

风格决定胜负，科技成长崛起

——2024年下半年A股策略展望

证券分析师：陈刚

执业证书编号：S0600523040001

邮箱：cheng@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书编号：S0600518120001

邮箱：yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理：蒋珺逸

执业证书编号：S060012304006

邮箱：jiangjy@dwzq.com.cn

2024年6月23日

■ 风格决定胜负，科技成长崛起

下半年，A股交易的核心逻辑仍是中美名义增速差的收敛。名义经济的“东升西落”将带动中美利差收窄，从而对A股盈利和估值的上行起到推动作用。我们判断，下半年获取超额收益的关键在于对风格的把握，成长风格有望崛起，尤其看好科技成长。

- **交易核心变量：中美名义增速差。**展望下半年，中美名义增速差有望收敛带动中美利差收窄，成为中国资产价格修复的核心因素。一方面美国消费疲弱迹象显现，通胀韧性回落，美国名义经济增速的走弱或将趋势性显现；另一方面，全球制造业上行周期中，外需的修复叠加政策发力将助推国内经济向好，A股新的投资框架应摒弃中国信用周期，转为全球制造业和货币周期框架。名义经济的“东升西落”将带动中美利差收窄，成为中国资产价格修复的核心因素。
- **超额收益胜负手：风格切换。**2019年以后，风格对超额收益的影响远大于2019年之前。过去近3年价值风格崛起的背后，是经济预期斜率不断调整下，高股息防御板块估值溢价的攀升，本轮市场风格周期在持续时间上已显著超越了过去两轮。随着海外流动性的逐步宽松，成长风格有望占优。
- **行业推荐：科技股为首。**在市场风格切换的关键阶段，政策持续助力下，科技股有望“乘势而上”。政策持续发力，背后是逆全球化和大国博弈的宏观背景。从交易层面看，科技股符合市场偏好，估值具备性价比。建议关注：优势制造业、“卡脖子”环节、“前沿新兴产业及未来产业”、数字经济。重点关注半导体、自动驾驶、信创、低空经济等赛道。

风险提示：经济复苏不及预期；海外降息不及预期；地缘政治事件黑天鹅。



交易核心变量：中美名义增速差

超额收益胜负手：风格切换

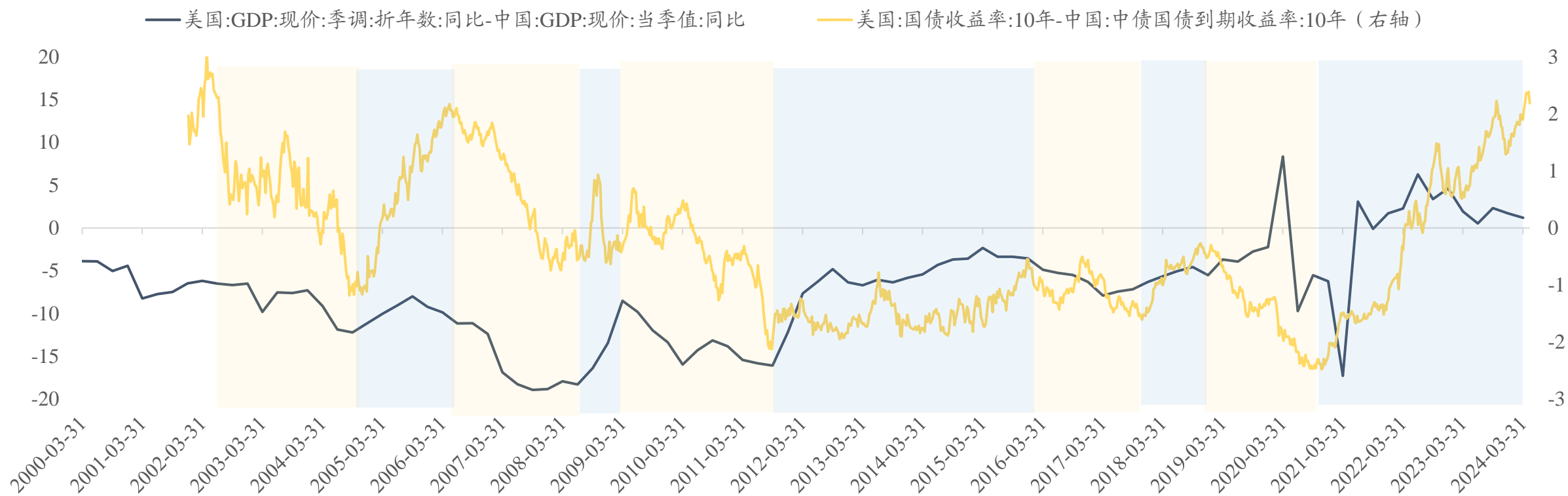
行业推荐：科技股为首

风险提示

上半年A股估值修复，本质在于中美名义增速差的收窄

- ✓ 中美利差上行的底层逻辑是中美名义经济增速差上行，利率和经济互为因果，共同导致人民币资产弱势；
- ✓ 过去三年，中美名义增速差持续保持在正区间，是过去几十年从未发生过的。
- ✓ 今年，中美名义增速差（美-中）由23Q4的1.70%收窄至24Q1的1.2%，使得中国资产的相对配置价值提升，系年初以来A股估值修复的底层逻辑。

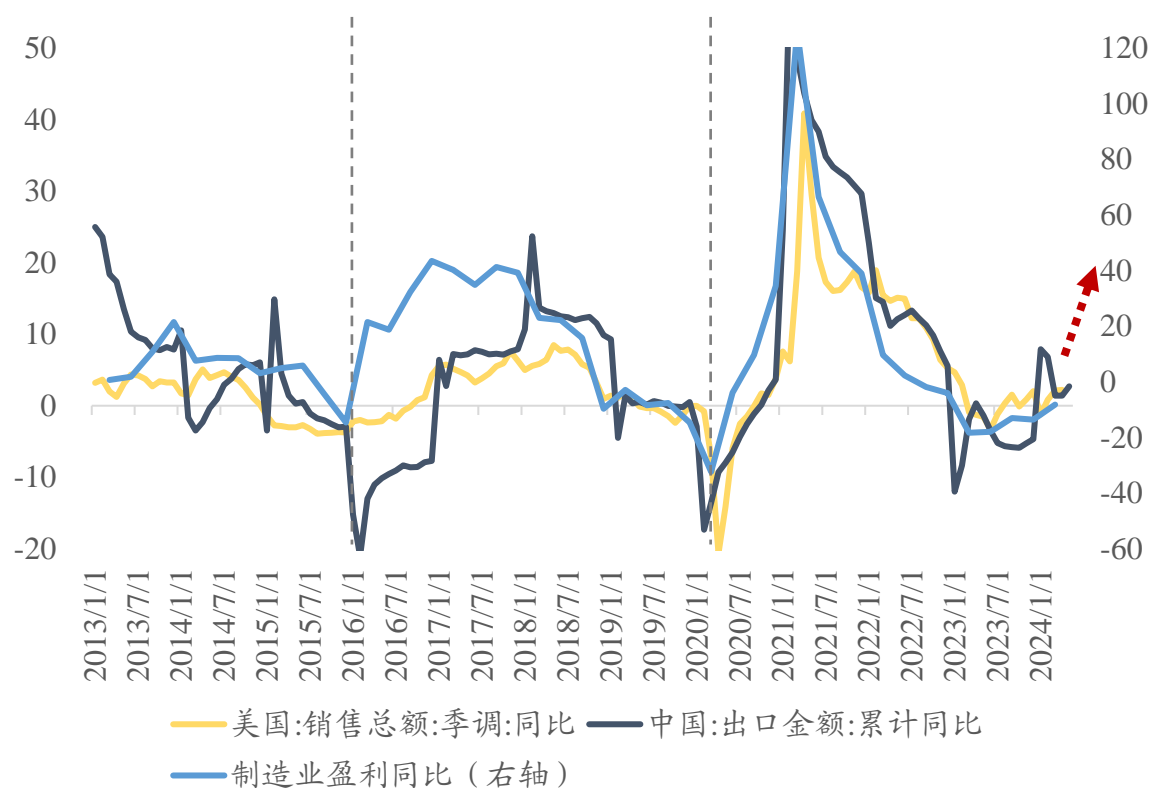
图：中美名义经济增速差和利差走势（单位：%）



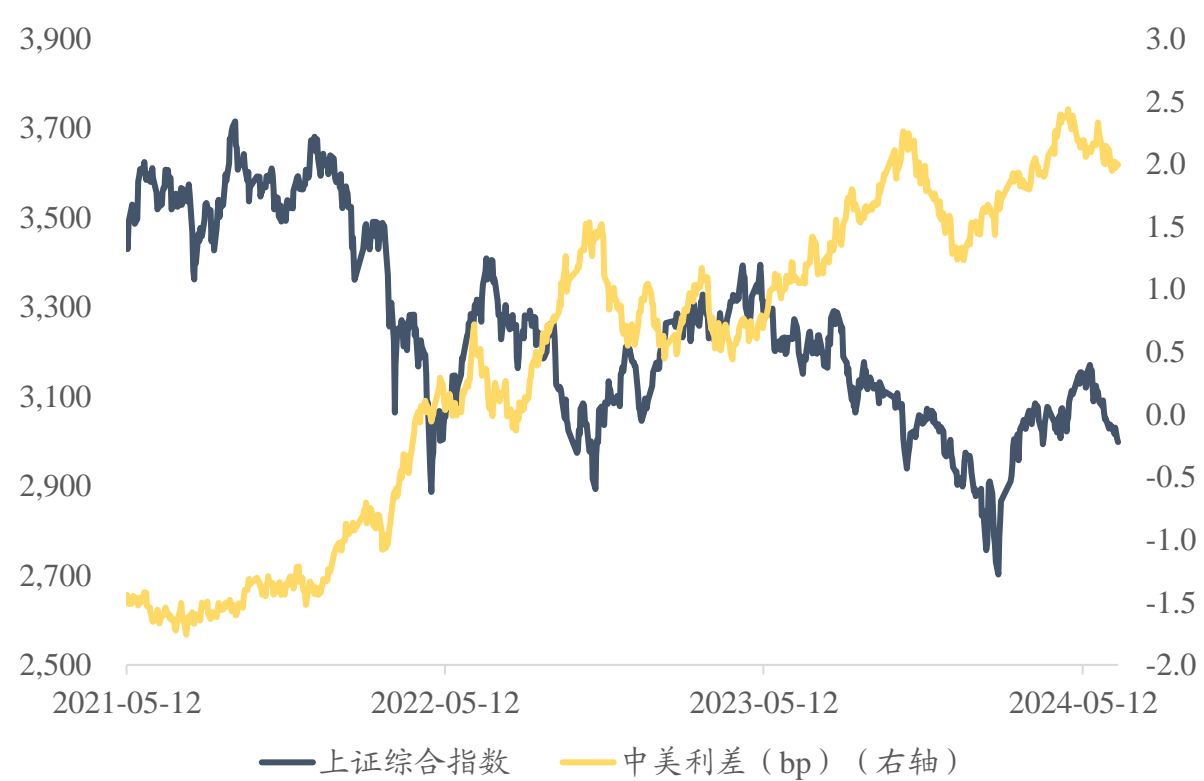
下半年，名义经济的“东升西落”有望出现

- ✓ 我们判断下半年，名义经济的“东升西落”有望出现。
- ✓ 一方面，美国通胀回落、企业盈利受损；全球制造业景气复苏下，中国企业盈利有望修复。
- ✓ 另一方面，中美名义增速差收窄带动中美利差收窄，从而推动中美权益市场估值中枢差的收敛，A股将迎来估值修复。

图：全球制造业景气复苏下，中国企业盈利有望修复（单位：%）



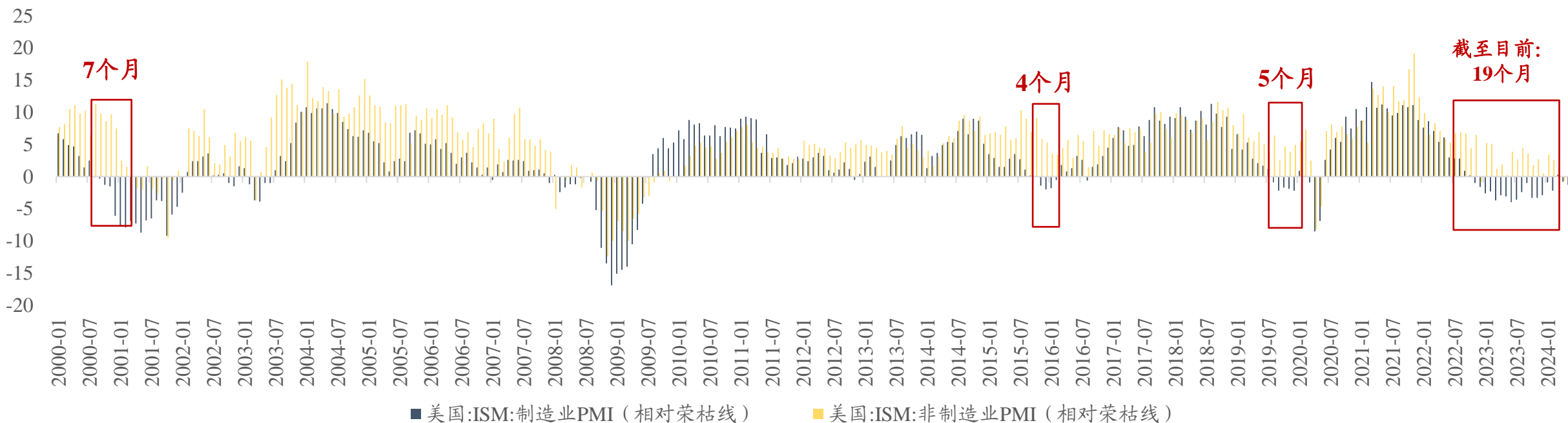
图：中美利差收窄推动A股估值修复（单位：点；%）



“西落”：美国经济和利率的下行，关键在于服务业降温

- ✓ 在过去数轮景气周期中，美国的服务业和制造业一般都表现为共振。
- ✓ 本轮是一个例外，本轮美国制造业与非制造业的背离始于2022年末，至今已持续19个月，成为2000年以来背离时间最长的一段。
- ✓ 服务业、制造业“一盛一衰”，背后原因在于：疫情期间政府加杠杆转移支付居民→消费服务业景气→通胀难下→降息推迟、利率高企→金融环境偏紧下制造业需求承压。
- ✓ 因此，欧美消费服务需求的回落是经济和利率向下的关键。

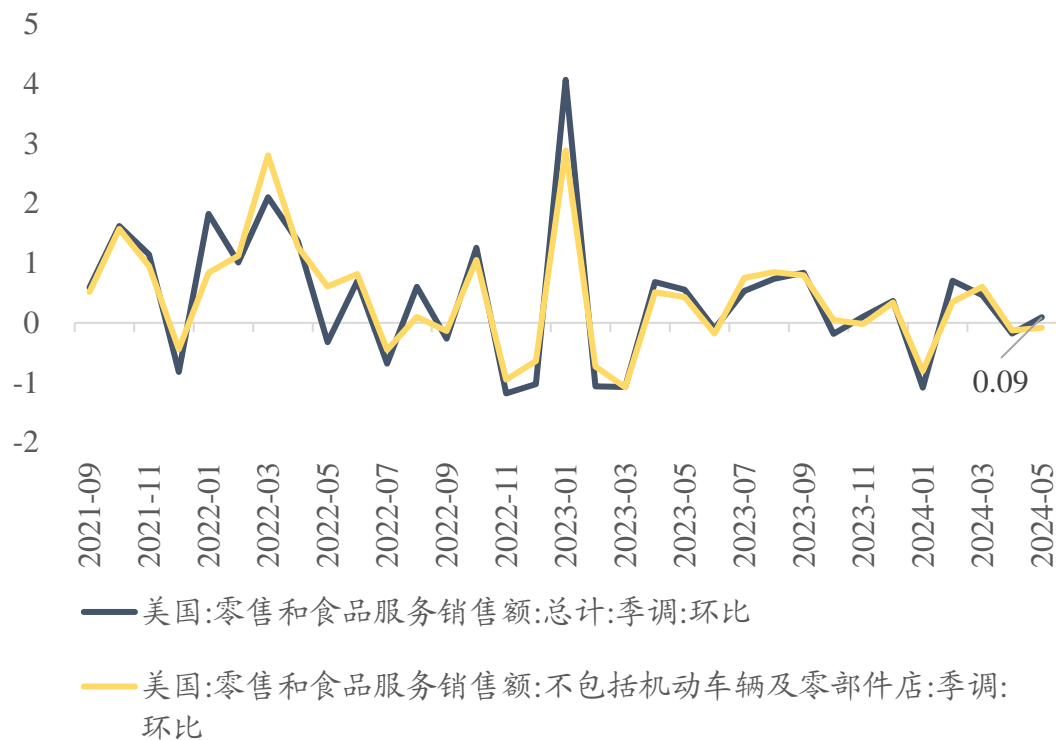
图：2000年以来，美国制造业与非制造业景气往往共振，显著背离的阶段仅有4个，最近的一轮持续时间最长（单位：%）



