

# 从政策经济周期看科创最差时候已过去

## ——科技板块的观点更新

策略深度

◆**流动性不决定科创风格。**新冠疫情以来宏观流动性保持宽松，长短端国债利率和银行间利率持续下行，但3月科创风格仍走弱。历史上流动性与科创行情并无明显联系，2010和2013年宏观流动性收紧并不妨碍中小创牛市，而2015年创业板牛市更多由并购模式推动。3月市场风格切换原因是“政策松”逻辑变化，但无风险利率下行更多反映“数据弱”而非“政策松”，高流动性不决定市场风格和行业轮动，反而会弱化市场风格分化。

◆**从政策经济周期自上而下看，风险溢价是度量“政策松”的良好指标，对科创风格影响至关重要。**该指标主要反映中小企业的违约概率，3月以来LPR和超储利率都有下调，但风险溢价持续走高说明系列宽松政策对中小企业是不够的。风险溢价影响市场风格的背后逻辑，是对大小企业盈利能力的影响差别，中小企业财务杠杆低但获取信贷资源成本较高，风险溢价上行则导致中小企业的财务成本更高。行业层面上，同样能发现信息技术行业财务费用/息税前利润和相对收益都与风险溢价变化高度相关。

◆**制约“政策松”的因素有望消除。**制约政策松的三大因素：美元指数恐慌性上行、疫情供给冲击带来通胀压力、货币投放带来房价上涨压力。在美联储无限QE、猪价回落和油价暴跌后，前两大因素基本化解，从房地产政策保持定力和经济复苏信号增加，宏观杠杆率对货币政策的制约有望缓解。风险溢价目前接近历史高位，逐步见顶回落的概率大，表明科技股最差时候可能已过去。而且股票市场短期是投票器，长期是称重机，中美大博弈或影响风险偏好，但科技企业股价取决于创造货币化盈利的能力。

◆**自下而上看，国内疫情对不同领域冲击有差异。**一季度计算机、通信和电子设备制造业固定资产投资增速出现下滑，该指标对电子行业营收增速有一定领先性，半导体和消费电子领域受影响有限，光学和其它元器件板块受到一定冲击，计算机和通信行业整体受损，但云计算产业链表现较好。

◆**海外疫情对基本面第一波冲击已得到比较充分的消化。**海外PMI大幅下滑表明二季度中国外需受冲击较大，海外收入占比较高的电子细分领域面临业绩压力较大。3月电子行业受恐慌情绪冲击下跌超过30%，但近期台积电给出超预期的二季度业绩和全年资本支出指引，5月苹果的海外零售门店也将逐步恢复营业，以及欧美国家复工等三大因素均表明电子产业链基本面预期最差时期或正在过去，4月修复后将进入基本面恢复的跟踪阶段。

◆**未来科技行业内部可能产生分化，看好无接触经济和政策支持力度较大的领域。**建议关注三条主线：（1）云计算、大数据：疫情为打破制度和习惯的依赖提供了契机，体现出无接触经济具有较好的经济合理性，可关注受益云计算和大数据应用提升的IDC和服务器等基础层资源。（2）5G+产业：5G位列新基建之首，是逆周期调节的重要抓手，而且政治局会议和工信部发展规划都明确了发展5G的重要性，可更关注5G在工业领域的应用。（3）短板领域的国产替代：中美大博弈是持久战，美国的技术封锁不会缓和，关注国产替代空间较大的芯片设计、半导体材料和工业软件等领域。

**风险提示：**经济增速超预期下行；海外市场波动；货币投放不及预期。

### 分析师

谢超 (执业证书编号：S0930517100001)  
010-56513031  
[xiechao@ebsecn.com](mailto:xiechao@ebsecn.com)

李瑾 (执业证书编号：S0930518100001)  
010-56513142  
[lijin@ebsecn.com](mailto:lijin@ebsecn.com)

### 联系人

黄亚铷  
021-52523815  
[huangyr@ebsecn.com](mailto:huangyr@ebsecn.com)

黄凯松  
021-52523813  
[huangkaisong@ebsecn.com](mailto:huangkaisong@ebsecn.com)

### 相关研报

《垄断、周期与巴纳姆的核心资产 —— 策略方法论之四：长期超额收益的来源》，2019年7月21日

《战疫，看好无接触经济——六大行业及策略的联合研究》，2020年2月12日

## 目录

前言 .....	3
1、 自上而下看：科创行业最差时期已过 .....	3
1.1、 高流动性未必有利于科创风格 .....	3
1.2、 风险溢价对科技行业基本面影响将传导至股价 .....	4
1.3、 制约“政策松”的因素有望消除 .....	7
2、 自下而上看：内部景气度将出现分化 .....	9
2.1、 国内疫情对不同领域冲击有所差异 .....	9
2.2、 海外疫情对基本面冲击已得到充分消化 .....	11
2.3、 后期科技板块的领涨龙头可能发生切换 .....	13
3、 风险提示 .....	19

## 前言

自去年6月以来，我们基于“政策-经济周期”的框架强调下半年中小创占优，看好科技主线，但是到了今年2月底中小创行情走向过热之后，我们提出“四大风险”并开始对科技股持保留态度，背后主要还是“政策松”逻辑在发生变化。科技股在经历了大幅调整之后，从策略的角度应该如何看待后市表现？未来投资主线可能发生哪些变化？本篇报告主要就两个问题进行分析。

## 1、自上而下看：科创行业最差时期已过

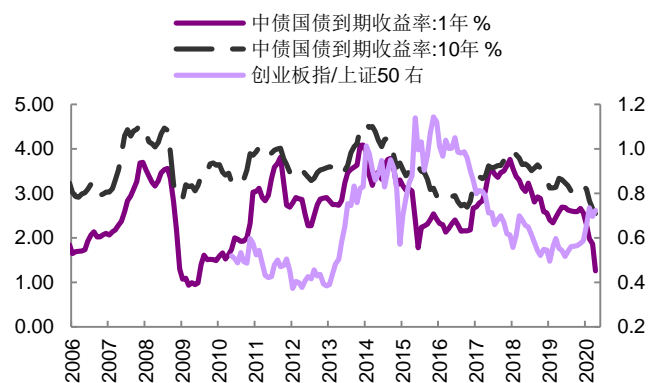
3月以来A股市场风格发生大幅转变，中小创明显跑输蓝筹白马，科技板块也结束了去年下半年以来的强势。从自上而下的角度看，这种风格切换的根源在于“政策松”的逻辑发生了改变。

### 1.1、高流动性未必有利于科创风格

新冠疫情发生以来市场最显著的特点是反映宏观流动性的资金利率大幅下行，其中1年期国债利率已接近1%，创下2010年以来的新低，DR007和SHIBOR等反映银行间市场流动性的指标均降至历史低位。同时经济下行压力加大，也带动了被视作无风险利率的长端国债利率同步出现下行，目前也跌至历史新低的位置。

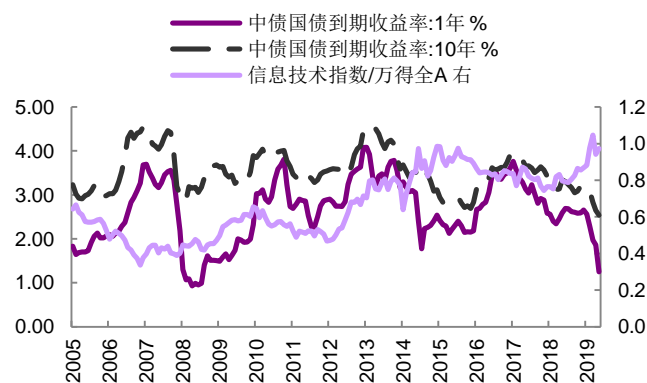
部分投资者认为资金的流动性是决定中小创风格的关键，该经验来自2015年高流动性下的创业板和科技股牛市，但这并无法解释三月份中小创风格的大幅走弱。事实上从历史复盘看，市场流动性提升也并不必然带来中小创和科技股行情，2010年和2013年都出现宏观流动性大幅收紧的过程，但并不妨碍创业板和信息技术指数走出明显的超额收益，2018年长短端国债利率同步走低也没有带来科技股的行情。而2015年科创牛市更多还是来自并购重组带来利润的大幅增厚，在商誉减值风险未被充分认知的情况下，乐观预期在流动性过剩的环境下推升了科创泡沫。

图1：市场流动性好不一定提升创业板相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2：市场流动性好不一定提升信息技术的相对收益



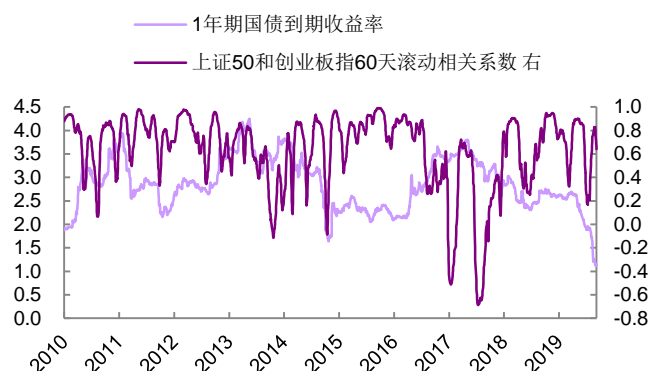
资料来源：Wind，光大证券研究所

2月以来以10年期国债利率一路走低，其背后更多反映的是实体投资回

报率下降，带动无风险利率下行。因此，**无风险利率下行更多的是反映“数据弱”而非“政策松”**，对于权益市场而言，只有当无风险利率降低至企业回报率以下才是真正的宽松。

