

# 2023年下半年市场策略

## 策略年度报告

证券研究报告

策略组

分析师：艾熊峰 (执业 S1130519090001)

aixiongfeng@gjzq.com.cn

## 进退有度，取舍有道

### 一、全球继续交易美联储政策，市场仍处在上行通道，但甜蜜期逐步缩短

美联储政策交易之所以持续时间这么长，是因为市场对美国经济基本面的分歧较大。对基本面一旦形成一致预期，核心交易逻辑将回到企业盈利。美国经济持续下行，甚至是硬着陆，这决定美联储紧缩政策缓和是大势所趋。美国经济周期处在下行周期，劳动生产率下降背景下劳动力市场及其相关的服务消费和服务通胀是经济周期的滞后变量。

全球股票市场真正的大风险来自美国经济的硬着陆风险。美国资本开支和库存周期下行之下，PMI 持续下行趋势明确，当制造业 PMI 持续低于荣枯线，劳动力市场虚假的繁荣终将反转，相关消费和通胀都会拐头向下。失业和消费一旦形成负反馈，美国 GDP 同比负增长将引发美股 EPS 大幅下行，历史上均为 30% 左右的下行，这将引发美股在内的全球股票市场的大幅下跌。

对 A 股而言，产业政策带来结构性变化尤为重要。两会后，高层对产业政策的表述继续围绕高质量发展展开，先进制造、新能源和人工智能等领域是近期高层会议和调研考察中重点强调的方向。在 4 月中央政治局会议和 5 月中央财经委会议中，同时都重点强调重视通用人工智能发展、把握人工智能科技浪潮。

### 二、行情行至中段，进退有度，把握节奏

当前市场位置处在中段，进退有度，下半年后段注意来自海外的潜在风险。私募仓位不高、减持规模并未明显放量预示着行情仍处中段。但一旦美国经济出现硬着陆，美股盈利增速大幅下行将引发美股明显调整。历史上来看，硬着陆情景下美股普遍下跌 20%。

美联储降息早期美股表现取决于美国经济是否深度衰退。在 GDP 转为负增长的衰退情景之下，美联储首次降息前后美股表现都相对较差，普遍下跌 10%-30%。但类似 1984 年、1995 年和 2019 年经济软着陆阶段，美股表现相对不差。美国硬着陆阴影，业绩下跌对美股为代表的全球股票市场影响不容忽视，其中 A 股或同步承压。

### 三、主线之争，取舍有道：TMT 具备充分必要条件

每一轮核心主线一般延续 2-3 年，核心主线一般都是长期逻辑在短期持续得到验证。TMT 具备了成为未来 2-3 年投资新主线的所有特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。市场主线短期大调整都对应整体市场的下跌，长期顶部都对应基本面拐点。本轮 TMT 主线短期的风险或来自市场整体的宏观冲击。

央企国企和复苏主线都存在逻辑瑕疵。1) 考核国企央企 ROE 和考核利润率并无本质差异。因为 ROE 和利润率的差别在于资产负债率和资产周转率，而资产负债率要求是保持相对稳定。同时，央企总资产变化不大，既然本身就考核利润总额，这和收入基本没有大的差异；2) 对于中国特色估值主题，我们认为股权财政是对“中特估”的误读。国有企业提升政府收入的几个途径：一是直接通过税收和利润上缴，二是通过现金分红，三是通过股份减持。实际上只有股份减持和上市公司股价相关，税收和分红都高度依赖于行业景气和公司自身经营。此外，能持续增加分红和回购的央企基本都是那些现金流较好的公司。

### 四、行业配置：TMT、贵金属、券商

TMT 细分领域中：1) 计算机 ToC 端产品型公司具备较强的市场空间和市场议价能力；2) 通信运营商和光通信在算力基础设施建设下的增量需求；3) 传媒中游戏和 AI+ 应用或是最直接受益于人工智能的领域；4) 随着半导体周期逐步见底，布局 AI 算力需求支撑的细分产业链领域。

黄金：看空美国经济，美元实际利率下行是黄金白银长期利好因素。券商：短期市场 beta 逻辑。

**风险提示：**经济恢复不及预期、美联储政策超预期紧缩、海外黑天鹅事件

## 内容目录

一、全球继续交易美联储政策，市场仍处在上行通道，但甜蜜期逐步缩短.....	4
1.1 从资本开支周期来看，新兴市场有所企稳，美欧仍在下行初期.....	4
1.2 全球继续交易美联储政策，市场仍处在上行通道，但甜蜜期逐步缩短.....	4
1.3 对 A 股而言，产业政策带来结构性变化尤为重要.....	5
二、行情行至中段，进退有度，把握节奏.....	6
2.1 A 股二次探底后的两种演绎路径：短期小牛市或中期慢牛.....	6
2.2 市场位置处在中段：私募仓位不高、减持规模并未明显放量.....	7
2.3 进退有度，下半年后段注意来自海外的潜在风险.....	8
三、主线之争，取舍有道：TMT 具备充分必要条件.....	9
3.1 A 股历史上最强主线是如何演绎？.....	9
3.2 TMT 具备了成为新主线的所有重要特征.....	10
3.3 央企国企和复苏主线都存在逻辑瑕疵.....	12
四、行业配置：TMT、贵金属、券商.....	14
4.1 TMT：计算机、通信、传媒、半导体.....	14
4.2 贵金属：长期配置价值.....	15
4.3 券商：短期市场 beta 逻辑.....	15
风险提示.....	16

## 图表目录

图表 1: 全球资本开支增速分化: 新兴市场好于美欧.....	4
图表 2: 美股和美债走势趋同反映了美联储政策主导市场.....	5
图表 3: 美国资本开支和库存周期持续向下.....	5
图表 4: 两会后中央层面产业政策方面表述.....	6
图表 5: 历史上 A 股二次探底后的行情演绎.....	7
图表 6: 私募基金仓位仍处在相对低位.....	7
图表 7: 本轮市场反弹过程中减持规模并未明显放量.....	8
图表 8: 关注盈利增速大幅转负对美股的影响.....	8
图表 9: 首次降息前后美股表现分化.....	9
图表 10: 2018 年以来 A 股和美股走势: 趋势相同, 节奏存在 1-2 个月时间差.....	9
图表 11: 2010 年以来市场走势和核心主线的变迁.....	10
图表 12: 每一轮行业主线相对非金融企业 ROE 差值趋势.....	10
图表 13: 主动股票基金对每一轮市场主线配置仓位变化.....	11
图表 14: AI 产业趋势.....	11
图表 15: 历史上市场主线短期明显调整和整体市场冲击息息相关.....	12
图表 16: 国企改革: 2014 年最强改革预期, 2017 年最大改革动作.....	13
图表 17: 央企考核指标体系演变.....	13
图表 18: AI 产业链的基础层、技术层和应用层.....	14
图表 19: AI 产业链的基础层、技术层和应用层.....	14
图表 20: TMT 细分领域推荐.....	15
图表 21: 黄金价格与美元外汇储备占比负相关.....	15
图表 22: 美国衰退, 实际利率下行, 利好黄金.....	15
图表 23: 历史上券商行情往往发生在向上行情尾部.....	16

