



产业经济周报

美国滞胀中国复苏，制造业龙头是主线

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、美国技术均化特征明显，服务业通胀下行，商品通胀有上行动力，美国经济或呈现滞胀格局。

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、大宗商品短期或有波动，但不改长期上行趋势。国际定价的商品波动风险较高，看好国内定价的钢铁。

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：我们继续看好顺周期相关的农商行，保险，钢铁，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。

● **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：业绩压力下，大盘绩优个股领先	7
2.1. 宽基和因子：大盘占优	7
2.2. 产业和行业：金融地产领涨	9
2.3. 外资期指持仓：持仓分化	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: 剔除价格影响后零售同比走弱 (%)	5
图 2: 建筑业时薪与非农整体背离走强 (%)	6
图 3: 信息业时薪走弱, 或表明半导体周期走弱 (%)	6
图 4: 服务业通胀下行, 商品通胀企稳	7
图 5: 十年期美债收益率与金价同步上行	7
图 6: 宽基指数周涨跌幅 (%)	8
图 7: 周度市场因子表现 (%)	9
图 8: 产业周涨跌幅 (%)	9
图 9: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)	10
图 10: 重点关注细分行业超额情况 (%)	10
图 11: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)	11
表 1: 美国零售销售环比 (%)	5
表 2: 股指期货基差走势	8
表 3: 下周热点	11

1. 周观点

3月美国零售销售数据环比超预期增长。3月美国零售销售环比增长0.7%，远超预期的0.4%，核心零售环比1%，也超出预期的0.3%。分项结合权重来看，无店面零售、油站和日用品商店环比上行较多，汽车零售销售环比走弱。

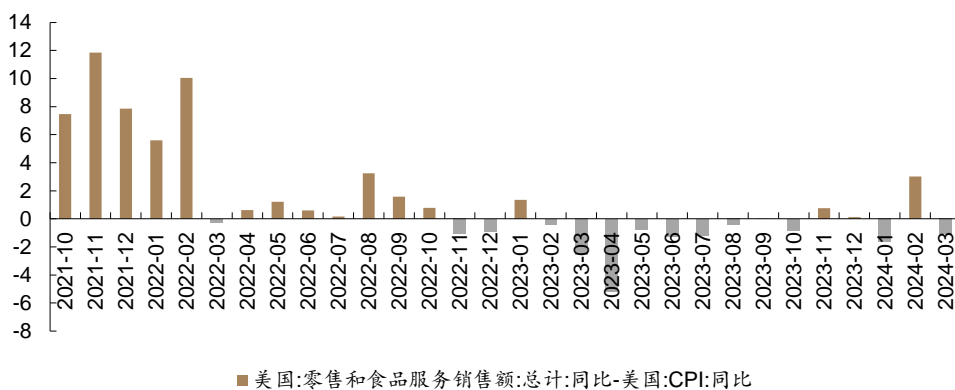
剔除价格影响后，3月零售销售同比负增长，且2023年以来多数月份同比下行，或反映美国内生动能并不预想中强劲。零售销售为金额数据，在美国通胀上行期间无法剔除物价上行的影响，因此我们用未季调零售销售的同比增速减去CPI同比增速，以此描绘除去价格影响下真实的美国消费强度。剔除物价影响后，我们发现3月美国零售销售的同比增速为负，且2023年以来多数月份的零售销售同比增速负增长。

表 1：美国零售销售环比 (%)

环比	权重%	2024-03	2024-02	2024-01
零售销售	100	0.70	0.90	-0.90
核心零售	-	1.00	0.50	-0.50
机动车与零件经销商	18.89	-0.70	2.50	-2.10
家具、电子产品及家电	2.58	-0.70	0.30	1.30
建材	5.76	0.70	2.30	-3.90
食品饮料商店	11.7	0.50	0.20	-0.40
保健和个人护理	5.11	0.40	0.00	-1.50
油站	7.7	2.10	1.60	-1.10
服装服饰	3.67	-1.60	0.20	-0.90
体育、书籍及音乐商店	1.18	-1.80	0.70	-0.60
日用品商店	10.6	1.10	0.60	0.60
杂项商店零售商	2.27	2.10	1.00	0.00
无店面零售业	17.33	2.70	0.20	0.20
食品服务与餐饮业	13.21	0.40	0.47	-0.93

