

市场波澜不惊，成长消费占优

——2021 年下半年策略报告

一、经济主要矛盾分析：

2021 年下半年我们继续在疫情时代的后期，达成群体免疫的时间将决定全球经济的相对强弱走势，也直接影响到各国汇率表现和货币政策。从当前情况来看，全球整体接种率大约是 25%，中国疫苗完成接种率大约 25%，美国接种率大约为 50%，德国和英国接近 60%。这种情况下中美经济周期将分化，人民币存在阶段性贬值的压力。

从欧美经济来看，欧美经济持续回升。欧美 PMI 值都保持在 55 以上，保持旺盛的态势。美欧日的产能利用率达到了 70%以上。从美联储官员的讲话情况来看，现阶段仍需持续观察美国经济的实际情况以决定 Taper 的时间，市场普遍认为在 2021 年 Q3。从 FedWatch 来看，2021 年 Q4 仍然保持利率稳定。在 2021 年下半年，由于中美经济的非同步表现，如果美国开始缩减 QE 规模（Taper），人民币利率将面临阶段性的上行压力。

二、投资策略：

我们预期 2021 年下半年中国经济回落中完成转型升级。微小的边际变化使市场表现为震荡状态。**我们倾向于认为 2021 年下半年 A 市场不存在系统性的机会，美债利率上行和汇率阶段性贬值将带来负面的影响，市场整体在当前状态下持续运行。**在这种情况下，赛道选择和预期收益判断成为核心。

成长股在经济下行的环境中将表现最优。标准的成长股定义为当期资本投入和未来产出，现金流表现为长久期的特征。第二个特征是未来的产出与当前经济状态无关。从 2019-2020 年以来，以茅台为代表的价值型股票，由于收入利润和现金流稳定透明，在 DCF 模型估值过程中能够得到更大的终值，因此也表现为持续占优。

我们通过认为**创新药和医疗器械为代表的医药生物行业、景嘉微和科大讯飞为代表的人工智能行业、宁德时代和隆基股份代表的新能源汽车和新能源行业具备长期的空间。**我们也看好消费行业的盈利稳定性和长期性。从盈利和估值的层面来看，这些行业也处于 PB-ROE 匹配的状态，**短期景气和行业的长期增长将成为超额收益的源泉。**

风险提示：大宗商品价格再度回升，美国 Taper 提前，疫情失控

投资策略

张玉龙

zhangyulong@csc.com.cn

010-65608189

SAC 执证编号：S1440518070002

臧赢舜

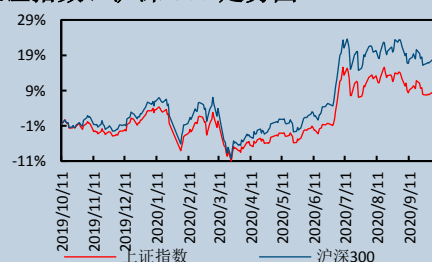
zangyingshun@csc.com.cn

010-86451443

SAC 执证编号：S1440520070015

发布日期：2021 年 06 月 07 日

上证指数、沪深 300 走势图



上证指数、创业板指走势图



目录

一、引言：市场波澜不惊，成长消费占优	1
1.1 后疫情时代的主要矛盾	1
1.1.1 2021 年 H1 复盘	1
1.1.2 2021 年 H2 的主要矛盾	1
1.1.3 2021 年 H2 的市场展望	2
1.2 转型升级中的赛道选择	2
1.2.1 成长赛道的选择	2
1.2.2 白马赛道的选择	2
1.3 预期收益分析	3
1.4 投资策略：市场波澜不惊，成长消费占优	3
二、2020 年市场总结分析	4
2.1 2021H1 市场复盘：从亢奋到冷静	4
2.2 2021H1 整体市场表现：适度下沉，周期为王	5
2.2.1 总体调整，科创受挫，适度下沉	5
2.2.2 周期为王，钢铁最强，军工垫底，TMT 难起	7
2.3 2021H1 估值情况：估值下降，科创最低，市值下沉方向有空间	9
三、2020 年海外及大宗商品市场总结分析	12
3.1 2021 H1 海外市场复盘	12
3.1.1 2021 H1 海外市场表现：美股持续上扬，港股行业机会涌现	12
3.1.2 2021 H1 海外市场复盘	13
3.2 2021 H1 大宗商品市场复盘	14
3.2.1 全球流动性过剩，疫情影响下大宗商品供需出现矛盾	15
3.2.2 大宗商品展望：供需矛盾仍需要时间缓解，观察美联储货币政策转向拐点	17
四、2021 年经济展望	19
4.1 2021 年宏观经济分析	19
4.1.1 2021 年上半年 GDP 运行回顾	19
4.1.2 工业投资——稳步提升	20
4.1.3 服务业——保持中高速增长	21
4.1.4 三驾马车——投资、消费、出口	22
4.1.5 物价	23
4.2 2021 年上半年流动性变化	24
4.2.1 社会融资规模分析	24
4.2.2 央行货币政策情况	25
4.2.3 利率的期限结构——国债市场	26
4.2.4 利率的风险结构——股票市场、国开债市场、信用债市场	27
4.3 2021 年下半年经济路径展望	29
4.3.1 宏观经济展望	29
4.3.2 流动性展望	30
4.4 2021 年下半年经济相关问题	31

4.4.1 出口还会持续超预期吗？	31
4.4.2 制造业投资会低于预期吗？	32
4.4.3 基建投资会低于预期吗？	33
五、2021 年政策展望	35
5.1 科技创新与现代产业体系建设	35
5.1.1 科技创新：数字产业化与产业数字化应用场景广泛，政策利好下发展可期	35
5.1.2 制造业高端化、绿色化、智能化升级，关注趋势下的伴生机遇	38
5.1.3 发展制造服务业，引导平稳升级	40
5.2 “双循环”体系：加速建设消费循环，打通城市消费与乡村消费堵点	41
5.2.1 消费循环：打通城市消费与乡村消费堵点	41
5.2.2 外循环：RCEP 稳步落地，出口持续升温	44
5.3 市场化改革	45
5.3.1 提高土地制度灵活性，协调资源利用效率	45
5.3.2 户籍制度改革，减轻负担，激发劳动力要素的活力	46
5.3.3 资本要素推行市场化，助力实现高质量发展	46
5.3.4 鼓励技术要素创新与流动，培育长周期下核心动能	47
5.3.5 培育数据要素市场，释放数据红利，推动数字经济高质量发展	47
5.4 消费升级	48
六、长期赛道方向	51
6.1 5G 基建	51
6.2 特高压	52
6.3 新能源汽车及充换电设施	53
6.4 人工智能	55
6.5 工业互联网	58
6.6 生物医药	59
6.7 国防军工	61
6.8 主题重点标的	63

图表目录

图表 1: PB-ROE	3
图表 2: 2021H1 市场大事回顾	5
图表 3: 2021H1 主要指数涨跌幅（截至 5 月 22 日）	6
图表 4: 2021H1 其他主要指数涨跌幅（截至 5 月 22 日）	6
图表 5: 2021H1 申万一级行业涨跌幅（截至 5 月 22 日）	7
图表 6: 2021H1 中信风格指数涨跌幅情况（截至 5 月 22 日）	8
图表 7: 2021H1 主要周期品涨幅（截至 5 月 11 日）	8
图表 8: 2021H1 涨幅居前的申万三级行业（截至 5 月 22 日）	9
图表 9: 2021H1 跌幅靠前的申万三级行业（截至 5 月 22 日）	9

图表 10:	2021H1 主要市场指数 PE 估值及分位数对比节前高估值时情况	10
图表 11:	2021H1 申万一级 PE 估值及分位数与高估值时对比	10
图表 12:	2021H1 申万一级 PB 估值及分位数与高估值时对比	11
图表 13:	2021 H1 美股走势（以 2020.12.31 收盘价进行归一化处理）	12
图表 14:	2021 H1 港股走势（以 2020.12.31 收盘价进行归一化处理）	13
图表 15:	2021 H1 几类主要的大宗商品价格走势	14
图表 16:	2021 H1 有色金属价格涨幅（截至 2021.5.14）	14
图表 17:	中美欧等主要经济体的货币供应量	15
图表 18:	中美欧等主要经济体的 PMI	16
图表 19:	美欧日等发达经济体的新冠肺炎新增确诊人数	16
图表 20:	美欧日等发达经济体的百人疫苗接种数	16
图表 21:	南美各国的新冠肺炎确诊人数	17
图表 22:	南美各国的百人疫苗接种数	17
图表 23:	4 月和 5 月美联储表态汇总	17
图表 24:	GDP 当季同比增速放缓	19
图表 25:	2020 三大产业 GDP 变化趋势	19
图表 26:	GDP 两年复合增速	19
图表 27:	工业两年复合增速	20
图表 28:	服务业变化趋势	21
图表 29:	长期服务业变化趋势	21
图表 30:	服务业指数两年复合增速	21
图表 31:	投资变化趋势	22
图表 32:	出口和消费变化趋势	22
图表 33:	城镇居民失业率变化趋势	23
图表 34:	固定资产与出口、消费品两年复合增速	23
图表 35:	CPI、PPI 变化趋势	24
图表 36:	PPI 和 M1 变化趋势	24
图表 37:	PPI、CPI 与 MI 两年复合增速	24
图表 38:	社会融资规模及同比增速	25
图表 39:	2021 年中长期贷款平均占比	25
图表 40:	2020 年中国公开市场操作投放回笼情况	25
图表 41:	中债 10 年期国债与 1 年期国债收益率	27
图表 42:	中债国开债与国债收益率	28
图表 43:	中债企业债（AAA）与国开债收益率	28
图表 44:	中债企业债（AAA 与 AA）收益率	28
图表 45:	A 股风险溢价	28
图表 46:	PPI 同比与原油价格同比（%）	29
图表 47:	PPI 同比与 M1 同比（%）	29
图表 48:	PPI、原油与 MI 两年复合增速	30
图表 49:	中国贸易情况	31
图表 50:	防疫物资同比增速	31

图表 51: 中国对美日欧出口增速	31
图表 52: 美日欧产能利用率	31
图表 53: 固定资产投资完成额同比增速	32
图表 54: 制造业营业利润	32
图表 55: 制造业分企业 PMI	33
图表 56: 制造业分指标 PMI	33
图表 57: 基建投资增速 (%)	33
图表 58: 基建细分行业投资增速 (%)	33
图表 59: 专项债情况	34
图表 60: “十四五”规划纲要中针对数字化的发展布局	35
图表 61: 数字产业化实现路径	36
图表 62: 产业数字化实现路径	37
图表 63: 产业数字化的应用场景	37
图表 64: 近一段时间围绕我国产业“强链补链延链”的政策信号	38
图表 65: 对产业链和产业体系的分层次完善	39
图表 66: 针对制造业优化升级的举措汇总	39
图表 67: 发展制造服务业的重点工作内容	40
图表 68: 2021 H1 关于房地产调控的政策汇总	41
图表 69: 新建商品住宅价格指数走势（上一年基数=100）	42
图表 70: 个人住房贷款余额及同比	42
图表 71: 2021 H1 关于乡村消费与乡村振兴的政策汇总	42
图表 72: 发达城市的汽车保有量增速相对低于全国保有量增速水平 (%)	43
图表 73: 中国对美国与 RCEP 成员国的出口额及出口占比对比	44
图表 74: 进出口金额同比增长迅猛	44
图表 75: 增加土地建设面积供应能够减轻溢价情况	45
图表 76: 疫情后我国的 EPMI 长期处于较高水平，2021 年第一季度增长较快	47
图表 77: 十四五后部位发布相关消费升级政策	48
图表 78: 5G 基建产业链一览	51
图表 79: 特高压设备产业链一览	52
图表 80: 《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》主要修订点	53
图表 81: 我国公共充电桩保有量	54
图表 82: 新能源汽车产业链一览	55
图表 83: 重大技术性事件与产业革命趋势	56
图表 84: 人工智能三次发展阶段	56
图表 85: 2015-2020 年中国人工智能市场规模	57
图表 86: 2015-2020 年全球人工智能市场规模	57
图表 87: 人工智能产业链一览	57
图表 88: 中国工业互联网市场规模（亿元）	58
图表 89: 工业互联网产业链一览	59
图表 90: 生物医药产业链一览	60
图表 91: 2000-2020 年中国国防预算支出一览	61

图表 92: 国防军工产业链示意图	62
图表 93: 主题重点标的	63

一、引言：市场波澜不惊，成长消费占优

1.1 后疫情时代的主要矛盾

1.1.1 2021 年 H1 复盘

我们在 2021 年年度策略报告《风物长宜》中明确指出：随着疫情退去之后，经济进入正常化的阶段。经济复苏和政策退出将是我们考虑的重要问题。我们选择了 2004 年和 2010 年作为历史的参考年份：2004 年给我们的启示是煤飞色舞的周期行情和不断退出的政策。我们明确提出 2021 年上半年没有春季行情，并且以风险防范为主。从行业层面来看，高估值的板块将存在利率上行的压力。

从 2021 年 1-5 月市场表现来看，总体呈现出一波三折的曲折过程。2021 年春节央行收紧流动性引发了市场的回调。在春节之后，大宗商品价格的上行带来市场的反弹，2020 年受到追捧的核心资产与有色、化工、煤炭、钢铁等周期板块呈现出冰火两重天的巨大差异。美国经济持续复苏，美债利率从 1.5% 持续上升到 1.75% 加剧了这种行情的分化。随着 4 月大宗商品价格见顶，央行收紧流动性的压力缓解，疫苗在全球范围内的普及，生物制品、白酒等核心资产再度回归，回到了前期市场的高点。

从行业比较层面来看，2021 年 1-5 月，根据《金融界》行业配置的统计，中信建投组合 2021 年度收益率 35%。我们准确的把握了宏观经济的变化，正确的对行业进行了评估和比较，从周期爆发到价值的回归。

1.1.2 2021 年 H2 的主要矛盾

2021 年下半年我们继续在疫情时代的后期，这个时候需要关注的是达成群体免疫的时间。这将决定全球经济的相对强弱走势，也直接影响到各国汇率表现和货币政策。我们认为这是决定 2021 年下半年的核心因素。

从当前情况来看，全球整体接种率大约是 25%，中国疫苗完成接种率大约 25%，美国接种率大约为 50%，德国和英国接近 60%。阿联酋、以色列、智利等国家接种率均超过了 100%。越南等东南亚国家接种率大约在 10% 左右的水平。在这种条件下，美国和欧洲将重新回归常态。我们将推迟重开国门，直到达成群体免疫。以当前接种速度来看，中国接种率达到 100% 大约需要到 2022 年上半年。这种情况下中美经济周期将分化，人民币存在阶段性贬值的压力。

从欧美经济来看，欧美经济持续回升。欧美 PMI 值都保持在 55 以上，保持旺盛的态势。美欧日的产能利用率达到了 70% 以上。欧美经济处于持续回升中。因此，从美联储官员的讲话情况来看，现阶段仍需持续观察美国经济的实际情况以决定 Taper 的时间，市场普遍认为在 2021 年 Q3。从 FedWatch 来看，2021 年 Q4 仍然保持利率稳定。

从中国经济来看，2021 年 5 月 PMI 数据印证了我们的看法：过高的大宗商品价格推高了原材料成本，中国经济生产和需求呈现出下行。5 月之后，在政府的引导下大宗商品价格回落，央行收紧流动性的压力显著下降。利率水平从年初 3.3 下降到 3.05 左右。在 2021 年下半年，由于中美经济的非同步表现，如果美国开始缩减 QE 规模（Taper），人民币利率将面临阶段性的压力。

1.1.3 2021 年 H2 的市场展望

2021 年下半年中国经济回落、价格回落和利率回落，但经济转型升级成为核心方向。总体而言市场应当是震荡状态。中美异步的经济阶段将带来海外流动性收紧和人民币汇率阶段性贬值的负面影响。但是这种状态已经完全不同 2004 年和 2010 年经济大幅波动，处于微小的边际变化中。**我们倾向于认为 2021 年下半年 A 市场不存在系统性的机会，美债利率上行和汇率阶段性贬值将带来负面的影响，市场整体在当前状态下持续运行。**在这种情况下，我们的主要工作将集中在主要赛道选择和预期收益的研究中。

1.2 转型升级中的赛道选择

从经济驱动力来看，我们明确了经济回落、价格回落和利率回落的经济状态。根据我们在《宏观对冲投资策略中的成长股》研究：**成长股在经济下行的环境中将表现最优。标准的成长股定义为当期资本投入和未来产出，现金流表现为长久期的特征。第二个特征是未来的产出与当前经济状态无关。**与此相反，价值型的股票表现为当期现金流入，未来现金流逐步减少。从 2019-2020 年以来，以茅台为代表的价值型股票，由于收入利润和现金流稳定透明，在 DCF 模型估值过程中能够得到更大的终值，因此也表现为持续占优。

1.2.1 成长赛道的选择

在这种思路下，从市场层面来看，科创板上市公司最符合我们的定义，其次是创业板。从产品角度来看，科创 50ETF、创业板 50ETF、南方双创 ETF 等产品精选了科创板和创业板中研发投入占比高的企业。

医药：随着人口老龄化和人类健康需求的提高，生物医药行业空间大，具备良好的持续盈利能力。生物医药行业是在创新药、医疗器械、医药服务等子行业均符合成长股的定义。创新药中主要包括原始研发，CRO、CDMO、CSO 等环节。以恒瑞医药、信达生物和百济神州为代表的原始研发阶段符合我们对成长股的定义。医疗器械、生物疫苗中等行业持续研发业务占比较高，也符合我们的定义。我们需要进一步评估估值的合理性。

人工智能：人工智能能够解决更多的问题，也是未来发展的重要方向。人工智能行业未来 5 年复合增速达到 26.2%，中国人工智能复合增速达到 44.5%，也属于长坡厚雪的赛道。人工智能基础层以 AI 芯片、计算机语言、算法架构等研发为主；技术层以计算机视觉、智能语音、自然语言处理等应用算法研发为主；应用层以 AI 技术集成与应用开发为主。我们看好以景嘉微为代表的基础层和科大讯飞为代表的技术层的投资机会。

新能源及新能源汽车：在碳中和背景下，新能源汽车、光伏等行业具有广阔的成长空间。我们在《碳中和：高质量发展的供给侧改革》中明确提出新能源车在未来 15 年的长期复合增速在 22-32%之间，光伏行业装机量复合增速也在 25%左右的水平。新能源车金属锂、电池等环节，光伏行业中的组建等环节，都符合我们选择的赛道。

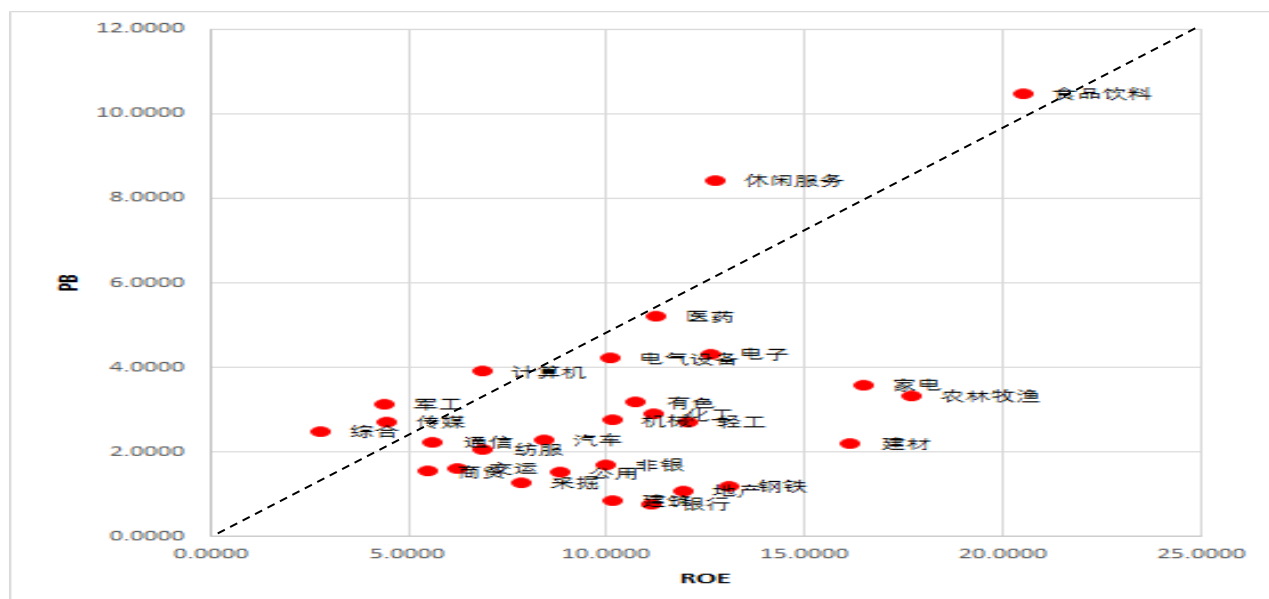
1.2.2 白马赛道的选择

从 2016-2020 年开始以茅台为代表的白马蓝筹股获得了显著的收益，这背后本质的原因是收入、利润和现金流的稳定透明，在估值的时候获得了较大的溢价。如果从生命周期角度来看，这些公司因为有更长的持续时间，从而拥有较大的终值，也可以认为是较长的久期。因此，我们仍然看好白酒为代表的消费赛道长期投资机会。

1.3 预期收益分析

2021 年另外一个比较困难的问题是我们看好的赛道估值水平都较高，如何在全市场跨行业比较中预期相对数收益水平是一个关键问题。我们认为从 PB-ROE 的角度能够给出较为清晰的答案。从 PB-ROE 的角度来看，即使食品饮料估值水平较高，但是仍然保持在 PB-ROE 的中线上，估值和盈利能力之间保持着较好的匹配程度。

图表1： PB-ROE



资料来源：Wind，中信建投

我们持续推荐的生物医药和电器设备等行业，估值水平也处于合理的位置，我们认为长期的空间和增长水平是超额收益的来源。相对而言，虽然银行、地产、钢铁、建筑等行业处于估值较低的水平，但缺乏长期成长空间，在 PPI 下行、经济回落和利率下行的情况下并不能占优。

1.4 投资策略：市场波澜不惊，成长消费占优

综上所述，我们预期 2021 年下半年中国经济回落中完成转型升级。微小的边际变化使市场表现为震荡状态。我们倾向于认为 2021 年下半年 A 市场不存在系统性的机会，美债利率上行和汇率阶段性贬值将带来负面的影响，市场整体在当前状态下持续运行。在这种情况下，赛道选择和预期收益判断成为核心。

成长股在经济下行的环境中将表现最优。标准的成长股定义为当期资本投入和未来产出，现金流表现为长久期的特征。第二个特征是未来的产出与当前经济状态无关。从 2019-2020 年以来，以茅台为代表的价值型股票，由于收入利润和现金流稳定透明，在 DCF 模型估值过程中能够得到更大的终值，因此也表现为持续占优。

我们通过认为创新药和医疗器械为代表的医药生物行业、景嘉微和科大讯飞为代表的人工智能行业、宁德时代和隆基股份代表的新能源汽车和新能源行业具备长期的空间。我们也看好消费行业的盈利稳定性和长期性。从盈利和估值的层面来看，这些行业也处于 PB-ROE 匹配的状态，短期景气和行业的长期增长将成为超额收益的源泉。

二、2020 年市场总结分析

2.1 2021H1 市场复盘：从亢奋到冷静

1 月前半段，市场受到内外多方面利好整体延续了去年的牛市走势，但已经出现交易拥挤的现象。外围方面，美国总统进入交接期，拜登承诺上任后 100 天内接种 1 亿剂疫苗。与此同时，美国新冠肺炎新增确诊人数也在 1 月初见顶回落，海外经济复苏预期升温。国内方面，1 月 9 日，央行行长易纲表示“2021 年货币政策要‘稳’字当头，保持正常货币政策空间的持续性”，延续了货币政策不急转弯的表述，而宏观经济方面，1 月 14 日海关总署发布 2020 年我国进出口数据，其中，出口金额 17.93 万亿元，同比增长 4%，机构普遍预计 2021H1 中国出口将继续延续强势，为经济增长提供助力。在经济基本面和市场流动性无忧的情况下，机构对市场普遍乐观，至少看多第一季度，看好春季躁动。从公募基金发行情况来看，1 月基金发行规模达到除 2020 年 7 月以来的第二高点，为 4901 亿元，大量资金入市为行情带来支撑，也强化了机构抱团的风格。1 月初市场出现了罕见的股灾式上涨的现象，指数受龙头股带动强势上涨，而中小市值的 3000 余股票下跌，不买龙头就没有赚钱效应。

然而 1 月末，市场开始出现流动性收紧的预期，并引发了市场的调整。1 月 25 日，央行货币政策委员会委员马骏在中国财富管理 50 人论坛解读中央经济工作会议时表示“有些领域的泡沫已经显现，去年我国几个主要的股市指数都大幅上升，接近 30%。在经济增速大幅下降的情况下出现如此牛市，不可能与货币无关。未来这种情况是否会加剧，取决于今年货币政策要不要进行适度转向。如果不转向，这些问题肯定会继续，会导致中长期更大的经济、金融风险。”此番发言被认为监管即将控制流动性。26 日，央行缩量逆回购，净回收 780 亿。1 月最后一周央行公开市场共净回笼资金 2300 亿元，引发利率水平猛升，超出市场预期。截至 1 月 29 日，7 天银行间质押式回购加权利率上升 186.9bp 至 4.39%；SHIBOR 隔夜利率上升 84.6bp 至 3.28%，3 个月利率上升 18.7bp 至 2.77%。市场流动性缺口扩大加剧了投资者对于货币政策转向的担忧，导致 A 股价格承压，前期受机构追捧的医药、新能源车、光伏、军工等高估值板块跌幅较大。

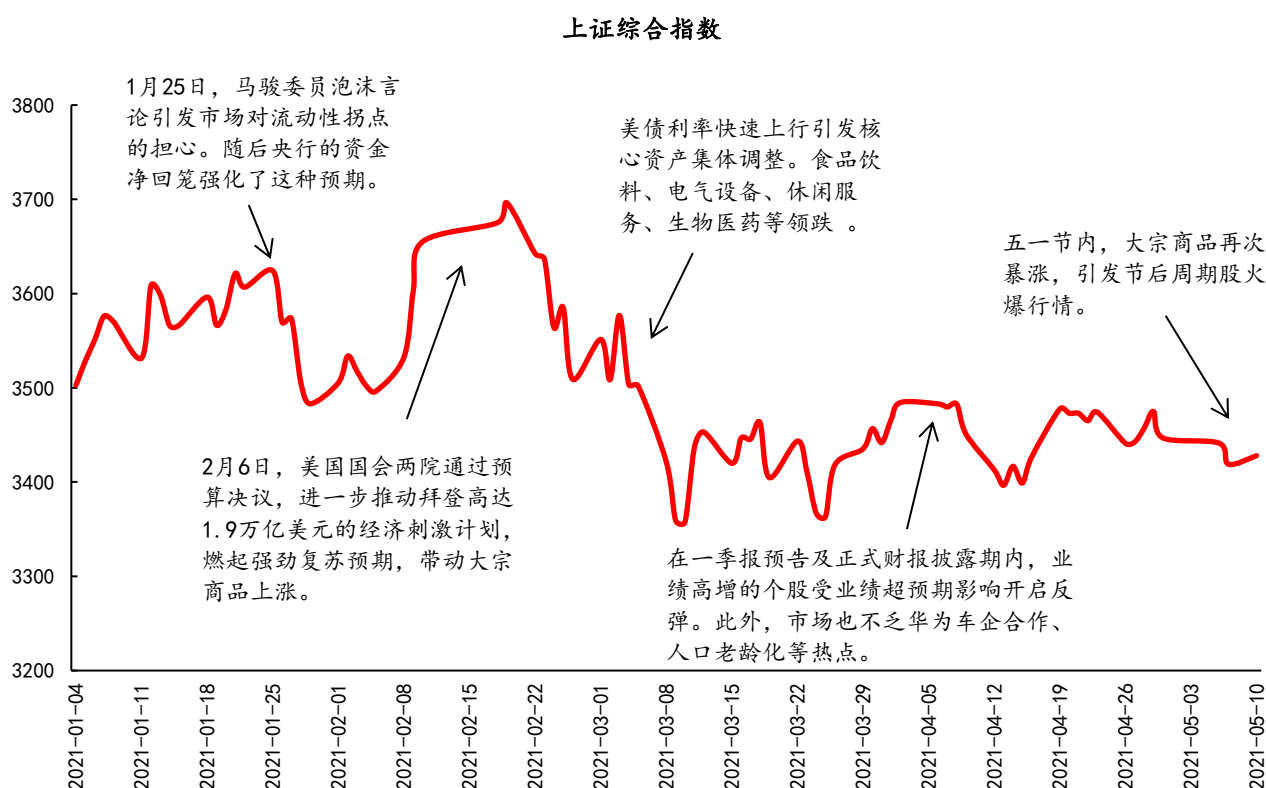
2 月初央行采用 14 天逆回购的方式支持春节期间流动性需求，安抚市场情绪，利率随之下落。海外方面，北京时间 2 月 6 日凌晨，美国国会两院通过预算决议，进一步推动拜登高达 1.9 万亿美元的经济刺激计划，美股市场小幅反弹，带动 A 股情绪面向好。2 月 8 日晚，中国人民银行发布《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》，称下一阶段主要政策思路是“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。”节前，市场在缩量的情况下连涨三天，大出市场意料之外。春节期间外盘普涨，周期股表现强势，受美国财政刺激以及经济复苏预期影响，大宗商品出现加速上涨。2 月 18 日节后首个交易日上证指数延续节前涨势，之后冲高回落，市场出现了明显的风格转换，抱团股逐渐松动，市场偏好转向顺周期股。美国经济向好带来的需求复苏预期带动春节期间国际原油价格与有色金属价格的大涨，进一步利好 A 股顺周期板块。但通胀预期令美债收益率快速飙升，进入 3 月，十年美债收益率突破 1.7%，美联储暗示逐步退出 QE 的言论加大美债继续上行的预期，利空高估值板块，在热门权重股的带动下市场出现持续剧烈调整。与此同时，两会预期加持下，“碳中和”概念带动环保、能源、煤炭等低估值板块逆市大涨，加深市场分化。

3 月中旬以后，经历近一月的调整后，市场开始企稳，整体呈现震荡反弹，在一季报预告及正式财报披露期内，业绩高增的个股受业绩超预期影响开启反弹，生物医药、电气设备、食品饮料等板块表现亮眼受到市场追捧。4 月，上证指数和创业板指出现分化，上证指数在区间震荡波动，而创业板则震荡走高。为创业板的医