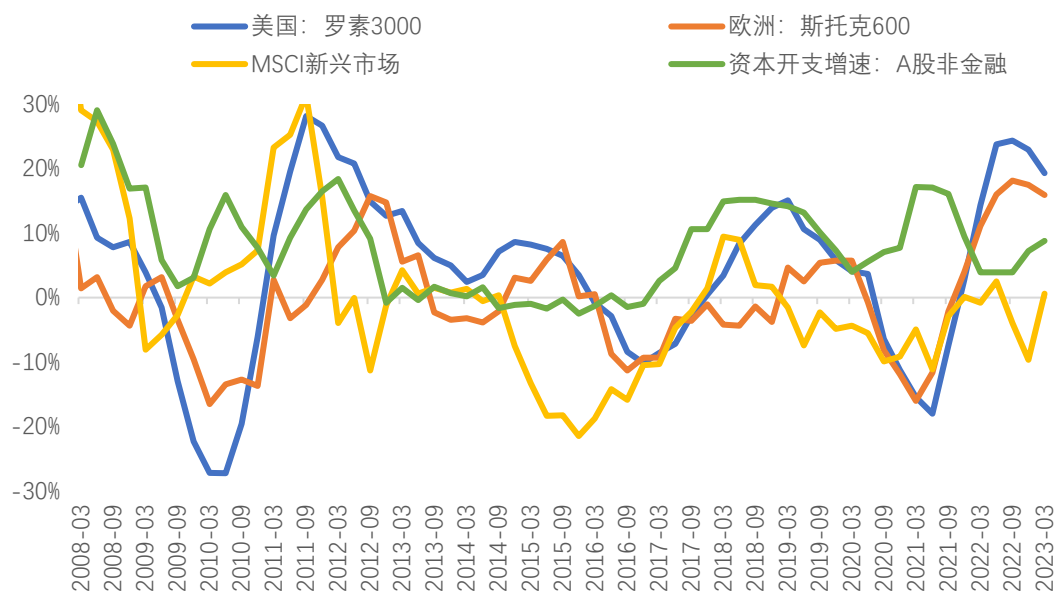
## 一、全球继续交易美联储政策，市场仍处在上行通道，但甜蜜期逐步缩短

### 1.1 从资本开支周期来看，新兴市场有所企稳，美欧仍在下行初期

本轮资本开支周期中，新兴市场和发达市场依旧处在周期错位阶段。发达经济体处在资本开支下行周期，新兴市场后续也将面临外需不足的考验。与此同时，短期在经历一轮资本开支扩张后，全球定价的工业商品也难有大机会。

对于中国而言，从上市公司口径来看，只有部分行业资本开支增速在持续提升，特别能源和新能源相关的领域。具体而言，电力、煤炭、有色、建筑等行业资本开支增速呈现持续改善趋势。如果剔除上述行业的贡献，资本开支增速基本与前值持平，在4%左右。其中，电力和煤炭行业主要在能源安全和新能源转型背景下扩大资本开支。有色行业资本开支主要集中在新能源金属和工业金属领域。建筑行业资本开支主要受新老基建带动。

图表1：全球资本开支增速分化：新兴市场好于美欧



来源：Bloomberg、国金证券研究所

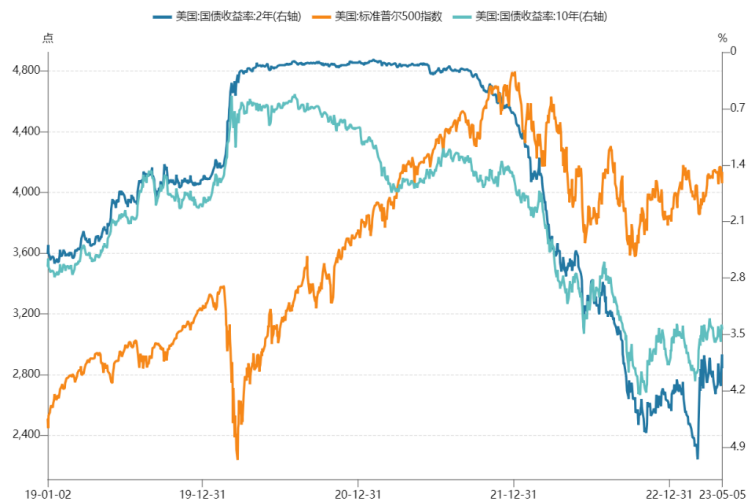
### 1.2 全球继续交易美联储政策，市场仍处在上行通道，但甜蜜期逐步缩短

美联储政策交易之所以持续时间这么长，是因为市场对美国经济基本面的分歧较大。对基本面一旦形成一致预期，核心交易逻辑将回到企业盈利。

全球市场仍在交易美联储紧缩缓和的逻辑，对美国经济基本面衰退幅度的分歧依旧较大。2022年以来，美联储政策预期变化成为决定全球股票市场方向的重要因素之一。特别是去年10-11月以来全球股票市场的反弹，期间一波三折都与市场对美联储政策预期的波动相关，经济、就业和通胀数据以及FOMC会议都是造成市场预期波动的核心事件。比如今年2月至3月中旬，美国经济数据相对强劲造成市场对美联储加速紧缩的担忧，短端美债利率大幅上行，全球股市震荡调整。

正如我们此前一再强调的，美国经济持续下行，甚至是硬着陆，这决定美联储紧缩政策缓和是大势所趋。美国经济周期处在下行周期，劳动生产率下降背景下劳动力市场及其相关的服务消费和服务通胀是经济周期的滞后变量。

图表2: 美股和美债走势趋同反映了美联储政策主导市场



来源: Wind、国金证券研究所

全球股票市场真正的大风险来自美国经济的硬着陆风险。美国资本开支和库存周期下行之下，PMI 持续下行趋势明确，当制造业 PMI 持续低于荣枯线，劳动力市场虚假的繁荣终将反转，相关消费和通胀都会拐头向下。失业和消费一旦形成负反馈，美国 GDP 同比负增长将引发美股 EPS 大幅下行，历史上均为 30%左右的下行，这将引发美股在内的全球股票市场的大幅下跌。

图表3: 美国资本开支和库存周期持续向下



来源: Wind、国金证券研究所

### 1.3 对A股而言，产业政策带来结构性变化尤为重要

产业政策红利有望持续验证，特别是在业绩真空期，需要重视产业政策催化。中央经济会议和两会都明确了产业政策思路 and 方向，指出产业政策要发展和安全并举。

两会后，高层对产业政策的表述继续围绕高质量发展展开，先进制造、新能源和人工智能等领域是近期高层会议和调研考察中重点强调的方向。在 4 月中央政治局会议和 5 月中央财经委会议中，同时都重点强调重视通用人工智能发展、把握人工智能科技浪潮。

