

宏观金融 期指

策略研究·专题

中国国际期货·研发产品系列 2023 年 11 月 8 日 星期三

新一轮投资会给 A 股市场哪些板块带来机会？

内容摘要：

从提高赤字率这个动作看，政府在 2024 年的积极财政政策仍会延续。提高的赤字部分除了再继续通过增加专款专用的“类”特别国债以外，我们认为很大可能还会用于民生补贴、消费补贴、增加教育、科技、高科技产业等方面投资，以此来进一步提升更广泛的消费需求。

从这几个方向来看，我们认为除了传统的基础建设相关板块会成为最受益板块，此外还要关注新兴产业，例如半导体、医药创新、新能源等行业。而目前这几个行业的市盈率也在相对低点，这可能成为今年年底到明年的 A 股新明星。

策略：前期多单持有，尚未入场不必追高，可等逢低回落时介入。

中期研究院

www.cifco.net

宏观金融研究团队

目 录

一、这次的万亿投资和上一轮“四万亿”有何区别	3
二、新一轮投资会给证券市场哪些板块带来机会?	5
1、我们先看下半导体、医药创新、新能源这几个板块的历史投资情况..	6
2、其次，我们看下当前这几个板块的估值情况	12
三、期指有哪些机会?	14

一、这次的万亿投资和上一轮“四万亿”有何区别

尽管本次一万亿新增国债政策让市场普遍认为这是新版“四万亿”政策在路上的标志。但实际上，我们目前经济面临的情况和 2008 年次贷危机之时不一样，因此本轮的万亿投资和上一轮的万亿投资也不是一个概念。由于本系列报告中宏观报告已经对本轮万亿投资政策有详细的介绍，我们本篇着重从以下几个维度来和上一轮四万亿投资做对比，从而引出其对 A 股市场的影响方向。

首先，总规模不一样。

2008 年 11 月，时任国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，会议上确定了扩大内需、促进经济增长的十项措施。其中，第十项是加大金融对经济增长的支持力度。“取消对商业银行的信贷规模限制，合理扩大信贷规模，加大对重点工作、“三农”、中小企业和技术改造等各方面工程建设和企业扶持等资金支持。初步匡算，到 2010 年底的投资在 4 万亿元。”在这四万亿中，中央投资为 11800 亿元，占比 29.5%，其他投资¹28200 亿元，占投资规模 70.5%。但在实际实施过程中，后续的地方投资项目陆续增加，地方配套资金也不断扩大。2013 年，通过对全国十多个省市发布的大规模经济刺激计划数据的梳理发现，截止当年全国地方政府投资总和已经超过 20 万亿元。这个 20 万亿产生的重要背景是各地方政府不断加杠杆，以投资来拉动 GDP。

我们看到本轮的万亿规模的投资计划，同样是中央投资为 1 万亿投资规模，但并没有要求同时配合其他资金进行投资。针对这 1 万亿新增国债，其说明了要作为特别

¹ 其他投资主要来自：地方财政预算、中央财政代发地方政府债券、政策性贷款、企业（公司）债券和中期票据、银行贷款以及吸引民间投资等。

国债管理——专款专用，但并不是特别国债。如果采用特别国债，不会直接增加财政赤字，但如果是普通国债，就需要将今年的财政赤字上调²。这说明中央政府的杠杆率在提升，第一明年的中央财政赤字率也最低会在 3.8%水平；第二，杠杆加在中央身上，并直接转移支付给地方政府，这将很大程度减轻地方政府需要增加杠杆的压力。

其次，投资类型有差别。

2008 年的四万亿的投资主要以基础建设为主的。从重点投向来看，廉租住房、棚户区改造、民生工程、交通基建、灾后重建等是主要方向。但是四万亿随之而来的 20 万亿，以及极度的信贷宽松却带动的主要是地产行业。

表1-1：四万亿投资去向及资金测算

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约4000亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约3700亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约15000亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约1500亿元
节能减排和生态工程	约2100亿元
自主创新和结构调整	约3700亿元
灾后恢复重建	约10000亿元

资料来源：国家发改委网站、中期研究院

但本轮的万亿投资有比较强的特点，即“专款专用”，以特别国债的形式管理。这就极大的框定了万亿资金的去处。从公布的信息来，这万亿的投向主要是灾后重建和提升防灾减灾救灾能力的 8 个主要基建方向，包括京津冀的灾后重建、防洪工程体系

