申港证券
SHENGANG SECURITIES

2021Q4 A股市场策略展望
成长和周期的最后之舞 军工、半导体、农林牧渔、医药生物赛道蓄势待发

2021/09/21

申港证券研究所
分析师 曲一平，SAC执业证书编号：S1660521020001
quyiping@shgsec.com
研究助理 宋婷，SAC执业证书编号：S1660120080012
songting@shgsec.com

摘要

本文共分为四个部分：

第一部分：2021年初至今A股概览与海外市场回顾

3月中旬至今，中美无风险收益率共同下行超40bp，美债降至1.3%，中债降至2.8%，短期流动性相对充裕，A股市场呈现科技成长股和周期股双重牛市。2022市场风格切换回价值将依托于无风险收益率上升拐点出现。认为央行短期以中美利差150bp作为“锚”来操作，美国十年期国债收益率今年Q4预期较难超过1.3%，那么Q4中国十年期国债收益率预计仍然在2.8%上下10bp通道内保持稳定。美联储9月23日的议息会议预计依然宽松，但2022年度鹰派重掌投票权，鹰派全面支持2021年底进行缩表，会大幅提升美联储收紧预期。预计完全停止资产购买在2022年底，最终2023年进行实质加息。

第二部分：第三轮疫情下全球供应链短缺延长Q4周期行情

在全球第三轮疫情爆发后，全球供应链遭受了史无前例的供应链成本飙升，海运集装箱从我国港口启运的情况下，运费出现了大规模的提升，目前全球免疫还远远没有达到目标，大宗商品短缺成为常态。正如2011年和2017年经济复苏中后段，PPI同比增速高点后一个季度内周期股超额收益将见顶，目前8月份PPI同比增速创新高9.5%，在国家保价稳价措施预测的乐观、中性、悲观三种情况下，下一期（9月份）PPI同比增速为9.08%，8.41%，7.8%。只有PPI大幅回落开启持续下跌，才会宣告此轮周期行情终结。

第三部分：成长与周期最后之舞，2022价值行情蓄势待发

在万得一致预期方面，虽然2021年度周期和成长凭借高利润增速一致预期表现较好，但在2022年周期将出现最大的增速环比回落，成长增速也将回归常态。同时中证500和国证2000为主的中小盘股，也将面临着2022年出现增速环比大幅回落，这使得金融消费、大盘价值行情有望2022年回归。2021年度，万得一致预期方面，周期（采掘、钢铁、化工、有色）一级行业利润增速预期较高，但进入2022年度，则出现全面下滑。同时，今年利润预期表现靠后的综合、通信、食品饮料、房地产等传统行业，在2022年度净利润一致预期出现环比上升。这也将是明年出现风格转换的潜在因素。本期A股风险溢价0.20%，较上期-0.02%。A股整体盈利改善明显，PE持续下修，同时十年期国债收益率近期维持至2.85%一年低位，使得A股风险溢价投资价值继续保持。

第四部分：四季度潜在四大超额收益赛道：军工、半导体、农林牧渔、医药生物

国防军工赛道：台湾当局的两岸态度和政策不断演变，中国和美国陆地装备力量持平，中国在海军规模上占优势，但在先进技术领域如航母、驱逐舰等存在不足。空军方面中国全面落后美国，各种装备总数为中国军队各装备总数3倍以上。台海地区潜在的军事力量缺口或驱动军工板块长期景气。

半导体赛道：国家集成电路产业投资基金的带动下，中国大陆半导体芯片产业生产线的投资布局将进一步拓展，半导体芯片相关产品技术将继续加快变革，中国大陆IC芯片和IC封装领域均有望实现突破，半导体芯片产业将迎来新一轮的发展高潮。

农林牧渔赛道：国家将继续加大对“三农”的扶持。猪肉价格已处于低位，此次收储或暗示本轮猪周期底部已经得到政策持续托底。《在我国大力发展种业的政策引导下，种业发展前景向好。

医药生物赛道：虽然从医疗保健CPI来看，集采对于今年医药产品和服务价格压制显著，医疗保健其他用品服务、西药CPI跌至负增速，但是医药生物行业长远发展来看，持续产业扩张已经形成趋势。大型MNC主导的获批新药的占比出现了显著提升，因为MNC通过交易获得中小型企业的研发资产，在其基础上继续研发并推到上市速度大大加快，未来制药领域将出现更多掌握核心创新药的高成长小巨人。

CONTENT

01. 2021年初至今A股概览与海外市场回顾

02. 第三轮疫情下全球供应链短缺延长Q4周期行情

03. 成长与周期最后之舞，2022价值行情蓄势待发

04. 四季度潜在四大超额收益赛道：军工、半导体、农林牧渔、医药生物

2021年初至今A股概览与海外市场回顾

- 3月中旬至今，中美无风险收益率共同下行超40bp，美债降至1.3%，中债降至2.8%，短期流动性相对充裕，A股市场呈现科技成长股和周期股双重牛市。
- 对比最近5年经济周期（中国经济走向低增速期），无风险收益率上行阶段往往出现在经济过热的复苏中后期，消费、金融业表现占优，成长居中，稳定风格居末尾。而无风险收益率下行阶段往往出现在需要刺激经济的边际衰退期，往往呈现成长占优，金融、稳定居中，消费靠后的排序。而周期风格的超额收益，更多是和PPI同比增速走势一致。核心结论为2022市场风格切换回价值将依托于无风险收益率上升拐点出现。
- 认为央行短期以中美利差150bp作为“锚”来操作，美国十年期国债收益率今年Q4预期较难超过1.3%，那么Q4中国十年期国债收益率预计仍然在2.8%上下10bp通道内保持稳定。疫情后在显著地宽松货币政策刺激下，经济复苏2020Q2开始，PMI就开始保持扩张区间，到目前已经持续了超过18个月复苏期。但随着进入2021Q3，生产和新订单、新出口订单、产成品库存PMI逐渐边际下滑，主要原因是2020Q4-2021Q2所保持的出厂价格指数提前出现下滑衰减，本轮经济复苏力度已经边际减弱。
- 从产量角度，一场类似于2017年的供给侧改革已然发生，在原煤、焦炭累计同比增速已经回落至5%以内，粗钢、十种有色累计增速回落至10%，供给端的政策压减是原材料产量的核心驱动。而同时，以新能源汽车、集成电路、工业机器人、金融切削机床为代表的高端制造、智能制造领域则获得产量极大扩张，反映了新兴工业的持续复苏趋势。和疫情前相比，重点关注石油天然气、电气设备、专用设备、化工、公用事业领域产能利用提升。同比2019年同期水平，都出现产能利用率的大幅改善，终端大宗商品和生产资料价格持续上升，使得我国工业过去产能过剩情况正在逐渐缓解。尤其是石油天然气领域，伴随着全球石油价格大幅上涨，带来的的潜在行业超额收益不可小视。
- 从今年3月1日至今，DR3M(60均线）-DR007(60均线）和R3M(60均线-R007(60均线）变化基本和中债国债十年到期收益率一致，同步分别下降37bp、24bp、36bp，同时DR利率的提前预测作用好于R利率，在4月中旬就完成了后续国债收益率下行的提前反馈，近期没有出现流动性大幅收紧征兆。
- 各国经济复苏前景缓慢，无风险收益率难以快速提升。6月的议息会议美联储委员会上修2023年度加息幅度：等于2023年度从目前0利率水平加息2次（每次25bp）；鉴于第三轮疫情下美国经济复苏缓慢，即将召开的9月23日的议息会议预计依然宽松，但2022年度鹰派重掌投票权，鹰派全面支持2021年底进行缩表，会大幅提升美联储收紧预期。
- 根据美国债务拐点，预计本轮美联储Tapering信号的发出在2022年上半年，正式实施缩减计划在2022年二季度，完全停止资产购买在2022年底，最终2023年进行实质加息。认为未来A股的真正风险点在于美国2023年加息周期前后带来的股汇双杀节点而非Tapering。
- 2021年1-8月，货物进出口总额247831亿元，同比增长23.7%。其中，出口135651亿元，同比增长23.2%；进口112181亿元，同比增长24.4%；进出口相抵，贸易顺差23470亿元。贸易结构继续优化强于2010和2017年同期。认为人民币适度贬值6.4-6.5通道内运行，将能更有利于中国在全球贸易恢复正常的2022年继续保持进出口高增速。

1 2021年至今申港证券重要策略观点回顾

- 上半年行情主要可概括为：1月至2月中旬核心资产冲高行情，大小盘极致分化；2月中旬至3月初，伴随着美债收益率快速提升，A股核心资产急速下跌；3月中旬至今，中美无风险收益率共同下行超40bp，美债降至1.3%，中债降至2.8%，短期流动性相对充裕，A股市场呈现科技成长股和周期股双重牛市。
- **申港证券核心投资策略：1、2期双低累计收益率达到39%，科技转债投资组合至今收益率45%，详情可参见附录1：可转债市场与双低及科技转债回顾**

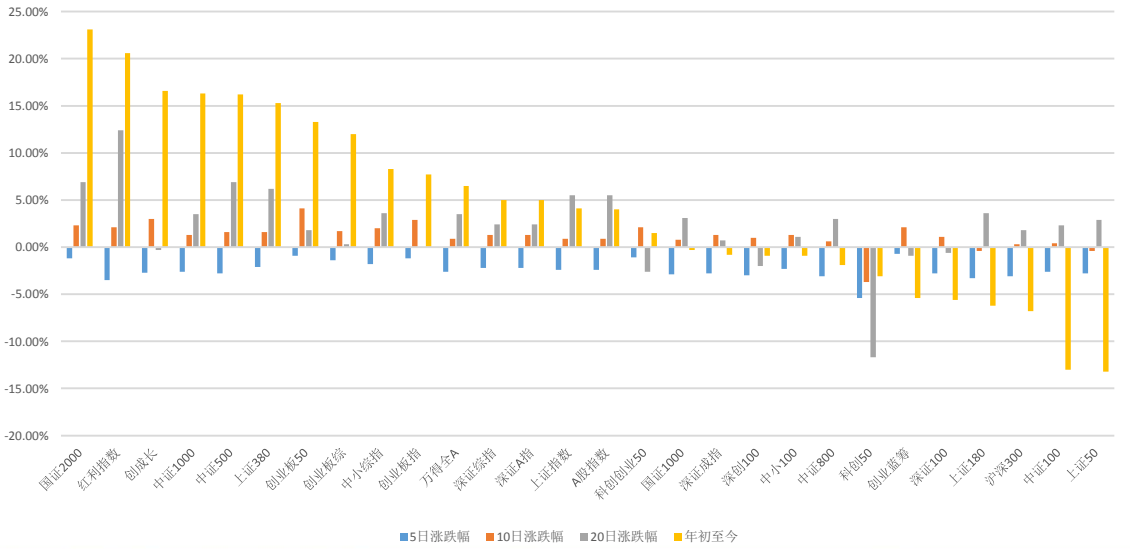


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.1 2021年初至今主要指数表现

- 2021年初至今A股市场整体盈利亮眼，全部A股上半年净利润同比增长率达到57.33%（Q1同比增长率为56.04%，Q2为40.02%）；全部A股上半年营业收入同比增长率为26.3%（Q1同比增长率为30.59%，Q2为22.6%）；归母净利润同比增长率为43.5%（Q1同比增长率为53.30%，Q2为35.44%）。
- 从板块涨幅来看，全部A股在2021年出现持续震荡。国证2000、红利指数、创成长、中证1000、中证500等指数涨幅居前，年初至今上涨较高，而沪深300、上证180、中证100、上证50等大盘股年初至今表现不佳。

2021年初至今主要指数表现



主要指数近期情况

名称	5日涨跌幅	10日涨跌幅	20日涨跌幅	年初至今
国证2000	-1.2%	2.3%	6.9%	23.1%
红利指数	-3.5%	2.1%	12.4%	20.6%
创成长	-2.7%	3.0%	-0.3%	16.6%
中证1000	-2.6%	1.3%	3.5%	16.3%
中证500	-2.8%	1.6%	6.9%	16.2%
上证380	-2.1%	1.6%	6.2%	15.3%
创业板50	-0.9%	4.1%	1.8%	13.3%
创业板综	-1.4%	1.7%	0.3%	12.0%
中小综指	-1.8%	2.0%	3.6%	8.3%
创业板指	-1.2%	2.9%	0.0%	7.7%
万得全A	-2.6%	0.9%	3.5%	6.5%
深证综指	-2.2%	1.3%	2.4%	5.0%
深证A指	-2.2%	1.3%	2.4%	5.0%
上证指数	-2.4%	0.9%	5.5%	4.1%
A股指数	-2.4%	0.9%	5.5%	4.0%
科创创业50	-1.1%	2.1%	-2.6%	1.5%
国证1000	-2.9%	0.8%	3.1%	-0.3%
深证成指	-2.8%	1.3%	0.7%	-0.8%
深创100	-3.0%	1.0%	-2.0%	-0.9%
中小100	-2.3%	1.3%	1.1%	-0.9%
中证800	-3.1%	0.6%	3.0%	-1.9%
科创50	-5.4%	-3.7%	-11.7%	-3.1%
创业蓝筹	-0.7%	2.1%	-0.9%	-5.4%
深证100	-2.8%	1.1%	-0.6%	-5.6%
上证180	-3.3%	-0.4%	3.6%	-6.2%
沪深300	-3.1%	0.3%	1.8%	-6.8%
中证100	-2.6%	0.4%	2.3%	-13.0%
上证50	-2.8%	-0.4%	2.9%	-13.2%

