

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）

aixiongfang@gjzq.com.cn

市场主线的长期逻辑和短期验证

前言：每一轮市场主线都具备一个难以证伪的长期逻辑，当前对市场的主线之争，TMT 很明显在长期逻辑方面更具有优势，AI 新产业趋势提升生产效率。市场主线的行情节奏取决于长期逻辑的短期验证，最重要的是业绩方面的持续验证。当前长期逻辑对 TMT 板块的业绩影响相对较小，板块业绩边际变化更多的来自内生趋势改善。AI 如何让 TMT 板块业绩后续持续验证？一是降本增效，二是算力基础设施建设，三是新场景和新应用。

一、市场主线的长期逻辑和短期验证

每一轮市场主线都具备一个难以证伪的长期逻辑，比如过去几年的消费升级（2016 年开始的消费主线）、自主可控（2019 年开始的半导体主线）、双碳趋势（2020 年开始的新能源主线）。当前对市场的主线之争，TMT 很明显在长期逻辑方面更具有优势，AI 新产业趋势提升生产效率，无论是传统行业，还是新场景和新应用，都将被显著改变。而对于国企改革、经济修复等其他主线我们在此前的报告中多次强调了其逻辑上的问题。

市场主线的行情节奏取决于长期逻辑的短期验证，最重要的是业绩方面的持续验证。A 股市场历史上的所有重要主线，后续的相对市场业绩都在持续改善。其中最重要并不是增速绝对值的高低，而是业绩边际变化幅度的大小。当前阶段，长期逻辑对 TMT 板块的业绩影响相对较小，板块业绩边际变化更多的来自内生趋势改善。

AI 如何让 TMT 板块业绩后续持续验证？首先，最直接的影响来自供给端的降本增效。降本增效带来的产品加速迭代；其次，算力需求带来产业链新增需求，基础层的硬件和数据都将快速增长；最后，新场景和新应用带来需求端爆发。比如未来 AI 助手等产品或成为新的爆款应用。

二、怎么看一季报对市场主线的影响？

财报密集披露阶段临近，市场担心一季报业绩会成为影响市场主线的核心因素，但我们认为业绩可能不是当下核心矛盾，也就是说难有大超预期的板块，同时也难有大面积业绩爆雷的板块；

首先，宏观经济弱复苏基本成为市场的一致预期，全年经济基本面难有大弹性，一方面是海外经济压力之下对国内经济的约束，另一方面是去年失业冲击下居民消费恢复是个漫长过程；

其次，从各大板块业绩趋势来看，上游板块业绩继续下行，大消费板块业绩难有弹性，新能源板块维持高增长但边际变化较小，计算机、通信和传媒板块业绩改善但增长不高，半导体板块业绩筑底；

最后，TMT 板块近期业绩对行情的影响可能并不大，因为当前 AI 对产业的盈利情况的影响微乎其微，TMT 板块一季报业绩仍围绕行业内生增长趋势。TMT 板块内部也呈现分化格局，计算机、通信和传媒板块业绩触底回升，尽管增速不高，但边际改善幅度明显。而半导体行业则受益于疫情影响，盈利周期有所延后，当前基本面处在触底阶段。也就是说，只要 TMT 相关重点公司业绩不大面积爆雷，一季报对板块行情影响则不大。

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。从私募仓位、大股东增减持规模、指数换手率等三类市场结构指标来看，当前市场温度并不高；3) 风格：进击中小成长。经济没有上行风险的情况下，中小成长将是超额收益核心主线。

四、行业配置：TMT 崛起以及“券商、黄金”

布局产业政策和产业趋势共振的机会，以 TMT 为代表，同时重视券商与贵金属板块投资机会。推荐：1) 计算机、通信、传媒、半导体；2) 券商、黄金。

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、市场主线的长期逻辑和短期验证.....	3
二、怎么看一季报对市场主线的影响?	3
三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起	4
四、行业配置：TMT 以及“券商、黄金”.....	5
重要事件前瞻	6
风险提示	6

图表目录

图表 1： AI 让 TMT 板块业绩后续持续验证的三种方式	3
图表 2： TMT 行业相对 ROE 趋势大部分处在修复阶段	4
图表 3： A 股历史上二次探底后行情都不差	5
图表 4： 今年以来公募基金普遍跑输指数	5
图表 5： 重要事件前瞻	6

