



2023 年 04 月 02 日

## “内战”不止，变化将至

► **大盘成长反攻，新旧成长的“内战”。**本周主要宽基中创业板指和沪深 300 领涨，风格指数中大盘成长表现最佳，“沉寂”已久的公募重仓板块有所反攻。但从行业上看，并没有那么简单：不仅只有公募重仓的消费+电新板块领涨，而且传统能源、传媒和计算机同样表现不俗。这意味当下市场存在三股势力：一个代表了过去的核心资产以及高景气度投资的板块，一个是代表未来长期通胀中枢上移、产能价值抬升的板块，一个是代表了未来数字经济/人工智能产业趋势的板块。可能由于过去参与成长股投资的投资者在不同成长之间切换相对容易，也更容易理解和形成共鸣，因此 TMT 的行情来得如此猛烈，而以资源、重资产为代表的价值-成长股的“崛起”似乎需要的“战线”更长。相较于 2022 年，市场原有稳态结构打破已成定局，宏观环境变化一旦确认，大的风格切换将势不可挡。

► **当下 TMT 的位置：“内战”可能远未结束。**主要有以下三点原因：(1) 虽然目前国内的 AI 概念指数涨幅高于海外，但是从市值的绝对值扩张角度看，仍相比海外有较大差距。(2) 无论是从估值的位置还是低位股的比例来看，TMT 都处于成长内部相对低估的状态：具体而言，综合各类估值指标来看，TMT 各指标大多处于历史 50% 以下分位数；从低位股的角度去看：“腰斩”个股最多的集中于传媒与通信，而“十分之一”股也集中于传媒、通信、消费者服务和计算机。(3) 从市场存量博弈的角度看，2021 年的强周期板块走势有一定的参考性：强周期板块在 2020 年从属于茅指数，同样受到宏观经济的驱动，但在 2021 年 2 月茅指数大跌调整后，两者出现背离。到了 2021 年 9 月，在强周期板块的上涨中茅指数跌破前期低点，与此同时强周期的行情达到阶段性顶点。值得一提的是，在 2021 年，市场的主线既不是茅指数也不是强周期，而是新能源。当下，主流赛道的股价走势会是比交易拥挤度更好的用于指示 TMT 行情的指标。

► **成长股股价可以抢跑业绩多久？**当下成长股投资者对于新旧成长的核心分歧在于业绩：以电新、食品饮料、医药为代表的传统赛道型行业，过去已经证明了自己的盈利能力；而对于 TMT 而言，新的产业趋势才刚开始，在产品没有大量渗透之前，要证明业绩的持续增长可能需要较长的时间，股价与业绩之间就存在时滞。问题在于这个时滞最长是多久：对于 TMT 而言，2005 年以来股价的底部基本上领先净利润增速/ROE 的底部 1-2 个季度。这一轮股价底部为 2022 年 Q3，所以历史规律如果有效的話，行情持续的一个条件是 TMT 盈利底部反弹要在 2023 年 Q2 见到。数字经济板块在 2023 年一季报和中报之间仍有窗口期，往后看反而业绩的要求可能会变高。

► **变盘前夜，新的力量正在凝聚。**值得关注的是当前主要宽基指数期权的隐含波动率处于历史低位，接近 2020 年 6 月，2021 年 12 月和 2022 年 9 月的水平。投资者当下对于市场行业板块的此消彼长的讨论固然重要，但是关注是否存在一股更大的变盘力量导致市场风格切换也很重要，目前来看：(1) **美国经济正在重返“滞胀”。**一方面，美国 3 月 PMI 有所反弹；另一方面，信贷结构上住宅和商业地产贷款以及消费贷反而有所增长，而银行体系的不确定又在制约进一步紧缩空间。(2) **商品即货币。**在过去很长一段时间美元作为全球货币的存在解决了大多数资源品空间错配的问题。但一旦美元持续贬值，商品有可能成为替代美元的中间货币，商品的产能价值将会叠加金融属性而被放大。(3) **人民币国际化带来的资产重估：**一方面沙特阿美近期频频出手，加强与我国石化产业的合作；另一方面，中国和巴西 2023 年初签署了在巴西建立人民币清算安排的合作备忘录，旨在促进双边的贸易投资便利化。中国大量链接资源的重资产行业被景气度因素所压制，但是持续在被产业资本和境外资金重估，这可能是缺乏自我增量资金以外的二级市场一股重要的定价力量。

► **更多地站在下一个场景的一边。**市场不会永远处在低波动震荡的状态，原有稳态结构已经松动，未来宏观与外力的变化或将会导致市场出现较大的风格切换。我们推荐：能源（油、煤炭），有色（铜、金、银、铝、小金属），重资产+国企央企（炼厂、建筑、钢铁），运输（油运、干散、化学品运输、港口）；人工智能+数字经济要参与的话，应趁早。

