



产业经济周报

高端可选消费复苏有望带动高端制造回暖

证券分析师

李浩

资格编号: S0120522110002

邮箱: lihao3@tebon.com.cn

投资要点:

● 近期观点

1、美国经济和通胀中长期有韧性，但是短期或表现出滞胀特征。税收起征点调整抑制居民可支配收入，居民就业意愿或受影响，从而导致服务业价格偏高，而产出偏弱，进而影响全球制造业复苏进程。

2、中国复苏节奏更进一步。地产销售加速下行或是经济筑底的最后一步。债务周期中地产是经济的动因，而产业周期中地产是经济复苏的结果，地产拖累减轻后，消费和制造才是经济复苏的动因。

3、从居民债务和收入结构看消费或将持续向好。出口超预期对制造业整体改善是正向驱动，但是制造业的核心驱动是消费。价格下行已伴随高端制造供需缺口收敛开始改善。

4、基本面因子对市场的影响在提升，预计市场会从交易因子逐步回归基本面因子。如果复苏交易成立，市场需要较长时间的风格切换，3月或成为时间窗口。

5、行业配置：关注顺大市值周期龙头风格，例如农商行，保险，化工，工程机械，新能源整车和混动相关零部件，地产链消费，造船。

● 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. 美联储声明和经济预测稳定市场预期	5
1.2. 中国社零增速背离，企业集中度提升	6
1.3. 中美经济微观跟踪	8
2. 市场复盘：风险偏好修复已至高位	8
2.1. 宽基和因子：小盘逆势领涨	8
2.2. 产业和行业：科技反弹	9
2.3. 外资期指持仓：外资回补后震荡休整	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: 美联储声明情绪得分回归中性 (单位: 点)	6
图 2: 中国限额以上零售增速与社零总额增速背离 (%)	6
图 3: 宽基指数周涨跌幅 (%)	8
图 4: 周度市场因子表现 (%)	9
图 5: 产业周涨跌幅 (%)	9
图 6: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	10
图 7: 重点关注细分行业超额情况 (%)	10
图 8: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	11
表 1: 美联储官方预测中位数 (%)	5
表 2: 限额以上零售额累计同比增速 (%)	7
表 3: 工业企业分行业企业数量变化 (个)	7
表 4: 股指期货基差走势	8
表 5: 下周热点	11

1. 周观点

1.1. 美联储声明和经济预测稳定市场预期

美联储对美国经济和通胀预期进行了一系列的调整，传递出对美国经济前景偏乐观的态度。

具体来看，经济增速预期上调。美联储将 2024 年的 GDP 增长预期从先前预测的 1.4% 上调至 2.1%，增加了 0.7 个百分点。同时，对 2025 年的经济增长预期也小幅上调了 0.2 个百分点，达到 2%。

通胀方面，美联储维持了 PCE 通胀的预测，这表明美联储预计通胀压力的缓解过程可能会较为缓慢。保持在 2.4% 不变，但对 2025 年的 PCE 通胀预期上调了 0.1 个百分点，预计为 2.2%。此外，对 2024 年核心 PCE 通胀的预期提高了 0.2 个百分点，达到 2.6%。

就业市场方面，美联储下调了 2024 年的失业率预期，从先前的 4.1% 降至 4.0%，而 2025 年的失业率预期保持不变。

关于政策利率，美联储对 2024 年的利率中枢的预期保持在 4.6%，而将 2025 年的利率中枢的预期上调至 3.9%，同时将长期利率中枢预期提高了 0.1 个百分点，达到 2.6%。这些调整反映了美联储对未来利率路径的预期变化。

