

➤ **3 月市场表现：A 股震荡下行，成长内部分化，TMT 板块继续领涨；美股先跌后涨，信息技术板块涨幅居前。**具体来看：3 月 A 股 TMT 板块在数字经济/人工智能概念的推动下表现强势，而同为成长板块的传统高景气赛道行业（电新、医药、食品饮料）则有所下行；同时部分地产相关行业（钢铁、房地产、建材）跌幅居前。3 月美股 V 型反弹，核心原因在于硅谷银行事件后美联储的行动迅速稳定了投资者情绪，且通胀放缓之下投资者对美联储停止加息的预期有所上升。从美股板块表现来看，信息技术、通信设备行业涨幅居前。由于 A 股成长风格指数中 TMT 行业权重较低，3 月 A 股价值风格指数表现仍好于成长风格指数，而海外市场多是成长风格占优。**A 股价值股估值持续修复，不过相较于成长股依旧十分便宜。**

➤ **股债风险溢价：A 股、港股、美股均上升。**3 月以来以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价上升（股票相较于债券的性价比在上升）了 7 个 BP，位于历史均值与历史+1 倍标准差之间；由于近期余额宝利率上升，以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价下降 21 个 BP，处于历史均值与历史均值+1 倍标准差之间；以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升 5 个 BP；标普 500 指数的风险溢价上升 26 个 BP。从格雷厄姆股债比的角度来看，3 月以来万得全 A 的格雷厄姆股债比上升 19 个 BP，标普 500 的格雷厄姆股债比上升 38 个 BP。

➤ **估值-盈利匹配度：大盘价值指数的收益率开始追赶 ROE。**从 PE/PB/PS 估值水平以及分化程度上看，整体市场仍处于相对便宜区间，但行业存在局部高估：食品饮料与消费者服务；不同风格之间的估值分化并不极端。从 CAPE（周期调整市盈率）的角度来看：3 月 A 股价值风格、大盘风格指数的 CAPE 多有上行。**当前主要宽基指数的 CAPE 大多位于历史均值以下，中证 500 的 CAPE 仍在历史-1 倍标准差以下；风格指数中，大盘价值的 CAPE 由历史-1.5 倍标准差向历史-1 倍标准差靠近。**标普 500 指数与纳斯达克指数的 CAPE 均上行，均处于历史均值与+1 倍标准差之间。从全球主要市场风格指数的 CAPE 来看，A 股成长指数的 CAPE 排名第二，但价值指数的 CAPE 排名靠后（绝对值略高于港股，分位数全球最低）。**A 股成长与价值之间 CAPE 的估值差在全球主要市场中排名最高。**从收益率-ROE 角度来看：大盘价值指数的收益率开始追赶 ROE，而创业板指的收益率仍然在向 ROE “还债”，同时以中证 1000 为代表的小盘风格指数的收益率也均在向 ROE “还债”。从行业上看，收益率对 ROE 透支幅度最大的电新行业“还债”幅度仍然较高，同时**计算机、电子等热点行业的收益率开始抢跑 ROE。**如果我们假设 2019-2023 年五年收益率向 ROE 回归以及 2023 年的累计年化收益率-累计年化 ROE 回归到过去合理的历史中枢的情形，那么：**调整之后创业板指的“还债”压力基本释放，而无论在何种情形下，大盘价值、沪深 300 的预期收益率均排名靠前。**在 PB-ROE 框架下，煤炭、银行、石油石化行业相对被低估；在 PE-G 框架下，**建材、基础化工、电新行业相对被低估；在 PS-CFS 框架下家电行业相对被低估。**

➤ **关键市场特征指标：A 股波动率上升，估值扩张放缓。**3 月全部 A 股上涨个股占比继续回落至 33.8%，同时个股涨跌幅标准差有所上升。3 月 A 股、美股波动率均有回落。**3 月全部 A 股自由流通市值/M2 将较 2 月下降 34 个 BP 至 13.72%，这意味着 A 股自由流通市值相对于 M2 的扩张速度边际放缓。**A 股估值扩张放缓的背后，是存量博弈下成长股选手由估值相对较高的传统高景气赛道向估值相对较低的 TMT 板块进行切换。近期由数字经济/人工智能逻辑主导的行情仍可能持续一段时间，**不过未来海外大滞胀宏观环境的确认时点正在临近，真正的风格大切换正在孕育，当前投资者应该更多地站在下一个宏观场景的一边。**

➤ **风险提示：**测算误差，样本代表性误差，经济基本面变化超预期。

**分析师 牟一凌**

执业证书：S0100521120002

邮箱：mouyiling@mszq.com

分析师 方智勇

执业证书：S0100522040003

邮箱：fangzhiyong@mszq.com

研究助理 纪博文

执业证书：S0100122080001

邮箱：jibowen@mszq.com

相关研究

- 1.策略专题研究：萧条与反萧条：3 月大类资产回顾与展望-2023/04/03
- 2.策略专题研究：资金跟踪系列之六十六：“趋势力量”正在主导-2023/04/03
- 3.A 股策略周报 20230402：“内战”不止，变化将至-2023/04/02
- 4.策略专题研究：民生研究：2023 年 4 月金股推荐-2023/04/02
- 5.行业信息跟踪（2023.3.20-2023.3.26）：新兴家电销售回暖，海外人工智能迎来多重进展-2023/03/28

目录

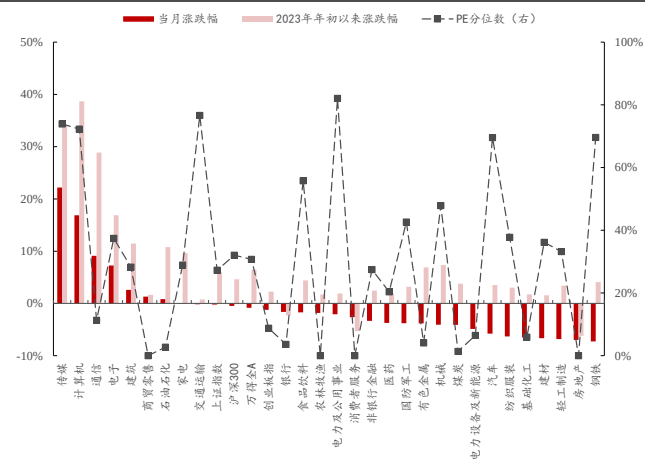
1 市场表现：A 震荡下行，美股先抑后扬	3
1.1 3 月 A 股：震荡下行，TMT 板块继续领涨	3
1.2 3 月美股表现：V 型反弹，信息技术板块领涨	5
1.3 全球主要市场风格：A 股价值风格指数强于成长风格指数，海外成长风格占优	5
2 股债风险溢价：A 股、港股、美股均上升	8
2.1 万得全 A、港股、标普 500 风险溢价均上升	8
2.2 格雷厄姆股债比：A 股、美股均上升	9
3 估值-盈利匹配度：大盘价值指数收益率开始追赶 ROE	10
3.1 PE/PB/PS 的估值以及分化程度	10
3.2 席勒指标：CAPE（周期调整市盈率）	13
3.3 收益率-ROE：大盘价值指数收益率开始追赶 ROE	16
3.4 PB-ROE：煤炭、银行、石油石化行业相对被低估	18
3.5 PE-G：建材、基础化工、电新等行业相对被低估	18
3.6 PS-CFS：家电行业相对被低估	19
4 关键市场特征指标：A 股波动率上升，估值扩张放缓	20
4.1 市场特征指标一：上涨个股占比下降，分化程度提高	20
4.2 市场特征指标二：A 股、美股波动率均有回落	20
4.3 市场特征指标三：自由流通市值/M2 扩张放缓	21
5 风险提示	21
插图目录	22

1 市场表现：A 震荡下行，美股先抑后扬

1.1 3 月 A 股：震荡下行，TMT 板块继续领涨

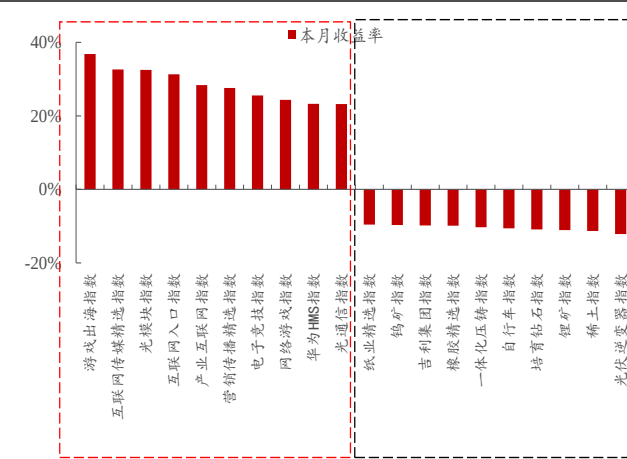
3 月 A 股震荡回调，成长板块内部分化明显，部分地产链行业表现不佳。具体来看：3 月 A 股 TMT 板块在数字经济和人工智能两大逻辑的推动下继续此前的强势表现，传媒行业领涨市场；而同为成长板块的电新、医药、食品饮料等传统高景气赛道行业则有所下行。与此同时，在与经济复苏程度联系紧密的地产相关行业中，建筑、家电行业略有上涨，而钢铁、房地产、建材行业则在所有行业中跌幅居前。从概念指数来看，涨幅排名靠前的指数集中在游戏、互联网、光通信相关领域，跌幅靠前的指数多与小金属、新能源产业链相关。

