制造业 PMI 分项多项走弱 (%)	5
图 3: 服务业 PMI 与制造业 PMI 背离 (%)	6
图 4: 服务业投入品价格和从业人员上升 (%)	6
图 5: 美国制造业 PMI 上行, 服务业 PMI 走弱 (%)	6
图 6: 宽基指数月涨跌幅 (%)	9
图 7: 月度市场因子表现 (%)	10
图 8: 产业月涨跌幅 (%)	10
图 9: 细分行业月度相对上证指数涨跌幅 (%)	11
图 10: 重点关注细分行业超额情况 (%)	11
图 11: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	12
图 12: 截至 3 月 1 日, 500ETF 期权隐含波动率大幅上行 (单位: 点)	12
表 1: 1 月美国 PCE 通胀: 核心服务通胀难以降温, 耐用品通胀再度上行.....	7
表 2: 1 月美国 PCE 实际消费支出: PCE 消费走弱, 核心服务消费维持火热.....	7
表 3: 股指期货基差走势	9
表 4: 下周热点	13

1. 月观点

1.1. 中国 PMI 双背离

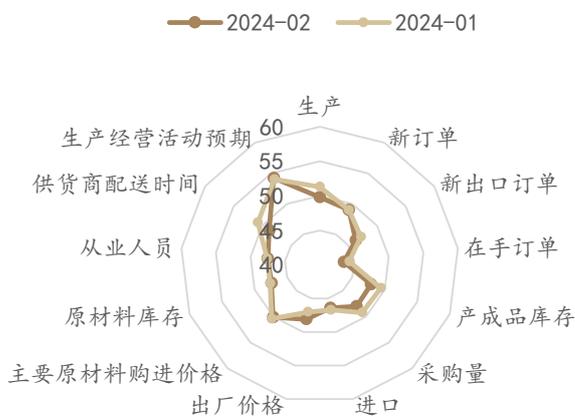
财新 PMI 和官方制造业 PMI 背离，服务业和制造业背离。2024 年 2 月中国官方制造业 PMI 为 49.1%，环比下降 0.1 个百分点；财新 PMI 从 50.8% 上升至 50.9%。官方 PMI 分项中多项指标环比走弱，其中供货商配送时间(-2 个百分点)、生产(-1.5 个百分点)、产成品库存(-1.5 个百分点)环比回落较多，出厂价格(+1.1 个百分点)和生产经营活动预期(+0.2 个百分点)有所改善。官方服务业 PMI 逆势上升至 51%，分项中投入品价格(+1.2 个百分点)和从业人员(+0.5 个百分点)环比改善。

图 1：官方制造业 PMI 下行，与财新 PMI 延续背离 (%)



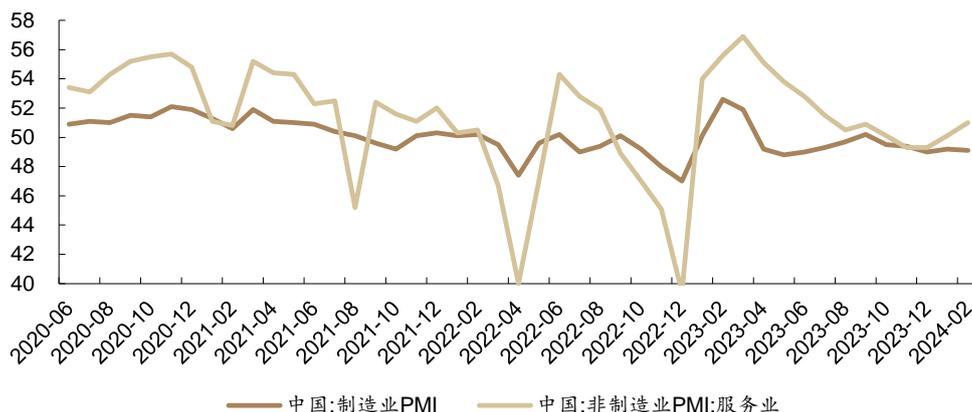
资料来源：wind，德邦研究所

图 2：官方制造业 PMI 分项多项走弱 (%)



