

策略周報

情緒底部，業績加持，重建科技主賽道

海外美股的低迷，更多是自身高通脹導致的緊縮效應，外溢傳導到 A 股，邊際作用遞減；情緒底部，業績加持，科技成長賽道重建。

- 22年 A 股面臨的宏觀環境優于全球主要指數，或走出獨立行情，不會重現 18 年熊市負反饋的路徑。穩增長風格業績天花板低，需要政策預期不斷刺激，博弈性太強，隨著資金退潮，部分資金選擇回歸高成長主賽道。高景氣賽道春節假期前可適當左側布局。隨著年報的披露，業績超預期的成長股有望走出獨立上升行情。
- 海外利率上行斜率趨緩，賽道股估值衝擊減弱。海外流動性對於 A 股（尤其是賽道股）衝擊最為顯著的階段已基本結束，成長股將會重新回到基本面預期主導的行情中。穩增長的政策強度及貨幣政策兌現程度將會左右階段性市場風格表現。弱于預期的內生增長及“以我為主”的寬鬆貨幣政策下，成長行情只會遲來而不會缺席。
- 科技成長行業高業績增速分位和產業空間所賦予的複合 g 邏輯并未發生改變，因此我們對布局行情并不悲觀。估值端利率脈衝因素告一段落，估值端風險已有明顯釋放。從情緒面成交換手兩個角度觀察來看，情緒下軌也已有所呈現。景氣分流角度來看，一季度信貸數據難超預期。因此我們認為對左側布局的唯一考核標準應落在業績端，當前已逐步進入業績披露期，一旦市場對高景氣板塊業績 MISS 的擔憂被證偽，仍將重回主綫，而從目前業績預告披露情況及市場對業績超預期個股的正反饋來看，高景氣和科技成長板塊尚不存在明顯業績 MISS 情況。
- 近期我們認為最值得關注的新主題是數字經濟領域，數字經濟十四五規劃的頒布或直接驅動板塊行情，落到投資上我們認為數字基礎設施是確定性受益的，主要包括 IDC、物聯網、5G、千兆寬帶、雲計算等基礎設施投資，尤其是千兆寬帶量化逐年目標增長率超過 50% 是預期差最大的一塊；底層技術平臺領域，人工智能、區塊鏈、國產軟件、工業互聯網平臺等有望受益；應用層面，智慧城市、智慧醫療、數字政府、第三代安防等有望在遠期受益于數字化轉型。
- 風險提示：逆周期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

觀點回顧

——20210521《重估大周期》：全球大循環背景下，全球經濟復蘇與再通脹將是 2021 下半年宏觀與市場交易的主旋律，周期股有望迎來估值擴張機會。在全球大循環背景下，中國出口、製造業韌性十足。2021 年下半年全球有望延續共振復蘇態勢。本輪周期，除了總需求擴張外，全球碳中和供給限制為商品上漲的持續性和幅度提供重要助力，周期股估值擴張也因此打開。

——20210912《周期行情漸入佳境》：業績韌性有望超預期，周期板塊有望迎來增量配置資金。供需缺口延續，業績韌性有望超預期。周期股行情進行時，行業基本面的邊際回暖疊加當前的估值優勢有望帶來行業超額收益。

——20211203《科技突圍》：科技之光將為明年 A 股注入能量。本輪科技行情有可能複製上世紀 80 年代的美股表現，將貫穿中周期始終，并與新一輪康波周期復蘇疊加。

——20220109《分歧時刻有定力 調整加倉高景氣》：不建議做風格切換，藍籌價值更可能是 22Q1 的交易策略。今年高景氣賽道的見底要早于大盤指數，會基于 21 年報和 22 一季報高景氣方向業績得以確認，市場會彌合前期分歧，資金會重新追逐景氣方向。

市場熱點思考

本周市場比較關心：1) A 股是否會發生負反饋？2) “穩增長”行情是否低于預期？3) 成長科技主賽道節前能否左側抄底？

我們思考和分析如下：

1) 本周海外美股繼續低迷，疊加資金層面或有些高杠杆止損盤拋出，引發了市場對 A 股負反饋的擔憂。海外美股的低迷，更多是自身高通脹導致的緊縮效應，外溢傳導到 A 股，邊際作用遞減。而國內資金籌碼的鬆動以及倉位的降低則是市場見底的信號之一。我們認為 22 年 A 股的宏觀環境優于全球主要指數，或走出獨立行情，不會重現 18 年熊市的路徑。從周期定位出發，更類似于 12 年下半年到 13 年上半年的走勢：指數無大的波動，科技成長風格明顯占優。

2) 去年 12 月以來，在穩增長政策刺激預期下，低估值價值板表現出超額收益行情，符合我們年度策略對市場節奏的判斷。我們認為價值板塊行情延續取決于政策不斷加碼刺激，而行情的高度則來自行業的業績天花板，本身板塊估值沒有提升的空間。考慮到政策博弈的不確定性太大，資金、項目、意願同時啟動的約束條件太強，一旦有低于預期的新息出現，市場籌碼結構不穩定。再疊加前期板塊漲幅透支了全年的業績增長，沖高回落的走勢也就在情理之中。下周市場關注“降息”能否落地，我們認為降息與否改變不了板塊階段性博弈的特徵。

3) 隨著價值風格退潮，我們上周周報提出“回調加倉高景氣”得到了一定的驗證。我們認為科技成長賽道，當前仍是布局階段，春節假期前適當左側布局是可以的。影響主賽道的兩大因素趨于減弱：①美債利率沖高回落，當前加息和通脹預期已經“price in”長端利率結構中，短期繼續超預期的概率較低；②穩增長風格退潮，部分資金選擇回歸高成長主賽道。雖然因素①②在未來仍有一定的不確定性，構成對科技成長板塊估值的擾動，但不構成趨勢性的壓制因素，因為高景氣賽道的決定因素還是業績高增長的持續性，我們也看到隨著年報的披露，業績超預期的成長股走出了一定的獨立上升行情。

大勢與風格

海外利率上行斜率趨緩，賽道股估值衝擊減弱。我們在此前周報中提到海外流動性的緊縮是賽道股調整的重要觸發因素，那麼當前來看美債利率的上行是否階段性見頂了呢？我們認為，以節前為觀察窗口來看，雖然上行趨勢難言拐點，但繼續上行空間有限。我們梳理了 09 年以來聯儲幾次加息前後美債利率的表現情況發現：利率的上行一般會早於加息落地時點，而預期發酵階段利率上行幅度最大。15、16 年末聯儲兩次上調基準利率，預期發酵階段，美債利率自底部分別上行了 59BP、123BP，持續時間 5-11 個月，而 17、18 年聯儲年內連續加息，整個加息進程美債利率上行幅度分別為 5BP、23BP。當前來看，美債利率自去年 8 月底點已持續上行近 4 個月，共上行 120BPs，而當前利率水平相較 20 年初疫情衝擊前相差無幾，綜合以上分析，美債利率進一步上行空間有限。而當前來看，實際利率與名義利率的背離依然顯著，通脹預期依然是名義利率的主要拉動，這一點與 12-13 年較為類似。往後看，雖然名義利率進一步上行空間有限，但隨著縮表進程開啓預計實際利率的拉動作用將會逐步上行。因此海外流動性對於 A 股（尤其是賽道股）衝擊最為顯著的階段已基本結束，隨著流動性環境的逐步企穩，成長股將會重新回到基本面預期主導的行情中。

