

策略周评 20230604

如何看待 TMT 成交占比再次突破 40%

2023 年 06 月 04 日

■ “拥挤度博弈”策略或将失效

5 月 29 日以来，TMT 板块成交额再度进入 40% 以上的关键区间，接近今年 3 月下旬~4 月下旬出现的“TMT 成交高度拥挤”区间（成交额占比整体超过 40%），而 4 月下旬“高交易拥挤度”后迎来长达 1 个月的板块回调，部分投资者较为关心当下 TMT 板块交易拥挤度是否已经进入到类似于 4 月初的“成交拥挤”的危险区间。

今年 AI 与数据要素催化的 TMT 行情中，在 4 月前有不少投资者认为本轮行情偏向于主题交易性质，持续时间不确定性较大，但近期英伟达业绩超预期等事件出现，使得越来越多的投资者认为本轮 AI 行情从主题交易到基本面交易的切换时间或将显著缩短，而此前针对主题交易的短期博弈策略或将失效。

2023 年初至今，在“AI+”以及数字经济行情的演绎下，TMT 板块行业交易拥挤度震荡提升，如果以 TMT 板块（申万一级行业的计算机、传媒、通信、电子）行业成交额占市场总成交额的比例与 TMT 板块流通市值占全 A 流通市值比例的比值作为行业成交拥挤度的度量，以 2023 年初至今作为观察窗口，1-3 月 TMT 行业热度持续上行，至 4 月初，TMT 成交拥挤度达到阶段高点；4 月下旬至 5 月下旬 TMT 热度小幅回调后，于 5 月 23 日再度进入上行区间，目前处于年初至今均值+1 倍标准差附近位置，部分投资人认为板块拥挤度过高，担忧短期拥挤度上升后边际增量资金有限，亦担心随着前期 TMT 获利盘了结及行业拥挤度达到阶段性高点后博弈抛盘发生。

我们认为行业拥挤度只能作为短期板块交易热度的参考指标，而从中期视角看，后续细分赛道行情分化主要取决于业务落地进度及产业趋势演进，建议关注短期业绩兑现确定性强/中长期产业趋势逻辑无法证伪或确定性较强的子板块投资机会，前者如“AI+”游戏、影视、教育（应用落地快、AI 技术降本效应增厚利润），算力方向的数据中心、服务器及其零部件（订单及业绩有望率先落地）等，后者如 AIOT 智能终端、AI+智能硬件（如 XR 设备、AI+机器人等）、AI 安全、AI 自主可控（国产大模型）、推理端算力（AI 规模化应用后打开推理端市场空间）。

■ 历史上“拥挤度博弈”策略失效的前提：产业逻辑持续兑现和验证

以 2013-2015 年 TMT 牛市为例，2013 年 4 月-2013 年 10 月，传媒板块带游戏和影视的带动下，交易拥挤度增幅超过 600%，板块在前三季度涨幅超 160%，随后交易佣金度指标在 10 月率先触顶，进入长达半年的下行通道（2013 年 10 月-2014 年 4 月），但板块股价回调仅历时 1 个月，又重新进入上行区间，而除传媒外，TMT 其他板块（电子、计算机、通信等）行情呈现出类似特征，后续“互联网+”教育、医疗、金融等方向随新技术赋能新应用，均获得表现。

我们认为新产业趋势板块中期走势决定因素来自技术迭代（4G 技术的应用、移动智能终端的渗透持续提升、移动互联网技术的普及等）、政策升级（十二五规划“全面提高信息化水平”、2015 年《国务院关于积极推进“互联网+”行动的指导意见》）推动的“互联网+”趋势的演进，高交易热度在筹码博弈思维下确实可能带来阶段性扰动，但不影响产业趋势变革，故本轮“AI+”投资中交易拥挤度也只是短期板块热度评价指标，中期趋势应以新技术落地和应用进展为标准进行评估。

再以 2020-2022 年的新能源牛市为例，2020 年 9 月-2020 年结束以及 2021 年 7 月-2021 年 11 月分别迎来两次行业交易拥挤时期，而从细分赛道看，硅料、光伏加工、光伏发电及蓄电池、风电等轮动接力成为交易热点，在短期内（3-4 个月）经历交易集中度处于峰值范围的阶段。

