



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：吴慧敏（执业 S1130523080003）

mouyiling@gjzq.com.cn

wuhuimin@gjzq.com.cn

无恐惧，不贪婪

全球风险资产普跌，但并未“恐慌”

周五全球风险资产普跌，以美国资产和中国资产为代表的股指均出现较大跌幅：1) 美股市场来看主要股指创下4月中旬以来单日最大跌幅，科技股出现普遍回调；2) 中国资产来看，更依赖于海外流动性的港股跌幅更大，同时前期与海外共振较明显的科技股开始出现大幅回调。商品市场上，与全球经济周期关联度更高的工业金属跌幅领先，同样的受中东局势变化影响的国际油价也开始出现明显回调。黄金与数字货币再度出现背离，黄金上涨同时主要数字货币出现了大幅回调。外汇市场上美元边际走弱的同时，拥有避险属性的日元、瑞郎边际走强。本轮资产价格的波动主要来自于海外风险事件的扰动：一方面，特朗普政府在停摆期间的永久性裁员可能对就业市场形成拖累；另一方面，更直接的催化剂还是特朗普对华关税威胁导致中美贸易摩擦再度升级，市场风险偏好显著下行，仿佛今年4月“对等关税”出台的“昨日重现”。从两个维度来看：①相比此前4月“对等关税”出台后资产价格的下跌幅度，本轮资产价格的下跌幅度相对较窄；②尽管衡量市场恐慌情绪的VIX指数上升，但无论是绝对值的角度还是变化幅度来看，当前VIX指数尚未上升至比较极端的水平。我们理解，4月“对等关税”首次出现在投资者的视野当中时，在超预期的同时市场对其感受到的更多是“陌生”和“不知所措”，反而导致所有资产价格选择“先跌为敬”；而本轮来看，已积累一定经验的市场更倾向于认为4月的经验可以复制，同时市场可能也对后续即将召开的APEC峰会仍抱有一定的期待。

4月以来的经验，不只是简单的“坏消息”后就是“黄金坑”

4月以后资产价格的修复路径是：在市场过度悲观的情形下，贸易问题不断重复博弈修复了悲观预期，同时还有“好消息”出台，以美国的《大而美》法案的财政扩张、科技巨头的资本开支和欧洲的财政计划等，而中国的反内卷也在7月前后初现端倪。我们周报《理所应当与潜在变化》指出的未来美国经济可能走向两条不同的路径：服务业数据指示美国经济正在进入滞胀后期；而制造业数据则处于复苏早期。当下，当贸易冲突重新升级，制造业复苏预期会阶段性被抑制，服务业本身走弱趋势已经不可避免，过去美国服务业滞胀期占优的科技板块可能会面临回调压力。下周可重点关注即将开启的第三季度财报季，美国科技行业是否会实现“预期照进现实”值得重点观测。全球避险需求的驱动可能会使得以黄金为代表的贵金属仍具备相对韧性，但其实黄金更好的场景是制造业复苏带来的实物通胀形成进一步支撑，而低效的增长带来政府债务/GDP继续扩张。当下当工业品被需求担忧所困扰时，贵金属短期同样需要担心美元指数在衰退预期下调升带来的压力；中期维度来看我们一直认为全球制造业周期在全球降息周期已开启的情况下存在明显向上空间，但开启的时间点当下面对波折。值得关注的是，但考虑到：估值的维度来看，当下全球主要股指的股指水平已来到了较4月更高的水平，在市场本身并不存在过度恐慌带来的下跌需要修正的情况下，全球资产是否需要开始反应美国服务业与科技主导的基本面本已出现的下行是重要问题。就像4月后的反弹创下新高的核心不是TACO，当下也并非冲突缓和就足以支撑继续上行。我们预计全球风险资产调整并不剧烈，但反而需要较长时间消化。

动能切换：无恐惧，不贪婪

全球来看，当下并未恐慌，但也正是因为并未陷入恐惧，当下比4月更高的估值水平也就意味着没有“贪婪”的必要。对于中国资产而言，过去的上涨更多来自于与海外科技的联动上涨，这在短期构成了A股和港股内部的脆弱点，A股存在指数层面调整的可能，但幅度可控。相比之下，我们建议可从国内政策（“反内卷”）和内需见底的视角出发寻找更多的机会，但是中期看，全球制造业活动回升和实物消耗的上行仍然是最重要主线：第一，内需方向将阶段性获得市场更多关注：食品饮料、航空机场、房地产等；第二，非银金融将受益于全社会资本回报见底回升；第三，制造业活动修复与投资加速的实物资产中期仍然是最占优资产：上游资源（铜、铝、油、金），原材料（基础化工品、钢铁）。