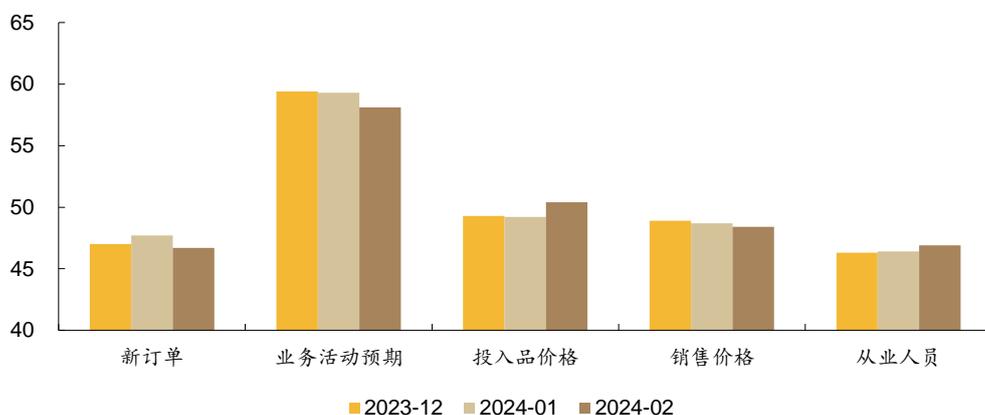
资料来源：wind，德邦研究所

图 3：服务业 PMI 与制造业 PMI 背离 (%)



资料来源：wind, 德邦研究所

图 4：服务业投入品价格和从业人员上升 (%)



资料来源：wind, 德邦研究所

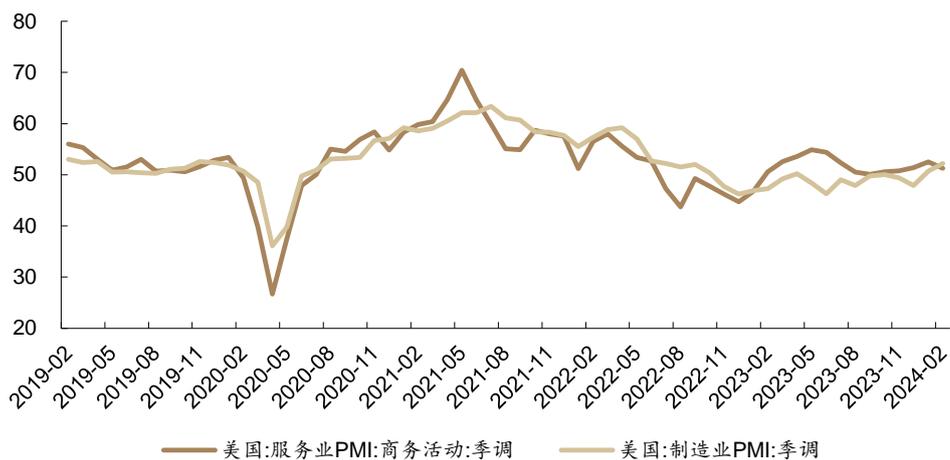
1.2. 美国服务业 PMI 下行，通胀符合预期

美国 2 月服务业 PMI 走弱，制造业 PMI 走强。2024 年 2 月美国制造业 PMI 录得 52.20%，服务业 PMI 为 51.30%。

美国 1 月 PCE 通胀符合预期，核心服务通胀缓解困难，耐用品通胀再度上行。美国 1 月 PCE 通胀环比 0.3%，同比 2.4%；核心 PCE 通胀环比 0.4%，同比 2.8%。分项来看，食品通胀环比上行，能源通胀下行明显；核心商品通胀环比持平，非耐用品通胀持续走弱；核心服务通胀高温难降，环比上行 0.6%，其中住宅环比 0.5%，结合权重来看，金融服务、其他服务和餐饮住宿环比贡献较高。

美国 1 月 PCE 实际消费环比下行，耐用品和非耐用品消费降温。与高企的通胀相反，1 月 PCE 实际消费环比-0.1%，核心 PCE 消费环比-0.2%；分项来看，耐用品环比-2.1%，非耐用品-0.5%，核心服务+0.4%，金融服务环比+0.7%。

