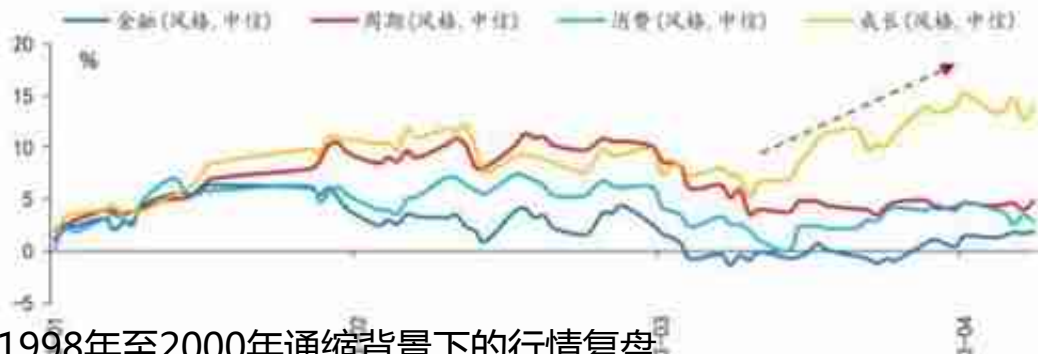


- 1、上世纪九十年代以来国内主要经历了两轮通缩，分别为1998年至2000年以及2013年至2015年，均形成了成长风格的结构性价行情，前者为互联网时代趋势下以网络科技产业为主线的“519”行情，后者为移动互联网浪潮下创业板的结构性大牛市。
- 2、从成因来看，两轮通缩均源于经济偏弱，亟需新的动能，解决通缩的方式都是寻找新的增长点，通过改革和宽松提振市场信心。在此背景下，新兴产业趋势与政策预期共振，无风险利率下行支撑估值行情，成长牛孕育而生。
- 3、通缩环境下景气行业的稀缺是促成成长牛的重要外部因素，物价水平的回落多与有效需求不足相关，在传统周期行业景气低迷的环境下，产业周期上行的成长行业优势凸显。
- 4、平稳的经济预期是通胀环境下成长行情延续的基础，在两轮通缩时期，由稳增长政策发力与利空事件发酵带来的经济预期大幅波动，是导致市场风格向价值阶段性平衡的主要因素。
- 5、今年以来，国内亦处于低通胀与弱复苏环境，经济总量预期走平与产业结构性景气高企的对比鲜明，AI产业的兴起与国内发展数字经济的政策方针形成共振，成长风格的结构性价行情应运而生，在此背景下，TMT板块大概率将是年度主线，建议关注当前估值修复空间较大的半导体板块，医药生物在成长风格行情中亦具备配置价值。

风险提示：

全球疫情反复、海外通胀超预期、美国流动性危机升级、地缘政治扰动加剧、产业政策推进速度不及预期、比较研究的局限性、历史数据仅供参考、重点关注公司业绩不达预期风险等。

图 1：今年以来市场整体表现为成长风格的结构性价行情，3月中旬之后成长风格与市场整体的分化逐步拉大



1.1、1998年至2000年通缩背景下的行情复盘

1998年至2000年中国经济整体处在下行期的低谷，这一时期有效需求不足或是导致通缩的主要原因。

1998年至2000年中国经济整体处于经济长周期的底部，1998年GDP同比从前值9.24%进一步回落至7.85%，1999年降至最低值7.66%，2000年才开始企稳回升。受1997年亚洲金融危机影响，1998年外需较此前大幅走弱，出口、外商直接投资均低迷。消费继续走弱，社零增速再下一个台阶，跌落至10%以下。企业投资意愿较低，去库存周期也尚未走完。此外，较多行业产能过剩，大中型国企多数盈利转负，小企业亏损加剧，生产经营状况整体恶化，逃废债现象普遍，而在当时金融体制改革的背景下，银行所受监管趋严，已经背负了高不良率的银行较为“惜贷”，企业获取贷款难度加大，信用环境偏紧，M2增速持续偏低。物价方面，1998年CPI开始下行至负增长区间，PPI大幅下探，通缩压力直至2000年初，随着经济的企稳才有所缓解。综合来看，这一时期有效需求不足或是导致通货紧缩的主要原因。

1998年至2000年政策环境整体友好，财政货币转向积极，利率较为宽松，此外国内扩内需、调结构的诉求强烈，以“国企三年脱困”为重点的各项改革进一步加快，经济发展不断寻找新的引擎，市场利好催化较多，预期由弱逐步转强，风险偏好企稳回升。

