



供需双弱格局显著，制造业周期或全面见底—— 产业经济周观点

投资要点:

近期观点

- 1、美国经济预期企稳，货币政策预期偏宽松，全球经济预期偏稳定。长期看美国或将降息，但是降息空间可能有限。
- 2、全球制造业处于上升周期，美国的经济预期企稳以后，全球制造业也有望再次趋稳回升。
- 3、海外宏观环境类似上半年，但总量改善幅度可能小于上半年。
- 4、中国经济政策稳定，总量的改善取决于出口。考虑海外降息拉动投资，中国出口结构可能更偏向资本品和新兴市场国家。
- 5、重点关注出口能不能再次拉动国内制造业回暖，进而地产和消费企稳回升。
- 6、工业企业“量价利”的数据反应中国制造业周期或全面见底。
- 7、成长和价值风格的估值趋于均衡，分子端的变化更值得重视，需求端的边际改善或将指引分子端行情。
- 8、重点看好：半导体设备，国产替代领域龙头，银行，汽车锂电，风光出海，医药，工程机械，造船，铜冶炼铝加工和化工等传统制造业龙头，金铜油。

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)

lh30530@hfzq.com.cn

分析师：李刘魁(S0210524050006)

llk30550@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、【华福策略】市场状态高频数据库——9月第1周——2024.09.01
- 2、美国经济韧性较强，英伟达业绩超预期——2024.09.01
- 3、风格转换迹象初现——2024.09.01



正文目录

1 中国制造业供需双弱，利润格局或迎改善	3
2 美国 PCE 商品通胀走强，服务业通胀走弱	4
3 市场复盘：月度调整，但情绪逐渐修复	6
3.1 宽基和因子：震荡休整	6
3.2 产业和行业：金融地产相对抗跌	7
3.3 外资期指持仓：IC 和 IM 净持仓回落	9
4 下周热点：关注美国经济和就业数据	9
5 风险提示	10

图表目录

图表 1：工业企业利润分配格局	3
图表 2：工业企业“量价利”	4
图表 3：美国 PCE 通胀	5
图表 4：美国 PCE 实际消费支出	5
图表 5：美国非农就业	6
图表 6：宽基指数月度涨跌幅	6
图表 7：股指期货基差走势	7
图表 8：月度因子表现（%）	7
图表 9：产业月度涨跌幅	8
图表 10：细分行业月度相对上证指数涨跌幅（%）	8
图表 11：重点关注细分行业超额情况（%）	9
图表 12：摩根+乾坤+瑞银三大外资机构的期指净持仓（单位：手）	9
图表 13：下周热点	10

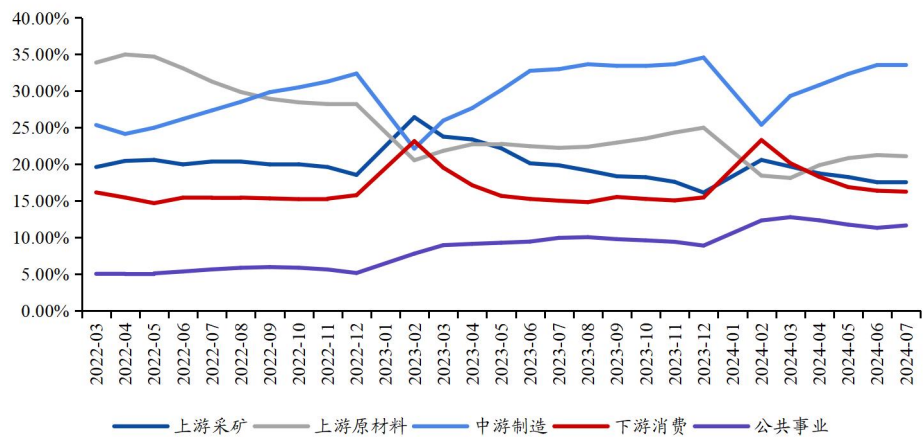
1 中国制造业供需双弱，利润格局或迎改善

7月工业企业利润增速改善，公用事业利润分配走强。7月工业企业利润同比增速4.1%，前值3.6%。拆分“量价利”来看，总体利润增速的上行主要由利润率改善拉动。分行业来看，中游制造中偏高端制造的行业（电子通信、交运、汽车和电气机械）利润增速修复，上游原材料中燃料加工、橡胶塑料和化工制造利润增速上行明显。中游制造和上游原材料部分行业利润增速修复，价格企稳，量增转弱，利润率抬升的格局或反应产能利用率的边际改善。

