

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

短期结构指标呈现积极信号

前言：1) 当前市场对国内经济基本面弱复苏基本是市场一致预期，新产业趋势和政策将主导市场走向。近期北京、上海、深圳、成都等地方持续密集出台相关政策。AI+产业不仅处在新产品和新技术趋势中，还有望继续享受政策催化带来的红利。2) 当前 A 股市场结构指标表现出积极信号，特别是短期量价都开始企稳回升。近期 A 股结束缩量下跌，成交放量，指数有所企稳回升。中期维度来看，风险溢价处在高位，大股东减持规模相对低位，市场中后期存在配置价值。

一、国内整体基本面一致预期，产业趋势和政策尤为重要

当前市场对国内经济基本面弱复苏基本是市场一致预期，新产业趋势和政策将主导市场走向。从年初以来的人工智能相关政策看，国内产业趋势和产业政策大方向未变。近期北京、上海、深圳、成都等地方也是持续密集出台相关政策，涵盖了对 AI 算法、算力、数据，以及基础设施建设、技术落地创新、应用场景打造和企业团队扶持等方向。AI+产业不仅处在新产品和新技术趋势中，还有望继续享受政策催化带来的红利。

对于全球市场而言，最重要的无疑还是美联储的政策预期变化。自去年以来，美股表现和美债利率走势高度相关，两者都随着通胀、就业等高频数据波动而波动。背后反映的是市场对美国经济基本面分歧较大，美联储政策预期成为当前市场核心矛盾。我们此前报告一再强调，美国经济硬着陆风险仍在，越往后经济下行压力逐步增加，美联储紧缩政策缓和是大势所趋。接下来 6 月中旬的议息会议至关重要，无论是最后一次加息落地，还是正式停止加息，对全球风险资产而言都是靴子落地。站在当前时点往后看，全球风险资产处在新一轮反弹当中。

二、当前市场结构指标预示市场位置在哪？

当前 A 股市场结构指标表现出积极信号，特别是短期量价都开始企稳回升。对于短期市场结构而言，量价的趋势是反映市场情绪的重要指标。具体来说，缩量上涨和放量下跌都是相对消极的信号，分别意味着上涨情绪的终结和下跌情绪的蔓延。近期 A 股市场并未出现类似量价背离的情景。自 5 月 9 日以来，上证综指呈缩量下跌态势，换手率自 1.2% 回落至 0.6% 附近。本周成交放量，指数有所企稳回升。这都是市场情绪逐步转向积极的短期信号。

中期维度来看：1) 当前股票风险溢价较高，以过去三年均值水平来看，当前市场风险溢价已经处于均值加一倍标准差附近，对应市场投资性价比较高。但需要指出的是，这是一个刻画市场情绪的中期指标，因为背后的本质逻辑是均值回归。即使认可用极值来刻画偏离均值的幅度，而均值回归的时间是具有很大不确定性的；2) 一个更直接的中期指标是大股东增减持，当前减持规模相对稳定，并未放量。在市场企稳回升过程中，往往伴随着大股东减持明显放量，市场后继转向下跌。本轮行情演绎至今大股东增减持相对稳定，并未存在明显的放量，行情依旧处于向上中段。

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。从大股东增减持规模、指数换手率等市场结构指标来看，当前市场处在上行中段；3) 风格：进击中小成长。经济没有上行弹性的情况下，中小成长将是超额收益核心主线；4) 节奏：本轮市场类比 2019 年 1-4 月和 2020 年 4-7 月的短期小牛市行情。但当前市场一致预期并没有很强，叠加市场赚钱效应不明显，当前市场行情或相对 2019 年和 2020 年的反转行情节奏较慢。

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、国内整体基本面一致预期，产业趋势和政策尤为重要	3
二、当前市场结构指标预示市场位置在哪?	3
三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起	5
四、行业配置：TMT 以及“券商、黄金”	5
五、重要事件前瞻	6
六、风险提示	6

