

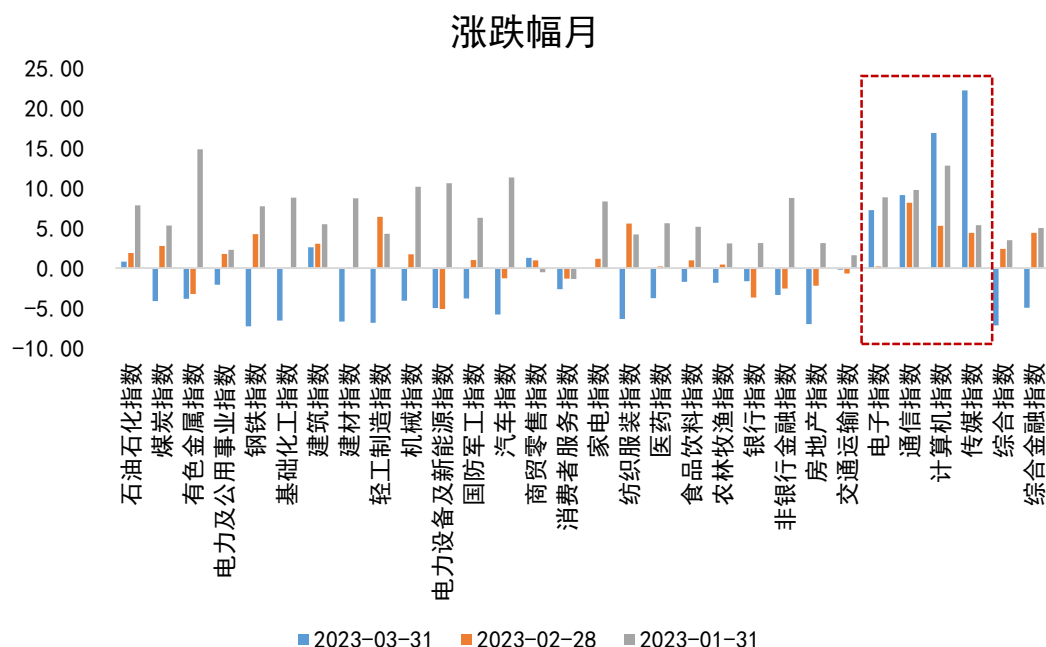
股市短期可能面临交易逻辑切换

南华期货 王映 Z0016367

股市从年初开始，交易情绪就主要受到经济预期与主题概念板块影响，一月经济预期为交易主线，2月之后TMT概念一枝独秀。

年初开始，受疫情放开、感染高峰逐步过去，经济预期推升股市上行，这也是老生常谈了，从板块走势来看，一月顺周期板块百花齐放，几乎普涨；从二月份开始，主题板块优势逐步显现，TMT行业受ChatGPT带来的热潮叠加数字经济信心提振，在震荡市中成为领头羊；三月由于经济复苏强预期落空，在顺周期板块回吐涨幅，各行业近乎普跌的情况下，TMT继续维持强势上涨，并一直延续至4月，另外，中特估概念板块在三月也出现上涨，如石油石化、建筑等板块，不过幅度相对较小。

