

2021年09月26日

相关研究

证券分析师

傅静涛 A0230516110001

fujt@swsresearch.com

王胜 A0230511060001

wangsheng@swsresearch.com

研究支持

黄子函 A0230520110001

huanqzh2@swsresearch.com

联系人

程翔

(8621)23297818×7342

chengxiang@swsresearch.com

“双控”政策纠偏预期再升级

——申万宏源策略一周回顾展望(21/09/22-21/09/26)

本期投资提示：

- “双控”影响民生，影响供应链安全的担忧再升温。孟晚舟女士回国，中美关系暂时缓和预期发酵，“保供稳价”既是730政治局会议的要求，也符合国际社会对中国的期待。这都使得市场对“双控”“双限”政策纠偏预期再升级。对于周期股来说，政策纠偏不确定强的阶段股价最受压制；“非颠覆性”的政策纠偏落地反倒是利好。
- 过去一段时间，利润向上游集中，不利于稳增长见效和居民收入改善的担忧持续发酵。随着“双控”“双限”政策再加码，停电停产造成居民生活不便，影响供应链安全的声音明显增加。
- 前期强势的周期股调整，但市场总体仍有韧性。这反映出，宏观流动性宽松，股市增量博弈还有Alpha，我们持续提示的“中期进攻”格局未变。
- 本周，前期强势的周期股调整，市场总体仍有韧性，这再次提示我们A股做多力量充裕。重申“中期进攻”的判断：(1)国内“经济差，政策宽”，11月再降准是后续宽松预期的下限，额外的宽松仍有想象空间。(2)美联储Taper的信号意义明显减弱，实际紧缩效果也有限。(3)A股流动性有额外的改善，2021年公募基金增量流入四平八稳。(4)国际环境、国内政策面、2021年的业绩验证和2022年的景气展望，提供了丰富的预期演绎空间，市场不乏结构性亮点。
- 周期股短期可能调整到高性价比区域，耐心等待“非颠覆性”政策纠偏落地后的机会。继续提示短期“弱周期强势(白酒和医药)，强周期弱势”的格局。中美关系暂时缓和预期利好景气科技。另外，提前布局2022年业绩大幅改善的行业正当时，重点关注医疗美容、电池、航海装备、通信设备，以及后疫情时代“困境反转”的服务业。
- 周期股(钢铁、煤炭、工业金属、化工)受困于政策纠偏预期升级，短期可能向高性价比区域调整。继续提示短期“弱周期强势，强周期弱势”的格局，白酒和医药短期性价比占优，反弹仍有延续空间。



申万宏源研究微信服务号

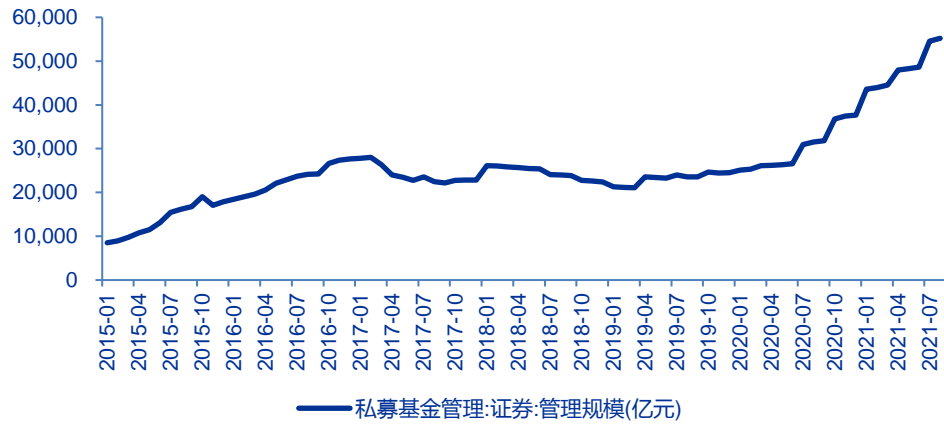
图表目录

图 1：20H2 以来，证券私募基金管理规模加速上行，直接投资 A 股的资金规模水涨船高	4
图 2：短期公募基金新发行仍四平八稳，但结构特征突出：投资于消费和低估值的潜在资金增加，投资于中游制造的资金减少	4
图 3：本周全部 A 股的赚钱效应继续收缩，但龙头股赚钱效应仍低位震荡	5
图 4：本周上行动量效应继续回落，但距离阈值还有距离；下行动量效应继续上行	5
图 5：创业板综相对沪深 300 的赚钱效应扩散指标本周继续回落	6
图 6：本周顺周期的赚钱效应显著收缩，食品饮料、国防军工、房地产、商业贸易等方向赚钱效应扩散	7
图 7：重点 ETF 跟踪.....	8