► **风险提示：**历史复盘并不代表未来；指数可比性不足；海外通胀超预期回落。

**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

### 相关研究

1. 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

2. 策略专题研究: 价值重估: “十分之一”的逆袭-2023/03/27

3. 策略专题研究: 资金跟踪系列之六十五: “趋势”加速, 内外分化-2023/03/27

4. A 股策略周报 20230326: 反高景气, 反萧条与反脆弱-2023/03/26

5. 策略专题研究: 中证 500 价值: 资源与国企的呼应-2023/03/24

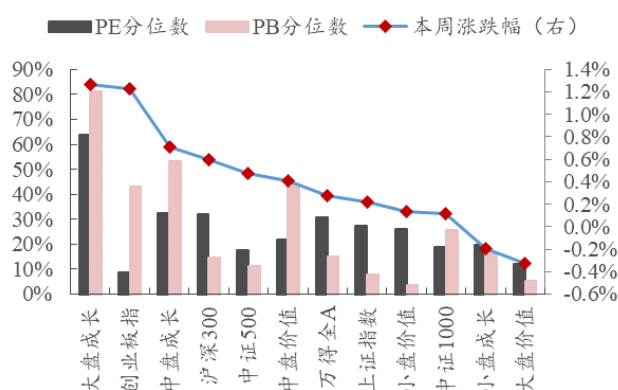
## 目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 1 大盘成长反攻，新旧成长的“内战” .....      | 3  |
| 2 当下 TMT 的位置：“内战”可能远未结束 ..... | 4  |
| 3 成长股股价可以抢跑业绩多久？ .....        | 6  |
| 4 变局前夜：新的力量正在凝聚 .....         | 9  |
| 5 风险提示 .....                  | 11 |
| 插图目录 .....                    | 12 |

# 1 大盘成长反攻，新旧成长的“内战”

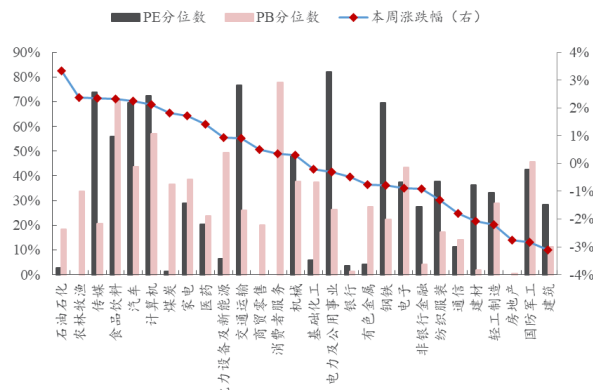
本周（2023年03月27日至31日，下同）主要宽基中创业板指和沪深300领涨，风格指数中大盘成长表现最佳，“沉寂”已久的公募重仓板块有所反攻。但从行业上看，其实并没有那么简单：不仅仅只有公募重仓的消费+电新板块领涨，而且传统能源（石油石化+煤炭）、TMT中的传媒和计算机同样表现不俗。这意味着当下市场存在三股势力：一个代表了过去的核心资产以及高景气度投资框架下的板块，一个是代表未来长期通胀中枢上移、产能价值抬升的板块，一个是代表了未来数字经济/人工智能产业趋势的板块。

图1：本周大盘成长反攻



资料来源：wind，民生证券研究院。注：分位数计算区间为有数据至今。

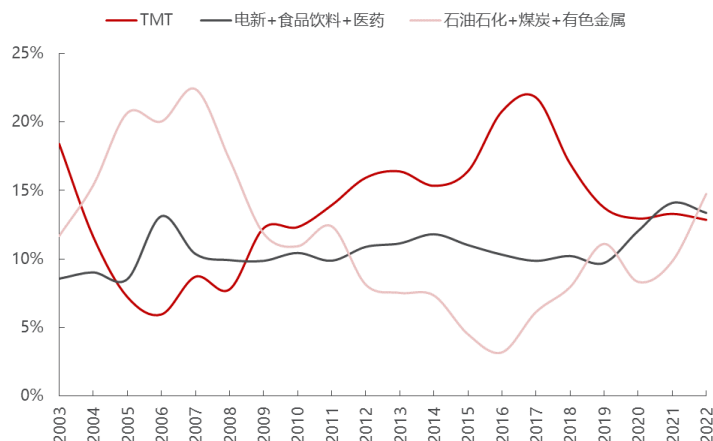
图2：行业上，能源、消费、传媒+计算机、电新领涨



资料来源：wind，民生证券研究院。注：分位数计算区间为有数据至今。

这三股势力中，其实第一个和第三个都是成长，二者之间的切换代表了新旧成长之间的“内战”，而第二个其实是价值-成长：通胀、利率中枢抬升之后更受益的价值-成长股，成长性来自于价格。可能由于过去参与成长股投资的投资者在不同成长之间切换相对容易，也更容易理解和形成共鸣，因此TMT行情来得如此猛烈，而价值-成长股的“崛起”似乎需要的“战线”更长，实现条件也更加苛刻。但至少对于价值-成长而言，当下市场认知与持仓开始有所松动，不失为积极的信号。