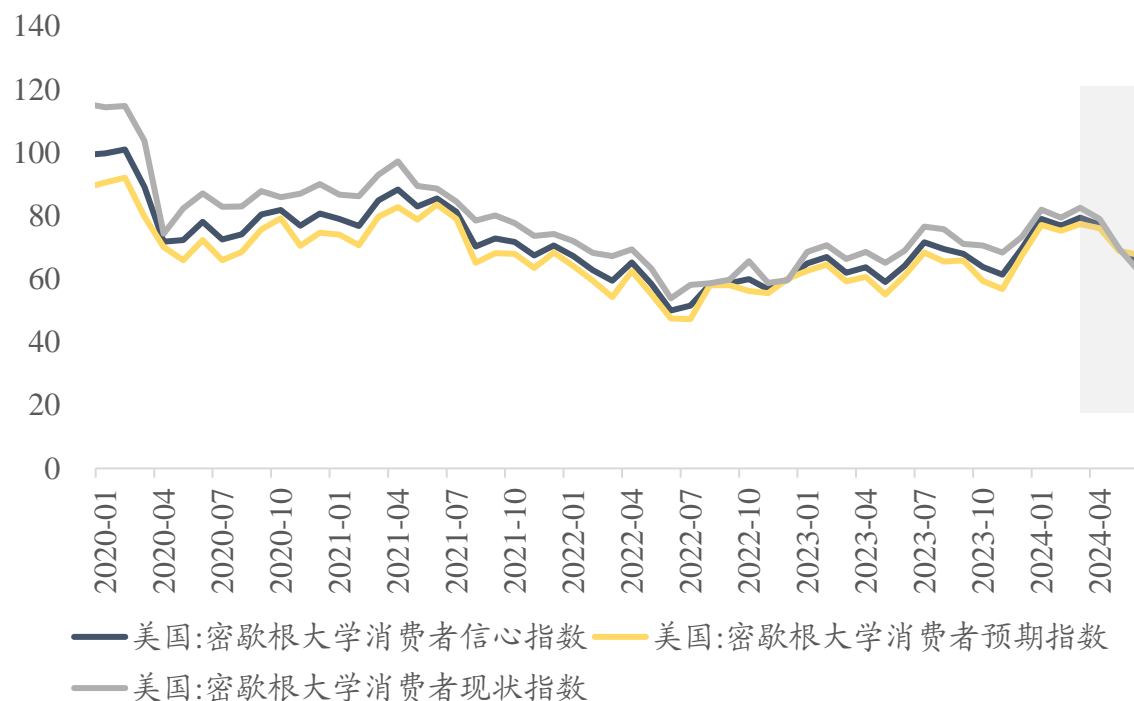
“西落”：5月零售美国零售消费低于预期，消费疲弱迹象显现

- ✓ 美国消费者支出减少，消费对美国经济韧性的支撑正逐步减弱。
- ✓ 5月美国零售数据小幅增长0.1%，低于预期的0.3%，且前值下修为-0.2%。从趋势看美国消费逐步降温，2024年2月，美国零售环比增速为0.7%，3月降至0.5%，4-5月进一步降至0%附近。
- ✓ 6月美国密歇根大学消费者信心指数为65.6，处于23年12月以来的最低水平。

图：4月美国零售数据超预期回落（单位：%）



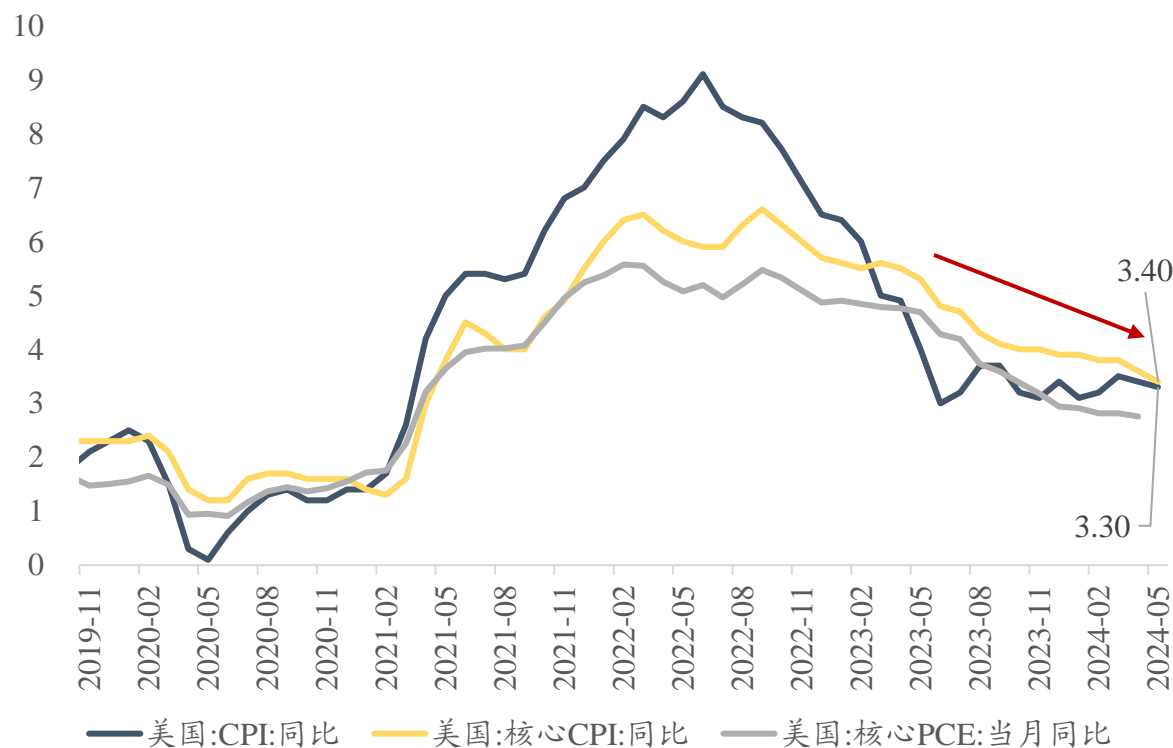
图：美国密歇根大学消费者信心指数持续下降（单位：点）



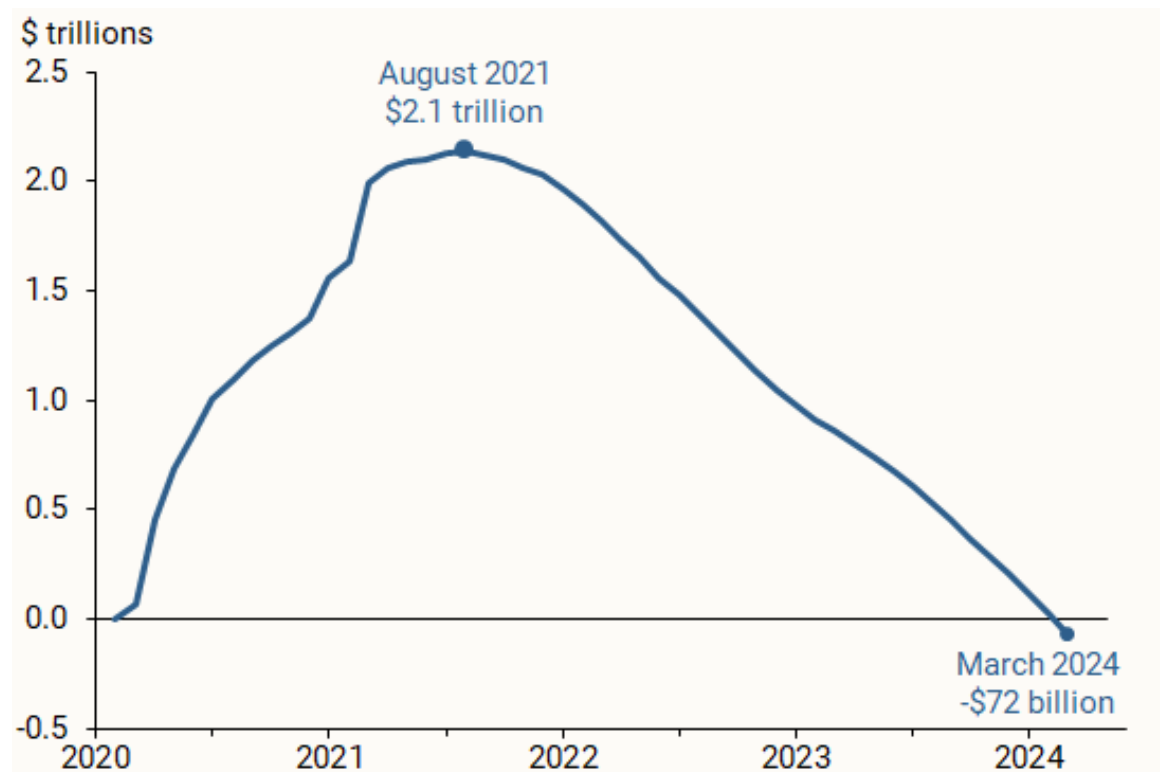
“西落”：5月美国通胀超预期回落，超储耗尽后美国经济韧性的主要推动力减弱

- ✓ 5月美国CPI同比增长3.3%，低于预期及前值的3.4%，通胀韧性进一步缓解。
- ✓ 疫情期间，美国政府对居民转移支付带来超额储蓄的消耗是判断通胀、经济和就业数据的关键。当前超储已消耗完毕，后续美国经济和通胀韧性或有望逐渐衰弱。
 - 基于旧金山联储的最新测算，截至今年3月，疫情期间政府大规模补贴形成的居民超储已消耗殆尽。

图：5月美国通胀如期回落（单位：%）



图：疫情期间美国家庭累计超额储蓄（单位：万亿）



“东升”：过去我国经济主要依靠内需推动

- ✓ 此前，以地产、基建为代表的内需动能是我国经济的主要推动力。
- ✓ 从历史表现来看，A股的运行规律和盈利周期均与内需驱动的信用周期相吻合。
- ✓ 信用周期的开启往往也意味着经济上行周期的开启，股价会先行反应，而后迎来盈利的上修。

图：信用周期与A股走势（单位：%；点）



— 中国:社会融资规模存量:同比 — 万得全A月均值 (右轴)

图：信用周期与A股盈利周期（单位：%）

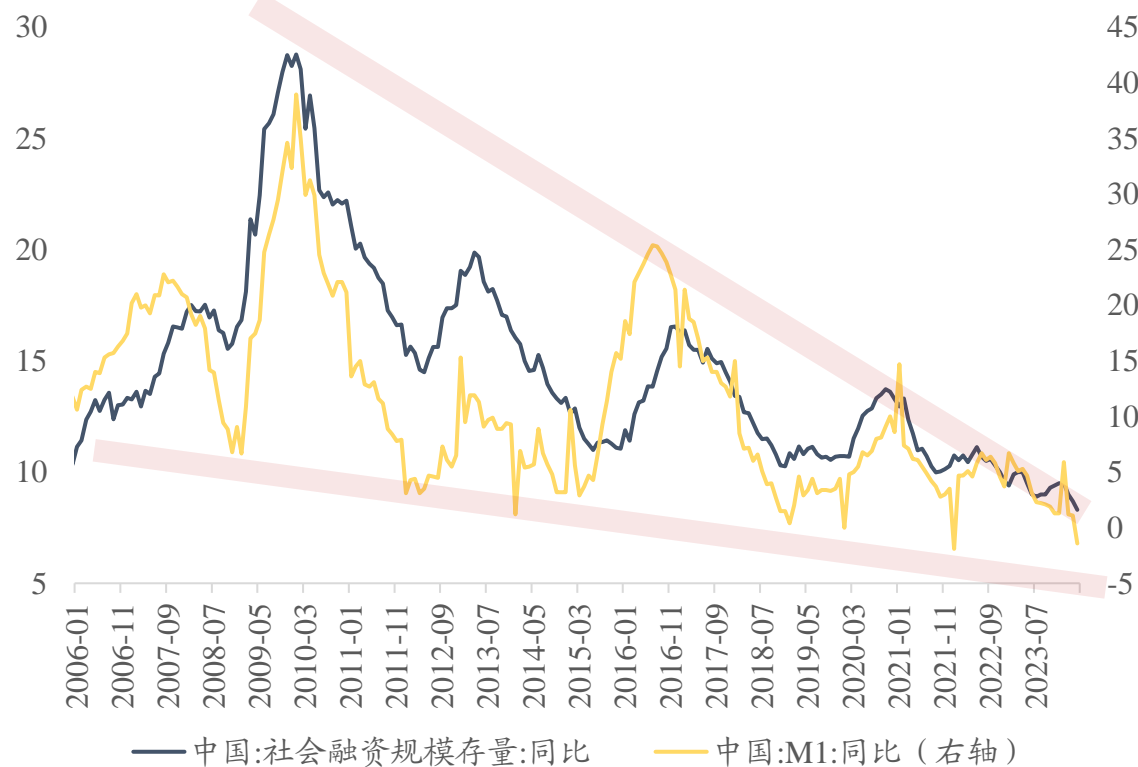


— 中国:社会融资规模存量:同比 — 全A归母同比 (右轴)
— 全A两非归母同比 (右轴)

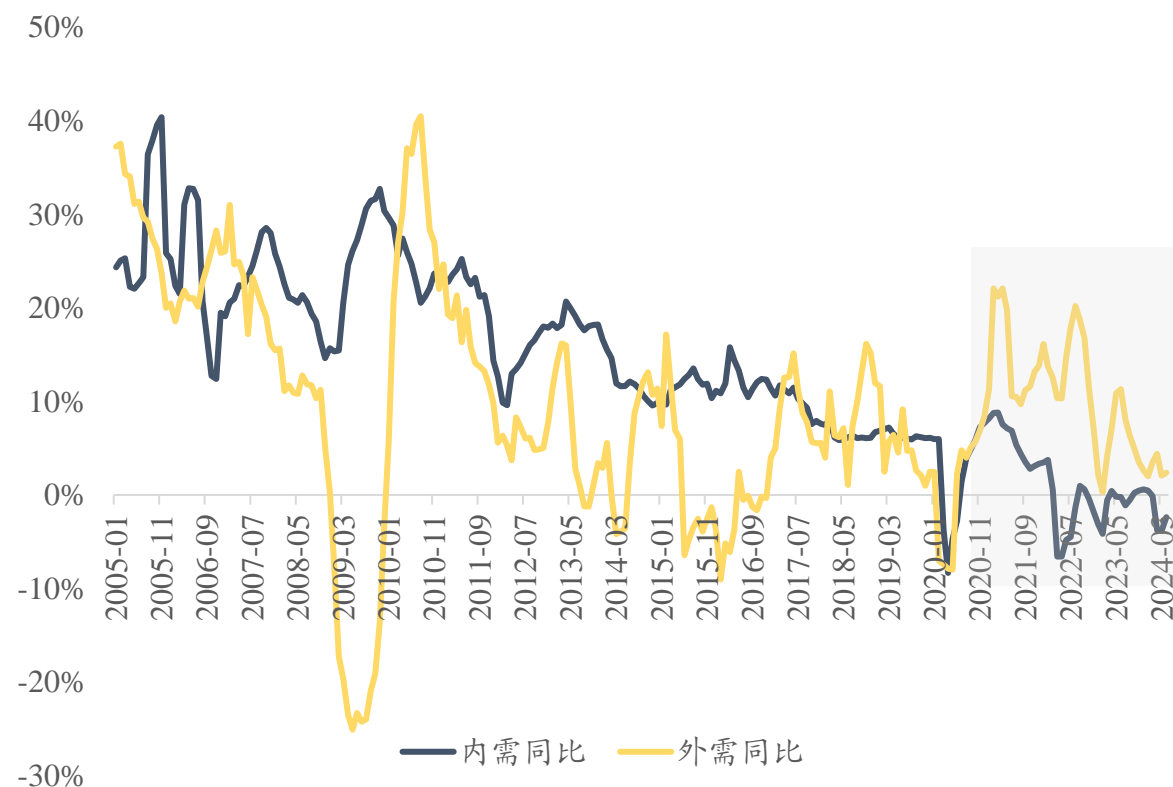
“东升”：内需波动性降低，信用周期波动性收敛

- ✓ 信用周期循环演绎的背后，是地产和基建两大抓手“收”与“放”的权衡。
- ✓ 在我国经济高速增长阶段，地产和基建的信用需求都很强且政策趋于“大开大合”，因此信用扩张的幅度较大，即内需波动较大。
- ✓ 当前我国已进入高质量发展阶段，政策倾向“托而不举”，导致此前内需主导的信用周期波动性回落。

图：我国信用周期的波动性趋于收敛（单位：%）



图：我国内需同比及波动性均低于外需（单位：%）



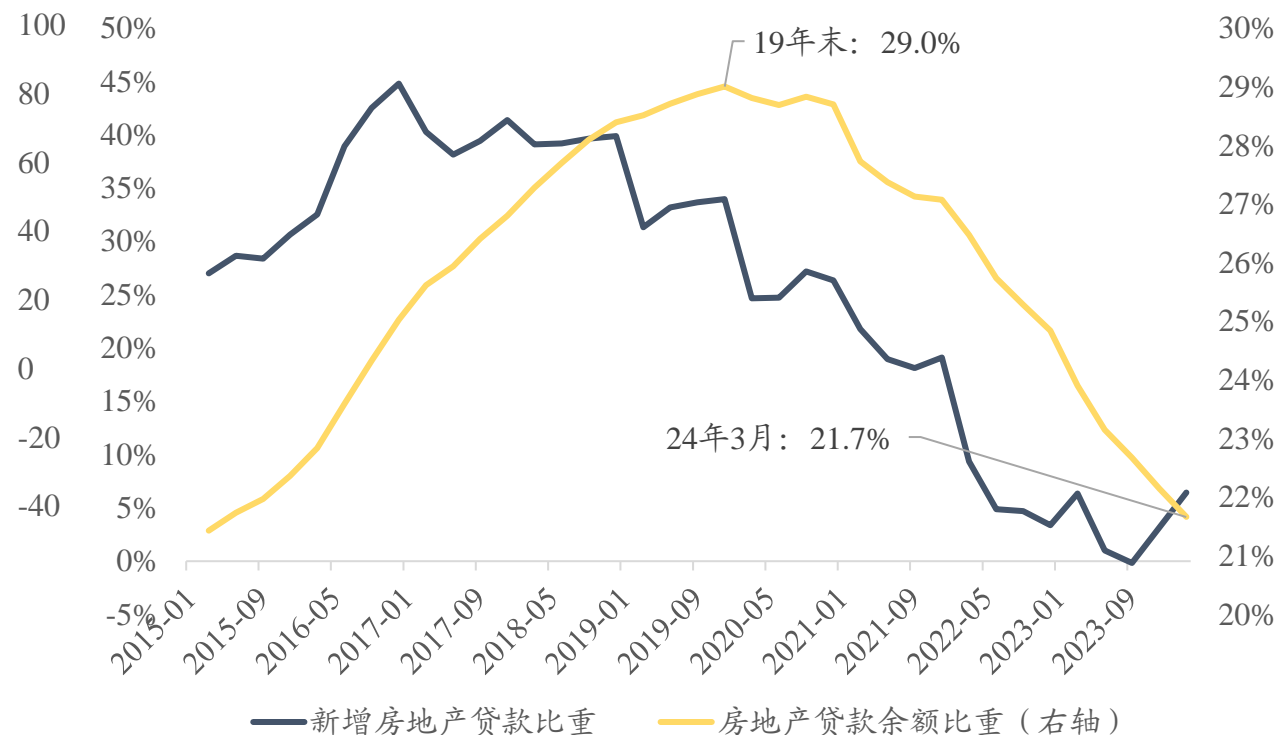
“东升”：周期性改变，基于内需波动的传统信用周期框架“失效”

