



# 大类资产周报第 21 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

## “超宽松政策”退出，对日股冲击有多大？

3月7日以来，随着市场对日本“超宽松政策”退出预期的升温，日股市场步入调整。“超宽松政策”退出的潜在影响、日股后续的可能演绎？本文分析，可供参考。

### 热点思考：“超宽松政策”退出，对日股冲击有多大？

**一问：近期日本资本市场的焦点？“超宽松政策”或将退出，一度引发市场的担忧**

3月7日以来，出于对“超宽松货币政策”退出的担忧，日股在创下历史新高后、持续调整。随着经济企稳、通胀改善，日央行官员频频发言表示“包括负利率政策、收益率曲线控制等政策或将调整”；截至3月15日，隔夜互换利率显示，日央行在3月19日加息概率已升至56%。受此影响，3月7日以来日股则步入调整，日经225下跌3.5%。

市场的担忧并非“空穴来风”，超宽松政策退出，从分母端和分子端似乎对日股都构成一定利空。第一，“负利率”退出或带来日债利率上行，从分母端利空日股。第二，日股营收中42%为海外收入，“超宽松政策”调整或驱动日元升值，进而冲击日股盈利。第三，前期净出口是日本经济重要支撑，“超宽松政策”退出也有可能影响日本经济复苏的成色。

**二问：超宽松政策退出，市场冲击几何？日债、日元波动或有限，对日股盈利等冲击不大**

在前期多次调整后，YCC最终退出，对日债收益率影响或相对有限。第一，2023年8月以来，日央行未再进行“无限期固定利率购债”，YCC已“名存实亡”。第二，当下10Y日债掉期利率为0.89%、与10Y日债利差收窄至10bp，显示市场对日债利率上行预期并不强。第三，前期被扭曲的日债期限结构近期已有一定修复，长期日债利率也未大幅上行。出口传导的时滞等，或弱化日元升值对日股盈利的冲击；而随着“通缩陷阱”的走出，日本经济已具有一定内生动能。第一，随着对冲成本上行、美日套息交易拥挤度下降，不必过分担忧套息交易逆转对日元的冲击。第二，日元汇率变动领先出口，贬值对日企盈利拉动或仍有一定持续性。第三，消费与财政刺激的“接力”，有望助力日本经济复苏。

**三问：向后看，日股的可能演绎？基本面、资金面或有支撑，部分行业估值修复仍有空间**

基本面，日企或将在未来2年继续实现盈利增长；资金面，当前海外资金对日股配置也并不高。1) 日本经济正常化，或驱动日股盈利更广泛地修复；2024-2025年，日经225分别有67%和86%上市公司预期盈利增长。2) 2022年以来，外资对日股净卖出2.7万亿日元、当前配置比例偏低；随着东证所改革效果逐步显现，日企相对吸引力或进一步提升。情绪面，日股前期上涨有盈利的支撑，当前部分行业估值相对合理，仍具有一定的上行空间。自2012年以来，日经225的上涨中，盈利贡献高达90%；近期，日股也仍受未来12个月EPS预期上修的助力，动态市盈率仅22.5倍、远低于1990年的“泡沫期”。从行业层面来看，当下可选消费、医疗等估值分位数仅39.3%、38.4%，仍有一定上行空间。

### 周度回顾：美债收益率大幅上行，海外股指多数下跌（2024/03/11-2024/03/15）

**股票市场：**发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，标普500下跌0.1%，纳斯达克指数下跌0.7%，澳大利亚普通股指数下跌2.3%；日经225下跌2.5%；新兴市场股指，创业板指上涨4.3%。

**债券市场：**发达国家10年期国债收益率全线上涨。美国10年期国债收益率上行22bp至4.31%，德国10年期国债收益率上行18bp至2.46%，意大利10年期国债收益率上行12bp至3.7%，日本10年期国债收益率上行5bp至0.79%。

**外汇市场：**美元指数上行，人民币兑美元贬值。美元指数上行1%至103.5，美元兑人民币升值0.1%，美元兑在岸人民币和离岸人民币均为7.2。欧元兑美元贬值0.5%，英镑兑美元贬值0.9%，日元兑美元升值1.4%。

**商品市场：**原油价格创新高；黑色系普遍调整。EIA月报对原油需求的预期压制了美国的通胀数据，WTI一度超过81美元，创4个月来最高。同受“供应增加、需求偏弱”的逻辑，焦煤和铁矿石分别下跌9.5%和10.9%。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期



## 内容目录

一、热点思考：“超宽松政策”退出，对日股冲击有多大？	5
一问：近期日本资本市场的焦点？“超宽松政策”或将退出，一度引发市场的担忧	5
二问：超宽松政策退出，市场冲击几何？日债、日元波动或有限，对日股盈利等冲击不大	7
三问：向后看，日股的可能演绎？基本面、资金面或有支撑，部分行业估值修复仍有空间	9
二、大类资产高频跟踪（2024/03/11-2024/03/15）	13
（一）权益市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化	13
（二）债券市场追踪：发达国家 10 年期国债收益率全线上涨	14
（三）外汇市场追踪：美元指数上行，其他货币兑美元分化	15
（四）大宗商品市场追踪：有色全线上涨，黑色多数下跌	16
风险提示	17

## 图表目录

图表 1：近期，日经 225 和东证指数小幅调整	5
图表 2：3 月 7 日以来，信息技术、可选消费等行业领跌	5
图表 3：近期，日本核心-核心通胀持续高于政策目标	5
图表 4：净出口是过去一年日本经济的重要拉动	5
图表 5：日本官员近期频频表示或调整超宽松政策	6
图表 6：近期日债收益率上行，日元小幅升值	6
图表 7：前期日本 YCC 调整后，日债出现过阶段性上行	6
图表 8：2023 年以来，净出口是日本经济的重要拉动	6
图表 9：日元贬值期间，日经 225 多表现强势	6
图表 10：2023 年东证指数上市公司有 42%营收来自海外	6
图表 11：2023 年 8 月以来，YCC 已“名存实亡”	7
图表 12：近期，10 年期日债掉期利率小幅下行	7
图表 13：前期扭曲的日债利率期限结构已有一定恢复	7
图表 14：美元兑日元走势与美日利差密切相关	7
图表 15：当前，日元与美元的有套补套息已无利可图	8
图表 16：美元兑日元的远期、互换等规模已在缩窄	8
图表 17：日元贬值阶段，日本出口增速较快	8
图表 18：日股海外收入占比较高的行业，近期涨幅较大	8
图表 19：日本私人部门 GDP 增速的拉动拆解	9
图表 20：2023 年以来，日本消费者信心指数持续回升	9



图表 21:	近年来, 日本政府支出持续维持在高位	9
图表 22:	日本在 2023 年底推出 17 万亿日元的支出计划	9
图表 23:	今年日本春斗调薪实现了 5.3% 的平均涨幅	10
图表 24:	日股走势与日本经济基本面表现较为相关	10
图表 25:	贬值驱动下, 出口导向型行业更为受益	10
图表 26:	日经 225 成分股 2024、2025 年盈利预期较好	10
图表 27:	2022 年以来, 外资对日股的净买入量并不高	11
图表 28:	伯克希尔哈撒韦公司多次以日元融资买入日股	11
图表 29:	《伊藤报告》发布后, 日股 ROE 持续攀升	11
图表 30:	《伊藤报告》发布后高 ROE 个股取得超额回报	11
图表 31:	日经 225 股权风险溢价相对偏高	12
图表 32:	日经 225 指数 2012 年以来的上涨主因盈利贡献	12
图表 33:	日经 225 的动态市盈率为 22.5 倍	12
图表 34:	东证指数各行业的估值历史分位数	12
图表 35:	当周, 发达市场股指多数下跌	13
图表 36:	当周, 新兴市场股指走势分化	13
图表 37:	当周, 美国标普 500 行业走势分化	13
图表 38:	当周, 欧元区行业走势分化	13
图表 39:	当周, 恒生指数全线上涨	14
图表 40:	当周, 行业方面多数上涨	14
图表 41:	当周, 发达国家 10 年期国债收益率全线上涨	14
图表 42:	当周, 10Y 收益率美英德均上涨	14
图表 43:	当周, 新兴市场 10 年期国债收益率多数上涨	14
图表 44:	当周, 土耳其和巴西 10Y 利率	14
图表 45:	当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元分化	15
图表 46:	当周, 英镑、欧元兑美元	15
图表 47:	当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌	15
图表 48:	土耳其里拉和韩元兑美元	15
图表 49:	当周, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值	15
图表 50:	当周, 美元兑人民币升值	15
图表 51:	当周, 有色全线上涨, 黑色多数下跌	16
图表 52:	WTI 原油、布伦特原油价格均上涨	16
图表 53:	当周, 焦煤价格下跌	16
图表 54:	当周, 铜铝价格均上涨	17
图表 55:	当周, 通胀预期升至 2.32%	17



