



大类资产周报第 20 期

宏观专题研究报告
证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）
zhaow@gjzq.com.cn

分析师：贾璐熙（执业 S1130523120002）
jialuxi@gjzq.com.cn

分析师：李欣越（执业 S1130523080006）
lixinyue@gjzq.com.cn

高股息行情，未来向何处去？

2023年11月20日以来，高股息板块“异军突起”。当下行情演绎到的阶段、与过往的异同？本文分析，供参考。

热点思考：高股息行情，未来向何处去？

一问：高股息缘何“异军突起”？低迷情绪下的“防御”属性，煤炭等产业结构的优化

2021年以来，高股息板块持续占优；2023年12月以来，中证红利更是“异军突起”。本轮高股息板块的相对占优始于2021年；截至2023年11月19日，中证红利指数震荡上涨8.1%、而万得全A则大跌13.9%。2023年11月20日以来，高股息的优势进一步“凸显”，在万得全A下跌7.0%的背景下，中证红利指数继续大涨了10.9%。

历史回溯来看，高股息行情多在“熊市”占优；2021年以来的高股息行情同样发生在相对弱势的市场环境中，但行业结构与基本面环境有一定变化。第一，区别于过往银行、家用电器等行业驱动的高股息行情，本轮中受益于产业格局优化的煤炭表现更为突出。第二，本轮行情受益于宽松流动性环境下“资金空转”，高股息“类债”逻辑更为突出。

二问：当下高股息行情能延续吗？当前拥挤度并不高，有望受益增量资金与经济复苏

当下，高股息持仓和成交拥挤度均未达极致水平，中证红利指数估值也处过去10年偏低水平，仍有一定修复空间。

1) 截至2023年6月30日，公募持仓中证红利成分股权重仅5.0%、低配比例达3.3%。2) 2024年前2月，中证红利平均成交占比仅4.9%，处过去10年40%分位。3) 截至3月8日，中证红利PE为过去10年的35%分位、相对偏低。向后看，保险类增量资金有望强化高股息行情，高股息的“顺周期”特征也将受益于经济的企稳复苏。一方面，经验显示，增量资金对于强势板块具有强化甚至决定性的影响；当下保险类资金权益仓位占比较低，在会计准则调整后或具有较高增配空间。另一方面，当下高股息行业中“顺周期”占比较高，经济企稳复苏的逻辑也构成一定利好。

三问：后续板块内部可能的分化？部分行业拥挤度偏高，关注高分红率、高ROE两条逻辑链

当下，煤炭、银行、石油石化股息率最高，其中煤炭等行业拥挤度、估值相对偏高，后续行情持续性或有所减弱。截至3月11日，银行与煤炭交易相对拥挤，拥挤度分处历史82%、67%分位数；估值层面，煤炭与石油石化过去10年PE历史分位数，分列32个申万一级行业第7、8，相对偏高。拥挤度与估值相对偏高，或约束煤炭等行业上行空间。若高股息策略进一步扩散，可以关注高分红率与高ROE两条逻辑链。高分红逻辑：股息率取决于每股盈利和股利支付率，交运、公用事业和纺服盈利增速较快，且产业生命周期处于成熟或后成熟期，预计未来2年股息率仍有较大提升空间。高ROE逻辑：每股盈利最终取决于ROE，从ROE较高的行业来看，食品饮料和家用电器行业或将相对受益。

周度回顾：全球股指涨跌分化，黄金价格创历史新高（2024/03/04-2024/03/08）

股票市场：发达国家股指多数下跌，新兴市场股指多数上涨。发达国家股指，纳斯达克指数下跌1.2%，法国CAC40上涨1.2%；新兴市场股指，韩国综合指数上涨1.4%，泰国SET指数上涨1.4%，上证指数上涨0.6%。

债券市场：发达国家10年期国债收益率多数下跌。美国10年期国债收益率下行10bp至4.09%，德国10年期国债收益率下行14bp至2.28%，法国10年期国债收益率下行18bp至2.71%，英国国债收益率下行8bp至4.03%。

外汇市场：美元指数下行，人民币兑美元小幅升值。美元指数下行1%至102.7，美元兑人民币贬值0.2%，美元兑在岸人民币和离岸人民币均为7.2。欧元兑美元升值0.9%，英镑兑美元升值1.5%；主要新兴市场兑美元多数下跌。

商品市场：农产品全线上涨，原油价格下跌。豆粕上涨4.8%，WTI原油价格下跌2.5%，受美国降息预期以及全球央行购金影响，黄金价格创历史新高，升至2177.8美元/盎司；通胀预期降至2.3%，10Y美债实际收益率降至1.8%。

风险提示

成长风格走强；拥挤度进一步提升；潜在高股息行业不及预期



内容目录

一、热点思考：高股息行情，未来向何处去？	5
一问：高股息缘何“异军突起”？低迷情绪下的“防御”属性，煤炭等产业结构的优化	5
二问：当下高股息行情能延续吗？当前拥挤度并不高，有望受益增量资金与经济复苏	7
三问：后续板块内部可能的分化？部分行业拥挤度偏高，关注高分红、高 ROE 两条逻辑链	11
二、大类资产高频跟踪（2024/03/04-2024/03/08）	14
（一）权益市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数上涨	14
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下跌	15
（三）外汇市场追踪：美元指数下行，其他货币兑美元分化	16
（四）大宗商品市场追踪：农产品全线上涨，原油全线下跌	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：2021 年以来，中证红利指数持续占优	5
图表 2：2023 年 11 月 20 日以来，高股息个股表现占优	5
图表 3：2023 年 11 月 20 日以来，中证红利指数中煤炭、石油石化等行业表现突出	5
图表 4：中证红利指数在“熊市”中相对占优	6
图表 5：过去 5 轮“熊市”中证红利的表现	6
图表 6：市场情绪低迷时，中证红利表现较好	6
图表 7：市场存量博弈中，中证红利表现较好	6
图表 8：中证红利成分股中，煤炭行业占比明显提升	7
图表 9：本轮中，煤炭是中证红利指数大涨的核心驱动	7
图表 10：2021 年以来，经济表现不佳，资金存在空转	7
图表 11：2021 年以来，黄金、长债、高股息均表现较好	7
图表 12：2014 年底，金融地产公募持仓权重达峰	8
图表 13：2014 年底金融地产成交拥挤达峰，同步见顶	8
图表 14：2020 年底食品家电成交拥挤达峰，随后见顶	8
图表 15：2014 年底银行 PB、2021 年 2 月餐饮 PE 见顶	8
图表 16：2022 年公募持仓进一步低配中证红利	9
图表 17：当下中证红利指数成交拥挤度低于历史均值	9
图表 18：中证红利指数 PE 估值处于近十年 35%分位	9
图表 19：中证红利指数 PB 估值处于近十年 22%分位	9
图表 20：公募持股占比提升主要集中在大市值占优阶段	10



图表 21:	2021 年以来, 沪深 300、中证 2000 拥挤度分化.....	10
图表 22:	保险类资金权益持仓占比近期快速下降.....	10
图表 23:	险资对高股息板块较为偏好.....	10
图表 24:	经济复苏初期, 高股息板块的表现往往不弱.....	11
图表 25:	2023 年末主要基建上市公司订单显著放量.....	11
图表 26:	挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步.....	11
图表 27:	中证红利指数中, 顺周期行业占比较高.....	11
图表 28:	银行、煤炭、石油石化均是传统的高股息行业.....	12
图表 29:	2023 年 11 月 20 日以来的行业涨跌情况.....	12
图表 30:	当下, 银行、煤炭交易拥挤度相对偏高.....	12
图表 31:	过去 10 年, 各行业的市盈率分位数.....	12
图表 32:	EPS 增速预测情况.....	13
图表 33:	行业生命周期分布.....	13
图表 34:	2022 年各行业 ROE 比较.....	13
图表 35:	各行业股息率分位数比较.....	13
图表 36:	当周, 发达市场股指多数下跌.....	14
图表 37:	当周, 新兴市场股指多数上涨.....	14
图表 38:	当周, 美国标普 500 行业多数上涨.....	14
图表 39:	当周, 欧元区行业多数上涨.....	14
图表 40:	当周, 恒生指数全线下跌.....	15
图表 41:	当周, 行业方面多数下跌.....	15
图表 42:	当周, 发达国家 10 年期国债收益率多数下跌.....	15
图表 43:	当周, 10Y 收益率美英德均下跌.....	15
图表 44:	当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨.....	15
图表 45:	当周, 土耳其和巴西 10Y 利率.....	15
图表 46:	当周, 美元指数下行, 其他货币兑美元分化.....	16
图表 47:	当周, 英镑、欧元兑美元.....	16
图表 48:	当周, 主要新兴市场兑美元多数下跌.....	16
图表 49:	土耳其里拉和韩元兑美元.....	16
图表 50:	当周, 人民币兑美元升值、兑欧元和英镑贬值.....	16
图表 51:	当周, 美元兑人民币贬值.....	16
图表 52:	当周, 农产品全线上涨, 原油全线下跌.....	17
图表 53:	WTI 原油、布伦特原油价格均下跌.....	17
图表 54:	当周, 焦煤价格下跌.....	17
图表 55:	当周, 铜铝价格均上涨.....	18



图表 56: 当周, 通胀预期降至 2.28%	18
图表 57: 当周, 黄金、白银均上涨	18
图表 58: 当周, 10Y 美债实际收益率降至 1.81%	18