图3：TMT成长性企稳，公募重仓行业成长性回落，上游资源成长性仍在抬升



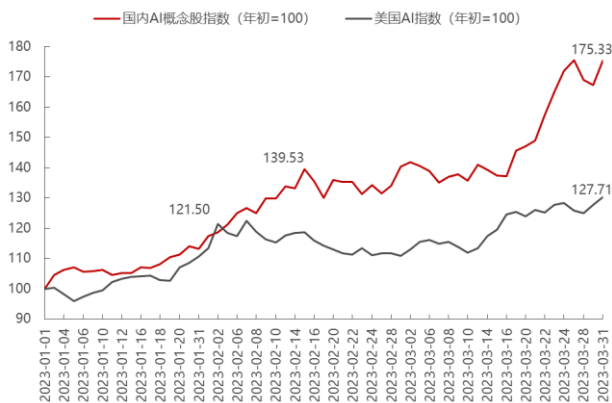
资料来源：wind，民生证券研究院。注：纵轴为行业成长性的暴露程度。

## 2 当下 TMT 的位置：“内战”可能远未结束

对于此次新旧成长的“内战”，我们认为可能远未结束，主要有以下三点原因：

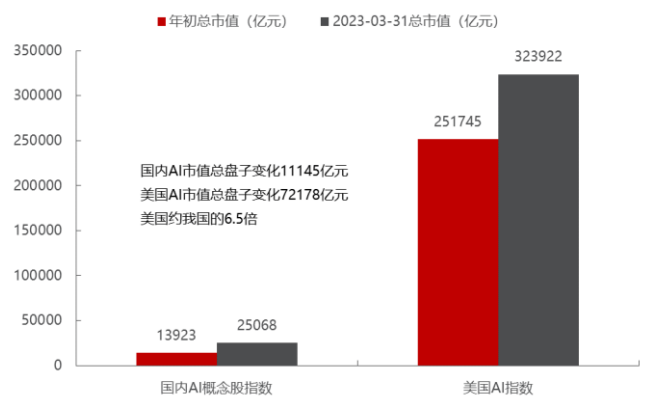
(1) 目前虽然国内的 AI 概念指数涨幅高于海外，但是从市值的绝对值扩张角度看，仍相比海外有较大差距。年初至今（截至 2023-03-31），美股 AI 指数上涨 27.71%，国内上涨 75.33%，美股走势领先于国内。虽然国内涨幅更高，但从市值扩张绝对值的角度来看，国内 AI 股票总市值增长远不及海外，总盘子小很多。

图4：国内 AI 概念指数追随美国 AI 指数上涨，但涨幅明显高于海外



资料来源：wind，民生证券研究院。注：国内 AI 概念指数=AIGC+AI 算力+CHATGPT 指数；美国 AI 指数包括微软、谷歌、脸书、英伟达、C3.AI。

图5：但从市值绝对值的角度来看，国内 AI 股票总市值的增长远远不及海外



资料来源：wind，民生证券研究院。注：国内 AI 概念指数=AIGC+AI 算力+CHATGPT 指数；美国 AI 指数包括微软、谷歌、脸书、英伟达、C3.AI。

(2) 无论是从估值的位置还是低位股的比例来看，TMT 都处于成长内部相对低估的状态。具体而言，综合各类估值指标来看，TMT 其实并不贵（各指标大多处于历史 50%以下分位数）；从细分行业来看，除了垂直应用软件和其他通信设备以外，其他细分行业其实都不贵。从低位股的角度去看：“腰斩”个股最多的集中与传媒与通信，而“十分之一”股也集中于传媒、通信、消费者服务和计算机。

图6：从主要的估值指标来看，当下 TMT 其实并不贵

| 代码                 | 801080.SI | 801750.SI | 801760.SI | 801770.SI |
|--------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 行业                 | 电子(申万)    | 计算机(申万)   | 传媒(申万)    | 通信(申万)    |
| PE 视角              |           |           |           |           |
| 当前PE               | 34.24     | 65.15     | 42.54     | 31.12     |
| PE分位数              | 20.62%    | 80.95%    | 33.74%    | 21.99%    |
| 过去5年PE中位数          | 34.79     | 54.26     | 30.97     | 37.19     |
| 过去10年PE中位数         | 46.63     | 55.28     | 38.88     | 40.69     |
| 2000年以来PE中位数       | 48.29     | 50.33     | 52.67     | 38.77     |
| PB 视角              |           |           |           |           |
| 当前PB               | 2.95      | 4.23      | 2.60      | 2.31      |
| PB分位数              | 30.31%    | 55.90%    | 17.68%    | 37.94%    |
| 过去5年PB中位数          | 3.30      | 3.78      | 2.31      | 2.33      |
| 过去10年PB中位数         | 3.57      | 4.17      | 3.02      | 2.64      |
| 2000年以来PB中位数       | 3.43      | 4.06      | 3.88      | 2.54      |
| PE-G 视角            |           |           |           |           |
| 预测PE-G             | 2.59      | 2.64      | 1.90      | 1.28      |
| ERP 视角             |           |           |           |           |
| 当前ERP              | 3.07%     | 1.68%     | 2.50%     | 3.36%     |
| ERP分位数             | 86.70%    | 49.70%    | 77.00%    | 83.10%    |
| CAPE 视角            |           |           |           |           |
| 当前CAPE             | 102.61    | 118.27    | 68.35     | 119.32    |
| CAPE分位数            | 8.10%     | 43.30%    | 24.50%    | 92.40%    |
| 过去5年CAPE中位数        | 160.93    | 121.47    | 100.56    | 78.20     |
| 2009年以来CAPE中位数     | 166.01    | 122.74    | 140.10    | 68.93     |
| 收益率-ROE 视角         |           |           |           |           |
| 截至2022年收益-年化ROE    | 0.44%     | -2.13%    | -1.80%    | -2.60%    |
| 当前年度收益-预测ROE       | 3.11%     | 25.44%    | 23.08%    | 19.69%    |
| 2019-2023年收益-年化ROE | 6.38%     | 3.93%     | 0.85%     | -0.70%    |

