

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

TMT 具备了成为新主线的所有重要特征

前言：A 股市场每一轮核心主线一般延续 2-3 年：1) 2012 年市场调整后，TMT 成为 2013-2015 年的最强主线；2) 2015 年下半年和 2016 年初市场调整后，消费成为 2016-2017 年最强主线；3) 2018 年市场调整后，半导体成为 2019-2020 年最强主线，期间食品饮料表现也不弱，而新能源则成为 2020-2021 年最强主线；4) 2022 年市场调整后，新的最强主线是什么？TMT 可能已经具备新主线的所有重要特征。

一、主线之争：TMT 具备了成为新主线的所有重要特征

关于国企改革及中国特色估值体系和 TMT 板块的市场新主线之争，我们认为 TMT 是最确定的方向，也具备了成为未来 2-3 年投资新主线的所有特征：具体来说，“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件，“产业趋势新变化”是充分条件。

首先，历史上每一轮新主线的兴起都是在基本面见底回升阶段。当前 TMT 基本面也处在触底回升阶段，特别是计算机、通信和传媒，半导体基本面见底相对延后；

其次，历史上每一轮新主线的兴起都是在机构仓位配置较低阶段。当前公募基金对 TMT 板块的配置仓位普遍处在历史低位，其中半导体仓位也在持续回落；

最后，也是最重要的一点，产业出现新的趋势变化。移动互联网浪潮是驱动 2013-2015 年 TMT 行情的核心产业趋势，消费升级是驱动 2016-2017 年消费行情的主要边际变化，自主可控是驱动 2019-2020 年半导体行情的主要产业动力，双碳目标是驱动 2020-2021 年新能源行情的主要产业变化。当前，AI 应用的普及或是驱动 TMT 成为新主线的核心因素，自主可控等产业政策也持续支撑。

二、存量市场下 TMT 崛起的影响：虹吸效应

怎么看 TMT 成交占比近前高？实际上，成交额占比和市场走势的关系没有一定的规律性。无论是从 TMT 板块历史数据来看，还是从过去几年电新行情的情况来看，成交额占比和行情走势没有相关性。

但是，存量市场之下，TMT 板块交易热度升温，那意味着其他板块交易热度或持续下降。也就是，近期 TMT 行情向上，成交额占比持续提升，这对新能源和消费板块的资金虹吸效应是比较明显的。

实际上，要判断向上行情的短期后续走势，换手率是一个重要的参考指标。但换手率指标最重要的是观察背离，绝对值水平是次要的。从此前的新能源主线历史情况来看，换手率冲高回落及指数滞涨的阶段，往往预示着向上行情要短期进入调整。当前 TMT 换手率在明显上行，但指数也在明显上行，两者并未出现明显背离。

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。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 and 公司的边际变化为核心。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

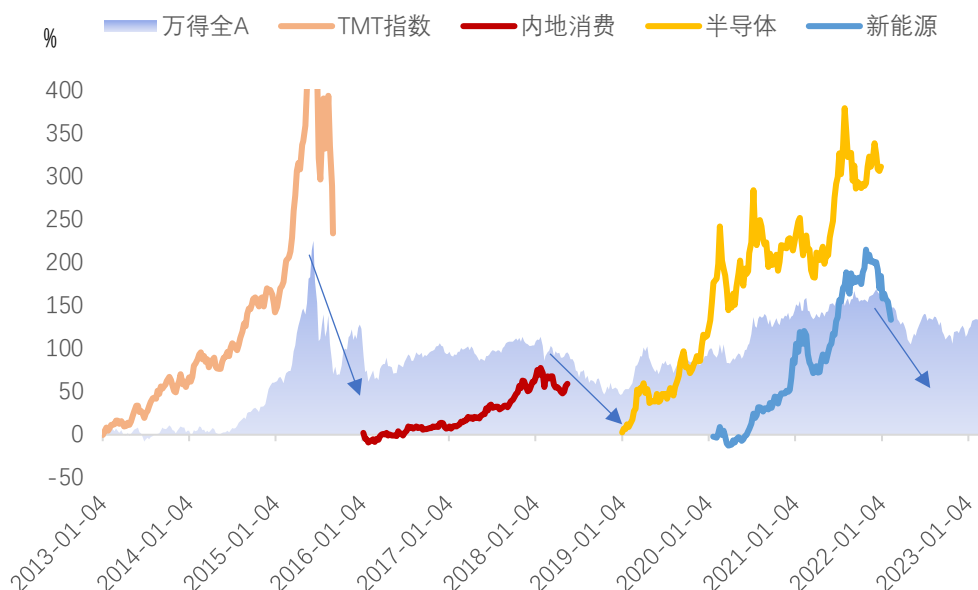
一、主线之争：TMT 具备了成为新主线的所有重要特征.....	3
二、存量市场下 TMT 崛起的影响：虹吸效应.....	6
三、市场观点：行情更上一层楼，TMT 崛起.....	7
四、行业配置：TMT 崛起以及“券商、黄金”.....	8
重要事件前瞻.....	9
风险提示.....	9