² 全国财政赤字从 3%提高至 3.8%。

等建设。从这个建设项目来看，基本都特定项目。明年仍有类似中央发行的国债，但基本或仍以基建为主。不过，鉴于明年的中央财政赤字率已经提升，不排除明年的普通债券用途安排上，会增加针对对中小企业、特定产业、居民消费等方面的资金投入。

最后，资金释放的时间节奏上也有区别。

2008年11月的四万亿的中，当年四季度新增1000亿元，其中40%资金已经下达，预计是到2010年底全部释放四万亿。但实际实施中，信贷放水的量远超积极的财政政策。2008年11月，单月新增贷款从1819亿元跳涨至4775亿元，到12月又猛增至7645亿元。看同比数据更吓人，直接就是446.34%和1476.29%。2009年上半年，持续宽松。同比增长在3月份刷出了567.61%的惊人数字，单月新增带款18920亿元，是2008年10月的10倍。随后几年的积极财政政策和货币政策也让数十万亿投资主要集中在地产、基建等方面。

本次的万亿国债，专项专用有特定的项目。四季度投放5000亿元，部分应该用于已实施项目；明年再释放5000亿元。

从资金的释放节奏上看，本次的投资资金释放没有那么快、那么猛。这也会一定程度上限制投资需求暴增的可能性。不过我们从当前预留的政策空间看，明年可能也会配合货币政策等从而进一步释放流动性，从而推动投资规模。

二、新一轮投资会给证券市场哪些板块带来机会？

在一万亿新增国债消息出来后，A股市场就走出了反弹，而其中制造业、电力、热力、燃气、交通运输、仓储、水利等板块连续两日资金净流入，资金用行动告诉大家

新增投资会到哪个行业去。这也和我们上述部分对新增投资的去向分析相吻合。

但我们认为这仅仅是这一万亿的专款专用去向。从提高赤字率这个动作看，政府在 2024 年的积极财政政策仍会延续，而如前所分析，提高的赤字部分除了再继续通过增加专款专用的“类”特别国债以外，我们认为很大可能还会用于民生补贴、消费补贴、增加教育、科技、高科技产业等方面投入，以此来进一步提升更广泛的消费需求。

从这几个方向来看，我们认为除了传统的基础建设相关板块会成为最受益板块，还要关注新兴产业，例如半导体、医药创新、新能源等行业。而目前这几个行业的市盈率也在相对低点，这可能成为今年年底到明年的 A 股新明星。

1、我们先看下半导体、医药创新、新能源这几个板块的历史投资情况

半导体、医药、新能源领域由于都是技术密集型行业，且均处于行业朝阳期，因此研发需求和扩产需求下，其投融资规模增速较快，但即使这样，一些细分行业也存在疫情三年里投融资下降的情况，例如半导体、医药等行业在 2021-2022 年的降幅明显。经过 2 年回落低迷期后，新一轮投资或将开启。

(1) 半导体行业的投资周期分析

从 IT 桔子的数据看，半导体行业融资金额从 2019 年开始快速增长，期间也伴随了行业的快速增长。其融资规模在 2021 年达到最高点，各类投融资（主要是一级和一级半）规模达到 800 亿元以上，并于 2022 年开始出现下滑，不过 2022 年的融资依旧不低于 2020 规模，说明其行业整体仍在高景气阶段。2023 年，随着经济生活常态化，半导体的融资再次提速。截止今年 8 月，根据 WIND 数据，半导体行业（注：行业以 Wind 二级行业“半导体产品与半导体设备”进行统计）股权融资规模亦达到 1094.6 亿

人民币，其中首发募资额达到 676.44 亿元，在所有 Wind 二级行业中排名第一。对于这个研发、产能并重的朝阳产业而言，新一轮投资意味半导体的后续的收入和利润规模将继续扩张。