资料来源：wind，民生证券研究院。注：数据均截至 2023-03-31。分位数的数据为自有数据以来。

图7：从细分行业来看，除了极个别行业外，估值都不贵

| 所属产业链 | 板块         | 代码        | PE  | PE历史分位数 | PB   | PB历史分位数 | PS    | PS历史分位数 | 对应龙头企业 |
|-------|------------|-----------|-----|---------|------|---------|-------|---------|--------|
| 应用层   | 电视广播       | 859951.SI | 38  | 41.50%  | 1.11 | 11.33%  | 3.08  | 34.87%  | 华数传媒   |
| 应用层   | 门户网站       | 857674.SI | 92  | 54.92%  | 4.69 | 28.60%  | 9.93  | 59.29%  | 人民网    |
| 应用层   | 游戏         | 857641.SI | 47  | 46.83%  | 3.35 | 39.20%  | 5.63  | 50.93%  | 三七互娱   |
| 应用层   | 通信应用增值服务   | 852214.SI | 208 | 98.40%  | 3.25 | 40.29%  | 3.23  | 15.93%  | 平治信息   |
| 应用层   | 垂直应用软件     | 851041.SI | 99  | 82.84%  | 6.03 | 73.33%  | 5.17  | 58.45%  | 上海联联   |
| 应用层   | 品牌消费电子     | 850853.SI | 30  | 31.13%  | 4.55 | 89.21%  | 2.44  | 47.40%  | 传音控股   |
| 应用层   | 其他电子       | 850841.SI | 26  | 5.03%   | 3.01 | 17.66%  | 0.95  | 28.01%  | 厦门信达   |
| 应用层   | 分立器件       | 850812.SI | 40  | 17.07%  | 3.70 | 51.96%  | 3.19  | 22.01%  | 闻泰科技   |
| 应用层   | 数字媒体       | 801767.SI | 67  | 30.78%  | 4.11 | 24.74%  | 6.65  | 42.01%  | 芒果超媒   |
| 应用层   | 影视院线       | 801766.SI | 152 | 99.79%  | 2.81 | 37.89%  | 5.59  | 51.12%  | 万达电影   |
| 应用层   | 广告营销       | 801765.SI | 40  | 27.40%  | 3.24 | 32.88%  | 1.86  | 26.46%  | 分众传媒   |
| 技术层   | 横向通用软件     | 851042.SI | 177 | 85.20%  | 5.90 | 43.61%  | 8.38  | 53.57%  | 科大讯飞   |
| 技术层   | 其他计算机设备    | 850703.SI | 53  | 62.40%  | 3.15 | 35.08%  | 2.47  | 62.64%  | 浪潮信息   |
| 技术层   | 安防设备       | 850702.SI | 29  | 21.97%  | 4.81 | 18.93%  | 4.23  | 17.78%  | 海康威视   |
| 基础层   | IT服务       | 852226.SI | 61  | 80.93%  | 3.25 | 34.66%  | 2.41  | 35.38%  | 神州数码   |
| 基础层   | 通信工程及服务    | 852213.SI | 102 | 87.39%  | 2.87 | 39.71%  | 2.19  | 14.10%  | 三维通信   |
| 基础层   | 其他通信设备     | 851027.SI | 73  | 92.79%  | 3.06 | 59.74%  | 5.93  | 95.10%  | 东方通信   |
| 基础层   | 通信终端及配件    | 851026.SI | 41  | 27.01%  | 5.29 | 76.50%  | 3.69  | 68.52%  | 移远通信   |
| 基础层   | 通信线缆及配件    | 851025.SI | 32  | 51.43%  | 2.11 | 38.03%  | 1.43  | 37.40%  | 亨通光电   |
| 基础层   | 通信网络设备     | 851024.SI | 28  | 22.33%  | 2.90 | 34.46%  | 1.84  | 67.43%  | 中兴通讯   |
| 基础层   | 消费电子零部件及组装 | 850854.SI | 27  | 17.89%  | 2.99 | 17.63%  | 1.04  | 26.30%  | 工业富联   |
| 基础层   | 面板         | 850831.SI | 28  | 21.37%  | 1.35 | 12.91%  | 0.86  | 8.89%   | 京东方A   |
| 基础层   | 被动元件       | 850823.SI | 39  | 23.04%  | 3.37 | 54.60%  | 5.15  | 87.35%  | 商络电子   |
| 基础层   | 半导体设备      | 850818.SI | 65  | 27.67%  | 7.04 | 65.90%  | 10.12 | 59.29%  | 北方华创   |
| 基础层   | 集成电路封装     | 850817.SI | 29  | 10.93%  | 2.43 | 27.30%  | 2.17  | 46.86%  | 长电科技   |
| 基础层   | 模拟芯片设计     | 850815.SI | 58  | 21.04%  | 6.31 | 69.19%  | 12.24 | 65.43%  | 汇顶科技   |
| 基础层   | 数字芯片设计     | 850814.SI | 37  | 4.67%   | 6.37 | 63.53%  | 7.59  | 80.61%  | 韦尔股份   |
| 基础层   | 半导体材料      | 850813.SI | 54  | 15.82%  | 4.42 | 50.25%  | 3.87  | 15.08%  | 有研新材   |
| 基础层   | 集成电路制造     | —         | 33  | 29.70%  | 3.07 | 24.30%  | 8.01  | 29.70%  | 中芯国际   |
| 基础层   | 电信运营商      | —         | 17  | 22.30%  | 1.44 | 41.70%  | 1.50  | 78.40%  | 中国移动   |