2023年11月20日以来，高股息板块“异军突起”。当下行情演绎到的阶段、与过往的异同？本文分析，供参考。

一、热点思考：高股息行情，未来向何处去？

一问：高股息缘何“异军突起”？低迷情绪下的“防御”属性，煤炭等产业结构的优化

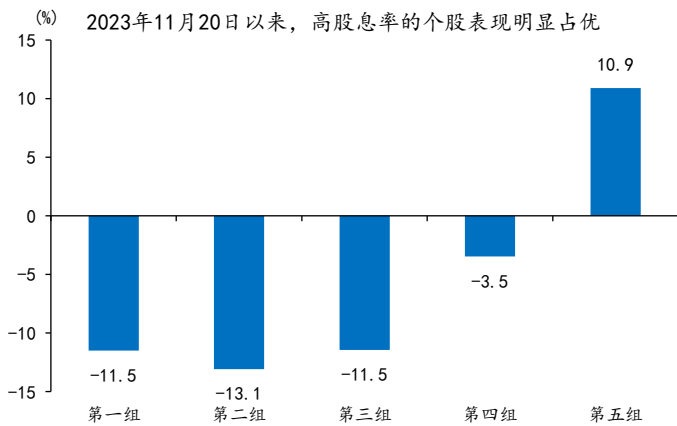
2021年以来，高股息板块持续占优；2023年12月以来，中证红利更是“异军突起”。本轮高股息板块的相对占优始于2021年；截至2023年11月19日，中证红利指数震荡上涨8.1%、而万得全A则大跌13.9%。2023年11月20日以来，高股息的优势进一步“凸显”，在万得全A下跌7.0%的背景下，中证红利指数继续大涨了10.9%；个股维度同样如此，将全部A股按照股息率由低到高分为5组，最高组的加权平均涨幅高达10.9%，远高于最低组的-11.5%。从行业层面来看，中证红利指数成分股中，煤炭、石油石化、家用电器、机械设备等行业表现突出，分别上涨33.1%、26.7%、26.1%、22.5%。

图表1：2021年以来，中证红利指数持续占优



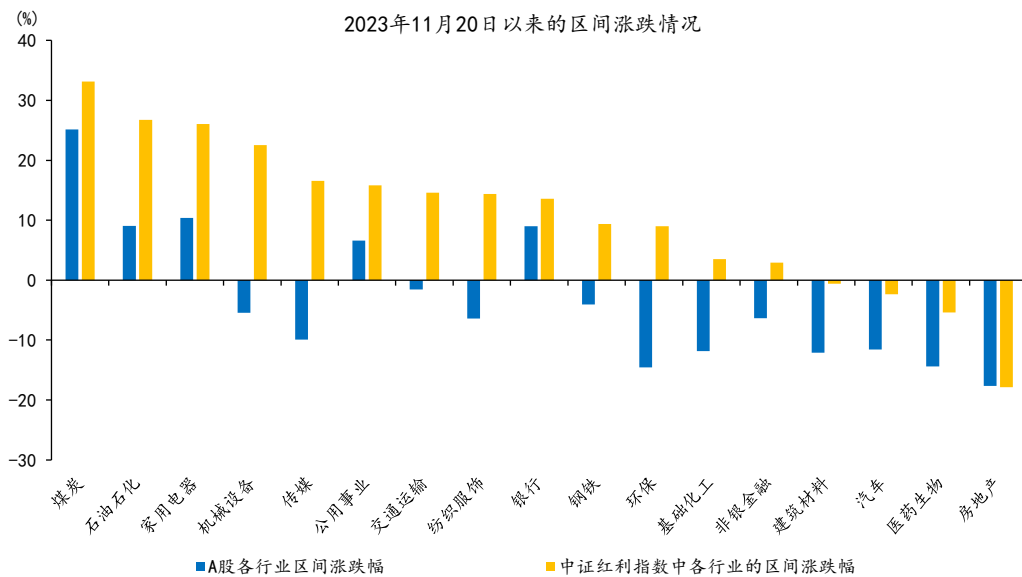
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：2023年11月20日以来，高股息个股表现占优



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：2023年11月20日以来，中证红利指数中煤炭、石油石化等行业表现突出



来源：Wind，国金证券研究所

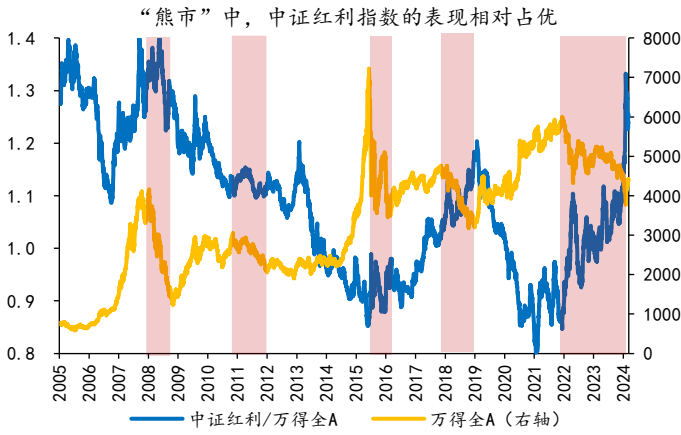
历史回溯来看，高股息行情多在“熊市”占优；低迷的市场情绪下，部分存量资金会转向相对安全的高股息板块进行“防御”。过去3轮“熊市”中，相较万得全A，中证红利指数均取得了明显的超额收益率。2015年6月-2016年1月、2018年1月-2019年1月、2021



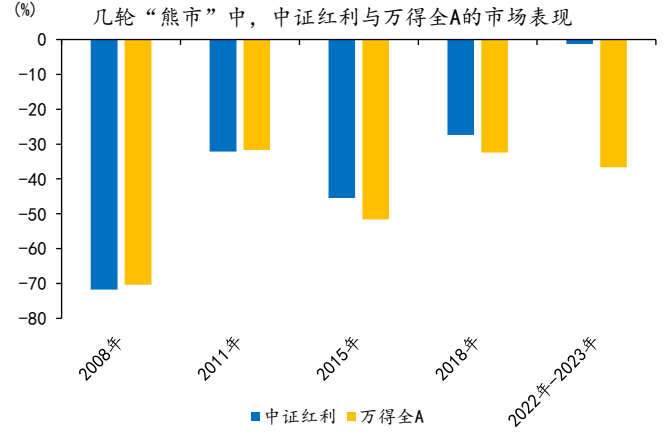
年12月至2024年2月，万得全A分别下跌51.6%、32.4%、36.6%，中证红利指数的超额收益率分别为6.1%、5.1%和35.3%。一方面，股权风险溢价走高、市场情绪低迷时，“红利板块”的“防御属性”更受市场青睐。另一方面，当公募基金发行低迷时，存量资金的博弈，也对高股息板块有一定程度的利好。

图表4: 中证红利指数在“熊市”中相对占优

图表5: 过去5轮“熊市”中证红利的表现



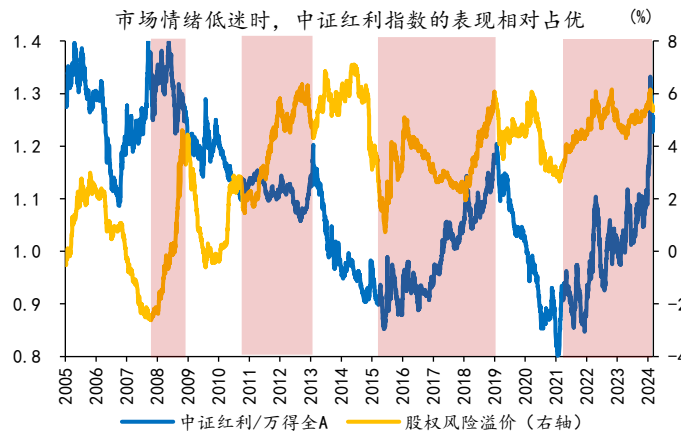
来源: Wind, 国金证券研究所



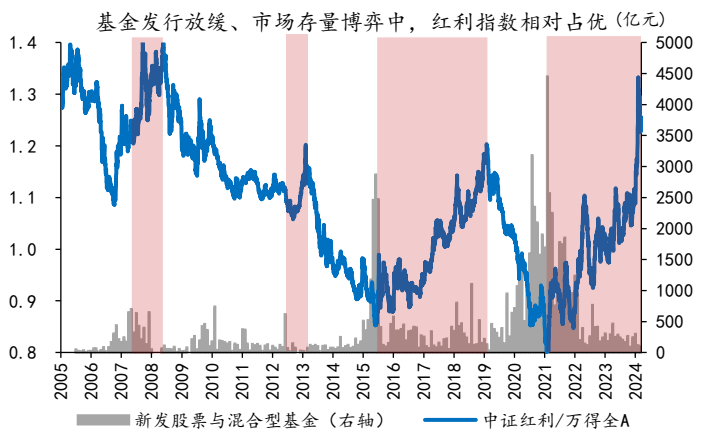
来源: Wind, 国金证券研究所

图表6: 市场情绪低迷时, 中证红利表现较好

图表7: 市场存量博弈中, 中证红利表现较好



来源: Wind, 国金证券研究所



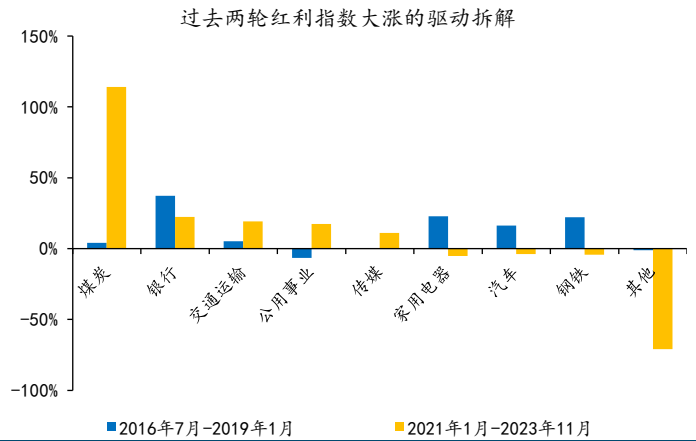
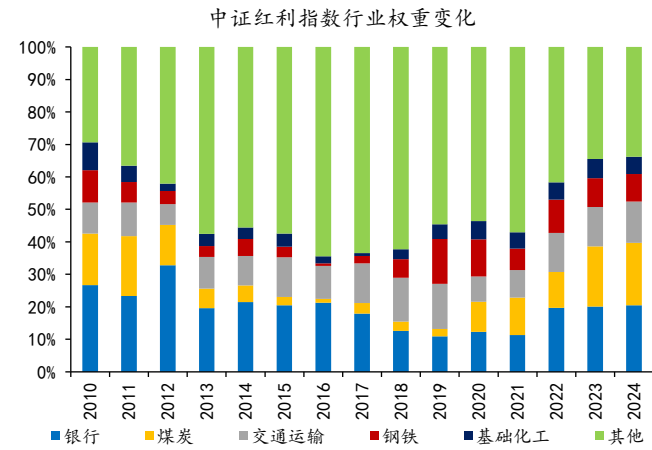
来源: Wind, 国金证券研究所