图表 56: 当周, 黄金、白银分化..... 17

图表 57: 当周, 10Y 美债实际收益率升至 1.99%..... 17



3月7日以来，随着市场对日本“超宽松政策”退出预期的升温，日股市场步入调整。“超宽松政策”退出的潜在影响、日股后续的可能演绎？本文分析，可供参考。

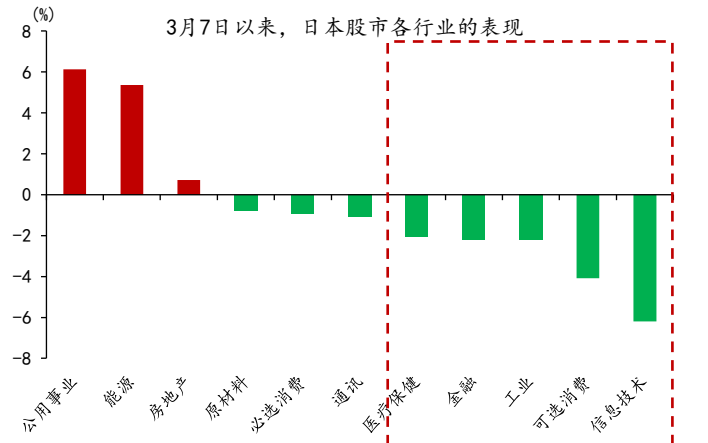
## 一、热点思考：“超宽松政策”退出，对日股冲击有多大？

一问：近期日本资本市场的焦点？“超宽松政策”或将退出，一度引发市场的担忧

3月7日以来，日股在创下历史新高后、持续调整。前期，在“AI”行情等驱动下，日经225指数与东京证券指数均在3月7日创下历史新高，分别触及40472.1和2755.2。3月7日以来，日股则步入调整；截至3月15日，日经225、东证指数分别下跌3.5%、2.9%。从行业层面来看，对分母端较为敏感的成长板块调整幅度更大；其中信息技术、可选消费、医疗保健分别下跌6.2%、4.1%、2.0%，公用事业、必选消费等防御板块受冲击有限。

图表1：近期，日经225和东证指数小幅调整

图表2：3月7日以来，信息技术、可选消费等行业领跌



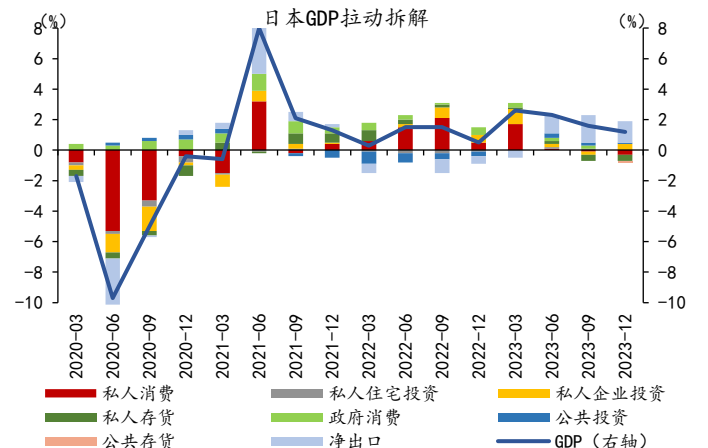
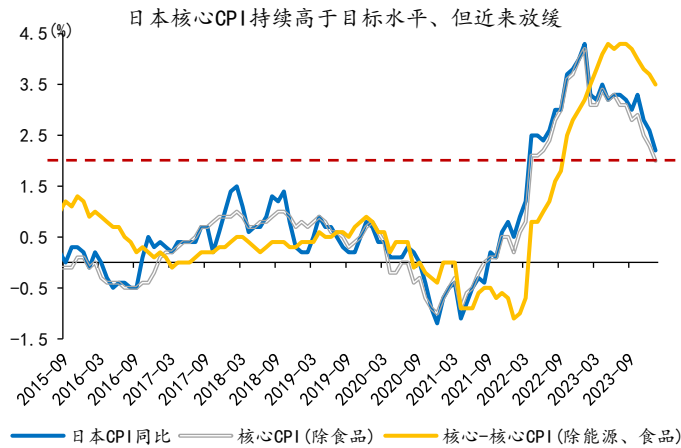
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

触发近期日股调整的直接因素，或是市场对日本“超宽松货币政策”退出的担忧。2023年四季度，日本GDP同比增长1.2%、外需对经济有明显支撑；与此同时，随着“春斗调薪”的落地，日本通胀的驱动力正在从输入性通胀转向内生驱动的通胀，工资-物价良性循环形成的可能性也趋于上行。随着经济的企稳、通胀的改善，日央行官员频频发言表示“包括负利率政策、收益率曲线控制等政策或将调整”；截至3月15日，隔夜互换的远期利率显示，日央行在3月19日加息的概率已升至56.1%。这对市场形成了明显的冲击，近期10年期日债收益率上行、日元升值，日股调整，或均是对货币政策收紧的担忧。

图表3：近期，日本核心-核心通胀持续高于政策目标

图表4：净出口是过去一年日本经济的重要拉动



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所



图表5: 日本官员近期频频表示或调整超宽松政策

发言人	日期	发言内容
日本财务大臣铃木俊一	2024/2/6	日本政府尊重日本央行在货币政策方面的独立性
日本央行行长植田和男	2024/2/22	植田和男就2024年以后的物价预期表示,“预计和2023年底之前相同的上涨趋势将会持续”,他同时称“日本经济处于通胀而非通缩状态”。他还认为,工资和物价的良性循环将会增强,暗示解除负利率政策的条件正逐渐成熟。
日本央行审议委员高田创	2024/2/29	高田创就央行货币政策表示,随着工资上涨使通胀率稳定在2%的目标“终于来到有望(实现)的阶段”。此后市场普遍认为,解除负利率政策这一对大规模货币宽松政策的调整已不远。
日本央行行长植田和男	2024/3/13	日本央行将考虑调整其政策框架,包括负利率、债券收益率控制和其他工具,如果持续实现2%的通胀目标成为可能
日本全国银行协会主席	2024/3/14	日本全国银行协会主席表示,不太可能看到利率和日元大幅上升;日本央行将维持一段时间的宽松政策
日本央行首席经济学家Hideo Hayakawa	2024/3/14	Hideo Hayakawa表示,日本央行在结束负利率政策后,很可能会慢慢推进加息,日本央行可能会在今年春季结束负利率政策,但之后会采取观望态度,以检查通胀调整后的实际工资是否转为正增长。鉴于日本央行行长植田和男非常谨慎的性格和他在委员会内建立共识的关注,他很可能会花很多时间,谨慎地推进政策的正常化。

来源: BoJ, Bloomberg, 国金证券研究所

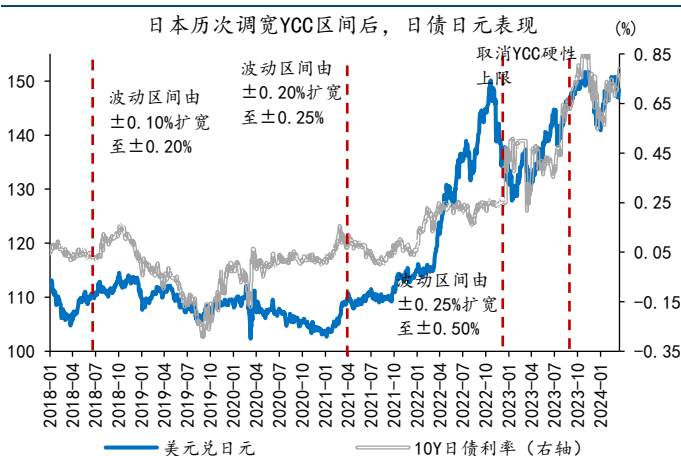
图表6: 近期日债收益率上行, 日元小幅升值



来源: Wind, 国金证券研究所

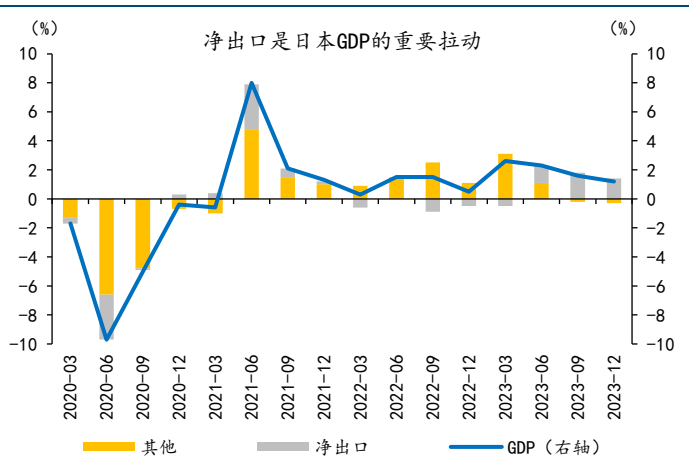
“超宽松政策”的退出,从分母端和分子端似乎对日股都构成一定的利空。第一,“负利率政策”退出或带来日债收益率的上行,从分母端利空日股。第二,“超宽松政策”的调整可能驱动日元升值,或冲击日股的盈利。2023年以来,日本股汇显著负相关,根源在于日元贬值从利好出口和放大汇兑两方面对日股盈利形成支撑,而2023年东证指数的日企有41.6%的营收均为海外收入。第三,前期净出口是日本经济的重要支撑,“超宽松政策”的退出也有可能影响日本经济复苏的成色。