资料来源：wind，民生证券研究院注：数据均截至 2023-03-31。分位数的数据为自有数据以来。龙头企业为行业内营收第一的上市公司。

**图8：整体来看 TMT 中除了电子以外，传媒/通信/计算机的低位股占比明显高于其他赛道型行业**

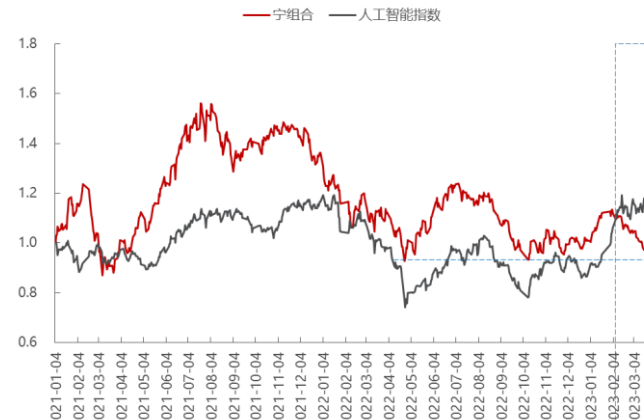
| 截至2023-03-31 | 当前股价/最高股价低于50%的比例 | 当前股价/最高股价低于30%的比例 | 当前股价/最高股价低于10%的比例 |
|--------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| <b>传媒</b>    | 81.21%            | 44.97%            | 6.04%             |
| <b>通信</b>    | 68.75%            | 32.81%            | 3.91%             |
| 消费者服务        | 65.45%            | 36.36%            | 3.64%             |
| 医药           | 64.24%            | 26.40%            | 1.04%             |
| 电力设备及新能源     | 62.79%            | 19.27%            | 0.33%             |
| <b>计算机</b>   | 59.76%            | 27.22%            | 2.07%             |
| 机械           | 57.05%            | 22.06%            | 0.50%             |
| 食品饮料         | 54.20%            | 14.50%            | 0.00%             |
| 国防军工         | 52.25%            | 14.41%            | 0.00%             |
| <b>电子</b>    | 49.07%            | 12.27%            | 0.46%             |

资料来源：wind，民生证券研究院

**(3) 新势力的行情结束可能是以旧势力“破位”为信号的。**当下人工智能类似于成长股内部的“反高景气”势力，与宁组合出现了背离，这种现象在 2021 年 8-9 月也曾出现过：当时的上游资源股与茅指数也出现了背离。当茅指数破位之后，上游也见顶回落了。有意思的是，2021 年市场的主线既不是茅指数也不是强周期，而是新能源。

**图9：2021 年 9 月茅指数破位，上游也冲顶回落**


资料来源：wind，民生证券研究院

**图10：这一轮人工智能指数与宁组合也出现了背离**


资料来源：wind，民生证券研究院

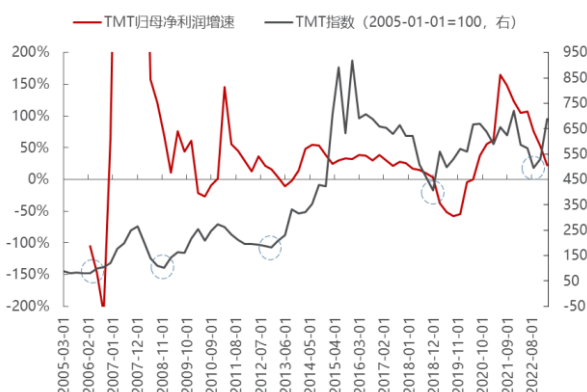
### 3 成长股股价可以抢跑业绩多久？

当下成长股投资者对于新旧成长的核心分歧在于业绩：以电新、食品饮料、医药为代表的传统赛道型行业，过去它们已经证明了自己的盈利能力；而对于 TMT 而言，新的产业趋势才刚开始，在产品没有大量渗透之前，要证明业绩的持续增长可能需要较长的时间，股价与业绩之间就存在时滞。问题在于这个时滞最长是多久？

这里我们选取 TMT、高端制造（电新、机械设备、国防军工）、消费成长行业（食品饮料、医药）作为分析样本，分别从净利润增速、ROE 的视角去分析它们业绩与股价之前的领先滞后关系。

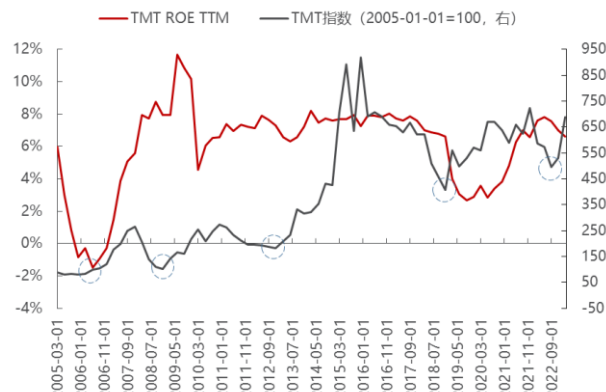
(1) 对于 TMT 而言，2005 年以来股价底部基本上领先净利润增速/ROE 的底部 1-2 个季度。这一轮股价底部为 2022 年 Q3，所以如果历史规律重复的话，那么本轮 TMT 行情持续的一个条件是其盈利底部反弹要在 2023 年 Q2 见到。

图11: TMT 股价的底部领先归母净利润增速底部多为 1-2 个季度 (除了 2018Q4-2019Q3 为 3 个季度)



资料来源: wind, 民生证券研究院

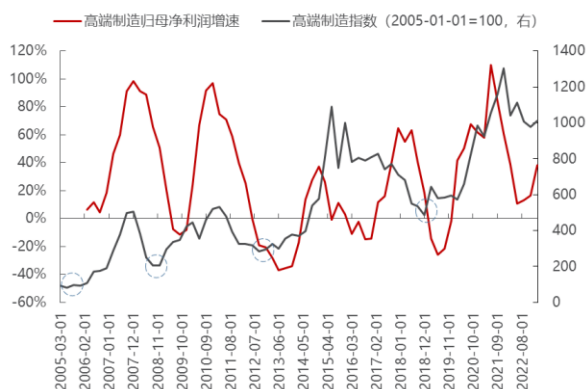
图12: TMT 股价的底部领先 ROE 的底部多为 1-2 个季度 (除了 2018Q4-2019Q3 为 3 个季度)



