



国内

计算得到2022年四季度的GDP同比分别为4.2%、5.8%、5.7%、5.6%，全年实际GDP同比约为5.4%，反映今年以来的稳增长政策很好地抵消了疫情带来的负面影响。



策略

当前高股息率的行业主要集中在具有“攻守兼备”特征的一个典型为地产、金融、周期股。当前最典型的是以国企为主，高股息集中在钢铁、地产及部分消费行业。



国际

长端美债利率的上行可能尚未结束，警惕利率上行对成长股的冲击。



行业

房地产、电力设备与新能源和工业数字化

一、国内——疫情冲击下GDP的再评估

（一）疫情后月度经济增长指标与实际GDP的数量关系

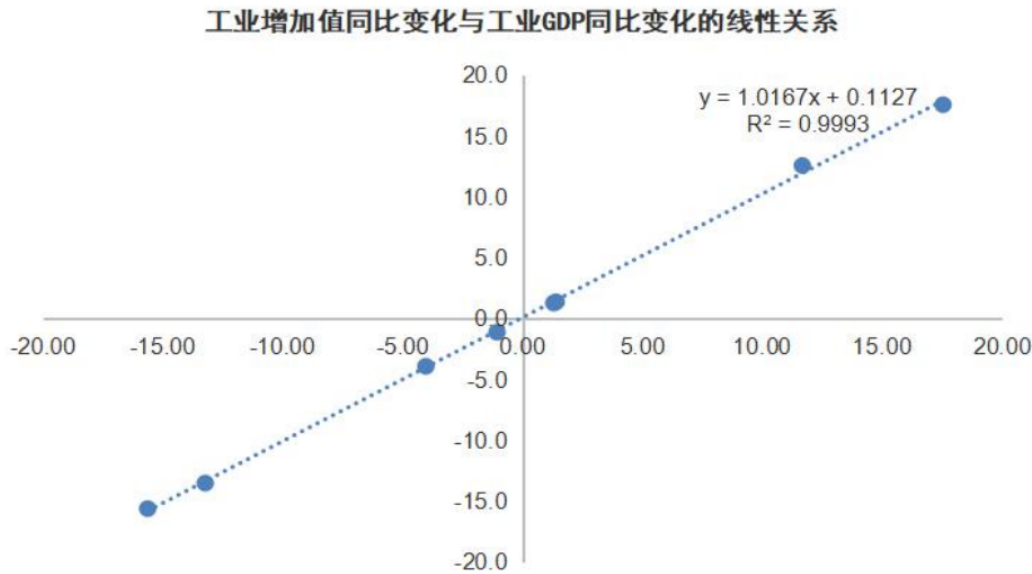
考察结果显示，2020年以来国内规模以上工业增加值同比与工业实际GDP同比较上一期的变化幅度呈现1:1的线性关系；服务业生产指数同比与第三产业实际GDP同比较上一期的变化幅度呈现1:0.5的线性关系，社会消费品零售总额同比与服务业生产指数同比较上一期的变化幅度呈现1:0.7的线性关系，由此可推断社会消费品零售总额同比与第三产业实际GDP同比较上一期的变化幅度呈现1:0.35的线性关系；房地产开发与基建合计投资金额同比与建筑业实际GDP同比较上一期的变化幅度基本呈现1:1的线性关系。

值得注意的是，这种较为稳定的线性关系仅在疫情发生后呈现，在疫情之前没有如此稳定的线性关系。

1.规模以上工业增加值同比与工业GDP同比。

2020年以来国内规模以上工业增加值与工业GDP同比变化具有非常好的线性关系，二者的变化幅度基本呈现1:1的线性关系，R方为0.9993。

图1：2020 年以来国内规模以上工业增加值与工业 GDP 同比变化呈现 1:1 的线性关系

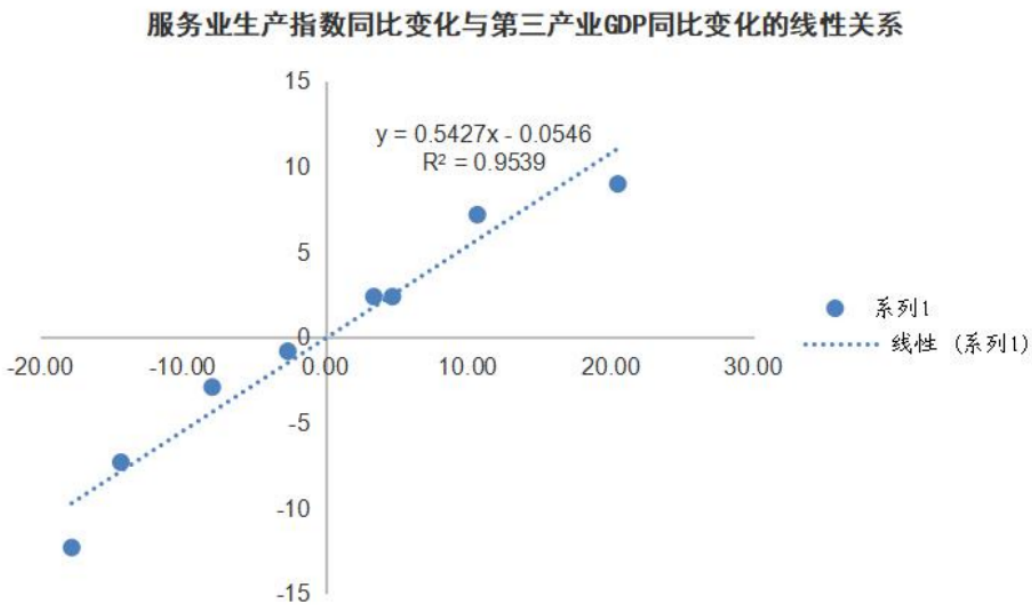


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2.服务业生产指数同比与第三产业GDP同比。

2020年以来国内服务业生产指数与第三产业GDP同比变化具有非常好的线性关系，二者的变化幅度基本呈现1:0.5的线性关系，R方为0.9539。

图2：2020 年以来国内服务业生产指数与第三产业 GDP 同比变化呈现 1:0.5 的线性关系

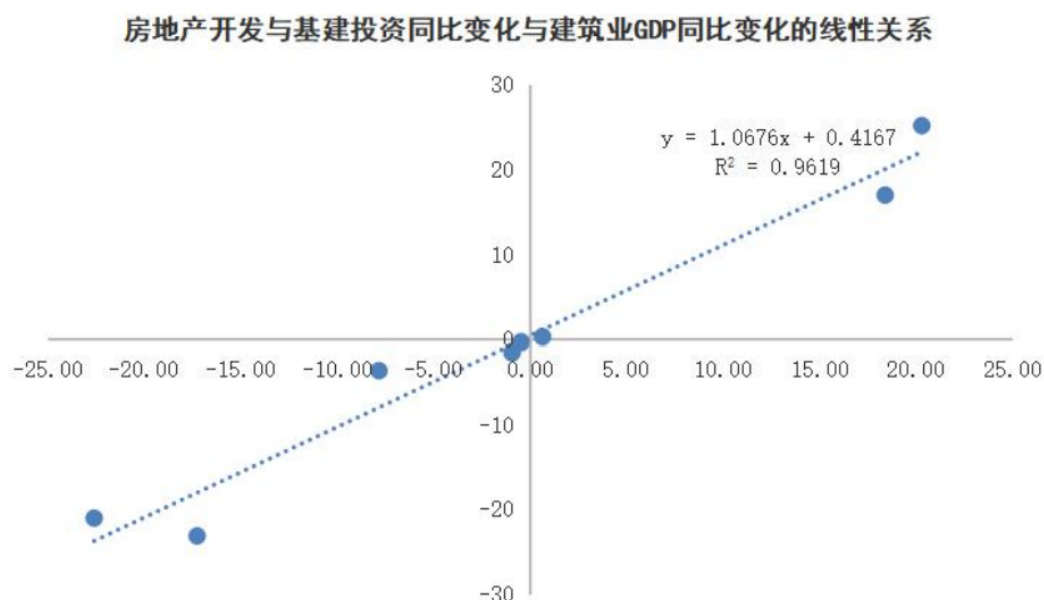


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

3.房地产开发与基建合计投资金额同比与建筑业GDP同比。

2020年以来国内房地产开发与基建合计投资金额与建筑业GDP同比变化具有非常好的线性关系，二者的变化幅度基本呈现1:1的线性关系，R方为0.9619。

图3：2020年以来国内房地产开发与基建合计投资金额与建筑业GDP同比变化呈现1:1的关系

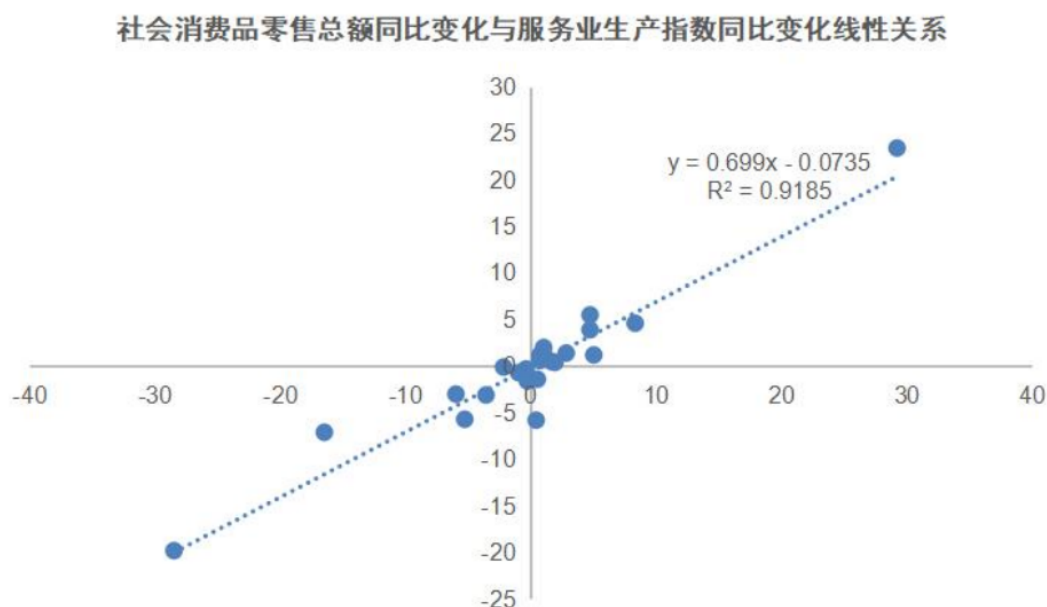


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

4.社会消费品零售总额同比与服务业生产指数同比。

2020年以来国内社会消费品零售总额与服务业生产指数同比变化具有较好的线性关系，二者的变化幅度基本呈现1:0.7的线性关系，R方为0.9185。

图4：2020 年以来国内社会消费品零售总额与服务业生产指数同比变化呈现 1:0.7 的关系



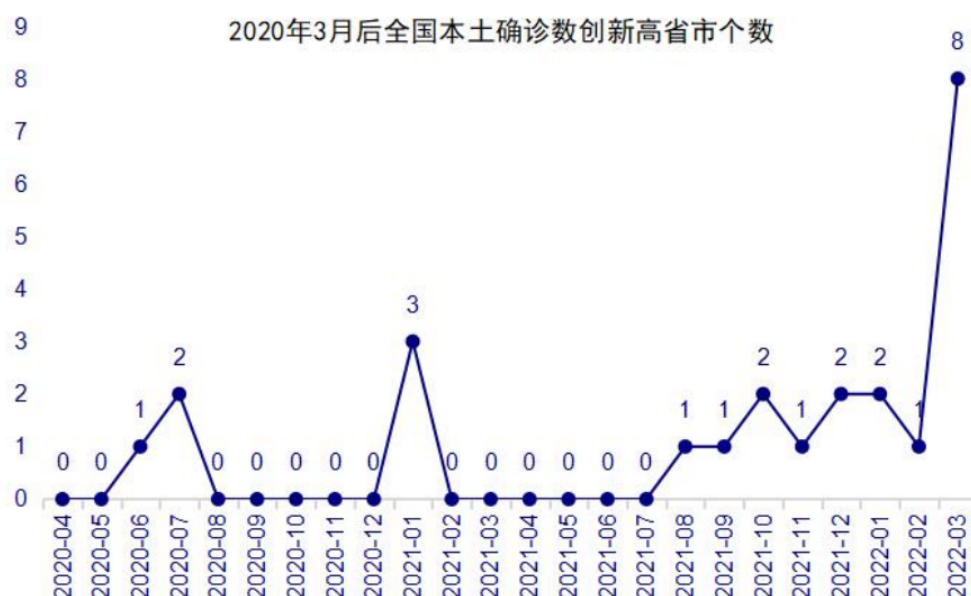
资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

（二）历史上疫情影响严重区域经济增长承受的下行压力大小评估

考虑到疫情发生后，国内坚持动态清零政策，本土确诊病例数远远少于海外。随着疫情持续反复，人们不断熟悉和积累相关应对经验，目前政府也尽力实施精准化的防疫政策，因此若本土确诊病例数没有创历史新高，则人们大概率可以很好地进行应对，疫情对人们生活的影响相对较小。

但如果本土确诊病例数超过了以往任一时期，可能会打破舒适圈，人们会感觉到压力，防疫政策因此加严，疫情对经济增长的负面影响或明显加大。因此我们将本土确诊病例数量创历史新高的省市定义为疫情影响严重区域。

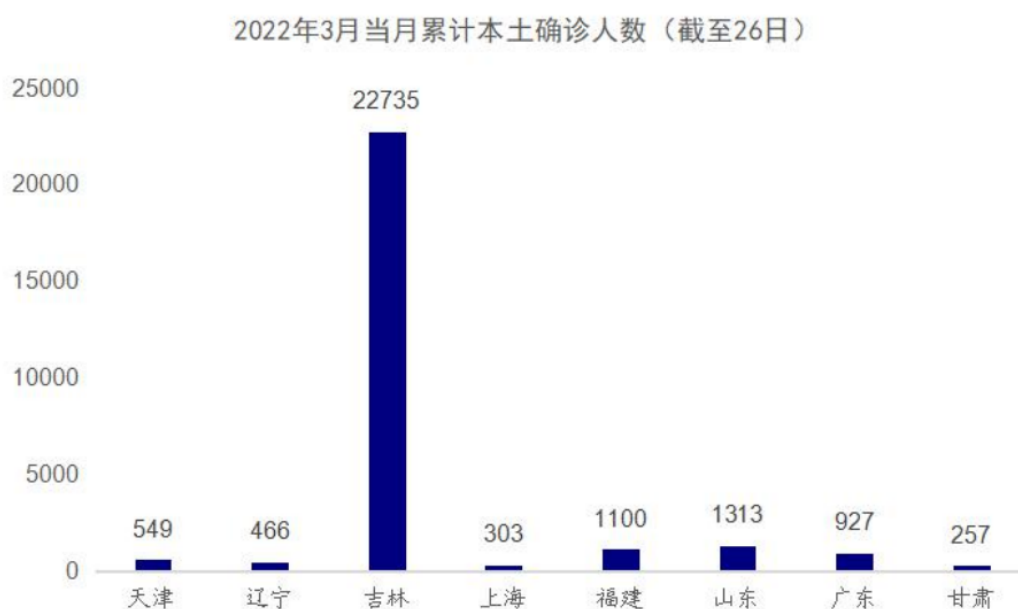
图5：2020年3月后全国本土确诊创新高省市个数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