弱於預期的穩增長和以我為主的寬貨幣環境，成長行情不會缺席。近期市場對於國內降息預期漸起。一方面，四季度以來，國內經濟下行壓力增加，跨周期調節政策的發力需要總量政策的支撐，財政發力已在路上。12 月金融數據顯示，實體信用擴張依然相對乏力，而政府債券依然是支撐社融的主要力量，與此同時，財政存款同比多減 0.08 萬元，貨幣環境的相對寬鬆是寬信用進程的有力保障。另一方面，從時點上來看，下周的 MLF 續作及 LPR 報價將成為較為重要的一個觀察窗口，一月份經濟數據強弱也將成為降息時點的重要參考。我們認為，穩增長的政策強度及貨幣政策兌現程度將會極大程度左右未來市場風格表現。當前來看，內生動力缺乏，一月信貸恐不及預期；而這樣的背景下，預計國內貨幣政策更多“以我為主”，一季度經濟數據及聯儲加息喘息期將成為較大概率的降息時點。弱於預期的穩增長政策及“以我為主”的寬鬆貨幣政策下，成長行情只會遲來而不會缺席。

圖表 1. 實際利率與名義利率的背離依然較為明顯



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 2. 外部緊縮周期 A 股相對盈利表現

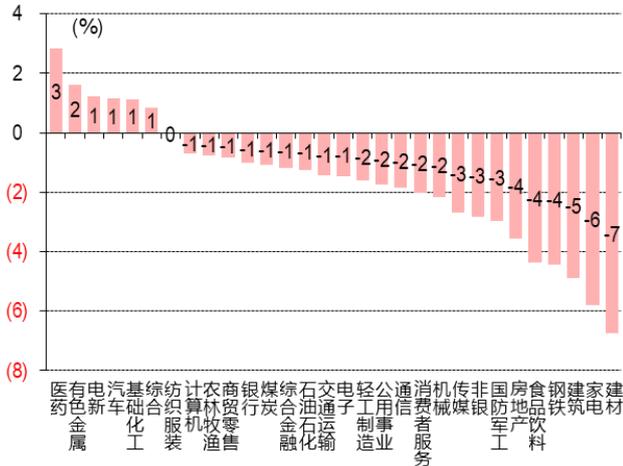
(%)	全 A	創業板	成長/價值	大盤/小盤
2011.11-2012.7	(9)	(15)	1	9
2015.2-2016.4	11	33	8	(23)
2018.2-2019.4	(8)	(2)	(1)	2
2019.9-2020.5	6	28	17	(4)

資料來源：萬得，中銀證券

中觀與行業景氣

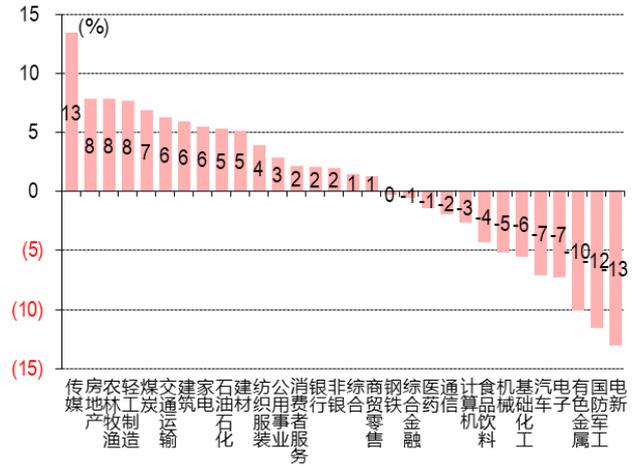
本周行業方面來看，高景氣賽道股表現優于低估值穩增長個股，建材/家電/建築/鋼鐵等穩增長行業本周跌幅較深，電新/有色/汽車及受益于疫情反復的醫藥行業表現居前，12月調整迄今高景氣成長行業與低估值穩增長行業漲幅裂口有明顯收窄。

圖表 3. 上周中信一級行業漲跌幅



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 4. 21年12月迄今中信一級行業漲跌幅



資料來源：萬得，中銀證券

我們認為從盈利增速回落角度來看，會導致 ROE 上升趨勢一定程度承壓，使得 20-21 年具備較強賺錢效應的高景氣行業雙擊行情再演繹難度有所上升，但更重要的高業績增速分位和產業空間所賦予的複合邏輯并未發生改變，因此我們對單擊行情并不悲觀。

- 1 前文所述估值端利率脈衝因素告一段落，高景氣行業估值端風險已有明顯釋放。
- 2 從情緒面成交換手兩個角度觀察來看，當前高景氣成長行業的情緒下軌也已有所呈現。
- 3 景氣分流角度來看，市場此前兩次演繹宏觀景氣度預期上行邏輯，結合上文我們對一季度信貸數據的觀點，這種分流情況也將得到緩解。
- 4 因此我們認為對高景氣行業的唯一考核標準落在業績端，當前已逐步進入業績披露期，一旦市場對高景氣板塊業績 MISS 的擔憂被證偽，仍將重回主綫。而從目前業績預告披露情況及市場對業績超預期個股的正反饋來看，高景氣和科技成長板塊尚不存在明顯業績 MISS 情況。

