

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

下半场：淡化概念，回归基本面

前言：1) 海外个体银行事件对市场情绪扰动告一段落，后续美联储态度和银行自身风险偏好下降对信贷的影响值得警惕。总体而言，美联储紧缩预期的钟摆或重新回摆至紧缩缓和的方向，这仍将是当下全球大类资产定价的核心矛盾；2) 对于国企改革和中国特色估值体系等概念主题，我们认为需要淡化概念，回归基本面。需要认识国企改革和中国特色估值体系对于市场主线的影响。

一、个体银行事件对美联储态度和银行风险偏好影响几何？

近期硅谷银行事件和瑞信事件对全球市场情绪，风险偏好有一定的扰动。但是本质上这两家银行的风险都是公司自身经营问题，只是作为银行这类特殊的金融机构，会一定程度上对储户信心造成一定影响。其中硅谷银行是公司投资端风控问题，而瑞信则是公司证券销售交易业务受到 Archegos 等负面冲击明显。但美联储和欧央行都快速做出应对，系统性金融风险概率微乎其微。

但是，类似风险事件对全球银行自身的风险偏好或造成一定影响。也就是说过去银行资产负债表快速扩张阶段或面临审慎收缩。银行业风控要求提升和风险偏好下降对实体经济的影响不容忽视。也就是说尽管短期系统性流动性风险概率较低，但这或加快全球经济下行的速度。特别是当前美国小型银行信贷规模增速持续下行，美国信用卡违约率逐步上行的阶段，后续信用收缩或进一步加剧。

与此同时，美联储等主要央行无论是出于风险控制的考虑，还是出于对信用环境收缩的担忧，类似事件或成为后续货币政策取向的重要影响因素。总体而言，美联储紧缩预期的钟摆或重新回摆至紧缩缓和的方向。

二、对于国企改革和中国特色估值体系等概念主题，我们认为需要淡化概念，回归基本面

1) 首先，十八届三中全会以来，国企改革进程持续加速。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。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。

2) 其次，对于中国特色估值体系而言，本质是提高公司质量，充分和市场沟通，以及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”是可能对“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，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。如果所谓股权财政是通过提升估值然后减持的方式操作，那么资本市场的定价就成为了博傻和击鼓传花。

三、市场观点：行情有望更上一层楼，科技成长是主线

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、个体银行事件对美联储态度和银行风险偏好影响几何？	3
二、当前投资需要淡化概念，回归基本面	4
三、市场观点：行情有望更上一层楼，科技成长是主线	5
四、行业配置：TMT 崛起以及“券商、黄金”	6
重要事件前瞻	7
风险提示	7

图表目录

图表 1： 美国银行信贷规模同比增速	3
图表 2： 美国信贷违约率	4
图表 3： 国企改革主题相对表现	5
图表 4： 最新私募基金仓位稳中有降	5
图表 5： A 股历史上的 5 次二次探底	6
图表 6： 重要事件前瞻	7

前言：1) 海外个体银行事件对市场情绪扰动告一段落，后续美联储态度和银行自身风险偏好下降对信贷的影响值得关注。总体而言，美联储紧缩预期的钟摆或重新回摆至紧缩缓和的方向，这仍将是当下全球大类资产定价的核心矛盾；2) 对于国企改革和中国特色估值体系等概念主题，我们认为需要淡化概念，回归基本面。需要认识国企改革和中国特色估值体系对于市场主线的影响。

一、个体银行事件对美联储态度和银行风险偏好影响几何？

近期硅谷银行事件和瑞信事件对全球市场情绪，风险偏好有一定的扰动。但是本质上这两家银行的风险都是公司自身经营问题，只是作为银行这类特殊的金融机构，会一定程度上对储户信心造成一定影响。其中硅谷银行是公司投资端风控问题，而瑞信则是公司证券销售交易业务受到 Archegos 等负面冲击明显。但美联储和欧央行都快速做出应对，系统性金融风险概率微乎其微。