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 1：剔除价格影响后零售同比走弱 (%)

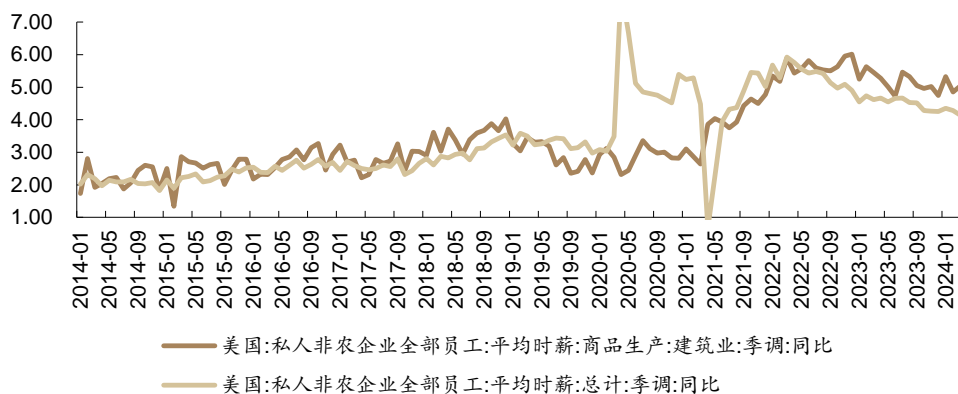


资料来源：wind，德邦研究所

美国经济结构有所转变，技术均化较为明显。从就业角度来看，一方面，3

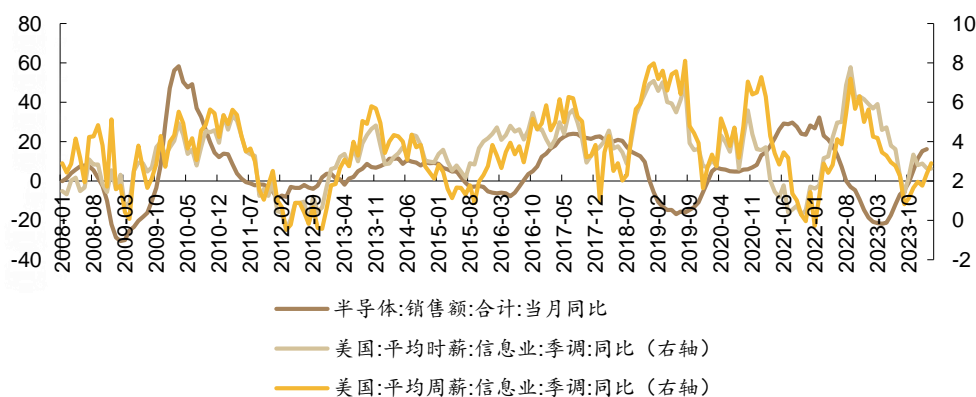
月建筑业时薪同比增速上行，而非农私人部门整体平均时薪同比增速下行，建筑业在连续数月同比增速高于非农私人部门整体后，出现了逆势走强的态势；而另一方面，信息业平均时薪增速未能延续修复，信息业的周薪上行由工时驱动，或反映半导体周期的回暖并不通畅。美国经济结构反映出的特征与我们在年度策略中的推演较为匹配，科技迭代放缓后美国的经济结构或呈现均衡发展格局。

图 2：建筑业时薪与非农整体背离走强 (%)



资料来源：wind，德邦研究所

图 3：信息业时薪走弱，或表明半导体周期走弱 (%)