药龙头在一季报披露超预期的情况下对市场的正向促进作用非常明显。此外，顺周期、电子、食品饮料、化工等板块也在 Q1 财报超预期的带动下开启了反弹。当然，4 月市场也不乏热点，4 月下旬华为与相关车企的合作在市场中形成热点，作为手机业务的替代业务，华为帮车企造车极具市场想象力，使得汽车板块出现反弹。而央行有关人口老龄化工作论文则引发了市场对于中国老龄化问题的关注，受此影响二胎概念股出现躁动。

五一节后，伴随大宗商品、航运等周期品的加速涨价，周期股在节后引领市场。钢铁、煤炭行业受持续限产以及内外部需求较强的影响，底层的螺纹钢、动力煤等商品价格持续上涨，再次引爆周期股盈利持续性将加强的预期，带动了境内外资源股的第二轮上涨。

图表2： 2021H1 市场大事回顾



资料来源：Wind，中信建投

2.2 2021H1 整体市场表现：适度下沉，周期为王

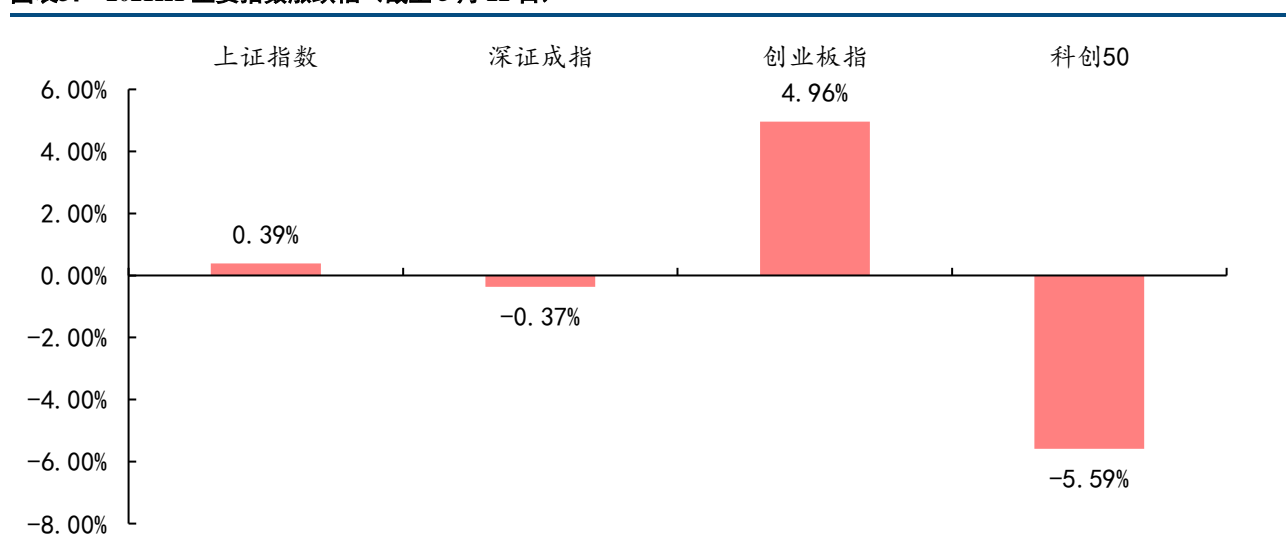
2.2.1 总体调整，科创受挫，适度下沉

“周期为王，适度下沉”是我们为 2021H1 目前的行情演绎概括的主题词。截至 2021 年 5 月 22 日，主要指数年内收益依然全部为负，其中创业板指凭借 5 月的强势，录得 4.96% 的正收益，而上证指数也微涨 0.39%，相对表现较好。深成指同样凭借 5 月反弹缩小跌幅，微跌 0.37%。而科创 50 指数跌幅最大，达到了 5.59%，回

撤程度较猛。

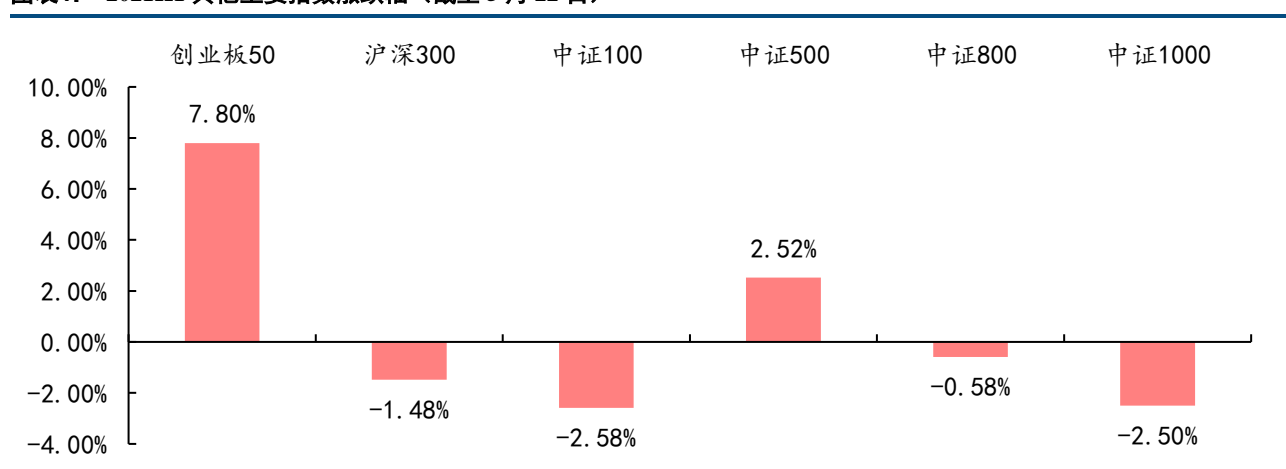
其他主要指数中创业板 50 与中证 500 指数鹤立鸡群，收益为正，其他主要指数年内收益依旧为负。其中，创业板 50 凭借非常强势的一季报表现，依靠 4-5 月的强势反弹，收益重新为正，以 7.8% 的涨幅领先，而中证 500 在调整中也相对抗跌，年初至今也保持了正涨幅，收涨 2.52%。中证 500 是 Q1 机构配置策略中市值下沉方向的重点，本质上也是部分不认可核心资产持续实现超额收益的资金开辟第二战场的选择。凭借更高的性价比以及机构资金的加持。与之相对的是，代表大盘股的沪深 300、中证 100 以及代表小盘的中证 1000 跌幅都在 1-3% 之间，这意味着市值下沉的方向是确定的，但市值下沉同时也是适度的。

图表3： 2021H1 主要指数涨跌幅（截至 5 月 22 日）



资料来源：Wind，中信建投

图表4： 2021H1 其他主要指数涨跌幅（截至 5 月 22 日）



资料来源：Wind，中信建投

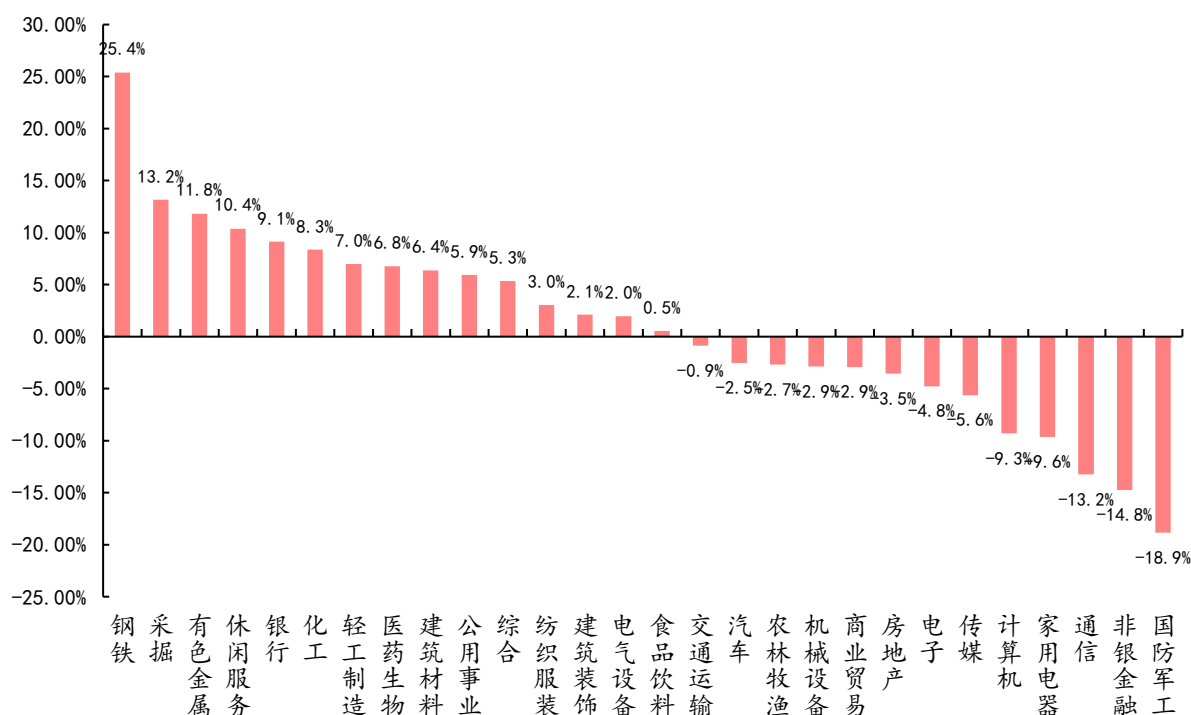
2.2.2 周期为王，钢铁最强，军工垫底，TMT 难起

申万一级行业方面，周期成为 2021H1 最绝对的赢家，钢铁、采掘、有色、银行、化工、轻工、建材涨幅居前且均超过 5%。钢铁更是王者中的王者，板块指数上涨 25.4%，超过第二名采掘近 12%，绝对领先全市场。钢铁本身属于周期内滞涨品种，具备性价比优势，更兼上半年以来，在“碳达峰、碳中和”和“限产政策”的双重推动下，钢铁板块获得了持续向上的推动力。既有双碳的预期想象空间，又有工信部压低粗钢产量的政策支持，在钢铁产品持续涨价的基础上，理所当然成为 H1 最佳品种。

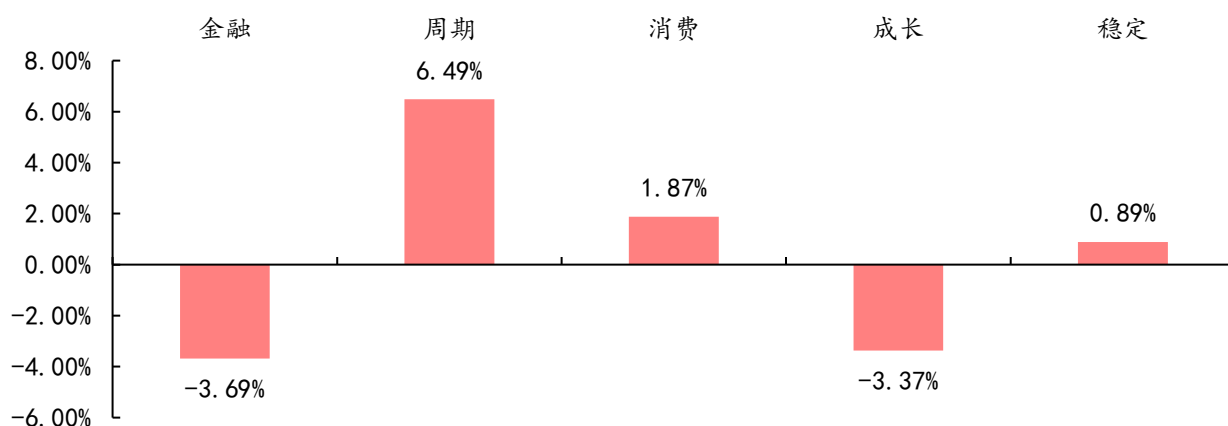
休闲服务、医药生物、纺织服装、公用事业、综合、建筑装饰、电气设备、食品饮料是剩余 H1 收益为正的产业。其中，休闲服务、纺织服装是环比上升，且同比 2020 年同期大幅正增长的行业。而医药生物则受益于国内外疫情的天差地别。一方面，子行业中的医疗器械和生物制品受益于海外新冠疫情的反复与中国制造的可靠，另一方面子行业中的医疗服务和化学药品则受益于国内疫情的控制和诊疗秩序的恢复。公用事业则受益双碳政策的预期指引和高股息率优势，建筑行业受益于经济复苏、工程放量与估值优势。

与之相反的是，国防军工、非银金融、通信、家电、计算机、传媒、电子则跌幅超过 4%。国防军工、家电、计算机主要受估值较高而业绩相对较为一般的影响。其中，国防军工的业绩整体不如 2020 年同期，表现为景气最佳时期已过。而家电、计算机、传媒属于同比 2020 年增速较佳，但没能恢复到疫情前水平。非银金融主要受到市场行情影响。券商一级、二级市场表现均不如 2019 与 2020 年，基本面边缘走差，而保险则受损于利率的震荡下行。TMT 行业中通信行业也类似于传媒和计算机，属于整体业绩较为一般的行业，基本面不佳的行业。而电子基本面不错，但估值相对较高。

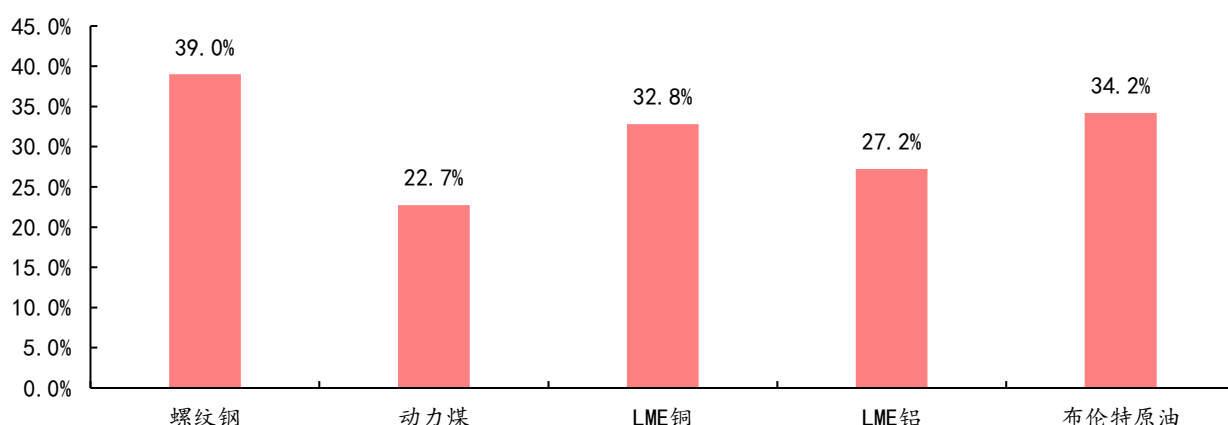
图表5： 2021H1 申万一级行业涨跌幅（截至 5 月 22 日）



资料来源：Wind，中信建投

图表6： 2021H1 中信风格指数涨跌幅情况（截至 5 月 22 日）


资料来源: Wind, 中信建投

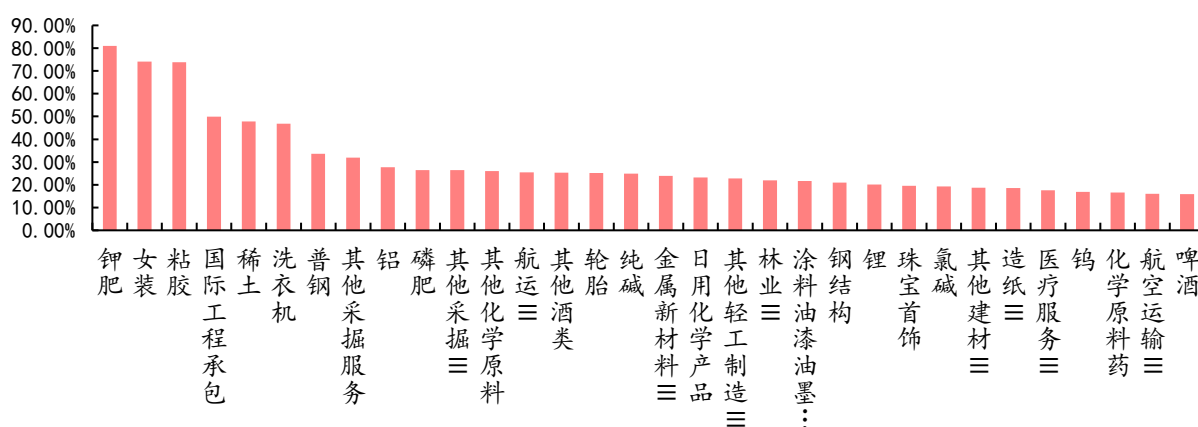
图表7： 2021H1 主要周期品涨幅（截至 5 月 11 日）


资料来源: Wind, 中信建投

进一步下沉来看，申万三级行业中涨幅较多的是钾肥、女装、粘胶、国际工程承包、稀土、洗衣机、普钢、其他采掘服务、铝、磷肥、其他采掘、其他化学原料、航运、其他酒类、轮胎、纯碱、金属新材料、日用化学产品、其他轻工制造、林业等。这些子行业基本均为周期行业，对应化工、有色、钢铁、采掘等，当然纺服、家电、食品饮料中也有子行业相对独立。

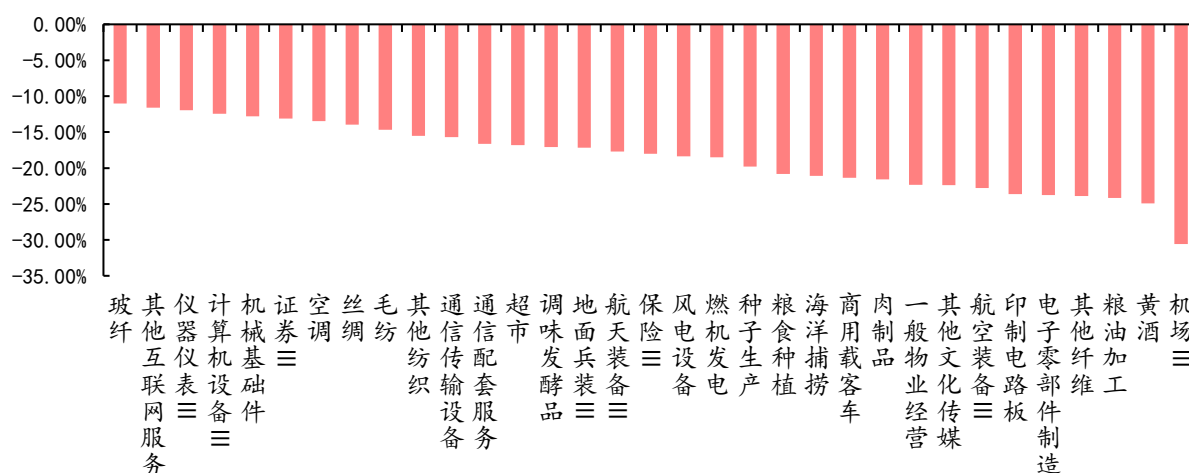
而申万三级行业中，机场、黄酒、粮油加工、其他纤维、电子零部件制造、印制电路板、航空装备、其他文化传媒、一般物业经营、肉制品、商用载客车、海洋捕捞、粮食种植、种子生产、燃机发电、风电设备、保险、航天装备、地面兵装、调味发酵品等跌幅靠前，这些行业对应军工、电气设备、农林牧渔等。这些行业或基本面变差或估值较高。

图8： 2021H1 涨幅居前的申万三级行业（截至 5 月 22 日）



资料来源: Wind, 中信建投

图9： 2021H1 跌幅靠前的申万三级行业（截至 5 月 22 日）



资料来源: Wind, 中信建投

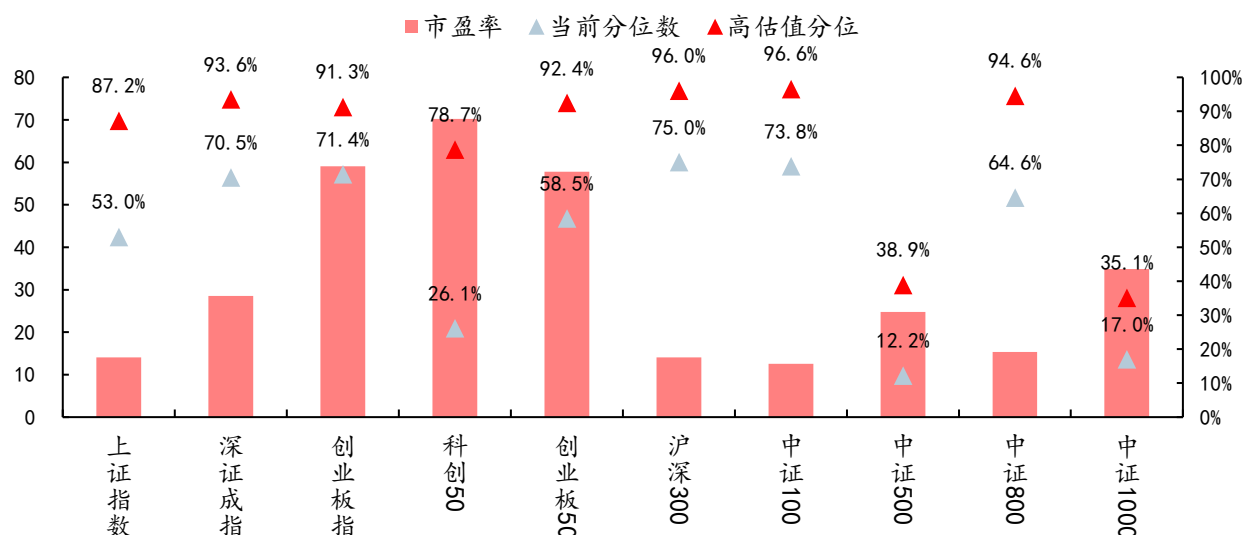
2.3 2021H1 估值情况：估值下降，科创最低，市值下沉方向有空间

随着市场的调整和 Q1 盈利总体向好提升，市场的总体估值水平出现下降，各主要指数估值历史分位下降幅度不等。具体来看，目前上证指数/深成指/创业板指/科创 50 的估值分别为 14.08/28.56/59.09/70.25，分别处于 2010 年以来的 53.0%/70.5%/71.4%/26.1% 的历史分位数，比节前高估值时下降不少。其中，科创板的从发行高估值逐渐回归，导致分位数较低。而创业板指估值分位数下降也不少。

创业板 50 消化估值能力较好，目前估值处于 58.5%，后续依旧有提升空间。而大盘股中沪深 300、中证 100 分别处于历史 75.0% 和 73.8% 分位，估值虽有下降，但对比其他指数情况，依旧处于历史较高分位。市值下沉方

向中，中证 500 目前处于历史 12.2%分位，水平最低，中证 1000 处于历史 17.0%分位，紧随其后，二者也均比节前高水位时下降不少。

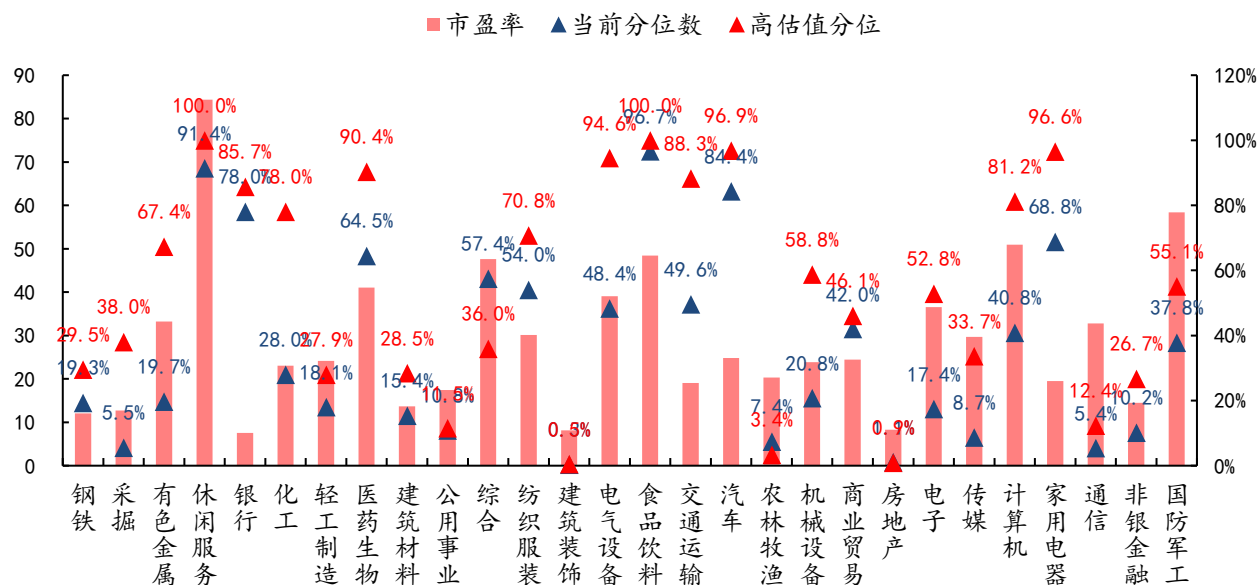
图表10： 2021H1 主要市场指数 PE 估值及分位数对比节前高估值时情况



资料来源: Wind, 中信建投

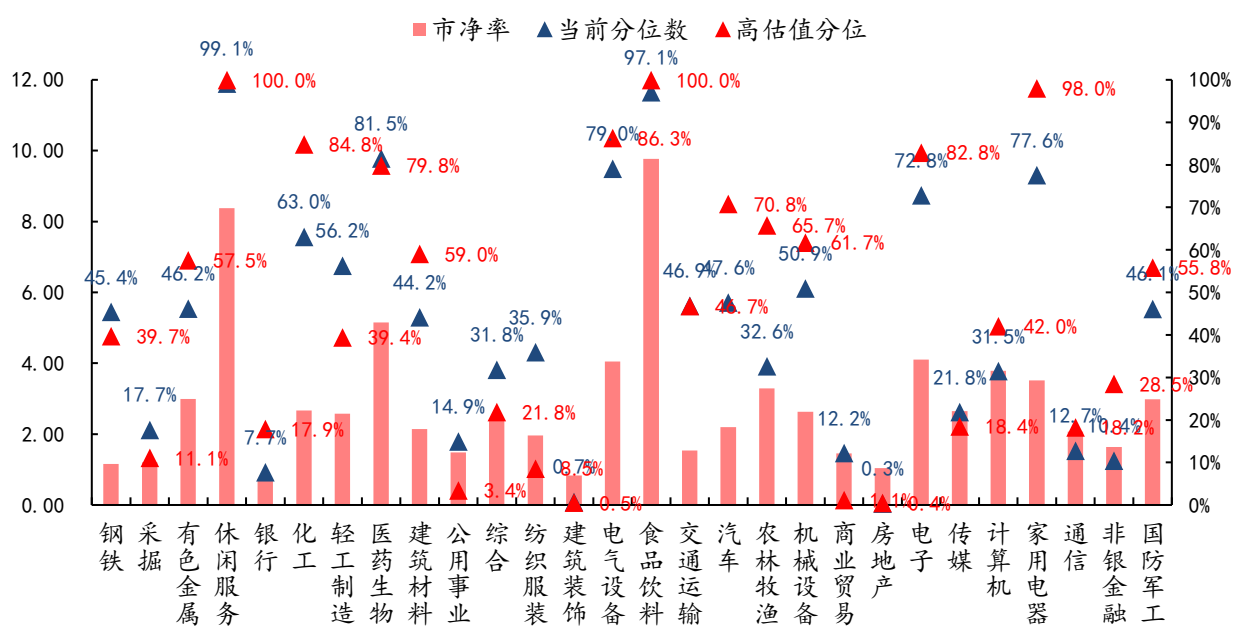
从市盈率来看，休闲服务、食品饮料、商业贸易、轻工、房地产、农业估值下降不明显，周期类行业中化工、汽车、机械、交运下降明显，非周期类中医药、家电、计算机、电子下降明显。从市净率来看，钢铁、采掘、有色、轻工等周期类行业上升，但银行、非银等金融行业却在下行。

图表11： 2021H1 申万一级 PE 估值及分位数与高估值时对比



资料来源: Wind, 中信建投

图表12： 2021H1 申万一级 PB 估值及分位数与高估值时对比



资料来源：Wind，中信建投

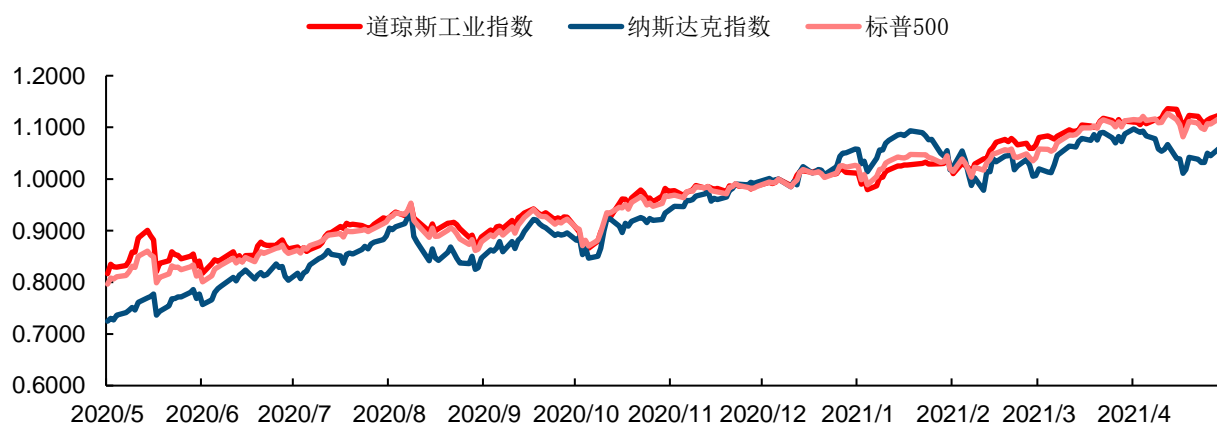
三、2020 年海外及大宗商品市场总结分析

3.1 2021 H1 海外市场复盘

3.1.1 2021 H1 海外市场表现：美股持续上扬，港股行业机会涌现

美股整体延续上行趋势，科技与传统板块分化加剧。观察美股主要指数表现，截至 5 月 25 日，道指和标普 500 年内累计涨幅分别达到 12.11% 和 11.50%，而纳斯达克指数年内涨幅仅有 5.97%，略逊于另外两只指数。总体上看，美国经济稳步复苏、流动性维持宽松环境是市场持续上涨的核心内因。而指数表现分化原因有二，前期美股科技股的高估值仍未完全被市场消化；而拜登就任总统后带来强经济刺激预期，叠加疫苗普及率上升对经济复苏信心的提振，带动市场对传统消费、工业等产业的预期上升，造成了从二月中下旬开始传统产业权重较高的道指和标普 500 走势强于纳指。

