



产业经济周报

证券分析师

李浩

资格编号: S0120522110002

邮箱: lihao3@tebon.com.cn

关注海外风险的积累

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，非农就业反应服务业通胀并未持续走强，美债利率快速上行空间有限，商品通胀或将走强。

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. 周观点	5
1.1. 美国非农就业总量强，结构弱	5
1.2. 中国央行例会肯定经济运行成色	6
1.3. 中美经济微观跟踪	6
2. 市场复盘:	7
2.1. 宽基和因子: 科创续跌	7
2.2. 产业和行业: 周期强势	8
2.3. 外资期指持仓: 外资持仓维稳	9
3. 下周热点: 关注美国通胀数据	10
4. 风险提示	10

图表目录

图 1: 3 月美国劳动参与率和就业率同步上行	5
图 2: 降息预期下行	6
图 3: 宽基指数周涨跌幅 (%)	7
图 4: 周度市场因子表现 (%)	8
图 5: 产业周涨跌幅 (%)	8
图 6: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	9
图 7: 重点关注细分行业超额情况 (%)	9
图 8: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	10
表 1: 美国非农就业数据总览: 总量强, 结构弱	5
表 2: 股指期货基差走势	7
表 3: 下周热点	10

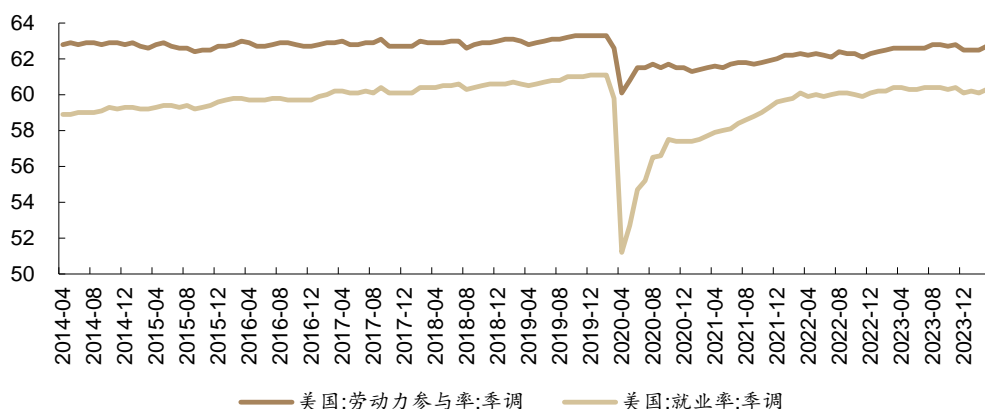
1. 周观点

1.1. 美国非农就业总量强，结构弱

非农就业新增人数超预期。3月美国非农就业人数增加了30.3万人，这一增幅远超市场预期的21.4万人，同时也创下了自2023年5月以来的最大增幅。3月私人部门新增非农就业人数达23.2万人，超预期的17万人，前值为27万人。

劳动力供需同步上行，关注后续职位空缺率数据。劳动参与率和就业率同步上行0.2个百分点，若职位空缺率上行则劳动力缺口扩张。

图1：3月美国劳动参与率和就业率同步上行



资料来源：wind，德邦研究所

从薪资来看，平均时薪增速下行，工时和工资总额增速上行。3月私人部门平均时薪同比增速为4.14%，增速下行0.14个百分点，每周工资总额增速的上行主要由工时增加推动。

分行业看，就业增长主要来自教育和保健、休闲和酒店业以及建筑业。其中，教育和保健服务（8.8万人）的新增就业人数领涨，其次是政府部门（7.1万人）、休闲和酒店业（4.9万人）以及建筑业（3.9万人）。

各行业薪资来看，商品强于服务。薪资增长较为强劲的是建筑业，时薪增速、工时增速和工资增速同步上行，服务业中的金融活动、专业和商业服务也表现出薪资“量价齐升”的态势。