**高流动性不决定市场风格和行业轮动，但大概率会弱化市场风格的分化。**我们分别以上证 50 和创业板指的滚动相关系数衡量大小风格的一致性，用中信消费、周期和科技指数的滚动相关系数衡量行业风格的一致性，可以发现资金利率下行至低位时，各滚动相关系数经常更趋近于 1。我们也测算短端利率与上述滚动相关系数有一定的负相关关系，意味着市场在流动性充足时，市场风格可能更不明显或更接近于普涨状态，而并非偏向中小创和科技行业。

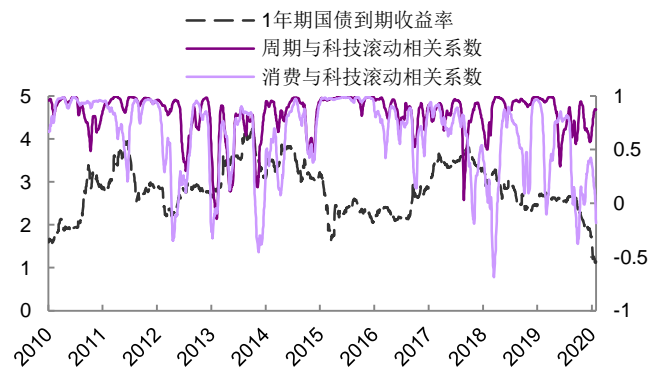
**图 3：高流动性环境只提升大小风格的一致性**  
(大小风格相关性与短端利率相关系数-0.28)



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：相关性分析为日频数据，因此相关系数较小

**图 4：高流动性环境只提升行业风格的一致性**  
(周期和科技相关系数与短端利率相关性为-0.24，消费和科技相关系数与短端利率相关性-0.11)



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：相关性分析为日频数据，因此相关系数较小

## 1.2、风险溢价对科技行业基本面影响将传导至股价

**在政策经济周期框架下，我们更经常使用风险溢价来度量政策宽松程度**，风险溢价以 10 年期 (AA-) 企业债收益率与 10 年期国债收益率之差表示，该指标反映了中小企业所发行债券所需的风险补偿，也可看作中小企业违约概率高低。因此虽然 3 月以来 LPR 和超额存款准备金利率都出现下调，无风险利率持续下行，但风险溢价持续走高说明当前的宽松政策对企业是不够的。

从图 5 的历史数据看，**风险溢价与市场大小风格存在一定的联系<sup>1</sup>**，尤其是在 2015 年初风险溢价见顶回落，开启了一轮中小创的大牛市。而 2018 年金融去杠杆的背景下，无风险利率持续下行，但风险溢价一路上行则引发中小创跌幅更大。2019 年下半年我们提出下半年中小创占优的重要原因就在于当时风险溢价已有见顶回落迹象，政策取向整体偏松。

<sup>1</sup> 《垄断、周期与巴纳姆的核心资产——策略方法论之四：长期超额收益的来源》，谢超、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2019 年 7 月 21 日

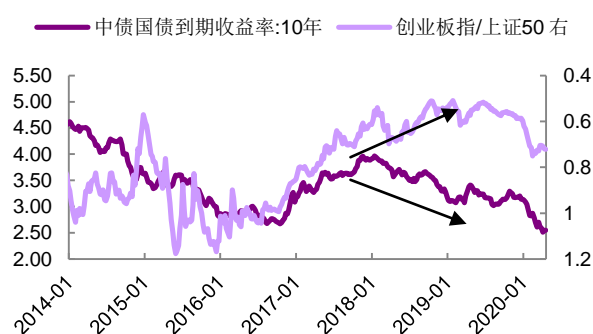
图 5：风险溢价与创业板相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：创业板指/上证50为逆序坐标

图 6：无风险利率与创业板相对收益



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：信息技术指数/万得全A为逆序坐标

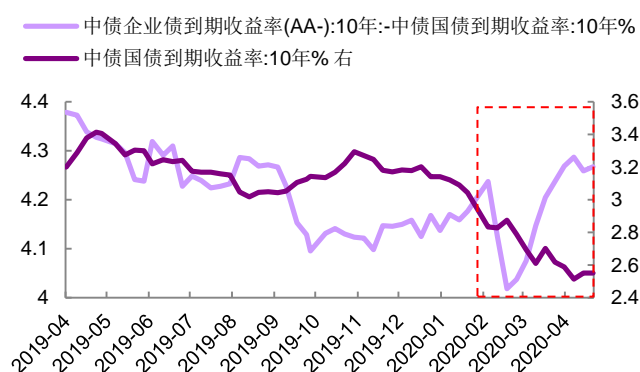
自国内新冠疫情发生以来，2月初央行大量开展公开市场操作，积极释放流动性为小企业纾困，风险溢价出现了大幅下行，期间创业板指和Wind信息技术指数2月4日-27日累计上涨27%和34%。但是，由于疫情封锁导致供给受到较大限制，生活必需品通胀预期提升，再叠加美元荒带来的人民币贬值压力，货币政策进入了相对克制的状态。内外冲击提升了企业的信用风险，风险溢价指标从3月份开始再度大幅上行。目前风险溢价已接近2019年4月的高位。从时点上看，2月底风险溢价拐头向上，正好是创业板和科技板块冲高回落的时点，而3月份风险溢价快速上升时期，正是科技板块整体跑输大市的阶段。

图 7：行业层面上风险溢价同样是影响科技相对收益的关键因素



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 8：新冠疫情以来的风险溢价出现大幅波动

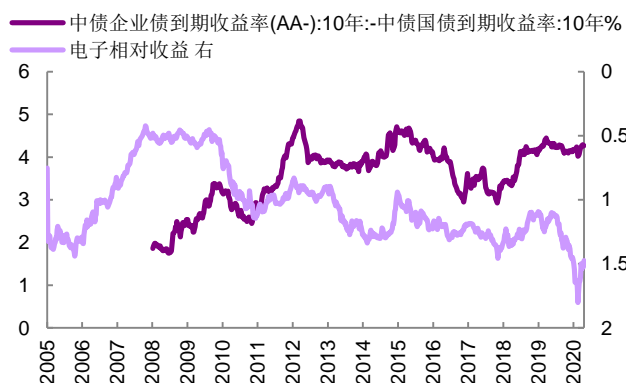


资料来源：Wind，光大证券研究所

科技板块各行业中，电子的相对收益与风险溢价变动的关联度最高（图9），通信和计算机关联度稍弱。4月以来，风险溢价上升放缓并出现见顶态势，电子板块超跌反弹，行业龙头表现明显好于行业平均指数。



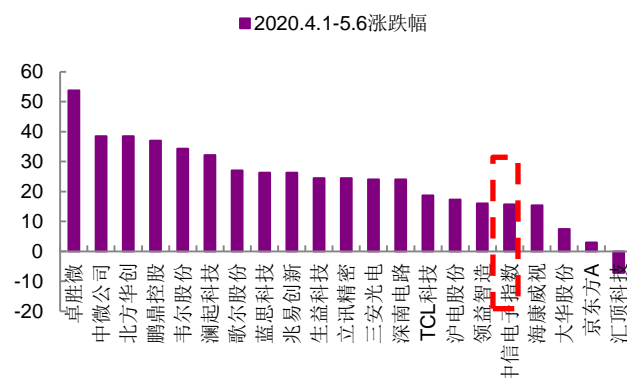
图 9：电子相对收益与风险溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所

注：电子指数/万得全A为逆序坐标，截止2020年4月30日

图 10：电子行业营收规模前 20 公司 4 月表现 (%)

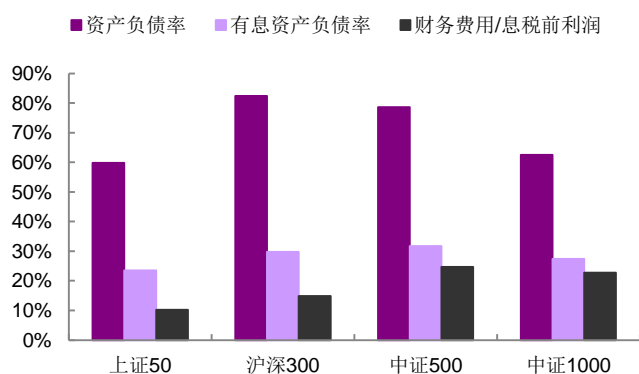


资料来源：Wind，光大证券研究所

**风险溢价对市场风格影响的背后逻辑，可能来自其对大小企业盈利能力的不同影响。**通过统计2019年上证50、沪深300、中证500和中证1000剔除金融之后的资产负债率和财务费用/息税前利润，中小企业的资产负债率并不高于大企业，有息负债也基本相当，但财务费用/息税前利润明显更高。其中原因很大程度上来自于中小企业获取信贷资源的成本较高，风险溢价上行意味着中小企业承担的财务成本更高。