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2 2021年初至今申万一级行业表现

- 从2021年初至今行业涨幅来看，年初至今申万一级行业走势分化明显。其中钢铁、采掘、有色金属、化工周期股涨幅超过50%，家用电器、食品饮料、农林牧渔、非银金融、房地产、传媒、休闲服务行业跌幅靠前。持续性高盈利改善和第二轮及第三轮疫情带来的的供应链短缺催生了了周期股持续超额收益。

2021年初至今申万一级行业表现

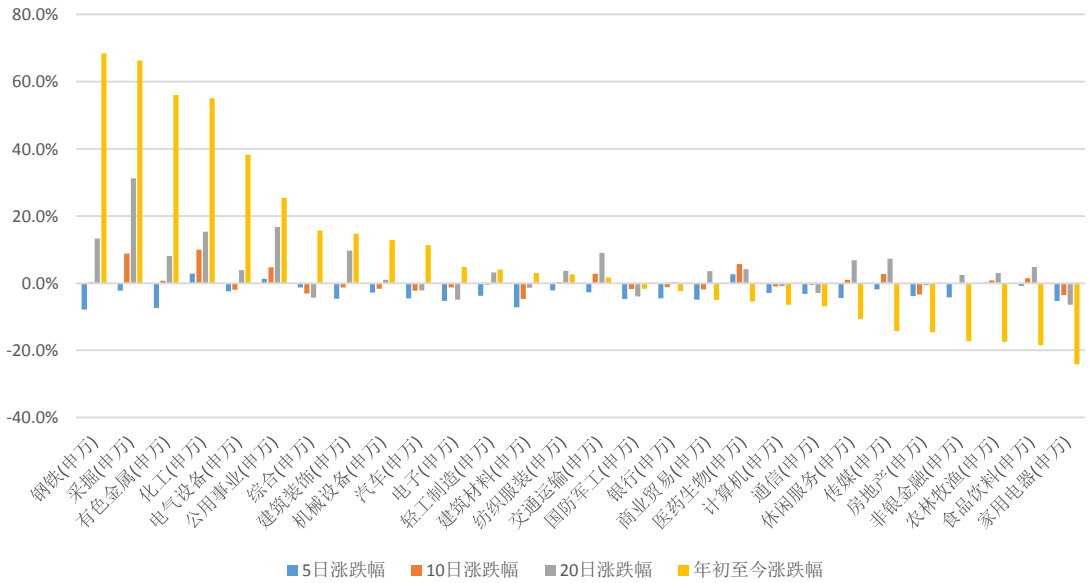


表2：申万一级行业近期表现

名称	5日涨跌幅	20日涨跌幅	60日涨跌幅	年初至今
钢铁(申万)	-7.9%	0.3%	13.3%	68.4%
采掘(申万)	-2.2%	8.9%	31.3%	66.3%
有色金属(申万)	-7.3%	0.8%	8.1%	56.1%
化工(申万)	2.8%	10.0%	15.3%	55.1%
电气设备(申万)	-2.4%	-1.9%	3.9%	38.3%
公用事业(申万)	1.3%	4.7%	16.7%	25.4%
综合(申万)	-1.3%	-3.0%	-4.3%	15.7%
建筑装饰(申万)	-4.6%	-1.2%	9.7%	14.8%
机械设备(申万)	-2.8%	-1.7%	1.0%	12.8%
汽车(申万)	-4.5%	-2.2%	-2.1%	11.3%
电子(申万)	-5.3%	-1.2%	-4.9%	4.8%
轻工制造(申万)	-3.8%	-0.5%	3.2%	4.1%
建筑材料(申万)	-7.2%	-4.7%	-1.3%	3.1%
纺织服装(申万)	-2.2%	0.3%	3.7%	2.7%
交通运输(申万)	-2.7%	2.9%	9.1%	1.7%
国防军工(申万)	-4.7%	-1.7%	-4.0%	-1.6%
银行(申万)	-4.5%	-1.2%	0.3%	-2.4%
商业贸易(申万)	-4.9%	-1.8%	3.6%	-5.0%
医药生物(申万)	2.6%	5.7%	4.2%	-5.5%
计算机(申万)	-2.9%	-1.0%	-0.9%	-6.5%
通信(申万)	-3.2%	-0.5%	-2.9%	-6.9%
休闲服务(申万)	-4.4%	1.0%	6.9%	-10.6%
传媒(申万)	-1.8%	2.8%	7.3%	-14.2%
房地产(申万)	-3.8%	-3.4%	-0.6%	-14.6%
非银金融(申万)	-4.2%	-0.2%	2.4%	-17.3%
农林牧渔(申万)	0.2%	0.9%	3.0%	-17.5%
食品饮料(申万)	-0.8%	1.5%	4.8%	-18.4%
家用电器(申万)	-5.3%	-3.5%	-6.4%	-24.2%

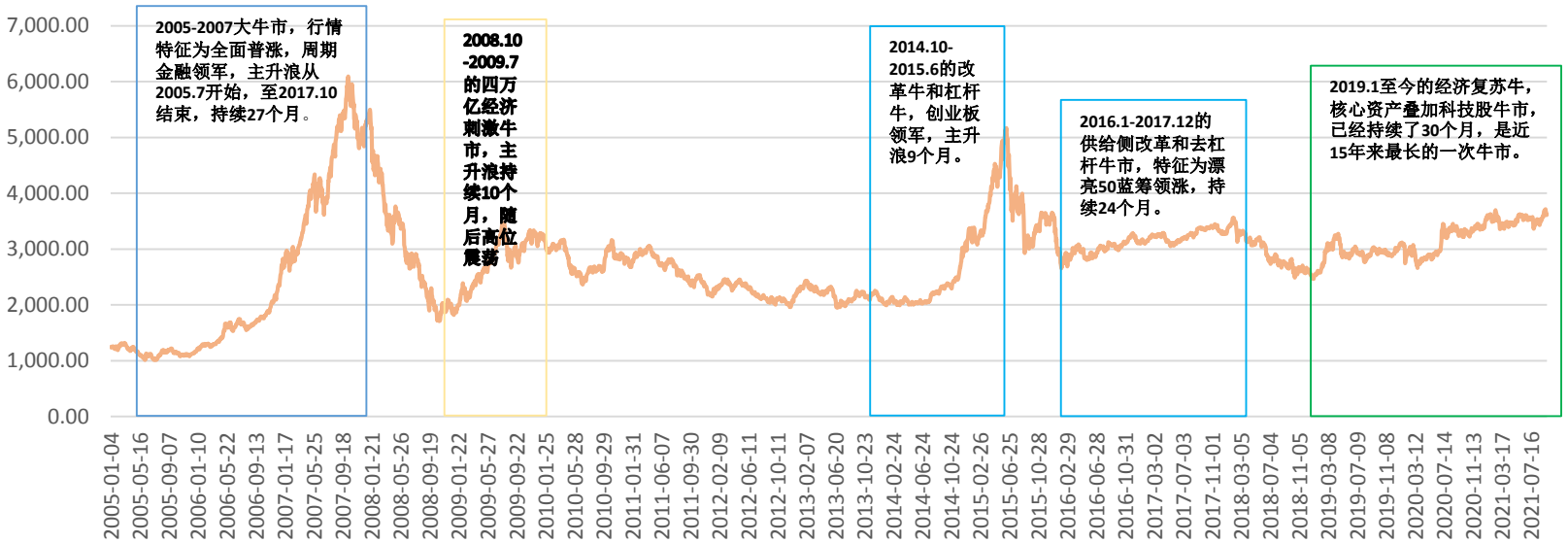
资料来源：Wind，申港证券研究所

1.3 回顾过去15年牛市时间特征：本轮超长牛市周期已经持续33个月

- A股历史上一直有牛短熊长的特征:2019年1月至今的复苏牛已经持续了最长的33个月。预计本轮PPI高点发生在9-10月，从目前预计至少还有3-6月经济高增速复苏持续期。

过去15年牛市驱动因素和主升浪周期

牛市时间	牛市描述	主升浪时间
2005.7-2017.10	2005-2007大牛市，行情特征为全面普涨，周期金融领军，主升浪从2005.7开始，至2017.10结束，持续27个月；	27个月
2008.10-2009.7	2008.10-2009.7的四万亿经济刺激牛市主升浪持续10个月，周期领涨，随后高位震荡；	10个月
2014.10-2015.6	2014.10-2015.6的改革牛和杠杆牛，创业板领军，主升浪9个月；	9个月
2016.1-2017.12	2016.1-2017.12的供给侧改革和去杠杆牛市，特征为漂亮50蓝筹领涨，持续24个月；	24个月
2019.1至今	2019.1至今的经济复苏牛与核心资产牛，已经持续了33个月，是近15年来最长的一次牛市	33个月



资料来源：WIND，申港证券研究所

1.4 A股主要指数中报季观察-小盘改善强于大盘

- 2021H1中报季，销售毛利率环比改善大盘好于小盘；归母净利润增速方面小盘好于大盘，**创业板环比改善最低**；营收同比增速方面小盘好于大盘；净资产收益率方面，小盘和中盘改善大幅好于大盘指数，**总体来看，中小盘（中证500、国证2000）盈利改善强势是今年跑赢大盘指数（上证50、沪深300）的主要动力。**

A股主要指数中报财务分析

财务指标	指数	2014-12-31	2015-6-30	2015-12-31	2016-6-30	2016-12-31	2017-6-30	2017-12-31	2018-6-30	2018-12-31	2019-6-30	2019-12-31	2020-6-30	2020-12-31	2021-6-30	2021H1月2020H1环比改变	趋势图
销售毛利率	万得全A(除金融、石油石化)	18.22	18.64	18.56	19.20	19.09	18.79	19.52	19.80	19.85	19.60	19.52	18.49	18.51	18.22	-0.27	
	上证50	19.41	19.79	19.32	18.94	18.68	17.94	18.22	19.00	18.50	17.80	18.15	17.33	19.07	20.19	2.86	
	沪深300	18.62	20.05	19.97	19.78	19.26	18.79	19.50	19.89	19.47	18.87	19.04	18.04	19.15	19.07	1.03	
	中证500	18.73	18.90	18.64	21.02	19.82	19.40	19.43	20.08	20.18	19.46	18.18	16.67	16.67	16.59	-0.08	
	国证2000	17.32	17.89	18.80	19.63	20.18	19.52	20.08	20.16	20.32	20.01	19.93	18.86	18.42	17.83	-1.03	
	创业板指	35.25	34.32	30.55	30.36	28.58	24.05	30.01	30.88	27.06	27.81	28.69	31.63	27.66	30.26	-1.37	
归属母公司股东的净利润(同比增长率)	万得全A(除金融、石油石化)	4.35	5.28	-10.24	5.58	26.02	31.35	31.80	19.64	-9.36	-2.33	-4.52	-14.88	7.01	57.51	72.39	
	上证50	4.61	1.99	-3.25	-8.05	-3.13	10.91	12.75	12.49	7.75	11.32	10.32	-21.70	-3.53	38.52	60.22	
	沪深300	5.81	6.41	-0.35	-9.24	-0.52	11.55	14.03	12.16	6.03	10.53	10.29	-17.73	0.19	32.34	50.08	
	中证500	5.55	1.05	-6.34	16.99	33.64	32.51	35.40	13.01	-32.67	-6.30	-20.74	-26.85	-2.51	62.11	88.96	
	国证2000	0.00	2.33	-21.23	42.56	76.36	41.96	31.20	18.77	-34.40	2.48	-12.15	-23.36	-15.25	63.71	87.07	
	创业板指	25.83	34.10	24.84	26.95	37.04	-22.95	-40.01	17.11	-50.51	-19.16	7.81	35.42	18.31	29.68	-5.74	
营业收入(同比增长率)	万得全A(除金融、石油石化)	4.19	-1.57	-0.65	5.20	10.68	22.13	18.98	13.82	11.45	7.84	8.17	-1.66	5.48	31.90	33.56	
	上证50	5.75	-3.62	-6.72	-2.49	0.92	14.65	13.38	10.46	11.75	10.24	8.59	-6.08	-4.55	16.90	22.98	
	沪深300	6.16	-0.69	-2.71	-1.09	3.84	16.28	14.47	11.14	12.30	12.01	10.38	-2.68	1.59	21.74	24.41	
	中证500	5.41	0.00	-0.23	6.06	10.19	28.29	25.72	11.37	9.49	5.84	4.28	-3.44	5.16	38.96	42.41	
	国证2000	0.00	1.21	2.03	13.40	17.81	30.59	26.22	14.52	9.93	4.80	7.06	-3.39	3.83	33.76	37.15	
	创业板指	38.64	54.33	50.44	47.56	40.75	27.94	15.39	15.22	10.97	4.44	16.01	0.56	2.89	37.59	37.03	
净资产收益率ROE(12个月滚动)	万得全A(除金融、石油石化)	9.13	8.95	7.59	7.95	8.56	9.16	10.02	10.23	8.40	9.02	7.75	7.81	8.00	9.68	1.87	
	上证50	15.54	15.50	13.14	12.81	11.43	12.17	11.92	12.74	12.27	13.17	12.17	11.02	10.68	11.59	0.57	
	沪深300	14.78	15.01	12.86	12.58	11.56	12.18	11.98	12.55	11.83	12.59	11.87	10.90	10.79	11.47	0.57	
	中证500	8.01	7.82	6.51	7.15	7.53	8.31	9.11	9.13	7.02	7.88	6.70	6.64	7.06	9.09	2.45	
	国证2000	4.93	4.70	4.50	5.34	6.51	7.08	7.37	7.53	4.66	5.86	5.12	5.38	5.02	7.00	1.62	
	创业板指	11.89	11.76	14.06	13.81	13.89	11.57	6.75	8.26	6.92	8.64	11.48	12.57	13.75	14.56	2.00	