2021年以来的高股息行情同样发生在弱势的市场环境中，但行业结构与基本面环境与过往有一定差异。第一，区别于过往银行、家用电器等行业的高股息行情，本轮中受益于产业格局优化的煤炭表现突出：这既体现在煤炭行业的占比上，2024年3月中证红利指数中煤炭行业权重升至18.6%、较2019年的2.0%明显抬升；还体现在煤炭行业的表现上，2021年1月以来，中证红利指数中煤炭股大涨169.5%、是股指上涨的核心驱动。第二，2021年以来，M2-M1持续走高、经济表现则相对低迷，宽松流动性环境下的“资金空转”，不仅驱动了10年期国债收益率持续下行，也使高股息、黄金等“类债”资产明显受益。



图表8: 中证红利成分股中, 煤炭行业占比明显提升

图表9: 本轮中, 煤炭是中证红利指数大涨的核心驱动

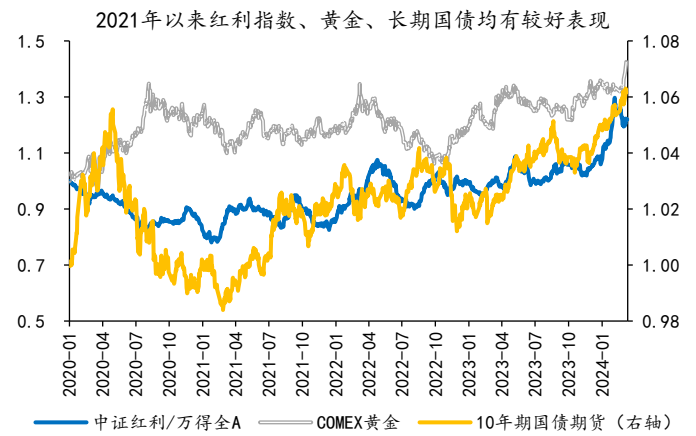
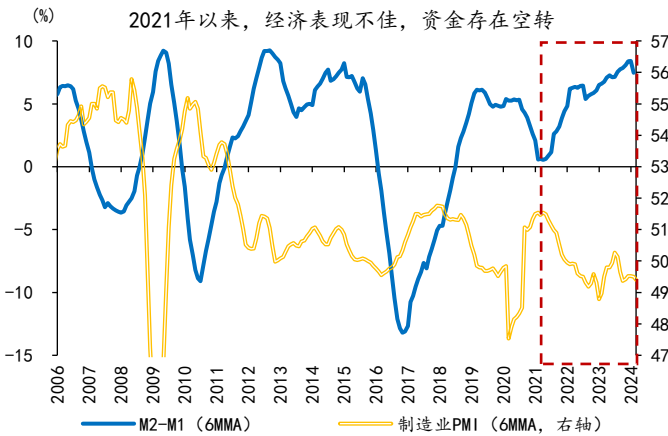


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2021年以来, 经济表现不佳, 资金存在空转

图表11: 2021年以来, 黄金、长债、高股息均表现较好



来源: Wind, 国金证券研究所

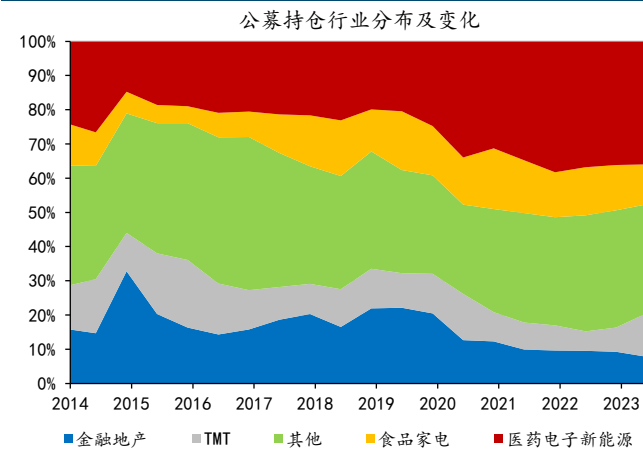
来源: Wind, 国金证券研究所

二问: 当下高股息行情能延续吗? 当前拥挤度并不高, 有望受益增量资金与经济复苏

历史上, 拥挤度过高板块可能存在抱团瓦解的风险, 高估值分位同样也能提供“预警”信号。1) 2014年底, 公募在金融地产行业的持仓权重一度高达 32.8%, 成交占比高达 39.2%, 均为过去 10 年峰值, 银行的 PB 估值也达到了过去十年 98% 的峰值水平。高拥挤度叠加高估值分位, 金融地产行业的相对表现也同步见顶。2) 2020 年 12 月中旬, 食品家电行业的成交占比达 10.6%、拥挤度达峰, 随后 2021 年一季度公募持仓集中度触及过去 10 年的峰值 30.2%, 食品饮料的 PE 估值也达到了近 10 年最高水平。高度相似的交易行为, 在 2021 年 2 月 10 日将食品家电等行业相对表现推至顶峰、随后市场快速调整。

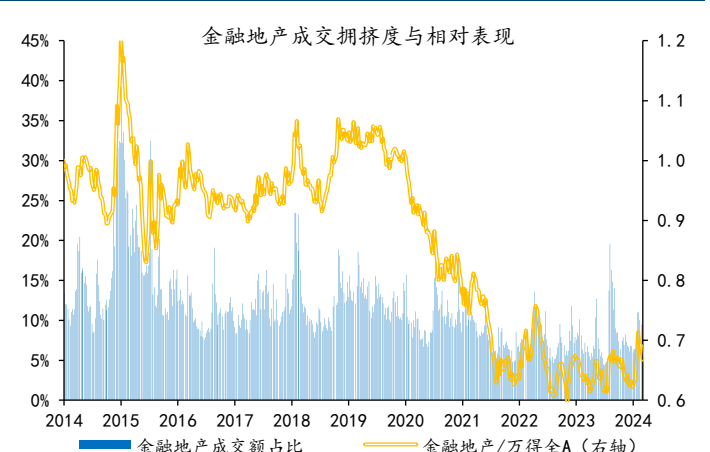


图表12: 2014年底, 金融地产公募持仓权重达峰



来源: Wind, 国金证券研究所

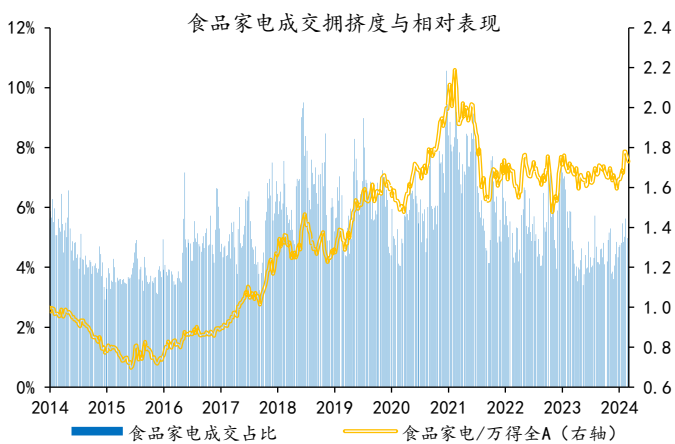
图表13: 2014年底金融地产成交拥挤度, 同步见顶



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 金融地产为申万一级行业银行、非银金融、房地产等权重合成, 下同。

图表14: 2020年底食品家电成交拥挤度, 随后见顶



来源: Wind, 国金证券研究所

注: 食品家电为申万一级行业食品饮料、家用电器等权重合成, 下同。

图表15: 2014年底银行PB、2021年2月食品饮料PE见顶

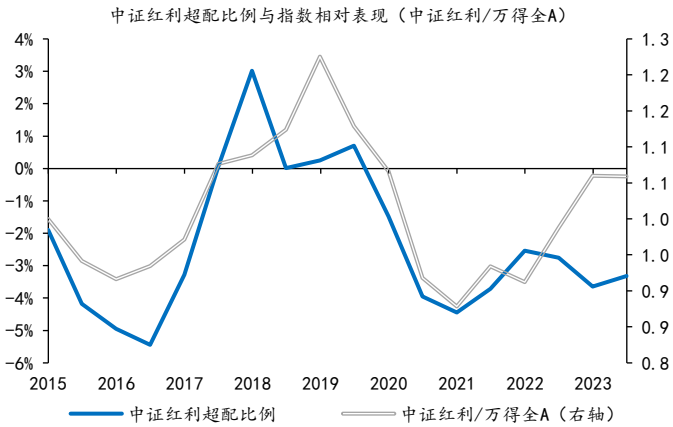


来源: Wind, 国金证券研究所

截至2024年3月初, 高股息持仓和成交拥挤度均未达极致水平, 中证红利指数的估值也仍处过去10年偏低水平, 仍有一定修复空间。1) 当下, 公募持仓在中证红利成分股的配置比例并未回到超配状态, 截至2023年6月30日, 公募持仓中证红利成分股的权重仅为5.0%, 低于中证红利指数自由流通市值占比8.3%、低配比例达到3.3%。2) 2024年1-2月, 中证红利指数成交额占比明显上升, 但平均仅4.9%、低于过去10年中位值的5.9%, 仅为过去10年40%分位水平, 未达极致状态。3) 截至2024年3月8日, 中证红利的PE和PB分别仅为过去10年的35%和22%分位水平、相对偏低, 估值也仍有进一步修复空间。