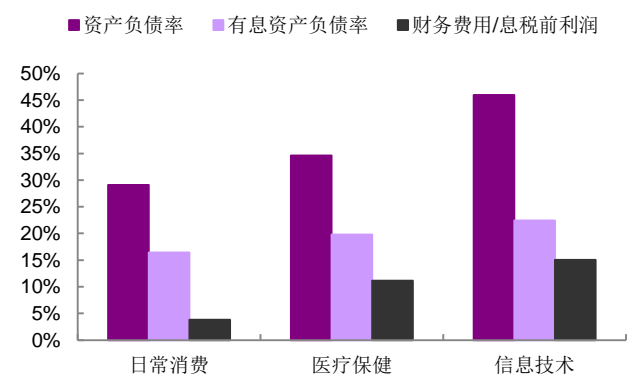
从行业层面上，我们选择信息技术、日常消费和医疗保健这三个与经济周期关系较弱的行业进行比较，由于信息技术行业总体负债偏高，而且资本支出较高也导致行业整体微利，因此财务费用/息税前利润明显高于日常消费和医疗保健行业。**与大小风格类似，风险溢价变化同样是通过影响信息技术行业的财务压力，进而影响其盈利能力和相对收益。**

图 11：各指数非金融部分 2019 年资产负债率、有息负债的资产负债率和财务费用/息税前利润



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：主要行业 2019 年的资产负债率、有息负债的资产负债率和财务费用/息税前利润

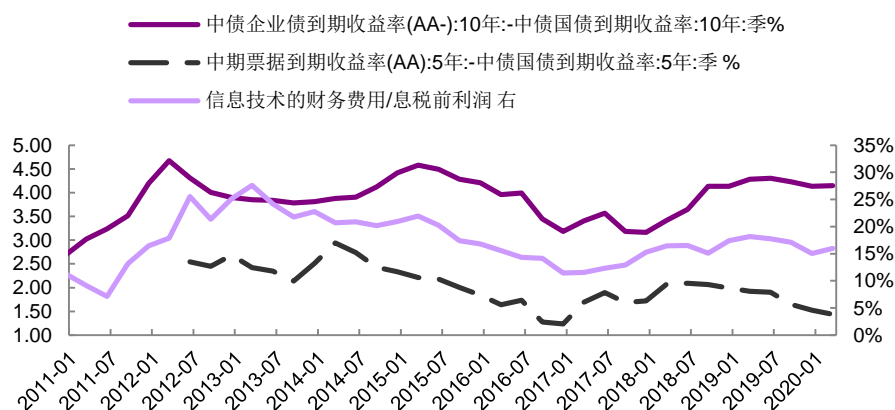


资料来源：Wind，光大证券研究所

从历史数据看，信息技术行业的财务费用/息税前利润，无论是与10年期AA-企业债收益率还是5年期AA中票利率所表征的风险溢价都是高度相关的。因此相比于其它高利润率和低债务比率行业而言，风险溢价变化对信息技术行业利润率的边际影响更大。具体到中信一级行业，同样可以发现风

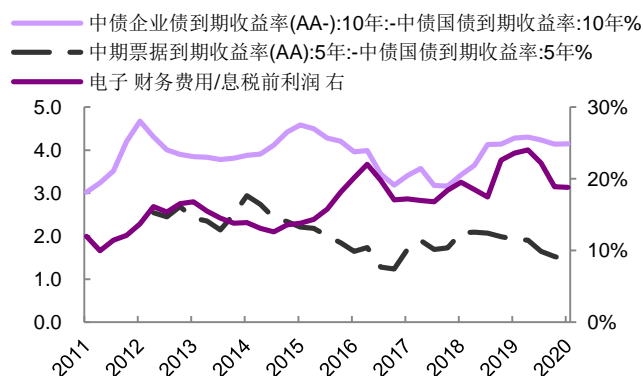
险溢价对电子和计算机行业的财务费用/息税前利润的影响是较为明显的。

图 13：风险溢价和信息技术行业的财务费用/息税前利润高度相关



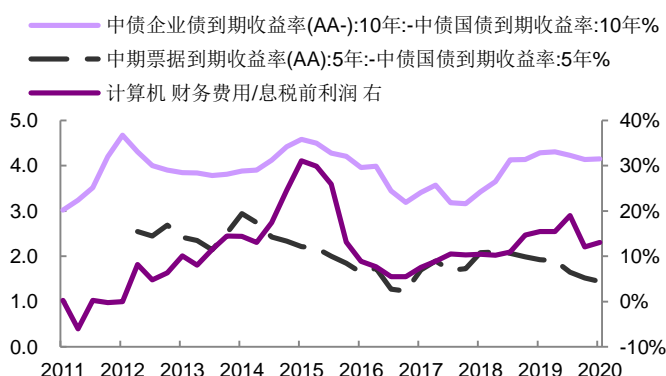
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 14：电子的财务费用/息税前利润与风险溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 15：计算机的财务费用/息税前利润与风险溢价



资料来源：Wind，光大证券研究所

### 1.3、制约“政策松”的因素有望消除

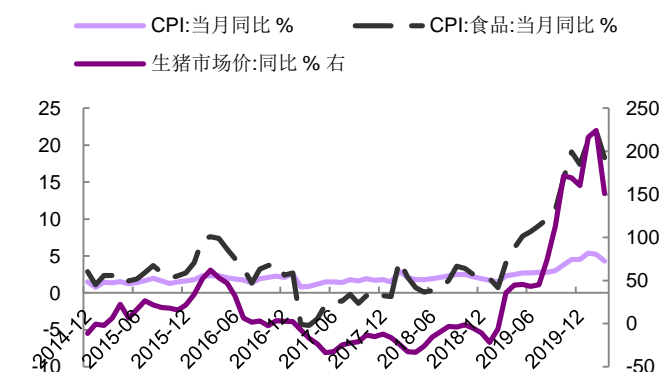
在实体经济受到较大冲击带动背景下，政策仍然松得不够的有三方面原因。一方面是3月中旬美元荒引发美元指数上涨，货币贬值压力导致央行MLF降息预期落空，直到美联储采取无限制QE之后，美元指数回落至100左右的稳定水平，其对国内货币政策宽松的影响基本已消除。

第二方面制约是通胀仍然偏高，因为疫情在一季度给中国经济造成的冲击主要是供给冲击，而非需求冲击<sup>2</sup>，如果一味地借助于流动性宽松政策，可能会加大滞胀风险。而且在疫情冲击下，民众明显对食品等生活必需品等会有预防性需求，进而诱发这些物资价格的更快上涨，CPI作为量化民众承受生活成本上升压力的一揽子物价，在过去两个月虽有所回落但仍在高位。其

<sup>2</sup>详情参见彭文生：《十字路口，关于疫情冲击的几个关键判断》，2020年3月20日。

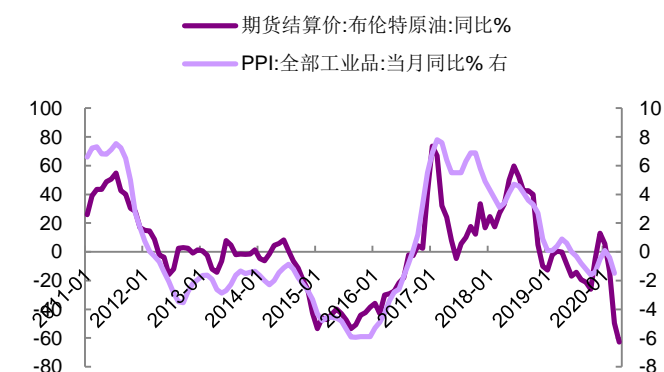
中影响CPI食品分项的猪价回落相对较慢,但原油价格暴跌带动PPI大幅下行,也会降低CPI非食品分项的水平,因此通胀对宽松政策的制约也在减弱。