- ✓ 2021年前，信用周期与约三年一度的地产周期较为同步。
- ✓ 2021年后，随着房地产市场的降温，存量和新增贷款中房地产贷款的比重均显著下降。地产在融资结构中的重要性正逐步降低，信用和地产周期的相关性减弱。

图：在地产基建为主要发展引擎的时期，我国信用周期和地产周期的同步性较强（单位：%）



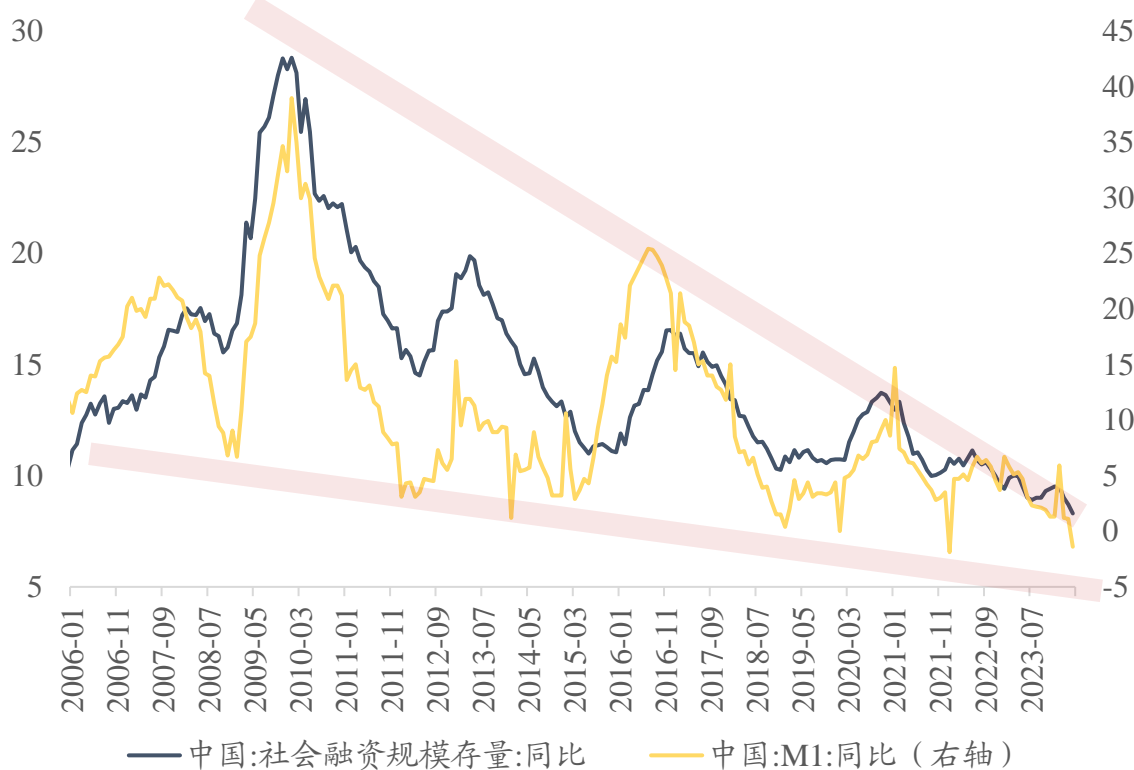
图：近年来，我国存量和新增贷款中地产的比重均有所下降（单位：%）



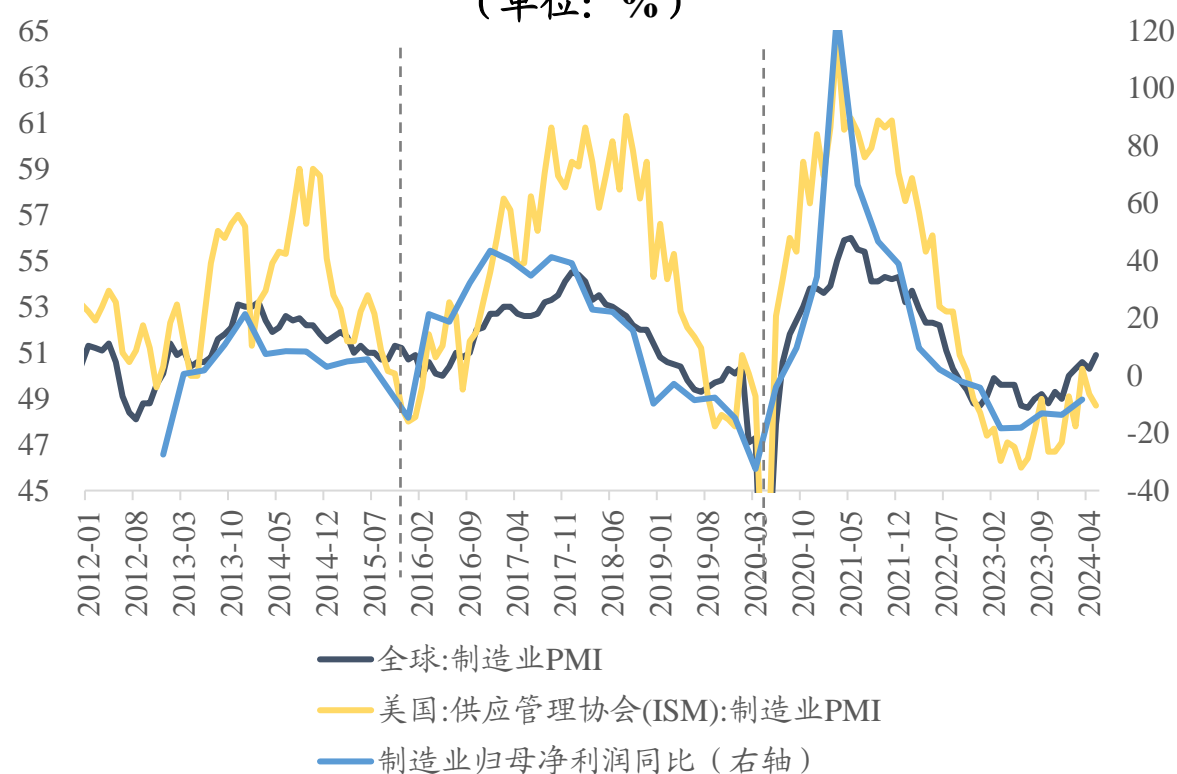
“东升”：内需→外需，国内信用周期→全球制造业周期

- ✓ 随着产业升级和技术创新的推进，具备全球竞争力的制造业有望成为推动我国经济发展的新引擎。
- ✓ 在内需走弱、外需偏强背景下，三年一度的传统信用周期框架趋于失效，与此同时，全球制造业周期对于A股制造业盈利周期的指引仍然有效，其适用性相对提升。
- ✓ A股新的投资框架摒弃国内信用周期，转为全球制造业和货币周期框架。

图：三年一度的传统信用周期框架趋于失效（单位：%）



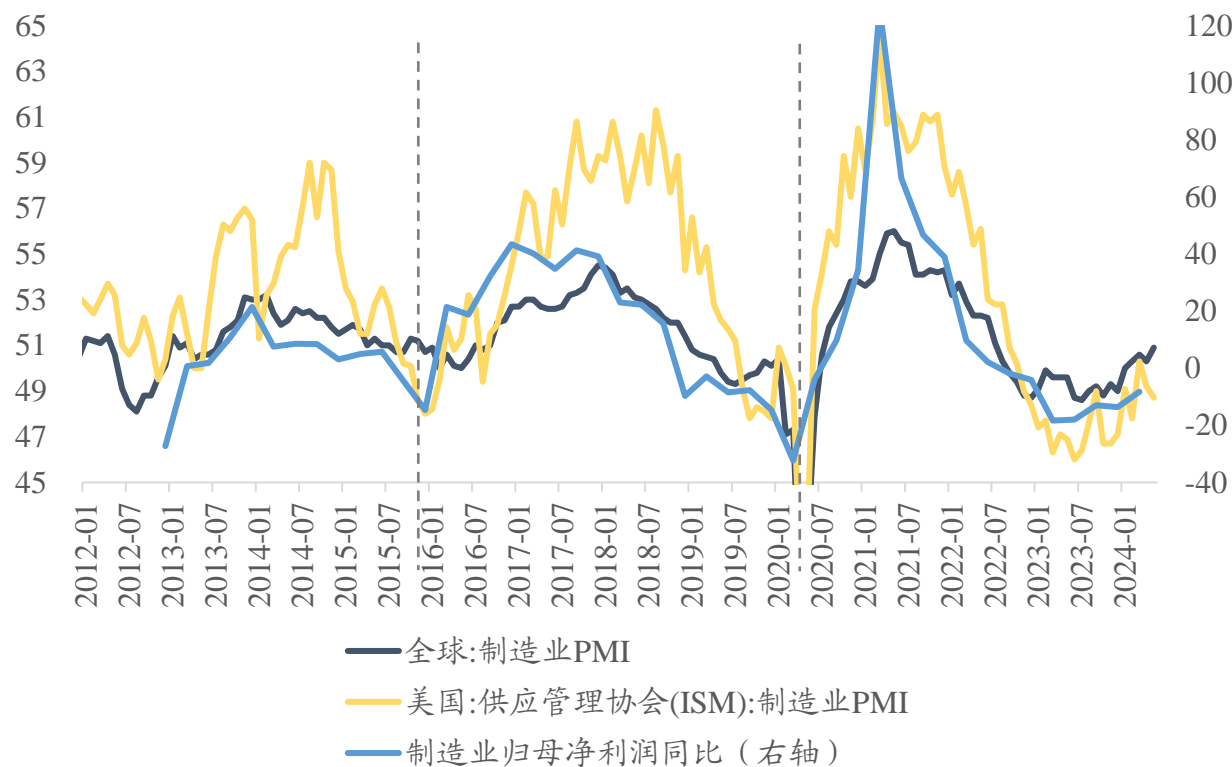
图：全球制造业周期对于A股制造业盈利周期指引的有效性提升（单位：%）



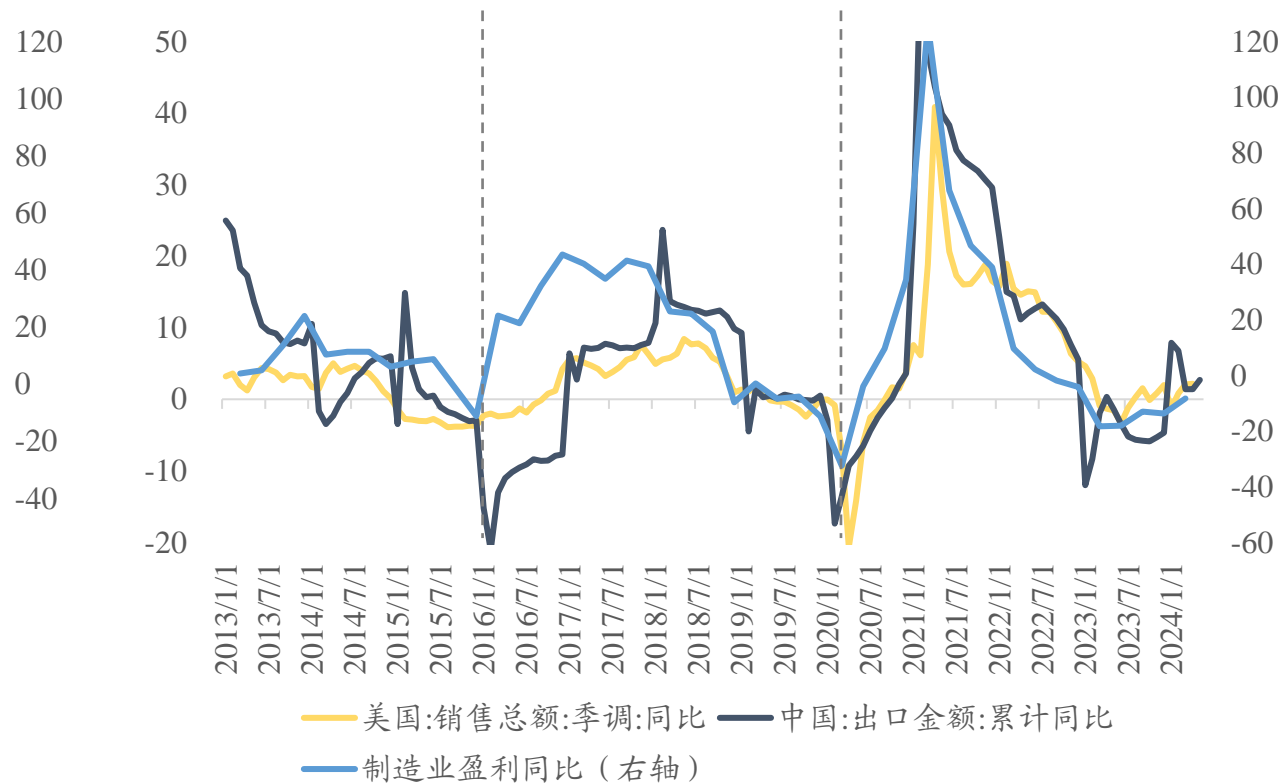
“东升”：内需→外需，国内信用周期→全球制造业周期

- ✓ 近年，A股盈利受全球需求驱动，外需对于我国制造业的拉动尤为明显。
- ✓ 2013年以来所有表征全球需求的指标，均与制造业盈利同比的走势高度趋同，表明近年我国盈利周期与全球需求周期基本保持一致。

图：全球制造业周期对于A股制造业盈利周期指引的有效性提升
(单位：%)



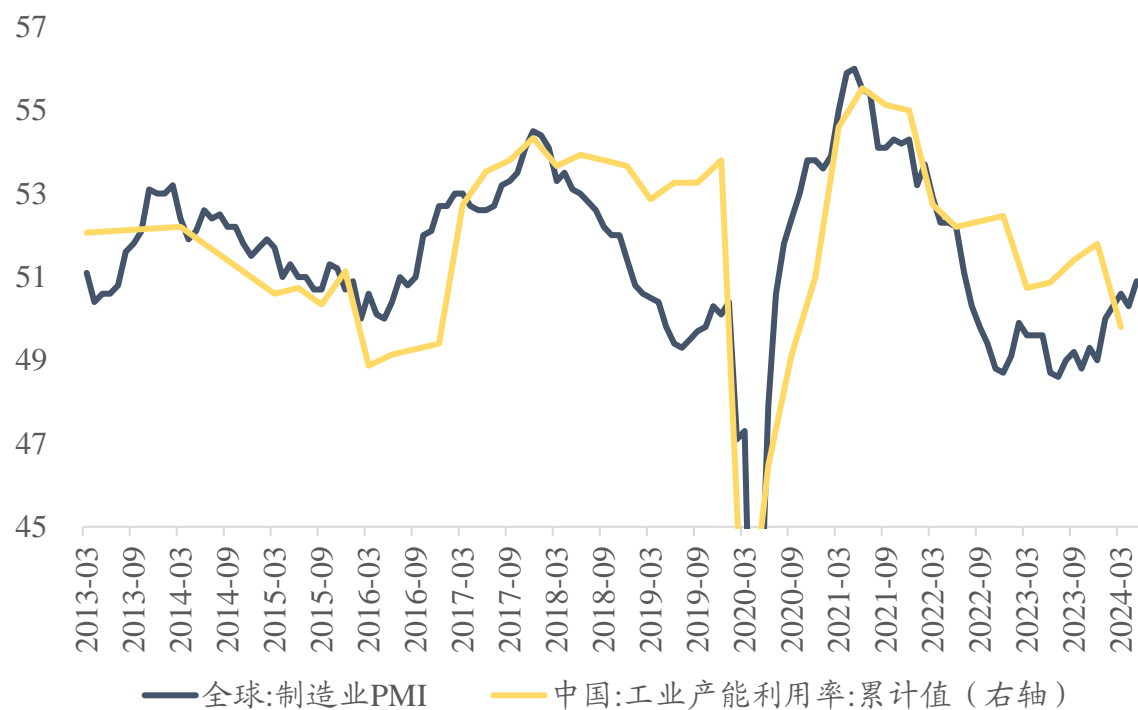
图：我国制造业盈利增速与美国销售/中国出口增速趋同
(单位：%)