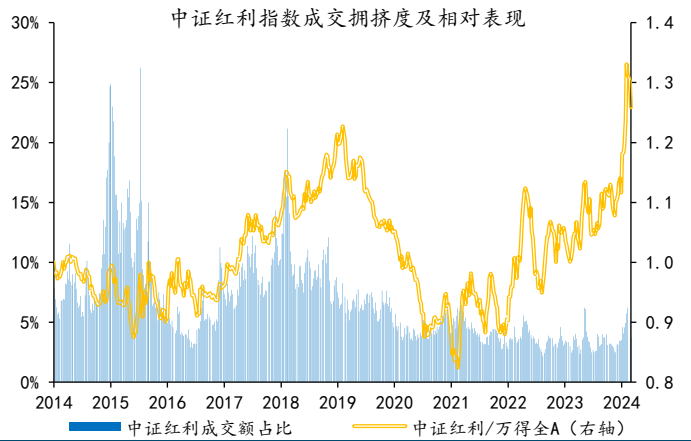


图表16: 2022年公募持仓进一步低配中证红利



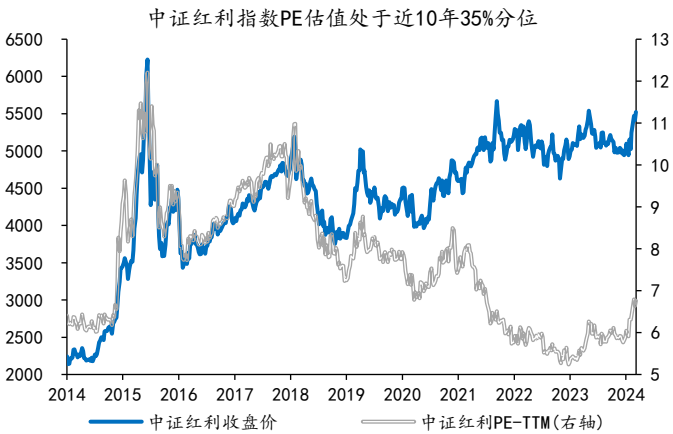
来源: Wind, 国金证券研究所

图表17: 当下中证红利指数成交拥挤度低于历史均值



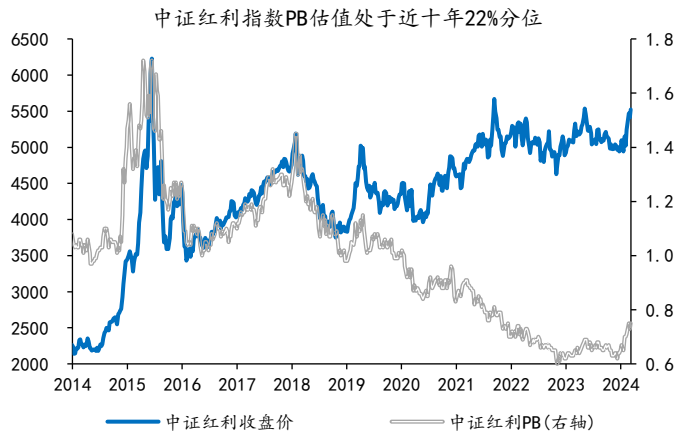
来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 中证红利指数PE估值处于近十年35%分位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表19: 中证红利指数PB估值处于近十年22%分位

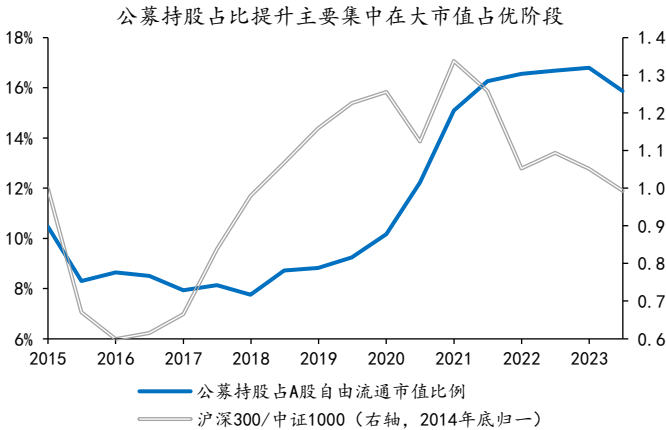


来源: Wind, 国金证券研究所

经验显示,增量资金对于强势板块具有强化甚至决定性的影响;当下保险类资金权益仓位占比较低,在会计准则调整后或具有较高增配空间。历史回溯来看,增量资金往往会强化板块的行情:1) 2017年到2021年春节前,大市值风格明显占优,2020年权益类公募发行规模大幅提升,进一步强化了大市值风格行情。2) 2021年春节后,量化私募募集规模逐步提升,小微盘风格也得到了明显强化。当下,保险类增量资金的补充,或将助力高股息行情。截至2023年12月,险资股票及基金占比仅12.0%,随着市场情绪的好转、与会计准则调整的催化,保险类资金或有较大补充空间,而高股息板块或将受益于险资的偏好。

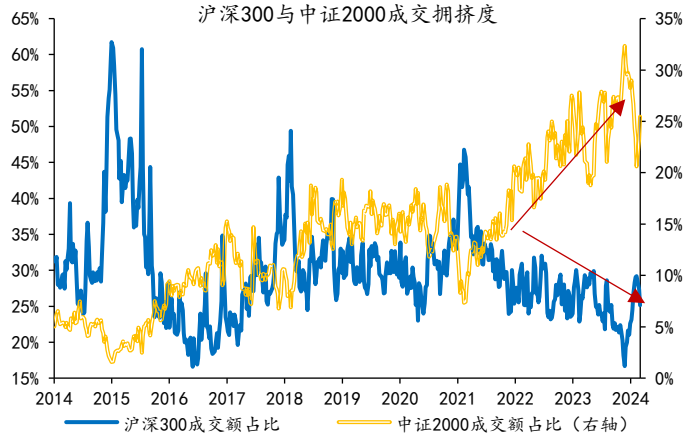


图表20: 公募持股占比提升主要集中在大市值占优阶段



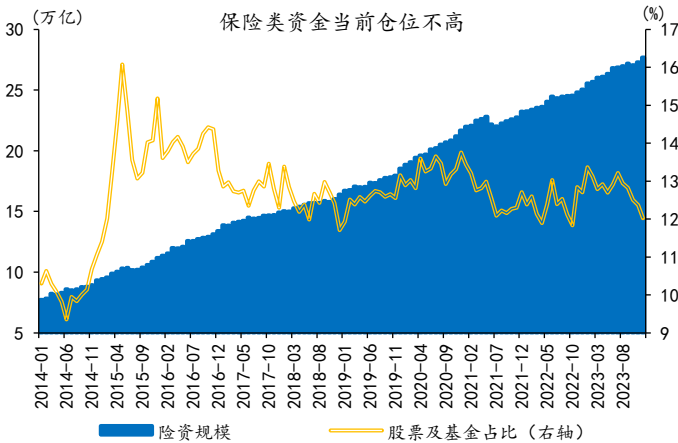
来源: Wind, 国金证券研究所

图表21: 2021年以来, 沪深300、中证2000拥挤度分化



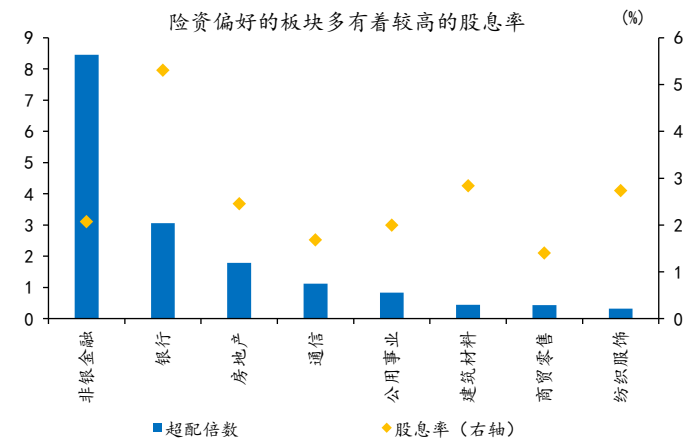
来源: Wind, 国金证券研究所

图表22: 保险类资金权益持仓占比近期快速下降



来源: Wind, 国金证券研究所

图表23: 险资对高股息板块较为偏好

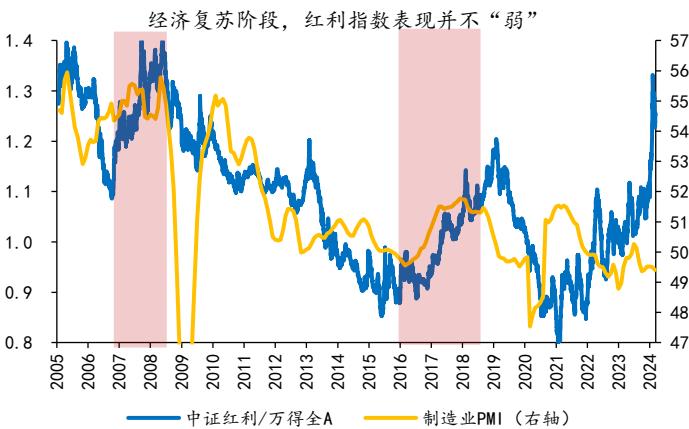


来源: Wind, 国金证券研究所

另一方面, 当下高股息行业中“顺周期”占比较高, 经济企稳复苏的逻辑也构成一定利好。历史回溯来看, 高股息策略不仅是“熊市”策略, 在经济复苏阶段往往也相对占优。典型的, 2006年底-2007年中、2016年初-2018年初, 高股息板块均有较好的相对收益; 究其原因, 金融、钢铁等板块的“顺周期”属性是主要支撑。当下, “稳增长”三步走相继落地, 一是“万亿国债”项目清单下达, 二是地产“三大工程”加速布局, 三是产业政策保驾护航。目前企业订单已得到印证, 挖机销量等高频数据也在反映稳增长落地的积极信号。“顺周期”行业占比的提升, 或将使高股息板块更受益于本轮的经济复苏。