图1：3 月 A 股震荡下行，TMT 板块相关行业继续领涨



资料来源：wind，民生证券研究院。注：商贸零售、消费者服务、农林牧渔、房地产因净利润为负，PE 不可得。

图2：3 月 A 股概念指数中，涨幅靠前的指数多集中在游戏、互联网、光通信相关领域



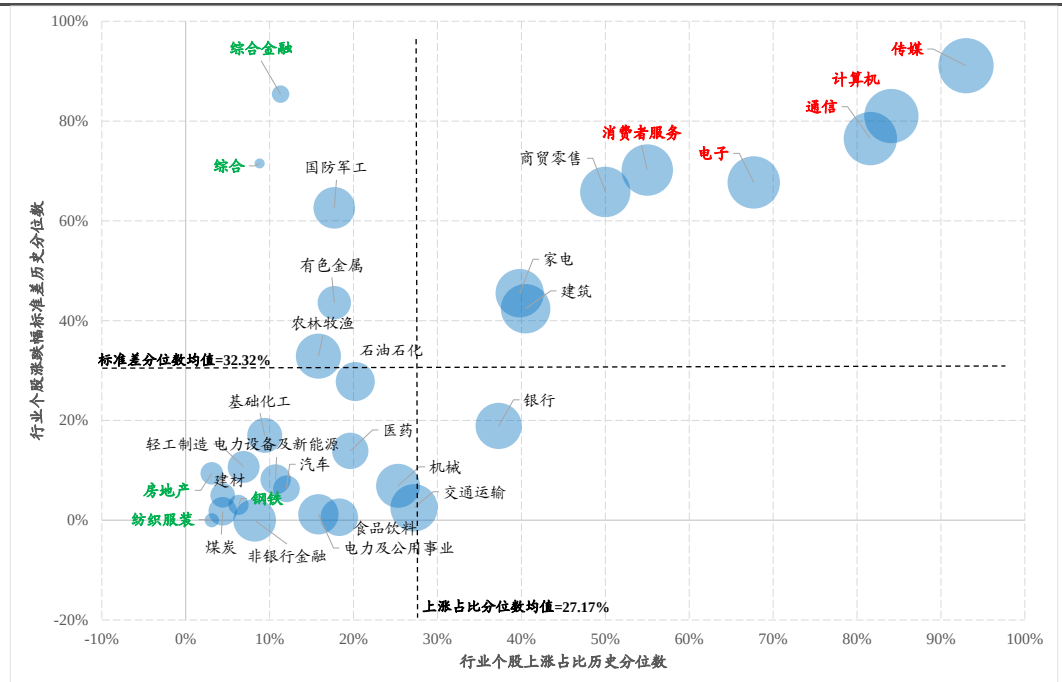
资料来源：wind，民生证券研究院

进一步地，我们观测了 2023 年 2 月和 2023 年 3 月 A 股各行业内部上涨个股占比历史分位数的变化及个股涨跌幅标准差历史分位数的分布（月度涨跌幅），发现：

(1) 从静态视角来看，3 月**传媒、计算机、通信、电子**行业个股上涨占比分位数最高，且行业内个股分化程度也相对较大；除上述 **TMT 板块相关行业和消费者服务**行业外，其他所有行业个股上涨占比历史分位数均在 50% 以下。

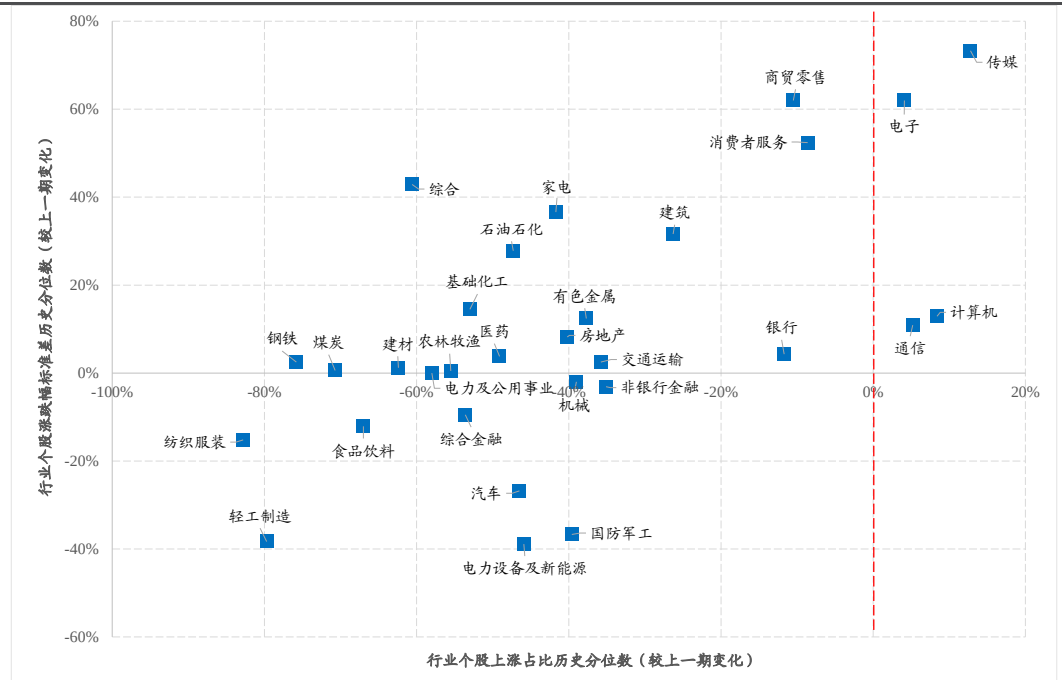
(2) 从动态的视角来看，2023 年 3 月相较于 2023 年 2 月而言，除 **TMT 板块相关行业（传媒、计算机、通信、电子）**外，其余所有行业的个股上涨占比分位数均有下降。从行业内个股分化的角度来看，大多数行业内部分化程度有所扩大，而**电力设备及新能源、轻工制造、国防军工**行业内部的分化程度则明显收敛。

图3：TMT 板块相关行业个股上涨占比历史分位数较高，且行业内部分化较大



资料来源：wind，民生证券研究院。注：个股上涨占比和涨跌幅标准差均以月度数据为测算基准；标红的行业为个股涨跌幅均值排名前五的行业，标绿的行业为后五的行业；气泡大小代表行业个股涨跌幅均值大小。

图4：3月，除TMT板块相关行业外，其余行业个股上涨占比均下降

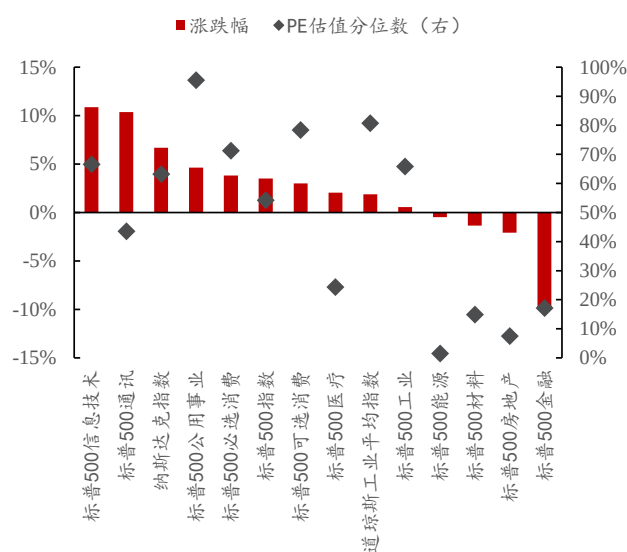


资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 3月美股表现：V型反弹，信息技术板块领涨

3月美股先跌后涨，核心原因在于硅谷银行事件后美联储的行动迅速稳定了投资者情绪，且通胀放缓之下投资者对美联储停止加息的预期有所上升。3月上旬硅谷银行、签名银行爆雷后美股一度大幅下行。但美联储对银行业危机的反应非常迅速，在为两家出险银行的客户存款提供全额保证的同时，创设BTFP工具为银行业提供流动性。美联储的行动迅速抑制了市场的恐慌情绪，美股逐步回升。而月末公布的2月美国PCE通胀同比增速略低于预期，在衰退预期上升同时通胀增速放缓的背景下，投资者对美联储停止加息的预期上升，推动美股在3月不跌反涨。从板块表现来看，大多数板块有所上行，其中信息技术、通信设备行业涨幅居前，而出现风险事件的银行板块则跌幅居前。美国ETF中做多信息技术、做多黄金、做空银行业的ETF涨幅居前，而做多银行、做多油气、做空贵金属的ETF则跌幅居前。

图5：3月美股先跌后涨，信息技术、通讯板块涨幅居前



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图6：从ETF的表现来看，美国做多信息技术、做多黄金、做空银行的ETF涨幅居前

ETF全称	3月以来涨跌幅
MicroSectors? US Bg Bnks 3X Inv Lgd ETN	58.88%
VlcyShrs 3x LS ETN It the S&P GSCI Slv	42.19%
BITCOIN INVT TR	41.77%
PROSHARES ULTSHRT DJ-UBS NAT	41.50%
DIREXION GOLD MINERS BULL 3X	36.22%
Direxion Daily Junior Gold Miners Bull 3	33.57%
Direxion Daily Technology Bull 3x	32.88%
PROSHARES ULTRA SILVER	31.38%
Direxion Daily Financial Bear 3X Shares	28.96%
ProShares UltraPro QQQ	28.44%
SPDR S&P Regional Banking ETF	-28.75%
Direxion Daily Financial Bull 3X Shares	-29.26%
iShares US Regional Banks ETF	-29.62%
Direxion 每日3倍看跌金矿业股票	-30.96%
Direxion Daily Junior Gold Miners B3X	-31.17%
BMO REX MicroS FANG In3X Inverse Lev ETN	-33.39%
PowerShares DB Crude Oil Long	-33.55%
ProShares Ultra Bloomberg Natural Gas	-45.88%
MicroSectors? US Big Banks 3X Lvrgrd ETN	-47.22%
Direxion Daily Regional Bnks Bull 3X ETF	-69.10%