随着经济进一步下行，宏观环境也从“控通胀”变为了“防通缩”，为了稳定经济，这一时期的财政货币政策均转向了积极，基建投资方面有所拉动，此外1998年8月还发行了2700亿特别国债；1998年3月和1999年11月两次降准，法定存款准备金率下调幅度高达7个百分点，1998年先后进行了三轮降息，1999年6月再次降息，中长期贷款利率（3-5年）总计下降387个BP至6.03%，政策利率较为宽松。此外，随着旧产能的效益严重下滑，中国谋求经济转型的诉求更加强烈，以“国企三年脱困”为重点的各项改革进一步加快，经济结构调整力度继续加大，在此期间各类公司进行资产重组的动作频频。整体来看，这一时期所处的宏观环境使得市场预期逐步转强，风险偏好整体企稳回升。这一时期也恰逢全球互联网科技等产业蓬勃发展，新兴产业所受到的市场关注度越来越高。

“有效需求不足+积极财政货币政策”组合下，叠加证券业利好政策催化，A股著名的“519”行

情于1999年5月启动，网络科技产业为行情主线。

随着通缩背景下出台的各项利好政策陆续发酵以及部分经济数据出现了企稳迹象，市场预期有所转强，而A股已经长期处于低估值状态，具备上涨基础。1999年5月初，证监会向国务院提出《关于进一步规范和推进证券市场发展的若干政策的请示》，主要包括改革股票发行体制等六项盘活市场的政策建议，不久便得到正式批准。此外，1999年5月18日，证监会在北京召开专项会议，向八大证券公司传达总理关于资本市场的八点意见，包括要求基金入市，降低印花税，允许商业银行为证券融资等。随着5月19日起场外资金不断涌入，市场情绪开始点燃，在此背景下519

行情正式启动，5月19日至6月29日上证指数上涨64.1%。这一阶段行情的主线是网络科技，从全球视角来看，90年代为全球网络科技加速发展的时期，随着DotCom商业模式兴起，互联网软件和门户网站等网络科技公司纷纷上市，美股迎来科技股大繁荣，而519行情前，纳斯达克指数半年内上涨了36.2%，网络科技概念也随之席卷中国，519行情期间，30个交易日股价翻倍的股票共77只，按照申万一级行业分类，主要集中在计算机行业（9只）、电子行业（8只）、传媒行业（5只）和通信行业（4只），翻倍股个数在全行业名列前茅。

尽管519行情短期主线为网络科技，但其缺乏业绩支撑，主要是估值提升，随着经济预期再度转弱以及市场利空出现，519短期行情结束，此后6个月市场先震荡后下行，期间市场表现更回归基本面，前期强势行业在2000年初才再度回归。

519行情中许多股票上涨缺乏业绩支撑，如通信行业四只翻倍股中有三家公司1999年中报归母净利润增速为负。总体而言，519行情是政策推动以及美国互联网概念催化的结果，并无业绩支撑。随着全市场估值不断抬升，市场对利空更为敏感，获利了结情绪开始上升，伴随着7月1日《证券法》的实施，市场转为震荡回调，9月随着“国有股减持”利空发酵以及经济数据相对不及预期，市场开始呈单边下行直到年底。整个回调持续了约半年，期间市场表现更回归基本面，从wind一级行业分类来看，信息技术业跌幅最大，下跌28.1%，而业绩表现最为亮眼的医疗保健业则仅下跌10.8%，同期上证指数下跌约19.1%。随着2000年经济预期转好、通缩压力阶段性缓解，市场也已回调到位，前期强势的行业如信息科技、工业再度开启了一轮大幅上涨，此外消费等行业在此时期也表现亮眼。

图 5: 1998-1999 年制造业投资低迷

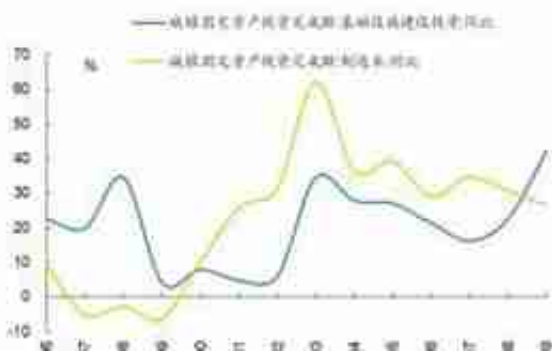
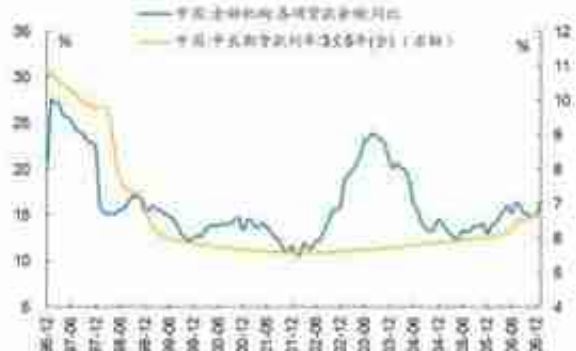