图表13： 2021 H1 美股走势（以 2020.12.31 收盘价进行归一化处理）

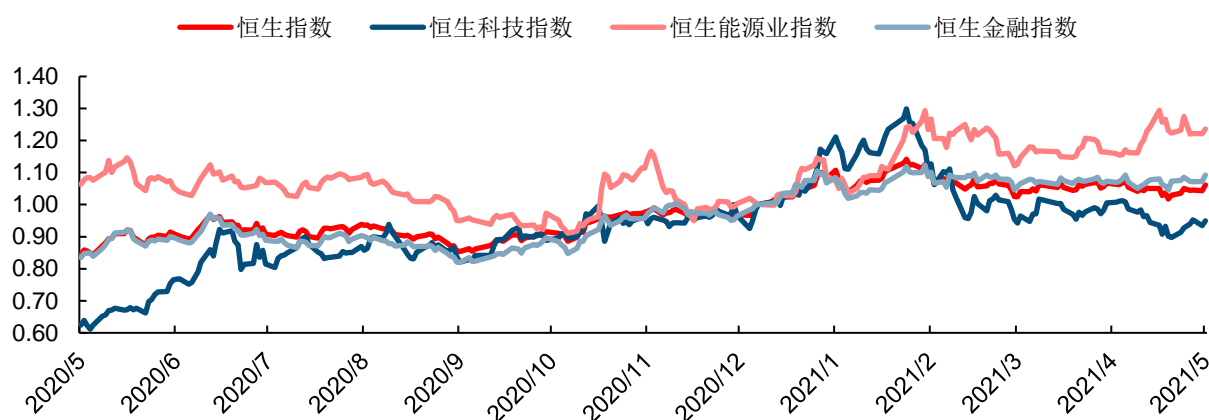


资料来源：Wind，中信建投

年初科技表现抢眼，能源随后接力领跑。与美股强势表现不同，港股大盘上半年整体处于小幅上升和震荡之中，恒指多数时间保持在 28000 点至 31000 点之间，截至 5 月 25 日累计涨幅仅为 6.17%。大盘半年内高点出现在二月中旬，为 31084 点，随后虽经历了回调，但指数表现仍好于去年年末，经济复苏是主要支撑力。

值得注意的是，港股科技股和能源股在上半年均有过较为亮眼的表现，科技股在业绩预期加强、南向资金抱团等因素助推下，一月持续攀升，直至 2 月 17 日抵达高点，恒生科技指数年初至当日的累计涨幅高达 29.90%。但随后科技股经历了一轮深度回调，截至 5 月 15 日，指数对比年初下跌 5.00%。其下跌原因要归属到估值调整和流动性转向预期带来了风格切换。与科技股的走势疲软相对，能源股从 1 月中开始表现持续优于大盘，在 2 月下旬到达半年内高点后经历了一波短暂回调，于 5 月 10 日再度突破前期高点；其上涨原因与全球大宗商品价格普涨、周期强势基本一致。

图表14： 2021 H1 港股走势（以 2020.12.31 收盘价进行归一化处理）



资料来源：Wind，中信建投

3.1.2 2021 H1 海外市场复盘

1 月，美股三大指数出现了部分回调，而在新任总统拜登正式就任后，其公布的美国拯救计划（American Rescue Plan）极大程度上提振了美国经济恢复的信心，美股保持温和上升直至 2 月。同期港股欧股等外围市场也有着不错表现。在 A 股因春节休市的期间，港股和美股依旧持续回弹，全球市场均在交易经济复苏主线。但到了二月的最后一周，持续升高下的通胀预期推升十年期美债收益率快速上行至 1.54%，引起美股港股双双回调。从行业视角来看，在这一轮美港两地原属高估值的科技股受创最为严重，而美港股能源股和港股地产股等表现相对优异。

待到 3 月初，拜登主导的新一轮财政刺激计划通过两院的消息一定程度上冲散了美债收益率快速上升、PMI 回落的“阴云”，带动美股市场三大指数普涨，也传导影响了其它海外股市；虽然指数表现良好，但美债收益率仍处于上行中，以能源为代表的周期股和科技股等差距持续拉大。值得一提的是，当周 OPEC+会议提及了延长石油限产期，形成了对能源股表现的又一支撑。3 月中旬的美联储会议维持了鸽派的利率决议，但伴随着的是十年期美债收益率上行接近 1.74%，美股持续承压，传导影响港股等海外市场。3 月 23 日，美国财长耶伦关于提高企业税的言论冲击了市场，纳指带领三大指数普跌。

4 月开篇，在经济和盈利预期改善和宽松流动性叠加鸽派表态的持续助推下，全球股市震荡后恢复升势，4 月前两周，标普 500 和道指双双接连创下历史新高、纳指亦逼近历史最高点。从行业视角来看，除去前期已有不错涨幅现的能源股外，各行业指数表现均较为优异。同期美国公布的 3 月 CPI、PMI 失业率等数据也较符合预期。与之相对，港股虽然也在预期改善，但大盘整体同期表现乏力，部分龙头股表现较好。4 月 22 日，市场传闻拜登将加征资本利得税，冲击了市场情绪，三大股指有所回调。同时放眼国际变异疫情再起，对经济复苏略有阻碍。同期全球大宗商品价格上行带动的周期股行情已经启动。

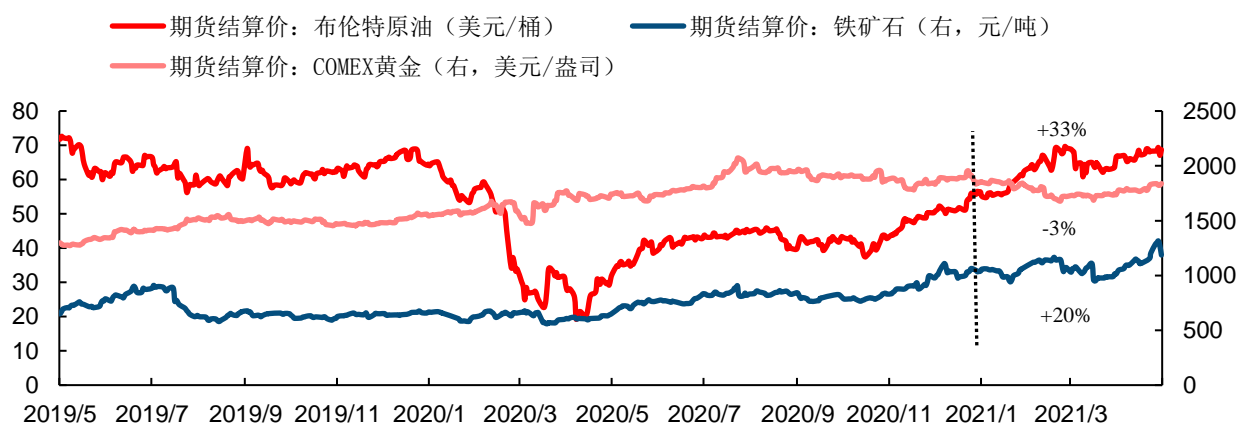
5 月至今，美股和港股都处于震荡之中。月初美、欧和港股均有所下跌，且均呈现出原材料、公用事业和能源股表现较好，金融科技下跌的内在逻辑一致性。但值得注意的是，美国公布的经济数据反映了较为良好的复苏态势——GDP 环比折年率转正、消费者信心指数跳升至疫情以来最高点，在美联储官员前期关于“经济复苏——货币政策”表态的作用下，市场开始担忧美联储加息预期。5 月中旬超预期的通胀数据的公布使得投资

者进一步分化，美国三大股指有所下跌，消费和金融行业在此期间有着相对不错的表现。而后 5 月 20 日美联储公布的会议纪要显示多名官员已经开始讨论缩债和加息，市场震荡加剧。

3.2 2021 H1 大宗商品市场复盘

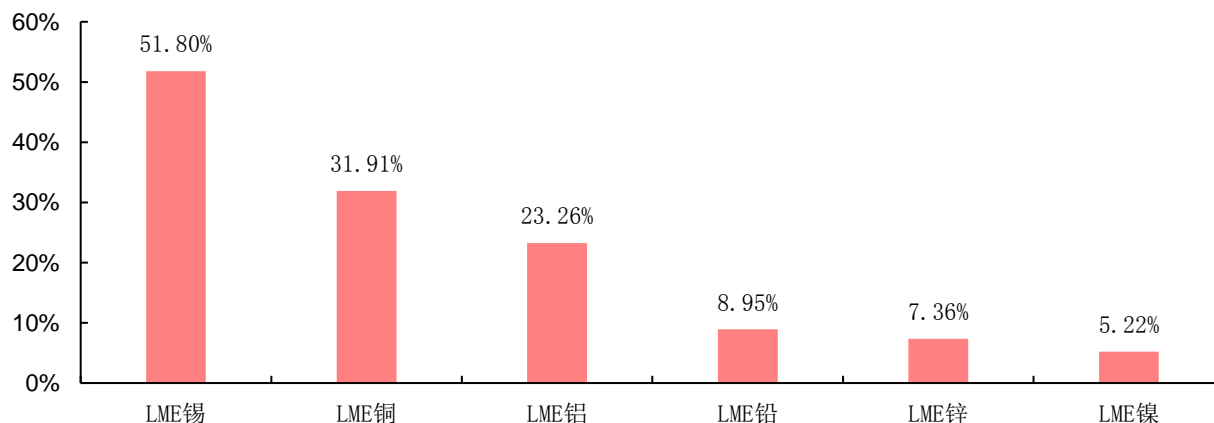
宽松政策带来全球流动性过剩，需求恢复叠加供给受限带动大宗商品价格上涨。今年上半年，石油、铁矿石及有色金属等大宗商品价格均有着明显涨幅，多品类大宗商品的价格上涨超 20%，环比增长率还要高于 2009-2010 的大宗商品牛市环比增长。本轮上涨根源在于去年全球各主要经济体均采取了宽松的货币政策应对疫情，导致流动性普遍过剩；随着中、美、欧等主要经济体经济恢复带来了需求预期，形成了价格上行的推力；而巴西等主要资源国疫情依旧处于蔓延态势，限制了产品供给，供需错配加剧了区间内的上行幅度。

图表15： 2021 H1 几类主要的大宗商品价格走势



资料来源：Wind，中信建投

图表16： 2021 H1 有色金属价格涨幅（截至 2021.5.14）

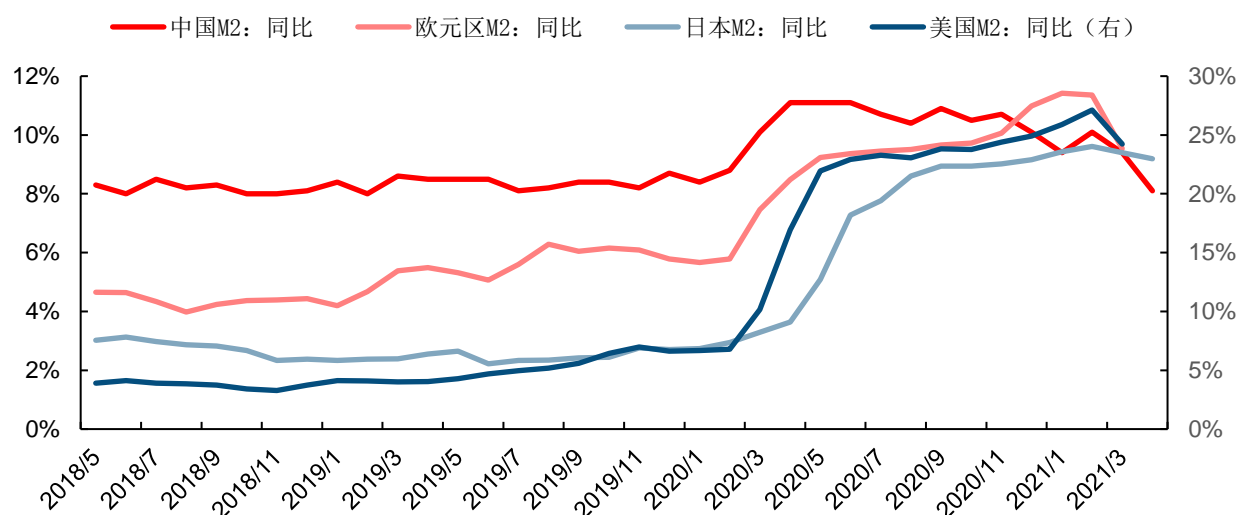


资料来源：Wind，中信建投

3.2.1 全球流动性过剩，疫情影响下大宗商品供需出现矛盾

流动性：全球宽信用后果显现，美联储持续偏鸽更是降低了国际通用货币美元的购买力。疫情以来，以中美欧日为代表的一批主要经济体持续施行宽松的货币政策搭配适度财政政策刺激，使得全球流动性保持在较为充裕的水平。其中我国由于疫情防控形势较好、经济率先恢复，货币政策因而也最早转向为稳健中性、仍保有一定的后续政策空间；但其余经济体因为疫情时有反复，导致在寻求经济恢复与稳定就业的过程中逐步丧失了政策空间并导致货币超发。而在后续形势未明的情形下，各国央行相对谨慎的态度延长了转向期，使得在需求恢复的过程中流动性将直接流向商品市场推升价格。其中最具代表性的即是美联储的无限 QE，使得 M2 同比连续 11 个月保持在 20% 之上，美元的购买力被显著削弱，在国际大宗商品仍以美元定价的情况下直接推升了商品价格。

图表17： 中美欧等主要经济体的货币供应量

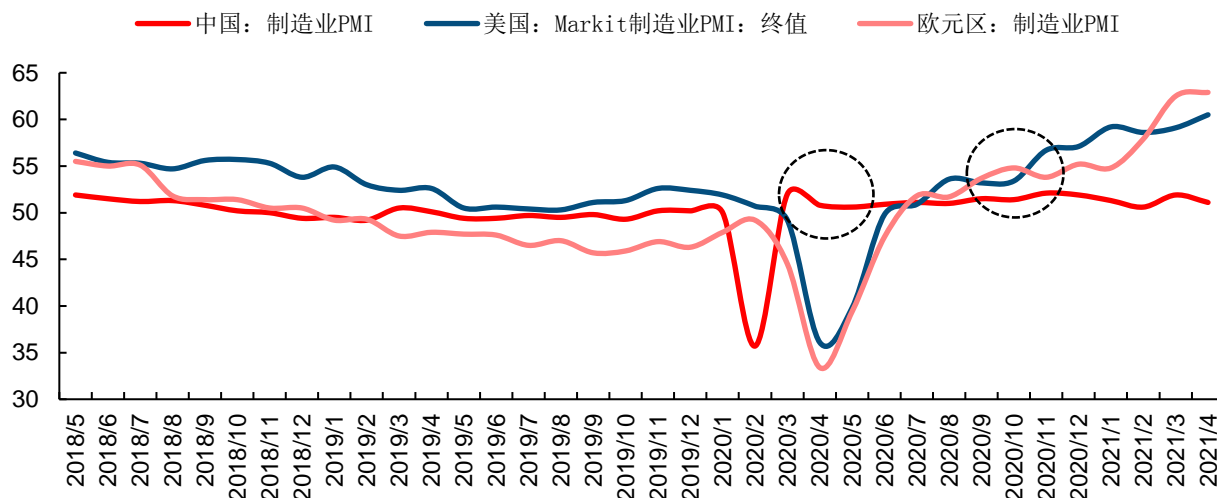


资料来源：Wind，中信建投

需求端：刺激政策叠加疫情防控带动经济整体恢复，制造业经济带动大宗商品需求。由于我国在疫情防控过程中采取了较为稳妥且高效的隔离举措，经济从 2020H2 起就已有明显恢复，制造业 PMI 也在之前 3 月时就在各主要经济体中率先重回荣枯线上。但由于欧美同期正处于疫情爆发期，商品需求下行趋势下、价格上行幅度不高，使得大宗商品价格问题未暴露。

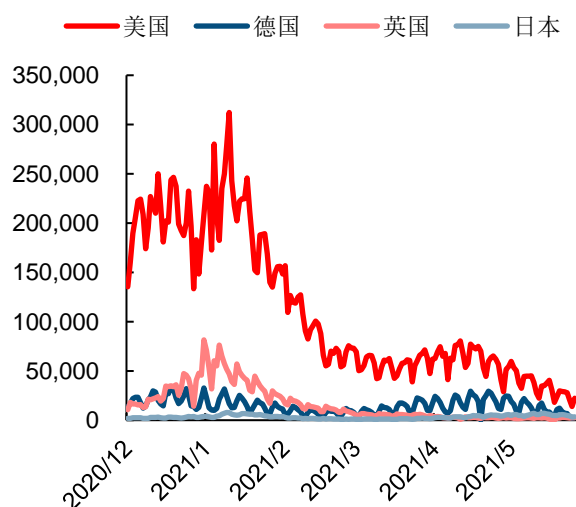
欧美在疫情防控方面虽有不足，但从 2021 年初开始，随着疫苗的制备完成和注射，疫情防控形势已有明显好转；叠加上多轮财政、货币政策的刺激，制造业也有较为明显的复苏。根据最新数据显示，截至 4 月美国制造业 PMI 达到 60.5，欧元区 4 月制造业 PMI 亦达到 62.9，双双升至统计以来的历史最高点。总体来看，2021H1 旺盛的制造业带来旺盛的全球大宗商品需求，成为了价格上行的主推力；且随着疫苗注射率上升，全球大宗商品价格仍有进一步上升空间。

图表18：中美欧等主要经济体的 PMI



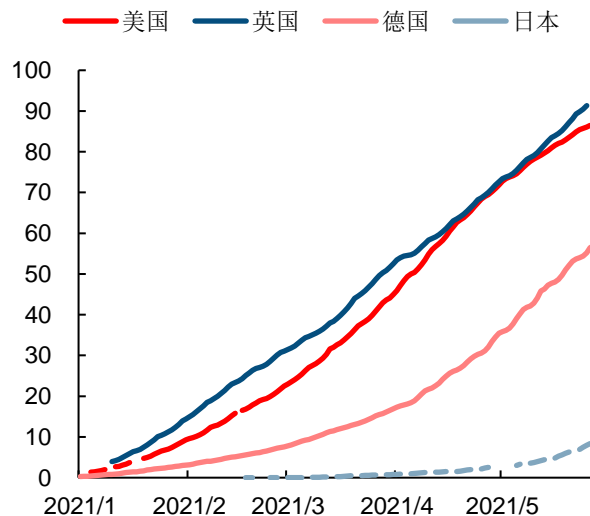
资料来源：Wind，中信建投

图表19：美欧日等发达经济体的新冠肺炎新增确诊人数



资料来源：Wind，中信建投

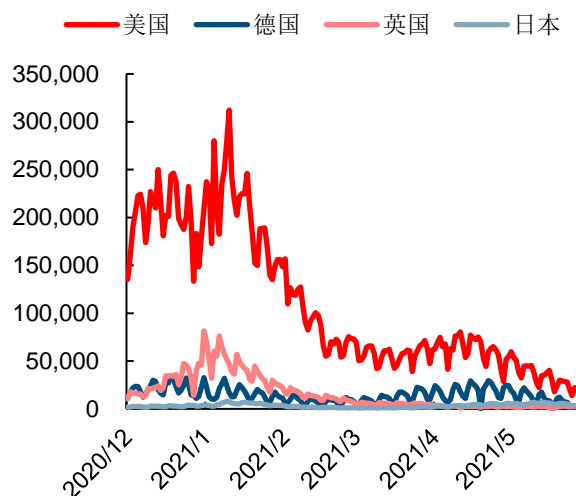
图表20：美欧日等发达经济体的百人疫苗接种数



资料来源：Wind，中信建投

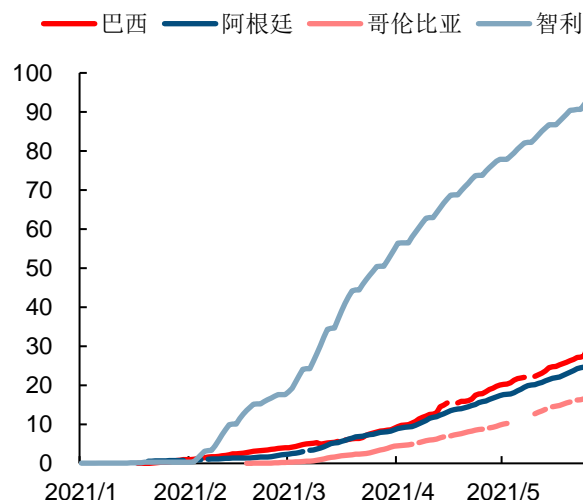
供给端：变异新冠疫情冲击资源国，大宗商品供给端加压。与需求端相对，大宗商品供给端在 2021H1（特别是 4、5 月）有着明显的抑制情况出现。以巴西、智利等国为代表的资源国再起变异新冠疫情，客观上导致了矿石等原材料产出降低。同时由于南美地区的资源国多为发展中国家，疫苗接种情况同样较弱，预期产出同样受到抑制，导致供需之间出现严重矛盾。

图表21： 南美各国的新冠肺炎确诊人数



资料来源：Wind，中信建投

图表22： 南美各国的百人疫苗接种数



资料来源：Wind，中信建投

3.2.2 大宗商品展望：供需矛盾仍需要时间缓解，观察美联储货币政策转向拐点

未来供需矛盾可能会进一步加剧，流动性或供给端的变化有望带来新的平衡。通过成因分析我们可以发现，未来需求端持续复苏走强是大概率事件，只有通过未来供给端产能恢复，才能形成供需平衡的改善。另一可能是主要经济体经济恢复形势较好，宽松政策逐渐退出，抑制大宗商品价格上涨空间。

全球流动性拐点或已不远，关注美联储后续表态。以5月初耶伦的“意外发言”为转折点，美联储的态度或已从鸽派转向鹰派。在5月中下旬美联储的会议纪要中，多名官员均表示要参考经济恢复程度、适度缩减购债规模。我们认为，随着美元流动性在中短期内转向，国际大宗商品价格将有望得以抑制，可能快速见顶。

图表23： 4月和5月美联储表态汇总

时间	发言人	针对性表态
2021/4/12	美联储/鲍威尔	预期今年美联储仍将保持宽松货币政策，以支持经济复苏
2021/5/3	美联储/鲍威尔	经济前景显然是光明的，但并没有走出困境，重新开放经济带来更强劲的经济活动和创造就业机会。
	美联储/威廉姆斯	我们现在看到的数据和情况还不足以让美国联邦公开市场委员会（FOMC）改变其货币政策立场。尽管经济增长强劲，但我们离实现最大就业率和稳定物价的目标还很远。
2021/5/4	美国/财长耶伦	由于大规模财政支出，未来某个时候利率水平可能有必要升高以阻止任何经济过热 预计通胀率不会持续上升，但是如果发生，联储拥有应对它的工具；可以指望美联储采取所有必要措施来实现其双重目标。
	美联储/卡普兰	由于更乐观的经济增长前景导致稍微高一点的利率可能是一件好事，应该意识到低利率对资产价格的影响，美联储的政策是资产价值上升的原因之一。

美国/美联储/会议纪要
2021/5/20

货币政策：多位官员指出，财政刺激、疫苗进展、被抑制的需求和高水平的储蓄将继续支持消费者支出；

如果经济**继续快速增长**，在即将召开的会议上“某个时候”开始**讨论缩减购债规模是合适的**。

通胀水平：部分官员认为，由于基数效应，通胀将在近期升至 2% 以上；经济前景面临的风险不像之前几个月那么高；在短期效应消退后，通胀会有所缓解。

资料来源：Bloomberg、Wind 等，中信建投

四、2021 年经济展望

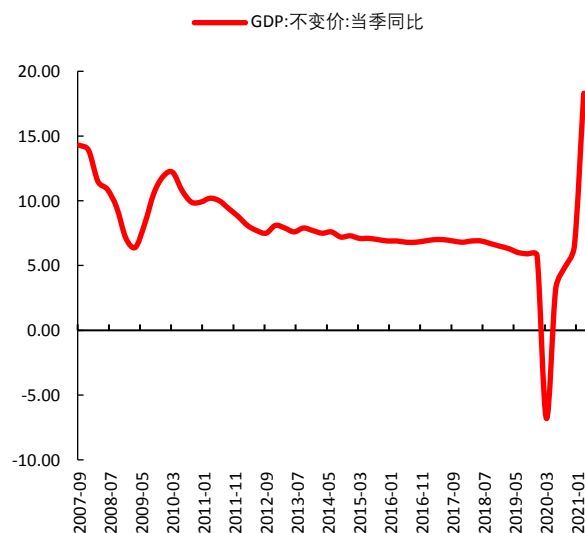
4.1 2021 年宏观经济分析

4.1.1 2021 年上半年 GDP 运行回顾

在 2020 年的疫情之后，中国整体的 GDP 运行态势呈现出 V 字型，2021 年上半年中国经济继续反弹，但恢复程度仍然低于疫情前水平。相比去年的平均同比增速 1.95% 而言，2021 年第一季度的 GDP 为 245161 亿元，同比增速为 18.3%，比去年四季度增速提升 11.8%，与去年同季度相比反弹明显，但这主要是去年同季度的低基数导致的。今年以来随着经济回暖，第二产业 GDP 在第一季度 GDP 达到 10211 亿元，其季度同比增速在各产业中最高，相比去年同季度增长 24.4%；第三产业同比增速达到 15.6%；第一产业 GDP 增速为 8.1%。今年一季度的 GDP 增长主要来自于第二产业和第三产业。

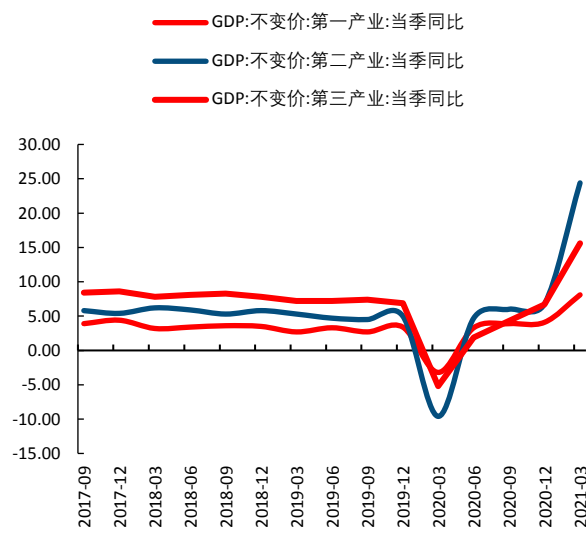
2021 年一季度的 GDP 两年复合增速为 5%，低于 6%。随着疫苗大规模接种，经济已基本进入正常运行状态，因此 GDP 增速低于历史平均水平主要来自于经济的换挡减速，未来提速概率不高。一季度第一产业的 GDP 复合增速为 2.29%，第三产业 GDP 复合增速为 4.68%，这两个产业的复合增速均低于历史水平。第二产业的 GDP 复合增速达到 6.05%，这主要来自于医疗物资及疫苗的大规模生产，但随着疫苗接种完毕，全球供需体系修复，第二产业的复合增速将难以维持该速度。

图表24： GDP 当季同比增速放缓



数据来源：Wind，中信建投

图表25： 2020 三大产业 GDP 变化趋势



数据来源：Wind，中信建投

图表26： GDP 两年复合增速

日期	GDP: 不变价	GDP: 第一产业	GDP: 第二产业	GDP: 第三产业
2021-03	5.00%	2.29%	6.05%	4.68%
2020-12	6.15%	3.75%	5.90%	6.80%

2020-09	5.40%	3.30%	5.25%	5.84%
2020-06	4.59%	3.30%	4.70%	4.52%
2020-03	-0.47%	-0.29%	-2.43%	0.81%
2019-12	6.15%	3.45%	5.40%	7.35%
2019-09	6.30%	3.15%	4.90%	7.85%
2019-06	6.45%	3.35%	5.30%	7.65%
2019-03	6.60%	2.95%	5.75%	7.50%
2018-12	6.65%	3.95%	5.60%	8.20%
2018-09	6.80%	3.75%	5.55%	8.35%

资料来源: Wind, 中信建投

4.1.2 工业投资—稳步提升

工业投资受到多方面因素的影响,例如工业产能利用率、未来盈利预期等。相比去年工业投资表现,今年由于大规模生产疫苗等医疗物资,以及海外供给不足,一季度复工情况好于去年同季度,工业增加值在四月累计同比增幅达到 20.3%,相比 2019 年四月的两年复合增长率也达到 6.96%,基本恢复到正常增速水平,但同比增速相比去年二三四季度有所回落,这意味着后续工业增加值增速大概率保持目前平稳状态。工业增加值当月同比在 2 月达到峰值后下降,但是此后的 3 月和 4 月同比增速仍然高于平均水平。工业产能利用率在疫情后迅速反弹,2021 年一季度达到 77.2%,相比去年一季度以后的二三四季度有所下降,比去年四季度的 78%峰值回落 0.8%;工业企业利润总额上升明显,一季度同比增速达到 92.3%,这主要是因为去年一季度疫情影响导致绝大多数工厂在一季度停工,但即使相比 2019 年一季度,利润总额两年复合增速也仍然达到 11.89%。今年以来,随着疫情防控工作的稳步推进,工业生产加快,复工复产复商复市加快,一季度工业产能利用率和企业盈利预期都较去年一季度有很大程度的提高,工业产能利用率同比上升 9.9%,近乎达到历史平均水平。

考虑两年复合增速,工业增加值累计同比在今年一季度的两年复合增速为 6.79%,略高于历史平均水平,工业增加值当月同比的复合增速达到 6.23%,低于 2019 年 3 月的复合增速;工业企业的利润总额两年复合增速达到 11.89%,利润的回升主要来自于医疗制造业、通用设备制造业、金属制品业等制造业的订单明显增加。工业产能利用率在去年 9 月后就回升至正常增幅水平。工业的良好表现主要来自于海外订单以及医疗物资生产,但随着疫苗接种持续进行,以及海外供给的恢复,工业增长将有所回落。