图表4：两会后中央层面产业政策方面表述

时间	会议/场合	重点内容
5月5日	国务院常务会议	通过关于加快发展先进制造业集群的意见；部署加快建设充电基础设施，更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴
5月5日	二十届中央财经委员会第一次会议	要把握人工智能等新科技革命浪潮，适应人与自然和谐共生的要求，保持并增强产业体系完备和配套能力强的优势，高效集聚全球创新要素，推进产业智能化、绿色化、融合化，建设具有完整性、先进性、安全性的现代化产业体系
4月28日	中央政治局会议	要巩固和扩大新能源汽车发展优势，加快推进充电桩、储能等设施建设和配套电网改造。要重视通用人工智能发展，营造创新生态，重视防范风险
4月21日	二十届中央全面深化改革委员会第一次会议	要聚焦国家战略和产业发展重大需求，加大企业创新支持力度，积极鼓励、有效引导民营企业参与国家重大创新，推动企业在关键核心技术创新和重大原创技术突破中发挥作用。
4月11日	习近平在广东调研	坚定不移全面深化改革扩大高水平对外开放 在推进中国式现代化建设中走在前列
3-4月	李强先后在湖南、海南、北京、广西、云南调研	强调先进制造业、实体经济、高质量发展、产业聚集、改革开放等

来源：新华社、国金证券研究所

## 二、行情行至中段，进退有度，把握节奏

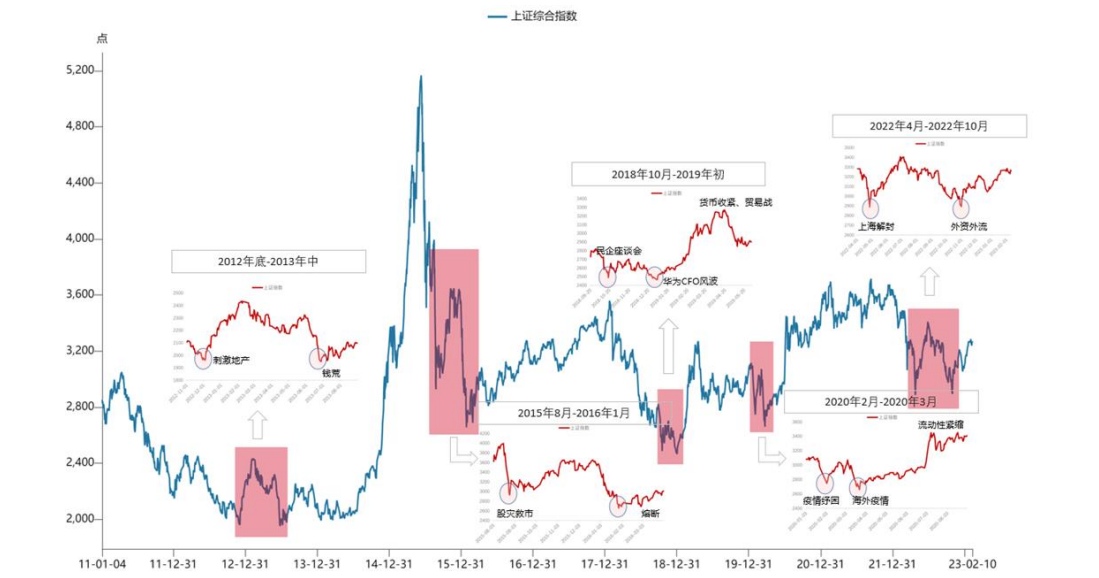
### 2.1 A股二次探底后的两种演绎路径：短期小牛市或中期慢牛

从历史上A股二次探底后的行情演绎来看，主要分为短期小牛市和中期慢牛两种走势。短期小牛市发生在2019年初和2020年初，中期慢牛发生在2013年和2016-2017年。去年4月底和10月底A股完成二次探底，反弹至今，后续走势不用悲观。

2019年的短期小牛市是在货币和信用政策均转向宽松叠加中美贸易摩擦缓和的背景下形成的，2020年初的短期小牛市是疫情带来的货币宽松政策出台推动的。

2013年的中期慢牛是移动互联网推动的科技成长牛市，2016-2017年的中期慢牛是大盘蓝筹股在供给侧改革和消费升级背景下行业集中度提高，突出的业绩表现推动市场切换至大盘蓝筹股的慢牛行情。

图表5：历史上A股二次探底后的行情演绎

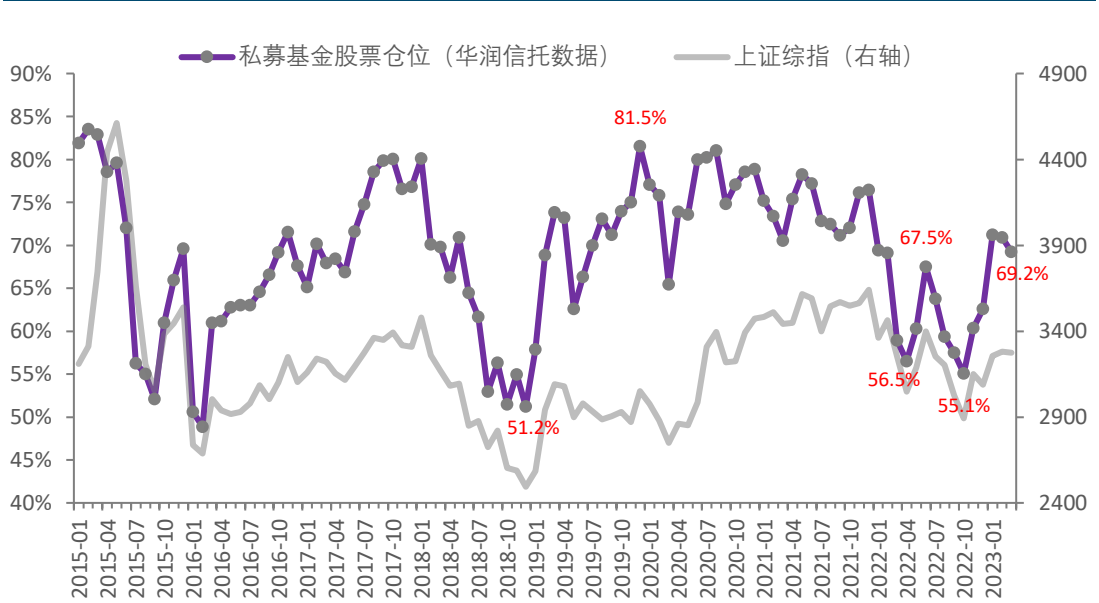


来源：Wind、国金证券研究所

## 2.2 市场位置处在中段：私募仓位不高、减持规模并未明显放量

国内公募基金近年来基本都维持高仓位运作，私募、外资等绝对收益投资者仓位数据更具有参考性。从私募基金的仓位来看，当前私募基金仓位仍处在相对低位，3月底的平均仓位为69%，处在中位数偏下水平。