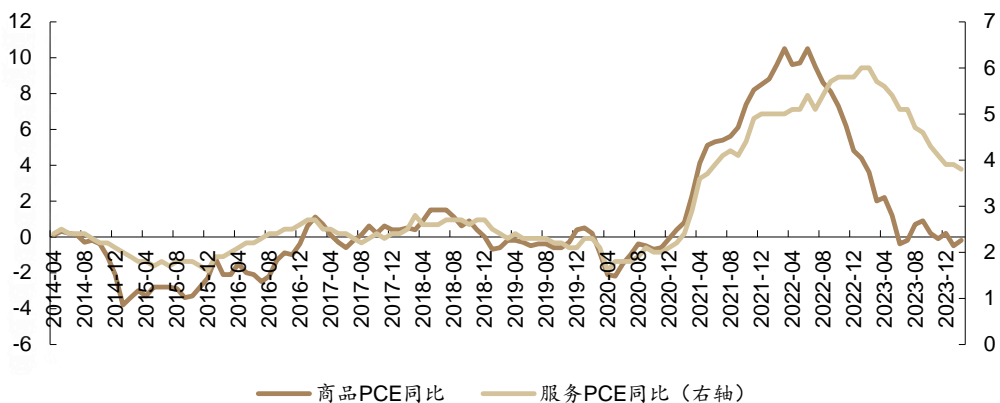


资料来源：wind，德邦研究所

服务业通胀同比增速下行，商品通胀同比企稳，亦能表达美国经济的结构特征。此前利率上行阶段，服务业通胀为主要驱动，而当前服务业通胀同比持续回落，商品通胀底部企稳，2 月同比降幅收窄。而美国作为服务业内生驱动型经济体，伴随服务业通胀的走弱，内生经济动能或有衰减，与此同时商品通胀蓄势待发，或反映出美国的滞胀格局。

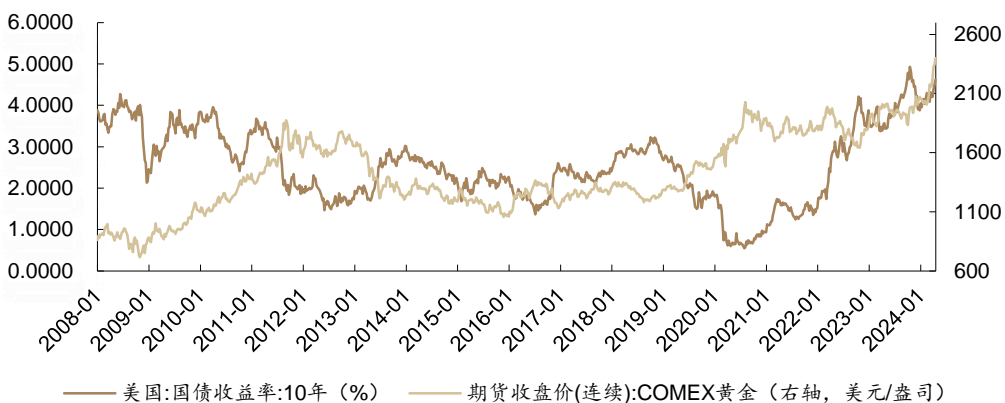
在美国技术均化和滞胀格局下，大类资产的异常表现或得以合理解释。今年 2 月以来，美债利率和黄金出现了同涨趋势，若与我们的推演结合来看，资产的异常表现或可得以解释。