2021年1月至2022年2月，国内本土确诊病例创历史新高的省市有12个，分别是：河北、吉林、黑龙江、江苏、福建、内蒙古、甘肃、辽宁、陕西、河南、广西、天津。

图6：各省市创新高当月本土确诊人数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

疫情影响严重区域工业增加值同比增速最大拖累15.5个百分点，社会消费品零售总额同比增速最大拖累7.8个百分点，房地产开发投资同比。

最大拖累26.0个百分点。（注：历史上没有哪个省市这三个指标同时出现最大拖累幅度）

假设疫情影响下基建投资同比增速下行幅度与房地产开发投资相仿，则疫情影响严重区域整体房地产开发与基建投资金额同比最大下行约26.0个百分点。

结合前述月度经济指标与生产法GDP同比之间的线性关系，疫情影响严重区域工业实际GDP月度同比最大拖累约15.5个百分点，第三产业实际GDP月度同比最大拖累约2.7个百分点，建筑业实际GDP月度同比最大拖累约26.0个百分点。

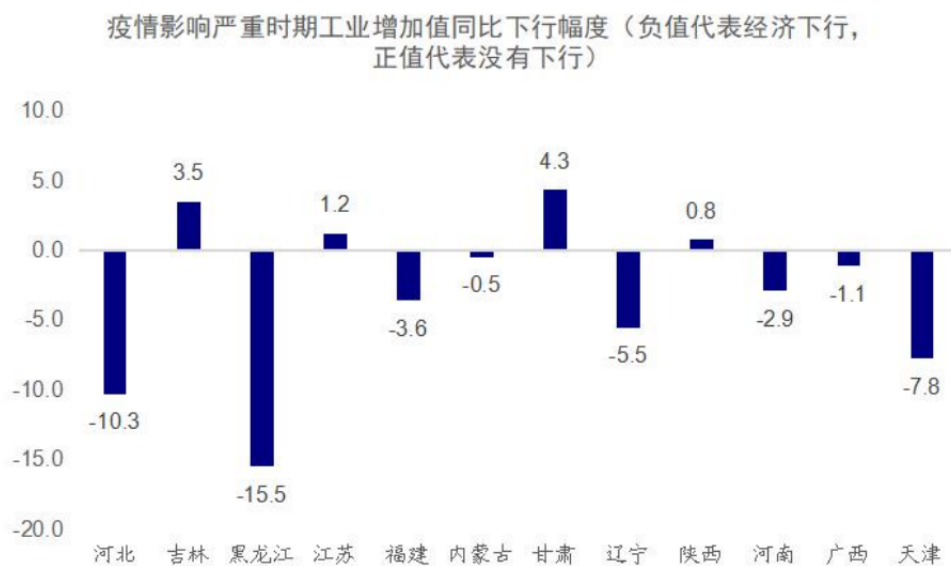
工业实际GDP、第三产业实际GDP、建筑业实际GDP占总GDP的比例分别约为33%、50%、8%，因此疫情影响严重区域整体实际GDP月度同比最大拖累约8.6个百分点，其中第二产业实际GDP月度同比最大拖累约17.5个百分点，第三产业实际GDP月度同比最大拖累约2.7个百分点。

另外，疫情影响严重时期，工业增加值同比增速最小拖累0.5个百分点，社会消费品零售总额同比增速最小拖累0.8个百分点，房地产开发投资同比最小拖累3.0个百分点。（注：有些疫情影响严重区域并未出现拖累，这里的最小拖累是指出现拖累省市中的最小幅度）

按此估计，疫情影响严重区域整体实际GDP月度同比最小拖累约0.6个百分点，其中第二产业实际GDP月度同比最小拖累约1.0个百分点，第三产业实际GDP月度同比最小拖累约0.3个百分点。

工业增加值同比增速最大拖累 15.5 个百分点

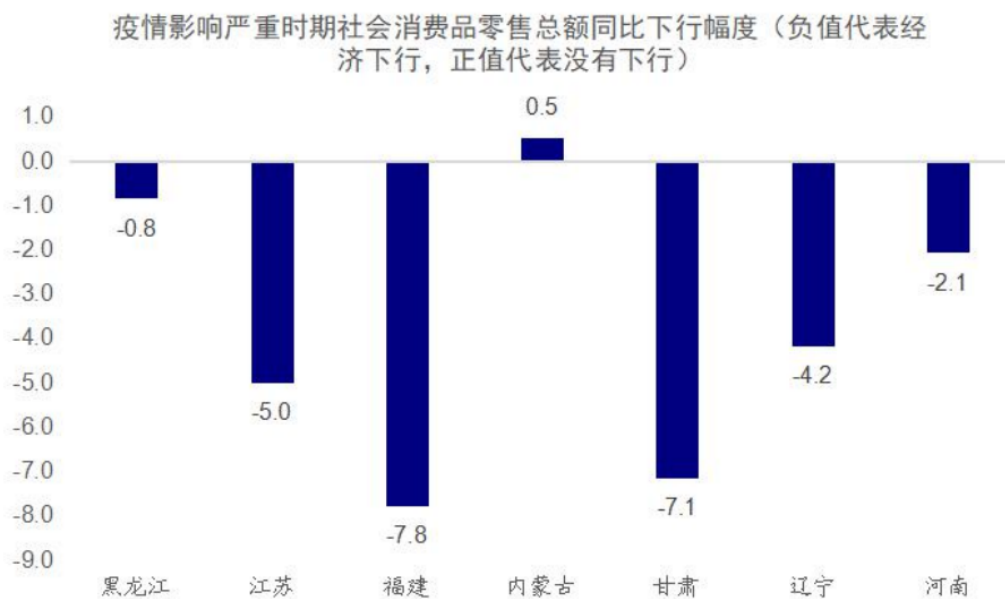
图7：疫情影响严重时期，工业增加值同比增速最大拖累 15.5 个百分点



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

社会消费品零售总额同比增速最大拖累 7.8 个百分点

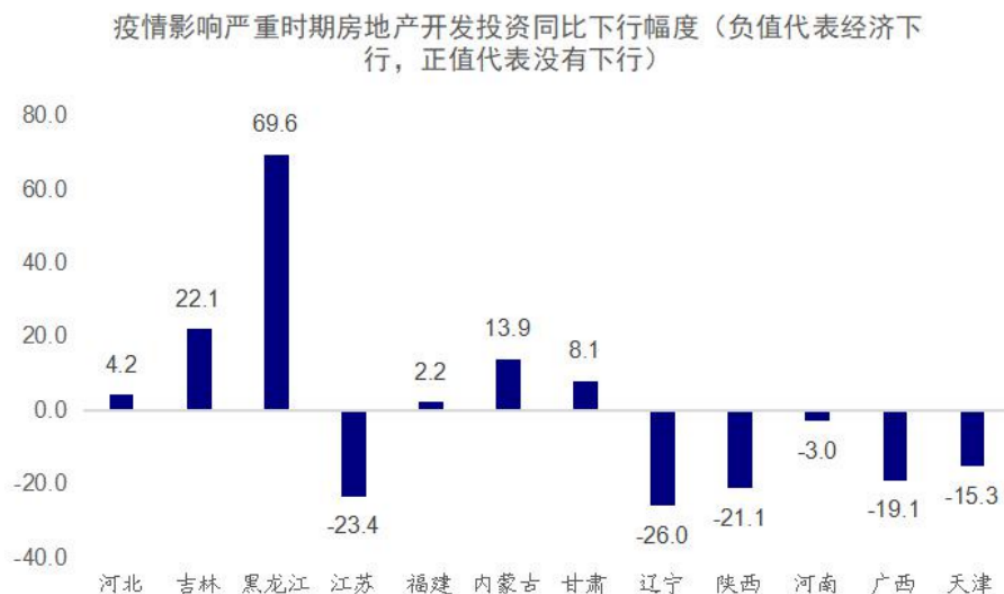
图8：疫情影响严重时期，社会消费品零售总额同比增速最大拖累 7.8 个百分点



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

房地产开发投资同比增速最大拖累 26.0 个百分点

图9：疫情影响严重时期，房地产开发投资同比增速最大拖累 26.0 个百分点



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

（三）今年3月国内疫情影响明显扩大

截至2022年3月26日，2022年3月出现本土确诊病例省市个数已达到28个，明显高于2021年的三个峰值，仅次于2020年1-2月。

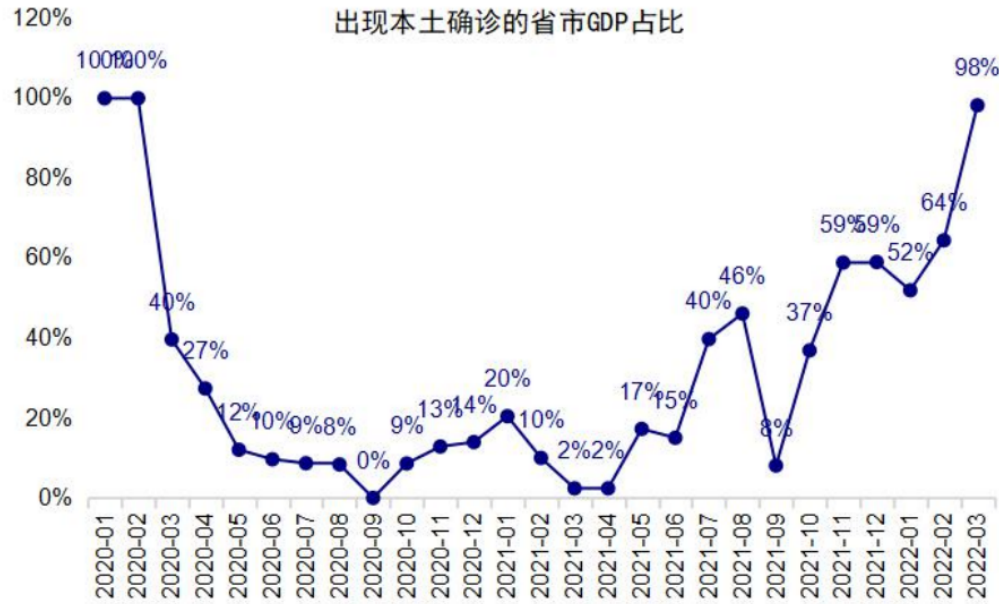
图10：国内出现本土确诊病例省市个数



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

从出现本土确诊病例省市GDP占比情况来看，2021年1月出现本土确诊病例省市的GDP占比约为20%；2021年8月上升至46%；2021年11月上升至59%；2022年2月上升至64%；2022年3月继续上升至98%。

图 11：国内出现本土确诊病例省市 GDP 占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

(四) 疫情冲击下2022年国内实际GDP同比测算

1.2022年1-2月实际GDP同比测算。

2022年1-2月规模以上工业增加值同比增速为7.5%，较去年四季度均值抬升3.6个百分点，这意味着1-2月工业GDP同比增速较去年四季度抬升约3.6个百分点。

1-2月服务业生产指数同比4.2%，较去年四季度均值抬升0.9个百分点，这意味着1-2月第三产业GDP同比增速较去年四季度抬升约0.45个百分点。

1-2月房地产开发与基建投资金额合计同比5.9%，较去年四季度均值抬升10.6个百分点，这意味着1-2月建筑业GDP同比增速较去年四季度抬升约10.6个百分点。

工业、服务业、建筑业GDP占比约为33%、50%、8%，因此，1-2月国内实际GDP同比增速较去年四季度或抬升约2个百分点，达到6%左右的水平，实

现开门红。其中第二产业GDP同比较去年四季度抬升约5.0个百分点至7.5%；第三产业GDP同比较去年四季度抬升约0.45个百分点至5.1%。

值得注意的是，今年1-2月服务业生产指数同比4.2%是一个较低的水平，明显低于2021年全年的两年平均同比增速6.3%，表明1-2月国内疫情反复已经对服务业生产造成了不容忽视的负面影响。

2.2022年3月实际GDP同比测算。

假设2022年3月国内疫情并未继续扩散，而是维持1-2月时的影响水平，则3月国内工业、建筑业、服务业生产景气度大概率可以维持1-2月时的水平。

若3月疫情和政策均不发生变动，3月国内实际GDP同比增速或从1-2月的6%左右回落至5.5%。

但实际上3月国内疫情加速扩散，多个省市当月确诊人数超过1000人，大概率对国内经济增长造成较大的拖累。

根据前述分析，2021年1月至2022年2月，疫情影响严重地区整体实际GDP月度同比最大被拖累约8.6个百分点。

2022年3月全国本土确诊病例数量创历史新高的8个省市GDP占比约为32%，若这8个省市3月经济被拖累幅度均达到8.6个百分点，则这8个省市经济下行对3月全国实际GDP当月同比的拖累约为2.8个百分点。

除了这8个疫情影响严重的省市，国内还有另外20个省市出现了本土确诊病例，这20个省市GDP占比约为66%。

考虑到防疫政策精准化以及稳增长政策的促进作用，这20个省市受疫情冲击的影响估计比较小，参考历史上疫情影响严重时期经济指标下行幅度较小的省市，这20个省市工业增加值当月同比或下行0.5个百分点（参考：2021年8月的江苏），社会消费品零售总额当月同比或下行0.8个百分点（参考：2021年1-2月的黑龙江），房地产开发投资当月同比或下行3.0个百分点（参考：2022年1-2月的河南）。

因此，这20个受疫情冲击影响较小的省市3月工业GDP同比或下行0.5个百分点，第三产业GDP同比或下行0.3个百分点，建筑业GDP或下行3.0个百分点，整体实际GDP同比或下行0.6个百分点。