工业企业“量价利”的数据反应中国制造业周期或全面见底，此前“量增价减”的利润格局逐渐转为“量减价稳”，供需双弱特征显著，从制造业PMI生产和新订单也可验证。从结构来看，中游高端制造利润和利润率增速改善明显。

在这样的宏观环境下，制造业周期底部，重点关注需求端的变化，或将指引分子端行情。红利风格行业选择方向越来越少，或表明成长和价值风格的估值趋于均衡，分子端的变化或更值得重视。

图表 1: 工业企业利润分配格局



数据来源: wind, 华福证券研究所

图表 2: 工业企业“量价利”

总量和产业链		利润同比(当月同比, %)			工业增加值(当月同比, %)			PPI(当月同比, %)			利润率(当月同比, %)		
		2024年7月	2024年6月	增速变化	2024年7月	2024年6月	增速变化	2024年7月	2024年6月	增速变化	2024年7月	2024年6月	增速变化
工业企业总量拆解		4.1	3.6	0.50	5.1	5.3	-0.20	-0.8	-0.8	0.00	0.19	0.00	0.19
上游采矿业	煤炭采选	2.4	32.8	-30.4	4.7	4.2	0.5	0.3	-1.6	1.9	0.9	25.5	-24.6
	油气开采	-5.0	18.2	-23.2	5.7	4.4	1.3	6.7	8.0	-1.3	-14.5	4.0	-18.5
	黑色采矿	23.0	14.7	8.3	4.7	6.8	-2.1	3.8	5.9	-2.1	19.4	-0.4	19.8
	有色采矿	39.3	29.6	9.7	0.0	4.1	-4.1	18.1	17.0	1.1	2.9	19.5	-16.6
	非金属采矿	7.6	-1.3	8.9	3.1	4.2	-1.1	0.1	-1.6	1.7	2.9	-13.0	15.9
上游原材料加工	燃料加工	-163.7	-379.0	215.4	-2.8	4.0	-6.8	4.3	4.0	0.3	-145.4	-384.0	238.6
	化工制造	42.0	26.4	15.6	8.6	9.2	-0.6	0.3	-0.6	0.9	53.1	13.7	39.4
	医药制造	-15.0	4.5	-19.4	1.5	6.2	-4.7	-1.2	-1.0	-0.2	-14.1	-2.0	-12.1
	化纤制造	19.3	36.5	-17.2	7.3	6.5	0.8	1.3	0.3	1.0	6.7	35.9	-29.2
	橡胶塑料	10.6	-10.2	20.8	7.3	8.6	-1.3	-1.9	-2.1	0.2	3.1	-17.5	20.7
	非金属矿物制品	-29.4	-35.4	5.9	-2.9	-0.4	-2.5	-5.6	-6.9	1.3	-23.0	-30.7	7.7
	黑色冶炼	-179.3	212.6	-391.9	-1.5	3.3	-4.8	-3.7	-2.1	-1.6	-184.4	207.4	-391.8