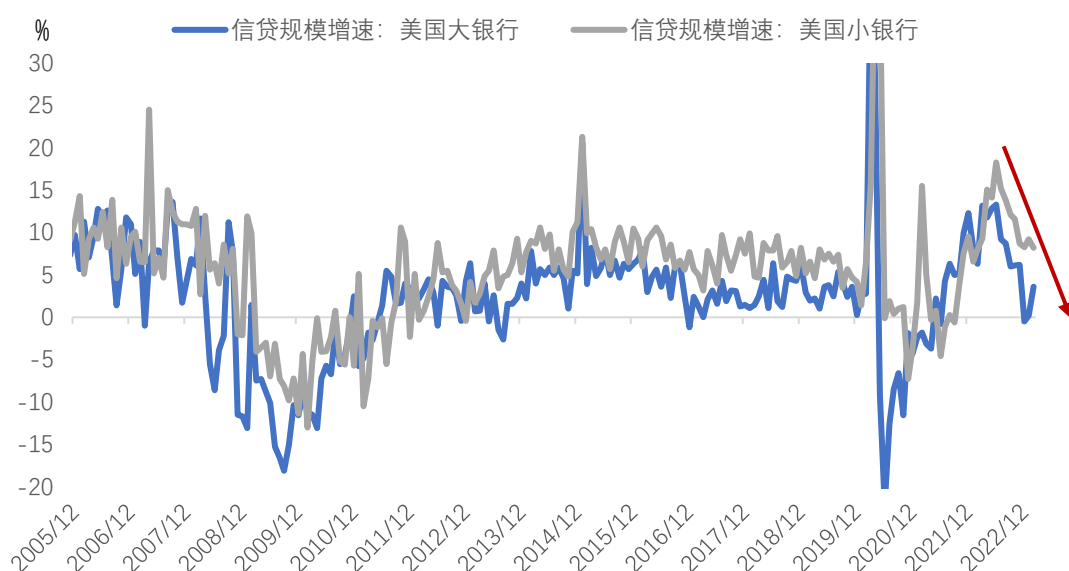
但是，类似风险事件对全球银行自身的风险偏好或造成一定影响。也就是说过去银行资产负债表快速扩张阶段或面临审慎收缩。银行业风控要求提升和风险偏好下降对实体经济的影响不容忽视。也就是说尽管短期系统性流动性风险概率较低，但这或加快全球经济下行的速度。特别是当前美国小型银行信贷规模增速持续下行，美国信用卡违约率逐步上行的阶段，后续信用收缩或进一步加剧。

与此同时，美联储等主要央行无论是出于风险控制的考虑，还是出于对信用环境收缩的担忧，类似事件或成为后续货币政策取向的重要影响因素。总体而言，美联储紧缩预期的钟摆或重新回摆至紧缩缓和的方向。

美国经济是“软着陆”还是“硬着陆”，这是后续美联储政策和全球大类资产走势的关键。2月以来，披露的非农数据、通胀数据等均超市场预期，市场对美国经济有韧性，美联储紧缩预期明显升温。但是，美国经济的本质在于周期是否持续向下，劳动力市场是经济周期的滞后指标。