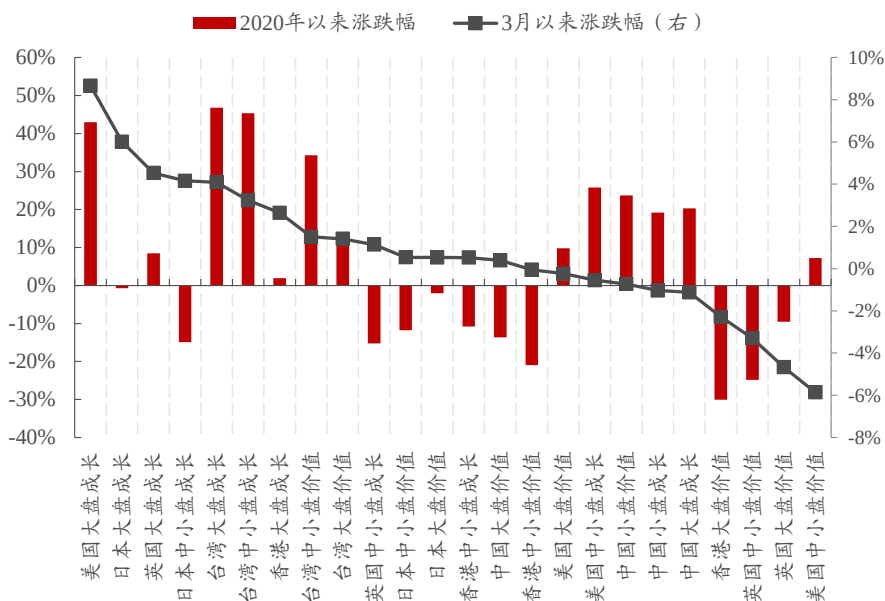
资料来源：wind，民生证券研究院

1.3 全球主要市场风格：A股价值风格指数强于成长风格

指数，海外成长风格占优

尽管A股TMT板块在3月表现亮眼，但是由于成长风格指数中TMT相关行业占比较低（如中信行业分类下，大盘成长指数中不含通信、传媒成分股，计算机行业权重不足5%），3月A股市场价值风格指数仍强于成长风格指数。而海外市场均呈现出成长风格占优的特征。从涨跌幅排序来看，港股、日股、英股、台股均是大盘成长>中小盘成长>中小盘价值>大盘价值。

图7：3月A股价值指数强于成长指数，海外主要市场均为成长风格占优



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：A股大盘价值风格指数逆势上涨



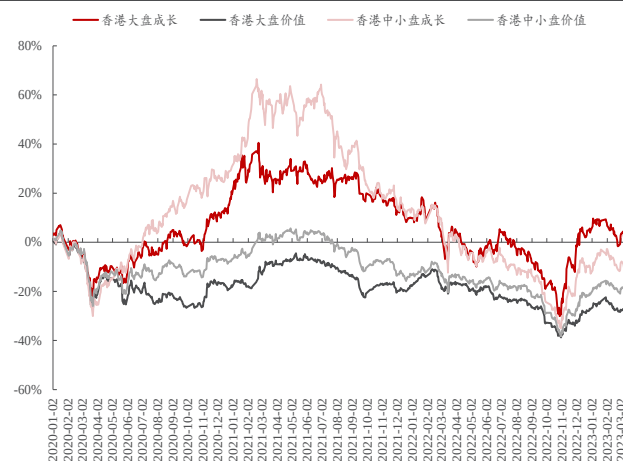
资料来源：wind，民生证券研究院

图10：台股成长风格更为强势



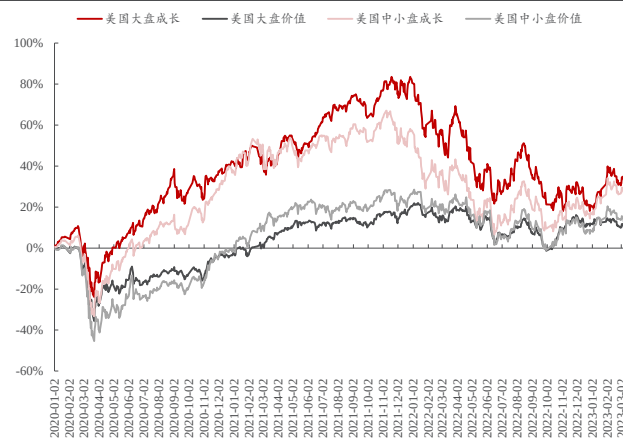
资料来源：wind，民生证券研究院

图9：港股大盘成长风格指数反弹明显



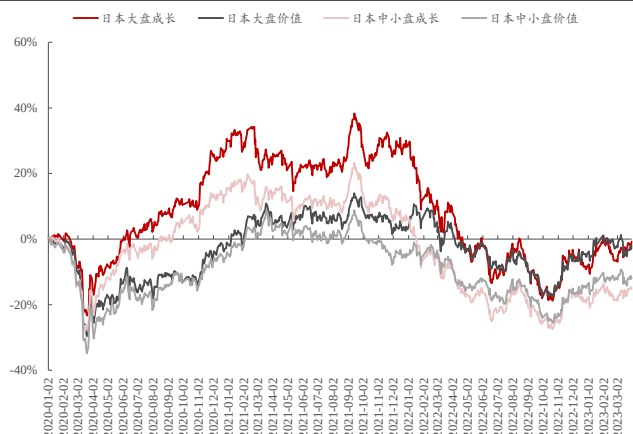
资料来源：wind，民生证券研究院

图11：美股大盘成长风格指数先抑后扬



资料来源：wind，民生证券研究院

图12：日股大盘成长风格表现最强



资料来源：wind，民生证券研究院

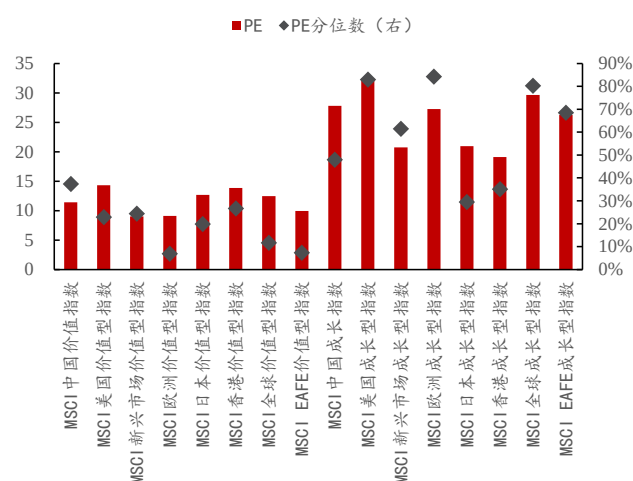
图13：英股价值风格指数明显下行



资料来源：wind，民生证券研究院

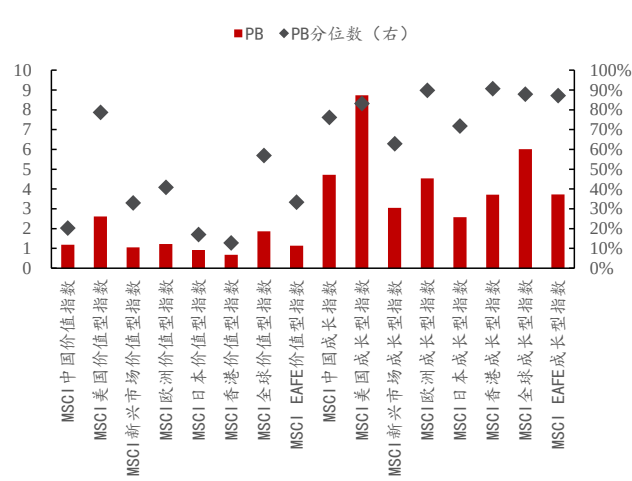
通过比较全球各主要市场成长风格指数与价值风格指数的估值水平与分位数，我们发现：从 PE 的角度来看，A 股成长风格指数的 PE 绝对值较高，在全球主要股票市场中仅次于美国排名第二；与此同时，A 股价值风格指数在持续反弹后性价比略有下降，PE 的绝对值已略高于欧洲股市与新兴市场的平均水平，估值分位数也相对较高。从 PB 的角度来看，美股无论是价值还是成长风格指数都是全球最贵的；A 股成长指数估值绝对值仅次于美股，A 股价值股估值也在港股、日股以及新兴市场的平均水平之上。

图14：A 股成长股 PE 的绝对值仅低于美股，而 A 股价值股的 PE 估值在修复之后，略高于欧股与新兴市场，历史分位数也相对较高



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院。分位数计算起始日期为 1990 年 1 月 1 日。

图15：从 PB 来看，美股无论是价值还是成长风格指数都是全球最贵的，而 A 股的价值股 PB 略高于港股、日股以及新兴市场



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院。分位数计算起始日期为 1990 年 1 月 1 日。

2 股债风险溢价：A 股、港股、美股均上升

2.1 万得全 A、港股、标普 500 风险溢价均上升

3 月以来以 10 年期中债国债到期收益率计算的万得全 A 风险溢价小幅上升了 7 个 BP（股票相较于债券的性价比在上升），位于历史均值与历史+1 倍标准差之间；由于近期余额宝利率上升，以 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价反而下降 21 个 BP，仍处于历史均值与历史均值+1 倍标准差之间；以 10 年期美国国债到期收益率计算的恒生指数风险溢价上升 5 个 BP，处于历史均值与+1 倍标准差之间；标普 500 指数的风险溢价上升 26 个 BP，处于历史均值与+1 倍标准差之间。

图16：3 月万得全 A 以 10 年国债到期收益率计算的风险溢价上升了 7 个 BP，在均值和+1 倍标准差之间



资料来源：wind，民生证券研究院

图18：3 月以来恒生指数以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价上升了 5 个 BP



资料来源：wind，民生证券研究院

图17：3 月以来万得全 A 以余额宝收益率计算的风险溢价下降 21 个 BP，在均值与+1 倍标准差之间



资料来源：wind，民生证券研究院

图19：3 月以来标普 500 以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价上升了 26 个 BP

