



# 以价格复苏为基，博地产之超预期——产业经济周观点

## 投资要点:

### 近期观点

1、短期美国消费支出增速放缓，地产边际走弱，工业活动延续疲软，财政支出和政策效力放缓。

2、长期需要密切关注美国的政策取向，如果维持当下经济政策，美国下行风险不大。

3、预期上看，美国带来的全球下行风险会向中国出口制造甚至整个经济本身蔓延。

4、下半年中国价格复苏或较为确定，地产企稳并催化消费修复或是超预期的关键。中国经济呈现供需双弱格局，这是价格复苏的主要驱动力，也是下半年出口再超预期的主要驱动力。

5、地产的企稳更多是市场对中国预期扭转的一个标志，地产企稳将指向消费的大幅改善。

6、短期交易结构出现避险特征，是我们继续买入制造业龙头的好时机。

7、重点看好：金融，加工制造，化工，汽车及锂电，半导体设备，航运造船，机械和电力设备，家电，风光出海。

### 风险提示

全球制造业复苏受阻；中美关系改善不及预期；美国地产市场不健康

## 团队成员

分析师：李浩(S0210524050003)

分析师：李刘魁(S0210524050006)  
llk30550@hfzq.com.cn

## 相关报告

1、历史上的供给侧改革，对市场影响几何？——2024.06.02

2、【华福策略】'高ROE&现金流 But'低'涨幅&估值组合\_20240601——2024.06.02

3、【华福策略】行业景气高频数据库——5月第5周\_20240601——2024.06.02



## 正文目录

|                           |    |
|---------------------------|----|
| 1 产需同步回落.....             | 3  |
| 2 美国 PCE 通胀和消费数据.....     | 5  |
| 3 市场复盘：风险偏好下行，避险特征显现..... | 7  |
| 3.1 宽基和因子：超跌反弹明显.....     | 7  |
| 3.2 产业和行业：科技反弹.....       | 8  |
| 3.3 外资期指持仓：持仓分化.....      | 10 |
| 4 下周热点：关注美国就业数据.....      | 10 |
| 5 风险提示.....               | 11 |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1: 制造业 PMI 落至荣枯线以下，服务业 PMI 逆势上行..... | 3  |
| 图表 2: 产需同步收缩（%）.....                    | 3  |
| 图表 3: 制造业固定资产投资累计同比增速（%）.....           | 4  |
| 图表 4: PCE 通胀分项.....                     | 5  |
| 图表 5: PCE 实际消费支出分项.....                 | 6  |
| 图表 6: 美国车用汽油表需 4 周 MA（万桶/日）.....        | 6  |
| 图表 7: 美国煤油需求 4 周 MA（万桶/日）.....          | 6  |
| 图表 8: 美国房屋销售边际走弱.....                   | 7  |
| 图表 9: 美国财政支出增速中枢下移.....                 | 7  |
| 图表 10: 宽基指数周度涨跌幅.....                   | 7  |
| 图表 11: 股指期货基差走势.....                    | 8  |
| 图表 12: 周度因子表现（%）.....                   | 8  |
| 图表 13: 宽基指数周度涨跌幅.....                   | 9  |
| 图表 14: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅（%）.....          | 9  |
| 图表 15: 重点关注细分行业超额情况（%）.....             | 10 |
| 图表 16: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）.....  | 10 |
| 图表 17: 下周热点.....                        | 11 |

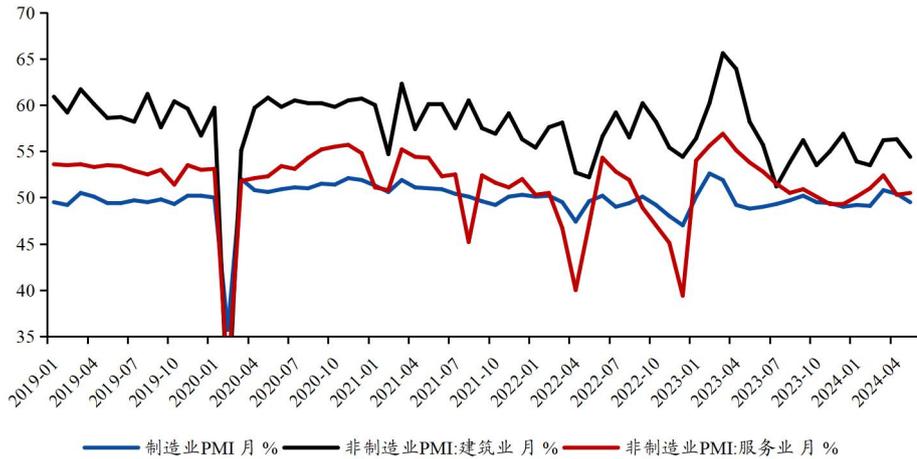


## 1 产需同步回落

制造业 PMI 落至荣枯线以下，服务业 PMI 逆势走强。5 月中国制造业 PMI 录得 49.5%，环比下行 0.9 个百分点；服务业 PMI 为 50.5%，环比上行 0.2 个百分点。制造业的环比走弱和服务业的环比上行的结构特征，或反映 5 月节假日的影响。