图表7: 前期日本YCC调整后, 日债出现过阶段性上行



来源: Wind, 国金证券研究所

图表8: 2023年以来, 净出口是日本经济的重要拉动



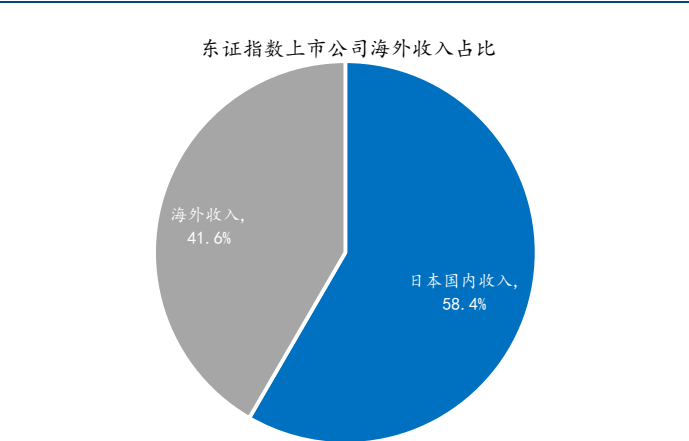
来源: Wind, 国金证券研究所

图表9: 日元贬值期间, 日经225多表现强势



来源: Wind, 国金证券研究所

图表10: 2023年东证指数上市公司有42%营收来自海外



来源: Bloomberg, 国金证券研究所



**二问：超宽松政策退出，市场冲击几何？日债、日元波动或有限，对日股盈利等冲击不大**

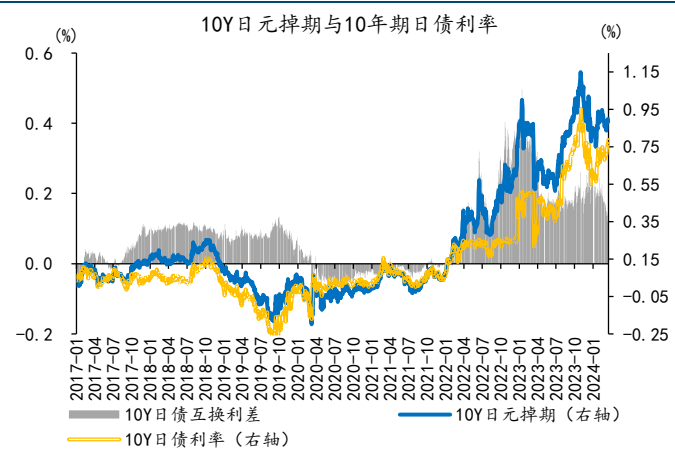
在前期多次微调后，“YCC 政策”的最终退出，对日债收益率的影响或相对有限。第一，YCC 政策本就已“名存实亡”。YCC 是日央行通过“无限期固定利率购债”操作将 10 年期日债收益率压制在一定区间内的政策。2023 年 8 月以来，日央行未再进行过“无限期固定利率购债”，YCC 利率调节的硬性上限也在 9 月的会议中取消，自此 YCC 已“名存实亡”。第二，从远期市场来看，当下 10 年期日债掉期利率为 0.89%、与 10 年期日债收益率的利差已收窄至 10bp，显示市场对日债收益率上行预期并不强。第三，从日债期限结构来看，前期被扭曲的日债期限结构近期已有一定修复，而长期日债收益率也未大幅上行。

**图表11：2023年8月以来，YCC已“名存实亡”**



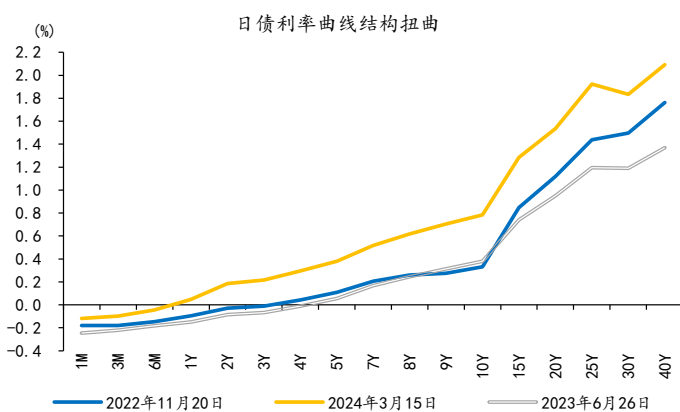
来源：Bloomberg，国金证券研究所

**图表12：近期，10年期日债掉期利率小幅下行**



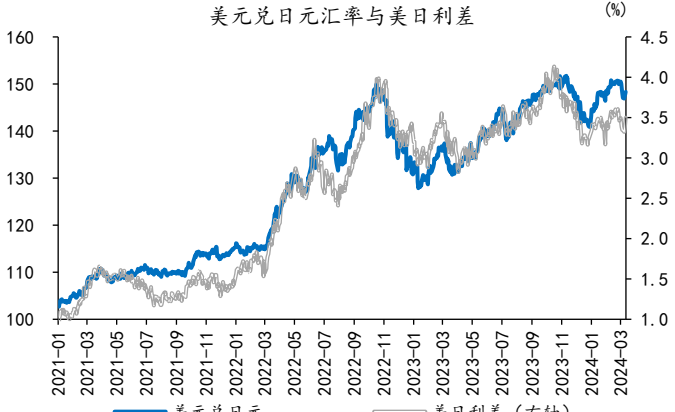
来源：Bloomberg，国金证券研究所

**图表13：前期扭曲的日债利率期限结构已有一定恢复**



来源：Bloomberg，国金证券研究所

**图表14：美元兑日元走势与美日利差密切相关**

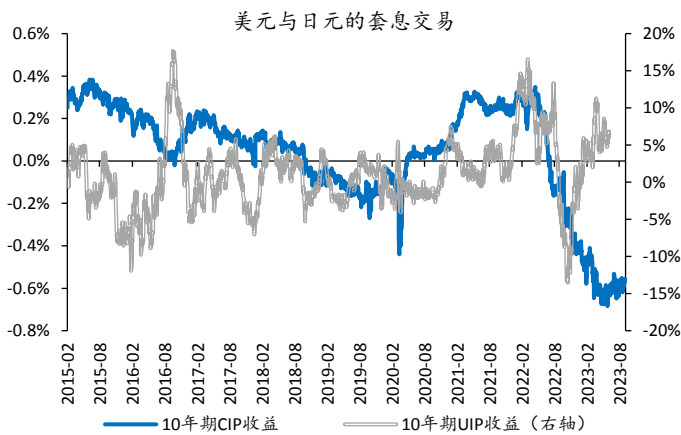


来源：Wind，国金证券研究所

日元升值幅度或也相对有限，且对出口传导的时滞等，或将弱化日元升值对日股盈利的冲击。第一，随着对冲成本的上行，美日套息交易拥挤度下降，不必过分担忧套息交易大幅逆转对日元的冲击。2023 年以来，美日利差已不足以覆盖日元远期汇率升水的对冲成本，美元兑日元的远期、互换等日均交易规模已缩窄至 604 亿美元，套息交易的拥挤度或已下降。第二，日元汇率同比变动领先于日本出口，去年同期日元处于相对高位，贬值对日企出口的拉动或仍有一定持续性。第三，日本芯片等行业海外收入占比高，这类行业海外收入部分来自海外直接布局而非出口，同时有一定“定价权”，均将弱化升值的冲击。

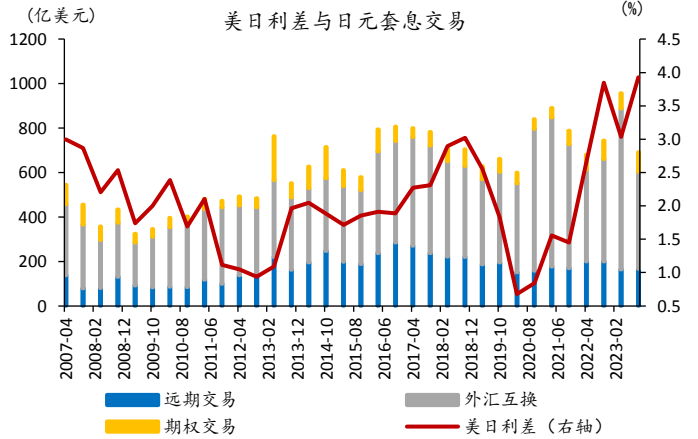


图表15: 当前, 日元与美元的有套补套息已无利可图



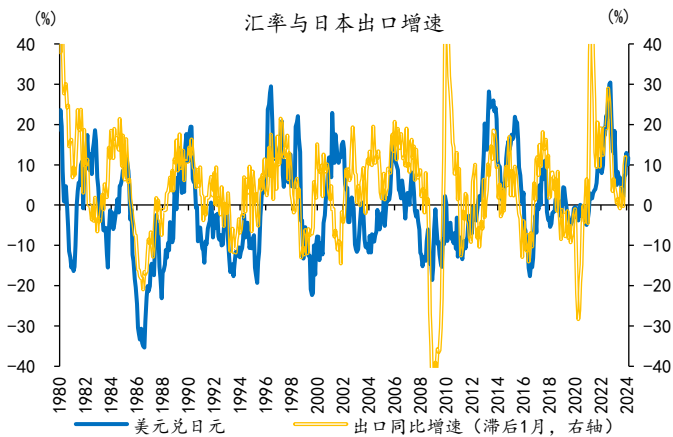
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表16: 美元兑日元的远期、互换等规模已在缩窄



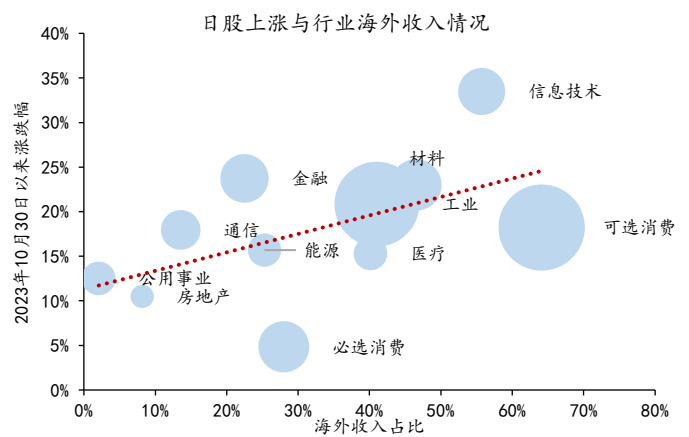
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表17: 日元贬值阶段, 日本出口增速较快



