

策略谋势

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：艾熊峰（执业 S1130519090001）

aixiongfeng@gjzq.com.cn

香港路演总结：外资怎么看 A 股

前言：1) 香港路演感受，外资对市场主线的看法：对 AI 产业趋势有共识，主要布局境外市场相关标的。对中国特色估值主题关注度普遍不高。对消费、光伏、新能源的看法有所分化；2) 从产业周期看 TMT 成为新主线，如果用 0-1, 1-10 和 10-N 三个阶段去刻画新产业周期的话，当前 AI 产业处在 1-10 的阶段，未来 1-2 年进入 10-N 的阶段。当然，按照现在技术迭代速度，AI 应用爆发阶段或来的更快

一、香港路演感受：对 A 股的再认识

上周我们密集拜访了香港的主要外资客户，主要分为三类：一类是国际资产管理机构在香港的分支机构、一类是在香港的对冲基金、一类是国内资产管理公司在香港的分支机构。这些在香港的外资的投资标的集中在亚太市场，特别是中概股、港股和美股，不同的机构有不同的侧重，配置结构也相对灵活。本次香港路演三大感受：

1) 不少外资对 A 股的关注度明显提升，但有不少外资对 A 股的了解仍相对较少。特别是有些对冲基金，过去基本主要聚焦在中概股和港股市场，但这近期对 A 股市场的关注度在持续提升，也在逐步布局相关产品；

2) 大部分外资对全球股票市场并不悲观，对美股、港股和 A 股后续走势普遍持有中性偏乐观的态度，核心逻辑在于美联储政策的变化。此外，大家的共识是港股流动性差和 A 股波动性大。

3) 对于市场主线而言：a) 大部分外资对国企改革和中国特色主题关注度较低，而国内资管公司在港分支机构关注度明显较高；b) 外资对 AI 产业趋势的认可度较高，但落地到投资标的上，普遍认为真正技术优势公司基本在美股，A 股可能以相关产业链机会为主，但外资在 A 股市场存在一定信息劣势，难以把握短期主题机会；c) 对于消费、光伏、新能源车等领域，外资看法相对分化

二、从产业周期看 TMT 成为新主线：类比移动互联网产业

市场对 TMT 板块的忧虑来自两个方面：一是当前 A 股市场的 AI 主题标的是不是纯概念炒作？二是当前“AI+”的产业趋势是不是就是 2013-2014 年的“互联网+”？

首先，AI 相关标的分为三类：一类是基础层，以英伟达等硬件为代表，而 A 股市场中基础层相关产业链的公司值得重视；另外一类是技术层，以谷歌、百度等互联网公司为代表，A 股市场中这一类公司相对较少；还有一类是应用层，以微软等软件公司未代表，A 股市场中应用层公司相对丰富，各大领域 AI+应用的上市公司需要关注。

其次，类比移动互联网浪潮的产业趋势，2016 年的 AlphaGo 类比 2007 年的初代 iPhone，技术和产品出现拐点式的变化；当前 AIGC 类比 2010 年的 iPhone4，技术和产品开始不断普及；未来 1-2 年或呈现 2013 年移动互联网应用的大爆发。也就是说，当前 AI 产业可能并不是 2013 年移动互联网应用大爆发的阶段，当前可能是技术和产品普及率加速提升阶段。如果用 0-1, 1-10 和 10-N 三个阶段去刻画新产业周期的话，当前 AI 产业处在 1-10 的阶段，未来 1-2 年进入 10-N 的阶段。当然，按照现在技术迭代速度，AI 应用爆发阶段或来的更快。

三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起

1) 方向：海外紧缩缓和与国内政策红利驱动后市向上逻辑未变；2) 位置：行情刚至中段。从私募仓位、大股东增减持规模、指数换手率等三类市场结构指标来看，当前市场温度并不高；3) 风格：进击中小成长。经济没有上行风险的情况下，中小成长将是超额收益核心主线。

四、行业配置：TMT 崛起以及“券商、黄金”

布局产业政策和产业趋势共振的机会，以 TMT 为代表，同时重视券商与贵金属板块投资机会。推荐：1) 计算机、通信、传媒、半导体；2) 券商、黄金。

风险提示：经济下行超预期、宏观流动性收缩风险、海外黑天鹅事件

内容目录

一、香港路演感受：对 A 股的再认识.....	3
二、从产业周期看 TMT 成为新主线：类比移动互联网产业	3
三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起	4
四、行业配置：TMT 以及“券商、黄金”.....	5
重要事件前瞻	6
风险提示	6