图表目录

图表 1： 市场主线累计涨跌幅.....	3
图表 2： 每一轮行业主线相对非金融企业 ROE 差值趋势.....	4
图表 3： 主动股票基金对每一轮市场主线配置仓位变化.....	4
图表 4： 每一轮市场主线对应的产业新趋势.....	5
图表 5： 新增考核 ROE 并没有本质的变化，只是在优化考核指标体系.....	5
图表 6： 板块成交额占比.....	6
图表 7： TMT 成交额占比和指数表现.....	6
图表 8： 电新成交额占比和指数表现.....	6
图表 9： TMT 换手率和指数表现.....	7
图表 10： 电新换手率和指数表现.....	7
图表 11： A 股历史上的 5 次二次探底.....	8
图表 12： 重要事件前瞻.....	9

前言:A股市场每一轮核心主线一般延续2-3年:1)2012年市场调整后,TMT成为2013-2015年的最强主线;2)2015年下半年和2016年初市场调整后,消费成为2016-2017年最强主线;3)2018年市场调整后,半导体成为2019-2020年最强主线,期间食品饮料表现也不弱,而新能源则成为2020-2021年最强主线;4)2022年市场调整后,新的最强主线是什么?TMT可能已经具备新主线的所有重要特征。

图表1: 市场主线累计涨跌幅



来源: Wind、国金证券研究所

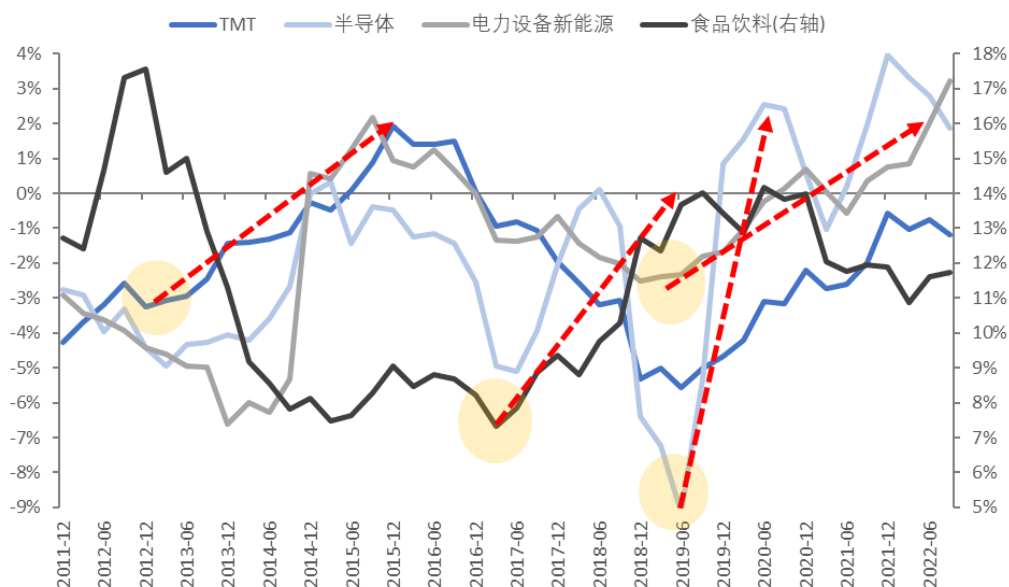
一、主线之争: TMT 具备了成为新主线的所有重要特征

关于国企改革及中国特色估值体系和TMT板块的市场新主线之争,我们认为TMT是最确定的方向,也具备了成为新主线的所有重要特征。

1) TMT具备了成为未来2-3年投资新主线的所有特征:具体来说,“基本面见底回升、机构配置低位”是必要条件,“产业趋势新变化”是充分条件。

首先,历史上每一轮新主线的兴起都是在基本面见底回升阶段。当前TMT基本面也处在触底回升阶段,特别是计算机、通信和传媒,半导体基本面见底相对延后;