图表27: 工业两年复合增速

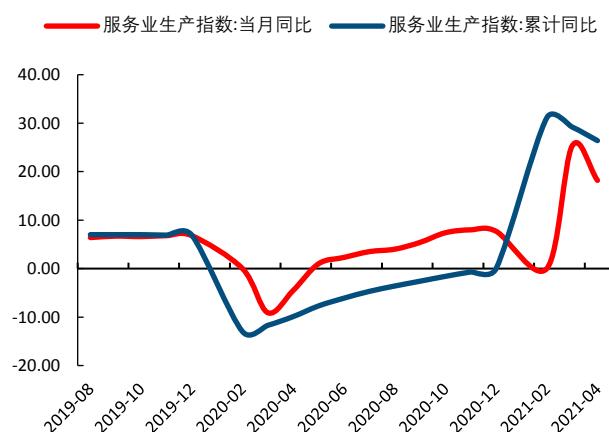
日期	工业增加值:累计同比	工业增加值:当月同比	工业企业:利润总额	工业产能利用率
2021-03	6.79%	6.23%	11.89%	1.01%
2020-12	4.24%	7.10%	6.08%	1.01%
2020-09	3.38%	6.35%	2.11%	1.00%
2020-06	2.28%	5.55%	3.94%	0.98%
2020-03	-1.23%	3.59%	-13.89%	0.94%
2019-12	5.95%	6.30%	-4.13%	1.00%

2019-09	6.00%	5.80%	-0.71%	1.00%
2019-06	6.35%	6.15%	7.83%	1.00%
2019-03	6.65%	7.24%	8.37%	1.00%

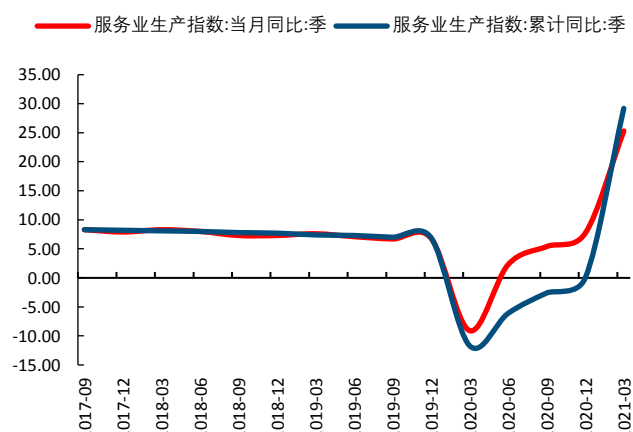
资料来源: Wind, 中信建投

4.1.3 服务业——保持中高速增长

2021 年上半年随着疫苗大规模接种, 居民出游意愿上升, 服务性消费场景管控政策放松, 消费者对疫情的担忧降低, 服务业受到疫情的影响逐渐恢复, 服务业生产指数同比明显回升, 呈现出“V”型态势。服务业生产指数累计同比在二月达到 31.1% 的最高值, 随后回落至四月的 26.4%。但该同比增速的高增长态势主要来自于去年的翘尾效应, 随着同比数据逐渐正常, 同比增速将在下半年回落。

图表28: 服务业变化趋势


数据来源: Wind, 中信建投

图表29: 长期服务业变化趋势


数据来源: Wind, 中信建投

但服务业指数当月同比的复合增速在今年一季度为 6.72%, 累计同比的复合增速为 6.81%, 二者均低于去年四季度复合增速, 低于历史平均水平。去年四季度的增速主要来自于疫情之后的消费业反弹, 今年在经济进入常态后呈现中高速增长态势, 预计未来增速保持平稳。随着服务行业投资和增长修复, 目前增长率基本达到潜在水平, 相比疫情之前增速有所降低。

图表30: 服务业指数两年复合增速

日期	服务业生产指数: 当月同比	服务业生产指数: 累计同比: 季
2021-03	6.72%	6.81%
2020-12	7.25%	3.39%
2020-09	6.05%	2.09%
2020-06	4.67%	0.38%
2020-03	-1.10%	-2.62%

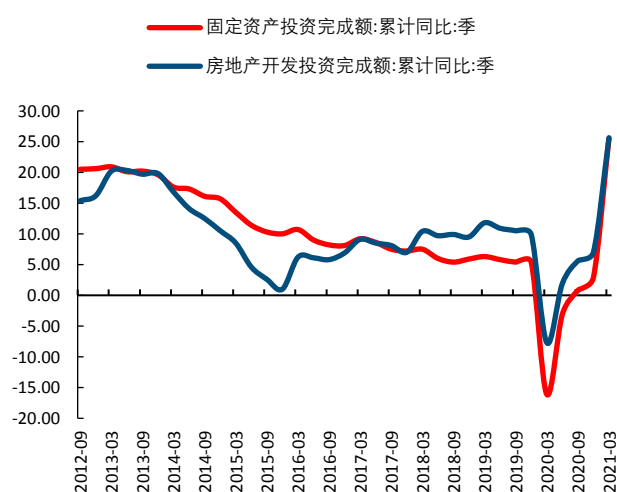
2019-09	7.00%	7.40%
2019-06	7.55%	7.65%
2019-03	7.95%	7.75%

资料来源: Wind, 中信建投

4.1.4 三驾马车——投资、消费、出口

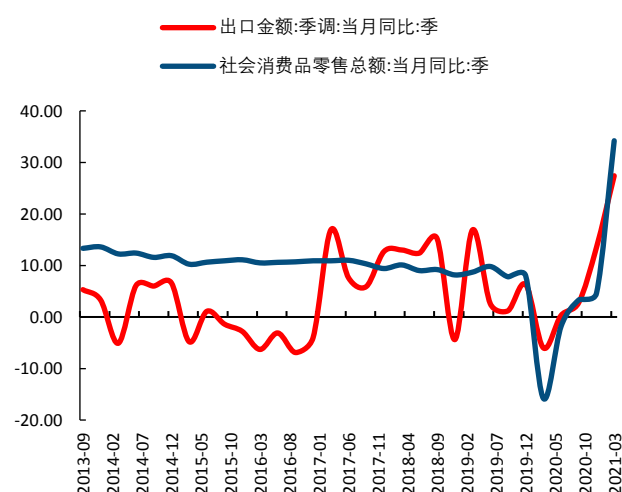
随着市场回暖,市场三大需求有所改善,固定资产投资额与房地产开发投资额在 2021 年 3 月的累计同比均达到 25.6%,其中固定资产投资额相比 2019 年 3 月的两年复合增速为 2.65%,低于历史同期水平,固定资产投资增速放缓。但房地产开发投资额的两年复合增速达到 7.67%,靠近平均增速水平,固定资产投资及工业增加值的提升表现为投资在第一季度对 GDP 增长的拉动作用。

图表31: 投资变化趋势



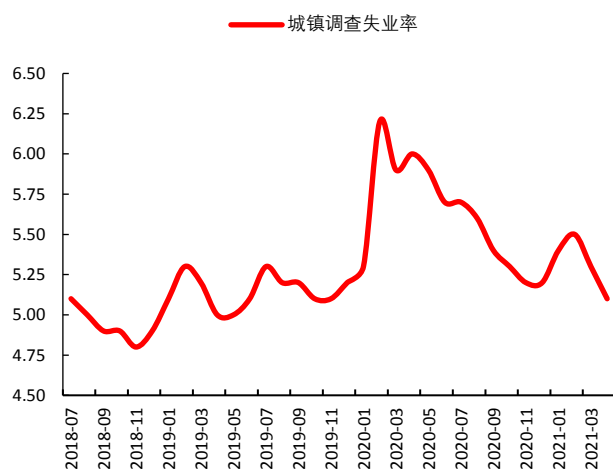
数据来源: Wind, 中信建投

图表32: 出口和消费变化趋势



数据来源: Wind, 中信建投

长期来看,固定资产投资与出口、消费等领域有所下滑。固定资产投资完成额累计在 2021 年一季度的两年复合增速为 2.65%,明显低于 2019 年 3 月的 6.9%增幅,以及房地产开发投资的复合增速为 7.67%。出口金额复合增速为 9.43%,相比去年 12 月的 9.84%有所下降。出口金额复合增速自 9 月以来一直高于 9%,这主要来自于疫情期间国外供给不足,导致中国出口订单增加所致。随着国外疫苗接种进行,以及供求关系修复,未来出口金额增速可能进一步下滑。社会消费品零售总额复合增速为 6.3%。不考虑 2020 年的特殊情况,2021 年一季度对于固定资产投资、房地产开发及社会消费品零售总额均创近年来新低。

图表33：城镇居民失业率变化趋势


数据来源: Wind, 中信建投

图表34：固定资产与出口、消费品两年复合增速

日期	固定资产投资完成额: 累计同比	房地产开发投资完成额: 累计同比	出口金: 季调: 当月同比	社会消费品零售总额: 当月同比
2021-03	2.65%	7.67%	9.43%	6.30%
2020-12	4.14%	8.44%	9.84%	6.29%
2020-09	3.07%	8.02%	2.00%	5.53%
2020-06	1.25%	6.30%	1.44%	3.84%
2020-03	-5.56%	1.58%	4.83%	-4.33%
2019-12	5.65%	9.70%	0.81%	8.08%
2019-09	5.40%	10.20%	7.97%	8.50%
2019-06	5.90%	10.30%	7.39%	9.40%
2019-03	6.90%	11.10%	14.93%	9.40%

数据来源: Wind, 中信建投

4.1.5 物价

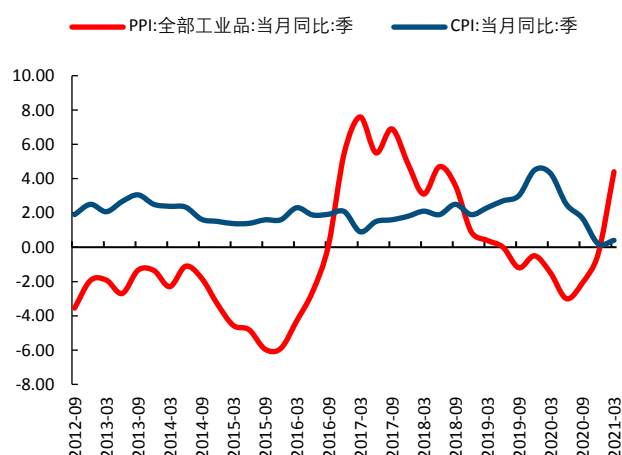
在 2020 年消费物价水平变化趋势大致回落后, 2021 年 CPI 同比保持低增长态势, 2021 年 3 月 CPI 同比增速为 0.4%, 消费物价水平与去年同期基本持平, 环比上涨 0.2%。消费价格指数表现为食品价格有所回落, 这主要是随着保供稳价政策的有力推行, 生猪及蔬菜、水果类供应增加带来的, 但同时由于国内疫苗接种有序进行, 疫情防控压力减小, 人民出行意愿较高, 使得非食品价格上升。

生产领域的价格指数呈现上升态势, 并首次由负转正, 3 月 PPI 指数同比增长 4.4%, 相比去年 12 月的同比增速-0.4%提速 4.8%。PPI 的上涨一部分是去年同期疫情期间工业生产的低基数导致的翘尾效应, 一部分是因为全球经济复苏带来的通胀预期。前几个月全球大宗商品涨价导致了上游生产的输入型通胀, 也促使 PPI 走高。

生产领域的价格指数呈现上升态势, 3 月 PPI 指数同比增长 4.4%。当前 PPI 的上涨主要来自全球供需缺口, 以及去年同期疫情期间的低基数导致的翘尾效应。但随着未来疫苗的大规模应用, 供给不足的局面将得到缓解, PPI 未来将逐渐下降。此外, 长期来看, 2020 年一季度 PPI 的两年复合增速为 1.41%, 仍然低于 2019 年同期水平; CPI 的复合增速为 2.33%, 高于 PPI 增速, 这是因为我国下游不存在供需缺口, 相比 PPI 涨幅更小。

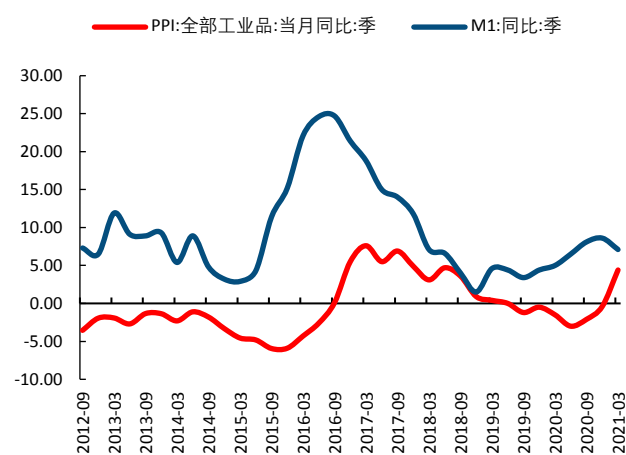
从货币供应角度看, 从货币供应角度看, M1 增速领先 PPI 同比约为 9 个月, 一季度 M1 的两年复合增速为 5.84%, 仍低于 2019 年同季度水平, 从 M1 增速来看未来 PPI 上涨可能性不大。

图表35: CPI、PPI 变化趋势



数据来源: Wind, 中信建投

图表36: PPI 和 M1 变化趋势



数据来源: Wind, 中信建投

图表37: PPI、CPI 与 M1 两年复合增速

日期	PPI:全部工业品:当月同比	CPI:当月同比	M1:同比
2021-03	1.41%	2.33%	6.04%
2020-12	-0.45%	2.33%	6.48%
2020-09	-1.65%	2.35%	5.72%
2020-06	-1.51%	2.60%	5.44%
2020-03	-0.55%	3.30%	4.80%
2019-12	0.20%	3.19%	2.94%
2019-09	1.17%	2.75%	3.70%
2019-06	2.32%	2.30%	5.49%
2019-03	1.74%	2.20%	5.84%

资料来源: Wind, 中信建投

4.2 2021 年上半年流动性变化

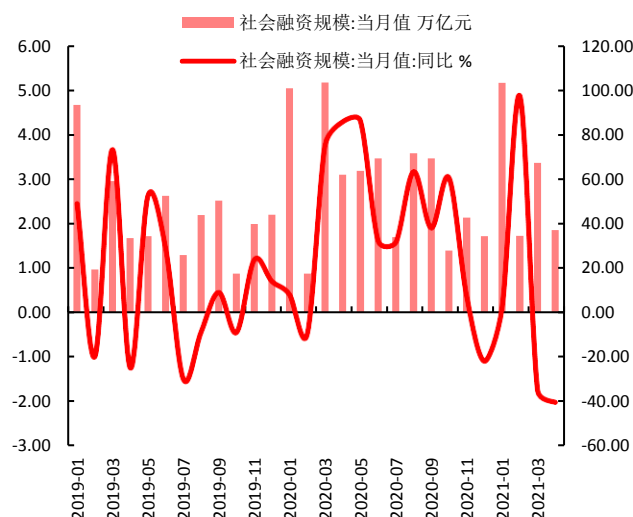
4.2.1 社会融资规模分析

2021 年上半年, 平均社会融资规模为 3.03 万亿元, 高于 2020 年的 2.91 万亿元; 同比平均增速为 6.08%, 低于 2020 年的 37.99%, 但仍处于历史高位, 上半年仍保持较为旺盛的流动性, 但增速有所下降。2021 年新冠疫情趋于常态化管理, 疫苗普及逐步推进, 经济复苏尚未见顶, 金融体系注入实体经济资金规模仍保持较高水平。但随着复苏动力的逐渐减退, 融资规模增速呈现下降趋势, 4 月增速为-40.35%, 呈现负增长状态。从结构上看, 企业债券和票据大幅度下降是社融逐渐收缩的原因。

2021 年中长期贷款平均占比总体仍高于历史平均水平, 但与 2020 年相比占比有所下降。平均而言, 中

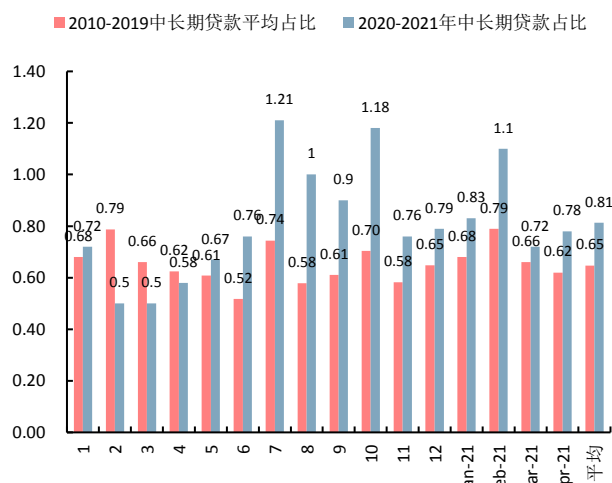
期贷款占比达到 81% 的水平，高于往年同期 16 个百分点。实体经济对于资金的要求仍然旺盛，但呈现下降趋势。

图表38： 社会融资规模及同比增速



数据来源: Wind, 中信建投

图表39： 2021 年中长期贷款平均占比



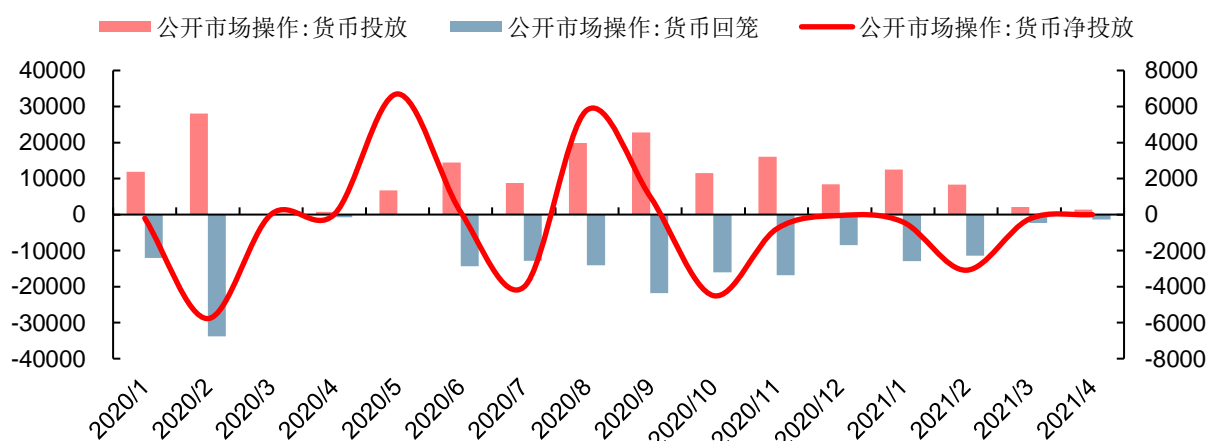
数据来源: Wind, 中信建投

4.2.2 央行货币政策情况

4.2.2.1 公开市场操作

2021 年疫情常态化管理的背景下，坚持稳健的货币政策灵活精准、合理适度。总体来看，面对央行公开市场操作规模有大幅下行趋势，基本保持了货币政策的中性稳健。

图表40： 2020 年中国公开市场操作投放回笼情况



资料来源: Wind, 中信建投

央行中期借贷便利 (MLF) 和逆回购操作中标利率均保持不变，继续展现稳健货币政策姿态。同时，公开市场操作的连续性进一步提高，通过每日开展 7 天期逆回购操作持续释放央行短期政策利率信号，引导货币市

场利率围绕公开市场操作利率在合理区间波动。

连续开展央行票据互换（CBS）操作。2021 年第一季度，人民银行开展了 3 次、150 亿元 CBS 操作，期限均为 3 个月，费率均为 0.10%。目前，人民银行以每月一次的频率稳定开展 CBS 操作，对于提升银行永续债的二级市场流动性，支持银行特别是中小银行发行永续债补充资本发挥了积极作用。

春节前，央行总共投放跨节资金 4300 亿元，为近年最低投放量。从实际效果看，春节前后货币市场运行平稳，DR007 始终运行在公开市场 7 天期逆回购操作利率 2.20% 附近，体现了货币政策既不松也不紧的稳健姿态，央行公开市场操作的精准性和前瞻性进一步提高。

3.2.2.2 常备借贷便利和中期借贷便利

适时开展中期借贷便利操作。保证中长期流动性合理供给，发挥中期政策利率信号作用和利率引导功能。第一季度，累计开展中期借贷便利操作 8000 亿元，期限均为 1 年，利率均为 2.95%。3 月末，中期借贷便利余额为 53500 亿元，比年初增加 2000 亿元。

及时开展常备借贷便利操作。对地方法人金融机构按需足额提供短期流动性支持。第一季度，累计开展常备借贷便利操作共 475 亿元，3 月末余额为 64 亿元。发挥常备借贷便利利率作为利率走廊上限的作用，促进货币市场平稳运行。3 月末，隔夜、7 天、1 个月常备借贷便利利率分别为 3.05%、3.20%、3.55%，与上季度末持平。

3.2.2.3 贴现和再贴现

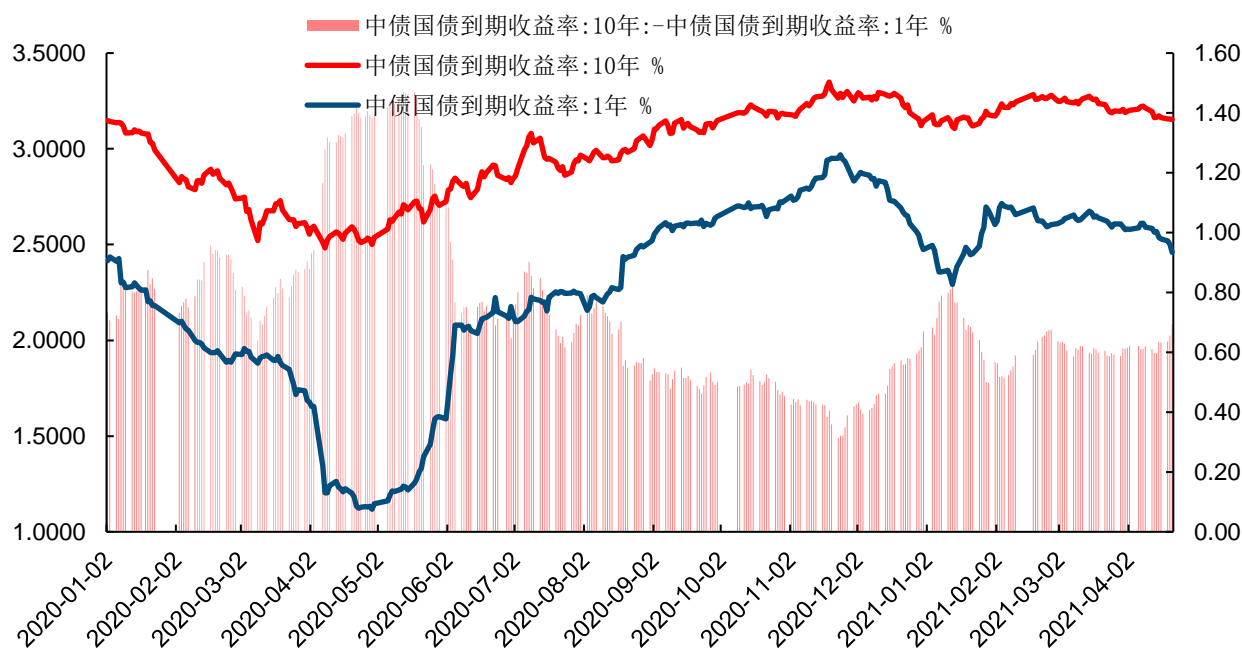
积极运用支农、支小再贷款、再贴现和抵押补充贷款等工具，引导金融机构加大对小微、民营企业、“三农”、扶贫等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度。继续发挥再贷款精准滴灌和正向激励作用，支持巩固脱贫攻坚成果同乡村振兴有效衔接。第一季度，发放专项扶贫再贷款 88 亿元，3 月末，全国专项扶贫再贷款余额 458 亿元。3 月末，全国支农再贷款余额为 4422 亿元，支小再贷款余额为 9295 亿元，扶贫再贷款余额为 2090 亿元，再贴现余额为 5744 亿元。第一季度，人民银行对政策性银行和开发性银行净收回抵押补充贷款共 410 亿元，3 月末余额为 31940 亿元。

4.2.3 利率的期限结构——国债市场

2021 年上半年，国债利率呈现稳定波动态势，利差先升后降，稳定在 0.6%-0.7% 的水平。相比于 2020 年，国债利率有大幅度提高，波动幅度减小，基本回升至疫情前水平。

年初国债利率均有小幅下降，利差呈现小幅上升。缘由河北、吉林、黑龙江三省的农村地区出现了大规模的地方性疫情，共报告新冠肺炎确诊病例 2000 余例，导致市场情绪再次趋于紧张。但随着我国强有力防控措施地开展，疫情迅速得到有效控制，资金避险情绪下降，国债利率回升。而后，国内疫情形势较为稳定，国债利率波动较小，稳定在疫情前水平。

图表41： 中债 10 年期国债与 1 年期国债收益率



资料来源：Wind，中信建投

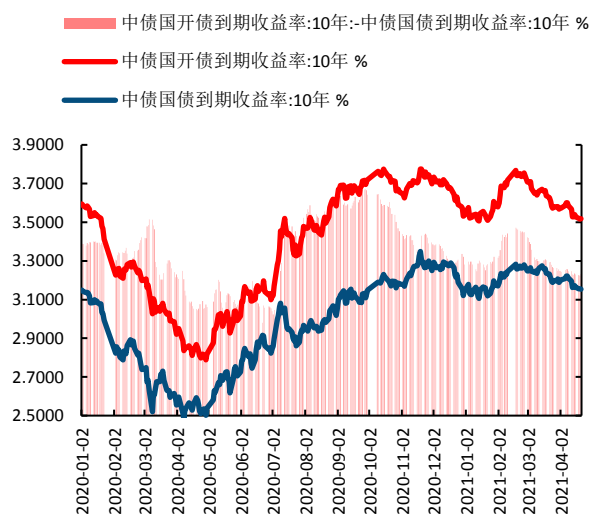
4.2.4 利率的风险结构——股票市场、国开债市场、信用债市场

2021 年上半年，接续地方性疫情的爆发，流动性呈现小幅趋紧后逐渐缓和的状态，各信用债利差大致呈现先升后降态势，但市场对于经济恢复预期有限，利率呈现下降趋势。

2021 年初，河北、吉林、黑龙江三省的地方性疫情爆发为市场注入紧张情绪，利率总体小幅下跌，AAA 与 AA 级企业债利差以及国债和国开债利差分别于 1 月和 2 月达到峰顶，风别为 0.96%和 0.49%。资金避险需求增加，市场对于实体经济的恢复存在怀疑态度，寻求较为稳定的国债和高评级信用债作为避险资产。

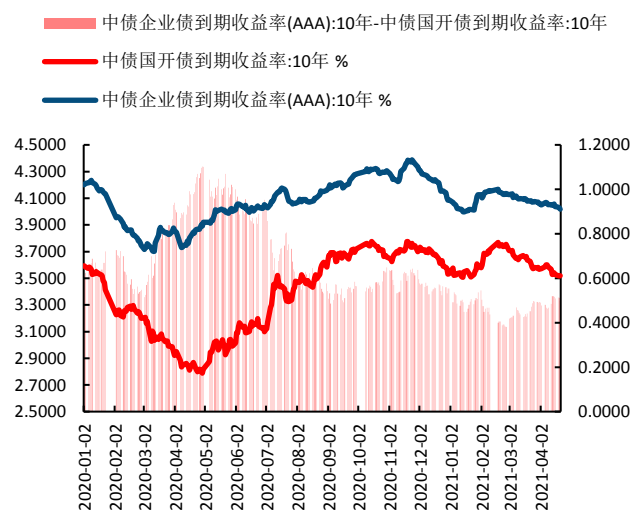
我国对于疫情的二次爆发响应迅速，地方性疫情很快得到有效控制，利差回落。但实体经济复苏增长动力下降，利率呈现下降趋势，10 年期国开债利率回落至 3.52%，AAA 企业债利率回落至 4.02%，恢复至 2020 年初水平。股票市场 ERP 年初先呈现波动下降态势，于 2 月 18 日触底达到历史低点 0.83%，随后波动上扬，于 4 月底达到 1.62%。

图表42： 中债国开债与国债收益率



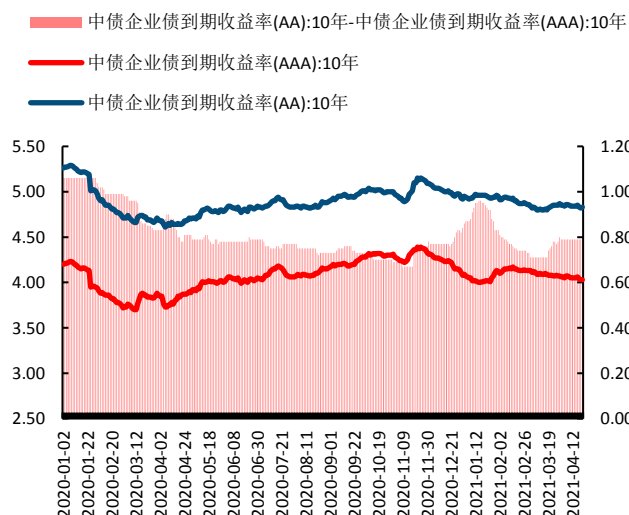
数据来源: Wind, 中信建投

图表43： 中债企业债（AAA）与国开债收益率



数据来源: Wind, 中信建投

图表44： 中债企业债（AAA 与 AA）收益率



数据来源: Wind, 中信建投

图表45： A 股风险溢价



数据来源: Wind, 中信建投

4.3 2021 年下半年经济路径展望

4.3.1 宏观经济展望

4.3.1.1 2021 H2 经济增长展望

2021 以来，由于防疫管控放松，消费对于 GDP 的拉动作用明显，五一等假期出游人数同比明显上升，但即使如此 GDP 上半年的复合增速仍低于预期，这主要是因为中国经济体增长降速，同时叠加人口老龄化因素等影响。下半年预期 GDP 同比增速将出现明显回落，这主要是因为去年下半年经济反弹明显，翘尾效应逐渐消失。

此外，随着海外疫情缓解，出口拉动将逐渐减弱，工业制造业订单也将逐渐减少，工业拉动的 GDP 部分也将减速。由于固定资产投资、房地产开发等均出现明显下降，以及领先于 PPI 的 M1 增速也在下滑，可以预期当前工业增加值的上涨态势无法持续。