来源: Wind, 国金证券研究所

图表18: 日股海外收入占比较高的行业, 近期涨幅较大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

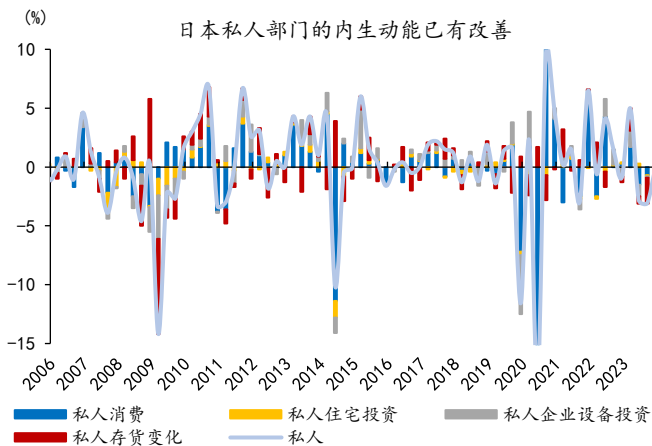
注: 气泡大小表征 2023 年日股各行业的海外收入。

此外, 随着“通缩陷阱”的走出, 日本经济已具有一定的内生动能; “超宽松政策”退出后, 消费与财政刺激的“接力”下, 日本经济也有望延续复苏。一方面, 截止到 2023 年底, 私人部门总需求对 GDP 的环比拉动已从 2023 年 2、3 季度的-3.2%升至-0.8%, 且私人投资和消费均有明显改善。随着收入增长预期的改善, 日本消费者信心指数明显回升。另一方面, 日本政府在 2023 年底再次推出新一轮财政补贴计划, 该计划规模超过 17 万亿日元 (约 1130 亿美元), 也有望拉动日本 GDP 同比增速约 0.2 个百分点。



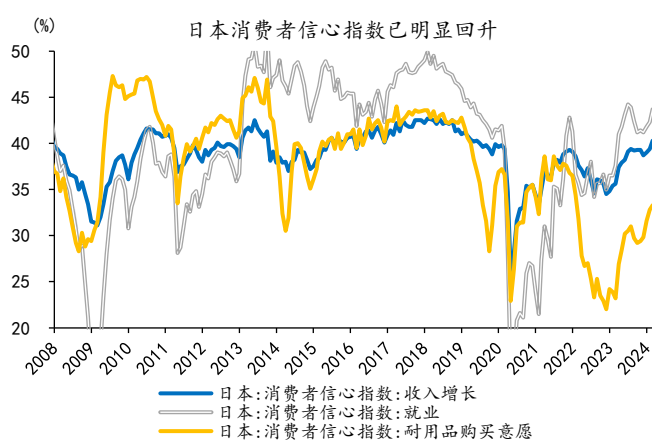


图表19: 日本私人部门 GDP 增速的拉动拆解



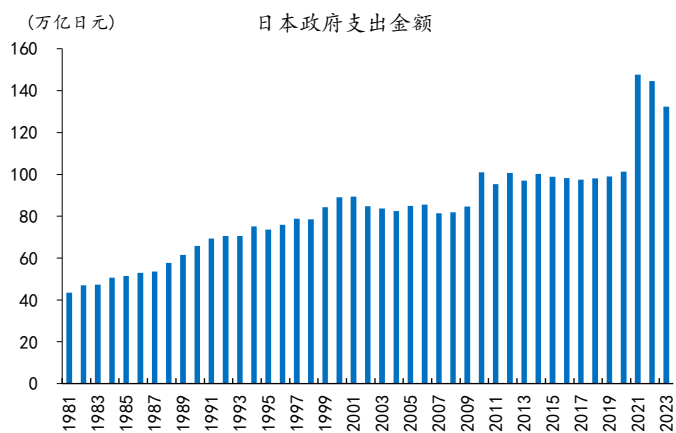
来源: CEIC, 国金证券研究所

图表20: 2023 年以来, 日本消费者信心指数持续回升



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表21: 近年来, 日本政府支出持续维持在高位



来源: CEIC, 国金证券研究所

图表22: 日本在 2023 年底推出 17 万亿日元的支出计划

措施类型	预算 (万亿日元)	详情	预计影响
总支出预算	17	包括地方政府支出和国家支持的贷款, 总计达到21.8万亿日元	平均提高日本GDP约1.2%, 从24年1月和4月起将总体消费者通胀率下降约1个百分点
额外预算编制	13.1	为财政刺激计划编制了额外预算	提供财政支持用于实施刺激措施
税收和补贴措施	-	包括临时削减所得税和住宅税、对低收入家庭的支付以及为减轻汽油和公用事业账单负担的补贴	减轻家庭负担, 促进消费
债券发行	8.9	依靠发行约8.9万亿新债券来资助额外预算, 使本财政年度日本政府债券的发行总额达到44.5万亿日元, 占政府总收入的35%	增加政府债务, 但为经济刺激提供资金

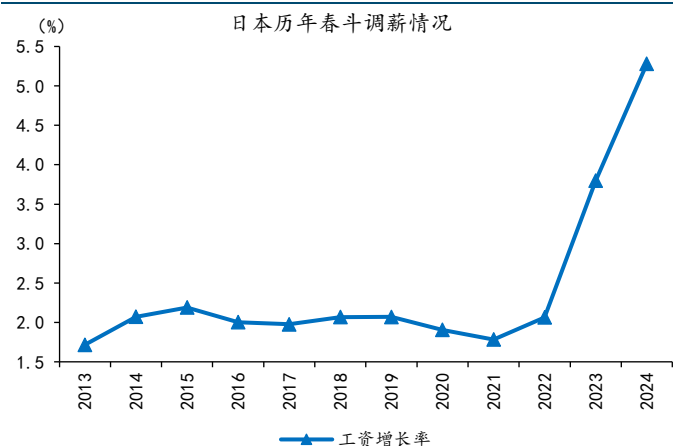
来源: 日本财政部, 国金证券研究所

三问: 向后看, 日股的可能演绎? 基本面、资金面或有支撑, 部分行业估值修复仍有空间

从基本面来看, 日本经济正走向正常化, 日本企业或将在未来两年实现强劲的盈利增长。今年春斗调薪结果落地, 日本工会成员平均取得了 5.3% 的涨幅、超过去年 3.8% 的加薪幅度。薪资通胀的形成, 或助力日本走出“通缩陷阱”、经济步入正常化; 日央行预计, 2024 年核心通胀为 2.2%, 高于 2% 目标。经济内生动能的增强, 或驱动日股盈利更广泛的修复; 前期日元贬值阶段, 信息技术、非必需消费等出口导向型行业盈利相对走高, 而经济修复或将支撑工业、公用事业等国内导向型行业的盈利修复。2024 年、2025 年, 日经 225 分别有 67% 和 86% 的上市公司预期盈利将进一步增长, 明显高于 2023 年的 57%。

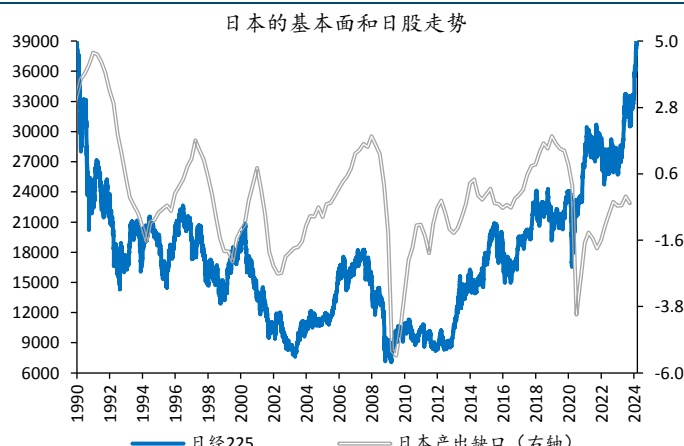


图表23: 今年日本春斗调薪实现了 5.3% 的平均涨幅



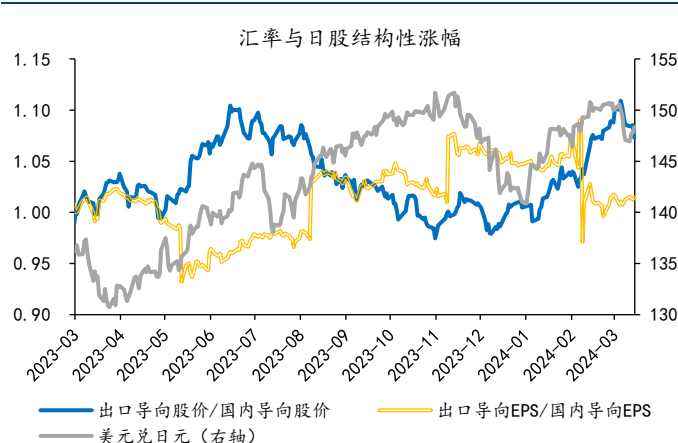
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表24: 日股走势与日本经济基本面表现较为相关



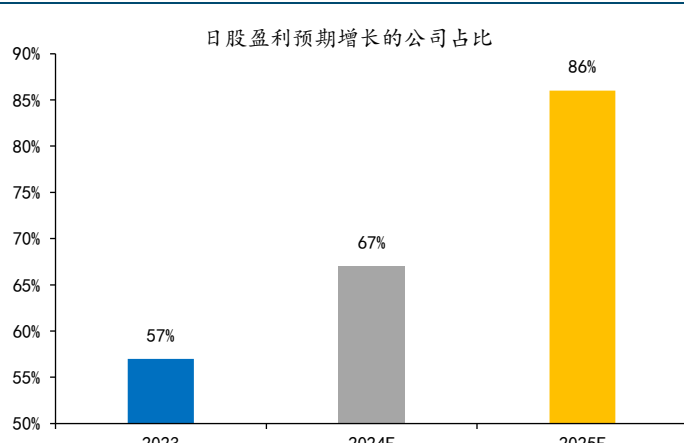
来源: Wind, 国金证券研究所

图表25: 贬值驱动下, 出口导向型行业更为受益



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表26: 日经 225 成分股 2024、2025 年盈利预期较好