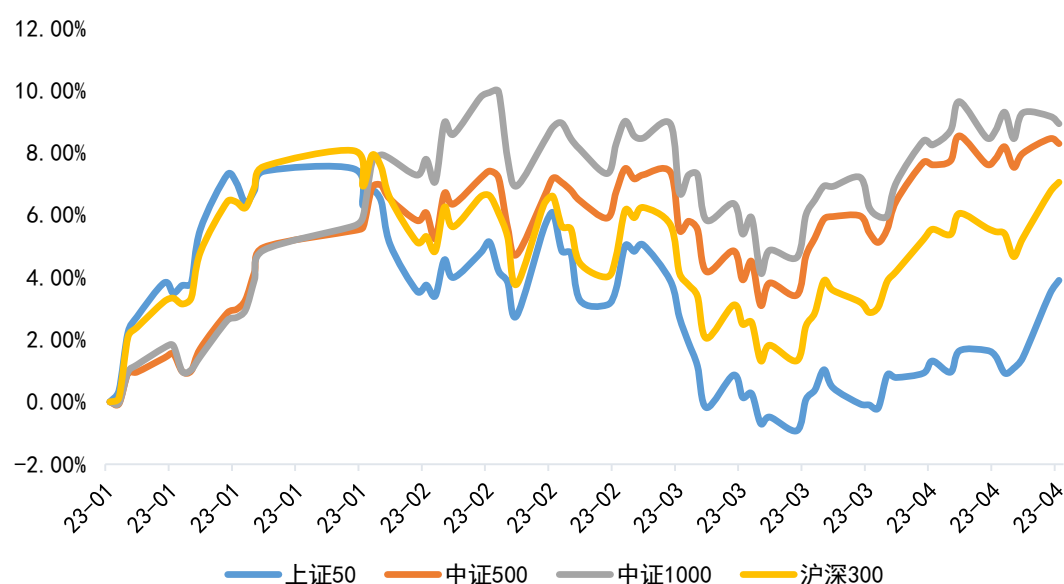
图：行业今年一季度月度涨跌幅情况



资料来源：Wind 南华研究

所以年初以来市场交易主要围绕经济与主题概念，由于主题概念从2月开始成为交易主线，而四大代表性指数沪深300指数、上证50指数、中证500指数、中证1000指数中，TMT板块权重占比分别为14.21%、2.47%、18.1%、21.6%。与此相对应，风格指数表现为中小盘指数走势在2月份之后超越大盘指数，年初至今(4月18日)，各指数涨幅分别为7.05%、3.90%、8.29%、8.93%，这其中还包含了4月中旬之后大盘指数追赶上的部分涨幅，否则差异会更大。

图：主要指数 1 月以来涨跌幅走势

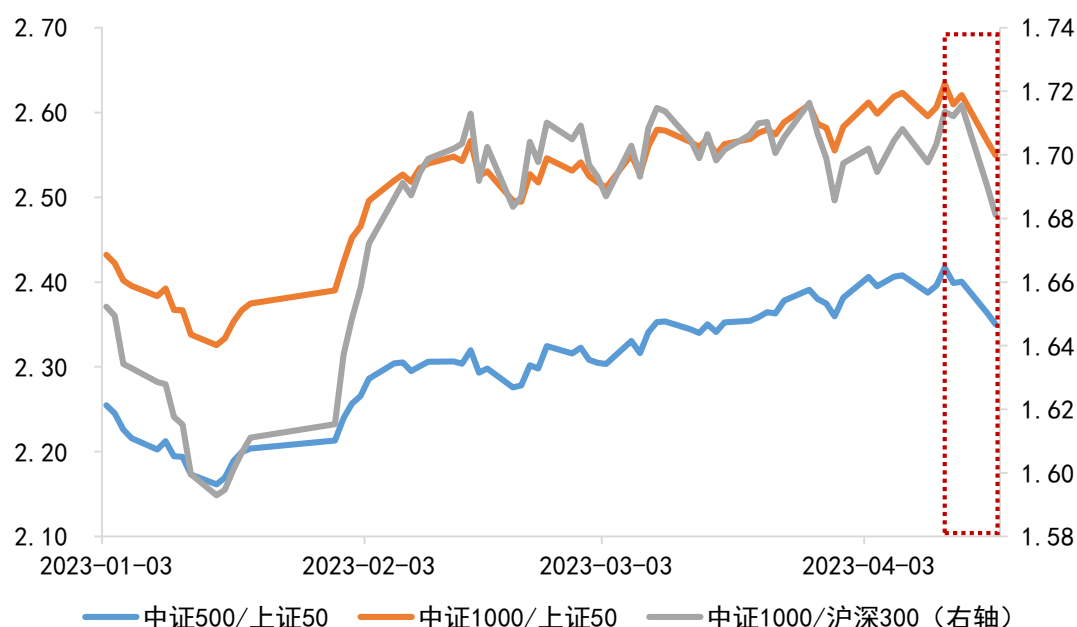


资料来源：Wind 南华研究

当下交易逻辑可能有所转变，经济预期与中特估主题概念可能接棒 2 月以来引领的 TMT 板块。

为什么说 4 月之后大盘指数追赶了部分涨幅？观察下图我们可以发现，中小盘指数的相对强势有所逆转，小盘指数与大盘指数收盘价比值自 4 月 12 日有向下趋势。我们分析认为主要为前期领涨板块 TMT 行业有走弱之势，而经济预期回暖、中特估概念由于前期涨幅较小，顺周期及中字头概念板块再度蓄势待发。股市交易逻辑或许将有所转变。

