



产业经济月报

东升西落与金铜的长期格局

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、美国商业银行资产负债表重回扩张，地产融资表现较好，后续劳动力市场变化或决定美国通胀结构和利率走向。

2、欧洲出口金额和美国进口价格同步企稳，或是全球制造业复苏的信号。我们认为美国利率在 2022-2023 年上升的斜率过于陡峭，全面抑制了全球制造业的库存和投资。未来只要美国利率不延续快速上升，我们判断全球制造业或将复苏。

3、人民币汇率贬值空间或不大，人民币贬值过快与美国货币政策预期变化有关，我们认为美国经济和通胀有韧性，而市场对美国降息预期过高。

4、中国高端可选消费回暖，家电汽车手机将对高端制造业盈利改善形成正向驱动。生活资料价格环比改善，高端制造业价格企稳，地产链相关行业价格仍在下行。但是我们认为出口和消费或将改善，地产或将企稳，制造业整体价格有望扩张，宏观层面的盈利扩张或在一个季度之内。

5、行业配置：中短期消费电子龙头或有反弹，同时重点关注半导体设备和零部件。长期我们继续看好顺周期相关的农商行，保险，有色，化工，工程机械，新能源整车，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. 月观点	5
1.1. 中国：工业产出恢复，利润有待修复	5
1.2. 美国：通胀符合预期，消费结构分化	6
2. 市场复盘：修复后分化	8
2.1. 宽基和因子：科技领跌	8
2.2. 产业和行业：风格切换	9
2.3. 外资期指持仓：相对谨慎	10
2.4. 波动率：波动分化	11
3. 下周热点：关注美国就业和中国 PMI	12
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 宽基指数月涨跌幅 (%)	8
图 2: 月度市场因子表现 (%)	9
图 3: 产业月涨跌幅 (%)	9
图 4: 细分行业月度相对上证指数涨跌幅 (%)	10
图 5: 重点关注细分行业超额情况 (%)	10
图 6: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	11
图 7: 截至 3 月 29 日, 500ETF 期权隐含波动率大幅上行 (单位: 点)	11
表 1: 工业企业利润和工业增加值累计同比增速	5
表 2: 2 月美国 PCE 通胀: 核心商品通胀再度上行, 服务业通胀延续	6
表 3: 2 月美国 PCE 实际消费支出: “车油共振”推动核心消费支出同环比上行	7
表 4: 股指期货基差走势	8
表 5: 下周热点	12

1. 月观点

1.1. 中国：工业产出恢复，利润有待修复

剔除季节性因素，2月工业生产恢复近5年均值水平，但利润修复仍有较大空间，后续关注价格的修复情况。1-2月数据常受春节假期扰动，为剔除季节性影响和低基数效应，我们将2月工业企业数据与2019-2023年2月均值数据做对比。从产出角度来看，2月工业企业增加值累计同比增速为7%，已接近前五年均值的7.36%；从利润角度来看，2月工业企业利润累计同比增速10.2%，较前五年均值的21.74%仍有较大差距。结合来看，量增（工业增加值）并未带动利润（工业企业利润）明显改善，价格（通胀）的拖累情况仍然明显。

从结构来看，传统制造业产业链生产修复好于高端制造，利润修复多为上游制造。工业增加值累计同比增速高于前五年均值的行业有19个，利润累计同比增速高于前五年均值的行业有11个，从分行业“量、利”修复情况也可以看出，工业企业生产恢复好于利润修复。生产修复的多为传统产业链，例如：黑色、有色、消费型制造业（食品制造、纺织、纺服）；而高端制造中的电气机械、专用设备工业增加值增速较前五年均值仍有差距。利润修复的多为上游原材料加工和中游制造业，但高端制造利润增速表现较弱，仅有电气机械利润增速下行幅度小于总量利润增速下行幅度。