图表目录

图表 1：今年以来地方和部委关于人工智能相关政策密集出台	3
图表 2：上证指数量价趋势（指数走势和换手率）	4
图表 3：万得全 A 风险溢价处在过去三年均值一倍标准差位置	4
图表 4：本轮反弹大股东减持并未明显放量	5
图表 5：重要事件前瞻	6

前言：

1) 当前市场对国内经济基本面弱复苏基本是市场一致预期，新产业趋势和政策将主导市场走向。近期北京、上海、深圳、成都等地方持续密集出台相关政策。AI+产业不仅处在新产品和新技术趋势中，还有望继续享受政策催化带来的红利。

2) 当前 A 股市场结构指标均表现出积极信号，特别是短期量价都开始企稳回升。近期 A 股结束缩量下跌，成交放量，指数有所企稳回升。中期维度来看，风险溢价处在高位，大股东减持规模相对低位，市场中后期存在配置价值。

一、国内整体基本面一致预期，产业趋势和政策尤为重要

当前市场对国内经济基本面弱复苏基本是市场一致预期，新产业趋势和政策将主导市场走向。从年初以来的人工智能相关政策看，国内产业趋势和产业政策大方向未变。近期北京、上海、深圳、成都等地方也是持续密集出台相关政策，涵盖了对 AI 算法、算力、数据，以及基础设施建设、技术落地创新、应用场景打造和企业团队扶持等方向。AI+产业不仅处在新产品和新技术趋势中，还有望继续享受政策催化带来的红利。

对于全球市场而言，最重要的无疑还是美联储的政策预期变化。自去年以来，美股表现和美债利率走势高度相关，两者都随着通胀、就业等高频数据波动而波动。背后反映的是市场对美国经济基本面分歧较大，美联储政策预期成为当前市场核心矛盾。我们此前报告一再强调，美国经济硬着陆风险仍在，越往后经济下行压力逐步增加，美联储紧缩政策缓和是大势所趋。接下来 6 月中旬的议息会议至关重要，无论是最后一次加息落地，还是正式停止加息，对全球风险资产而言都是靴子落地。站在当前时点往后看，全球风险资产处在新一轮反弹当中。