前言：每一轮市场主线都具备一个难以证伪的长期逻辑，当前对市场的主线之争，TMT 很明显在长期逻辑方面更具有优势，AI 新产业趋势提升生产效率。市场主线的行情节奏取决于长期逻辑的短期验证，最重要的是业绩方面的持续验证。当前长期逻辑对 TMT 板块的业绩影响相对较小，板块业绩边际变化更多的来自内生趋势改善。AI 如何让 TMT 板块业绩后续持续验证？一是降本增效，二是算力基础设施建设，三是新场景和新应用。

一、市场主线的长期逻辑和短期验证

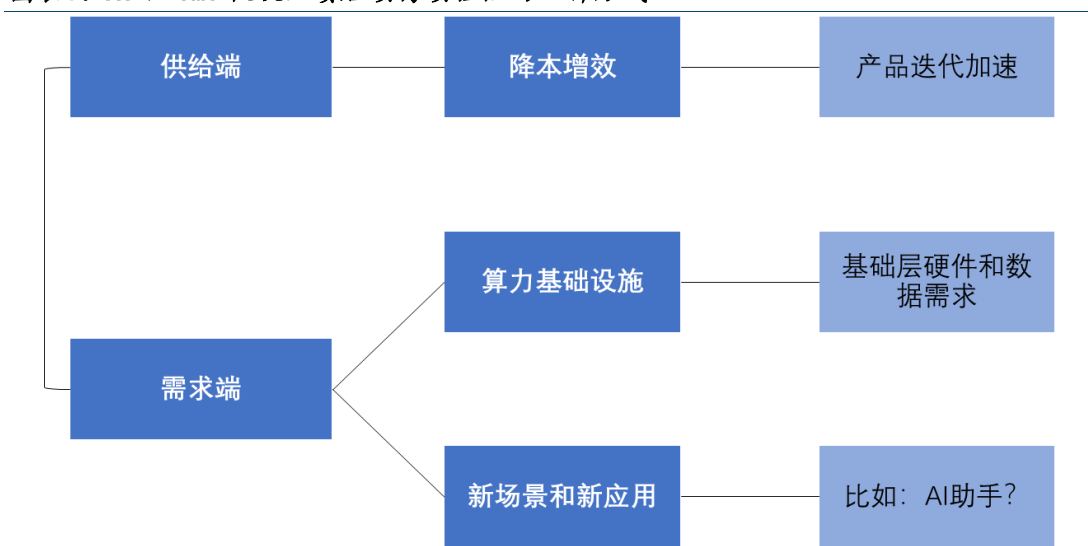
前几周的策略谋势报告我们明确提出：TMT 具备了成为未来 2-3 年投资新主线的所有特征，也就是“基本面见底回升、机构配置低位”的必要条件，“产业趋势新变化”的充分条件。与此同时，市场主线成交占比近前高和市场走势的关系没有一定的规律性。此外，相关行业指数走势和换手率也并未呈现短期背离的结构，并不意味着行情进入尾声。

每一轮市场主线都具备一个难以证伪的长期逻辑，比如过去几年的消费升级（2016 年开始的消费主线）、自主可控（2019 年开始的半导体主线）、双碳趋势（2020 年开始的新能源主线）。当前对市场的主线之争，TMT 很明显在长期逻辑方面更具有优势，AI 新产业趋势提升生产效率，无论是传统行业，还是新场景和新应用，都将被显著改变。而对于国企改革、经济修复等其他主线我们在此前的报告中多次强调了其逻辑上的问题。

市场主线的行情节奏取决于长期逻辑的短期验证，最重要的是业绩方面的持续验证。A 股市场历史上的所有重要主线，后续的相对市场业绩都在持续改善。其中最重要并不是增速绝对值的高低，而是业绩边际变化幅度的大小。当前阶段，长期逻辑对 TMT 板块的业绩影响相对较小，板块业绩边际变化更多的来自内生趋势改善。

AI 如何让 TMT 板块业绩后续持续验证？首先，最直接的影响来自供给端的降本增效。降本增效带来的产品加速迭代；其次，算力需求带来产业链新增需求，基础层的硬件和数据需求都将快速增长；最后，新场景和新应用带来需求端爆发。比如未来 AI 助手等产品或成为新的爆款应用。

图表1：AI 让 TMT 板块业绩后续持续验证的三种方式



来源：国金证券研究所

二、怎么看一季报对市场主线的影响？

财报密集披露阶段临近，市场担心一季报业绩会成为影响市场主线的核心因素，但我们认为业绩可能不是当下核心矛盾，也就是说难有大超预期的板块，同时也难有大面积业绩爆雷的板块；