图 5：美国制造业 PMI 上行，服务业 PMI 走弱 (%)



资料来源: wind, 德邦研究所

表 1: 1 月美国 PCE 通胀: 核心服务通胀难以降温, 耐用品通胀再度上行

分项	权重%	环比%			同比%		
		2024/1	2023/12	2023/11	2024/1	2023/12	2023/11
PCE	100.0	0.3	0.1	0.0	2.4	2.6	2.7
食品	7.7	0.5	0.0	-0.1	1.4	1.4	1.7
能源	2.4	-3.3	-0.7	-3.7	-6.3	-1.3	-7.7
核心 PCE	88.2	0.4	0.1	0.1	2.8	2.9	3.2
核心商品	22.5	0.0	-0.3	-0.3	-0.6	-0.1	0.2
耐用品	11.4	0.2	-0.5	-0.5	-2.4	-2.3	-2.1
新车	2.0	0.0	0.2	0.0	0.7	1.0	1.4
二手车	1.2	-3.4	0.6	1.4	-2.4	-1.0	-3.6
家具	2.5	0.5	-0.2	-1.3	-3.3	-3.1	-2.8
娱乐商品	3.6	1.6	-1.8	-1.2	-4.2	-5.1	-4.2
其他耐用品	1.5	-0.7	0.7	-0.6	-1.7	-0.5	-0.1
非耐用品	11.1	-0.4	-0.1	-0.6	0.5	1.6	1.0
服装	2.8	-0.7	-0.1	-0.7	0.1	1.6	1.8
其他非耐用品	8.3	-0.2	-0.1	0.0	1.8	2.6	2.9
核心服务	67.4	0.6	0.3	0.3	3.9	3.9	4.2
住宅	15.5	0.5	0.4	0.5	6.1	6.3	6.7
房租	3.5	0.4	0.4	0.4	6.0	6.4	6.8
设算租金	11.8	0.6	0.4	0.5	6.2	6.3	6.7
医疗服务	16.3	0.3	0.2	0.2	2.8	2.5	2.4
运输服务	3.3	0.0	-0.3	1.0	2.5	3.5	5.7
休闲服务	3.9	0.4	0.9	0.2	4.6	4.9	4.5
餐饮住宿	7.5	0.7	0.3	0.3	4.4	4.5	4.7
金融服务	7.2	1.3	0.7	-0.1	3.8	3.3	3.1
其他服务	8.2	0.8	0.1	0.0	3.0	2.7	2.9

资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

表 2: 1 月美国 PCE 实际消费支出: PCE 消费走弱, 核心服务消费维持火热

分项	权重%	环比%			同比%		
		2024/1	2023/12	2023/11	2024/1	2023/12	2023/11
PCE	100.0	-0.1	0.6	0.4	2.1	3.2	2.8
食品	7.4	-0.2	0.3	0.4	1.1	1.2	0.2
能源	2.0	-1.4	1.1	-1.4	4.4	4.5	3.4
核心 PCE	89.0	-0.2	0.6	0.5	2.0	3.6	3.1
核心商品	25.5	--	1.3	1.0	--	6.4	5.1
耐用品	13.1	-2.1	1.5	0.7	0.7	8.0	6.2
新车	2.0	-7.4	3.1	2.4	-9.9	7.7	1.5
二手车	1.1	1.6	-1.4	-5.1	-5.2	3.8	4.4
家具	2.7	-1.4	0.8	1.7	-0.4	4.3	3.2
娱乐商品	5.2	-2.0	2.4	1.0	8.3	12.8	12.5
其他耐用品	1.9	0.6	0.9	1.9	3.9	6.8	4.5
非耐用品	12.3	-0.5	0.6	0.3	2.0	2.9	2.1
服装	3.3	0.7	1.4	0.9	0.8	2.1	1.2
其他非耐用品	9.0	-0.8	0.4	0.4	2.5	4.2	3.9
核心服务	65.4	0.4	0.4	0.4	2.3	2.5	2.3
住宅	14.3	0.1	0.1	0.1	1.2	1.2	1.2
房租	3.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.9	0.8
设算租金	10.9	0.1	0.1	0.1	1.3	1.3	1.3
医疗服务	17.1	0.3	0.5	0.4	4.3	5.0	5.2
运输服务	3.0	0.3	1.3	-0.9	2.4	2.3	2.0
休闲服务	3.8	-0.3	1.1	0.9	2.2	4.1	3.9
餐饮住宿	6.9	0.2	0.0	1.0	2.3	5.4	4.4
金融服务	6.8	0.7	1.2	0.9	2.7	2.1	0.9
其他服务	8.6	-0.3	0.2	0.5	0.0	1.5	1.5