图表 1：今年以来地方和部委关于人工智能相关政策密集出台

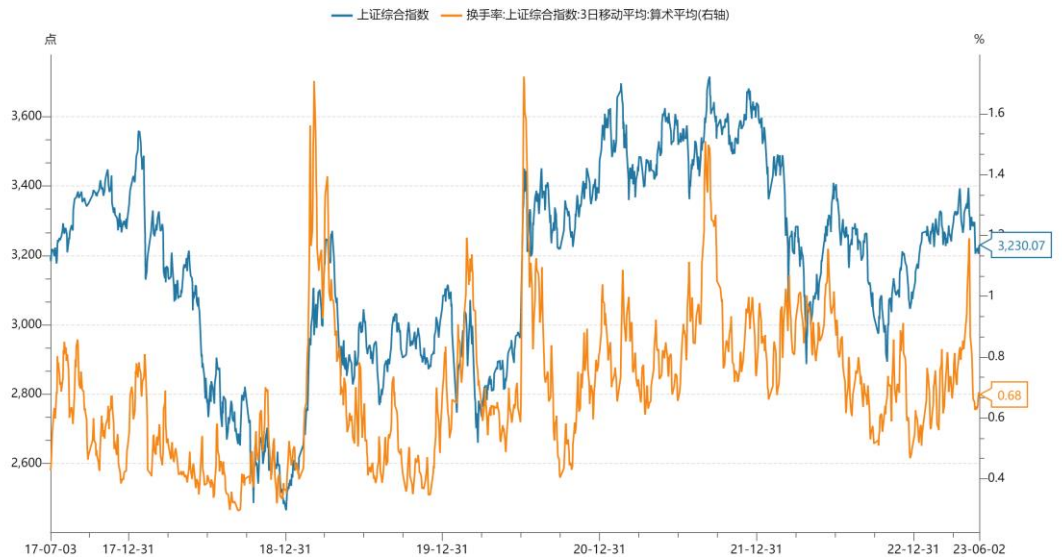
发布时间	发布单位	政策名称	重点内容
2023/1/5	成都	《成都市新一代人工智能产业发展规划（2022-2025）》	到2025年，全市人工智能产业产值突破1500亿元，百亿级产业集群数量达到5个以上，企业数量达到1000家以上，链主企业数量达到5家以上，专精特新小巨人企业数量达到50家以上，有全国影响力的人工智能产业地标达到5个以上。
2023/2/13	北京	《2022年北京人工智能产业发展白皮书》	持续推动建设具有全球影响力的人工智能创新策源地；全面落实人工智能产业发展底座；加快建设国家人工智能创新应用先导区；积极探索人工智能安全、科技伦理治理机制；率先建成高水平人工智能人才高地。
2023/4/11	国家网信办	《生成式人工智能服务管理办法（征求意见稿）》	促进生成式人工智能技术健康发展和规范应用，生成式人工智能产品提供服务前需申报安全评估；需对生成的图片、视频进行标识；内容应当真实准确，不得利用生成内容损害他人形象、名誉以及其他合法权益，不得进行商业炒作、不正当营销。
2023/5/30	上海	《上海市加大力度支持民间投资发展若干政策措施》	鼓励民间资本投资新型基础设施。充分发挥人工智能创新发展专项等引导作用，支持民营企业广泛参与数据、算力等人工智能基础设施建设。
2023/5/30	北京	《北京市加快建设具有全球影响力的人工智能创新策源地实施方案（2023-2025年）》	一是着力突破人工智能关键技术，引领产业高水平发展；二是全力夯实人工智能底座基础，筑牢产业创新发展底座；三是加快构建人工智能产业方阵，全面提升产业发展能级；四是加快推动人工智能场景建设，牵引创新成果落地应用；五是持续构建人工智能产业生态，营造国际一流发展环境。
2023/5/30	北京	《北京市促进通用人工智能创新发展的若干措施》	一是提升算力资源统筹供给能力；二是提升高质量数据要素供给能力；三是系统构建大模型等通用人工智能技术体系；四是推动通用人工智能技术创新场景应用；五是探索营造包容审慎的监管环境。
2023/5/31	深圳	《深圳市加快推动人工智能高质量发展高水平应用行动方案（2023—2024年）》	建设城市级智能算力平台；打造大湾区智能算力枢纽；建设企业级智能算力平台。增强关键核心技术与产品创新能力，尤其是大模型、智能算力芯片等的研发攻关。提升产业集聚水平，打造全域全时场景应用，推进“千行百业+AI”。
2023/6/1	成都	《成都市关于进一步促进人工智能产业高质量发展的若干政策措施（征求意见稿）》	多项奖励措施，如支持企业升级、揭榜。对符合要求的人工智能企业，分别给予企业核心团队10万元、20万元、25万元一次性奖励。对新获得国家专精特新“小巨人”、省级专精特新中小企业称号的人工智能企业，分别给予30万元、10万元一次性支持。

来源：Wind、国金证券研究所

二、当前市场结构指标预示市场位置在哪？

当前 A 股市场结构指标表现出积极信号，特别是短期量价都开始企稳回升。对于短期市场结构而言，量价的趋势是反映市场情绪的重要指标。具体来说，缩量上涨和放量下跌都是相对消极的信号，分别意味着上涨情绪的终结和下跌情绪的蔓延。近期 A 股市场并未出现类似量价背离的情景。自 5 月 9 日以来，上证综指呈缩量下跌态势，换手率自 1.2% 回落至 0.6% 附近。本周成交放量，指数有所企稳回升。这都是市场情绪逐步转向积极的短期信号。