图：今年以来指数强弱对比情况

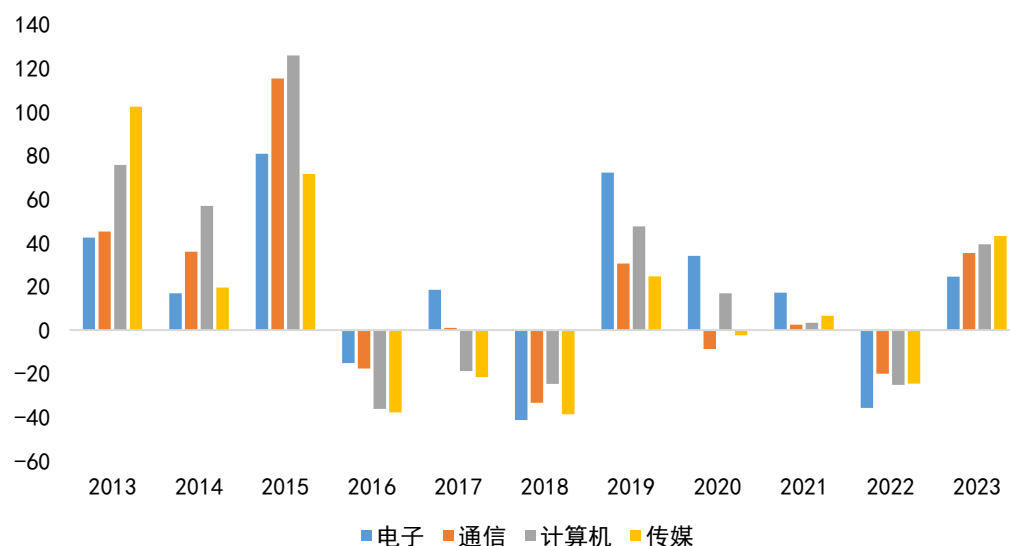


资料来源：Wind 南华研究

具体来看，首先，前期领涨的 TMT 行业市盈率高位，多空开始博弈。前面我们提到一季度主题强劲上涨，以 TMT 行业为代表，领涨 A 股，并带动中小盘指数表现相对于大盘指数走

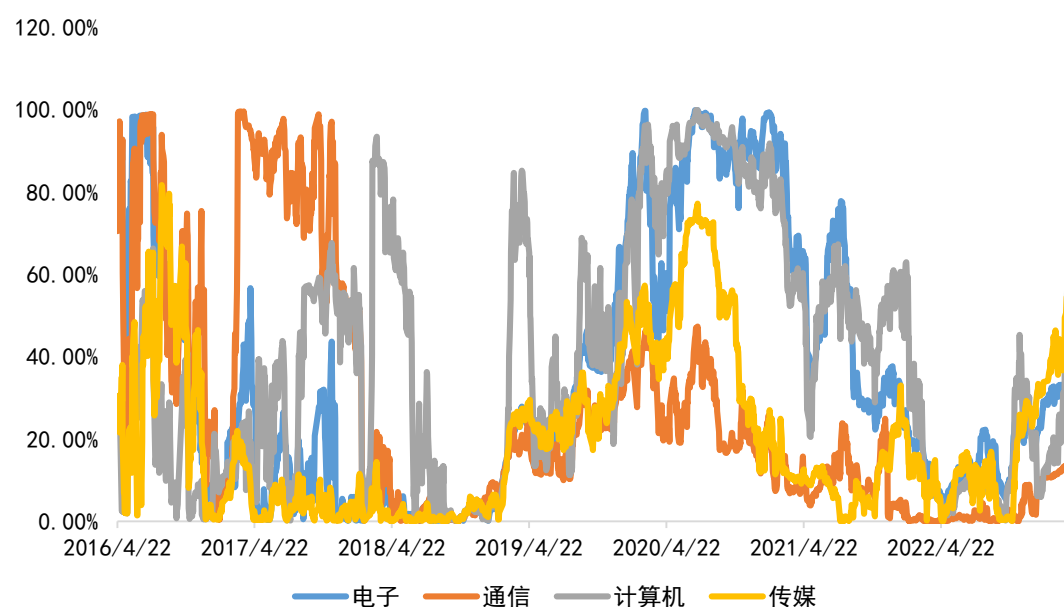
势强势。年初至今 TMT 行业积累大量涨幅，截至 4 月 17 日，主要板块电子上涨 24.52%，通信上涨 36.38%，计算机上涨 39.42%，传媒上涨 43.11%，均已大幅超过近十年的年度涨幅均值，分别为 19.00%、15.10%、22.18%、10.02%。由于价格的快速上涨，市盈率快速上行，从下图可以看出，除了通信板块，其余板块市盈率历史所处分位均已达到 60% 及以上。市场对于 TMT 板块能否继续上行开始犹豫，并展开多空的激烈博弈。4 月 17 日当周，出现 TMT 板块领涨与领跌轮番出现的情形，短期上行一定程度上受阻。