图 4：服务业通胀下行，商品通胀企稳



资料来源：Bloomberg，德邦研究所

图 5：十年期美债收益率与金价同步上行



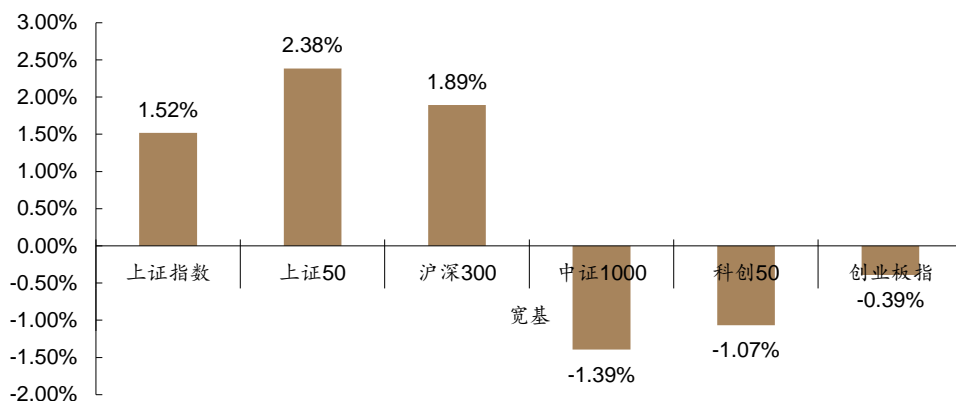
资料来源：wind，德邦研究所

2. 市场复盘：业绩压力下，大盘绩优个股领先

2.1. 宽基和因子：大盘占优

上周(4.15-4.20)宽基指数分化明显。上证指数、上证 50 和沪深 300 收涨，而中证 1000、科创 50 和创业板指收跌。

图 6：宽基指数周涨跌幅（%）



资料来源：ifind，德邦研究所

基差走势延续分化，大盘占优。当月期指中，中证 500 期货升水，而下月期指中上证 50 和沪深 300 升水，且基差持续下行。

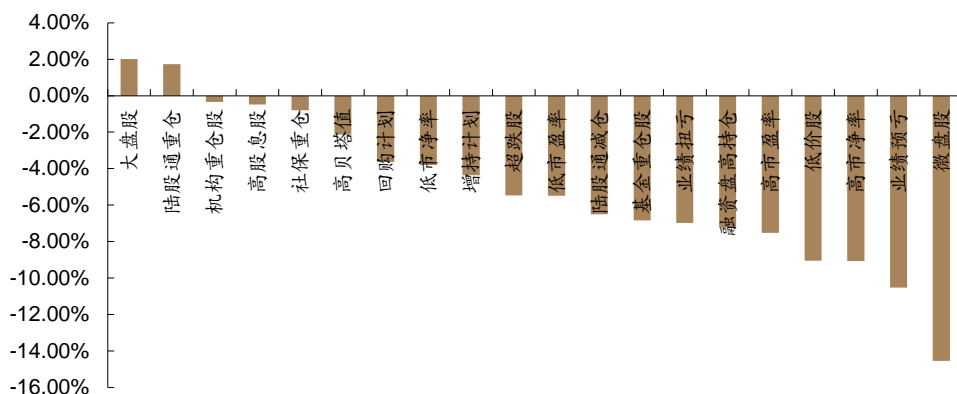
表 2：股指期货基差走势

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	2.20	8.74	
	下月	IH01	2.42	-1.97	
	下季	IH02	2.43	2.02	
	隔季	IH03	2.45	4.16	
沪深300	当月	IF00	2.74	15.07	
	下月	IF01	2.96	-0.12	
	下季	IF02	2.09	2.34	
	隔季	IF03	2.22	3.60	
中证500	当月	IC00	2.64	-3.66	
	下月	IC01	2.62	6.39	
	下季	IC02	2.60	7.00	
	隔季	IC03	2.89	5.15	
中证1000	当月	IM00	-1.17	44.35	
	下月	IM01	-1.40	17.60	
	下季	IM02	-1.52	16.22	
	隔季	IM03	-1.38	11.55	

资料来源：ifind，德邦研究所

从市场因子表现来看，大盘股占优。大盘股、陆股通重仓收涨，微盘股、业绩预亏、高市净率领跌。

图 7：周度市场因子表现 (%)