一、“双控”影响民生，影响供应链安全的担忧再升温。孟晚舟女士回国，中美关系暂时缓和预期发酵，“保供稳价”既是 730 政治局会议的要求，也符合国际社会对中国的期待。这都使得市场对“双控”“双限”政策纠偏预期再升级。对于周期股来说，政策纠偏不确定强的阶段股价最受压制；“非颠覆性”的政策纠偏落地反倒是利好。过去一段时间，利润向上游集中，不利于稳增长见效和居民收入改善的担忧持续发酵。随着“双控”“双限”政策再加码，停电停产造成居民生活不便，影响供应链安全的声音明显增加。在“双控”影响停留抑制稳增长效果的阶段，市场对政策纠偏的预期是摇摆的。但当“双控”加码影响到了民生，市场相信底思维，对政策纠偏的预期会趋于坚定。另外，孟晚舟女士回国，充分体现了中国国际影响力的提升(中国在全球供应链的地位提升是基础)。中美关系有望暂时缓和，而“保供稳价”既是 730 政治局会议的要求，也是国际社会对中国的期待。这个时候顺势政策纠偏，符合中国经济发展的根本利益。短期，“双控”“双限”政策纠偏预期升温，而纠偏的时间、形式、力度都高度不确定，这是周期股股价最受压制的阶段。如果最终落地的政策纠偏是“非颠覆性”的(多行业、一刀切式的“双限”纠偏，但“两高”行业产量产能仍受限)，对于调整已经兑现的周期股来说是反倒是利好。当然，如果政策纠偏的形式是“放产能、放产量、放出口”，将构成周期股投资逻辑的破坏，这将是周期股中级别的下行风险。现阶段，周期股可能先调整至短期的高性价比区域，目前还有一定距离，耐心等待，静观其变。

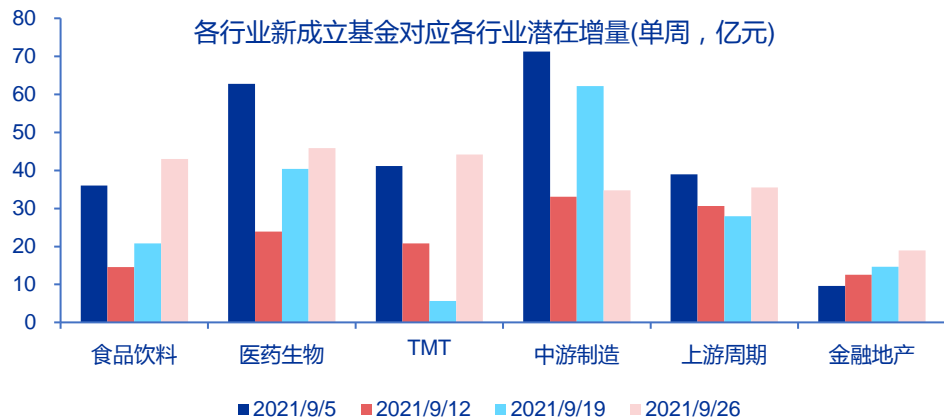
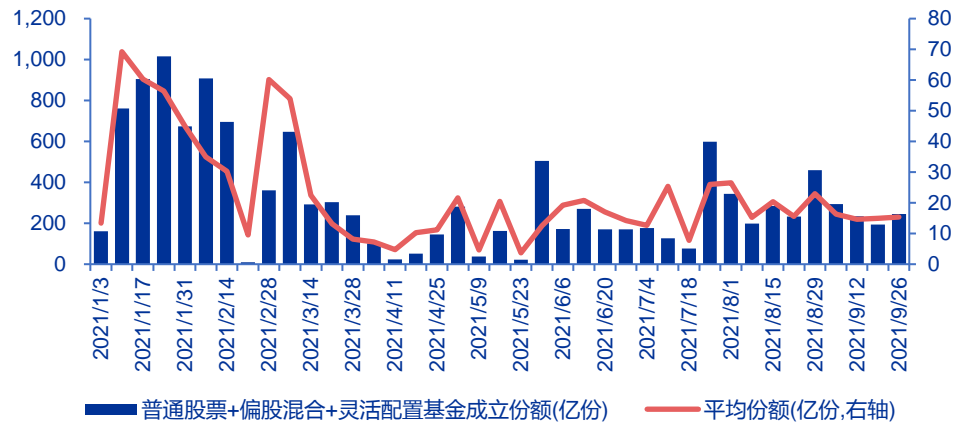
二、前期强势的周期股调整，但市场总体仍有韧性。这反映出，宏观流动性宽松，股市增量博弈还有 Alpha，我们持续提示的“中期进攻”格局未变。7 月底强势板块半导体率先调整，市场当跌不跌，反映出除了公募基金，市场上还有其他的做多力量在表达观点。本周，前期强势的周期股调整，市场总体仍有韧性，这再次提示我们 A 股做多力量充裕。重申“中期进攻”的判断：(1) 国内“经济差，政策宽”，11 月再降准是后续宽松预期的下限，额外的宽松仍有想象空间。(2) 美联储 Taper 的信号意义明显减弱，实际紧缩效果也有限。年底前，美国银行间流动性仍有大量冗余，类资产荒的环境不会发生根本变化。(3) A 股流动性有额外的改善，2021 年公募基金增量流入四平八稳，而私募和量化产品业绩有亮点，增量资金流入加速。居民资产配置向权益迁移，充分证实。(4) 国际环境、国内政策面、2021 年的业绩验证和 2022 年的景气展望，提供了丰富的预期演绎空间，市场不乏结构性亮点。