考虑到这20个省市GDP占比为66%，因此对全国3月实际GDP同比的拖累约为0.4个百分点。

8个受疫情影响严重以及20个也受疫情影响的28个省市合计对3月实际GDP同比的拖累约为3.2个百分点。

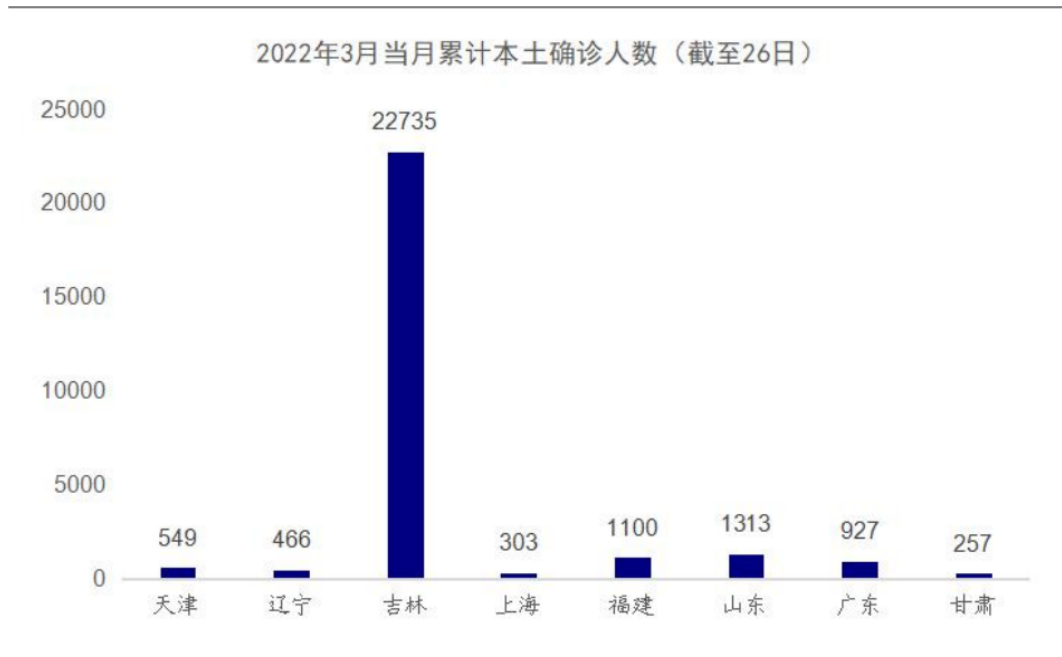
综上所述，若3月疫情和政策均不发生变动，3月国内实际GDP同比增速或从1-2月的6%左右回落至5.5%左右。但实际上2022年3月受疫情加速扩散影响，3月国内实际GDP当月同比或较正常状态下下行约3.2个百分点至2.3%左右。

图13：2020年3月后全国本土确诊创新高省市GDP占比



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

图 14: 国内 8 个疫情影响严重省市的当月确诊人数一览



资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

3.2022年一季度实际GDP同比测算。

2022年3月国内受疫情加速扩散影响，3月国内实际GDP当月同比或较正常状态下行至2.3%左右，在此情况下2022年一季度国内实际GDP同比或约为4.2%。

根据2016年不变价金额测算，受到疫情明显扩散的影响，3月国内GDP不变价金额减少约3000亿，其中第二产业GDP减少约2200亿，第三产业GDP减少约800亿。

4.2022年四个季度实际GDP同比测算。

我们先给定一个基准经济增长趋势：2022年不变价GDP金额四个季度的环比增速持平2019年、2021年同期均值。根据这个趋势，我们可以得到2022年四个季度不变价GDP金额的具体数值。基准情形下2022年全年国内实际GDP同比增长5.4%。

根据前述测算，受3月疫情明显扩散影响，2022年一季度国内实际GDP同比增速或约为4.2%，其中3月疫情使得一季度实际GDP金额减少了3000亿元。

我们估计随着疫情得到控制，一季度损失的3000亿元中，将有1500亿左右在二季度进行补偿（预计主要是投资相关需求补偿）。

因此，2022年二季度国内不变价GDP金额可在前述基准情形下增加1500亿元，三、四季度国内不变价GDP金额则保持基准情形，按此计算得到2022年后三个季度的实际GDP同比。

在此情形下，2022年全年国内实际GDP同比增长持平基准情形的5.4%，这反映今年以来的稳增长政策很好地抵消了疫情带来的下行压力。

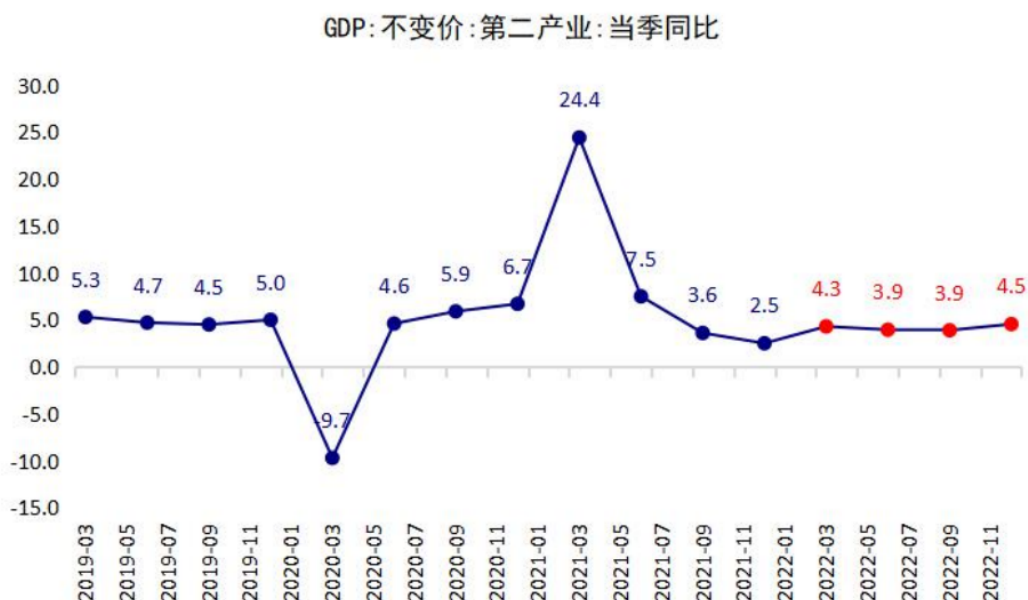
按同样的方法，可计算得到2022年四个季度第二产业、第三产业实际GDP同比增速。

图 15: 2022 年四个季度实际 GDP 同比预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 16: 2022 年四个季度第二产业实际 GDP 同比预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2022 年四个季度第三产业实际 GDP 同比预测一览



资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理

来源: [国信证券](#)-宏观经济专题研究: 疫情冲击下GDP的再评估

二、国际——美债破2.5+曲线倒挂=衰退?

(一) 倒挂是因为加息还是因为要衰退了?

1.美债期限利差在什么情况下会收窄甚至出现倒挂?

一种情况是10年期上升，但是2年期较10年期上升更快，整条收益率曲线上移；

第二种情况是10年期回落，但2年期回落速度慢或是仍在上升。

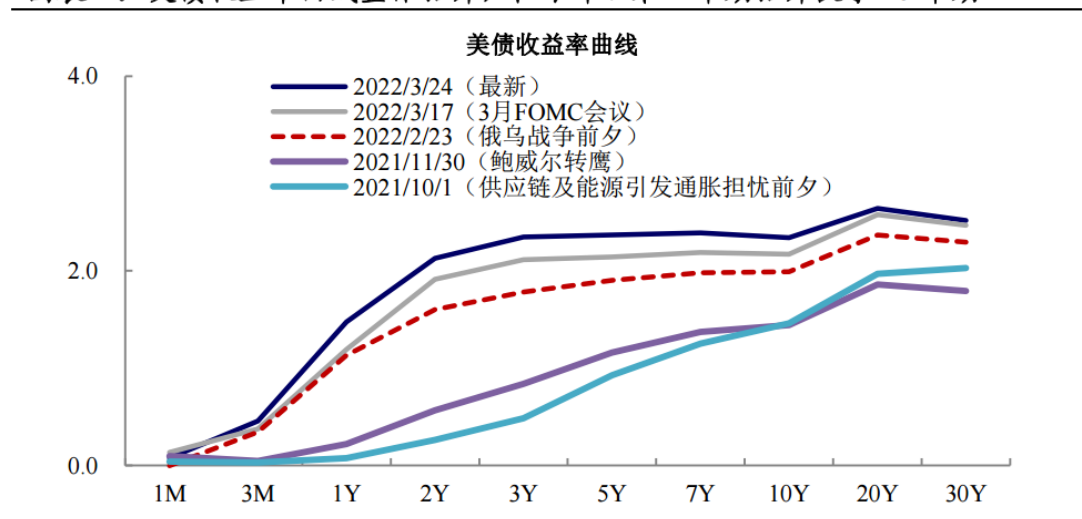
当前的情况更符合第一种情况，这往往出现在加息周期中，而第二种情况则往往出现在货币政策调整滞后宏观风险的时候。

2.当前美债收益率整体上移下的收窄——往往是加息周期开启的形态。

美联储加息加的是[美国银行](#)间的隔夜拆解利率，因此对短端收益率的影响往往会更快、更直接。

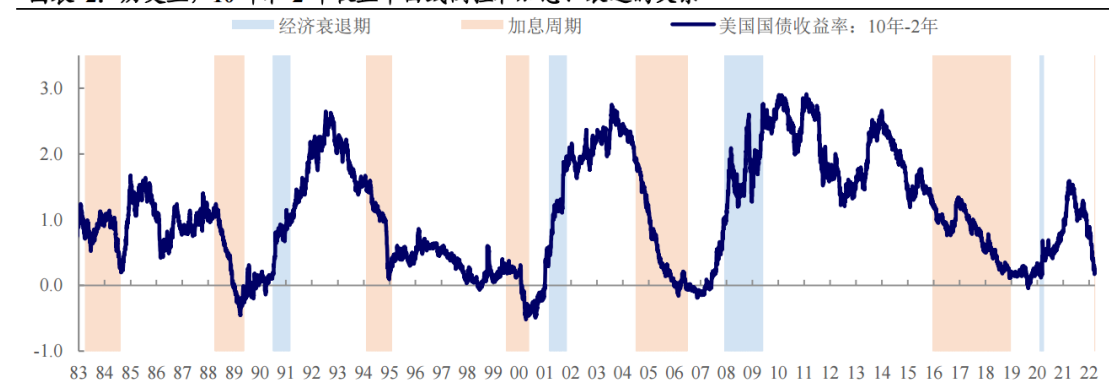
由于货币紧缩会带来对未来经济和通胀走势的抑制，意味着短期通胀和增长的预期要高于长期，则体现为短端收益率会比长端收益率上行更快。

图表 1：美债收益率曲线整体抬升，但今年以来2年期抬升快于10年期



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 2：历史上，10年和2年收益率曲线倒挂和加息、衰退的关系



注：数据截至2022.3.25

数据来源：Wind，Bloomberg，NBER，兴业证券经济与金融研究院整理

3.期限倒挂至衰退的传导时间差别很大。

从历史来看，10年期和2年期收益率曲线的倒挂到衰退的传导时间则变化较大，从5个月到23个月不等，这取决于倒挂出现时宏观经济的一个情况，比如杠杆率的高低、金融部门的安全垫是否足够、经济所处的周期是否可以实现弱着陆而非衰退等等。

图表 3: 10Y-2Y 倒挂不一定每一次都伴随衰退，且从倒挂到衰退的时间传导从 5 个月到 23 个月不等

首次加息时间	首次加息到倒挂的间隔（月）	倒挂延续的时间（月）	出现倒挂到衰退的时间（月）
	10Y-2Y	10Y-2Y	10Y-2Y
1983/3			
1988/3	9	10	19
1994/2			
1999/6	7	11	13
2004/6	18	12	23
2015/12	45	0	5

数据来源：Bloomberg，NBER，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）本轮值得观察之处：倒挂和反向或同时出现

此轮加息前，10年期和2年期美债的利差已经处于较低的水平。

10年期和2年期利差收窄，但和3个月的利差却在扩大。

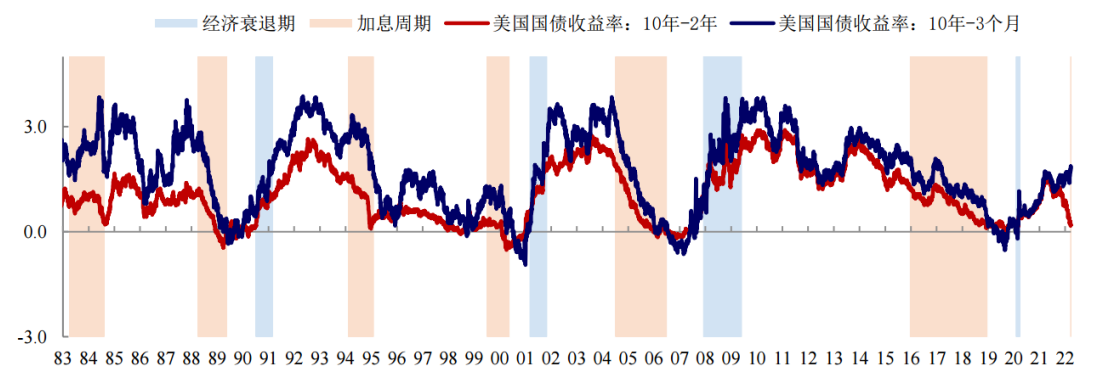
由于10年期和2年期美债利差在此轮加息前处于较低水平，因此导致倒挂和反向或会同时出现。

图表 4: 本轮加息开启时，10Y-3M 利差并不低

首次加息时间	加息持续时间（月）	加息幅度（bp）	首次加息时的利差（bp）		结束加息时的利差（bp）	
			10Y-2Y	10Y-3M	10Y-2Y	10Y-3M
1983/3	17	300	75	166	28	176
1988/3	14	330	114	265	-16	23
1994/2	12	300	152	264	33	159
1999/6	11	175	28	103	-46	23
2004/6	24	425	192	329	1	21
2015/12	37	225	124	201	12	40
2022/3			26	180		

数据来源：Bloomberg，NBER，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 5：10 年期和 2 年期、3 个月的利差走反