资料来源: wind, 民生证券研究院

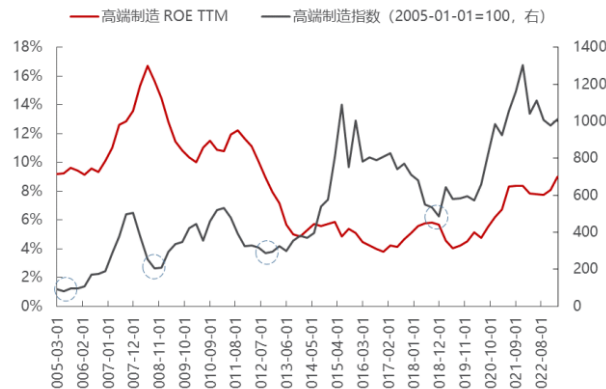
(2) 对于高端制造而言，2005 年以来股价的底部基本上领先净利润增速/ROE 的底部至少半年以上，比 TMT 的时滞还要长。

图13: 高端制造股价的底部领先归母净利润增速底部多为 0.5-1 年



资料来源: wind, 民生证券研究院

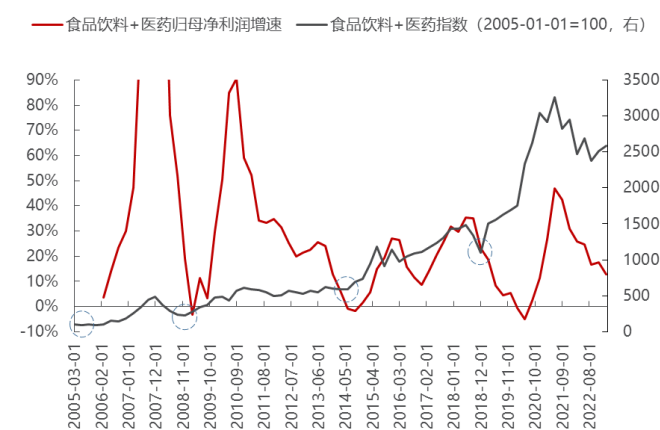
图14: 高端制造股价的底部领先 ROE 的底部至少在半年以上



资料来源: wind, 民生证券研究院

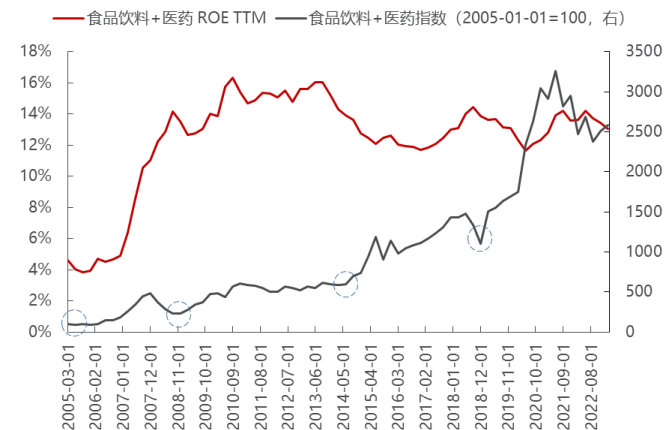
(3) 对于消费成长行业（食品饮料+医药）而言，股价底部确实也领先于净利润增速/ROE，但领先时间并无明显规律，可能很短也可能很长，参考意义不大。

图15：消费成长行业股价领先净利润增速，但时长不定



资料来源：wind，民生证券研究院

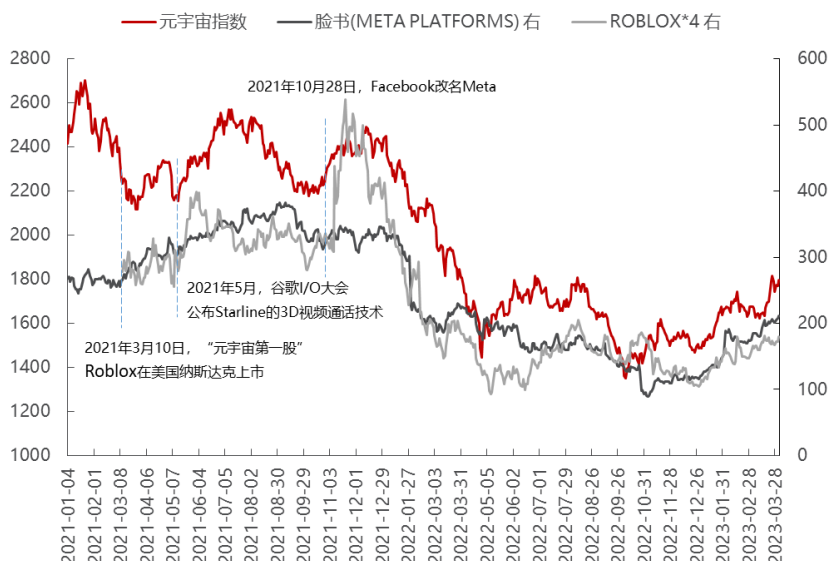
图16：消费成长行业股价领先 ROE，但时长不定



资料来源：wind，民生证券研究院

此前成长股抢跑业绩失败的案例是“元宇宙”：2021年3月10日随着“元宇宙第一股”Roblox在美国纳斯达克上市，宣告元宇宙行情启动。随后有关元宇宙的催化事件不断：比如2021年5月谷歌I/O大会公布Starline的3D视频通话技术、2021年10月28日脸书宣布改名为Meta等，而且从搜索指数上看国内外对元宇宙的关注从2021年9月之后开始抬升，一直持续到2022年1月，但元宇宙的股票行情其实在2021年12月中下旬就见顶结束了。随后在2022年2月随着Meta和Roblox相继披露2021年年报，用户增速远不及预期，运营部门大幅亏损，在财报公布当天两者股价均下跌超过20%。元宇宙的行情与关注度都开始大幅下行。所以投资者可以拥抱更遥远的未来，但最终还是需要实实在在的基本面支撑行情持续。