	有色冶炼	73.6	72.6	0.9	9.4	10.2	-0.8	10.6	11.5	-0.9	37.0	44.7	-7.8
中游制造业	金属制品	5.1	9.5	-4.4	9.3	6.4	2.9	-1.1	-1.2	0.1	-4.4	1.9	-6.3
	通用设备	10.4	11.6	-1.2	3.2	3.4	-0.2	-1.1	-1.0	-0.1	3.3	7.8	-4.5
	专用设备	8.2	11.9	-3.7	2.5	3.4	-0.9	-0.8	-0.7	-0.1	-1.3	5.2	-6.5
	汽车制造	-13.1	-23.2	10.1	4.4	6.8	-2.4	-2.1	-2.3	0.2	-10.5	-24.0	13.5
	交通运输	50.6	43.0	7.5	12.7	13.1	-0.4	0.5	0.0	0.5	22.8	16.3	6.5
	电气机械	-7.6	-14.3	6.7	2.8	4.4	-1.6	-2.8	-2.9	0.1	-9.4	-12.5	3.0
	电子通信	21.5	-11.9	33.5	14.3	11.3	3.0	-2.6	-2.1	-0.5	16.2	-17.5	33.7
下游消费	农副产品	58.8	42.2	16.6	0.2	0.9	-0.7	-2.7	-2.2	-0.5	62.2	38.2	24.1
	食品制造	4.8	5.3	-0.6	7.1	4.8	2.3	-1.1	-1.1	0.0	-0.8	-4.8	4.0
	酒类饮料	27.9	26.1	1.9	2.7	7.2	-4.5	-0.6	-0.2	-0.4	31.7	21.9	9.8
	烟草制品	3.1	-14.9	17.9	8.2	-9.8	18.0	0.2	1.0	-0.8	3.0	-16.0	19.0
	纺织	5.4	19.4	-14.0	5.9	5.1	0.8	-0.8	-0.7	-0.1	-2.4	6.4	-8.8
	纺织服装	17.1	-6.9	24.0	3.3	-1.2	4.5	-0.2	0.3	-0.5	8.4	-13.5	22.0
	木材加工	-11.9	8.5	-20.3	-1.3	-0.9	-0.4	-0.4	-0.5	0.1	-12.4	2.3	-14.7
	造纸	554.4	17.4	537.0	9.6	8.6	1.0	-2.6	-3.2	0.6	481.1	8.3	472.8
	印刷	15.6	-2.6	18.2	3.4	3.4	0.0	-1.5	-2.0	0.5	11.4	-9.0	20.4
公用事业	电力热力	9.8	0.6	9.2	3.2	4.1	-0.9	-1.9	-2.0	0.1	7.4	-1.4	8.9
	燃气生产	7.0	7.6	-0.6	12.5	12.5	0.0	0.2	-0.2	0.4	-16.9	-14.6	-2.3
	水的生产供应	18.2	9.6	8.7	3.5	2.3	1.2	0.8	0.9	-0.1	13.2	7.9	5.3

