

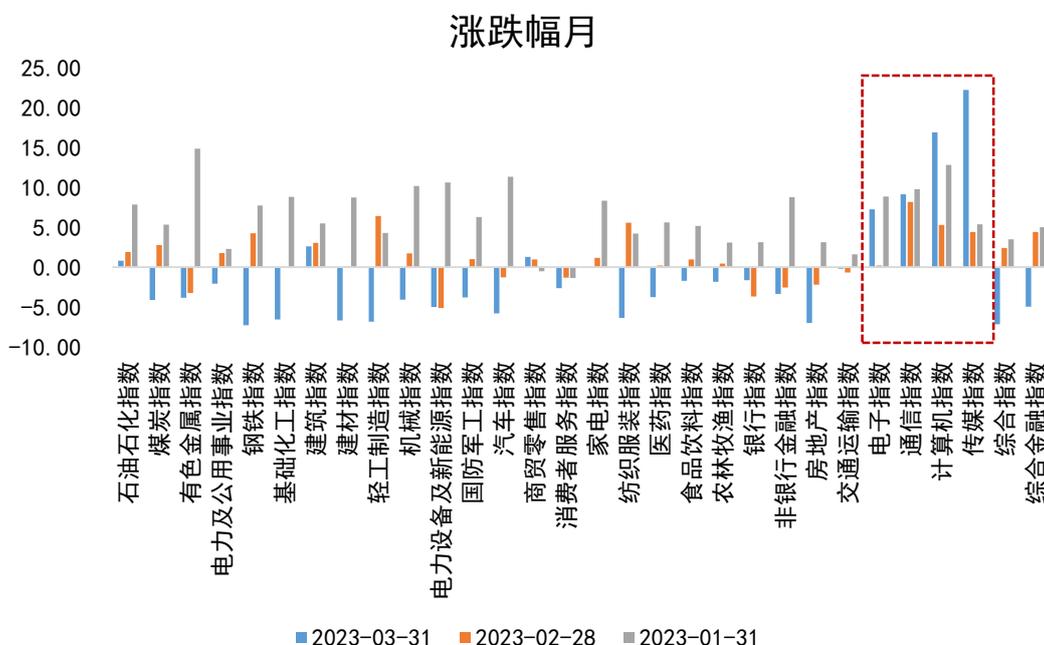
股市短期可能面临交易逻辑切换

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

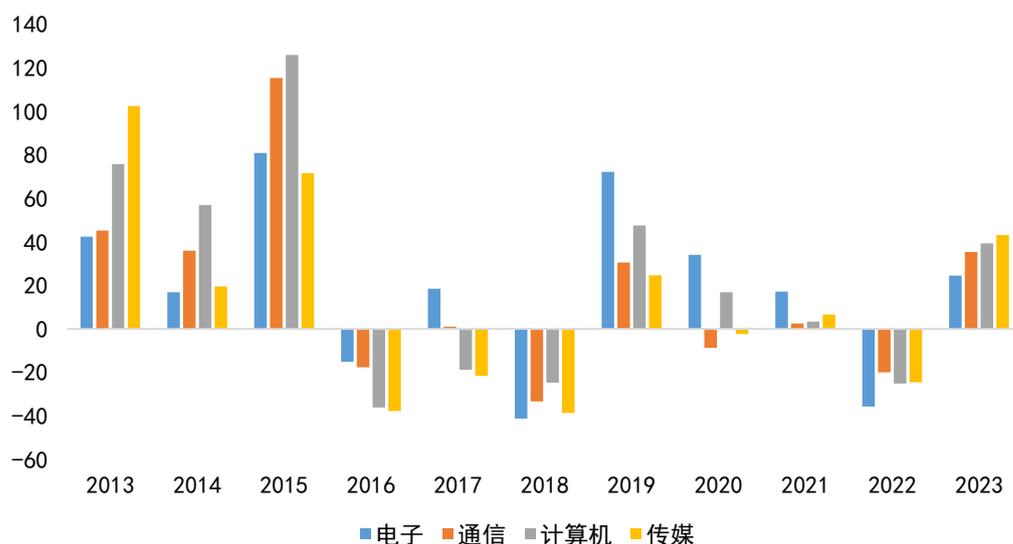


资料来源: Wind 南华研究

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。

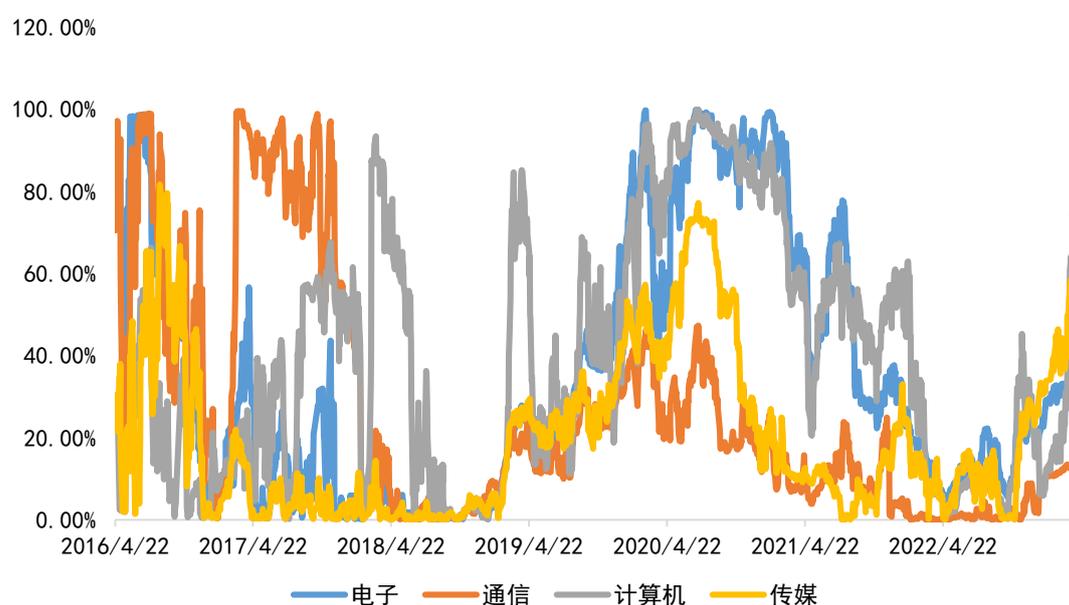
势强势。年初至今 TMT 行业积累大量涨幅，截至 4 月 17 日，主要板块电子上涨 24.52%，通信上涨 36.38%，计算机上涨 39.42%，传媒上涨 43.11%，均已大幅超过近十年的年度涨幅均值，分别为 19.00%、15.10%、22.18%、10.02%。