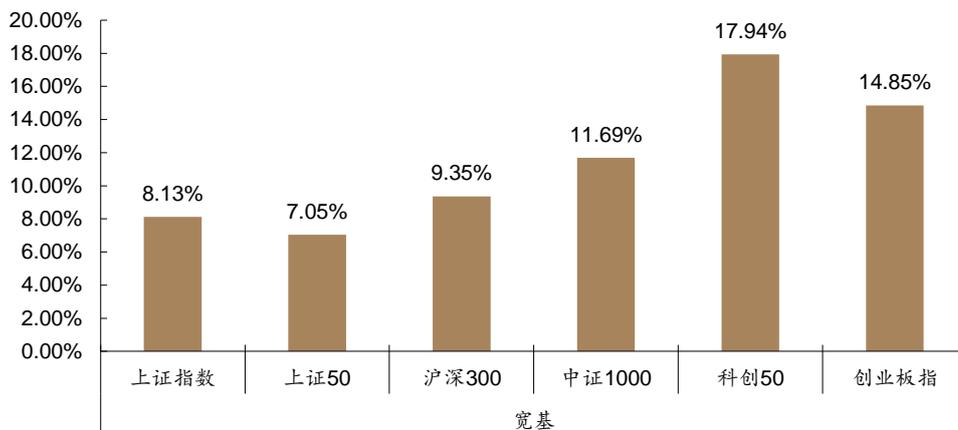
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

2. 市场复盘: 风险偏好修复

2.1. 宽基和因子: 超跌反弹明显

2月市场大幅反弹, 科创 50 领涨。上证指数收涨 8.13%, 科创 50、创业板和中证 1000 指涨幅亮眼, 分别为+17.94%、+14.85%和+11.69%。

图 6：宽基指数月涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货全线收涨。股指期货市场表现偏乐观，沪深 300 和中证 500 的下月合约年化基差率较低，中证 1000 不同合约基差率水平较高。