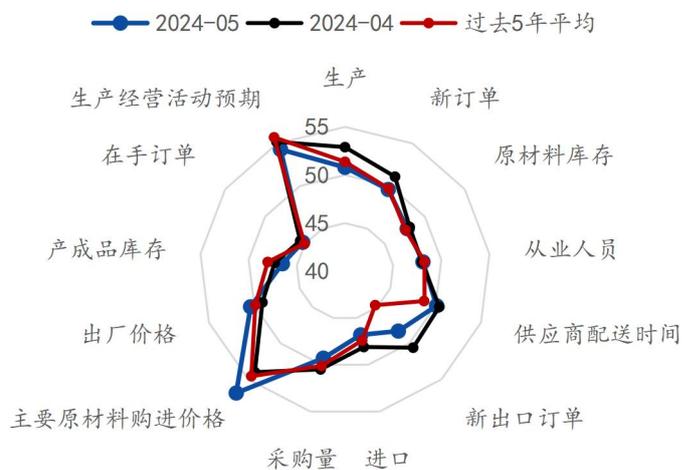
制造业产需双弱，出口景气下行或验证了外需边际走弱。生产环比下行 2.1 个百分点，需求端的新订单、出口和进口分别下降了 1.5、2.3、1.3 个百分点。与过去 5 年相比，生产、新订单、进口弱于往年平均，而出口仍然偏强。价格项中，原材料价格和出厂价格环比上行 2.9 和 1.3 个百分点。我们认为在内外（通胀）价差依旧显著的宏观环境下，后续出口韧性依旧，但在美国经济内生动能走弱后，中国出口量增或边际下行，而价格或受内需企稳和价格复苏而边际上行，下半年内需企稳对于经济的重要性和影响力或将提升。

图表 1：制造业 PMI 落至荣枯线以下，服务业 PMI 逆势上行



数据来源：ifind，华福证券研究所

图表 2：产需同步收缩（%）



数据来源：ifind，华福证券研究所



**内需关注投资增速底部上行的传统制造。**投资作为盈利的领先指标，制造业预期改善的细分行业率先扩产，投资底部上行的食品、纺织、家具、造纸、冶炼等传统制造业或景气上行。

下半年中国价格复苏较为确定，地产企稳并催化消费的修复或将是超预期的关键。从PMI和产出数据来看，中国呈现供需双弱格局，这是价格复苏的主要驱动力，也是下半年出口超预期的主要驱动力。地产的企稳更多是市场对中国预期扭转的一个标志，地产企稳或将指向消费预期的大幅改善。

因此我们的配置策略选择了价格复苏和地产企稳的双主线：价格复苏建议关注加工制造（冶炼、纺织、造纸），化工，半导体设备，航运造船，机械和电力设备，风光出海；地产企稳及后续传导至消费相关行业，建议关注金融，汽车及锂电，家电。