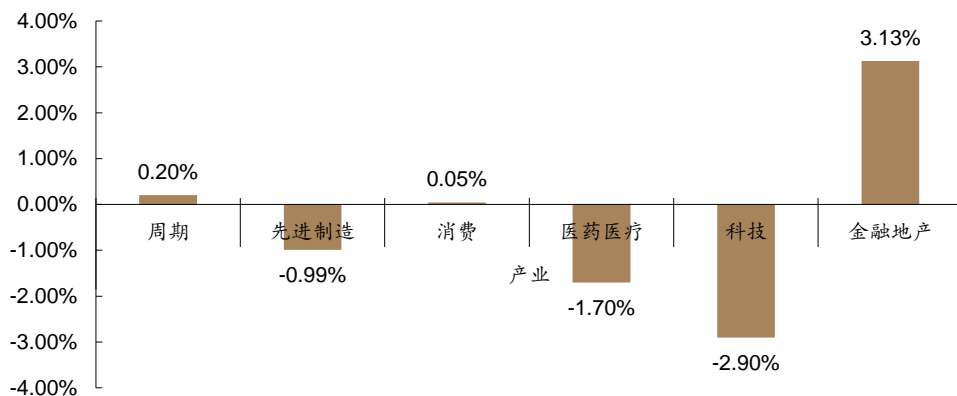


资料来源：ifind, 德邦研究所

2.2. 产业和行业：金融地产领涨

从产业层面来看，金融地产一马当先。产业分化，金融地产 (+3.13%) 涨幅领先，科技 (-2.90%) 和医药医疗 (-1.70%) 跌幅较深。

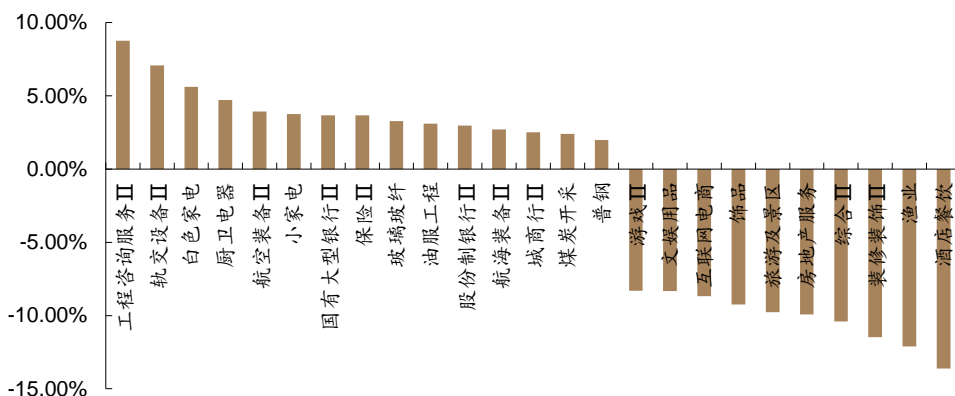
图 8：产业周涨跌幅 (%)



资料来源：ifind, 德邦研究所

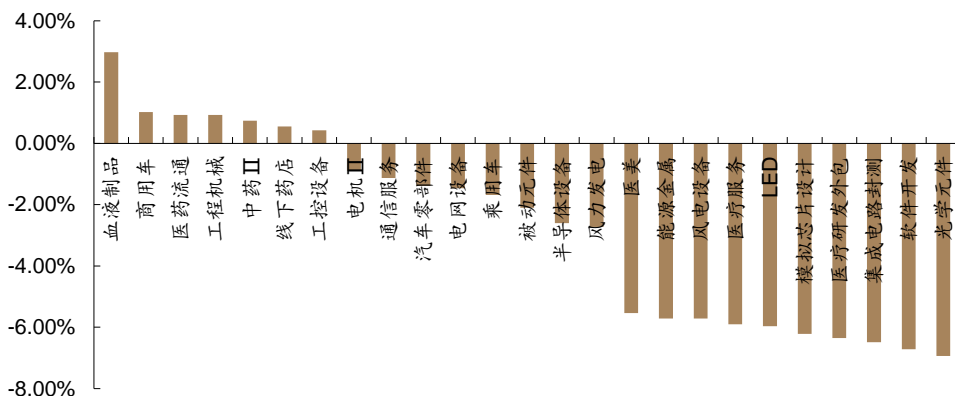
细分行业层面，顺周期行业领涨。从超额表现来看：工程咨询服务(+8.76%)、轨交设备(+7.07%)、白色家电(+5.62%)相对上证指数涨幅领先；酒店餐饮(-13.61%)、渔业(-12.11%)、装修装饰(-11.47%)相对上证指数跌幅居前。