数据来源: wind, 华福证券研究所

2 美国 PCE 商品通胀走强, 服务业通胀走弱

美国 PCE 核心通胀同比弱于预期, 实际消费支出环比强于预期。7 月美国 PCE 通胀同比 2.5%, 环比 0.2%, 皆符合预期; PCE 核心通胀同比 2.6%, 低于预期的 2.7%, 环比 0.2%, 符合预期。核心服务通胀同比增速走弱, 核心商品通胀同比增速上行, 核心服务中租金和医疗服务这两项高权重通胀同比走弱, 核心商品中耐用品和非耐用品通胀同比增速皆有上行。

商品通胀上行, 但商品消费走弱。从实际消费支出增速来看, 核心商品消费同比增速走弱, 核心服务消费同比增速上行, 耐用品消费中同比增速明显下行的是娱乐商品, 对应通胀细分项同比增速上行较多, 非耐用品也表现出通胀同比增速上行和实际消费增速下行的态势。因此, 从通胀和实际消费支出来看, 商品通胀上行一定程度上遏制了美国居民商品消费的能力。再回看 7 月的非农就业数据, 商品生产的新增就业走强, 而服务业新增就业走弱, 也符合 PCE 通胀呈现的结构特征。



图表 3: 美国 PCE 通胀

分项	权重%	环比%			同比%		
		2024/7	2024/6	2024/5	2024/7	2024/6	2024/5
PCE	100.0	0.2	0.1	0.0	2.5	2.5	2.6
食品	7.6	0.2	0.1	0.1	1.4	1.4	1.2
能源	2.3	0.1	-3.5	-3.4	0.2	0.3	4.8
核心PCE	88.4	0.2	0.2	0.1	2.6	2.6	2.6
核心商品	22.4	-0.1	0.1	-0.2	-0.5	-0.9	-1.1
耐用品	11.4	-0.3	0.0	-0.8	-2.5	-2.9	-3.2
新车	1.9	-0.2	-0.1	-0.5	-0.9	-0.8	-0.7
二手车	1.2	-2.3	-1.6	0.6	-10.4	-9.5	-8.4
家具	2.5	-0.3	-0.1	-1.0	-3.3	-3.3	-3.5
娱乐商品	3.7	0.1	0.0	-1.6	-1.1	-2.4	-3.2
其他耐用品	1.4	-0.4	1.8	-0.4	-1.3	-1.3	-2.9
非耐用品	11.0	0.1	-0.3	-0.2	1.3	1.2	1.6
服装	2.7	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	0.2	0.8
其他非耐用品	8.3	0.2	0.4	0.7	2.1	1.6	1.2
核心服务	67.7	0.3	0.2	0.2	3.7	3.8	3.9
住宅	15.5	0.4	0.3	0.4	5.3	5.3	5.5
房租	3.5	0.5	0.3	0.4	5.1	5.1	5.3
设算租金	11.9	0.4	0.3	0.4	5.3	5.4	5.6
医疗服务	16.5	0.0	0.1	0.4	2.4	2.8	2.7
运输服务	3.2	-0.1	-0.6	-0.5	1.4	2.5	2.8
休闲服务	3.9	0.8	-0.1	-0.3	3.5	3.4	4.0
餐饮住宿	7.3	0.2	0.1	0.2	3.0	3.0	2.9
金融服务	7.3	0.5	0.2	-0.1	5.5	5.4	5.8
其他服务	8.3	-0.1	0.7	-0.3	2.8	2.6	2.3

数据来源: Bloomberg, 华福证券研究所

图表 4: 美国 PCE 实际消费支出

分项	权重%	环比%			同比%		
		2024/7	2024/6	2024/5	2024/7	2024/6	2024/5
PCE	100.0	0.4	0.3	0.5	2.7	2.8	2.8
食品	7.4	0.6	0.5	0.0	1.5	1.3	1.0
能源	2.0	-0.1	-0.4	2.1	0.9	-0.2	2.0
核心PCE	89.1	0.4	0.3	0.5	3.0	3.0	3.0
核心商品	25.6	0.9	0.2	1.3	2.7	3.0	2.9
耐用品	13.4	1.7	-0.1	2.3	3.4	3.0	3.1
新车	2.0	3.8	-5.4	4.1	-4.6	-7.4	-2.9
二手车	1.2	7.0	1.1	2.4	7.9	2.8	-2.7
家具	2.8	0.8	1.6	1.3	4.3	4.2	3.6
娱乐商品	5.3	0.3	1.5	3.0	5.4	7.3	6.7
其他耐用品	1.8	0.7	-0.8	1.3	6.1	6.1	7.1
非耐用品	12.2	0.2	0.5	0.4	1.7	2.2	2.0
服装	3.2	0.1	1.1	1.2	2.1	3.8	2.3
其他非耐用品	9.0	0.0	0.5	0.0	2.0	3.1	2.8
核心服务	65.3	0.2	0.2	0.2	3.0	2.7	2.9
住宅	14.1	0.1	0.1	0.1	1.3	1.3	1.3
房租	3.1	0.1	0.1	0.1	0.8	0.8	0.8
设算租金	10.9	0.1	0.1	0.1	1.4	1.4	1.4
医疗服务	17.3	0.2	-0.1	0.1	5.0	5.0	5.2
运输服务	3.1	0.3	0.4	1.9	4.5	3.9	2.4
休闲服务	3.9	0.4	0.7	1.0	3.5	3.2	4.1
餐饮住宿	6.7	0.3	0.1	-0.2	1.6	2.0	2.4
金融服务	6.7	0.1	0.2	-0.2	0.3	0.4	2.0
其他服务	8.6	0.1	0.5	0.1	2.8	1.8	1.5