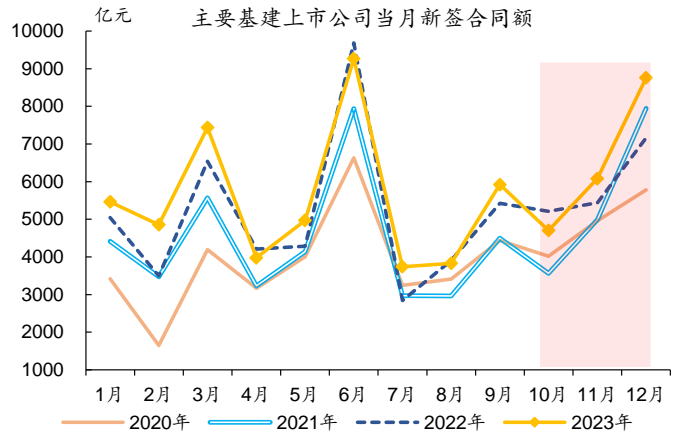


图表24: 经济复苏初期, 高股息板块的表现往往不弱



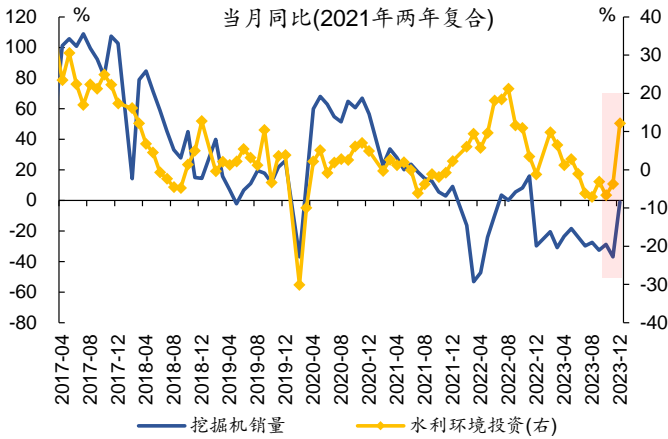
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 2023 年末主要基建上市公司订单显著放量



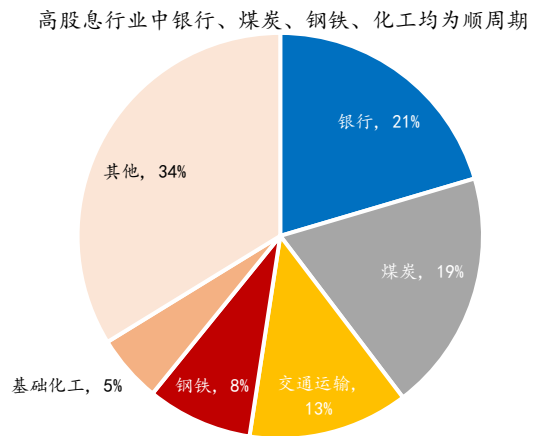
来源: Wind, 国金证券研究所

图表26: 挖掘机销量与水利环境投资增速较为同步



来源: Wind, 国金证券研究所

图表27: 中证红利指数中, 顺周期行业占比较高



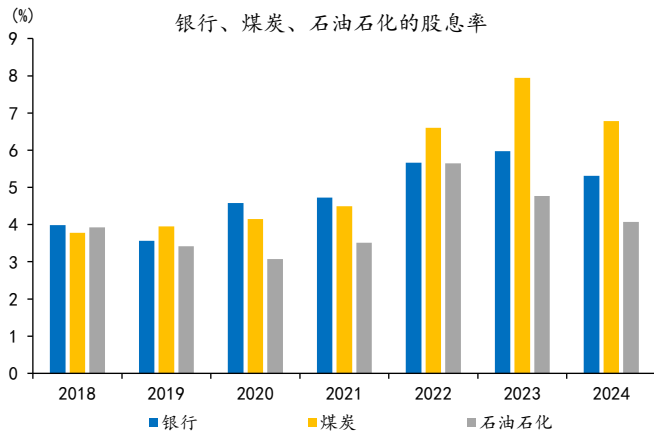
来源: Wind, 国金证券研究所

三问: 后续板块内部可能的分化? 部分行业拥挤度偏高, 关注高分红、高 ROE 两条逻辑链

当下, 煤炭、银行、石油石化股息率最高, 前期受益也最为突出; 其中煤炭等行业拥挤度、估值相对偏高, 后续行情持续性或有所减弱。2018 年以来, 银行、煤炭、石油石化均有着相对稳定的高股息率, 截至 3 月 11 日, 三者股息率分别为 5.3%、6.8%和 4.1%。2023 年 11 月 20 日以来, 在多数行业整体调整的环境下, 煤炭、石油石化、银行分别大涨 25.2%、9.0%和 9.0%。当下, 银行与煤炭的交易相对拥挤, 拥挤度分别处于历史 81.6%、66.6%的分位数; 而估值层面, 煤炭与石油石化过去 10 年的 PE 历史分位数, 分列全部 32 个申万一级行业的第 7、8, 相对偏高。拥挤度与估值的相对偏高, 或约束煤炭等后续上行空间。

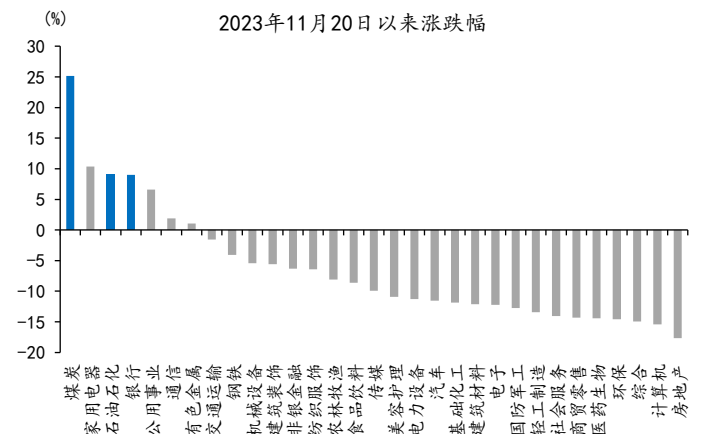


图表28: 银行、煤炭、石油石化均是传统的高股息行业



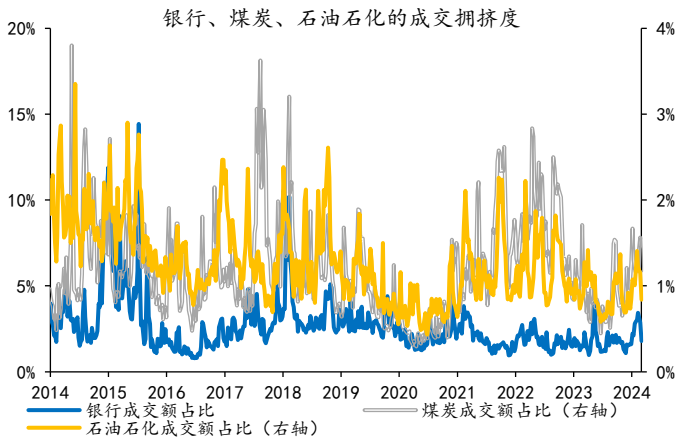
来源: Wind, 国金证券研究所

图表29: 2023年11月20日以来的行业涨跌幅



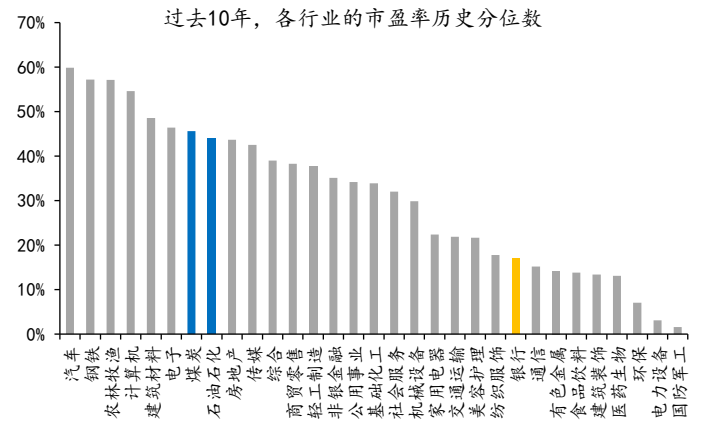
来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 当下, 银行、煤炭交易拥挤度相对偏高



来源: Wind, 国金证券研究所

图表31: 过去10年, 各行业的市盈率分位数

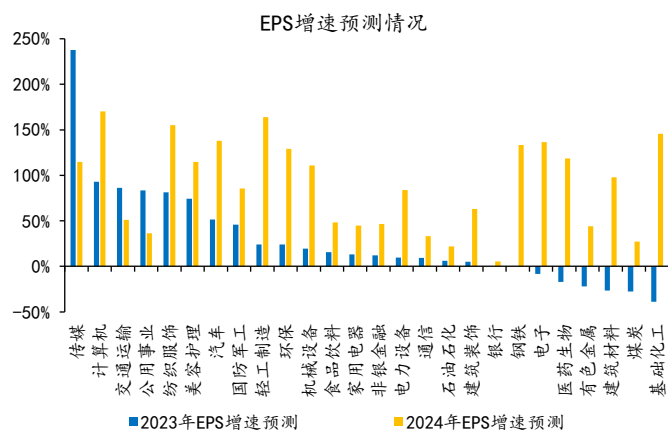


来源: Wind, 国金证券研究所

如果高股息策略进一步扩散, 从每股盈利预期增速较高的行业来看, 交通运输、公用事业和纺织服饰等行业可能相对受益。股息率取决于每股盈利和股利支付率, 股利支付率取决于行业所处的生命周期, 成熟期和后成熟期的行业股利支付率较高。根据Wind一致预期数据, 传媒、计算机、交通运输、公用事业、纺织服饰、美容护理、汽车、国防军工行业2023年和2024年每股盈利同比增速均在30%以上, 其中交通运输、公用事业和纺织服饰行业处于成熟期或后成熟期, 预计2023年和2024年股息率有较大提升空间。

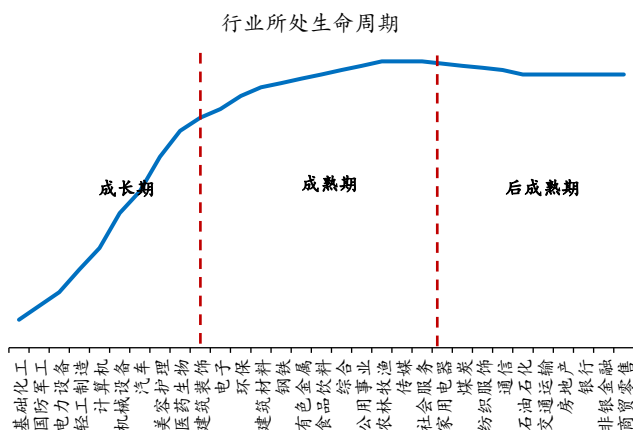


图表32: EPS 增速预测情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表33: 行业生命周期分布