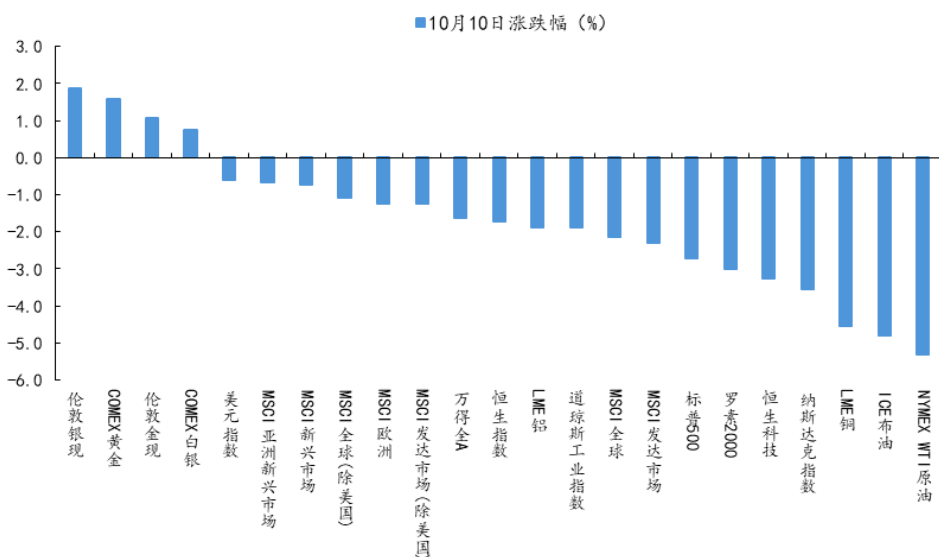
风险提示

国内经济修复不及预期，海外经济大幅下行。



周五全球风险资产普跌，以美国资产和中国资产为代表的股指均出现较大跌幅：1) 美股来看主要股指创下4月中旬以来单日最大的跌幅，科技股普遍出现回调，如纳斯达克指数跌幅靠前、mag7股价明显下跌；2) 中国资产来看，更依赖于海外流动性的港股跌幅更大，同时前期与海外共振较明显的科技股开始出现大幅回调。商品市场上，与全球经济周期关联度更高的工业金属跌幅领先，同样的受中东局势变化影响的国际油价也开始出现明显回调。黄金与数字货币再度出现背离，黄金上涨同时主要数字货币出现了大幅回调。外汇市场上美元边际走弱的同时，拥有避险属性的日元、瑞郎边际走强。本轮资产价格的波动主要来自于海外风险事件的扰动：一方面，美国政府进入关门的第10天，特朗普政府打破惯例在停摆期间进行永久性裁员，可能对美国就业市场形成拖累；另一方面，更直接的催化剂还是特朗普对华关税威胁导致中美贸易摩擦再度升级，市场风险偏好显著下行，仿佛今年4月“对等关税”出台的“昨日重现”。