图 1：20H2 以来，证券私募基金管理规模加速上行，直接投资 A 股的资金规模水涨船高



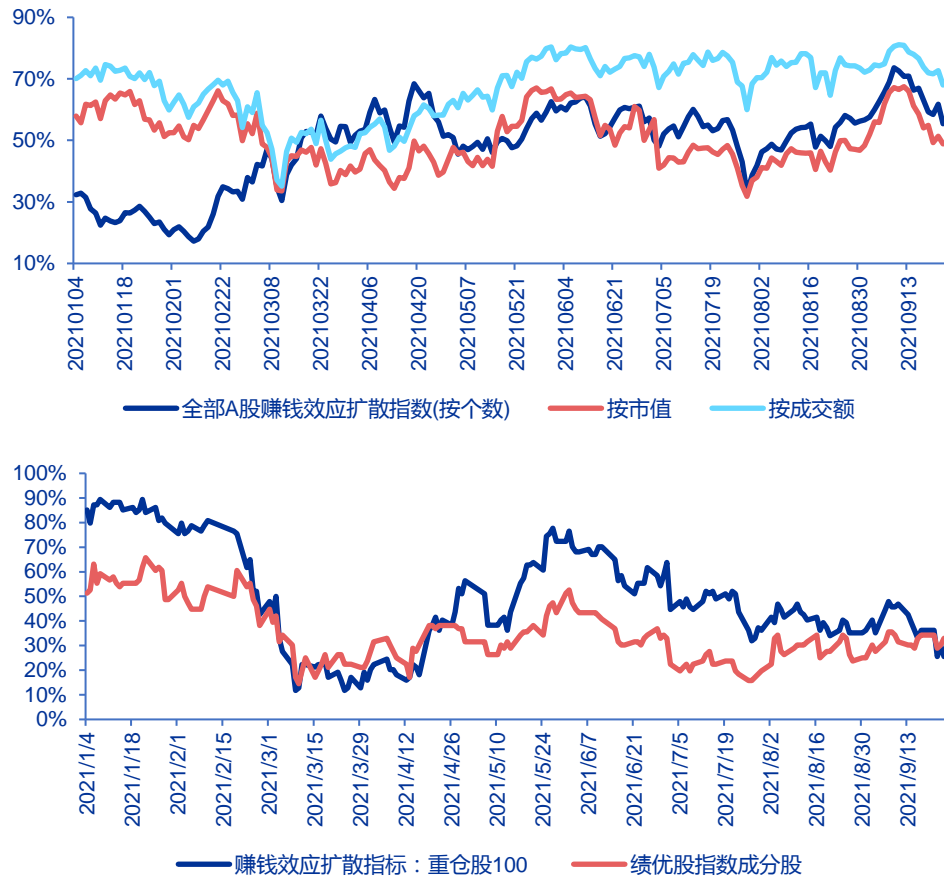
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 2：短期公募基金新发行仍四平八稳，但结构特征突出：投资于消费和低估值的潜在资金增加，投资于中游制造的资金减少