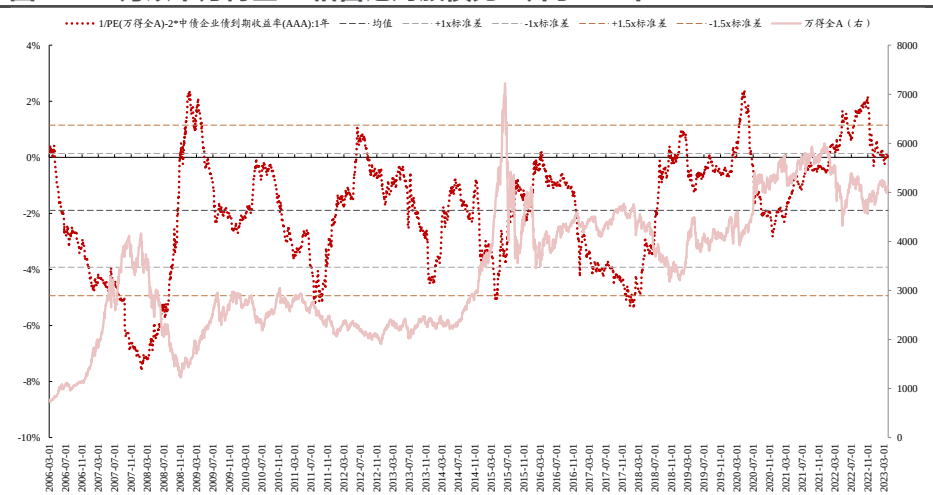


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 格雷厄姆股债比：A 股、美股均上升

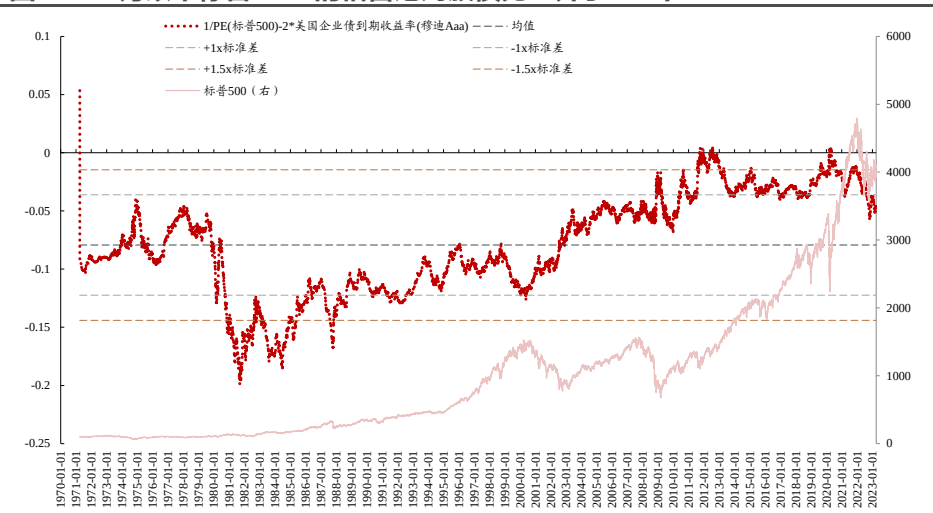
3 月万得全 A 的格雷厄姆股债相比 2 月上升了 19 个 BP（股票相对于 AAA 企业债的性价比上升），位于历史均值与历史+1 倍标准差之间。标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 38 个 BP，位于历史均值和+1 倍标准差之间。

图20：3 月以来万得全 A 格雷厄姆股债比上升了 19 个 BP



资料来源：wind，民生证券研究院

图21：3 月以来标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 38 个 BP



资料来源：wind，民生证券研究院

3 估值-盈利匹配度：大盘价值指数收益率开始追赶 ROE

3.1 PE/PB/PS 的估值以及分化程度

从 PE/PB/PS 估值来看，当前 A 股市场整体的估值水平并不极端，但局部行业存在相对高估：（1）从宽基指数估值绝对值和分位数来看，均处于历史相对低位；（2）但从行业估值情况来看，目前食品饮料、消费者服务存在两个估值指标历史分位数在 70% 以上的情况，相较其他行业高估。

图22：当前 A 股市场整体的估值水平并不极端，但局部行业存在相对高估：食品饮料和消费者服务

宽基指数PE/PB/PS估值与分位数						
指数名称	PE估值	PE估值分位数	PB估值	PB估值分位数	PS估值	PS估值分位数
沪深300	12.06	32.0%	1.39	14.6%	1.21	36.4%
万得全A	17.92	30.8%	1.68	14.9%	1.33	30.5%
上证综指	13.31	27.3%	1.34	8.0%	1.10	25.2%
中证500	23.44	17.5%	1.80	11.3%	1.06	10.0%
创业板指	35.87	8.8%	4.88	43.1%	3.93	6.3%
行业指数PE/PB/PS估值与分位数						
行业名称	PE估值	PE估值分位数	PB估值	PB估值分位数	PS估值	PS估值分位数
电力及公用事业	34.96	82.1%	1.74	26.3%	1.39	12.6%
交通运输	29.17	76.6%	1.56	26.1%	0.89	12.0%
传媒	66.88	73.9%	2.47	20.6%	3.08	24.0%
计算机	102.31	72.3%	4.47	57.2%	2.84	49.6%
钢铁	24.15	69.6%	1.05	22.2%	0.37	15.5%
汽车	37.52	69.6%	2.24	43.6%	1.08	71.1%
食品饮料	37.70	55.8%	7.26	70.6%	6.67	87.9%
机械	36.72	47.9%	2.57	37.7%	2.17	54.5%
综合金融	36.82	44.8%	1.29	2.0%	2.64	17.7%
国防军工	64.05	42.7%	3.59	45.8%	4.54	81.4%
纺织服装	29.54	37.8%	1.81	17.1%	1.71	46.6%
电子	48.32	37.5%	3.56	43.5%	2.76	41.3%
建材	18.85	36.2%	1.47	1.8%	1.25	2.8%
轻工制造	32.81	33.2%	2.20	28.8%	1.54	24.3%
家电	16.68	28.9%	2.74	38.5%	1.14	69.4%
建筑	11.02	28.3%	0.99	11.4%	0.24	11.9%
非银行金融	17.02	27.5%	1.27	4.2%	1.45	11.3%
医药	34.96	20.4%	3.61	23.8%	3.11	51.5%
通信	22.24	11.3%	1.75	14.0%	1.66	74.9%
电力设备及新能源	28.05	6.5%	3.30	49.3%	2.24	44.0%
基础化工	19.89	5.9%	2.62	37.3%	1.91	44.1%
有色金属	14.65	4.1%	2.47	27.4%	0.87	15.0%
银行	4.59	3.6%	0.54	1.3%	1.62	3.9%
石油石化	8.67	2.7%	1.08	18.4%	0.42	14.8%
煤炭	6.66	1.4%	1.36	36.5%	1.00	26.9%
商贸零售	-	-	1.55	20.1%	0.37	1.3%
消费者服务	-	-	5.14	77.7%	5.56	85.0%
农林牧渔	-	-	3.12	33.7%	1.31	14.6%
房地产	-	-	0.90	0.4%	0.56	1.1%
综合	-	-	1.96	34.1%	1.38	26.7%

资料来源：wind，民生证券研究院。注：商贸零售、消费者服务、农林牧渔、房地产、综合行业因净利润为负 PE 估值不可得，分位数计算起始日期为 2000 年 1 月 1 日。

当前不同风格指数之间的估值分化并不极端：国证成长指数与国证价值指数的 PE(TTM)估值差位于历史均值与历史+1 倍标准差之间，巨潮小盘指数与巨潮大盘指数的 PE(TTM)估值差位于历史均值-1 倍标准差与历史均值之间，绩优股指数与中证红利指数的 PE(TTM)估值差同样位于历史-1 倍标准差与历史均值之间。

图23：国证成长指数与国证价值指数的 PE(TTM)估值之差位于历史均值与历史+1 倍标准差之间



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：均值与标准差计算起始日期为2010年1月1日。

图24：巨潮小盘指数与巨潮大盘指数的 PE(TTM)估值之差位于历史-1 倍标准差与历史均值之间



资料来源：Wind，民生证券研究院。注：均值与标准差计算起始日期为2010年1月1日。

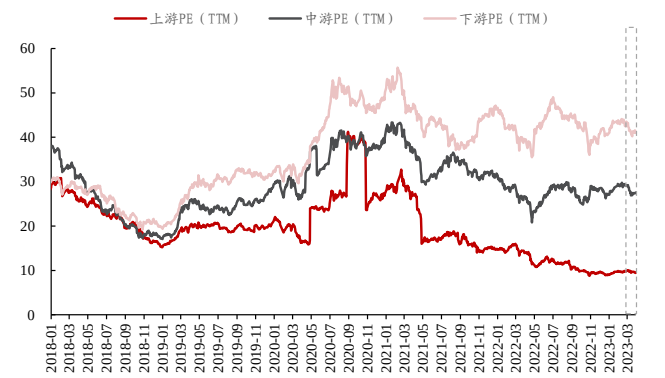
图25：绩优股指数和中证红利指数的 PE(TTM)估值之差位于历史均值-1 倍标准差与历史均值之间



资料来源：wind，民生证券研究院。注：均值与标准差计算起始日期为2010年1月1日。

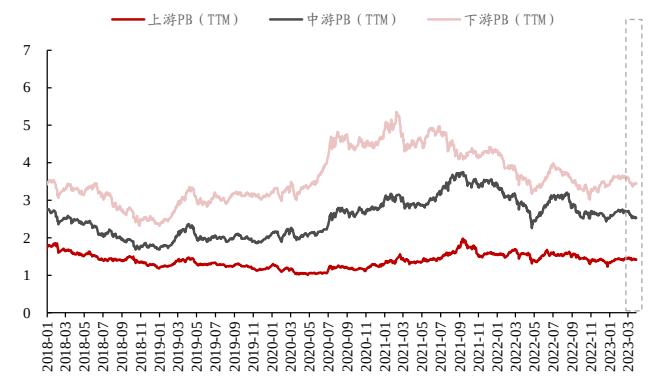
从上下游行业之间的估值分化来看：在 PE(TTM)视角下，3 月中游、下游与上游之间的估值差有所收敛；在 PB(LF)视角下，近期下游再次出现估值扩张的迹象。

图26：从 PE(TTM)的视角来看，3 月下游与上游的估值差有所收敛



资料来源：Wind，民生证券研究院

图27：从 PB(LF)的视角来看，近期下游再次出现估值扩张的迹象



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 席勒指标：CAPE (周期调整市盈率)

