

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

破局点接踵而至

前言：

- 1) “听其言而观其行”，美联储 6 月暂停加息，后续美国经济下行压力之下，美联储政策继续宽松是大势所趋。在此背景下，美元指数和美债利率大概率同步下行，进而以美股为代表的全球风险资产或迎来新一轮反弹。
- 2) 对 A 股而言，低预期迎来积极变化。经济修复预期低，但近期央行降息和国常会提出研究出台一揽子政策带来积极变化。外围环境预期低，但近期美国外长访华，中国总理访问德法，中美和中欧沟通加强。担心资金压力，增量资金预期低。但后续打开封闭的基金规模明显下降，同时私募保险等绝对收益投资者仓位较低。

一、美元和美债利率下行驱动全球风险资产上行

6 月美联储暂停加息，但其相对鹰派的发言，让市场对其后续加息节奏的不确定性增加。“听其言而观其行”，不要只看他怎么说，要看他怎么做。我们认为美国经济硬着陆风险仍在，四季度需要重视美国经济衰退的冲击。当前美国制造业 PMI 略低于荣枯线，上市公司资本开支增速刚回落 2-3 个季度，资本开支周期和库存周期下行压力之下，劳动力市场和服务业韧性难以为继。此外，在如此低迷的消费信心之下，历史上美国经济都呈现较大的下行压力。

后续经济下行压力之下，美联储政策继续宽松是大势所趋。在此背景下，美元指数和美债利率大概率同步下行，进而以美股为代表的全球风险资产或迎来新一轮反弹。

二、对 A 股而言，预期低点，破局点接踵而来

经济弱复苏背景下，经济修复预期低，但近期央行降息和国常会提出研究出台一揽子政策带来积极变化。5 月社融和经济数据显示经济复苏势头有所减弱，央行也及时降低 MLF 利率，同时国常会明确提出研究出台一揽子政策。目前政策层面的积极变化在提振市场信心方面会发挥一定作用。

今年以来经历中美气球事件和新制裁事件，投资者对外围环境预期低，但近期美国外长访华，中国总理访问德法，中美和中欧加强沟通有望带来新的积极变化。中美关系一直是全球市场聚焦的话题，近期无论是商业界还是政界，都明显加强沟通，这都有利于稳定中美关系。

自去年以来，市场赚钱效应一直较弱，外资流入也在降温，市场担心资金压力，增量资金预期低。首先，我们一直强调，市场指数上台阶不一定要增量资金，只要投资者信心提升，情绪乐观起来，股价自然会上涨。但是，存量投资者的乐观程度毕竟有限，因此要市场大幅上行，需要有更乐观的资金进入。短期来看，后续打开封闭的基金规模明显下降，同时私募保险等绝对收益投资者仓位较低，这都是资金面的积极信号。

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，特别是以 TMT 为代表的新产业趋势；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“黄金、券商”

聚焦产业政策和产业趋势共振的机会，以 TMT 为代表，同时重视贵金属板块投资机会，提前布局券商板块。

- 1) TMT：计算机 toC 应用、通信运营商和光通信、传媒中游戏出海、半导体中算力产业链和国产替代；
- 2) 黄金：头部纯黄金企业；券商：大中型券商。

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、美元和美债利率下行驱动全球风险资产上行.....	3
二、对 A 股而言，预期低点，破局点接踵而来.....	4
三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起.....	5
四、行业配置：TMT 以及“黄金、券商”.....	5
五、重要事件前瞻.....	6
六、风险提示.....	6

图表目录

图表 1：美联储政策成为市场核心矛盾，2022 年以来美元指数与全球股市走势镜像.....	3
图表 2：美元和美债均随着 FED 加息预期的变化而变化.....	4
图表 3：三季度打开封闭的基金规模明显下降.....	4
图表 4：当前私募基金仓位不高.....	5
图表 5：重要事件前瞻.....	6

前言：

1) “听其言而观其行”，美联储 6 月暂停加息，后续美国经济下行压力之下，美联储政策继续宽松是大势所趋。在此背景下，美元指数和美债利率大概率同步下行，进而以美股为代表的全球风险资产或迎来新一轮反弹。