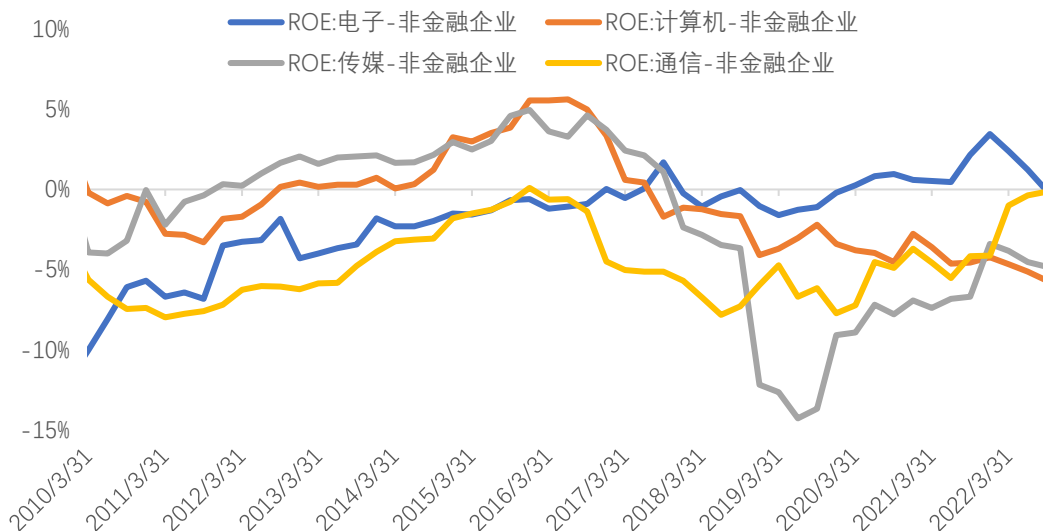
首先，宏观经济弱复苏基本成为市场的一致预期，全年经济基本面难有大弹性，一方面是海外经济压力之下对国内经济的约束，另一方面是去年失业冲击下居民消费恢复是个漫长过程；

其次，从各大板块业绩趋势来看，上游板块业绩继续下行，大消费板块业绩难有弹性，新能源板块维持高增长但边际变化较小，计算机、通信和传媒板块业绩改善但增长不高，半导体板块业绩筑底；

最后，TMT 板块近期业绩对行情的影响可能并不大，因为当前 AI 对产业的盈利情况的影

影响微乎其微，TMT 板块一季报业绩仍围绕行业内生增长趋势。TMT 板块内部也呈现分化格局，计算机、通信和传媒板块业绩触底回升，尽管增速不高，但边际改善幅度明显。而半导体行业则受益于疫情影响，盈利周期有所延后，当前基本面处在触底阶段。也就是说，只要 TMT 相关重点公司业绩不大面积爆雷，一季报对板块行情影响则不大。

图表2：TMT 行业相对 ROE 趋势大部分处在修复阶段



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，两会后产业政策或进一步提升市场风险偏好。

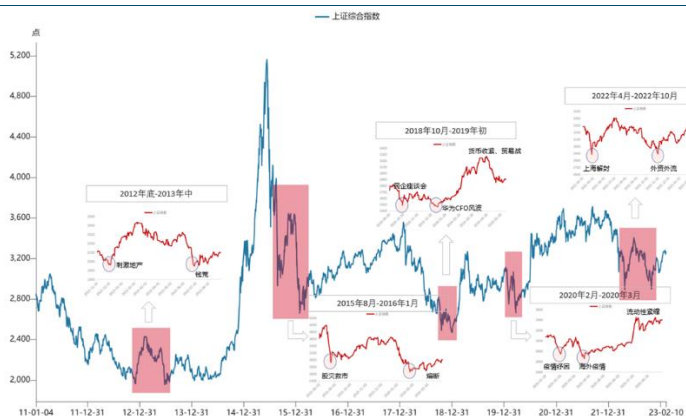
位置：行情刚至中段。从私募仓位、大股东增减持规模、指数换手率等三类市场结构指标来看，当前市场温度并不高。私募仓位处在历史中位，大股东净减持规模处在历史较低位，指数换手率也远未到经验性警示区间。

风格：进击中小成长。经济没有上行风险的情况下，TMT 为代表的科技成长将是超额收益核心主线。2019 年以来，每年年初市场都对政策预期有较强预期，但实际上 2019 年以来国内经济总体缺乏弹性，每年基本面的验证都普遍导致市场强预期落空。政策预期二阶拐点迎来经济基本面一阶拐点的考验，消费、地产等行业基本面回升的强度和持续性能否符合市场预期，仍存在较大的不确定性。