图17：2021年3-12月，元宇宙也曾是市场想象中的未来，催化事件不断



资料来源：wind，民生证券研究院

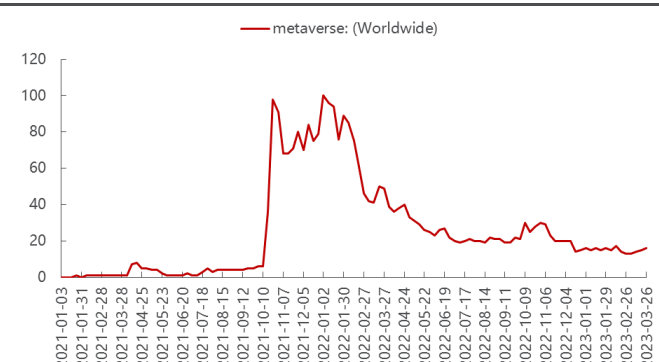
图18: 国内对元宇宙的关注度从 2021 年 9 月大幅抬升, 一直到 2022 年 1 月回落, 随后一直下行

地域范围 全国 设备来源 PC+移动 时间范围 2021-01-01 ~ 2023-04-01



资料来源: 百度, 民生证券研究院

图19: 国外对于元宇宙的关注是从 2021 年 10 月开始启动, 随后在 2022 年 1 月回落, 一直下行



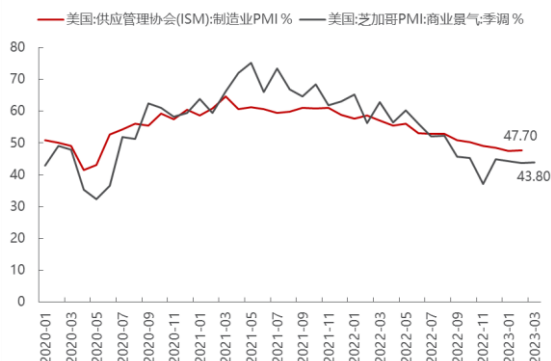
资料来源: wind, 民生证券研究院

## 4 变局前夜：新的力量正在凝聚

当成长“内战”之时，投资者其实不应该忽视一股新的力量正在凝聚：在美国重返滞胀、货币效率下降、人民币国际化的大背景下，传统资源与重资产行业正在走向重估之路。

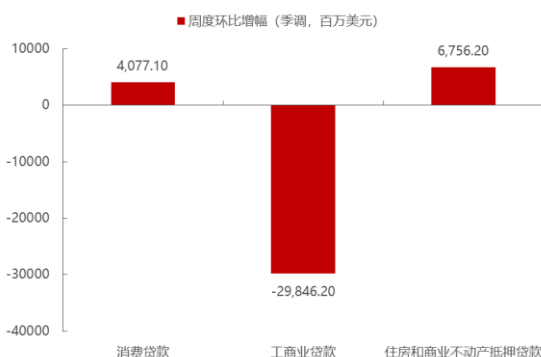
(1) 美国经济正在重返“滞胀”。一方面，美国 3 月 PMI 有所反弹，芝加哥 PMI 从 43.6 上行至 43.8；另一方面，虽然商业银行的贷款总量仍在下降，但从结构上看，住宅和商业地产贷款以及消费贷反而有所增长。

图20：3 月美国芝加哥 PMI 有所反弹，从 43.6 上行至 43.8



资料来源：wind，民生证券研究院

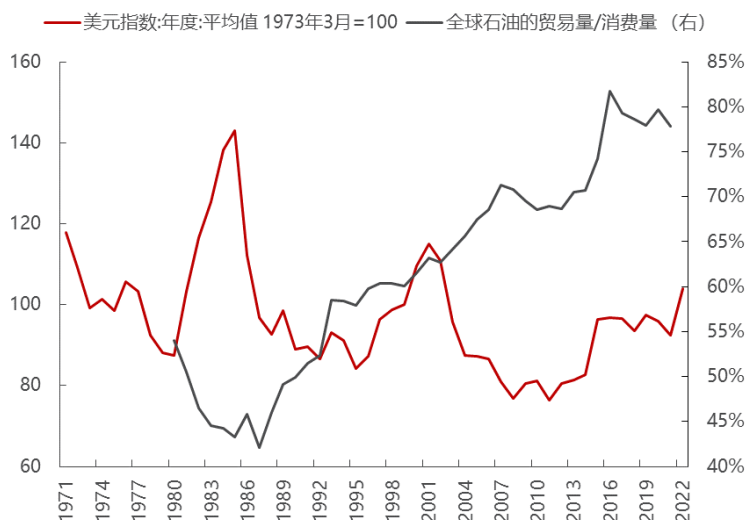
图21：美国商业银行贷款中，主要是工商业贷款下降较多，而消费和不动产信贷仍在环比扩张