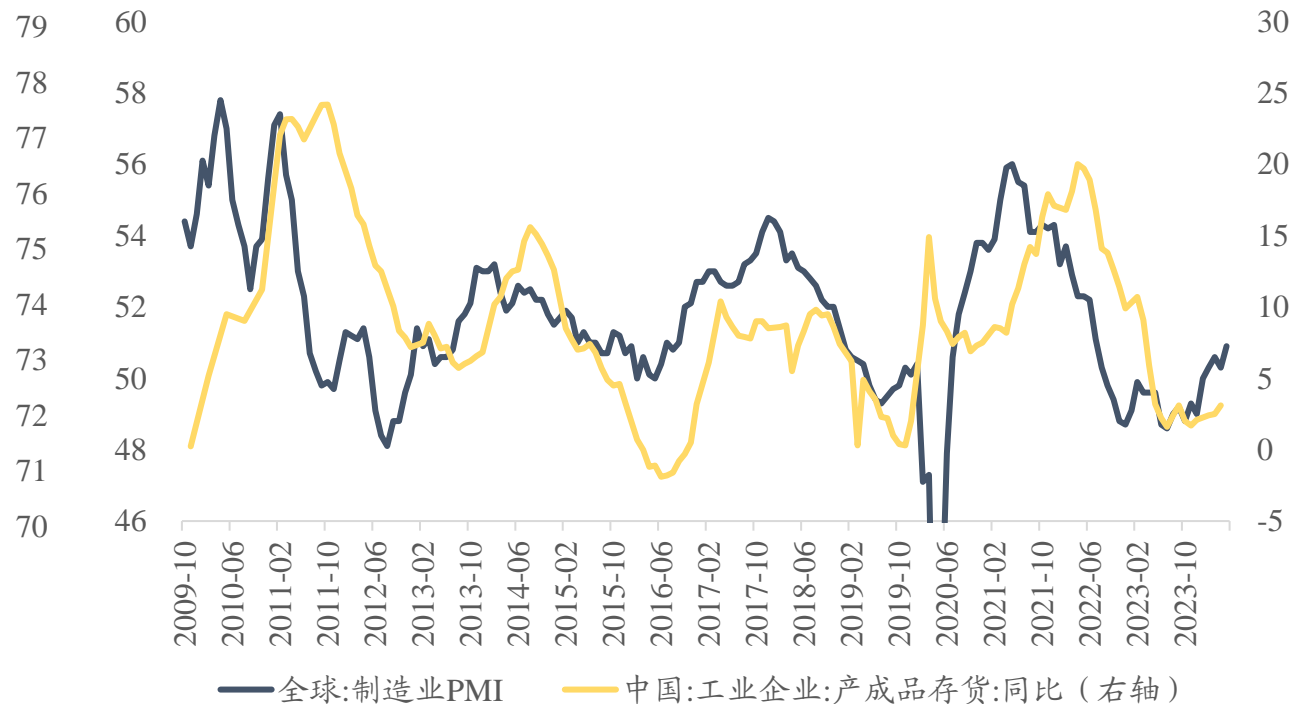
“东升”：外需修复助力经济向好、盈利上行

- ✓ 具体表现为，每当全球需求见底回升时，都会促使国内工业产能利用率提升、激发补库需求，同时对制造业产品的量价和盈利水平形成支撑，助推经济向好。
- ✓ 当前全球制造业正处于上行周期，预计仍将持续至少1-2个季度。下半年外需的修复将对A股的估值和盈利起到推动作用。

图：每当全球需求见底回升时，都会促使国内工业产能利用率提升（单位：%）



图：全球制造业上行周期激发补库需求（单位：%）



5月中央加码房地产政策，信号意义凸显，是起点而非终点

✓ 5月国务院政策例行吹风会召开，中央层面政策加码，对于房地产工作的定性已上升至“人民性、政治性”高度，预计本轮地产政策发力是起点而非终点。

- 供给侧强调去库存，3000亿元保障房再贷款预计将撬动银行贷款5000亿元用于“收储”及保障性住房建设，有助于缓解地产库存压力；需求侧“三箭齐发”，降低居民购房门槛，提高购房者的购买力，刺激购房需求。

图：国务院政策例行吹风会房地产政策梳理

| 政策目的 | 相关政策 | 具体措施 |
|---------------|-------------------------------------|---|
| 保交房工作 | 1. 打好商品住房项目保交房攻坚战，防范处置烂尾风险 | 按照市场化、法治化原则，分类处置在建已售未交付的商品住房项目，推动项目建设交付，切实保障购房人合法权益。 |
| | 2. 进一步发挥城市房地产融资协调机制作用，满足房地产项目合理融资需求 | 城市政府推动符合“白名单”条件的项目“应进尽进”，商业银行对合规“白名单”项目“应贷尽贷”，满足在建项目合理融资需求。 |
| | 3. 推动消化存量商品住房 | 城市政府坚持“以需定购”，可以组织地方国有企业以合理价格收购一部分存量商品住房用作保障性住房。 |
| | 4. 妥善处置盘活存量土地 | 目前尚未开发或已开工未竣工的存量土地，通过政府收回收购、市场流通转让、企业继续开发等方式妥善处置盘活，推动房地产企业缓解困难和压降债务，促进土地资源高效利用。 |
| 消化存量房产和优化增量住房 | 1. 设立 3000 亿元保障性住房再贷款 | 鼓励引导金融机构按照市场化、法治化原则，支持地方国有企业以合理价格收购已建成未出售商品房，用作配售型或配租型保障性住房，预计将带动银行贷款 5000 亿元。 |
| | 2. 降低全国层面个人住房贷款最低首付比例 | 将首套房最低首付比例从不低于 20%调整为不低于 15%，二套房最低首付比例从不低于 30%调整为不低于 25%。 |
| | 3. 取消全国层面个人住房贷款利率政策下限 | 首套房和二套房贷款利率均不再设置政策下限，实现房贷利率市场化。上述首付比例、房贷利率政策调整后，各地可因城施策，自主决定辖区内首套房和二套房最低首付比例和房贷利率下限，也可不再设置利率下限。 |
| | 4. 下调各期限品种住房公积金贷款利率 0.25 个百分点 | 调整后，五年以上首套房个人住房公积金贷款利率为 2.85%，可更好满足住房公积金缴存人住房需求。 |

地方层面房地产政策逐步落地

- ✓ 地方层面政策逐步落地，多地取消住房限购、下调个人住房公积金贷款利率，有望降低购房门槛，增加居民购房意愿，刺激房地产市场需求。
- ✓ 地产政策有利于推动房地产市场逐步回归正轨，提振市场信心。

图：2024年以来重点城市地产政策梳理

| 城市 | 时间 | 政策 |
|----|-----------|--|
| 广州 | 2024/1/27 | 限购区域范围内，购买建筑面积 120平方米以上(不含 120平方米)住房，不纳入限购范围 |
| 上海 | 2024/1/30 | 在本市连续缴纳社会保险或个人所得税已满5年及以上的非本市户籍居民，可在外环以外区域(崇明区除外)限购1套住房 |
| 苏州 | 2024/1/30 | 全面放开限购 |
| 北京 | 2024/2/6 | 通州楼市限购政策优化 落户或就业家庭不再“双限” |
| 深圳 | 2024/2/7 | 优化住房限购政策 对户籍居民不再限定落户年限和缴纳个税与社保年限 |
| 南京 | 2024/2/8 | 取消社保缴纳不少于 12 个月的限制条件 |
| 杭州 | 2024/3/14 | 在本市范围内购买二手住房，不再审核购房人资格 |
| 北京 | 2024/3/27 | 取消离婚限购 |
| 长沙 | 2024/4/18 | 全面放开限购，全市范围内买房，不再审查购房者资格条件 |
| 成都 | 2024/4/28 | 全面取消限购，全市范围内住房交易不再审核购房资格 |
| 天津 | 2024/4/30 | 本市户籍放开市六区 120平以上新房限购，京冀户籍在津务工享受本市户籍购房政策 |
| 北京 | 2024/4/30 | 2套房京籍家庭可在五环外新购一套房 |
| 深圳 | 2024/5/6 | 单身非本市户籍及双子女户籍家庭可在部分区域加购1套房;企事业单位可在部分区域购买商品住房解决员工住房需求;支持房地产开发商等进行二手房交易; 在盐湖区等7区内购房个税、社保缴纳年限由3年调整为1年 |
| 杭州 | 2024/5/9 | 全面取消住房限购，在本市范围内购买住房，不再审核购房资格 |
| 西安 | 2024/5/9 | 全面取消西安住房限购措施，居民家庭在全市范围内购买新建商品住房、二手住房不再审核购房资格 |
| 广州 | 2024/5/17 | 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点 |
| 杭州 | 2024/5/17 | 下调个人住房公积金贷款利率0.25个百分点 |
| 上海 | 2024/5/27 | 进一步优化住房限购政策、支持多子女家庭合理住房需求、优化住房信贷政策等九条新措施 |

新“国九条”强调防范风险、高质量发展

主要政策条例:

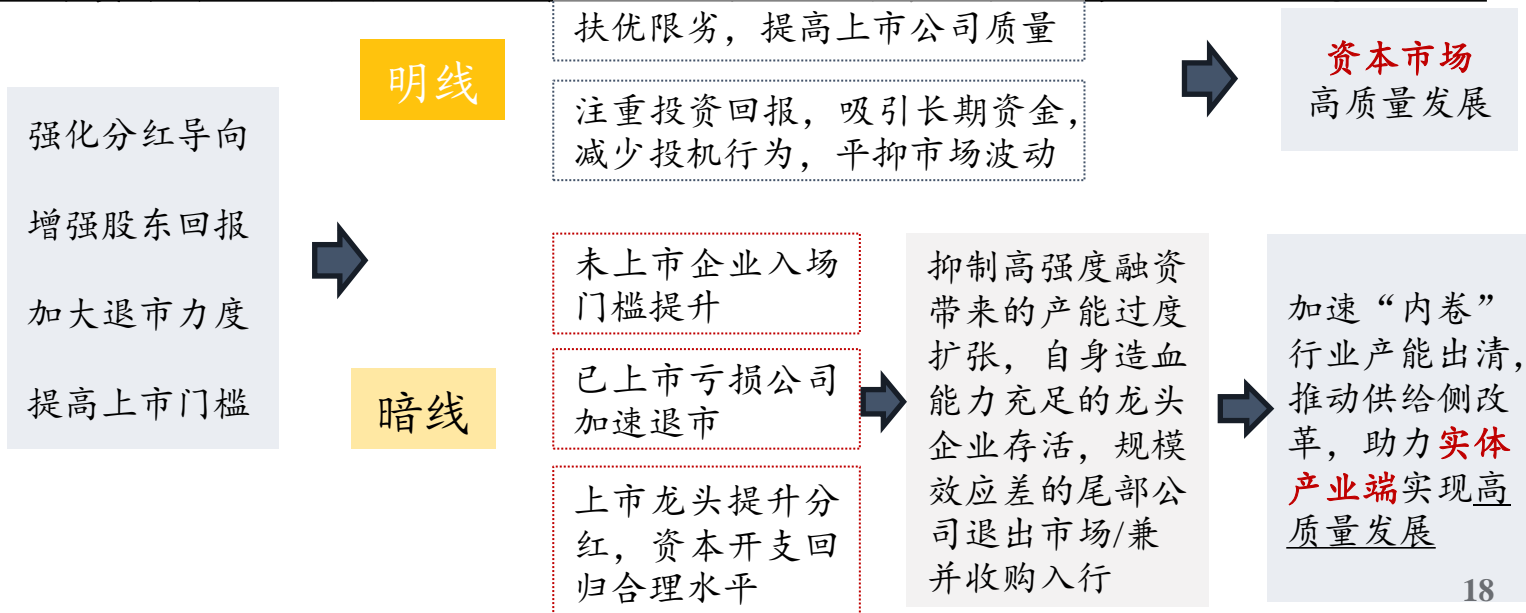
- ✓ 严把发行上市准入关;
- ✓ 严格上市公司持续监管, 研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系;
- ✓ 加大退市监管力度, 进一步严格强制退市标准, 进一步畅通多元退市渠道, 进一步削减“壳”资源价值, 进一步强化退市监管;
- ✓ 加强证券基金机构监管, 推动行业回归本源、做优做强;
- ✓ 加强交易监管, 增强资本市场内在稳定性;
- ✓ 大力推动中长期资金入市, 持续壮大长期投资力量, 大力发展权益类公募基金, 大幅提升权益类基金占比。
- ✓ 进一步全面深化改革开放, 更好服务高质量发展, 促进新质生产力发展;
- ✓ 推动形成促进资本市场高质量发展的合力。

| | 《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》 | 《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》 | 《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》 |
|----------|--|---|---|
| 时间 | 2024.4.12 | 2014.5.9 | 2004.1.31 |
| 投资端 | 推动中长期资金入市, 大幅提升权益类基金占比, 建立ETF快速审批通道 ; 优化保险资金投资政策环境; 完善全国社会保障基金、基本养老保险基金投资政策; 提升企业年金、个人养老金投资灵活性; 鼓励银行理财和信托资金积极参与资本市场 | 支持全国社会保障基金积极参与资本市场投资, 支持社会保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金、境外长期资金等机构投资者资金逐步扩大资本市场投资范围和规模; 推动商业银行、保险公司等设立基金管理公司 | 鼓励合规资金入市; 支持保险资金以多种方式直接投资资本市场, 逐步提高社会保障基金、企业补充养老金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例。 |
| 上市制度 | 提高主板、创业板上市标准, 完善科创板科创属性评价标准 , 扩大现场检查覆盖面, 强化发行上市全链条责任, 加大发行承销监管力度, 严查欺诈发行等违法违规问题 | 积极稳妥推进股票发行注册制改革 | 完善证券发行上市核准制度 |
| 退市制度 | 建立健全不同板块差异化的退市标准体系 | 对欺诈发行的上市公司实行强制退市。明确退市公司重新上市的标准和程序。 | 完善市场退出机制, 建立对退市公司高管人员失职的责任追究机制 |
| 市场机构 | 证券基金机构: 引导行业机构树立正确经营理念, 处理好功能性和盈利性关系 ; 积极培育良好的行业文化和投资文化 私募机构: 制定私募证券基金运作规则 | 私募机构: 建立健全私募发行制度, 鼓励和引导创业投资基金支持中小微企业; 发展私募投资基金 | - |
| 交易监管 | 完善对异常交易、操纵市场的监管标准, 加强对高频量化交易监管 | 逐步建立覆盖各类金融市场、机构、产品、工具和交易结算行为的风险监测监控平台 | - |
| 资本市场改革开放 | 进一步全面深化改革开放, 更好服务高质量发展, 促进新质生产力发展 。 完善多层次资本市场体系 | 发展多层次股票市场, 积极稳妥推进股票发行注册制改革, 加快多层次股权市场建设, 提高上市公司质量, 鼓励市场化并购重组, 完善退市制度 | 推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想和任务, 以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标, 建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场 |

国九条，增强投资者回报与推动产业供改的“双雕”之举

- ✓ 国九条存量监管方面“扶优限劣”意味十足，其配套文件中对“分红”的监管增加了低分红公司的“ST”风险，又提高了绩差股的退市可能，且进一步提升拟上市企业的市场准入门槛
- ✓ 我们认为，上述政策的出台意义存在“明”与“暗”两条理解线索：
 - “明”线角度看，“国九条”核心要义为推动资本市场的高质量发展：推动A股由注重“增量”的“融资型”市场向兼顾投资者回馈与实体企业资金融通的投融资平衡市场转变，通过加大分红吸引中长期价值型资金，减少投机行为、平抑股市波动
 - “暗”线角度看，“国九条”通过分红约束、加速亏损公司退出资本市场，或能够反作用于实体产业、推动供给侧改革：“新三样”等产业链的“内卷”源于产业高斜率成长阶段产能的过度扩张，其中许多新入局厂商的扩产资金源于高强度资本市场融资，而新政策框架下，一方面是已上市亏损公司退市风险提升，资本市场不再为尾部公司的非理性扩张行为埋单，继而加速产业端优胜劣汰；另一方面是市场准入门槛提升约束了没有盈利的未上市企业通过上市融资盲目扩产；而对于存量龙头公司，分红导向下企业利润将向分红而非用于资本开支的留存收益倾斜，以上3条路径均有利于遏制产业端“内卷”行为