3 月 A 股主要指数 CAPE 的变动有所分化，价值风格、大盘风格指数的 CAPE 多有上行，而成长风格、小盘风格指数的 CAPE 多有下行。3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月上升 0.08%，若分母换成过去 5 年经通胀调整的归母净利润最大值，则 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月小幅下降 0.28%。从风格上看，价值风格、大盘风格指数的 CAPE 多有上行，而成长风格、小盘风格指数的 CAPE 多有下行。3 月大盘价值指数的 CAPE 相比 2 月上升了 3.02%，而大盘成长指数、中证 500 指数的 CAPE 相比 2 月则分别下降了 1.67% 和 0.74%。从 CAPE 的历史位置来看，主要宽基指数中，除万得全 A 的 CAPE 略高于历史均值水平外，其余指数的 CAPE 都位于历史均值以下，其中中证 500 指数的 CAPE 仍在历史-1 倍标准差以下；风格指数中除大盘成长指数的 CAPE 略高于历史均值外，其他指数的 CAPE 也低于历史均值水平；值得注意的是大盘价值指数的 CAPE 近期有所回升，由历史-1.5 倍标准差向历史-1 倍标准差靠近。

图28：2023 年 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 0.08%



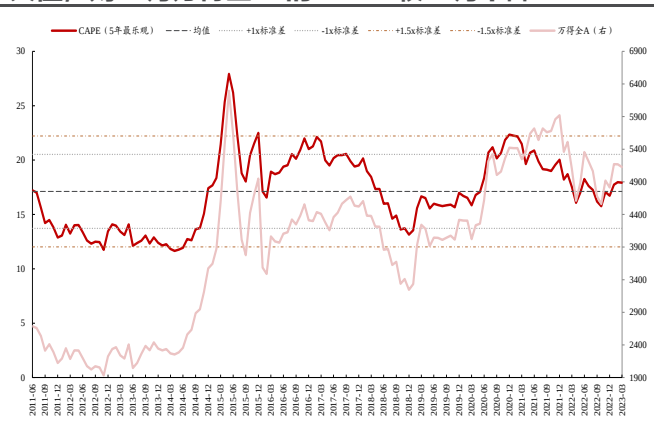
资料来源：wind，民生证券研究院

图30：2023 年 3 月上证指数的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 0.62%



资料来源：wind，民生证券研究院

图29：分母换成过去 5 年经通胀调整的归母净利润最大值，则 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月下降 0.28%



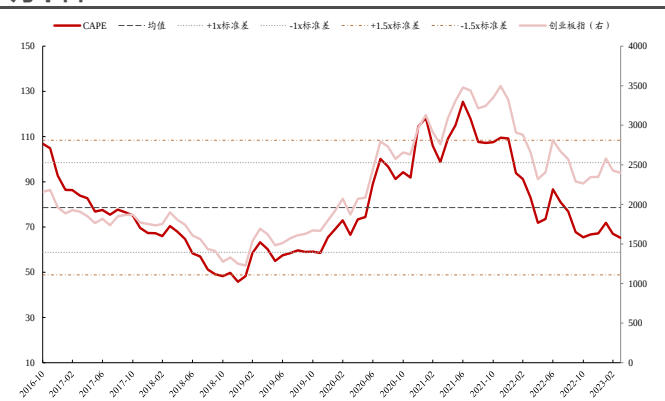
资料来源：wind，民生证券研究院。注：CAPE (5 年最乐观) 是为了衡量即使是在盈利处于过去 5 年最乐观的情形下，市场的估值是否仍合理。

图31：2023 年 3 月沪深 300 的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 0.89%



资料来源：wind，民生证券研究院

图32：2023 年 3 月创业板指的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 2.67%



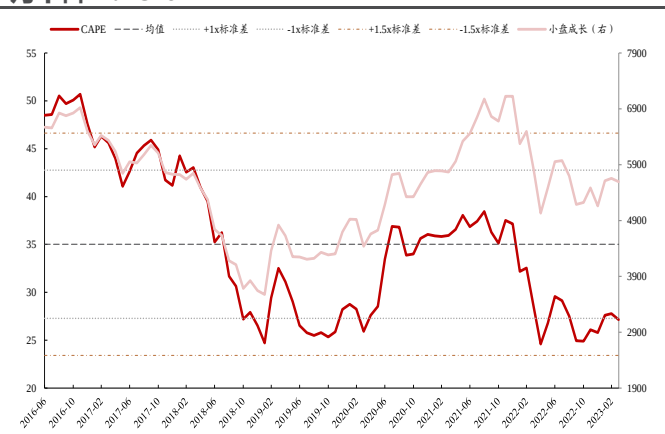
资料来源：wind，民生证券研究院

图34：2023 年 3 月大盘成长的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 1.67%



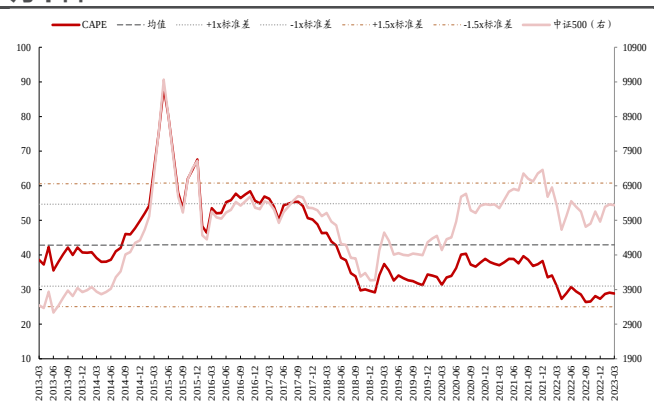
资料来源：wind，民生证券研究院

图36：2023 年 3 月小盘成长的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 2.28%



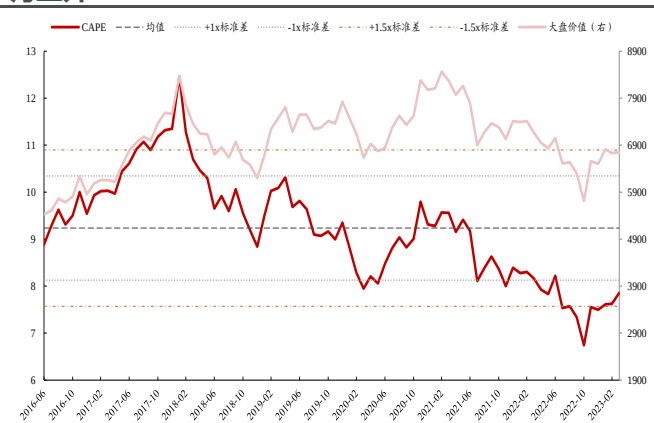
资料来源：wind，民生证券研究院

图33：2023 年 3 月中证 500 的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 0.74%



资料来源：wind，民生证券研究院

图35：2023 年 3 月大盘价值的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 3.02%



资料来源：wind，民生证券研究院

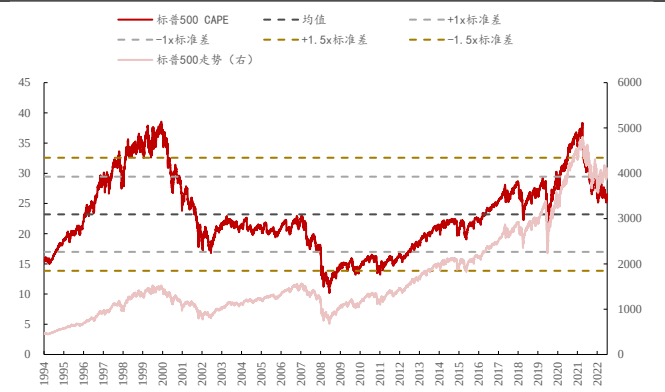
图37：2023 年 3 月小盘价值的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 0.54%



资料来源：wind，民生证券研究院

3月美股主要宽基指数的CAPE均上行：标普500指数的CAPE较2023年2月上升2.00%，纳斯达克指数的CAPE较2023年2月上升6.21%；标普500指数和纳斯达克指数的CAPE均处于历史均值与+1倍标准差之间。

图38：2023年3月标普500的CAPE较2023年2月上升2.00%



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

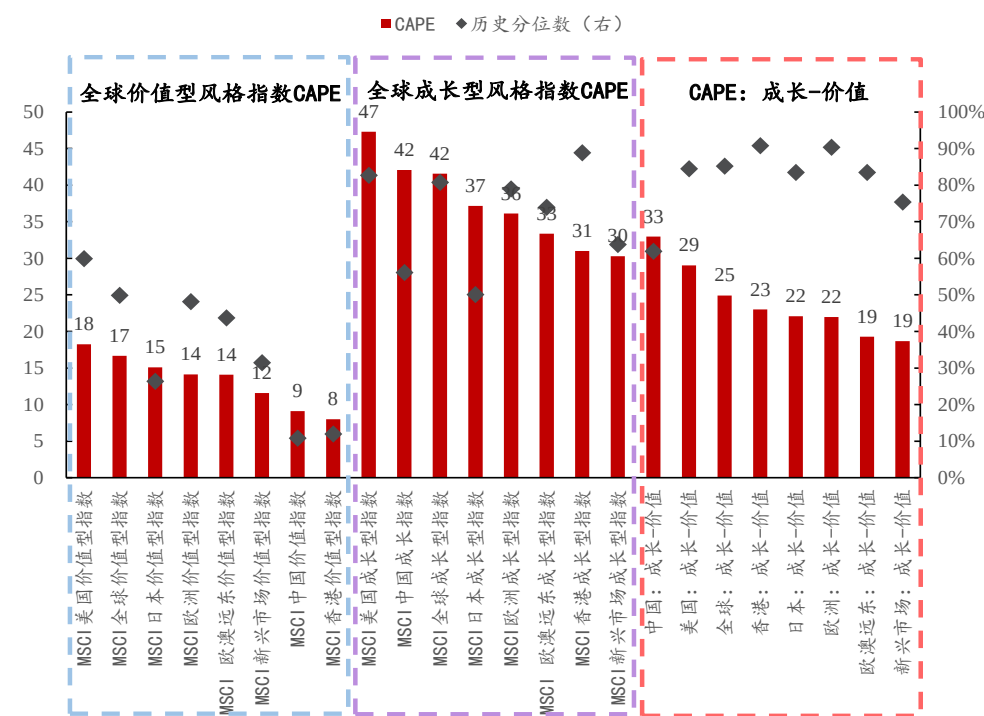
图39：2023年3月纳斯达克指数的CAPE较2023年2月上升6.21%



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

从全球主要市场风格指数的CAPE来看，美股成长指数与价值指数的CAPE在全球主要市场中均排名第一。而A股分化较大：**A股成长型指数的CAPE排名第二，但价值指数的CAPE在全球排名靠后（绝对值仅略高于港股，分位数全球最低）**。主要股票市场成长与价值之间的CAPE之差多处于历史较高分位数，其中A股的成长-价值的CAPE差值绝对值为全球最高。