图 9：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 10：重点关注细分行业超额情况（%）

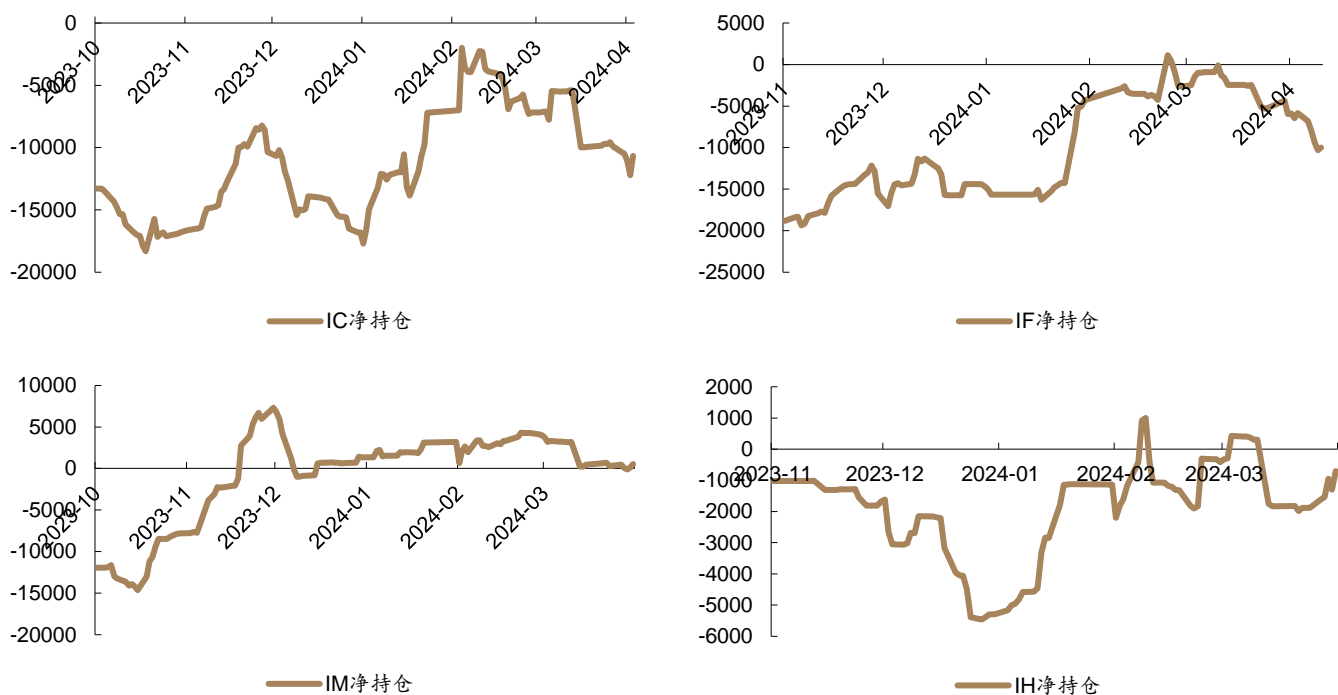


资料来源：ifind，德邦研究所

2.3. 外资期指持仓：持仓分化

本周外资期指持仓分化，但多数期指在最后一个交易日持仓反弹，IH 净持仓相较于其他期指的持仓反弹更为明显。

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

3. 下周热点：关注美国经济和通胀数据

下周（4.23-4.26）重点关注美国经济数据和物价数据，中国工业企业利润和1年期LPR。

表 3：下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024-04-23	2	美国 Markit PMI
	2024-04-25	4	美国 GDP
	2024-04-26	5	美国核心 PCE 物价
国内宏观	2024-04-22	1	中国央行贷款市场报价利率 1 年期 (LPR)
	2024-04-27	6	中国规模以上工业企业利润累计同比 (%)
产业事件	2024-04-24	3	2024 成都国际工业博览会
	2024-04-26	5	2024 年第十届计算与人工智能国际会议

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。