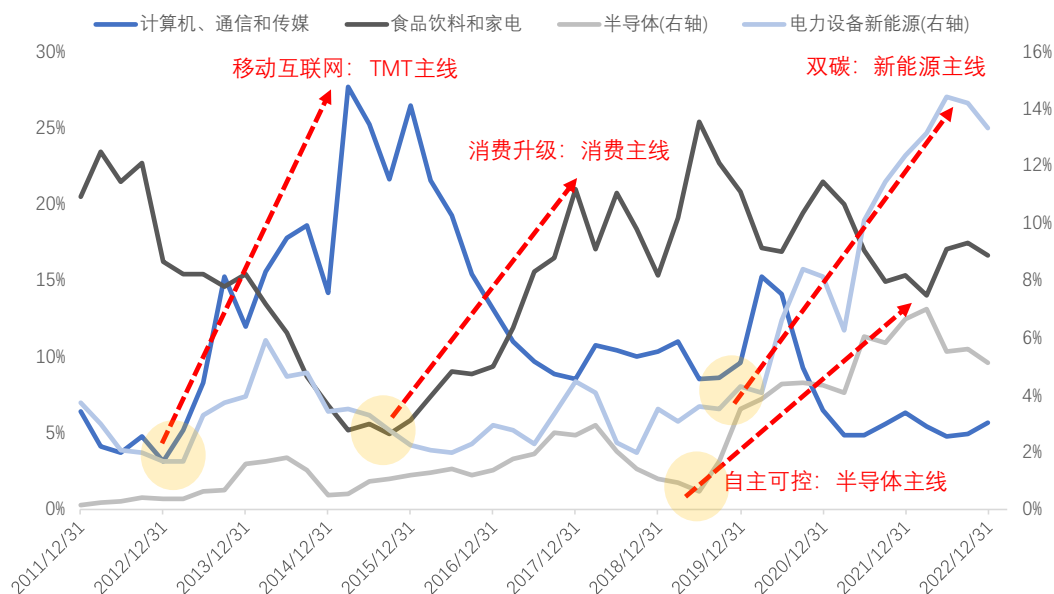
图2：每一轮行业主线相对非金融企业 ROE 差值趋势



来源：Wind、国金证券研究所

其次，历史上每一轮新主线的兴起都是在机构仓位配置较低阶段。当前公募基金对 TMT 板块的配置仓位普遍处在历史低位，其中半导体仓位也在持续回落；

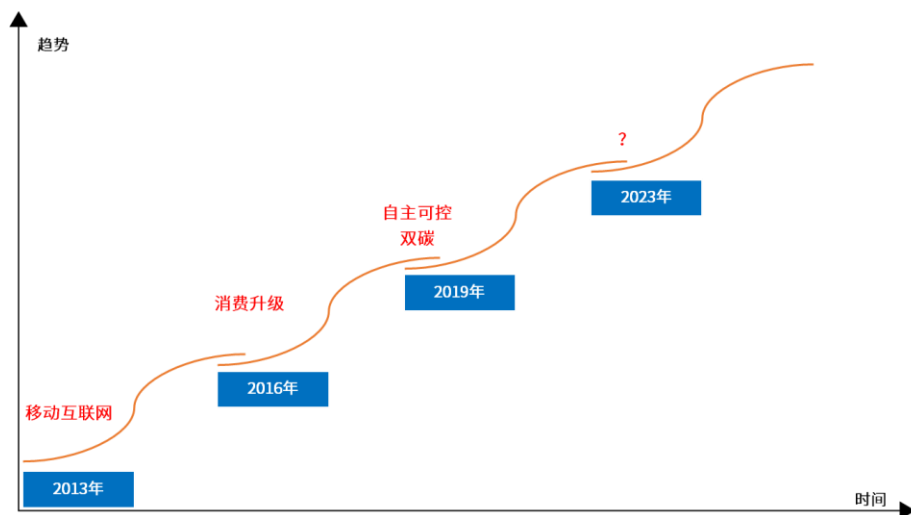
图3：主动股票基金对每一轮市场主线配置仓位变化



来源：Wind、国金证券研究所

最后，也是最重要的一点，产业出现新的趋势变化。移动互联网浪潮是驱动 2013-2015 年 TMT 行情的核心产业趋势，消费升级是驱动 2016-2017 年消费行情的主要边际变化，自主可控是驱动 2019-2020 年半导体行情的主要产业动力，双碳目标是驱动 2020-2021 年新能源行情的主要产业变化。当前，AI 应用的普及或是驱动 TMT 成为新主线的核心因素，自主可控等产业政策也持续支撑。

图表4：每一轮市场主线对应的产业新趋势



来源：Wind、国金证券研究所

2) 历史上，国企改革相关主线只在 2014 年和 2017 年呈现明显的超额收益和绝对收益，其他时间相关板块表现相对平淡。其中，2014 年是国企改革政策预期最强阶段，从中央到地方相关政策持续出台，兼并重组也陆续落地。而 2017 年择时国企混合所有制改革破局之年，是国企改革动作最大的一年，以中国联通混改为典型代表。