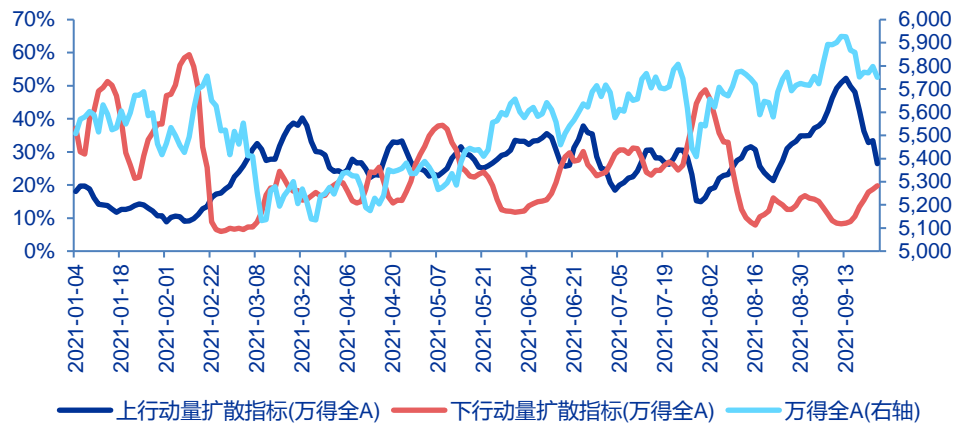
资料来源：Wind 申万宏源研究

图 3：本周全部 A 股的赚钱效应继续收缩，但龙头股赚钱效应仍低位震荡



资料来源：Wind 申万宏源研究

图 4：本周上行动量效应继续回落，但距离阈值还有距离；下行动量效应继续上行



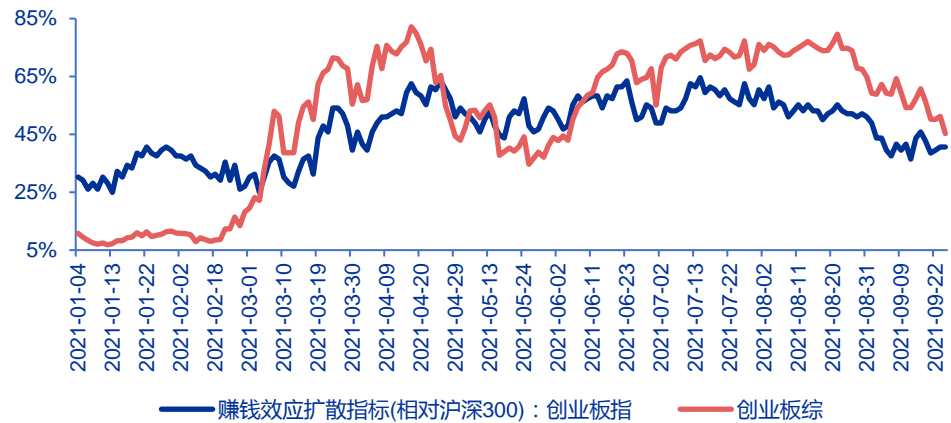
资料来源：Wind 申万宏源研究

三、周期股短期可能调整到高性价比区域，耐心等待“非颠覆性”政策纠偏落地后的机会。继续提示短期“弱周期强势(白酒和医药)，强周期弱势”的格局。中美关

系暂时缓和预期利好景气科技。另外,提前布局 2022 年业绩大幅改善的行业正当时,重点关注医疗美容、电池、航海装备、通信设备,以及后疫情时代“困境反转”的服务业。