数据来源: Bloomberg, 华福证券研究所



图表 5: 美国非农就业

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	
	2024-07	2024-06	2024-05	同比%	同比增速变化%	同比%	同比增速变化%	同比%	同比增速变化%
非农总计	11.40	17.90	21.60						
私人部门	9.70	13.60	20.60	3.63	-0.19	1.13	-0.08	4.84	-0.28
商品生产	2.50	1.10	1.20	4.46	-0.47	0.61	-0.61	5.14	-1.15
采矿业	-0.10	0.00	-0.40	3.90	-0.62	-1.23	2.56	2.63	2.06
建筑业	2.50	2.00	1.30	4.34	-0.42	2.50	-1.30	6.93	-1.89
制造业	0.10	-0.90	0.30	4.45	-0.46	-0.32	-0.32	4.03	-0.95
耐用品	0.00	-1.30	-0.10	5.71	-0.38	-0.54	-0.32	5.12	-0.73
非耐用品	0.10	0.40	0.40	2.14	-0.45	0.74	0.32	2.94	-0.07
服务生产	7.20	12.50	19.40	3.44	-0.10	1.25	-0.09	4.73	-0.18
批发业	0.43	0.91	-0.16	2.69	0.33	1.91	0.29	4.72	0.69
零售业	0.40	-1.21	0.82	2.01	-0.30	0.21	0.42	2.13	-0.01
运输仓储业	1.40	2.19	2.58	4.32	-0.04	0.97	0.21	5.23	0.03
公用事业	-0.01	0.08	0.14	1.25	-0.47	2.77	0.49	4.08	0.06
信息业	-2.00	0.10	-0.10	3.39	0.57	-0.10	0.79	3.31	1.41
金融活动	-0.40	1.00	1.20	4.69	-0.31	0.27	-0.53	4.95	-0.83
专业和商业服务	-0.10	0.20	5.50	3.93	-0.19	0.23	0.08	4.23	-0.11
教育和保健服务	5.70	7.90	6.90	3.07	-0.10	3.04	-0.52	6.21	-0.59
休闲和酒店业	2.30	0.10	1.80	3.90	0.04	2.17	0.68	6.18	0.75
政府	1.70	4.30	1.00						