当前国企改革在稳步推进，市场普遍关注的变化是央企经营指标考核体系的优化。实际上，自 2020 年以来，央企考核指标体系一直在持续优化，比如 2021 年增加了劳动生产率指标，2022 年对各类指标提出增长的方向性要求，今年则用 ROE 和现金流替代此前的利润率指标。那么 ROE 替代营收利润率，增加对现金流的要求，实际上是在持续优化指标体系，更好反映盈利质量。因为在资产负债率保持稳定的考核要求下，考核利润率和考核 ROE 的区别在于资产周转率（收入/总资产），而国企央企总资产变化不大，也就是区别在于考核营业收入。那么本身就一直在考核利润总额，这和考核营业收入差别并不大。因此，指标考核体系的优化，这与 2014 年从 0-1 的强政策预期和 2017 年大范围混改仍有一定差异。

对于中国特色估值体系而言，最关键的仍是提升国有企业自身经营质量，加强与市场沟通，获得市场认可。同时，引导市场对符合国家战略方向的行业和公司，从长期主义和社会价值的角度去评估。央企重估仍需要有行业和公司基本面的边际变化。所谓“股权财政”可能是对“中特估值”的误读。首先，国有企业提升政府收入的几个途径：一是直接通过税收和上缴利润，二是通过现金分红，三是通过股份减持。实际上只有股份减持和上市公司股价相关，税收和分红都高度依赖于行业景气和公司自身经营。而减持股份也是一次性收益，并不能带来永续现金流。

图表5：新增考核 ROE 并没有本质的变化，只是在优化考核指标体系

2020年	2021年	2022年	2023年	
净利润	净利润	↑ GDP	净利润	缴税也是对社会贡献
利润总额	利润总额	↑ GDP	↑ GDP	
资产负债率	资产负债率	→ 率	→ 率	
研发经费投入强度	研发经费投入强度	↑ 投入强度	↑ 投入强度	
营收利润率	营收利润率	↑ 利润率	营收利润率	
	全员劳动生产率	↑ 生产率	↑ 生产率	
			营收现金流	替代利润率，更好反映盈利质量
			净资产收益率	