2) 对 A 股而言，低预期迎来积极变化。经济修复预期低，但近期央行降息和国常会提出研究出台一揽子政策带来积极变化。外围环境预期低，但近期美国外长访华，中国总理访问德法，中美和中欧加强沟通有望带来新的积极变化。担心资金压力，增量资金预期低。后续打开封闭的基金规模明显下降，同时私募保险等绝对收益投资者仓位较低，这都是资金面的积极信号。

一、美元和美债利率下行驱动全球风险资产上行

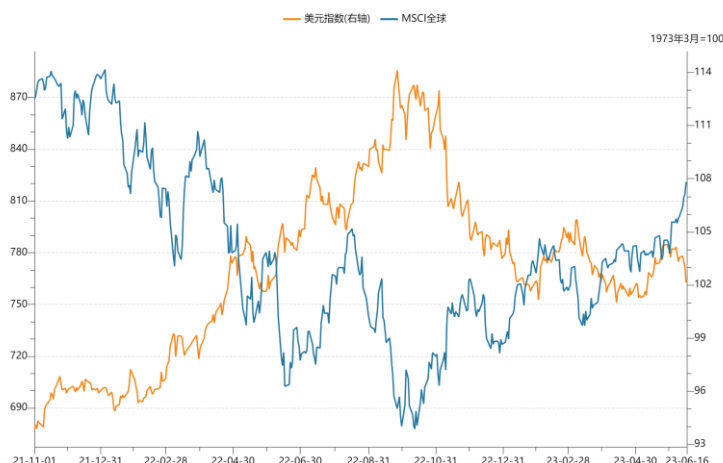
6 月美联储暂停加息，但其相对鹰派的发言，让市场对其后续加息节奏的不确定性增加。因此，从大类资产的表现来看，市场定价不温不火。“听其言而观其行”，不要只看他怎么做，要看他怎么做。美联储为何 6 月暂停加息，而又对后续加息保留预期空间呢？

当前美联储政策是典型的数据依赖。6 月暂停加息是出于近期通胀、就业数据回落的考虑。而美联储出于预期管理的目标，为了应对后续通胀和就业数据的不确定性，所以发言表态中又保持鹰派。那么美国经济后续走势到底如何？

我们认为经济硬着陆风险仍在，四季度需要重视美国经济衰退的冲击。当前美国制造业 PMI 和非制造业 PMI 都持续下行，但劳动力市场和服务业表现初一定的韧性。一方面是因为服务业是经济后周期部门，另一方面是因为新冠疫情后美国劳动生产率下降明显（缺勤率高、到岗率低）。当前美国制造业 PMI 略低于荣枯线，上市公司资本开支增速刚回落 2-3 个季度，资本开支周期和库存周期下行压力之下，劳动力市场和服务业韧性难以为继。此外，在如此低迷的消费信心之下，历史上美国经济都呈现较大的下行压力。

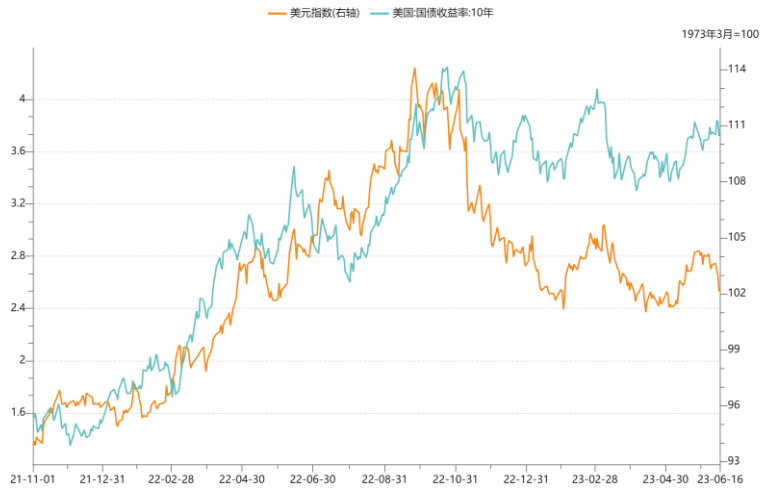
后续经济下行压力之下，美联储政策继续宽松是大势所趋。在此背景下，美元指数和美债利率大概率同步下行，进而以美股为代表的全球风险资产或迎来新一轮反弹。2022 年以来，全球市场的核心矛盾聚焦在美联储政策上，因此我们看到，随着高频数据的披露，美联储政策预期变化直接导致债券价格和股票价格同向波动。