图 16: 猪价与 CPI 同步回落



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截止 2020 年 3 月

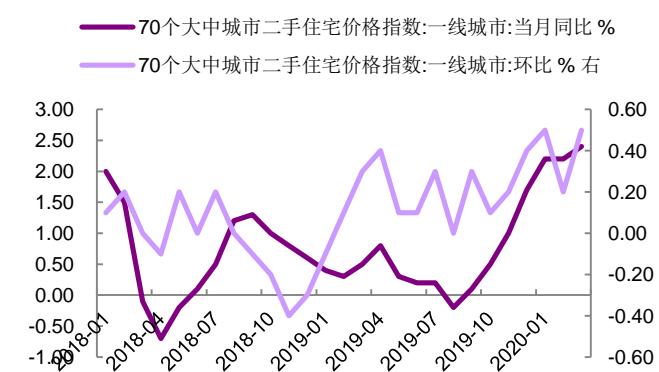
图 17: 原油价格暴跌带动 PPI 下行



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截止 2020 年 3 月

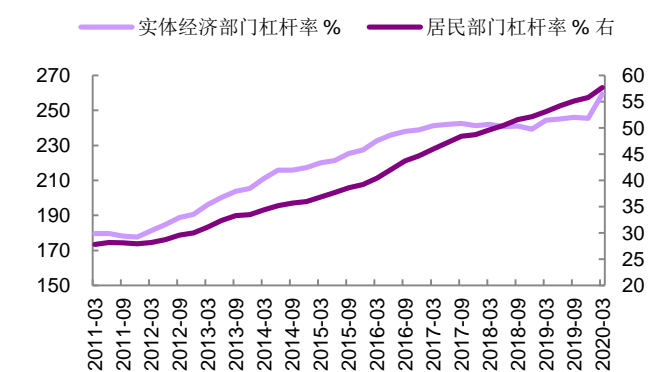
目前对货币政策更主要的制约因素还是来自房价, 疫情之后一线城市的商品房成交恢复较好, 价格同比出现抬升迹象, 与此同时由于 GDP 大幅下滑, 实体经济部门杠杆率出现跳升, 居民部门杠杆率延续上升趋势。但是从 4 月 17 日政治局会议保持“房住不炒”的表述, 和 4 月下旬深圳开始严防经营贷资金违规流入房地产的降温举措, 以及 4-5 月我们看到的越来越多经济复苏的迹象, 房价与宏观杠杆率对货币政策宽松的制约也将得到控制。

图 18: 疫情后一线城市房价仍有上涨趋势



资料来源: Wind, 光大证券研究所, 截止 2020 年 4 月

图 19: 疫情后宏观杠杆率上升压力加大



资料来源: Wind, 光大证券研究所

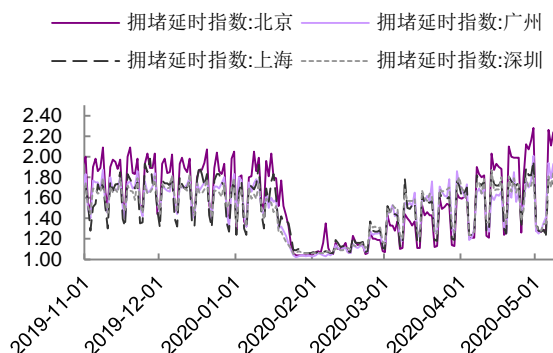


图 20：六大发电集团煤耗量五一后出现陡升



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 5 月 8 日

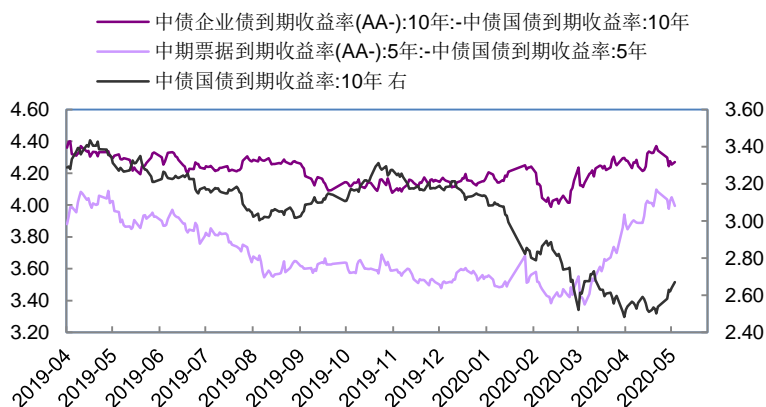
图 21：拥堵延时指数显示经济活动逐步恢复正常



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 5 月 8 日

综合三方面因素，宏观环境对“政策松”的制约有望边际减轻，而且风险溢价目前已接近历史高位，逐步见顶回落的概率较大，科技股最差的时候可能已经过去。

图 22：风险溢价有回落迹象 (%)



资料来源：Wind，光大证券研究所，截止 5 月 11 日

虽然在中美大博弈这场持久战中，美方对中国科技方面的封锁不会结束，但也不值得过度担忧。根据格雷厄姆的经典阐述：**股票市场短期是个投票器，长期是个称重机**。短期是投票器意味着短期市场反映更多的是人的情绪，因此特朗普对中国科技的威胁更多影响的是短期情绪和风险偏好，但股市长期作为称重机，唯一在意的是企业获取货币化利润的能力。这意味着，即便是技术发展受到影响，**只要企业依然具备较强的创造货币化盈利的能力，股价仍然有上行的动能**。

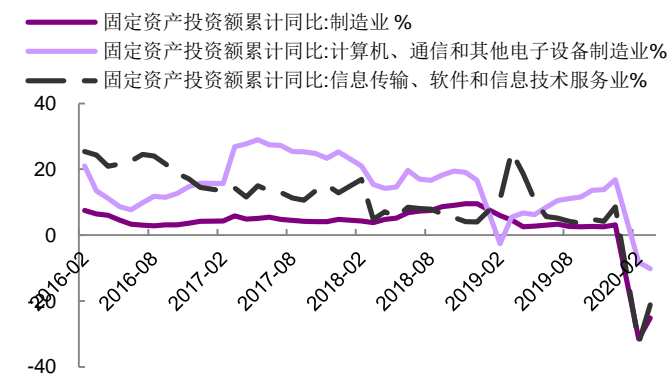
## 2、自下而上看：内部景气度将出现分化

### 2.1、国内疫情对不同领域冲击有所差异

我们自下而上跟踪科创行业景气度的关键指标是行业的固定资产投资增速。2019 年下半年在制造业投资低迷的背景下，计算机、通信和其他电子

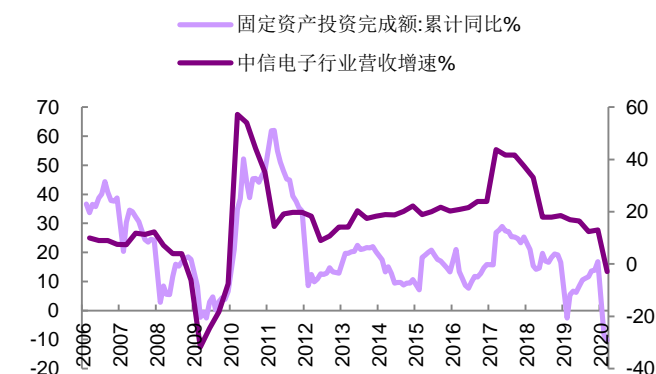
设备制造业的固定资产投资增速持续提升，该指标相比电子行业营收增速也具有一定的领先性。从最新公布的数据看，由于疫情隔离对生产的冲击，终止了电子通信行业投资持续数月的高景气度，但由于国内疫情很快得到控制，复工复产也在有序进行，这种供应上的冲击预计很快得到修复。

图 23：分行业固定资产投资增速变化



资料来源：wind、光大证券研究所，截至2020年3月

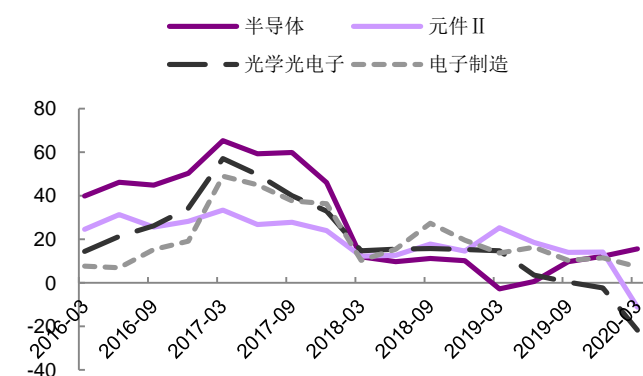
图 24：2020年3月通信固定资产投资同比下降10.2%



资料来源：wind、光大证券研究所，截至2020年3月

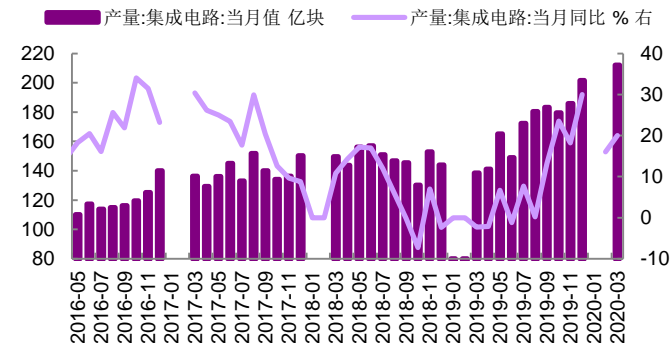
具体到电子、计算机和通信三个行业看，行业一季度营收总体下降，但内部出现了一定的分化。电子行业一季度营收同比下滑3.95%，但内部的半导体和消费电子仍维持良好的正增长，原因在于当季的营收增长反映的是去年年底高景气时期的订单增长，半导体和消费电子一季报营收分别增长15.7%和7.5%，半导体国产替代、5G换机潮、AirPods和TWS渗透推动了半导体和消费电子增长。但光学产品、电子元器件等其它品类的景气度仍受到一季度国内外疫情的负面影响。