图表 3：制造业固定资产投资累计同比增速（%）

| 分行业     | 2022年以来趋势 | 2024/2 | 2024/3 | 2024/4 |
|---------|-----------|--------|--------|--------|
| 农副食品    |           | 13.60  | 17.40  | 19.20  |
| 食品      |           | 22.50  | 19.00  | 27.80  |
| 酒饮茶     |           | 39.30  | 28.20  | 21.80  |
| 烟草      |           | -14.00 | -15.80 | -9.40  |
| 纺织业     |           | 15.00  | 12.40  | 16.30  |
| 纺服      |           | 16.60  | 17.50  | 17.90  |
| 皮、毛制品   |           | -2.40  | 4.90   | 19.50  |
| 木材加工    |           | -2.20  | -1.20  | -0.70  |
| 家具      |           | -1.40  | 6.90   | 11.80  |
| 造纸      |           | 22.50  | 17.10  | 22.20  |
| 印刷业     |           | 13.70  | 11.20  | 14.20  |
| 文娱      |           | -2.50  | 3.40   | 7.10   |
| 燃料加工业   |           | -25.30 | -3.80  | 1.70   |
| 化学制品    |           | 14.00  | 11.90  | 13.90  |
| 医药      |           | 2.70   | 8.50   | 4.70   |
| 化纤      |           | 8.00   | 6.60   | 4.60   |
| 橡胶和塑料   |           | 10.30  | 14.10  | 15.60  |
| 非金属矿物制品 |           | 2.00   | 5.70   | 6.40   |
| 黑色冶炼加工  |           | 13.50  | 4.60   | 7.90   |
| 有色冶炼加工  |           | 23.20  | 18.80  | 20.00  |
| 金属制品    |           | 9.20   | 16.10  | 16.40  |
| 通用设备    |           | 11.30  | 13.90  | 13.20  |
| 专用设备    |           | 12.00  | 14.10  | 13.90  |
| 汽车      |           | 7.00   | 7.40   | 5.70   |
| 交运      |           | 25.00  | 24.80  | 27.70  |
| 电气机械    |           | 24.10  | 13.90  | 10.10  |
| 计算机通信电子 |           | 14.80  | 14.30  | 13.10  |
| 仪器仪表    |           | -3.90  | 6.00   | 7.70   |

数据来源：wind，华福证券研究所



## 2 美国 PCE 通胀和消费数据

美国 4 月 PCE 通胀同环比增速与 3 月持平，核心 PCE 通胀同环比增速皆有下行，下行主要驱动来自核心服务通胀降温；从消费支出来看，通胀环比下行的汽车和家具消费支出环比上行较为明显。核心商品同环比增速持平于 3 月，耐用品通胀环比下行，新车、二手车和家具的通胀环比下行。核心服务中住房、医疗服务、运输服务的同比增速较 3 月走弱，餐饮住宿和金融服务通胀同比增速走强。

图表 4: PCE 通胀分项

| 分项           | 权重%   | 环比%     |         |         | 同比%     |         |         |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              |       | 4月 2024 | 3月 2024 | 2月 2024 | 4月 2024 | 3月 2024 | 2月 2024 |
| <b>PCE</b>   | 100.0 | 0.30    | 0.30    | 0.30    | 2.70    | 2.70    | 2.50    |
| <b>食品</b>    | 7.6   | -0.20   | 0.00    | 0.10    | 1.30    | 1.50    | 1.30    |
| <b>能源</b>    | 2.5   | 2.50    | 1.50    | 3.40    | 2.60    | 2.50    | -3.50   |
| <b>核心PCE</b> | 88.3  | 0.25    | 0.33    | 0.27    | 2.75    | 2.81    | 2.81    |
| <b>核心商品</b>  | 22.3  | 0.10    | 0.10    | 0.30    | -0.60   | -0.60   | -0.40   |
| <b>耐用品</b>   | 11.3  | -0.20   | 0.10    | 0.20    | -2.20   | -1.90   | -2.00   |
| 新车           | 2.0   | -0.40   | -0.20   | -0.10   | -0.30   | -0.10   | 0.40    |
| 二手车          | 1.2   | -1.40   | -1.10   | 0.50    | -4.90   | 0.70    | 1.00    |
| 家具           | 2.4   | -0.70   | 0.20    | -0.30   | -3.10   | -3.40   | -3.70   |
| 娱乐商品         | 3.6   | 0.20    | 0.40    | 1.20    | -1.80   | -2.70   | -3.40   |
| 其他耐用品        | 1.4   | 0.60    | 0.60    | -1.40   | -2.50   | -2.70   | -3.10   |
| <b>非耐用品</b>  | 11.0  | 0.50    | 0.20    | 0.70    | 1.40    | 1.30    | 0.80    |
| 服装           | 2.7   | 1.20    | 0.60    | 1.00    | 1.50    | 0.60    | 0.40    |
| 其他非耐用品       | 8.3   | 0.20    | -0.10   | 0.30    | 1.00    | 0.90    | 1.70    |
| <b>核心服务</b>  | 67.6  | 0.30    | 0.40    | 0.30    | 3.90    | 4.00    | 3.80    |
| <b>住宅</b>    | 15.5  | 0.40    | 0.40    | 0.40    | 5.60    | 5.80    | 5.80    |
| 房租           | 3.5   | 0.40    | 0.40    | 0.50    | 5.40    | 5.60    | 5.70    |
| 设算租金         | 11.9  | 0.40    | 0.40    | 0.40    | 5.70    | 5.80    | 5.90    |
| 医疗服务         | 16.6  | 0.10    | 0.10    | 0.20    | 2.60    | 2.90    | 3.10    |
| 运输服务         | 3.3   | -1.10   | 1.40    | 0.40    | 3.00    | 3.10    | 2.30    |
| 休闲服务         | 3.9   | 0.30    | -0.10   | 0.50    | 4.10    | 4.10    | 4.20    |
| 餐饮住宿         | 7.3   | 0.30    | 0.20    | 0.00    | 3.40    | 3.10    | 3.70    |
| 金融服务         | 7.3   | 0.80    | 0.50    | 0.30    | 5.00    | 4.70    | 3.90    |
| 其他服务         | 8.3   | 0.60    | 0.90    | -0.20   | 2.80    | 3.20    | 2.70    |