表 1：工业企业利润和工业增加值累计同比增速

总量和产业链		利润（累计同比，%）			工增（累计同比，%）		
		2024年2月	前5年均值	对比均值	2024年2月	前5年均值	对比均值
工业企业总量拆解		10.2	21.74	-11.54	7	7.36	-0.36
上游采矿业	煤炭采选	-34.5	57.1	-91.6	1.4	6.6	-5.2
	油气开采	2.4	30.5	-28.1	3.0	3.0	0.0
	黑色采矿	76.7	448.1	-371.4	7.7	7.1	0.6
	有色采矿	-26.5	30.8	-57.3	5.8	4.5	1.3
	非金属采矿	6.0	8.7	-2.8	2.4	4.3	-1.9
上游原材料加工	燃料加工	-28.8	-7.9	-20.9	8.1	1.6	6.5
	化工制造	6.1	3.7	2.4	10.0	7.3	2.7
	医药制造	6.9	11.2	-4.3	-3.5	9.0	-12.5
	化纤制造	3.9	18.6	-14.7	21.0	6.1	14.9
	橡胶塑料	-4.4	3.6	-8.0	13.1	5.4	7.7
	非金属矿物制品	2.9	-7.0	9.9	3.9	6.9	-3.0
	黑色冶炼	-9.9	-5.1	-4.8	8.7	6.0	2.7
	有色冶炼	126.1	0.4	125.7	12.5	6.9	5.6
	金属制品	29.0	10.6	18.3	7.5	9.4	-1.9
中游制造业	通用设备	-26.7	-611.3	584.6	4.1	8.5	-4.4
	专用设备	-15.4	70.0	-85.4	2.0	11.5	-9.5
	汽车制造	-9.3	9.4	-18.7	9.8	8.0	1.8
	交运设备	2937.5	258.6	2678.9	11.0	8.5	2.5
	电气机械	27.4	34.2	-6.8	4.6	16.0	-11.4

	电子通信	-45.5	-0.5	-45.0	14.6	10.2	4.4
下游消费	农副产品	44.7	-6.6	51.3	2.3	4.0	-1.7
	食品制造	51.2	40.1	11.0	7.3	5.5	1.8
	酒类饮料	8.1	16.5	-8.5	8.1	5.3	2.8
	烟草制品	10.3	42.8	-32.5	4.6	12.4	-7.8
	纺织	-23.4	58.1	-81.5	6.6	2.8	3.8
	纺织服装	41.7	110.2	-68.5	2.8	0.7	2.1
	木材加工	66.8	62.9	3.9	2.8	6.9	-4.1
	造纸	-9.2	73.5	-82.7	12.6	4.1	8.5
	印刷	145.1	562.9	-417.8	6.3	4.9	1.4
	公用事业	电力热力	72.1	7.1	65.0	7.8	5.3
燃气生产		6.8	10.6	-3.8	11.1	9.1	2.0
水的生产供应		71.2	53.3	17.9	3.5	6.3	-2.8

资料来源：wind，德邦研究所

1.2. 美国：通胀符合预期，消费结构分化

服务业成本在1月份大幅上升后有所放缓，商品通胀在下滑后再度上行。美国2月PCE通胀环比0.3%，低于市场预期的0.4%；核心PCE环比0.3%符合市场预期。核心商品通胀在连续下降后2月环比回升0.3%，主要由非耐用品通胀推动；核心服务通胀环比放缓至0.3%，医疗（从0.6%至0.2%）、餐饮（从0.7%至0%）、金融（从1.4%至0.4%）和其他服务（从0.7%至-0.2%）环比增速放缓较为明显。

消费支出环比走强，同比处于下行趋势中，商品消费同比走弱，服务业消费同比走强，或反应高收入和低收入人群收入增速进一步贴合。消费者支出是美国经济的主要引擎，尽管房屋、汽车和其他大宗商品的利率上升，但美国家庭的支出仍保持在相对较高水平。2月美国PCE实际消费支出环比0.4%，超市市场预期的0.1%，剔除1月低基数来看，2月实际消费支出同比2.4%弱于2023年12月的3.3%，同比增速在下行通道。分项来看，耐用品消费环比明显回暖，新车（环比+6.6%）、二手车（环比+1.6%）；服务消费进一步走强，运输、休闲、餐饮和其他服务皆环比上行。从同比增速来看，服务业消费相对2023年12月走强，商品消费相对走弱，或表明高收入和低收入人群的收入增速进一步贴合，伴随低收入人群的收入增速逐渐下行，美国对于商品特别是耐用品的需求或趋于走弱。