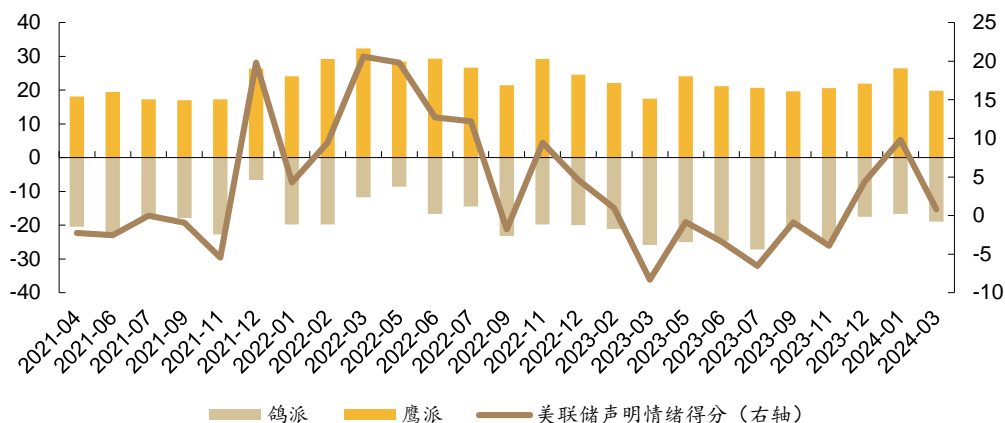
表 1: 美联储官方预测中位数 (%)

项目	预测日期	2024	2025	2026	长期
实际 GDP 增速	3 月	2.1	2.0	2.0	1.8
	12 月	1.4	1.8	1.9	1.8
失业率	3 月	4.0	4.1	4.0	4.1
	12 月	4.1	4.1	4.1	4.1
PCE 通胀	3 月	2.4	2.2	2.0	2.0
	12 月	2.4	2.1	2.0	2.0
核心 PCE	3 月	2.6	2.2	2.0	-
	12 月	2.4	2.2	2.0	-
联邦基金利率	3 月	4.6	3.9	3.1	2.6
	12 月	4.6	3.6	2.9	2.5

资料来源：美联储，德邦研究所（注：12 月为 2023 年 12 月）

结合预测数据和联储会议声明来看，经济增速预期上修，会议整体偏鸽，稳定了市场预期。美联储提高了对经济增长的预期，且仍然坚持了今年将降息三次的初始预测。市场原本担忧，由于 1 月至 2 月期间通胀数据的粘性，可能会减少市场预期的降息次数。然而，3 月份发布的点阵图显示，美联储的立场并未因通胀数据的短期波动而改变，这为市场提供了一定的稳定预期，缓解了之前的担忧。

图 1：美联储声明情绪得分回归中性（单位：点）



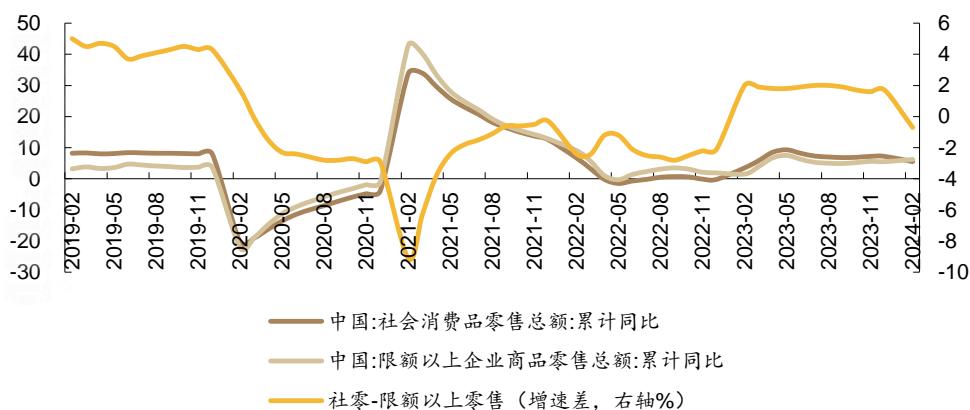
资料来源：Bloomberg，德邦研究所

1.2. 中国社零增速背离，高端消费表现占优

中国 2 月社零总额增速与限额以上企业零售总额增速背离，规模较大的企业零售占优，高端可选消费强势。2 月社零总额累计同比增速 5.5%，较 2023 年 12 月降低了 1.7 个百分点；2 月限额以上企业商品零售总额累计同比 6.2%，较前值上升了 0.7 个百分点；分结构来看，可选消费较强，通讯器材、汽车和家电有较高的增速。

我们观察工业企业历年年底的企业数量变动情况，可做出两点推测：第一，从企业数减少本身来看，或反映出供给端的出清和集中度的提升；第二，2015 年以来，经济表现较弱的年份（如 2015、2018、2020 年等）个别行业偶尔也会在年底减少企业数量，但减少的幅度和行业数量远不及 2023 年底，或刻画了本轮企业层面过度悲观。