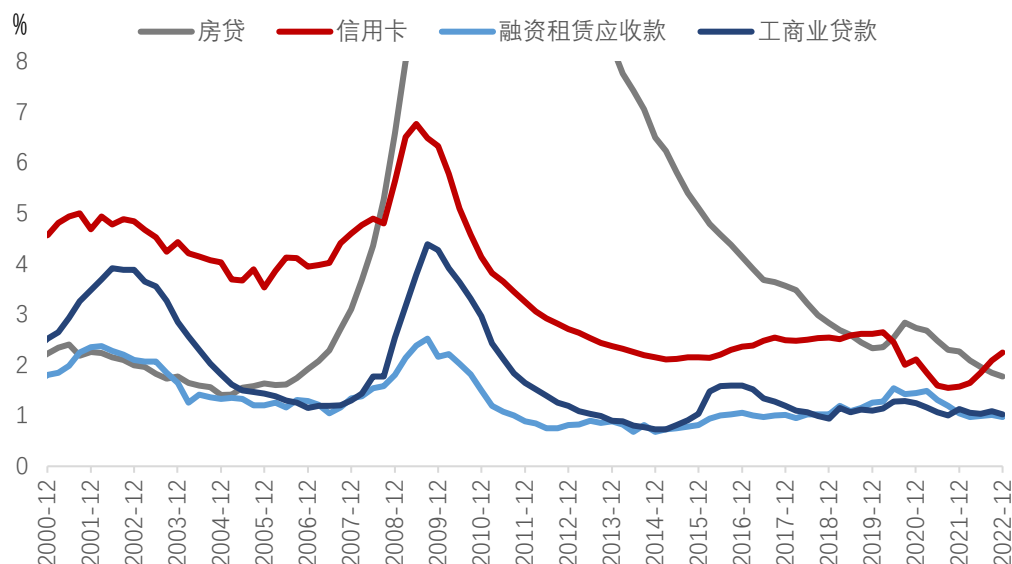
美国是出清之年，美联储政策由紧转松的趋势明确。美国经济周期向下，无论是资本开支周期还是库存周期都处在下行阶段。但美联储后续政策变化的方向高度取决于劳动力市场的变化，因为看似紧张的劳动力市场是驱动服务消费、服务通胀的核心原因。就业是经济周期比较滞后的变量，在长新冠等因素影响下，美国劳动生产率持续下降，当前制造业 PMI 还在荣枯线附近，这是美国劳动力市场呈现虚假繁荣的核心原因。后续随着经济周期继续向下，劳动生产率下降的背景下，看似紧张的劳动力市场反转起来也会很快，相应的服务消费和服务通胀也将明显下行。

图表1：美国银行信贷规模同比增速



来源：Federal Reserve、国金证券研究所

图表2：美国信贷违约率



来源：FRED、国金证券研究所

二、当前投资需要淡化概念，回归基本面

对于国企改革和中国特色估值体系等概念主题，我们认为需要淡化概念，回归基本面。

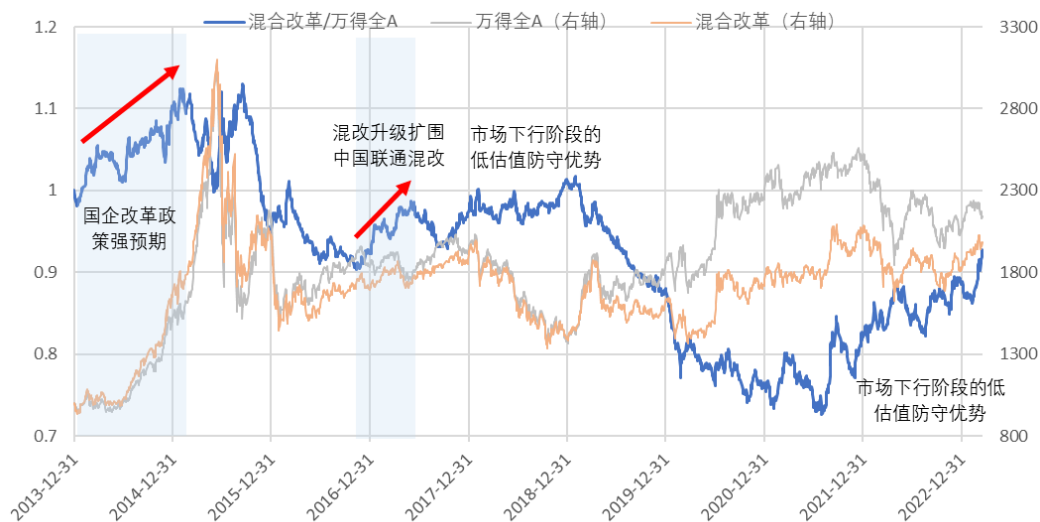
1) 首先，十八届三中全会以来，国企改革进程持续加速。2013-2016 年为国企改革的顶层设计阶段，2016-2020 年为国企改革局部试点到广泛试点阶段，2020-2022 年为国企改革三年计划阶段。但从股票市场的投资机会来看，国企改革相关主线只在 2014 年和 2017 年呈现明显的超额收益，其他时间相关板块表现相对平淡。其中，2014 年国企改革主线崛起主要源自政策预期高涨，从中央到地方相关政策持续出台，叠加当时一带一路主题加持。而 2017 年择时国企混合所有制改革破局之年，以中国联通混改为典型代表。

