

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

新兴市场补涨：港股和 A 股

前言：1) 美国服务业平均工作时长回落至正常水平，表明服务业劳动供需矛盾的缓解。制造业 PMI 回落，代表的美国经济周期下行。服务业作为相对滞后部门，当前就业供需矛盾缓解，美国经济韧性后劲不足，下行风险仍在。在此背景下，美联储转鸽是大势所趋。2) 美元下行，人民币贬值告一段落，新兴市场补涨。布局反弹两大思路，一是 TMT 长期主线在短期继续跟随市场走强；二是押注美联储转鸽，黄金和创新药有望受益。

一、美元重新下行周期，新兴市场股票补涨

美国经济看似韧性十足，其中大背景是美国制造业 PMI 低于荣枯线才 8 个月时间。尽管美国服务业呈现一定韧性，但当前服务业平均工作时间已经回落到疫情前水平，这意味着服务业部分劳动供需矛盾将逐步缓解。后续经济周期下行阶段，服务业相关指标转向负面或是大概率事件。在此情况下，美联储由鹰转鸽或是大势所趋。一般来说美国服务业平均每周工作时间大概在 33.5 小时左右，当前服务业每周平均工作时长刚刚回到疫情前正常水平，这个过程明显滞后于制造业部门。但背后驱动逻辑是类似的，反映了服务业劳动供需矛盾的缓解。后续服务业对非农的支撑走弱。

美元指数在美国经济下行和美联储转鸽的背景下或重新转为下行趋势，新兴市场股票或明显受益。正如前文所述，经济周期下行，服务业等滞后部门景气反转，美国经济基本面下行或对美元指数形成明显拖累。与此同时，美联储政策转鸽，也将进一步加剧美元指数下行趋势。回顾恒生指数和美元指数的走势，两者存在明显的负相关性。后续美元贬值趋势将促使港股等新兴市场股票不涨。

二、如何把握反弹：TMT 第三买点，黄金第二买点、创新药第一买点

当前是 TMT 第三买点，其中第一买点是今年 2-3 月 CHATGPT3.5 和 4.0 发布升级阶段，第二买点是 4 月底和 5 月初的调整阶段。首先，我们一再强调 TMT 是未来 2-3 年 A 股市场主线。长期逻辑在短期业绩上有望持续验证，一方面基本面触底，疫后恢复、国产替代和 AI 科技浪潮分别对应短中长期业绩逻辑；另一方面当前仍属于主线初期，表现为市场对基本面分歧较大，公募等偏右侧资金配置较低。主线早期往往都呈现主题投资特点，也就是“只见估值，未见业绩”；其次，2-3 年长期主线的大级别行情不可能是一蹴而就的，期间都有明显的调整（20%-40%的调整幅度）。但从历史经验来看，长期主线在短期大幅调整的风险主要来自市场风险，4 月底和 5 月初 TMT 短期调整仍伴随大盘指数冲高，当前大盘指数不存在明显下行风险，TMT 短期调整同样不足为惧。

黄金和创新药都将受益于美联储转鸽。美国经济趋势向下，服务业工作时间回落至正常水平，韧性有望逐步转弱。美联储政策宽松是大势所趋，美国实际利率下行和美元指数走弱都将短期继续支撑贵金属价格上行。与此同时，此前压制创新药行情的紧缩流动性也将明显缓和。

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) 风险：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。

四、行业配置：布局 TMT 长期主线、押注美联储宽松和指数上台阶

- 1) TMT 长期主线：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) 美联储宽松：黄金和创新药都具备配置价值。
- 3) 券商：指数上台阶，左侧布局大中型券商。

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、美元重新下行周期，新兴市场股票补涨	3
二、如何把握反弹：TMT 第三买点，黄金第二买点、创新药第一买点	4
三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起	6
四、行业配置：布局 TMT 长期主线、押注美联储宽松和指数上台阶	6
五、重要事件前瞻	7
六、风险提示	7

图表目录

图表 1： 美国经济周期仍在下行趋势	3
图表 2： 美国服务业工作时长已经会到疫情前，后续劳动力供需矛盾继续缓和	4
图表 3： 恒生指数和美元指数的负相关明显	4
图表 4： 历史上主线走势对比：半导体和新能源	5
图表 5： 黄金价格长期逻辑	5
图表 6： 创新药短期迎来美联储转鸽利好	6
图表 7： 重要事件前瞻	7

前言：

- 1) 美国服务业平均工作时长回落至正常水平，表明服务业劳动供需矛盾的缓解。制造业 PMI 回落，代表的美国经济周期下行。服务业作为相对滞后部门，当前就业供需矛盾缓解，美国经济韧性后劲不足，下行风险仍在。在此背景下，美联储转鸽是大势所趋。
- 2) 美元下行，人民币贬值告一段落，新兴市场补涨。布局反弹两大思路，一是 TMT 长期主线在短期继续跟随市场走强；二是押注美联储转鸽，黄金和创新药有望受益。

一、美元重新下行周期，新兴市场股票补涨

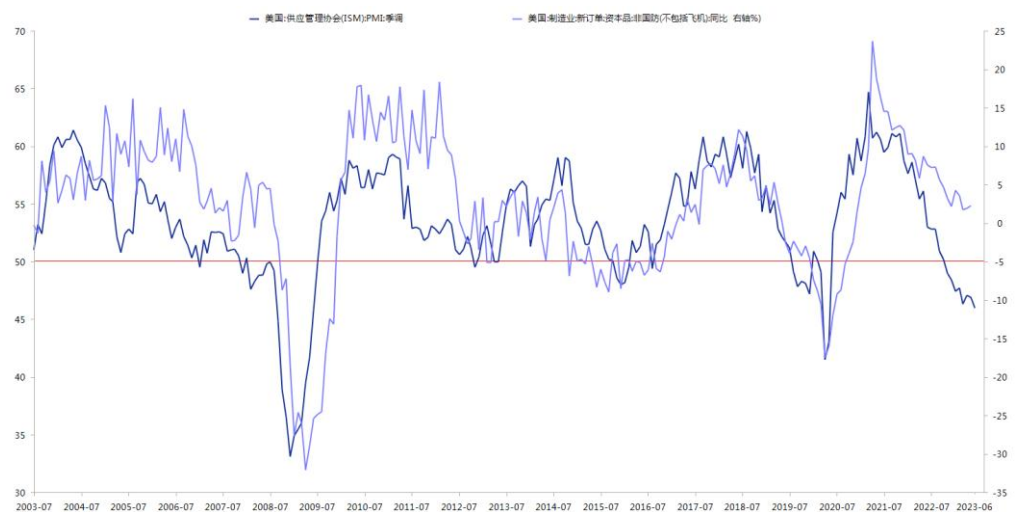
近期制约港股、A 股表现的主要因素是美元升值、人民币贬值。正如我们上周周报所述，中美相对基本面预期收敛将带动中美利差上行，人民币贬值将告一段落。与此同时，美元指数有望重新进入下行周期，进一步加强人民币升值趋势，这个阶段港股和 A 股等新兴市场有望迎来补涨行情。

美国经济看似韧性十足，其中大背景是美国制造业 PMI 低于荣枯线才 8 个月时间。尽管美国服务业呈现一定韧性，但当前服务业平均工作时间已经回落到疫情前水平，这意味着服务业部分劳动供需矛盾将逐步缓解。后续经济周期下行阶段，服务业相关指标转向负面或是大概率事件。在此情况下，美联储由鹰转鸽或是大势所趋。

以美国商品生产部门为例，在疫情期间大幅裁员后，美国商品生产部门平均每周工作时间同样明显回升，2021 年一度回到疫情水平。但是，去年随着经济周期的下行，商品生产部门平均工作时间持续下降，这反映的是美国商品生产部门劳动供需矛盾的缓解。

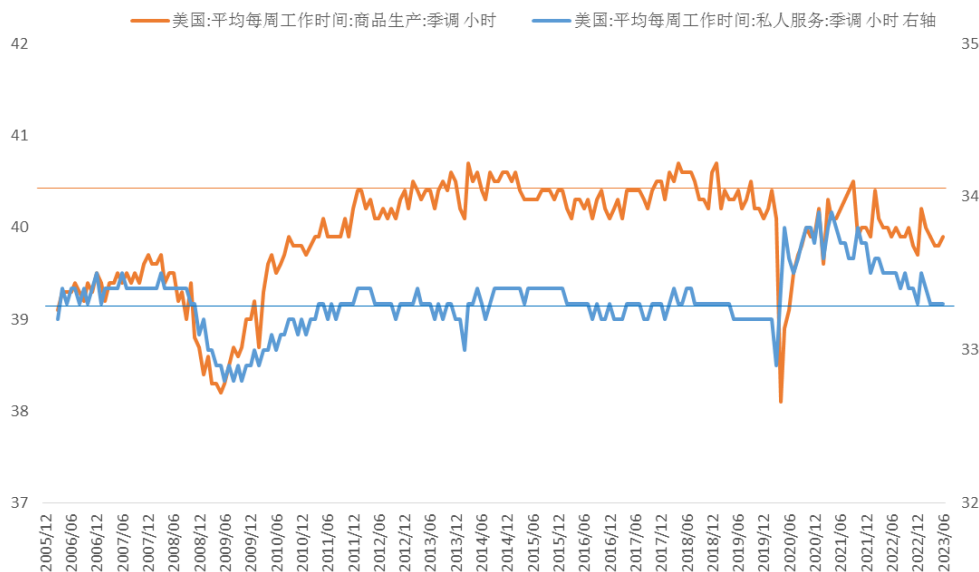
反观服务业部门，一般来说美国服务业平均每周工作时间大概在 33.5 小时左右，当前服务业每周平均工作时长刚刚回到疫情前正常水平，这个过程明显滞后于制造业部门。但背后驱动逻辑是类似的，反映了服务业劳动供需矛盾的缓解。在此背景下，后续服务业新增就业对非农数据的支撑或进一步下降。