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.5 A股风格指数中报季观察-成长仍然优于价值

- 2021H1中报季，净资产收益率方面，周期和成长环比改善强于消费、金融、稳定；归母净利润增速方面周期、成长、稳定改善好于消费和金融；营收同比增速方面金融、周期、成长改善居前；销售净利率环比改善周期和成长环比改善强于消费、金融、稳定；**总体来看，周期和成长的盈利改善强势是今年跑赢消费、金融、稳定指数主要动力。**

A股风格指数中报财务分析

财务指标	时间	2013-6-30	2013-12-31	2014-6-30	2014-12-31	2015-6-30	2015-12-31	2016-6-30	2016-12-31	2017-6-30	2017-12-31	2018-6-30	2018-12-31	2019-6-30	2019-12-31	2020-6-30	2020-12-31	2021-6-30	2021H1同2020H1环比改变	趋势图
净资产收益率ROE(12个月滚动)	金融(风格.中信)	10.23	18.53	19.22	17.46	18.13	15.82	15.40	13.38	13.74	12.97	13.36	11.94	13.12	12.07	5.48	10.64	5.62	0.13	
	周期(风格.中信)	4.12	8.26	8.05	6.66	6.08	3.47	4.04	5.14	6.65	8.26	9.06	7.78	7.92	6.73	1.87	5.89	6.54	4.67	
	消费(风格.中信)	7.21	13.30	13.44	12.58	12.75	11.55	12.44	12.11	12.48	12.63	13.15	11.10	12.75	11.62	6.39	11.92	6.80	0.41	
	成长(风格.中信)	4.03	8.67	8.27	9.08	8.31	7.45	7.12	7.07	7.48	7.40	7.24	3.62	4.61	3.47	3.25	6.17	4.77	1.52	
	稳定(风格.中信)	5.78	12.02	12.20	12.01	12.09	11.35	10.78	9.67	9.31	9.26	9.34	9.22	9.31	8.72	3.60	7.96	4.53	0.93	
归属母公司股东的净利润(同比增长率)	金融(风格.中信)	10.23	18.53	9.95	17.46	9.40	15.82	7.49	13.38	7.05	12.97	6.88	11.94	7.15	12.07	5.48	10.64	5.62	0.13	
	周期(风格.中信)	-7.39	3.05	1.01	-16.27	-27.23	-47.54	-12.61	49.85	81.83	67.12	30.94	-0.66	-13.17	-20.88	-65.53	-11.28	277.35	342.88	
	消费(风格.中信)	12.65	7.62	1.85	6.41	10.13	0.78	14.15	26.88	12.76	18.72	19.62	-6.51	11.20	12.74	0.33	9.17	17.96	17.63	
	成长(风格.中信)	14.24	28.07	13.17	23.54	8.06	-4.58	4.81	10.37	32.17	18.08	-0.26	-51.30	-2.23	-5.29	14.17	63.46	66.31	52.14	
	稳定(风格.中信)	36.91	28.64	16.92	11.20	11.56	6.60	-6.04	-5.81	-5.30	4.74	16.57	10.75	18.89	8.05	-23.63	2.87	35.23	58.86	
营业收入(同比增长率)	金融(风格.中信)	15.41	14.34	13.35	15.27	18.37	13.64	5.90	5.44	4.97	7.68	9.31	9.36	15.24	14.26	5.85	7.73	9.95	4.09	
	周期(风格.中信)	3.53	4.51	1.31	0.19	-14.60	-15.48	-5.69	4.61	33.61	25.23	12.64	12.63	5.15	3.18	-13.49	-7.37	33.74	47.23	
	消费(风格.中信)	13.26	12.01	3.74	5.15	4.50	3.60	6.18	11.14	18.57	17.86	13.59	11.56	9.69	8.37	-5.48	3.69	27.66	33.14	
	成长(风格.中信)	10.68	12.54	12.49	13.40	10.32	11.81	13.83	15.21	25.72	22.24	17.03	13.40	6.01	8.84	6.50	8.21	28.56	22.06	
	稳定(风格.中信)	13.35	12.74	11.26	6.36	0.85	1.72	1.71	3.88	8.81	9.50	11.36	10.21	5.40	5.31	-6.87	8.90	27.51	34.38	
销售净利率	金融(风格.中信)	30.45	28.17	29.86	27.05	28.22	25.14	25.21	23.43	25.61	23.95	25.50	21.67	24.20	21.70	19.97	19.84	21.23	1.26	
	周期(风格.中信)	3.84	3.79	3.78	3.20	3.46	2.26	3.62	3.56	4.78	4.72	5.69	4.34	4.58	3.80	2.67	3.77	7.12	4.44	
	消费(风格.中信)	6.29	5.86	6.67	6.29	7.01	6.22	7.95	7.16	7.63	7.42	8.18	6.52	8.81	7.06	8.71	7.61	8.04	-0.66	
	成长(风格.中信)	6.03	6.04	5.98	6.56	6.38	5.92	6.20	5.90	6.66	5.65	5.85	2.62	3.93	2.51	4.97	4.25	7.59	2.62	
	稳定(风格.中信)	5.43	5.21	5.86	5.52	6.59	5.98	6.17	5.43	5.29	5.06	5.85	5.37	12.54	5.19	5.29	5.07	5.51	0.22	

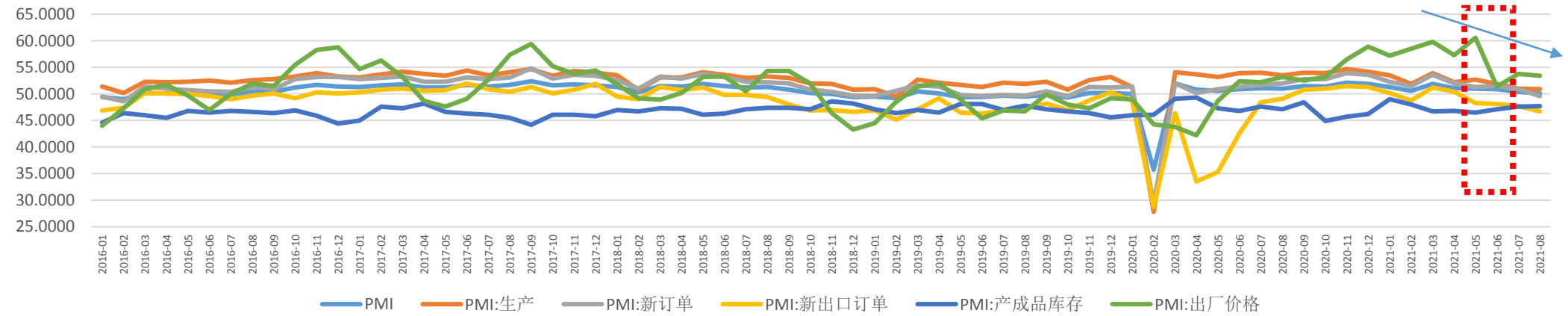
资料来源：WIND，申港证券研究所

1.6 本轮经济复苏特征：进入Q3复苏力度已经边际减弱

- 疫情后在显著地宽松货币政策刺激下，经济复苏2020Q2开始，PMI就开始保持扩张区间，到目前已经持续了超过18个月复苏期。但随着进入2021Q3，生产和新订单、新出口订单、产成品库存PMI逐渐边际下滑，主要原因是2020Q4-2021Q2所保持的出厂价格指数提前出现下滑衰减，本轮经济复苏力度已经边际减弱。

PMI细分项目变化

指标名称	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08
PMI	50.0	35.7	52.0	50.8	50.6	50.9	51.1	51.0	51.5	51.4	52.1	51.9	51.3	50.6	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1
PMI:生产	51.3	27.8	54.1	53.7	53.2	53.9	54.0	53.5	54.0	53.9	54.7	54.2	53.5	51.9	53.9	52.2	52.7	51.9	51.0	50.9
PMI:新订单	51.4	29.3	52.0	50.2	50.9	51.4	51.7	52.0	52.8	52.8	53.9	53.6	52.3	51.5	53.6	52.0	51.3	51.5	50.9	49.6
PMI:新出口订单	48.7	28.7	46.4	33.5	35.3	42.6	48.4	49.1	50.8	51.0	51.5	51.3	50.2	48.8	51.2	50.4	48.3	48.1	47.7	46.7
PMI:产成品库存	46.0	46.1	49.1	49.3	47.3	46.8	47.6	47.1	48.4	44.9	45.7	46.2	49.0	48.0	46.7	46.8	46.5	47.1	47.6	47.7
PMI:出厂价格	49.0	44.3	43.8	42.2	48.7	52.4	52.2	53.2	52.5	53.2	56.5	58.9	57.2	58.5	59.8	57.3	60.6	51.4	53.8	53.4



资料来源：WIND，申港证券研究所

1.7 工业产量角度：供给侧改革与新能源、电子等新兴工业复苏将是常态

- 从产量角度，一场类似于2017年的供给侧改革已然发生，在原煤、焦炭累计同比增速已经回落至5%以内，粗钢、十种有色累计增速回落至10%，供给端的政策压减是原材料产量的核心驱动。而同时，以新能源汽车、集成电路、工业机器人、金融切削机床为代表的高端制造、智能制造领域则获得产量极大扩张，反映了新兴工业的持续复苏趋势。

工业产量累计同比增速

指标名称	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06	2021-07	2021-08	趋势图
产量:原煤:累计同比	-6.30	-0.50	1.30	0.90	0.60	-0.10	-0.10	-0.10	0.10	0.40	0.90	25.00	16.00	11.10	8.80	6.40	4.90	4.40	
产量:焦炭:累计同比	-5.50	-4.10	-2.90	-2.80	-2.50	-2.00	-1.40	-0.90	-0.70	-0.20	0.00	10.30	8.60	7.40	5.90	4.10	3.20	2.50	
产量:发电量:累计同比	-8.20	-6.80	-5.00	-3.10	-1.40	-0.90	0.30	0.90	1.40	2.00	2.70	19.50	19.00	16.80	14.90	13.70	13.20	11.30	
产量:风电:累计同比	-0.20	5.70	4.40	5.00	6.80	8.50	9.60	10.00	10.50	10.70	10.50	49.00	30.90	28.20	26.70	26.60	29.30	28.10	
产量:太阳能:累计同比	12.00	10.90	10.10	9.30	9.10	7.50	7.40	7.20	7.90	8.10	8.50	25.80	14.10	7.60	7.90	9.00	9.70	10.30	
产量:汽油:累计同比	-13.90	-16.30	-15.20	-14.50	-12.80	-10.50	-8.80	-7.70	-7.40	-6.80	-6.60	17.60	22.40	21.20	21.80	22.10	21.20	20.20	
产量:化学农药原药:累计同比	-18.40	-7.80	-2.60	-1.50	1.30	-6.50	-5.90	-5.20	0.90	0.90	-1.10	35.10	23.10	17.80	-18.40	13.90	11.20	10.60	
产量:化学纤维:累计同比	-13.60	-10.00	-5.00	-3.20	-1.00	-2.40	-2.40	0.30	0.30	1.20	3.40	32.40	27.10	22.10	19.20	17.10	16.30	15.60	
产量:塑料制品:累计同比	-25.50	-22.90	-14.30	-4.20	-9.60	-15.70	-13.30	-7.80	-6.20	-5.30	-6.40	39.30	32.40	25.00	20.10	18.20	14.50	11.40	
产量:粗钢:累计同比	3.10	1.20	1.30	1.90	1.40	2.80	3.70	4.50	5.50	5.50	5.20	12.90	15.60	15.80	13.90	11.80	8.00	5.30	
产量:十种有色金属:累计同比	2.20	2.10	2.60	2.70	2.90	3.10	3.30	3.50	4.30	4.60	5.50	10.60	11.70	11.50	11.60	11.00	10.50	9.10	
产量:水泥:累计同比	-29.50	-23.90	-14.40	-8.20	-4.80	-3.50	-2.10	-1.10	0.40	1.20	1.60	61.10	47.30	30.10	19.20	14.10	10.40	8.30	
产量:平板玻璃:累计同比	2.30	1.90	-0.30	0.50	-0.40	-0.30	1.00	0.40	0.50	1.30	1.30	9.30	8.60	10.50	10.90	10.80	11.10	11.00	
产量:金属切削机床:累计同比	-44.60	-29.40	-19.90	-14.80	-7.70	-9.10	-6.70	-2.70	0.60	4.10	5.90	85.40	67.40	57.70	48.80	45.60	44.20	40.60	
产量:工业机器人:累计同比	-19.40	-8.20	4.00	6.70	10.30	10.40	13.90	18.20	21.00	22.20	19.10	117.60	108.00	79.20	73.20	69.80	64.60	63.90	
产量:电工仪器仪表:累计同比	-26.30	-19.80	-12.60	-18.40	-5.10	-8.90	-4.90	-3.10	-3.50	-3.70	-7.30	60.90	42.80	29.40	24.90	18.90	18.10	15.80	
产量:发电设备:累计同比	-30.80	-6.90	5.70	5.50	16.70	18.90	18.90	21.00	28.70	30.10	30.30	102.50	55.50	40.60	32.10	17.40	9.60	11.60	
产量:汽车:累计同比	-45.80	-44.60	-32.30	-23.60	-16.50	-9.70	-9.00	-6.10	-4.10	-2.70	-1.40	89.90	81.70	53.40	38.40	26.40	18.90	13.50	
产量:集成电路:累计同比	8.50	16.00	20.60	13.30	16.40	12.70	14.60	14.70	15.50	15.90	16.20	79.80	62.10	51.70	48.30	48.10	47.30	48.20	
产量:电子计算机整机:累计同比	-30.90	-14.80	-3.20	5.70	5.20	7.20	8.30	8.90	11.70	13.50	16.00	117.10	76.80	51.90	43.00	40.60	34.20	30.70	
产量:新能源汽车:累计同比	-62.80	-53.40	-43.90	-41.00	-37.80	-29.80	-18.70	-11.40	-2.80	7.60	17.30	395.30	312.70	260.80	238.90	205.00	194.90	179.60	
产量:空调:累计同比	-40.20	-27.90	-24.80	-23.10	-16.40	-14.00	-12.20	-11.70	-10.70	-8.80	-8.30	70.80	49.80	39.50	33.40	21.00	17.30	15.60	
产量:家用电冰箱:累计同比	-37.40	-19.80	-16.50	-12.70	-6.90	-2.00	-1.90	1.70	4.00	6.30	8.40	83.00	54.60	40.90	29.20	18.80	11.30	6.70	
产量:移动通信基站设备:累计同比	-31.40	-24.80	-16.90	-7.50	-1.90	-0.40	-3.40	-7.10	-10.80	-12.30	-14.30	-6.60	-28.40	-45.60	-53.40	-55.50	-55.30	-52.60	