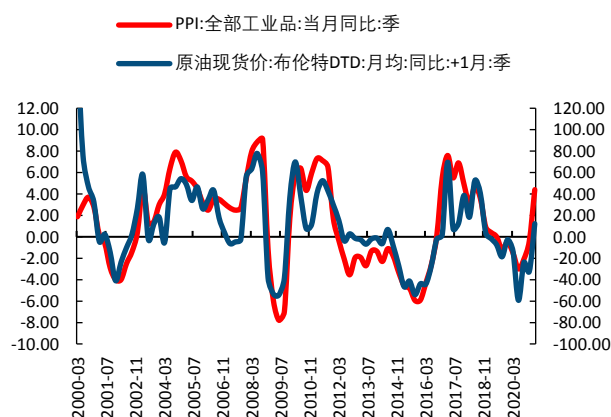
4.3.1.2 2021H2 物价指数展望

上半年猪肉价格是拉动 CPI 回落的主要动力。随着当前猪肉价格在供给恢复下逐渐下落，今年末预计将降至 25 元/kg 附近。受翘尾效应影响，CPI 同比将在今年 6 月走高至最大值，而后开始回落，年 CPI 同比低于 1%。结合 CPI 历史环比数据的季节性规律，下半年 CPI 环比总体呈倒 V 形走势，于 9 月达到峰值回落至 12 月环比增速 0% 附近。由于当前稳价保供政策的有利推行，整体 CPI 运行态势与 04 年和 10 年大致一致。

由于 PPI 与原油价格走势相关性极大，因此对远月 PPI 走势的预测更多需要预测原油价格的走势。今年以来随着全球经济活动的渐进恢复，原油价格已经上行，但两年复合增速仍低于历史水平。假设原油价格在今年年底达到 47 美元，PPI 同比在 5-6 月高点或超过 3%，此后回落，全年呈倒 V 形，年 PPI 同比约 1.5%。

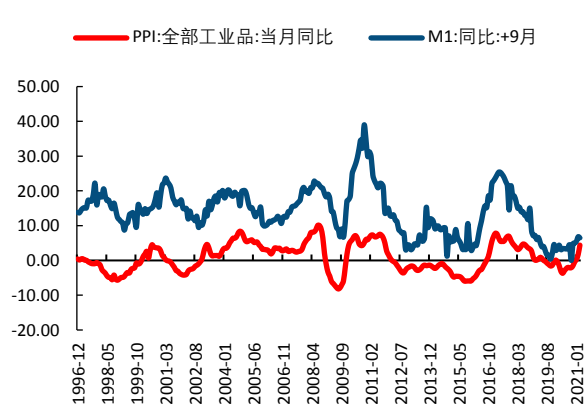
另外从货币供应量来看，M1 增速领先 PPI 同比约 9 个月，M1 增速的下降意味着城投企业、房地产企业资金出现紧缩，信用紧缩将导致制造业企业投资意愿下降，对应基建投资、地产投资、制造业投资需求下降，降低生产资料的需求和价格。

图表46： PPI 同比与原油价格同比 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图表47： PPI 同比与 M1 同比 (%)



数据来源: Wind, 中信建投

图表48： PPI、原油与 M1 两年复合增速

日期	PPI:全部工业品:当月同比	原油现货价:布伦特 DTD:月均:同比:+1 月	M1:同比:+9 月
2021-03	1.41%	-1.41%	5.44%
2020-12	-0.45%	-18.82%	5.09%
2020-09	-1.65%	-21.37%	4.19%
2020-06	-1.51%	-38.62%	4.80%
2020-03	-0.55%	-7.76%	3.39%
2019-12	0.20%	0.35%	0.20%
2019-09	1.17%	7.00%	2.94%
2019-06	2.32%	18.81%	2.50%
2019-03	1.74%	7.80%	3.00%

资料来源: Wind, 中信建投

4.3.2 流动性展望

4.3.2.1 央行政策

2021 年初, M2 的增速维持在 10% 左右, M0 和 M1 仍然维持高增长, 反映出交易性需求的上升。社融、信贷和货币都反映出经济健康复苏的特征。2020 年 11 月 13 日, 楼继伟理事长指出, 中国的财政和货币政策在疫情之后, 债务压力并未减轻, 中国应当适时考虑财政和货币政策退出。央行从 2020 年 5 月 30 日开始主动引导利率上行, 从价格层面上已经引导了货币政策走向中性。

4.3.2.2 市场利率

此次新冠疫情属于全球性公共卫生危机, 其严重程度虽然几乎超过 2003 年非典和 2008 年全球金融危机, 但从宏观经济走势和政府响应情况来看, 预计 2021 年的下半年流动性变化将和非典过后的 2004 年以及金融危机过后的 2010 年相似。

从国开债和企业债来看, 非典和金融危机后利率走势与国债相似, 灾难平息后呈现上升趋势。主要是由于经济的迅速恢复使金融市场预期较为乐观, 投资于实体经济所致。2021 年上半年, 国开债和企业债上行到较高水平, 并在该水平稳定震荡。

信用扩张

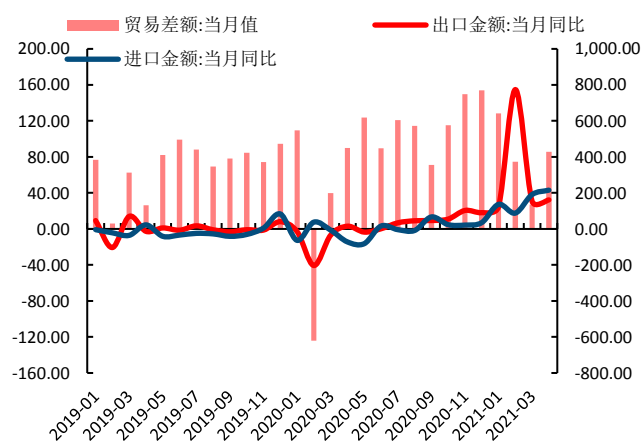
随着政策力度在逐步减弱。财政政策和货币政策正在考虑缓慢退出, 政府债券发行规模大幅下降, 一季度末稳定在 3000 亿元规模。银行对中小微企业贷款已落实大半, 新贷款的增加量十分有限。企业发债融资对利率变化十分敏感。2020 年末和 2021 年初, 随着利率的攀升, 企业发债规模较疫情缓和伊始显著下降, 低于去年同期水平; 未来, 随着利率的进一步上升, 企业信用扩张将进一步减缓。我们预期 2021 年随着经济的回升和通胀的回升, 社会融资规模趋于稳定, 将不会出现 2020 年的大起大落态势, 保持在 10% 以内的增长。

4.4 2021 年下半年经济相关问题

4.4.1 出口还会持续超预期吗？

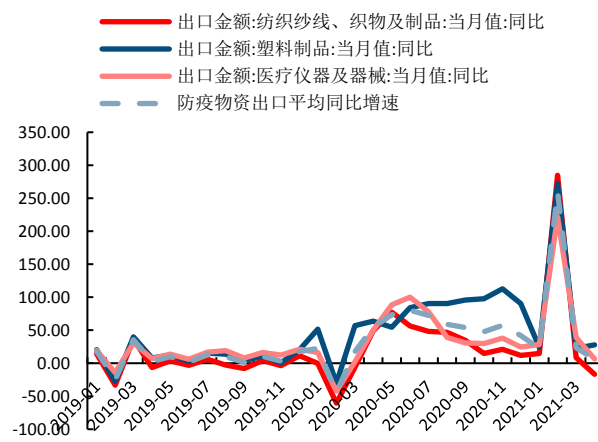
2021 年，出口增速不会持续超预期，增速上半年高增，预计下半年下降转负。2020 年后半年，出口增速大幅上升，年末突破 20%，是因为中国疫情率先得到有效控制，我国有效弥补了全球因疫情冲击造成的供给缺口，国内产能恢复优势凸显。

图表49： 中国贸易情况



数据来源：Wind，中信建投

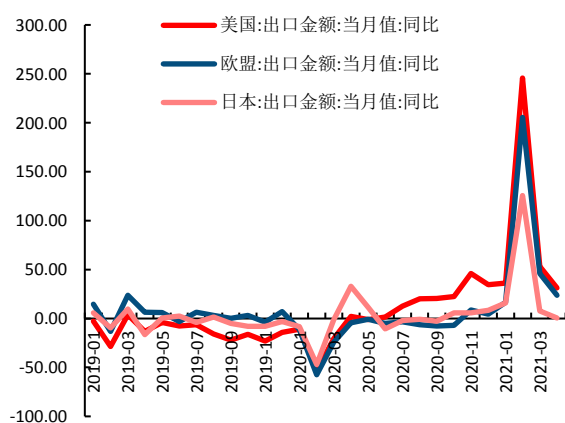
图表50： 防疫物资同比增速



数据来源：Wind，中信建投

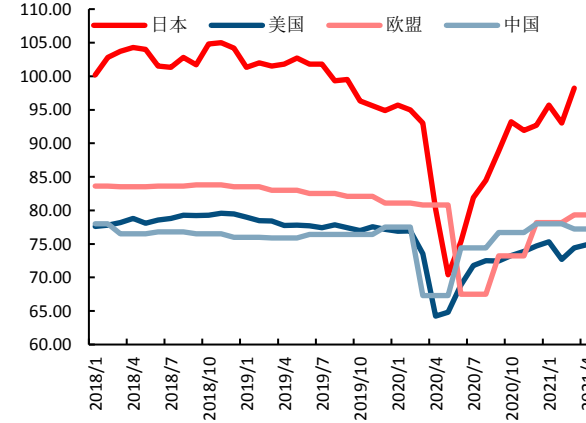
2021 年上半年，虽出口金额同比增速仍在上升，但随着疫苗上市并稳步推进接种进程，各国复产复工，防疫物资短缺情况缓解，对中国的医疗用品进口有下降趋势，防疫物资出口平均同比增速 4 月将至 5.88%。其中 2 月出口实现超过 150% 的大幅增长是 2020 年 2 月出口的大幅缩水所致。由于各国防疫政策仍处于紧张状态，变异毒株的发展虽然会挑战抗疫进程，但预计对于全球生产的整体形势影响较小。我国出口预计未来将进一步下降至正常水平。

图表51： 中国对美日欧出口增速



数据来源：Wind，中信建投

图表52： 美日欧产能利用率



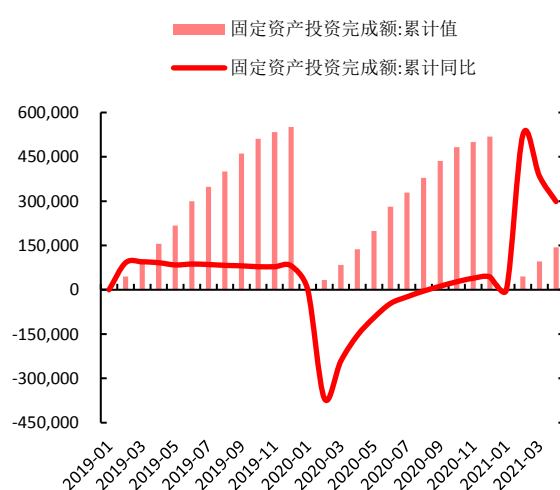
数据来源：Wind，中信建投

中国主要出口国美日欧三地随着疫苗的逐步推广，和防疫措施的稳步推进，疫情得到较好的控制，复产复工稳步推进，产能利用率逐步回升，向疫情前水平恢复。虽然距离往年水平仍存在一定差距，为中国的出口替代提供较短的时间窗口，但这种需求持续时间有限，长期来看产能利用率将恢复至常年水平。中国对美日欧三地的出口增速在上半年虽然仍维持在较高水平，但有回落趋势，预计未来这种趋势仍将持续。

4.4.2 制造业投资会低于预期吗？

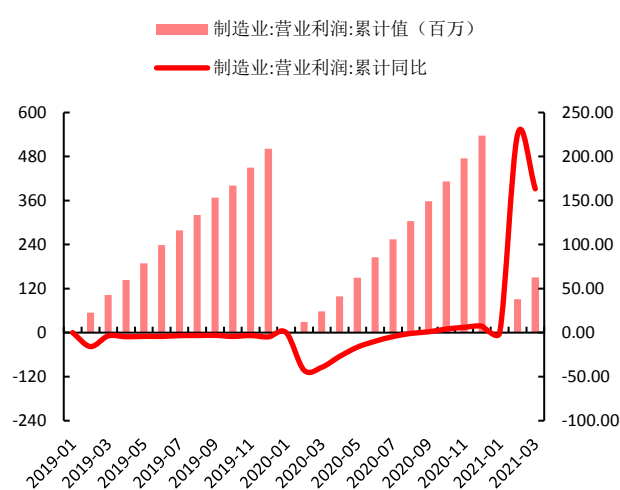
制造业受益于疫情后经济复苏动力稳定，2021年上半年继利润同比增速转正后，实现大幅增长，势头持续向好，我国制造业投资节奏上在基数效应下前高后低，逐步回落。

图表53： 固定资产投资完成额同比增速



数据来源：Wind，中信建投

图表54： 制造业营业利润

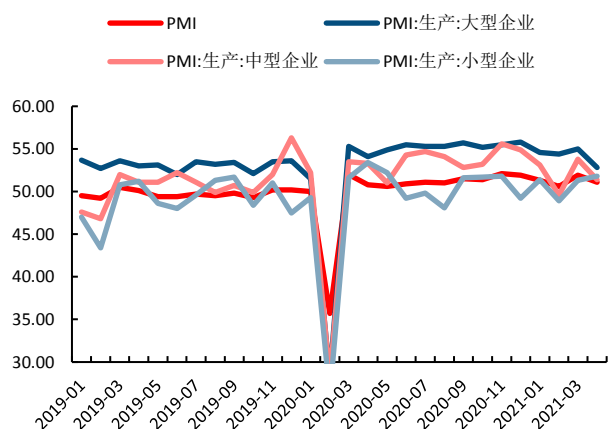


数据来源：Wind，中信建投

2020年制造业受到疫情冲击巨大，固定资产投资完成额2月降幅达到31.5%。疫情得到有效控制后，2021年投资完成额同比实现大幅增长，4月同比增长19.9%，累计达到14.38万亿元，距疫情前水平差值大幅缩窄，利好制造业增速持续回升。总营业利润同样表现亮眼，2021年3月，利润同比增长163.3%，累计达到1.5亿元，超过2019年同期水平。

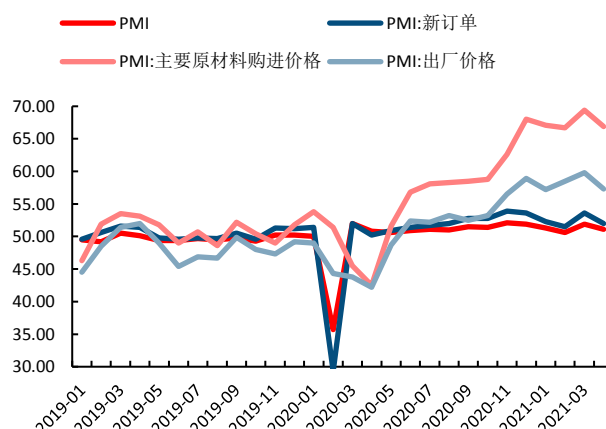
制造业PMI回升，持续稳定在荣枯线上，行业景气度明显回升。制造业PMI疫情之后迅速回升，4月录得51.1，连续处于荣枯线以上，势头向好。其中，大中型企业表现良好，小企业则震荡稳定在荣枯线附近。PMI生产指数与新订单指数2020年2月后迅速回暖后稳定在荣枯线以上，12月底实现53.9和53.6，制造业生产和需求继续回升。需求的持续回暖带动制造业价格回升，原材料购进和出厂价格持续稳步攀升，4月分别录得66.9和57.3。

图表55： 制造业分企业 PMI



数据来源：Wind，中信建投

图表56： 制造业分指标 PMI



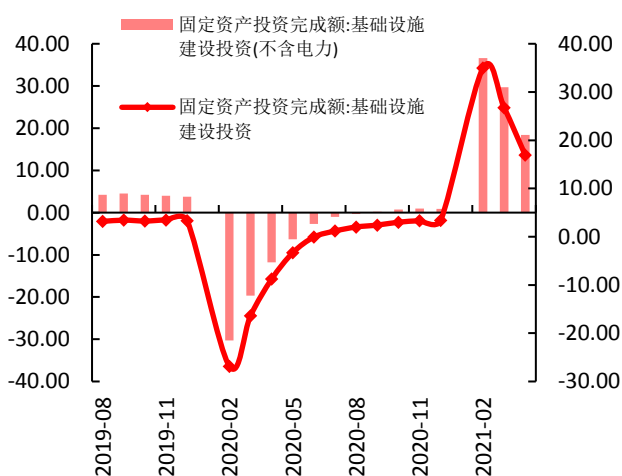
数据来源：Wind，中信建投

4.4.3 基建投资会低于预期吗？

2021 年全年基建投资增长仍大概率低于市场预期，一方面由于优质基建储备项目不足，另一方面由于专项基金和国债增速放缓，进一步恶化优质项目成长空间。

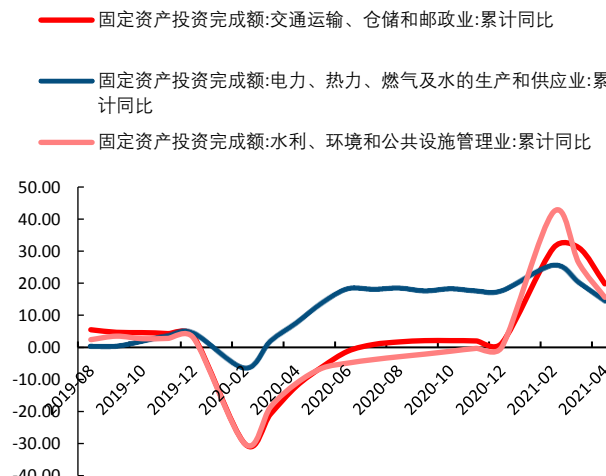
随着经济投资步入正常水平，固定资产完成额累计同比在经历了 2 月的峰值后持续下滑，并在 4 月累计同比增速达到 18.4%，这主要是翘尾效应的影响。考虑两年复合增速，截至 2021 年 4 月的固定资产累计投资增速为 3.27%，仍低于 2019 年同期数据和历史平均水平。具体来看交通运输业、仓储和邮政业的固定资产累计同比增速最高，而电气、热力、燃气及水的生产供应行业的固定资产投资两年复合增速最高，同时该行业也是去年疫情期间受影响最小的行业。

图表57： 基建投资增速（%）



数据来源：Wind，中信建投

图表58： 基建细分行业投资增速（%）



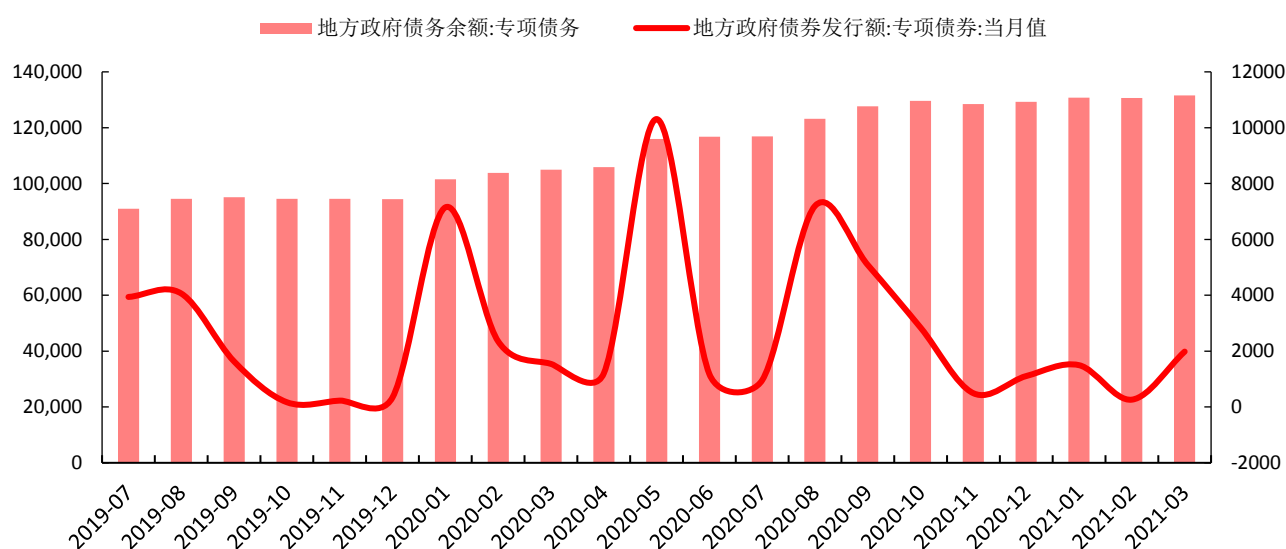
数据来源：Wind，中信建投

2021 年专项债新增额度今年上半年增幅明显放缓，一季度专项债发行节奏减慢，优质项目亦难有明显增长，经济恢复常态对基建稳增长的主观需求下降，因此 2021 年下半年基建投资增速难有明显改善，但今年是十四五规划的开局之年，规划建议稿提出要保持投资合理增长，加快补齐基础设施、市政工程等领域短板，推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，加快建设交通强国，因此基建投资接下来亦难出现负增长的情况，预计可维持低个位数 2-3% 的增长，节奏上在一季度高增长之后，二三季度都将以震荡为主。

另一方面主要是由于优质项目不足，导致专项债资金使用成为“无米之炊”。地方政府专项发行增速不断降低，地方政府专项债券余额增速的不断提高，资金的“无处可用”。地方政府专项基金受政府债务管控，降低其投资情绪。从基建项目申请情况来看，优质项目数量却降低，出现资金在等项目的情况。此外，专项债券资金用途也在拓宽，这降低了专项资金对基建投资的支持力度。2021 年 3 月出台的《关于 2020 年中央和地方预算执行情况与 2021 年中央与地方预算草案的审查结果报告》提出要强化地方政府债务管理，积极防范风险，未来专项资金对于基建投资可能更谨慎。

优质基建投资项目数量缺乏，市场利率的上行，地方专项债券发行规模的降低，特别国债取消发行的概率等都表明基建投资未来增长率可能仍将是低于预期的状态。

图表59： 专项债情况



资料来源: Wind, 中信建投

五、2021 年政策展望

5.1 科技创新与现代产业体系建设

5.1.1 科技创新：数字产业化与产业数字化应用场景广泛，政策利好下发展可期

产业数字化和数字产业化在“十四五”规划中的定位提升，各部委地方亦快速推进部署。在此前的年度策略报告中，我们对这一领域的着墨不多，但值得投资者注意的是，相较于“十四五”规划的建议稿，**产业数字化和数字产业化**在上半年印发的“十四五”规划纲要中变为一个新增的单列篇章，表明了政策面予以的重视。沿着十四五规划**数字经济产业、数字社会建设、数字政府建设和数字生态保障**的四个分类，我们可以对当下政策支持下的全部科技创新产业进行整体梳理。

图表60：“十四五”规划纲要中针对数字化的发展布局

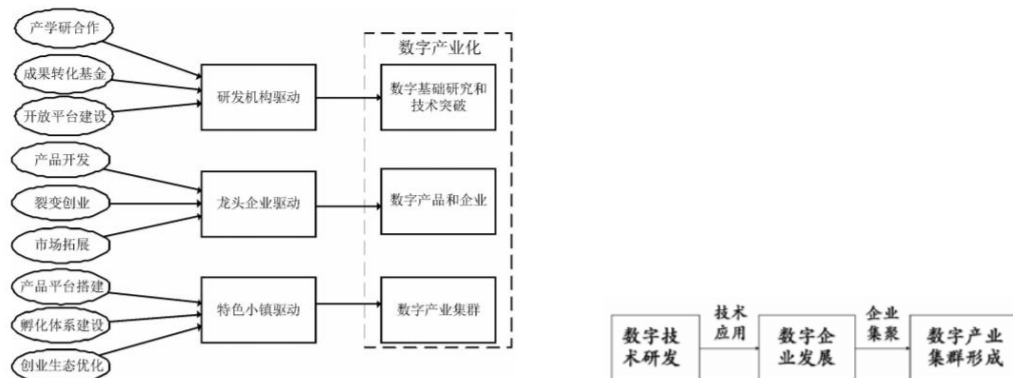
数字化发展布局	
数字经济产业	数字技术创新应用
	①推进 高端芯片、操作系统、人工智能关键算法、传感器 研发突破
	②加强 通用处理器、云计算系统和软件核心技术 一体化研发
	③布局 量子计算、量子通信、神经芯片、DNA 存储 等前沿技术
数字经济产业	数字产业化
	①培育壮大 人工智能、大数据、区块链、云计算、网络安全 等新兴数字产业
	②在 智能交通、智慧物流、智慧能源、智慧医疗 等重点领域开展试点
	产业数字化
数字经济产业	建设 工业互联网平台 ；加快产业园区数字化改造；深入推进服务业数字化转型； 发展智慧农业
	公共服务
	①在 教育、医疗、养老、抚幼、就业、文体、助残 等重点领域推动 数字化服务普惠应用
	②推进学校、医院、养老院等 公共服务机构资源数字化
数字社会建设	③鼓励社会力量参与“互联网+公共服务”，创新提供服务模式和产品
	智慧城市和数字乡村
	①将 物联网感知设施、通信系统 等纳入 公共基础设施 统一规划建设，推进市政公用设施、建筑等物联网应用和智能化改造
	②完善城市信息模型平台和运行管理服务平台，构建城市数据资源体系，推进城市数据大脑建设
数字社会建设	③加快推进数字乡村建设，构建面向农业农村的综合信息服务体系
	数字生活
	①推动购物消费、居家生活、旅游休闲、交通出行等各类场景数字化
数字政府建设	公共数据开放共享、政务信息化、数字化政务服务
数字生态保障	健全数据要素市场规则、营造规范有序的政策环境、加强网络安全保护

资料来源：国务院，中信建投

数字产业化的核心目标是改善产业结构、建立起新的经济增长动力源。根据中国信息通信研究院的划分，数字产业化主要可分为信息通信产业和信息技术催生新产业新业态新模式这两方面：其中信息通信产业是数字经济的核心产业，由电子信息制造业、电信业、软件和信息技术服务业以及互联网行业组成，新产业则是指的

那些在上述行业完善的平台、数据或技术基础上衍生出的行业。进一步地，推动新产业新业态的发展是为了实现从劳动密集型向知识和技术密集型产业的转变，以此进行经济结构调整优化、催生出经济的新增长点。基于这一结构，未来政策的推进亦可以分为两层观察：

图表61： 数字产业化实现路径



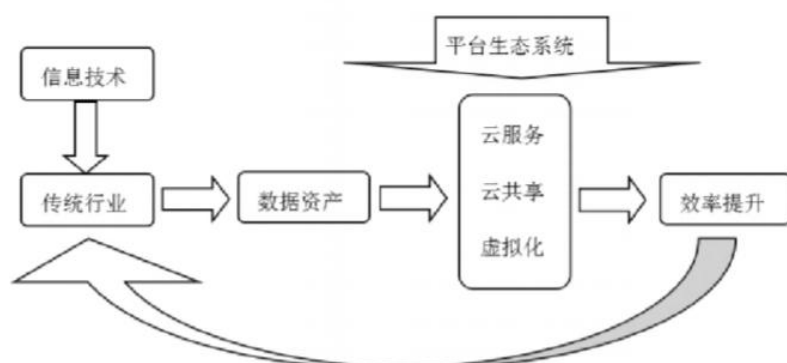
资料来源：知网，中信建投

（1）在通信技术层，政策端有望通过财政政策、创新金融支持政策以及人才政策等扶持和培育企业加强技术研发活动，对核心技术进行攻关，最终构建起成熟的从原始创新到技术研发再到成果产业化的完备转化链条。

（2）在新业态构建层面，依托于以 5G 为代表的新一代信息网络升级，推进与大数据、人工智能等新兴产业深度融合，形成典型行业、企业的示范效应。具体包括如下几条可能路径：一是加强协同创新和成果转化，充分利用产业链相对完整、龙头企业主动布局态势，以企业为主体开展产学研合作，集聚创新资源合力攻关。二是着力培育世界一流的数字龙头企业，加快发展融合型智能化新产品。积极培育云计算、大数据、物联网、人工智能等新兴产业和高端软件、集成电路、通信与网络、网络安全、元器件及材料等基础产业的龙头企业，鼓励和支持数字龙头企业在全球发展环境中做大做强，以细分领域的隐形冠军为目标强化技术突破和产品升级，并加强投入布局区块链、量子信息、柔性电子等前沿产业。三是培育世界级数字产业集群，鼓励和支持以数字产业为特色的特色小镇建设，强化特色小镇在数字产业平台、孵化培育体系和创新创业生态方面的驱动作用，构建产城融合、创新创业、人才集聚的产业发展生态。

政策鼓励产业数字化是，提升产业效率、保障经济增长新旧动能顺利切换。在当下，产业数字化融合驱动模式是政策推进的另一重点，其指的是应用信息技术应用于传统行业，促进了传统行业的效率提升以及数字化、自动化转型，然后基于网络再造公司，通过利用信息技术，生成大量的数据资产，建立平台生态系统，拓展新时期的生存和发展空间。随着数字化进程的推进，产业整体效率的提升又加速了信息技术的应用进程，形成正向反馈，从而促使了传统行业与数字经济之间进行深度融合。

图表62： 产业数字化实现路径



资料来源：知网，中信建投

因此，完成产业数字化在于打通传统产业的数字化生产要素使用，包括基础设施、资金和资源劳动力等方面：

（1）在平台设施层，政策端可能会倾向于大幅扩张设施数量、减轻企业的运行和使用成本，加强工业互联网、新型信息基础设施布局。即加快 IPv6 在工业互联网领域的规模部署和应用，支持典型行业、重点工业企业开展工业互联网 IPv6 网络化改造，提升互联网的承载能力和服务水平以及推动传统基础设施的智能化改造等。

（2）在资金层面，未来可以采取的政策较为多样化财政资金统筹，引导各级财政资金加大对传统产业数字化转型的投入，加强对数字经济领域重大平台、重大项目及试点示范支持。探索成立传统产业数字化发展基金，推动各级政府产业基金按照市场化运作方式，与社会资本合作设立数字经济发展相关投资子基金。

（3）在要素方面，未来政策有望进一步推进整体层面对人才激励机制的完善，包括支持开展股权激励和科技成果转化奖励试点，鼓励相关企业采用期权、股权激励等方式吸引领军人才和团队。同时也加强传统产业数字化转型领域用地、用能、排放、创新等要素资源优化配置和重点保障。