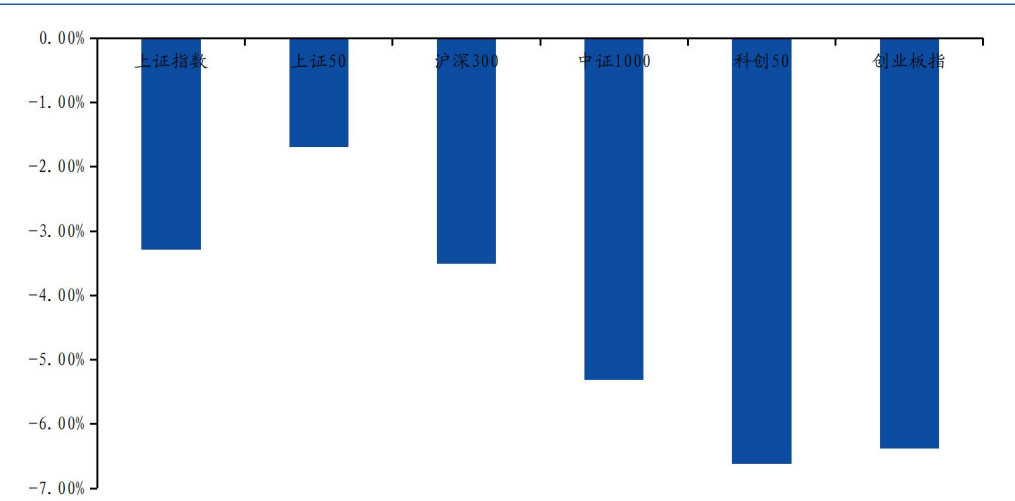
数据来源: wind, 华福证券研究所

3 市场复盘: 月度调整, 但情绪逐渐修复

3.1 宽基和因子: 震荡休整

本月宽基指数全线收跌。本月上证指数收跌-3.28%, 科创 50、创业板指和中证 1000 跌幅较深。

图表 6: 宽基指数月度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

远月股指期货市场逐渐乐观, 所有股指期货远期基差收敛, IH 甚至在隔季合约上表现出升水。



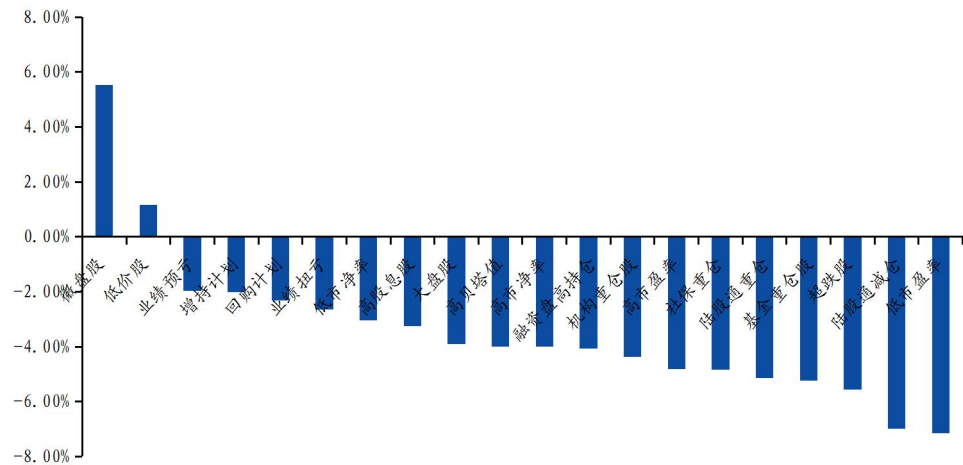
图表 7: 股指期货基差走势

指数	合约	代码	月涨跌幅%	基差	基差走势
上证50	当月	IH00	(1.75)	-1.79	
	下月	IH01	(1.85)	2.01	
	下季	IH02	(1.97)	1.21	
	隔季	IH03	(2.03)	-1.79	
沪深300	当月	IF00	(3.50)	-0.97	
	下月	IF01	(3.50)	1.83	
	下季	IF02	(3.50)	5.43	
	隔季	IF03	(3.56)	11.23	
中证500	当月	IC00	(5.12)	10.71	
	下月	IC01	(5.15)	31.71	
	下季	IC02	(4.70)	67.11	
	隔季	IC03	(4.69)	117.91	
中证1000	当月	IM00	(5.23)	8.32	
	下月	IM01	(5.02)	38.92	
	下季	IM02	(4.47)	104.32	
	隔季	IM03	(4.58)	187.52	

数据来源: ifind, 华福证券研究所

从因子表现来看, 机构持仓方向表现较弱, 极致避险特征明显。微盘股大幅领涨, 低价股小幅收涨, 而社保、陆股通、基金、机构等重仓股跌幅较深。

图表 8: 月度因子表现 (%)