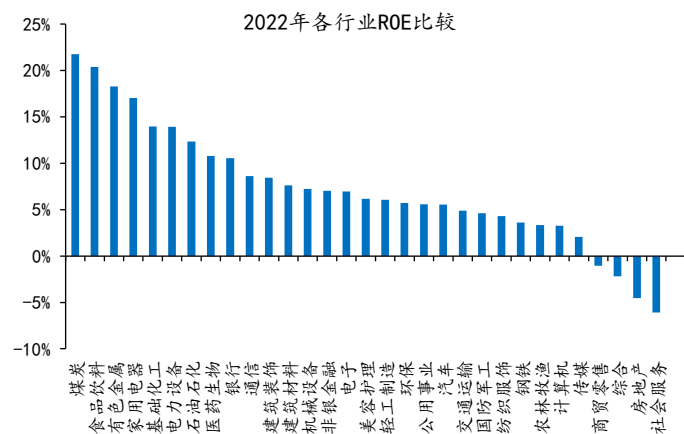


来源: 笔者绘制, Wind, 国金证券研究所

注: 行业所处生命周期按照 2014 年以来融资活动现金净流入分位排名、融资活动现金净流入相对额排名、资产负债率排名三者等权重合成。

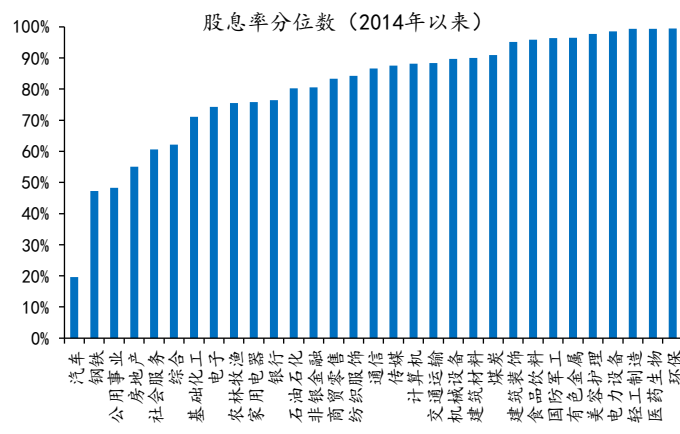
每股盈利最终又取决于 ROE，从 ROE 较高的行业来看，食品饮料和家用电器行业可能相对受益。根据 2022 年各行业的 ROE 情况，除了煤炭、石油石化和银行三个传统高股息行业以外，食品饮料、有色金属、家用电器、基础化工、电力设备、医药生物行业的 ROE 均在 10% 以上，盈利能力较强，其中食品饮料和家用电器行业处于成熟期，且 2020 到 2022 年连续 3 年的 ROE 均在 20% 和 16% 以上，非常稳定，预计未来股息率有较大提升空间。结合行业股息率分位数，公用事业和家用电器行业股息率提升的空间可能较大。

图表34: 2022 年各行业 ROE 比较



来源: Wind, 国金证券研究所

图表35: 各行业股息率分位数比较



来源: Wind, 国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1、2021 年以来，高股息板块持续占优；2023 年 12 月以来，中证红利更是“异军突起”。历史回溯来看，高股息行情多在“熊市”占优；2021 年以来的高股息行情同样发生在相对弱势的市场环境中，但行业结构与基本面环境有一定变化。第一，区别于过往银行、家用电器等行业驱动的高股息行情，本轮中受益于产业格局优化的煤炭表现更为突出。第二，本轮行情受益于宽松流动性环境下“资金空转”，高股息“类债”逻辑更为突出。

2) 当下，高股息持仓和成交拥挤度均未达极致水平，中证红利指数估值也处过去 10 年偏低水平，仍有一定修复空间。向后看，保险类增量资金有望强化高股息行情，高股息的“顺周期”特征也将受益于经济的企稳复苏。一方面，经验显示增量资金对于强势板块具有强化甚至决定性的影响；当下保险类资金权益仓位占比较低，在会计准则调整后或具有较高增配空间。另一方面，当下高股息行业中“顺周期”占比较高，经济复苏逻辑也构成利好。



3、当下，煤炭、银行、石油石化股息率最高，其中煤炭等行业拥挤度、估值相对偏高，后续行情持续性或有所减弱。截至3月11日，银行与煤炭交易相对拥挤，拥挤度分处历史82%、67%分位数；估值层面，煤炭与石油石化过去10年PE历史分位数，分列32个申万一级行业第7、8，相对偏高。拥挤度与估值相对偏高，或约束煤炭等行业上行空间。

4、若高股息策略进一步扩散，可以关注高分红率与高ROE两条逻辑链。高分红逻辑：股息率取决于每股盈利和股利支付率，交运、公用事业和纺服盈利增速较快，且产业生命周期处于成熟或后成熟期，预计未来2年股息率仍有较大提升空间。高ROE逻辑：每股盈利最终取决于ROE，从ROE较高的行业来看，食品饮料和家用电器行业或将相对受益。

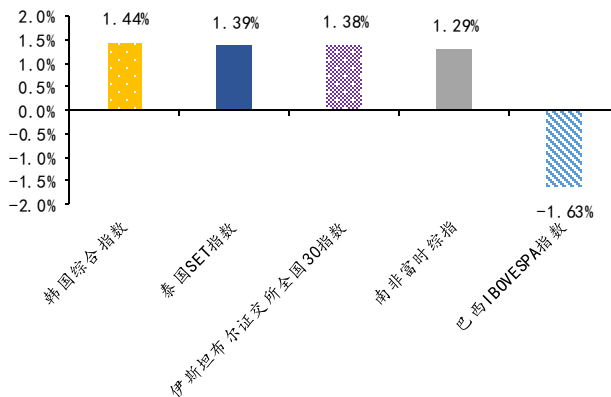
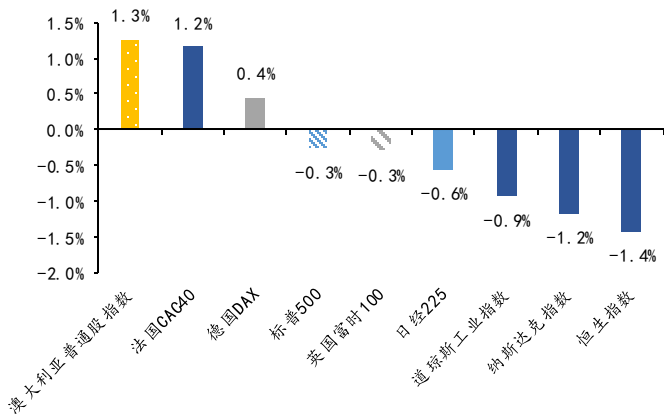
二、大类资产高频跟踪 (2024/03/04-2024/03/08)

(一) 权益市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数上涨

发达市场股指多数下跌，新兴市场股指多数上涨。发达市场股指，澳大利亚普通股指数上涨1.25%，法国CAC40上涨1.18%，英国富时100下跌0.3%，纳斯达克指数下跌1.17%，恒生指数下跌1.42%，日经225下跌0.56%；新兴市场股指，韩国综合指数上涨1.44%，泰国SET指数上涨1.39%，伊斯坦布尔证交所全国30指数上涨1.38%，上证指数上涨0.63%，巴西IBOVESPA指数下跌1.63%，创业板指下跌0.92%。

图表36：当周，发达市场股指多数下跌

图表37：当周，新兴市场股指多数上涨



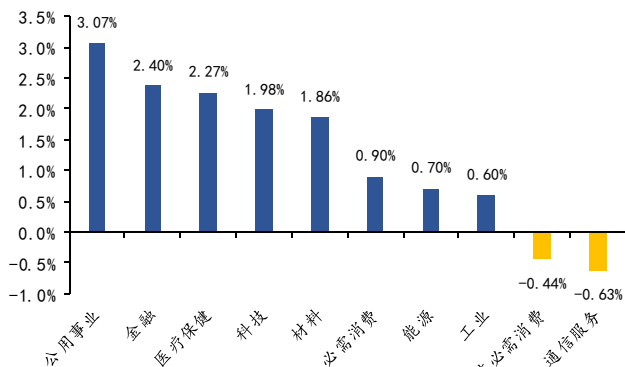
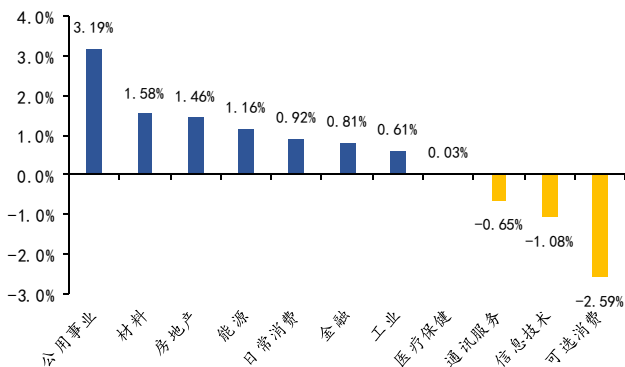
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

美国标普500行业，公用事业上涨3.19%，材料上涨1.58%，房地产上涨1.46%，通讯服务下跌0.65%，信息技术下跌1.08%，可选消费下跌2.59%；欧元区行业，公用事业上涨3.07%，金融上涨2.4%，医疗保健上涨2.27%，非必需消费下跌0.44%，通信服务下跌0.63%。

图表38：当周，美国标普500行业多数上涨

图表39：当周，欧元区行业多数上涨



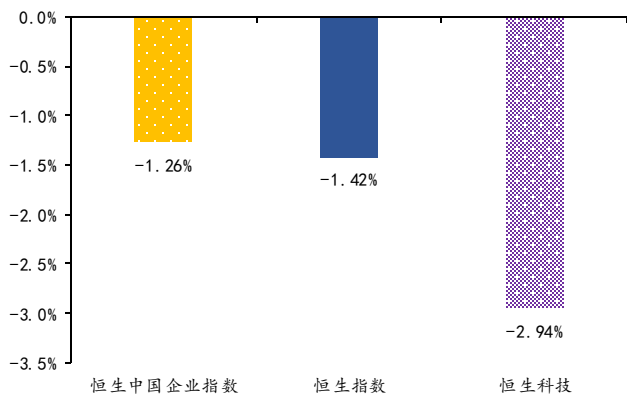
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