图表1：美国经济周期仍在下行趋势



来源：Wind、国金证券研究所

图2: 美国服务业工作时长已经会到疫情前, 后续劳动力供需矛盾继续缓和



来源: Wind、国金证券研究所

美元指数在美国经济下行和美联储转鸽的背景下或重新转为下行趋势, 新兴市场股票或明显受益。正如前文所述, 经济周期下行, 服务业等滞后部门景气反转, 美国经济基本面下行或对美元指数形成明显拖累。与此同时, 美联储政策转鸽, 也将进一步加剧美元指数下行趋势。回顾恒生指数和美元指数的走势, 两者存在明显的负相关性。后续美元贬值趋势将促使港股等新兴市场股票不涨。

图3: 恒生指数和美元指数的负相关明显



来源: Wind、国金证券研究所

二、如何把握反弹: TMT 第三买点, 黄金第二买点、创新药第一买点

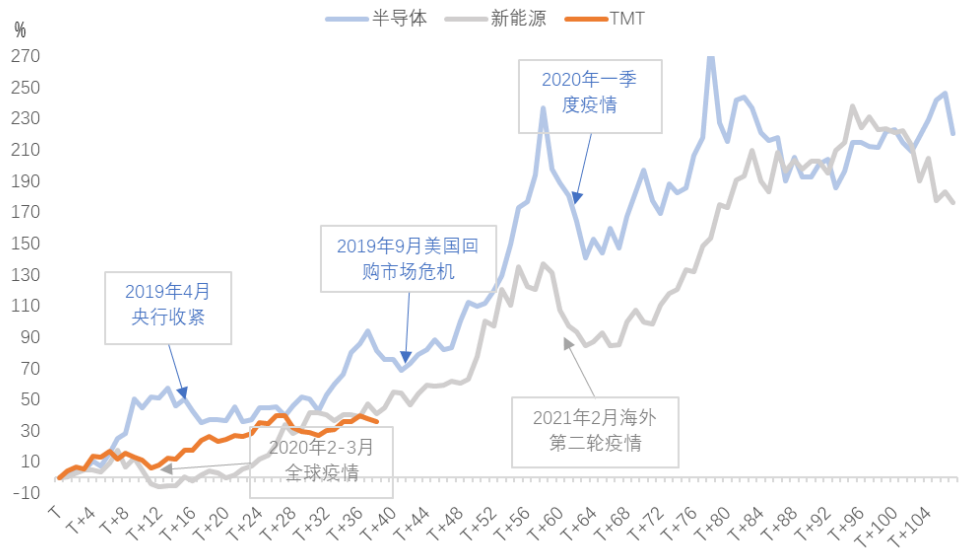
当前是 TMT 第三买点, 其中第一买点是今年 2-3 月 CHATGPT3.5 和 4.0 发布升级阶段, 第二买点是 4 月底和 5 月初的调整阶段。为什么我们在 TMT 板块 4-5 月调整和当前调整阶段依然持续看好后续行情?