而从股价端看，尽管短期的交易热度锐减（例如 2021 年初的光伏设备）会导致板块明显回调，但对于景气度较高和产业趋势逻辑支撑的赛道或公

证券分析师 陈刚

执业证书：S0600523040001

cheng@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

相关研究

《6 月度金股：理性与感性》

2023-06-04

《珍惜“弱预期”的窗口期》

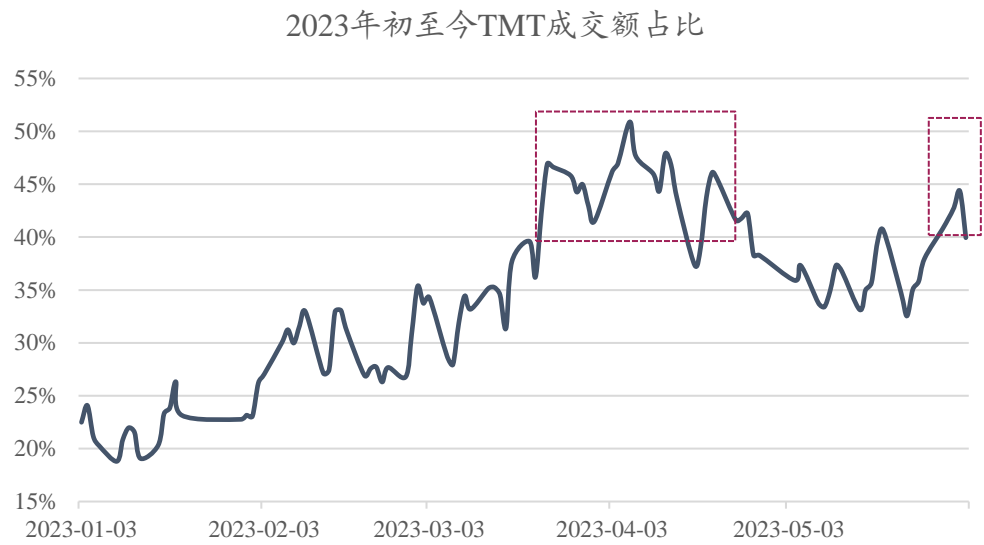
2023-05-28

司，股价回调后会再度进入较长阶段的上行通道，如光伏设备仅在 2021 年 1-3 月出现回调，而 2 个月后重回上行趋势，但下一轮交易集中度较高的阶段则出现在 2021 年 8-9 月，而在交易热度下行阶段末期，支撑股价上行的为产业趋势逻辑：海内外光伏装机的高景气使得逆变器相关公司出货量增长显著，光伏产业低渗透率的新技术品种如 TOPCON 具有较高的预期增速，属于高景气和产业趋势驱动。

当前 TMT 板块再度出现“交易拥挤”信号，我们认为本轮 AI 行情中，投资人除关注到短期交易拥挤度信号外，还应更多关注到行业基本面和产业技术变革趋势，理由有以下几点：1) 根据过去历次主题行情，“交易拥挤度”只是短期交易热度的评价指标，中长期股价收益仍然围绕产业自身发展逻辑，历史上“拥挤度博弈”策略失效的前提均是产业逻辑持续兑现和验证；2) 本轮 AI 行情较以往各类主题行情，呈现出产品/服务落地更快、业绩兑现提前的特征，或使得传统由主题投资到基本面投资的过渡时长有所缩短，建议投资者以跟踪产业趋势和行业基本面变化为投资策略布局。