数据来源: Bloomberg, 华福证券研究所

美国内生经济动能偏弱，PCE 消费支出增速下行，车用汽油表需弱于季节性。工业活动延续疲软，煤油表需远弱于季节性，地产边际下行，财政支出增速中枢下移。PCE 消费支出同环比增速皆有下行，新车、二手车和家具消费环比上行，而这三项都对应着 PCE 通胀环比下行项。从当前预期上看，美国带来的全球下行风险会向中国出口制造甚至整个经济本身蔓延。我们认为，长期需要密切关注美国的政策取向，如果维持当下经济政策，以地产和制造业对冲科技迭代放缓，则美国下行风险不大。

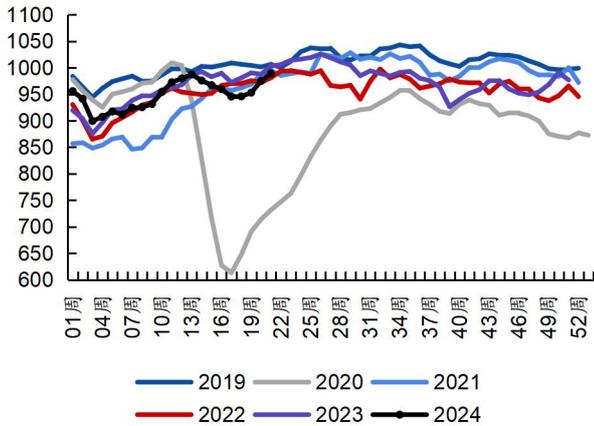


图表 5: PCE 实际消费支出分项

| 分项           | 权重%   | 环比%     |         |         | 同比%     |         |         |
|--------------|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|              |       | 4月 2024 | 3月 2024 | 2月 2024 | 4月 2024 | 3月 2024 | 2月 2024 |
| <b>PCE</b>   | 100.0 | -0.10   | 0.40    | 0.30    | 2.60    | 2.80    | 2.20    |
| <b>食品</b>    | 7.4   | 0.20    | 1.00    | -0.10   | 1.80    | 2.00    | 0.30    |
| <b>能源</b>    | 2.0   | -2.50   | 5.10    | -2.80   | -1.90   | 0.80    | -2.30   |
| <b>核心PCE</b> | 89.1  | 0.00    | 0.30    | 0.50    | 2.80    | 3.10    | 2.40    |
| <b>核心商品</b>  | 25.3  | -0.40   | 0.50    | 0.20    | 2.30    | 3.40    | 1.40    |
| <b>耐用品</b>   | 13.1  | -0.10   | 0.20    | 0.80    | 2.10    | 2.90    | 1.00    |
| 新车           | 2.0   | 2.70    | -1.80   | 4.90    | -4.20   | -5.50   | -8.00   |
| 二手车          | 1.1   | 0.80    | -0.80   | -0.20   | -7.50   | -11.30  | -8.90   |
| 家具           | 2.7   | 0.10    | 0.20    | -0.40   | 3.20    | 4.00    | 1.80    |
| 娱乐商品         | 5.1   | -1.30   | 1.50    | -0.40   | 6.50    | 9.60    | 7.10    |
| 其他耐用品        | 1.8   | -1.10   | 0.00    | 1.60    | 6.80    | 8.50    | 7.10    |
| <b>非耐用品</b>  | 12.2  | -0.50   | 1.30    | -0.60   | 1.80    | 2.80    | 0.80    |
| 服装           | 3.2   | -1.00   | -0.80   | -1.40   | 1.20    | 2.30    | 1.00    |
| 其他非耐用品       | 9.0   | -0.50   | 1.30    | -0.10   | 3.00    | 4.40    | 2.00    |
| <b>核心服务</b>  | 65.6  | 0.10    | 0.20    | 0.50    | 2.90    | 2.80    | 2.80    |
| <b>住宅</b>    | 14.2  | 0.10    | 0.10    | 0.10    | 1.30    | 1.20    | 1.20    |
| 房租           | 3.2   | 0.10    | 0.10    | 0.10    | 0.80    | 0.80    | 0.80    |
| 设算租金         | 10.9  | 0.10    | 0.10    | 0.10    | 1.40    | 1.40    | 1.40    |
| 医疗服务         | 17.4  | 0.40    | 0.60    | 0.60    | 5.30    | 4.80    | 4.70    |
| 运输服务         | 3.0   | -0.70   | -0.60   | 1.80    | 2.80    | 4.60    | 4.00    |
| 休闲服务         | 3.8   | -0.30   | 0.90    | 1.00    | 1.90    | 3.60    | 2.00    |
| 餐饮住宿         | 6.8   | -0.10   | -0.10   | 0.30    | 3.00    | 3.30    | 3.00    |
| 金融服务         | 6.8   | 0.20    | 0.30    | 0.40    | 2.70    | 3.00    | 2.70    |
| 其他服务         | 8.7   | 0.00    | -0.40   | 1.40    | 2.20    | 1.00    | 1.60    |