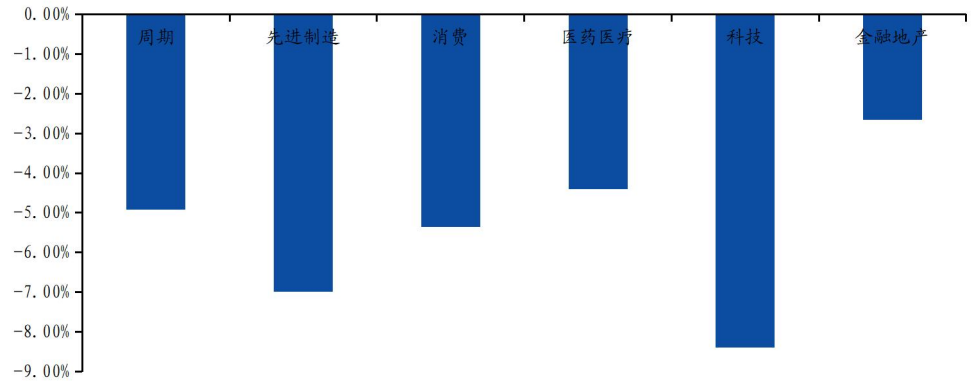
数据来源: ifind, 华福证券研究所

3.2 产业和行业: 金融地产相对抗跌

从产业层面来看, 科技和先进制造跌幅较深, 金融地产相对抗跌。



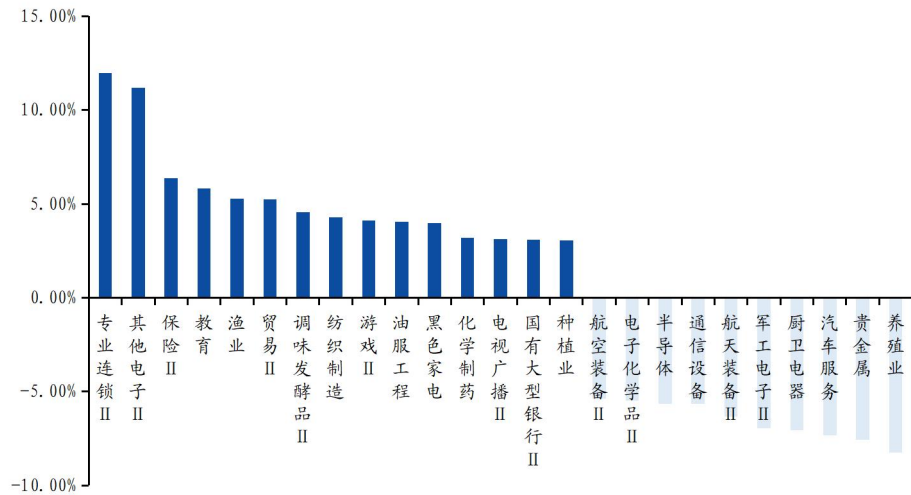
图表 9: 产业月度涨跌幅



数据来源: ifind, 华福证券研究所

细分行业层面, 消费细分方向超额领先。从相对上证指数超额收益来看: 专业连锁、其他电子和保险领涨, 养殖业、贵金属和汽车服务领跌。

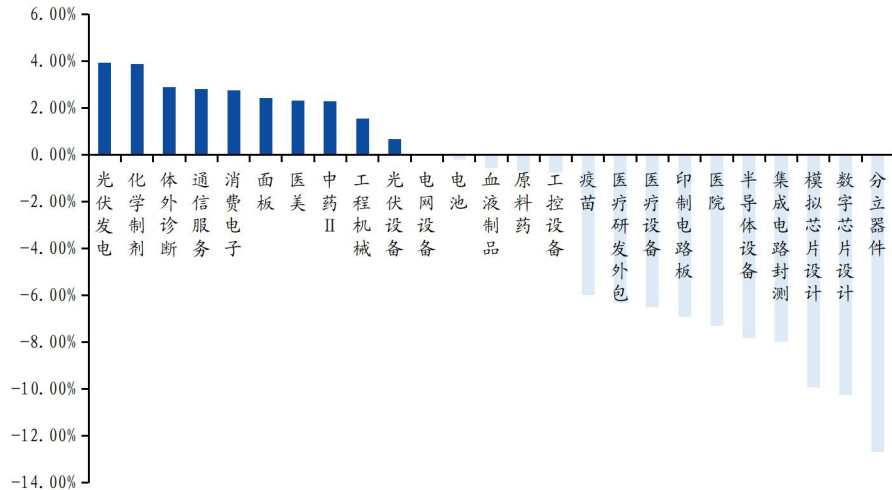
图表 10: 细分行业月度相对上证指数涨跌幅 (%)



数据来源: ifind, 华福证券研究所



图表 11: 重点关注细分行业超额情况 (%)