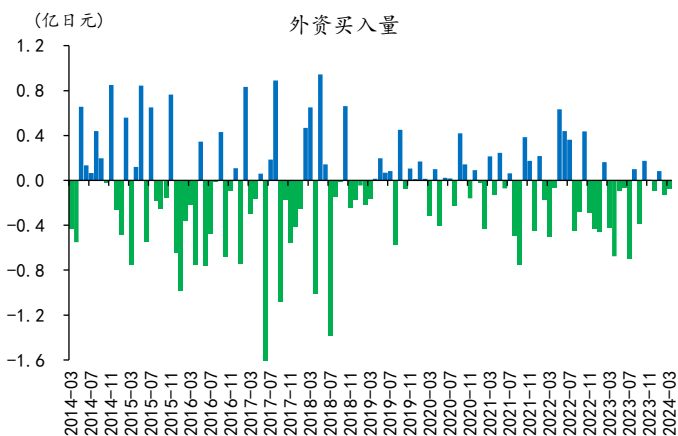
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

注: 出口导向行业包括可选消费、信息技术、材料、医疗保健等; 国内导向型为其他日股行业。

从资金面来看, 当前海外资金对日本股市的配置并不高; 随着东京证券交易所改革效果逐步显现, 日企在全球相对吸引力或进一步增强。2022 年以来, 在日股不断上行中, 外资对日股净卖出 2.7 万亿日元, 当前的配置权重相对偏低。当下, 日元融资成本优势仍在, 东证所的改革也将进一步提升日股相对吸引力。2014 年 8 月发布的《伊藤报告》对彼时的日股有两方面利好: 一方面, 日股 ROE 持续攀升, 日经 225 的 ROE 从 2014 二季度 7.7% 持续攀升至 2018 年四季度的 11.2%。另一方面, 市场也给予了高 ROE 个股更高的定价, 2015-2016 年, 1 至 4 月的年报行情中, 高 ROE 日股较低 ROE 的超额收益率分别为 5.5%、3.1%。



图表27: 2022年以来, 外资对日股的净买入量并不高



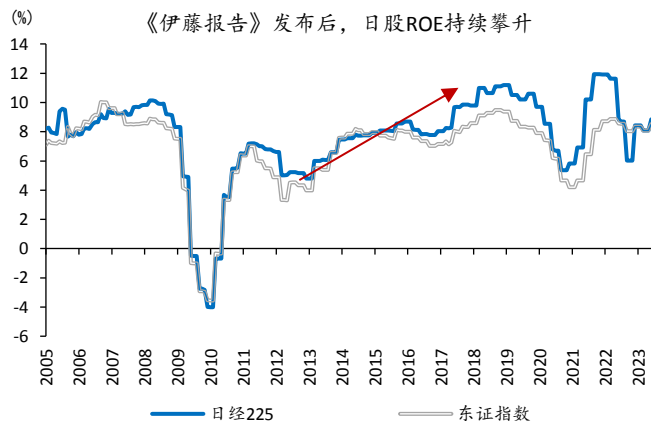
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表28: 伯克希尔哈撒韦公司多次以日元融资买入日股

公司债发行日	到期日区间	加权收益率(%)	融资总额(十亿日元)
2019-09-13	2024-2049年	0.5	430.0
2020-04-16	2023-2060年	1.07	195.5
2022-01-25	2027-2052年	0.5	128.5
2022-12-08	2025-2052年	0.7	115.0
2023-04-15	2026-2053年	1.1	164.4

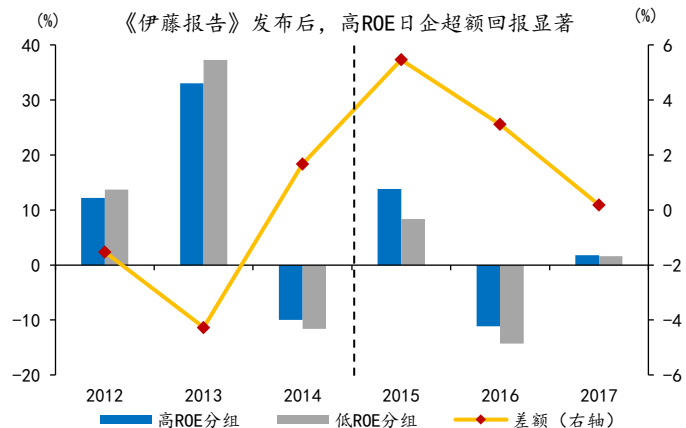
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表29: 《伊藤报告》发布后, 日股ROE持续攀升



来源: Wind, 国金证券研究所

图表30: 《伊藤报告》发布后高ROE个股取得超额回报

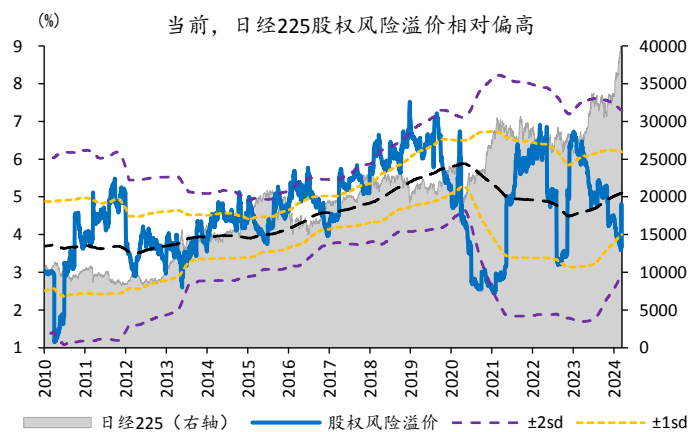


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

从情绪面来看, 日股前期上涨有盈利的支撑, 当前部分行业估值相对合理, 仍具有一定的上行空间。在经历了近期的大涨后, 从股权风险溢价来看, 日股的投资性价比已有所下降, 日经 225 股权风险溢价为 3.7%、略低于过去 3 年的一倍标准差。然而, 自 2012 年以来, 日经 225 指数的上涨中, 盈利、无风险利率和风险偏好贡献分别为 90.0%、1.2%、8.8%, 日股的上涨背后有盈利端坚实的支撑; 即便近期, 日股也仍有 AI 行情驱动下未来 12 个月 EPS 预期明显上修的助力, 动态市盈率仅 22.5 倍、远低于 1990 年的“泡沫期”。从行业层面来看, 当下可选消费、医疗等估值分位数分别为 39.3%、38.4%, 仍有一定上行空间。

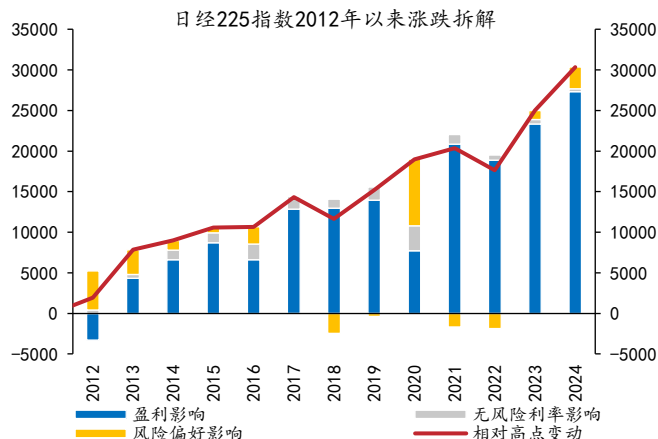


图表31：日经225股权风险溢价相对偏高



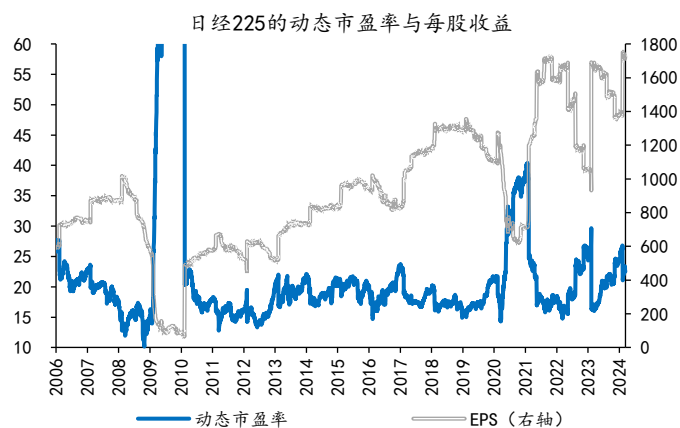
来源：Wind，国金证券研究所

图表32：日经225指数2012年以来的上涨主因盈利贡献



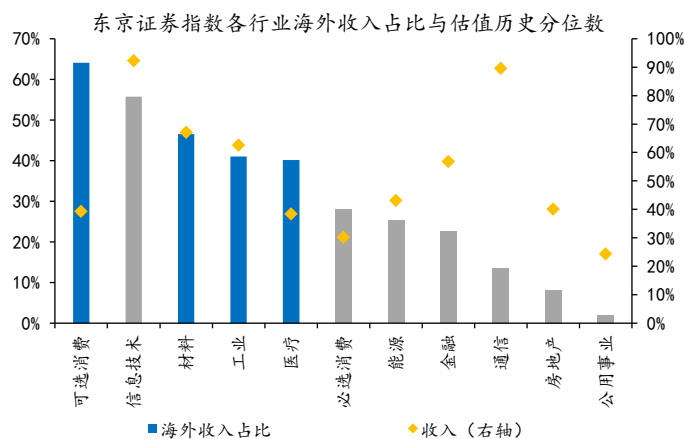
来源：Wind，国金证券研究所

图表33：日经225的动态市盈率为22.5倍



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表34：东证指数各行业的估值历史分位数



来源：Bloomberg，国金证券研究所

经过研究，我们发现：

1、3月7日以来，出于对“超宽松货币政策”退出的担忧，日股在创下历史新高后、持续调整。随着经济企稳、通胀改善，日央行官员频频发言表示“包括负利率政策、收益率曲线控制等政策或将调整”；截至3月15日，隔夜互换利率显示，日央行在3月19日加息概率已升至56%。受此影响，3月7日以来日股则步入调整，日经225下跌3.5%。