注：数据截至 2022.3.25

数据来源：Wind, Bloomberg, NBER, 兴业证券经济与金融研究院整理

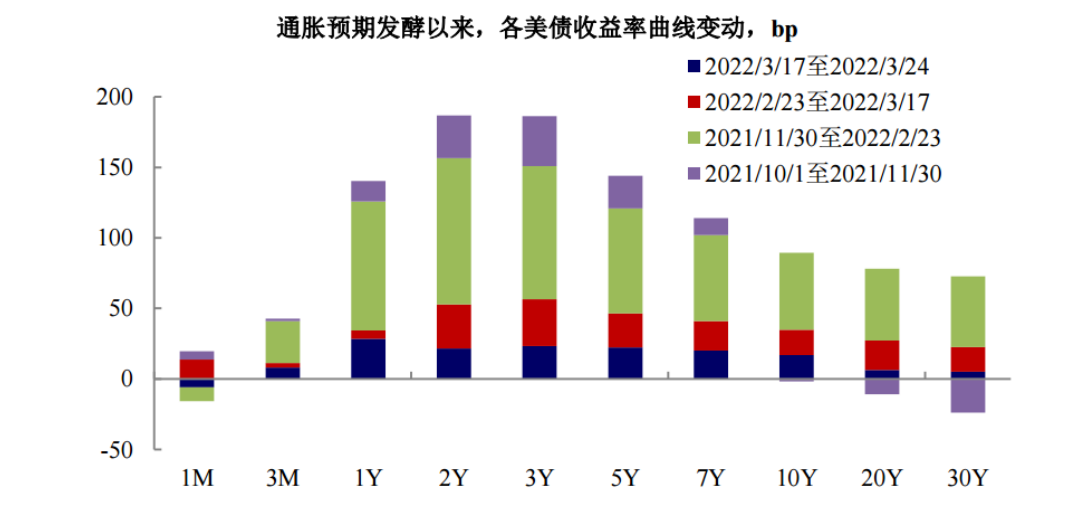
(三) 2Y与3M的分化：供给冲击使长短通胀预期分化

1.倒挂、反向或同时出现的背后，隐含了什么信息？

市场不断抬升对通胀中短期走势的预期——美债1-5年期部分计入了更多的通胀溢价。

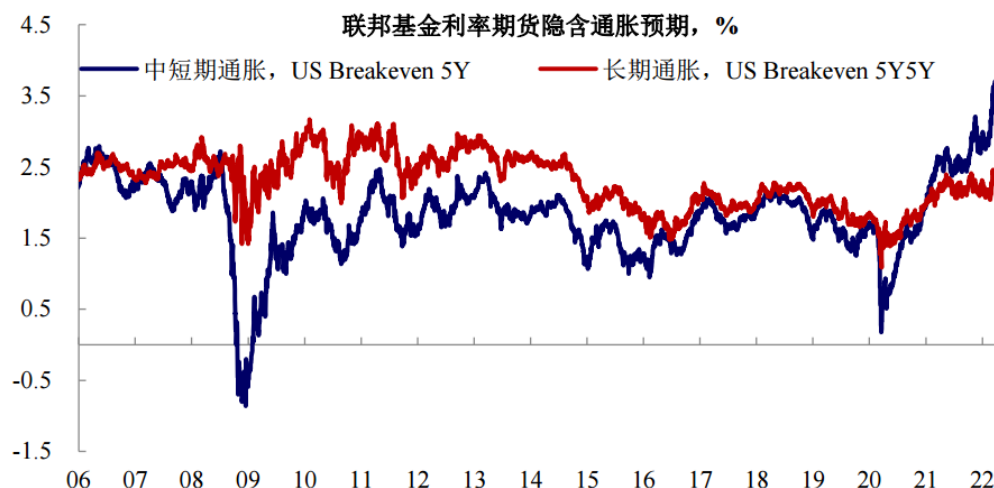
但对通胀长期可持续性仍半信半疑——10年期对通胀反应并非没有，但低于2-5年期。

图表 6：通胀预期发酵以来，以 2 年期抬升的幅度为最多



数据来源：Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

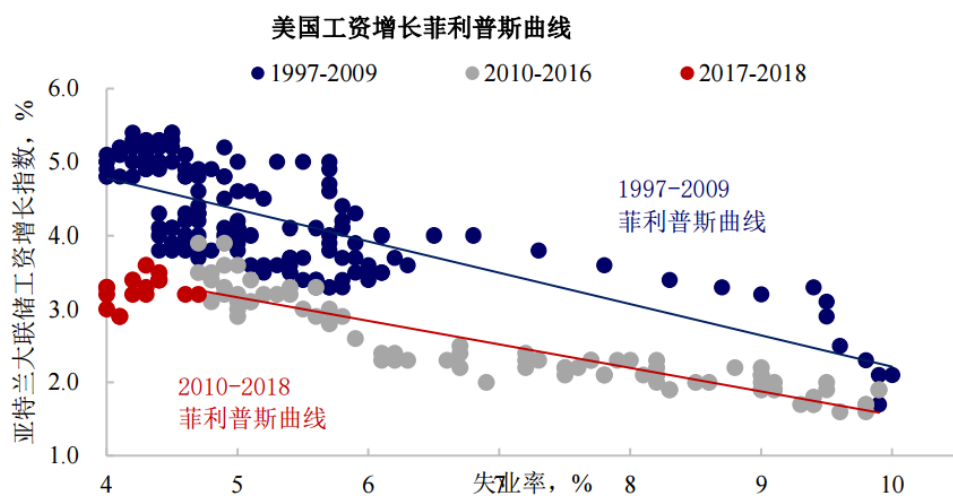
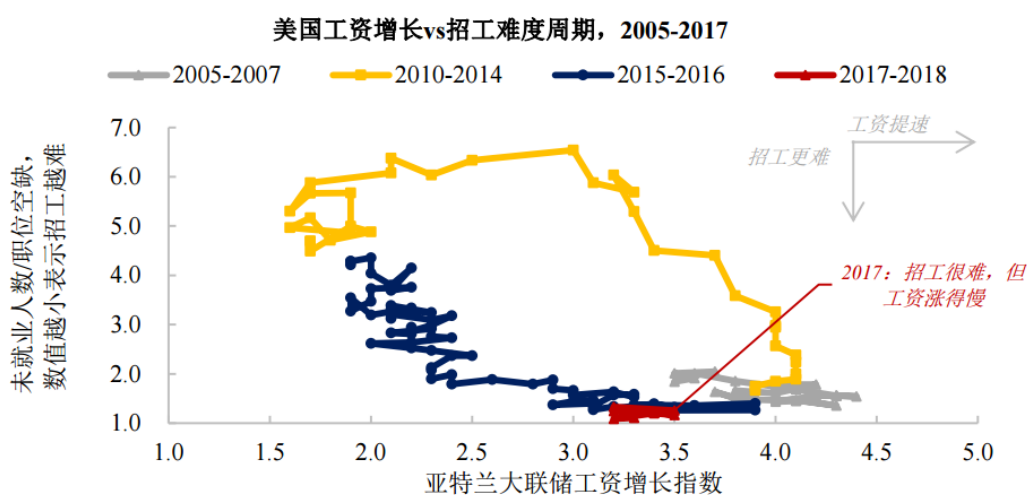
图表 7: 从不同期限的隐含通胀预期来看, 中短期通胀预期上升更快



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

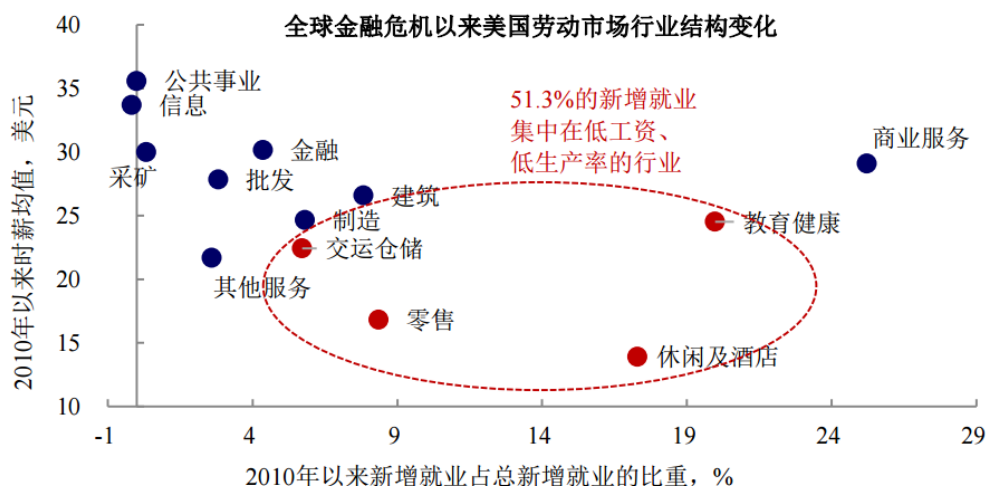
2.实际上, 在疫情前美国劳动力市场就不断趋紧, 但工资和通胀水平脱节。

图表 8: 疫情前劳动力市场趋紧, 但工资并未同步上行



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

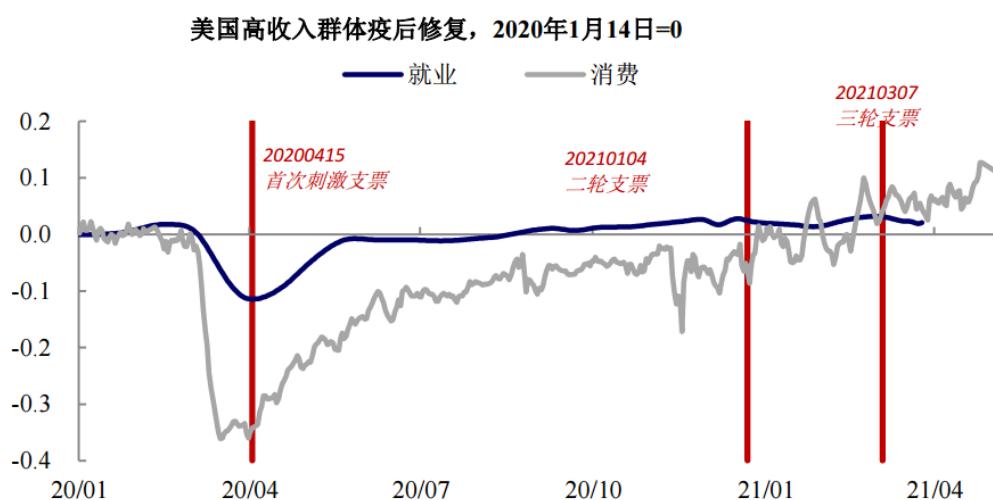
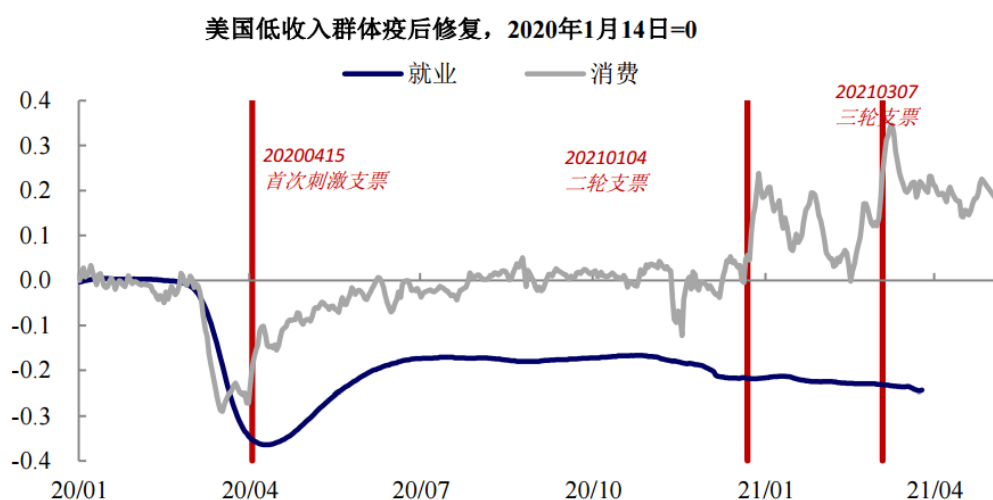
图表 9：08 年金融危机后更多人进入议价能力较低的行业