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。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。

2) 其次，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。2022 年 11 月 21 日证监会主席易会满在金融街论坛年会上提出：“探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。” 2023 年 3 月两会期间，上交所总经理蔡建春提出：“促进央企估值水平合理回归，推动央企上市公司质量提高、价值挖掘和提升。” 我们此前报告也明确提出，“中特估值”的本质是提高公司质量，充分和市场沟通。以及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”是可能对“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，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。如果所谓股权财政是通过提升估值然后减持的方式操作，那么资本市场的定价就成为了博傻和击鼓传花。

图表3：国企改革主题相对表现



来源：Wind、国金证券研究所

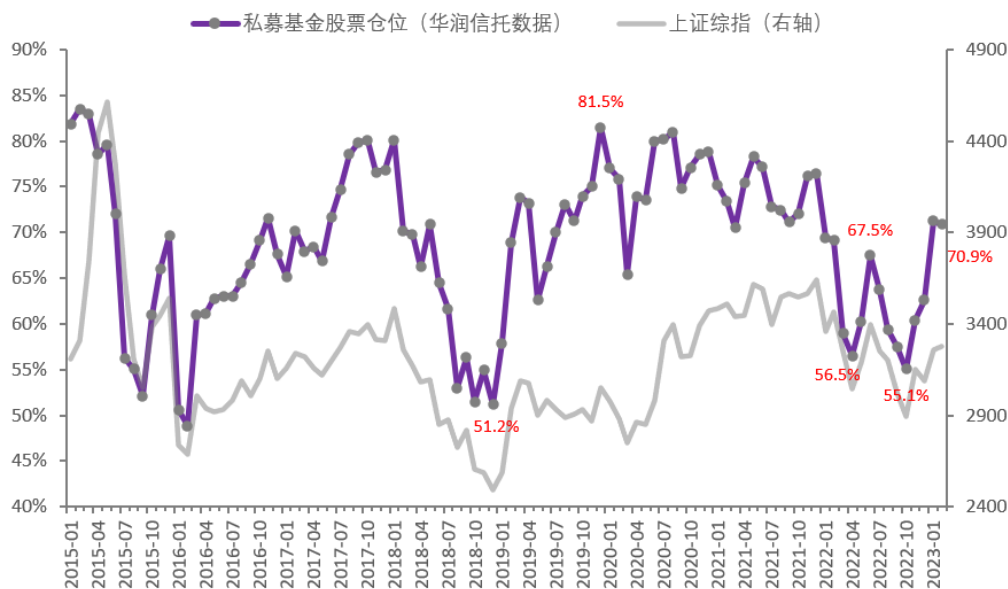
三、市场观点：行情有望更上一层楼，科技成长是主线

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，中小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是否符合市场预期，仍存在较大的不确定性。