3月份的就业报告将于下周公布，劳动力市场仍然非常强劲，或使工资增长略高于美联储的合意水平。3月美国初领失业金人数稳中有降，预计3月就业人数将再次稳步增加。

表 2：2 月美国 PCE 通胀：核心商品通胀再度上行，服务业通胀延续

分项	权重%	环比%			同比%		
		2024/2	2024/1	2023/12	2024/2	2024/1	2023/12
PCE	100.0	0.3	0.4	0.1	2.5	2.4	2.6
食品	7.6	0.1	0.5	0.0	1.3	1.4	1.4
能源	2.4	3.4	-3.3	-0.7	-3.5	-6.3	-1.3
核心 PCE	88.4	0.3	0.5	0.2	2.8	2.9	2.9
核心商品	22.5	0.3	-0.1	-0.3	-0.4	-0.6	-0.1
耐用品	11.4	0.2	0.2	-0.5	-2.0	-2.4	-2.3
新车	2.0	-0.1	0.0	0.2	0.4	0.7	1.0

二手车	1.2	0.5	-3.4	0.6	0.9	-2.4	-1.0
家具	2.5	-0.3	0.5	-0.2	-3.7	-3.3	-3.1
娱乐商品	3.6	1.2	1.6	-1.8	-3.4	-4.2	-5.1
其他耐用品	1.4	-1.4	-0.7	0.7	-3.2	-1.7	-0.5
非耐用品	11.0	0.7	-0.4	-0.1	0.8	0.5	1.6
服装	2.7	1.0	-0.7	-0.1	0.4	0.1	1.6
其他非耐用品	8.3	0.3	-0.2	-0.1	1.7	1.8	2.6
核心服务	67.6	0.3	0.6	0.3	3.8	3.9	3.9
住宅	15.5	0.4	0.5	0.4	5.8	6.1	6.3
房租	3.5	0.5	0.4	0.4	5.7	6.0	6.4
设算租金	11.8	0.4	0.6	0.4	5.9	6.2	6.3
医疗服务	16.4	0.2	0.6	0.2	3.1	3.1	2.5
运输服务	3.4	0.1	0.0	-0.3	2.1	2.6	3.6
休闲服务	3.9	0.5	0.4	0.9	4.2	4.6	4.9
餐饮住宿	7.4	0.0	0.7	0.3	3.7	4.4	4.5
金融服务	7.4	0.4	1.4	0.8	3.9	3.7	3.1
其他服务	8.3	-0.2	0.7	0.1	2.5	3.0	2.8

资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

表 3: 2月美国 PCE 实际消费支出: “车油共振” 推动核心消费支出同环比上行

分项	权重%	环比%			同比%		
		2024/2	2024/1	2023/12	2024/2	2024/1	2023/12
PCE	100.0	0.4	-0.2	0.5	2.4	2.0	3.3
食品	7.3	-0.2	-0.6	-0.2	-0.1	0.2	0.7
能源	2.0	-2.9	-1.2	1.3	-1.1	4.7	4.6
核心 PCE	89.2	0.6	-0.2	0.5	2.6	2.0	3.7
核心商品	25.4	0.4	-1.5	1.0	1.7	1.0	5.8
耐用品	13.2	1.2	-2.7	1.6	1.6	0.1	8.0
新车	2.0	6.6	-10.0	3.1	-5.9	-12.4	7.7
二手车	1.1	1.6	1.8	-0.1	-6.0	-3.8	5.2
家具	2.7	0.4	-0.9	0.3	2.2	-0.4	3.8
娱乐商品	5.1	-1.1	-2.6	2.6	6.5	7.8	13.0
其他耐用品	1.9	1.3	0.2	0.7	6.4	3.3	6.5
非耐用品	12.2	-0.6	-0.5	0.3	0.8	1.6	2.6
服装	3.2	-1.5	0.6	1.3	0.6	0.6	2.0
其他非耐用品	9.0	0.0	-0.6	0.1	2.2	2.4	3.9
核心服务	65.6	0.6	0.3	0.3	3.0	2.4	2.7
住宅	14.2	0.1	0.1	0.1	1.2	1.2	1.2
房租	3.2	0.1	0.1	0.1	0.8	0.8	0.9
设算租金	10.9	0.1	0.1	0.1	1.4	1.3	1.3
医疗服务	17.2	0.3	0.3	0.5	4.2	4.8	5.5
运输服务	3.1	2.6	0.3	1.4	5.3	2.8	2.7
休闲服务	3.8	0.9	-0.7	0.7	1.8	0.6	2.9
餐饮住宿	6.8	0.4	-1.0	-0.7	2.9	0.3	4.5
金融服务	6.9	1.1	1.1	1.2	4.6	3.8	2.6
其他服务	8.7	1.0	0.5	0.2	1.5	1.1	1.8