图表目录

图表 1： AI 产业趋势和移动互联网类比.....	4
图表 2： A 股历史上的 5 次二次探底.....	5
图表 3： 重要事件前瞻.....	6

前言：1) 香港路演感受，外资对市场主线的看法：对 AI 产业趋势有共识，主要布局境外市场相关标的。对中国特色估值主题关注度普遍不高。对消费、光伏、新能源的看法有所分化；2) 从产业周期看 TMT 成为新主线，如果用 0-1，1-10 和 10-N 三个阶段去刻画新产业周期的话，当前 AI 产业处在 1-10 的阶段，未来 1-2 年进入 10-N 的阶段。当然，按照现在技术迭代速度，AI 应用爆发阶段或来的更快。

一、香港路演感受：对 A 股的再认识

上周我们密集拜访了香港的主要外资客户，主要分为三类：一类是国际资产管理机构在香港的分支机构、一类是在香港的对冲基金、一类是国内资产管理公司在香港的分支机构。这些在香港的外资的投资标的集中在亚太市场，特别是中概股、港股和美股，不同的机构有不同的侧重，配置结构也相对灵活。

本次香港路演三大感受：

- 1) 不少外资对 A 股的关注度明显提升，但有不少外资对 A 股的了解仍相对较少。特别是有些对冲基金，过去基本主要聚焦在中概股和港股市场，但这近期对 A 股市场的关注度在持续提升，也在逐步布局相关产品；
- 2) 大部分外资对全球股票市场并不悲观，对美股、港股和 A 股后续走势普遍持有中性偏乐观的态度，核心逻辑在于美联储政策的变化。此外，大家的共识是港股流动性差和 A 股波动性大。
- 3) 对于市场主线而言：a) 大部分外资对国企改革和中国特色主题关注度较低，而国内资管公司在港分支机构关注度明显较高；b) 外资对 AI 产业趋势的认可度较高，但落地到投资标的上，普遍认为真正技术优势公司基本在美股，A 股可能以相关产业链机会为主，但外资在 A 股市场存在一定信息劣势，难以把握短期主题机会；c) 对于消费、光伏、新能源车等领域，外资看法相对分化。

二、从产业周期看 TMT 成为新主线：类比移动互联网产业

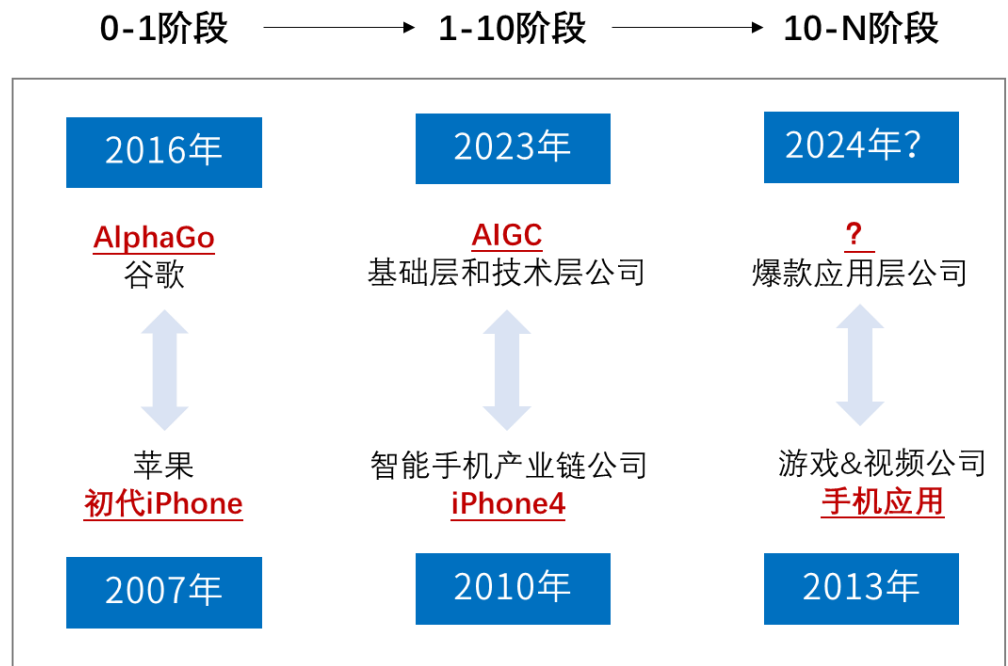
上周的策略谋势报告我们明确提出：TMT 具备了成为未来 2-3 年投资新主线的所有特征，也就是“基本面见底回升、机构配置低位”的必要条件，“产业趋势新变化”的充分条件。与此同时，市场主线成交占比近前高和市场走势的关系没有一定的规律性。此外，相关行业指数走势和换手率也并未呈现短期背离的结构，并不意味着行情进入尾声。