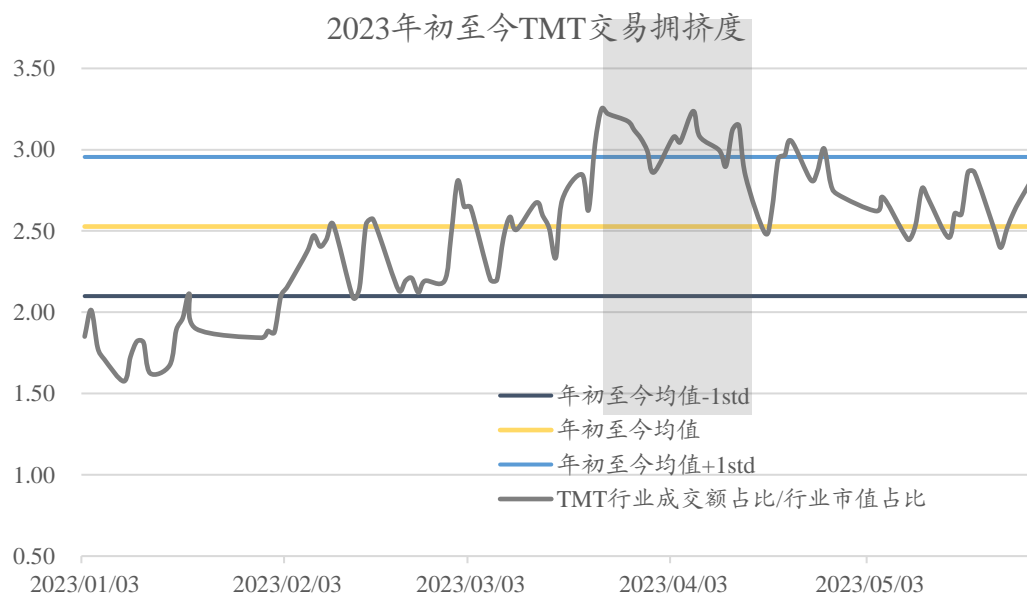
■ 风险提示：美联储持续加息；国内经济增速低于预期。

图1: 2023年初至今TMT成交额占比



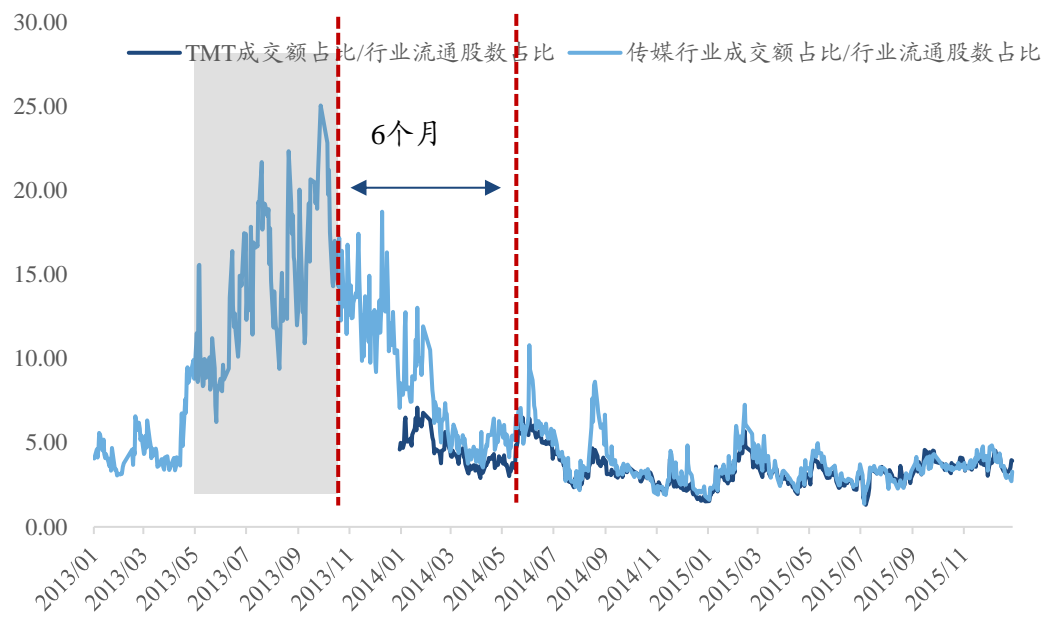
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2023年初至今TMT交易拥挤度