图 25：电子细分行业和上市公司营收增速（%）



资料来源：wind，光大证券研究所

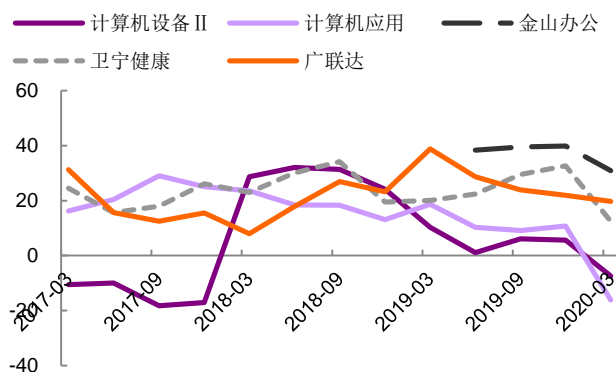
图 26：2020年3月集成电路产量同比增长20%



资料来源：wind，光大证券研究所

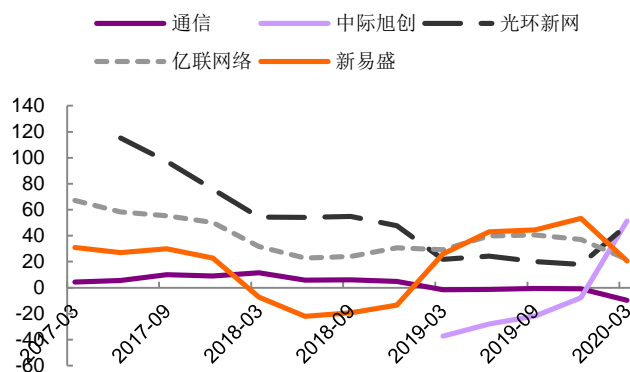
计算机行业一季度业绩受疫情影响较大，行业营收下滑明显，疫情主要影响的方面是下游客户招标采购和项目的实施，同时也影响交付验收活动。但是受益于无接触经济的云计算和医疗IT行业景气度有所提升，一季度营收仍维持正增长。通信行业一季度营收同比下滑9.6%，由于部分产业链位于武汉地区，整体受疫情影响较大，但远程办公催生云服务需求提升，企业通信和云服务的基础层IDC等细分领域相对受益，部分龙头公司一季度业绩维持高速增长。

图 27：计算机细分行业和部分上市公司营收增速（%）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 28：通信细分行业和上市公司营收增速（%）

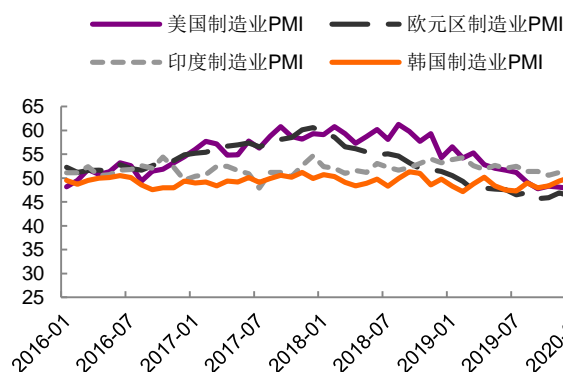


资料来源：wind，光大证券研究所

## 2.2、海外疫情对基本面的第一波冲击已得到比较充分的消化

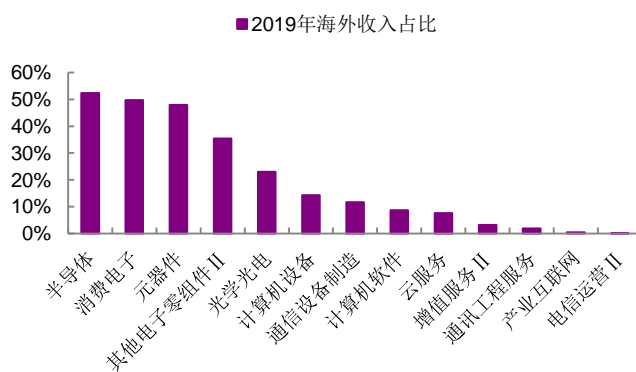
从 4 月份海外国家制造业 PMI 集体大幅下滑看，中国外需所受到的冲击后期将逐步体现，4 月份中国出口额（按美元计）同比增长 3.5% 或有前期订单积压和贸易活动时滞的因素，预计 5、6 月份反映在出口金额数据上的压力将逐步加大。从科技板块的各细分领域中，半导体、消费电子、元器件和光学光电的海外收入占比较高，下游需求受损给电子细分领域带来的冲击可能尚未完全体现（图 31、32），电子细分行业未来盈利变化仍存在较大的不确定性。

图 29：4 月海外国家的制造业 PMI 均大幅下滑



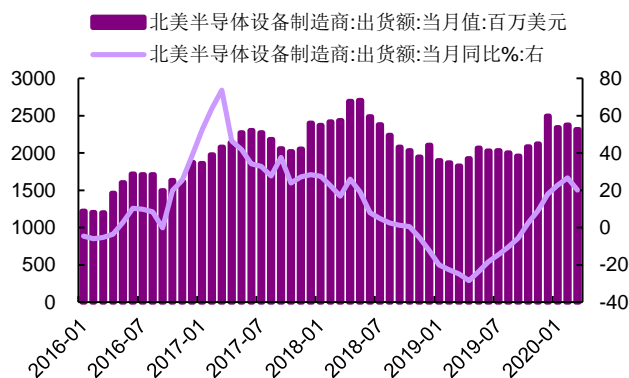
资料来源：wind，光大证券研究所

图 30：电子各细分领域海外收入占比较高



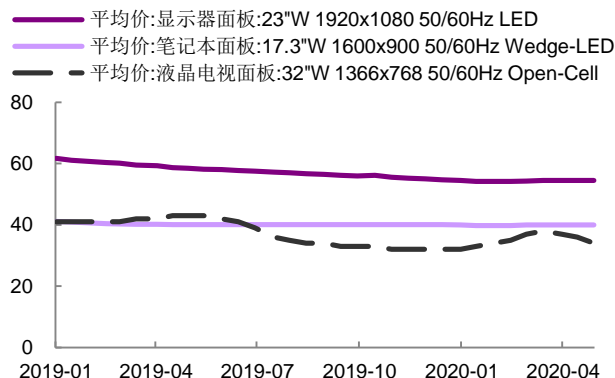
资料来源：wind，光大证券研究所

图 31：北美半导体设备出货额同比增速下行



资料来源：wind，光大证券研究所

图 32：2020 年 5 月液晶电视面板平均价跌 8.1%(美元)



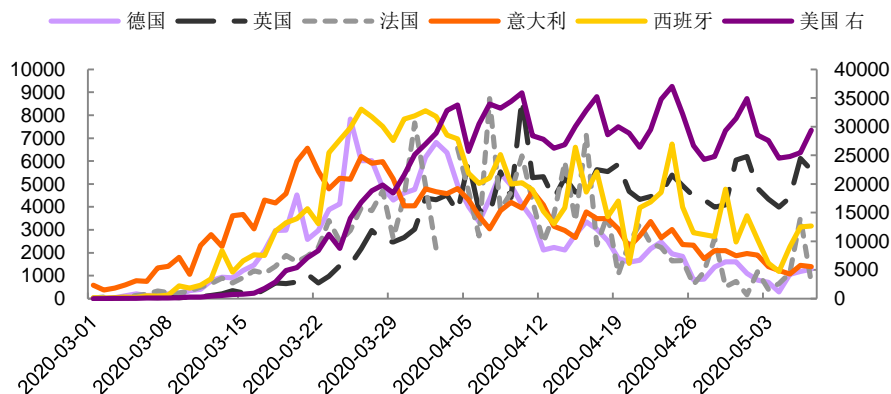
资料来源：wind，光大证券研究所

受苹果宣布关闭中国以外的海外门店以及苹果、三星和华为为避免库存积压均采取砍单做法的影响，电子行业的基本面预期大幅转差，中信电子行业指数从 2 月底的高点，最大回落幅度已超过 30%。但 4 月以来电子行业出现了一定程度的反弹，从基本面预期看，最差的时候同样可能已经过去。

首先，4 月中旬台积电所给出的一季度净利润同比增长约 95%，毛利率环比继续上升，远超市场预期，同时台积电对 2020 年 Q2 的业绩展望基本与一季度持平，而且公司 2020 资本开支计划不变，5nm 等高端制程持续突破。台积电超预期的业绩与 5G 手机和 HPC 相关产品需求的提升有关，远程办公和云计算需求增长一定程度上抵消半导体产业链的损失，而且公司维持较高的二季度业绩指引和不变的全年资本开支计划，同样改善了海外疫情对电子产业链的悲观预期。其次，苹果零售门店也在陆续恢复营业，5 月以来，澳大利亚、德国、瑞士等国家的部分门店已陆续或准备开业，4 月份苹果曾宣布美国门店将关闭到 5 月，苹果公司 5 月 8 日也如期宣布下周将有 4 个州的门店恢复营业，表明苹果的生产经营活动也将逐步恢复。最后，欧美新冠疫情新增病例抵达高位平台后有回落迹象，部分地区的复工也在有序进行，我们二季度策略中提出的海外疫情变数正在兑现<sup>3</sup>。上述三大因素均表明海外疫情对电子产业链基本面的第一波冲击，预期最差时期正在过去，3 月份情绪冲击引发的下跌已在 4 月得到较为充分的消化，后期将进入基本面恢复的跟踪阶段。