图1：中国半导体投融资规模 亿元，起



资料来源：IT 桔子、浦银国际、中期研究院

图2：计算机、通信及其他电子设备制造业固定投资累计月度同比增速 %



资料来源：同花顺、中期研究院

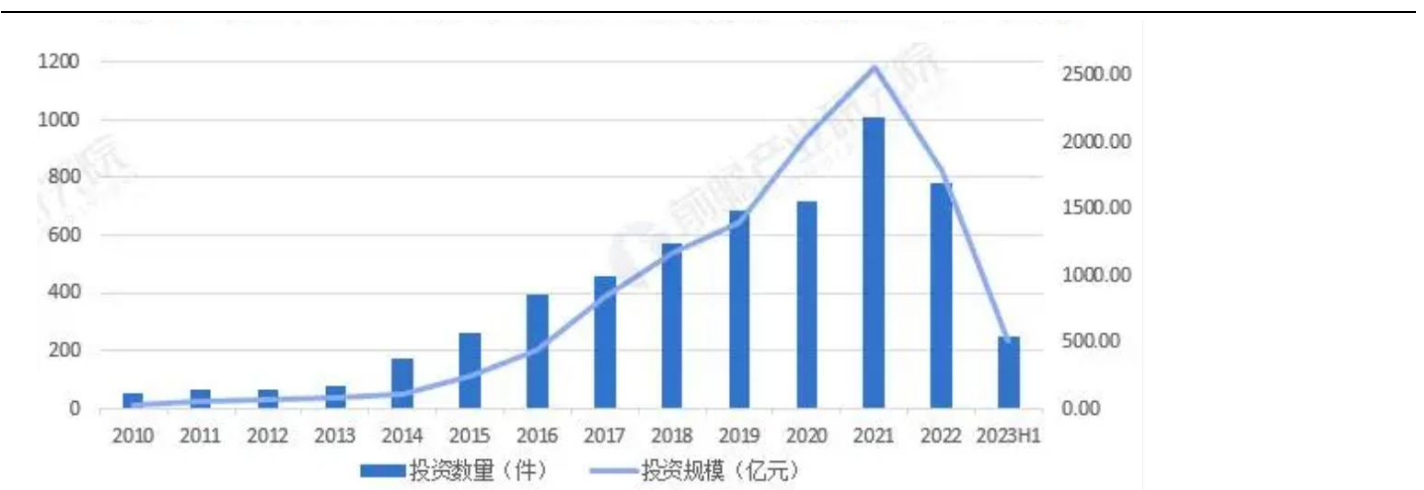
(2) 生物制药投资周期分析

根据 IT 桔子数据库，从 2018 年开始，生物医药行业投融资逐渐爆发，行业投融资风口确立，资本迅速涌入。同样和半导体行业的投资周期一样，在 2021 年，中国生物医药行业融资金额达到峰值，为 2563.8 亿元；但 2022 年行业融资热度明显下降，

融资金额下降至 1781.37 亿元，降幅达到 30.5%。不同于半导体行业的是，2023 年的生物药业的融资未能快速再次启动，这和行业内政策有一定关系。2023 年上半年生物医药一二级市场融资事件仅 251 起，融资金额为 508.09 亿元。从生物医药行业的投资轮次分析，目前该行业的融资轮次主要集中在 A 轮，C 轮及以后和战略投资的事件总数占比仅约 16%。

不过，医药行业仍然是一片蓝海。2015 年医药审批制改革，刚刚拉开生物医药研发的大幕，未来行业的发展仍需要更多的资金投入。数据显示，目前中国国内能够在创新方面有所突破的 TOP10 大药企，与全球 TOP10 药企的收入规模相比，整体差了近 20 倍。在研发投入方面，中国的生物制药企业仍需要大量的资金支持，中国 TOP10 药企与全球 TOP10 药企在研发投入上还有 17~20 倍的差距。尽管 2023 年，我们还没有开到融资增长的拐点，但我们预计在未来 1-2 年，随着更多产业政策、资金等方面支持，该行业的投资增速会再次快速上升。

图3：中国生物医药融资规模 亿元，起



资料来源：IT 桔子、中期研究院

图4：医药制造业固定资产投资累计月度同比增速 %



资料来源：同花顺、中期研究院

(3) 新能源产业的行业周期分析

新能源产业较广，涉及动力电池、光伏行业、风电行业等。这个大产业下的子产业不光细分领域多，且产业链条长，分布广。仅以动力电池为例，上游涉及了锂矿、镍矿、有色开采及冶炼、下游涉及了电动汽车及储能等行业。这个大产业不同于半导体或者生物制药，他的研发投入和生产投入同等重要。作为重资产行业，他们都是吸纳投资资金的重点大户。

我们从统计局发布的专用设备的固定资产投资累积额同比增速看，其近年来一直保持着投资高增长，即使在疫情三年期间，固投增速都在两位数以上，但其同样也面临了增速回落的投资周期问题。投资高速增长期为 2019-2022 年初：剔除 2021 年 2 月低基数造成的高增长影响，2022 年 2 月固投同比增速也达到了 30% 以上；投资增速回落期：2022 年年初-2023 年年中：2022 年年初增速高点之后，投资增速就一路下滑，到了 2023 年 7 月，固投增速仅有 6.4%，但 8 月投资增速开始出现拐点。我们预计新能源产业总体也将和导体和医药行业相似，会在 2024 年迎来新的投资复苏期。由于细分产