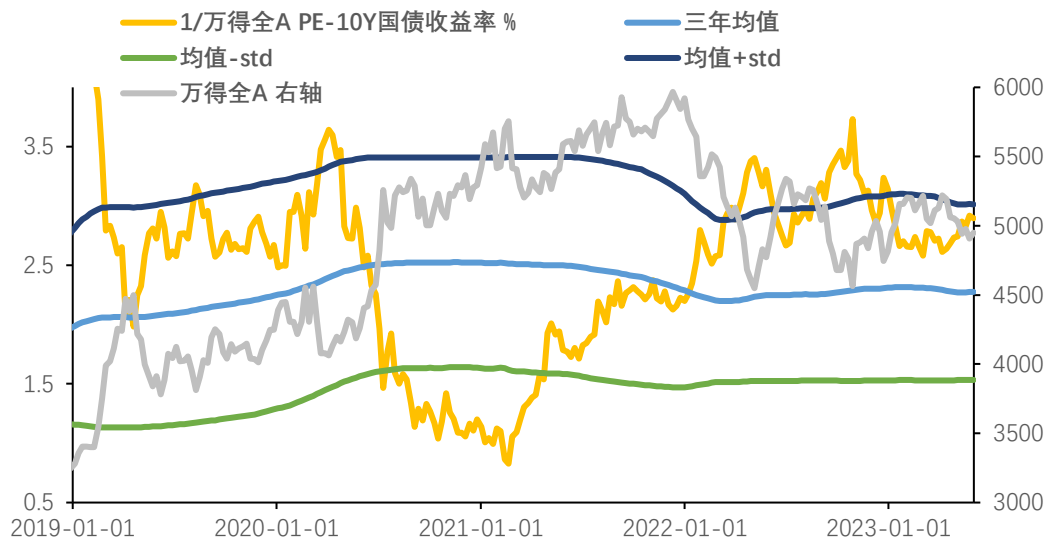
图2: 上证指数数量价趋势 (指数走势和换手率)



来源: Wind、国金证券研究所

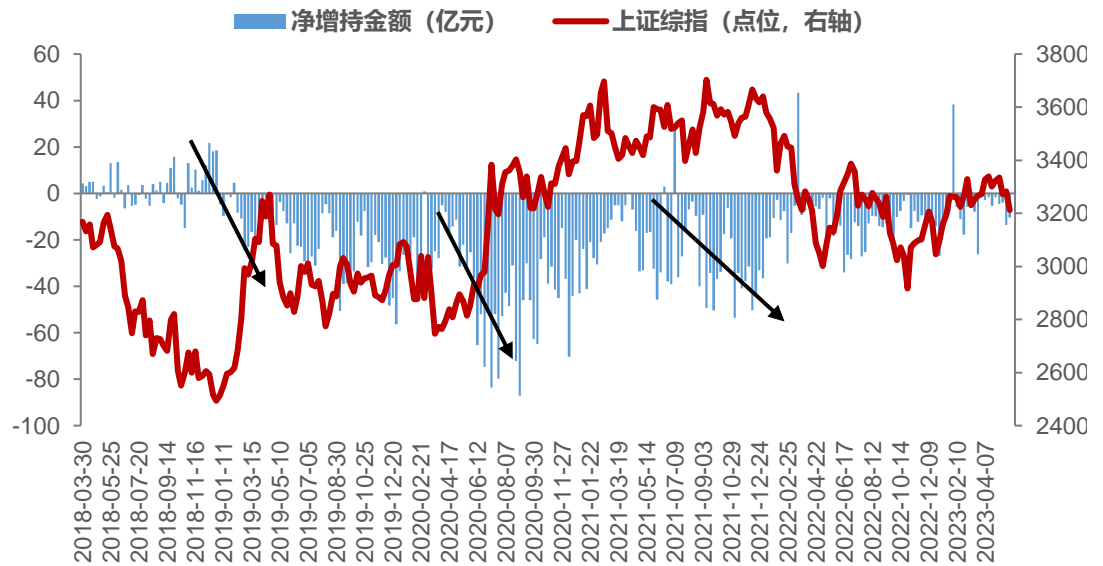
中期维度来看: 1) 当前股票风险溢价较高, 以过去三年均值水平来看, 当前市场风险溢价已经处于均值加一倍标准差附近, 对应市场投资性价比较高。但需要指出的是, 这是一个刻画市场情绪的中期指标, 因为背后的本质逻辑是均值回归。即使认可用极值来刻画偏离均值的幅度, 而均值回归的时间是具有很大不确定性的; 2) 一个更直接的中期指标是大股东增减持, 当前减持规模相对稳定, 并未放量。在市场企稳回升过程中, 往往伴随着大股东减持明显放量, 市场后继转向下跌。本轮行情演绎至今大股东增减持相对稳定, 并未存在明显的放量, 行情依旧处于向上中段。