<sup>3</sup>《四大变数，迎接右侧——二季度策略与十大金股》，谢超、黄亚铷、李瑾、黄凯松，2020 年 3 月 27 日

图 33：海外发达国家新冠疫情每日新增病例（个）



资料来源：wind，光大证券研究所，截止 5 月 7 日

## 2.3、后期科技板块的领涨龙头可能发生切换

由于海外发达国家的隔离与封锁绝大多数从三月中下旬开始，而部分发展中国家疫情爆发从四月开始，因此四月仍属外需下滑的数据真空期，欧美疫情防疫并不如中国顺利，复工进度存在不及预期的可能。从当前时点往后看，我们认为科技行业内部可能会产生一定的分化，下半年基本面确定性更强的领域可能表现更好，龙头可能切换至长期受益无接触经济发展契机和政策支持力度较大的细分领域。

### 2.3.1、关注领域一：长期受益无接触经济的云计算和大数据

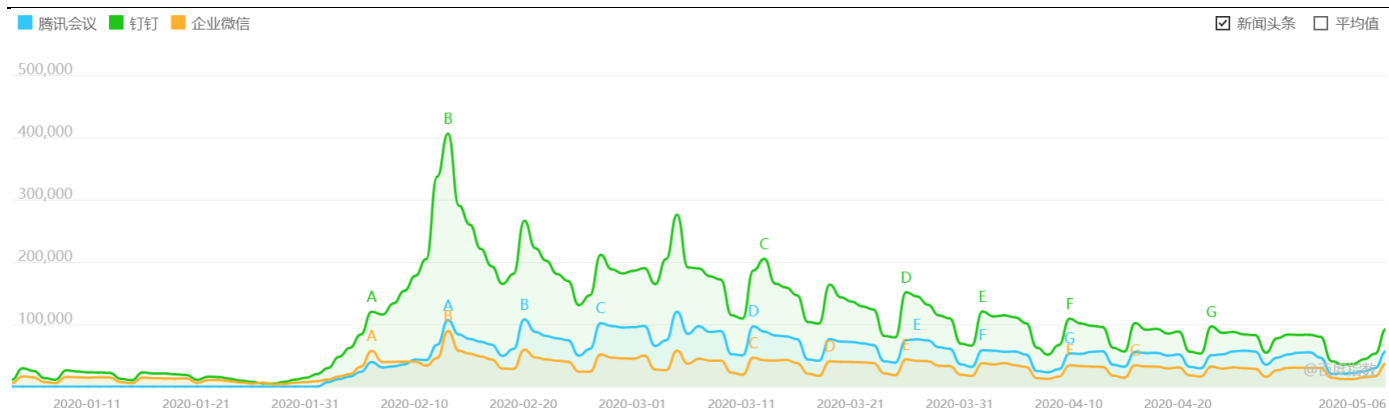
我们在 2 月 12 日发布的《科技战疫：看好无接触经济》<sup>4</sup>，实际上并非基于短期受益于疫情去推荐相关的科技细分领域。此前无接触经济的发展似乎并不顺利，很大程度上是一种典型的由成本、制度、习惯等因素导致的路径依赖。从长期看，中国正式进入新经济时代，我国的要素禀赋已经正式进入资本过剩、劳动力稀缺的新格局，以机器取代人为重要标志的无接触经济有望逐步提高经济上的合理性。另一方面，对于打破制度、习惯等路径依赖而言，通常需要大量的资源投入才有可能做到，但疫情为打破这种依赖提供了契机，让人们体验到无接触经济在某些方面仍具有较好的经济合理性。

从百度指数看，即使 3、4 月国内复工进程已完成较好，但“腾讯会议”、“钉钉”、“企业微信”等线上办公软件的搜索度仍远远高于疫情之前的极低水平。甚至有部分企业发现远程办公效率并未下降，直接减少写字楼工位，将远程办公常态化，无接触经济从短期受益于疫情，演变为长期受益于经济合理性。

<sup>4</sup> 《科技战疫：看好无接触经济——六大行业及策略的联合研究》，谢超等，2020 年 2 月 12 日



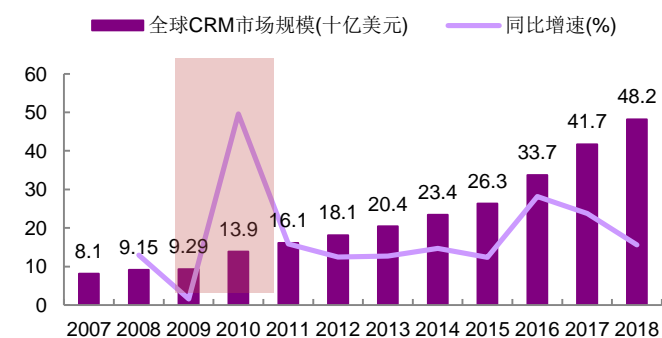
图 34：疫情导致线上办公的习惯养成



资料来源：百度指数

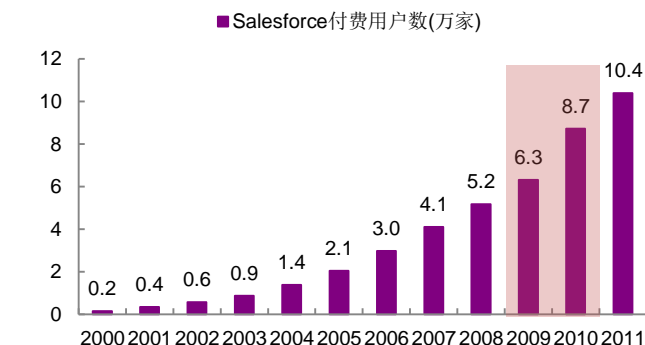
在美国 2009 年 4 月-2010 年 8 月爆发的新型 H1N1 流感<sup>5</sup>中，4 月 25 日世界卫生组织宣布新型 H1N1 为全球突发公共卫生事件（PHEIC），同样可以发现全球 CRM 软件市场则在 2010 年的增长明显加快，云服务技术水平逐渐成熟，用户数大幅增长。代表公司 Salesforce 付费客户数量也在 2010 年出现明显放量。

图 35：全球 CRM 市场规模在 2010 年大幅增长



资料来源：Gartner，光大证券研究所

图 36：代表公司 Salesforce 付费客户数（万家）

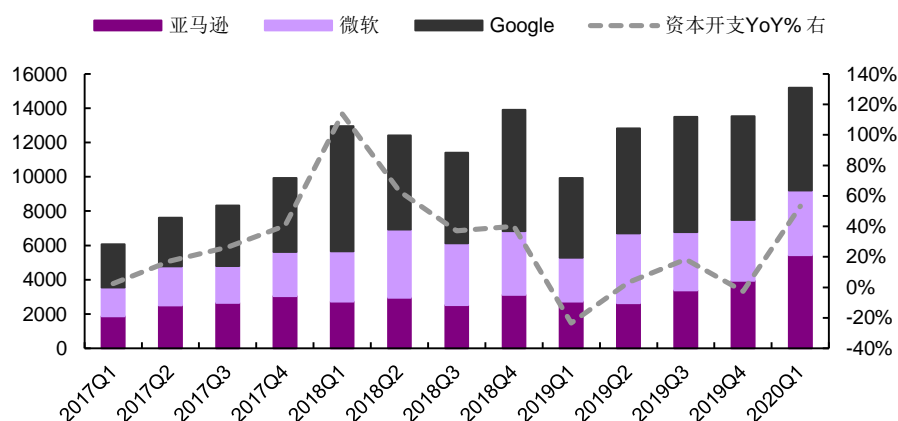


资料来源：公司财报，光大证券研究所

本次全球疫情爆发以来，同样能够看到美国的云计算龙头亚马逊、微软和谷歌的一季度资本支出同比增速出现大幅提升，由 2019Q4 的 -2.7% 提升至 2020Q1 的 53.2%，股价表现明显好于纳斯达克指数。因此，国内相关产业链公司有望受益于云服务需求的长期提升。由于云服务应用层面国内用户付费习惯形成和客户粘性培养仍需时间，因此基础层的公司可能更加受益，随着应用层面需求不断提升，给云服务厂商扩容压力不断增加，有望进一步带动 IDC、服务器等底层资源需求上升。