图40：美股的成长与价值指数CAPE在全球主要市场指数中均排名第一，而A股分化较大：A股成长型指数的CAPE排名全球第二，但价值型指数的CAPE在全球排名倒数第二



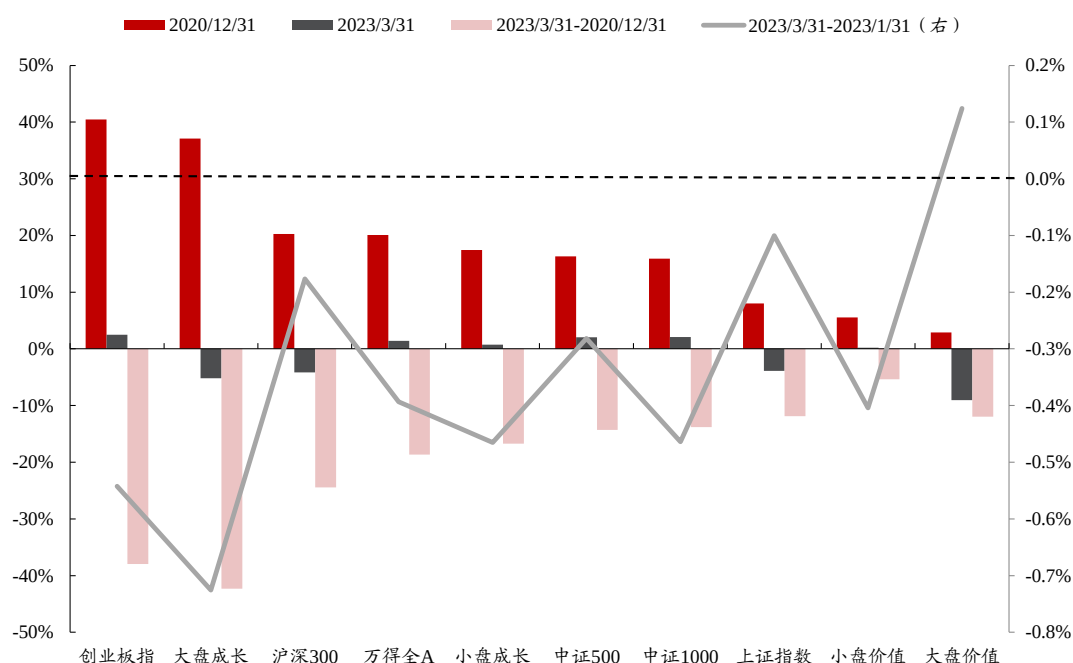
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

3.3 收益率-ROE：大盘价值指数收益率开始追赶 ROE

从估值与盈利的匹配度来看，当前主要宽基和风格指数的收益率与 ROE 的差异程度相较于 2020 年底时已大幅下降：2021 年以来“还债”最多的指数是大盘成长与创业板指，大盘成长已经回吐了 2020 年以来的全部估值扩张，甚至已经处于跑不赢 ROE 的状态。若以 2019 年初为起始点进行计算，当前有半数宽基与风格指数的收益率均落后于 ROE；目前除大盘价值风格指数收益率落后 ROE 较多外，其他宽基与风格指数的年化收益率与年化 ROE 之差均在正负 5% 区间附近。

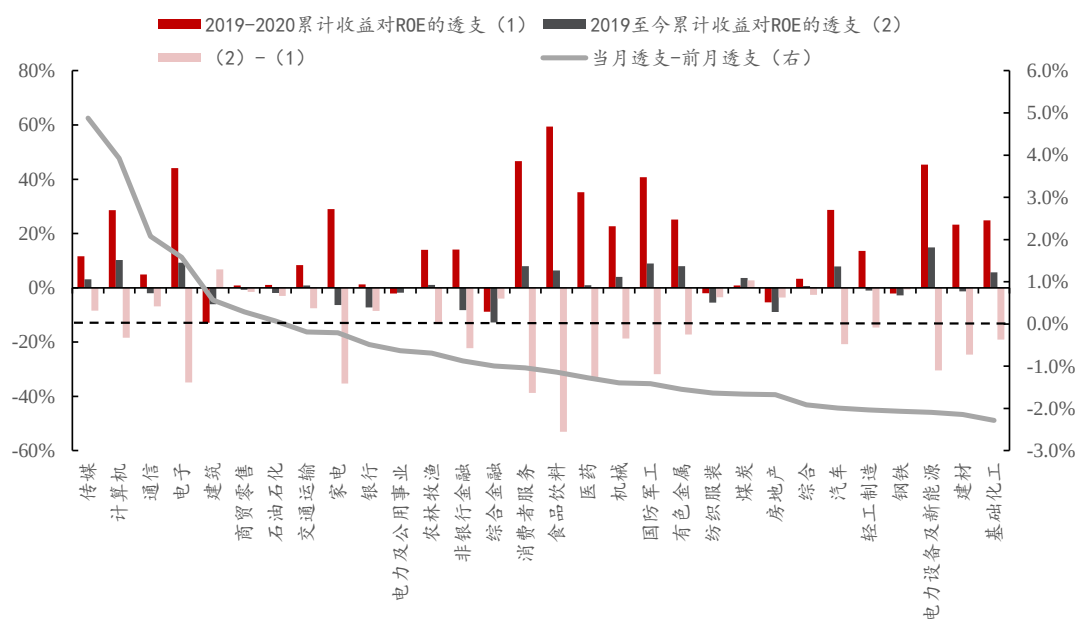
当月来看，大盘价值指数的收益率开始追赶 ROE，而创业板指的收益率仍然在向 ROE “还债”，同时以中证 1000 为代表的小盘风格指数的收益率均在向 ROE “还债”。对于行业而言，本月收益率对 ROE 透支幅度最大的电力设备及新能源行业的“还债”幅度仍然较高，值得注意的是计算机、电子等近期热点行业的收益率开始抢跑 ROE。如果我们假设 2019-2023 年五年收益率向 ROE 回归以及 2023 年的累计年化收益率-累计年化 ROE 回归到过去合理的历史中枢的情形，那么：调整之后创业板指的“还债”压力基本释放，而无论在何种情形下，大盘价值、沪深 300 的预期收益率均排名靠前。

图41：本月大盘价值指数的收益率开始追赶 ROE，当前除大盘价值风格指数收益率落后 ROE 较多外，其他宽基与风格指数的年化收益率与年化 ROE 之差均在 5% 区间附近



资料来源：wind，民生证券研究院。注：纵轴为 2019 年截至至特定时间点的年化收益率-年化 ROE（没有实际值的采用预测值）。

图42：3月收益率对ROE透支幅度最大的电力设备及新能源行业的“还债”幅度仍然较高，计算机、电子等近期热点行业的收益率开始抢跑ROE



资料来源：wind，民生证券研究院。注：纵轴为2019年截至至特定时间点的年化收益率-年化ROE（没有实际值的采用预测值），当月指2023年3月，前月指2023年2月。

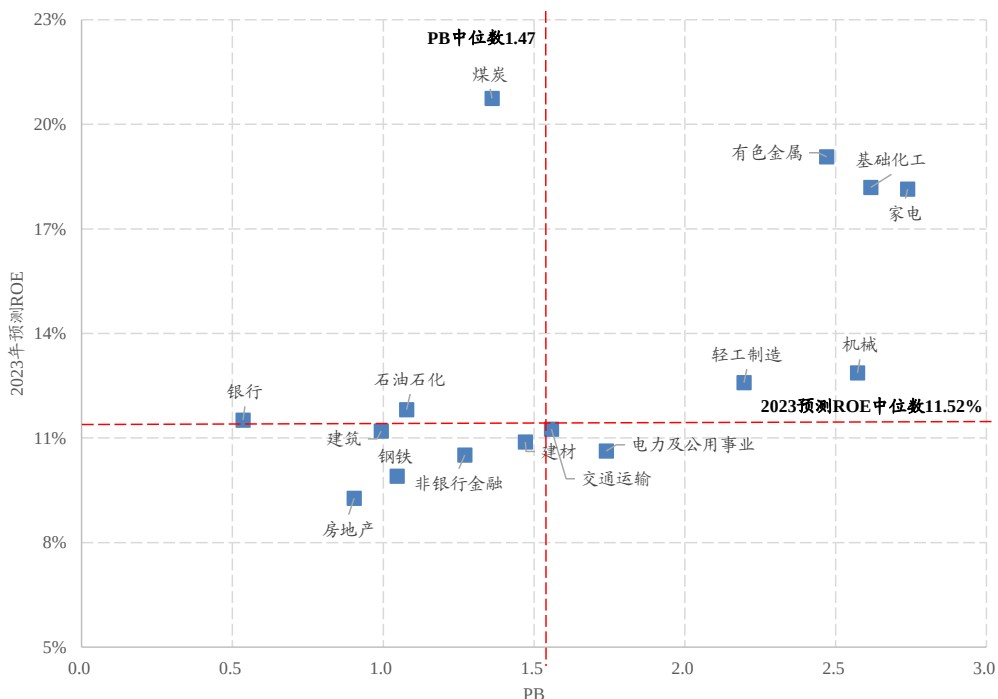
图43：截至3月31日，调整之后创业板指的“还债”压力基本释放，而无论哪种情形下大盘价值、沪深300的预期收益率均排名靠前