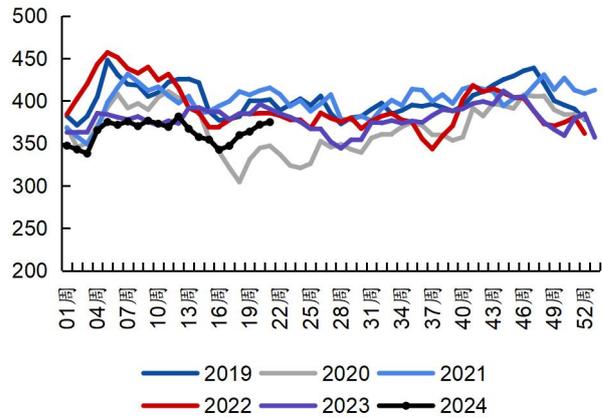
数据来源: Bloomberg, 华福证券研究所

图表 6: 美国车用汽油表需 4 周 MA (万桶/日)



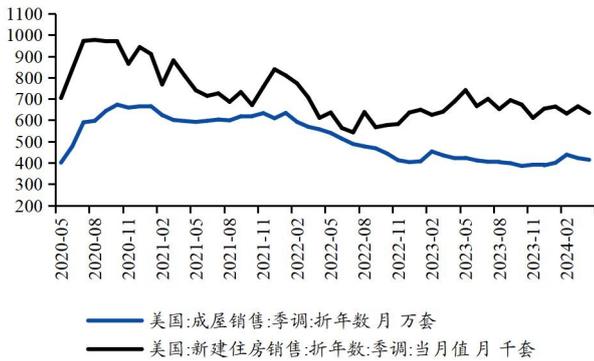
数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 7: 美国煤油需求 4 周 MA (万桶/日)