图3: 万得全A 风险溢价处在过去三年均值一倍标准差位置



来源: Wind、国金证券研究所

图4：本轮反弹大股东减持并未明显放量



来源：Wind、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，产业政策或进一步提升市场风险偏好。

位置：行情刚至中段。大股东增减持规模、指数换手率等市场结构指标来看，当前市场处在上行中段。私募仓位处在历史中位数以下，大股东净减持规模处在历史较低位，指数换手率也没有出现和指数走势明显背离的情形。

风格：进击中小成长。经济弱复苏的情况下，TMT 为代表的科技成长将是超额收益核心主线。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，“长期逻辑在短期业绩上持续验证”的充分条件。参考历史上 2-3 年主线短期明显调整的特征，本轮 TMT 主线的短期明显调整或同样跟随市场调整，也就是宏观因素对整体市场的冲击或是 TMT 主线最大的风险。

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。但当前市场一致预期并没有很强，叠加市场赚钱效应不明显，当前市场行情或相对 2019 年和 2020 年的反转行情节奏较慢。

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。

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。

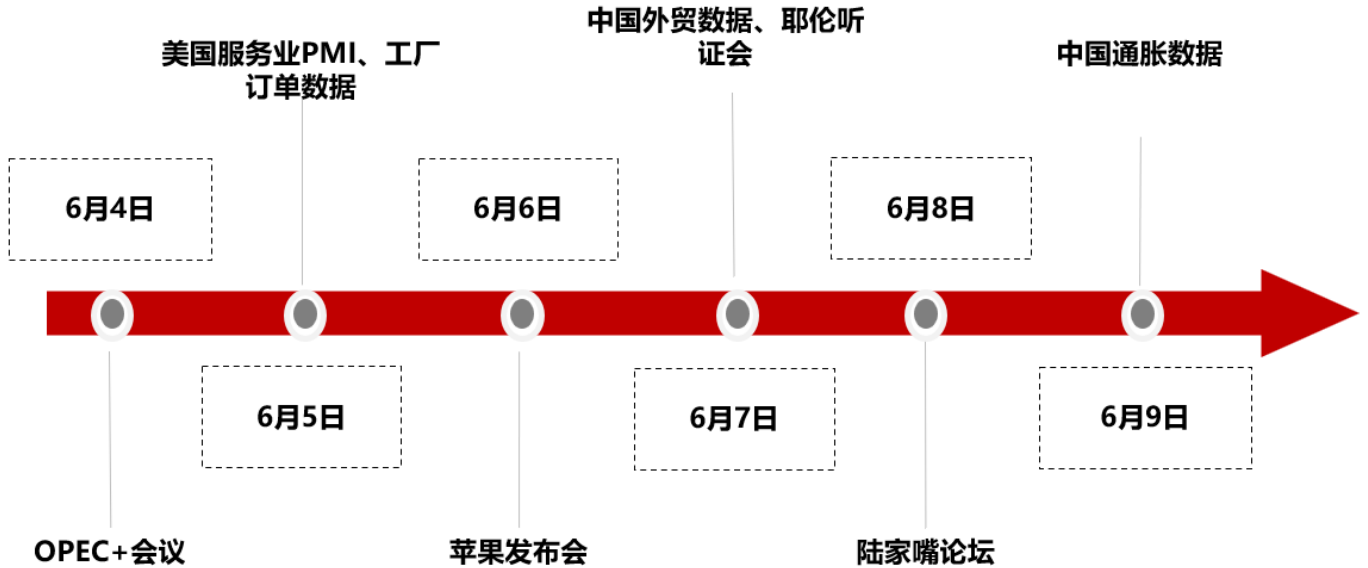
主线 2：券商、黄金

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。

五、重要事件前瞻

图表5：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

六、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。

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：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806