图：TMT 行业指数历年涨跌幅情况（%）



资料来源：Wind 南华研究

图：TMT 行业指数市盈率所处历史分位走势



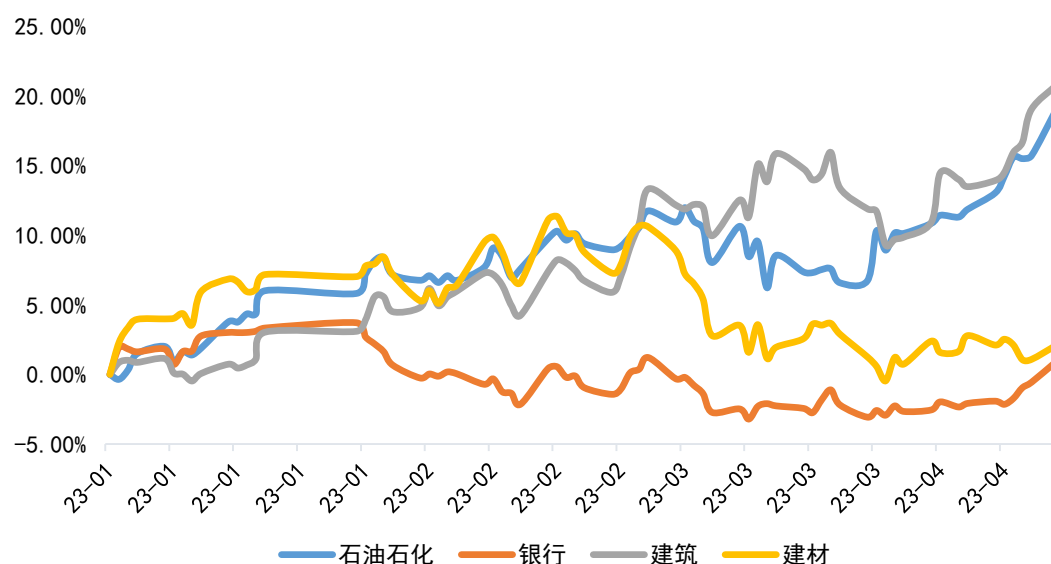
资料来源：Wind 南华研究

其次，短期 TMT 主题板块面临上行瓶颈，市场乐观预期以及中特估概念板块或接棒领涨。经济预期温和改善，表现为顺周期板块回暖，而国债期货触顶回落。一季度 GDP 同比增速超预期达到 4.5%，供需均在回暖，一季度央行例会删除“三重压力”的措辞等，均一定程

度提振市场对于后续经济、政策的乐观预期。此外，中美经济周期错位，国内的相对优势也逐步显现。

对于中特估板块，市场正在积极引导，也有望接棒领涨。短期政策面没有明显调整，但政府的频繁喊话，“国资央企坚定不移做优做大做强”等，后续政策值得期待，4月开始中特估相关板块已经开始逐步回暖，后续上行潜力也较大。

图：中特估相关板块 1 月以来涨跌幅走势



资料来源：Wind 南华研究

当下是市场主线变化的重要窗口期，市盈率的高企不意味着上行到头，交易逻辑的转变取决于 TMT 板块的降温以及顺周期板块的崛起共同推动。

目前大小盘风格转换的持续性仍有待观察，虽说 TMT 板块近期有趋弱态势，但仍有余热，表现为盘面上仍会出现相关板块领涨的局面。经济预期层面，虽说预期有所好转，但从 3 月的经济、金融数据来看，市场一定程度担忧国内的通缩风险，整体内生投资意愿仍有待提振，内需的提振政策也较为温和，预计经济预期短期仍以缓步上行为主，在弱增长格局未出现可以扭转局面的动因前，预期难以明显改善。这就决定短期股市上行驱动力可能不足，上行空间相对较窄。

不过综合来看，我们经济周期指标显示，经济复苏格局已打开，所以在没有风险事件发生的情况下，股市中枢将保持震荡上行。同时，短期押注顺周期板块胜率以及稳定性预计要高于主题板块，所以风格指数我们建议以交易 IF 为主。此外，虽然大小盘收盘价比值趋于下行，但处在在观察期间，因而短期不建议做跨期套利。