资料来源：wind，民生证券研究院

(2) 美元 VS 商品（以原油为代表）：历史上看 1980 年以来美元指数与原油贸易在大部分时刻都存在明显的负相关关系，这意味在过去很长一段时间美元作为全球货币的存在，在它贬值的时候其实反而促进了商品之间的贸易，解决了大多数资源品空间错配的问题。但其实这也意味着一旦美元持续贬值，商品有可能成为替代美元的中间货币，商品的产能价值将会叠加金融属性而被放大。

图22：美元指数与原油贸易在大部分时候都存在明显的负相关关系



资料来源：wind，民生证券研究院

(3) **人民币国际化带来的资产重估**：我国正在加强以沙特和巴西为代表的资源国的国际合作。一方面沙特阿美近期频频出手，加强与我国石化产业的合作，包括建立合资公司（在我国辽宁省盘锦市设立合资公司——华锦阿美石化有限公司，并设大型炼油化工联合装置）、参股 A 股石化企业（溢价近 90%入股荣盛石化）、与地方签署战略合作协议（与广东省签署合作备忘录，备忘录提出在多个领域探索投资机会的合作框架，包括能源合作、研究与创新、产业项目、金融合作、人才交流等方面）等；另一方面，中国和巴西 2023 年初签署了在巴西建立人民币清算安排的合作备忘录，旨在促进双边的贸易投资便利化。人民币的国际化不仅仅加强了我国与这些资源国家的贸易联系，与此同时也使得这些资源国能够更方便地来我国投资，这将会使得与资源相关的行业以及与基础设施建设相关的重资产行业迎来新的重估机遇。**在资源国来看，中国最有吸引力的并非高科技行业，而是大量与资源可以进行深度合作的重资产行业，大量产业资本和境外的增量资金可能是扭转市场对于部分重资产行业以景气驱动进行投资的重要力量。**

另一个值得关注的是投资者往往在市场波动率下行时期去寻找结构性的机会，基于的前提是既然没有 $\beta$ 就去寻找 $\alpha$ ，但问题在于一旦波动率下行到历史极端水平，未来可能就存在均值回归的可能。而在市场的波动中，恰恰也是孕育主线的阶段。所以当市场忙于成长“内战”时，其实投资者也可以选择另一股新的力量，坐收“渔翁之利”。

**图23：当前 50/300/1000 指数的波动率处于历史较低位置，未来存在反转的可能**



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

**1) 历史复盘并不代表未来。**文中有关成长股投资的历史规律复盘并不意味着一定在未来会重复。

**2) 指数可比性不足。**文中对于 TMT、高端制造、消费以及元宇宙都进行了对比分析，但可比性可能存在不足。

**3) 海外通胀超预期回落。**如果海外通胀不及预期，大幅回落，则会影响市场对于长期通胀的预期，通胀的逻辑可能会被证伪。

## 插图目录

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1: 本周大盘成长反攻.....                                                    | 3  |
| 图 2: 行业上, 能源、消费、传媒+计算机、电新领涨 .....                                     | 3  |
| 图 3: TMT 成长性企稳, 公募重仓行业成长性回落, 上游资源成长性仍在抬升 .....                        | 3  |
| 图 4: 国内 AI 概念指数追随美国 AI 指数上涨, 但涨幅明显高于海外 .....                          | 4  |
| 图 5: 但从市值绝对值的角度来看, 国内 AI 股票总市值的增长远远不及海外 .....                         | 4  |
| 图 6: 从主要的估值指标来看, 当下 TMT 其实并不贵 .....                                   | 4  |
| 图 7: 从细分行业来看, 除了极个别行业外, 估值都不贵 .....                                   | 4  |
| 图 8: 整体来看 TMT 中除了电子以外, 传媒/通信/计算机的低位股占比明显高于其他赛道型行业 .....               | 5  |
| 图 9: 2021 年 9 月茅指数破位, 上游也冲顶回落 .....                                   | 5  |
| 图 10: 这一轮人工智能指数与宁组合也出现了背离 .....                                       | 5  |
| 图 11: TMT 股价的底部领先归母净利润增速底部多为 1-2 个季度 (除了 2018Q4-2019Q3 为 3 个季度) ..... | 6  |
| 图 12: TMT 股价的底部领先 ROE 的底部多为 1-2 个季度 (除了 2018Q4-2019Q3 为 3 个季度) .....  | 6  |
| 图 13: 高端制造股价的底部领先归母净利润增速底部多为 0.5-1 年 .....                            | 6  |
| 图 14: 高端制造股价的底部领先 ROE 的底部至少在半年以上 .....                                | 6  |
| 图 15: 消费成长行业股价领先净利润增速, 但时长不定 .....                                    | 7  |
| 图 16: 消费成长行业股价领先 ROE, 但时长不定 .....                                     | 7  |
| 图 17: 2021 年 3-12 月, 元宇宙也曾是市场想象中的未来, 催化事件不断 .....                     | 7  |
| 图 18: 国内对元宇宙的关注度从 2021 年 9 月大幅抬升, 一直到 2022 年 1 月回落, 随后一直下行 .....      | 8  |
| 图 19: 国外对于元宇宙的关注是从 2021 年 10 月开始启动, 随后在 2022 年 1 月回落, 一直下行 .....      | 8  |
| 图 20: 3 月美国芝加哥 PMI 有所反弹, 从 43.6 上行至 43.8 .....                        | 9  |
| 图 21: 美国商业银行贷款中, 主要是工商业贷款下降较多, 而消费和不动产信贷仍在环比扩张 .....                  | 9  |
| 图 22: 美元指数与原油贸易在大部分时候都存在明显的负相关关系 .....                                | 9  |
| 图 23: 当前 50/300/1000 指数的波动率处于历史较低位置, 未来存在反转的可能 .....                  | 10 |

## 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