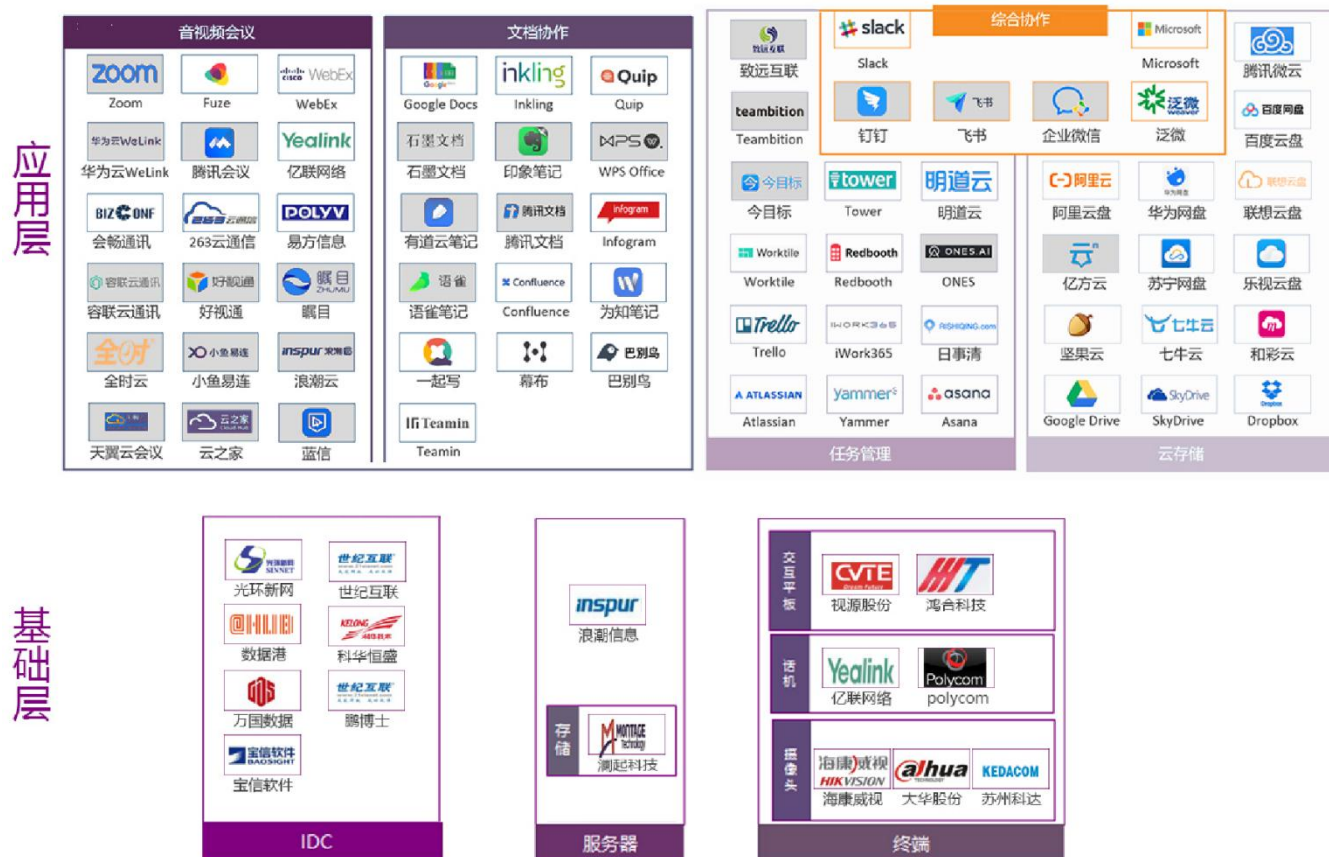
<sup>5</sup>2009 年 4 月美国爆发了新型 H1N1 流感，4 月 25 日世界卫生组织宣布新型 H1N1 为全球突发公共卫生事件（PHEIC）。4 月 26 日美国政府宣布公共卫生紧急情况。5 月下旬，第一波 H1N1 感染达到高峰。2009 年 4-10 月，美国前后经历了两波感染高发季，部分学校被迫停课。2009 年 9 月 15 日美国药品管理局批准了 4 批 H1N1 疫苗，2009 年 9 月 30 日美国各州政府开始投放疫苗，疫情逐渐好转。到 2010 年 8 月，世界卫生组织宣布疫情结束。

图 37：海外云计算龙头的资本开支（百万美元）及增速变化（%）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 38：远程办公产业链及产品图谱



资料来源：亿欧智库、光大证券研究所整理

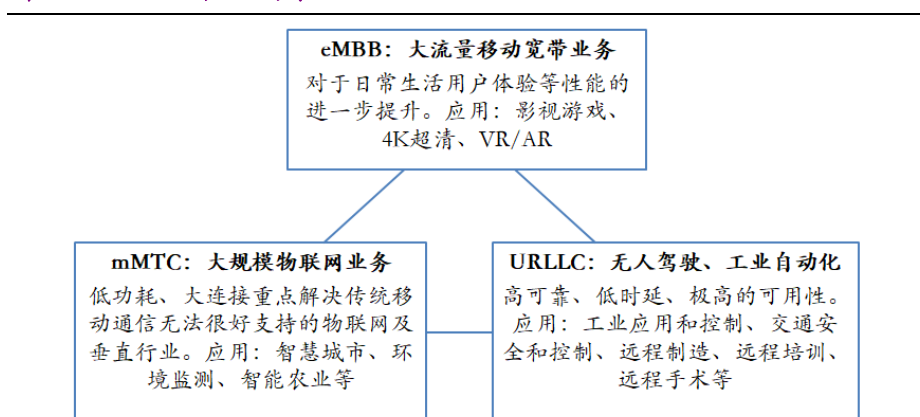
另一方面，我们在《美国大流感 1918：股市没那么糟》也提出了，假如今年秋冬再来一波疫情，为了避免再被动地坚壁清野进行隔离，尽可能的确切知道感染者和密切接触者可能是必要的，然后对这些病患和疑似病患进行定点隔离、检测、照护，让没有染上病毒的人去自由地从事消费、生产等活动。而这种精确锁定依赖于大数据技术的发展和运用，大数据应用的深度和广度有望得到进一步挖掘，产业链相关公司也将中长期受益。

互联网医疗在线、实时、高效的诊疗特征，能较好满足用户尤其是轻症患者的诊疗咨询需求，在疫情背景下得到了一定的加速推广和普及。虽然国内疫情已基本控制，但是对于个人客户所形成的黏性有望在疫情结束后继续发挥作用，同时疫情防治有望拉动区域医疗平台、公共卫生系统、传染病防治管理系统等医疗 IT 需求。

### 2.3.2、关注领域二：“5G+产业”

从国际电信联盟（ITU）对于 5G 的定义，主要包括 eMBB（大流量移动宽带业务）、mMTC（大规模物联网业务）、URLLC（无人驾驶、工业自动化）三大应用场景。而目前市场关注最多的是 5G 在移动通信方面的应用，即大流量移动宽带业务带来用户体验性能的进一步提升。但从长远来看，5G 若仅仅应用于提升日常用户体验，实际上 4G 已经基本实现了，或者说仅从移动通信角度，5G 的研发所带来的边际收益是不高的。因此，5G 手机可能只是 5G 的一部分应用，5G 的低功耗、低延时和泛在网等性能将在工业生产领域发挥更重要的作用，mMTC 和 URLLC 可能是 5G 应用的更关键领域。海外疫情或将影响消费电子未来几个季度的需求，5G 手机推广进程或受到一定影响，但并不妨碍 5G 的快速发展在工业生产领域的应用。

图 39：5G 三大广义场景



资料来源：ITU

由于 2020Q1 和 Q2 可能分别是国内和海外经济下行压力最大的时刻，基建投资可能是启动冰封经济的相对可靠的抓手，而 5G 位列“新基建”之首，是信息基建的重要基础，重要性毋庸置疑。从 2 月 21 日和 3 月 4 日两次中央政治局会议分别提出加快 5G 发展，后续工信部和各省市市政府均制定除了 5G 的发展方向 and 具体目标。

表 1：疫情以来国家推动 5G 发展的相关政策

日期	部门/会议	内容
2 月 21 日	中央政治局会议	积极扩大有效需求，促进消费回补和潜力释放，发挥好有效投资关键作用，加大新投资项目开工力度，加快在建项目建设进度。加大试剂、药品、疫苗研发支持力度，推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展。
3 月 4 日	中央政治局会议	要选好投资项目，加强用地、用能、资金等政策配套，加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设。要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。要注重调动民间投资积极性。

3月24日	工信部	全力推进5G网络建设、应用推广、技术发展和安全保障，充分发挥5G新型基础设施的规模效应和带动作用，支撑经济高质量发展。四大要点：加快5G网络建设进度；加大基站站址资源支持；加强电力和频率保障；推进网络共享和异网漫游。
4月20日	国家发改委	国家发改委进一步明确新基建内容：一是信息基础设施。主要是指基于新一代信息技术演化生成的基础设施，比如，以5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等。二是融合基础设施。主要是指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施，比如，智能交通基础设施、智慧能源基础设施等。三是创新基础设施。主要是指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施，比如，重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等。
5月7日	工信部	准确把握全球移动互联网技术标准和产业格局的演进趋势，推动2G/3G物联网业务迁移转网，建立NB-IoT（窄带物联网）、4G（含LTE-Cat1，即速率类别1的4G网络）和5G协同发展的移动互联网综合生态体系，在深化4G网络覆盖、加快5G网络建设的基础上，以NB-IoT满足大部分低速场景需求，以LTE-Cat1（以下简称Cat1）满足中等速率物联需求和话音需求，以5G技术满足更高速率、低时延联网需求。
5月7日	上海市政府	上海市政府发布《上海市推进新型基础设施建设行动方案（2020-2022）》，提出到2022年底，推动全市新型基础设施建设规模和创新能级迈向国际一流水平；初步梳理排摸了未来三年实施的第一批48个重大项目和工程包，预计总投资约2700亿元，包括新建3.4万个5G基站，新建一批科技和产业基础设施，新建10万个电动汽车充电桩，新增1.5万台以上智能配送终端等。