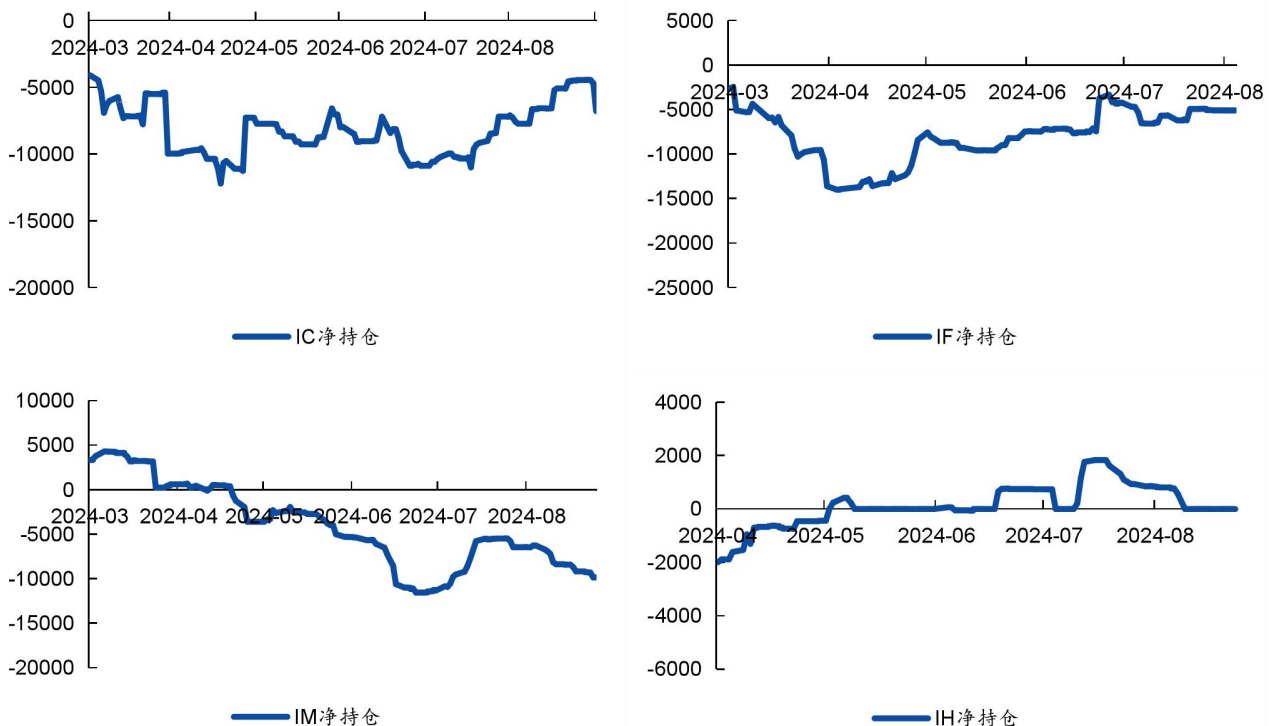


数据来源: ifind, 华福证券研究所

3.3 外资期指持仓: IC 和 IM 净持仓回落

本周外资期指持仓分化走弱, 对于 IC 的净持仓明显下行, IM 小幅走弱, IF 和 IH 的净持仓维持稳定。

图表 12: 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: 关注美国经济和就业数据

下周 (9.2-9.7) 重点关注美国服务业 PMI 和非农就业数据。



图表 13: 下周热点

	日期		会议/事件/数据
	Date	Weekday	
海外宏观	2024/9/4	3	美国贸易帐(美元)
	2024/9/5	4	美国ISM非制造业PMI
	2024/9/6	5	美国季调后非农就业人口变动
国内宏观	2024/9/2	1	中国财新制造业PMI
	2024/9/7	6	中国外汇储备(美元)
产业热点	2024/9/5	4	德国柏林消费电子展
	2024/9/6	5	低空经济发展大会

数据来源: ifind, 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, 地产如若走弱, 对应美国制造业需求走弱, 商品需求下行也可能触发商品价格较大回调。

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