周期股(钢铁、煤炭、工业金属、化工)受困于政策纠偏预期升级,短期可能向高性价比区域调整。目前还有一定距离,“非颠覆性”政策纠偏落地后的机会需要耐心等待。继续提示短期“弱周期强势,强周期弱势”的格局,白酒和医药短期性价比占优,反弹仍有延续空间。中美关系暂时缓和预期发酵,利好景气科技。半导体短期弹性可能更大;从中期基本面确定性角度,新能源车和国防军工更优。另外,提前布局 2022 年业绩大幅改善的行业,是市场关注度极高的结构选择线索,我们筛选的重点行业包括医疗美容、电池、航海装备、通信设备,以及后疫情时代“困境反转”的服务业(航空机场、酒店餐饮、旅游及景区、商贸零售、教育)。

图 5 : 创业板综相对沪深 300 的赚钱效应扩散指标本周继续回落



资料来源: Wind 申万宏源研究

图 6：本周顺周期的赚钱效应显著收缩，食品饮料、国防军工、房地产、商业贸易等方向赚钱效应扩散

赚钱效应扩散指标	按照个数	相比 20210917	按照市值	相比 20210917	按照成交额	相比 20210917
银行	27%	-19%	15%	-35%	10%	-34%
电子	32%	-1%	35%	6%	46%	2%
通信	33%	-2%	27%	-1%	51%	-2%
家用电器	35%	-5%	7%	-13%	28%	-12%
汽车	37%	-3%	35%	-15%	41%	-7%
计算机	38%	1%	31%	3%	46%	4%
创业板综	38%	-5%	35%	-2%	54%	-3%
食品饮料	41%	3%	20%	3%	32%	0%
医药生物	43%	-1%	36%	1%	39%	0%
国防军工	46%	6%	64%	14%	71%	12%
纺织服装	47%	-3%	48%	-11%	59%	7%
休闲服务	52%	-3%	10%	0%	19%	-5%
机械设备	54%	-10%	53%	-7%	71%	-7%
轻工制造	54%	-5%	60%	-1%	83%	4%
农林牧渔	54%	-5%	51%	-4%	66%	-7%
有色金属	55%	-22%	56%	-25%	72%	-15%
传媒	55%	1%	71%	1%	82%	2%
万得全A	55%	-4%	49%	-6%	68%	-4%
建筑材料	57%	-4%	52%	-1%	66%	7%
中证500	60%	-4%	42%	-11%	59%	-5%
房地产	61%	4%	56%	10%	62%	0%
沪深300	61%	-1%	62%	2%	77%	-1%
上证综指	63%	-3%	52%	-9%	72%	-5%
电气设备	65%	-4%	47%	-4%	76%	2%
化工	66%	-13%	62%	-19%	81%	-13%
商业贸易	66%	4%	59%	6%	75%	-3%
综合	66%	-5%	57%	-3%	61%	-1%
建筑装饰	70%	2%	89%	4%	93%	4%
非银金融	75%	-7%	59%	-17%	77%	-3%
钢铁	79%	-12%	80%	-15%	89%	-6%
交通运输	88%	4%	94%	14%	94%	28%
公用事业	95%	1%	98%	2%	97%	1%
采掘	95%	-2%	99%	-1%	98%	-2%