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.8 产能利用率角度：关注石油天然气、电气设备、专用设备、化工、公用事业领域产能利用提升

- 和疫情前相比，重点关注石油天然气、电气设备、专用设备、化工、公用事业领域产能利用率提升。这些行业同比2019年同期水平，都出现产能利用率的大幅改善。终端大宗商品和生产资料价格持续上升，使得我国工业过去产能过剩情况正在逐渐缓解。尤其是石油天然气领域产能利用保持高位，伴随着全球石油价格大幅上涨，带来的的潜在行业超额收益不可小视。

工业产能利用率分析

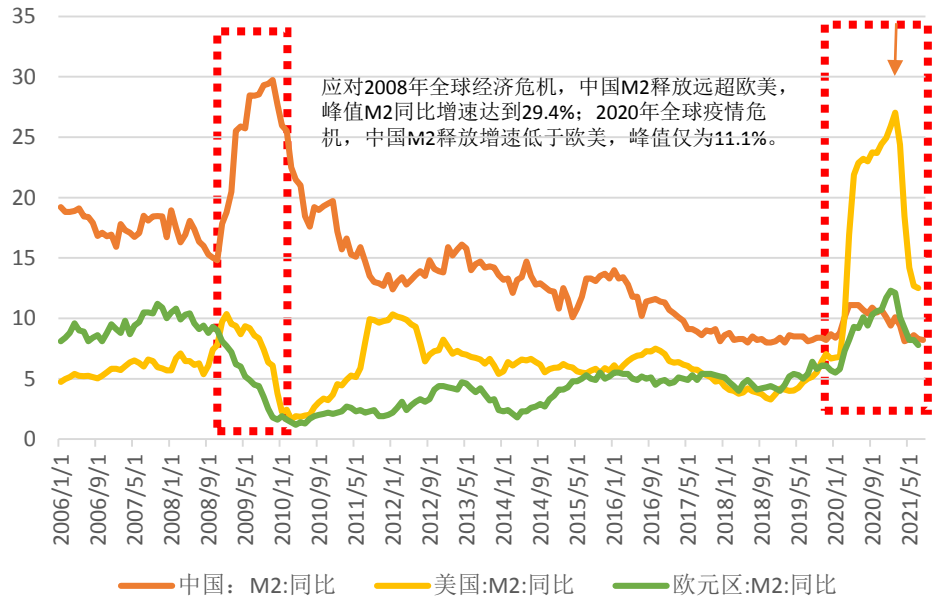
指标名称	2016-12	2017-03	2017-12	2018-03	2018-06	2018-09	2018-12	2019-03	2019-06	2019-09	2019-12	2020-03	2020-06	2020-09	2020-12	2021-03	2021-06	趋势图
产能利用率:采矿业:累计值	62.9	69.7	71.1	73.1	73.2	72.4	71.9	73.1	73.9	74.1	74.4	67.1	69.7	71.1	72.2	75.3	75.8	
产能利用率:电力、热力、燃气及水生产和供应业:累计值	69.7	71.6	72.8	72.7	72.7	73.3	73.4	71.6	71.2	71.5	72.1	67.8	69.2	70.5	71.5	74.5	74.6	
产能利用率:制造业:累计值	73.9	76.3	77.5	77.0	77.1	77.0	76.9	76.3	76.7	76.8	77.1	67.2	71.4	73.5	74.9	77.6	78.2	
产能利用率:煤炭开采和洗选业:累计值	59.5	65.4	68.2	71.2	72.1	71.4	70.6	68.2	69.6	70.2	70.6	65.0	67.4	68.7	69.8	72.5	72.8	
产能利用率:石油和天然气开采业:累计值	85.4	89.3	88.4	85.6	87.2	87.9	88.3	91.3	91.1	91.0	91.2	89.9	90.1	89.9	90.1	90.0	90.2	
产能利用率:纺织业:累计值	76.0	79.9	80.2	80.7	81.1	80.6	79.8	77.7	78.2	78.0	78.4	67.2	70.3	72.4	73.1	78.3	79.7	
产能利用率:化学原料及化学制品制造业:累计值	74.7	76.4	77.0	75.9	75.4	74.8	74.2	73.6	74.3	74.8	75.2	69.5	72.0	73.4	74.5	76.9	78.6	
产能利用率:医药制造业:累计值	75.0	77.9	79.1	79.6	78.4	77.8	77.6	77.4	77.5	76.7	76.6	71.0	72.7	73.6	75.0	76.9	77.8	
产能利用率:通用设备制造业:累计值	71.1	76.4	76.7	80.0	78.5	77.4	77.3	78.8	78.5	78.3	78.6	69.6	74.0	75.9	77.3	80.0	80.9	
产能利用率:汽车制造业:累计值	79.0	82.0	82.2	80.7	81.0	80.6	79.8	78.3	77.2	76.8	77.3	56.9	66.8	70.7	73.5	78.5	76.2	
产能利用率:专用设备制造业:累计值	71.6	74.2	76.3	79.7	79.1	78.9	79.1	78.4	78.5	78.3	78.8	70.7	74.7	75.8	77.0	82.5	81.3	
产能利用率:电气机械和器材制造业:累计值	76.9	78.2	79.6	78.5	78.3	77.9	78.0	80.2	79.7	79.6	79.4	68.0	73.7	76.4	78.1	81.1	81.4	
产能利用率:计算机、通信和其他电子设备制造业:累计值	77.6	78.0	80.1	77.6	78.3	79.0	79.4	78.0	79.0	79.7	80.6	70.9	75.1	76.5	77.7	79.3	79.2	

资料来源：WIND，申港证券研究所

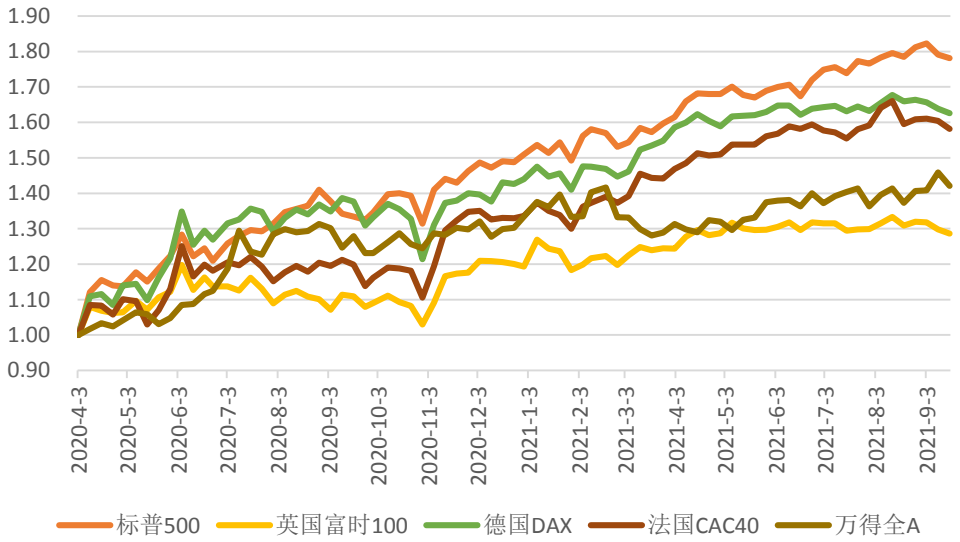
1.9 全球主要国家货币宽松牛市起源--M2货币释放即将恢复常态

- 为应对2020年1季度开始的全球疫情经济衰退，欧元区和美国等发达国家央行释放了天量货币，尤其美国M2同比增速，在2021年2月创造了历史峰值27%，近期降至12.5%，**预计年底降至10%以下。**欧元区M2同比增速在2021年2月也达到了峰值12.1%，近期回落至7.8%，**预计年底会降低至7%以下；中国M2增速已经降至8%区间。因此全球流动性恢复常态的时间表不断提前。**
- 在这一年多以来的宽松货币释放后，发达国家股市从2020年3月末至今平均涨幅60%，美国标普500从3月份低点至今更是达到了79%的阶段涨幅，**同期万得全A涨幅为46%，A股上涨实际小于欧美股市，主要原因是中国本轮M2货币释放增幅低于欧美，收紧时间早于欧美。**

美国、欧洲、中国M2同比增速



全球主要指数疫情以来涨幅



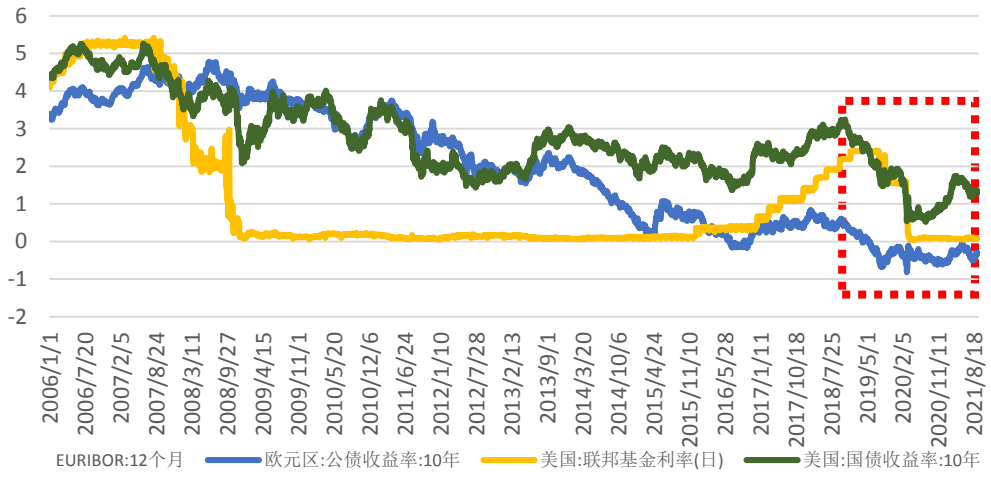
资料来源：WIND，申港证券研究所

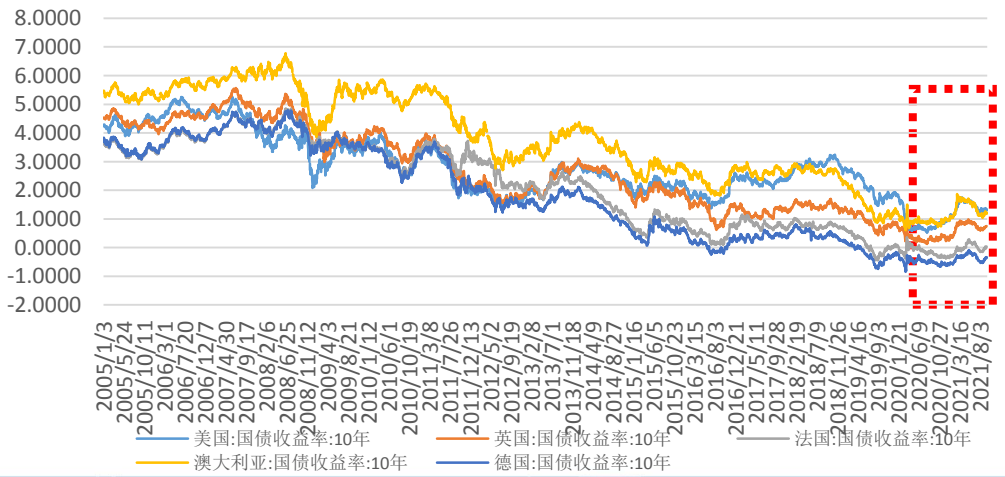
1.10 全球央行：海外无风险收益率尚未回归疫情前水平

- 从基准利率角度，欧洲EURIBOR依然执行负利率（-0.49%），美国联邦基准利率依然在0-0.25%区间，**但随着美联储继续保持扩表和宽松的货币政策，3月至今美国十年期国债收益率和疫情前相比依然相差57bp，**德国和欧元区9月ZEW经济景气指数继续下跌，降至去年4月以来最低水平，经济前景进一步恶化。美国8月PPI涨幅超过预期，续刷逾11年来高位，生产端压力进一步加剧消费者通胀，**各国经济复苏前景缓慢，无风险收益率难以快速提升。**

