

# 2023年下半年A股投资策略： 见龙在田

策略首席分析师： 张弛      执业编号： S1130523070003

2023.8

- **2023H2市场环境的重大变化。**（一）国内经济：1、现状：宏观而言，尚处于“主动去库”的衰退末期，微观而言企业实际回报率仍处于筑底阶段，经济整体拐点已现，但复苏动力依然较弱；2、展望：基于复苏路径推演及周期测算，最快2023Q3有望进入到“被动去库”的加速复苏阶段，期间需观察薪资、就业、M1、工业用电等六项指标进行确认。（二）美国经济与通胀：（1）现状：暂时的韧性，衰退迹象已经显现；（2）展望：美国经济、通胀及美债收益率将大概率于2023Q3“见顶回落”；回望当下，7月或是美联储货币政策实质性转向的起点。
- **宏观与市场流动性框架及2023H2定量预判。**预计2023E市场流动性将大概率趋于改善，但整体犹弱。1、资金总量边际收紧（M2%-社融%）；2、灵活配置资金弱势回升（M1%-短融%），静待居民超额储蓄释放及企业用电量回升；3、增量资金趋于流向“金融部门”（M1%-PPI%）。乐观假设下，2023E市场资金净流入约-1167亿元，同比去年-4.7万亿有明显改善，但仍远低于FY2021的1.8万亿水平，“水牛”难现。
- **A股研判：乐观不冒进，牛市尚在酝酿。**1、流动性底（估值底）+经济底（盈利底）=市场底已现，人民币汇率贬值压力缓解，市场具备上涨动力；然而，无论基本面还是流动性恢复均总体偏弱，较难突破上方压力，故以“区间宽幅震荡”为主，不宜追高。2、静待国内经济进入“被动去库”阶段，市场方有望收获较大的上涨行情。
- **风格投资时钟框架及研判：成长或将向消费逐步切换。**（一）风格切换节奏：当下成长主线依旧，左侧布局消费底仓；静待“被动去库”阶段到来，成长或出现分化，保留估值合理且盈利确定性较强的成长，同时，加仓消费。（类似2019~2020年）（二）行业配置：1、成长买什么？（1）AI（首选传媒）、（2）汽车（首选智能汽车/无人驾驶）、（3）机械自动化（机器人、工业母机等）、（4）医药生物（首选CXO、创新药等）及（5）电力设备（大储、充电桩、光伏（HJT））。2、消费买什么？首选，汽车、医药生物（含医美）、消费电子；标配，白酒、免税、轻工等；低配，家电。
- **大类资产研判：重视趋势。**（1）看多黄金，逢低配置；（2）看空原油，静待美国经济衰退趋势确立；（3）看多有色，静待美联储货币政策二次转向（降息）；（4）静待国内经济进入“被动去库”，美利率债>中国信用债>中国利率债。
- **风险：**（1）国内经济复苏不及预期，尚未跨越进入“被动去库”的加速复苏阶段；（2）美国经济强于预期，“软着陆”甚至再次复苏。

# 目录

01

展望2023H2市场环境的重大变化

02

宏观与市场流动性框架及2023H2定量预判

03

A股研判：乐观不冒进，牛市尚在酝酿

04

风格投资时钟框架及研判：成长或将向消费逐步切换

05

大类资产研判：重视趋势

# 01 展望2023H2市场环境的重大变化

# 国内经济身处何处？：衰退末期/复苏初期

## 国内经济尚处于衰退末期，复苏路径如何？

- 就库存周期而言，2023H1与2019年较为相似，均处于“主动去库”期间；根据历史持续周期推算，预计最快2023Q3国内经济周期有望走向“被动去库”阶段——即加速复苏。
- 企业实际资产回报率仍处于下行通道：(1) 仍有降息可能性，最快6月实施；(2) 静待“企业实际盈利回报率”企稳回升，国内经济方可步入“全面复苏”，走出较为明显的复苏趋势。

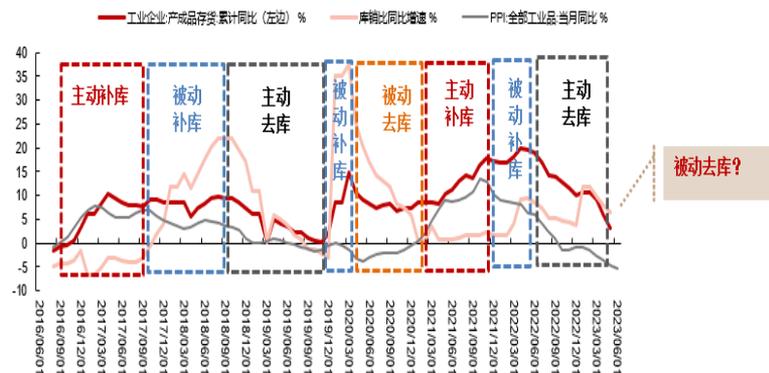
我们预计2023H2：核心驱动力：消费复苏将由弱转强&制造业或加速回升；同时，出口或具备一定韧性，叠加房地产风险逐步化解，国内经济将有望进入“被动去库”的加速复苏阶段。2023年全年：A股利润增速或于2023Q1筑底、Q2提速、2023H2明显改善。

### 重点关注框架性指标：

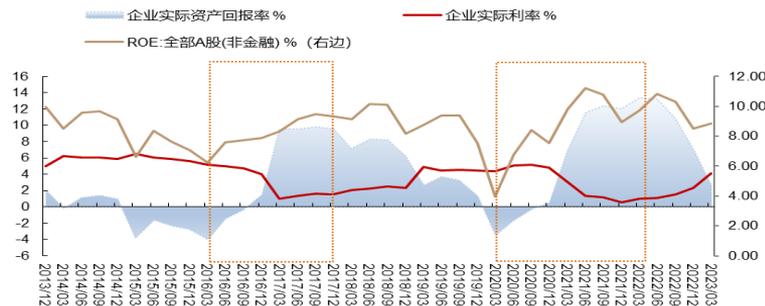
消费端关注：(1) 薪资+就业；(2) 储蓄增速甚至储蓄率下降；(3) CPI企稳。

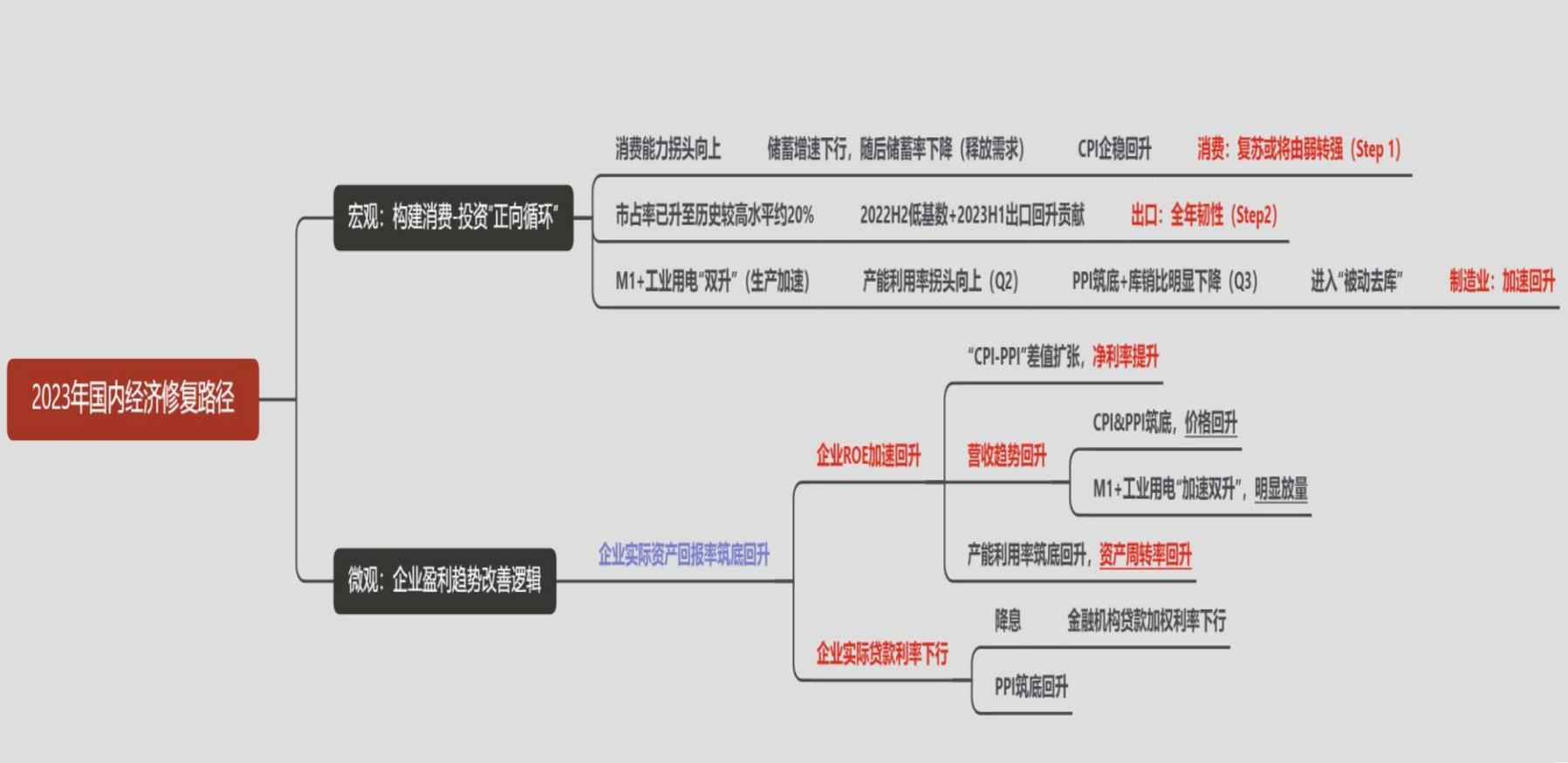
投资端关注：(1) 工业用电量+M1回升提速；(2) 产能利用率企稳回升；(3) PPI企稳。

图：国内经济尚处于主动去库末期



图：静待企业实际资产回报率企稳回升





# 2023H2市场环境的重大变化：消费（I）或将由弱转强

## 2023H2国内消费复苏路径

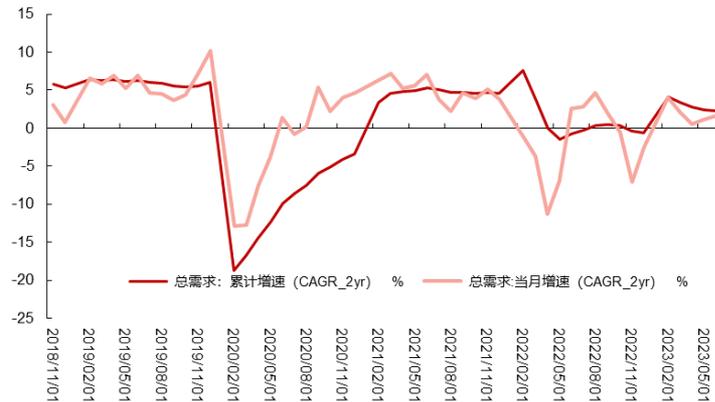
- 2023H1国内总需求实际呈现弱复苏（剔除基数效应）；
- 剔除疫后消费抑制一次性释放外，薪资+就业“拐头向上”将成为消费复苏的持续性动力；
- 薪资与就业能否持续性复苏，将有赖于企业生产加码（工业用电上升）及企业利润改善。

事实上，2023年2月以来居民短期贷款增速已经重回正增长，意味着消费意愿已经“拐头向上”，发力仍有赖于消费能力进一步提升及储蓄率回落释放。

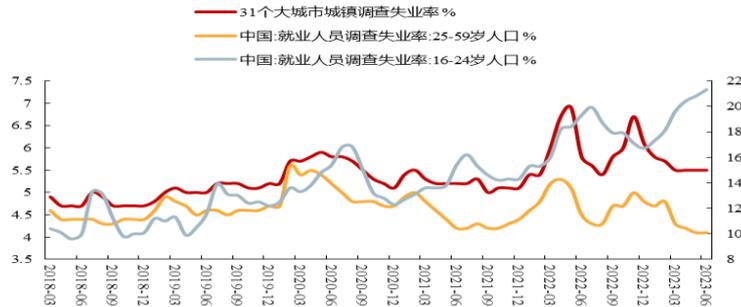
图：居民薪资与就业开始改善，但仍处于均值以下



图：2023年4月国内总需求开始边际改善，整体处于弱复苏

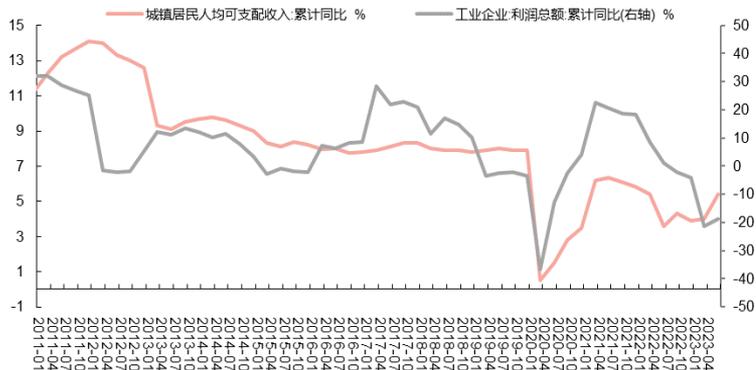


图：就业整体趋于修复，但结构性失衡较为明显



# 2023H2市场环境的重大变化：消费（II）或将由弱转强

图：居民可支配收入：往往受益于企业利润改善



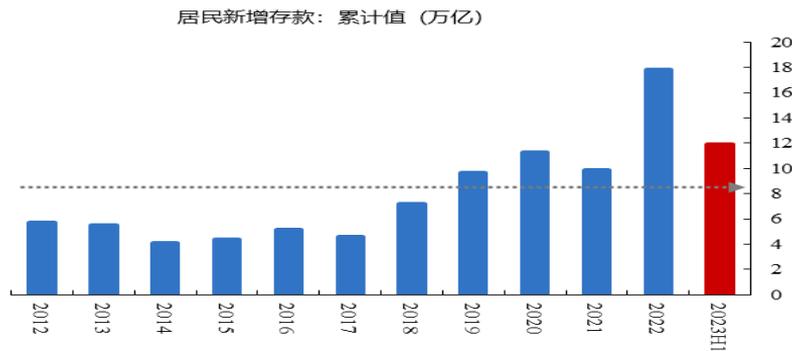
图：居民储蓄率“下行拐点”已现，但尚处于较高水平



图：居民就业：往往受益于开工需求



图：居民超额储蓄明显上升



资料来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所

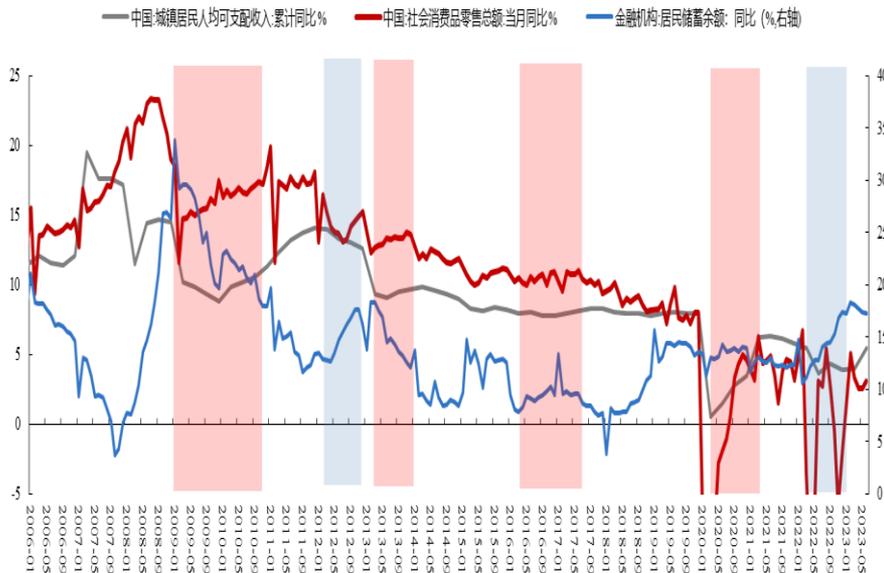
# 2023H2市场环境的重大变化：消费（III） 或将由弱转强

## 全年社零增速有望回升至8%左右

- 一旦消费能力趋势性改善，储蓄率将明显下降，社零将大概率明显回升，我们测算：疫情缓解后消费自然增长（约4%左右）+约2万亿超额储蓄回落，释放明显增量需求（约贡献4.5%）。

超额储蓄规模 (万亿)	预计房贷回流 规模(万亿)	预计资管回流规模 (万亿)	超额储蓄拟用于消费的 增量规模(万亿)
9.3	-3.1	-4.3	1.9

图：社零增速回升=居民可支配收入增长+储蓄率下降



# 2023H2市场环境的重大变化：制造业（I）或进入加速通道

## 2023制造业恢复尚需迈过“三道坎”：

**第一道坎：生产能力（已迈坎）：**企业现金流明显改善，资金充裕。

**目前处于第二道坎：生产意愿：偏弱**

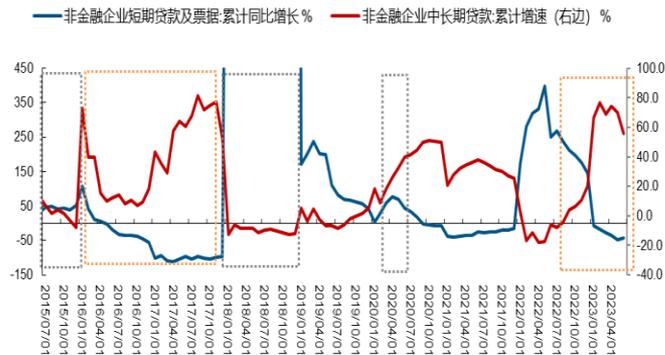
- **积极因素：**（1）需求弱复苏：消费“拐头向上”，出口韧性；（2）企业暗含全年扩张计划，布局偏积极：年初（1月）中长期信贷升至阶段性高点。
- **有待改善：**（1）实际需求偏弱：**静待M1+工业用电加速**（2）尚在主动去库，**静待产能利用率持续回升+PPI价格企稳，进入到被动去库阶段。**

**第三道坎：扩张意愿：静待产能利用率高企+PPI转正，企业主动补库周期开启，CAPEX有望明显扩张。**

**图：申请贷款额度：企业中长期贷款增速处于2016年以来最高水平**



**图：企业经营现金流改善，营运能力提升**

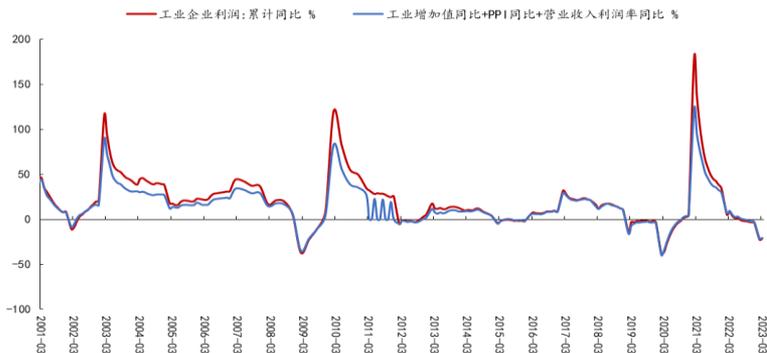


**图：企业生产意愿回暖，生产逐步放量**

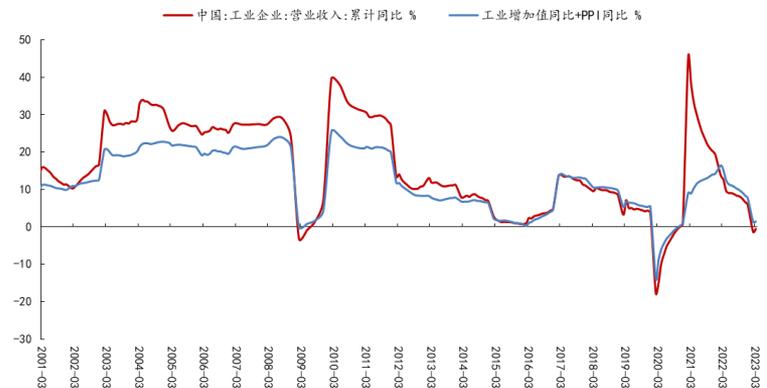


# 2023H2市场环境的重大变化：制造业（II）或进入加速通道

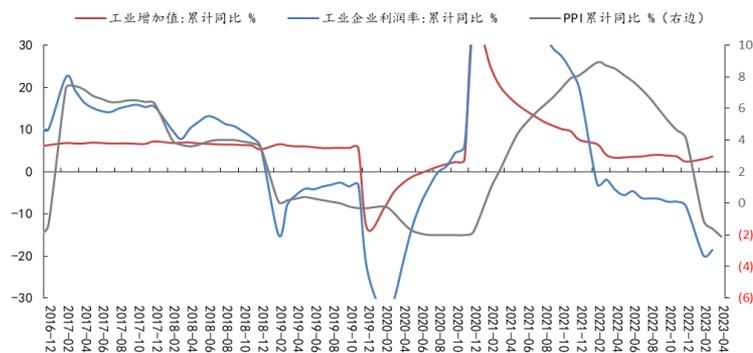
图：工业利润或趋于改善，利润增速“阶梯式”抬升，往往在PPI转正之际



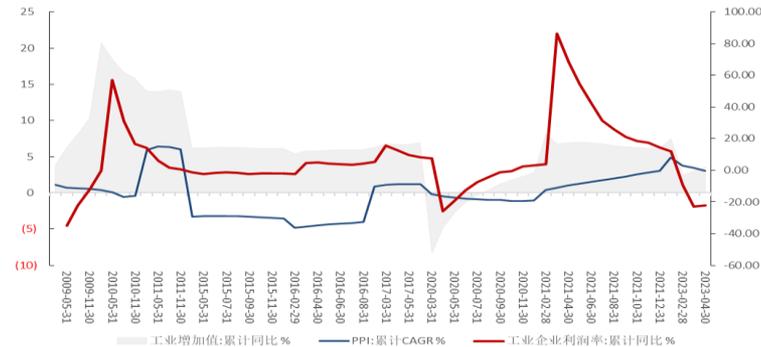
图：工业企业营收增长：更受到“量”的影响



图：工业企业利润拆解：净利率+量回升，静待价格筑底



图：“产量”稳定或向上情形下，PPI、CAGR与净利率高度负相关



注释：PPI由负转正时，净利率会跳升，但随着PPI逐步走高，净利率仍趋于下行

# 2023H2市场环境的重大变化：制造业（III）或进入加速通道

## 2023H2制造业利润有望趋势性修复，逻辑如下：

- “量”已在回升：工业增加值已经逐步回升（工业用电回暖），未来有望提速。
- 净利率或持续改善：“产量”稳定或向上情形下，PPI\_CAGR与净利率高度负相关（成本修复逻辑）；
- 资产周转率已在2023Q2筑底：产能利用率滞后于工业用电约个季度；
- 预计“价”稳或在2023Q3：M领先于PP约9个月，PP筑底。

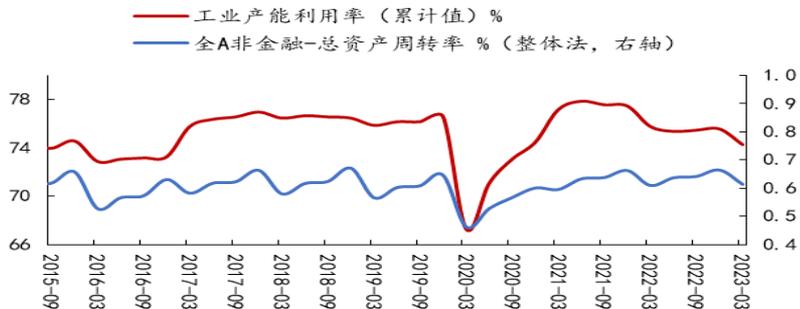
总结：预计2023Q3国内经济进入“被动去库”阶段，量价齐升影响下，ROE或受净利率&资产周转率提振，有望加速回升，促使企业利润增速明显提升，最大化或在PP转正之际。

图：工业用电与工业产能利用率高度正相关，且领先于其约一个季度



图：M1领先于PP约9个月（已平移对齐）

图：静待资产周转率企稳回升，工业利润有望加速改善



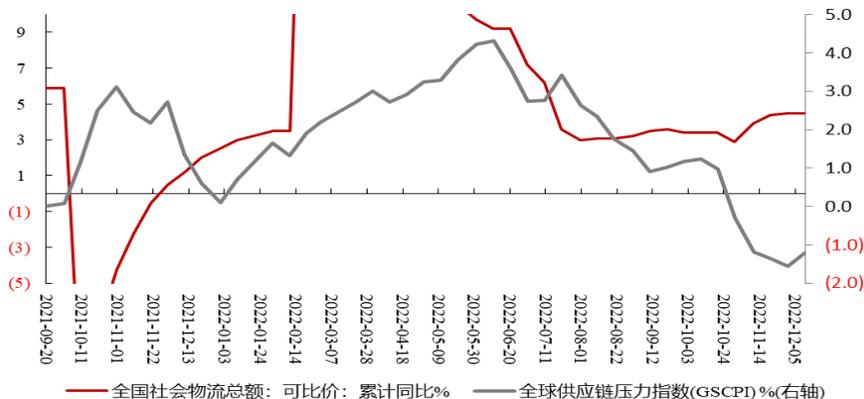
资料来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所

# 2023年市场环境的重大变化：出口：2023H1韧性之谜 (I)

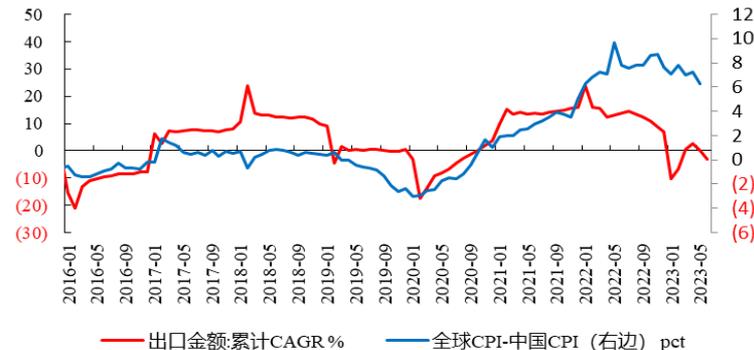
## 2023H1出口韧性在哪里？超市场预期部分在于以下三点

- 2023H1美国经济具备韧性，海外需求尚未明显回落。
- 2023H1疫后供给端释放及物流通畅，带来积压出口订单的释放。
- 2023H1中国出口份额逆势提升，驱动包括：(1) 海外CPI%-中国CPI%" 依然高企，“性价比”优势较高；(2) 欧洲产能利用率回落，导致进口需求上升及出口份额下降；(3) 中国出口的全球“市占率”修复；(4) “一带一路”国家贸易合作加快，推动相关国家及地区对中国进口份额提升。

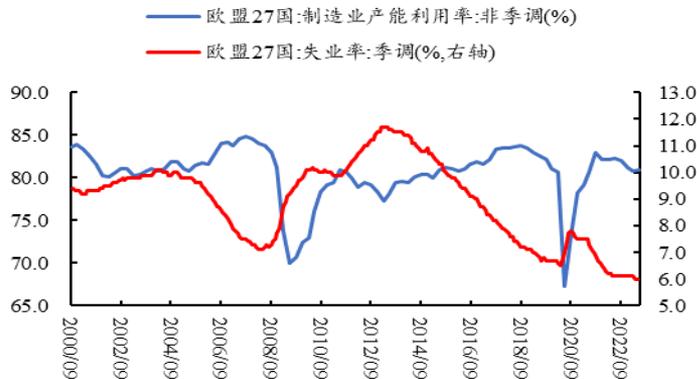
图：伴随疫情缓解供应链压力缓解、物流效率提升



图：2023H1国内出口“性价比”相对优势依然较高

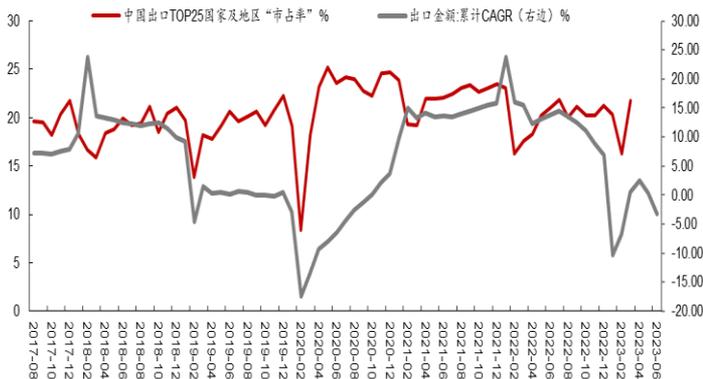


图：2023H1欧洲产能利用率回落，其出口份额流出



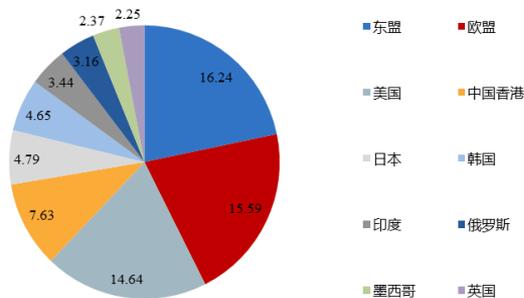
# 2023年市场环境的重大变化：出口：2023H1韧性之谜（II）

图：2023H1国内出口“市占率”修复，带动出口份额回暖

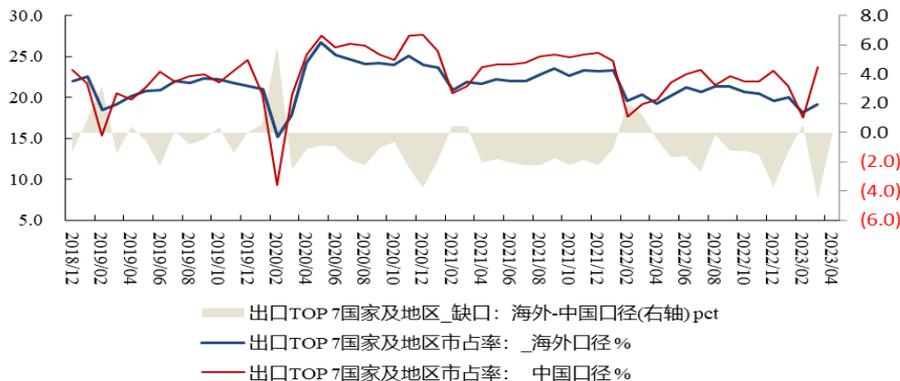


图：出口TOP10结构总体稳定，新兴市场国家占比提升

2023H1中国出口TOP10国家及地区占比

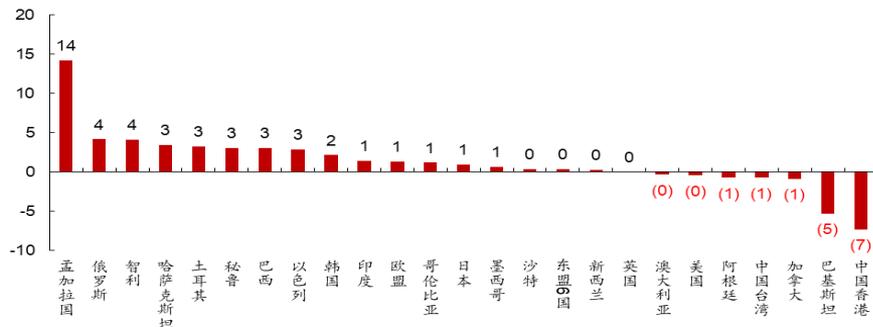


图：2023H1国内与海外口径均显示：中国出口“市占率”回升



图：“一带一路”国家对中国进口占比普遍明显提升

中国出口TOP25国“市占率”变动一栏（相比2022年）pct

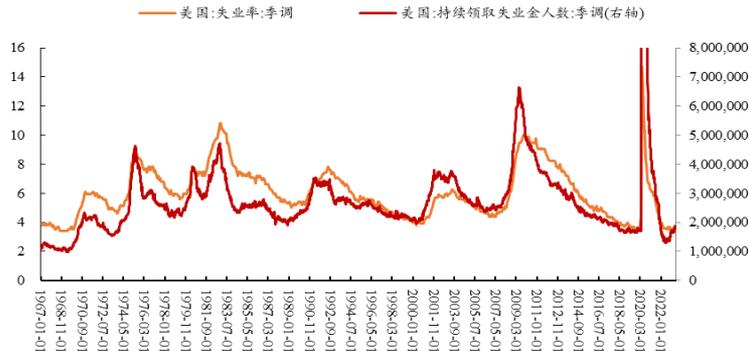


# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：暂时的韧性 (I)

## 美国经济及通胀的韧性在哪里？薪资&就业

- 当前美国失业率依然持续跌破自然失业率，将继续支撑通胀及利率上行周期。
- 预计最快2023Q3美国失业率或将筑底抬升：(1) 持续领取失业金人数明显增加，领先于失业率上升约6~12个月；(2) 历史上美国失业率筑底回升之际，往往对应初次申请失业金人数超过30万+（目前仅24万）；(3) 产能利用率高企，静待工业产出转负。
- 美国个人可支配收入及消费性支出依然强劲，支撑通胀及经济韧性，需静待：(1) 美国个人实际的利息支出占比升至2.5%+（目前2.2%）；(2) 职位空缺率/失业率，高位明显下行，届时，美国经济将进入明显衰退，通胀显著回落。

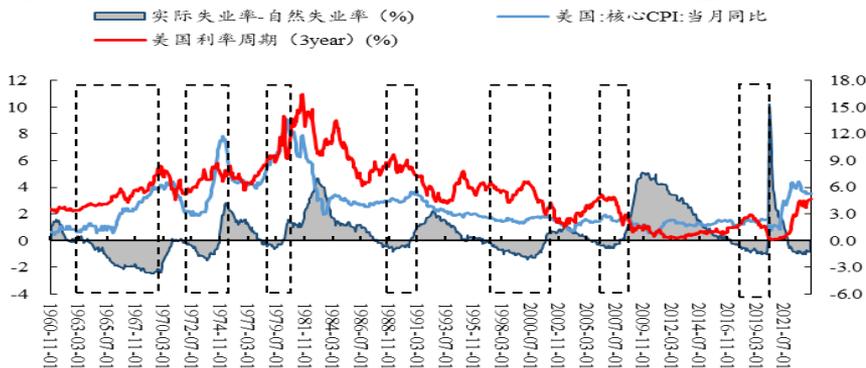
图：美国持续领取失业金人数与失业率呈现较强的正相关性



图：历史上美国失业率筑底回升之际，往往对应初次申请失业金人数超过30万+

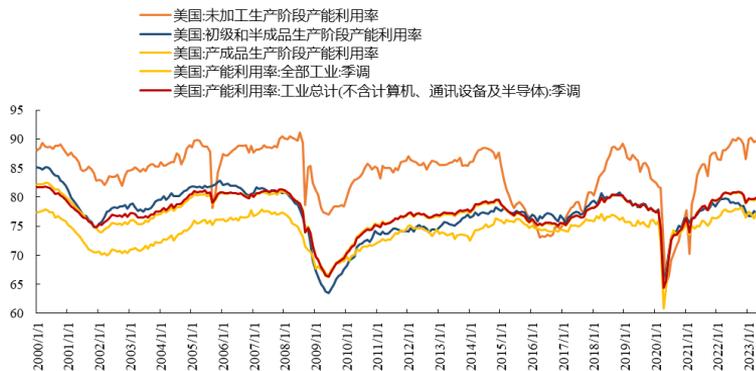


图：美国实际失业率依然持续跌破自然失业率，将继续支撑通胀及利率上行周期

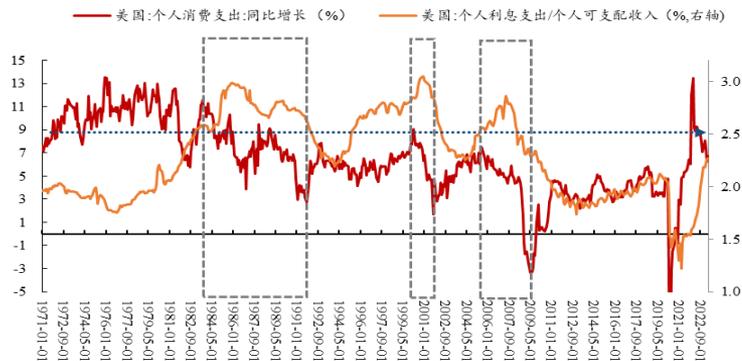


# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：暂时的韧性 (II)

图：美国产能利用率依然高企



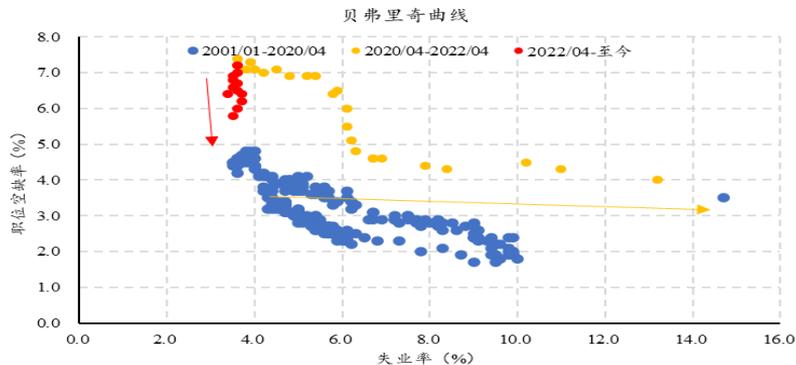
图：美国个人利息支出占可支配收入比重依然较低



图：美国个人可支配收入及消费性支出依然强劲



图：警惕贝弗里奇曲线向右移，美国经济或将进入“硬着陆”

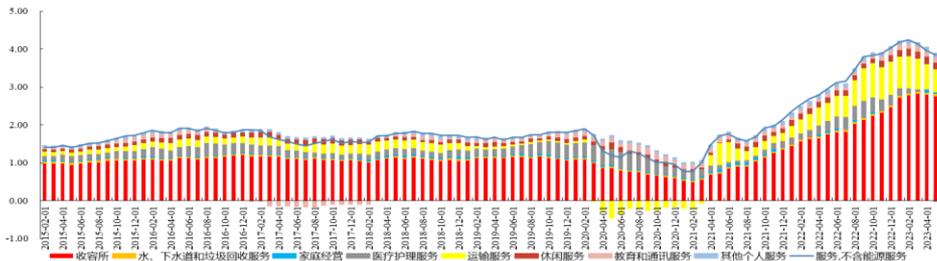


# 2023H2市场环境的重大变化：美国通胀：暂时的韧性 (I)

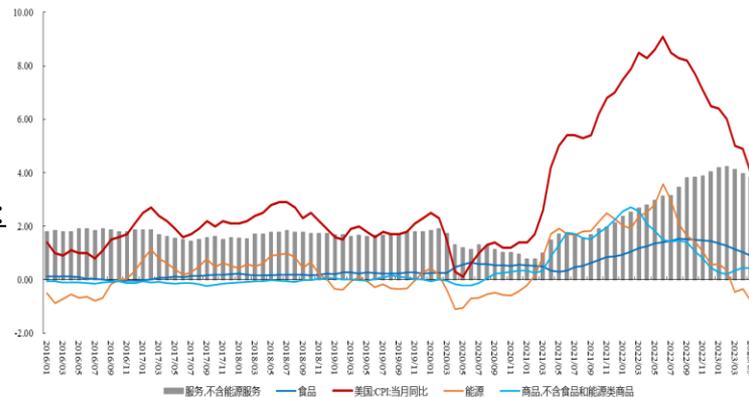
## 美国通胀韧性还能支撑多久？美债何时见顶？预计2023Q3。

- **解构美国通胀：趋势已定：**(1) 弹性CPI：能源&食品均显著下行；(2) CP扩散指数及粘性CPI已出现下行“拐点”。**韧性犹存：**(a) 扩张及粘性指数均在高位；(b) 服务业CPI依然高企（占比近60%）。
- **预计最快2023Q3美国通胀与经济或共振回落：**(1) 最快今年Q3租金价格明显回落：房价增速2022.6月见顶回落，租金价格滞后于房地产价格增速约12~16个月；(2) 类比“80年代”里根时期，“经济衰退为先，通胀回落跟随”。
- **美债收益率“三驱动”框架，见顶依然在2023Q3：**(1) 美债收益率目前对于货币紧缩政策的定价已较为充分（近期远端利率）；尚有的驱动包括：(2) 经济预期支撑，和(3) 货币政策尚未出现首次转向（停止加息）**注释：第二次转向，将由经济衰退启动降息周期。**

图：服务业CPI高企，背后是占比高达59%的“收容所”价格高企  
服务分项拆分



图：美国CPI同比拉动力率，能源及食品（核心弹性）均显著下行，韧性在于服务



图：美国CPI粘性及扩散指标的下行“拐点”已现，韧性在于尚维持在高位



# 2023H2市场环境的重大变化：美国通胀：暂时的韧性 (II)

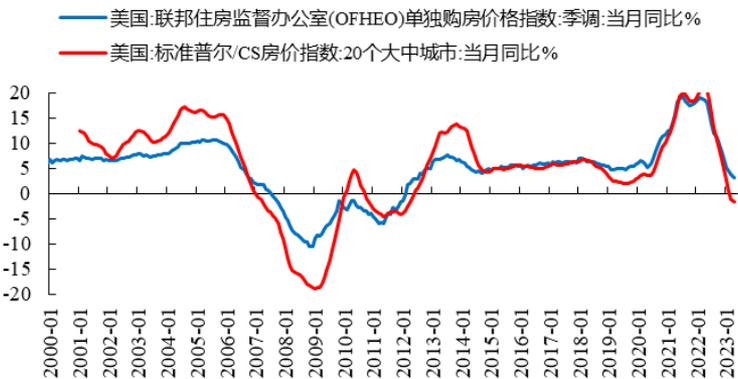
图：住房租金中(占比34%)高企是导致服务业中居高不下的重要原因



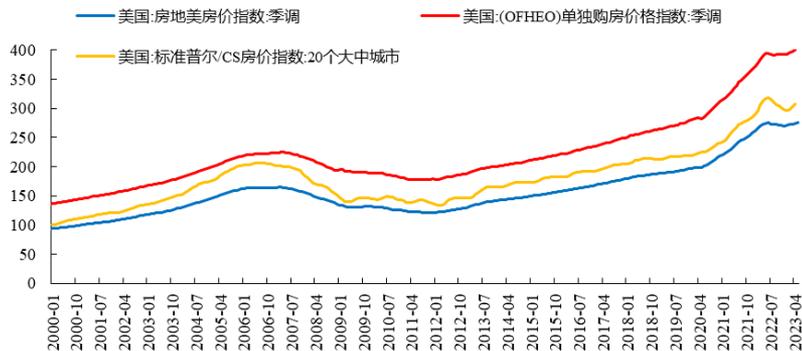
图：租金价格滞后于房地产价格增速约2-16个月

相关性系数	OPI: 业主等价租金	OPI: 主要居所租金	OPI: 业主等价租金	OPI: 主要居所租金
月数	标普20大中城市	标普20大中城市	Zillow房价指数	Zillow房价指数
0	0.248	0.121	0.500	0.375
1	0.273	0.154	0.560	0.439
2	0.340	0.225	0.617	0.501
3	0.408	0.298	0.668	0.558
4	0.475	0.373	0.713	0.609
5	0.538	0.444	0.752	0.655
6	0.597	0.513	0.784	0.694
7	0.649	0.576	0.810	0.727
8	0.696	0.634	0.831	0.755
9	0.738	0.685	0.849	0.779
10	0.770	0.727	0.861	0.798
11	0.793	0.759	0.870	0.811
12	0.808	0.782	0.874	0.820
13	0.816	0.797	0.875	0.826
14	0.819	0.807	0.874	0.828
15	0.819	0.812	0.870	0.828
16	0.815	0.813	0.865	0.825
17	0.809	0.811	0.858	0.819
18	0.801	0.805	0.849	0.809
19	0.790	0.794	0.835	0.794
20	0.775	0.778	0.817	0.775

图：房地产价格增速约在2022年6月附近见顶回落

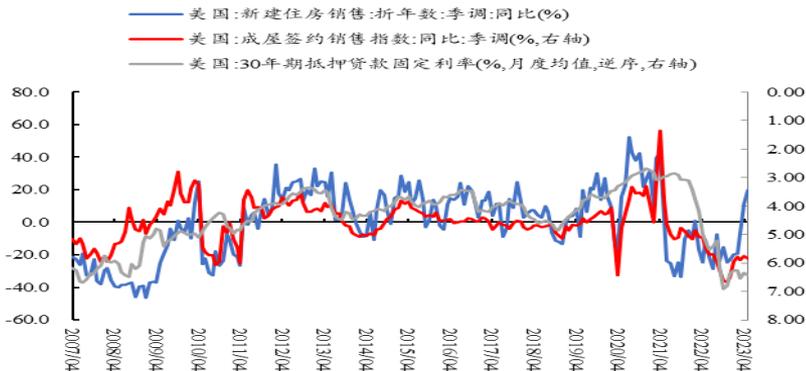


图：房地产价格增速虽已回落，但房地产价格仍处于较高水平

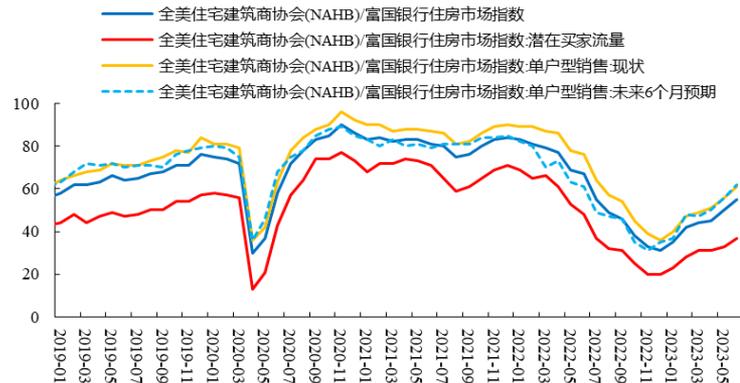


# 2023H2市场环境的重大变化：美国通胀：暂时的韧性（III）

图：抵押贷款利率虽然持续攀升，但房地产销售仍有韧性



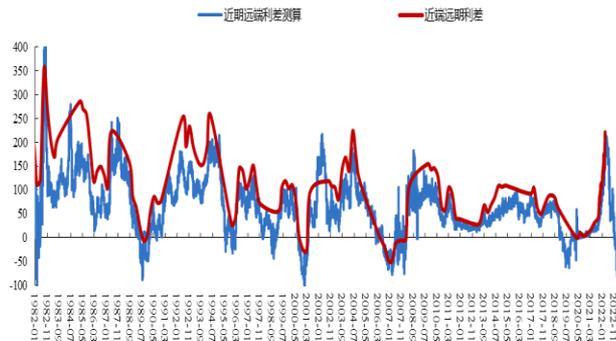
图：房地产市场预期指数甚至趋于回暖



图：美国经济持续超预期



图：美债已充分定价



资料来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所

# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：终将放缓（I）

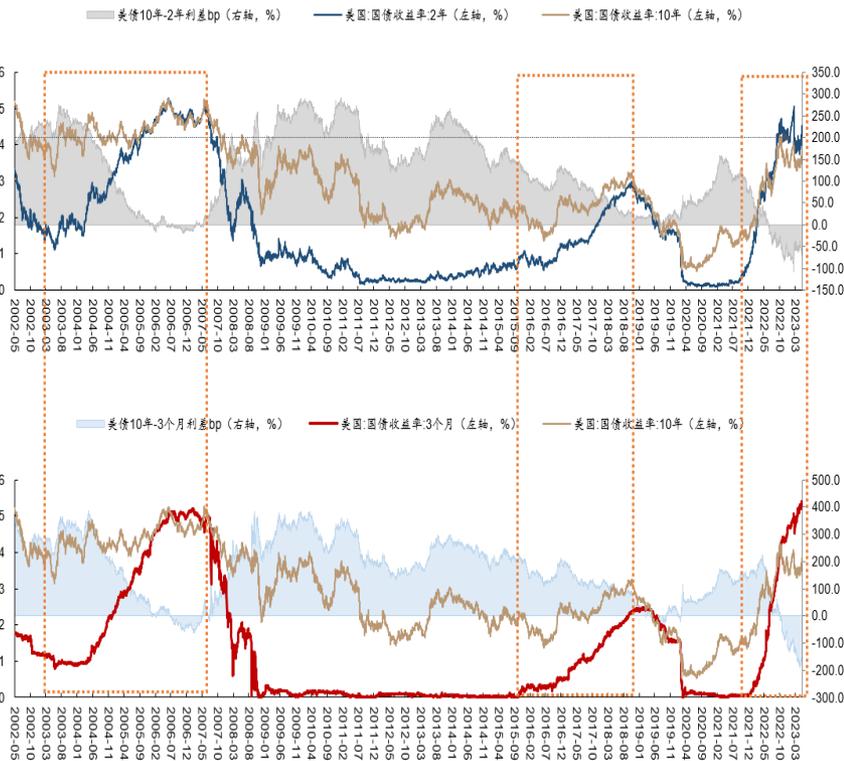
## 美国经济增速会放缓吗？大概率会

- 美国长短端利差“倒挂”明显，其领先其经济实质性衰退约6-9个月；
- 制造业乏力：（1）从制造业/耐用品订单、生产到销售均趋于下行；（2）ISM制造业PMI、私人投资、企业盈利均趋于下行。
- 消费需求走弱：（1）零售、批发及消费者信心均向下；（2）消费能力边际下降，从居民“去杠杆”、资产下滑，到消费者非循环贷款（占比75%）拐头向下、消费性支出增速放缓，以及申请失业救济金人数趋势增加；（3）PCE及大宗品已经走出下行态势。
- 美国经济实际已经进入到“主动去库”的衰退期

图：ISM美国PMI已连续7个月跌破荣枯线；服务业PMI依然位于荣枯线上方

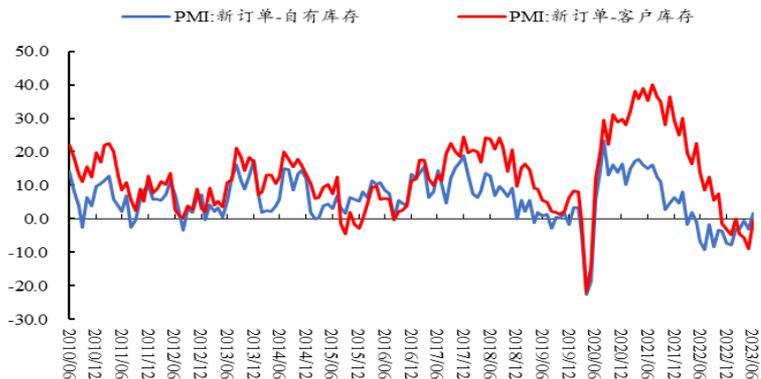


图：美国长短端利差“倒挂”领先其经济实质性衰退约6-9个月



# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：终将放缓（II）

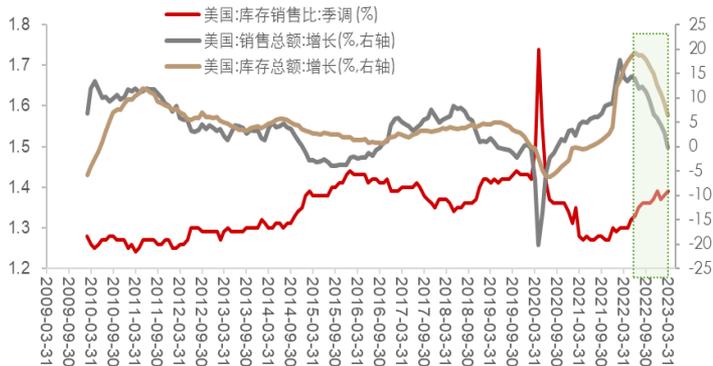
图：美国制造业PMI：“订单-库存”趋于下行，反应需求乏力，库存高企



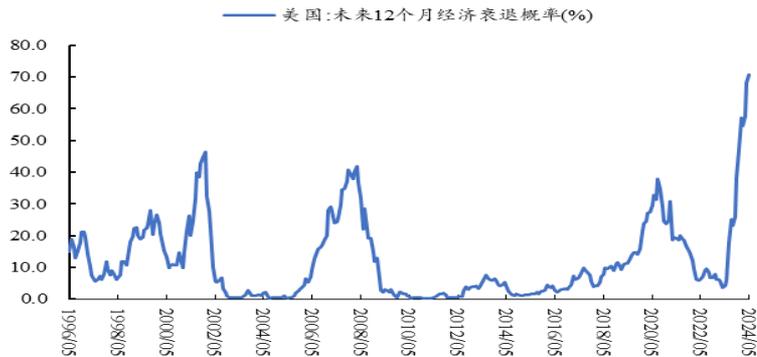
图：美国投资+消费信心下滑



图：美国已进入“主动去库”阶段，且库存依然处于高位



图：美国经济未来12个月衰退的概率已达到近70%



资料来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所

# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：终将放缓（III）

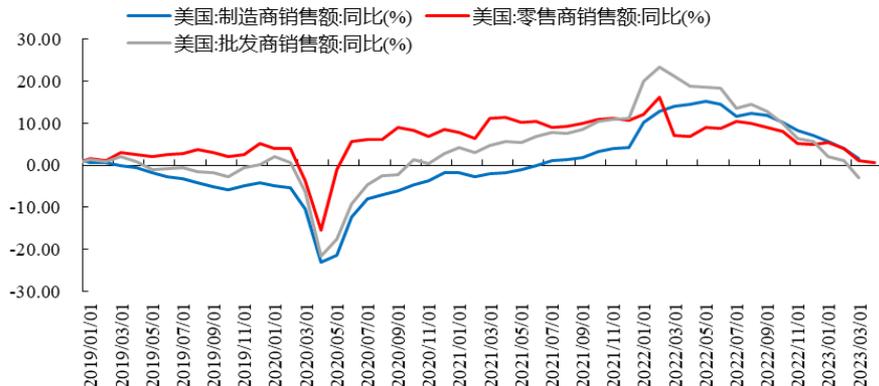
图：美国企业利润下滑，私人投资增速出现放缓迹象



图：工业产出增速趋于回落



图：美国制造商、零售及批发销售额均处于下行通道



图：美国制造业订单趋于放缓

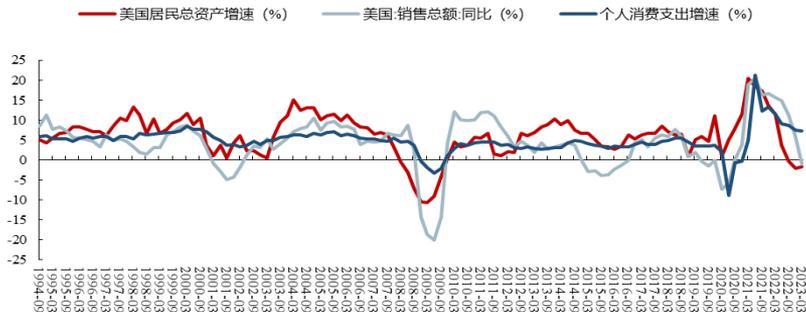


# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：终将放缓（IV）

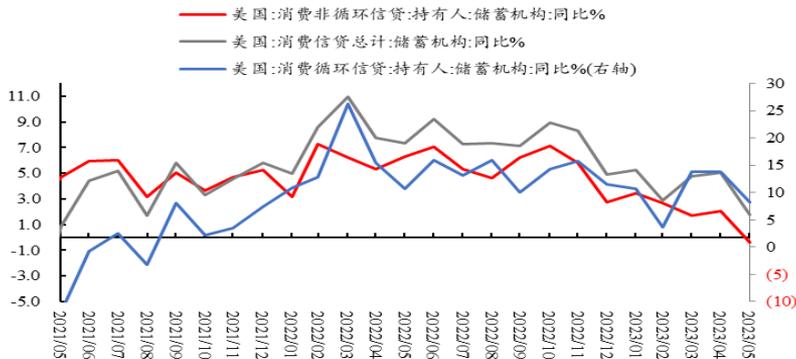
图：美国家庭负债率重回5年均值以上，再次进入“去杠杆”周期



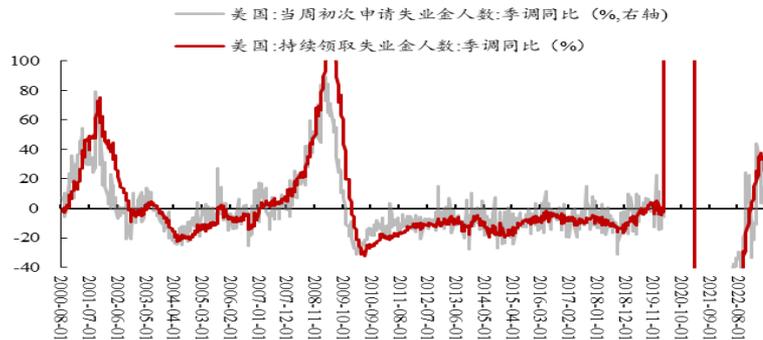
图：美国居民资产趋于下行，将通过影响其消费支出对美国总体需求形成掣肘



图：美国非循环信贷（占比%）增速已经拐头回落

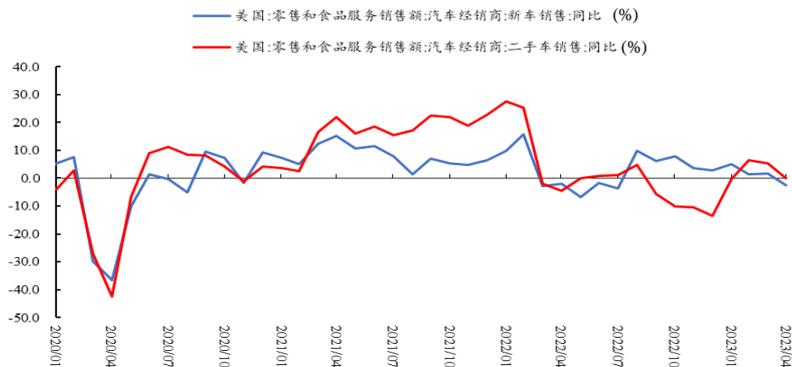


图：美国申请失业救济金人数趋于回升



# 2023H2市场环境的重大变化：美国经济：终将放缓 (V)

图：美国汽车销售逐步疲弱



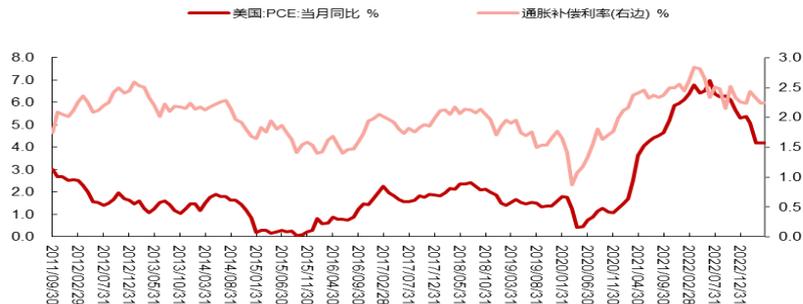
图：美国出口增速趋于下行



图：美国PCE及油价已经拐头回落



图：美国通胀补偿利率亦趋于下行



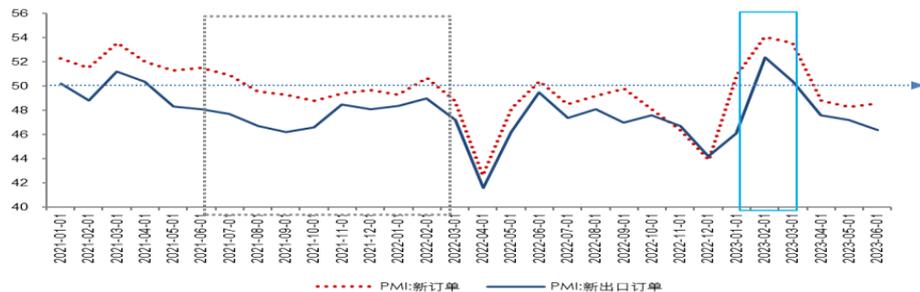
# 2023H2市场环境的重大变化：出口：有望“软着陆” (I)

## 出口累计增速或再次回落，但仍有有望“软着陆”

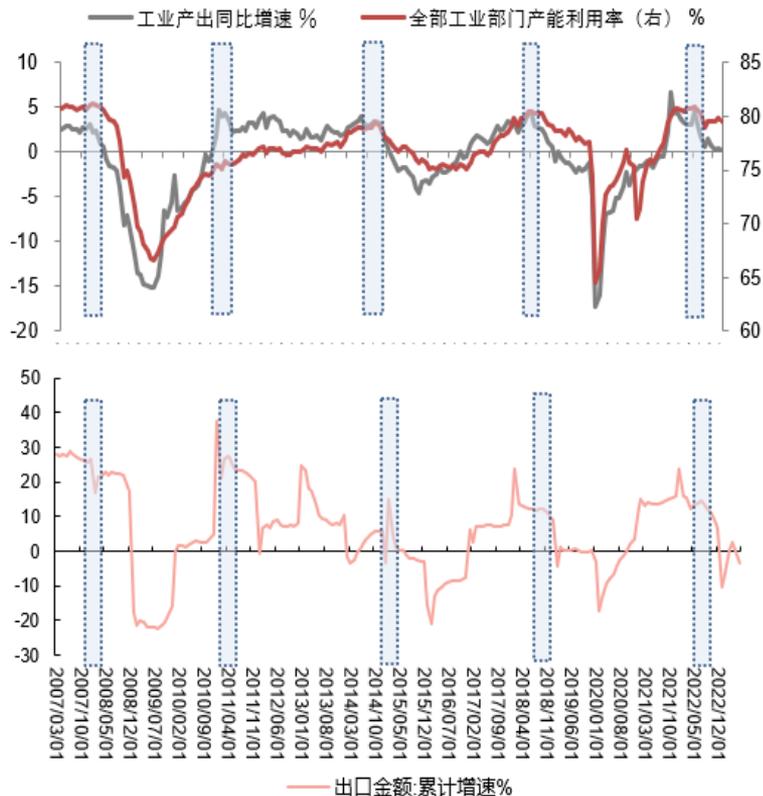
- 中国出口份额上修空间已较为有限：(1) 全球PMI共振回落，中国出口在全球“性价比”优势减弱；(2) 全球供给压力已缓解，他国份额或将不再流向中国；(3) 中国出口的全球“市占率”修复已基本完成(约20%)。
- 2023H2全球主要经济体需求放缓：国内积压出口订单已经释放，(1) 预计最快Q3美国通胀与经济或共振回落；(2) 中国出口占比TOP5的国家及地区普遍下滑，且(3) “一带一路”国家贡献也在减弱。

考虑到“市占率”优势、美国非耐用品库存降至低位、2022H2低基数及2023H1出口回升贡献，全年出口或仍将实现“软着陆”。

图：内需出现企稳迹象，外需（新出口订单）仍在加快回落

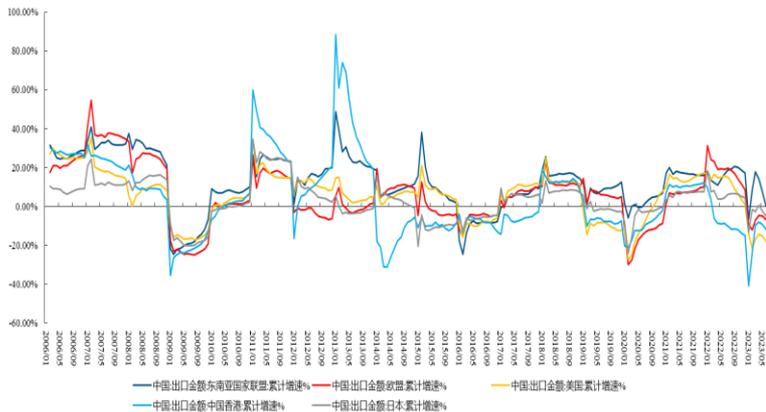


图：中国出口增速回落，略滞后于美国产能利用率下行周期

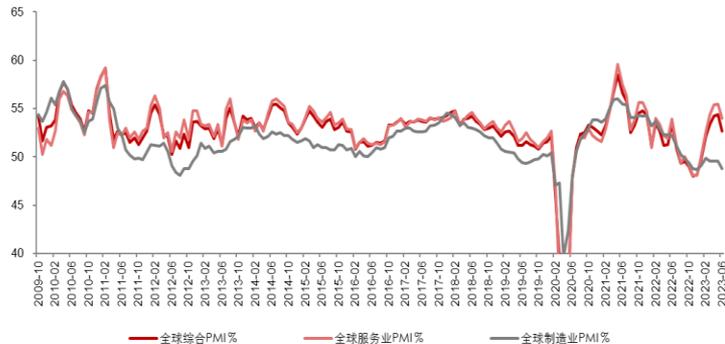


# 2023H2市场环境的重大变化：出口：有望“软着陆” (II)

图：中国出口占比TOP的国家及地区普遍下滑



图：全球经济景气再次拐头回落



图：国内出口商品结构占比最大的两个方向均明显回落



图：全球经济景气再次拐头回落



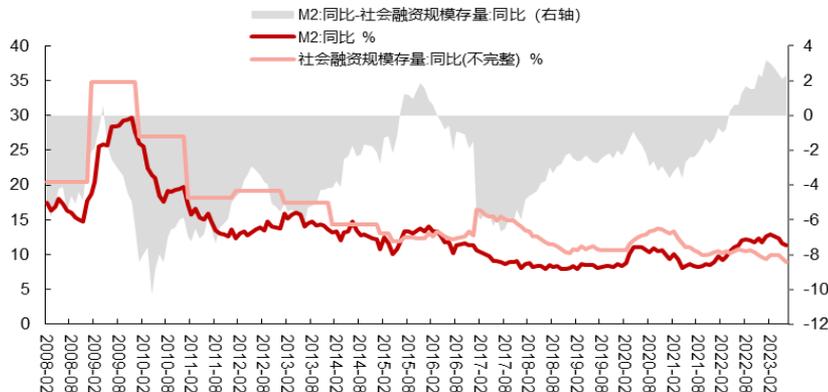
# 2 宏观与市场流动性框架及定量预判

# 2023H2流动性框架与定量分析：虽趋于改善，但整体犹弱 (I)

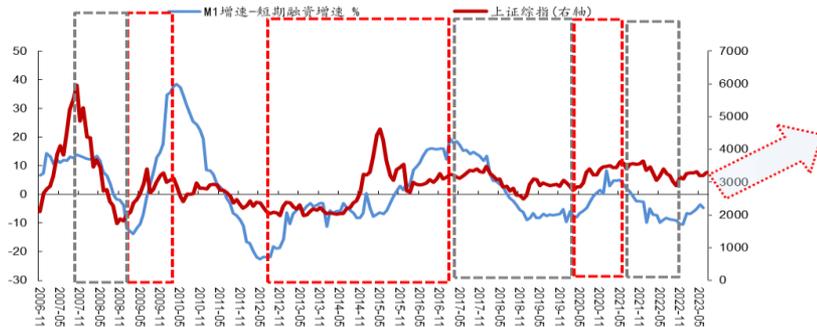
## 基于国内宏观流动性框架判断：有效流动性或将趋于改善

- **总水喉**：进入边际收紧通道；
- **“活钱”**：2022年底已经筑底，上行趋势犹在，静待用电量回升。
- **虚拟部门“活钱”增加**：流向“虚拟部门”的资金回升，但重心流向了“银行系”。
- **A股市场资金**：底部拐点已现，静待回暖。核心三个指标：“M-短融”、“M-PPI”筑底回升，以及居民存款“拐头”向下。

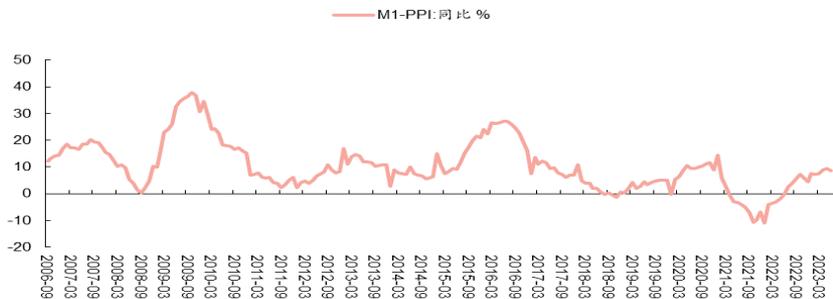
图：2023年流动性释放，总体边际收紧



图：“活钱”早在2024筑底，当前仍处于上行通道

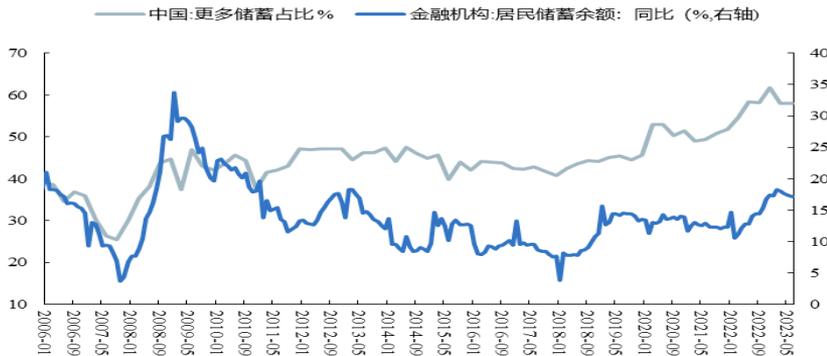


图：非实体经济的“活钱”趋于回升



# 2023H2流动性框架与定量分析：虽趋于改善，但整体犹弱 (II)

图：静待居民存款加快回落，带动M回升



图：北向资金底部回暖



图：新发基金规模底部基本确认



图：股债“跷跷板”依然偏向债市



# 2023H2流动性框架与定量分析：虽趋于改善，但整体犹弱 (III)

图：中性假设：2023H/ 202E A股市场资金判断：虽趋于改善，但整体犹弱

## 中性假设下，定量分析2023H2市场资金

- **外资（北上+QFI）**：23H1因硅谷事件叠加对城投风险担忧，QFI明显减持城商行。23H2有望受益于人民币汇率企稳回升，趋于改善。
- **公募新发基金**：预计2023年同比去年有明显改善（yoy，74%），但相比FY 2021仍有较大差距。
- **债市向股市转移资金**：下半年有望回升，但整体为负项。
- **保险资金**：偿付充足率改善，促其可投权益能力提升（股票投资上限>30%以上公司占比达45%），入市资金或创近三年新高。
- **私募及资管**：规模缩减有所收窄，仍远低于FY 2021水平。
- **杠杆资金**：预计2023年同比去年有明显改善，但相比FY 2021仍有较大差距。
- **一级市场发行规模**：趋于缩水。
- **二级市场存量股票供给**：优于FY 2022，仍低于FY 2021

2023H2预计随着国内经济复苏加快，虽然国内流动性“总水喉”或仍将边际收紧，但不影响“活钱”增多，尤其是“虚拟经济”下，非银行体系的有效资金趋势回升，但整体资金量或仍低于2021年水平。

资金供给 (亿元)	2023E	FY2022	FY2021	2023H1	2022H1
陆股通增量	2,879	900	4,322	1,833	718
QFI净流入	(1,017)	(123)	(181)	(1,580)	(196)
融资净流入	948	(2,675)	2,300	510	(2,023)
新发偏股型基金净流入	3,422	1,971	14,863	1,076	585
债券资产向股票资产转移部分	(761)	(9,596)	2,397	(4,228)	(7,943)
私募&券商资管新增规模	(13,963)	(19,237)	20,406	(7,740)	(8,943)
保险资金持有股票及基金变动净额	3,890	2,324	(316)	2,796	2,350
交易费用	(2,377)	(2,251)	(2,582)	(1,116)	(1,145)
<b>资金总供给合计</b>	<b>(6,979)</b>	<b>(28,686)</b>	<b>41,209</b>	<b>(8,448)</b>	<b>(16,597)</b>
IPO	4,194	5,874	5,442	2,097	3,119
增发	7,033	7,081	9,055	3,516	1,929
配股	45	615	493	22	466
优先股	100	0	0	50	0
可转债	1,458	2,731	2,744	729	1,586
<b>股票增量供给合计</b>	<b>12,829</b>	<b>16,302</b>	<b>17,735</b>	<b>6,415</b>	<b>7,100</b>
股份回购	(1,318)	(1,889)	(1,052)	(659)	(588)
重要股东增持	(844)	(1,046)	(1,108)	(422)	(574)
重要股东减持	5,197	5,266	6,622	2,598	2,545
可交债	420	433	432	210	277
<b>股票存量供给合计</b>	<b>3,455</b>	<b>2,764</b>	<b>4,894</b>	<b>1,728</b>	<b>1,660</b>
<b>股票总供给合计</b>	<b>16,285</b>	<b>19,066</b>	<b>22,628</b>	<b>8,142</b>	<b>8,761</b>
<b>资金供给净额</b>	<b>(23,264)</b>	<b>(47,751)</b>	<b>18,581</b>	<b>(16,591)</b>	<b>(25,358)</b>

# 3 A股研判：乐观不冒进，牛市尚在酝酿

---

# A股研判：乐观不冒进，牛市尚在酝酿 (I)

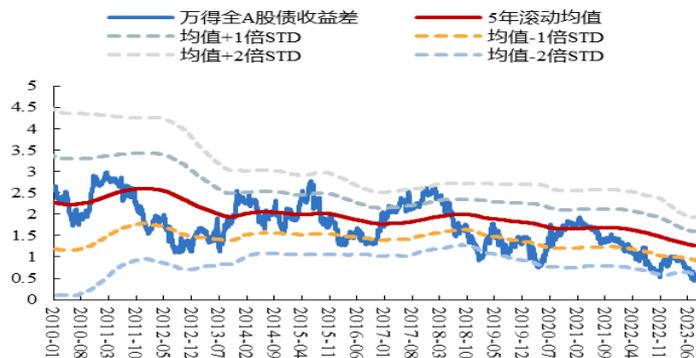
## A股上涨“三重奏”：看多A股市场

- （一）**启示：国内经济筑底，美国经济已现实质性衰退迹象，核心是在A股“性价比”极高的背景下，人民币汇率企稳甚至呈现趋势回升预期。具体看多理由：**（1）国内经济筑底迹象比较明显；（2）政策端发力仍在路上将对经济复苏起到“加速器”作用；（3）流动性改善预期回升；（4）美国实质性衰退迹象已经出现，海外货币政策“偏鸽”；（5）“多举措活跃资本市场”的政策指引。（6）A股市场无论从风险溢价（ERP）还是股债收益比来看，均处于“高性价比”区间，意味着向下空间已经较为有限。
- （二）**加速：国内经济驱动力加速，进入被动去库的“加速复苏”阶段：** PPI/CPPI筑底、M/用电量加速、产能利用率/消费能力改善形成趋势。
- （三）**双击：美国经济实质性衰退趋势形成。届时，美联储第二次货币政策转向（降息）预期或将明显抬升，A股将受益于“戴维斯双击”。**

图：人民币汇率贬值是掣肘A股当前表现的核心因素



图：全A股债收益差刺破“2倍标准差下限”



# A股研判：乐观不冒进，牛市尚在酝酿（II）

## 乐观而不冒进，年内大概率没有“水牛”

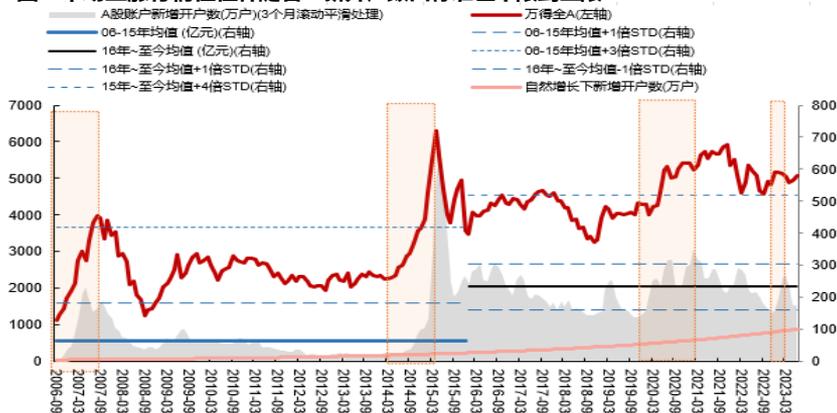
- 强调当下乐观，但不宜冒进，五点原因：**（1）国内经济尚未进入“被动去库”阶段，仍处于弱复苏状态；（2）“政策市”通常均为短期逻辑；（3）美国实质性衰退迹象虽然已经出现，但下行趋势尚未形成；（4）基于我们宏观至微观的流动性框架及模型判断，即便在最为“乐观的假设”下，资金面虽趋于改善，甚至明显好于去年同期，但仍难摆脱全年“净流出”状态，远低于FY2021净流入约2万亿水平，意味着市场所期待“水牛”大概率不会在年内出现。（5）刻画长期趋势的情绪面指标，包括：新开户数、转融通保证金及散户杠杆比例等尚处于下行通道，且产业资本仍在密集减持。
- 倘若下半年“三重奏”的加速阶段，真正的牛市方有望开。**届时，基于左侧假设，留意增量资金贡献最多的源头，包括：公募基金（新发+存量债转股资金）环比上半年，约增1.7万亿，其偏好方向或成为市场主线。剩下依次排序：杠杆资金（约3800亿）、险资（约2750亿）及北上约（1200亿）。

图：乐观假设下：2023H1/2023E A股市场资金判断：虽趋于改善，但整体犹弱

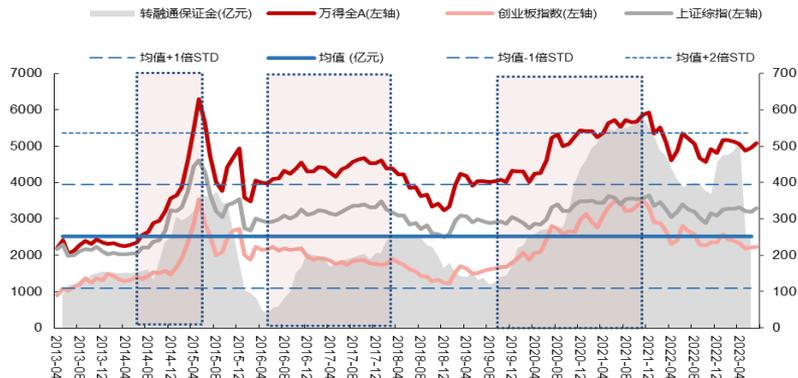
资金供给（亿元）	2023E	FY2022	FY2021	2023H1	2022H1
陆股通增量	3,153	900	4,322	1,833	718
QFII净流入	(780)	(123)	(181)	(1,580)	(196)
融资净流入	4,313	(2,675)	2,300	510	(2,023)
新发偏股型基金净流入	9,990	1,971	14,863	1,076	585
债券资产向股票资产转移部分	4,266	(9,596)	2,397	(4,228)	(7,943)
私募&券商资管新增规模	(8,920)	(19,237)	20,406	(7,740)	(8,943)
保险资金持有股票及基金变动净额	5,546	2,324	(316)	2,796	2,350
交易费用	(2,451)	(2,251)	(2,582)	(1,116)	(1,145)
<b>资金总供给合计</b>	<b>15,117</b>	<b>(28,686)</b>	<b>41,209</b>	<b>(8,448)</b>	<b>(16,597)</b>
IPO	4,194	5,874	5,442	2,097	3,119
增发	7,033	7,081	9,055	3,516	1,929
配股	45	615	493	22	466
优先股	100	0	0	50	0
可转债	1,458	2,731	2,744	729	1,586
<b>股票增量供给合计</b>	<b>12,829</b>	<b>16,302</b>	<b>17,735</b>	<b>6,415</b>	<b>7,100</b>
股份回购	(1,318)	(1,889)	(1,052)	(659)	(588)
重要股东增持	(844)	(1,046)	(1,108)	(422)	(574)
重要股东减持	5,197	5,266	6,622	2,598	2,545
可交债	420	433	432	210	277
<b>股票存量供给合计</b>	<b>3,455</b>	<b>2,764</b>	<b>4,894</b>	<b>1,728</b>	<b>1,660</b>
<b>股票总供给合计</b>	<b>16,285</b>	<b>19,066</b>	<b>22,628</b>	<b>8,142</b>	<b>8,761</b>
<b>资金供给净额</b>	<b>(1,167)</b>	<b>(47,751)</b>	<b>18,581</b>	<b>(16,591)</b>	<b>(25,358)</b>

# A股研判：乐观不冒进，牛市尚在酝酿（III）

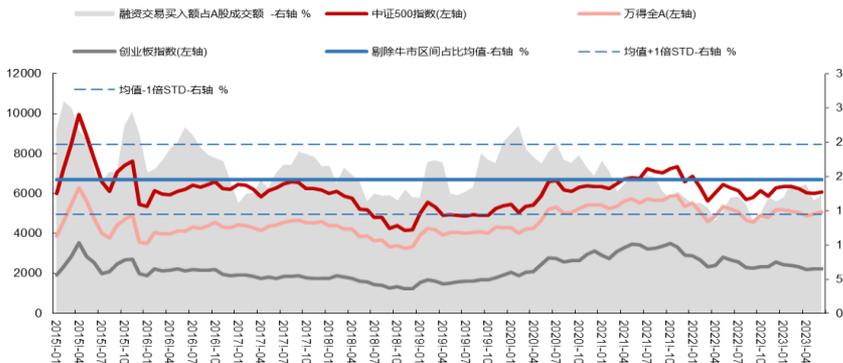
图：市场上涨行情往往伴随着：新开户数由标准差下限到上限



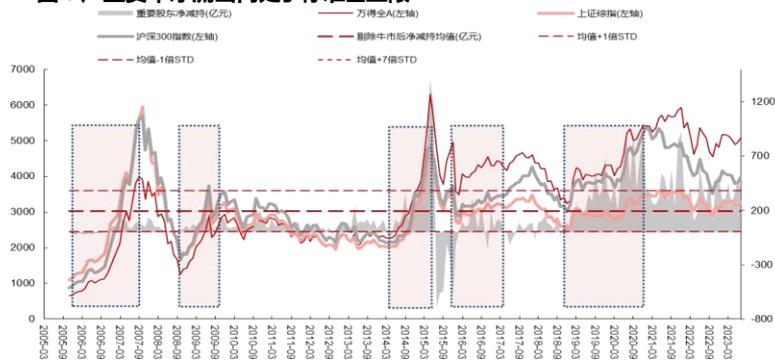
图：市场上涨行情往往伴随着：转融通保证金由标准差下限到均值、甚至上限



图：“杠杆资金占比”仍处于标准差下限附近较低水平



图：产业资本净流出尚处于标准差上限



# 4 风格投资时钟框架及研判： 成长或将向消费逐步切换

# 风格投资时钟框架 五大经济周期下的风格主线 (I)

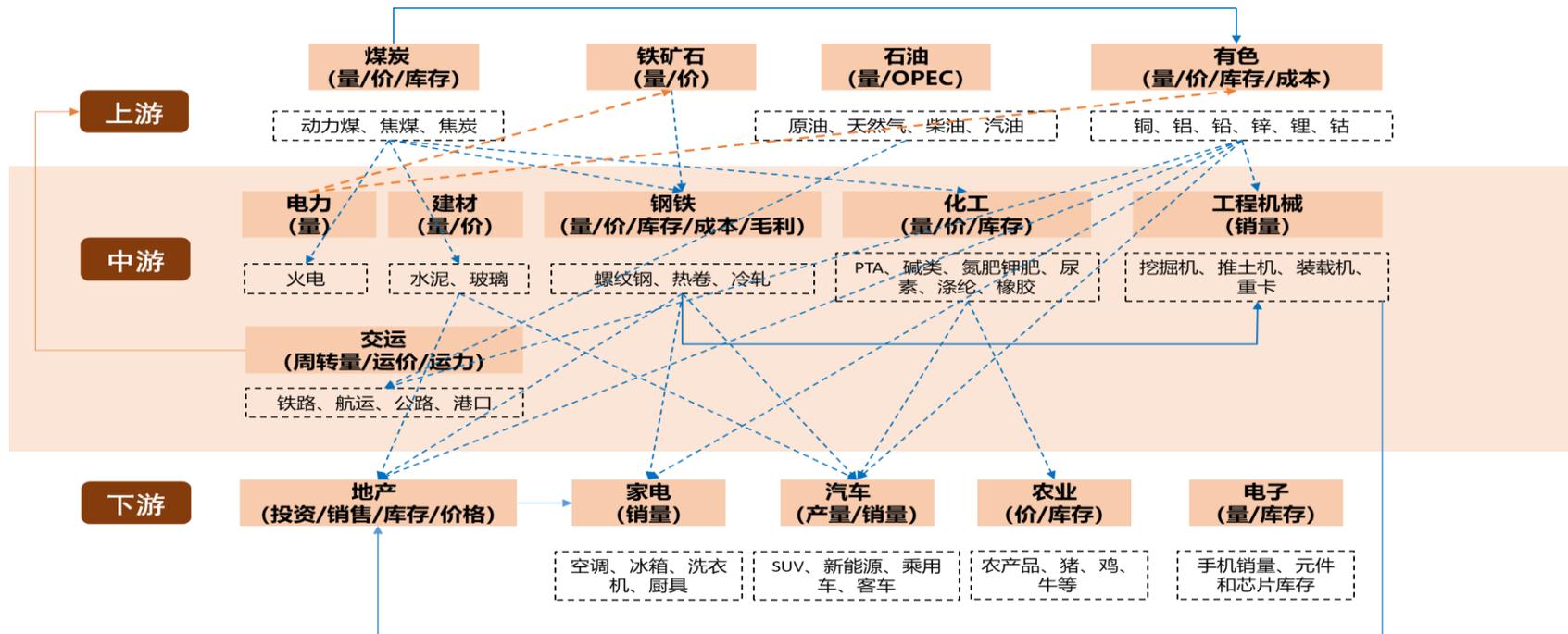
图：历史上不同的宏观经济环境下“四大风格投资时钟”背后的逻辑

情形	经济复苏		经济过热	经济衰退	
	复苏初期 估值合理	全面复苏 估值约束		衰退初期：剩余流动性收缩+ERP上升	衰退末期：剩余流动性扩张+ERP回落
阶段	2009H1、FY2013、2020H1	FY2006、2009H2、FY2016、FY2017、2020H2	FY2007、FY2010、FY2021	2008Q1~Q3、FY2011~2012、2015H2、FY2018、2022Q1&Q4	2008Q4、FY2014~2015H1、FY2019、2022Q2~Q3
基本面	制造业PMI、企业中长期贷款、工业用电等经济数据趋于回暖；但消费能力尚未回复，且CPI、PPI或尚处于下行通道	经济处于较快增长，消费能力明显回升，企业进入主动补库周期，且CPI、PPI均已筑底回升；期间或出现阶段性资金“量价齐升”	PPI上行至高位水平；经济动能趋缓	企业中长期贷款、工业用电等经济数据拐头回落，但：（1）PPI_CAGR或仍在冲高；（2）消费能力受损尚不严重；（3）稳金融风险启动	经济数据看到复苏迹象，但修复程度仍然较弱；经济仍处于通缩阶段
盈利	成长：盈利增速预期加快，尤其未来现金流折现明显提升	周期/消费：盈利增速加快，各自弹性取决于CPI vs. PPI强弱；金融：盈利及ROE回升	周期/（成长）：产业高景气延续逻辑，尤其周期盈利增速大概率持续上升	周期（PPI未拐头之前）：盈利增速相对较快；金融/消费：盈利增速相对稳定	盈利“强预期，若现实”，成长：受益于盈利预期弹性更大、流动性剩余扩张及风险偏好回升，驱动成长估值明显弹性
资金面	市场剩余流动性扩张，贴现率较低	市场剩余流动性扩张，贴现率抬升	市场剩余流动性收紧，贴现率抬升	市场剩余流动性收紧，贴现率下降	市场剩余流动性趋于改善，贴现率较低
情绪面	市场风险偏好回升	市场风险偏好回升	市场风险偏好“见顶回落”	市场风险偏好明显下降	市场风险偏好底部回升
政策面	宽货币/宽财政	紧货币/紧财政	紧货币力度加大/科技产业周期高景气	宽货币/宽财政	宽货币/宽财政
风格配置	<b>成长</b>	<b>消费</b> （持续性最强）> <b>周期</b> （启动较晚）> <b>金融</b> ，仅资金需求量价齐升凸显阶段）	<b>周期/（成长，伴随产业高景气周期）</b>	<b>金融</b> > <b>周期</b> （靠前期）> <b>必选消费</b>	<b>成长</b>

## 风格投资时钟框架 产业周期下的风格印证 (II)

- 从产业周期角度来看，不同行业之间可进行相互交叉验证。具体来看：上游关注价格、中游看量价及毛利、下游把握需求；金融关注流动性“量与价”、TMI主要关注科技产业创新周期。

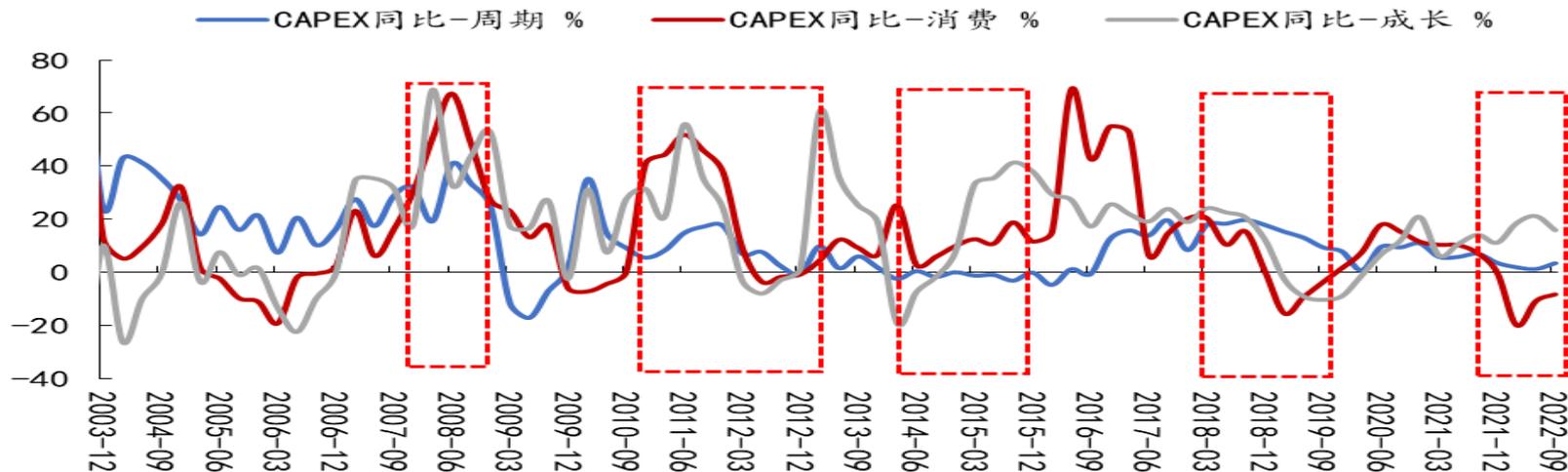
图：衰退期资本开支越低，反而有利于复苏期盈利弹性释放



## 风格投资时钟框架 复苏周期中的风格弹性判断 (III)

- 衰退期间资本开支明显下行，往往对应相关行业供给端去化，一旦经济复苏，供不应求有望带动业绩弹性。比如：（1）2008年capex最低的周期与成长，2009~2010Q1业绩弹性最大；（2）2012年capex最低的成长，2013年业绩弹性最大；（3）2015年capex最低的周期与消费，2016年业绩弹性最大；（4）2019年capex最低的成长和消费，2020年业绩弹性最大。（5）2022年CAPEX最低的是消费。

图：衰退期资本开支越低，反而有利于复苏期盈利弹性释放



### 2023H2成长风格的两个阶段：当下成长主线依旧，未来或将分化

- (一) 我们判断在国内经济尚未进入“被动去库”阶段之前，成长风格仍将是市场主线，将受益于流动性边际改善、情绪面回升，以及自身相对较强的基本面支撑。
- (二) 一旦CPI明显回升，成长将可能走出分化：(1) 估值合理者将伴随顺周期继续上涨（类似2020H2）；(2) 估值高企者将遭遇“杀估值”（类似2021年初）。

### 2023H2成长买什么？

- \*一是AI：依然有机会，但大概率出现分化，短期将受益于业绩拐点逐步清晰+流动性趋势回升+机构加仓。（下文展开）
- 二是“智能汽车/无人驾驶”大赛道的确定性机会：一方面，自动驾驶作为SASS商业模式落地典型，带来AI纯增量需求；另一方面，在智能化升级的过程中，有利于减少电动车硬件模组，从而实现降本增效。
- 三是机械自动化（包括机器人、工业母机等）更受益于行业景气周期筑底回升：不仅受益于成长逻辑，其去库周期亦处于尾声，甚至已经看到库销比回落，需求回暖。
- 四是医药生物：受益于美联储货币政策两次转向，利率中枢下行将有利于海外医药投资扩张，以及消费需求回暖。
- 五是电力设备有望反弹：包括：大储、充电桩、电网、光伏（HJT）等未来仍具成长性，且目前估值已经降至合理偏下水平的细分领域。

(一) 静待国内经济加速复苏 (被动去库), 见到消费能力回升、CPI筑底回升、储蓄增速回落等, 消费风格或切换为市场主线,

**首选: 汽车 (含无人驾驶)、消费电子和医药生物 (含医美); 标配: 白酒、免税; 低配: 家电。**

- 超额储蓄主要来自中高收入人群: 对应下半年高端消费需求释放;
- 汽车有望实现较大的增速预期差: 2023H2高库存、低价格有望随着需求及资产价格企稳而出现转向, 叠加智能化带动渗透率进一步提升, 最终有望实现, “降本增效+量价齐升”。
- 医药生物 (含医美): 受益于美国利率中枢下行, 有利于海外医药投资回升, 以及国内消费复苏预期, 其中, 美容护理或盈利预期弹性有望最大化: 2022年衰退期间, 消费中CAPEX衰退最深的行业是美容护理。
- 消费电子否极泰来: 受益于AI+应用端逐步推广及消费需求回暖, 或将与半导体周期同步, 底部回升。

注释: 2023H2房地产销售或出现改善, 但投资端滞后半年以上, 因此大概率维持疲弱, 或导致竣工面积难有明显增量, 影响地产后周期的家电板块的盈利修复弹性偏弱。

(二) 中字头: 央国企改革、稳定的现金流产出及“一带一路”不再构成独立主线, 应看成是“附加值”

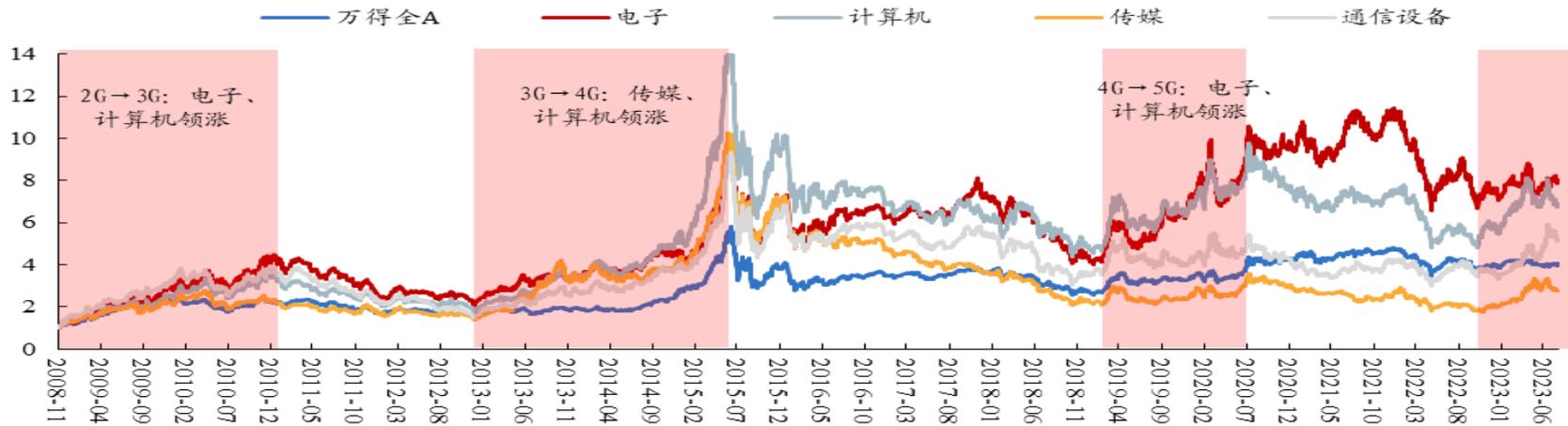
- 永续增长率 $g$ , DCF模型下估值有望提振: (1) 过去3~5年稳定的经营现金流, 低波动率; (2) 研发资本转换现金流的能力较强; (3) 单位资本可以产出更多现金流— 将有望吸引长期资本, 给予永续增长的DCF模型定价, 以提振估值;
- 高分红率, 提振估值: 倘若现金及等价物剔除有息负债=净现金, 那么有望提升payout ratio通过股息率模型提升估值。
- 一带一路, 有望改变行业的生命周期曲线, 带动建筑、基建等国央企盈利中枢上行, 以提振估值。

## 2023H2 TMT再起，该如何筛选？——回溯（I）

基于历史复盘，我们可以得到以下启示：

- **基本面支撑**：产业周期所引导的TMT行情，拉长周期（中、后段）必然是基本面明显改善的支撑；
- **重视盈利弹性**：具备超额收益的细分行业，表现出较强的“盈利弹性”；
- **TMT板块内部轮动亦产业轮动**：TMT板块经历了硬件-软件-应用的产业趋势轮动，亦在前两轮行情中逐一表现；
- **机构资金是“加速器”**：机构资金提升TMT持仓比例，往往会滞后于该板块微观财报盈利改善约个季度。

图：2008年底以来在产业周期变迁下，A股呈现出三轮TMT上涨行情



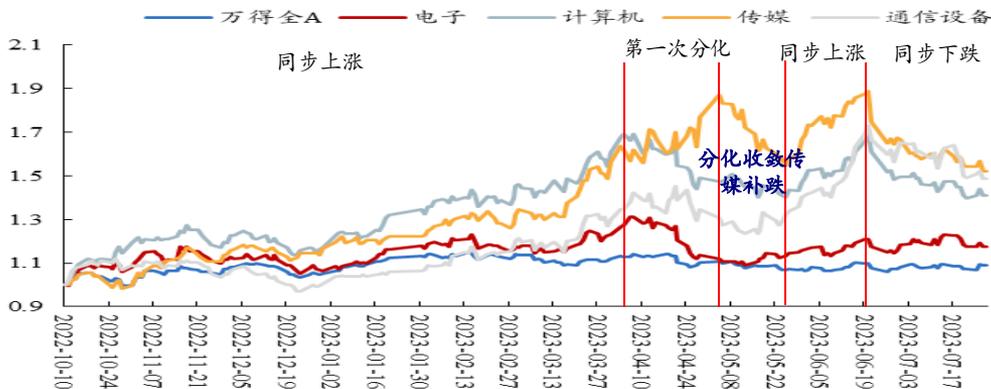
资料来源：wind, bloomberg, 国金证券研究所  
注：以2008年11月初为起始点

# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？——回溯（II）

## 2023H1 TMT行情回溯：五阶段演变

- 2022年10月-2023年4月初，同步上涨，其中传媒、计算机明显占优；
- 2023年4月初-5月初：首次分化：在板块热度上升及2023Q1季报披露，盈利改善下传媒继续上涨，而计算机等其他板块下跌；
- 2023年5月初-5月下旬，分化收敛：传媒补跌，而电子和通信设备开始底部回升；
- 2023年5月底-6月20日，同步上涨：通信设备、数字媒体、游戏等涨幅领先，主要受益于AI大模型应用逐步落地及上游算力需求上升，海外龙头公司业绩向好电子涨幅落后；
- 6月下旬至今：TMT整体下跌。

图：2022Q4以来TMT板块的行情演绎



图：本轮TMT行情：算力等基础设施及应用端较为占优

行业/指数	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3
电子	1.94	15.50	-3.90	-0.58
计算机	14.18	36.79	-6.74	-5.90
传媒	14.08	34.24	6.34	-8.50
通信	2.37	29.51	16.33	-6.98
半导体	1.61	11.05	-8.63	0.67
其他电子II	3.44	9.99	-4.97	-0.48
元件	7.57	17.14	-4.72	1.01
光学光电子	3.05	21.20	-4.92	0.36
消费电子	-0.65	16.74	4.74	-3.77
电子化学品II	-3.25	19.10	-4.11	-1.44
游戏II	10.03	64.75	17.75	-19.38
广告营销	11.99	20.78	-6.19	-0.38
影视院线	22.36	14.16	1.68	0.60
数字媒体	27.27	28.46	3.45	-1.57
出版	13.59	29.78	10.96	-4.79
计算机设备	10.14	34.24	-4.62	-3.52
IT服务II	15.68	35.45	-4.71	-6.21
软件开发	15.49	39.55	-9.43	-7.19
通信服务	12.32	29.86	-3.42	-0.04
通信设备	-2.40	29.37	27.38	-10.15
万得全A	2.89	6.47	-3.20	0.56
沪深300	1.75	4.63	-5.15	1.68
创业板指	2.53	2.25	-7.69	-1.08
中证1000	2.56	9.46	-3.98	-2.19

来源：Wind，国金证券研究所；注：2023Q3的数据统计时间为2023年7月1日-7月26日。

# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？展望：长期逻辑向好（III）

## 为什么我们长期看好AI？空间足够大

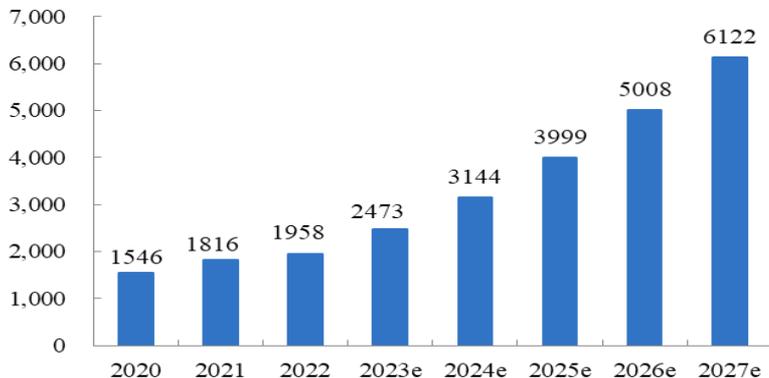
- **未来3-5年人工智能产业将保持较高增速。**（1）全球AI增速预测：2022年全球人工智能(AI)市场规模估计为1197.8亿美元，预计到2030年将达到15971亿美元，年均复合增长率为38.1%；（2）中国AI增速预测：2022年中国人工智能产业规模达1958亿元，预计2027年可达6122亿元，年均复合增速约为25.6%。
- **AI结构划分：**本轮以AIGC为代表的新一轮产业周期，（1）上游：主要包括模型生产工具、算力（提供底层支持，包括AI芯片、服务器等）、数据资源；（2）中游：为技术层，（3）下游为应用层：（包括文本、图像、视频、游戏等）。对应至A股行业，则主要分布在TMT产业。

图：AI上中下游产业链拆分



图：预计2022-2027年年均复合增长率为25.6%

2020-2027年中国人工智能产业规模（亿元）

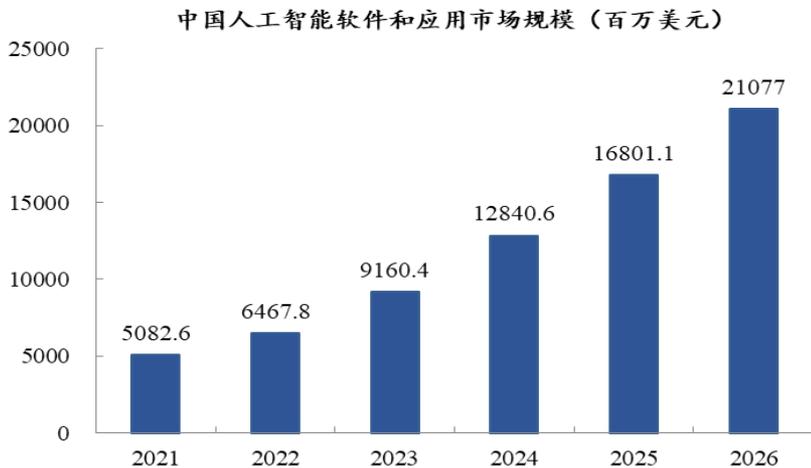


注释：展示为不完全列举，以企业主营业务为主。图谱中所展示的公司logo顺序及大小并无实际意义，不涉及排名。  
来源：艾瑞咨询研究院自主研究绘制。

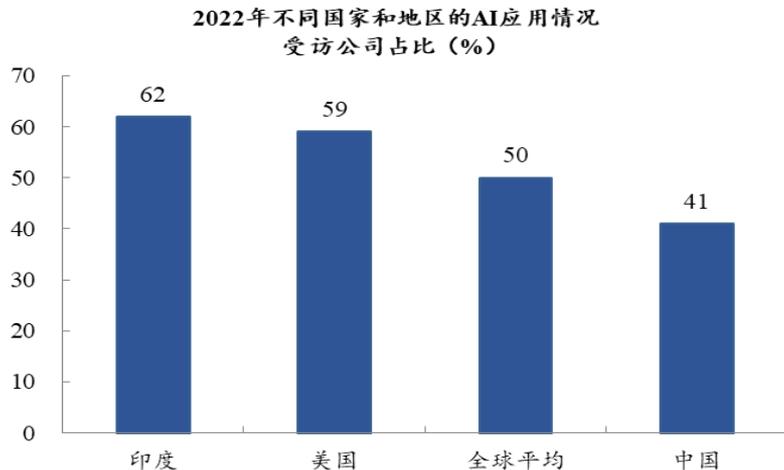
### 为什么我们长期看好AI？国内人工智能有望受益于渗透率提升

- 随着数字经济、元宇宙、ChatGPT等概念的逐渐兴起，人工智能进入大规模落地应用的关键时期，将推动市场持续增长。根据IDC测算，2022年中国人工智能软件及应用市场规模为64亿美元，预计2026年将会达到211亿美元，各行业需求扩容或将不断推动AI产业的发展。**同时，对比全球平均水平来看，目前国内AI的使用率仍有提升空间。**根据麦肯锡的调研结果显示，2022年国内AI使用率约为41%，明显低于印度（62%）、美国（59%）以及全球平均水平（50%）。

图：预计2026年人工智能软件和应用市场规模达210.77亿美元



图：2022年中国的AI使用率仍明显低于全球平均水平



来源：IDC，麦肯锡2022年全球AI调研，国金证券研究所

# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？展望：长期逻辑向好 (V)

## 为什么我们长期看好AI？AI大模型及下游应用“繁殖”正加速上游算力需求

- 无论是智能聊天机器人还是智能图像生成，其背后都是大模型作为支撑。大模型的研发囊括了底层算力、网络、存储、大数据、AI框架、AI模型等复杂技术。而数据、网络、算力是大模型底层基础设施的“铁三角”，或将持续受益于应用端的不断普及。

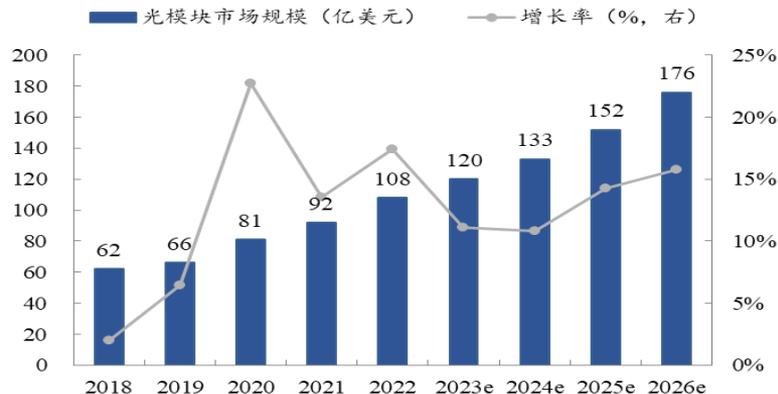
图：预计2022-2027年中国AI基础数据服务市场CAGR为20.6%



图：预计2022-2026年AI服务器出货量CAGR为29%



图：预计光模块市场规模增速有望上升



来源：LightCounting，Trendforce，艾瑞咨询，国金证券研究所

## 为什么我们长期看好AI？新一轮科技产业周期开启

- 我们以全球半导体销售额来刻画TMT产业周期，两者存在高度正相关关系。历史复盘来看，每一轮科技产业周期有望带动全球半导体产业的增量投资与消费需求。**本轮AI产业浪潮下，TMT板块有望受益于：一方面，伴随经济复苏、需求回暖，有望带动行业本身周期性回升；另一方面，新一轮科技产业周期开启，催生了硬件端、软件端以及应用端的相关需求。**

图：历史复盘来看，科技产业周期有望带动全球半导体产业周期增量投资与消费需求



来源：Wind，国金证券研究所

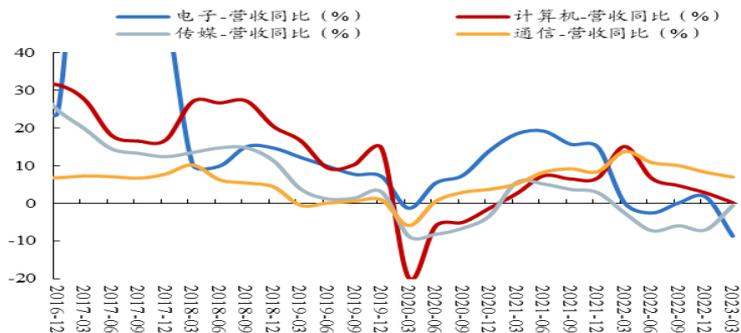
# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？展望：Q3将再次分化（VII）

## 2023H2 AI表现如何演绎？预计Q3 AI行业或再次启动，但大概率分化

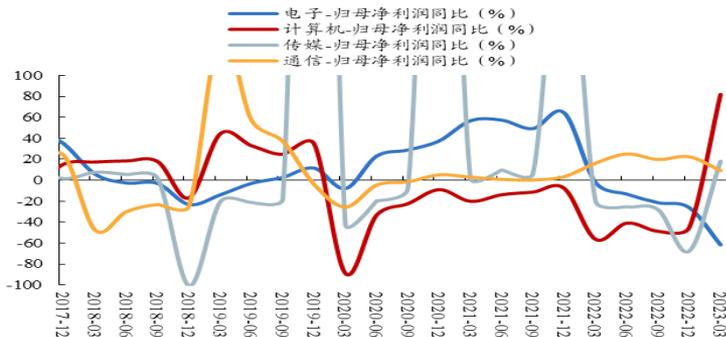
TMT板块整体景气较弱，主要受到电子盈利增速大幅下滑的拖累，而传媒、计算机受益于疫情恢复、低基数效应迎来业绩改善。具体来看：

- **传媒各项财务指标均改善**，2023Q1营收与归母净利润均改善，2023Q1归母净利润同比+8.25%，环比+85.78pct；ROE为2.41%，环比+0.26pct，主要受到净利率的支撑；**二级行业来看**，影视院线、广告营销、数字媒体表现较优；
- **计算机**：营收增速有所放缓，2023Q1归母净利润同比+82.28%，环比2022年+127pct；ROE为3.45%，环比2022年+0.15pct，亦主要来自归母净利润率的支撑；**二级行业来看**，IT服务表现较优；
- 通信尽管盈利仍为正增长，但增速放缓。

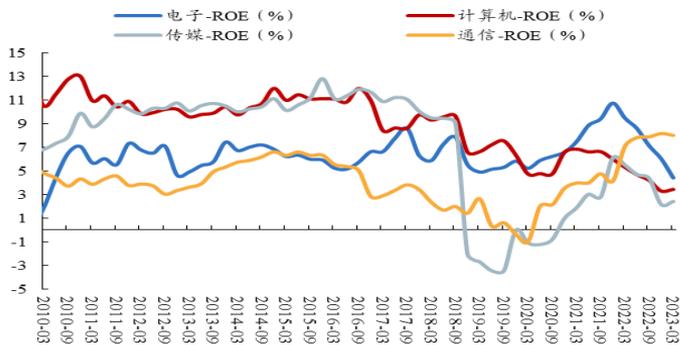
图：2023Q1仅传媒营收增速出现改善



图：传媒和计算机归母净利润增速改善显著



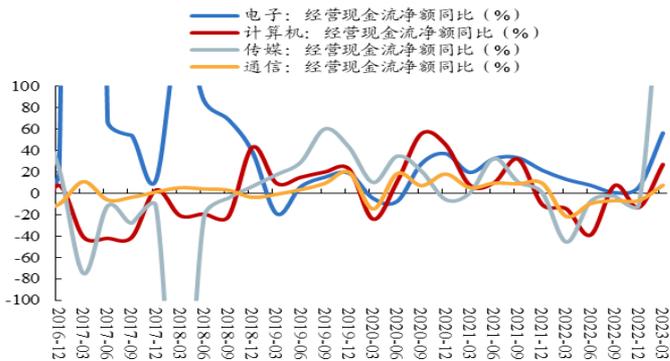
图：2023Q1仅传媒和计算机ROE出现改善



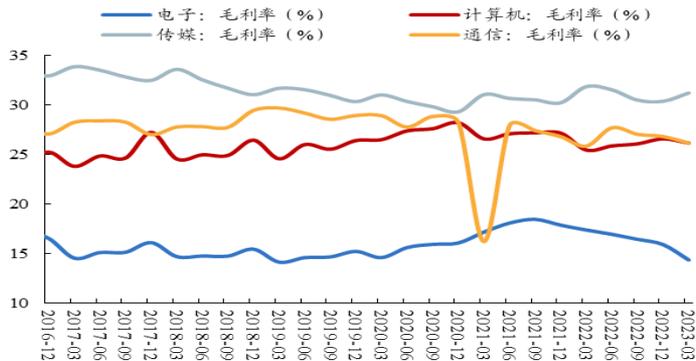
来源：Wind，国金证券研究所

# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？展望：Q3将再次分化 (VIII)

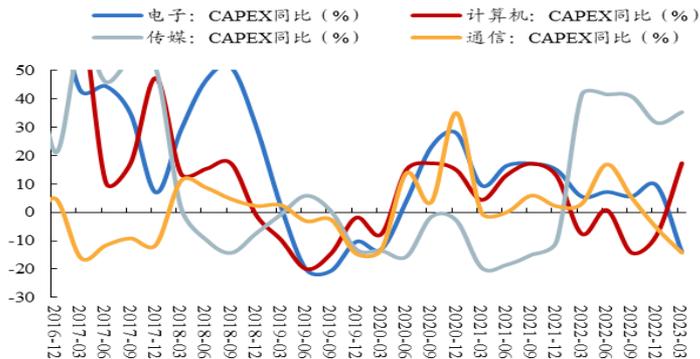
图：传媒行业经营现金流增速大幅改善



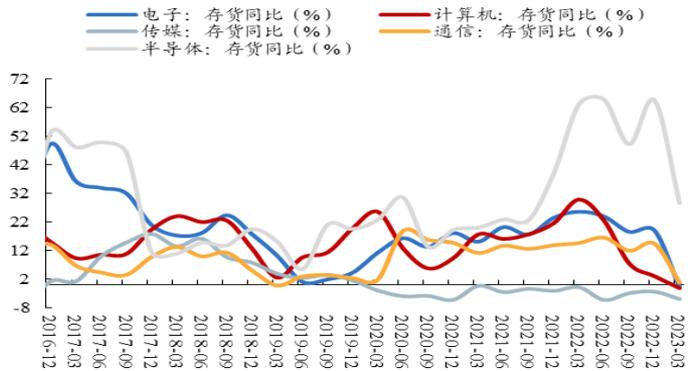
图：传媒行业毛利率趋于回升且高于其他行业



图：传媒CAPEX增速趋于回升且高于其他行业，资本开支加速扩张



图：TMT整体处于去库，半导体库存增速回落



# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？展望：分化中甄选（IX）

## 2023H2 AI表现如何演绎？分化中甄选：盈利拐头向好·估值合理方向：传媒·计算机

- 行业盈利预期来看，盈利增速较优且具备较高弹性的板块主要集中于**传媒·计算机**。从2023年EPS预期的绝对增速、盈利弹性以及近三个月（5月、6月和7月）EPS预期变化来看，**游戏、广告营销、影视院线、IT服务**等二级行业的基本面表现或明显占优，主要受益于疫情恢复、低基数所带来的业绩修复，和AI应用端落地或带来相关业绩兑现。

图：行业盈利预期来看，预计2023年传媒、计算机的盈利改善较为明显

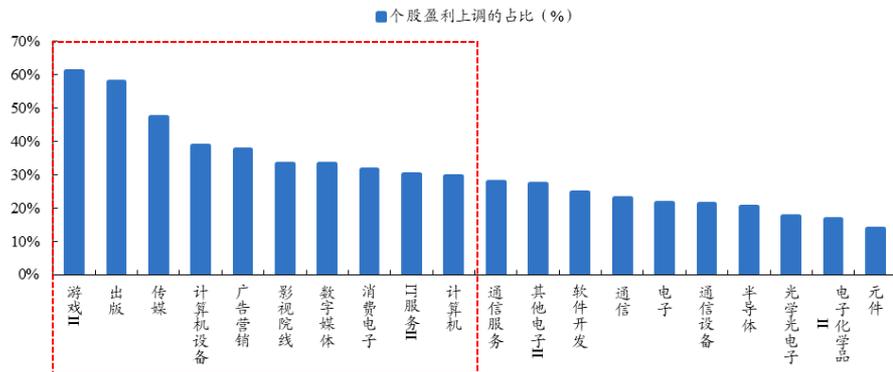
TMT行业	2022年实际 EPS (元)			EPS预期 (元)			EPS同比增速 (%)			盈利弹性 (%)		2023年EPS变化 (近三个月)
	2022年	2023年	2024年	2022年	2023年	2024年	2023年相比2022年	2024年相比2023年	2023年	2024年		
电子	0.36	0.50	0.94	-34.5	39.5	89.8	74.1	50.3				
计算机	0.14	0.37	0.81	-42.3	157.2	119.1	199.5	-38.2				
传媒	0.08	0.33	0.62	-41.7	325.8	87.7	387.5	-238.0				
通信	0.85	0.95	1.33	37.8	12.3	39.5	-362.6	27.2				
半导体	0.88	1.07	1.77	-20.0	22.6	64.7	42.7	42.1				
其他电子II	0.25	0.34	0.71	-51.2	36.2	106.0	87.3	69.9				
元件	0.64	0.77	1.40	-11.2	20.0	83.0	31.2	62.9				
光学光电子	-0.01	0.12	0.41	-103.7	1076.9	232.1	1180.6	-844.8				
消费电子	0.62	0.79	1.23	6.2	26.2	56.5	20.0	30.2				
电子化学品II	-0.46	-0.54	-0.89	32.9	18.1	-64.5	-14.7	46.3				
游戏II	-0.02	0.40	0.68	-108.9	2400.0	68.2	2508.9	-2331.8				
广告营销	-0.02	0.23	0.44	-17.5	1414.9	89.4	1532.4	-1325.5				
影视院线	-0.21	0.13	0.42	-318.7	160.6	228.0	479.4	67.3				
数字媒体	0.42	0.59	1.03	2.5	41.2	74.2	38.7	33.0				
出版	0.57	0.61	0.90	-4.8	7.7	46.3	12.5	38.6				
计算机设备	0.36	0.64	1.37	-22.3	76.5	115.2	98.8	38.7				
IT服务II	0.09	0.27	0.65	-44.3	206.6	140.0	250.8	-66.5				
软件开发	0.05	0.28	0.61	-71.4	441.1	114.6	512.6	-326.5				
通信服务	0.94	1.03	1.31	41.1	9.6	26.5	-404.5	16.9				
通信设备	0.52	0.67	1.44	219.5	27.7	115.7	-191.7	88.0				
TMT指数	0.45	0.63	1.08	21.5	39.2	71.9	17.7	32.6				

# 2023H2 TMT再起，该如何筛选？展望：分化中甄选 (X)

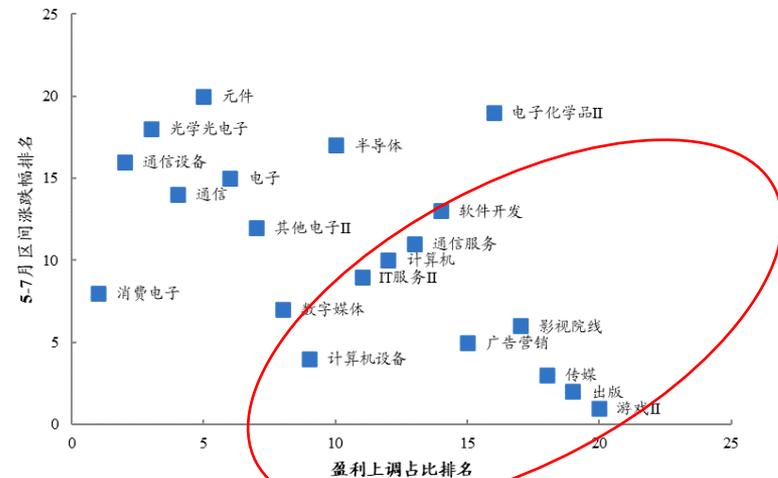
## 2023H2AI表现如何演绎？分化中甄选：盈利拐头向好+估值合理方向：传媒+计算机

- **盈利上修主要集中在传媒和计算机板块：**个股盈利上调占比来看，游戏、出版、计算机设备、广告营销、影视院线、数字媒体、消费电子和IT服务等行业的占比较高。倘若结合5-7月各行业的区间涨跌幅排名比较来看，**我们可筛选出个股盈利上调占比较高但短期定价尚不充分的行业包括：游戏、出版、广告营销、影视院线、IT服务**，主要集中于传媒和计算机行业中。
- 基于资金面及TMT回溯的核心结论，(1)公募(新发规模+债转股资金)未来上升潜力最大；(2)机构持仓上调或滞后于业绩约一个季度——意味着**传媒、计算机**将有望迎来跟多机构资金青睐。

图：2023年5-7月个股盈利上调占比较高的行业主要集中于传媒和计算机



图：TMT个股盈利上调占比的行业排名与5-7月区间涨跌幅排名对比

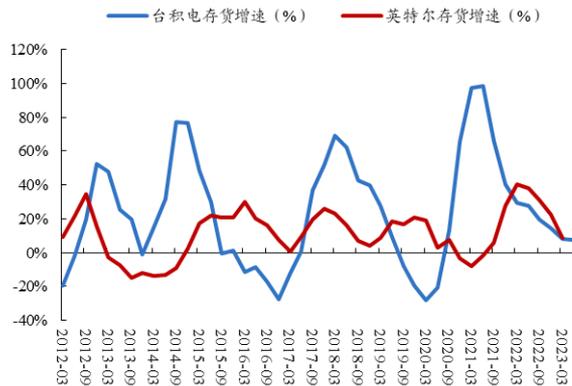


来源：Wind，国金证券研究所

## 2023H2 AI表现如何演绎？半导体底部已现，尚需静待上升趋势形成

- 需求端已经逐步出现底部企稳迹象。2023年5月全球半导体销售额同比 (MA3) 为-21.1%，连续三个月处于-2%左右的水平；
- 主要半导体龙头厂商库存增速已经处于较低水平。2023Q2晶圆代工厂龙头厂商台积电库存继续去化但速度有所放缓；
- 前瞻性指标费城半导体指数自2022年10月以来持续上涨。历史复盘来看，费城半导体指数对于半导体销售额同比增速具有一定的领先性。这就意味着，未来半导体销售额同比增速大概率逐步实现底部企稳回升。

图：2023Q2台积电继续处于去库过程



图：历史上来看，费城半导体指数对于半导体销售额同比增速具有一定的领先性



来源：Wind，国金证券研究所

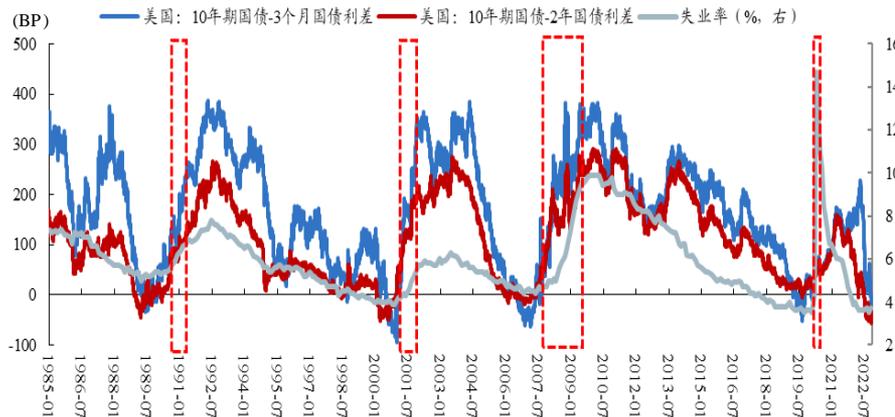
# 5 大类资产研判：重视趋势

## 2023H2大类资产研判：重视周期趋势：多黄金（I）

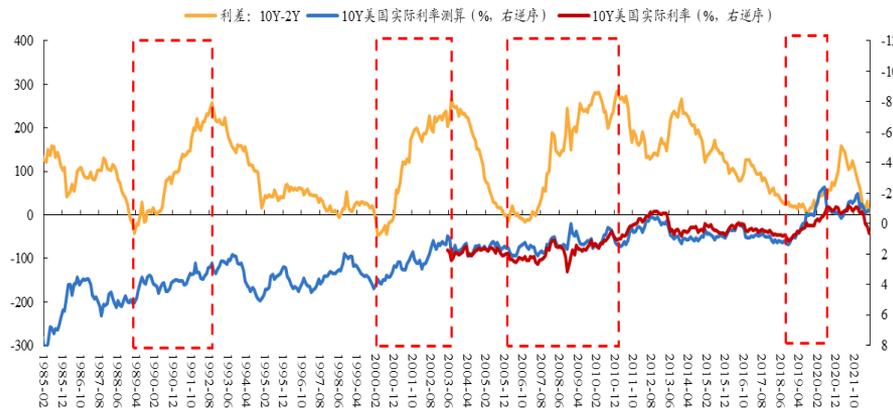
### 黄金双属性驱动或前、后脚开启，黄金配置机会凸显

- 7月或为美联储最后一次加息，美债实际利率易下难上。
- 未来货币属性或将先行驱动黄金价格上涨：（1）预计10年期美债名义收益率上行空间较为有限。当前“10Y-2Y”和“10Y-3M”美债期限利差均已出现“倒挂”，美国衰退预期上升；（2）即便美国通胀回落，计算实际利率的“通胀移动平均值”仍处于高位；（3）历史上四次美债利差“倒挂”，即便美国货币政策维持“收紧”，实际利率平均降幅为87bp；倘若货币政策转向“宽松”，实际利率将进一步下调143bp。
- 倘若后续美国衰退趋势确立，货币属性或将叠加商品属性呈现需求“共振”。美国货币政策或将大概率转向“宽松”，令美元走贬。

图：目前美国国债期限利差“倒挂”，美国经济衰退预期上升



图：历史上四次美债“倒挂”，其修复期间实际利率均趋于下行



来源：Wind，国金证券研究所

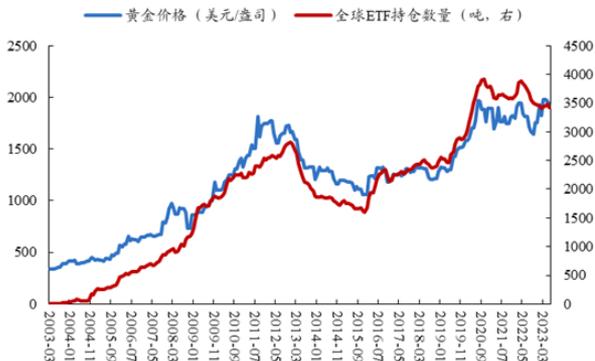
## 2023H2大类资产研判：重视周期趋势：多黄金（II）

### 未来黄金投资需求有望趋于回升，支撑金价上涨

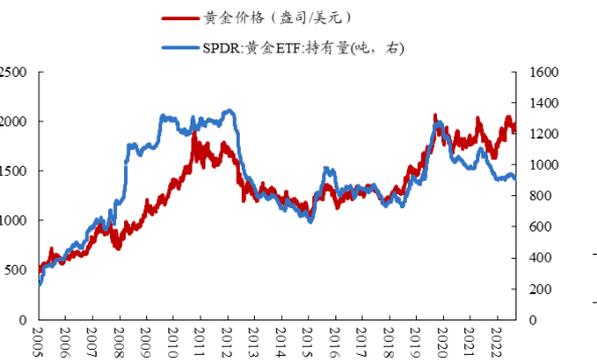
我们可将黄金ETF持仓量的变化作为跟踪黄金投资需求变化的重要指标。黄金ETF是虚拟黄金的重要投资品，尽管全球黄金ETF持仓量占黄金存量比重仅为1.7%，但其波动对黄金需求起到重要的影响，进而在黄金的定价机制中起到主导作用。全球黄金ETF持仓、SPDR黄金ETF持仓和黄金价格相关系数分别高达0.97、0.82。

未来在实际利率下行驱动下，预计黄金ETF投资有望趋于回升，从而对黄金价格形成支撑。主因实际利率不仅是黄金价格的核心驱动因子，同时亦是投资资金的机会成本，两者存在高度负相关性。事实上，2004年11月以来两者相关系数达-0.87。2023年8月初SPDR黄金ETF持仓为906吨，实际利率驱动下未来其持仓或有望回升。

图：全球黄金ETF持仓和黄金价格相关系数为0.97



图：SPDR黄金ETF持仓和黄金价格相关系数为0.82



图：2022年11月以来SPDR黄金ETF持仓变化



图：SPDR黄金ETF持仓和美国实际利率负相关



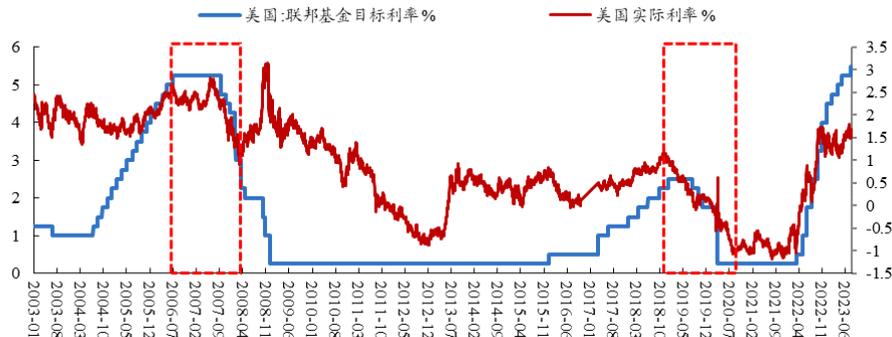
来源：Wind、世界黄金协会、国金证券研究所

## 2023H2大类资产研判：重视周期趋势：多黄金（III）

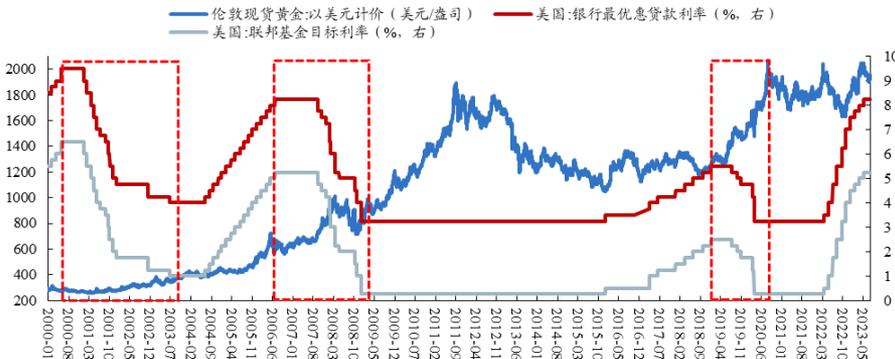
静待美国衰退趋势确立，甚至将迎来美联储第二次货币转向（降息）的预期

- 就黄金价格而言，我们认为黄金逐步迎来布局机会，伴随后续美国经济放缓压力加大及通胀回落的确定性增强，预计市场或将逐步开始交易降息预期，届时美国实际长端利率的下行空间将会打开，美元指数也将大概率走贬，黄金价格将迎来加速上行机会，其时点或在2023Q4。在当前时点，我们建议可逢低布局黄金。

图：美联储加息结束及降息周期开启阶段，美债长端实际利率上涨空间有限且趋于下行



图：伴随美联储加息周期结束，黄金价格上涨概率高



来源：Wind、国金证券研究所

# 2023H2大类资产研判：重视周期趋势：空原油

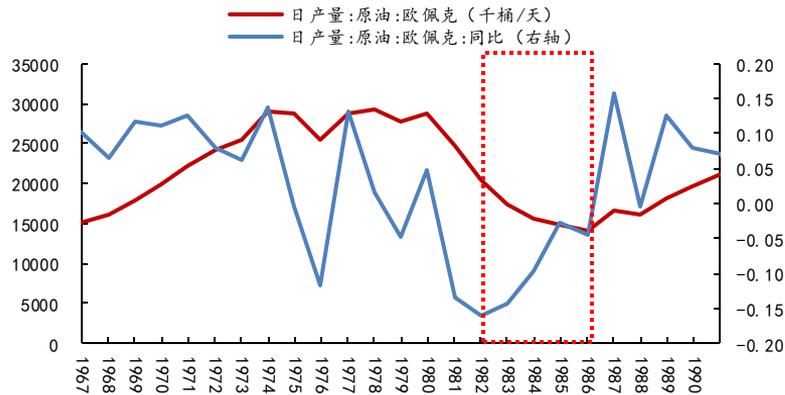
## 原油价格展望：2023年中枢或逐渐下移

- **预计2023年油价中枢将逐步下移**，主要源于：（1）本轮美国经济或遵循“经济先衰退，通胀再下行”的路径；（2）参考80年代美国走出“滞胀”的路径，美国经济步入衰退，将带动需求大幅回落，只要外部供给约束未明显升级，油价中枢将会下移；
- **油价中枢下移节奏可能偏缓**，主要由于：俄乌冲突、OPEC+减产保价意愿强烈、以及全球能源转型，供给侧存在较大不确定性。

图：1980年以后，原油价格逐步回落



图：1981年底原油供给增速回暖，而1985年底产量才实质性回升



来源：Wind、国金证券研究所

# 2023H2大类资产研判：重视周期趋势：多有色

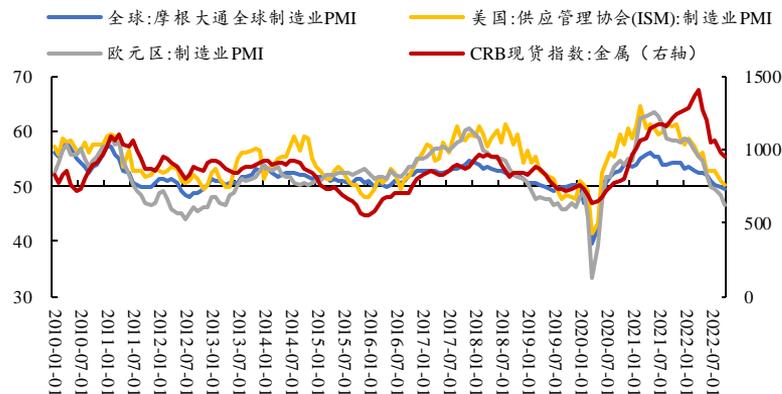
## 有色展望：静待2023H2美联储货币政策二次转向（降息）预期

- **美联储货币政策转向前，金属价格震荡下行**，主要源于：（1）通胀仍处高位，美联储将坚持紧缩的货币政策；（2）虽然美国经济存在较大的下行压力，但是仍对于欧洲等经济体存在比较优势，美元指数尚未转向；
- **美联储货币政策转向后，金属价格有望反弹**，主要源于：（1）待政策转向后，美元指数的趋势性回落将支撑有色金属价格上涨；（2）货币政策由紧转松，将促进经济的修复，带动金属需求的回升。
- **不过，金属价格的反弹力度会弱于2020年**，主要源于：即使货币政策转向，流动性仍将明显低于2020年。

图：目前美元指数对金属价格形成压制



图：海外经济衰退临近将持续拖累金属需求



来源：Wind、国金证券研究所

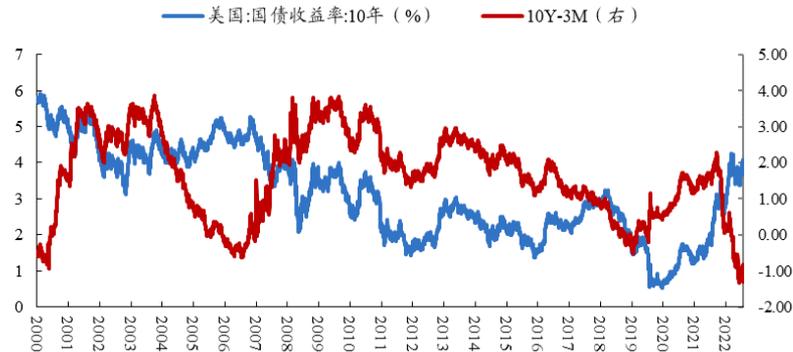
## 债市反映经济与流动性预期

- **2023H2国内利率债预计将持续承压。**静待国内经济进入“被动去库”，经济复苏加快叠加货币收紧力度增加，预计10年期国债收益率将趋势上行，利率债承压。
- **2023H2国内信用债具备一定配置价值。**静待国内经济进入“被动去库”，预计2023H2随着国内经济加速复苏，信用利差或趋于收窄，显示出信用债的配置价值。
- **2023年美债配置价值回升。**基于2023H2美国经济大概率步入实质性衰退，意味着避险逻辑有望对美债形成支撑。另外，美联储货币政策或于今年7月实质性转向，即年内最后一次加息，意味着美债收益率大概率3季度见顶回落，从而对美债价格形成支撑。考虑到2023Q4甚至或出现美联储降息预期，美债收益率或先行反映回落，为进一步做多美债提供空间。

图：“社融%-M2%”对10年期国债利率具有一定的领先性



图：美债长短端利率出现“倒挂”通常领先于美国经济下行期



来源：Wind、国金证券研究所

### 1、国内经济复苏不及预期，尚未跨越进入“被动去库”的加速复苏阶段

影响：报告中对于A股市场中枢向上的预判不会改变，但“牛市”无望。

### 2、美国经济强于预期，“软着陆”甚至再次复苏

- 情况一：通胀温和，影响：倘若国内经济顺利进入“被动去库”加速复苏阶段，美国经济“软着陆”甚至复苏将强化国内经济全面回升，因此，对于A股上涨甚至走牛的判断将不会改变。
- 情况二：通胀高企，影响：加息周期难停，海外资金大概率回流美国。然而，考虑两个方面：一是国内经济亦是全面复苏，中美货币政策或将趋同，人民币贬值压力不大，资金流出有限；二是基于前文对资金机构的判断，倘若国内经济加速复苏，增量流动性更多来自内资，外资约300亿增量将难以撼动A股走牛趋势。

综上，全文对于A股大势、风格及行业配置等核心判断，不会因为环境假设风险出现明显偏离。

## 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。

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序



最新研报

会议路演

研究专题