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

3.疫后供给冲击之一：低收入群体议价能力短期抬升，供需错配加剧推升工资。

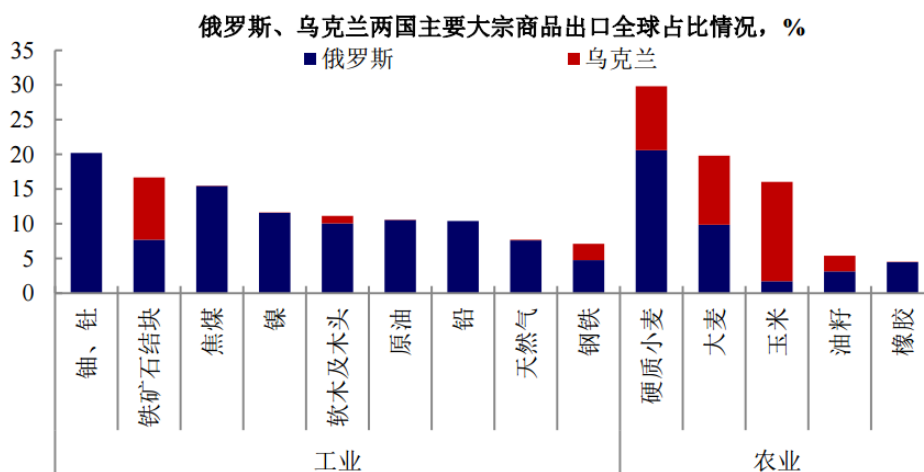
图表 10：本轮疫后财政补贴直接刺激了低收入人群的消费意愿



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

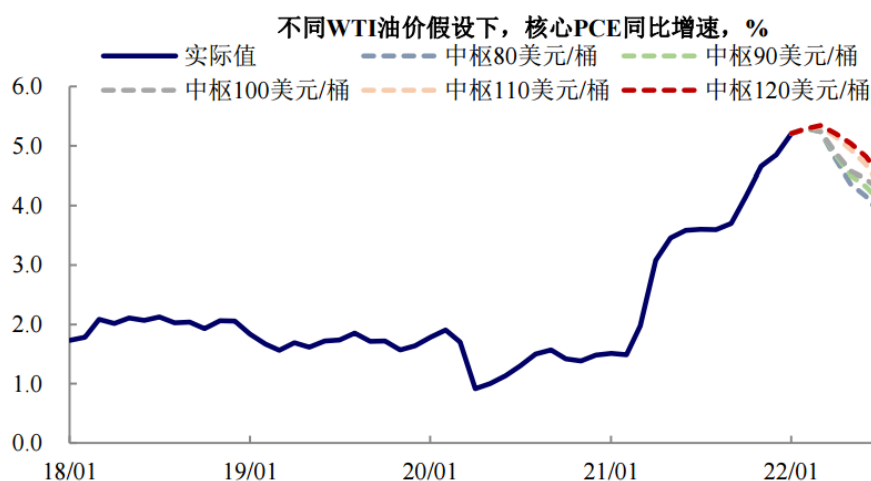
4.疫后供给冲击之二：俄乌冲突对原油和其他大宗商品的供给扰动。

图表 11: 俄罗斯和乌克兰在全球大宗出口中占比高



数据来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

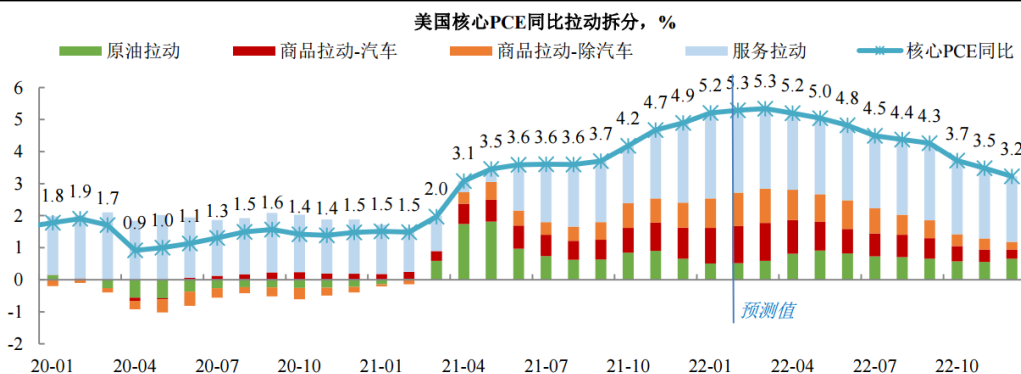
图表 12: 不同油价假设下的美国核心 PCE 增速预测



数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

5.在此背景下, 美国二季度通胀压力可能仍然较高。

图表 13: 2022 年美国核心 PCE 整体平台或高于 3 %



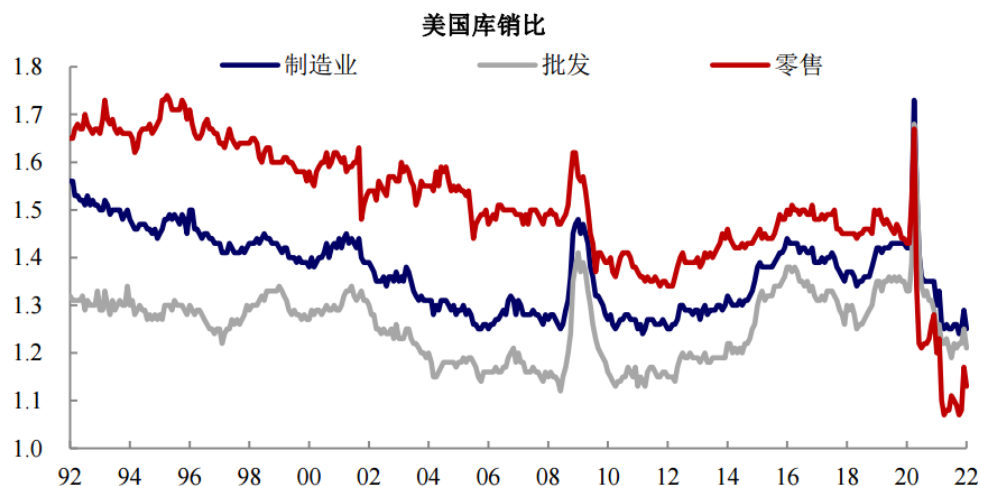
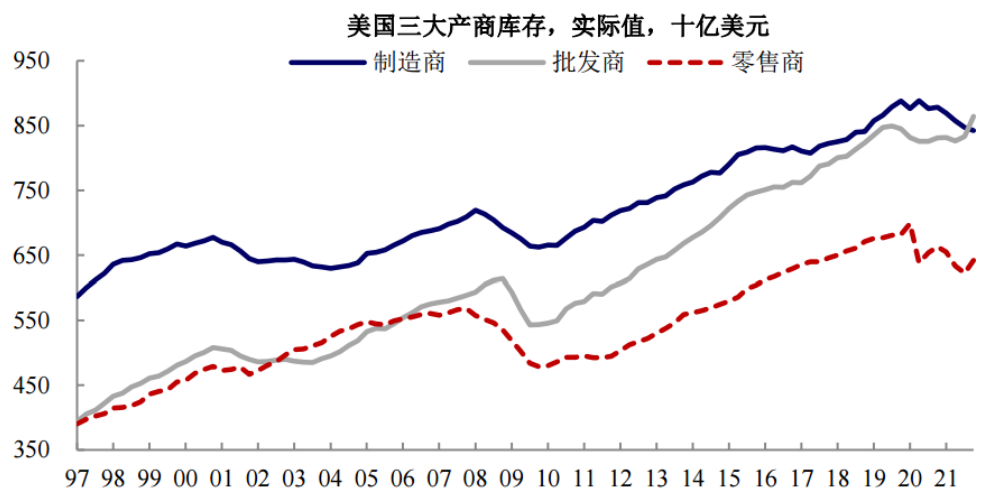
数据来源: CEIC, 兴业证券经济与金融研究院整理

6.值得注意的是, 本轮通胀或仍停留在库存周期层面, 尚未上升到产能周期。

本轮价格的高企，在库存层面表征为实际库存的去化。

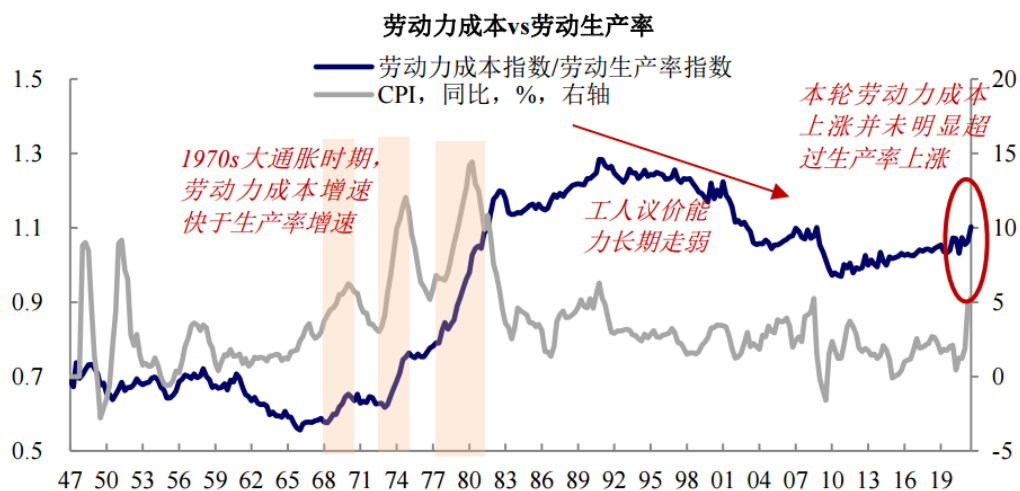
当前还未形成类似70年代的恶性工资-通胀螺旋。

图表 14: 美国实际库存不及疫情前水平，库销比仍低



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 15: 工人议价能力长期走弱，本轮工资上涨也尚未明显抬升企业成本



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

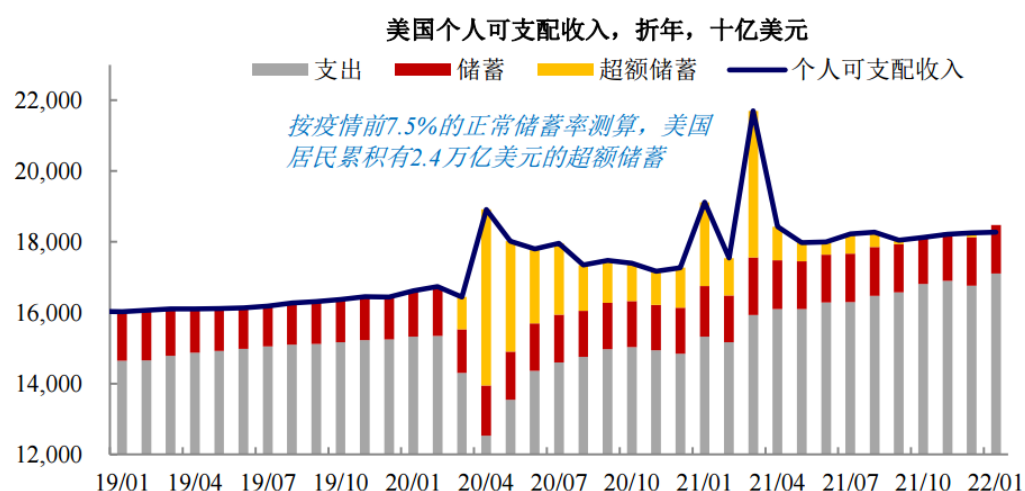
(四) 本轮倒挂未必导致短期内的快速衰退

从大逻辑来看，随着财政效应消退，美国经济下行压力降对应加大。

然而，超额储蓄的支撑下，美国居民消费仍有一定的韧性。

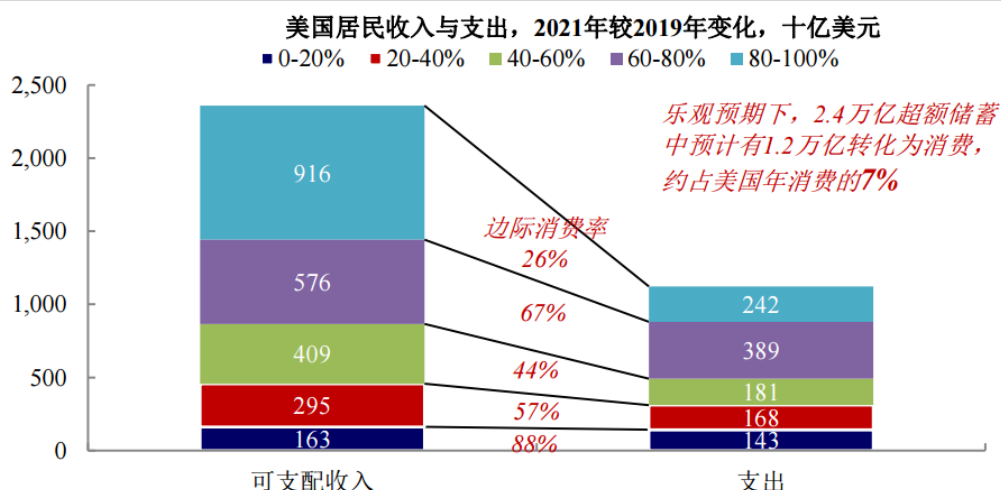
值得注意的是，从消费信贷数据来看，居民信用卡消费额自2021年年底以来超季节性，一方面印证了美国居民正在消耗超额储蓄，另一方面也指向美国居民当前消费倾向仍高。

图表 17：超额储蓄仍有支撑



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 18：乐观预期下，美国居民超额储蓄对消费的影响将持续至年中



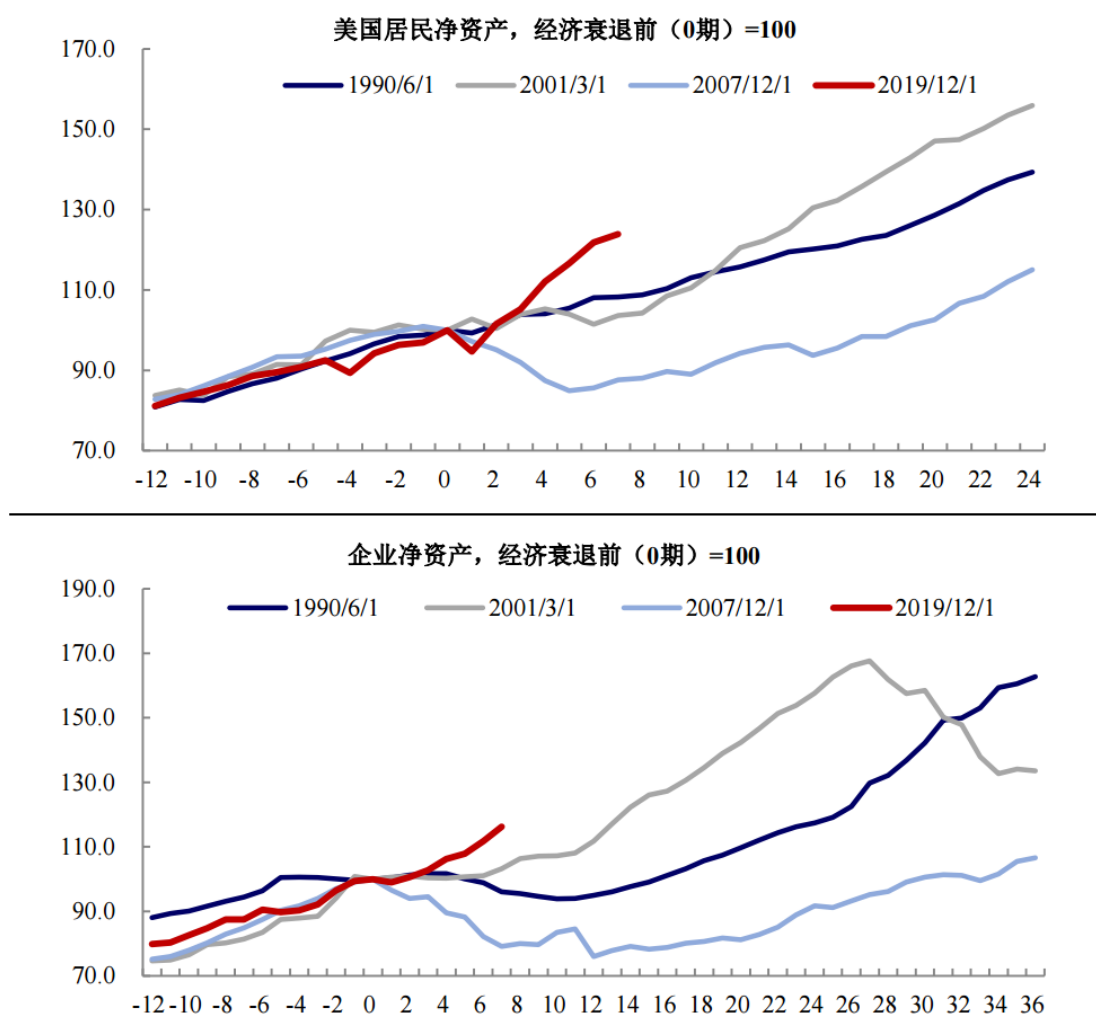
数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