美国、英国、法国、澳大利亚、德国十年期国债收益率和疫情前对比

	美国:国债到期收益率:10年	英国:国债收益率:10年	法国:国债收益率:10年	澳大利亚:国债收益率:10年	德国:国债收益率:10年
疫情前到期收益率	1.88	0.85	0.08	1.35	-0.16
目前到期收益率	1.31	0.75	0.02	1.17	-0.37
目前和疫情前相差幅度	-0.57	-0.10	-0.06	-0.18	-0.21





资料来源：WIND，申港证券研究所

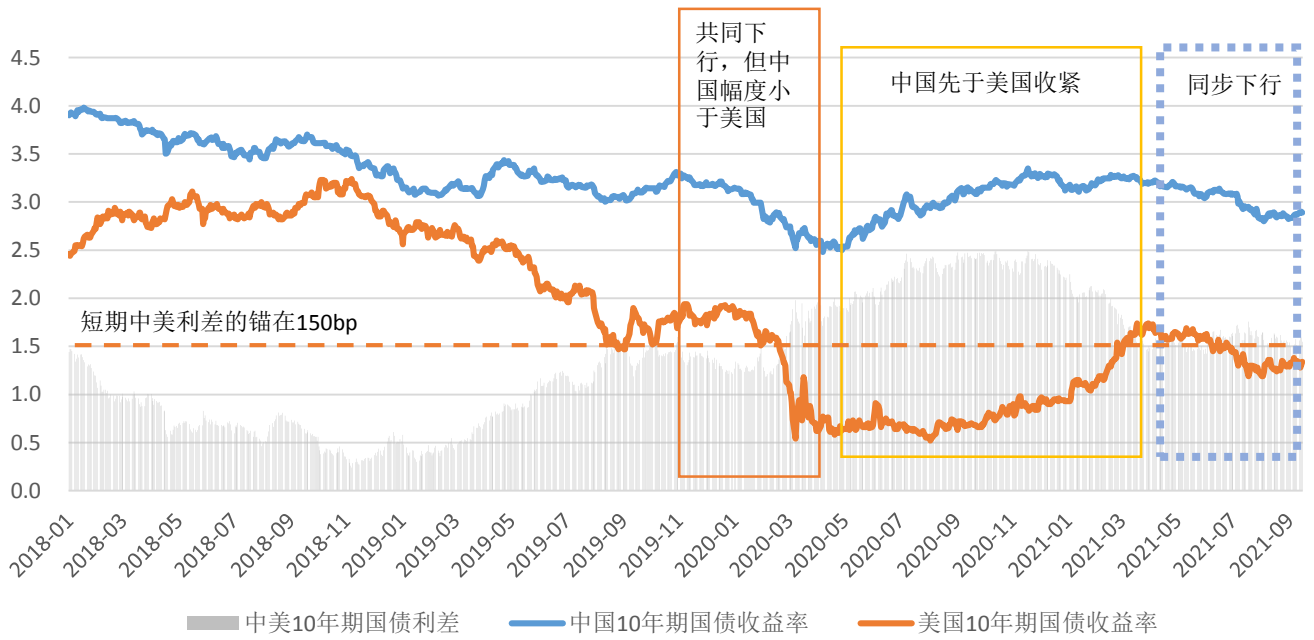
1.11 国内货币政策-继续以中美利差150bp作为“锚”，中国十年期国债收益率预计仍然在2.8%上下10bp通道内保持稳定。

- 中美无风险收益率在最近两年有着高度联动效应：在2019.11-2020.3期间中国十年期国债收益率主要跟随美国无风险收益率下行但幅度不及美国；2020.4开始中国先于美国收紧，两国无风险收益率同时在2021年3月到阶段顶部；最近6个月两国无风险收益率呈现同步变动，共同下行50bp左右。
- 认为央行短期以中美利差150bp作为“锚”来操作，美国十年期国债收益率今年Q4预期较难超过1.3%，那么Q4中国十年期国债收益率预计仍然在2.8%上下10bp通道内保持稳定。

2019.11至今中美无风险收益率三个阶段

中国跟随美国无风险收益率下行但幅度不及美国	中国先于美国收紧	中美无风险收益率同步缓和
2019.11-2020.3下降80bp	2020.4-2021.3中国国债收益率提升75bp	2021.3-9中国无风险收益率最大下行47bp
2019.11-2020.3下降140bp	2020.4-2021.3美国无风险收益率提升120bp	2021.3-9美国无风险收益率最大下行55bp
中美利差从135bp升至200bp	中美利差在2020.9达到240bp高点，到2021.3下跌至150bp	最近6个月中美利差一直稳定在150bp

中美无风险收益率近3年变化

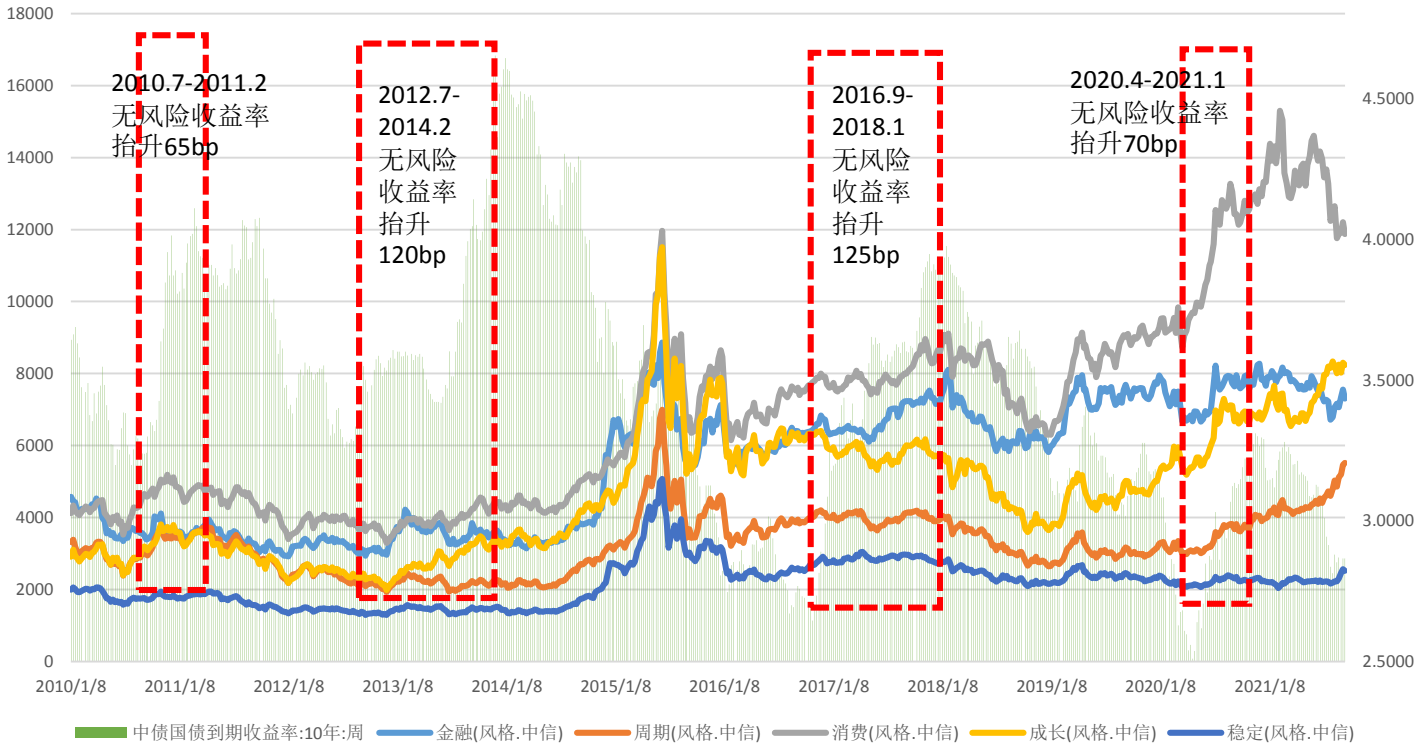


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.12 历史上无风险收益率变化对风格指数间接影响

- 对比最近5年经济周期（中国经济走向低增速期），无风险收益率上行阶段往往出现在经济过热的复苏中后期，**消费、金融业表现占优，成长居中，稳定风格居末尾**。而无风险收益率下行阶段往往出现在需要刺激经济的边际衰退期，往往**呈现成长占优，金融、稳定居中，消费靠后的排序。而周期风格的超额收益，更多是和PPI同比增速走势一致。2022市场风格切换回价值将依托于无风险收益率上升拐点出现。**

风格指数和无风险收益率



无风险收益率上行阶段回顾

无风险收益率上行阶段	无风险收益率变动幅度	金融(风格.中信)阶段表现	周期(风格.中信)阶段表现	消费(风格.中信)阶段表现	成长(风格.中信)阶段表现	稳定(风格.中信)阶段表现
2010.7-2011.2	65bp	6%	49%	36%	50%	18%
2012.7-2014.2	120bp	-4%	-4%	9%	40%	-3%
2016.9-2018.1	125bp	26%	4%	21%	-10%	11%
2020.4-2021.1	70bp	12%	34%	43%	31%	-1%
平均		10%	21%	27%	28%	6%

无风险收益率下行阶段回顾

无风险收益率下行阶段	无风险收益率变动幅度	金融(风格.中信)阶段表现	周期(风格.中信)阶段表现	消费(风格.中信)阶段表现	成长(风格.中信)阶段表现	稳定(风格.中信)阶段表现
2011.3-2012.6	-75bp	-10%	-36%	-17%	-30%	-24%
2014.3-2016.8	-188bp	100%	76%	70%	79%	85%
2018.2-2020.3	-126bp	-16%	-20%	12%	3%	-22%
2021.2至今	-46bp	-8%	36%	-17%	18%	24%
平均		17%	14%	12%	18%	16%

资料来源：WIND，申港证券研究所

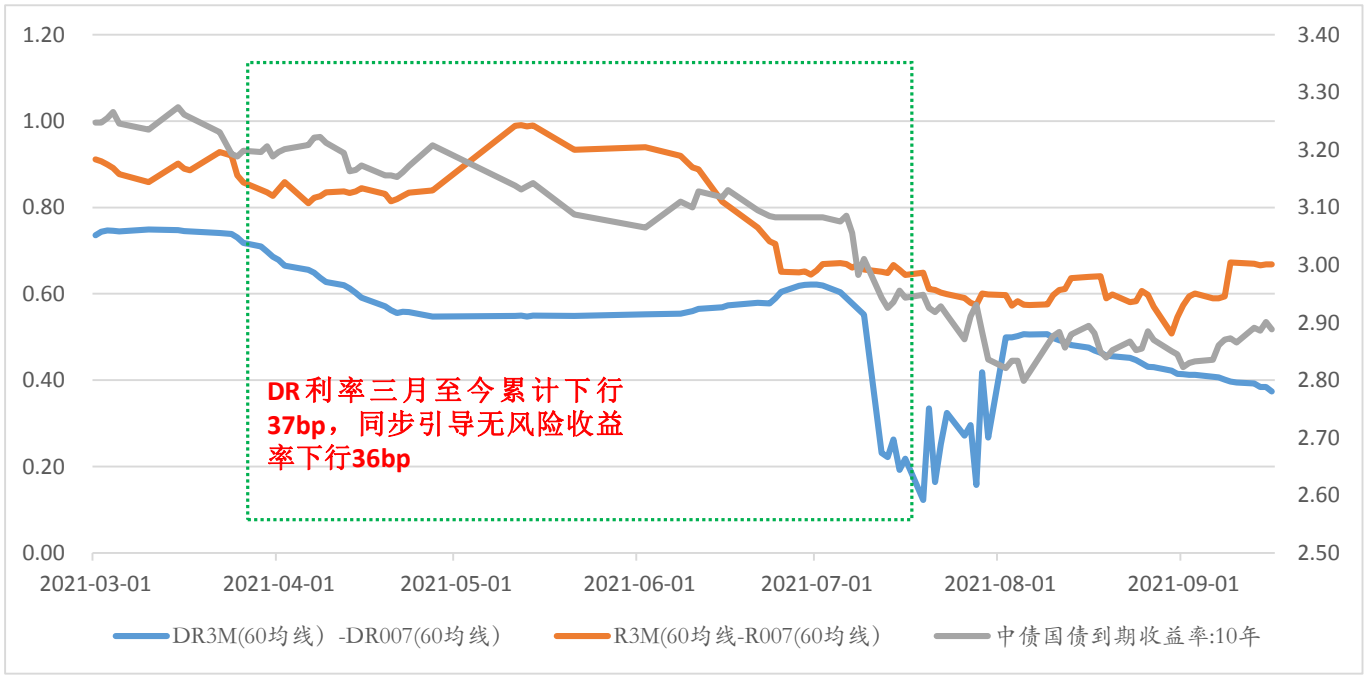
1.13 无风险收益率预测方法：DR3M(60均线）-DR007(60均线）和R3M(60均线)-R007(60均线）对国债收益率预测作用明显