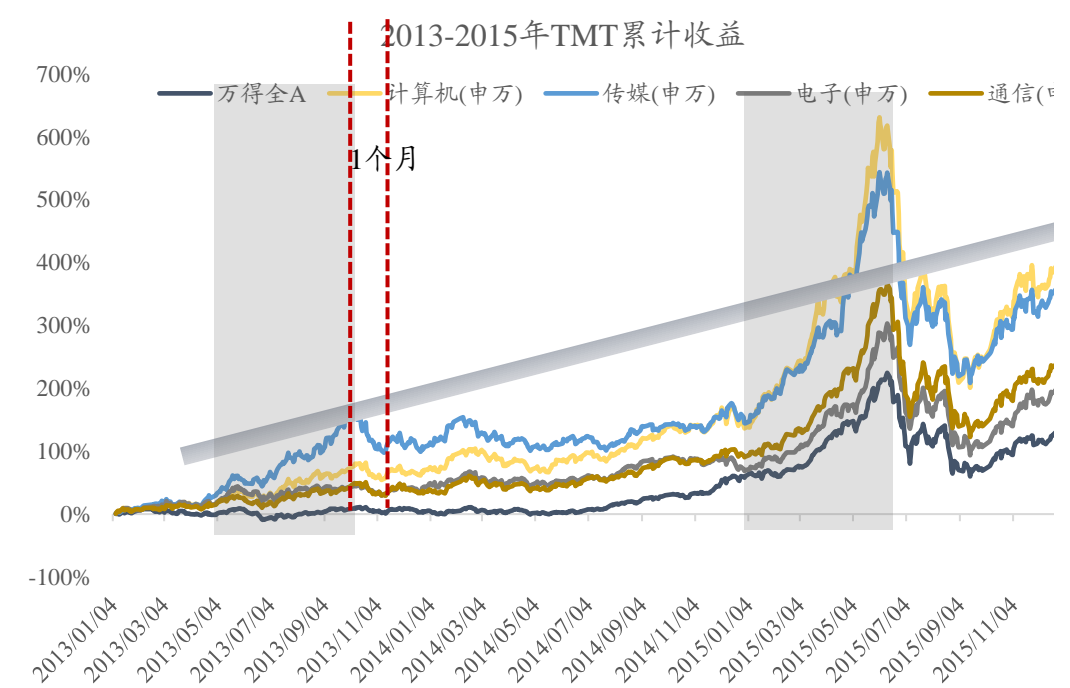
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 历史上“拥挤度博弈”策略失效的前提: 产业逻辑持续兑现和验证



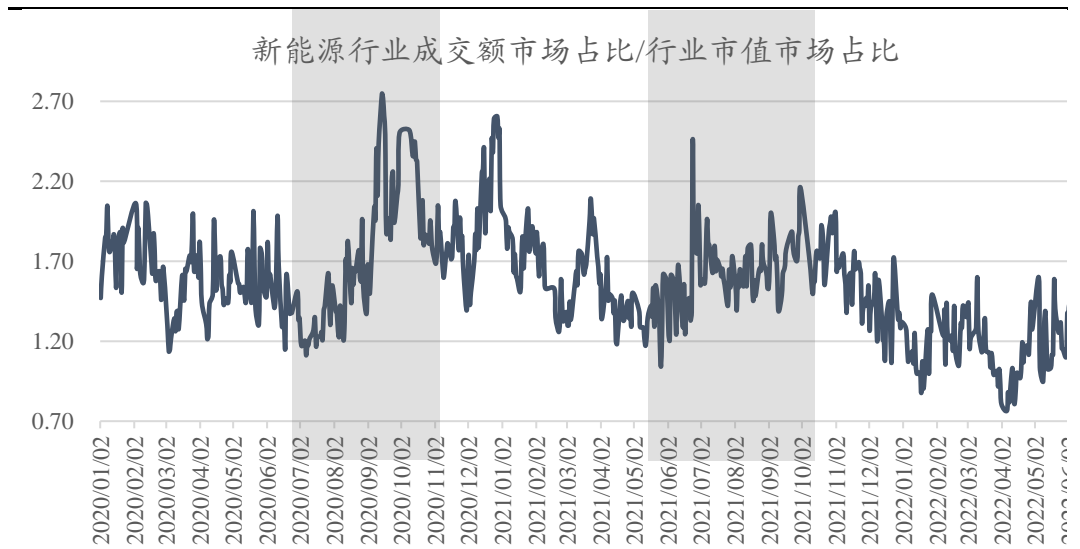
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 2013-2015年TMT累计收益