2、超宽松政策的调整，对日股冲击或相对有限。第一，在前期多次调整后，YCC最终退出，对日债收益率影响或相对有限。第二，日元升值幅度或也相对有限，且对出口传导的时滞等，或将弱化日元升值对日股盈利的冲击。第三，随着“通缩陷阱”的走出，日本经济已具有一定的内生动能；“超宽松政策”退出后，消费与财政刺激的“接力”下，日本经济也有望延续复苏。

3、向后看，日股基本面、资金面或有支撑，部分行业估值修复仍有空间。1) 基本面，日本经济正常化，或驱动日股盈利更广泛地修复；2024-2025年，日经225分别有67%和86%上市公司预期盈利增长。2) 资金面，2022年以来，外资对日股净卖出2.7万亿日元、当前配置比例偏低；随着东证所改革效果逐步显现，日企相对吸引力或进一步提升。3) 情绪面，日股前期上涨有盈利的支撑，当前部分行业估值相对合理，仍具有一定的上行空间。



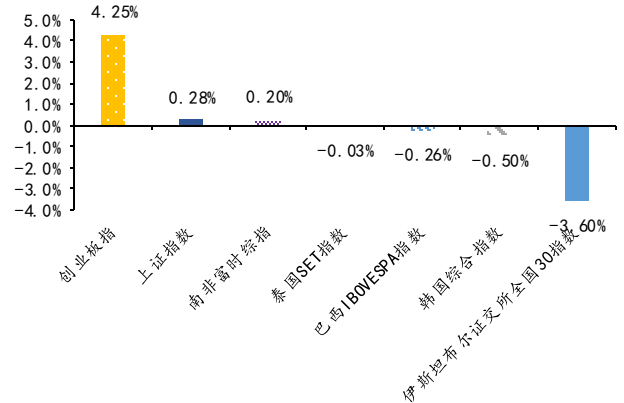
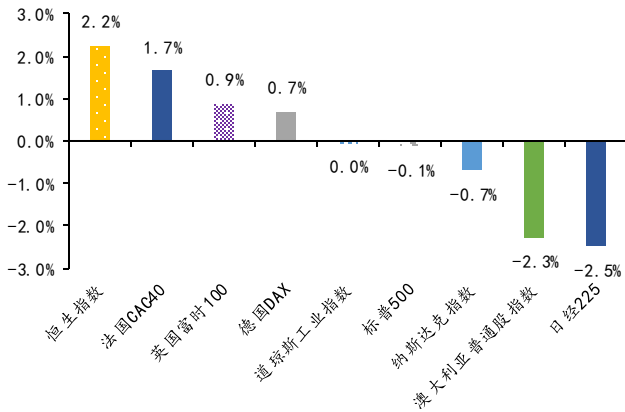
## 二、大类资产高频跟踪 (2024/03/11-2024/03/15)

### (一) 权益市场追踪：发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化

发达市场股指多数下跌，新兴市场股指走势分化。发达市场股指，恒生指数上涨 2.25%，法国 CAC40 上涨 1.7%，英国富时 100 上涨 0.88%，纳斯达克指数下跌 0.7%，澳大利亚普通股指数下跌 2.27%；日经 225 下跌 2.47%；新兴市场股指，创业板指上涨 4.25%，上证指数上涨 0.28%，南非富时综指上涨 0.2%，巴西 IBOVESPA 指数下跌 0.26%。韩国综合指数下跌 0.5%。伊斯坦布尔证交所全国 30 指数下跌 3.6%。

图表35：当周，发达市场股指多数下跌

图表36：当周，新兴市场股指走势分化



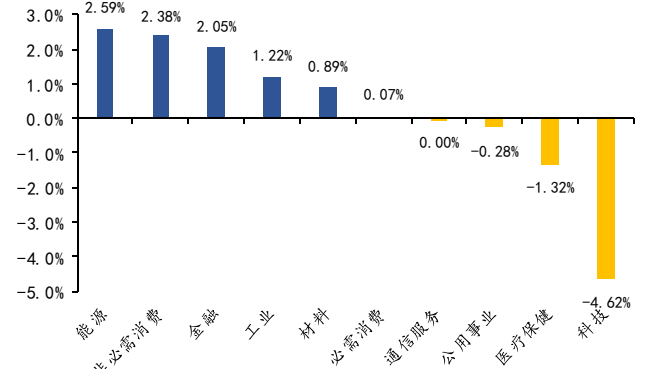
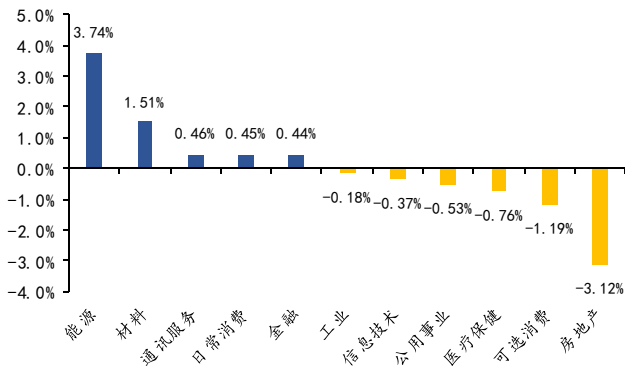
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

美国标普 500 行业，能源上涨 3.74%，材料上涨 1.51%，通讯服务上涨 0.46%，医疗保健下跌 0.76%；可选消费下跌 1.19%；房地产下跌 3.12%；欧元区行业，能源上涨 2.59%，非必需消费上涨 2.38%，金融上涨 2.05%，公用事业下跌 0.28%；医疗保健下跌 1.32%；科技下跌 4.62%。

图表37：当周，美国标普 500 行业走势分化

图表38：当周，欧元区行业走势分化



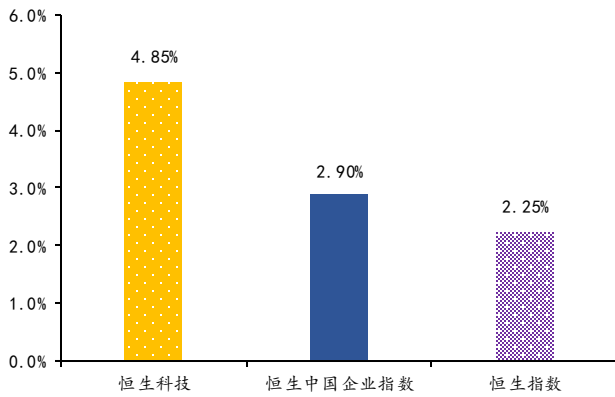
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

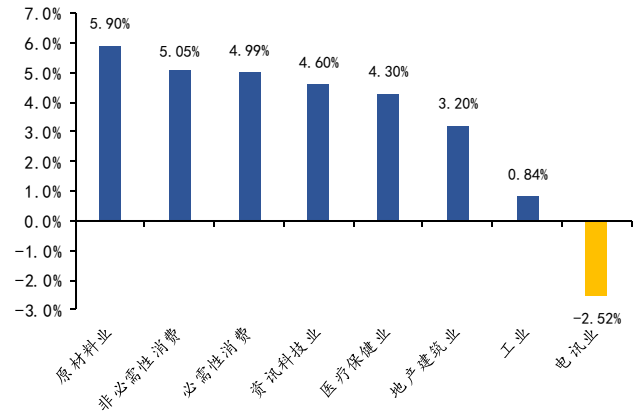
恒生指数全线上涨，行业方面多数上涨。恒生指数，行业方面，原材料业上涨 5.9%，非必需性消费上涨 5.05%，必需性消费上涨 4.99%，电讯业下跌 2.52%。



图表39: 当周, 恒生指数全线上涨



图表40: 当周, 行业方面多数上涨



来源: Wind, 国金证券研究所

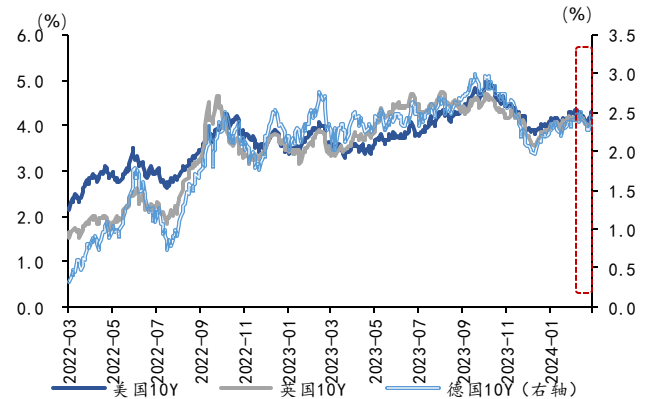
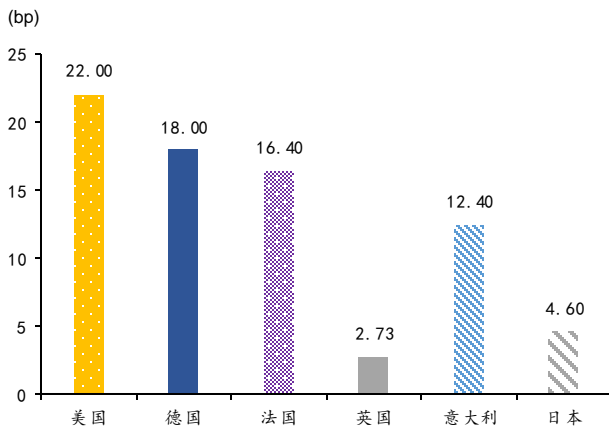
来源: Wind, 国金证券研究所