- 从今年3月1日至今，DR3M(60均线）-DR007(60均线）和R3M(60均线-R007(60均线）变化基本和中债国债十年到期收益率一致，同步分别下降37bp、24bp、36bp，同时DR利率的提前预测作用好于R利率，在4月中旬就完成了后续国债收益率下行的提前反馈，近期没有出现流动性大幅收紧征兆。
- A股流动性历史回顾详见附录部分：如何做有根据的流动性预测

短期流动性溢价预测中债10年期国债到期收益率

日期	DR3M(60均线）-DR007(60均线）	R3M(60均线-R007(60均线）	中债国债到期收益率:10年
2021年2月末	0.74	0.91	3.25
2021年9月第二周	0.37	0.67	2.89
边际变化	(0.37)	(0.24)	(0.36)

3月至今DR和R利率对于十年期国债收益率预测作用



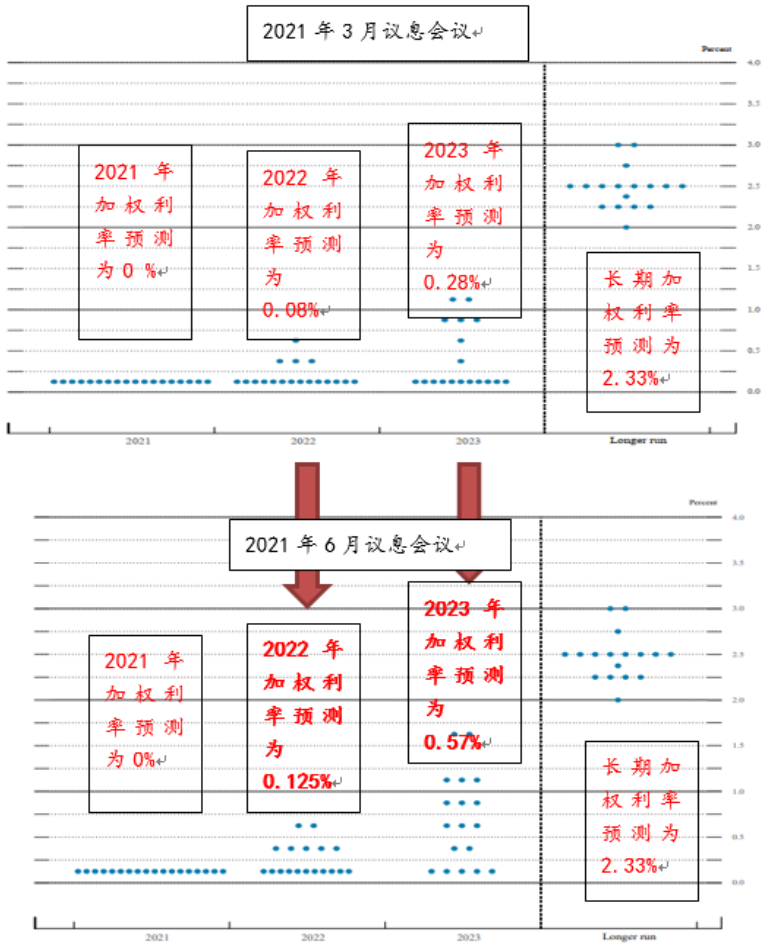
1.14 等待美联储9月23日议息会议：预计Q4依然宽松，但2022年鹰派重掌投票权

- 6月的议息会议美联储委员会上修2023年度加息幅度：等于2023年度从目前0利率水平加息2次（每次25bp）；鉴于第三轮疫情下美国经济复苏缓慢，即将召开的9月23日的议息会议预计依然宽松，美联储委员会2021年6月16日议息会议利率投票和3月对比但2022年度鹰派重掌投票权，鹰派全面支持2021年底进行缩表，会大幅提升美联储收紧预期。
- 美国经济复苏情况可见附录3：美国货币政策和经济分析

美联储官员立场及投票权

官员			政策倾向		投票权			
职位	人物	通常立场	2022年加息	2021年底缩表	2021年	2022年	2023年	2024年
主席	鲍威尔	偏鸽派		√	√	√	√	√
副主席	克拉里达	中性	△	√	√	√	√	√
理事	布雷纳德	偏鸽派			√	√	√	√
理事	沃勒	偏鹰派	△	√	√	√	√	√
理事	鲍曼	中性			√	√	√	√
理事	夸尔斯	中性			√	√	√	√
纽约联储主席	威廉姆斯	中性			√	√	√	√
旧金山联储主席	戴利	中性		√	√	×	×	√
里士满联储主席	巴尔金	中性	△	△	√	×	×	√
芝加哥联储主席	埃文斯	偏鸽派	×	√	√	×	√	√
亚特兰大联储主席	博斯蒂克	鹰派	√	√	√	×	×	×
圣路易斯联储主席	布拉德	鹰派	√	√	×	√	×	×
克利夫兰联储主席	梅斯特	偏鹰派	△	√	×	√	×	√
堪萨斯城联储主席	乔治	偏鹰派	△	√	×	√	×	×
波士顿联储主席	罗森格伦	偏鹰派	√	√	×	√	×	×
费城联储主席	哈克	偏鹰派		√	×	×	√	×
达拉斯联储主席	卡普兰	鹰派	√	√	×	×	√	×
明尼阿波利斯联储主席	卡什卡利	强鸽派	×	△	×	×	√	×

注：“√”表示明确赞同；“△”表示持开放态度；“×”表示明确反对

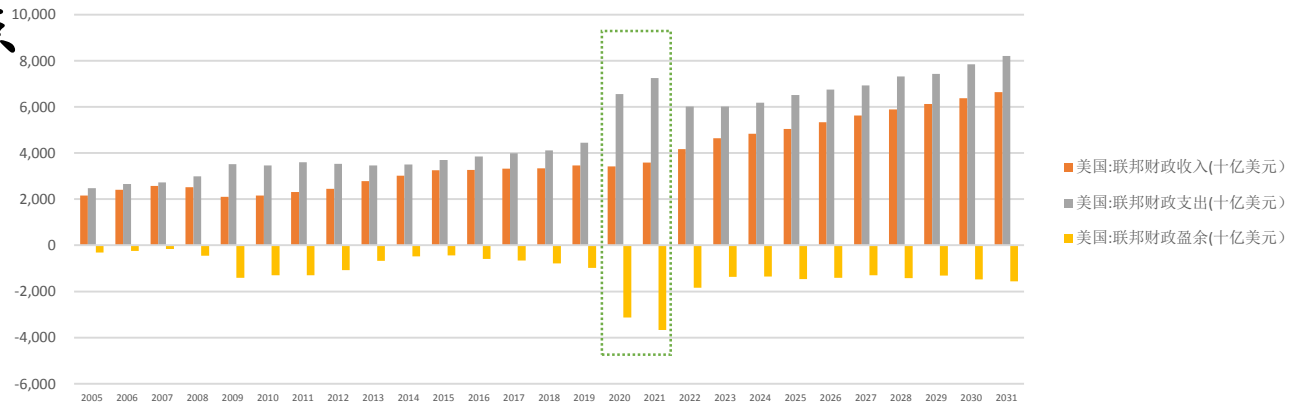


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.15 2022年是美国财政赤字拐点

- 拜登的六万亿财政预算方案中，指的是2022年联邦政府支出是六万亿美元，但这一数值相对于2021年的7.2万亿美元联邦政府支出来说，实质出现环比缩减16%。2022年联邦政府赤字1.8万亿美元，实质比2021年的3.66万亿美元下降超50%。
- 总体来看，2020和2021年为疫情后经济复苏而超量扩张的财政赤字会在2022年度及以后逐步缩减。

美国拜登政府未来十年财政预算图（2022-2031）



美国未来十年财政预算和收支平衡表、债务变化、联邦政府实际净利息支付表（白宫官网）

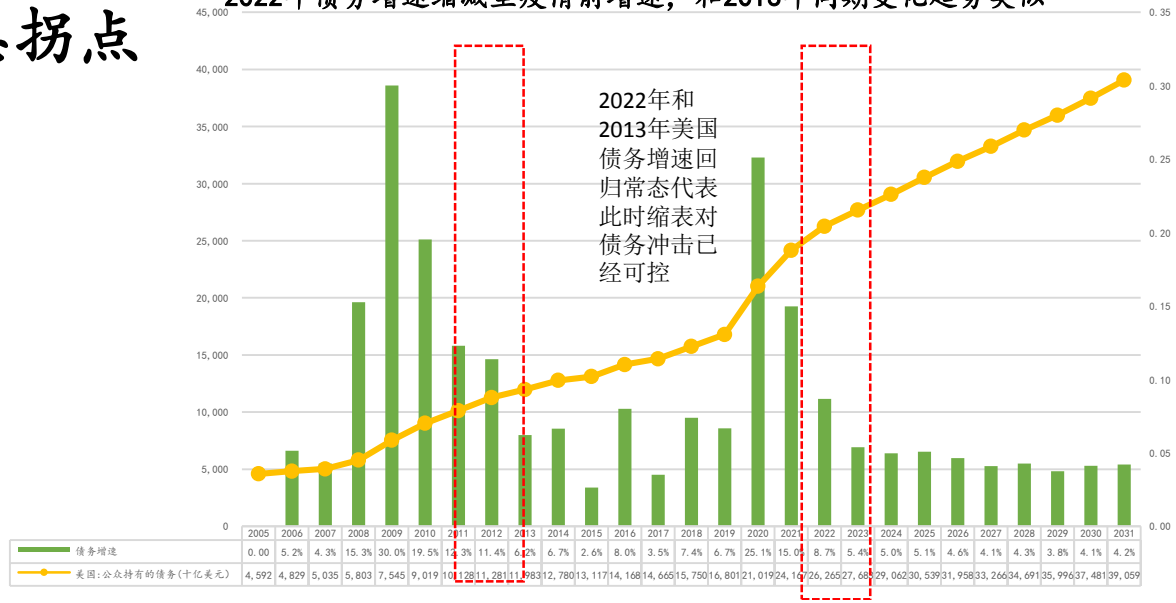
项目	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2022-2026	2022-2031
联邦政府收入	3,421	3,581	4,174	4,641	4,828	5,038	5,332	5,632	5,888	6,119	6,370	6,643	24,013	54,665
联邦政府支出	6,550	7,249	6,011	6,013	6,187	6,508	6,746	6,935	7,312	7,425	7,847	8,211	31,465	69,196
联邦政府赤字	3,129	3,669	1,837	1,372	1,359	1,470	1,414	1,303	1,424	1,307	1,477	1,568	7,452	14,531
公众持有的债务	21,017	24,167	26,265	27,683	29,062	30,539	31,958	33,266	34,691	35,996	37,481	39,059		
公众持有净金融资产的债务	18,024	21,684	23,520	24,892	26,250	27,720	29,134	30,437	31,860	33,167	34,643	36,216		
GDP	21,000	22,030	23,500	24,563	25,537	26,516	27,533	28,590	29,697	30,867	32,094	33,391		
预算占GDP比重														
收入占GDP比	16.30%	16.30%	17.80%	18.90%	18.90%	19.00%	19.40%	19.70%	19.80%	19.80%	19.80%	19.90%	18.80%	19.30%
支出占GDP比														
赤字占gdp比	14.90%	16.70%	7.80%	5.60%	5.30%	5.50%	5.10%	4.60%	4.80%	4.20%	4.60%	4.70%	5.90%	5.20%
公众持有的债务占gdp比	100.10%	109.70%	111.80%	112.70%	113.80%	115.20%	116.10%	116.40%	116.80%	116.60%	116.80%	117.00%		
公众持有净金融资产的债务占gdp比	85.80%	98.40%	100.10%	101.30%	102.80%	104.50%	105.80%	106.50%	107.30%	107.50%	107.90%	108.50%		
备忘录：实际净利息														
实际净利息	134	-53	-139	-189	-186	-136	-86	-36	9	50	108	164	-737	-442
实际净利息占GDP比重	0.60%	-0.2%	-0.6%	-0.8%	-0.7%	-0.5%	-0.3%	-0.1%	*	0.20%	0.30%	0.50%	-0.6%	-0.2%

资料来源：WIND，申港证券研究所

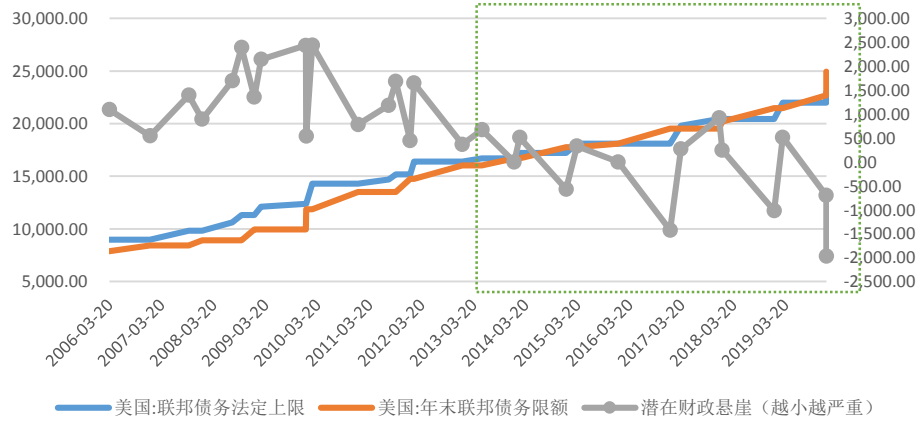
1.16 2022年也是美国债务和净利息拐点

- 2021年美国公众持有债务总量241万亿美元，2022年预计债务总量达到262万亿美元，同比增速为8.7%。预计2023年债务总量为277万亿美元，增速降至5.4%，低于疫情爆发前债务增速（2019年6.7%）。
- 美国财政部长耶伦19日警告，如果美国国会不迅速提高联邦政府债务上限或暂停其生效，联邦政府在今年10月可能出现债务违约，并会造成广泛的“经济灾难”。
- **美国政府债务违约很可能引发阶段性市场冲击金融，加剧新冠疫情造成的经济损伤；债务违约也可能引发利率飙升、股价急剧下跌和其他金融动荡。当前美国经济复苏可能会逆转为衰退。**

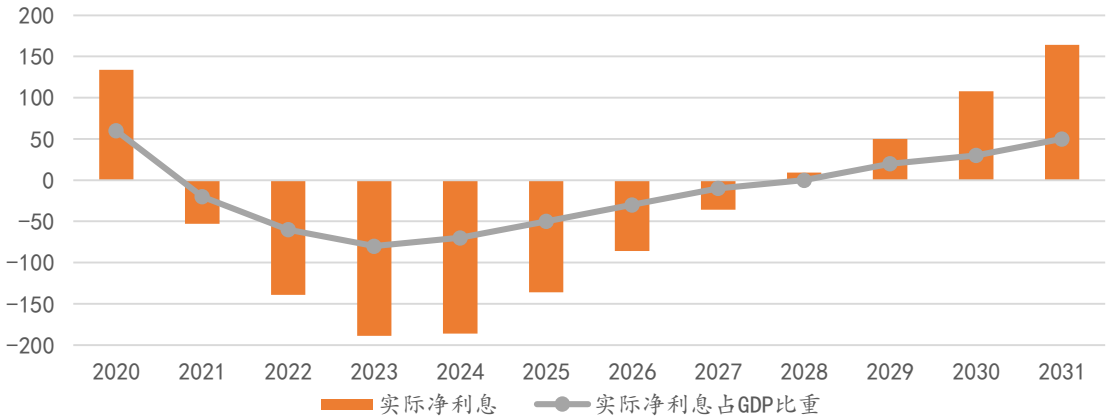
2022年债务增速缩减至疫情前增速，和2013年同期变化趋势类似



美国联邦政府债务不断突破联邦法定上限



美国联邦政府净利息支出拐点在2023年

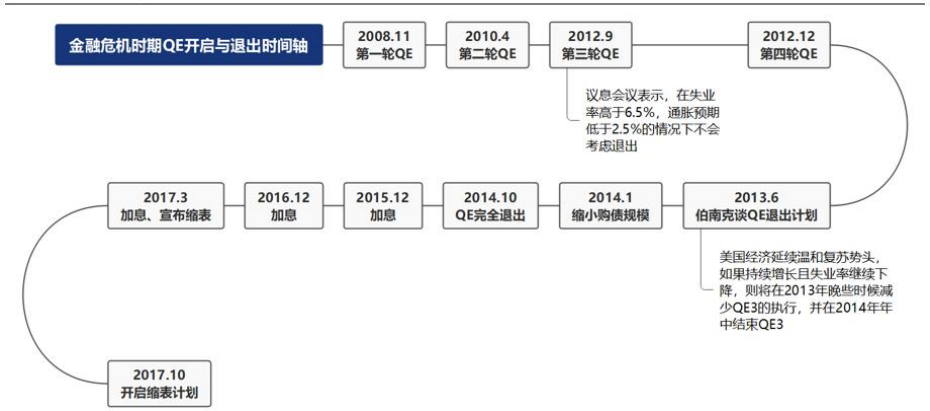


资料来源：WIND，申港证券研究所

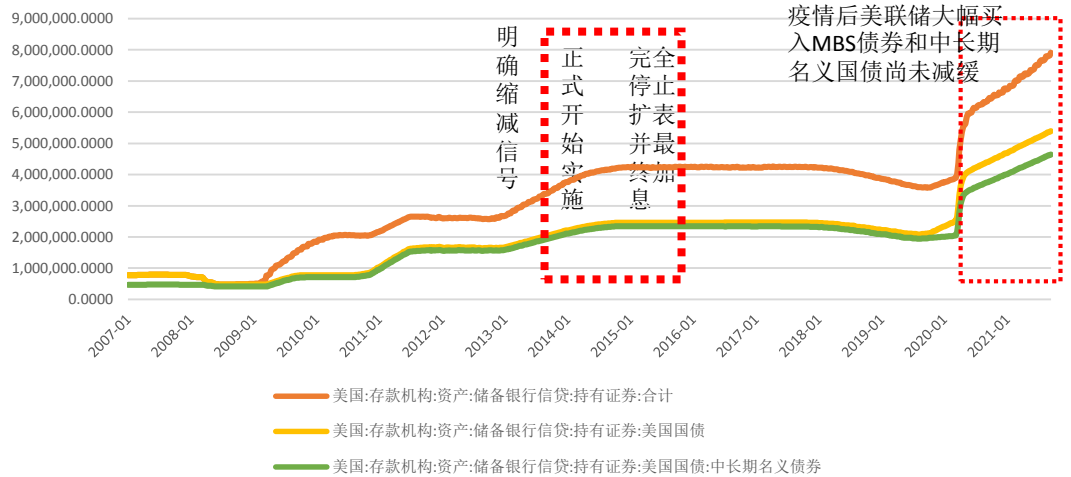
1.17 对后续Tapering节奏的预测

- 回顾2013-14年缩减：1、2013年5月22日时任美联储主席伯南克表示美联储可能会“在未来几次会议上”开始削减其债券购买量，释放了减QE的明确信号；2、正式实施阶段，2013年12月的FOMC会议上提出从2014年1月正式开始缩减QE的方案；3、完全落地阶段，在2014年10月停止资产购买，最终2015年12月开始第一次加息。
- **根据前文美国债务拐点，预计本轮美联储Tapering信号的发出在2022年上半年，正式实施缩减计划在2022年二季度，完全停止资产购买在2022年底，最终2023年进行实质加息。**
- 目前美联储资产负债表中对于中长期名义国债和MBS抵押贷款支持证债券的购买扩张还在延续，MBS住房抵押贷款利率依然在30年来最低位置来支持房地产复苏。**在真正缩减来临前，MBS住房抵押贷款利率会提前反馈。**

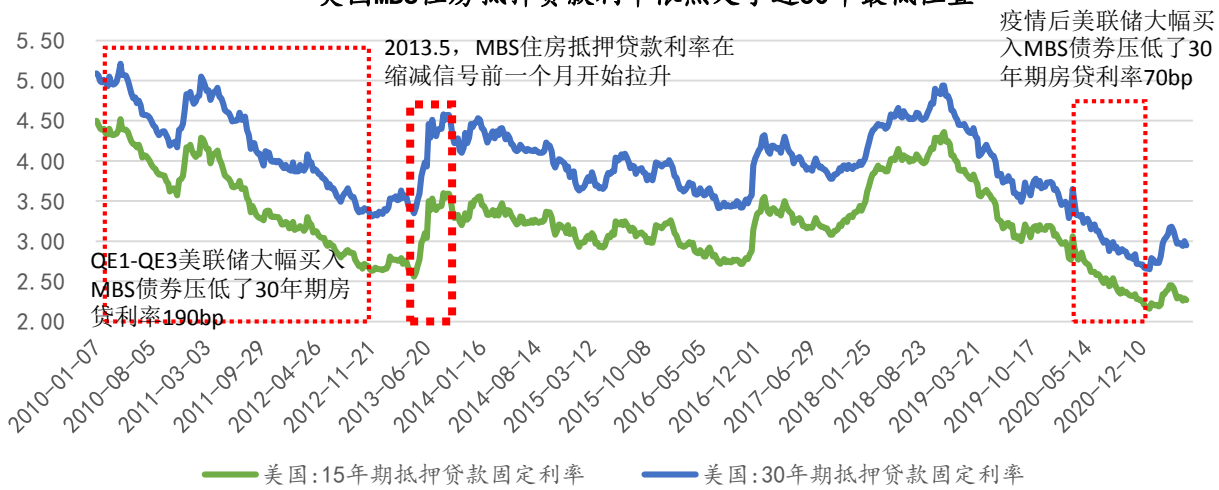
金融危机时期量化宽松实施与退出时间轴



2013-2014美联储缩表的节奏回顾



美国MBS住房抵押贷款利率依然处于近30年最低位置



资料来源：WIND，申港证券研究所

1.18 美联储上半年货币政策回顾：泰勒规则与货币政策推演

- 泰勒规则是讨论货币政策最著名的公式，**规定了决策者应如何根据一些关键经济变量的值来设定和调整短期政策利率：**
  - $FFR_t = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y_t^p)$
- **目前有四项政策规则（泰勒、平衡、惯性、一阶差分）为负数，这意味着为应对疫情带来的经济衰退，目前利率接近于0的是必要的。**
- **根据联邦储备委员会提供的未来3年的潜在GDP数据、PCE通胀率和实际GDP增速数据，可推演出四项政策规则（泰勒、平衡、惯性、一阶差分）会在2022年Q2全部转正，此后四大规则将不再支持负利率，这也是美联储Tapering缩减购债的潜在时点。**

四大政策规则

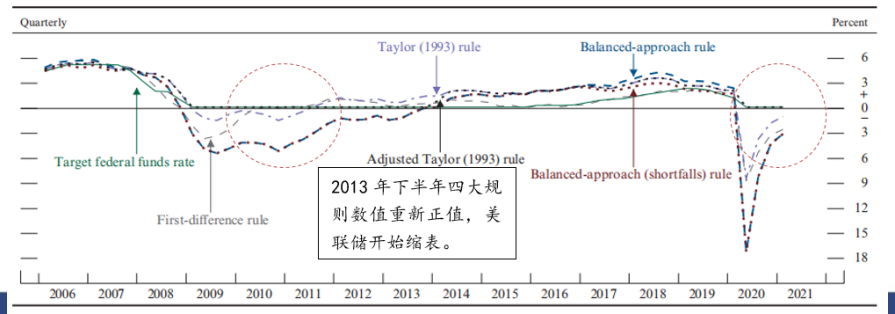
规则名称	规则公式
泰勒规则	$R_t^T = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5(y_t - y_t^p)$
平衡规则	$R_t^{BA} = r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + (y_t - y_t^p)$
ELB 调整后的规则	$R_t^{Eadj} = maximum\{R_t^{BA} - Z_t, ELB\}$
惯性法则	$R_t^I = 0.85R_{t-1} + 0.15[r_t^{LR} + \pi_t + 0.5(\pi_t - \pi^*) + (y_t - y_t^p)]$
一阶差分规则	$R_t^{FD} = R_{t-1} + 0.1(\pi_t - \pi^*) + 0.1(y_t - y_{t-4})]$

注： ELB 是一个常数，对应于联邦基金利率的有效下限，通常指 0。R_t^T、R_t^{BA}、R_t^{Eadj}、R_t^I、R_t^{FD}分别表示泰勒规则、平衡规则、ELB 调整后规则、惯性规则和一阶差分规则规定的名义联邦基金利率的值。在此，Rt表示 t 季度的实际联邦基金利率；r_t^{LR}是经通胀调整的联邦基金利率的长期中性水平，平均而言，预期将与维持 2%的通胀率和充分利用资源的产出水平保持一致；π_t是 t 季度的 4 个季度价格通胀；π^*是通胀目标，设定为 2%;y_t是第 t 季度实际国内生产总值(GDP)的对数；y_t^p是 t 季度实际潜在 GDP 的对数。在 ELB 调整规则下，Z_t是联邦基金利率与平衡规则规定下小于零的联邦基金利率过去偏差的累计和。