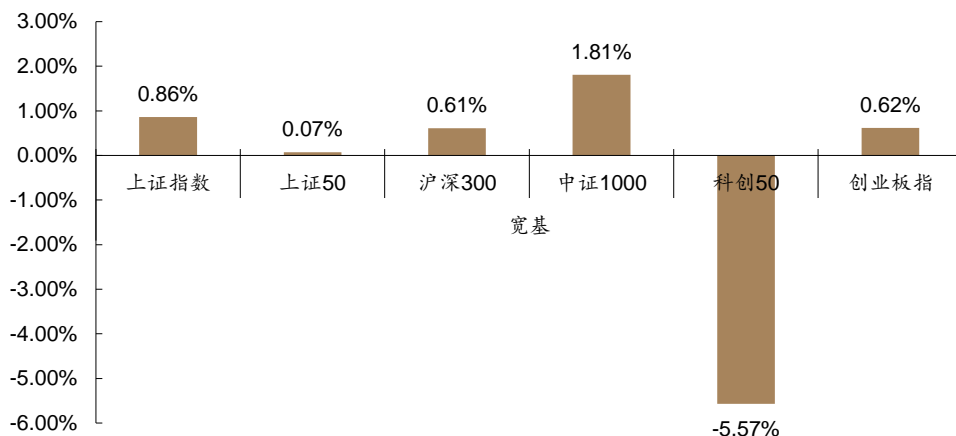
资料来源: Bloomberg, 德邦研究所

2. 市场复盘：修复后分化

2.1. 宽基和因子：科技领跌

3月市场震荡修整，宽基分化。上证指数收涨0.86%，科创50大幅收跌-5.57%，中证1000涨幅居前，3月涨幅达1.81%。

图1：宽基指数月涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

股指期货下月合约基差震荡走强。股指期货市场表现出预期震荡，上证50下月合约的基差率走势相对平稳，但远月基差皆在走强。

表4：股指期货基差走势

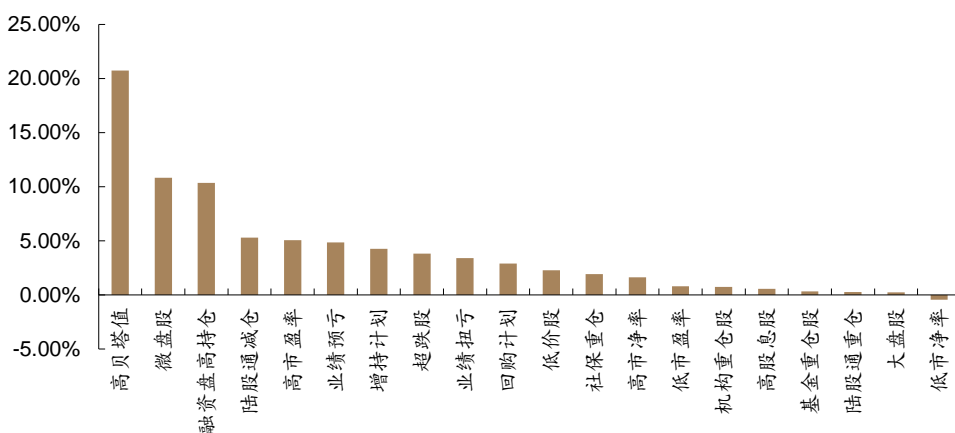
指数	合约	代码	月涨跌幅%	年化基差率%	基差率走势
上证50	当月	IH00	0.47	-1.84	
	下月	IH01	0.50	-0.57	
	下季	IH02	0.53	2.13	
	隔季	IH03	0.30	3.95	
沪深300	当月	IF00	0.98	-0.80	
	下月	IF01	0.92	0.72	
	下季	IF02	0.79	2.87	
	隔季	IF03	0.32	4.18	
中证500	当月	IC00	-0.55	-0.70	
	下月	IC01	-0.66	2.57	
	下季	IC02	-0.39	5.03	
	隔季	IC03	-0.46	5.12	
中证1000	当月	IM00	2.34	8.97	
	下月	IM01	2.22	9.00	
	下季	IM02	2.58	10.78	
	隔季	IM03	2.39	9.22	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，高风险偏好资金参与度较高。高贝塔值、微盘股、融