图表1：周五主要股指、能源和工业金属均出现下跌，相比之下贵金属抗跌



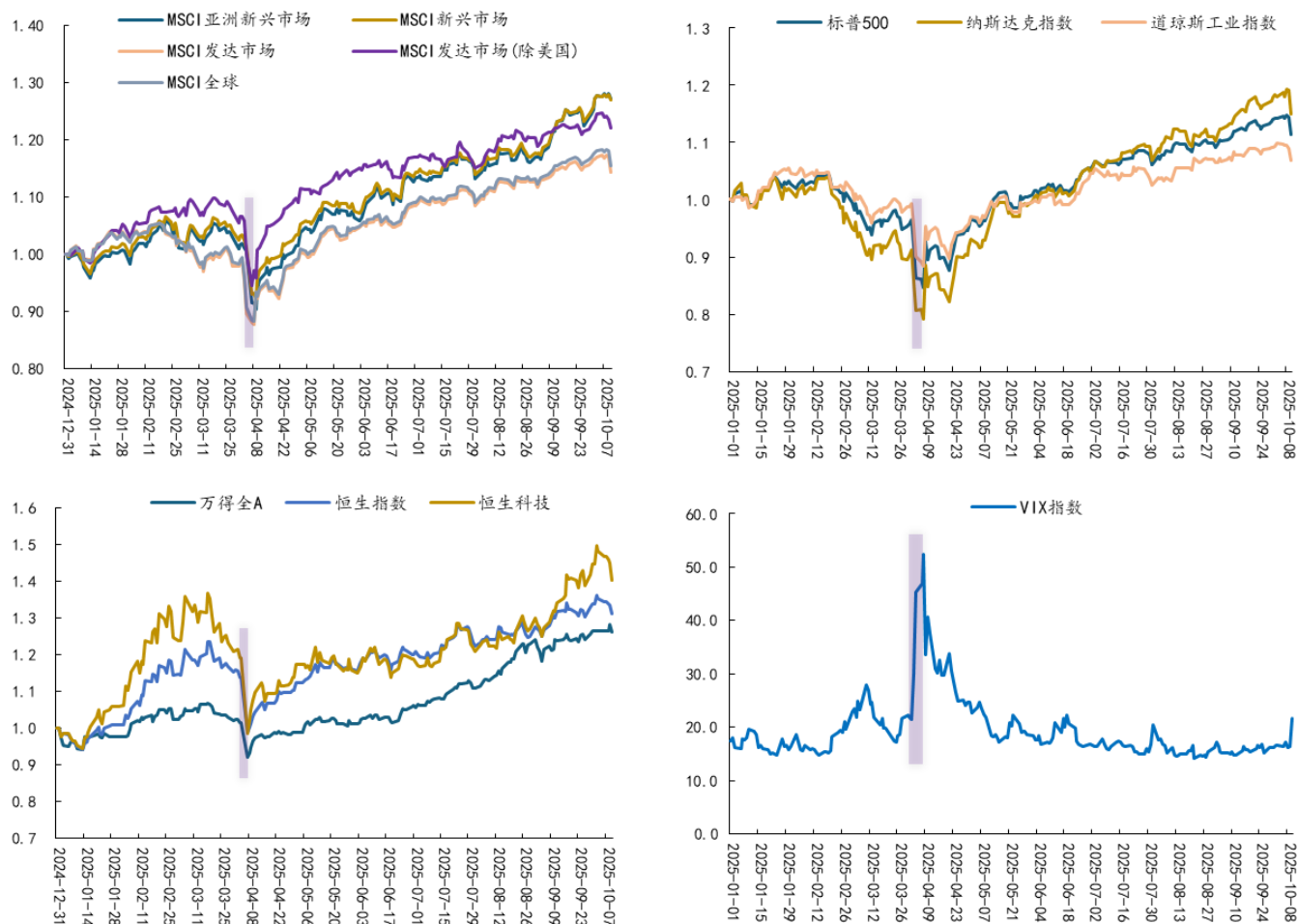
来源：Wind、国金证券研究所

从两个维度来看：①对比资产价格的下跌幅度：虽然昨晚以标普500为代表股指创下了4月中旬以来最大的单日跌幅（下跌-2.7%），但相比于此前4月“对等关税”出台后资产价格的下跌幅度相对较窄（标普500在4月3日和4月4日分别下跌4.8%和6%）。②当前衡量市场短期恐慌情绪的VIX约21.66，尽管昨日上漲幅度约31.8%，但无论绝对值的角度（4月“对等关税”公布前VIX已经达到了21.51）还是变化幅度（4月3日和4月4日VIX指数涨幅分别为39.6%和50.9%）来看，显然当前VIX指数尚未上升到比较极端的水平。我们理解，4月“对等关税”首次出现在投资者的视野当中时，在超预期的同时市场对其感受到的更多是“陌生”和“不知所措”，反而导致所有资产价格选择“先跌为敬”；而本轮来看，已积累一定经验的市场更倾向于认为4月的经验可以复制，同时市场可能也对后续即将召开的APEC峰会（10月31日至11月1日）仍抱有一定的期待。

不过，随着后续更多宏观和产业层面积极因素的出现，比如美国的《大而美》法案的财政扩张、科技巨头的资本开支和欧洲的财政计划等，而中国的反内卷也在7月前后初现端倪，资产价格4月以来逐步迎来修复，多数资产价格甚至是创下了今年以来的新高。因此，4月以后全球资产价格的修复路径是：在市场过度悲观的情形下，贸易问题不断重复博弈修复了悲观预期，同时还有“好消息”出台，反而强化了市场的上涨预期。



图表2：无论是4月还是周五来看，全球风险资产价格下跌的同时VIX指数明显上升，但本轮相对温和



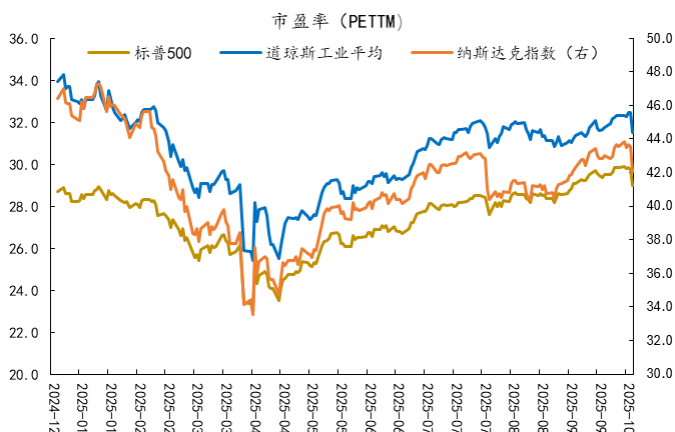
来源：Wind、国金证券研究所；注：以上股指（除VIX指数）均以2024年12月31日的收盘价为1进行标准化。