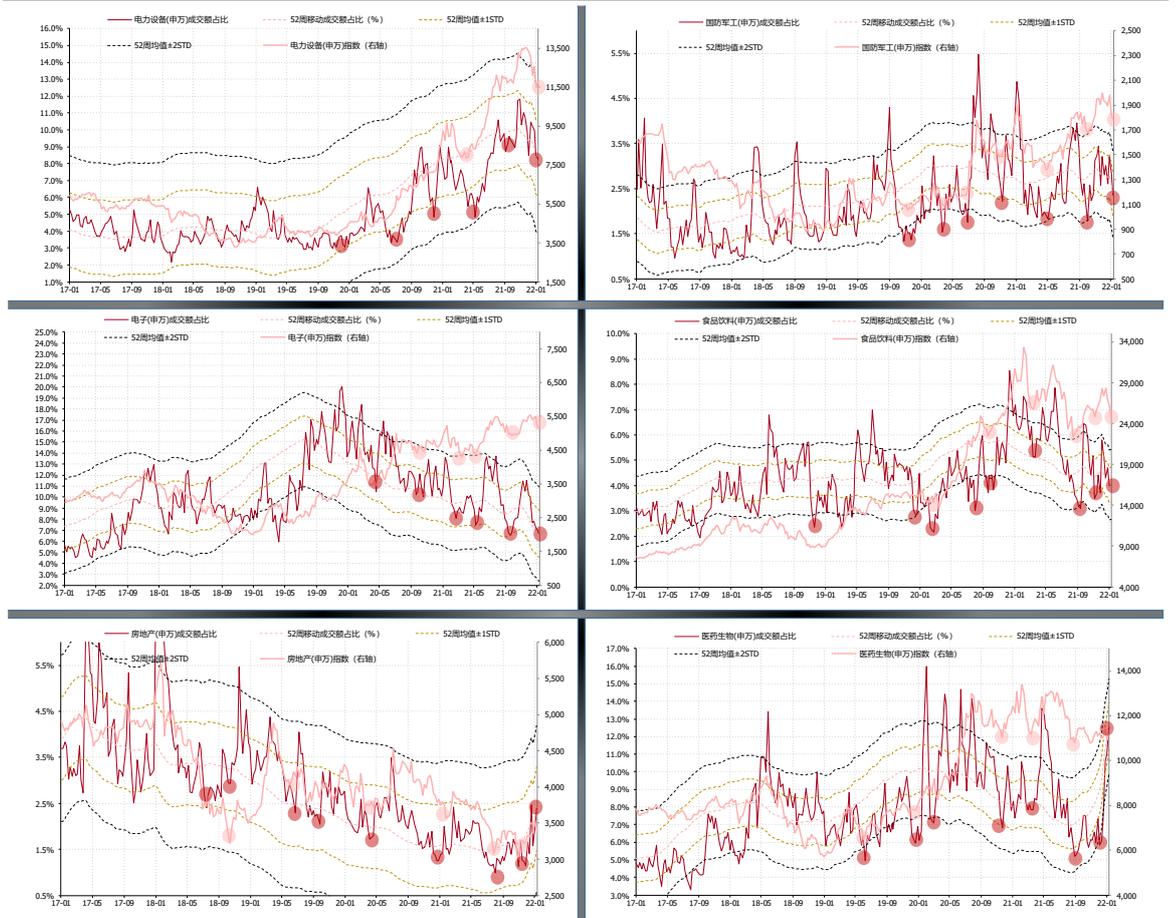
情緒面成交換手兩個角度觀察來看，當前高景氣成長行業的情緒下軌已有所呈現。一級行業成交額占比變動是我們中銀策略情緒指標數據庫的重要觀測指標，我們通過圖 6 成交額占比跨行業橫向比較和圖 7 行業自身縱向比較兩個維度觀察。橫向跨行業橫向比較來看，21 年 730 後，成交額與指數同步從高景氣賽道向周期和低估值板塊擴散，中游成長（電新/電子/軍工/汽車/機械）成交額占比由 40% 逐漸回落至 9 月低點 30%，而本輪中游成長行業成交占比再度由 40% 回落至上周 27% 水平，而機構持股比例相對較低的科技成長（計算機/通信/傳媒）行業成交額在傳媒/計算機貢獻下穩步攀升（8%-12%）。12 月迄今變動較為明顯的是下游消費板塊成交額占比提升明顯，單一醫藥行業貢獻較大（6%-12%），金融地產板塊 12 月後成交額占比提升幅度亦較為明顯（4%-7%），再度提升至 9 月水平。行業自身縱向成交額占比變動情況來看，本期我們選取電新/軍工/電子/食品飲料/地產/醫藥，六個當前關注度較高的行業，觀察其成交額占比的自身歷史分位水平，電新/軍工行業成交額占比 52 周滾動均值中樞呈逐漸上升趨勢，當前分位均已跌落均值水平，接近負一倍標準差分位，呈現出一定的底部特徵。而地產、醫藥兩個近期成交熱度明顯上升的行業，其成交額占比迅速突破均值水平。從一級行業換手率變動角度觀察，電新/軍工/電子等高景氣行業換手率均已跌落負一倍標準差水平，在換手率中樞上行背景下，已呈現較為明顯的下軌特徵。而地產/醫藥板塊換手率正迅速沖頂，接近近 5 年高位，需保持一定謹慎。

圖表 5. 大類行業及一級行業成交額占比變動

成交額占比	7/30	8/6	8/13	8/20	8/27	9/3	9/10	9/17	9/24	9/30	10/8	10/15	10/22	10/29	11/5	11/12	11/19	11/26	12/3	12/10	12/17	12/24	12/31	1/7	1/14	周變動	12月迄今變動
上游資源	20%	19%	22%	22%	25%	26%	26%	25%	27%	23%	21%	21%	24%	22%	19%	19%	16%	19%	19%	18%	17%	16%	16%	15%	17%	1.7%	-2.7%
公用穩定	5%	6%	6%	7%	7%	8%	10%	9%	12%	11%	11%	10%	9%	8%	7%	7%	7%	6%	8%	8%	9%	10%	9%	8%	8%	-0.8%	1.4%
金融地產	5%	5%	5%	6%	6%	8%	8%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	4%	4%	4%	8%	6%	6%	6%	7%	7%	0.5%	2.6%
下游消費	19%	19%	17%	17%	15%	14%	14%	14%	16%	19%	22%	21%	18%	17%	18%	16%	17%	16%	17%	18%	17%	16%	23%	24%	28%	1.7%	9.6%
科技成長	9%	9%	8%	8%	7%	7%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	9%	11%	12%	11%	10%	10%	13%	13%	12%	14%	12%	-1.6%	1.5%
中游成長	39%	40%	40%	35%	37%	34%	31%	30%	30%	30%	30%	32%	33%	37%	35%	35%	40%	40%	39%	35%	33%	32%	31%	28%	27%	-1.9%	-13.3%
煤炭	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	1%	1%	-0.1%	-0.1%
基礎化工	8%	8%	9%	9%	10%	10%	10%	13%	12%	10%	9%	9%	11%	11%	9%	9%	9%	8%	9%	8%	7%	7%	7%	7%	7%	0.9%	-0.6%
鋼鐵	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	2%	0.1%	-0.2%
有色金屬	8%	8%	8%	8%	9%	9%	10%	7%	7%	6%	7%	8%	7%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	4%	5%	0.7%	-2.1%
石油石化	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0.1%	0.3%
電力公用事業	1%	1%	2%	2%	2%	3%	3%	3%	6%	6%	6%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	3%	2%	-0.5%	-0.4%
建築	1%	1%	1%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	3%	2%	3%	2%	0.1%	1.1%
建材	1%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0.0%	0.3%
交通運輸	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	-0.2%	0.4%
銀行	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	0.3%	1.1%
非銀行金融	3%	2%	3%	4%	4%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	4%	3%	2%	3%	2%	-0.2%	0.3%
房地產	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	1%	2%	1%	1%	1%	2%	1%	3%	2%	2%	2%	0.4%	1.2%
家電	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	-0.3%	0.2%
商貿零售	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0.0%	0.1%
消費者服務	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0.1%	0.2%
轻工製造	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	0.0%	0.7%
食品飲料	5%	4%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	4%	5%	6%	6%	5%	4%	5%	3%	4%	4%	4%	6%	5%	4%	5%	4%	4%	0.0%	-0.4%
醫葯	8%	9%	7%	7%	5%	5%	6%	6%	6%	6%	8%	6%	6%	6%	6%	7%	6%	6%	8%	6%	6%	8%	11%	12%	14%	2.2%	7.7%
农林牧漁	1%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	-0.2%	0.9%
紡織服裝	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	0%	1%	1%	1%	1%	1%	-1.0%	0.0%
計算機	5%	6%	5%	5%	4%	5%	4%	5%	4%	5%	6%	4%	5%	4%	5%	4%	5%	5%	5%	5%	7%	6%	6%	6%	6%	-0.6%	0.6%
傳媒	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	4%	3%	2%	3%	5%	5%	4%	6%	4%	4%	-1.0%	1.4%
通信	2%	3%	2%	2%	2%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	0.0%	-0.5%
電子	15%	13%	11%	10%	8%	8%	7%	7%	7%	8%	8%	8%	8%	10%	11%	12%	11%	13%	11%	11%	9%	9%	8%	8%	7%	-0.7%	-5.3%
國防軍工	4%	4%	4%	4%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	3%	4%	3%	3%	3%	2%	3%	2%	3%	2%	-0.5%	-0.5%
電新	11%	12%	13%	12%	12%	11%	12%	13%	13%	12%	12%	12%	12%	14%	15%	12%	14%	13%	13%	11%	11%	11%	11%	9%	8%	-0.7%	-5.1%
汽車	4%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	4%	4%	4%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	4%	3%	3%	3%	0.2%	-1.1%
機械	5%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	5%	5%	6%	6%	6%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	5%	6%	6%	5%	-0.2%	-1.2%