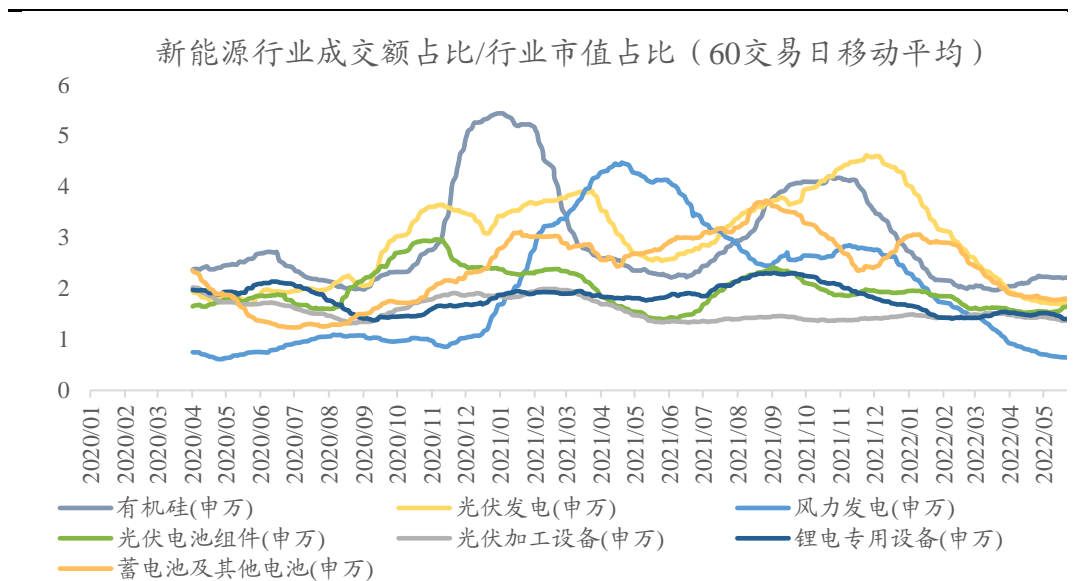
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 新能源行业成交额市场占比/行业市值市场占比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图6: 新能源行业成交额占比/行业市值占比 (60 交易日移动平均)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 新能源板块累计收益率



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 主要股指过去四周涨幅

全球主要股指热力图 (过去四周) %				
证券简称	周涨幅0529-0602	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514
纳斯达克指数	2.04	2.51	3.04	0.40
道琼斯工业指数	2.02	-1.00	0.38	-1.11
日经225	1.97	0.35	4.83	0.79
标普500	1.83	0.32	1.65	-0.29
韩国综合指数	1.59	0.90	2.52	-1.02
巴西IBOVESPA指数	1.49	0.15	2.10	3.15
台湾加权指数	1.22	2.04	4.34	-0.79
恒生指数	1.08	-3.62	-0.90	-2.11
深证成指	0.81	-1.64	0.78	-1.57
印度SENSEX30	0.56	1.30	-0.95	1.59
上证指数	0.55	-2.16	0.34	-1.86
德国DAX	0.42	-1.79	2.27	-0.30
澳洲标普200	-0.09	-1.77	0.35	0.57
英国富时100	-0.26	-1.67	0.03	-0.31
法国CAC40	-0.66	-2.31	1.04	-0.24