表1：美国非农就业数据总览：总量强，结构弱

分项	新增非农就业人数 (万人)			平均时薪增速		每周工时增速		每周工资总额增速	
	2024-03	2024-02	2024-01	同比%	同比增速变化%	同比%	同比增速变化%	同比%	同比增速变化%
				2024-03	2024-03	2024-03	2024-03		
非农总计	30.30	27.00	25.60						
私人部门	23.20	20.70	19.60	4.14	-0.14	1.75	0.79	5.92	0.59
商品生产	4.20	1.70	3.00	5.36	0.06	1.43	1.02	6.88	1.13
采矿业	0.30	0.10	-0.20	4.88	-1.07	0.88	0.99	5.79	-0.03
建筑业	3.90	2.60	2.60	5.03	0.18	4.41	1.79	9.73	2.22
制造业	0.00	-1.00	0.60	5.39	-0.03	-0.32	0.32	5.04	0.27
耐用品	0.40	-0.30	-0.40	6.10	-0.01	0.43	0.11	6.55	0.10
非耐用品	-0.40	-0.70	1.00	3.76	-0.05	-1.77	0.21	1.97	0.28
服务生产	19.00	19.00	16.60	3.88	-0.17	1.42	0.00	5.39	-0.08

批发业	0.85	-0.29	-0.67	3.38	0.21	1.82	0.00	5.23	0.16
零售业	1.76	2.30	1.66	2.87	0.52	-0.42	0.00	2.34	0.47
运输仓储业	0.12	2.25	-0.38	5.97	-0.35	0.07	1.86	6.00	1.57
公用事业	-0.04	0.31	0.15	2.92	-0.65	2.10	-0.58	5.15	-1.18
信息业	0.00	-0.30	0.80	2.63	-0.01	-0.89	0.49	1.66	0.40
金融活动	0.30	-0.60	-0.40	5.80	0.12	1.34	0.27	7.28	0.45
专业和商业服务	0.70	1.70	4.80	4.23	0.01	0.69	0.46	4.93	0.51
教育和保健服务	8.80	8.20	10.00	2.86	-0.69	3.66	-0.15	6.62	-0.95
休闲和酒店业	4.90	4.30	-0.30	4.39	-0.27	3.19	0.52	7.68	0.23
政府	7.10	6.30	6.00						

资料来源: wind, 德邦研究所

美国流动性预期由宽松收紧。非农就业数据公布后,截至4月7日,CME利率观察工具显示6月-9月降息概率皆有下行。

在年度策略中我们强调了本轮美债利率高企由服务业通胀贡献,若服务业通胀居高不下,那么利率高位或将继续抑制制造业生产。但从当前服务业就业和薪资情况来看,服务业通胀并未明显高位上行,美债利率进一步上行空间有限,商品通胀表现或更强势。

图 2: 降息预期下行

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
2024/5/1				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	4.8%	95.2%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	50.8%	46.8%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	22.4%	49.1%	27.4%
2024/9/18	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.7%	15.1%	40.1%	34.8%	9.3%
2024/11/7	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	23.7%	38.3%	26.0%	6.1%
2024/12/18	0.0%	0.0%	0.1%	3.8%	17.5%	33.2%	30.3%	13.0%	2.1%
2025/1/29	0.0%	0.1%	1.7%	9.5%	24.1%	32.0%	23.0%	8.4%	1.2%
2025/3/19	0.0%	0.9%	5.8%	17.2%	28.3%	27.2%	15.3%	4.6%	0.6%
2025/4/30	0.4%	2.7%	10.1%	21.3%	27.9%	22.8%	11.3%	3.1%	0.4%

资料来源: CEM, 德邦研究所

1.2. 中国央行例会肯定经济运行成色

央行在政策概述层面删掉了“加大宏观政策调控力度”。1-2月的物价、出口、投资、工业增加值和社零等宏观数据表现较好,3月制造业PMI重回荣枯线以上,经济复苏稳中有进。

若美联储降息节点延后,或掣肘我国货币政策发力。会议指出,当前外部环境更加复杂严峻,世界经济增长动能不足,通胀虽然呈现高位回落趋势但仍具有粘性,发达经济体的利率保持在较高水平。

1.3. 中美经济微观跟踪

2024年清明节假期，中国的消费市场呈现出显著的活力和增长。根据文化和旅游部公布的数据，假期3天，全国国内旅游出游人次达到了1.19亿，相比2019年同期增长了11.5%，而国内游客出游花费达到了539.5亿元，较2019年同期增长了12.7%。