图1：美联储政策成为市场核心矛盾，2022 年以来美元指数与全球股市走势镜像



来源：Wind、国金证券研究所

图表2: 美元和美债均随着 FED 加息预期的变化而变化



来源: Wind、国金证券研究所

二、对 A 股而言，预期低点，破局点接踵而来

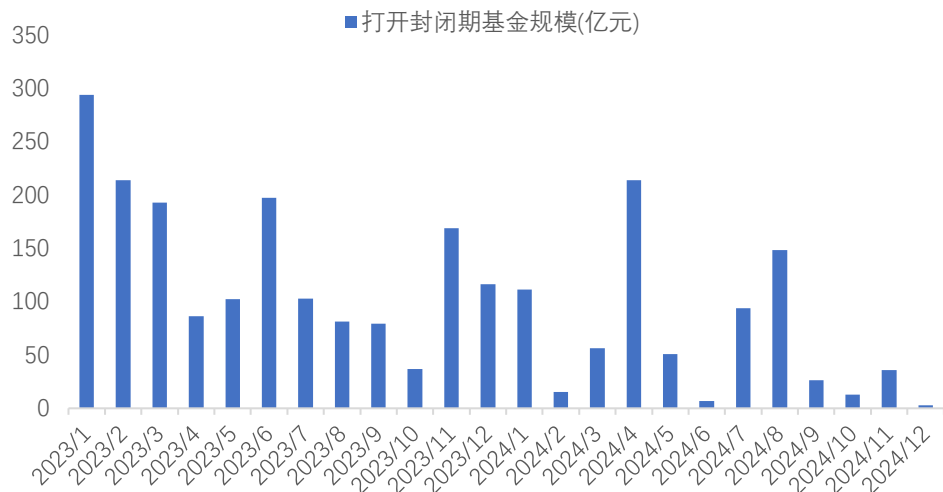
A 股市场投资者市场情绪正在回暖，此前压低市场预期的事件都呈现积极变化。总体而言，投资者预期较低主要体现在经济修复、外围环境和增量资金等三大方面。

经济弱复苏背景下，经济修复预期低，但近期央行降息和国常会提出研究出台一揽子政策带来积极变化。5 月社融和经济数据显示经济复苏势头有所减弱，央行也及时降低 MLF 利率，同时国常会明确提出研究出台一揽子政策。目前政策层面的积极变化在提振市场信心方面会发挥一定作用。

今年以来经历中美气球事件和新制裁事件，投资者对外围环境预期低，但近期美国外长访华，中国总理访问德法，中美和中欧加强沟通有望带来新的积极变化。中美关系一直是全球市场聚焦的话题，近期无论是商业界还是政界，都明显加强沟通，这都有利于稳定中美关系。

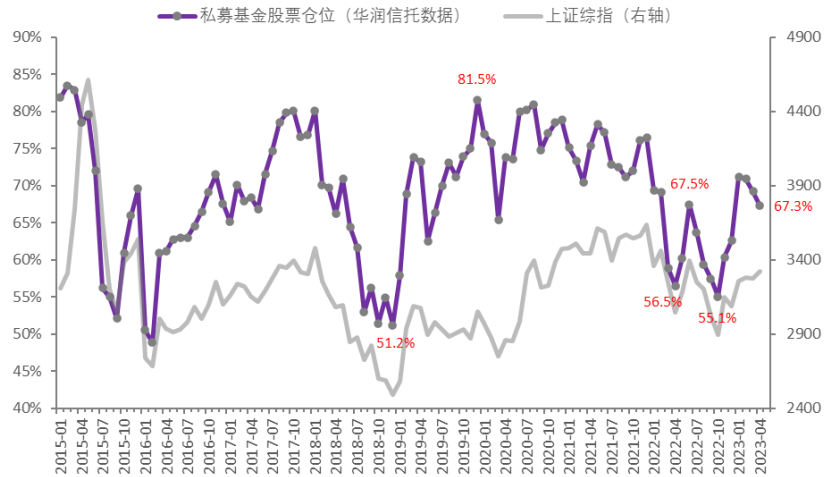
自去年以来，市场赚钱效应一直较弱，外资流入也在降温，市场担心资金压力，增量资金预期低。首先，我们一直强调，市场指数上台阶不一定要增量资金，只要投资者信心提升，情绪乐观起来，股价自然会上涨。但是，存量投资者的乐观程度毕竟有限，因此要市场大幅上行，需要有更乐观的资金进入。短期来看，后续打开封闭的基金规模明显下降，同时私募保险等绝对收益投资者仓位较低，这都是资金面的积极信号。