数据来源: EIA, 华福证券研究所

图表 8: 美国房屋销售边际走弱



数据来源: ifind, 华福证券研究所

图表 9: 美国财政支出增速中枢下移



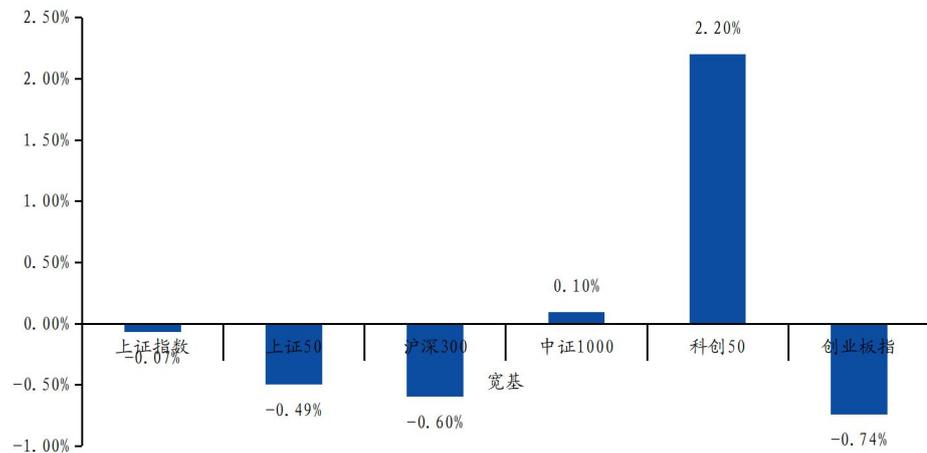
数据来源: ifind, 华福证券研究所

### 3 市场复盘: 风险偏好下行, 避险特征显现

#### 3.1 宽基和因子: 超跌反弹明显

本周(5.27-5.31)宽基指数分化, 科创 50 一枝独秀。本周上证指数收跌-0.07%, 科创 50 大幅领涨 2.20%。

图表 10: 宽基指数周度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

远月股指期货市场, 基差率震荡下行, 期货贴水幅度收窄。



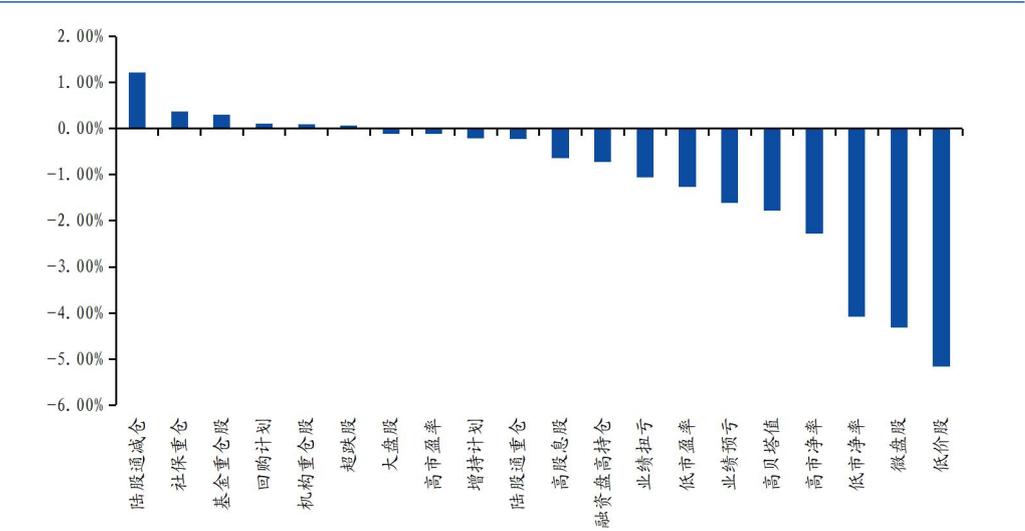
图表 11: 股指期货基差走势

| 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 | -0.48 | 4.18      |       |
|        | 下月 | IH01 | -0.53 | 11.38     |       |
|        | 下季 | IH02 | -0.58 | 5.58      |       |
|        | 隔季 | IH03 | -0.74 | 2.80      |       |
| 沪深300  | 当月 | IF00 | -0.67 | 3.77      |       |
|        | 下月 | IF01 | -0.69 | 8.19      |       |
|        | 下季 | IF02 | -0.69 | 3.92      |       |
|        | 隔季 | IF03 | -0.75 | 2.12      |       |
| 中证500  | 当月 | IC00 | -0.09 | 8.27      |       |
|        | 下月 | IC01 | -0.14 | 6.88      |       |
|        | 下季 | IC02 | -0.19 | 5.14      |       |
|        | 隔季 | IC03 | -0.26 | 3.94      |       |
| 中证1000 | 当月 | IM00 | 0.10  | 12.87     |       |
|        | 下月 | IM01 | 0.12  | 12.08     |       |
|        | 下季 | IM02 | -0.12 | 9.82      |       |
|        | 隔季 | IM03 | -0.12 | 7.99      |       |

数据来源: ifind, 华福证券研究所

从因子表现来看, 内外资机构显分歧。陆股通减仓、社保重仓和机构重仓股涨幅居前, 低价股、微盘股和低市净率跌幅居前。

图表 12: 周度因子表现 (%)