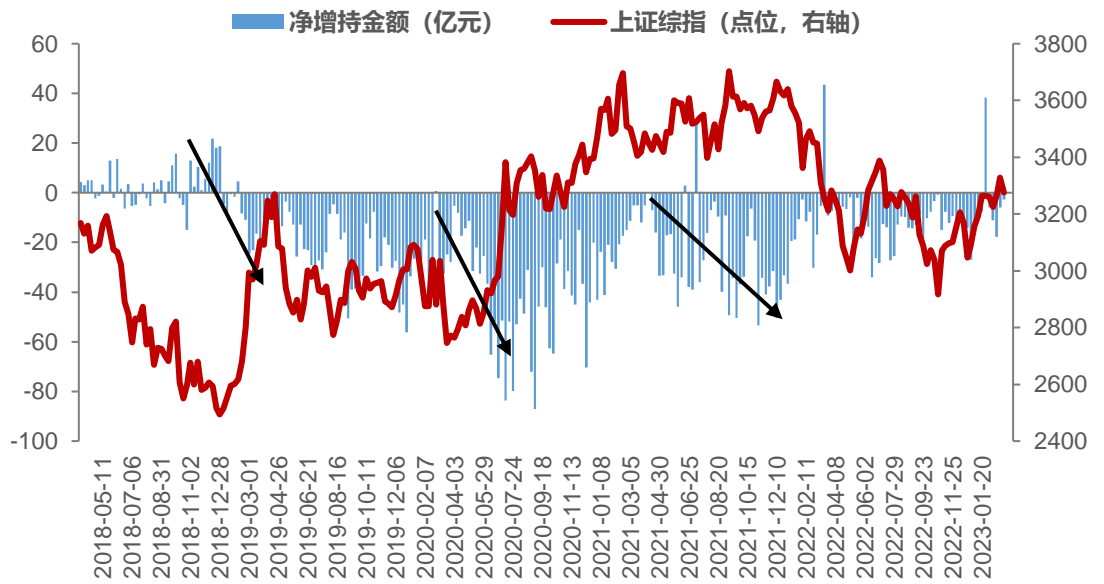
图表6：私募基金仓位仍处在相对低位



来源：Wind、国金证券研究所

历史上来看，大股东基本都是呈现净减持情形，而且在市场上行阶段往往减持规模会有所放量，而在市场情绪较弱阶段往往缩减减持规模。自去年11月市场反弹以来，大股东净减持规模维持相对稳定，平均每周在10亿左右，明显是历史低位水平。

图表7: 本轮市场反弹过程中减持规模并未明显放量



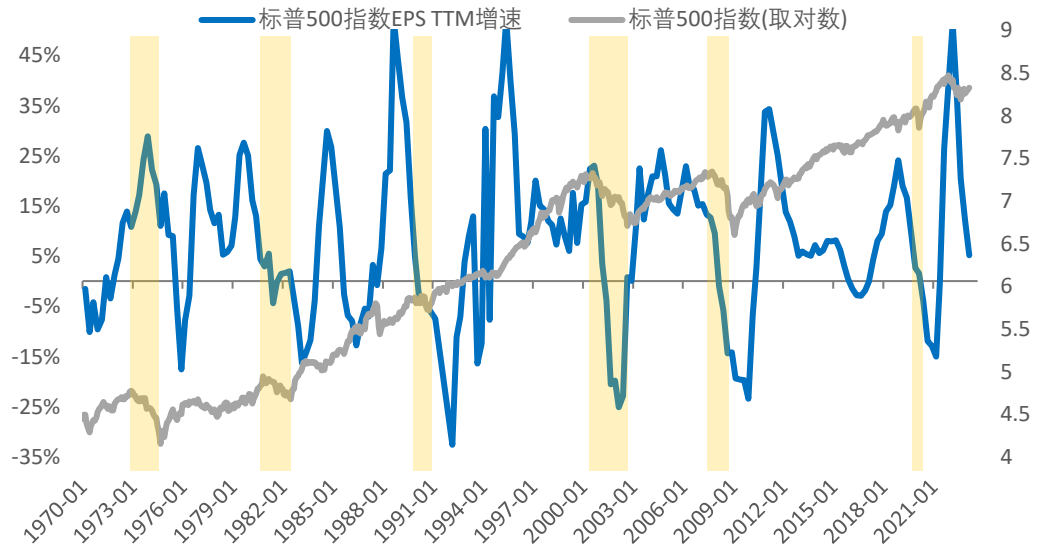
来源: Wind、国金证券研究所

### 2.3 进退有度，下半年后段注意来自海外的潜在风险

历史上来看，美国经济深度衰退，GDP 增速转为负增长，标普 500 指数的 EPS 增速基本都是 20%-30%左右的负增长，比如 1974 年、1981 年、2001 年、2008 年。但像 1984 年、1995 年和 2019 年经济软着陆，美股盈利增速下行幅度则相对温和。

正如前文所述，一旦美国经济出现硬着陆，美股盈利增速大幅下行将引发美股明显调整。历史上来看，硬着陆情景下美股普遍下跌 20%。

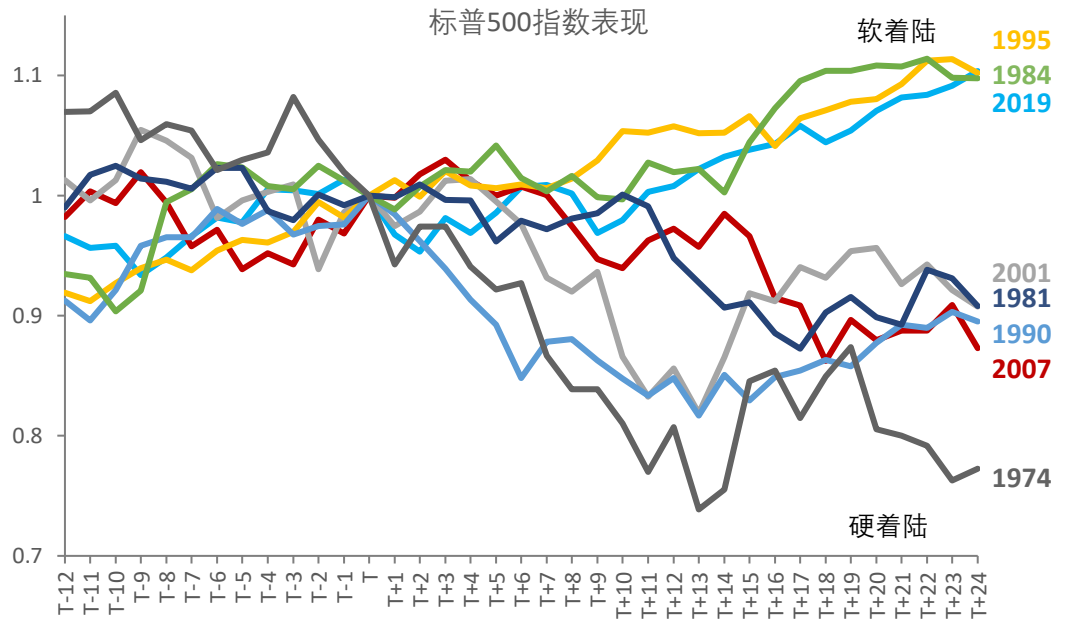
图表8: 关注盈利增速大幅转负对美股的影响



来源: Bloomberg、国金证券研究所

美联储降息早期美股表现取决于美国经济是否深度衰退。在 GDP 转为负增长的衰退情景之下，美联储首次降息前后美股表现都相对较差，普遍下跌 10%-30%。但类似 1984 年、1995 年和 2019 年经济软着陆阶段，美股表现相对不差。美国硬着陆阴影，业绩下跌对美股为代表的全球股票市场影响不容忽视，其中 A 股或同步承压。