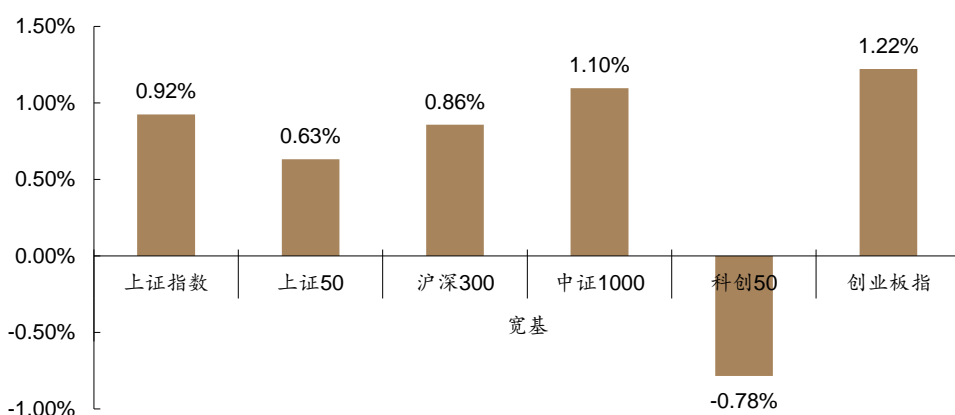
同时，文化消费更具可持续性，电影市场在清明档期的票房表现亮眼，总票房突破8.24亿元，刷新中国影史清明档票房纪录。

2. 市场复盘：

2.1. 宽基和因子：科创续跌

上周(4.1-4.3)多数宽基指数收涨，但科创50延续下跌。上证指数收涨0.92%，创业板指和中证1000涨幅居前，分别为1.22%和1.10%，科创50收跌-0.78%。

图3：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

基差走势分化，大盘占优。当月和下月股指期货中IH金额IF年化基差率为负，股指期货升水，而IC和IM基差走强，期货贴水。

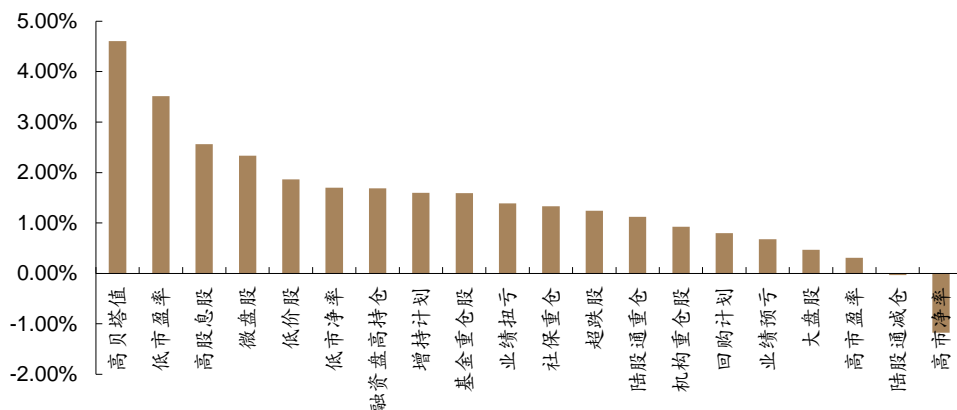
表2：股指期货基差走势

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	0.75	-2.85	
	下月	IH01	0.80	-1.34	
	下季	IH02	0.87	1.58	
	隔季	IH03	0.90	3.77	
沪深300	当月	IF00	1.11	-4.08	
	下月	IF01	1.18	-0.68	
	下季	IF02	1.32	1.57	
	隔季	IF03	1.31	3.58	
中证500	当月	IC00	1.89	1.04	
	下月	IC01	1.92	3.70	
	下季	IC02	2.00	5.55	
	隔季	IC03	2.18	4.91	
中证1000	当月	IM00	1.47	10.17	
	下月	IM01	1.43	10.14	
	下季	IM02	1.50	10.74	
	隔季	IM03	1.49	9.29	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，高波动延续的同时高股息回归。高贝塔值、低市盈率、高股息股涨幅延续居前，高市净率、陆股通减仓和高市盈率表现较弱。

图 4：周度市场因子表现 (%)