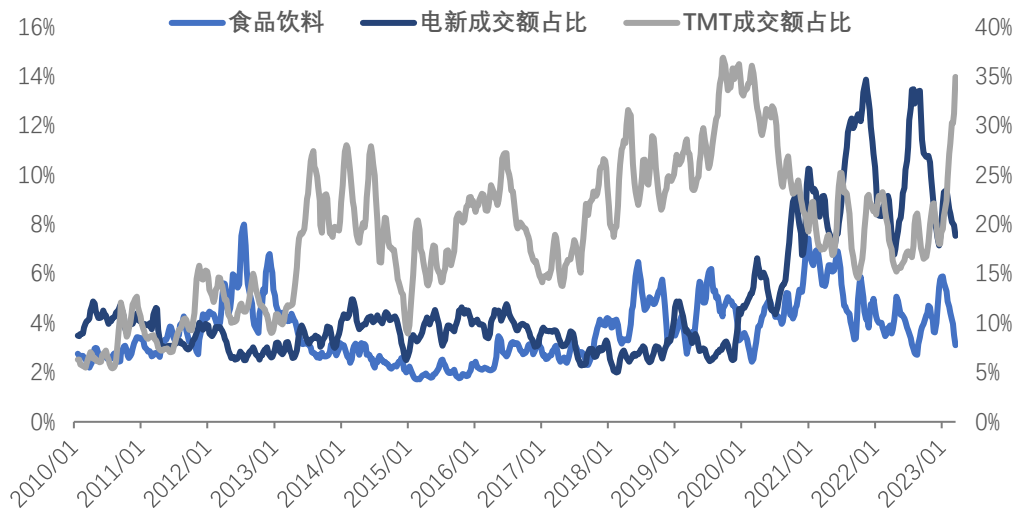
来源：国金证券研究所

二、存量市场下 TMT 崛起的影响：虹吸效应

怎么看 TMT 成交占比近前高？实际上，成交额占比和市场走势的关系没有一定的规律性。无论是从 TMT 板块历史数据来看，还是从过去几年电新行情情况来看，成交额占比和行情走势没有相关性。

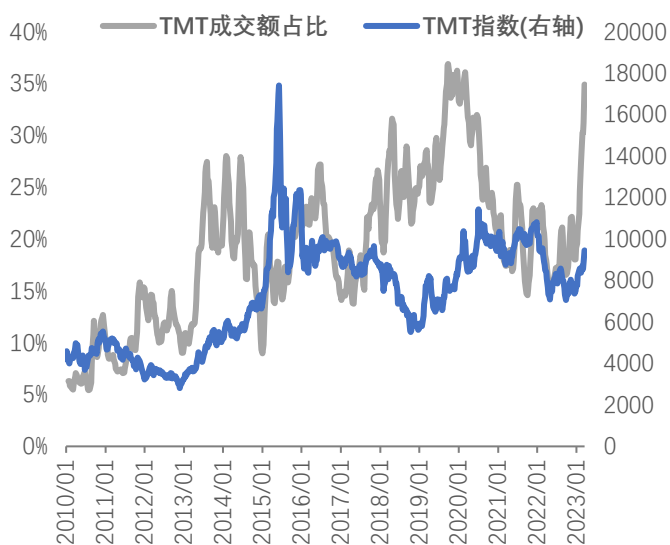
但是，存量市场之下，TMT 板块交易热度升温，那意味着其他板块交易热度或持续下降。也就是，近期 TMT 行情向上，成交额占比持续提升，这对新能源和消费板块的资金虹吸效应是比较明显的。