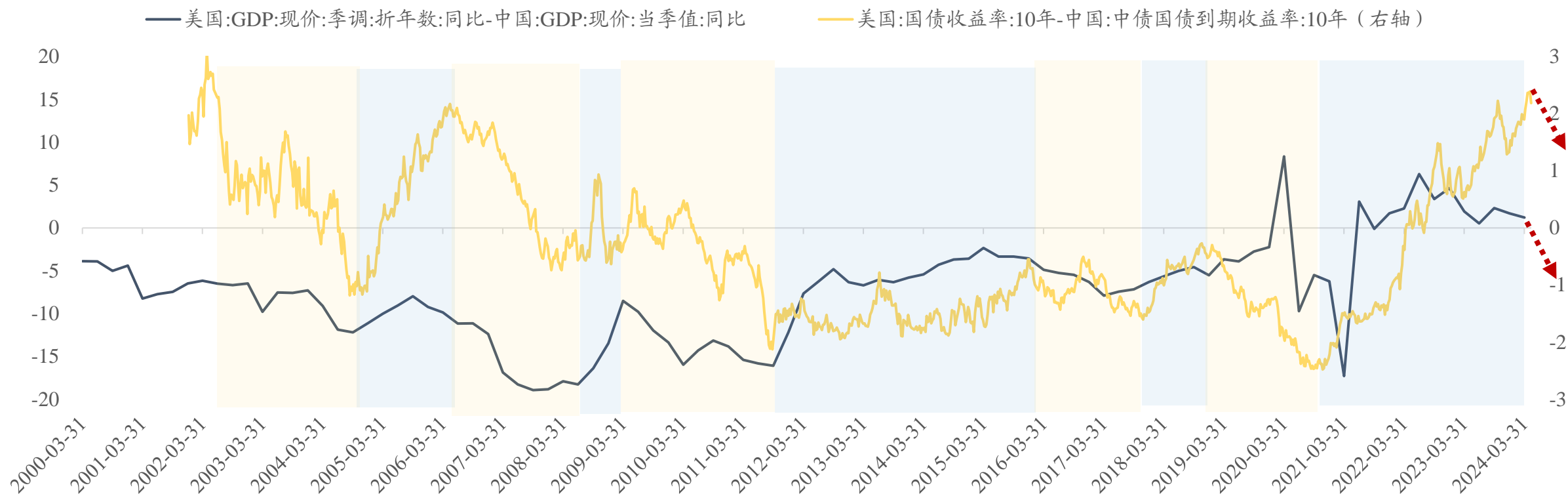
| 分类 | 内容 |
|------|---|
| ST新规 | 主板方面，对符合分红基本条件，最近三个会计年度累计现金分红总额低于年均净利润的30%，且累计分红金额低于5000万元的公司，实施ST 科创板方面，考虑到不同板块特点和公司差异情况，将分红金额绝对值标准调整为3000万 |
| 退市 | 收紧财务类退市指标，提高亏损公司营收退市指标，主板拟提高营收退市指标至3亿 |
| 上市门槛 | 将首发企业随机抽取检查的比例由5%大幅提升至20% 严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形 |



下半年名义经济的“东升西落”或将出现，有望带动中国资产价格修复

- ✓ “东升”：随着全球制造业景气周期上行及政策的逐步发力，下半年国内经济或将进一步修复，名义GDP增速有望回升。
- ✓ “西落”：通胀下行及实际增速受到金融环境紧缩的影响，美国名义经济增速的走弱或将趋势性显现。
- ✓ 展望下半年，中美名义GDP增速差或将收敛带动中美利差收窄，成为中国资产价格修复的核心因素。

图：中美名义经济增速差和利差走势（单位：%）





交易核心变量：中美名义增速差

超额收益胜负手：风格切换

行业推荐：科技股为首

风险提示

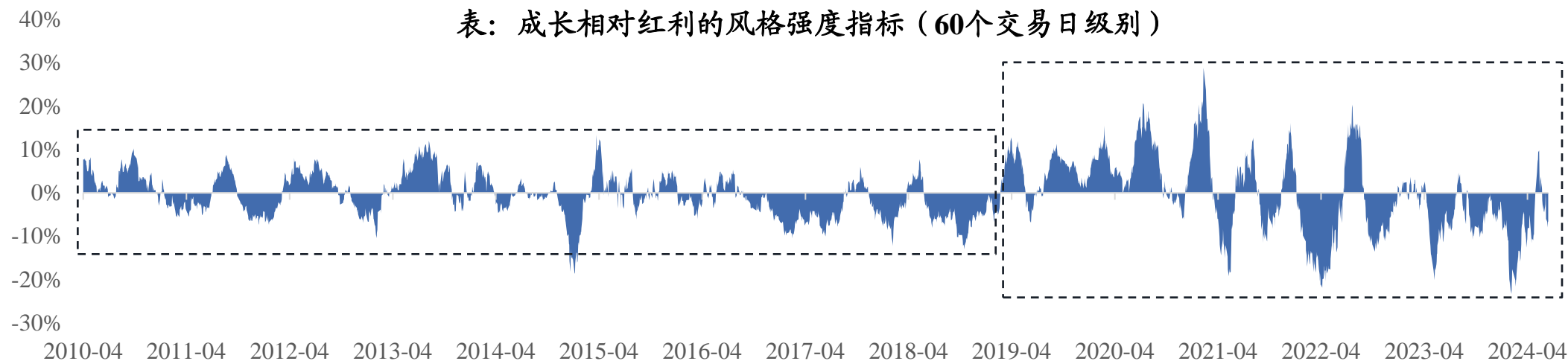
把握风格是近五年以来超额收益的最核心因素

✓ 根据我们的成长—红利轮动指标，在2019年以后，无论是60个交易日级别还是20个交易日级别，风格对超额收益的影响都远大于2019年之前。

表：成长相对红利的风格强度指标（20个交易日级别）



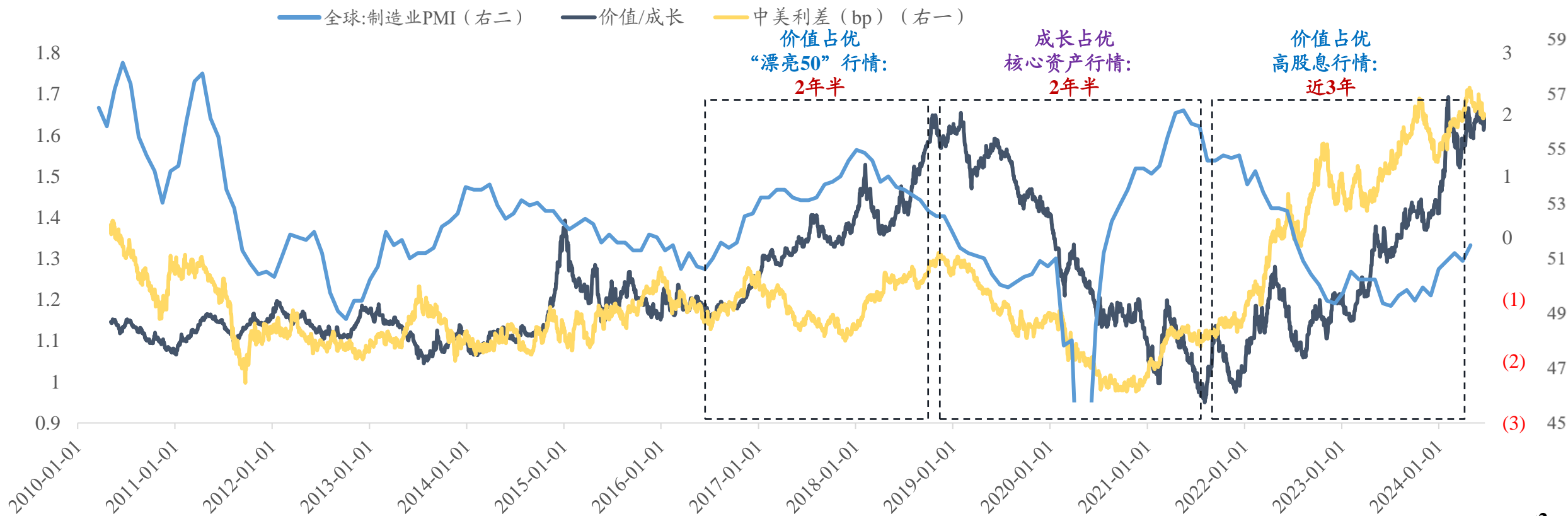
表：成长相对红利的风格强度指标（60个交易日级别）



本轮价值风格占优的持续时间已超越历史周期经验

- ✓ 过去近3年价值风格崛起的背后，是经济预期斜率不断调整下，高股息防御板块估值溢价的攀升。本轮价值风格的走高始于21年8月初，迄今已持续近3年。
- ✓ 从市场风格切换的历史经验来看，当前价值占优的行情在持续时间上已显著超过了前两轮，16-19年“漂亮50”行情和19-21年核心资产行情均持续约2年半。

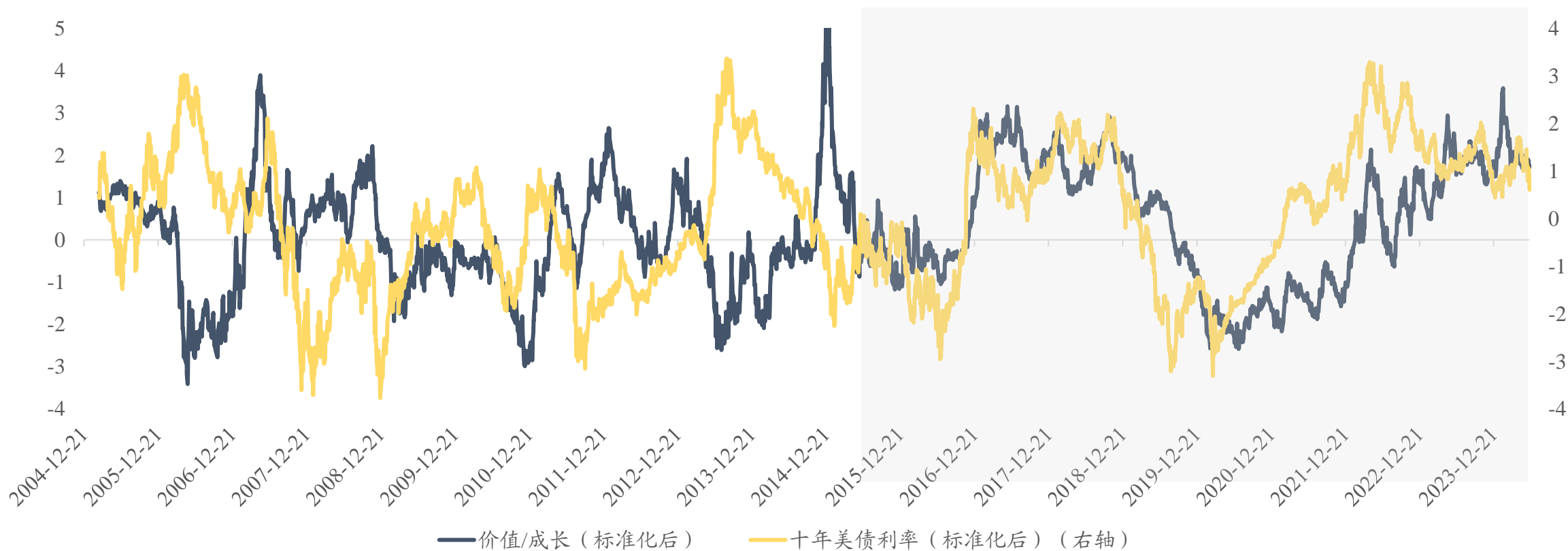
图：本轮价值风格占优在持续时间上已经超过了过去2轮（单位：倍）



美债是A股的“风格之锚”

- ✓ 2015年后，美债与A股的价值/成长风格指标呈现出高度趋同的态势。
- ✓ 2015年前，该规律并不明显，主要原因在于：陆股通开通前海外资金入市渠道较少，叠加811汇改前人民币国际化进程受限，因此早年A股风格与美债的关联性偏弱。

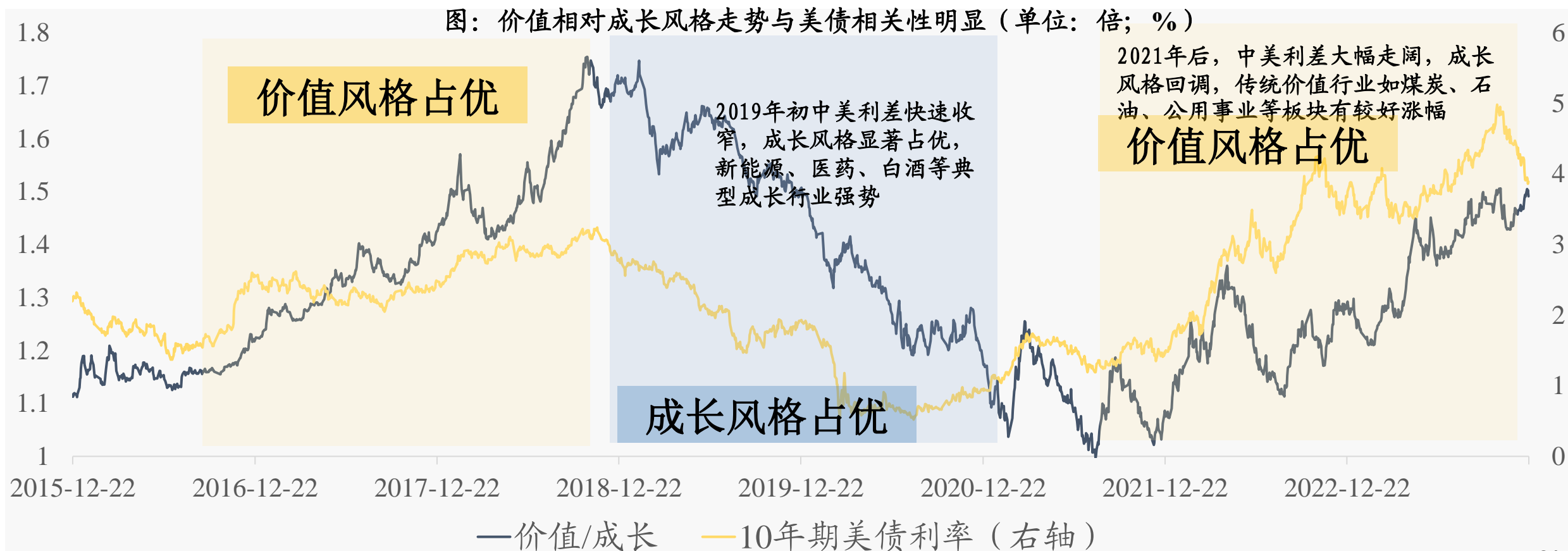
图：陆股通开放叠加811汇改后，美债利率与A股风格走势高度趋同（单位：点；%）



美债是A股的“风格之锚”

✓ 2016年以来，随着外部需求和利率波动性加大，内部需求和利率波动性降低，A股大级别风格轮动，和美债利率相关性较为明显，表现为：

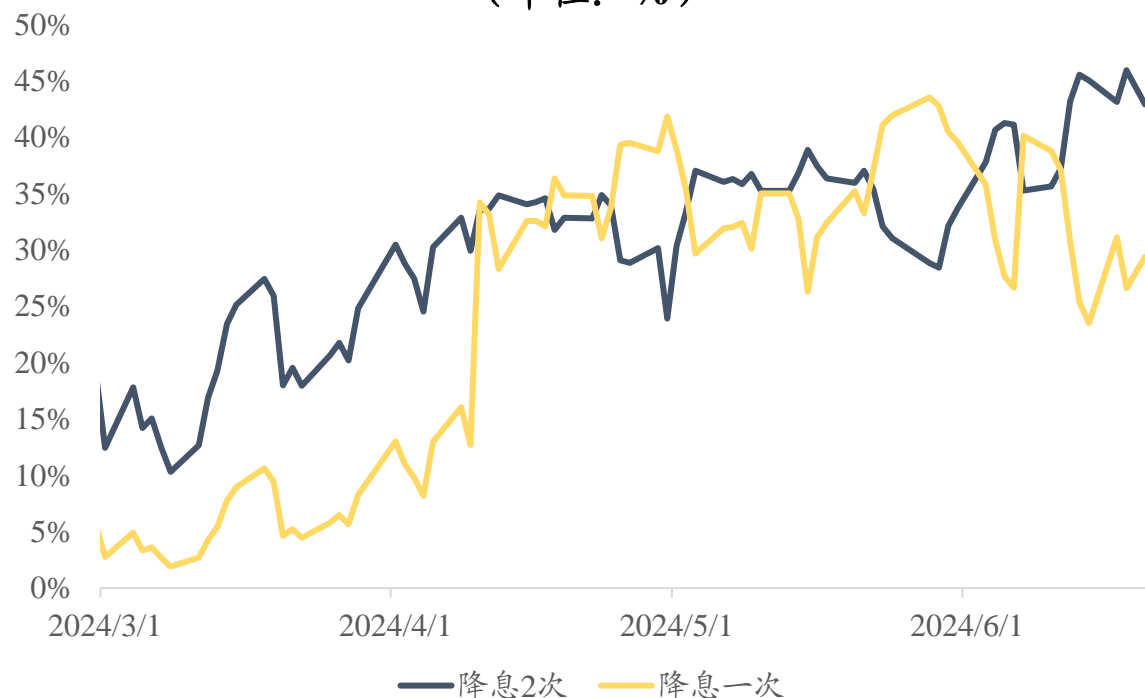
- 当美债收益率明显上行的时候，A股往往偏价值风格；
- 当美债收益率明显下行的时候，A股往往偏成长风格。



随着海外流动性宽松，成长风格有望形成新一轮主升浪

- ✓ 5月美国就业市场超预期升温、通胀韧性回落，联储6月议息会议点阵图指引偏鹰派，整体偏“纠结”。
- ✓ 但从市场交易逻辑看，美国距离开启降息周期已不遥远，降息预期的交易有望重燃。
- ✓ CME工具显示美联储24年降息2次的概率已由5月底的28%升至6月20日的43%，且近期10年期美债收益率触顶回落约30bp至4.2%左右。
- ✓ 随着海外流动性的逐步宽松，成长股的崛起“指日可待”。

图：CME工具显示，5月底以来，美联储2024年降息2次的预期提升
(单位：%)



图：随着海外流动性逐渐宽松，成长股的崛起“指日可待”
(单位：倍; bp)





交易核心变量：中美名义增速差

超额收益胜负手：风格切换

行业推荐：科技股为首

风险提示

“高水平科技自立自强”政策支持是本轮科技股行情的直接催化剂

✓ 新一轮科技革命和产业革命趋势下，科技创新能力愈发为国家重视，今年以来科技领域的支持性政策不断加码，经济工作和金融资源进一步向科技型企业倾斜，是科技股行情的关键。