由于价格的快速上涨，市盈率快速上行，从下图可以看出，除了通信板块，其余板块市盈率历史所处分位均已达到 60%及以上。市场对于 TMT 板块能否继续上行开始犹豫，并展开多空的激烈博弈。4 月 17 日当周，出现 TMT 板块领涨与领跌轮番出现的情形，短期上行一定程度上受阻。

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



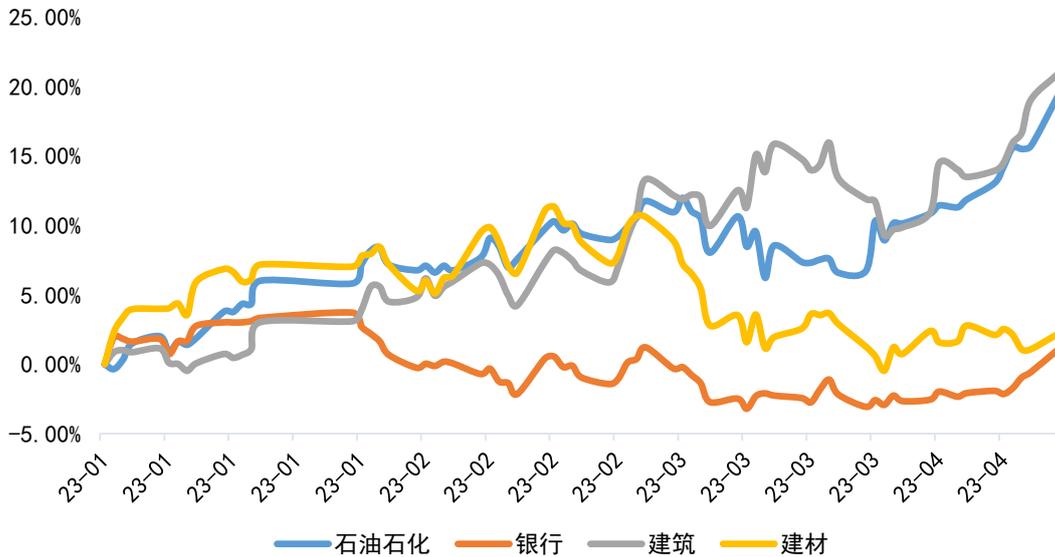
资料来源：Wind 南华研究

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，虽然说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。