图 6: 1998-2000 年利率宽松，信贷增速浅 V 型回升



2013-2015年我国在持续通缩的背景下，我国实施相对宽松的货币政策和积极的财政政策，流动性持续宽松和风险偏好改善。

一方面，货币政策方面，由于2013-2015年PPI当月同比大部分时间为负数，而在我国经济内外需持续疲弱的背景下，央行货币政策宽松的空间较大，2014年4月和6月央行2次定向降准拉开了货币宽松的序幕，节奏从2014年11月至2015年12月，央行6次降息，4次下调存款准备金率；另一方面，2013-2015年财政政策持续积极，2013-2015年《政府工作报告》持续上调赤字率水平，2013年强调赤字率维持在2%左右，2014年将赤字率上调至2.1%，2015年再上调至2.3%，中央和地方债发行规模持续提升，为“一带一路”等战略的实施奠定基础。

图 10: 2013 年至 2015 年成长占优的主线为 TMT，计算机、传媒、通信领涨



资料来源: Wind, 国海证券研究所

表 1: 成长阶段性占优时期领涨行业由 2013 年的传媒切换至 2015 年的计算机

时间区间		前十大行业涨幅 (%)										
2013/2/1	2013/12/31	传媒	计算机	环保	电子	家用电器	通信	电力设备	医药生物	轻工制造	社会服务	
		91.2	57.8	43.8	35.5	27.7	26.5	23.0	22.4	16.0	15.2	
2015/1/1	2015/5/31	计算机	传媒	轻工制造	通信	纺织服装	机械设备	电力设备	电子	国防军工	社会服务	
		176.1	138.6	123.6	119.4	118.1	107.9	107.6	107.4	104.6	95.0	

2、三因素关键变化跟踪及首选行业

2.1、经济、流动性、风险偏好三因素跟踪的关键变化

从最新的经济高频数据来看，生产端开工率有所分化，需求端地产环比回落，汽车消费4月开局良好，外

需方面的领先指标韩国出口降幅收窄。

从生产端来看，各项开工率有所分化，4月第2周唐山高炉开工率较上周回升，产能利用率继续提升，轮胎开工率则有所回落。需求端方面，由于2022年3-4月受到上海疫情的影响，2023年4月1日-4月13日30大中城市商品房成交面积同比上升21.76%，地产销售环比有所趋弱。从汽车销售来看，4月1-9日，乘用车市场零售32.8万辆，同比去年同期增长47%，较上月同期增长8%。从出行的情况来看，四大一线城市地铁客运量维持高位。从外需来看，韩国4月前10日出口额同比下降8.6%，降幅较3月有所收窄。

国内市场

利率窄幅波动，美

债利率和美元指数小幅回升，外资整体流入。

从国内市场利率来看，近期国内十债利率在2.82%左右窄幅波动，国内流动性整体维持较为充裕的状态，短端利率围绕2%的逆回购政策利率震荡。海外方面，十年期美债收益率小幅上行至3.45%，实际利率和通胀预期均小幅回升。汇率方面，美元指数持续走低，人民币汇率小幅升值至6.87左右。从市场流动性来看，外资在本周总体呈现流入的状态。

本周市场分化，消费领跌，风险偏好维持高位。

过去一周A股呈现分化的态势，各类风格中，稳定类涨幅最大，消费领跌，风险偏好整体维持高位，日度成交金额维持在1.1万亿元左右。

2.2、二季度行业配置：电子、传媒、医药生物

行业配置的主要思路：

二季度伴随业绩窗口期的到来，市场表现将更贴合业绩的相对优势，维持TMT是全年主线的判断，并建议关注短期维度业绩可能超预期的部分消费板块。行业配置上看好大概率为全年主线的安全资产，以及阶段性存业绩存在超预期可能性的部分消费板块，包括1)安全资产领域，在二十大报告利好政策和ChatGPT引发新一轮技术革命的双核驱动下，半导体、软件开发、计算机等TMT行业有望成为全年主线；2)AIGC为行业发展带来新机遇，软件及内容板块景气度持续提升；3)业绩可能