图表9：首次降息前后美股表现分化



来源：Wind、国金证券研究所

中美贸易战以来，A股和美股走势基本一致。中美股市趋势一致反映了股票市场对全球流动性和全球经济基本面的定价。但是，从行情节奏来看，A股整体波动相对美股更大，市场节奏上存在1-2个月的时间差。

图表10：2018年以来A股和美股走势：趋势相同，节奏存在1-2个月时间差



来源：Wind、国金证券研究所

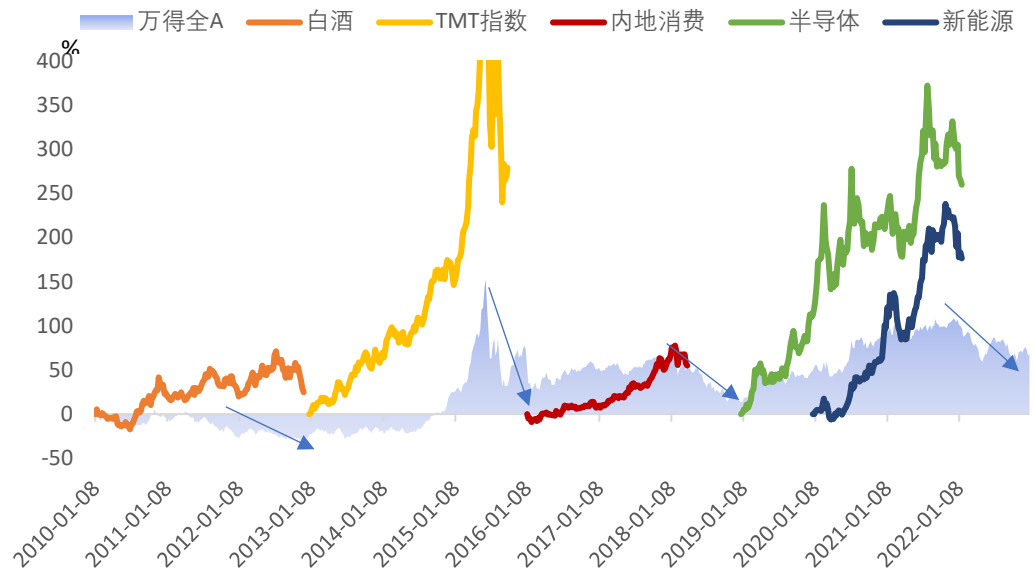
### 三、主线之争，取舍有道：TMT具备充分必要条件

#### 3.1 A股历史上最强主线是如何演绎？

每一轮核心主线一般延续2-3年，核心主线一般都是长期逻辑在短期持续得到验证。A股市场每一轮行情的主逻辑在不断演变，市场主线也随之变迁。在市场整体调整后，往往是新主线开始酝酿的时候。

2008年市场调整后迎来2009-2012年的白酒主线，2012年市场调整后迎来2013-2015年的TMT主线，2015年下半年股灾后迎来2016-2017年的消费主线，2018年单边下跌后迎来2019-2020年的半导体主线和2020-2021年的新能源主线。