图：2024年部分科技相关政策/会议梳理

| 发布时间 | 政策名称/会议名称 | 主要内容 |
|-------|----------------------------------|--|
| 6月19日 | 《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》 | 强化科创板“硬科技”定位。开展深化发行承销制度试点。优化科创板上市公司股债融资制度。更大力度支持并购重组。完善股权激励制度。完善交易机制，防范市场风险。加强科创板上市公司全链条监管。积极营造良好市场生态。 |
| 6月11日 | 《关于建设具有全球竞争力的科技创新开放环境的若干意见》 | 要坚持“走出去”和“引进来”相结合，扩大国际科技交流合作，努力构建合作共赢的伙伴关系，加强国际化科研环境建设，不断健全科技安全制度和风险防范机制。 |
| 5月16日 | 《2024年知识产权强国建设推进计划》 | 建立完善财政资助科研项目形成知识产权的声明制度，服务高水平科技自立自强，开展“检查护企”专项行动，依法严惩侵犯商业秘密犯罪，持续加强对关键核心技术，新兴产业领域知识产权保护。深入开展科技成果评价改革试点和赋予科研人员职务科技成果所有权或长期使用权试点。推进实施科技成果转化年度报告制度等。 |
| 4月19日 | 《资本市场服务科技企业高水平发展的十六项措施》 | 从首发及再融资、并购重组、境外上市、私募股权融资、债券融资、股权激励等多方位 引导资金支持不同类型和不同发展阶段的科技型企业融资发展。 |
| 4月19日 | 《关于进一步支持境外机构投资者投资境内科技型企业的若干政策措施》 | 提出 优化管理服务、加大融资支持、加强交流合作、完善退出机制 4方面16条具体措施，以促进境外机构投资者支持境内科技型企业融资发展。 |
| 4月12日 | 《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》 | 突出扶优限劣、对上市公司加强分红要求，然而其具体政策设计并非采取“一刀切”的方式，而是 对双创板块引入差异化政策 （研发投入达到目标值而分红不足的豁免“ST”）以支持“三创四新”/“硬科技”属性企业发展。 |
| 4月7日 | 央行设立科技创新和技术改造再贷款 | 额度5000亿元，利率1.75% 。人民银行表示，科技创新和技术改造再贷款的设立将有利于引导金融机构在自主决策、自担风险的前提下，向处于初创期、成长期的科技型中小企业，以及重点领域的数字化、智能化、高端化、绿色化技术改造和设备更新项目提供信贷支持。 |
| 3月24日 | 《我国支持科技创新主要税费优惠政策指引》 | 按照科技创新活动环节，从创业投资、研究与试验开发、成果转化、重点产业发展、全产业链等方面对政策进行了分类，并详细列明了每项优惠等政策类型。 |

“高水平科技自立自强”政策支持是本轮科技股行情的直接催化剂

- ✓ 7月三中全会即将召开，市场预期“国家战略科技力量布局”将获得加码，也因此对于新质生产力的关注度明显升温，而高层近期密集考察、相关行业座谈会召开也在为三中全会预热。
- ✓ 我们预计，“新质生产力”是三中全会的核心内容，也是接下来政策的发力重心。

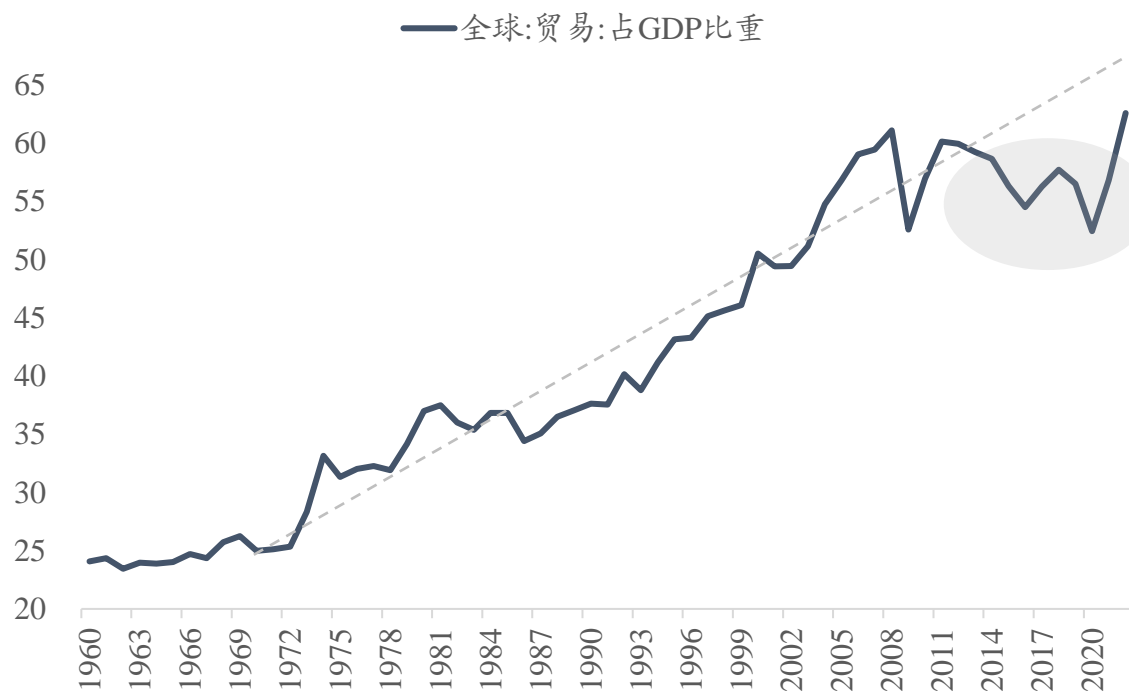
图：高层近期密集调研中，“科技”浓度较高

| 高层领导 | 会议/调研地点 | 时间 | 相关主题/内容 | 公司/机构 |
|------|----------|------|---------------------------------|--------------------------|
| 习近平 | 企业和专家座谈会 | 5.23 | 发展风险投资、用科技改造提升传统产业 | - |
| 李强 | 北京 | 3.13 | 推进科技创新和产业创新深度融合，加快塑造高质量发展新动能新优势 | 北方华创 北京智源人工智能研究院 |
| 李强 | 安徽 | 5.1 | 把握科技革命和产业变革趋势，着力提高创新驱动发展能力 | 中国科学技术大学 安徽叉车集团有限责任公司 |
| 丁薛祥 | 辽宁 | 5.9 | 强化科技创新和产业创新深度融合，积极培育和发展新质生产力 | 大连理工大学 辽宁材料实验室 |

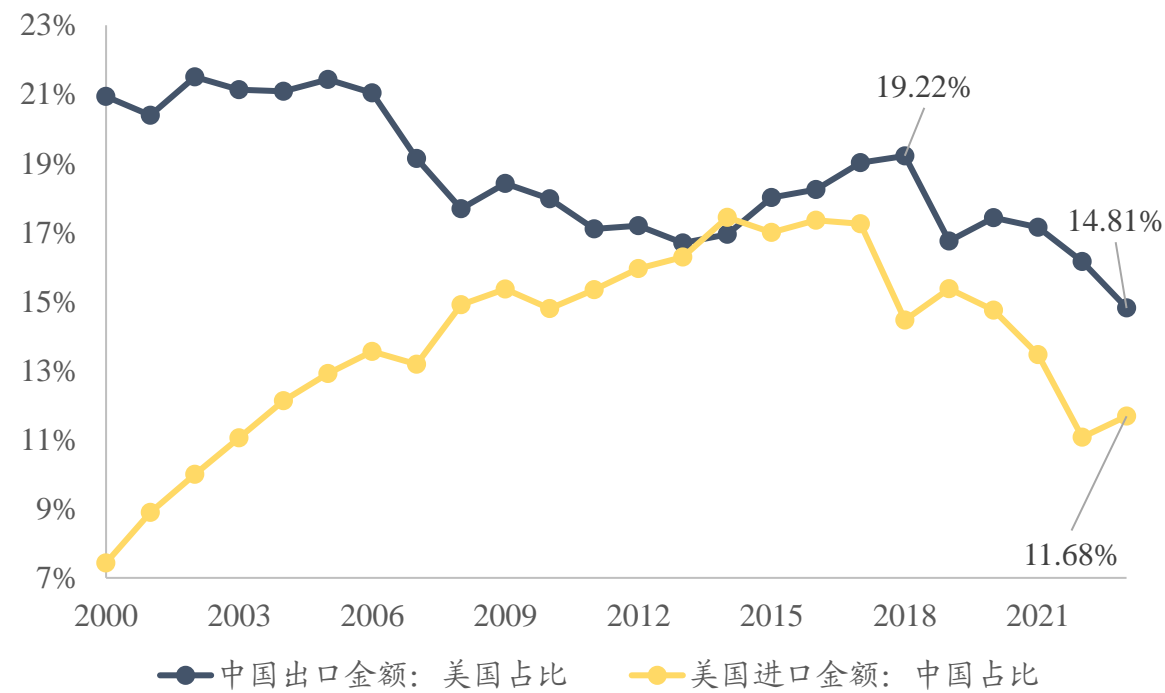
政策持续发力，背后是逆全球化和大国博弈的宏观背景

- ✓ 08年以来全球化进程显著放缓，“逆全球化”趋势加剧，我国生产活动中贸易比重逐步回落。
- ✓ 世界范围内贸易保护主义和单边主义抬头、地缘冲突加剧，围绕前沿领域的大国竞赛日趋激烈，商品生产思路开始由“全球分工”转变为“自主可控”。
- ✓ 面对高科技封锁威胁，我国提升产业链韧性和供应链安全刻不容缓，唯有着力“补齐短板”、攻破高新技术，才能够实现科技产业链自主可控，政策端的持续发力值得期待。

图：1970至2008年间，全球贸易开放程度趋势性向上（单位：%）



图：2018年以来，中国对美国出口占比显著下行（单位：%）



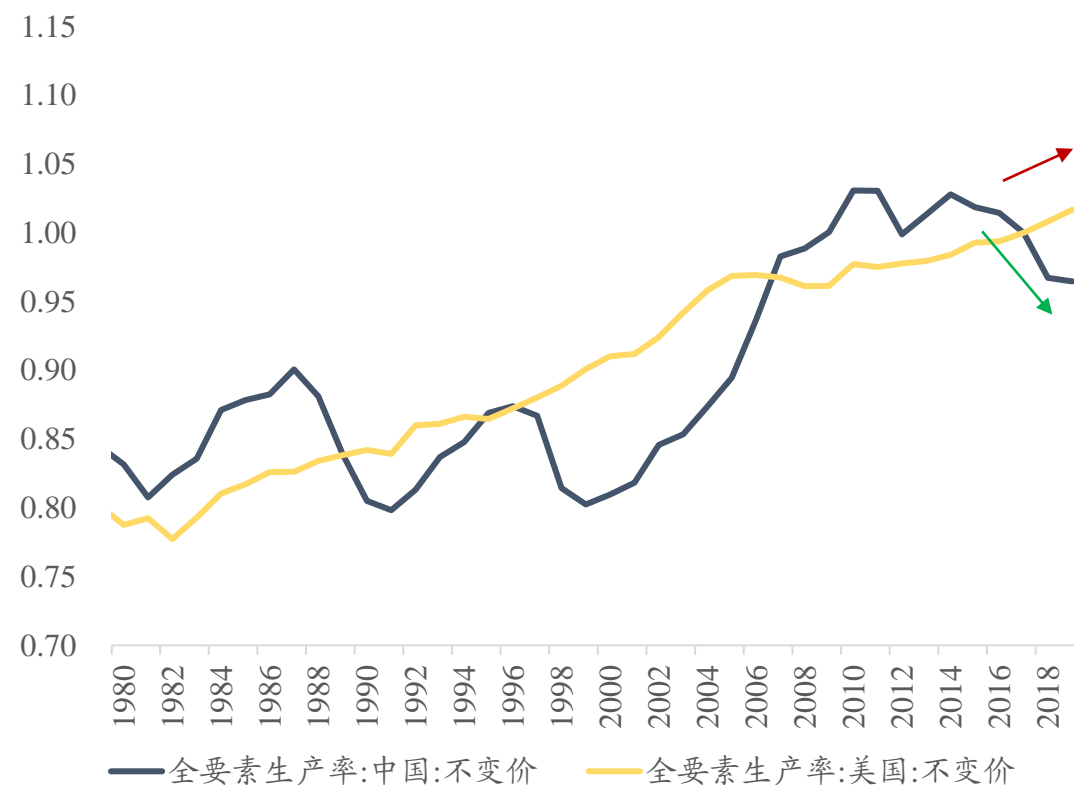
全要素生产率的提升或为破局的关键

- ✓ 我国经济增速中枢经历多轮调整，内需波动性趋于收敛，国内地产和基建等助推经济增长的传统引擎逐渐“熄火”，需要依靠高新技术产业来提升社会的全要素生产率，推动经济发展。
- ✓ 新旧动能的切换、科技创新的加强、全要素生产率的提升或为破局的关键，政策端持续发力存在总量层面的必要性。

图：我国经济增速中枢经历多轮调整（单位：%）



图：全要素生产率的提升或为破局的关键（单位：倍）



从交易层面看，科技股符合市场偏好，估值具备性价比

- ✓ 科技股属于政策催化且有独立产业逻辑、对内需波动性相对“不敏感”的品种，符合今年以来市场一贯的交易偏好。
- ✓ 从估值来看，科创50相对万得全A的PB(LF)在5月末来到低点，接近均值-2倍标准差的位置，配置性价比凸显。

图：科创50相对万得全A估值变化（单位：倍）



建议关注：优势制造业、“卡脖子”环节、前沿新兴/未来产业、数字经济

✓ 建议关注中国具有领先优势的先进制造业、“卡脖子”环节的国产突破、“前沿新兴产业及未来产业”以及“数字经济”重要分支。

图：2024年政府工作报告对于新质生产力的描述

| “加快发展新质生产力”成为2024政府工作报告任务之首 | |
|-----------------------------|--|
| 抓手1：推动产业链供应链优化升级 | |
| 制造业 | 重点产业链高质量发展：着力补齐短板、拉长长板、锻造新板，增强产业链供应链韧性和竞争力 技术改造升级工程：推动传统产业 高端化、智能化、绿色化 转型 |
| 服务业 | 加快发展现代生产性服务业 |
| 抓手2：积极培育新兴产业和未来产业 | |
| 促进战略性新兴产业融合集群发展 | ①巩固扩大 智能网联新能源汽车 等产业领先优势 ②加快前沿 新兴氢能、新材料、创新药 等产业发展 ③积极打造 生物制造、商业航天、低空经济 等新增长引擎 |
| 制定未来产业发展规划 | 开辟 量子技术、生命科学 等新赛道，创建一批未来产业先导区 |
| 抓手3：深入推进数字经济创新发展 | |
| 积极推进数字产业化 | 深化大数据、人工智能等研发应用，开展“人工智能+”行动，打造具有国际竞争力的数字产业集群 健全 数据基础制度 ，大力推动 数据开发开放和流通使用 适度超前建设 数字基础设施 ，加快形成 全国一体化算力体系 |
| 积极推进产业数字化 | 实施制造业数字化转型行动，加快 工业互联网规模化应用 推进服务业数字化，建设智慧城市、数字乡村 深入开展中小企业数字化赋能专项行动 |

2024年政府工作报告的描述

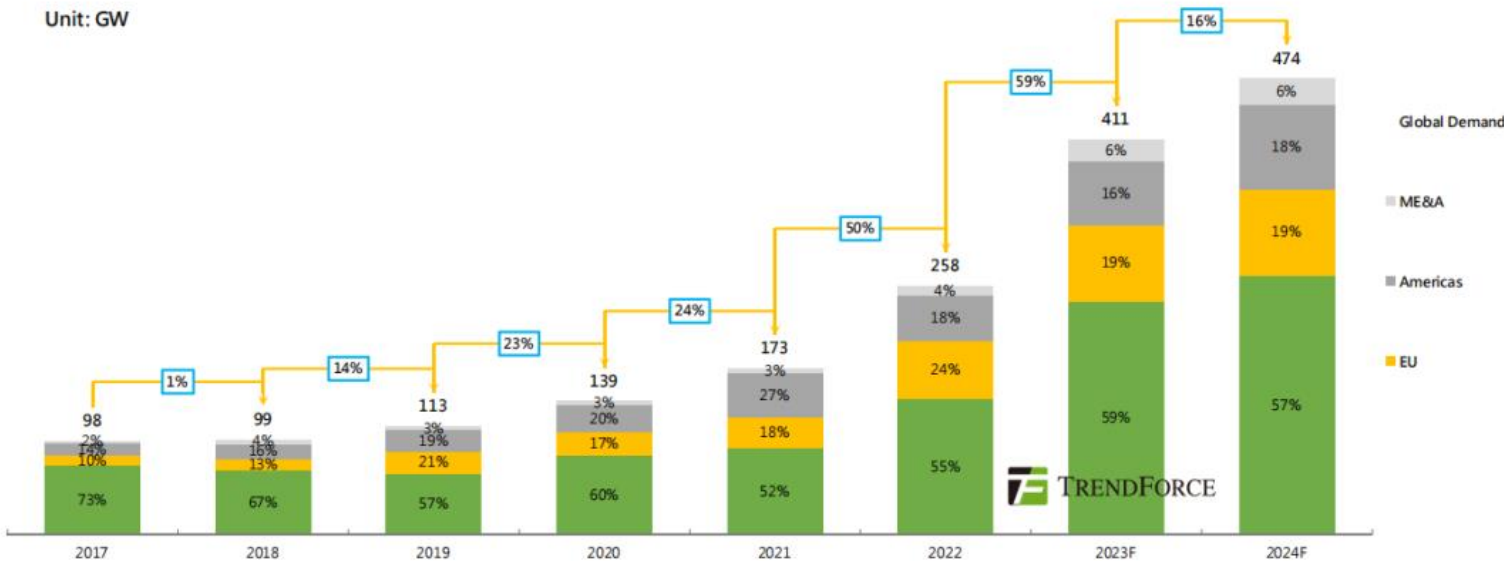
建议关注一：具有领先优势的先进制造业

✓ 优势制造业方面，建议关注光伏、锂电、新能源车产业链，以及成熟制程晶圆代工、显示面板、无人机、机床、工程机械、船舶等。

- 凭借新能源领域的深厚积累，有望在船舶、叉车等行业的“绿色智能化”趋势下实现弯道超车。
- 部分出现结构性产能过剩的产业，需求侧稳健增长，随供给侧产能去化，可把握竞争格局改善、产业链价格修复带来的投资机会。

图：2024年全球光伏装机增速回归理性

Unit: GW



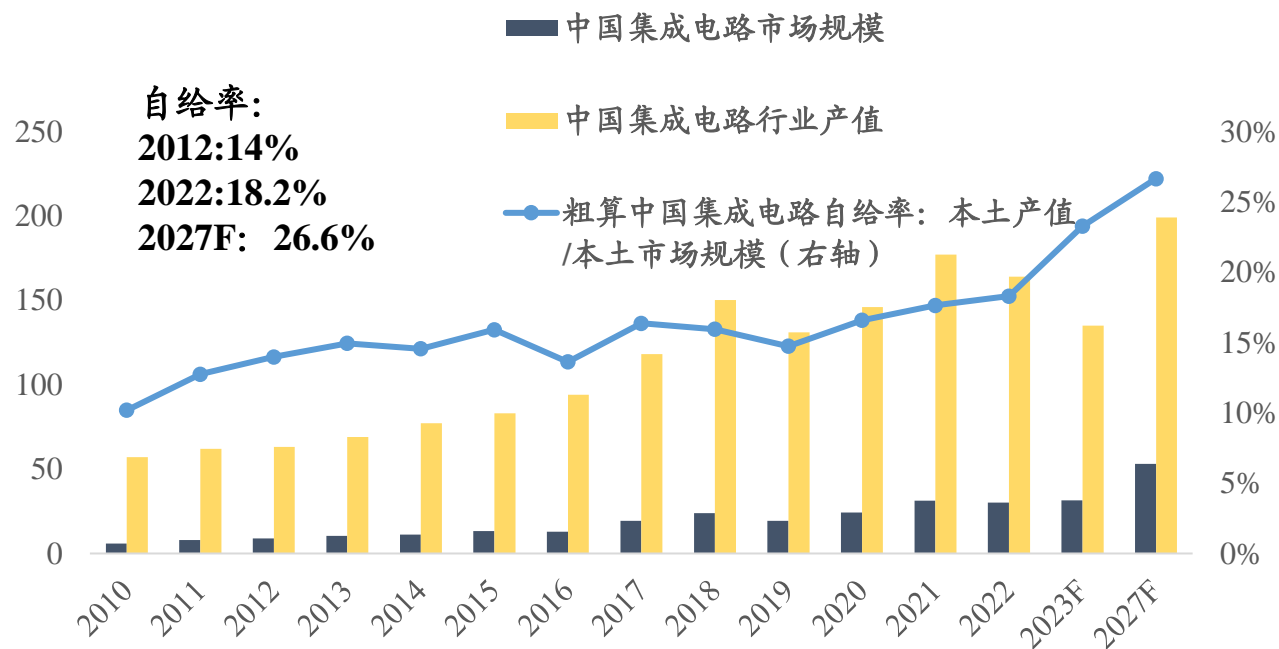
图：近期光伏、锂电“供给侧治理”动态

| 日期 | 部门/机构 | 内容 |
|-----------|----------|--|
| 2024/5/8 | 工信部 | 工业和信息化部发布《锂电池行业规范条件（2024年本）》（征求意见稿）和《锂电池行业规范公告管理办法（2024年本）》（征求意见稿）。引导企业减少单纯扩大产能的制造项目，加强技术创新、提高产品质量、降低生产成本。新建和改扩建多晶硅制造项目，最低资本金比例为30%，其他新建和改扩建光伏制造项目，最低资本金比例为20%。 |
| 2024/5/17 | 中国光伏行业协会 | 中国光伏行业协会近日在北京组织召开“光伏行业高质量发展座谈会”。会议指出，充分发挥好政府有形手的作用，包括优化光伏制造行业管理政策对行业产能建设的指导作用，提升关键技术指标；规范管理地方政府的招商引资政策，建立全国统一大市场；适应光伏技术迭代速度快的特点，建立有效的知识产权保护措施；鼓励行业兼并重组，畅通市场退出机制；加强对于低于成本价格销售恶性竞争的打击力度；保障国内光伏市场稳定增长，探索通过示范项目支持先进技术应用，转变低价中标局面等。 |

建议关注二：“卡脖子”环节国产突破

- ✓ 中美科技博弈持续演绎下，“卡脖子”相关领域产业政策战略高度和资金支持力度有保障。
- ✓ “卡脖子”环节政策战略地位高、资金支持力度大，2大思路寻找投资机会：
 - 当前我国尚未打破技术壁垒但有破局可能性的赛道：新突破对市场信心的提振作用明显
 - 相关产品逐渐实现自主可控、正在加速国产渗透的细分：政策推动下，享受国产化率提升的高斜率
- ✓ 建议关注芯片制造端、工业、军工、医疗等高端制造领域核心技术环节，以及信创浪潮下的细分品种。

图：根据TechInsights的数据，2027年的芯片自给率预计为26.6%



图：尚未实现自主可控的核心技术环节举例

| | |
|---------|------------------------------|
| 集成电路 | 光刻机、关键设备零部件、光刻胶、EDA等 |
| 工业领域 | 高端工业软件如PLC系统、高端数控机床的和新材料和零部件 |
| 集成电路 | 大飞机、高水平重型燃气轮机等 |
| 多下游精密仪器 | 高端电子测试测量仪器、高端分析仪 |

建议关注三：前沿新兴产业及未来产业

- ✓ “新兴产业及未来产业”是“发展新质生产力”的三大抓手之一。依据政府工作报告，新兴产业可以拆分为目前我国已经具有领先优势的先进制造业，和有望成为经济新增长引擎的前沿新兴产业。
- ✓ 前沿新兴产业方面需关注新材料、创新药、商业航天、低空经济、北斗卫星等领域；
- ✓ 同时“未来产业”方面，需要关注量子技术、生命科学相关赛道。

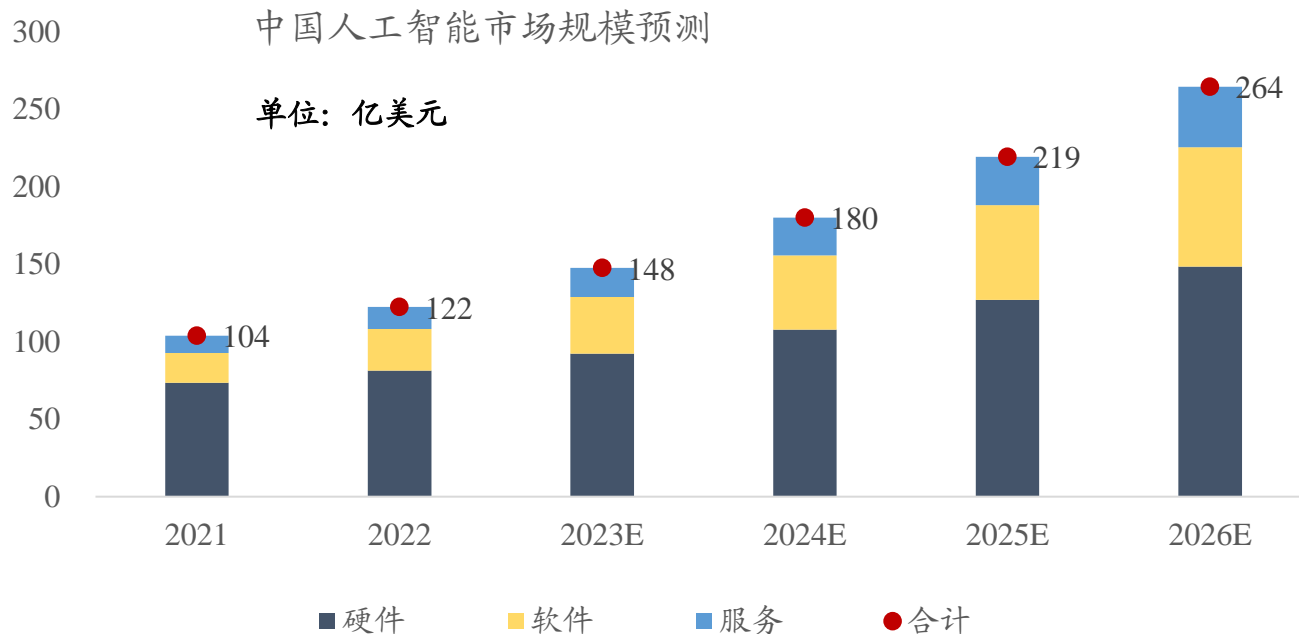
图：新质生产力三大抓手及细分行业

| 新质生产力抓手 | 具体细分行业、领域 |
|---------------|--|
| 推动产业链供应链优化升级 | <p>产业链供应韧性：“卡脖子”技术突破方向，芯片制造产业链的先进制程核心前道设备、高端半导体材料；工业领域的高端工业软件；用于科研和生产的电子测试测量仪器、高端分析仪器等核心技术环节</p> <p>传统行业高端化、智能化、绿色化：数控机床、工业机器人智能化、智能电网等，还包括清洁能源在各领域的应用如绿色船舶、叉车电动化</p> |
| 积极培育新兴产业和未来产业 | <p>新兴产业：智能网联新能源汽车、包括新兴氢能在内的新能源、新材料、生物制造、商业航天、低空经济、新一代信息技术、高端装备、绿色环保、船舶与海洋工程装备</p> <p>未来产业：元宇宙、脑机接口、量子信息、人形机器人、生成式人工智能、生物制造、未来显示、未来网络、新型储能</p> |
| 深入推进数字经济创新发展 | <p>数字产业化：数据基础设施建设、数据供给/流通应用/安全等环节；人工智能产业链上游数据的供给/流通/应用/安全，中游大模型能力的发展，以及基础设施端算力产业链的AI芯片、光通信、服务器</p> <p>产业数字化：“数据要素×”和“人工智能+”，即数字技术、人工智能在各行各业的垂类应用如工业互联网、金融科技、智慧交通、数字乡村等</p> <p>数字技术和实体经济深度融合：</p> <p>数字技术的载体/智能交互终端：AIPC、AI手机，“具身智能”人形机器人、XR设备</p> |

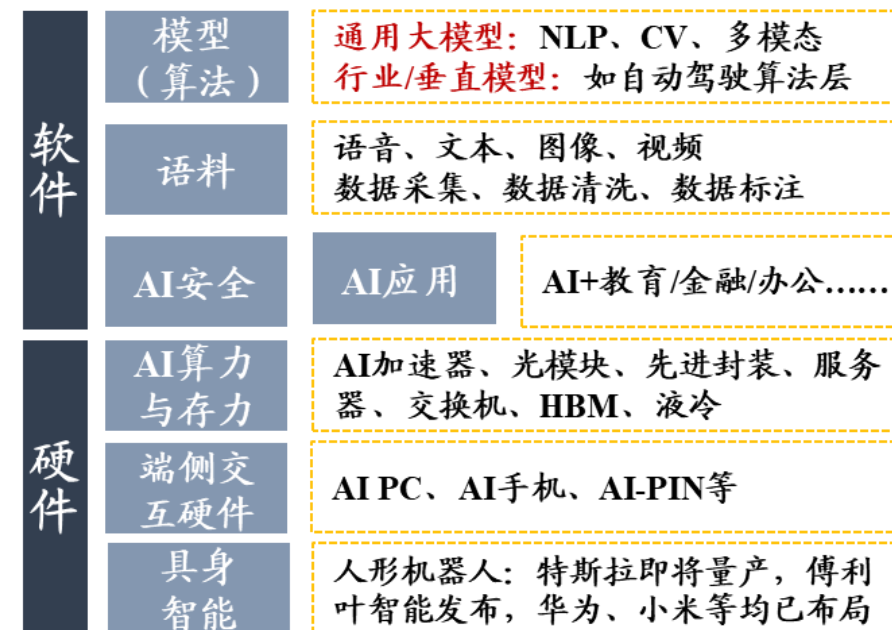
建议关注四：“数字经济”重要分支

- ✓ 数字经济为“新质生产力”另一大抓手，分为数字产业化和产业数字化两大方向。
- ✓ 数字产业化方面，关注人工智能产业链上游数据的供给/流通/应用/安全，中游大模型能力的发展，以及基础设施端算力产业链的AI芯片、光通信、服务器等；
- ✓ 产业数字化方面，各行业垂类应用如工业互联网、金融科技、智慧交通等值得重点关注；
- ✓ 促进数字技术和实体经济深度融合趋势下，各类智能电子设备，包括AIPC、AI手机，以及未来有望成为新一代智能交互终端的“具身智能”人形机器人、XR设备等均将迎来重要发展机遇。

图：IDC预计大模型等将带动中国AI市场规模2026年超264亿美元



图：AI产业链相关环节



细分赛道一：半导体—中美博弈激烈，政策层面大力支持

- ✓ 半导体领域，中美科技博弈日益激烈，拜登政府不断扩大我国获取AI芯片的限制范围，我国突破芯片制造领域的薄弱环节必要性不断强化。
- ✓ “大基金三期”超预期的3440亿元注册资本规模印证了国家政策层面的支持力度，其中国有六大行出资1140亿元。

图：美国“实体清单”持续扩容，涉及我国多个重要半导体企业

| 时间 | 被列入“实体清单”的半导体企业（部分） |
|-------------|---------------------|
| 2024年5月11日 | 中电科芯片 |
| | 北京量子信息科学研究院 |
| 2023年10月17日 | 本源量子 |
| | 壁仞科技 |
| | 光线云 |
| | 摩尔线程 |
| | 超燃半导体 |
| | 苏州芯延 |
| 2023年3月3日 | 新德科技 |
| | 龙芯中科 |
| 2022年12月16日 | 长江存储 |
| | 上海微电子 |
| | 兆芯电子 |
| | 鹏芯微集成 |
| | 上海集成电路研发中心 |
| 2021年11月25日 | 中科微电子 |
| | 新华三半导体 |
| | 云芯微电子 |
| | 湖南国科微电子 |
| 2021年7月9日 | 华澜微电子 |
| | 金卓科技 |
| 2020年12月18日 | 中芯国际 |

图：“国家大基金三期”股东持股比例

| 序号 | 股东名称 | 持股比例 |
|----|----------------|--------|
| 1 | 中华人民共和国财政部 | 17.44% |
| 2 | 国开金融有限责任公司 | 10.47% |
| 3 | 上海国盛（集团）有限公司 | 8.72% |
| 4 | 中国农业银行股份有限公司 | 6.25% |
| 5 | 中国建设银行股份有限公司 | 6.25% |
| 6 | 中国工商银行股份有限公司 | 6.25% |
| 7 | 中国银行股份有限公司 | 6.25% |
| 8 | 北京亦庄国际投资发展有限公司 | 5.81% |
| 9 | 交通银行股份有限公司 | 5.81% |
| 10 | 深圳市鲲鹏股权投资有限公司 | 4.94% |
| 11 | 北京国谊医院有限公司 | 4.36% |
| 12 | 中国诚通控股有限公司 | 2.91% |
| 13 | 国家开发投资集团有限公司 | 2.91% |
| 14 | 中国烟草总公司 | 2.91% |
| 15 | 广州产业投资母基金公司 | 2.62% |
| 16 | 中国邮政储蓄银行股份有限公司 | 2.33% |
| 17 | 华润投资创业（天津）有限公司 | 1.45% |
| 18 | 中移资本控股有限责任公司 | 1.16% |
| 19 | 广东粤财投资控股有限公司 | 1.16% |