图 2：中国限额以上零售增速与社零总额增速背离（%）



资料来源：wind，德邦研究所

表 2：限额以上零售额累计同比增速（%）

	2024-02	2023-12	2023-11
粮油、食品类	9.00	5.20	5.10
饮料类	6.90	3.20	2.80
烟酒类	13.70	10.60	10.90
服装类	1.60	15.40	13.80
化妆品类	4.00	5.10	4.70
金银珠宝类	5.00	13.30	11.90
日用品类	-0.70	2.70	3.60
体育、娱乐用品类	11.30	11.20	10.70
书报杂志类	3.70	4.80	6.10
家用电器和音像器材类	5.70	0.50	0.60
中西药品类	2.00	5.10	8.50
文化办公用品类	-8.80	-6.10	-5.80
家具类	4.60	2.80	2.80
通讯器材类	16.20	7.00	6.60
石油及制品类	5.00	6.60	6.50
建筑及装潢材料类	2.10	-7.80	-7.80
汽车类	8.70	5.90	6.20
其他类	1.70	-2.30	-1.90

资料来源：wind，德邦研究所

表 3：工业企业分行业企业数量变化（个）

工业企业行业	2023-12	2022-12	2021-12	2020-12	2019-12	2018-12	2017-12	2016-12	2015-12
计算机、通信、电子	-86	41	42	11	117	14	80	63	11
非金属制品	-74	-14	-2	1	158	-5	119	112	-7
通用设备	-66	-2	-4	-16	65	6	54	55	14
金属制品	-54	-3	-6	-2	79	-12	46	29	0
专用设备	-44	-5	-9	13	54	2	52	48	-13
电气机械	-37	-11	-6	-15	74	-24	62	47	2
纺织业	-32	-4	2	-4	57	-27	67	30	0
化学化工	-29	9	-15	-5	66	-22	49	36	-9
橡胶塑料	-29	-16	-5	-12	37	-1	37	16	-16
汽车制造	-22	-6	1	1	53	-2	61	34	-1
医药	-21	-1	-6	1	36	4	21	12	2
酒饮茶	-18	-1	0	0	18	4	17	38	1
电、气、水供应	-18	-1	2	6	43	-1	0	0	0
交运	-16	-2	1	1	19	5	16	12	1
非金属采矿	-14	3	3	-2	24	1	12	12	3
木材加工	-13	-3	-3	-1	60	-10	54	36	3
家具	-13	-5	-1	-9	20	-5	27	25	-2
印刷	-13	23	20	11	26	22	28	38	9
造纸	-10	-10	-14	-6	8	-12	18	2	-4
仪器仪表	-10	-2	2	0	19	4	10	10	0
文体娱乐	-9	15	16	32	41	42	71	34	15
煤炭开采	-8	1	0	0	9	0	1	1	0
食品	-8	-1	10	1	19	6	28	34	0
皮革和制鞋业	-7	-1	-1	-1	24	1	35	20	-4
有色冶炼	-7	0	-16	9	22	25	25	14	-2
黑色冶炼	-6	-8	-4	5	20	-10	13	11	-10
黑色矿采	-5	-3	0	-2	3	0	0	-1	1
燃料加工业	-5	-4	-7	1	6	-1	3	6	0
有色矿采	-2	2	2	2	4	-6	4	1	0
化纤	-1	0	1	10	3	1	3	5	-1
油气开采	0	1	1	-1	0	1	0	0	-1

资料来源：wind，德邦研究所

1.3. 中美经济微观跟踪

3月沪牌拍卖成交均价出现反弹。根据上海发布公众号统计，3月个人额度合计拍卖总数 9595 辆，参加拍卖人数 49498 人，较上月减少 1464 人，降幅明显收窄；最低成交价 93400 元，平均成交价为 93497 元，比上个月 92842 元增加了 655 元。