(二) 债券市场追踪: 发达国家10年期国债收益率全线上涨

发达国家10年期国债收益率全线上涨。美国10年期国债收益率上行22bp至4.31%，德国10年期国债收益率上行18bp至2.46%，法国10年期国债收益率上行16.4bp至2.87%，英国10年期国债收益率上行2.73bp至4.03%，意大利10年期国债收益率上行12.4bp至3.7%，日本10年期国债收益率上行4.6bp至0.79%。

图表41: 当周, 发达国家10年期国债收益率全线上涨

图表42: 当周, 10Y收益率美英德均上涨



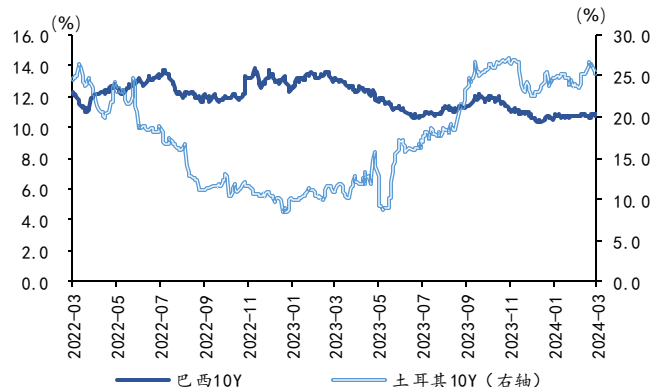
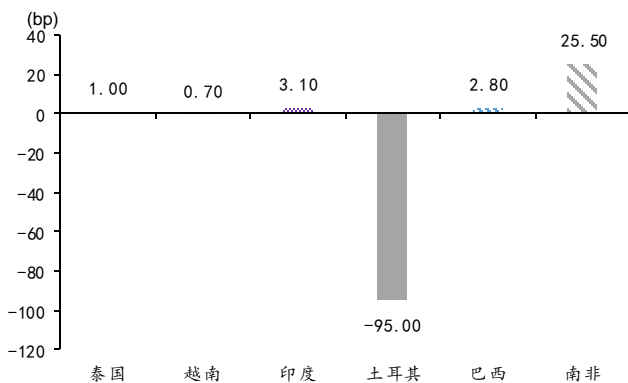
来源: Wind, 国金证券研究所

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。泰国上行1bp至2.54%，越南上行0.7bp至2.62%，印度上行3.1bp至7.06%，土耳其下行95bp至25.39%，巴西上行2.8bp至10.83%，南非上行25.5bp至10.37%。

图表43: 当周, 新兴市场10年期国债收益率多数上涨

图表44: 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

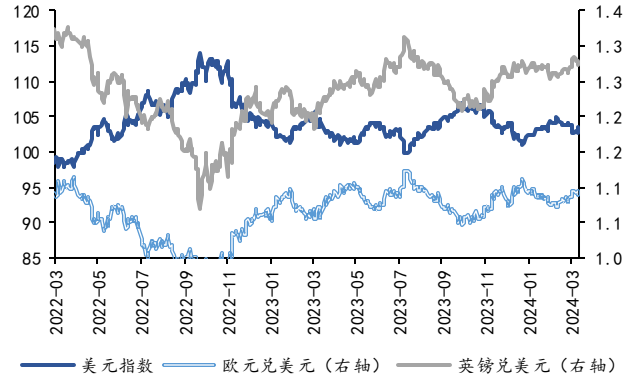
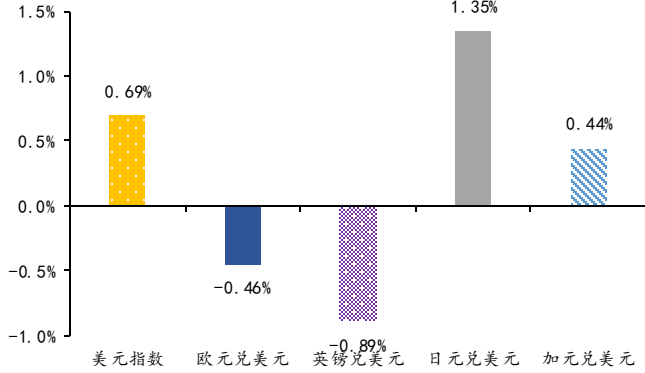


(三) 外汇市场追踪：美元指数上行,其他货币兑美元分化

美元指数上行,其他货币兑美元分化。美元指数上行1%至103.45。欧元兑美元贬值0.46%,英镑兑美元贬值0.89%,日元兑美元升值1.35%,加元兑美元升值0.44%,挪威克朗兑美元升值1.82%,主要新兴市场兑美元全线下跌。土耳其里拉兑美元贬值0.54%,印尼卢比兑美元贬值0.66%,菲律宾比索兑美元贬值0.17%,雷亚尔兑美元贬值0.31%,韩元兑美元贬值1.04%。

图表45: 当周, 美元指数上行, 其他货币兑美元分化

图表46: 当周, 英镑、欧元兑美元

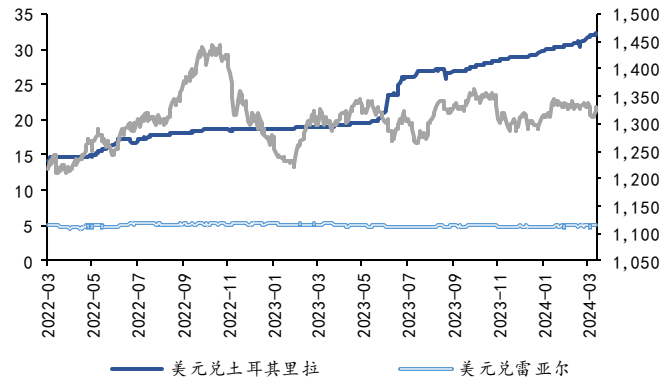
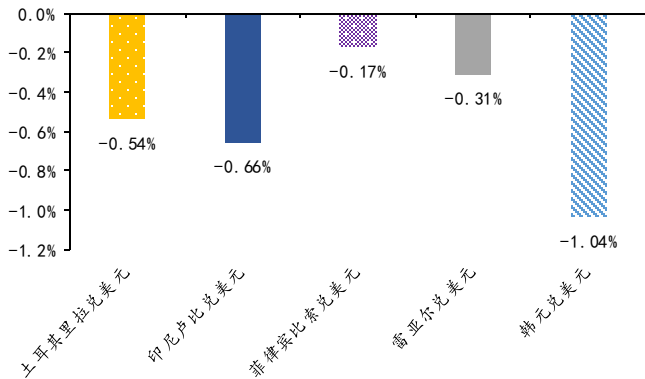


来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

图表47: 当周, 主要新兴市场兑美元全线下跌

图表48: 土耳其里拉和韩元兑美元



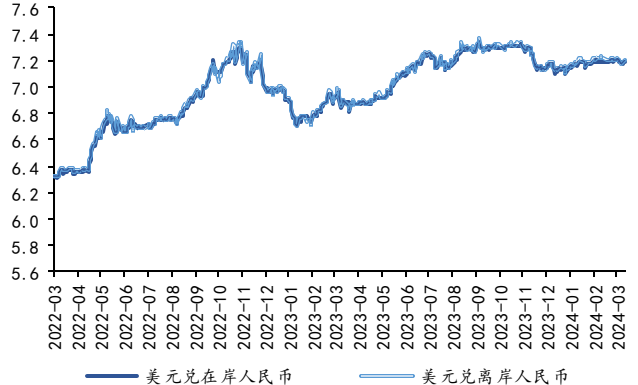
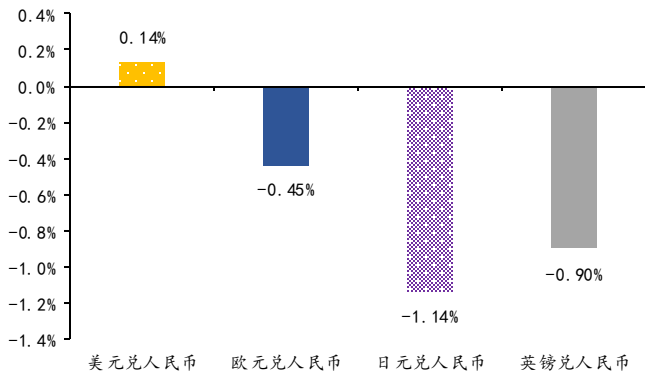
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值。美元兑人民币升值0.14%,欧元兑人民币贬值0.45%,日元兑人民币贬值1.14%,英镑兑人民币贬值0.9%。美元兑在岸人民币为7.2,美元兑离岸人民币为7.21。