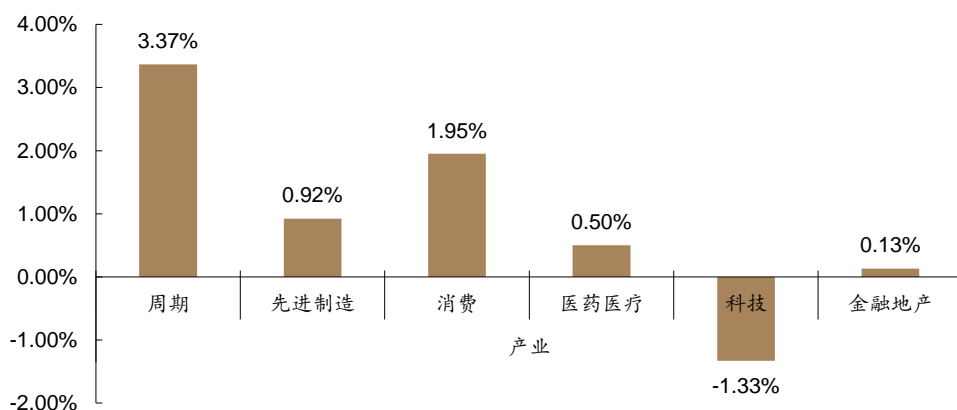


资料来源：ifind，德邦研究所

2.2. 产业和行业：周期强势

从产业层面来看，风格向顺周期切换。产业分化，周期 (+3.37%) 领涨，科技 (-1.33%) 收跌，消费 (+1.95%)、先进制造 (+0.92%) 收涨。

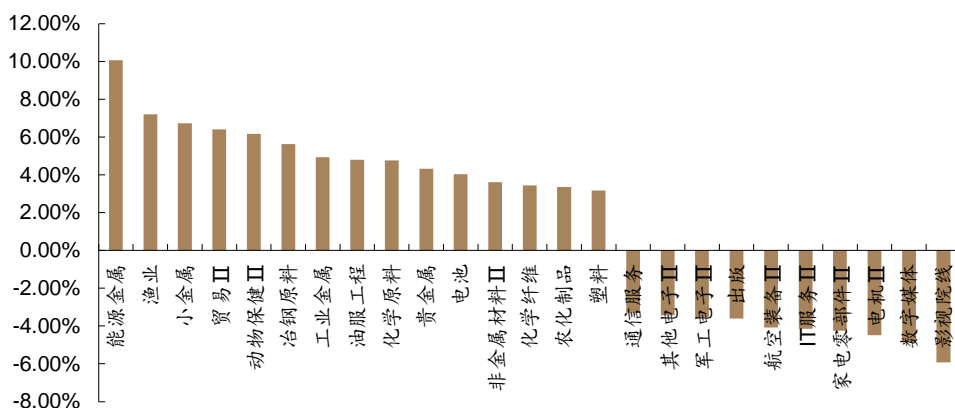
图 5：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind，德邦研究所

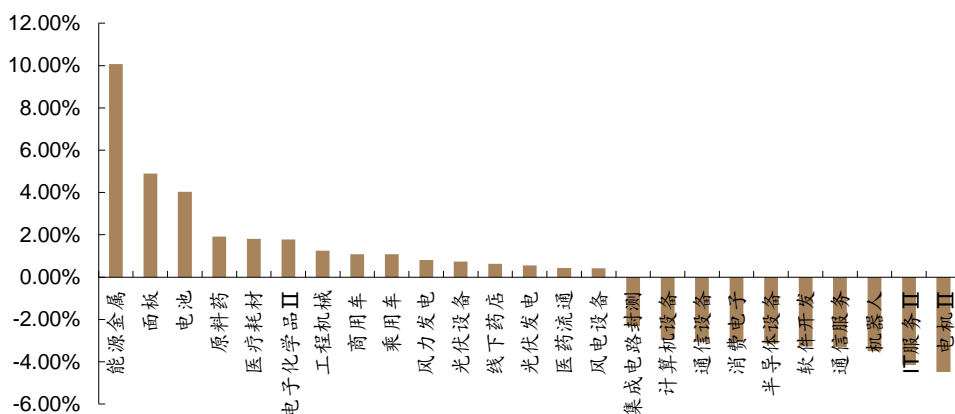
细分行业层面，领涨方向分化。从超额表现来看：能源金属 (+10.07%)、渔业 (+7.20%)、小金属 (+6.74%) 相对上证指数涨幅领先；影视院线 (-5.92%)、数字媒体 (-4.87%)、电机 (-4.48%) 相对上证指数跌幅居前。