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。

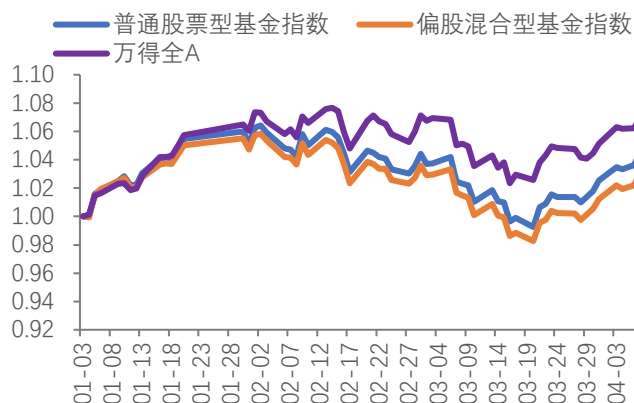
但当前市场一致预期并没有很强，叠加市场赚钱效应不明显，当前市场行情或相对 2019 年和 2020 年的反转行情节奏较慢。

图表3: A股历史上二次探底后行情都不差



来源: Wind、国金证券研究所

图表4: 今年以来公募基金普遍跑输指数



来源: Wind、国金证券研究所

四、行业配置: TMT 以及“券商、黄金”

布局产业政策和产业趋势共振的机会,以 TMT 为代表,同时重视券商与贵金属板块投资机会。而对于国企改革和中国特色估值等相关主题性机会,仍需以行业和公司的边际变化为核心。

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。

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。

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。

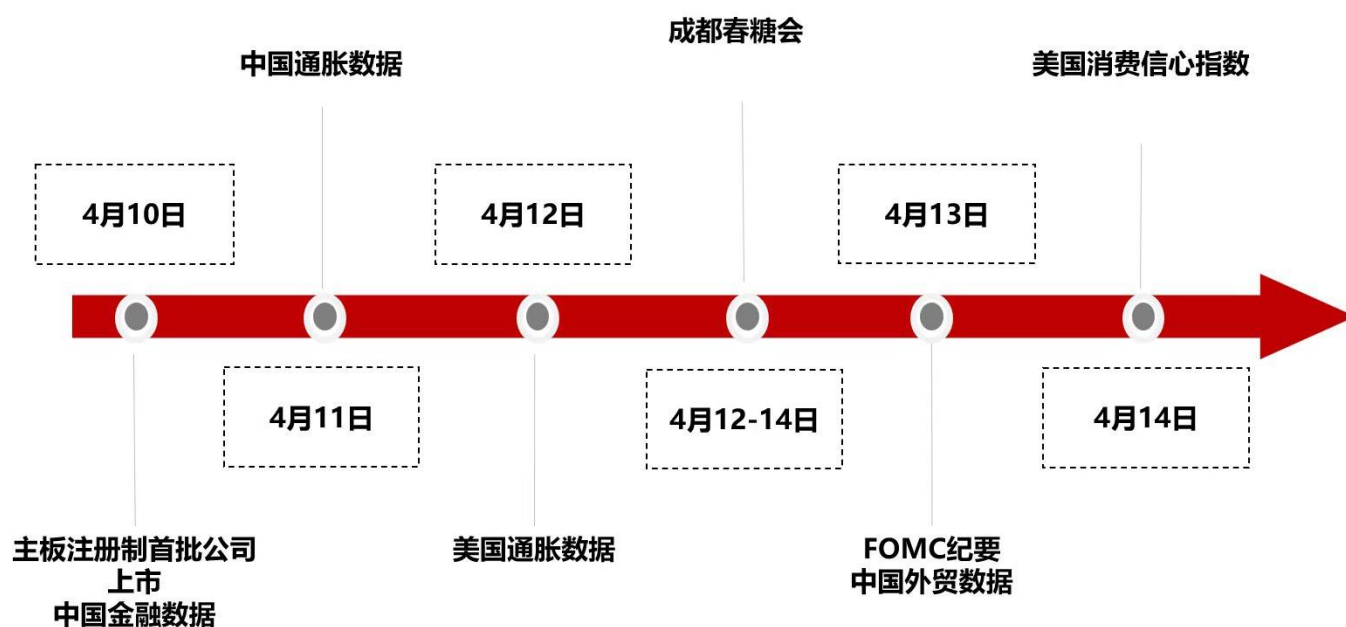
主线 2: 券商、黄金

券商: 在市场向上阶段有望演绎 beta 性行情。此外, 主板全面注册制将助力券商基本面保持相对较强。

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。

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

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402