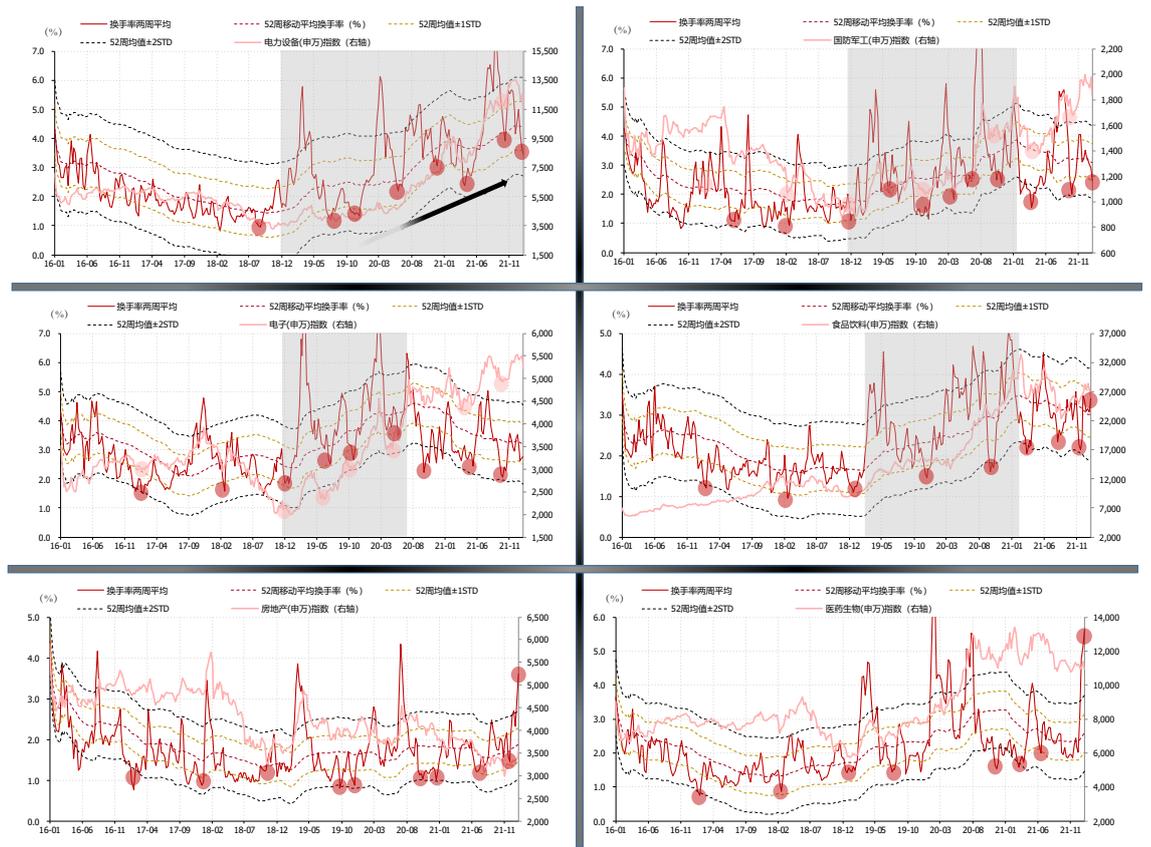
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 6. 一級行業成交額占比變動



資料來源：萬得，中銀證券

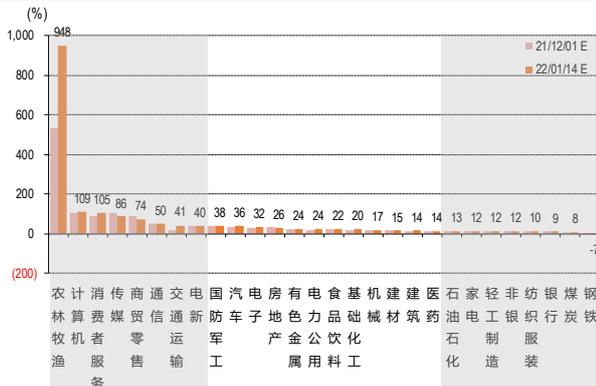
圖表 7. 一級行業換手率變動



資料來源：萬得，中銀證券

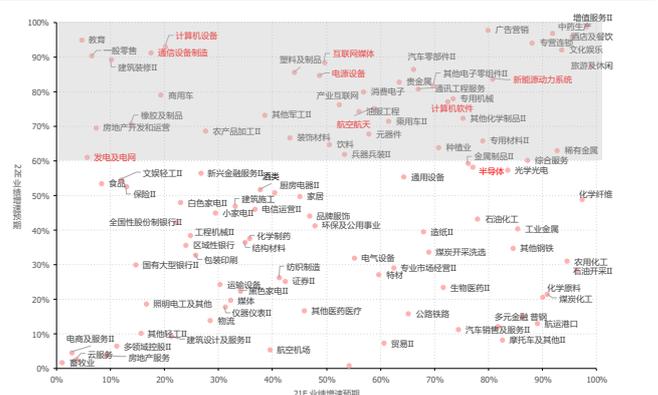
剔除基數效應，高景氣成長/科技成長行業仍為業績增速占優方向。上周周報我們對一級行業前後 10%/20%/30%/40%/50% 行業分組平均/中位數收益及勝率進行回溯，僅從統計角度拉長來看，業績增速前後 30%（前 8 後 8）的一級行業分位的多空組合貢獻的超額收益賠率和勝率最高，二級行業回溯來看業績增速前 40% 的二級行業明顯占優。基于對當前 22E 盈利預期的統計，業績預期增速前 30% 行業包括：農林牧漁、計算機、消費者服務、傳媒、商貿零售、通信、交通運輸、電新（軍工、汽車、電子為 9/10/11 位），後 30% 行業包括：石油石化、家電、輕工製造、非銀、紡織服裝、銀行、煤炭、鋼鐵。預測業績增速前 40% 分位的主要（大市值）二級行業包括：消費電子、新能源動力系統/電源設備/發電及電網、塑料製品、汽車零部件/乘用車、軍工/航空航天、計算機軟件/設備、通訊工程/設備、中藥、廣告/文娛/互聯網傳媒，剔除部分疫情導致的低基數二級行業如商貿零售、旅遊、零售、餐飲等外，業績增速占優行業仍明顯集中在中游高景氣成長和科技成長行業。

圖表 8. 22E 業績增速預期排名（前後 30%）



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 9. 22E 二級行業業績增速前 40% 分位

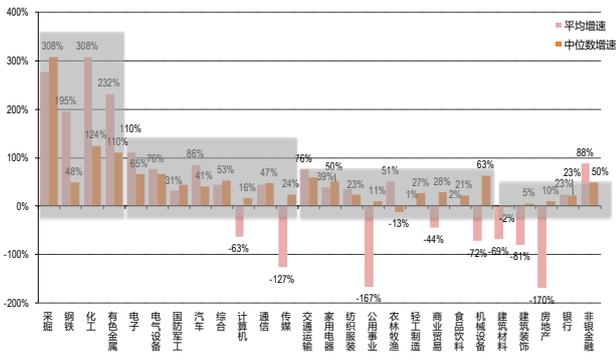


資料來源：萬得，中銀證券

從近期的業績預告披露樣本情況來看，截止 2022 年 1 月 15 日，已有超過 400 家上市公司披露業績預

告和快報，從已披露行業個股的平均/中位數增速來看（圖表 11），上游資源行業、高景氣和科技成長行業整體高于其他行業，已披露預喜率較高的行業也集中在上述兩大類行業。在已披露業績預告/快報的 400 餘家個股中，有分析師給以盈利預測的個股數量為 244 家，我們將樣本個股披露的業績增速中位數與披露日前一周分析師盈利預期對比，按超預期幅度橫軸排序，縱軸為披露後 5 個交易日內相對全 A 漲跌幅，從結果來看（圖表 13 選取披露業績增速較預期值±15%以上個股），可見市場仍然對業績端給予明顯的有效正反饋。

圖表 10. 年報業績預告一級行業增速



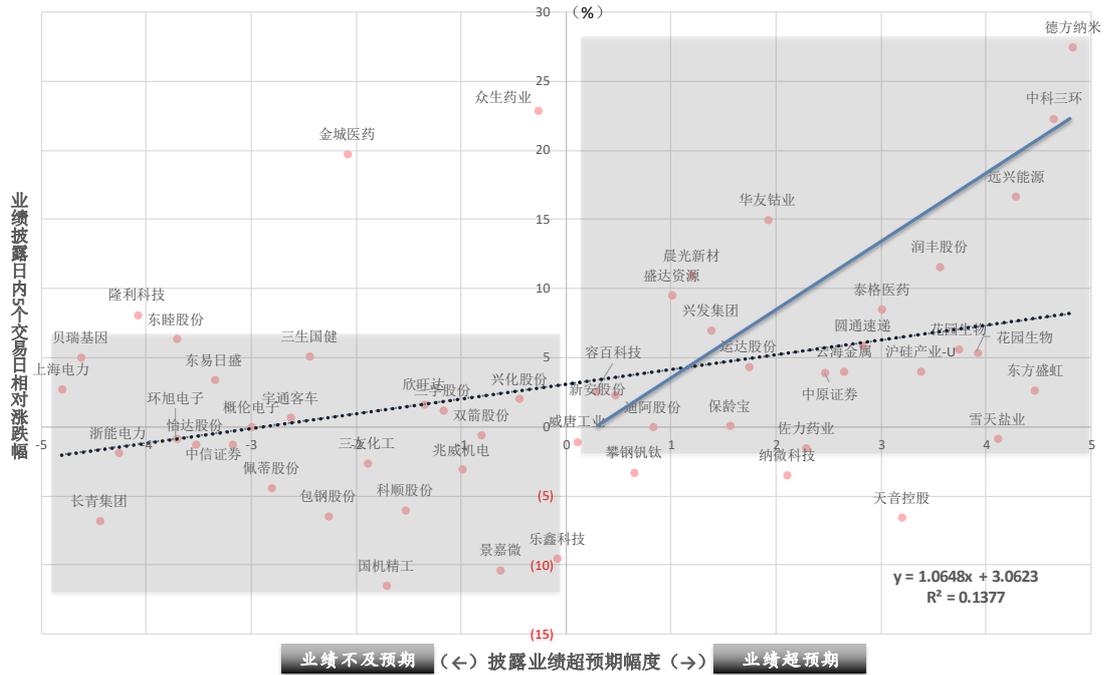
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 11. 年報業績預告一級行業中個股超預期比例



資料來源：萬得，中銀證券

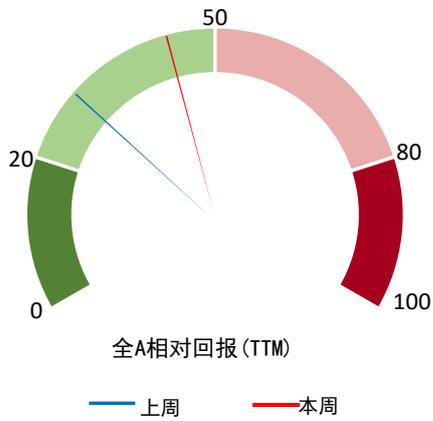
圖表 12. 業績預告較預期值偏離度較大個股 5 日內相對市場漲跌幅表現



資料來源：萬得，中銀證券

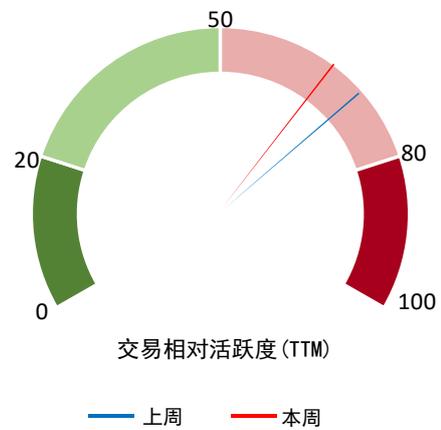
一周市場總覽及熱點

圖表 13. 全 A 相對回報環比有所回升



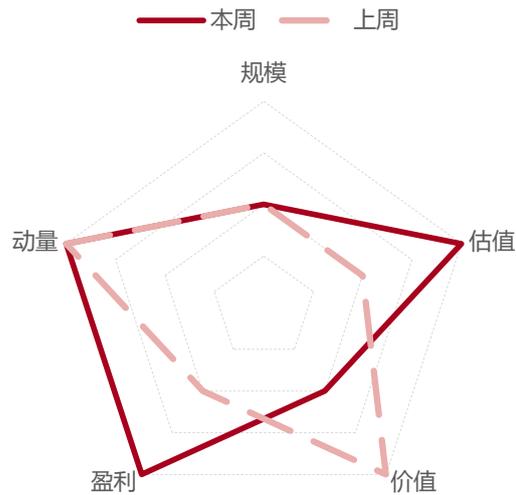
資料來源：萬得，中銀證券

圖表 14. 成交活躍度環比有所回落，交易熱度總體尚可



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 15. 環比上周高盈利、高估值、低價值表現占優，其餘因子不變



資料來源：萬得，中銀證券

圖表 16. 一周行業資金流向情況，僅有 7 個行業是淨流入的

行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數	行業	主力淨流入率(%)	連續流入天數
電力設備	(0.09)	1	計算機	(3.11)	(5)
通信	(0.82)	(4)	房地產	(3.27)	(5)
綜合	(0.91)	2	家用電器	(3.50)	(5)
有色金屬	(0.92)	(2)	傳媒	(3.56)	(5)
美容護理	(1.14)	1	交通運輸	(3.60)	(5)
醫藥生物	(1.38)	1	機械設備	(4.02)	(5)
社會服務	(1.64)	(2)	公用事業	(4.11)	(5)
農林牧漁	(1.77)	(2)	國防軍工	(4.18)	(5)
紡織服飾	(2.05)	(3)	商貿零售	(4.21)	(5)
石油石化	(2.30)	(2)	食品飲料	(4.54)	(2)
汽車	(2.40)	(2)	建築裝飾	(4.55)	(5)
電子	(2.50)	1	環保	(4.87)	(5)
煤炭	(2.58)	(4)	鋼鐵	(4.95)	(5)
銀行	(2.59)	(3)	建築材料	(5.35)	(5)
基礎化工	(2.82)	(5)	非銀金融	(6.27)	(5)
輕工製造	(2.84)	(5)			

資料來源：萬得，中銀證券

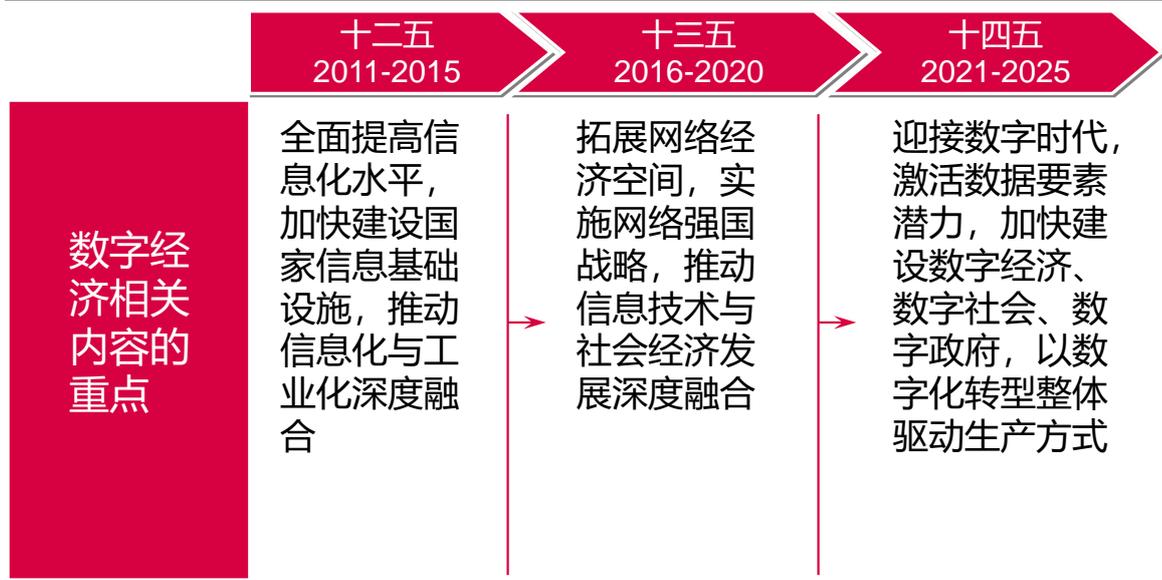
圖表 17. 一周主題紅黑榜

最熱主題	周漲跌幅(%)	最涼主題	周漲跌幅(%)
新冠肺炎檢測	20.05	水泥製造	(9.15)
體外診斷	17.05	大基建央企	(6.86)
肺炎主題	8.97	西部水泥	(6.13)
基因檢測	8.89	老基建	(5.69)
血液製品	8.66	飲料製造	(5.62)
醫療物資出口	8.41	白色家電	(5.37)
生物疫苗	7.65	白酒	(5.28)
維生素	6.72	西部大基建	(5.12)
CRO	6.33	風力發電	(4.84)
醫療器械	5.83	品牌龍頭	(4.43)

資料來源：萬得，中銀證券

近期我們認為最值得關注的新主題是數字經濟領域。1 月 12 日，國務院正式印發《“十四五”數字經濟發展規劃》，標志著該領域新五年規劃的正式落地。“十三五”時期，我國深入實施數字經濟發展戰略，不斷完善數字基礎設施，加快培育新業態新模式，推進數字產業化和產業數字化取得積極成效。2020 年，我國數字經濟核心產業增加值占國內生產總值（GDP）比重達到 7.8%，總的來看“十三五”時期我國數字經濟發展成果豐碩，但個別方面仍有不足。“十四五”時期數字經濟將邁向繁榮成熟期，《規劃》發展目標指出，到 2025 年國內數字經濟要邁向全面擴展期，數字經濟核心產業增加值占 GDP 比重達到 10%，數字化創新引領發展能力大幅提升，智能化水平明顯增強，數字技術與實體經濟融合取得顯著成效，數字經濟治理體系更加完善，我國數字經濟競爭力和影響力穩步提升。展望 2035 年，數字經濟將邁向繁榮成熟期，力爭形成統一公平、競爭有序、成熟完備的數字經濟現代市場體系，數字經濟發展基礎、產業體系發展水平位居世界前列。

圖表 18. 不同期五年規劃數字經濟部分的側重點



資料來源：國務院，中銀證券

分項來看，《規劃》給出了 5 個具體的發展目標：

- 1) **數據要素市場體系初步建立。**數據資源體系基本建成，利用數據資源推動研發、生產、流通、服務、消費全價值鏈協同。數據要素市場化建設成效顯現，數據確權、定價、交易有序開展，探索建立與數據要素價值和貢獻相適應的收入分配機制，激發市場主體創新活力；
- 2) **產業數字化轉型邁上新臺階。**農業數字化轉型快速推進，製造業數字化、網絡化、智能化更加深入，生產性服務業融合發展加速普及，生活性服務業多元化拓展顯著加快，產業數字化轉型的支撐服務體系基本完備，在數字化轉型過程中推進綠色發展；
- 3) **數字產業化水平顯著提升，數字技術自主創新能力顯著提升，數字化產品和服務供給質量大幅提高，產業核心競爭力明顯增強，在部分領域形成全球領先優勢。**新產業新業態新模式持續涌現、廣泛普及，對實體經濟提質增效的帶動作用顯著增強；
- 4) **數字化公共服務更加普惠均等，數字基礎設施廣泛融入生產生活，對政務服務、公共服務、民生保障、社會治理的支撐作用進一步凸顯。**數字營商環境更加優化，電子政務服務水平進一步提升，網絡化、數字化、智慧化的利企便民服務體系不斷完善，數字鴻溝加速彌合；
- 5) **數字經濟治理體系更加完善，協調統一的數字經濟治理框架和規則體系基本建立，跨部門、跨地區的協同監管機制基本健全。**政府數字化監管能力顯著增強，行業和市場監管水平大幅提升。政府主導、多元參與、法治保障的數字經濟治理格局基本形成，治理水平明顯提升。與數字經濟發展相適應的法律法規制度體系更加完善，數字經濟安全體系進一步增強。