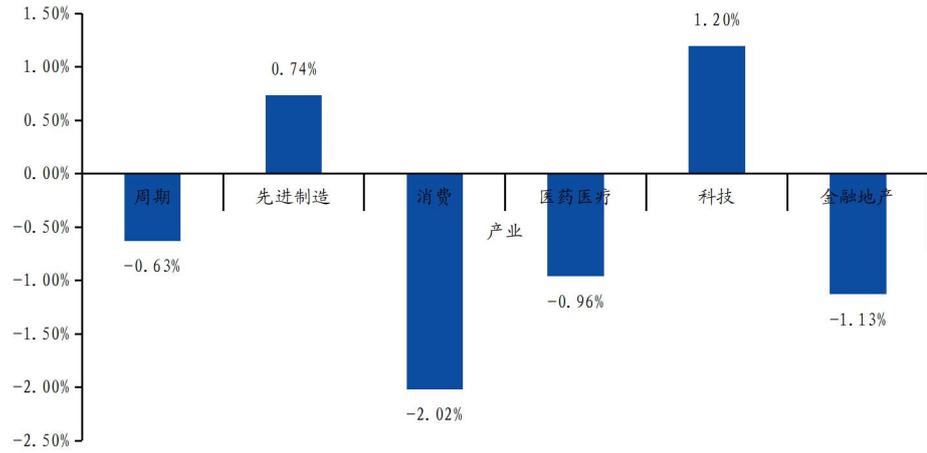
数据来源: ifind, 华福证券研究所

### 3.2 产业和行业: 科技反弹

从产业层面来看, 科技和先进制造收涨, 消费和金融地产表现较弱。



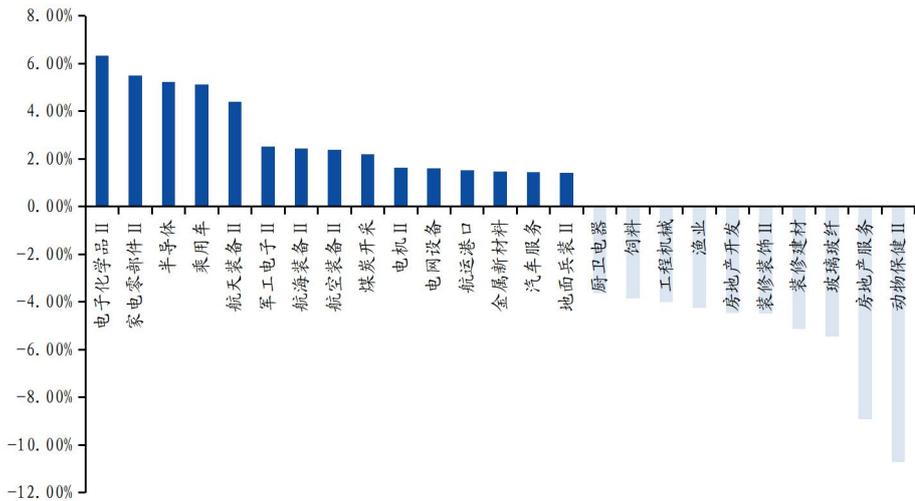
图表 13: 宽基指数周度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

细分行业层面, 成长细分行业超额相对领先。从相对上证指数超额收益来看: 电子化学品、家电零部件和半导体领涨, 动物保健、房地产服务和玻璃玻纤领跌。

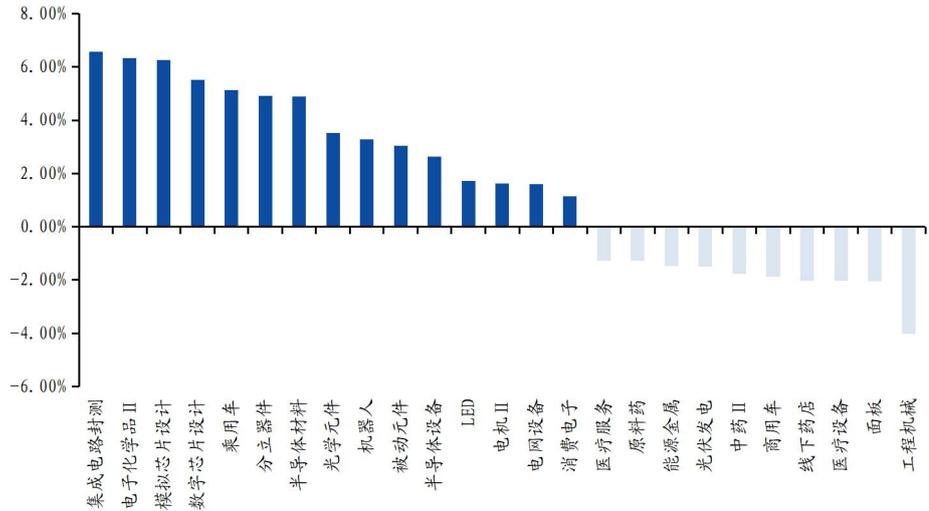
图表 14: 细分行业周度相对上证指数涨跌幅 (%)



数据来源: ifind, 华福证券研究所



图表 15: 重点关注细分行业超额情况 (%)