图表63： 产业数字化的应用场景

智能交通	①发展自动驾驶和车路协同的出行服务
	②推广公路智能管理、交通信号联动、公交优先通行控制
	③建设智能铁路、智慧民航、智慧港口、数字航道、智慧停车场
智慧能源	推动煤矿、油气田、电厂等智能化升级
智能制造	促进设备联网、生产环节数字化连接和供应链协同响应，推进生产数据贯通化、制造柔性化、产品个性化、管理智能化
智慧农业及水利	①推广大田作物精准播种、精准施肥施药、精准收获，推动设施园艺、畜禽水产养殖智能化应用
	②构建智慧水利体系，以流域为单元提升水情测报和智能调度能力
智慧教育	发展场景式、体验式学习和智能化教育管理评价。
智慧医疗	①完善电子健康档案和病历、电子处方等数据库，加快医疗卫生机构数据共享
	②推广远程医疗，推进医学影像辅助判读、临床辅助诊断等应用
智慧文旅	①推动景区、博物馆等发展线上数字化体验产品，建设景区监测设施和大数据平台，发展沉浸式体验、虚

拟展厅、高清直播等新型文旅服务

智慧社区	推动政务服务平台、社区感知设施和家庭终端联通，发展智能预警、应急救援救护和智慧养老等社区惠民服务，建立无人物流配送体系。
智慧家居	应用感应控制、语音控制、远程控制等技术手段，发展智能家电、智能照明、智能安防监控、智能音箱、新型穿戴设备、服务机器人等
智慧政务	推进政务服务一网通办，推广应用电子证照、电子合同、电子签章、电子发票、电子档案

资料来源：国务院，中信建投

5.1.2 制造业高端化、绿色化、智能化升级，关注趋势下的伴生机遇

“补链强链延链”成五年规划新重点，是实现制造业长期发展的底层保障。同样以“十四五”规划为抓手，我们可以观察到其首度写入了类似“加快补齐基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础等瓶颈短板”的表述。事实上，尽管我国是当下唯一具备联合国产业分类中全部工业门类的国家、产业链完整度居于世界首位，但在贸易摩擦和新冠疫情的先后冲击下，我国产业链自主性不高、底层技术受制于人的风险已经暴露。为了避免“断链”风险加剧，确保制造业发展和贡献度稳定，加强基础能力建设和完善产业链是必然举措。

图表64： 近一段时间围绕我国产业“强链补链延链”的政策信号

日期	政策/场合	相关内容
2020/12/16	中央经济工作会议	统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题
2020/12/28	《鼓励外商投资产业目录》（2020版）	进一步发挥外资在产业链供应链中积极作用，将制造业作为鼓励外商投资的重点方向，根据“引资补链”“引资强链”“引资扩链”的导向进行了产业修订
2020/12/29	2021年全国工业和信息化工作会议	着力增强产业链供应链自主可控能力。全面系统梳理我国制造业发展状况，开展制造业强链补链行动，推动全产业链优化升级
2021/1/17	2021年中国电动汽车百人会论坛	针对汽车产业实施强链补链行动。围绕补短板、锻长板，编制行动方案，从供需两端发力，贯通技术攻关、平台支撑、示范应用三个环节，优化使用环境，推动品牌向上，全面提升产业链竞争力

资料来源：国务院及各部委，中信建投

关注企业在基础能力和补链强链延链分层建设中获得的发展机遇。从具体举措来看，《纲要》从基础设施层、应用体系层进行了如下分层完善：（1）实施产业基础再造工程，（2）加大重要产品和关键核心技术攻关力度，（3）实施重大技术装备攻关工程，（4）健全产业基础支撑体系，（5）在重点领域布局一批国家制造业创新中心。针对产业链供应链现代化，《纲要》则指明了政策将从行业层面、区域层面和企业规模层面分层落地，提出分行业做好供应链战略设计和精准施策、优化区域产业链布局和实施领航企业培育工程等实施内容。

图表65：对产业链和产业体系的分层次完善

“十四五”纲要		
夯实产业基础	应用体系	①补齐 基础零部件及元器件、基础软件、基础材料、基础工艺和产业技术基础 等瓶颈短板 ②依托行业龙头企业，加大重要产品和关键核心技术攻关力度
	基础设施	建设生产应用示范平台和标准计量、认证认可、检验检测、试验验证等产业技术基础公共服务平台
补链强链延链	行业视角	立足产业规模优势、配套优势和部分领域先发优势，巩固提升 高铁、电力装备、新能源、船舶 等领域全产业链竞争力
	区域视角	引导产业链关键环节留在国内，强化 中西部和东北地区承接产业转移 能力建设
	企业视角	推动中小企业提升专业化优势， 培育专精特新“小巨人”企业和制造业单项冠军企业

资料来源：国务院，中信建投

针对制造业的政策倾向性和重要性明显提升，内外部环境共同倒逼制造业升级。从内部环境来看，我国制造业仍在分工下游，中低端制造仍占据主导地位，我国的工业附加值率约为 30%，仍低于发达国家 35% 的平均水平；相对的，起到支撑作用的人口红利正处于消退过程中，制造业向高端和高附加值转型迫在眉睫。而从外部环境来看，我国制造业仍具备明显外向性，在疫情导致的逆全球化和经济衰退下受深度冲击，产业升级可以适度改善这一现状。

图表66：针对制造业优化升级的举措汇总

“十四五”纲要针对制造业转型升级的布局	
总纲： 深入实施智能制造和绿色制造工程，发展服务型制造新模式，推动制造业高端化智能化绿色化	
高端化升级	培育先进制造业集群 ，推动集成电路、航空航天、船舶与海洋工程装备、机器人、先进轨道交通装备、先进电力装备、工程机械、高端数控机床、医药及医疗设备等产业创新发展
智能化升级	①深入实施增强制造业核心竞争力和技术改造专项， 鼓励企业应用先进适用技术、加强设备更新和新产品规模化应用 ② 建设智能制造示范工厂 ，完善智能制造标准体系。深入实施质量提升行动，推动制造业产品“增品种、提品质、创品牌”
绿色化升级	①改造提升传统产业，推动石化、钢铁、有色、建材等 原材料产业布局优化和结构调整 ②扩大轻工、纺织等优质产品供给，加快化工、造纸等重点行业企业改造升级，完善绿色制造体系
保障措施 (延续前期政策，发展生产性服务业)	以服务制造业高质量发展为导向，推动生产性服务业向专业化和价值链高端延伸： ①发展 研发设计、工业设计、商务咨询、检验检测认证 等服务；聚焦提高要素配置效率，推动供应链金融、信息数据、人力资源等服务创新发展 ②支持智能制造系统解决方案、流程再造等新型专业化服务机构发展

资料来源：国务院，中信建投

5.1.3 发展制造服务业，引导平稳升级

发展制造服务业能够快速补全缺失环节，引领制造业平稳升级。从内部环境看，我国的制造服务业供给端的专业化和社会化程度相对较低，不足以引领制造业价值链升级。而对比我国与美国的制造业部门服务投入率，可以发现仍存在一定追赶空间。因此本轮对制造服务业的政策部署正当其时，通过自下而上的方式来增强创新发展的动力和补链延链的能力。

在3月23日发改委印发的《关于加快推动制造服务业高质量发展的意见》中，明确部署了六项重点工作和九个专项行动，完全涵盖了制造业将在“十四五”期间重点开展的技术创新发展、绿色发展和强链补链延链三项工作。结合前述的“十四五”制造业布局，我们认为，需要重点关注的包括如下几项：

（1）借助新一代信息技术的普及来促进制造业数字化变革，针对“5G+工业互联网”的模式，《意见》提出打造5个内网建设改造公共服务平台，遴选10个重点行业，挖掘20个典型应用场景，工业互联网的整体渗透率将借此之际再度提升。且特别点名了在冶金、石化、汽车、家电等重点领域推行出可复制的智能制造工厂模式，相关产业内公司将迎来明确的经营改善契机。

（2）构建绿色制造业服务新业态。开展绿色产业示范基地建设、搭建绿色发展促进平台，推进合同能源管理、节能诊断、节能评估、节能技术改造咨询服务、节能环保融资、第三方监测、环境污染第三方治理、环境综合治理托管服务等模式，推动提高钢铁、石化、化工、有色、建材、纺织、造纸、皮革等行业绿色化水平。参考部门服务投入率可以发现，点名的这一批轻工产业在服务投入水平上都相对较低，各类绿色发展模式也处于构建之中，也因此随着新业态的构建，生产性服务业本身会催生出一系列新的机遇。

图表67：发展制造服务业的重点工作内容

制造业发展方向	重点工作内容
提升创新能力	①发展研究开发、技术转移、创业孵化、知识产权、科技咨询等科技服务业，加速企业的科技成果转化 ②提升商务咨询专业化、数字化水平，帮助制造业企业优化经营治理 ③加快工业设计创新发展，提升制造业设计能力
优化供给质量	①支持企业 and 专业机构提供质量管理、控制、评价等服务，提升制造业产品和服务质量 ②发展面向制造业的研发、制造、交付、维护等产品全生命周期管理，实现制造业链条延伸和价值增值
提高生产效率	①利用5G、大数据、云计算、人工智能、区块链等新一代信息技术发展智能制造，实现发展模式根本性变革 ②发展现代物流服务体系，提高生产制造和物流一体化运作水平
支撑绿色发展	推进合同能源管理、节能诊断、节能评估、节能技术改造咨询服务、节能环保融资、第三方监测、环境污染第三方治理、环境综合治理托管服务等模式
增强发展活力	①充分利用多元化金融工具，不断创新服务模式，为制造业发展提供更高质量、更有效率的金融服务 ②发展人力资源管理服务 ③加大数据资源开发、开放和共享力度
推动制供应链创新应用	①健全制造业供应链服务体系；支持制造业企业发挥自身供应链优势赋能上下游企业 ②推动感知技术在制造业供应链关键节点的应用，推进重点行业供应链体系智能化，逐步实现供应链可视化

资料来源：发改委，中信建投

5.2 “双循环”体系：加速建设消费循环，打通城市消费与乡村消费堵点

5.2.1 消费循环：打通城市消费与乡村消费堵点

积极调控房地产市场，释放打通城市消费循环堵点。在前期的《需求侧改革：消费循环的堵点与短板在哪？》深度报告中，我们指出了**可支配收入下降是构建国内消费大循环的核心问题**——房租和房贷这两大居住支出占比居高显著扩大城市人口之间的收入分配差。对于大城市的房地产市场进行调控、抑制房价和房租过快上涨是打通城市消费循环的首要步骤。观察 2021 年上半年与房地产调控相关的政策，我们可以发现国家已经充分认识到了这一问题。中央层面划定房贷集中度红线、各省市积极出台地方限购政策和租金指导政策，有效抑制了商品房价格和租金的上涨趋势。**居住支出对消费的挤出效应下降，将有效释放出被抑制的消费需求。**

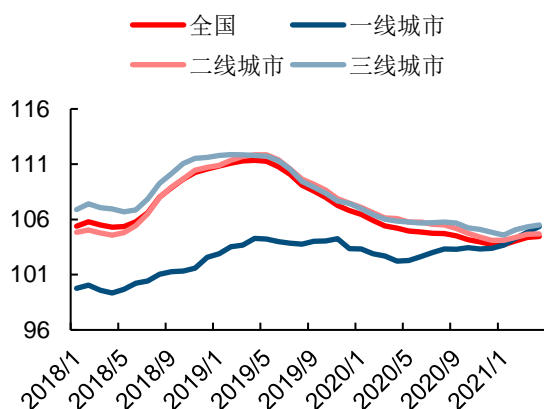
图表68： 2021 H1 关于房地产调控的政策汇总

时间	省市/部委	政策名称	政策内容
2021/1/22	上海市	印发《关于促进本市房地产市场平稳健康发展的意见》	对夫妻离异 3 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算；完善新建商品住房公证摇号选房制度，优先满足“无房家庭”自住购房需求
2021/1/27	杭州市	印发《关于进一步加强房地产市场调控的通知》	住房限购方面，落户本市未满 5 年的，限购 1 套住房，住房赠与他人的，赠与与人须满 3 年方可购买限购范围内住房，受赠人家庭须符合本市住房限购政策（不含遗赠）；住房限售方面，新建商品住房项目公证摇号公开销售中签率小于或等于 10% 的，自取得不动产证之日起 5 年内不得转让； 税收调节方面，个人住房转让增值税征免年限由 2 年调整为 5 年
2021/3/3	住建部		城市政府要充分认识房地产市场平稳健康发展的重要性，坚定不移实施房地产市场平稳健康发展长效机制。
2021/3/26	央行、银保监会	印发《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》	《通知》从加强借款人资质核查、加强信贷需求审核、加强贷款期限管理、加强贷款抵押物管理、加强贷中贷后管理、加强银行内部管理方面， 严防经营用途贷款违规流入房地产领域

资料来源：国务院、各地方政府等，中信建投

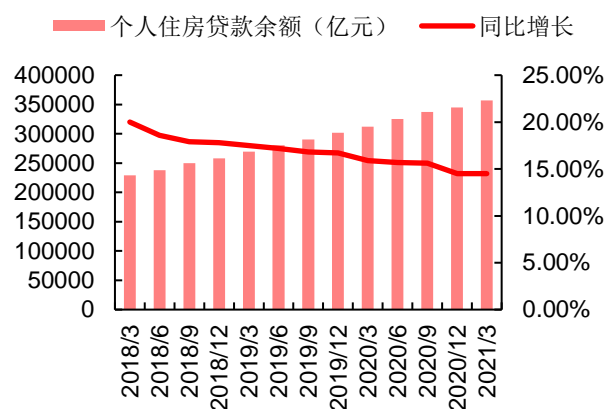
挖掘下沉市场的消费能力，通过振兴县城乡消费带动循环良性运转。在前期报告中，我们亦指出了城乡下沉市场具备较多的可挖掘潜力，有成为消费循环主动力源的潜力。上半年政策同样对此有着较为全面而细致的部署——以“消费品下行、农产品上行”为主要基调，乡村消费刺激政策聚焦了**基础物流体系和冷链体系建设、农村消费环境改善和加强县域协同**等能够关键抓手，意在打通下沉市场消费的堵点。更进一步地，政策不仅停留在消费层面，而是协同于乡村振兴的安排，部署了诸如发挥农村资源和生态优势、促进乡村产业深度融合和统筹农产品生产地、集散地、销售地市场建设等带动乡村发展的整体性安排。随着政策推进，一方面挖掘了乡村的特色优势，提高了农产品、农村旅游业等特色产品进入和占据上行市场，扩增了农村居民可支配收入；另一方面提升了城乡整体的消费意愿，实现了双赢发展。

图表69： 新建商品住宅价格指数走势（上一年基数=100）



资料来源：Wind，中信建投

图表70： 个人住房贷款余额及同比



资料来源：Wind，中信建投

图表71： 2021 H1 关于乡村消费与乡村振兴的政策汇总

时间	省市/部委	政策名称	政策内容
2021/3/31	工信部	印发《四部门关于开展 2021 年新能源汽车下乡活动的通知》	鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充电基础设施建设。
2021/4/9	银保监会	印发《关于 2021 年银行业保险业高质量服务乡村振兴的通知》	①鼓励银行业金融机构建立服务乡村振兴的内设机构，鼓励银行在信贷审批流程、授信权限、产品研发方面对乡村振兴业务予以政策倾斜 ②优先支持国家粮食生产，助力补齐农业农村基础设施短板 ③科学制定资金适配性较差县域的存贷比提升计划，提升县域信贷资金适配性 ④扩大三大主粮作物完全成本和收入保险试点范围，鼓励发展地方优势特色农产品保险 ⑤加强金融科技和数字化技术在涉农金融领域的应用，提高农险数字化、智能化经营水平
2021/5/7	农业农村部	正式公开《乡村振兴促进法》全文	①发挥农村资源和生态优势，支持特色农业、休闲农业、现代农产品加工业、乡村手工业、绿色建材、红色旅游、乡村旅游、康养和乡村物流、电子商务等乡村产业的发展 ②引导新型经营主体通过特色化、专业化经营，合理配置生产要素，促进乡村产业深度融合；支持特色农产品优势区、现代农业产业园、农业科技园、农村创业园、休闲农业和乡村旅游重点村镇等的建设 ③统筹农产品生产地、集散地、销售地市场建设，加强农产品流通骨干网络和冷链物流体系建设；鼓励企业获得国际通行的农产品认证，增强乡村产业竞争

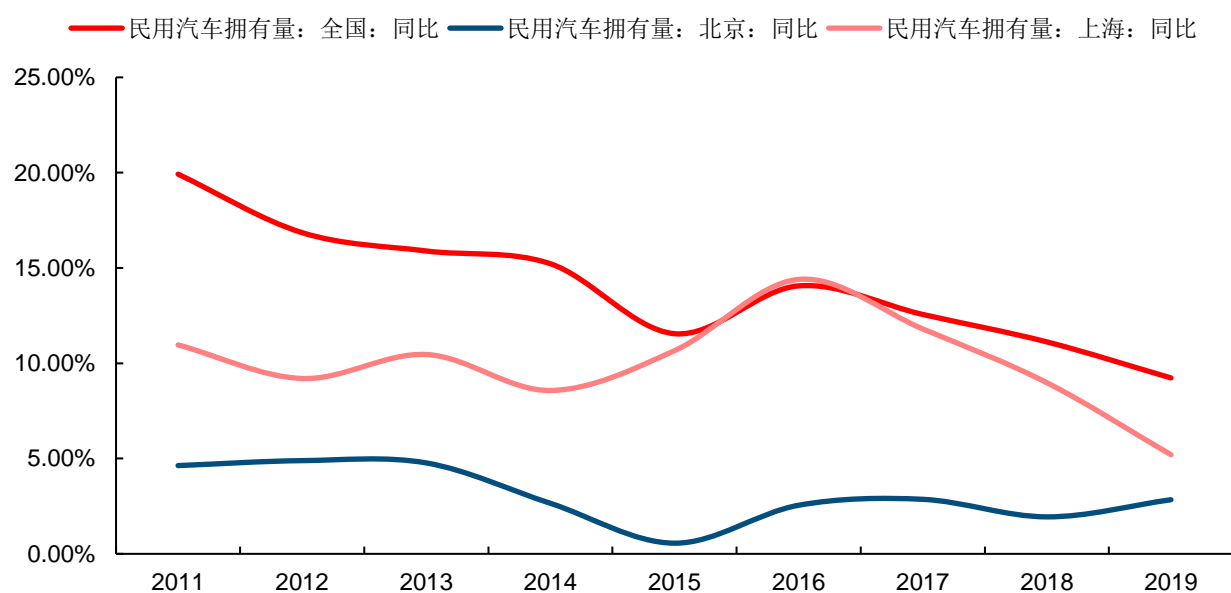
力

2021/5/7	农业农村部	印发《社会资本投资农业农村指引（2021年）》	明确鼓励投资的13个重点产业和领域，包括现代种养业、现代种业、乡村富民产业、农产品加工流通业、乡村新型服务业、生态循环农业、农业科技创新等
2021/5/20	商务部	主持召开乡村振兴工作领导小组会议	要紧紧围绕构建新发展格局谋划和推进商务帮扶衔接乡村振兴工作。通过流通提升帮扶，着力发展县域商业，加强产销精准对接，深入推进农产品上行、工业品下行，助力畅通国内大循环。通过开放合作帮扶，支持脱贫地区开放型经济发展，提升参与国内国际双循环的能力和水平。通过就业拓展帮扶、能力建设帮扶等，更好发挥家政、对外劳务等扩大就业作用，促进脱贫人口稳定就业，激发内生动力。要准确把握工作定位，多点发力、综合施策，不断将工作引向深入，为构建新发展格局作出新的更大贡献。

资料来源：国务院、农业农村部等，中信建投

服务业、（新能源）汽车、家电仍将是未来一段时间消费循环构建中受益重点。对于城市消费来说，**变相提升的可支配收入将有较多部分流入服务业消费或是升级消费产业**；针对于消费升级趋势下的投资机会，对此将在下文进行进一步的阐述。相对的，对于县域乡村消费来说，受益于乡村振兴政策组合推进带来的可支配收入提升，能够显著提升生活质量的家电、汽车等耐用品需求亦会提升。同时家电下乡和汽车下乡活动仍在如火如荼推进中，各项置换政策提高了微观主体的消费能力；叠加上上一轮家电和汽车刺激政策的产品进入更换期，将成为农村消费下的最主要受益行业。

图表72：发达城市的汽车保有量增速相对低于全国保有量增速水平（%）

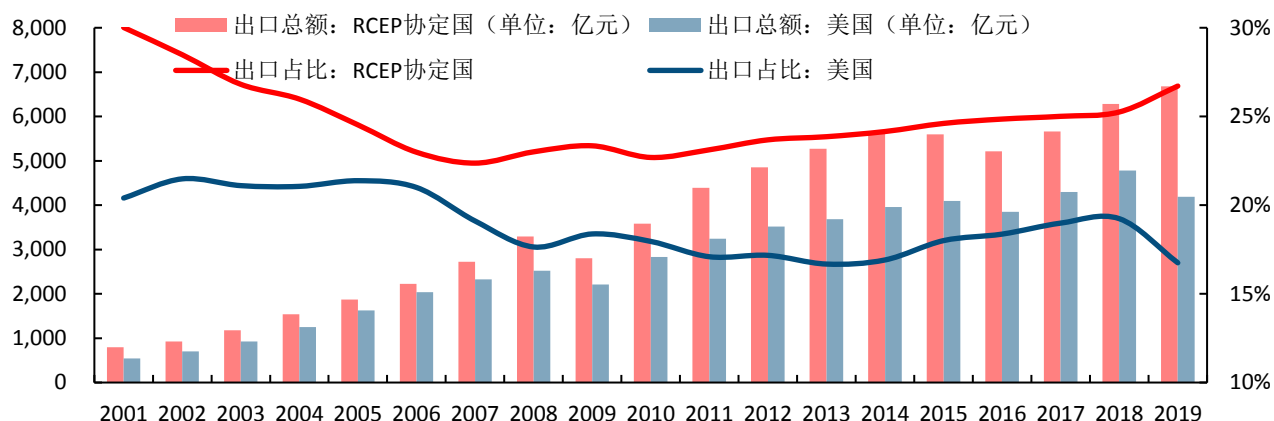


资料来源：Wind，中信建投

5.2.2 外循环：RCEP 稳步落地，出口持续升温

在此前的年度策略报告中，我们提到外贸协定打开了商品和技术贸易政策的空间，帮助我国更好实现内部发展的同时也加强了我国在国际贸易中的话语权。以 RCEP 为开端和参照，我国未来将以签订各类贸易协定为主抓手，逐步实现外部发展协同，搭建起成熟的外循环体系。在半年后的今天，我国对 RCEP 的批准已经率先落地，未来对外贸的拉动将逐步释放。

图表73： 中国对美国与 RCEP 成员国的出口额及出口占比对比

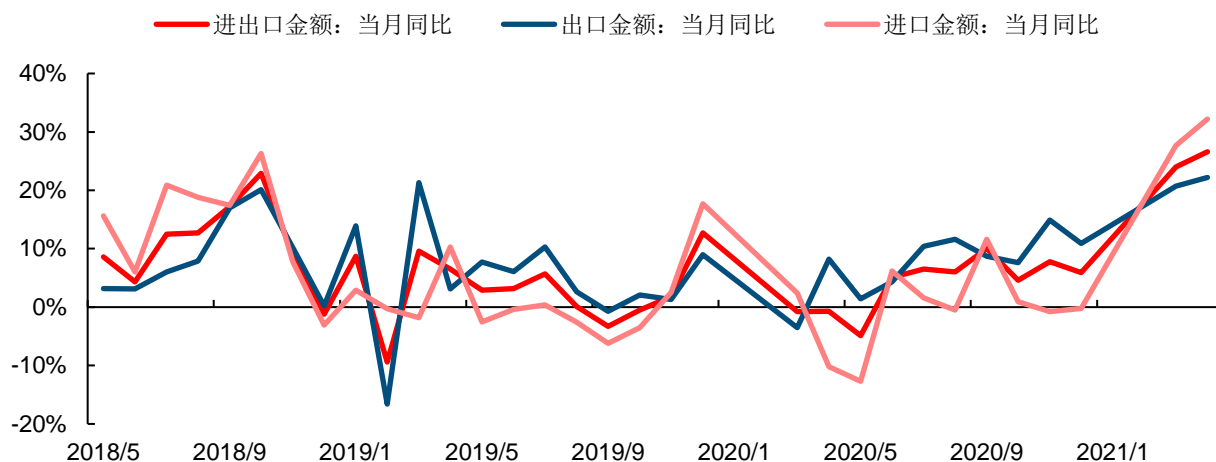


资料来源：Wind，中信建投

RCEP 已经进入落实期，预计将会进一步缓解我国外部经贸压力，同时起到稳定供应链、更好地发挥我国全产业链优势的作用。当下疫情的阴云并未完全散去，世界经济增长仍然具备不确定性，而 RCEP 的最大优势是为区域内的贸易投资注入了确定性。仅就我国来看，RCEP 为我国提供了占我国货物进出口总额约 1/3 的、世界一体化规模最大的稳定市场，在改善环境的同时提振了区域贸易投资信心，能够有效缓解我国的贸易体系面临的外部经济压力，加速外循环体系构建并增强体系的风险抵抗能力。

同时，RCEP 内部产业链和供应链将趋于一体化，对我国保持内外产业链和供应链的完整性十分有利。RCEP 清楚规定了共同的原产地规则，产品在不同成员国的不同阶段加工将获得统一承认；而由于我国工业体系和产业链非常完整，就某些先进产业来看，RCEP 内产业链也是世界范围内最完整的，因此，中国和 RCEP 范围内的产业链和供应链贸易转移仅会在内部有限度地产生，对于我国维持供应链、逐步完成出口结构转型亦有相当大的助力。

图表74： 进出口金额同比增长迅猛



资料来源：Wind，中信建投

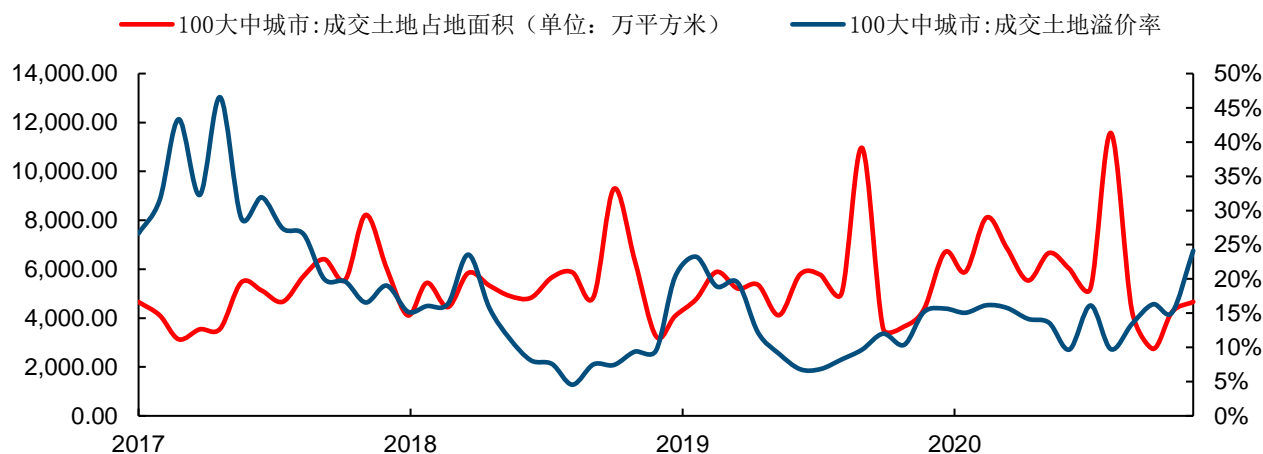
5.3 市场化改革

2020年4月9日，国务院印发了《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，提出要对要素实施市场化改革，并重点提及了土地、人口、资本、技术、数据五大要素，指明了未来的制度方向。结合“十四五”计划来看，土地、人口要素市场化是内循环搭建基点，本质上是提升城镇化与劳动力之间的匹配程度；资本要素是发展动力源；而技术要素存在较高额的红利释放空间；数据推动数字经济高质量发展，都是值得重点关注的政策点。

5.3.1 提高土地制度灵活性，协调资源利用效率

土地要素改革意在提升效率和灵活性。前期在《意见》中提出的土地要素市场化配置措施包括五方面，即盘活存量建设用地、建立健全和统一城乡建设用地市场、实施跨省指标交易、深化产业用地市场化配置改革以及完善土地管理体制。上述措施整体指向了提高土地要素配置的效率与灵活性，改革核心是允许农村集体经营性建设用地直接入市和探索增减挂钩指标、耕地占补平衡指标等跨省域交易。

图表75： 增加土地建设面积供应能够减轻溢价情况



资料来源: Wind, 中信建投

土地资源改革在要素改革中处于核心地位，能够带动综合改革效应。深化土改政策可以更好地保障新产业新业态等实体经济发展用地；有利于加快全国区域经济协同发展，促进以城带乡、东部带动西部、发达地区带动落后地区，从而有利于促进经济高质量发展。同时在长远视角下，也有利于促进资源节约集约利用，促进生态文明建设。从影响程度上看，土地要素市场化配置改革能够对其他四要素的改革起到协同推进作用，形成多要素财富叠加的综合改革效应，对经济增长起到强带动作用。

5.3.2 户籍制度改革，减轻负担，激发劳动力要素的活力

我国户籍制度仍处于非市场化流动状态，全面放开户籍制度重要性显著。核心发达城市的人口吸引力最为明显，但进入门槛依旧存在。数据显示，2019年末我国常住人口城镇化率已超过60%，而户籍人口城镇化率仅有不足45%。参考日、美等发达国家的经验，当城镇化率超过60%的节点后，人口将加速向大城市圈聚集从而造成主流消费群体迅速扩增，释放大量消费潜能（例如美国的上世纪四十年代开始的第二轮消费浪潮、日本上世纪六七十年代的消费激增）。对于户籍城镇化率和常住城镇化率的差额人口来说，这部分潜能无法充分释放。同时，当前的户籍制度催生的人户分离、公共服务不公平问题也影响了劳动力自由流动的效率，进一步妨碍了劳动力要素向最优配置趋近。