A股宽基指数热力图 (过去四周) %				
证券简称	周涨幅0529-0602	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514
科技龙头指数	4.65	-0.39	3.35	-2.01
中证1000	1.22	-0.85	1.02	-1.77
中证500	1.16	-1.34	0.42	-1.76
中小100	0.95	-1.91	0.87	-1.84
中证100	0.61	-2.60	-0.01	-1.90
上证指数	0.55	-2.16	0.34	-1.86
沪深300	0.28	-2.37	0.17	-1.97
创业板指	0.18	-2.16	1.16	-0.67
上证50	-0.63	-2.80	0.09	-2.02
消费龙头	-0.65	-0.79	-0.67	-2.05

A股大小盘风格热力图 (过去四周) %				
证券简称	周涨幅0529-0602	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514
小盘成长	1.93	-0.89	0.93	-1.41
中盘价值	1.48	-2.77	-0.95	-2.69
大盘价值	0.80	-3.44	-0.71	-1.90
小盘价值	0.61	-1.87	-1.87	-0.97
中盘成长	0.00	-1.81	1.43	-2.22
大盘成长	-0.13	-2.28	0.39	-1.32

A股大类行业热力图 (过去四周) %				
证券简称	周涨幅0529-0602	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514
TMT	5.13	-0.67	1.89	-2.68
可选消费	1.77	-1.25	-2.10	-0.37
周期	0.70	-1.51	0.61	-1.29
科技100	0.67	-2.13	1.43	-0.21
金融	0.22	-3.53	-0.61	-1.69
必选消费	-1.02	-2.24	-1.00	-3.33
医药生物	-2.07	0.02	2.26	-2.26

A股一级行业热力图 (过去四周) %				
证券简称	周涨幅0529-0602	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514
传媒	9.67	-2.97	-5.60	-5.97
计算机	6.39	-1.03	-0.02	-1.74
通信	6.26	0.37	3.15	-3.15
有色金属	3.42	-3.12	0.94	-3.54
房地产	2.65	-3.48	-3.96	-1.75
石油石化	2.54	-3.21	-0.58	-3.30
建筑装饰	2.42	-3.82	-3.00	-5.98
电子	2.24	-0.09	5.17	-1.51
社会服务	2.13	-0.82	-1.11	-1.84
轻工制造	1.24	-1.63	-0.35	-0.61
综合	0.96	-0.76	0.12	-2.17
建筑材料	0.95	-2.02	-1.89	-2.49
汽车	0.71	0.19	-0.65	1.53
国防军工	0.38	-2.16	4.79	-1.99
基础化工	0.38	-1.06	0.48	-1.12
非银金融	0.16	-3.73	-1.06	-2.13
银行	0.00	-3.14	-0.51	-1.23
钢铁	-0.02	-1.98	-1.23	0.12
纺织服饰	-0.48	-1.66	-2.56	0.29
商贸零售	-0.50	-3.10	-2.60	-3.45
公用事业	-0.52	1.08	-0.91	1.95
交通运输	-0.52	-2.58	-1.37	-2.36
机械设备	-0.59	0.04	4.01	-2.49
食品饮料	-1.15	-1.13	-0.21	-2.93
家用电器	-1.22	-1.21	1.74	-0.66
环保	-1.38	0.24	-0.17	0.89
农林牧渔	-1.38	-2.49	-2.62	-1.32
美容护理	-1.40	-1.12	-0.11	-2.01
电力设备	-1.71	-0.52	1.67	1.25
医药生物	-2.07	0.02	2.26	-2.26
煤炭	-2.84	-6.22	0.38	1.55

国债热力图 (过去四周) %				
证券简称	周涨幅0529-0602	周涨幅0522-0526	周涨幅0515-0521	周涨幅0508-0514
中证7债	0.16	0.13	0.09	0.21
中证中期综合	0.16	0.15	0.01	0.22
中证全债	0.13	0.08	0.07	0.24
中证10+债	0.13	-0.05	0.11	0.40
中证3债	0.13	0.12	0.04	0.14
中证综合债	0.12	0.08	0.07	0.21
中证50债	0.10	0.13	-0.01	0.17
中证10债	0.10	0.09	0.07	0.28
中证短债	0.06	0.08	0.05	0.08
中证1债	0.06	0.08	0.05	0.07

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