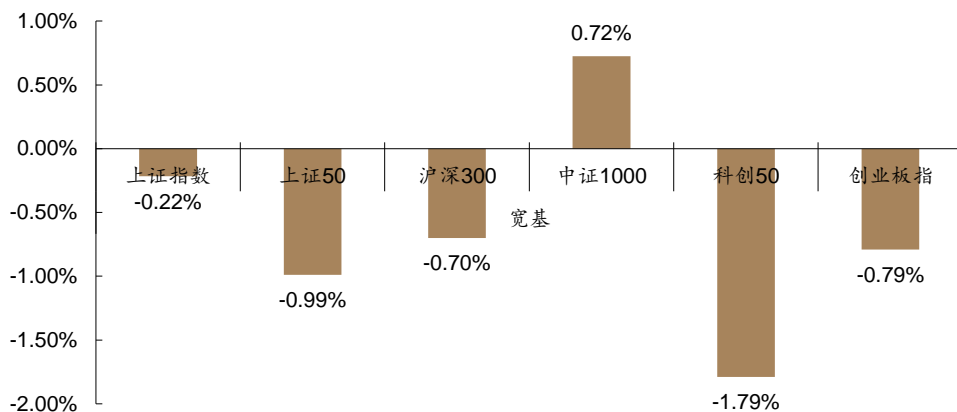
特斯拉价格或上调。财联社报道特斯拉或于 4 月调高部分车型价格。

2. 市场复盘：风险偏好修复已至高位

2.1. 宽基和因子：小盘逆势领涨

上周 (3.18-3.22) 市场分化，中证 1000 延续领涨，其余宽基指数收跌。上证指数收跌-0.22%，科创 50、上证 50 跌幅相对较深，分别为-1.79%和-0.99%，而中证 1000 逆势收涨 0.72%。

图 3：宽基指数周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

远月期指基差率走强。当月股指期货全线贴水，IH 和 IF 的基差率走势震荡上行，IC 和 IM 的基差率持续走高。

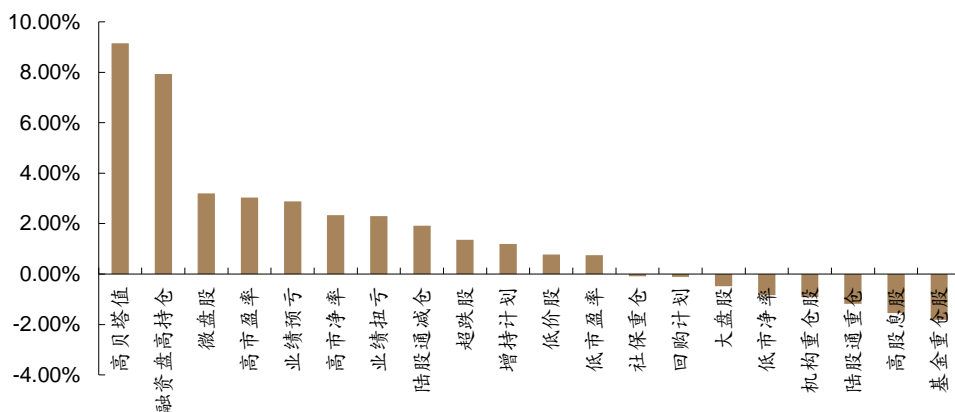
表 4：股指期货基差走势

指数	合约	代码	周涨跌幅%	年化基差率 (%)	基差率走势
上证50	当月	IH00	-0.98	0.32	
	下月	IH01	-0.93	-0.16	
	下季	IH02	-1.09	2.66	
	隔季	IH03	-1.24	3.91	
沪深300	当月	IF00	-0.76	1.71	
	下月	IF01	-0.94	2.03	
	下季	IF02	-0.87	3.64	
	隔季	IF03	-0.91	4.28	
中证500	当月	IC00	-1.19	4.12	
	下月	IC01	-1.54	4.38	
	下季	IC02	-1.18	5.87	
	隔季	IC03	-1.30	5.42	
中证1000	当月	IM00	1.07	8.40	
	下月	IM01	0.40	8.59	
	下季	IM02	1.11	9.38	
	隔季	IM03	1.26	8.20	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，高风险偏好资金延续入场，融资盘连续两周高活跃值得警惕。高贝塔值、融资盘高持仓、微盘股涨幅延续居前，基金重仓股、高股息股和陆股通重仓股跌幅居前。

图 4：周度市场因子表现 (%)