图表4：最新私募基金仓位稳中有降

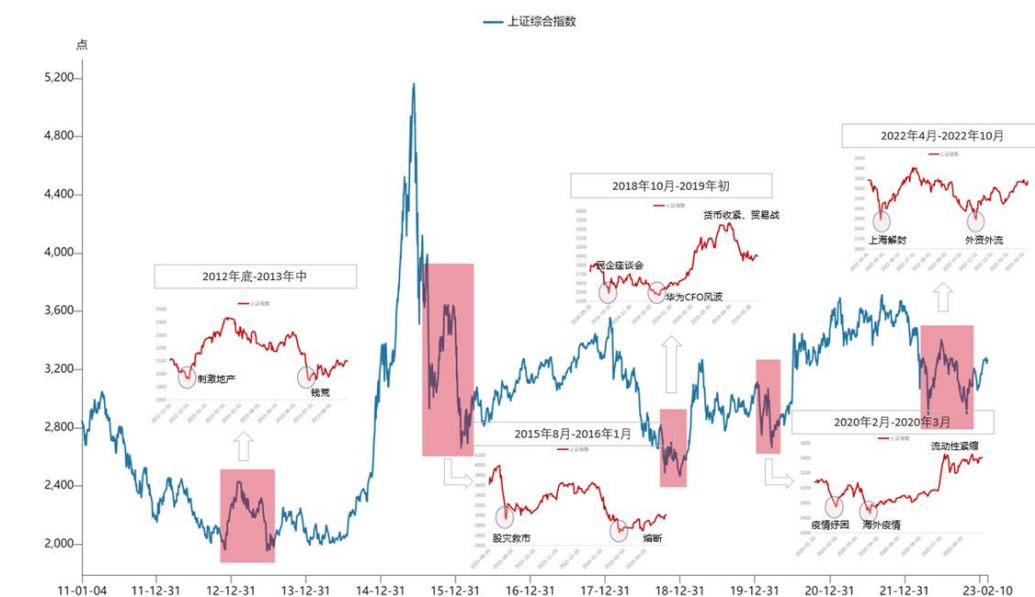


来源：华润信托、国金证券研究所

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5: 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。

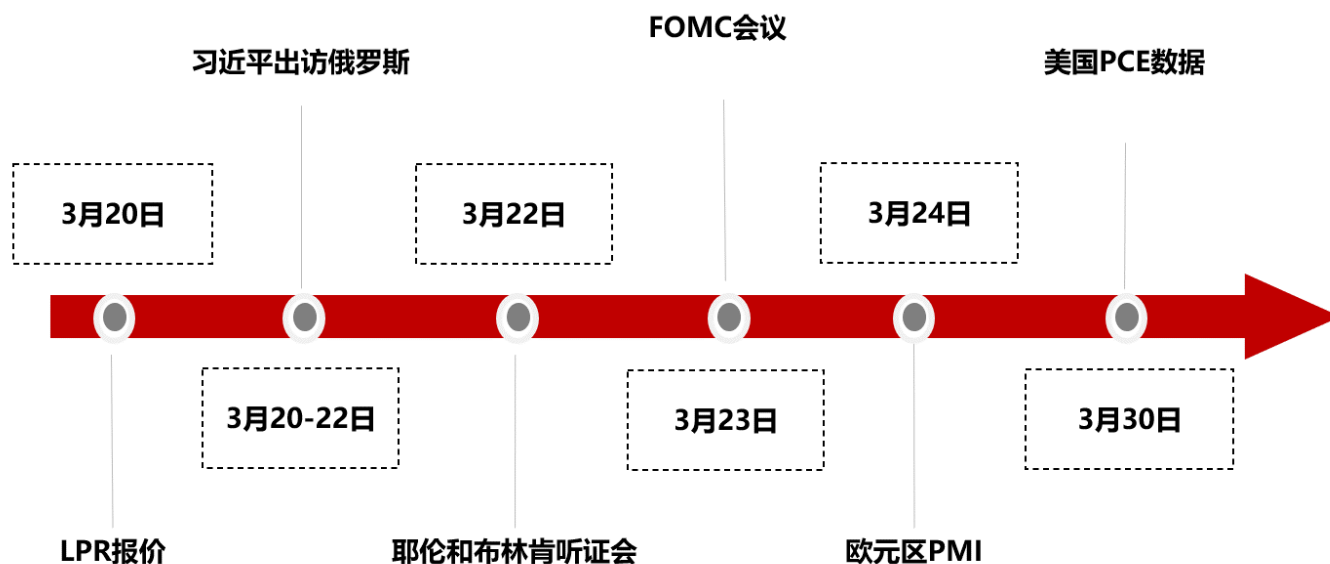
主线 2: 券商、黄金

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6: 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：北京市东城区建国内大街 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