资金涨幅居前，低市净率、大盘股和陆股通重仓居末。

图 2：月度市场因子表现 (%)

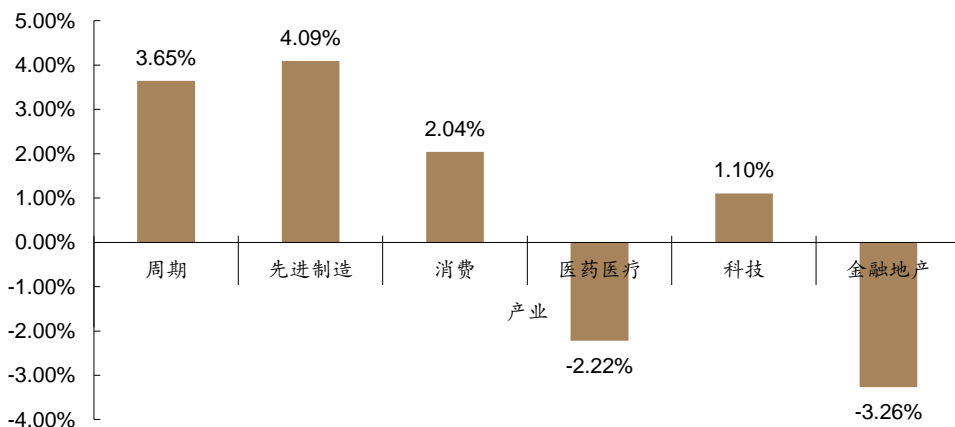


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：风格切换

从产业层面来看，从科技切换至先进制造和周期。先进制造 (+4.09%)、周期 (+3.65%)、消费 (+2.04%) 涨幅较高。

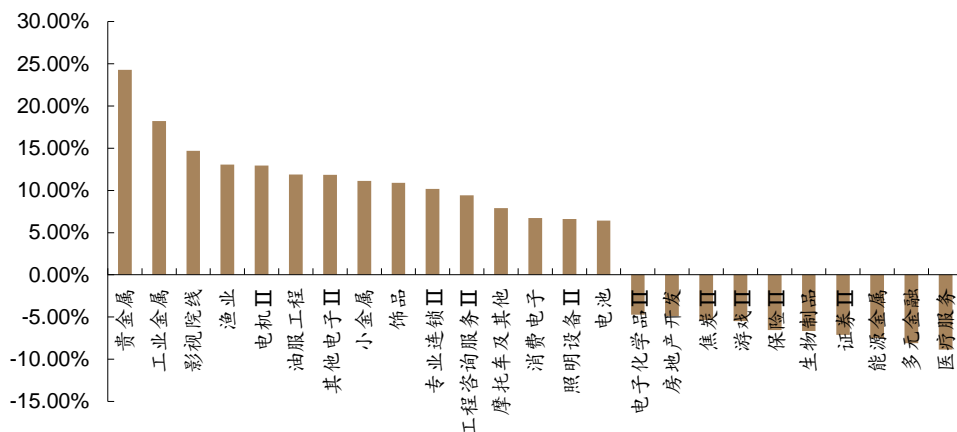
图 3：产业月涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