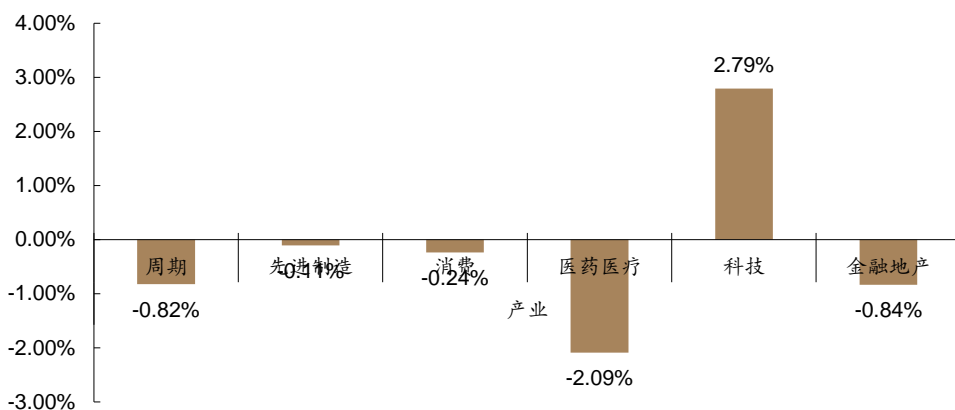


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：科技反弹

从产业层面来看，科技逆势收涨。产业分化，科技 (+2.79%) 逆势领涨，医药医疗 (-2.09%)、金融地产 (-0.84%) 跌幅较深。

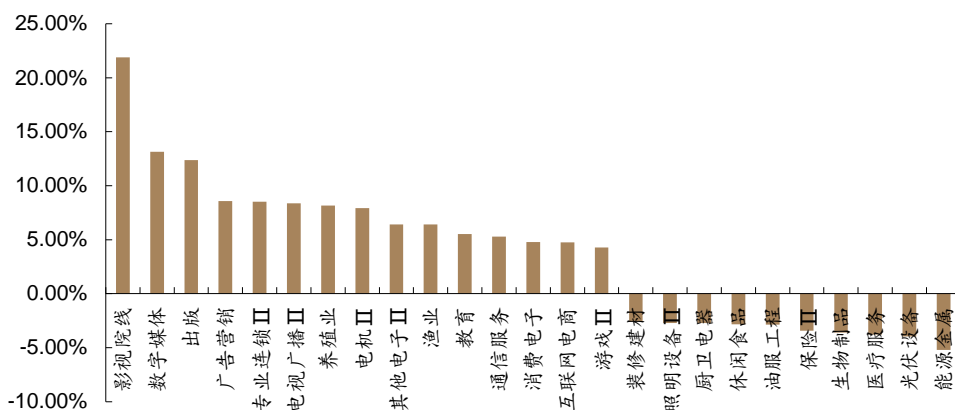
图 5：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

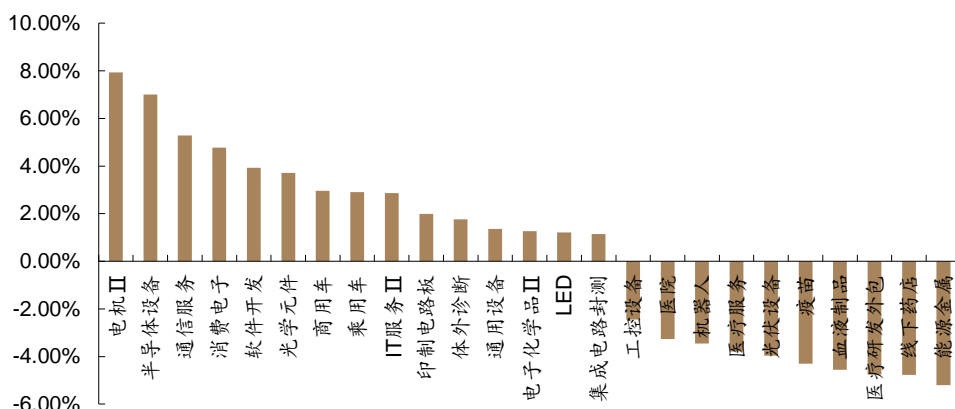
细分行业层面，传媒细分行业领涨。从超额表现来看：影视院线 (+21.88%)、数字媒体 (+13.14%)、出版 (+12.36%) 相对上证指数涨幅领先；能源金属 (-5.21%)、光伏设备 (-3.97%)、医疗服务 (-3.79%) 相对上证指数跌幅居前。