指数代码	881001.WI	000001.SH	000300.SH	399006.SZ	000905.SH	399372.SZ	399373.SZ	399374.SZ	399375.SZ	399376.SZ	399377.SZ	000852.SH
指数名称	万得全A	上证指数	沪深300	创业板指	中证500	大盘成长	大盘价值	中盘成长	中盘价值	小盘成长	小盘价值	中证1000
2019-2023年五年回归												
2019-2023五年ROE累乘	61.4%	67.6%	72.3%	95.5%	50.3%	152.7%	69.8%	94.9%	64.7%	62.2%	50.7%	51.7%
2019-2022四年收益率累乘	48.4%	23.9%	28.6%	87.7%	40.7%	74.7%	4.9%	56.7%	13.2%	41.6%	31.4%	41.8%
2023年预期收益率	8.8%	35.3%	34.0%	4.2%	6.8%	44.7%	61.9%	24.4%	45.4%	14.5%	14.7%	7.0%
2023年实际收益率	6.5%	5.9%	4.6%	2.2%	8.1%	4.9%	3.9%	2.4%	8.9%	8.4%	7.8%	9.5%
预期-实际	2.3%	29.3%	29.4%	1.9%	-1.3%	39.7%	58.1%	21.9%	36.5%	6.1%	6.9%	-2.5%
2019-2023五年年化ROE	10.1%	10.9%	11.5%	14.4%	8.5%	20.4%	11.2%	14.3%	10.5%	10.2%	8.6%	8.7%
回归历史中枢（过去5年累计收益率-累计ROE的中位数）												
2018-2022累计收益率-累计ROE中位数	-3.5%	-7.7%	-4.8%	-4.2%	0.7%	-16.3%	-9.4%	-11.9%	-8.1%	-8.1%	-5.9%	-2.7%
截至2023年累计年化ROE	10.8%	11.6%	13.4%	11.5%	8.0%	18.3%	13.5%	13.2%	9.7%	10.3%	8.6%	7.5%
2023年预期收益率	12.81%	9.34%	22.65%	14.96%	21.78%	5.69%	30.87%	4.17%	14.32%	7.31%	6.18%	13.78%
2023年实际收益率	6.5%	5.9%	4.6%	2.2%	8.1%	4.9%	3.9%	2.4%	8.9%	8.4%	7.8%	9.5%
预期-实际	6.34%	3.40%	18.02%	12.71%	13.67%	0.77%	26.98%	1.73%	5.39%	-1.10%	-1.61%	4.32%

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至2023-3-31。

3.4 PB-ROE：煤炭、银行、石油石化行业相对被低估

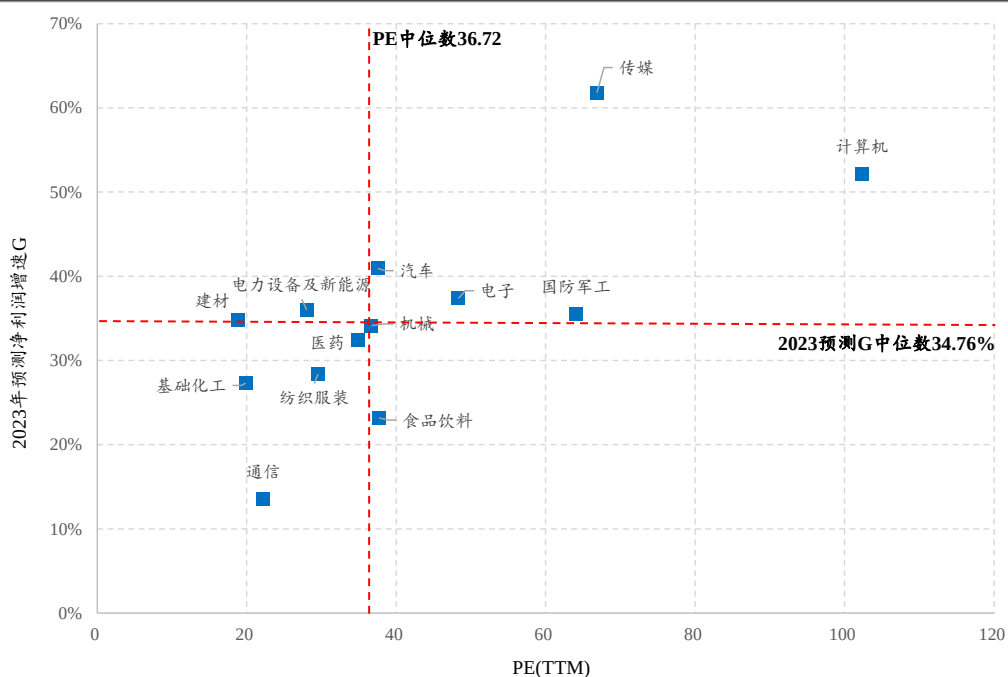
图44：适用 PB-ROE 估值体系的行业中，煤炭、银行、石油石化行业相对被低估



资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-3-31。

3.5 PE-G：建材、基础化工、电新等行业相对被低估

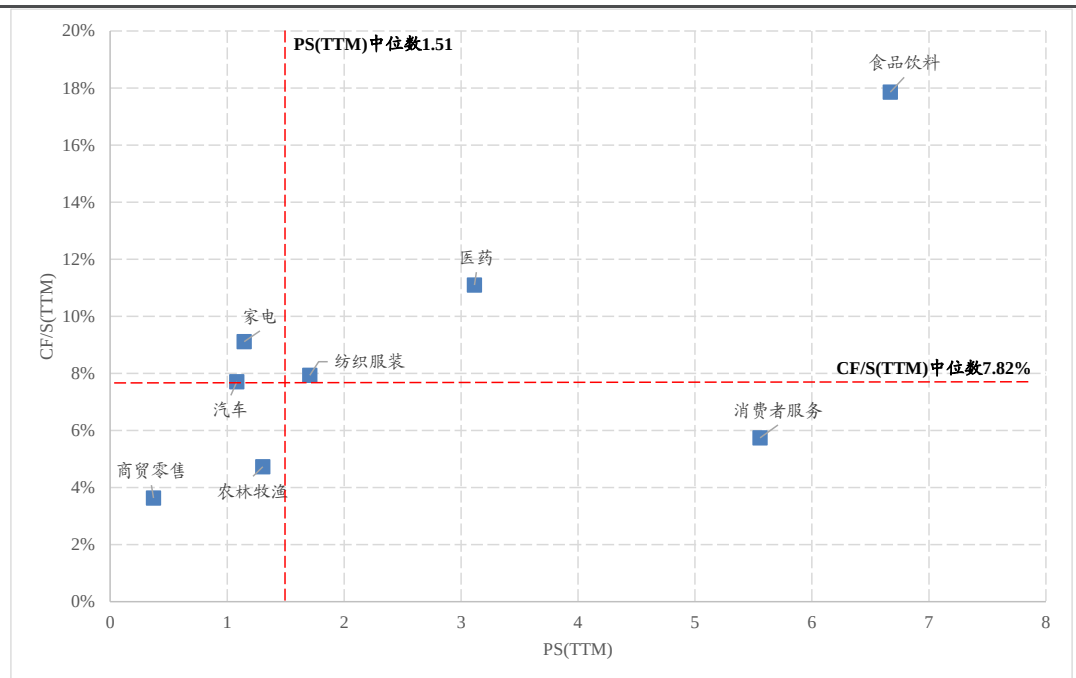
图45：适用 PE-G 估值体系的行业中，建材、基础化工、电新等行业相对被低估



资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-3-31。

3.6 PS-CFS：家电行业相对被低估

图46：从 PS-CFS 角度来看，家电行业相对被低估



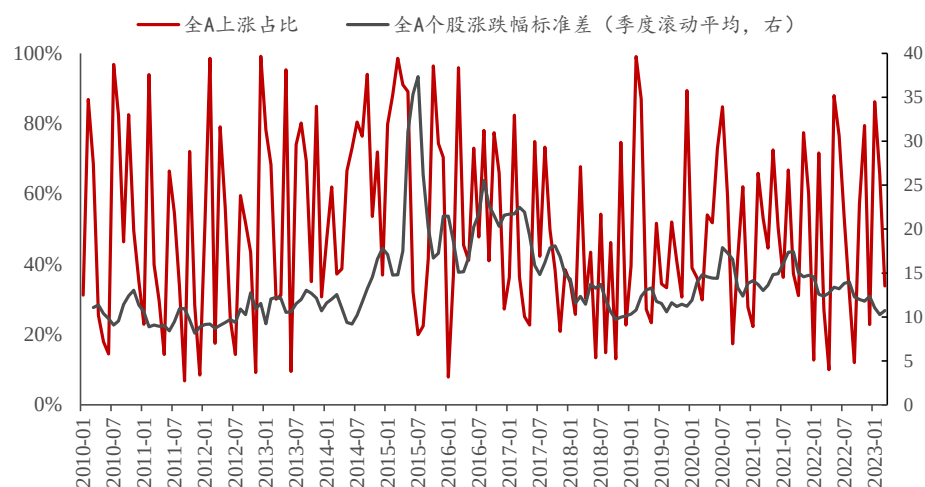
资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据截至 2023-3-31。

4 关键市场特征指标：A 股波动率上升，估值扩张 放缓

4.1 市场特征指标一：上涨个股占比下降，分化程度提高

3 月 A 股上涨个股占比继续回落，全部 A 股月度区间收益率为正的个股占比由 2 月的 65.4% 下降至 33.8%，同时个股涨跌幅的标准差开始提升。

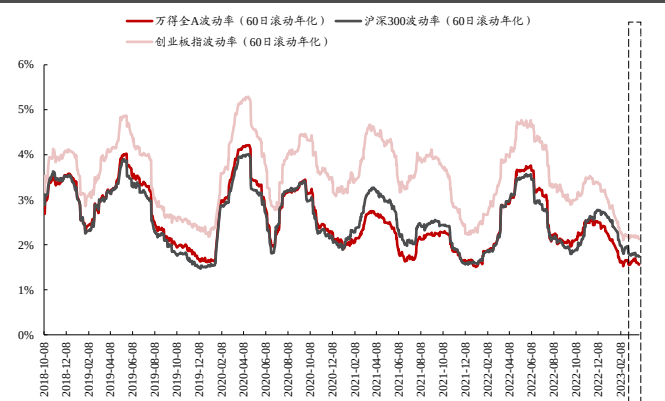
图47：2023 年 3 月 A 股上涨个股占比继续回落，个股涨跌幅标准差有所上升