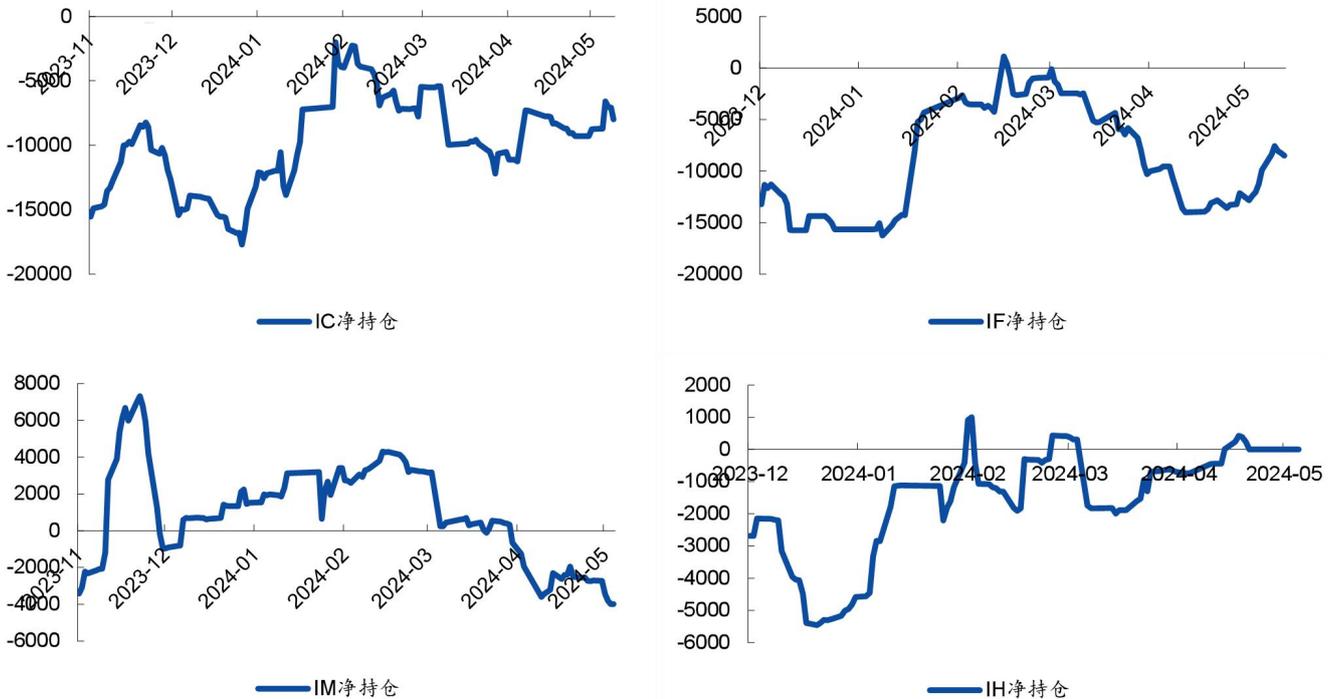


数据来源: ifind, 华福证券研究所

### 3.3 外资期指持仓: 持仓分化

本周外资期指持仓分化, IC 和 IF 在延续上周改善后冲高回落, IM 净持仓回落, IH 维持平稳。

图表 16: 摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓 (单位: 手)



数据来源: ifind, 华福证券研究所

## 4 下周热点: 关注美国就业数据



下周（6.3-6.7）重点关注美国 PMI、非农就业，中国财新制造业 PMI。

图表 17: 下周热点

|      | 日期         |         | 会议/事件/数据          |
|------|------------|---------|-------------------|
|      | Date       | Weekday |                   |
| 海外宏观 | 2024-06-03 | 1       | 美国 ISM 制造业 PMI    |
|      | 2024-06-03 | 1       | 美国 Markit 制造业 PMI |
|      | 2024-06-06 | 4       | 美国贸易帐(美元)         |
|      | 2024-06-07 | 5       | 美国季调后非农就业人口变动     |
| 国内宏观 | 2024-06-03 | 1       | 中国财新制造业 PMI       |
| 产业事件 | 2024-06-07 | 5       | 英伟达 1 拆 10 拆股生效   |

数据来源: ifind、财联社, 华福证券研究所

## 5 风险提示

全球制造业复苏受阻: 科技突破带来制造业重要性阶段性回落, 从而影响全球制造业复苏。

中美关系改善不及预期: 大国博弈仍然为当前重要的宏观背景。

美国地产市场不健康: 可能对全球制造业复苏是一个较大隐患, 也可能触发商品较大回调。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别   | 评级   | 评级说明                               |
|------|------|------------------------------------|
| 公司评级 | 买入   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出   | 未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上       |
|      | 跟随大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间   |
|      | 弱于大市 | 未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下       |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn