

宏观

证券研究报告

2024年04月02日

2024年，投资要破局

我们认为去年A股的投资风格演绎的相对极致——红利和AI组成杠铃策略已经开始有较强的共识。而今年我们建议的投资思路可以被称为“破局投资”。

破局投资蕴含的是这样的投资哲学：低风险偏好的策略是“求稳”，求稳不是不投，而是追求相对确定性，减少波动中的摩擦成本。高风险偏好的策略是“突围”，在经济转型中寻找增量机会。

风险提示：政策不及预期，经济运行不及预期，地缘政治风险

作者

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

林彦 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522100002
linyan@tfzq.com

相关报告

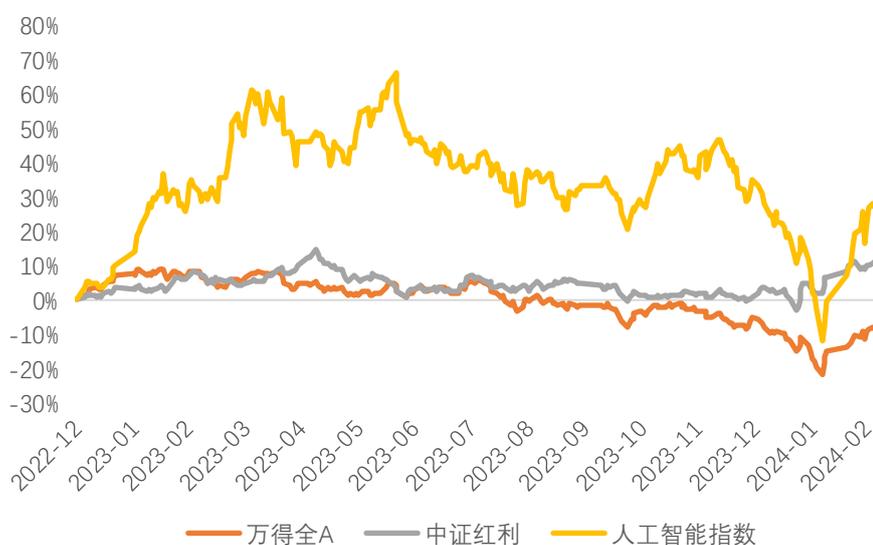
- 《宏观报告：宏观报告-如何看待当前美国降息预期？》 2024-04-01
- 《宏观报告：宏观-3月PMI数据缘何超预期》 2024-04-01
- 《宏观报告：宏观报告-日股，进退？》 2024-03-31

安皮里卡资本公司的创办人，著名作家塔勒布在《反脆弱》中提出了杠铃策略来对抗不确定性的方法。杠铃的形状是两头大、中间小，重量都集中在两侧，但它却具有很强的稳定性。2023 年在国内市场超额收益明显的杠铃策略，两侧的“杠铃片”都是确定性相对较高的资产。

一侧是押注国内经济的相对确定性。例如红利板块，往往具有供给稳定、资源垄断的特点，板块整体呈现出低收益低风险的特征。中证红利指数 2023 年至今年 4 月 1 日累计上涨 10%，但同期 Wind 全 A 下跌 6%。

另一侧押注海外科技的相对确定性。例如 AI 板块，代表未来产业趋势，板块整体体现出高收益高风险的风险收益特征。人工智能指数 2023 年至今年 4 月 1 日累计上涨 31%，但最大回撤也明显大于 Wind 全 A。(人工智能指数区间最大回撤 47%，而 Wind 全 A 为 22%)

图 1：红利指数和人工智能指数从 2023 年开始的累计收益明显跑赢 Wind 全 A



资料来源：Wind，天风证券研究所

“杠铃策略”的杠铃杆就是由与经济相关性高的资产充当的。中国经济当前最大的特征是转型，过去两年，和经济相关性高的资产，正在消化经济转型中的估值压力。根据 2005 年底至 2023 年底的数据统计，和经济相关性高的沪深 300 的 PE(TTM)过去两年累计下跌了 6.08%，而相关性低的中证 1000 的 PE(TTM)上涨了 8.97%。

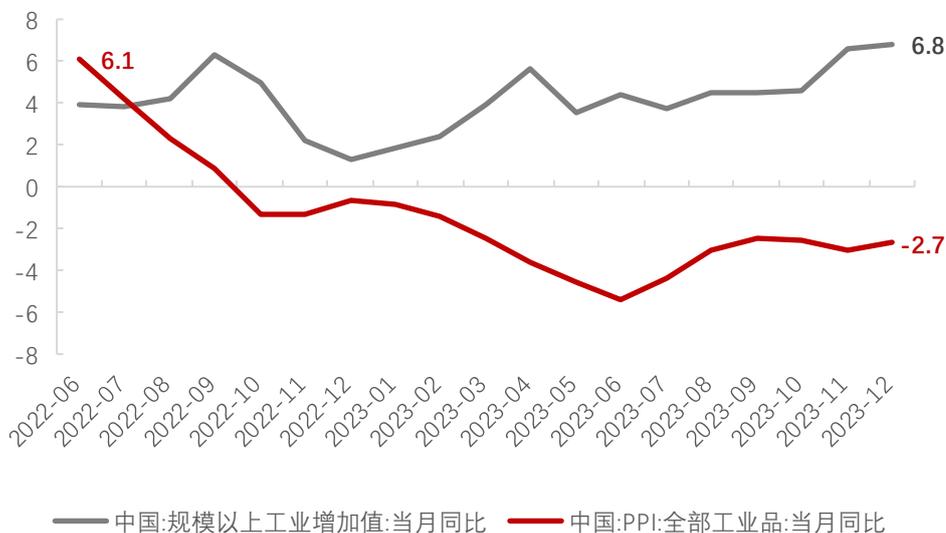
图 2：过去两年和经济相关性高的资产，在消化经济转型中的估值压力（图中为 PE_ttm）



资料来源：Wind，天风证券研究所

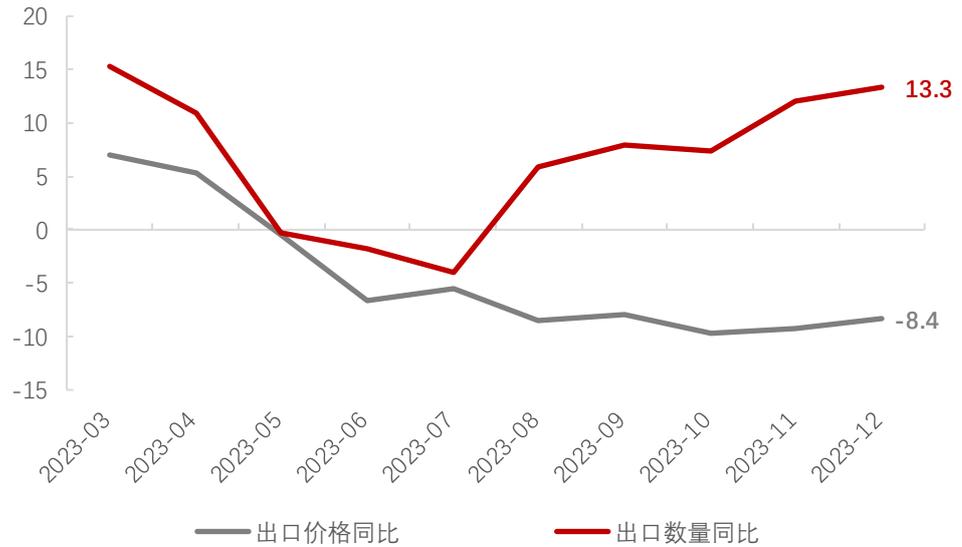
从板块下沉到公司层面，对于创新能力不足的企业，大多只能通过打价格战的方式（截止今年 2 月，PPI 增速连续 17 个月负增），牺牲利润（截止去年 12 月，工业利润累计同比连续 18 个月为负），保住市场份额。企业“以价换量”的行为特征还体现在出口上，去年中国的出口价格指数和数量指数呈现出剪刀差，出口数量指数增长了 13.3%，而出口价格指数同比下降了 8.4%。这样竞争的结果是企业增收不增利，去年工业企业的营收同比增长了 1.1%，但利润同比下降了 2.3%。

图 3：打价格战牺牲利润（单位：%）



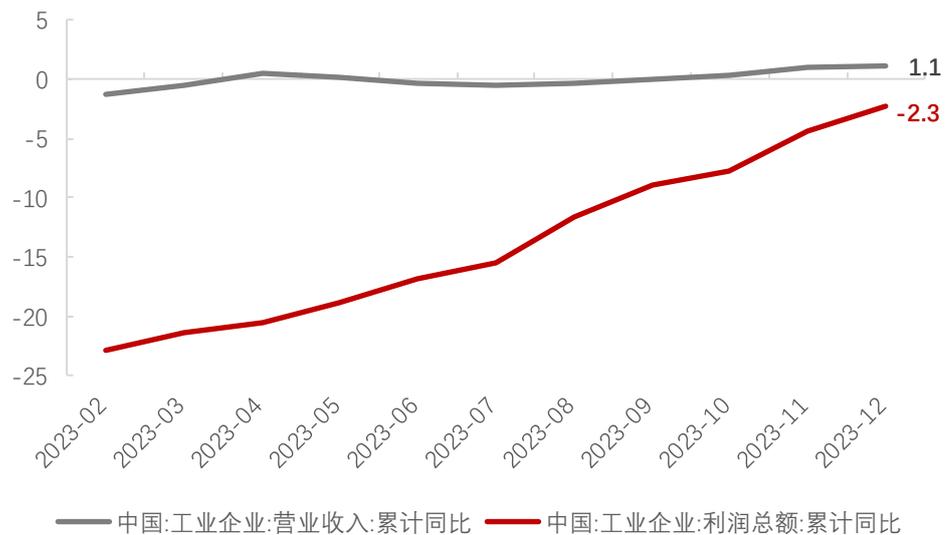
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：出口以价换量（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：企业增收不增利（单位：%）

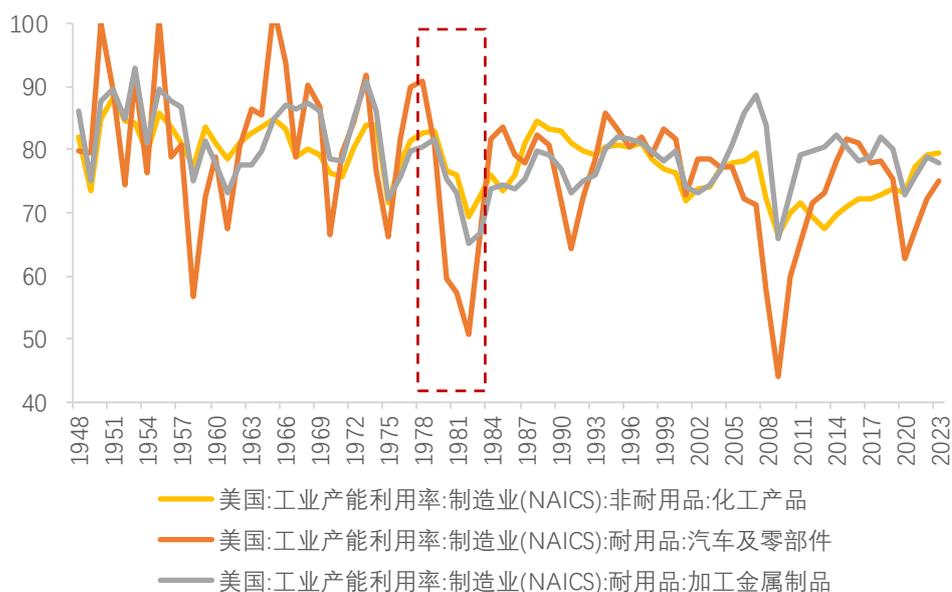


资料来源：Wind，天风证券研究所

在每轮市场经济周期中过剩可能都是无法逃脱的阶段。而在更长的时间维度上经济的转型压力和动力也常常来自于过剩。

这不是中国独有的现象，在美国 70 年代和日本 90 年代的经济转型期也经历了这个过程。美国 70 年代，面对迅速扩大的经常项目逆差以及油价上涨的输入性通胀，钢铁和传统重化工业等高能耗行业经历了严重的产能过剩，80 年代在科技带领下成功转型。

图 6：80 年代初美国工业产能利用率达到二战后的低点（单位：%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

日本在 90 年代的经济转型先是用了一年时间来消化房地产的高估值和出清低效企业，又在新一轮信息技术革命的竞争中没有争到上游，同时伴随着人口老龄化，直到现在还处于低速增长水平。

2023 年，我国经济数据实际上很平稳，平均两年复合增速持续保持在 4.1% 上下，前高中低后稳的波动也主要是因疫后复苏的节奏带来的。

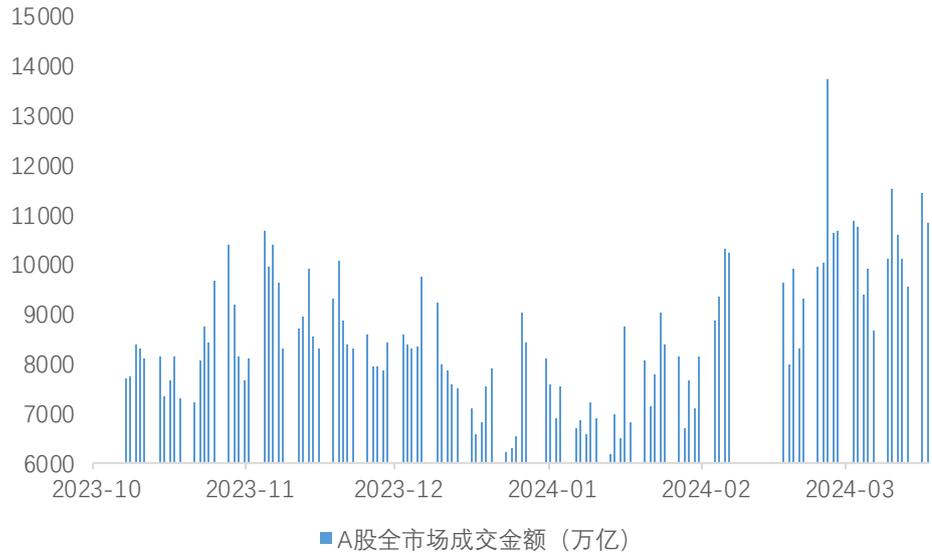
但市场一开始预期过高，先是引发了所谓经济“不达预期”的情绪，又因为经济数据向下波动而产生了较为悲观的预期，使得市场充满起伏，大盘的 BETA 收益不佳，为数不多有 ALPHA 的赛道（比如 AI、华为产业链）也在这样的环境下呈现出投资偏好的高度一致性，涨跌节奏过快，且波动幅度不低。

然而从去年到今年，可以明显感觉到投资者在实践经验中不断校准自己的预期，投资者的态度正在变得平和，也能更加客观地看待转型过程中发生的变化。比如，我们发现下沉和出海或是经济转型中的增量¹。

这种心态上的变化，也会反映在市场重新回到正常的交易水平上。截止 3 月 19 日，3 月 A 股日均成交量已经从 1-2 月的 8271 亿元上升至 10340 亿元，交投明显活跃。

1 https://mp.weixin.qq.com/s/AQgv_znp4YBh_DdEe6zUEw

图 7: A 股交易活跃度持续增加

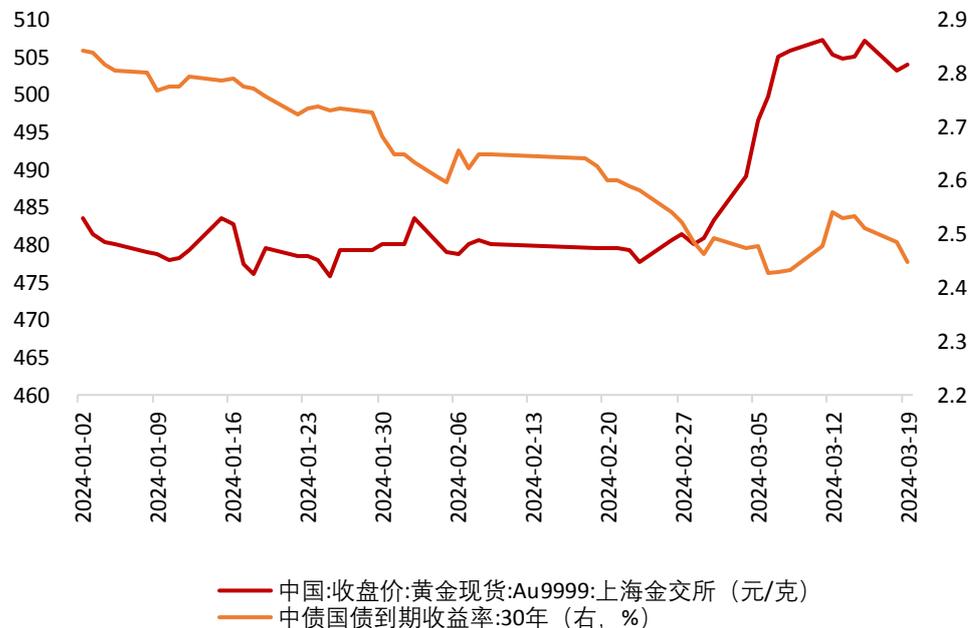


资料来源: Wind, 天风证券研究所

随着这些变化逐渐累积,我们认为今年应该进行“破局投资”,从去年的桎梏中逐渐走出来。“破局投资”按照风险偏好不同分成两种。

低风险偏好的策略是“求稳”,求稳不是不投,而是追求相对确定性,减少波动中的摩擦成本。具体而言,就是开头提到的杠铃策略的两头,比如红利和 AI 板块。扩大到大类资产,长久期债券和黄金,也是一种“求稳”策略。年初至 3 月 19 日,30 年期国债利率已经下行 37.8bp,黄金价格也已经上涨了 5.1%。

图 8: 长久期债券和黄金,也是一种“求稳”策略



资料来源: Wind, 天风证券研究所

另一方面，高风险偏好的策略是“突围”，在经济转型中寻找增量机会。

经济转型，一方面有地产、基建以及地方财政带来的经济结构减量，另一方面也制造和服务业出海、消费下沉以及创新升级带来的结构增量。(详见《当下需要重视什么》(2024-1-21))在投资者预期和现实逐渐弥合的过程中，这些转型中的结构性机会，开始更多地被投资者发现和定价。

对市场来说，我们认为今年积极的地方也不仅仅是预期差的收窄。基本面相关的指数比如沪深 300 也处于估值相对底部。另外今年也是全面深化改革的“又一个重要年份”，关于改革与发展等若干重大问题可能在三中全会上提出。

中央经济工作会议提出要“谋划新一轮财税体制改革”，“把推进新型城镇化和乡村全面振兴有机结合起来，促进各类要素双向流动”。两会政府工作报告提到“推动高质量发展要靠改革”，“把加快农业转移人口市民化摆在突出位置，深化户籍制度改革，完善‘人地钱’挂钩政策”。中央全面深化改革委员会第四次会议把土地管理制度改革放在第一位，强调要“增强土地要素对优势地区高质量发展保障能力、建立健全同宏观政策、区域发展更加高效衔接的土地管理制度”。

在外部压力下的主动求变，释放改革的潜力和开放的动力，这对今年的宏观经济和股市也至关重要。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com