图表6：板块成交额占比



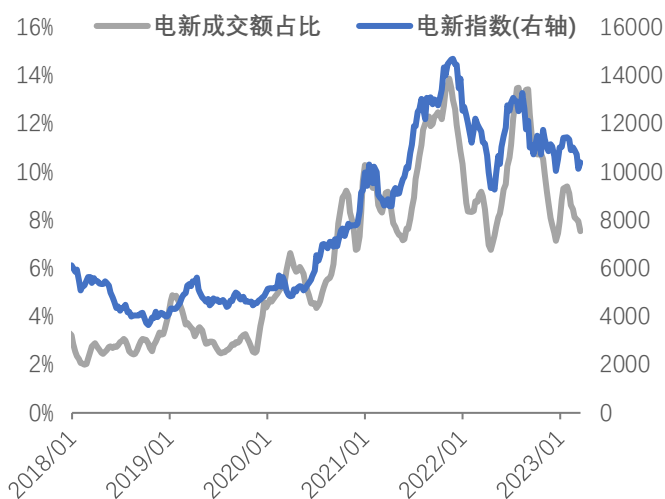
来源：Wind、国金证券研究所

图表7：TMT 成交额占比和指数表现



来源：Wind、国金证券研究所

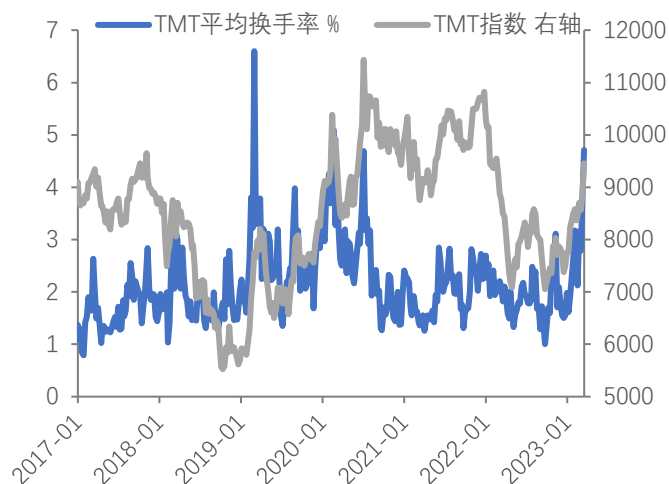
图表8：电新成交额占比和指数表现



来源：Wind、国金证券研究所

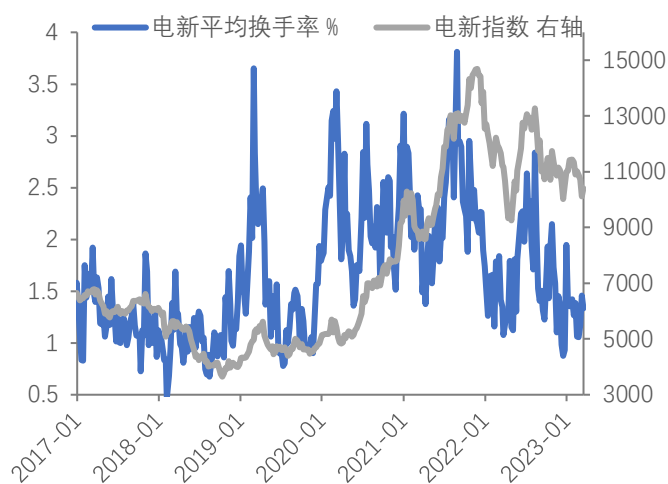
实际上，要判断向上行情的短期后续走势，换手率是一个重要的参考指标。但换手率指标最重要的是观察背离，绝对值水平是次要的。从此前的新能源主线历史情况来看，换手率冲高回落及指数滞涨的阶段，往往预示着向上行情要短期进入调整。当前 TMT 换手率在明显上行，但指数也在明显上行，两者并未出现明显背离。

图表9：TMT 换手率和指数表现



来源：Wind、国金证券研究所

图表10：电新换手率和指数表现



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

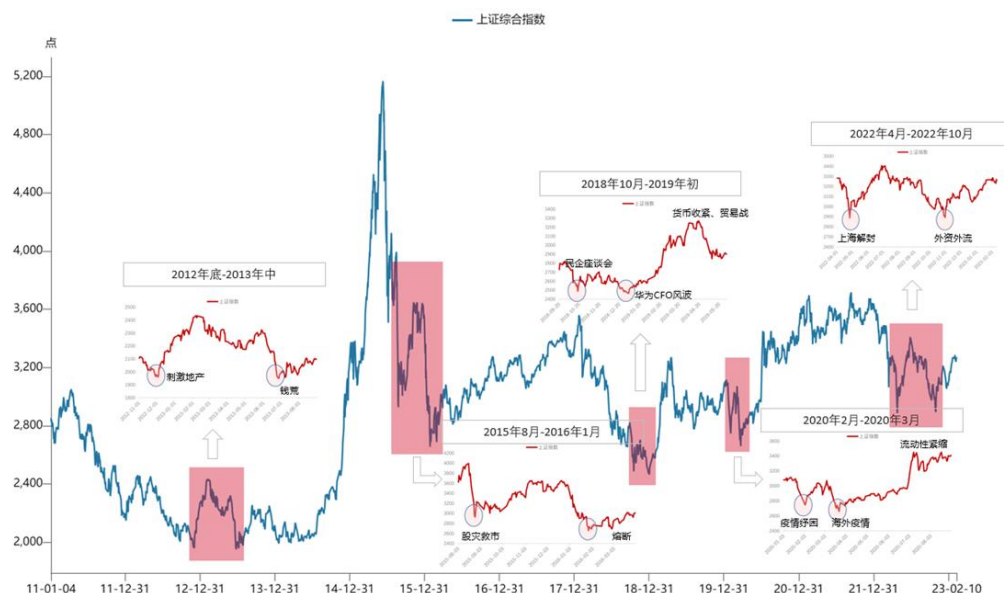
方向：海外紧缩缓和与国内政策红利驱动后市向上逻辑未变。1) 海外出清之年，美国经济周期向下，劳动生产率明显下降，看似紧张劳动力市场在经济持续下行后大概率反转，美联储紧缩缓和趋势明显；2) 国内过渡之年，经济趋势向上，但弹性有限，两会后产业政策或进一步提升市场风险偏好。