但是，市场担心来自两个方面：一是当前 A 股市场的 AI 主题标的是不是纯概念炒作？二是当前“AI+”的产业趋势是不是就是 2013-2014 年的“互联网+”？

首先，AI 相关标的分为三类：一类是基础层，以英伟达等硬件为代表，而 A 股市场中基础层相关产业链的公司值得重视；另外一类是技术层，以谷歌、百度等互联网公司为代表，A 股市场中这一类公司相对较少；还有一类是应用层，以微软等软件公司未代表，A 股市场中应用层公司相对丰富，各大领域 AI+应用的上市公司需要关注。

其次，类比移动互联网浪潮的产业趋势，2016 年的 AlphaGo 类比 2007 年的初代 iPhone，技术和产品出现拐点式的变化；当前 AIGC 类比 2010 年的 iPhone4，技术和产品开始不断普及；未来 1-2 年或呈现 2013 年移动互联网应用的大爆发。也就是说，当前 AI 产业可能并不是 2013 年移动互联网应用大爆发的阶段，当前可能是技术和产品普及率加速提升阶段。如果用 0-1，1-10 和 10-N 三个阶段去刻画新产业周期的话，当前 AI 产业处在 1-10 的阶段，未来 1-2 年进入 10-N 的阶段。当然，按照现在技术迭代速度，AI 应用爆发阶段或来的更快。

图表1: AI 产业趋势和移动互联网类比



来源：国金证券研究所

三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起

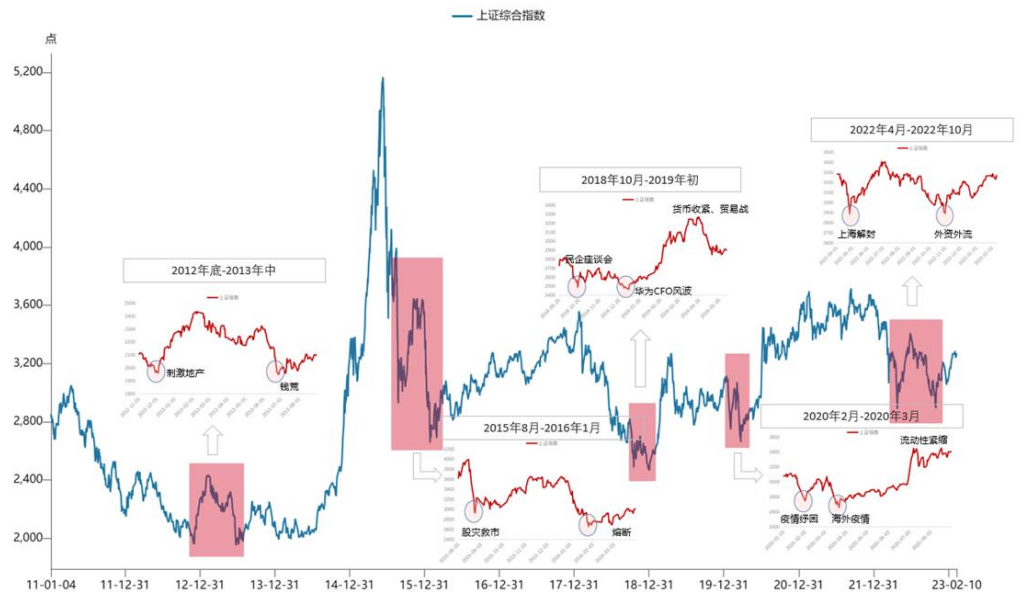
方向：海外紧缩缓和与国内政策红利驱动后市向上逻辑未变。1) 海外出清之年，美国经济周期向下，劳动生产率明显下降，看似紧张劳动力市场在经济持续下行后大概率反转，美联储紧缩缓和趋势明显；2) 国内过渡之年，经济趋势向上，但弹性有限，两会后产业政策或进一步提升市场风险偏好。

位置：行情刚至中段。从私募仓位、大股东增减持规模、指数换手率等三类市场结构指标来看，当前市场温度并不高。私募仓位处在历史中位，大股东净减持规模处在历史较低位，指数换手率也远未到经验性警示区间。

风格：进击中小成长。经济没有上行风险的情况下，TMT 为代表的科技成长将是超额收益核心主线。2019 年以来，每年年初市场都对政策预期有较强预期，但实际上 2019 年以来国内经济总体缺乏弹性，每年基本面的验证都普遍导致市场强预期落空。政策预期二阶拐点迎来经济基本面一阶拐点的考验，消费、地产等行业基本面回升的强度和持续性能否符合市场预期，仍存在较大的不确定性。