提供政策便利，实现“以人为核心的成长化”是未来的重要政策导向。结合“十四五”规划来看，未来的政策举措可能包括户籍制度上的细化、放宽多数城市的落户限制，推行经常居住地登记户口制；社会福利方面则以城镇教育、就业创业、医疗卫生等基本公共服务与常住人口挂钩机制，推动公共资源按常住人口规模配置为主。最终通过减轻常住人口的住房及公共服务消费负担，免除成熟劳动力的后顾之忧，使大城市或城市集群的经济步入可持续发展轨道。

5.3.3 资本要素推行市场化，助力实现高质量发展

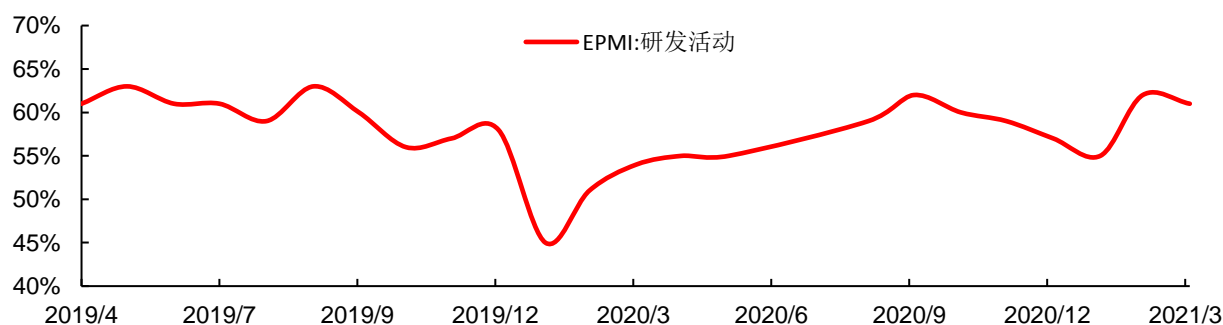
我国正处于高质量发展关键期，资本要素负担着培育壮大经济新动能、发展新产业的任务。当前，传统的融资渠道与具备高风险的创新型企业无法相匹配，发展股权融资是最优解决方法。前期落地的政策中，针对资本要素市场化配置的主要内容包括完善股票市场基础制度，加快发展债券市场，增加有效金融服务供给，主动有序扩大金融业对外开放。

但当前我国资本要素服务于实体经济的效能尚有不足，且中小企业融资难问题仍未得到妥善解决。同时部分增长缓慢的大型企业占据了过多金融资源，资金调配效率也存在提升空间。这些问题是国家一直在着力推进解决的，也是未来政策可能落地的方向。从政策举措上看，提高直接融资占比、配合资本市场的改革，最终打造多层次市场，将是“十四五”期间的重点。

5.3.4 鼓励技术要素创新与流动，培育长周期下核心动能

前期加速培育技术要素市场，但横向视角下仍存在较大提升空间。在上述几个要素中，技术要素相对起步最晚、市场化程度也最低；在这一背景下，前期提出具体措施包括健全职务科技成果产权制度，完善科技创新资源配置方式，培育发展技术转移机构和技术经理人，促进技术要素与资本要素融合发展，支持国际科技创新合作。综合来看，其主要是从产权的创新激励以及成果的落地转化这两个角度来培育了技术要素市场，但对比于发达国家，我国无论是在知识产权保护制度还是在成果市场化方面也都存在一定差距。因此，未来技术要素市场化改革仍将是政策关注的重点。

图表76：疫情后我国的 EPMI 长期处于较高水平，2021 年第一季度增长较快



资料来源：Wind，中信建投

技术逐渐开始市场化流通，有望经由政策推动释放增量红利。在长周期视角下，技术要素是催动经济增长的核心动力源，我国作为科技产业的后发国家，技术要素的流动加快有助于产业快速追上。近期上海技术交易所的改制后开市，使我国开始技术要素市场发展的机制和模式的探索。而习近平主席在讲话中提出的要为技术要素跨境自由流动创造良好环境，也为未来技术要素推行相关政策埋下了基础。

5.3.5 培育数据要素市场，释放数据红利，推动数字经济高质量发展

数字经济时代，数据已经成为了最重要的战略资源与核心资产。一方面，除了具有高流动性特征，数据要素还彰显出了供应的长期无限性、边际成本递减与规模报酬递增等优势，围绕海量数据的分析处理而产生的“计算力”已经成为经济发展的重要引擎。另一方面，生产要素的数据化成为主流，土地、资本、劳动力以及技术等传统要素都可以折叠成数据要素，市场要素流动也可集中表现为数据要素的流动，数据对经济的重要赋能就体现为提升全要素生产率。

数据生产要素属性的提升，关系着经济增长的长期动力，关系着我们国家发展的未来。我们也要在数据开放共享方面作出前瞻性布局，推动实体经济和数字经济融合发展，推动制造业加速向数字化、网络化、智能化发展，同时，要运用大数据提升国家治理现代化水平，推行电子政务、建设智慧城市，构建全国信息资源共享体系。利用大数据平台，分析风险因素，提高感知、预测、防范能力。

“十四五”规划中提出，建立数据资源产权、交易流通、跨境传输和安全保护等基础制度和标准规范，推动数据资源开发利用；扩大基础公共信息数据有序开放，建设国家数据统一共享开放平台。这彰显了数据生产要素提升在加快推进数字化进程中的重要作用。

5.4 消费升级

消费升级对经济发展的贡献率在逐步提升。2011 年至 2019 年，我国的消费率平均为 53.4%，2020 年尽管受到新冠肺炎疫情的冲击，但最终消费支出占 GDP 的比重仍然达到 54.3%，高于资本形成总额 11.2%。然而，从我国的情况看，发挥消费基础性作用仍然有较大提升空间。在 2021 年政府工作报告中，可支配收入下降、收入分配差距大、消费意愿下降、消费环境不足以及高端供给不足等原因，成为我国消费内循环的堵点。因此，自十四五以来，从中央到地方，均颁布了许多政策，以提高居民消费能力，完善消费政策，改进消费环境，开拓更多的消费增长点。

长期促消费扩内需政策路径已经明确，并进入加速施工阶段。中央经济工作会议指出，2021 年将坚持扩大内需这个战略基点，并从促进就业、完善社保、优化收入分配结构、合理增加公共消费等方面作出系统安排。

从中央部委提振消费、促进消费升级的政策来看，消费升级具有以下三个特点：其一是从人口要素入手改善居民收入结构，通过促进就业、完善社保、优化分配等方式提升可消费规模，结合房住不炒举措降低房地产租购负担以释放消费潜力，最终（借由消费升级趋势）拉动中等收入群体的消费规模增长；其二是挖掘国内乡村消费市场潜力，通过互联网等下沉渠道释放农村地区积累的需求，发展新业态新模式，配合汽车下乡、家电家具下乡等传统消费红利政策，撬动存量下沉市场；其三是改善民生为导向扩大公共消费，增加教育、医疗、养老、育幼等支出，起到完善福利体系、发展服务业和刺激经济增长一举三得之效。

图表77：十四五后部位发布相关消费升级政策

时间	部委	政策/表态	具体内容
2020/9/23	国务院 办公厅	印发《关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见》	补齐新型消费短板，促进线上线下消费深度融合，努力实现新型消费加快发展，提出到 2025 年，培育形成一批新型消费示范城市和领先企业，“互联网+服务”等消费新业态新模式得到普及并趋于成熟
2020/10/14	发改委	印发《近期扩内需促消费的工作方案》	① 推动线下服务消费加速“触网”，充分释放线上经济潜力 ② 开辟服务消费新模式 ③ 实施促进实物消费政策，畅通供需更高水平良性循环 ④ 更好运用内外要素和资源，加大对制造业企业支持力度
2020/12/18		中央经济工作会议	通过多举措打通“土地-人口-消费”与“资本-投资”循环，共建内循环格局
2020/12/29	商务部	发布“关于促进社区消费切实解决老年人运用智能技术困难的通知”	要求各地加快建设一批集餐饮、家政、托幼、老人看护等服务于一体的城乡便民消费服务中心，对现有城乡便民消费服务中心进行适老化改造，优化智能服务方式，营造老年人友好型消费环境

2021/1/5	商务部等 12 部门	印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》	① 稳定和扩大汽车消费 ② 促进家电家具家装消费 ③ 提振餐饮消费 ④ 补齐农村消费短板弱项 ⑤ 强化政策保障
2021/1/20	财政部	全国财政工作会议讲话全文	扩大内需为 2021 年财政工作重点任务之一。用好中央基建投资、地方政府债券资金，优化投资结构，重点用于补齐农业农村、生态环保、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板，推进“两新一重”等重大工程建设。 落实国家重大区域战略，加快出台长江经济带发展、黄河流域生态保护和高质量发展财税支持政策。 支持实施城市更新行动；推动创新发展和产业升级；完善财政支农政策；防止污染，大力推动绿色发展
2021/3/5	发改委	（披露正在编制） 《促进共同富裕行动纲要》	提出加强普惠性、基础性、兜底性民生建设，制定促进共同富裕行动纲要，让发展成果更多更公平惠及全体人民
2021/3/25	发改委等	印发《加快培育新型消费实施方案》	对标《意见》重点任务，坚持目标导向和问题导向相统一，进一步细化实化深化政策内容，提出四大方面 24 项政策措施，着力破除制约居民消费的体制机制障碍和鼓励消费新业态新模式发展
2021/4/16	住建部	印发《关于加快发展数字家庭 提高居住品质的指导意见》	明确数字家庭服务功能、强化数字家庭工程设施建设、完善数字家庭系统、加强组织实施 4 部分则指出主要任务和工作方法；要求到 2022 年底，数字家庭相关政策制度和标准基本健全；到 2025 年底，构建比较完备的数字家庭标准体系
2021/4/30	中共中央政治局	中央政治局会议	本次会议分别对投资及消费提出了“促进制造业投资和民间投资尽快恢复”以及“以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大”两个新的核心要求，且在重要性排序上也有所提升。

资料来源：发改委等，中信建投

现阶段，国内消费市场整体上的供需还不能完全匹配，低线城市和地区的消费需求尚未能得到很好的满足，这意味着国人的消费还有极大潜力可挖掘。这些促消费的政策安排，旨在进一步激发国人消费潜力、以促消费来扩大内需，进而拉动国民经济高质量增长，对于贯彻落实“国内大循环”、形成强大的国内市场来说意义重大。

我们认为，长期视角下，消费循环在“双循环”格局中的核心地位不可撼动，快速打通可支配收入、消费环境不足等堵点是关键，也是能够一以贯之刺激消费的主要施政方向。这些举措的落地实施将进一步提升消费者信心，满足消费的个性化、多样化、品质化升级需求，完善消费设施和消费环境，更好地满足人民美好生活需要，实现扩大消费和改善人民生活品质相结合。综合来看，我们认为，随着内需提振举措的落地，家电等传统消费以及服务业消费板块有望诞生出投资机遇。

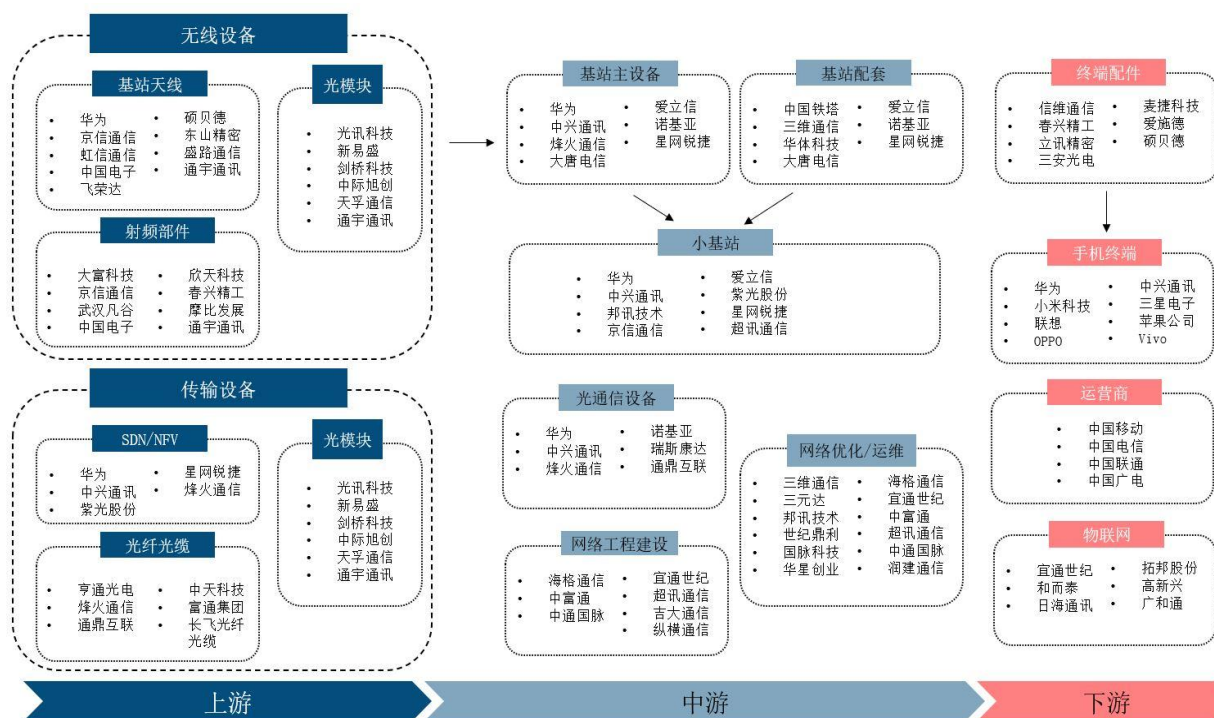
六、长期赛道方向

6.1 5G 基建

5G 覆盖对基站数目要求较高，未来数年 5G 基站建设潮仍将持续。由于 5G 自身频率高，波长短，衍射小的特点，对基站密度要求更大，相同覆盖面积下 5G 信号连续覆盖要求的基站数目更多。从各省市出台的 5G 建设规划来看，2020-2025 将是 5G 基础设施建设的高峰，到 2022 年底全国部分省市将实现省内 5G 网络覆盖，到 2025 年，“十四五”规划目标完成，预计全国范围内将基本完成 5G 基础设施的建设，实现乡镇级的 5G 网络覆盖。2019 年随着 5G 开建，运营商投资规模再现增长态势。2019 年中国运营商投资资本开支同比增长 4.5%，2020 年资本开支同比增长 11.65%。2021 年中国运营商预计资本开支合计 3406 亿元，同比增长 2.28%。我们预测 2021 年国内运营商新建 5G 基站约为 70 万站左右，其中 35% 为 2.6G 和 3.5G 频段，65% 为 700M 和 2.1G 频段。未来数年，5G 基站的投资和建设力度不减，对基建设备的需求增大，利好 5G 基建设备产业链。

5G 产业链条较长，包括关键零部件、主设备、运营商和下游应用等环节。上游主要是无线设备和传输设备等重要组件，包括基站天线、射频部件、光模块、SDN（软件定义网络）/NFV（网络功能虚拟化）和光纤光缆等细分领域。中游则以基站主设备为核心，包括基站其他配套设备如机房电源、蓄电池、空调、安防监控、一体化站房和铁塔等，和小基站、光通信设备、网络工程建设、网络优化/运维等领域。下游主要是应用层面，由于 5G 自身具有增强移动宽带、高可靠低时延和海量物联等突出优点，除了手机终端外，还将用于其他行业衍生出各种 5G 场景下的应用，物联网是其中一个重要的应用场景。

图表78： 5G 基建产业链一览



资料来源：Wind，中信建投

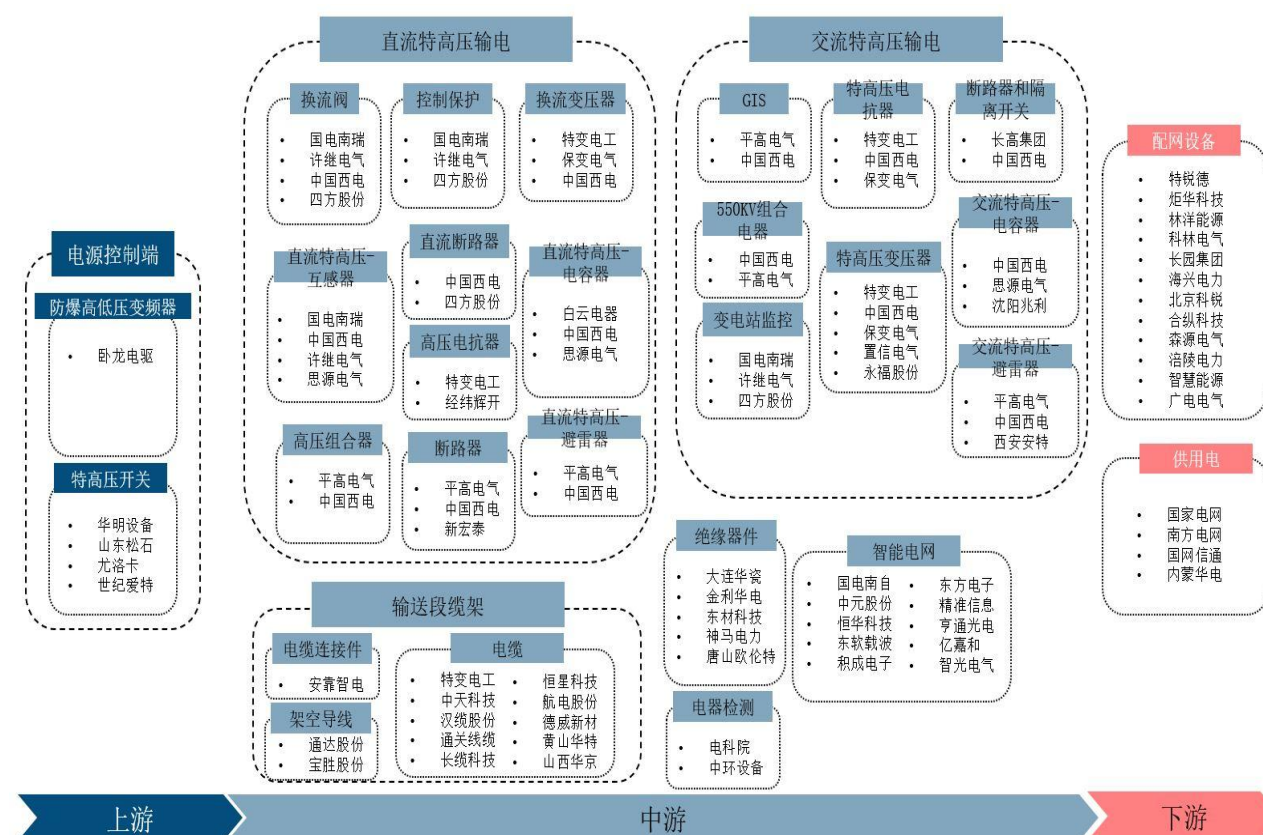
5G 建网一般要先后经历“规划、建设、运维和应用”四个阶段，相关公司受益顺序基本一致：按照 3G/4G 的经验来看，一般规划期和建设期比较临近，而运维阶段一般需要网络建设到一定规模后才会大规模开展，因此从资本市场投资的角度来看，我们建议要优先关注的规划期和建设期的相关公司。

6.2 特高压

特高压是指 ± 800 千伏及以上的直流电和 1000 千伏及以上交流电的电压等级，具有远距离、大容量、低损耗、少占地的综合优势，是电力输送的“高速公路”。特高压电网可分为 $\pm 1000\text{kV}$ 交流变电网和 $\pm 800\text{kV}$ 直流电网两类。其中，特高压直流电网在点对点长距离传输、海底电缆、大电网联接与隔绝等领域优势突出；特高压交流输变电网在构成交流环网和短距离传输领域优势突出。

特高压设备的产业链主要包括上游的电源控制端、中游的直/交流特高压输电设备和相关配套设备、下游的配网、供用电设备。特高压线路投资力度大，一条特高压线路预计投资总额在 200-400 亿元，因距离长短成本波动幅度较大。其中，基建占比约 35%，铁塔和线路占比约 35%，站内设备占比约 35%。直流设备中，换流变压器、换流阀和 GIS 投资额占比较大；交流设备中，1000KV GIS、变压器和电抗器投资额较高。由于技术门槛高，特高压核心设备呈现出向头部集中的趋势，竞争格局相对稳定。随着特高压设备需求的明确提高，相关设备龙头将主要收益。

图表79： 特高压设备产业链一览



资料来源: Wind, 中信建投

6.3 新能源汽车及充换电设施

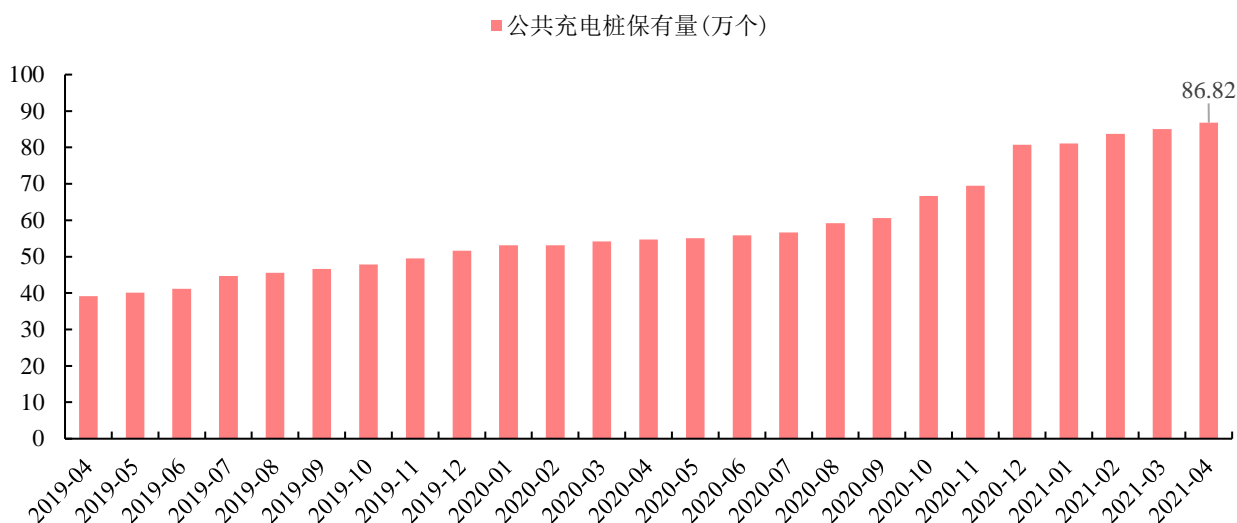
新能源汽车产业发展规划建议明确了新能源汽车的长期战略定位。新能源汽车产业作为国家战略产业，是推动我国经济结构转型，实现高质量发展的重要抓手，备受关注，政策红利不断。其中，《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》（下简称《规划》）对新能源汽车的产业趋势、发展目标、技术创新、产业生态、基础设施、产业开放格局等各方面给出了明确指引。根据《规划》，到 2025 年我国新能源汽车销量将达汽车总销量的 20% 左右（约 560 万辆/年），年均复合增长率接近 40%， “十四五” 期间新能源汽车渗透率将进一步提高。

图表80： 《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》主要修订点



资料来源：中汽中心，中信建投

充换电基础设施加速布局，财政支持下建设速度将加快。新能源充电桩是新能源汽车推广的必备配套基础设施之一，用以解决新能源汽车的里程焦虑。充电桩被列入新基建七大产业方向之一，政府工作报告提出，要加强新型基础设施建设，建设充电桩，推广新能源汽车，助力产业升级。充电桩被列入“新基建”名单中，第一次写进政府工作报告。随后，工信部、国家能源局等多部委陆续出台了多份政策文件，提出要加强充电基础设施建设，提升新能源汽车的充电保障能力。预计到 2025 年我国新能源汽车保有量将突破 2500 万辆，根据充电联盟的数据，按照车桩比 3: 1 进行保守配置仍存在大量缺口。《规划》明确要对作为公共设施的充电桩建设给予财政支持，这将对相对重资产的充电运营行业形成巨大利好，缓解充电桩建设运营商在运营前期较大的投资与运营亏损压力。

图表81： 我国公共充电桩保有量


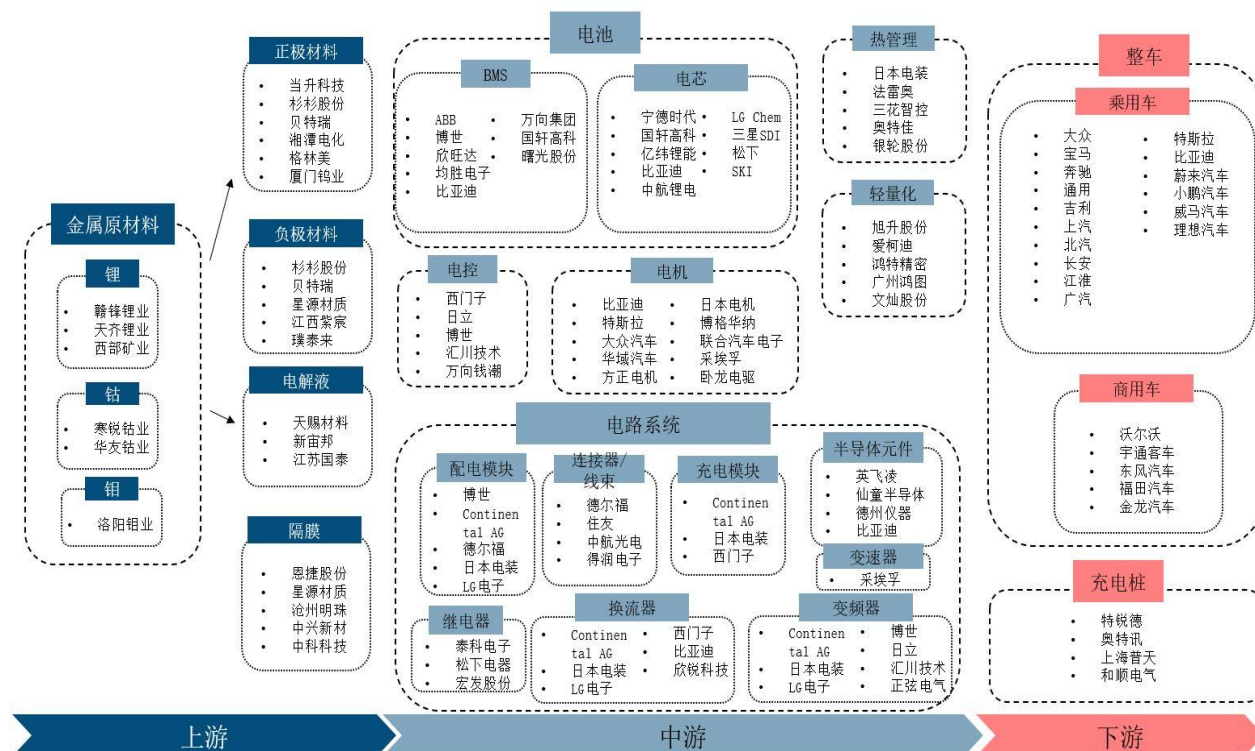
资料来源：EVCIPA，中信建投

新能源汽车产业链长、涵盖行业广。新能源汽车产业链相比传统燃油汽车有很大区别。从产业链上看，上游主要是核心零部件生产的基础原材料，如锂、钴、钼等金属及正/负极材料、电解液、隔膜等动力电池的基础材料部件。我国电动汽车动力电池以锂离子电池为主，根据正极材料不同可以分为磷酸铁锂电池和三元材料电池，二者的装机占比超过 95%。中游主要是新能源汽车的核心零部件产业，以“三电系统”为主：动力电池、驱动电机和电控系统。“三电系统”在新能源汽车的造价成本中超过 50%，其中，动力电池占到“三电系统”成本的 60-70%。随着新能源汽车销量的快速增长，对动力电池的需求量巨大，以宁德时代、比亚迪、国轩高科为代表的动力电池头部供应商市占率近七成，优势极大。下游则是新能源整车厂和充电桩、换电站等配套基础设施供应商。

未来几年新能源汽车市场销量将快速增长，基础材料部件和核心零部件领域迎来明确的业绩增长信号。同时，由于新能源汽车中上游供应链技术含量相对较高，产品研发认证流程复杂，头部企业具有先发优势，市场地位愈发稳固，受新能源整车销量上升影响的需求增量确定。

今年一季度我国新能源车产销大幅增长，预计全年产业链都将维持高景气状态。目前我国的新能源车渗透率仅 5%，《技术路线图 2.0》规划 2035 年渗透率达到 50%，长期内新能源车和动力电池销量增长非常确定。投资逻辑：（1）抓龙头。电池龙头和中游材料龙头具备更强的议价能力和盈利能力；（2）抓海外市场。电池和材料企业在海外供应链中的价格比国内更有优势，同时海外头部电池企业放量显著；（3）抓业务拓展。部分电池及材料企业，兼顾动力与消费领域，还有部分企业拓展到 48V 系统领域，持续增长能力强劲。电池、隔膜、正极、负极、前驱体、电解液龙头、结构件龙头具备很好的投资价值。

图表82： 新能源汽车产业链一览



资料来源: Wind, 中信建投

6.4 人工智能

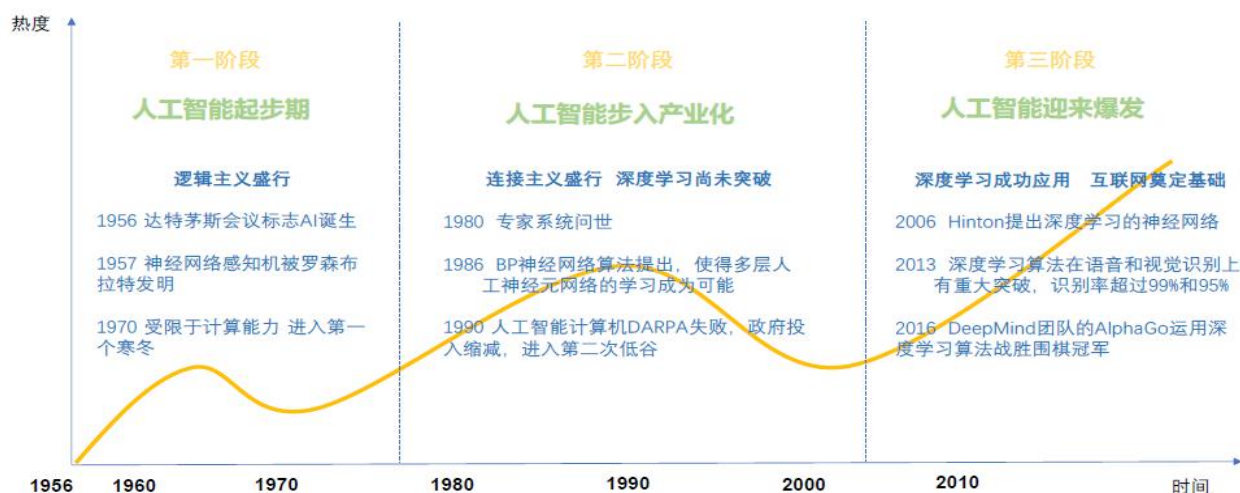
人工智能已经进入大规模应用阶段。人工智能是利用数字计算机或者数字计算控制的机器模拟、延伸和拓展人的智能，感知环境、获取知识并使用知识获得最佳结果的理论、方法、技术及应用系统。人工智能迎来三次快速发展：第一次浪潮发生在 1956~1976 年，主要成果是完成了一些定理证明以及逻辑程序语言。第二次浪潮发生在 1976~2006 年，主要成果是神经网络理论的提出以及应用。在实践中发现可以解决一些简单单一问题，对于复杂问题的处理效果不尽理想。第三次浪潮发生在 2006~现在，基于互联网大数据的深度学习，将大数据、神经网络和数学统计的方法结合在一起，在硬件进步、卷积神经网络模型优化、参数训练技巧的发展等推动因素影响下，人工智能迎来快速发展。第三次浪潮的发展已经使得人工智能技术的发展程度（识别率、准确率）可以实际解决很多传统需要人类大脑才能解决的问题，具备了很强的实用性。