资料来源：wind，民生证券研究院

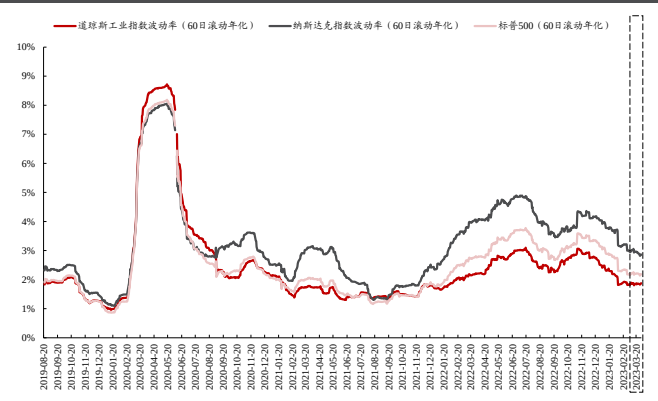
4.2 市场特征指标二：A 股、美股波动率均有回落

图48：3 月 A 股波动率继续下行



资料来源：wind，民生证券研究院

图49：3 月美股的波动率亦有回落

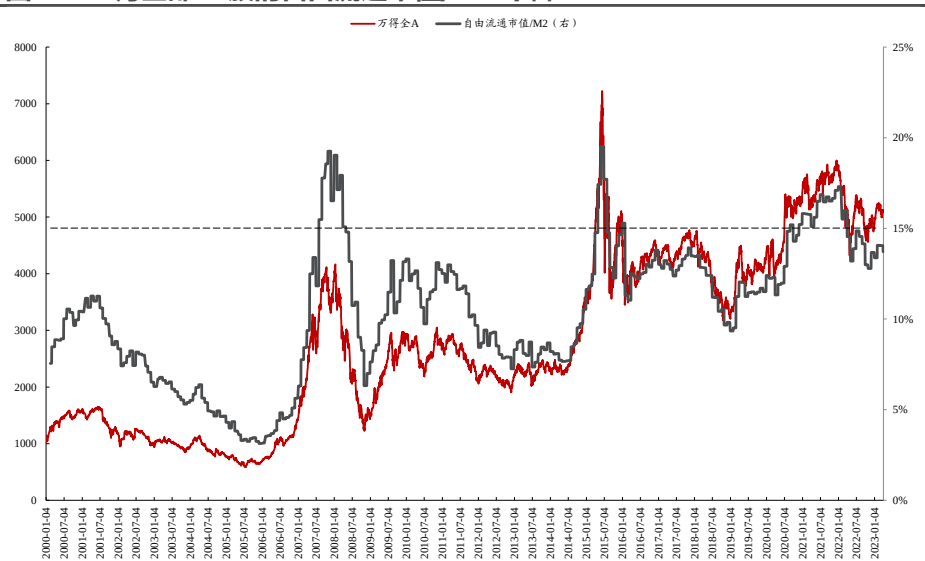


资料来源：wind，民生证券研究院

4.3 市场特征指标三：自由流通市值/M2 扩张放缓

如果假设 2023 年 3 月的 M2 同比增速与 2023 年 2 月持平，则截至 3 月 31 日全 A 的自由流通市值/M2 将较上一期下降 34 个 BP 至 13.72%。这意味着 A 股自由流通市值相对于 M2 的扩张速度放缓。A 股估值扩张放缓的背后，是存量博弈下成长股选手由估值相对较高的传统高景气赛道向估值相对较低的 TMT 板块进行切换。近期由数字经济/人工智能逻辑主导的行情仍可能持续一段时间，不过未来海外大滞胀宏观环境的确认时点正在临近，真正的风格大切换正在孕育，当前投资者应该更多地站在下一个宏观场景的一边。

图50：3月全部A股的自由流通市值/M2下降34BP至13.72%



资料来源：wind，民生证券研究院。注：假设 2023 年 3 月的 M2 同比增速与 2023 年 2 月持平。

5 风险提示

- 1) **测算误差。**文中有关历史数据的回溯测算可能存在一定的误差。
- 2) **样本代表性误差。**部分海外机构编制指数的个股覆盖范围有限，可能造成测算偏差；我国与海外发达经济体之间存在国家间差异，股票市场估值指标的比较可能存在代表性不足的问题。
- 3) **经济基本面变化超预期。**若海内外经济基本面变化出现超预期的变化，会导致投资者的风险偏好出现较大的波动，继而对资产定价产生过大的扰动。

插图目录

图 1: 3 月 A 股震荡下行, TMT 板块相关行业继续领涨.....	3
图 2: 3 月 A 股概念指数中, 涨幅靠前的指数多集中在游戏、互联网、光通信相关领域.....	3
图 3: TMT 板块相关行业个股上涨占比历史分位数较高, 且行业内部分化较大.....	4
图 4: 3 月, 除 TMT 板块相关行业外, 其余行业个股上涨占比均下降.....	4
图 5: 3 月美股先跌后涨, 信息技术、通讯板块涨幅居前.....	5
图 6: 从 ETF 的表现来看, 美国做多信息技术、做多黄金、做空银行的 ETF 涨幅居前.....	5
图 7: 3 月 A 股价值指数强于成长指数, 海外主要市场均为成长风格占优.....	6
图 8: A 股大盘价值风格指数逆势上涨.....	6
图 9: 港股大盘成长风格指数反弹明显.....	6
图 10: 台股成长风格更为强势.....	6
图 11: 美股大盘成长风格指数先抑后扬.....	6
图 12: 日股大盘成长风格表现最强.....	7
图 13: 英股价值风格指数明显下行.....	7
图 14: A 股成长股 PE 的绝对值仅低于美股, 而 A 股价值股的 PE 估值在修复之后, 略高于欧股与新兴市场, 历史分位数也相对较高.....	7
图 15: 从 PB 来看, 美股无论是价值还是成长风格指数都是全球最贵的, 而 A 股的价值股 PB 略高于港股、日股以及新兴市场.....	7
图 16: 3 月万得全 A 以 10 年国债到期收益率计算的风险溢价上升了 7 个 BP, 在均值和+1 倍标准差之间.....	8
图 17: 3 月以来万得全 A 以余额宝收益率计算的风险溢价下降 21 个 BP, 在均值与+1 倍标准差之间.....	8
图 18: 3 月以来恒生指数以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价上升了 5 个 BP.....	8
图 19: 3 月以来标普 500 以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价上升了 26 个 BP.....	8
图 20: 3 月以来万得全 A 格雷厄姆股债比上升了 19 个 BP.....	9
图 21: 3 月以来标普 500 的格雷厄姆股债比上升了 38 个 BP.....	9
图 22: 当前 A 股市场整体的估值水平并不极端, 但局部行业存在相对高估: 食品饮料和消费者服务.....	10
图 23: 国证成长指数与国证价值指数的 PE(TTM)估值之差位于历史均值与历史+1 倍标准差之间.....	11
图 24: 巨潮小盘指数与巨潮大盘指数的 PE(TTM)估值之差位于历史-1 倍标准差与历史均值之间.....	11
图 25: 绩优股指数和中证红利指数的 PE(TTM)估值之差位于历史均值-1 倍标准差与历史均值之间.....	11
图 26: 从 PE(TTM)的视角来看, 3 月下游与上游的估值差有所收敛.....	12
图 27: 从 PB(LF)的视角来看, 近期下游再次出现估值扩张的迹象.....	12
图 28: 2023 年 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 0.08%.....	13
图 29: 分母换成过去 5 年经通胀调整的归母净利润最大值, 则 3 月万得全 A 的 CAPE 较 2 月下降 0.28%.....	13
图 30: 2023 年 3 月上证指数的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 0.62%.....	13
图 31: 2023 年 3 月沪深 300 的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 0.89%.....	13
图 32: 2023 年 3 月创业板指的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 2.67%.....	14
图 33: 2023 年 3 月中证 500 的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 0.74%.....	14
图 34: 2023 年 3 月大盘成长的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 1.67%.....	14
图 35: 2023 年 3 月大盘价值的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 3.02%.....	14
图 36: 2023 年 3 月小盘成长的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 2.28%.....	14
图 37: 2023 年 3 月小盘价值的 CAPE 较 2023 年 2 月下降 0.54%.....	14
图 38: 2023 年 3 月标普 500 的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 2.00%.....	15
图 39: 2023 年 3 月纳斯达克指数的 CAPE 较 2023 年 2 月上升 6.21%.....	15
图 40: 美股的成长与价值指数 CAPE 在全球主要市场指数中均排名第一, 而 A 股分化较大: A 股成长型指数的 CAPE 排名全球第二, 但价值型指数的 CAPE 在全球排名倒数第二.....	15
图 41: 本月大盘价值指数的收益率开始追赶 ROE, 当前除大盘价值风格指数收益率落后 ROE 较多外, 其他宽基与风格指数的年化收益率与年化 ROE 之差均在 5% 区间附近.....	16
图 42: 3 月收益率对 ROE 透支幅度最大的电力设备及新能源行业的“还债”幅度仍然较高, 计算机、电子等近期热点行业的收益率开始抢跑 ROE.....	17
图 43: 截至 3 月 31 日, 调整之后创业板指的“还债”压力基本释放, 而无论哪种情形下大盘价值、沪深 300 的预期收益率均排名靠前.....	17
图 44: 适用 PB-ROE 估值体系的行业中, 煤炭、银行、石油石化行业相对被低估.....	18
图 45: 适用 PE-G 估值体系的行业中, 建材、基础化工、电新等行业相对被低估.....	18
图 46: 从 PS-CFS 角度来看, 家电行业相对被低估.....	19
图 47: 2023 年 3 月 A 股上涨个股占比继续回落, 个股涨跌幅标准差有所上升.....	20
图 48: 3 月 A 股波动率继续下行.....	20

图 49: 3 月美股的波动率亦有回落	20
图 50: 3 月全部 A 股的自由流通市值/M2 下降 34BP 至 13.72%	21

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026