资料来源：Wind 申万宏源研究

图7：重点ETF跟踪

ETF类型	代码	简称	最新份额/亿份	份额变化%		涨跌幅%		折溢价率%
				5个交易日	今年以来	5个交易日	今年以来	
医药生物	515120.OF	广发中证创新药产业ETF	11.73	-1.8	-27.7	3.49	-0.16	-
医药生物	516080.OF	易方达中证创新药产业ETF	2.92	-3.6	-	3.48	-2.99	-0.10
医药生物	159837.OF	易方达中证生物科技主题ETF	17.22	-3.7	-	3.40	-11.77	-0.02
医药生物	512290.OF	国泰中证生物医药ETF	16.39	0.3	-25.0	0.63	-7.97	-
主题	510810.OF	汇添富中证上海国企ETF	90.67	-0.1	-17.0	0.35	-3.19	-0.11
计算机	516510.OF	易方达中证云计算与大数据ETF	1.09	-8.4	-	0.24	2.00	0.20
计算机	515400.OF	富国中证大数据产业ETF	2.49	0.8	-	-0.38	-3.45	-0.21
指数	512150.OF	汇安富时中国A50ETF	0.43	-2.3	95.1	-0.43	-7.71	-
主题	516160.OF	南方中证新能源ETF	16.04	1.3	-	-0.69	37.14	-
电气设备	515790.OF	华泰柏瑞中证光伏产业ETF	70.28	-2.0	-17.4	-0.78	50.13	-0.06
主题	512650.OF	汇添富中证长三角一体化发展ETF	14.47	-0.3	-4.2	-0.80	1.67	-0.16
指数	159915.OF	易方达创业板ETF	41.84	-0.2	-23.1	-0.89	8.50	-0.02
主题	515050.OF	华夏中证5G通信主题ETF	126.41	0.1	-28.3	-1.06	-7.36	0.09
电子	159995.OF	华夏国证半导体芯片ETF	104.10	0.70	-46.81	-1.11	28.00	-0.17
机械设备	159886.OF	富国中证细分机械设备产业ETF	0.40	6.3	-	-1.21	31.64	0.11
主题	159819.OF	易方达中证人工智能ETF	21.95	0.0	-56.4	-1.24	-0.98	0.17
指数	510310.OF	易方达沪深300ETF	38.82	-0.4	-2.2	-1.32	-4.98	0.13
指数	159949.OF	华安创业板50ETF	67.91	1.2	-19.3	-1.32	13.87	-0.07
主题	515090.OF	博时可持续发展100ETF	1.31	0.8	-40.2	-1.33	-0.58	0.07
指数	510300.OF	华泰柏瑞沪深300ETF	77.65	6.0	-10.3	-1.35	-5.52	0.16
指数	510330.OF	华夏沪深300ETF	49.79	-0.9	-13.6	-1.35	-5.50	0.16
指数	159919.OF	嘉实沪深300ETF	38.35	4.4	-20.5	-1.37	-5.44	0.14
主题	512970.OF	平安粤港澳大湾区ETF	2.89	-	-1.4	-1.39	-7.18	-
指数	159902.OF	华夏中小企业100ETF	2.46	-	-22.3	-1.42	0.21	-0.01
主题	516800.OF	华宝智能制造ETF	3.21	-1.8	-	-1.56	19.52	-0.17
指数	515800.OF	汇添富中证800ETF	15.69	-	-12.5	-1.57	0.63	0.08
指数	512550.OF	嘉实富时中国A50ETF	1.71	3.0	48.0	-1.63	-12.43	-0.19
风格	162510.OF	国联安中小企业综合	0.06	-	-15.6	-1.73	2.90	-
风格	159907.OF	广发中小板300ETF	0.61	-2.4	-24.2	-1.89	6.08	-
科技	515000.OF	华宝中证科技龙头ETF	28.76	0.6	-38.8	-1.91	-7.78	-0.24
科技	159939.OF	广发中证全指信息技术ETF	10.41	-0.8	-5.1	-1.93	0.77	-0.26
风格	510220.OF	华泰柏瑞上证中小盘ETF	0.04	-	0.0	-1.96	14.07	0.45
主题	515150.OF	富国中证国企一带一路ETF	9.76	-	-50.2	-2.65	21.63	-0.22
风格	159990.OF	银华巨潮小盘价值ETF	1.05	-1.4	41.6	-2.65	31.76	-0.12
主题	512780.OF	广发中证京津冀ETF	0.16	-6.0	-72.7	-3.17	17.80	-0.20
主题	515030.OF	华夏中证新能源汽车ETF	36.34	-0.2	-26.8	-3.69	47.29	0.04
化工	159870.OF	鹏华中证细分化工产业主题ETF	9.03	2.9	-	-6.43	12.78	0.04
周期	510410.OF	博时自然资源ETF	4.11	6.2	-14.0	-10.66	59.45	-
采掘	515220.OF	国泰中证煤炭ETF	16.24	20.3	257.2	-11.31	78.08	0.13
钢铁	515210.OF	国泰中证钢铁ETF	8.95	-2.1	344.9	-12.00	69.28	0.58
有色金属	512400.OF	南方中证申万有色金属ETF	32.35	4.8	-25.6	-12.39	46.40	-0.07

资料来源：Wind 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-23297221	chentao1@swsresearch.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swsresearch.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swsresearch.com
华南组	陈左茜	0755-23832751	chenzuoxi@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资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）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。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投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。