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。特别是从国内和海外精进政策环境来看，当前更像 2019 年 1-4 月的情形。

图表11: A股历史上的5次二次探底



来源: Wind、国金证券研究所

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。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。

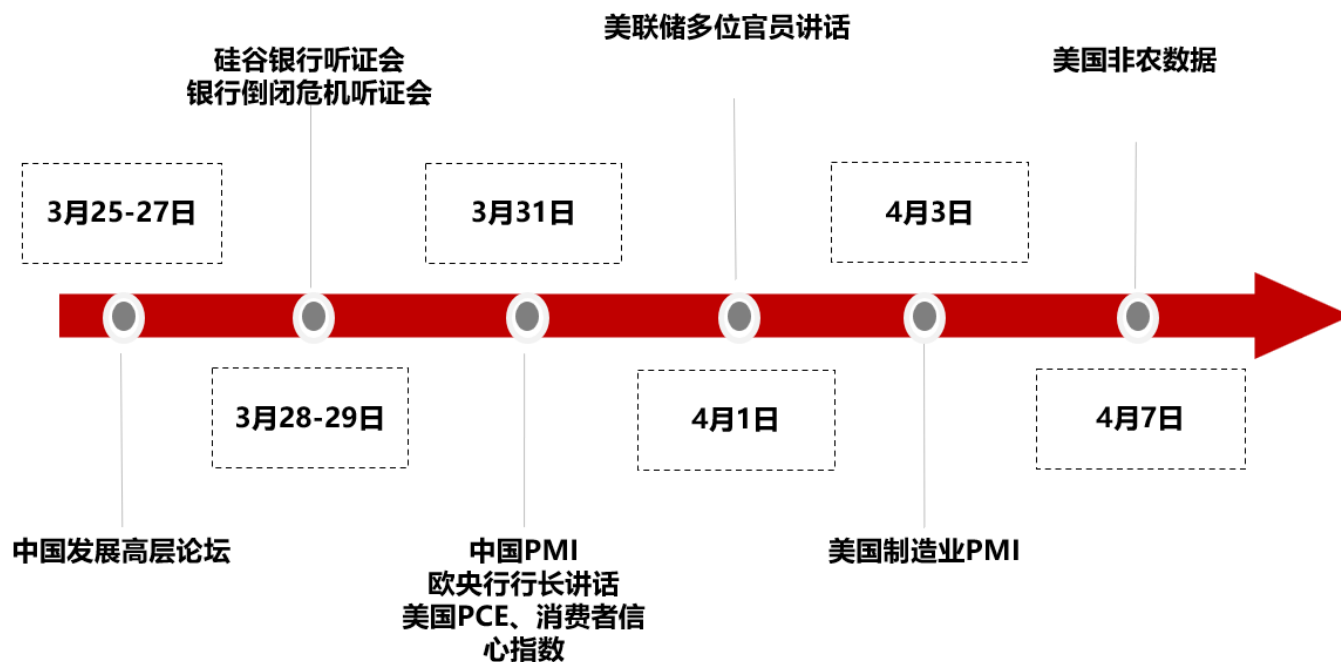
主线 2：券商、黄金

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12: 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。

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。

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