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（%）

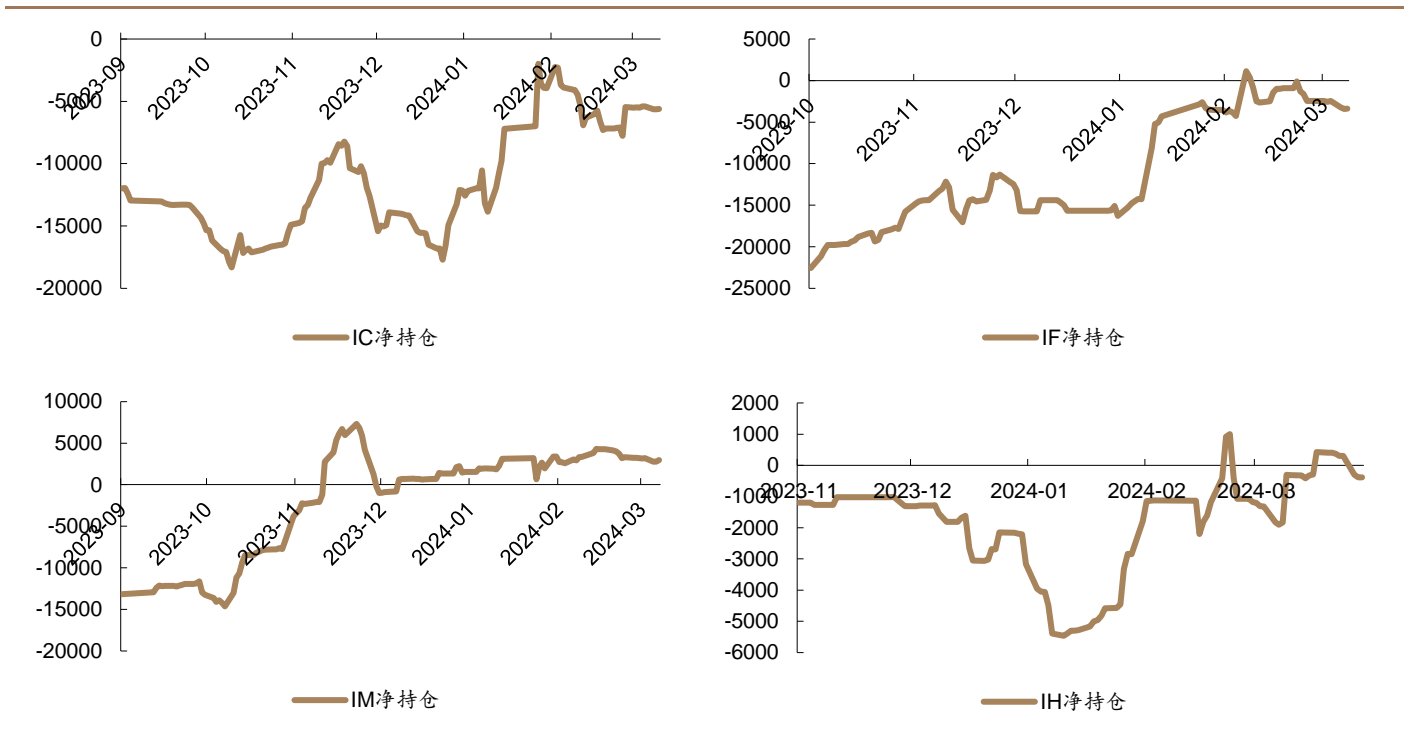


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：外资持仓维稳

节前外资持仓维稳。

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：关注美国通胀数据

下周（4.8-4.12）重点关注美国通胀数据和通胀预期，中国社融、信贷和进出口数据。

表 3：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024-04-10	3	美国 CPI
	2024-04-11	4	美国 PPI
	2024-04-12	5	美国密歇根大学 1 年期通胀率预期(%)
国内宏观	2024-04-11	4	M2、社融、信贷数据
	2024-04-12	5	进出口数据

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。