图表49: 当周, 人民币兑美元贬值、兑欧元和英镑升值

图表50: 当周, 美元兑人民币升值



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：有色全线上涨，黑色多数下跌

本周原油全线上涨，创四个月以来最高，黑色系普遍调整。原油价格全线上涨，WTI 原油价格上涨 3.88%，布伦特原油价格上涨 3.97%。EIA 月报对原油需求的预期压制了美国的通胀数据，WTI 一度超过 81 美元，创 4 个月来最高。宏观方面，美国公布了多项重要数据，美国 2 月 PPI 同比 1.6%，预期 1.2%，前值 0.90%。2 月 PPI 环比 0.6%，预期 0.30%，前值 0.30% 为 2023 年 8 月以来的最大增幅。结合周二公布的 CPI 数据，美通胀问题依然存在。基本面方面，EIA 最新月报将 2024 年石油需求增长提高了 11 万桶/日至 130 万桶/日，并认为欧洲美国的鸽派信号表明经济已走出低迷。同时 EIA 认为，基于目前 opec+ 的减产计划，今年原油可能出现供不应求的现象。

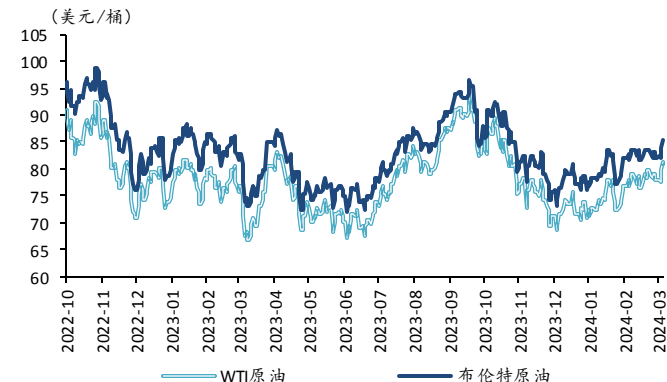
图表51：当周，有色全线上涨，黑色多数下跌

类别	品种	2024-03-15	2024-03-08	2024-03-01	2024-02-23	2024-02-16
原油	WTI原油	3.88%	-2.45%	4.55%	-3.41%	3.06%
	布伦特原油	3.97%	-1.76%	2.36%	-2.22%	1.56%
贵金属	COMEX黄金	-0.92%	4.52%	2.28%	1.48%	-0.78%
	COMEX银	3.68%	4.65%	0.93%	0.50%	1.57%
有色	LME铜	4.25%	1.97%	-0.69%	1.57%	2.53%
	LME铝	0.64%	1.58%	1.12%	-1.50%	0.81%
	LME镍	1.52%	3.50%	0.23%	6.10%	2.66%
	LME锌	0.98%	5.57%	0.67%	0.93%	1.67%
黑色	玻璃	-0.93%	-2.00%	-2.60%	-6.41%	
	焦煤	-9.54%	-2.86%	0.82%	1.15%	
	沥青	1.27%	-1.41%	0.14%	-0.22%	
	铁矿石	-10.89%	0.63%	-3.06%	-6.69%	
	螺纹钢	-5.45%	-1.91%	-0.71%	-1.66%	
农产品	生猪	0.26%	2.58%	0.27%	9.01%	
	棉花	-1.27%	0.31%	-1.04%	1.84%	
	豆粕	1.79%	4.80%	3.00%	-0.37%	
	豆油	2.25%	2.80%	2.42%	1.11%	

来源：Wind，国金证券研究所

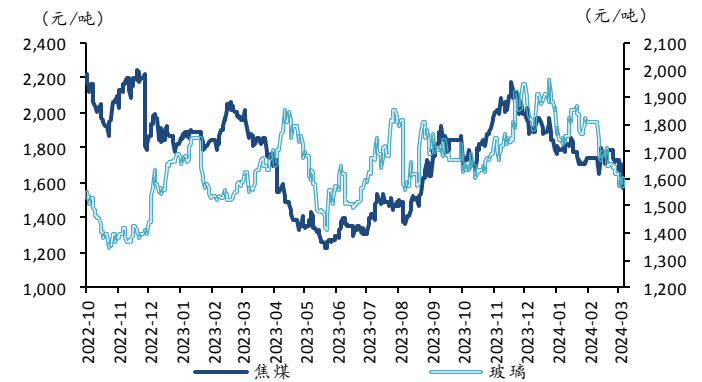
黑色价格几乎全线下跌，焦煤下跌 9.54%，铁矿石下跌 10.89%。焦煤市场延续“供应增加、需求偏弱”的逻辑，期货价格振荡向下。3 月 12 日焦炭的第 5 轮降价全面落地后，焦煤市场的悲观情绪进一步恶化，现货市场焦煤价格跌幅扩大，期货在现货降价及悲观情绪的影响下，3 月 14 日焦煤期货 2405 合约跌破 1600 元/吨，这也是自 2023 年 10 月以后首次跌破 1600 元/吨。铁矿石价格大跌主要原因有两方面：一是铁矿供应明显高于去年同期。钢联数据显示，2 月澳、巴发运 9337 万吨，同比增长 3.77%。二是钢厂生产自律性加强，需求未有明显好转。近期由于唐山环保限产和其他地区钢厂临时检修，上周 247 家样本钢厂铁水日均产量为 222.25 万吨/天，环比下降 0.61 万吨/天。

图表52：WTI 原油、布伦特原油价格均上涨



来源：Wind，国金证券研究所

图表53：当周，焦煤价格下跌



来源：Wind，国金证券研究所

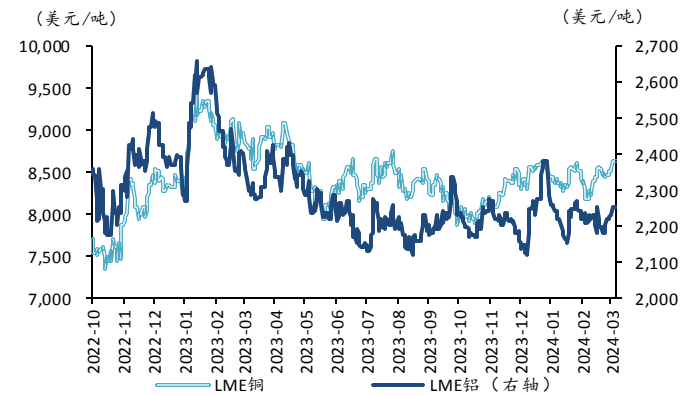
有色均上涨，铜、铝、镍、锌分别上涨 4.25%、0.64%、1.52%、0.98%，通胀预期从前值的 2% 升至 2.32%。COMEX 黄金跌至 2157.7 美元/盎司。10Y 美债实际收益率从前值的 1.81% 升





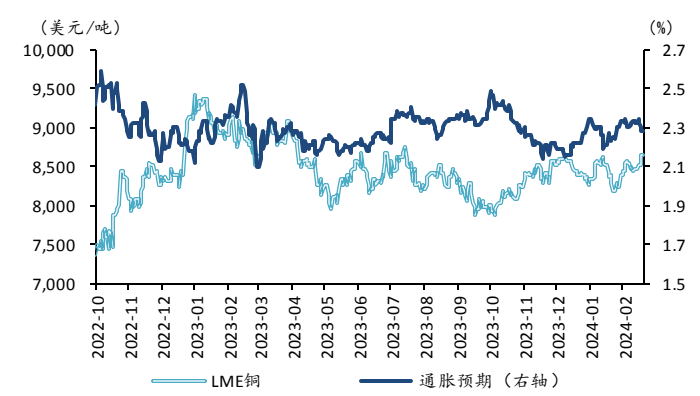
至 1.99%。

图表54: 当周, 铜铝价格均上涨



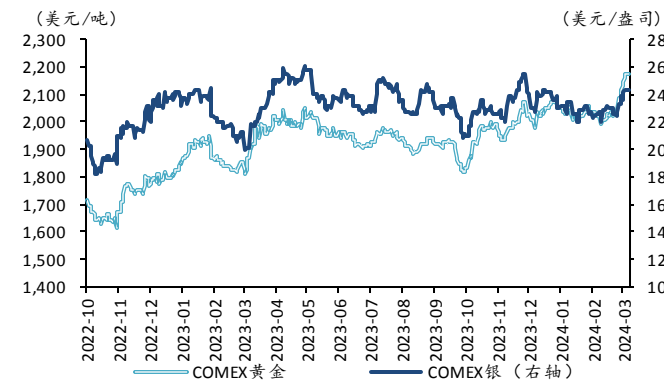
来源: Wind, 国金证券研究所

图表55: 当周, 通胀预期升至 2.32%



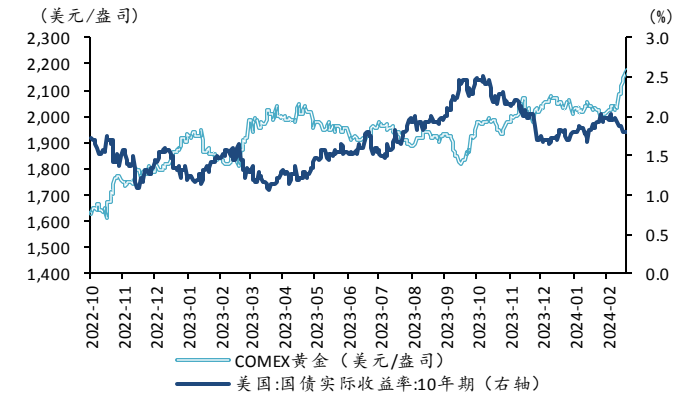
来源: Wind, 国金证券研究所

图表56: 当周, 黄金、白银分化



来源: Wind, 国金证券研究所

图表57: 当周, 10Y美债实际收益率升至 1.99%



来源: Wind, 国金证券研究所

## 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023 年 1 月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与 2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧 2023 年仍面临超额工资通胀压力。



**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