图表83：重大技术性事件与产业革命趋势



资料来源：赛迪顾问，中信建投

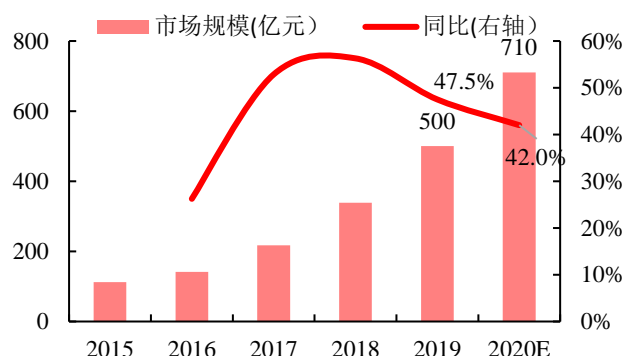
图表84：人工智能三次发展阶段



资料来源：招商银行研究院，中信建投

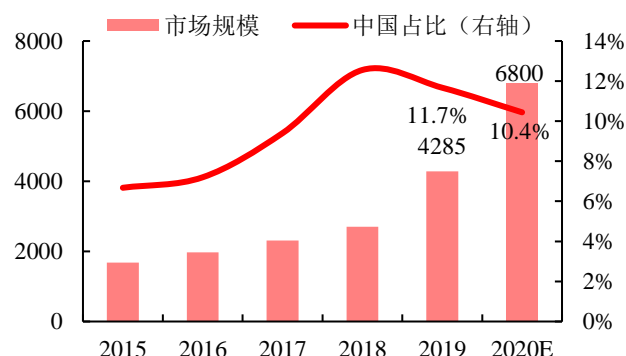
我国人工智能领域起步较晚，受到党和政府的高度重视，近几年市场规模崛起快速。2015年后国家开始密集出台相关扶持政策，并将人工智能上升到国家战略。人工智能领域受到政策和资本的青睐，发展迅猛。2020年3月4日，中共中央政治局常务委员会召开会议，提出要发力于科技端的基础设施建设，人工智能成为“新基建”七大版块中的重要一项。近五年复合平均增长率达44.5%，显著高于同期全球市场26.2%的复合年均增速。预计到2025年，我国人工智能领域市场规模将突破4000亿元。

图表85： 2015-2020 年中国人工智能市场规模



资料来源：中国产业信息网，中信建投

图表86： 2015-2020 年全球人工智能市场规模



资料来源：中国产业信息网，中信建投

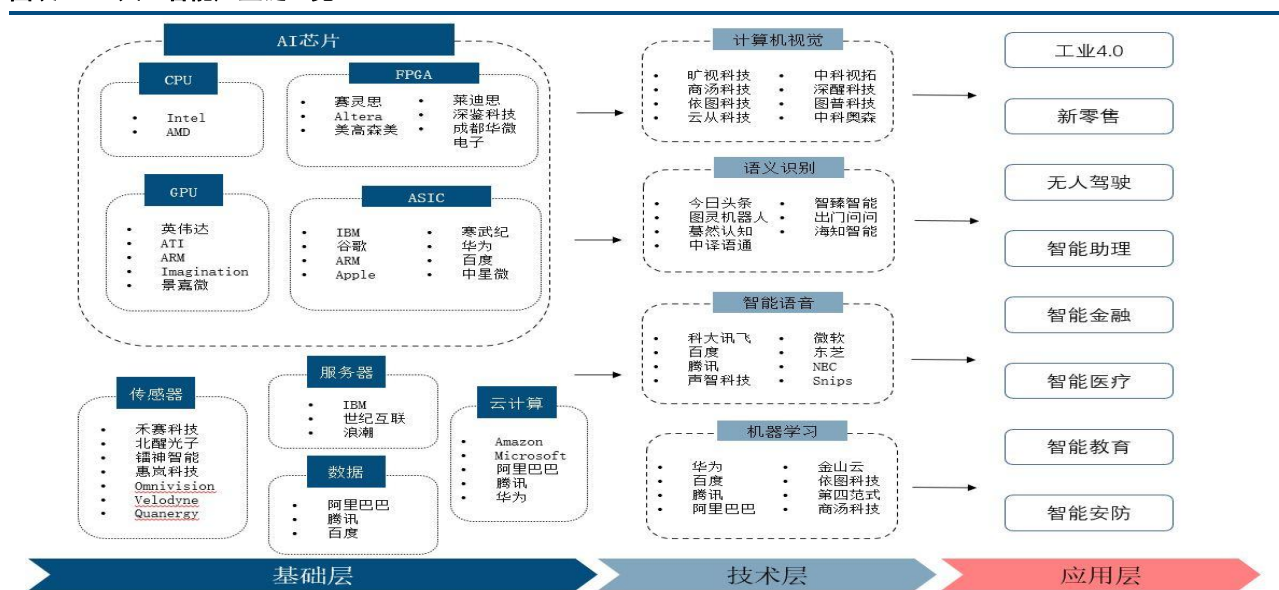
人工智能企业可划分为基础层、技术层和应用层，基础层以 AI 芯片、计算机语言、算法架构等研发为主；技术层以计算机视觉、智能语音、自然语言处理等应用算法研发为主；应用层以 AI 技术集成与应用开发为主。

AI 芯片：目前人工智能芯片分为 GPU、FPGA 和 ASIC 三种芯片，GPU 芯片主要处理图像领域的运算加速；FPGA 适用于多指令、单数据流的分析，常用于预测阶段；ASIC 为实现特定要求而定制的芯片，除了不能扩展，在功耗、可靠性、体积方面都有优势，因此多用于端侧或边缘侧。

技术层：基于基础层的支撑，设计出的解决某一类过去需要人脑解决问题的通用方法，具体包括智能语音、计算机视觉、自然语言处理以及其他类这四大类人脑功能的处理方法。这些方法基于深度学习算法，根据具体的数据以及处理场景，形成了专门的成套技术处理方法和最佳实践。

应用层：人工智能可以应用在各行各业，目前在安防、金融、零售等领域应用较多。

图表87： 人工智能产业链一览



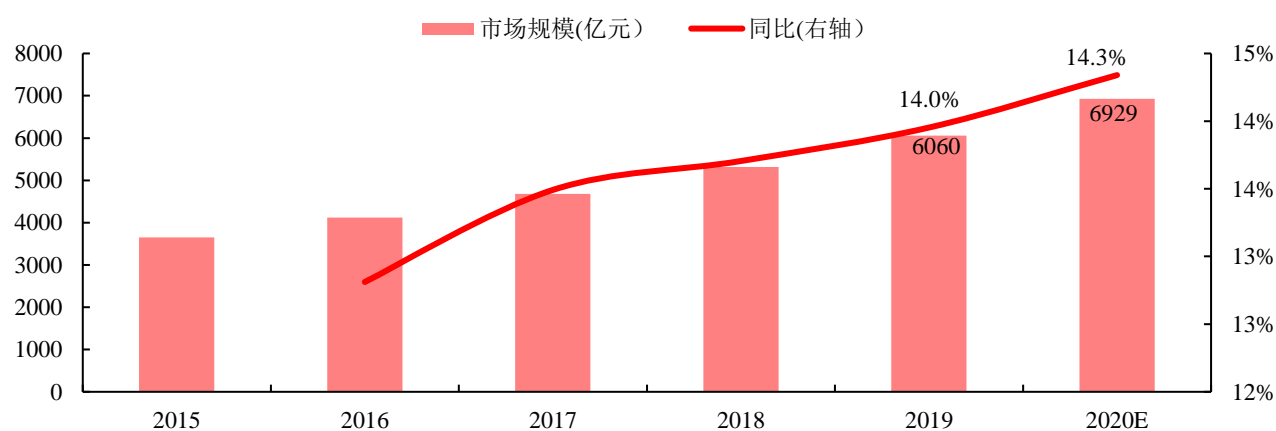
资料来源：Wind，中信建投

重点关注安防、交通、金融、政务、家居、医疗等热度较高的应用领域。应用层技术门槛相对较低，目前大多数人工智能企业集中在该层面，利用计算机视觉、语义识别和智能语音等已相对成熟的人工智能技术，在安防、交通、金融、政务、家居和医疗领域实现了广泛的商业化应用，致力于解决行业痛点。以阿里巴巴、腾讯、字节跳动为代表的互联网巨头加大了在这些领域的投资布局力度，从中涌现出一批优秀的极具潜力的初创企业。建议关注其中市场份额大，技术护城河相对较高的头部企业，未来市场空间广阔。

6.5 工业互联网

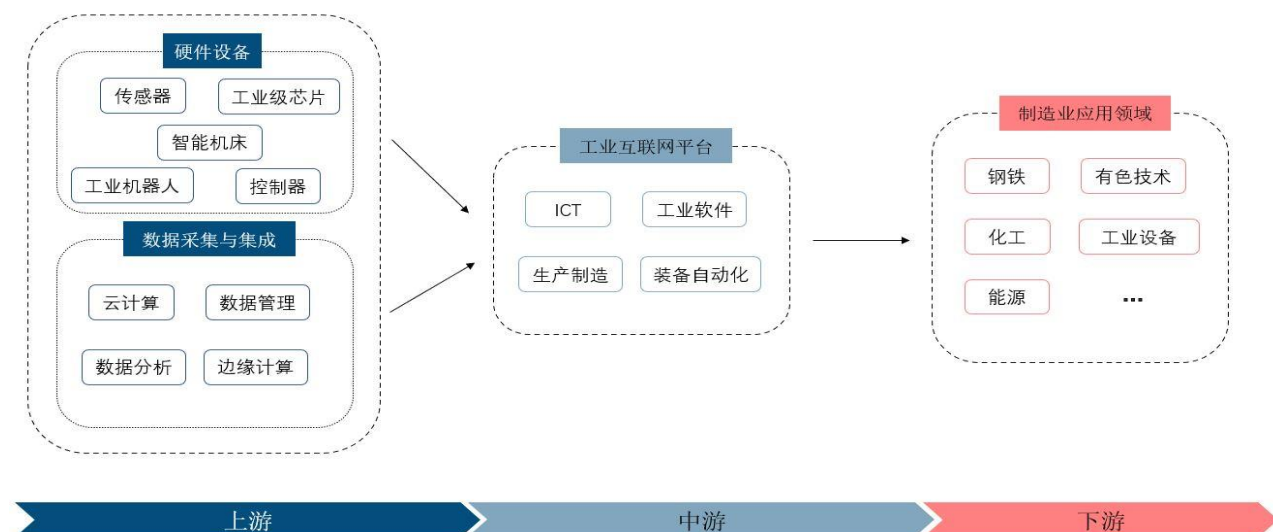
工业互联网在加速工业技术创新、推动产业数字化转型、释放经济发展新动能等方面的基础性作用日益凸显。工业互联网平台的本质是通过工业互联网网络采集海量工业数据，并提供数据存储、管理、呈现、分析、建模及应用开发环境，汇聚制造企业及第三方开发者，开发出覆盖产品全生命周期的业务及创新性应用，以提升资源配置效率，推动制造业的高质量发展。随着 5G 基础设施的日益完善和区块链、边缘计算、人工智能等技术的逐渐成熟，工业互联网迎来落地实践的加速期，与工业体系逐渐深度叠加融合，推动工业提质增效和数字化转型升级。工业互联网作为“新基建”的重点项目，已成为我国引领产业经济发展、驱动企业转型升级的新动能之一。

图表88： 中国工业互联网市场规模（亿元）



资料来源：中商产业研究院，中信建投

图表89： 工业互联网产业链一览



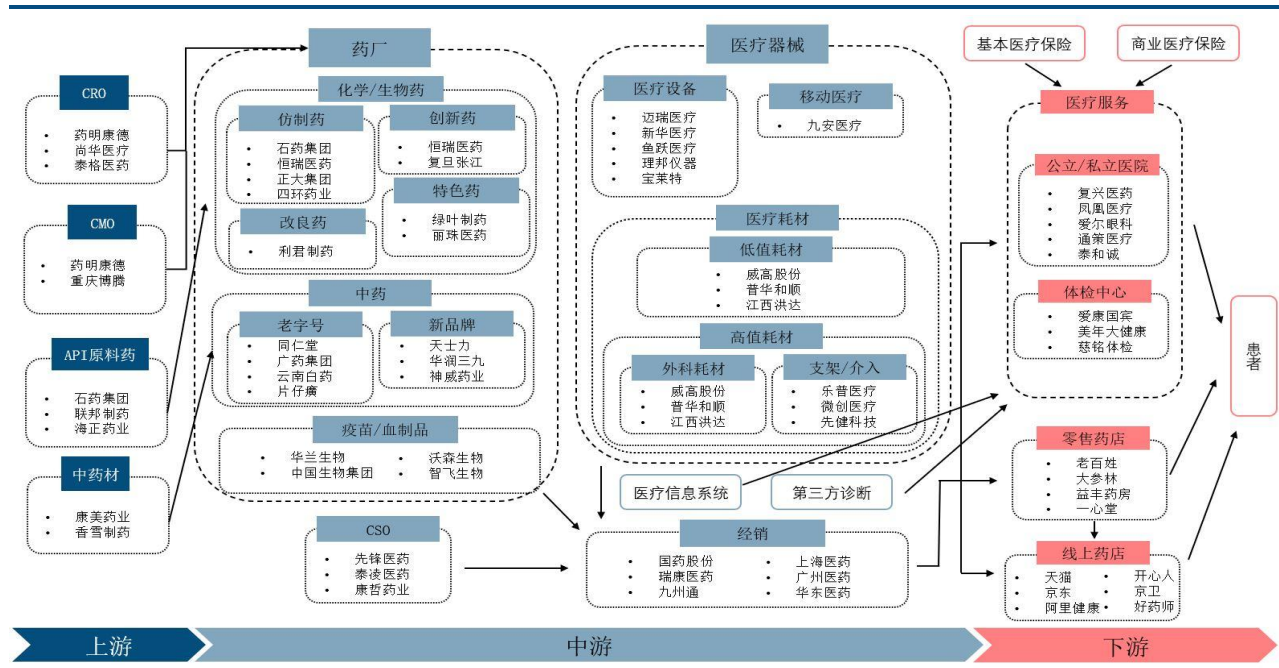
资料来源：头豹研究院，中信建投

传统企业数字化转型需求将进一步释放，建议重点关注产业链中上游领域。从产业链来看，我国工业互联网相关产业由上至下依次可分为上游硬件设备厂商和数据采集与集成技术服务商，中游的工业互联网平台及下游制造业应用领域。上游硬件设备厂商和数据采集与集成商为工业数据的采集提供必要的硬件设备和信息技术支持，中游工业互联网平台对工业设备的数据进行采集和分析处理后，再将其结果应用于下游制造业领域的具体场景中，从而实现工业互联网产业链的完整闭环。“十四五”期间，传统企业的工业化转型需求将进一步释放，行业链的上游和中游有明确的业绩增长空间。

6.6 生物医药

老龄化背景下我国医疗领域需求持续扩张，人类对健康的追求不断提升，推动行业创新步伐，其中未满足的临床需求永远是医药行业最核心的投资逻辑。随着人均医疗费用不断增加，医疗消费升级，未来医疗健康领域持续看好创新药投资主线。

图表90：生物医药产业链一览



资料来源: Citi, 中信建投

创新药上游是CXO企业，下游是医院和患者。创新药蓬勃发展带动行业上游行业景气度。创新药黄金销售时间短暂，专利悬崖影响巨大，研发周期缩短可以获得更长的市场独占期，制药企业对药品研发和生产的效率关注度大幅提高，更倾向于将药品研发进行外包以缩短药品研发时间，对医药外包需求增加，上游CRO/CMO行业拥有较高景气度。随着国内创新药转型趋势的兴起，CXO产业也得到蓬勃的发展，国内主流CXO龙头公司近年来先后上市，包括综合型CRO代表药明康德、药明生物、康龙化成，以及细分领域龙头公司泰格医药、凯莱英、昭衍新药、药石科技等，为药企创新转型提供全方位支持。

创新药将取代仿制药成为主流。创新能力不足，仿制药占据主流是我国药品市场的基本国情。随着国家组织药品集中采购走向常态化运行，仿制药企业的利润空间被大幅压缩，同质化竞争趋势进一步深化，行业迎来“洗牌”。药品集采促使国内药企加速创新转型，将创新能力作为企业的核心竞争力和投资主线。未来创新药将是我国医疗市场最热门的方向之一，呈现百花齐放的局面，研发投入高、创新能力强的药企在利好环境下将脱颖而出，受到市场的青睐。

头部企业快速布局，快速跟进全球领先靶点。恒瑞医药、再鼎药业等国内创新药企业整体对新靶点的跟进速度加快，同样以肿瘤、自身免疫为例，从PARP抑制剂到CD47、TIGIT等肿瘤免疫靶点、以及IL-17为代表的自身免疫靶点，国内企业的布局均较快。**传统制剂企业的创新转型：**收购创新药研发公司。仿制药板块整体受到带量采购等政策压力，近年传统药企向创新转型的趋势也十分明显，转型的模式较为多样，由于完全从头开始研发难度较大，收购、产品合作/引进是较常见的做法。

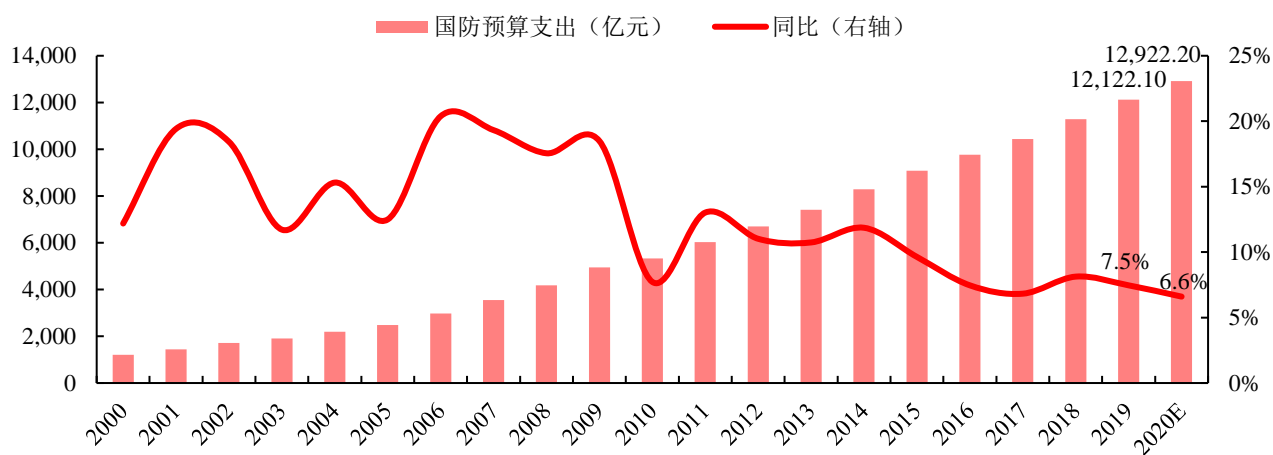
创新药认可度整体提升，但逐渐分化。随着国家对于创新药的扶持和市场对创新药投资的认可度提升，行业中大量创新企业出现，大量创新药企业在港股和科创板上市。随着市场竞争加剧、医保政策等方面的影响逐渐显现，传统me-too类、me-better的创新药研发将承受一定压力，后续国内创新研发将逐渐向壁垒更高的

best-in-class、first-in-class 靠近。同时，海外市场创新药产品价格更高且市场广阔，后续创新产品全球化能力的企业优势将逐渐显现，相关企业在二级市场股价表现也较好。

6.7 国防军工

国际及周边局势持续复杂，国防投入将保持增长势头，武器装备系统现代化升级速度加快。近几年，随着美国调整全球战略，把中国列为头号战略对手，中美之间的大国博弈是成为国际关系的主旋律，拜登选举击败特朗普上台后不会改变这一基调。同时，中印、中日及与南海周边各国未来均存在冲突可能。

图表91： 2000-2020 年中国国防预算支出一览

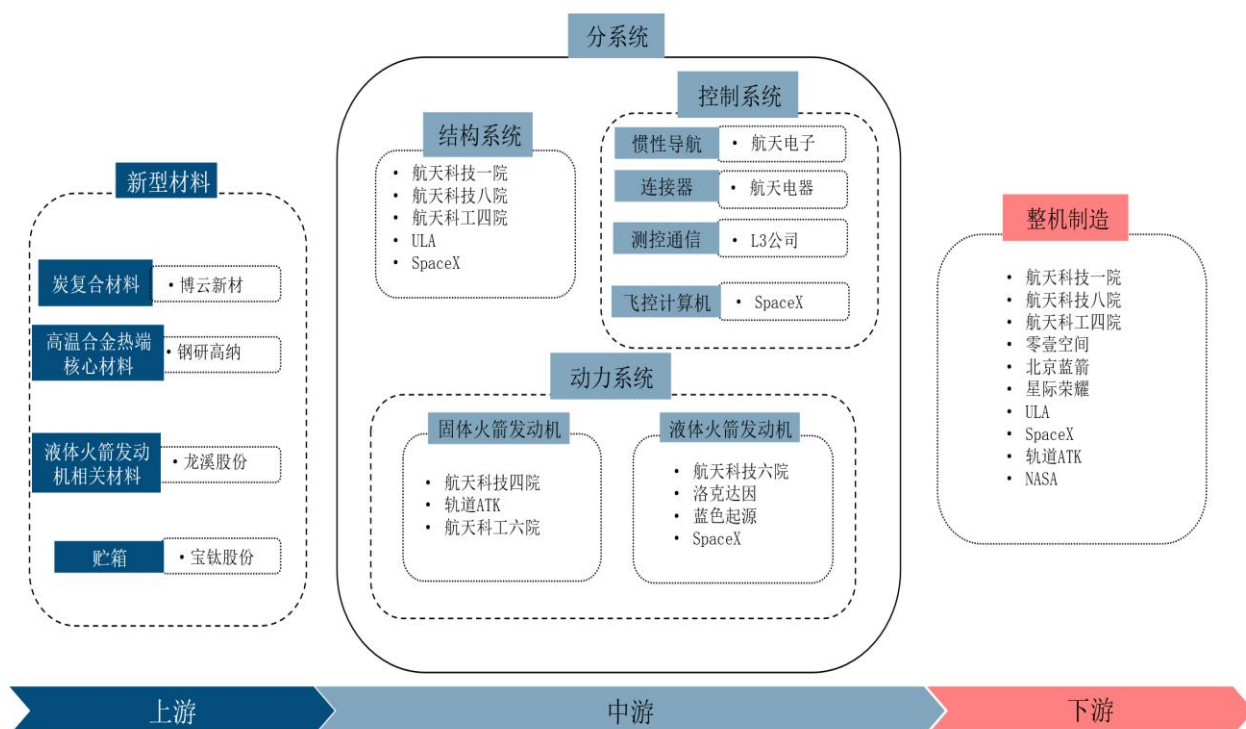


资料来源：国家统计局，国防部，中信建投

为应对潜在的威胁和冲突，我国军费增加和武器装备加速列装的趋势不会变。军强才能国安，伴随着军改接近尾声，军队整体体制架构调整基本完成，装备现代化将是我军下一阶段的主要任务。根据 2019 年 7 月发布的国防白皮书，装备费占比从 2010 年的 33.2% 增长至 2017 年的 41.1%。2012-2017 年国防费开支年均增速 9.42%，而装备费的年均增速达 13.44%，远高于军费增速。“十四五”期间装备费用的比例预计将进一步增长。从供给端来看，近年来各军兵种新式主战装备陆续完善，成熟度日趋稳定，产业链各环节的产能建设工作有序推进，满足军方列装需求的新式装备生产能力已具备。投资机会方面，我们持续以下需求确定性高的领域：

(1) 军用/民用航空设备。我国现役战机与发达国家存在较大差距，在量和质上均保持落后，难以满足未来现代化战争的需求。据《World Air Force 2020》统计，截至 2019 年，我国作战飞机仅占美国的 60.33%，运输机仅占美国的 23.7%，差距最大的加油机仅占美国的 0.49%。近年来周边国家大量部署四代机，影响亚太地区军事力量的平衡，未来几年以三、四代机为主的先进战机有望加速列装海军和空军。民用航空设备方面，国产支线飞机 ARJ21 已投入商业运营超四年，目前已列装国航、东航、南航三大航司，正式进入国际主流航司机队。国产 C919 干线大飞机试飞顺利，预计最迟明年进入量产阶段。目前已收到国内外航司近千架订单。未来中国民航客机国产化率将继续提高。同时，随着先进军机和国产客机的持续放量，航空发动机也将迎来需求高峰。

图表92：国防军工产业链示意图



资料来源：Wind，中信建投

（2）商业航天。2014 年以来，我国航天产业政策逐渐放开，商业航天开始萌芽。商业航天产业链包括卫星制造、运载火箭、卫星运营、卫星应用等环节，卫星制造、运载火箭制造在上游，技术壁垒高，以国家队为主体；卫星运营、卫星应用在下游，市场空间大，参与企业众多。在商业航天领域，传统航天央企积极转型，创业企业层出不穷，资本市场热度高。政策和资本的热度不减，未来我国商业航天领域将继续保持高速发展趋势。

（3）无人机设备。未来战争的趋势将是无人化，无人机能承担多项作战任务，在战争中发挥越来越大的作用。最近刚刚结束的纳卡地区冲突中，阿塞拜疆和亚美尼亚两国在战场上投放各型无人机，使这场冲突成为第一次大规模使用无人机的战争。无人机的作战效果大放异彩。同时，无人机单机采购成本和维护成本低，消耗属性强，纳卡地区冲突中的战果将催化各国的列装需求。“十四五”期间无论是军方采购还是国际军贸中对无人机的需求量都将迎来高增长。

（4）上游新型材料及电子元器件。以碳纤维复合材料为代表的新型材料兼具军用和民用需求，是高端航天航空设备的必备轻量化材料。电子元器件是一切军用电子设备和电子信息系统的基礎，直接关系到设备的性能和可靠性，也是实现国防信息化的底部支撑。伴随着“十四五”期间下游先进军用设备订单量的预期增加，上游新型材料和电子元器件领域将率先受益，迎来高景气期。

6.8 主题重点标的

我们根据中信建投各行业分析师推荐的标的进行了汇总，重点梳理出标的池。我们可以发现，主题赛道上主要公司在 2020 年到 2022 年表现都非常优异，在未来都会成为重点的标的。

图表93： 主题重点标的

股票代码	证券简称	所属行业	2020EPS	2021EPS	2022EPS	2020PE
0941.HK	中国移动	通信	5.27	5.50	5.76	8.0
600406.SH	国电南瑞	电气设备	1.06	1.28	1.49	28.3
002475.SZ	立讯精密	电子	1.03	1.32	1.74	38.1
300450.SZ	先导智能	机械设备	0.87	1.55	2.14	100.8
300124.SZ	汇川技术	电气设备	1.22	1.71	2.23	79.5
300750.SZ	宁德时代	电气设备	2.49	4.24	6.16	160.8
002271.SZ	东方雨虹	建筑材料	1.51	1.71	2.15	43.7
600031.SH	三一重工	机械设备	1.84	2.28	2.62	16.7
600845.SH	宝信软件	计算机	1.15	1.46	1.90	58.4
002415.SZ	海康威视	电子	1.45	1.73	2.06	45.5
002230.SZ	科大讯飞	计算机	0.64	0.79	1.07	99.9
002410.SZ	广联达	计算机	0.29	0.54	0.79	274.7
300122.SZ	智飞生物	医药生物	2.06	3.26	4.21	94.6
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	5.48	6.71	8.18	88.3
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	1.19	1.46	1.77	72.7
600763.SH	通策医疗	医药生物	1.54	2.28	3.03	225.9
600760.SH	中航沈飞	国防军工	1.06	1.25	1.56	71.8

资料来源：中信建投

分析师介绍

张玉龙：策略团队首席分析师。北京大学光华管理学院金融学博士。2016年新财富策略分析师第5名（团体）核心成员，2017年带领团队获得金融界行业配置第4名，2018年Wind中国金牌分析师第四名。2019年新浪金麒麟策略新锐分析师第3名，2019年金融界行业配置第5名，2020年Wind中国金牌分析师第2名，每市金股组合第5名。张玉龙先生2013-2015年就职于中国工商银行总行风险管理部，负责全球主权风险管理和海外头寸控制，并代表工商银行赴英国展开工作交流。2016年加入中信建投证券，全面负责中信建投策略研究工作。张玉龙先生拥有丰富的金融研究经历，致力于经济与金融前沿理论创新和应用，先后在《金融研究》、《管理世界》、《经济学季刊》等顶级学术杂志上发表多篇论文，深度参与了科创板的设计研究工作，发起了中证科技50策略指数和科技50ETF基金设计工作，著有《科创板投资策略十讲》。

臧赢舜：中国人民大学财政金融学院金融本硕，2018年加入中信建投证券研究发展部，2018年Wind金牌分析师第四名团队，2019年新浪金麒麟新锐分析师，2020年Wind金牌分析师第三名团队。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
电话:(8610) 8513-0588
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk