



策略点评

股票投资策略简报

证券研究报告

策略组

分析师：牟一凌（执业 S1130525060002） 分析师：纪博文（执业 S1130525060006）

mouyiling@gjzq.com.cn

jibowen@gjzq.com.cn

积极的防御

交易端去杠杆的尾部效应是今日市场大跌的直接诱因

今日 A 股市场大幅下挫且科技股领跌，科创 50 指数下跌 3.4%；日韩股市同步下挫，日经 225 指数下跌 1.9%，韩国 KOSPI 指数下跌近 9%。在此前报告《交易去杠杆后的观测》中我们曾指出，科技股的交易性波动可能持续一段时间。

A 股及海外科技股大幅调整，直接触发因素在于海外交易端在去杠杆，A 股也间接跟随：韩股是 3 月中旬以来全球表现最好的市场，但过去两周内市场融资余额从 64.9 万亿韩元下降至 60.8 万亿韩元，日股融资额也明显下降，期权市场隐含波动率相对实际波动率快速下降，也是杠杆资金撤离的信号。此前韩国融资比例已经达到历史极致，过度乐观的预期与略有松动的基本面触发了这一进程。海外市场的下行与去杠杆进程也传导至 A 股：截至 7 月 10 日，两融余额较 6 月末高点下降 882.0 亿元，融资买入额占总成交额比重也下行至年内低点；从期权市场来看，今日科创 50 指数 1 个月隐含波动率相比于已实现波动率之差扩大至 -2.8%，本身也是去杠杆的表现。

全球金融化扩张进程正在受阻，存量游戏之中波动正在被放大

最近两周海外交易端去杠杆带来市场的大幅波动，其背景是全球金融化扩张的进程正在放缓。4 月以来，虽然美股市场在中东冲突开始缓和后反弹力度较大，但是欧股和港股市场表现相对较弱、比特币和黄金价格则持续走低，全球主要金融资产占全球 M2 的比重在最近两个月持续回落，从高点 91.6% 下降至当前的 88.6%，略低于历史均值 +1.5 倍标准差的水平，高位回落压力明显。考虑到新任美联储主席沃什对于此前美联储推动政府资产负债表的工具持批判性的看法，自 2020 年美联储大规模扩表推动各类金融资产同步上行的时期可能已经成为过去式，今年 3 月以来全球主要资产的表现也出现明显的分化。全球金融化扩张的放缓意味着全球资产对于存量流动性的争夺将更为激烈，这也使得最近两周海外交易端去杠杆造成的波动被放大。美国 AI 链本身的融资需求和二级市场投资价值在美债之外正在形成新的金融项顺差来源，未来 AI 链内部也会存在美国市场和非美市场流动性的争夺，成为潜在波动性的来源。

基本面走向是科技行情是否见顶的最终观测

这一轮科技股的调整更类似于 2015 年 6 月移动互联网，2021 年 2 月核心资产以及 2021 年 11 月新能源的下跌，交易性波动引发市场第一轮的调整，但基本面证据并不多，在交易性波动过后都出现了反弹。当前 AI 产业基本面相对稳健，最近一周 Token 价格及使用量企稳回升，预计会在 1-2 个月内迎来反弹。但值得重视的是，在 2016Q4 移动互联网利润率与 ROE 下降、茅指数 ROE 在 2021Q3 见顶、2022Q4 宁组合营收与利润增速下滑都会出现在看似交易波动的下跌反弹后。对应到本轮科技行业来说，如果出现 Token 消耗量以及半导体出货量增速放缓的现象，将是我们提出的本轮科技投资周期滞胀期的特征，完美的下跌逻辑则会在到时候验证。

切换不是核心，积极的防御是主思路

客观说，由于 AI 投资周期从基本上对非 AI 领域的广泛压制，后面事件发生的顺序：AI 相关投资链条股价见顶——基本面见顶——全球实际利率压制解除——非 AI 领域基本面修复。因此，客观上市场并不支持直接有效高低切换。但是，并不能以此为借口直接在强势资产中蒙眼狂奔。对于必须留在市场里的机构投资者，我们建议积极防御，配置推荐如下：第一，能源价格低位逐步确定，受益于中国制造业流量的（煤炭+电力）是较好的绝对收益组合，石油石化板块迎来估值修复；第二，科技领域控制仓位+提高锐度是主要方针，半导体/AI 材料、半导体设备与制造是投资“胀”的重要方式，也是“滞胀”期前半段的有效防御；第三，新兴市场与中国制造仍在高实际利率压制的徘徊期，可以考虑进行左侧布局，关注工业金属、工程机械、电网设备、炼化等方向。

风险提示

国内经济修复不及预期；海外经济大幅下行。



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：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建内大街 26 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 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究