图表3: 三季度打开封闭的基金规模明显下降



来源: Wind、国金证券研究所

图4：当前私募基金仓位不高



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而调整，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“黄金、券商”

布局产业政策和产业趋势共振的机会，以 TMT 为代表，同时重视贵金属板块投资机会，提前布局券商板块。

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，toC 端应用确定性高。

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，特别是游戏出海等领域。

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。

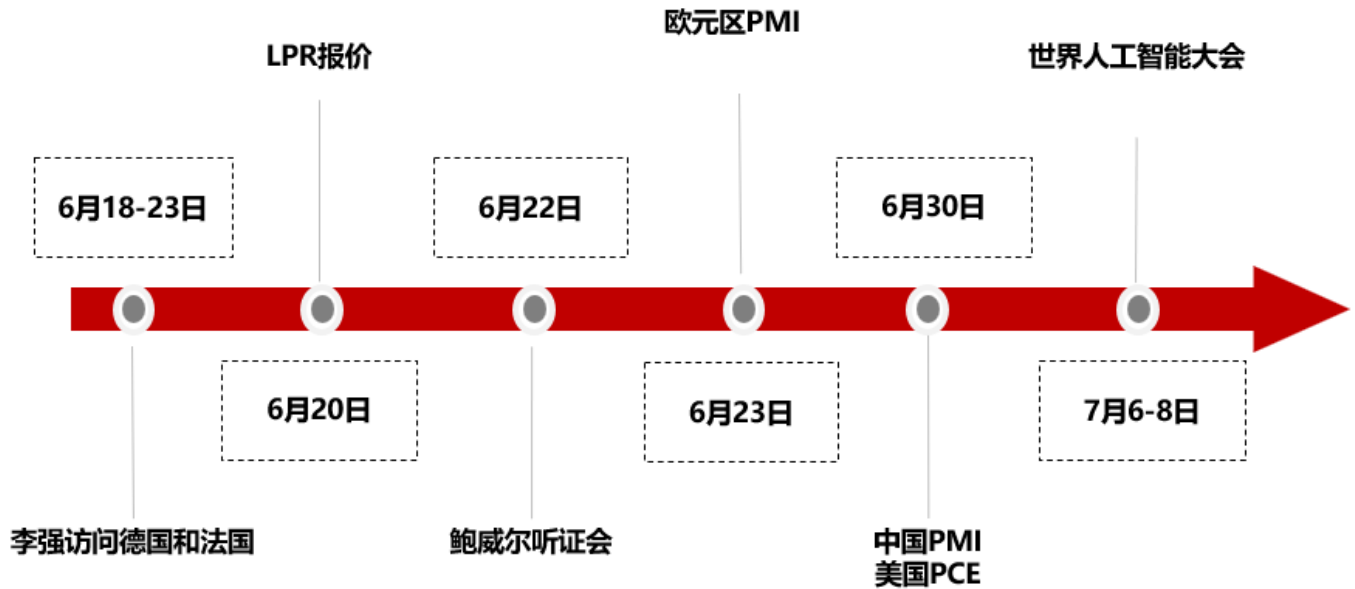
主线 2：黄金、券商

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。

券商：指数有望再上台阶，在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。

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