前期复苏的两大支柱商品消费和地产面临逆风，后续修复取决于服务。

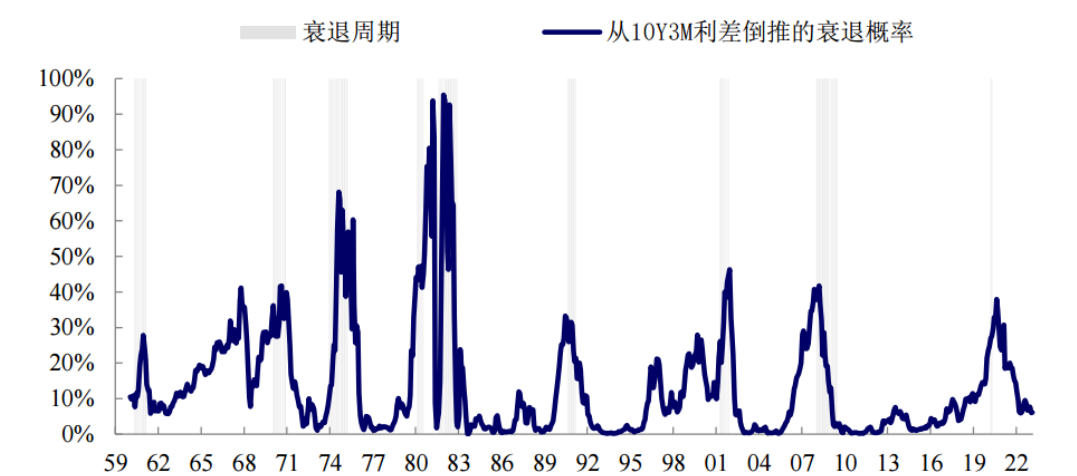
本轮美国企业居民的金融资产负债表都较为健康，短期内衰退概率仍低。

因此，美国未来经济何去何从，可能将主要取决于联储后续的操作。

图表 22：美国当前居民和企业资产负债表相对健康



图表 23：根据纽约联储测算，从 10Y-3M 利差来看短期内衰退的可能性较低

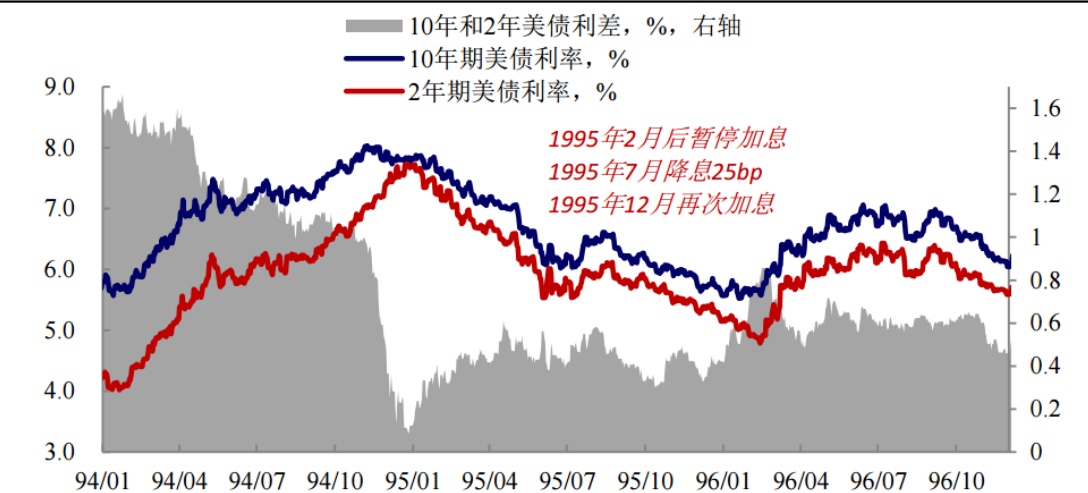


数据来源：New York Fed，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）曲线将倒挂，联储的抉择：维持鹰派+缩表抬长端

曲线形态调节的两条路径：压低短端或抬升长端。

图表 24：1995 年联储边际转松，成功避免曲线进入倒挂



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

当前来看，通过缩表抬升长端显然是联储的优选项。

基本面的角度来看，联储需要追赶曲线，防止通胀预期失锚。

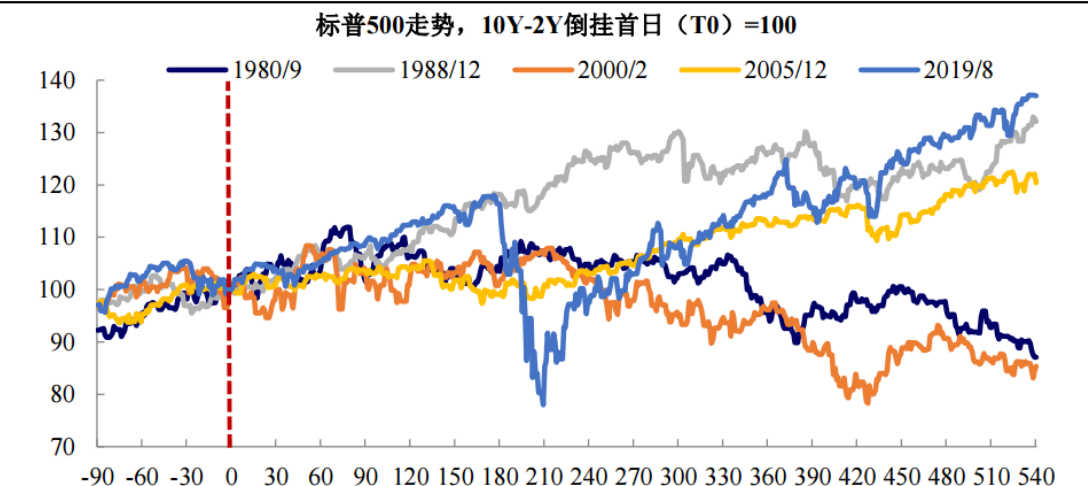
政治压力的角度看，货币政策配合打击通胀的诉求仍然高。

债务偿付的角度看，长端上行对年内美国政府付息压力影响相对有限。

（六）对资产的启示：美债上行尚未结束，警惕Q2波动

长端美债利率的上行可能尚未结束，警惕利率上行对成长股的冲击。

图表 30：历史经验看，美债 10Y-2Y 倒挂后美股走势实际上是分化的



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

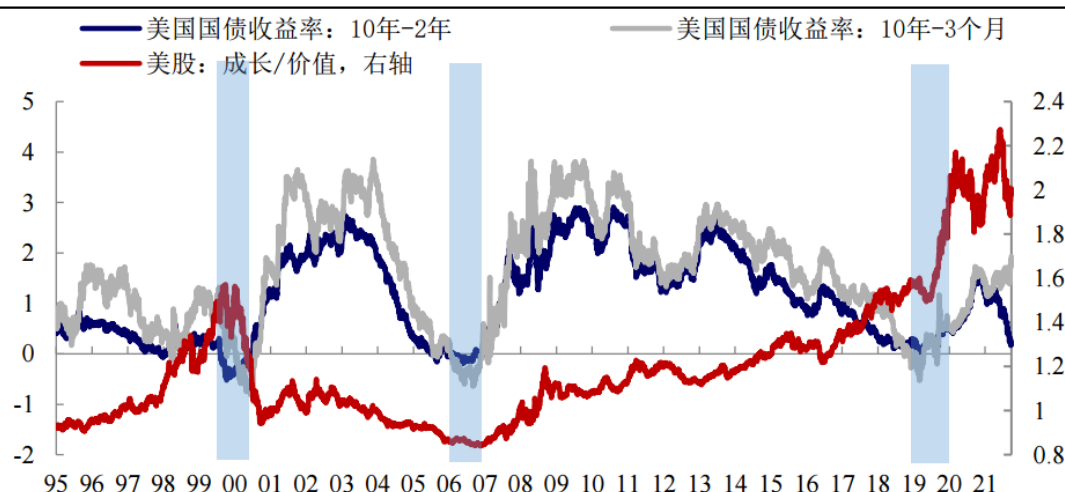
图表 31： 美债 10Y-2Y 倒挂前后三大股指回报一览

美国三大股指区间回报率， %						
		1980/9	1988/12	2000/2	2005/12	2019/8
T-180--T0	标普 500	19.07	2.42	8.37	5.47	3.04
	道琼斯	15.38	2.35	2.70	4.89	-0.53
	纳斯达克	31.25	-3.65	59.89	8.26	3.91
T0--T+180	标普 500	3.51	18.23	1.54	-0.96	16.33
	道琼斯	3.33	17.26	-4.37	1.96	12.47
	纳斯达克	4.53	21.63	-7.53	-4.73	22.35
T+180--T+360	标普 500	-7.60	6.73	-5.30	13.36	1.78
	道琼斯	-10.95	8.67	1.31	12.32	-3.66
	纳斯达克	-4.30	0.57	-26.17	13.18	18.12
T+360--T+540	标普 500	-8.94	4.67	-11.22	7.24	15.72
	道琼斯	-6.30	6.60	-1.92	9.29	13.19
	纳斯达克	-8.26	1.92	-27.27	8.28	23.46

注：记 10 年和 2 年美债利率倒挂时为 T=0。

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图表 32： 但美债曲线倒挂期间，利率上行依然会相对更加冲击估值较高的成长股



数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

来源：[兴业证券](#)-滞胀系列报告之一：美债破2.5+曲线倒挂=衰退？

三、策略——慎思笃行中的高股息策略

(一) 高股息策略的本质：股利的再投资收益

1. 什么是高股息策略？

高股息策略的核心收益来源是股利的再投资收益。

高股息策略在投资收益中更偏重于股息收益，即寻找股价泡沫小（低估值）、波动低、具备长期稳健经营基础的公司，投资于该类标的，获取稳健的股息收益。

高股息公司的股价表现并无显著优势，但考虑股利再投资后性价比有明显提升。

表 1：高股息相关全收益指数相较价格指数性价比显著提升

指数	期间收益率	年化收益率	最大回撤	夏普比率
中证红利价值全收益	154.5%	7.0%	-58.8%	0.45
CS高股息全收益	136.6%	6.4%	-54.8%	0.45
中证红利全收益	107.1%	5.4%	-58.6%	0.43
万得全A	85.6%	4.6%	-56.0%	0.41
中证500全收益指数	86.2%	4.6%	-64.1%	0.39
沪深300全收益指数	48.8%	2.9%	-55.4%	0.37
上证50全收益	42.8%	2.6%	-53.5%	0.36

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：所有指数回溯区间均为 2008 年 5 月 23 日至 2022 年 3 月 23 日。万得全 A 指数收益处理方式在全收益指数。

2.高股息策略的特征

股息率与估值倍数反向相关。股息率=分红率/PE，一方面，分红率是高股息策略的重要因素；另外一方面，股息率是否具有相对吸引力还需关注公司当前估值，股息率与PE估值呈反比关系，高股息率容易伴随着低估值，所以高股息指数的PE普遍较低。

高股息指数成分组成主要为周期-金融-消费。

三种典型高股息指数中周期板块占比均最大，金融板块占比次之，消费板块占比总体上小于金融板块；成长板块占比最小。

（二）高股息策略是否是A股中长期优胜策略

1.中长期仅略微跑赢，且跑赢期间占比不到一半

从三大视角来看，高股息策略相对wind全A并不显著占优：（1）从中长期的绝对收益来看，08年至今中证红利全收益指数仅略微跑赢Wind全A；

(2) 从相对跑赢区间来看，红利全收益指数只有不到一半的时间相对wind全A占优；(3) 如果以“1”为标准水位，红利全收益指数在水位以上的时间极少，大多数时间在水位以下，即红利全收益指数在历史大部分时间中相对wind全A没有优势。

图 4：中证红利全收益指数相对于wind全A长期略微跑赢



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截止 2022.3.23

2.高股息因子的有效性并不高

05年以来，高股息率因子有效性不高。即股票收益率与股息率的高低没有显著的正相关性。

表 2：05年以来高股息率因子与股票收益率无显著正相关性

股息率因子	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	2009-12-31	2010-12-31	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-12-31
0-10%	7.04%	41.02%	37.75%	8.64%	30.55%	26.70%	1.28%	12.76%	39.74%	14.77%	50.40%	1.69%	3.27%	1.89%	21.43%	35.47%	17.55%
10-20%	12.89%	35.73%	28.43%	1.85%	-11.33%	15.34%	7.68%	6.03%	10.58%	8.84%	30.48%	0.45%	0.25%	6.62%	17.79%	15.27%	8.27%
20-30%	1.60%	15.55%	46.45%	1.19%	22.33%	21.04%	-0.07%	0.77%	12.42%	6.25%	-4.24%	-3.48%	-2.91%	1.20%	1.19%	6.21%	-0.57%
30-40%	4.87%	16.07%	9.33%	3.68%	-8.40%	2.17%	0.03%	0.44%	2.46%	-3.62%	-4.17%	0.93%	3.65%	-0.05%	3.97%	8.95%	-3.75%
40-50%	4.71%	26.08%	-0.02%	-1.32%	0.23%	4.11%	1.13%	0.41%	12.89%	-0.99%	-4.69%	0.20%	1.02%	-3.45%	6.27%	0.43%	-2.77%
50-60%	5.54%	-1.95%	6.29%	-1.88%	-17.45%	3.31%	2.34%	-2.77%	-13.42%	4.87%	-4.07%	-2.38%	-3.33%	-0.70%	0.72%	4.35%	-0.18%
60-70%	4.35%	-29.17%	-10.95%	-5.41%	-16.39%	-1.72%	-1.83%	-2.81%	-5.72%	-2.56%	-12.11%	-1.21%	1.71%	-1.31%	2.69%	0.23%	-3.86%
70-80%	3.21%	-3.82%	-38.56%	-5.01%	-3.11%	-4.37%	-1.68%	-4.26%	-4.41%	-10.05%	-1.56%	-6.88%	2.84%	0.94%	-4.26%	-0.64%	-3.23%
80-90%	2.47%	-0.46%	-25.27%	-2.94%	0.49%	-10.00%	-1.98%	-0.04%	-19.29%	-8.22%	-29.71%	-3.61%	3.82%	1.92%	-5.05%	-6.21%	-1.06%
90-100%	5.25%	-19.27%	-33.56%	-7.94%	-35.77%	-10.04%	3.25%	-2.56%	-19.01%	-1.32%	-24.52%	4.70%	10.64%	3.54%	-3.62%	-8.46%	-8.19%

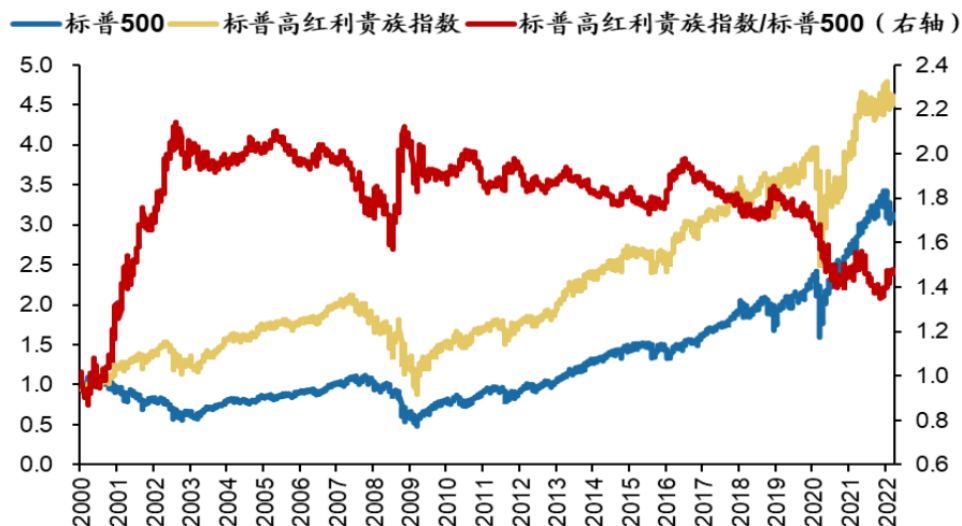
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心。注：（1）左1列代表年初时个股的股息率在全市场的位置区间；（2）左2列起的数字为对应个股全年收益率的平均值。

3.全球视角：哪些国家或者地区的高股息策略长期优胜？

全球视角来看，香港高股息指数表现较好，是长期优胜策略；而美国、欧洲的高股息策略总体上未显著跑赢大盘。

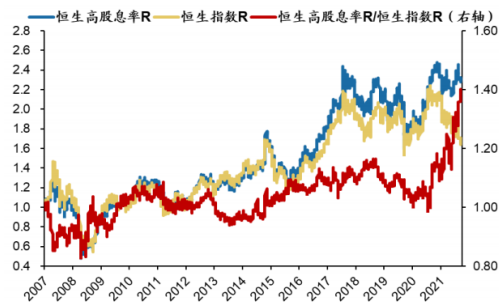
- (1) 2000年以来美国高股息指数并不持续占优，但在熊市表示优异。
- (2) 香港高股息指数08年以来持续跑赢恒生指数。
- (3) 09年以来欧洲的高股息策略持续跑输大盘。

图 5：美国高股息指数与标普500相对走势



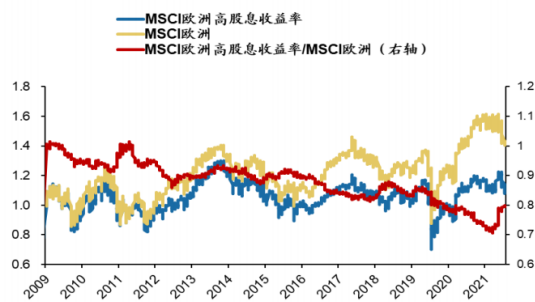
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 6：香港高股息指数与恒生指数相对走势



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：欧洲高股息指数与MSCI欧洲相对走势



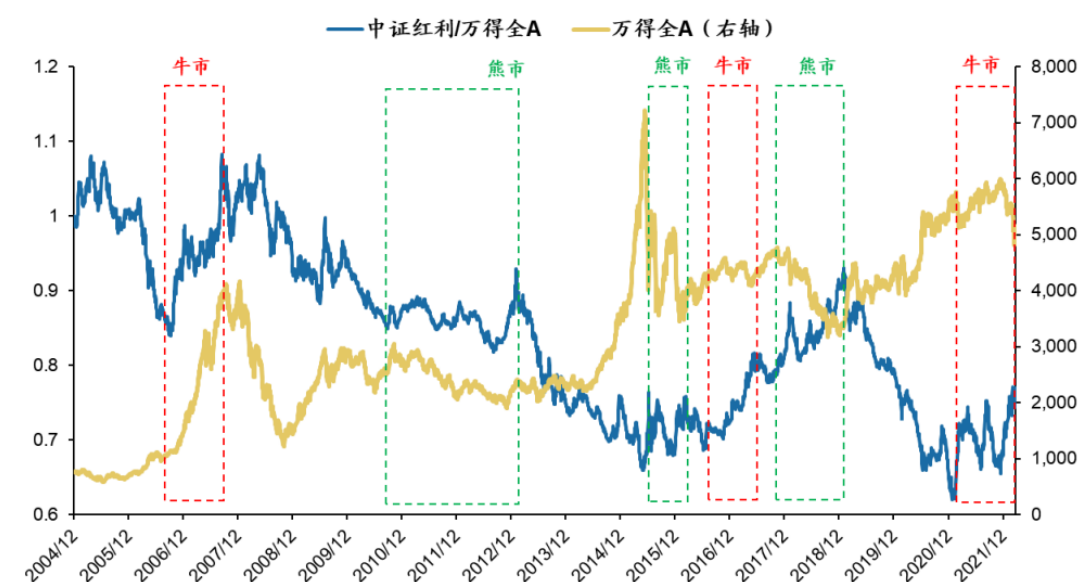
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(三) 打破传统认知1：高股息策略是纯熊市策略吗？

在部分投资者的传统认知中，高股息策略是熊市策略。

但回顾2005年以来中证红利指数相对万得全A的市场表现，我们发现这样的认知是有偏差的！

图 8：高股息策略并非单纯的熊市策略



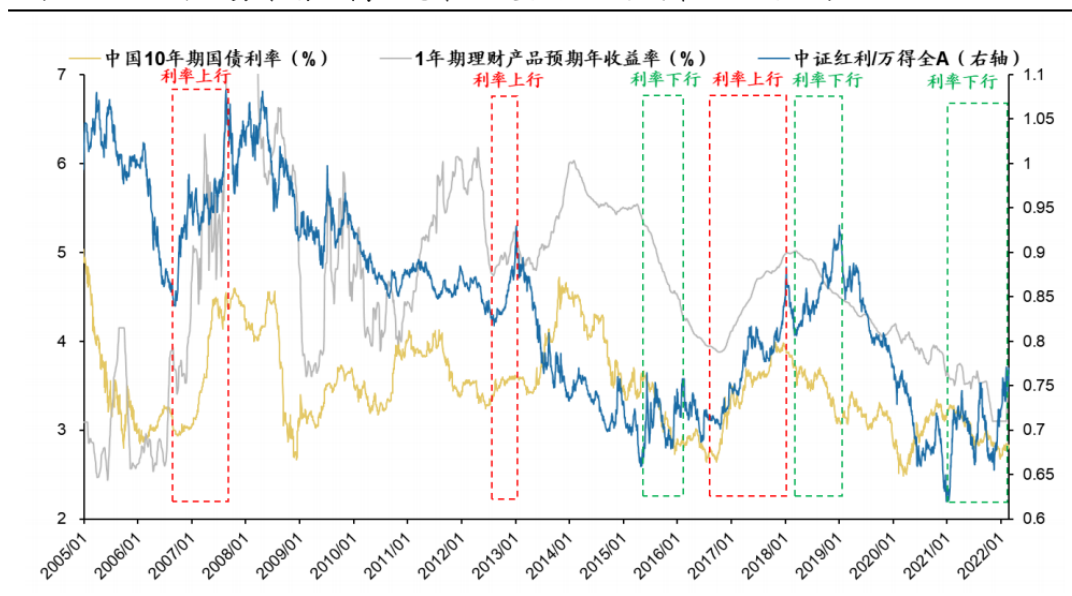
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(四) 打破传统认知2：是利率上行还是下行时买？

从大体趋势来看，高股息策略是否占优与利率呈正向关系。但少部分时间段内，高股息策略相对走势和利率走势会发生背离，其中最为典型的时间段是2013年、2015年、2018年和2021年。

为什么利率上行的逻辑更强于利率下行的逻辑？我们认为，利率下行利好高股息策略的逻辑缺陷在于忽略了资金跨资产流动的难度。资金的跨资产流动并非充分的，因此当利率下行时虽然高股息策略相对债券性价比提升，但资金性质从“债券”向“股市”转变并非完全灵活，此时流入高股息策略的增量资金难以成为股市的主导资金，不足以推动市场发生显著的风格切换。

图 9：从大体趋势来看，高股息策略是否占优与利率呈正向关系



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

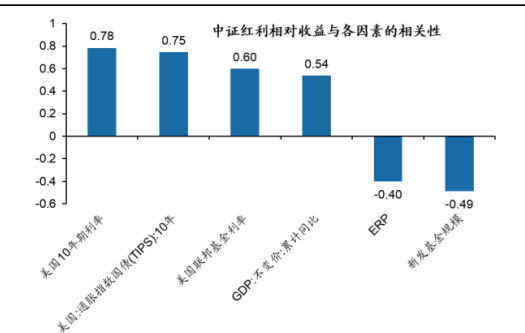
(五) 当前高股息策略是否占优？

(1) 极高相关性：美国10年期国债名义利率和实际利率与中证红利相对收益具有显著的正相关性。

(2) 较强相关性：美国联邦基金利率与中国实际GDP同比增速与中证红利相对收益大致上呈现正向关性。

(3) 弱相关性：万得全A的ERP与中证红利相对收益呈弱正相关，新发基金规模与中证红利相对收益呈现弱负相关。

图 10：中证红利相对收益与各因素的相关性(2004年12月以来)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：中证红利相对收益与美国 10 年期名义利率、实际利率走势相关性极强



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 12: 中证红利相对收益与美国联邦基金利率大致呈正相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 13: 中证红利相对收益与 GDP 累计同比走势大致呈正向关系



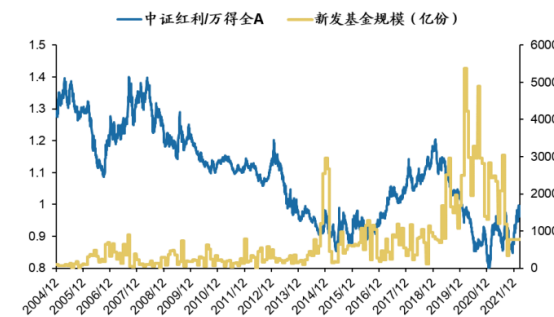
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 14: 中证红利相对收益与万得全A的ERP走势在部分阶段呈现正相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 15: 高股息相对收益与新发基金规模走势呈负相关



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2.主要高股息占优时期复盘

高股息策略显著占优区间存在以下共性：1) 经济面，除08年全球经济下行周期外，中美经济普遍处于经济触底回升或持续改善阶段；2) 政策面：普遍位于稳增长政策发力阶段；3) 市场面，以采掘、钢铁、汽车为代表的周期股板块占优为主。

(1) 高股息策略占优区间一：2006年10月至2008年5月

2006年四季度-2007年年中，经济高度繁荣，三驾马车全面拉动；2007年末-2008年中，经济疲态显现。

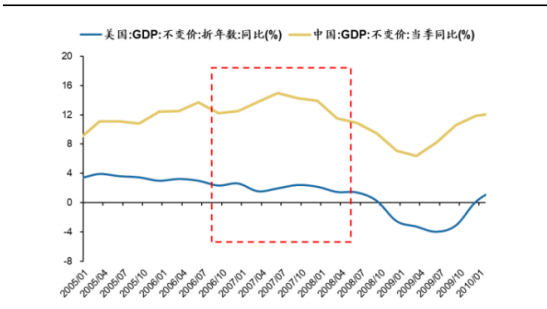
中美货币政策错位，央行上调存款准备金率，美联储下调联邦储蓄利率。

2006年10月至2008年1月牛市行情演绎；2008年上半年市场大跌。

从市场表现来看，06年10月至08年5月的高股息占优策略收益显著，超出万得全A指数70.8%；该时期行业涨幅前五为采掘（292%）、钢铁

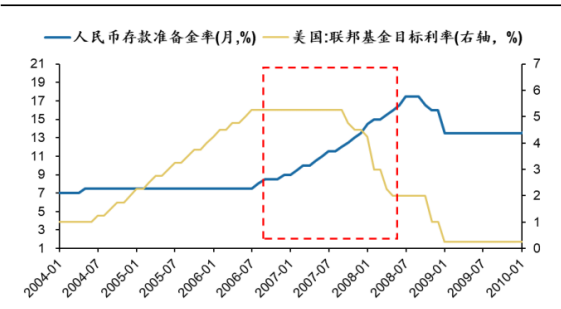
(230%)、建筑材料 (212%)、农林牧渔 (208%)、非银金融 (202%)。

图 17: 中国经济增速于 07 年中见顶回落, 美国经济基本面总体下行



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 06 年 8 月至 08 年 5 月, 中美货币政策错位



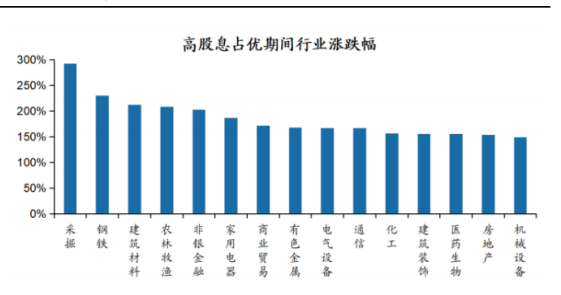
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 19: 06-07 年经历牛市行情, 08 年市场迅猛下跌



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 高股息占优期间行业涨跌幅前五



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 时间区间为 2006 年 10 月至 2008 年 5 月

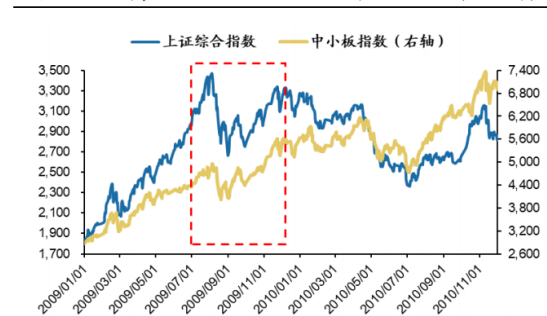
(2) 高股息策略占优区间二: 2009 年 7 月至 2009 年 12 月

全球经济呈现复苏态势, 国内经济逐季回温。

大盘开始下跌, 小盘风格持续演绎。

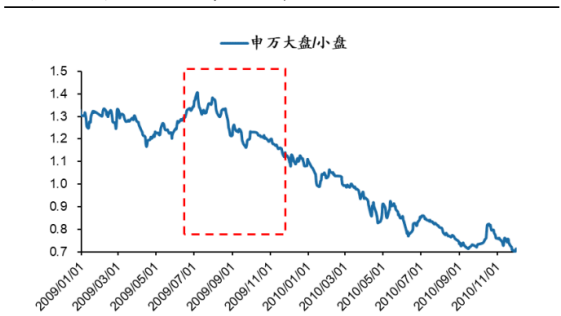
市场表现明显分化的流动性背景, 通胀压力下流动性开始收紧, 大小非解禁规模创新高。

图 21: 此高股息占优区间内, 股市呈 “V” 字型走势



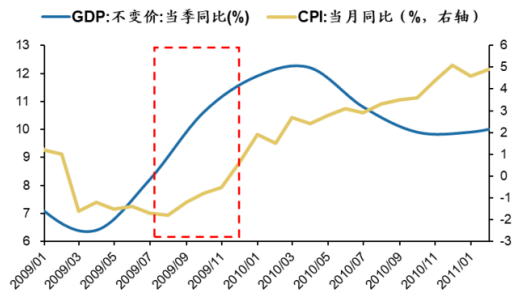
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 22: 期间小盘股表现优于大盘股



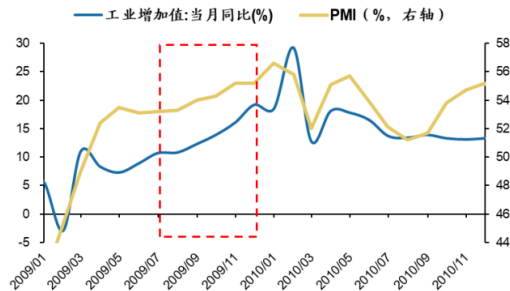
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 23: 经济与通胀快速上升



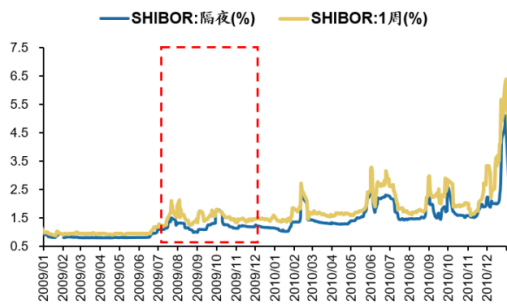
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 24: 工业增加值快速上行



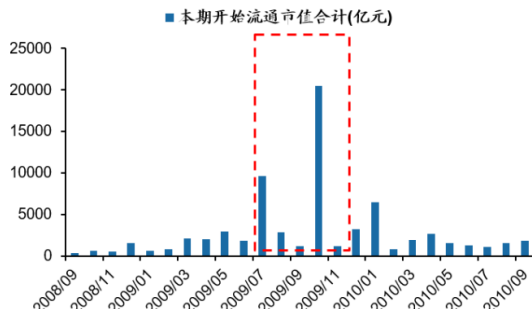
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 25: 货币市场流动性收紧



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 2009年7月和10月解禁规模连创新高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

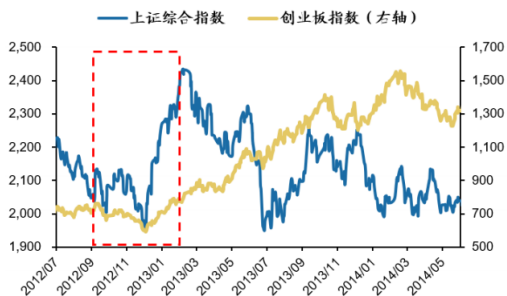
(3) 高股息策略占优区间三: 2012年9月至2013年2月

经济企稳复苏步伐加快。

海外资金流入A股, 市场流动性维持宽松。

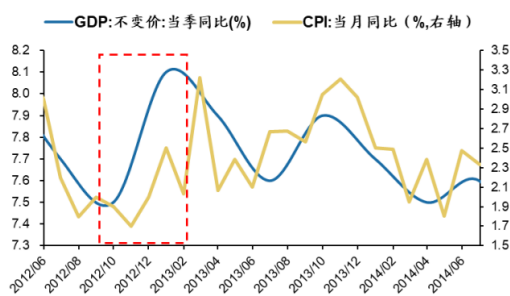
市场行情启动, 涨势迅猛。

图 27: 12年末起大小盘行情启动



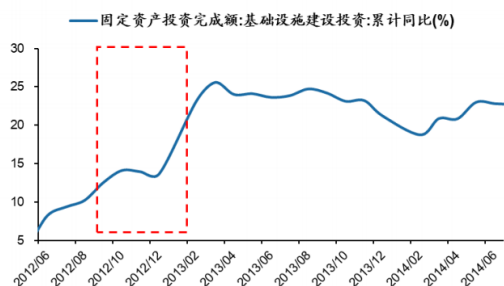
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 28: 经济初现企稳复苏迹象



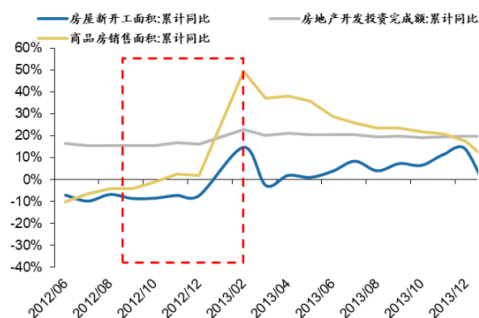
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 29: 基建投资保持较高增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 30: 房地产销售降幅收窄



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

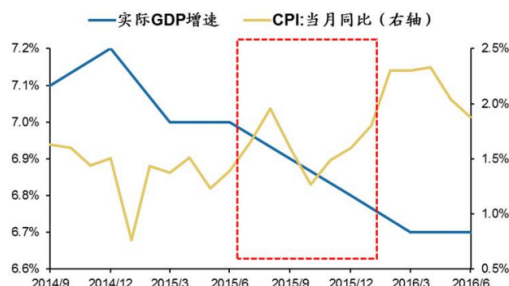
(4) 高股息策略占优区间四: 2015年6月至2019年1月

2015年6月至2019年1月, 高股息策略显著占优, 在两个熊市(2015年6月至2016年2月, 2018年1月至2019年1月)以及大盘股慢牛(2016年2月至2018年1月)中表现优于A股整体。

对抗下跌风险, 熊市中高股息策略凸显防御属性。

质疑传统认知, 大盘股牛市中高股息策略收益可观。

图 31: 2015年三季度GDP增速破7%



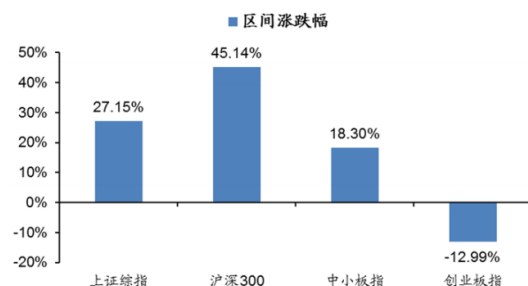
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表 3: 2015 年熊市全行业下跌

涨跌幅前五行业	行业涨跌幅	涨跌幅后五行业	行业涨跌幅
银行	-22.58%	国防军工	-57.49%
食品饮料	-35.33%	机械设备	-54.16%
房地产	-35.40%	计算机	-54.15%
社会服务	-36.40%	建筑装饰	-52.96%
美容护理	-38.84%	钢铁	-52.78%

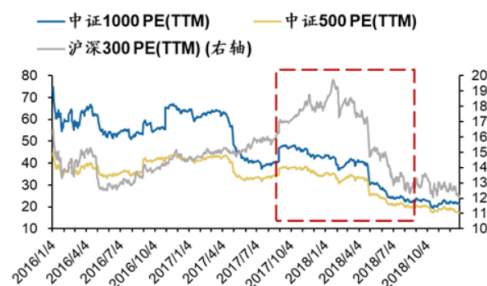
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 32: 2016-2018年蓝筹慢牛, 大小盘分化明显



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 33: 2018 年熊市大中小盘分化结束, 估值均下杀



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

3.当前高股息是市场较好的选择

综合6大高股息策略指引指标以及当前的宏观环境背景，我们认为当前高股息策略是市场较好的选择：

(1) 6大主要指标均指向高股息策略将相对占优。

极高相关性的两大指标均指向高股息策略相对占优。

较强相关性的两大指标均指向高股息策略相对占优。

弱相关性2大指标均指向高股息策略相对占优。

表 4： 6大主要指标均指向高股息策略将相对占优

相关性分类	指标	当前及未来所处阶段和趋势	策略指向
极高相关性	美国10年期国债利率	预计美债利率全年震荡上行	高股息策略占优
	美国10年期实际利率	通胀压力下预计震荡上行	高股息策略占优
较强相关性	美国联邦基金利率	美联储新一轮加息周期开启	高股息策略占优
	中国实际GDP增速	全年增长目标达到市场预期顶的5.5%	高股息策略占优
弱相关性	万得全A的ERP	处于历史较低值，市场风险偏好低	高股息策略占优
	新发基金	持续低迷	高股息策略占优

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

(2) 宏观背景：当前宏观背景基本符合高股息策略显著占优区间的共性。

经济面：当前中国经济动能处于回落周期，但3月的政府工作报告中提及全年经济增长目标为5.5%左右，达到了市场预期的最高值；美国经济已从过热进入滞涨阶段，为抑制高通胀正在进行持续加息。当前经济面基本符合历史上高股息占优时的共性。

政策面：3月份政府工作报告、3.16刘鹤总理主持的金融委会议均进一步确认当前处于“稳增长政策密集落地期”，当前稳增长政策阶段的符合历史上高股息策略占优时的共性。

市场面：站在当下，“逆全球化”下加速的通胀预期以及稳增长政策是两大“不确定性中的确定性”线索，而这两大线索均指向价值风格占优，基本符合历史上高股息占优时的市场共性。

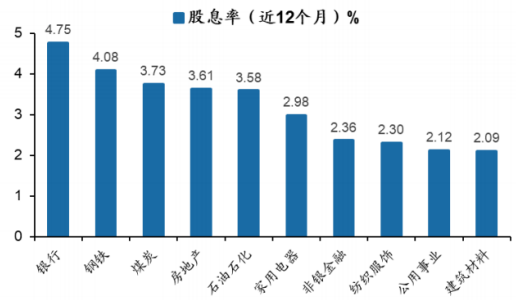
(六) 当前高股息策略如何投资？

当前高股息率的行业主要集中在周期和金融板块，“攻守兼备”。股息率前五申万一级板块为：银行、钢铁、煤炭、房地产和石油石化板块。股息率靠前板块也与当前“稳增长进化论”相契合，在当前波动的市场中同时具备增长潜力和防御性。

个股方面，当前最为典型的高股息个股以国企为主，集中在钢铁、地产及部分消费行业。

聚焦业绩预期上修的两条线索——通胀受益链、以及“稳增长进化论”。这两大线索与当前高股息板块、个股的特征显著重合，叠加当前6大高股息策略指引指标、宏观背景均指向高股息策略占优，我们建议未来一段时间持续关注高股息策略的超额收益机会。

图 34：当前高股息率申万行业以周期和金融板块为主



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 5：当前市值 300 亿以上的高股息个股（前 20）

序号	股票代码	证券简称	申万一级行业	申万二级行业	总市值(亿元)	股息率(近12个月) (%)
1	000825.SZ	宝钢股份	钢铁	特钢 II	383	11.00
2	600019.SH	宝钢股份	钢铁	普钢	1483	9.63
4	000651.SZ	格力电器	家用电器	白色家电	1914	8.75
3	600177.SH	雅戈尔	纺织服装	服装家纺	308	7.52
5	601006.SH	大秦铁路	交通运输	铁路公路	983	7.26
6	601155.SH	新城控股	房地产	房地产开发	650	7.13
7	600028.SH	中国石化	石油石化	炼化及贸易	4717	7.02
8	000002.SZ	万科A	房地产	房地产开发	2012	6.98
9	601088.SH	中国神华	煤炭	煤炭开采	4975	6.82
10	600027.SH	华电国际	公用事业	电力	334	6.81
11	601169.SH	北京银行	银行	城商行 II	935	6.79
12	601818.SH	光大银行	银行	股份制银行 II	1622	6.54
13	600023.SH	浙能电力	公用事业	电力	469	6.52
14	601216.SH	君正集团	基础化工	化学原料	390	6.49
15	601328.SH	交通银行	银行	国有大型银行 II	3446	6.48
16	000895.SZ	双汇发展	食品饮料	食品加工	923	6.30
17	601988.SH	中国银行	银行	国有大型银行 II	8655	6.27
18	601288.SH	农业银行	银行	国有大型银行 II	10267	6.19
19	600000.SH	浦发银行	银行	股份制银行 II	2289	6.15
20	601229.SH	上海银行	银行	城商行 II	926	6.13

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心，数据截止时间 2022 年 3 月 23 日

来源：广发证券-“慎思笃行”系列（七）：慎思笃行中的高股息策略

四、行业

(一) 天风证券-房地产行业：当旧地产遇到新市民

行业	内容	投资建议
房地产行业	1.新市民住房需求微观拆解：支付能力和户籍政策的双向博弈。 2.新市民住房需求宏观市场：万亿空间的释放可能。 3.未来政策空间如何打开：户籍限制的合理放宽和多层次的住房保障。 4.把握政策结构性宽松的beta与收并购的alpha。	1.优质龙头：金地集团、保利发展、万科A、龙湖集团、招商蛇口。 2.优质成长：金科股份、新城控股、中南建设、旭辉控股集团。 3.优质物管：碧桂园服务、招商积余、保利物业、旭辉永升服务。

(二) 东吴证券-电力设备与新能源行业：成本约束下的新能源产业发展路径比较

行业	内容	投资建议
电力设备与新能源行业	1.2021年硅料是主要供给瓶颈，其他环节均处于产能过剩状态，因此2021年产业链拥硅为王，硅料供给定全年装机量。2021年因硅料库存和薄片化超预期，使得2021年供给存在一定增量，全年价格博弈严重，但最终装机依然超我们预期，完成160GW以上的装机量，同比增长17%。 2.预计2022年全球光伏装机可达240-250GW，同增50%+。 3.电池原材料价格快速上涨，电池厂及车企二次涨价，目前碳酸锂涨价趋缓，电动化大势所趋，终端需求驱动力很足。 4.与光伏相比，电动车为toC端产品，预算并非刚性，车作为消费品也有不同营销手段，较光伏irr的核算模式更加灵活，成本上涨影响更小。	1.第一条主线看好2022年盈利修复的电池环节，长期格局好，叠加储能加持，龙头 宁德时代、亿纬锂能、比亚迪 ，关注 欣旺达、蔚蓝锂芯 。 2.第二条主线：电池技术升级 高镍三元：容百科技、中伟股份、当升科技 ，关注 华友钴业、结构件：科达利、锰铁锂：德方纳米、添加剂：天奈科技 。 3.第三条为持续紧缺的龙头： 隔膜：恩捷股份、星源材质、负极：璞泰来 ，关注 贝特瑞、中科电气、杉杉股份、电解液：天赐材料、新宙邦、铜箔：嘉元科技、诺德股份 。 4.第四条： 锂紧缺和价格超预期 ，建议关注 赣锋锂业、天齐锂业、永兴材料、融捷股份、盐湖股份、西藏矿业、天华超净 等。

(三) 国信证券-计算机设备行业工业数字化行业专题，煤矿智能化，高煤价叠加政策加速煤矿智能化建设，行业景气度确立

行业	内容	投资建议
工业数字化行业	1.政策叠加煤价高企推动煤矿智能化建设加速。 2.华为入局统一行业标准，加速智能化推进步伐。 3.煤矿智能化渗透率约4%-10%，十四五期间煤矿智能化建设市场空间约300亿元。	煤矿智能化板块相关公司有 龙软科技、天地科技、梅安森、工大高科、北路智控、踏歌智能 等。

研报来源慧博投资分析APP