圖表 19. “十四五”數字經濟發展的量化目標

指標	2020	2025F	逐年增長率(%)	屬性
數字經濟核心產業增加值占 GDP 比重 (%)	7.8	10	5.09	預期性
IPv6 活躍用戶數 (億戶)	4.6	8	11.70	預期性
千兆寬帶用戶數 (萬戶)	640	6000	56.46	預期性
軟件和信息技術服務業規模 (萬億元)	8.16	14	11.40	預期性
工業互聯網平臺應用普及率 (%)	14.7	45	25.08	預期性
全國網上零售額 (萬億元)	11.76	17	7.65	預期性
電子商務交易規模 (萬億元)	37.21	46	4.33	預期性
在綫政務服務實名用戶規模 (億)	4	8	14.87	預期性

資料來源：萬得，中銀證券

對投資而言我們認為應重點關注數據作為要素的價值以及未來數據安全的發展趨勢。從《規劃》和近期要素市場化文件中我們可以看出，數據要素是數字經濟深化發展的核心引擎，《規劃》中強調

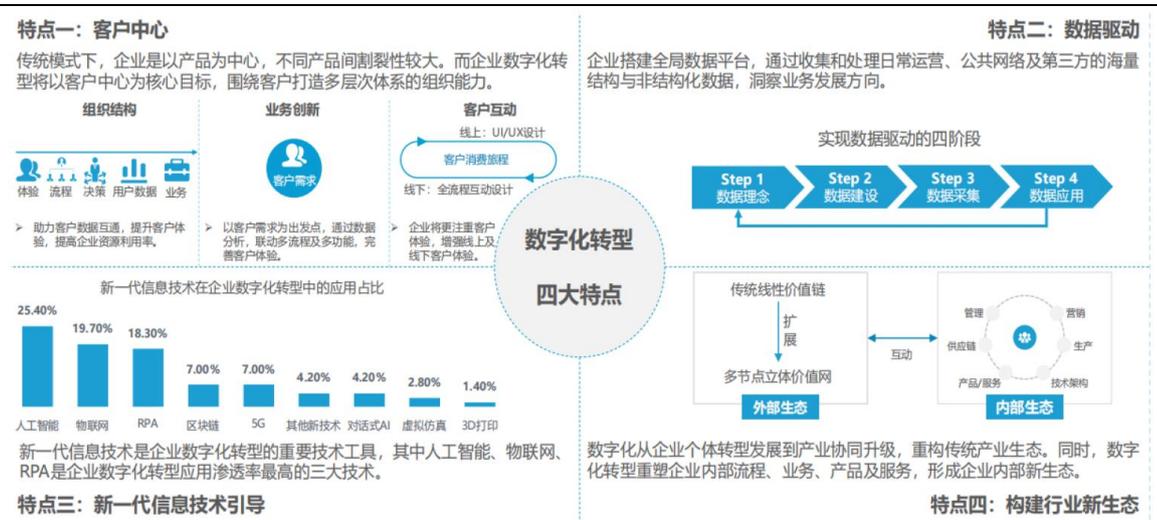
了數據要素的關鍵地位，對提高生產效率的乘數作用不斷凸顯，是最具時代特徵的生產要素。數據的爆發增長、海量集聚蘊藏了巨大的價值，為智能化發展帶來了新的機遇。協同推進技術、模式、業態和制度創新，切實用好數據要素，將為經濟社會數字化發展帶來強勁動力。**數字經濟安全體系將被著力強化。**《規劃》指出了網絡安全、數據安全和相關安全問題的新目標，要求①增強網絡安全防護能力、②提升數據安全保障水平、③提升數據安全保障水平。“十四五”期間數字經濟發展的安全規劃將利於數據主權、個人隱私保護等現階段發展要求，同時有效夯實數據要素助力產業發展轉型、經濟高質量發展等的安全基礎。網絡安全、信息安全板塊或迎來發展機遇期。

圖表 20. 數字經濟的引擎、趨勢及治理



資料來源：信通院，中銀證券

圖表 21. 未來數字經濟轉型的四個特點



資料來源：億歐，中銀證券

圖表 22. “十四五”數字要素工程

数据要素工程	具体内容
数据质量提升工程	<ol style="list-style-type: none"> 1. 提升基础数据资源质量。建立健全国家人口、法人、自然资源和空间地理等基础信息更新机制，持续完善国家基础数据资源库建设、管理和服务，确保基础信息数据及时、准确、可靠。 2. 培育数据服务商。支持社会化数据服务机构发展，依法依规开展公共资源数据、互联网数据、企业数据的采集、整理、聚合、分析等加工业务。 3. 推动数据资源标准化工作。加快数据资源规划、数据治理、数据资产评估、数据服务、数据安全等国家标准研制，加大对数据管理、数据开放共享等重点国家标准的宣贯力度。
数据要素市场培育试点工程	<ol style="list-style-type: none"> 1. 开展数据确权及定价服务试验。探索建立数据资产登记制度和数据资产定价规则，试点开展数据权属认定，规范完善数据资产评估服务。 2. 推动数字技术在数据流通中的应用。鼓励企业、研究机构等主体基于区块链等数字技术，探索数据授权使用、数据溯源等应用，提升数据交易流通效率。 3. 培育发展数据交易平台。提升数据交易平台服务质量，发展包含数据资产评估、登记结算、交易撮合、争议仲裁等的运营体系，健全数据交易平台报价、询价、竞价和定价机制，探索协议转让、挂牌等多种形式的数字交易模式。

資料來源：萬得，中銀證券

投資建議：數字經濟發展模式是提升效率的必經之路，是未來經濟實現高質量發展轉型的核心轉變。“十四五”規劃和本次《規劃》都強調：要“加快推動數字產業化”、“推進產業數字化轉型”，我們認為數字基礎設施是確定性受益的領域，主要包括 IDC、物聯網、5G、千兆寬帶、雲計算等基礎設施投資，尤其是千兆寬帶量化逐年目標增長率超過 50%，是目前預期差最大的一塊；底層技術平臺領域，人工智能、區塊鏈、國產軟件、工業互聯網平臺等有望受益；應用層面，智慧城市、智慧醫療、數字政府、第三代安防等有望在遠期受益於數字化轉型。