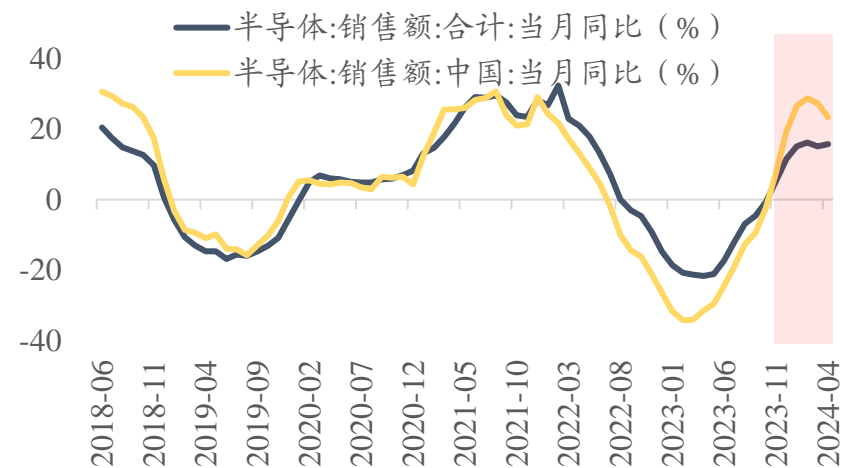
细分赛道一：半导体—诸多产业数据持续验证半导体已经进入复苏周期

✓ 半导体周期回暖切实发生，诸多产业数据持续验证半导体已经进入复苏周期。

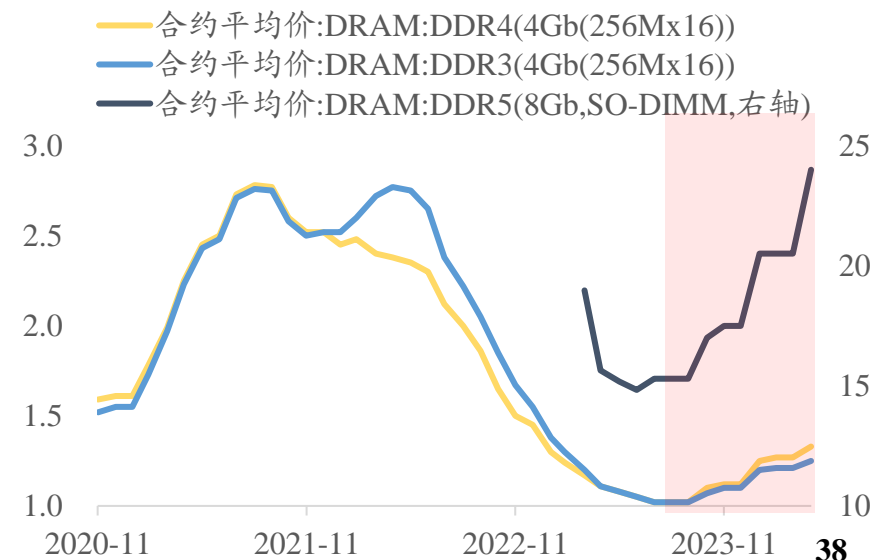
- 2023年下半年，存储作为半导体先周期品种价格底部拐点出现，全球及中国半导体销售额同比转正。
- 从2024Q1业绩看，（泛）半导体多数分支已经实现盈利修复，板块归母净利润同比增速转正。
- 世界半导体贸易统计组织将今年全球半导体市场同比预期由年初的13.1%上调至16%。

✓ 建议关注“卡脖子”领域，及AI拉动的存储、先进封装等板块。

图：2023年11月起，半导体销售额同比增速转正



图：2023H2，DRAM合约价格迎反弹（单位：美元）



| 归属母公司股东的净利润合计(同比增长率, %) | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024Q1 |
|-------------------------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|--------|--------|
| SW半导体 | 144 | -20 | -37 | 33 | 31 | -14 | -52 | -1 | 18 | 72 | 106 | 119 | -15 | -49 | 1 |
| SW分立器件 | 118 | 7 | -55 | -15 | 22 | -32 | 80 | 37 | -3 | -54 | 85 | 209 | -11 | -34 | -52 |
| SW半导体材料 | 153 | 35 | -84 | 274 | -8 | -5 | 186 | 39 | 63 | 20 | 70 | 47 | 16 | -33 | -41 |
| SW数字芯片设计 | 29 | -35 | -8 | 11 | 13 | -3 | -165 | -194 | 189 | 24 | 179 | 160 | -31 | -68 | 223 |
| SW模拟芯片设计 | 109 | 91 | 5 | 21 | -4 | 32 | -26 | 20 | -17 | 156 | 8 | 68 | -68 | -93 | 74 |
| SW集成电路制造 | | | | | | | | | | | 138 | 140 | 11 | -66 | -73 |
| SW集成电路封测 | 83 | -57 | -13 | 60 | 82 | -24 | 26 | 41 | -123 | 286 | 422 | 90 | -23 | -53 | 160 |
| SW半导体设备 | | | | | | | | | | | | 81 | 74 | 30 | 26 |
| SW元件 | 77 | -6 | -25 | 16 | 4 | 5 | 46 | 3 | 41 | -21 | 48 | 31 | -6 | -23 | 30 |
| SW印制电路板 | 44 | -11 | -34 | 18 | 15 | -15 | 66 | 12 | 45 | 6 | 10 | 21 | 2 | -30 | 37 |
| SW被动元件 | 156 | 1 | -11 | 15 | -5 | 20 | 35 | -7 | 32 | -73 | 365 | 64 | -26 | -2 | 15 |
| SW光学光电子 | 104 | 214 | -63 | 225 | -1 | 1 | 53 | 46 | -93 | 6 | 77 | 381 | -106 | -1,732 | 131 |
| SW面板 | 86 | 363 | 154 | 1,180 | -25 | 3 | 71 | 71 | -102 | -70 | 304 | 463 | 100 | 980 | 96 |
| SWLED | 220 | 43 | -31 | 12 | 45 | 3 | 39 | 22 | -96 | 440 | 25 | 155 | -61 | -17 | 25 |
| SW光学元件 | 42 | -29 | 216 | 37 | 12 | -16 | 30 | 34 | -71 | 134 | -104 | -520 | -168 | 104 | 201 |

细分赛道二：自动驾驶—政策环节陆续打通，自动驾驶正加速向更高级别演进

- ✓ **单车智能方面**，FSD入华有望拉动T链智驾系统供应商终端需求，且有望倒逼国内车企提升竞争力；6月4日，工信部等四部门宣布有序开展智能网联汽车准入和上路通行试点，并研究确定了9个进入试点的联合体，包括长安汽车、比亚迪等。
- ✓ **车路协同方面**，近期北京、内蒙古、深圳、福州等地车路云一体化项目布局持续更新，其中北京市车路云投资规模接近百亿。
- ✓ **建议关注单车智驾系统渗透节奏以及路端智慧交通基础设施建设进展，把握相关环节投资机会。**

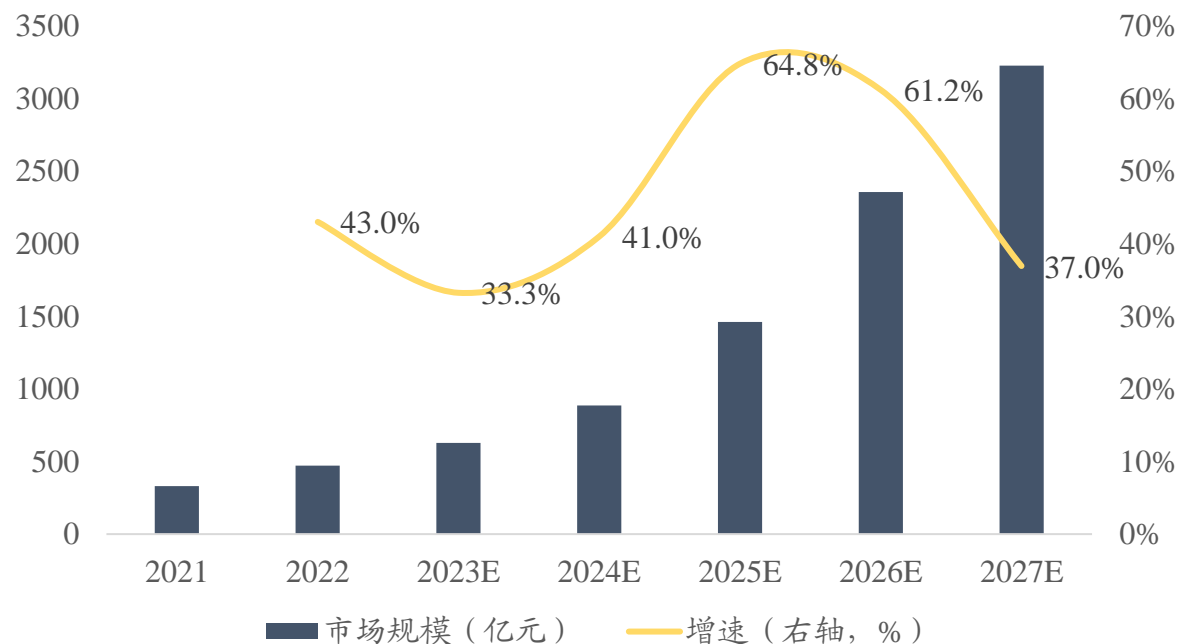
图：车路协同项目建设加速推进

| 时间 | 省份/部门 | 政策/动向 |
|------------|---------|--|
| 2024年1月15日 | 工信部等五部门 | 《关于开展智能网联汽车“车路云一体化”应用试点工作的通知》 |
| 2024年2月26日 | 天津 | 天津市首条智能网联汽车示范应用线路上线 |
| 2024年4月10日 | 京津冀 | 京津冀首条智能网联汽车测试高速开放 |
| 2024年5月6日 | 上海 | 上海将加快建设全球领先的高级别自动驾驶引领区 |
| 2024年5月31日 | 北京市 | 《北京市车路云一体化新型基础设施建设项目（初步设计、施工图设计）招标公告》 |
| 2024年6月4日 | 深圳市 | 深圳市交通运输局党组成员、副局长徐炜发表《构建全国自动驾驶最开放城市打造无人车新质经济发展高地》演讲 |
| 2024年6月3日 | 福州市 | 福州智能网联车路云一体化启动区示范建设审批类项目公示 |
| 2024年6月4日 | 内蒙古鄂尔多斯 | 鄂尔多斯市新能源智能网联汽车车路云一体化应用示范项目已成功获得备案。 |

细分赛道三：信创—需求复苏已经“有迹可循”

- ✓ 根据艾瑞预测，我国信创市场规模23-24年仍将保持30%以上的年增长，并预期2025年恢复高增速，于2026年突破2000亿。
- ✓ 资金：今年5月17日和6月7日披露发行的超长期特别国债将“专项用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设”，或意味着“自主可控”属性较强的信创产业在采购资金面将迎来压力释放。
- ✓ 政策：今年5月20日新一期信创国测结果公布，CPU、桌面操作系统、服务器操作系统均有新增，便于为党政机关等甲方依据标准推进项目采购，信创需求有望复苏。
- ✓ 产业：Q2以来金融信创动态密集，市场关注度提升。可关注信创浪潮中的中间件、操作系统、CPU。

图：信创市场规模预计保持高增长（亿元：%）



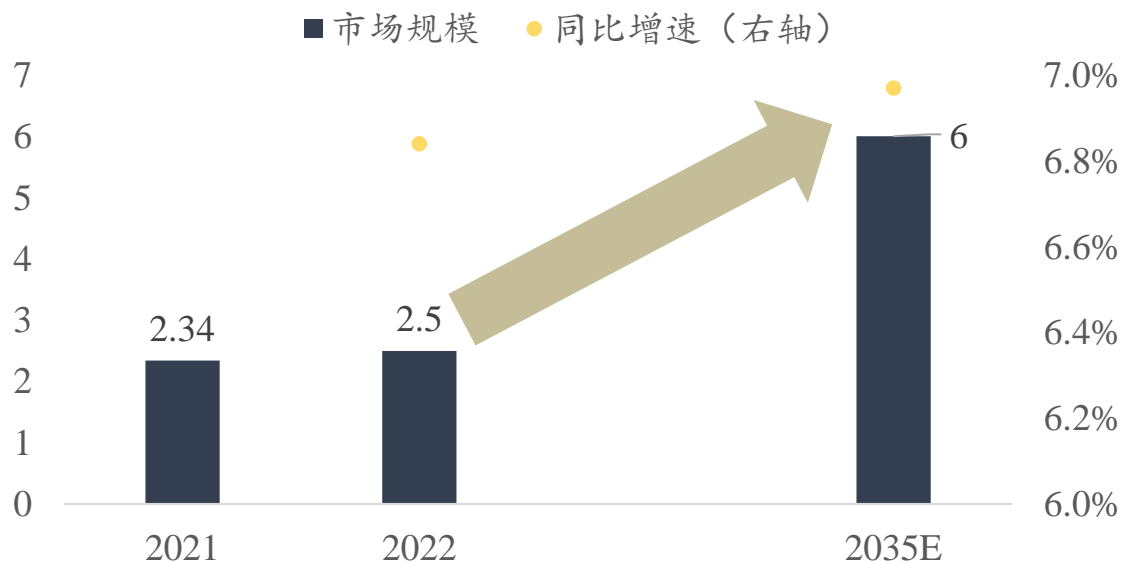
图：今年Q2以来金融信创动态密集

| 日期 | 动态 |
|-------|--|
| 5月8日 | 顶点软件的新一代A5场外交易系统在海通证券成功上线 |
| 5月12日 | 长亮科技与广发银行股份有限公司携手打造的国产化全行总账管理系统成功切换，金融领域软硬件系统自主可控加速推进中 |
| 6月12日 | 新股达梦数据上市，作为国内自研数据库龙头，有望提升市场对于信创产业进展的关注度。 |

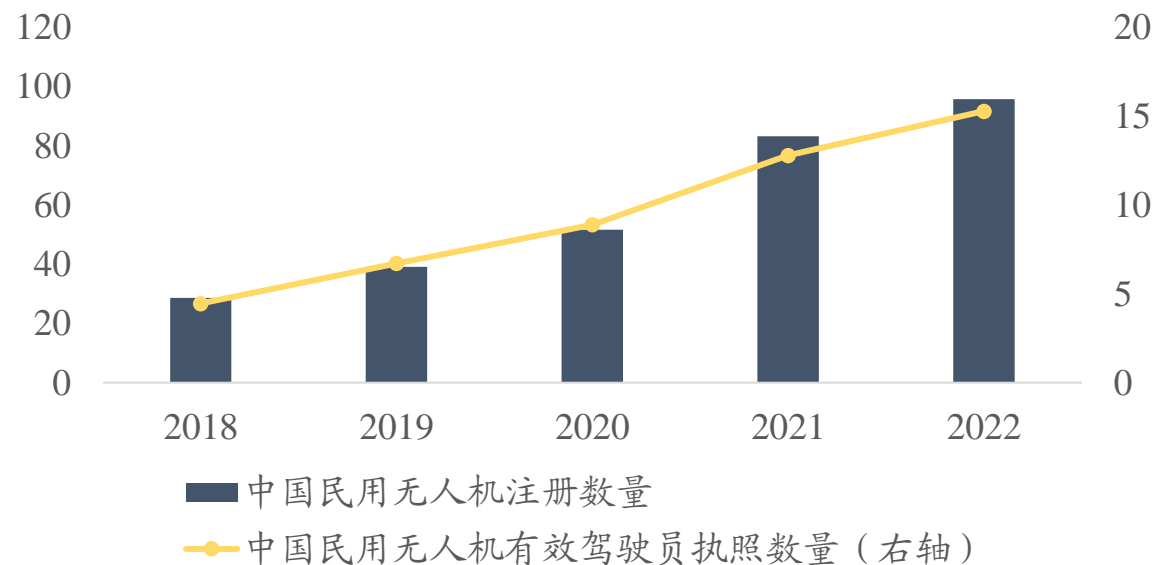
细分赛道四：低空经济—央地政策密集加码，“低空经济元年”开启

- ✓ 在去年末中央经济工作会议以及今年2024政府工作报告当中，“低空经济”作为“战略新兴产业”的一部分，两度出现在政府“发展新质生产力”的工作任务当中。
- ✓ 4-5月，各地陆续出台低空经济发展的支持性文件，地方低空经济产业政策落地明显提速。
- ✓ 我国低空经济成长迅速，在无人机领域领先全球，eVTOL商业化进展迅速。截至2023年底，深圳消费类无人机在全球市场占比达74%。
- ✓ 长期看，我国低空经济有望成为万亿级别蓝海市场。中央的规划纲要中明确，预期到2035年国家低空经济的产业规模达6万亿元，10余年时间约有3.5万亿元增长空间。

图：2035年我国低空经济规模将达6万亿（单位：亿元，%）



图：我国民用无人机注册数量（单位：万架，万本）



■ 风格决定胜负，科技成长崛起

下半年，A股交易的核心逻辑仍是中美名义增速差的收敛。名义经济的“东升西落”将带动中美利差收窄，从而对A股盈利和估值的上行起到推动作用。我们判断，下半年获取超额收益的关键在于对风格的把握，成长风格有望崛起，尤其看好科技成长。

- **交易核心变量：中美名义增速差。**展望下半年，中美名义增速差有望收敛带动中美利差收窄，成为中国资产价格修复的核心因素。一方面美国消费疲弱迹象显现，通胀韧性回落，美国名义经济增速的走弱或将趋势性显现；另一方面，全球制造业上行周期中，外需的修复叠加政策发力将助推国内经济向好，A股新的投资框架应摒弃中国信用周期，转为全球制造业和货币周期框架。名义经济的“东升西落”将带动中美利差收窄，成为中国资产价格修复的核心因素。
- **超额收益胜负手：风格切换。**2019年以后，风格对超额收益的影响远大于2019年之前。过去近3年价值风格崛起的背后，是经济预期斜率不断调整下，高股息防御板块估值溢价的攀升，本轮市场风格周期在持续时间上已显著超越了过去两轮。随着海外流动性的逐步宽松，成长风格有望占优。
- **行业推荐：科技股为首。**在市场风格切换的关键阶段，政策持续助力下，科技股有望“乘势而上”。政策持续发力，背后是逆全球化和大国博弈的宏观背景。从交易层面看，科技股符合市场偏好，估值具备性价比。建议关注：优势制造业、“卡脖子”环节、“前沿新兴产业及未来产业”、数字经济。重点关注半导体、自动驾驶、信创、低空经济等赛道。



交易核心变量：中美名义增速差

超额收益胜负手：风格切换

行业推荐：科技股为首

风险提示

- 经济复苏不及预期：经济复苏不及预期可能会加剧市场不确定性；
- 海外降息不及预期：或将影响国内进出口及相关产业链；
- 地缘政治事件黑天鹅：地缘政治风险或使国内外局势趋于紧张。

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

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

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），北交所基准指数为北证50指数，具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于基准5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对基准-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于基准5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园