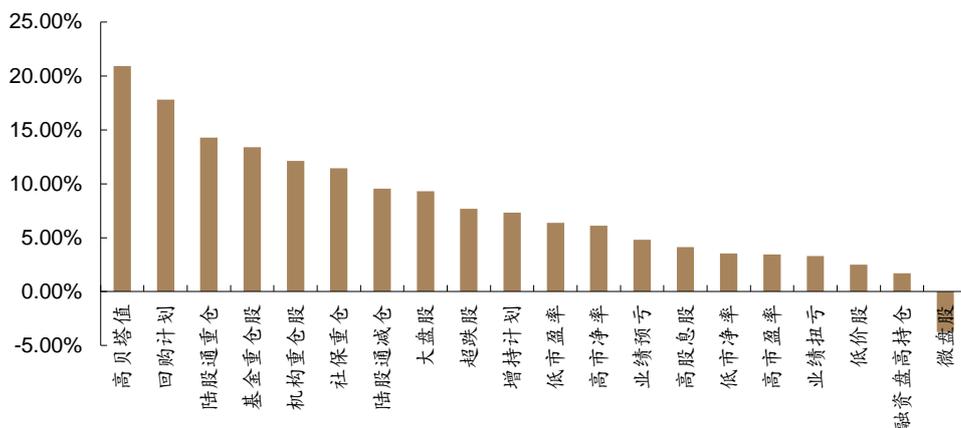
表 3：股指期货基差走势

指数	合约	代码	月涨跌幅%	年化基差率%	基差率走势
上证50	当月	IH00	6.74	2.02	
	下月	IH01	6.62	1.23	
	下季	IH02	6.21	2.32	
	隔季	IH03	6.55	3.32	
沪深300	当月	IF00	9.19	0.44	
	下月	IF01	9.19	1.16	
	下季	IF02	9.63	1.64	
	隔季	IF03	9.96	2.48	
中证500	当月	IC00	14.09	0.17	
	下月	IC01	15.05	1.66	
	下季	IC02	16.36	4.22	
	隔季	IC03	16.69	4.58	
中证1000	当月	IM00	12.24	4.62	
	下月	IM01	12.97	6.02	
	下季	IM02	14.19	7.94	
	隔季	IM03	14.43	7.48	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，风险偏好修复，微盘收跌。高贝塔值、回购计划、陆股通重仓涨幅居前，唯有微盘股因子收跌。

图 7：月度市场因子表现 (%)

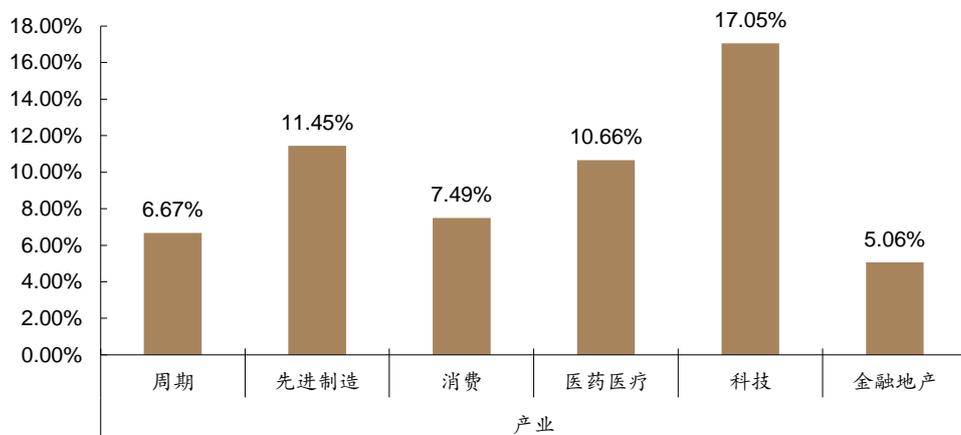


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：科技和先进制造领涨

从产业层面来看，科技和先进制造大幅反弹。科技 (+17.05%)、先进制造 (+11.45%)、医药医疗 (+10.66%) 反弹幅度较高。

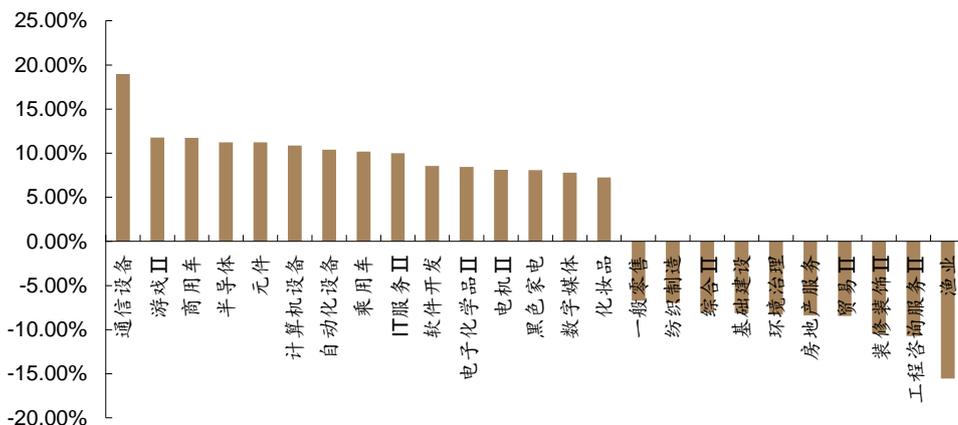
图 8：产业月涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

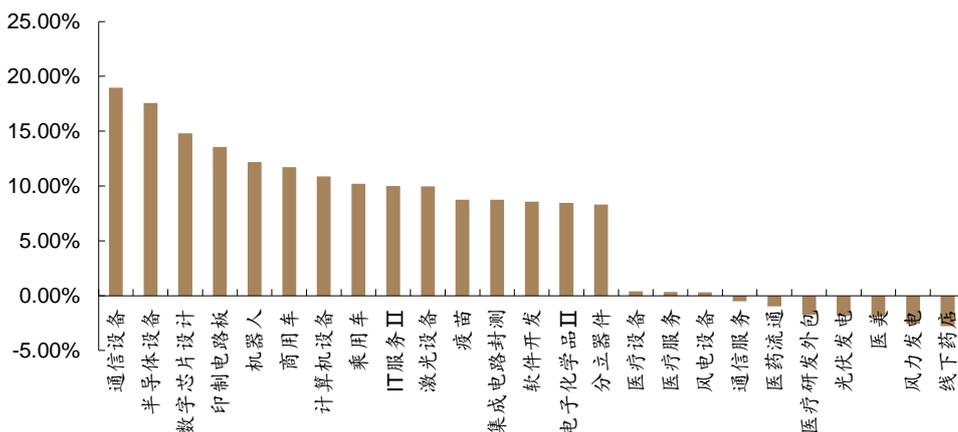
细分行业层面，TMT 细分行业超额领先。从超额表现来看：通信设备 (+18.97%)、游戏 (+17.57%)、商用车 (+14.81%) 相对上证指数涨幅领先；渔业 (-15.53%)、工程咨询服务 (-10.73%)、装修装饰 (-10.46%) 相对上证指数跌幅居前。

图 9：细分行业月度相对上证指数涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

图 10：重点关注细分行业超额情况（%）

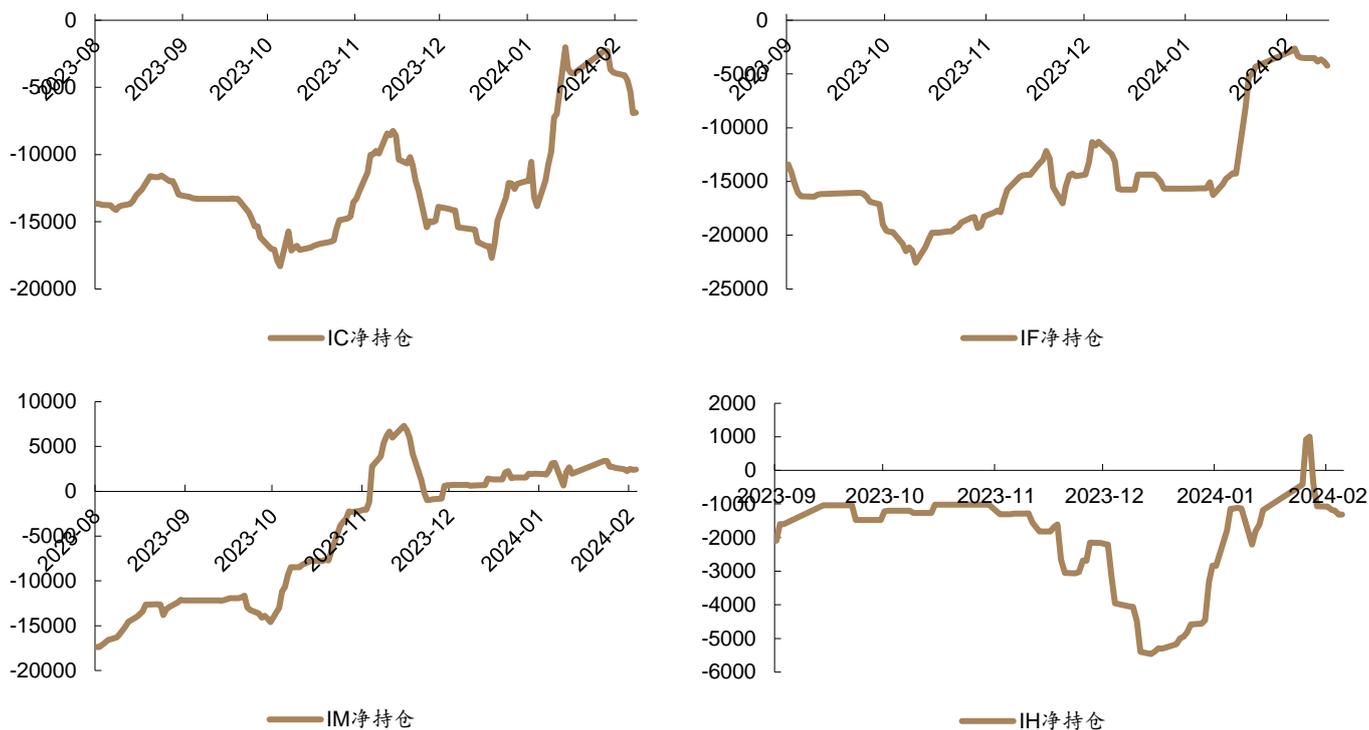


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：预期冲高回落

本月外资机构预期冲高回落，IC、IH 净持仓在月末明显回落，IF 和 IM 净持仓也回到了月初水平。

图 11：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）

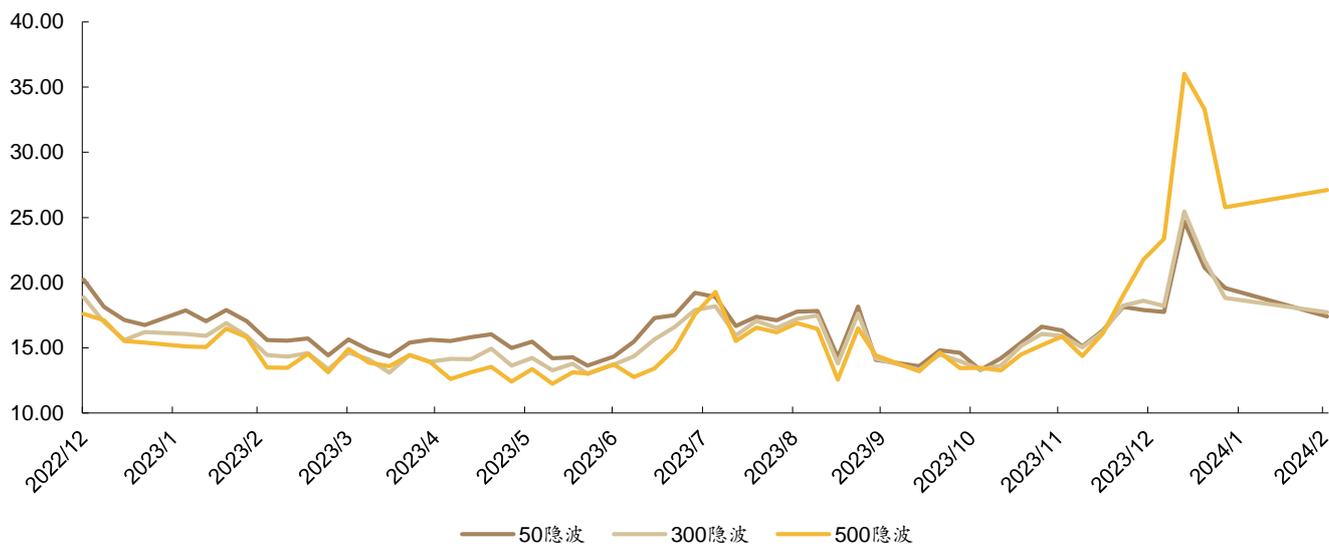


资料来源：ifind，德邦研究所

2.4. 波动率：波动分化

500ETF 隐含波动率与 50ETF 和 300ETF 隐含波动率分化。

图 12：截至 3 月 1 日，500ETF 期权隐含波动率大幅上行（单位：点）



资料来源：wind，德邦研究所

3. 下周热点：关注美国就业和中国物价

下周（3.4-3.8）重点关注美国就业、贸易数据和中国物价数据。

表 4：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/3/5	2	美国 ADP 就业人数变动
	2024/3/7	4	美国出口额(美元)
	2024/3/7	4	美国进口额(美元)
	2024/3/8	5	美国 U6 失业率(%)
	2024/3/8	5	美国季调后非农就业人口变动
	2024/3/8	5	美国失业率(%)
国内宏观	2024/3/9	6	中国 CPI
	2024/3/9	6	中国 PPI

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。

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。