图表11：2010年以来市场走势和核心主线的变迁



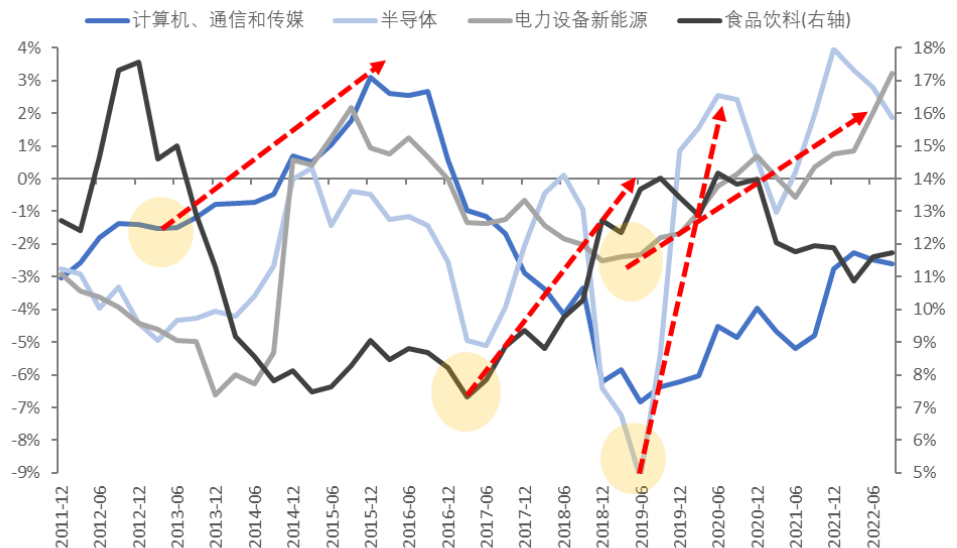
来源：Wind、国金证券研究所

### 3.2 TMT 具备了成为新主线的所有重要特征

TMT 具备了成为未来 2-3 年投资新主线的所有特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。

首先，历史上每一轮新主线的兴起都是在基本面见底回升阶段。当前 TMT 基本面也处在触底回升阶段，特别是计算机、通信和传媒，半导体基本面见底相对延后；

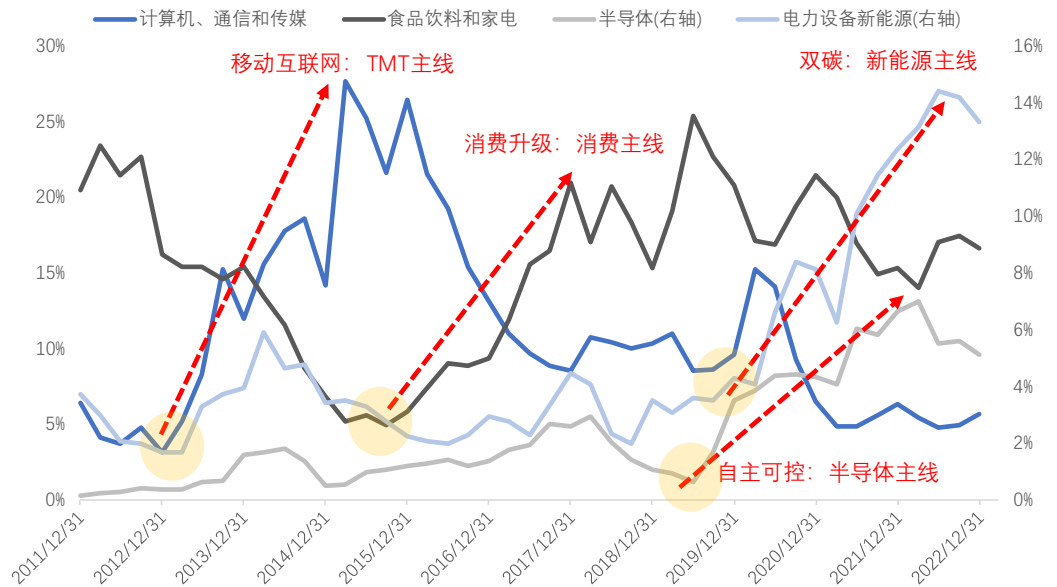
图表12：每一轮行业主线相对非金融企业 ROE 差值趋势



来源：Wind、国金证券研究所

其次，历史上每一轮新主线的兴起都是在机构仓位配置较低阶段。当前公募基金对 TMT 板块的配置仓位普遍处在历史低位，其中半导体仓位也在持续回落；

图表13: 主动股票基金对每一轮市场主线配置仓位变化

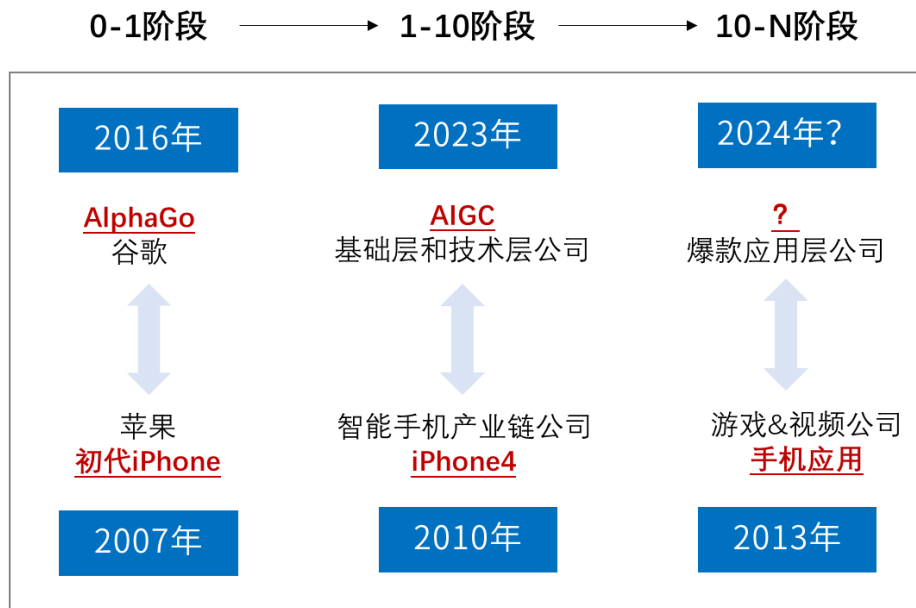


来源: Wind、国金证券研究所

最后,“产业趋势新变化”是充分条件,也就是新产业趋势驱动业绩持续改善。当前TMT板块业绩呈现分化,相对计算机、通信和传媒行业,半导体基本面还处在触底阶段。TMT板块业绩持续性来自三大驱动,首先是疫情后的内生改善,其次是自主可控推动下国产替代带来业绩改善,最后是AI科技浪潮驱动新产业趋势。

AIGC可能类比的是2010年的iPhone4,而2007年的初代iPhone是2016年的AlphaGo。AI如何让TMT板块业绩后续持续验证?首先,最直接的影响来自供给端的降本增效。降本增效带来的产品加速迭代;其次,算力需求带来产业链新增需求,基础层的硬件和数据都将快速增长;最后,新场景和新应用带来需求端爆发。比如未来AI助手等产品或成为新的爆款应用

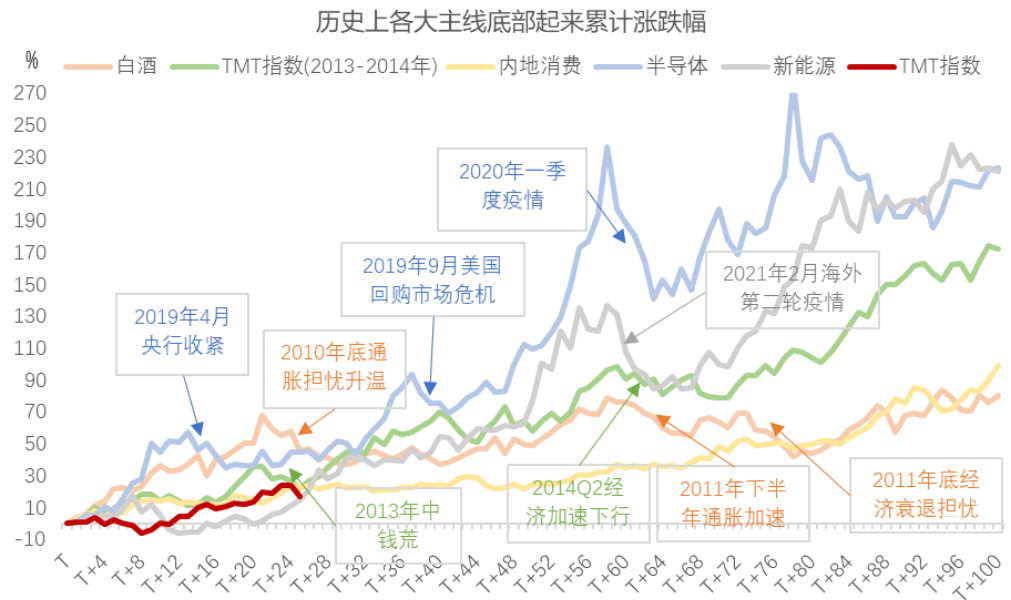
图表14: AI产业趋势



来源: Wind、国金证券研究所

市场主线短期大调整都对应整体市场的下跌,长期顶部都对应基本面拐点。本轮TMT主线的短期风险或来自市场整体的宏观冲击。市场整体风险或来自海外,特别是美股在经济大幅下行之下盈利大幅下跌。但从近期美国经济基本面数据来看,短期或风险不大,三四季度需要重视潜在风险。