首先, 我们一再强调 TMT 是未来 2-3 年 A 股市场主线。长期逻辑在短期业绩上有望持续验证, 一方面基本面触底, 疫后恢复、国产替代和 AI 科技浪潮分别对应短中长期业绩逻辑; 另一方面当前仍属于主线初期, 表现为市场对基本面分歧较大, 公募等偏右侧资金配置较低。主线早期往往都呈现主题投资特点, 也就是“只见估值, 未见业绩”;

其次, 2-3 年长期主线的大级别行情不可能是一蹴而就的, 期间都有明显的调整 (20%-40% 的调整幅度)。但从历史经验来看, 长期主线在短期大幅调整的风险主要来自市场风险, 4

月底和5月初TMT短期调整仍伴随大盘指数冲高,当前大盘指数不存在明显下行风险,TMT短期调整同样不足为惧。

图表4: 历史上主线走势对比: 半导体和新能源

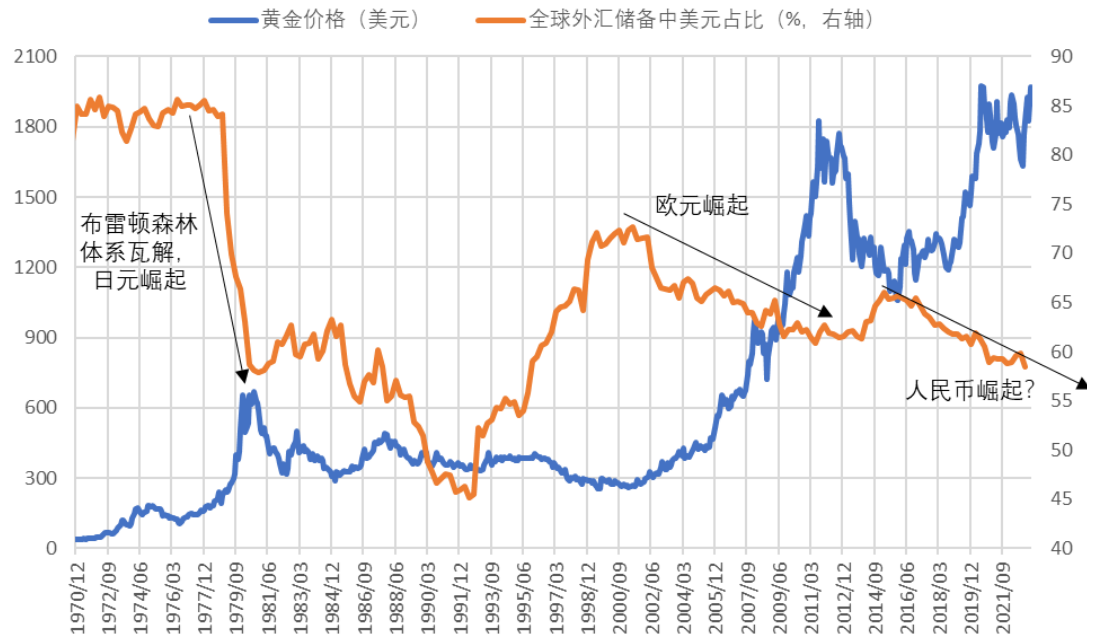


来源: Wind、国金证券研究所; 半导体 T=2019 年初; 新能源 T=2020 年初; TMT 指数 T=2022 年 10 月初

当前是贵金属今年的第二买点,第一买点是3月初。黄金上涨的长期逻辑是美元信用的下降,历史上70年代黄金牛市和2000-2010年黄金牛市分别对应美元遭受日元和欧元的调整,全球外汇储备中美元占比明显回落。2018-2019年贸易战后,人民币国际化或是新一轮全球货币体系变化的起点。

短期而言,美国经济趋势向下,资本开支和库存周期都处在下行周期,美联储政策宽松是大势所趋,美国实际利率下行和美元指数走弱都将短期继续支撑贵金属价格上行。

图表5: 黄金价格长期逻辑



来源: Bloomberg、国金证券研究所

创新药存在左侧机会,当前是第一买点。首先,创新药的行情离不开宽松的融资环境,因为创新药需要大规模持续的研发投入,兑现业绩的久期和不确定较高;其次,创新药的行情同样与公司管线进度和新药落地等基本面因素相关。过去两年多时间,创新药在加息周期中,行情呈现大幅下跌。当前时点,美联储转鸽大势所趋,创新药进入左侧布局阶段。国内创新药企业将受益于全球创新药的修复。

图6: 创新药短期迎来美联储转鸽利好



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。

风险：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 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。

四、行业配置：布局 TMT 长期主线、押注美联储宽松和指数上台阶

布局未来 2-3 年长期主线 TMT 板块，短期仍具备产业政策和产业趋势共振的机会。同时重视贵金属和创新药板块在美联储宽松背景下的投资机会。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，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：美联储转鸽。黄金、创新药

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。

创新药板块：加息周期下对全球创新药板块压制逐步趋缓，宽松周期再起，全球创新药有望迎来新一轮周期。

主线 3：指数上台阶。券商

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7：重要事件前瞻



数据来源：Bloomberg、Wind、国金策略

2023-7-9

Email : aixiongfeng@gjzq.com.cn

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