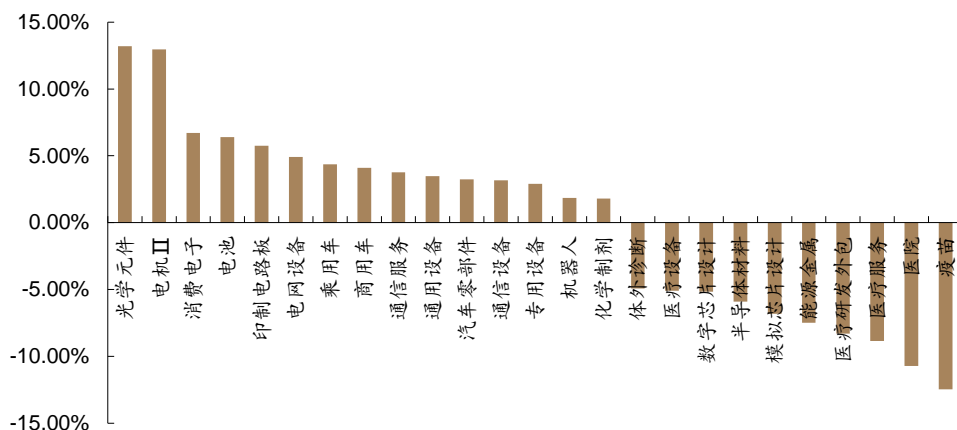
细分行业层面，系统性机会表现较弱，阿尔法机会表现强劲。从超额表现来看：贵金属 (+24.27%)、工业金属 (+18.21%)、影视院线 (+14.68%) 相对上证指数涨幅领先；医疗服务 (-8.86%)、多元金融 (-8.09%)、能源金属 (-7.48%) 相对上证指数跌幅居前。