业较多，部分细分领域或有差异，特别对于储能、光伏等行业需要警惕短期如果终端需求增速不及产能扩张速度，可能会出现产能过剩的情况，或抑制其阶段性投资增速，进而带来行业整体业绩增速放缓，例如锂电池的中游或者部分光伏产业的细分行业。但是由于基建投资等拉动，我们认为光伏、风电等子行业未来 1-2 年仍在终端需求增速乐观的周期，但由于市场化竞争激烈，企业毛利率也在下降，行业的竞争力和集中度将进一步提升。

(1) 动力电池行业：2021 年是动力电池行业发展元年，该年，动力电池行业触发融资事件 178 起，较 2020 年实现翻倍增长，合计融资金额冲破千亿大关，达到 1290 亿。2022 年动力电池行业发展势头依然坚挺，254 起融资事件，合计融资金额 1881 亿。2023 年 Q1，动力电池行业发生融资事件已经达到 64 起。

(2) 光伏行业：今年以来，光伏行业投融资进行的如火如荼。一边是投融资热情高涨，另一边是企业积极增资扩产。数据显示，截止 9 月，光伏产业在一级市场的融资数量已达到去年全年的 90%，二级市场上相关上市公司的再融资计划金额更是超 1300 亿元。数据显示，2023 年中国的光伏新增装机量有望达到 194-210GWdc，实现了惊人的同比翻番增长，全球新增装机量占比将提升到 45%左右。展望四季度，光伏组件的下游需求依旧旺盛。中国光伏组件四季度的月均排产量预计在 48-50GW 之间，预计全年组件产量或将达到 515GW。光伏行业整体呈现供需双旺的特征，目前仍在投资高速期。

(3) 风电行业：2021 年开始，随着国家补贴退出，陆上和海上风电正式平价上网，风电市场也开启了市场化竞争模式。市场化机制发挥作用的一大优势，即风电弃风率

维持历史地位，2022 年风电利用率达到 96.8%，风电行业从周期性增长稳步迈向成长性增长。从装机量来看，2023 年前三季度，全国风电新增装机容量 3348 万千瓦，其中陆上风电 3205 万千瓦，海上风电 143 万千瓦。全国风电发电量 6305 亿千瓦时，同比增长 16%。风电的投资需求仍然旺盛。