图 6：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 7：重点关注细分行业超额情况（%）

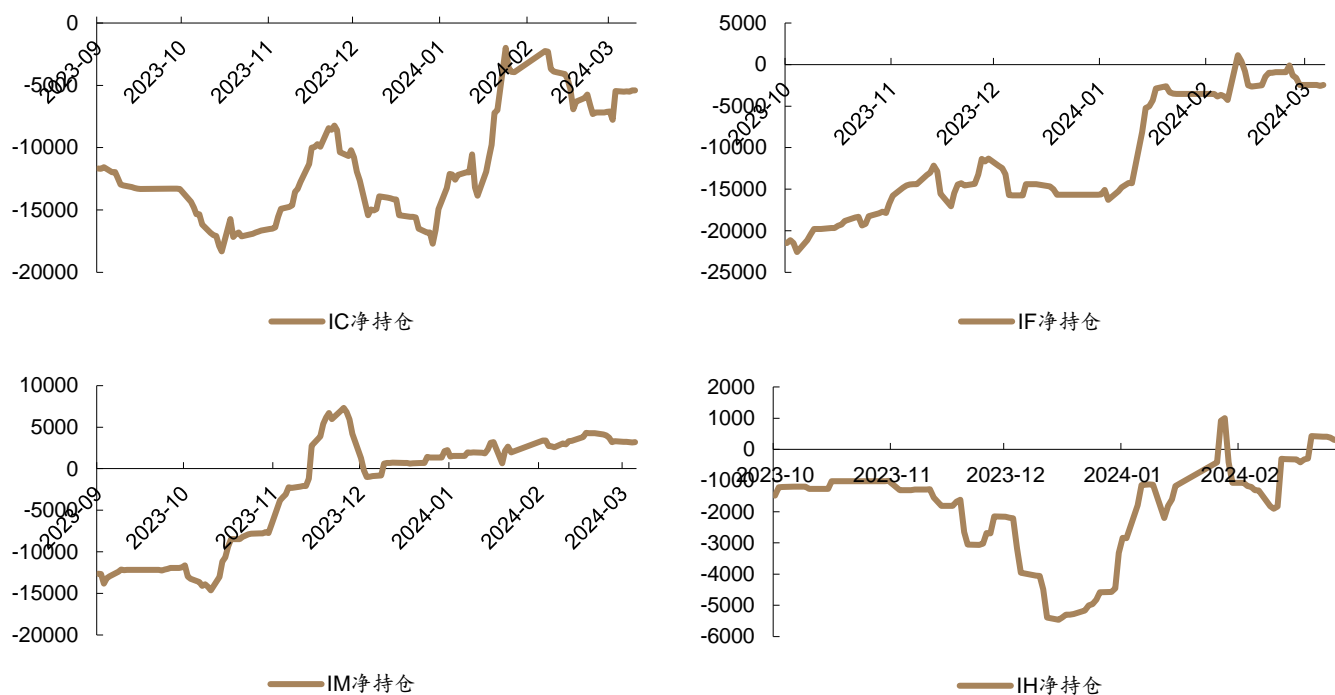


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：外资回补后震荡休整

外资净持仓整体表现出休整状态，IC 和 IH 的预期改善并未得到延续，IM 和 IF 净持仓维持震荡。

图 8：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（3.25-3.29）重点关注美国 GDP、核心 PCE 和通胀预期，中国规上工业企业利润增速，小米 SU7 发布。

表 5：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024-03-26	2	美国 FHFA 房价指数同比(%)
	2024-03-28	4	美国 GDP 平减指数当季环比(%)
	2024-03-28	4	美国核心 PCE 物价指数同比(%)
	2024-03-28	4	美国密歇根大学 1 年期通胀率预期(%)
国内宏观	2024-03-27	3	规模以上工业企业利润
产业行业	2024-03-27	3	2024 全球物流技术大会
	2024-03-28	4	小米 SU7 正式发布

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。

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。