图 4：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 5：重点关注细分行业超额情况（%）

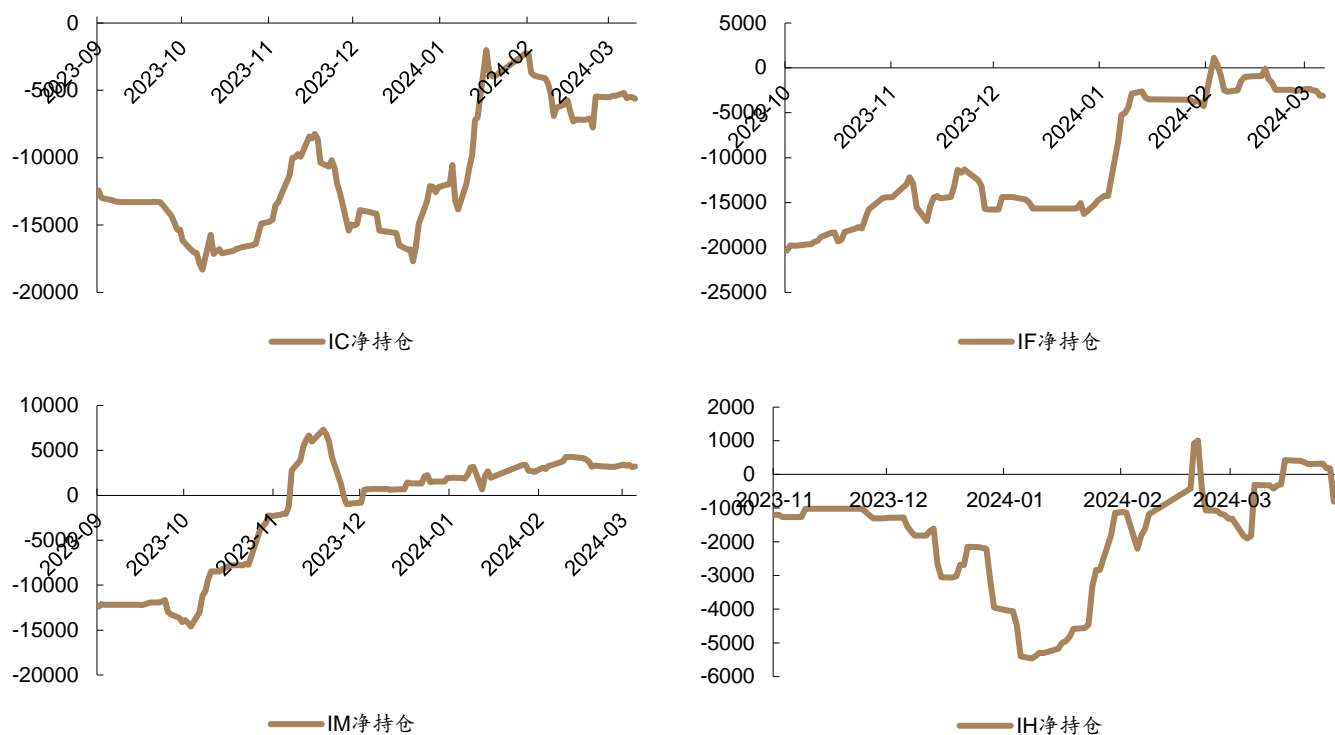


资料来源：ifind, 德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：相对谨慎

本月外资机构期指持仓相对稳定，IC 和 IF 净持仓在月末下行，IH 净持仓冲高回落。

图 6：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）

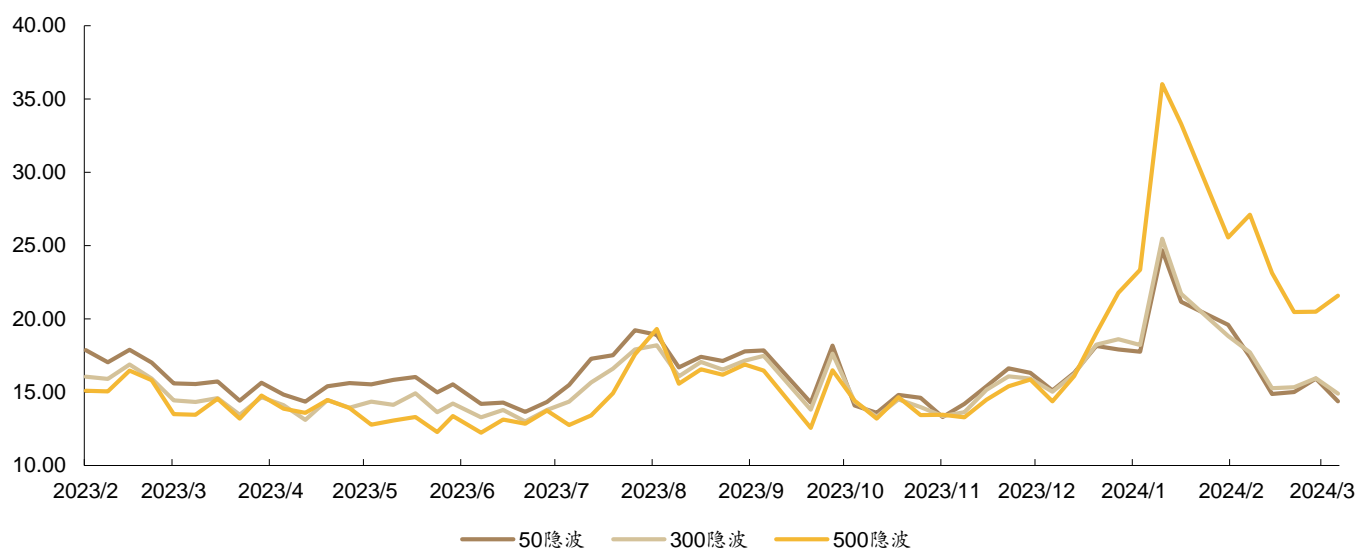


资料来源：ifind，德邦研究所

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 7：截至 3 月 29 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 PMI

下周（4.1-4.5）重点关注美国就业、贸易数据和中国 PMI 数据。

表 5：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024-04-01	1	美国 ISM 制造业 PMI
	2024-04-01	1	美国 Markit 制造业 PMI
	2024-04-03	3	美国 ADP 就业人数变动
	2024-04-04	4	美国贸易帐(美元)
	2024-04-05	5	美国 U6 失业率(%)
	2024-04-05	5	美国失业率(%)
国内宏观	2024-03-31	7	中国官方 PMI
	2024-04-01	1	财新 PMI
产业事件	2024-04-01	1	特斯拉 Model Y 调价

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。