超预期的部分消费板块，根据我们的专题报告《一季报有何看点》梳理，消费板块中

金银

珠宝、中

西药等领域一季报

业绩有望体现出相对优势。二季度首选行业为电子、传媒、医药生物。

•

电子

支撑因素之一：Chat

GPT可接入插件促进算力芯片需求提高。

2023年3月ChatGPT宣布支持第三方插件，第一批三方插件包含了11种类型，包括出行、购物、办公等场景。同时，推出了网络浏览器和代码解释器两款插件并开源了知识库检索插件的代码，将近一步增加其应用场景。随着人工智能应用的发展，庞大的算力需要硬件的支撑，算力芯片将在此背景下受益。

支撑因素之二：半

导体国产替代持续演绎，封装建设快速增长。

在晶圆市场供给有限、新产能未释放的背景下，晶圆代工厂扩产将增加半导体晶圆用量需求。在美国与荷兰的出口限制下，我国半导体领域国产替代也将持续演绎。同时，国内外公司目前在Chiplet的封装方面已取得初步成果并将继续扩大投资进行封装项目的建设，市场规模有望快速增长。

支撑因

素之三：受益

于华为新产品发布，消费电子产品需求有望快速增长。

2023年3月23日，华为发布新手机P60，并带来全新智慧搜图功能，基于多模态大模型技术，在手机端侧对模型进行小型化处理，在业界率先实现了首创的、精准的自然语言手机图库搜索体验。同时，其拥有最薄折叠屏并支持双向北斗信息等新功能，新特性有望促进消费电子需求提升。

标的：晶方科技、华峰测控、海光信息、立讯精密等。

•

传媒

支撑因素之一：AIGC为行业发展带来新机遇。

互联网内容正在从娱乐化走向知识化，AI技术的飞速发展，将会进一步激发知识类视频的快速增长，质量与产量，都将飞速提升。过去，创作者需要花费大量时间在知识信息的检索、筛选、编辑和视频内容的后期制作剪辑上，未来借助AI的力量，人力与时间成本都会大幅降低，创作者可以将精力完全聚焦于核心创意的思考生成，将会带来内容创作生态的极大丰富。

支撑因素之二：随着版号发放恢复正常，游戏市场开始复苏。

2023年3月23日，国家新闻出版署发布游戏审批结果，共86款游戏获得游戏版号。截至2023年3月，已经有261款国产游戏获得游戏版号。同时，今年，腾讯《黎明觉醒：生机》和网易的《逆水寒手游》等游戏版号获批，有望带动游戏市场复苏。

支撑因素之三：疫情影响近一步减弱，影视院线市场逐渐回暖。

2023年3月份总共有39部新片上映，不仅数量超过去年同期，口碑和票房也有提升。截至3月30日，3月的单月票房达18.1亿元人民币：3月10日上映的《保你平安》4.8亿元，同日上映的《回廊亭》1.9亿元，24日上映的《铃芽之旅》也已创造3.8亿的成绩。同时，截至2023年3月30日，中国2023年累计票房已达157亿元，新片数量、上座率等显著回升。

标的：恺英网络、三七互娱、捷成股份、昆仑万维等。

•

医药

支撑因素之一

：政策利好催化企业业绩释放，中药行业有望迎来戴维斯双击。

2023年2月28日国务院办公厅印发了《中医药振兴发展重大工程实施方案》，该实

实施方案的发布标志国家推进中医药发展工作进入新阶段，中医药产业将更加明显地获益：中医药人才培养、服务体系建设和中西医协同工程将显著增加中医药服务的供给量，中医药文化弘扬和开放发展工程将促进国内和海外的中医药需求提升。操作性更强的《实施方案》，将加速政策利好向企业业绩的转化，中药企业业绩和估值有望同步提升。

支撑因素之二：连锁药店持续扩张是大趋势。

我国目前零售药店数量较多，集中度和连锁化率较低。但随着新医改的不断推进以及新版GSP推行，行业集中化成为未来医药零售行业发展的趋势。零售药店行业集中度提升是大趋势，而扩张是头部连锁药店的必选之路。全国空白市场仍旧空间较大，对于头部连锁药店而言，无论是自建、并购还是加盟的方式，依靠资本和品牌加速拓展大有可为。

支撑因素

之三：医疗设备公

司将在大型医药设备配置证限制放松

中受益。

2023年3月，卫健委发布《大型医用设备配置许可管理目录（2023年）》，与2018年版目录相比，管理品目由10个调整为6个，其中，甲类由4个调减为2个，乙类由6个调减为4个。在此政策下，可以促进大型医疗设备资源科学配置，有望推动大型医用设备进一步扩容。

标的：同仁堂、华润三九、益丰药房、联影医疗等。