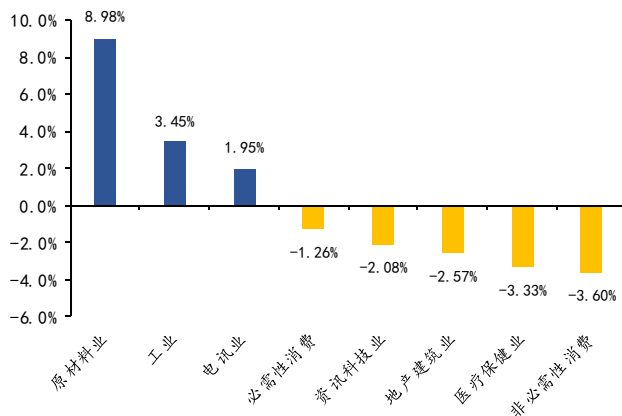
恒生指数全线下跌，行业方面多数下跌。恒生指数，恒生中国企业指数下跌1.26%，恒生指数下跌1.42%，恒生科技下跌2.94%。行业方面，原材料业上涨8.98%，工业上涨3.45%，电讯业上涨1.95%，地产建筑业下跌2.57%，医疗保健业下跌3.33%，非必需性消费下跌3.6%。



图表40: 当周, 恒生指数全线下跌



图表41: 当周, 行业方面多数下跌



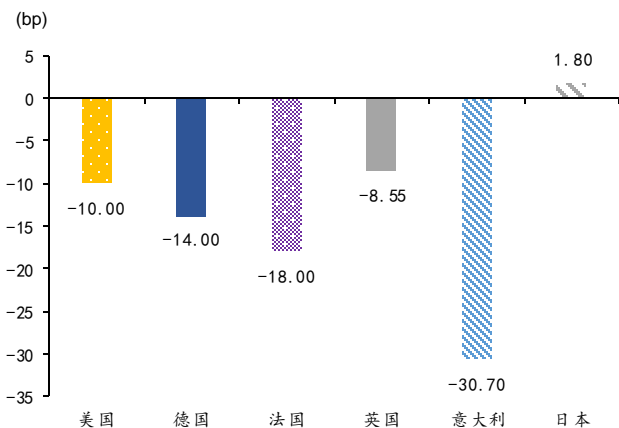
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

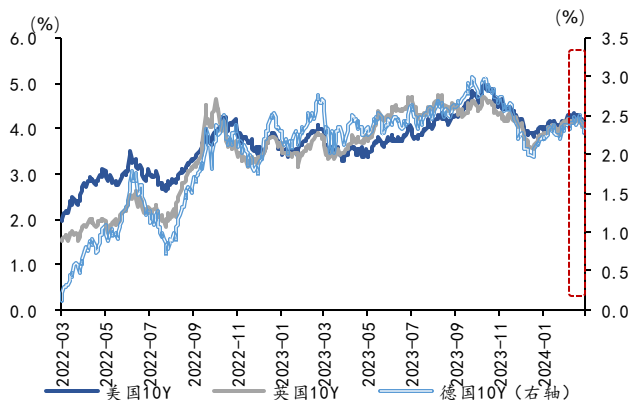
(二) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率多数下跌

发达国家10年期国债收益率多数下跌。美国下行10bp至4.09%，德国下行14bp至2.28%，法国下行18bp至2.71%，英国下行8.55bp至4.03%，意大利下行30.7bp至3.58%，日本上行1.8bp至0.75%。

图表42: 当周, 发达国家10年期国债收益率多数下跌



图表43: 当周, 10Y收益率美英德均下跌

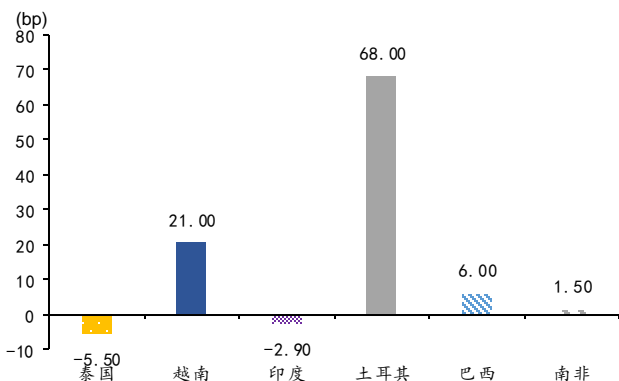


来源: Wind, 国金证券研究所

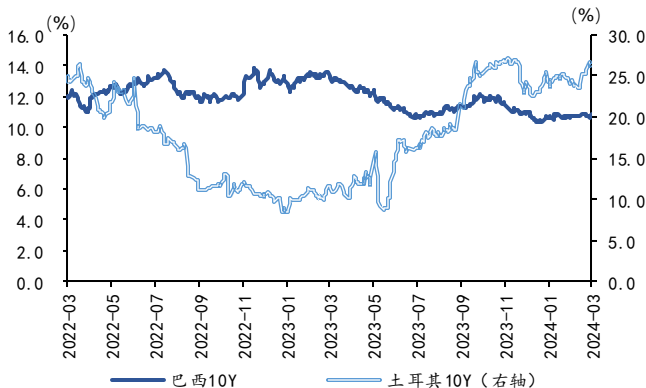
来源: Wind, 国金证券研究所

新兴市场10年期国债收益率多数上涨。泰国下行5.5bp至2.53%，越南上行21bp至2.62%，印度下行2.9bp至7.03%，土耳其上行68bp至26.34%，巴西上行6bp至10.8%，南非上行1.5bp至10.11%。

图表44: 当周, 新兴市场10年期国债收益率多数上涨



图表45: 当周, 土耳其和巴西10Y利率



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

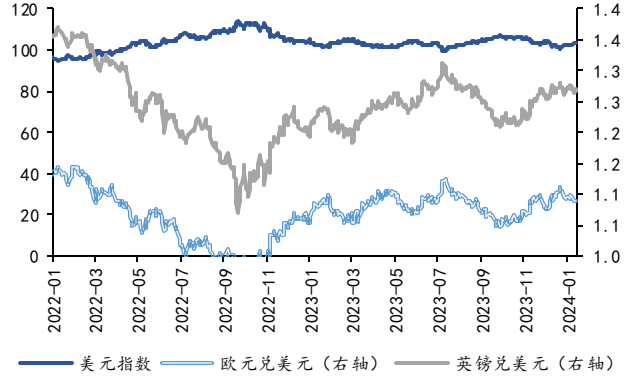
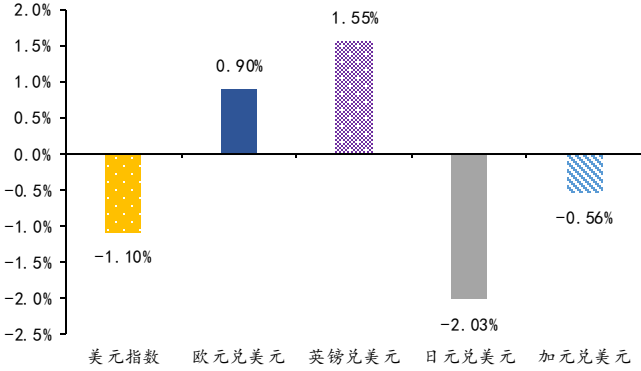


(三) 外汇市场追踪：美元指数下行，其他货币兑美元分化

美元指数下行，其他货币兑美元分化。美元指数下行1%至102.742。欧元兑美元升值0.9%，英镑兑美元升值1.55%，日元兑美元贬值2.03%，加元兑美元贬值0.56%，挪威克朗兑美元贬值0.89%，主要新兴市场兑美元多数下跌。土耳其里拉兑美元升值1.81%，印尼卢比兑美元贬值1.12%，菲律宾比索兑美元贬值0.93%，雷亚尔兑美元升值0.52%，韩元兑美元贬值1.11%。

图表46：当周，美元指数下行，其他货币兑美元分化

图表47：当周，英镑、欧元兑美元

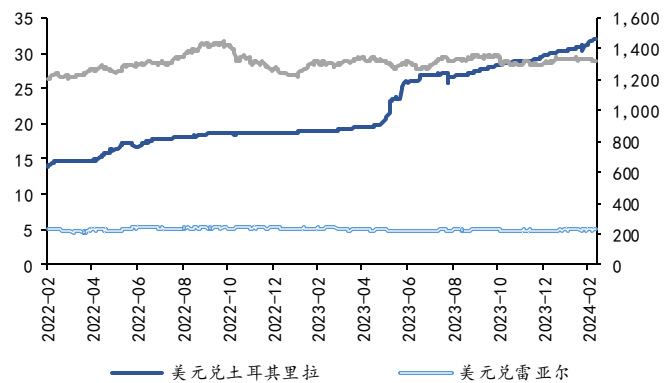
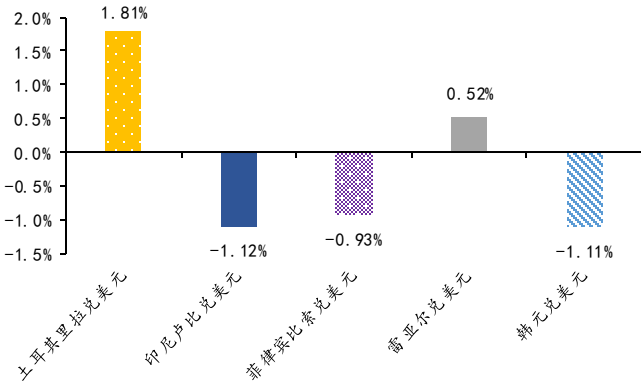