風險提示

逆周期政策不及預期，疫情發展超預期惡化。

披露聲明

本報告準確表述了證券分析師的個人觀點。該證券分析師聲明，本人未在公司內、外部機構兼任有損本人獨立性與客觀性的其他職務，沒有擔任本報告評論的上市公司的董事、監事或高級管理人員；也不擁有與該上市公司有關的任何財務權益；本報告評論的上市公司或其它第三方都沒有或沒有承諾向本人提供與本報告有關的任何補償或其它利益。

中銀國際證券股份有限公司同時聲明，將通過公司網站披露本公司授權公眾媒體及其他機構轉載或者轉發證券研究報告有關情況。如有投資者于未經授權的公眾媒體看到或從其他機構獲得本研究報告的，請慎重使用所獲得的研究報告，以防止被誤導，中銀國際證券股份有限公司不對其報告理解和使用承擔任何責任。

評級體系說明

以報告發布日後公司股價/行業指數漲跌幅相對同期相關市場指數的漲跌幅的表現為基準：

公司投資評級：

- 買入：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 20%以上；
- 增持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內超越基準指數 10%-20%；
- 中性：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數變動幅度在-10%-10%之間；
- 減持：預計該公司股價在未來 6-12 個月內相對基準指數跌幅在 10%以上；
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

行業投資評級：

- 強于大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現強于基準指數；
- 中性：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現基本與基準指數持平；
- 弱于大市：預計該行業指數在未來 6-12 個月內表現弱于基準指數。
- 未有評級：因無法獲取必要的資料或者其他原因，未能給出明確的投資評級。

滬深市場基準指數為滬深 300 指數；新三板市場基準指數為三板成指或三板做市指數；香港市場基準指數為恒生指數或恒生中國企業指數；美股市場基準指數為納斯達克綜合指數或標普 500 指數。

風險提示及免責聲明

本報告由中銀國際證券股份有限公司證券分析師撰寫并向特定客戶發布。

本報告發布的特定客戶包括：1) 基金、保險、QFII、QDII 等能够充分理解證券研究報告，具備專業信息處理能力的中銀國際證券股份有限公司的機構客戶；2) 中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊，其可參考使用本報告。中銀國際證券股份有限公司的證券投資顧問服務團隊可能以本報告為基礎，整合形成證券投資顧問服務建議或產品，提供給接受其證券投資顧問服務的客戶。

中銀國際證券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客戶外的公司個人客戶提供本報告。中銀國際證券股份有限公司的個人客戶從任何外部渠道獲得本報告的，亦不應直接依據所獲得的研究報告作出投資決策；需充分諮詢證券投資顧問意見，獨立作出投資決策。中銀國際證券股份有限公司不承擔由此產生的任何責任及損失等。

本報告內含保密信息，僅供收件人使用。閣下作為收件人，不得出于任何目的直接或間接複製、派發或轉發此報告全部或部分內容予任何其他人士，或將此報告全部或部分內容發表。如發現本研究報告被私自刊載或轉發的，中銀國際證券股份有限公司將及時採取維權措施，追究有關媒體或者機構的責任。所有本報告內使用的商標、服務標記及標記均為中銀國際證券股份有限公司或其附屬及關聯公司（統稱“中銀國際集團”）的商標、服務標記、註冊商標或註冊服務標記。

本報告及其所載的任何信息、材料或內容只提供給閣下作參考之用，并未考慮到任何特別的投資目的、財務狀況或特殊需要，不能成為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據的要約或邀請，亦不構成任何合約或承諾的基礎。中銀國際證券股份有限公司不能確保本報告中提及的投資產品適合任何特定投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，閣下不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。閣下收到或閱讀本報告須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括閣下的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求閣下相關投資顧問的意見。

儘管本報告所載資料的來源及觀點都是中銀國際證券股份有限公司及其證券分析師從相信可靠的來源取得或達到，但撰寫本報告的證券分析師或中銀國際集團的任何成員及其董事、高管、員工或其他任何個人（包括其關聯方）都不能保證它們的準確性或完整性。除非法律或規則規定必須承擔的責任外，中銀國際集團任何成員不對使用本報告的材料而引致的損失負任何責任。本報告對其中所包含的或討論的信息或意見的準確性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的聲明或保證。閣下不應單純依靠本報告而取代個人的獨立判斷。本報告僅反映證券分析師在撰寫本報告時的設想、見解及分析方法。中銀國際集團成員可發布其它與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告，亦有可能採取與本報告觀點不同的投資策略。為免生疑問，本報告所載的觀點并不代表中銀國際集團成員的立場。

本報告可能附載其它網站的地址或超級鏈接。對於本報告可能涉及到中銀國際集團本身網站以外的資料，中銀國際集團未有參閱有關網站，也不對它們的內容負責。提供這些地址或超級鏈接（包括連接到中銀國際集團網站的地址及超級鏈接）的目的，純粹為了閣下的方便及參考，連結網站的內容不構成本報告的任何部份。閣下須承擔瀏覽這些網站的風險。

本報告所載的資料、意見及推測僅基于現狀，不構成任何保證，可隨時更改，毋須提前通知。本報告不構成投資、法律、會計或稅務建議或保證任何投資或策略適用於閣下個別情況。本報告不能作為閣下私人投資的建議。

過往的表現不能被視作將來表現的指示或保證，也不能代表或對將來表現做出任何明示或暗示的保障。本報告所載的資料、意見及預測只是反映證券分析師在本報告所載日期的判斷，可隨時更改。本報告中涉及證券或金融工具的價格、價值及收入可能出現上升或下跌。

部分投資可能不會輕易變現，可能在出售或變現投資時存在難度。同樣，閣下獲得有關投資的價值或風險的可靠信息也存在困難。本報告中包含或涉及的投資及服務可能未必適合閣下。如上所述，閣下須在做出任何投資決策之前，包括買賣本報告涉及的任何證券，尋求閣下相關投資顧問的意見。

中銀國際證券股份有限公司及其附屬及關聯公司版權所有。保留一切權利。

中銀國際證券股份有限公司

中國上海浦東
銀城中路 200 號
中銀大廈 39 樓
郵編 200121
電話: (8621) 6860 4866
傳真: (8621) 5888 3554

相關關聯機構：

中銀國際研究有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
致電香港免費電話:
中國網通 10 省市客戶請撥打：10800 8521065
中國電信 21 省市客戶請撥打：10800 1521065
新加坡客戶請撥打：800 852 3392
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際證券有限公司

香港花園道一號
中銀大廈二十樓
電話: (852) 3988 6333
傳真: (852) 2147 9513

中銀國際控股有限公司北京代表處

中國北京市西城區
西單北大街 110 號 8 層
郵編: 100032
電話: (8610) 8326 2000
傳真: (8610) 8326 2291

中銀國際(英國)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
電話: (4420) 3651 8888
傳真: (4420) 3651 8877

中銀國際(美國)有限公司

美國紐約市美國大道 1045 號
7 Bryant Park 15 樓
NY 10018
電話: (1) 212 259 0888
傳真: (1) 212 259 0889

中銀國際(新加坡)有限公司

註冊編號 199303046Z
新加坡百得利路四號
中國銀行大廈四樓(049908)
電話: (65) 6692 6829 / 6534 5587
傳真: (65) 6534 3996 / 6532 3371