图表15: 历史上市场主线短期明显调整和整体市场冲击息息相关



来源: Wind、国金证券研究所

### 3.3 央企国企和复苏主线都存在逻辑瑕疵

国企改革主题为何只在2014年和2017年有超额收益? 2013年十八届三中全会深化改革以来, 国企改革主题超额收益行情主要有两次, 分别发生在2014年和2016年底-2017年中, 其中改革预期最强的阶段在2014年, 改革动作最大的阶段在2017年。1) 第一次是2014年的行情, 十八届三中全会和当年两会均提出进行国企改革, 政策预期高涨, “改革牛”热潮, 叠加一带一路主题升温, 推动国企改革相关题材大涨; 2) 第二次是2016年底到2017年中的行情, 七大领域“混改”破局, 公司制改革全面提速。以中国联通混改为代表的混改进入全面加速推广阶段, 推动国企改革主题再次升温。

当前国企改革有何变化? 2023年新一轮国企改革开启继续深入推进此前的方针政策, 国资委提出: 1) 启动国有企业对标世界一流企业价值创造行动。2) 在考核体系上进行指标调整并提出“一增一稳四提升”。3) 进一步深化国企改革, 持续推进国央企高质量发展, 统筹中央企业高质量上市, 充分助力资本市场, 稳定资本市场。

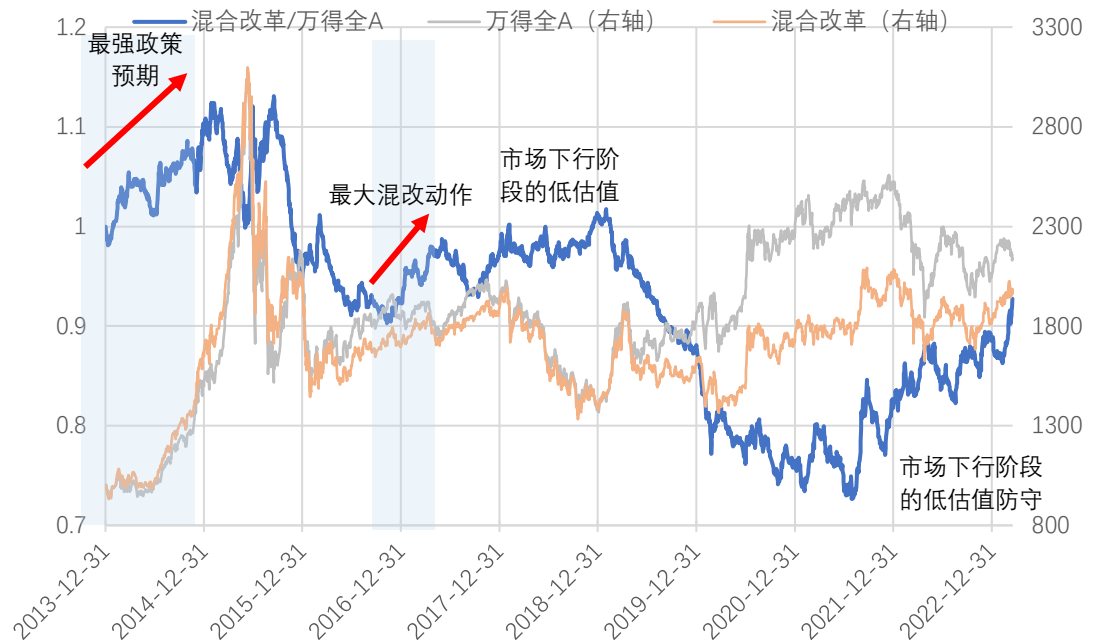
市场对当前国企改革的新变化主要聚焦在央企考核指标的变化。2023年中央企业“一利五率”目标为“一增一稳四提升”, “一增”即确保利润总额增速高于全国GDP增速, 力争取得更好业绩; “一稳”即资产负债率总体保持稳定; “四提升”即净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。其中最大的变化是用ROE替代营收利润率, 增加对现金流的要求。

实际上考核ROE和考核利润率并无本质差异。因为ROE和利润率的差别在于资产负债率和资产周转率, 而资产负债率要求是保持相对稳定, 那么差别就在于资产周转率。而央企总资产变化不大(即使央企之间合并也不改变总体资产规模), 所以本质的差别在于收入。那么既然本身就考核利润总额, 这和收入基本没有大的差异。

对于中国特色估值主题, 我们认为股权财政是对“中特估”的误读。国有企业提升政府收入的几个途径: 一是直接通过税收和利润上缴, 二是通过现金分红, 三是通过股份减持。实际上只有股份减持和上市公司股价相关, 税收和分红都高度依赖于行业景气和公司自身经营。此外, 能持续增加分红和回购的央企基本都是那些现金流较好的公司。

今年以来中字头的公司相对走强, 特别是通信运营商、建筑和石油石化行业的持续走强。我们理解这些行业都是自身行业逻辑发生了新变化, 比如运营商云业务重估、一带一路主题和原油价企稳。

图表16: 国企改革: 2014年最强改革预期, 2017年最大改革动作



来源: Wind、国金证券研究所

图表17: 央企考核指标体系演变

2020年	2021年	2022年	2023年
净利润	净利润	↑ 净利润 GDP	↓ 净利润 ← 缴税也是对社会贡献
利润总额	利润总额	↑ 利润总额 GDP	↑ 利润总额 GDP
资产负债率	资产负债率	→ 资产负债率	→ 资产负债率
研发经费投入强度	研发经费投入强度	↑ 研发经费投入强度	↑ 研发经费投入强度
营收利润率	营收利润率	↑ 营收利润率	↓ 营收利润率
	全员劳动生产率	↑ 全员劳动生产率	↑ 全员劳动生产率
			↑ 营收现金流
			↑ 净资产收益率

引导中央企业提高生产效率

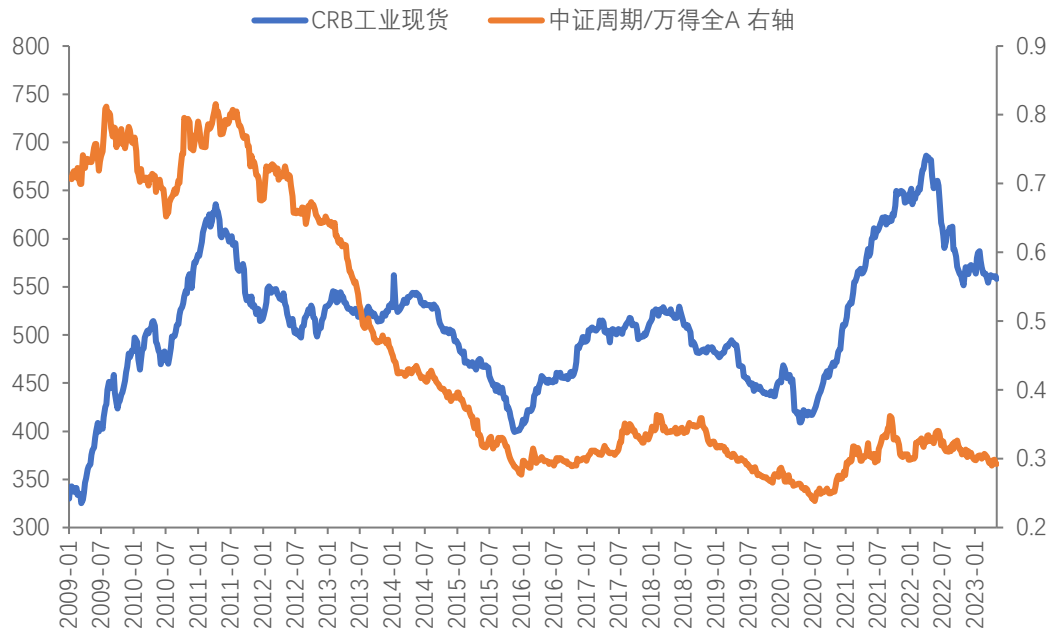
替代利润率, 更好反映盈利质量

来源: 国资委、国金证券研究所

经济复苏主线则高度依赖增长弹性和大宗商品周期。A股周期行业相对表现较好的阶段基本都是大宗商品价格上涨时期。无论是2020年下半年-2022年上半年的周期股相对行情, 还是2016-2018年上半年和2010年上半年-2011年上半年的周期股相对行情, 这都对应着全球商品的上涨。