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

图表48：当周，主要新兴市场兑美元多数下跌

图表49：土耳其里拉和韩元兑美元



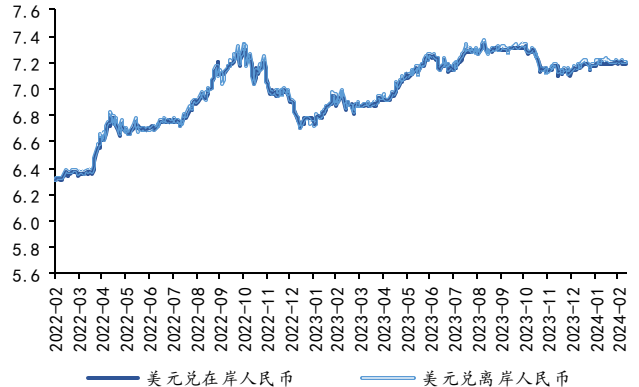
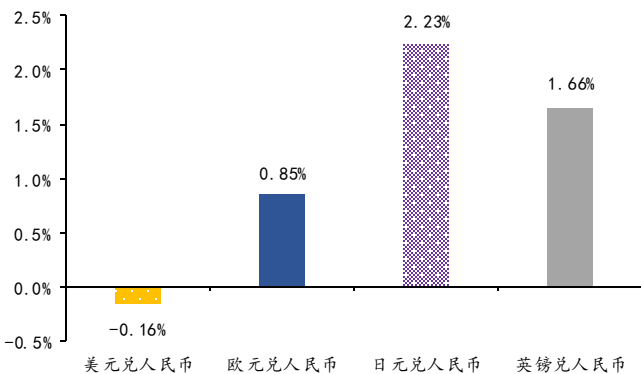
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

人民币兑美元升值、兑欧元和英镑贬值。美元兑人民币贬值0.16%，欧元兑人民币升值0.85%，日元兑人民币升值2.23%，英镑兑人民币升值1.66%。美元兑在岸人民币为7.19，美元兑离岸人民币为7.2。

图表50：当周，人民币兑美元升值、兑欧元和英镑贬值

图表51：当周，美元兑人民币贬值



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



(四) 大宗商品市场追踪：农产品全线上涨，原油全线下跌

农产品全线上涨，贵金属全线上涨，有色全线上涨，黑色多数下跌，原油全线下跌。金和银本周创历史新高，近期涨的原因主要有两方面，首先随着通胀水平逐步接近美联储 2% 的目标，2024 年美联储或进入降息大周期；其次是全球央行购金延续，中国央行连续十六个月购金，支撑了黄金需求的边际定价。

图表52：当周，农产品全线上涨，原油全线下跌

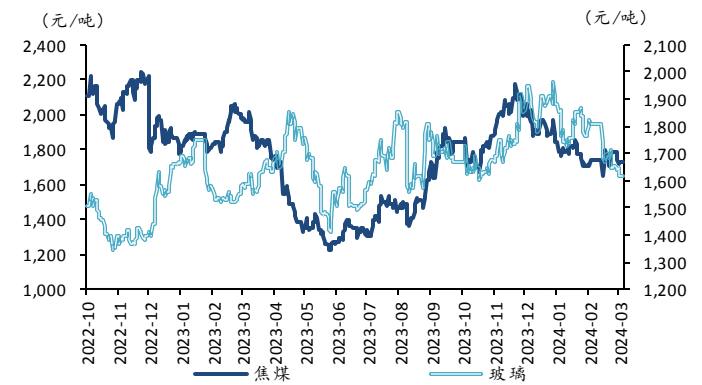
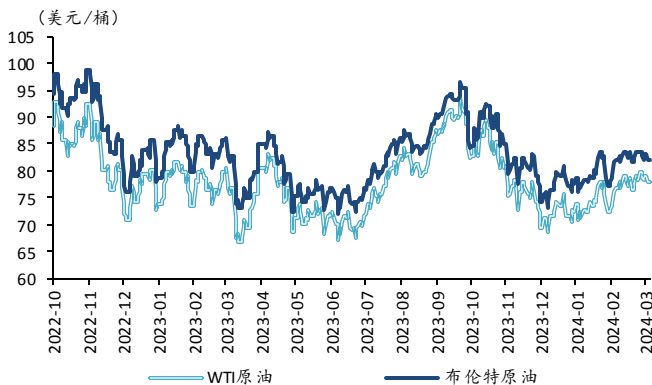
类别	品种	2024-03-08	2024-03-02	2024-02-24	2024-02-17	2024-02-10
原油	WTI原油	-2.45%	4.55%	-3.41%	3.06%	6.31%
	布伦特原油	-1.76%	2.36%	-2.22%	1.56%	6.28%
贵金属	COMEX黄金	4.52%	2.28%	1.48%	-0.78%	-0.64%
	COMEX银	4.65%	0.93%	0.50%	1.57%	-0.62%
有色	LME铜	1.97%	-0.69%	1.57%	2.53%	-3.70%
	LME铝	1.58%	1.12%	-1.50%	0.81%	-1.49%
	LME镍	3.50%	0.23%	6.10%	2.66%	-2.38%
	LME锌	5.57%	0.67%	0.93%	1.67%	-5.55%
黑色	玻璃	-3.02%	-1.49%	-8.24%		4.73%
	焦煤	7.88%	-1.11%	-7.10%		0.00%
	沥青	-2.53%	-0.51%	0.11%		0.16%
	铁矿石	3.43%	-0.21%	-1.88%		-4.71%
	螺纹钢	-3.30%	-1.51%	3.86%		-0.32%
农产品	生猪	4.38%	3.23%	-2.52%		-0.70%
	棉花	0.09%	-1.04%	1.85%		0.22%
	豆粕	5.47%	0.58%	-1.69%		0.80%
	豆油	-1.73%	3.41%	0.44%		1.44%

来源：Wind，国金证券研究所

原油价格、黑色价格几乎全线下跌。WTI 原油价格下跌 2.45%，布伦特原油价格下跌 1.76%。焦煤下跌 2.86%，玻璃下跌 2.00%。

图表53：WTI 原油、布伦特原油价格均下跌

图表54：当周，焦煤价格下跌



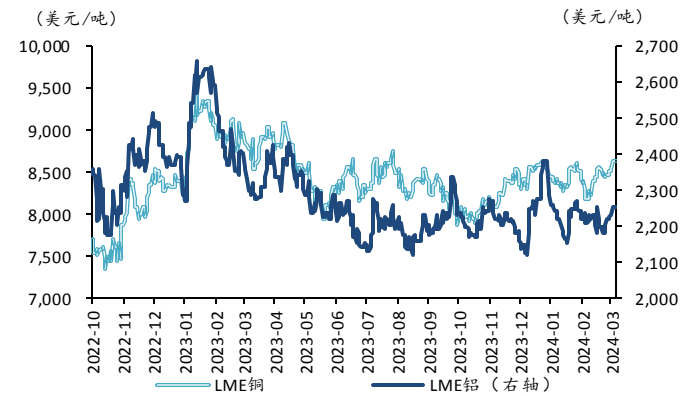
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

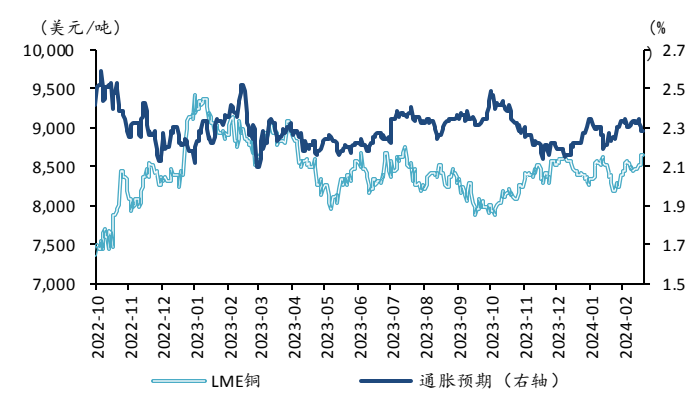
有色均上涨，铜、铝、镍、锌分别下跌 1.97%、1.58%、3.50%、5.57%，通胀预期从前值的 2% 降至 2.28%。COMEX 黄金升至 2177.8 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.87% 降至 1.81%。



图表55: 当周, 铜铝价格均上涨



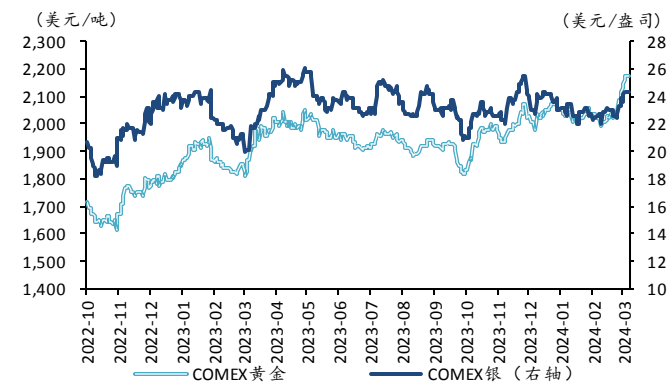
图表56: 当周, 通胀预期降至 2.28%



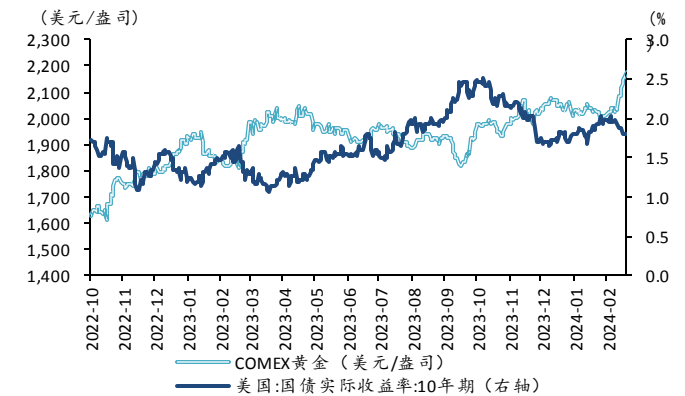
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 当周, 黄金、白银均上涨



图表58: 当周, 10Y美债实际收益率降至 1.81%



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

风险提示

1. 成长风格走强: 根据历史经验, 成长风格走强时高股息风格可能会相对跑输, 例如 2019 到 2020 年, 如果制造业 PMI 逐步企稳回升, 叠加美联储可能在 2024 年下半年开启降息, 成长风格未来存在走强的可能性, 可能会对高股息风格造成一定扰动。
2. 拥挤度进一步提升: 虽然目前高股息板块整体的拥挤度和估值水平并未达到极致水平, 但是在资产荒的背景下, 如果更多的资金持续涌入高股息板块, 拥挤度进一步提升, 风险会逐步积聚, 推高股价后, 高股息的性价比也会下降。
3. 潜在高股息行业不及预期: 潜在高股息行业最终的股息率情况取决于行业未来盈利情况、经营性现金流占比以及分红意愿等, 存在较多不确定性, 可能不及预期。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究