资料来源：政府部门官网，新华网，光大证券研究所整理

而且工信部3月24日最新的关于推动5G发展的文件<sup>6</sup>，重点明确了5G未来的应用领域，除了促进5G终端消费以外，还强调了5G在医疗健康、工业互联网、车联网和物联网等生态系统的应用。4G已经较好地满足了消费端的需求，未来5G可能重点满足的是产业端的需求，建议重点关注“5G+产业”的投资机会。

表2：3月24日工信部《工业和信息化部关于推动5G加快发展的通知》

5G技术应用场景	具体内容
培育新型消费模式	鼓励基础电信企业通过套餐升级优惠、信用购机等举措，促进5G终端消费，加快用户向5G迁移。推广5G+VR/AR、赛事直播、游戏娱乐、虚拟购物等应用，促进新型信息消费。鼓励基础电信企业、广电传媒企业和内容提供商等加强协作，丰富教育、传媒、娱乐等领域的4K/8K、VR/AR等新型多媒体内容源。
推动“5G+医疗健康”创新发展	开展5G智慧医疗系统建设，搭建5G智慧医疗示范网和医疗平台，加快5G在疫情预警、院前急救、远程诊疗、智能影像辅助诊断等方面的应用推广。进一步优化和推广5G在抗击新冠肺炎疫情中的优秀应用，推广远程体检、问诊、医疗辅助等服务，促进医疗资源共享。
实施“5G+工业互联网”512工程	打造5个产业公共服务平台，构建创新载体和公共服务能力；加快垂直领域“5G+工业互联网”的先导应用，内网建设改造覆盖10个重点行业；打造一批“5G+工业互联网”内网建设改造标杆网络、样板工程，形成至少20大典型工业应用场景。突破一批面向工业互联网特定需求的5G关键技术，显著提升“5G+工业互联网”产业基础支撑能力，促进“5G+工业互联网”融合创新发展。
促进“5G+车联网”协同发展	推动将车联网纳入国家新型信息基础设施建设工程，促进LTE-V2X规模部署。建设国家级车联网先导区，丰富应用场景，探索完善商业模式。结合5G商用部署，引导重点地区提前规划，加强跨部门协同，推动5G、LTE-V2X纳入智慧城市、智能交通建设的重要通信标准和协议。开展5G-V2X标准研制及研发验证。
构建5G应用生态系统	通过5G应用产业方阵等平台，汇聚应用需求、研发、集成、资本等各方，畅通5G应用推广关键环节。组织第三届“绽放杯”5G应用征集大赛，突出应用落地实施，培育5G应用创新企业。推动5G物联网发展。以创新中心、联合研发基地、孵化平台、示范园区等为载体，推动5G在各行业各领域的融合应用创新。

资料来源：工信部，光大证券研究所整理

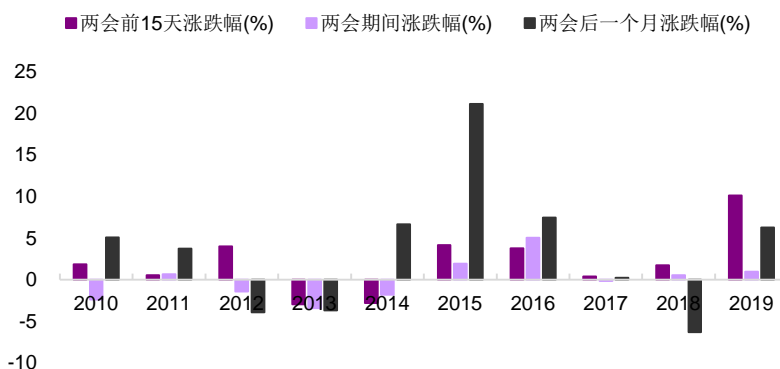
中国经济有两大政策密集释放的高峰期，一是全国两会之前，二是年底的中央经济工作会议之后。本月全国两会召开在即，从过去10年的复盘看，两会之前半个月上证指数上涨概率80%，平均涨幅2.06%，尤其是经济下行压力较大的2012年、2015年、2016年和2019年，上证指数均出现3%以上的涨幅。背后的逻辑在于经济下行压力较大的年份，市场往往对

<sup>6</sup> 《工业和信息化部关于推动5G加快发展的通知》，工信部通信〔2020〕49号



两会出台宽松政策产生乐观预期，引发市场上涨。未来两会可能释放的政策大概率将偏向新经济，而 5G 作为新基建的重点，在两会这个重要的政策窗口期前后，部分支持政策有望逐步落地，近期 5G 产业链有望进入政策面偏暖的时期，股价有望得到一定催化。

图 40：上证指数在两会前后的表现



资料来源：Wind，光大证券研究所

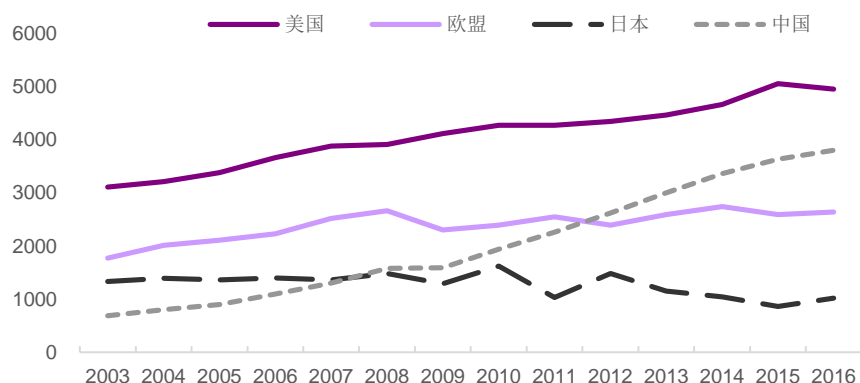
外部方面，虽然中美大博弈是持久战，但是为了利益，美方对中方的科技封锁同样可能产生变数。鉴于华为在 5G 研发领域的地位，近期路透社报道美国商务部准备出台新规则，允许美国科技公司与华为共同制定 5G 标准，4 月份英国政府发言人也表示允许华为参与英国 5G 网络建设工作的决定是坚定的。在内部政策支持力度较大的背景下，外部限制边际减少将同样对 5G 的发展进程有利。

### 2.3.3、关注领域三：短板领域的国产替代

5 月 1 日特朗普称正在考虑针对中国的报复性措施，以惩罚中国控制新冠肺炎蔓延不力，提高对中国的关税肯定是一个选项。从 1918 年大流感的经验看，特朗普的威胁十分正常，致命病毒在全球流行导致国际冲突风险上升是有一定合理性的，而做好应对冲突的准备是遏制冲突风险演变为冲突的最有力保障。

而且即便没有新冠肺炎，中美也已经进入大博弈的阶段，经贸摩擦和科技封锁都将是持久战，即便贸易摩擦缓和，对于存在短板的高科技行业，美国也不会彻底放松对中国的制约，因为国与国之间的竞争，归根结底是科技的竞争。鉴于特殊环境下可能产生的政治风险，建议关注国家对于短板领域的政策支持和国内企业可能实现国产替代，包括芯片设计、半导体材料、工业软件等领域。



图 41：各国高科技产品<sup>7</sup>增加值（亿美元）

资料来源：NSF、光大证券研究所

### 3、风险提示

**1、经济增速超预期下行。**新冠疫情导致全国多地采取了封闭式管理，复工进程待观察，给 2020 年上半年的经济弱复苏带来波折。而且在中国人口加速老龄化、金融周期下行、全球经济复苏偏弱等因素的作用下，中国 GDP 潜在增长率下行的压力仍很大。

**2、海外市场波动加剧。**海外疫情快速扩散对全球经济造成较大的冲击，叠加美股估值仍处历史较高水平，海外波动加大可能对 A 股产生情绪扰动。

**3、货币投放的方式出现问题，以至于最后货币扩张乏力。**对美国一战&大流感期间的复盘数据表明，股市惧怕的根本不是病毒，而是货币不增长。然而货币发行是需要资产背书的，一战期间美国经历了由黄金到国债的背书资产转换。过去十年，房地产是中国发行货币的主要背书资产，包括一季度的货币扩张中，部分一线城市的房价再次出现上涨迹象。如果不能尽快的转向依靠国债背书货币发行，要么地产泡沫有卷土重来的风险，要么面临货币扩张乏力的风险。

<sup>7</sup> 《贞下起元，估值修复——光大证券 2019 年 A 股投资策略》，2019 年 1 月 10 日，其中高科技产品包括航空航天，传媒和半导体，计算机，医药生物，检测测量和控制仪表。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号 写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大 厦 A 座 17 楼