

### 本周A股周报：

一、红利拥挤了吗？交易指标不能指示“见顶”2024年第一周，红利指数表现突出，从行业涨跌幅分布来看，也存在“股息率越高，本周涨幅越高”的特征。这种“一枝独秀”的行情也使得部分投资者开始担心红利风格上的“拥挤”，我们从2021年8-9月的强周期行情和2023年4月份的AI主题行情得到的经验是，交易拥挤度、成交占比过高和对资金的虹吸效应这些指标难以精准判断“见顶”，唯一时点上的耦合可能只有此前的强势风格跌破前期低点，而上述各项指示“见顶”的交易特征还没有在红利风格上出现：中证红利指数日均换手率仍然位于2021年6月份以来的低位水平；周度成交额占比在本周有所上行，但也未达到历史极值；

二、此外，前期的强势的TMT风格虽然有所下跌，但离前低仍有较大的距离，难言红利风格已经构成了较强的“资金虹吸”效应。真正的疑问在于是否要打破红利资产估值的“箱体”我们发现，红利风格与此前广受认可的“赛道”之间的估值差异，确实已经收敛到了历史低位的水平，而要继续收敛这种估值差异，往往需要某一种“比较优势”的配合：我们统计了自2010年以来成功在一段时间内提升并稳住相对沪深300估值溢价的行业和风格，其中最为典型的是食品饮料和“茅指数”，在2010年-2021年期间，大多数时候都在稳定地提升相对于沪深300的估值溢价，在这些时间里，它们拥有的“比较优势”是相对沪深300的盈利增速差始终维持在较高的水平，且波动不大。“长坡厚雪”的食品饮料和“茅指数”能够保持长期的盈利增速优势的秘诀，在于2010年以来宏观上增加值率放大的背景之下，企业能够以品牌作为壁垒，顺应“中产阶级”的身份认同，不断提升价格和毛利率。对存在产业趋势的医药和“宁组合”而言，高速增长来源是社会整体“金融化”的过程中，“有形之手”引导了金融资源向高端制造的倾斜和产能的大量释放。

三、超越“股息率”本身，实物的韧性构成了当前红利的基石从2020年以来，经济开始“去金融化”，经济结构逐渐向更加消耗实物和增加值率更低的制造业偏移，用电量、原材料产销量在2010年-2020年之间的大多数时间里其增速都小于GDP增速，但从2022年开始强于GDP增长，在2023年全球贸易走弱时，中国出口数量指数仍然保持两位数高增长，也体现了经济中韧性的部分在“量”而不在价，“量”又集中在实物消耗，同时，部分“量”的供给上还存在着瓶颈和垄断限制，寻找具备这一类特征的行业或许好于单纯依赖股息率的高低来寻找“红利”。

### 全球资金市场周报：

1. 美股科技股周度行情与展望美股科技股上周整体回调，但部分公司股价周中开始复苏，科技股中AI领域和加密货币板块受预期变化导致价格波动。关于业绩发布，1月将有多家科技公司公布财报，包括台积电、德州仪器、微软、特斯拉等，业绩发布将对股价产生影响。台积电业绩前瞻：前11个月年比收入下降4.1%，即将发布季报，采取措施提高产能利用率及加快先进制程接单，预计三纳米制程客户数量将增加。
2. 美股科技股芯片行业进展台积电计划与三星合作推进先进2纳米制程的量产，预计25年进一步推进；1.4纳米制程计划在27年至28年间量产。高通重点发展方向为5G通信效率提升和AI智能化；PC端AI芯片性能显著，低功耗下实现显著性能提升；移动端芯片加强AI模型支持，相较前代提高能效与GPU性能。AI技术持续优化，端侧芯片推理能力显著提升，依托NPU性能优化和投机采样技术，预计25年实现7B参数模型每秒40~50个token生成速率。
3. AI小模型优势与应用进展加密货币领域小型模型更受关注，具备高效率、低成本和定制化能力。斯坦福AI实验室研究显示，小模型在推理成本上可节省至75%，且微调后性能与大模型持平。