正如前文所述, 后续欧美资本开支周期向下, 中国经济弱复苏, 工业品难有大机会。这并不利于周期股等复苏主线。

图表18: AI 产业链的基础层、技术层和应用层



来源: Wind、国金证券研究所

#### 四、行业配置: TMT、贵金属、券商

##### 4.1 TMT: 计算机、通信、传媒、半导体

人工智能 (AI) 的发展离不开三个关键要素: 数据、算法和算力。1) 数据是 AI 的基石, 可以说没有大量的高质量数据, AI 是无法训练出有用的模型的。数据的数量和质量决定了模型的准确性和稳健性; 2) 算法是 AI 的核心, 它决定了 AI 模型的性能和效果。现在, 许多深度学习算法已经被开发出来, 并且被广泛应用于计算机视觉、自然语言处理、语音识别等领域; 3) 算力是 AI 发展的动力源, 因为 AI 训练和推理需要大量的计算资源。现在, GPU 和 TPU 等专门的硬件被广泛应用于加速 AI 训练和推理。同时, 云计算服务也为 AI 提供了强大的计算能力, 使得开发者可以在不拥有专门的硬件的情况下进行 AI 开发和应用。

图表19: AI 产业链的基础层、技术层和应用层



来源: Wind、国金证券研究所

TMT 细分领域中: 1) 计算机 ToC 端产品型公司具备较强的市场空间和市场议价能力; 2) 通信运营商和光通信在算力基础设施建设下的增量需求; 3) 传媒中游戏和 AI+应用或是最直接受益于人工智能的领域; 4) 随着半导体周期逐步见底, 布局 AI 算力需求支撑的细分产业链领域。

图表20: TMT 细分领域推荐



来源：国金证券研究所

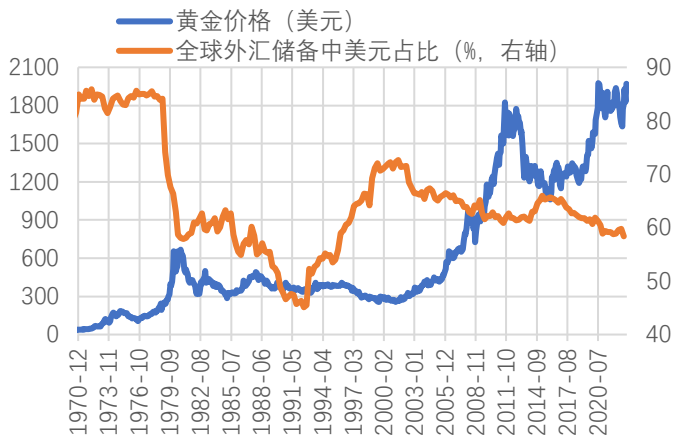
#### 4.2 贵金属：长期配置价值

长期来看，布雷顿森林体系瓦解后，黄金价格和美元信用高度相关。从数据来看，全球外汇储备中美元占比基本和黄金价格呈现负相关。自2015年以来，美元在全球外汇储备中占比呈现下降趋势。

短期来看，看空美国经济，美元实际利率下行，美联储由紧转松是黄金白银长期利好因素。历史上来看黄金和实际利率基本呈现负相关性，后续随着美国经济衰退以及美联储政策转为宽松，美元指数或见顶回落，黄金价格或迎来中期上涨趋势。

图表21: 黄金价格与美元外汇储备占比负相关

图表22: 美国衰退，实际利率下行，利好黄金



来源：Bloomberg、国金证券研究所

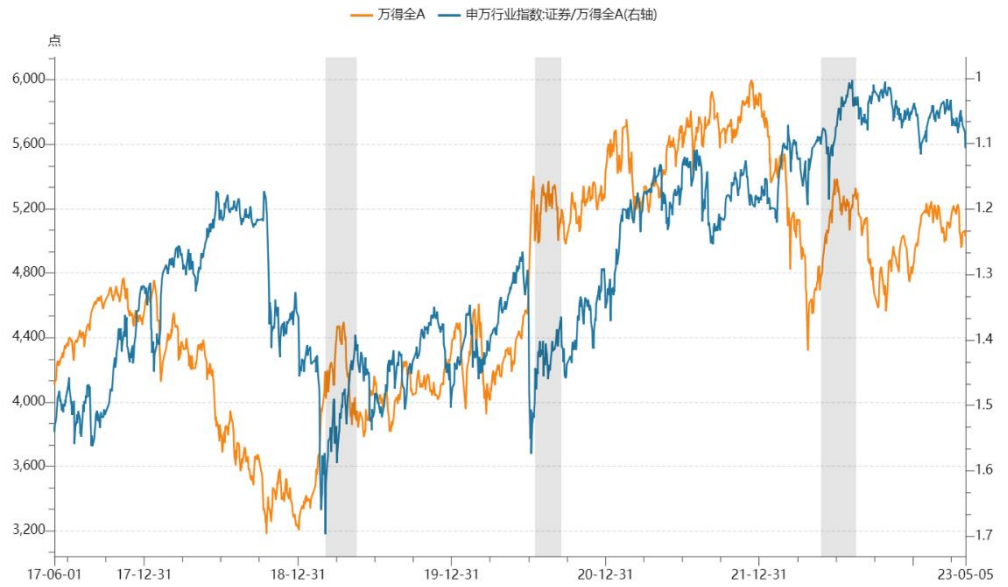


来源：Wind、国金证券研究所

#### 4.3 券商：短期市场 beta 逻辑

券商拥有明显的相对收益往往发生在向上行情的尾部，比如2019年4月、2020年7月和2022年7月，这些都是反弹或反转的阶段尾部行情阶段。

图表23: 历史上券商行情往往发生在向上行情尾部



来源: Wind、国金证券研究所

### 风险提示

- 经济恢复不及预期（国内政策落地不及预期，疫情感染反复）
- 美联储政策超预期紧缩（加息进程持续加强）
- 海外黑天鹅事件（地缘政治等）

**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：021-60753903	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