去年 10 月底 A 股二次探底后市场进入反弹阶段，以史为鉴，历史上二次探底后市场要么演绎短期小牛市，要么演绎中期慢牛。本轮大概率是短期小牛市，当前并不具备类似 2013-2015 年中期慢牛的产业趋势(移动互联网浪潮)和 2016-2017 年中期慢牛的经济基础(经济高弹性恢复)。当前市场更像的是 2019 年 1-4 月和 2020 年 4-7 月的短期小牛市行情。也就是此前拖累市场的核心矛盾呈现扭转，市场情绪持续升温。特别是从国内和海外精进政策环境来看，当前更像 2019 年 1-4 月的情形。

图表2: A股历史上的5次二次探底



来源: Wind、国金证券研究所

四、行业配置：TMT 以及“券商、黄金”

布局产业政策和产业趋势共振的机会，以 TMT 为代表，同时重视券商与贵金属板块投资机会。而对于国企改革和中国特色估值等相关主题性机会，仍需以行业和公司的边际变化为核心。

主线 1：TMT 崛起，计算机、通信、传媒、半导体

计算机：政策持续加码，AI 等新产业趋势明显，业绩持续验证。

通信：运营商云业务重估，大算力新需求下光通信新技术迭代，低估值安全垫，业绩在持续改善。

传媒：行业基本面和政策面均呈现积极向上变化，叠加 AI 新技术带来应用层落地。

半导体：短期 beta 行情仍有待观察，但去库周期接近尾声，产业政策持续支持。

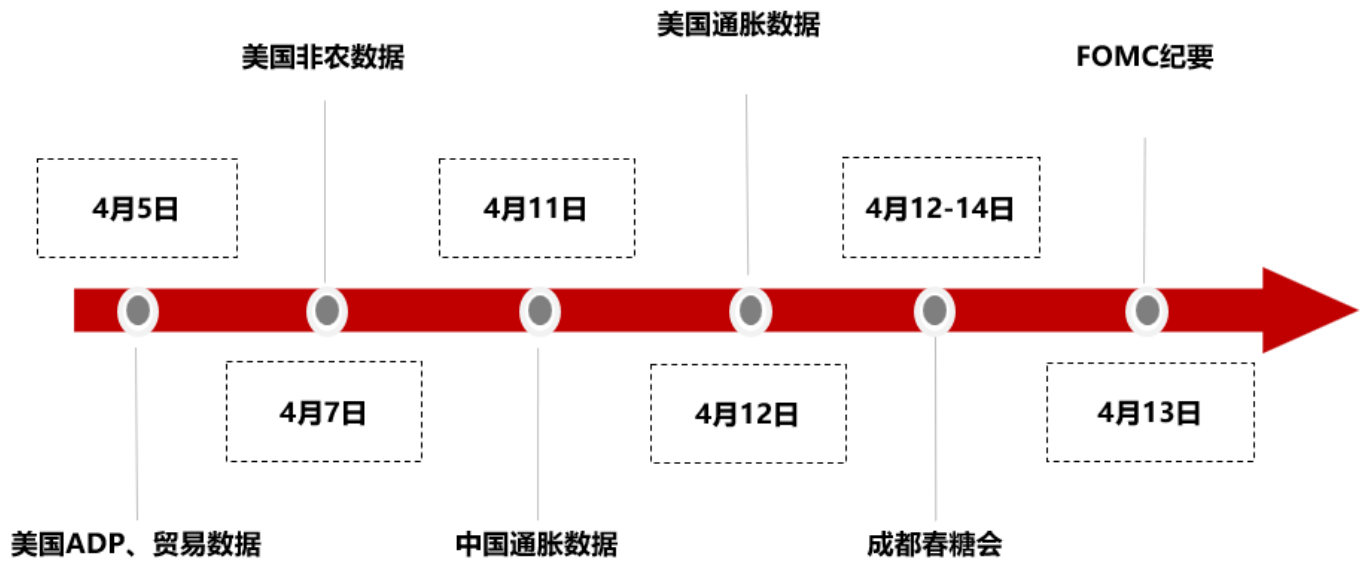
主线 2：券商、黄金

券商：在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。此外，主板全面注册制将助力券商基本面保持相对较强。

贵金属板：美国经济下行，美元实际利率下行支撑贵金属价格。此外，美联储紧缩预期缓和是大趋势。

重要事件前瞻

图表3: 重要事件前瞻



来源: Wind、国金证券研究所

风险提示

- 全球经济下行超预期 (国内经济超预期下行、海外经济下行风险)
- 宏观流动性收缩风险 (美联储超预期加息及缩表)
- 海外黑天鹅事件 (俄乌局势、地缘政治风险)

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
紫竹国际大厦7楼		嘉里建设广场T3-2402