图5：专用设备制造业固定投资累计月度同比增速 %



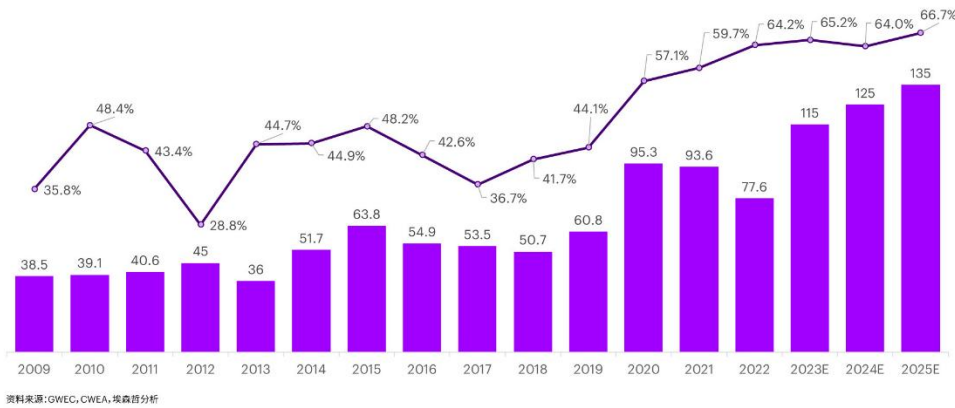
资料来源：同花顺、中期研究院

图6：中国动力电池行业融资规模 亿元，起



资料来源：IT 桔子、中期研究院

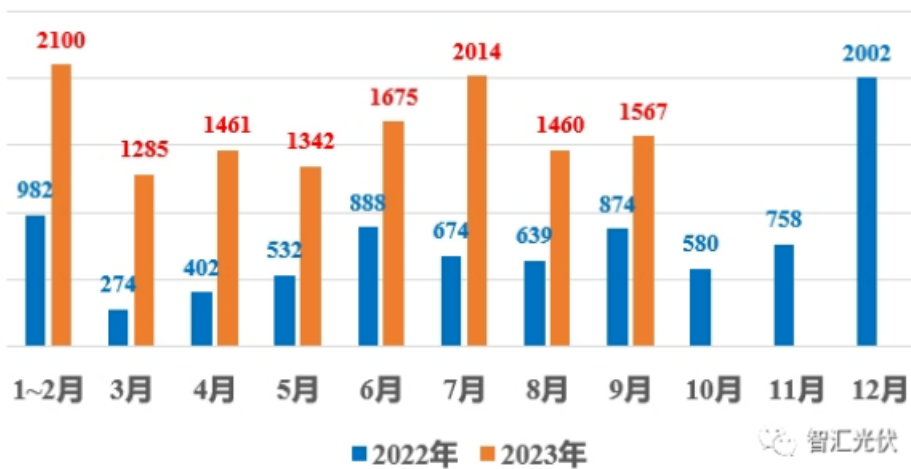
图7：全球新增风电装机容量及中国新增占全球新增比例 GW, %



资料来源：SMM、中期研究院

图8：最近两年各月光伏新增装机对比 万千瓦

最近两年各月光伏新增装机对比 (万千瓦)



资料来源：IT 桔子、中期研究院

2、其次，我们看下当前这几个板块的估值情况

2021 年是以上这几个行业的投资高增长期，同时也对应了其股价高增长期，但由于业绩支撑，其估值也并没有太离谱。2022-2023 年由于整体资本市场走弱，这几个板块上资金集中度高，导致资金撤离时带来股价巨大的下跌。不过，这也给目前投资带

来最大的利多——估值优势显著。从 WIND 数据来看，截止 2023 年 11 月 2 日，这几个行业的市盈率都在 2015 年以来低点，市盈率情况如下（观察期：2015 年 11 月 01 日至 2023 年 11 月 2 日）：

表2：市盈率对比

行业	半导体	生物医药	锂电池	风电行业	光伏行业
2023-11: PE	70.67	28.84	20.57	29.92	11.91
最高值 PE	125.75	57.66	215.32	35.12	91.34

资料来源：同花顺，中期研究院

图9：半导体市盈率



图10：生物医药市盈率



资料来源：同花顺、中期研究院

图11：锂电池市盈率



图12：光伏设备市盈率



资料来源：同花顺、中期研究院

图13：光伏设备市盈率



图14：风电设备市盈率



资料来源：同花顺、中期研究院

其他风险

关注美联储加息进程对国内货币政策的影响，以及俄乌战局、巴以冲突加剧对全球金融市场影响。

三、期指有哪些机会？

在“A股能不能反映中国的宏观经济增速”这一问题上，市场存在很多分歧。但我们A股能很大程度上反映流动性和扩张性投资这方面，市场的分歧并不多。

我们认为，随着新一轮投资逐步到位，即使没有全面性的，特别是针对地产方面的投资拉动，我们也要更关注较前期更为积极的货币政策和中央财政政策及其对部分产业带来的正效应。而A股的赚钱效应更大程度取决于这部分股票的表现。除了以上提到的新兴产业具有机会之外，指数方面，我们也更建议关注中证1000、科创100、中证500等指数。科创100指数的成分股中医药和芯片行业占比超过50%。期指方面，

我们建议更多关注中证 1000 股指期货、中证 500 股指期货次之。

策略：前期多单持有，尚未入场不必追高，可等逢低回落时介入。

分析师承诺

本人（或研究团队）以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人（或研究团队）的研究观点。本人（或研究团队）严格遵守《中国国际期货股份有限公司廉洁从业规定》不存在利用期货交易咨询从事或变相从事期货委托理财活动，本人（或研究团队）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接收到任何形式的报酬。

免责声明

客户不应视本报告为作出交易决策的唯一因素。本报告中所指的观点及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

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交易建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何交易决定或就本报告要求任何解释前向取得期货交易咨询业务资格的经营机构或期货交易研究分析人员咨询。

联系我们

境内分支机构

总部：北京市朝阳区光华路 14 号中国中期大厦 A 座 6 层	客服热线	95162
分支机构：北京 上海 广州 深圳 大连 郑州 沈阳 青岛 济南 武汉 武昌 苏州 南京 宁波 杭州 佛山 清远 江门 汕头 厦门 南昌 成都 昆明 新疆乌鲁木齐 南宁	官方网站	www.cifco.net

风险子公司

中期国际风险管理有限公司	客服热线	010-65807861
北京市朝阳区建国门外光华路 14 号 1 幢 1008A 号		

境外子公司

中国国际期货(香港)有限公司 中国中期证券有限公司	客服热线	(852)25739868
香港铜锣湾告士打道 255-257 号信和广场 29 楼 2903 室		4001 200 939
	官方网站	hk.cifco.net



全国
客服热线 95162
官方网站 WWW.CIFCO.NET