我们在周报《理所应当与潜在变化》中指出，未来美国经济可能走向两条不同的路径：服务业数据指示美国经济正在进入滞胀后期；而制造业数据则处于复苏早期。当下，当贸易冲突重新升级，制造业复苏预期会阶段性被抑制，服务业本身走弱趋势已经不可避免，过去美国服务业滞胀期占优的科技板块可能会面临回调压力。下周可重点关注即将开启的第三季度财报季，美国科技行业是否会实现“预期照进现实”值得重点观测。全球避险需求的驱动可能会使得以黄金为代表的贵金属仍具备相对韧性，但其实黄金更好的场景是制造业复苏带来的实物通胀形成进一步支撑，而低效的增长带来政府债务/GDP 继续扩张。当下当工业品被需求担忧所困扰时，贵金属短期同样需要担心美元指数在衰退预期下调升带来的压力；中期维度来看我们一直认为全球制造业周期在全球降息周期已开启的情况下存在明显向上空间，但开启的时间点当下面对波折。

值得关注的是，但考虑到：从估值的角度来看，在经历4月以来全球资产价格的上涨之后，当下全球主要股指的估值水平已然更高（如标普500、万得全A、恒生指数最新市盈率分别为29倍、22.5倍、12倍，而4月“对等关税”低点分别为23倍、17倍、8.9倍），在市场本身并不存在过度恐慌带来的下跌需要修正的情况下，全球资产是否需要开始反应美国服务业与科技主导的基本面本已出现的下行是重要问题。就像4月后的反弹创下新高的核心不是TACO，当下也并非冲突缓和就足以支撑继续上行。我们预计全球风险资产调整并不剧烈，但反而需要较长时间消化。

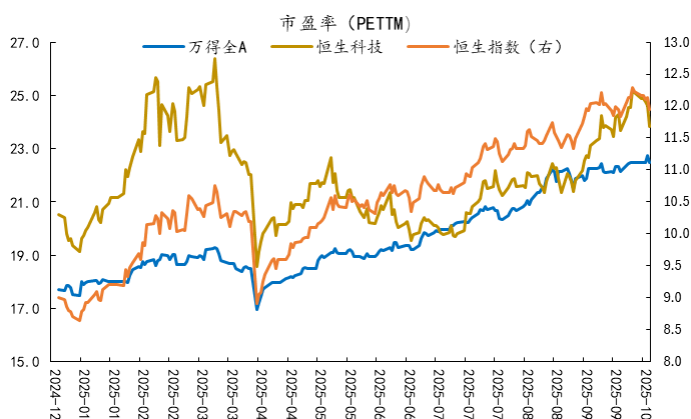


图表3：美股当前估值水平高于4月



来源：Wind、国金证券研究所

图表4：当前中国资产估值水平高于4月



来源：Wind、国金证券研究所

全球来看，当下并未恐慌，但也正是因为并未陷入恐惧，当下比4月更高的估值水平也就意味着没有“贪婪”的必要。对于中国资产而言，过去的上涨更多来自于与海外科技的联动上涨，这在短期构成了A股和港股内部的脆弱点，A股存在指数层面调整的可能，但幅度可控。相比之下，我们建议可从国内政策（“反内卷”）和内需见底的视角出发寻找更多的机会，但是中期看，全球制造业活动回升和实物消耗的上行仍然是最重要主线：

第一，内需方向将阶段性获得市场更多关注：**食品饮料、航空机场、房地产等**；

第二，**非银金融**将受益于全社会资本回报见底回升；

第三，同时受益于国内反内卷带来的经营状况改善、海外降息后制造业活动修复与投资加速的实物资产中期仍然是最占优资产：**上游资源（铜、铝、油、金），原材料（基础化工产品、钢铁）**。

风险提示

1) **全国内经济修复不及预期**：如果后续国内经济数据超预期走弱，那么文中对于企业资本回报企稳回升的假设也就不适用。

2) **海外经济大幅下行**：如果海外经济超预期下行，那么全球制造业共振修复可能会暂停，实物资产需求也会放缓。



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：北京市东城区建国门内大街 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