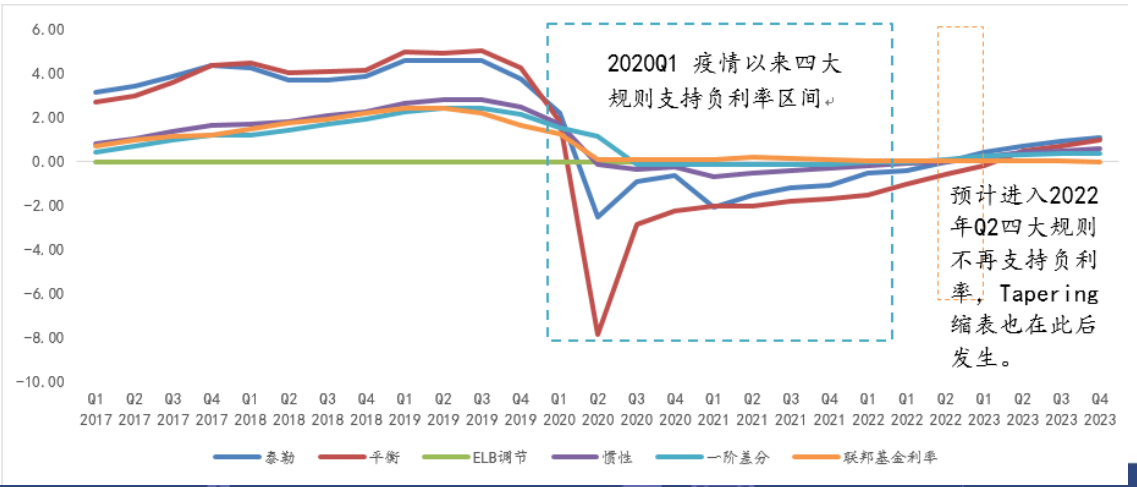
泰勒规则的变量解释

变量名称	含义
FFRt	t 季度联邦基金利率
rLRt	t 季度经通胀调整的长期中性联邦基金利率，泰勒将其设为 2%
π t	四个季度的通胀率
π *	央行通货膨胀利率目标，泰勒将其设为 2%
yt-ytp	t 季度 GDP 与潜在 GDP 的百分比差

从简单的政策规则中得出的历史联邦基金利率规律



根据FOMC预测数据，泰勒规则支持2022Q2之后利率重新回到正区间

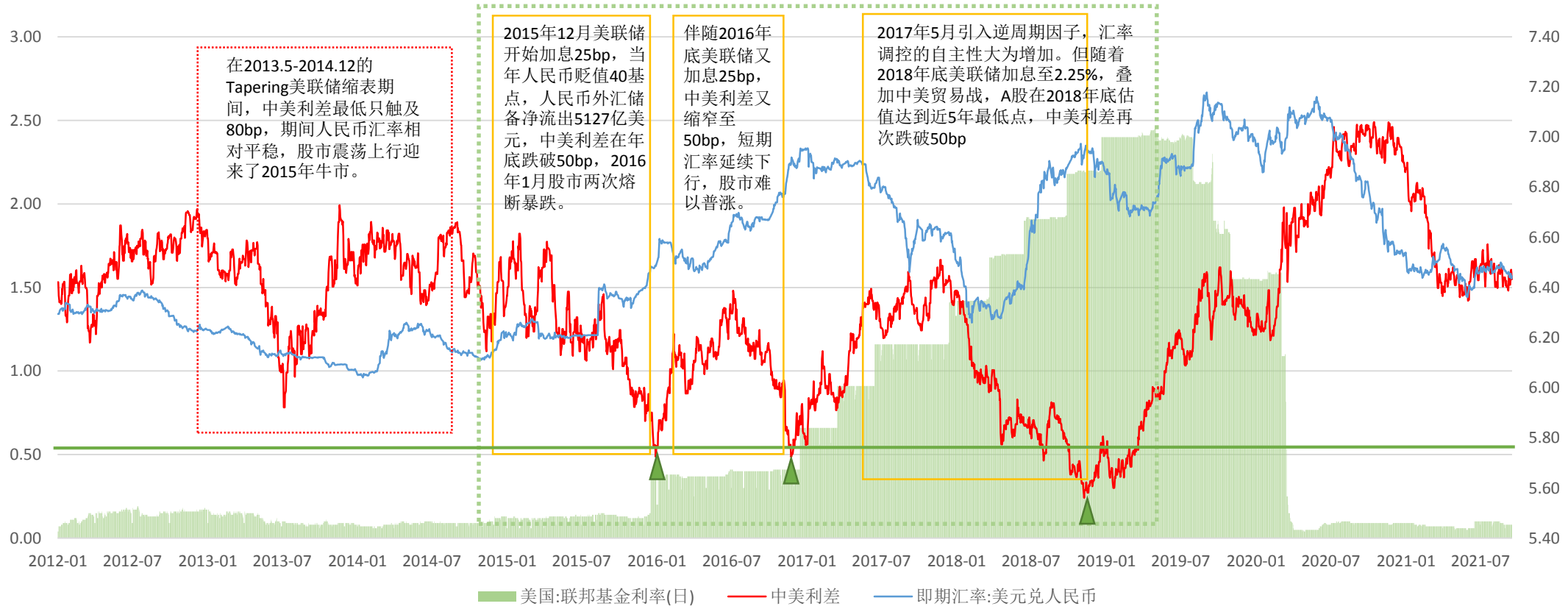


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.19 真正的风险点在于美国加息：中美利差下行伴随股汇双杀

- **认为未来A股的真正风险点在于美国2023年加息周期前后带来的股汇双杀节点而非Tapering。**当美国实质加息开始，而中国如果没有进行基准利率加息行为（**2011年以来十年没有过加息**），那么中美利差必然缩窄，造成资本外流本币贬值，同时对于A股市场估值下修。**在2015-2018年美联储加息周期中，中美利差低于50bp的拐点A股伴随股汇双杀。**

美国基准利率与中美利差、人民币汇率的关系

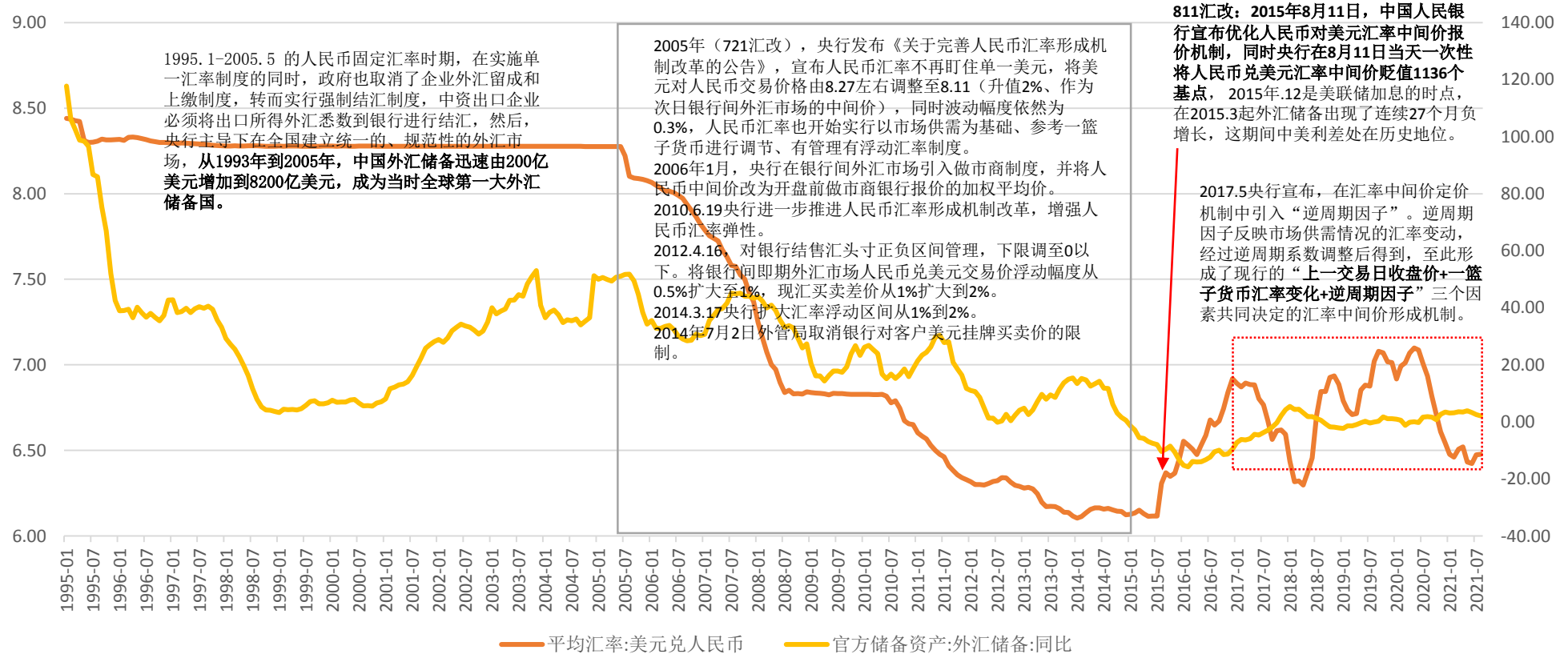


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.20 美元人民币汇率继续在6.4-6.5通道内运行

- 对于1995年以来人民币汇率和外汇储备的介绍：主要分为三个阶段：1固定汇率时期；2人民币升值周期；3逆周期因子调节周期
- 2021年1-8月，货物进出口总额247831亿元，同比增长23.7%。其中，出口135651亿元，同比增长23.2%；进口112181亿元，同比增长24.4%；进出口相抵，贸易顺差23470亿元。贸易结构继续优化强于2010和2017年同期。认为人民币适度贬值6.4-6.5通道内运行，将能更有利于中国在全球贸易恢复正常的2022年继续保持进出口高增速。

人民币汇率和外汇储备



资料来源：WIND，申港证券研究所

CONTENT

01. 2021年初至今A股概览与海外市场回顾

02. 第三轮疫情下全球供应链短缺延长Q4周期行情

03. 成长与周期最后之舞，2022价值行情蓄势待发

04. 四季度潜在四大超额收益赛道：军工、半导体、农林牧渔、医药生物

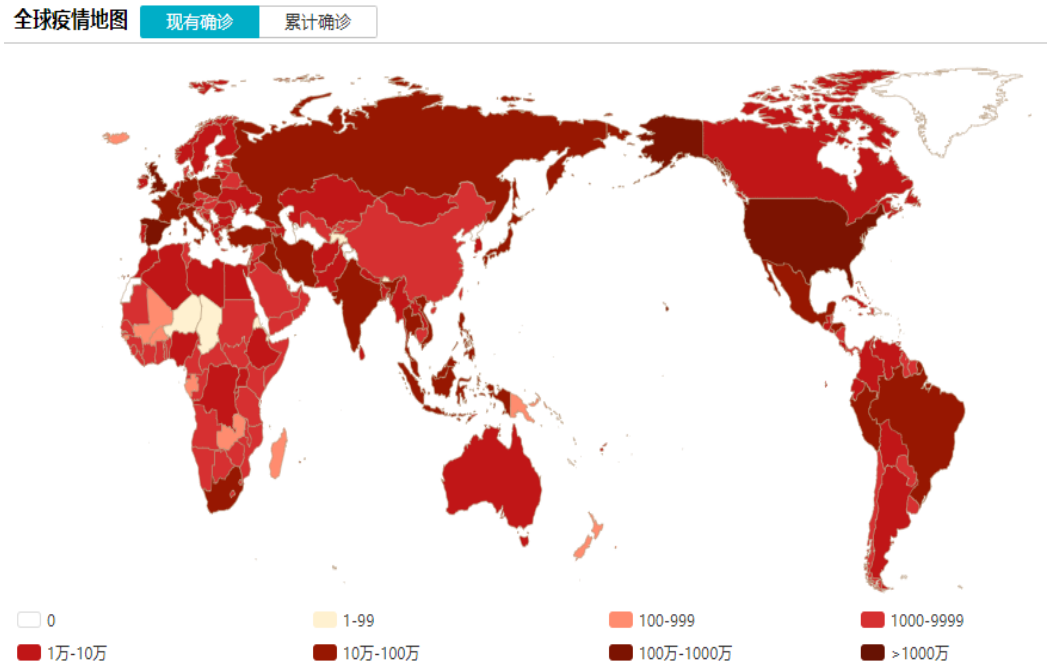
第三轮疫情下全球供应链短缺延长Q4周期行情

- 在全球第三轮疫情爆发后，全球供应链遭受了史无前例的供应链成本飙升，海运集装箱从我国港口启运的情况下，运费出现了大规模的提升。亚洲至美西最高达到20586美元每货柜，亚洲到美东最高为22172美元每货柜，亚洲到北欧为14431美元每货柜，亚洲到地中海最高为13270美元每货柜，总体为去年同期五倍以上，也是从7月开始，今年的周期行情开启了第二轮飙升。
- 目前美国、英国每百人接种疫苗数均突破110剂量，而全球疫苗每百人接种剂量刚到达73剂量。因存在单人注射多剂量，所以真实疫苗接种人口比例更低。根据指数平滑预测，2021年年末，欧美每百人接种疫苗剂量会突破160剂量，全球每百人接种疫苗剂量114剂，中国每百人接种疫苗剂量近200剂量，印度每百人接种疫苗剂量88剂量，日本每百人接种疫苗剂量145剂。至年底，全球各国的空运海运入境隔离政策有望逐渐缩短隔离期，逐步开放边境有望在2022年将会进入各国政府议程。根据钟南山院士预测群体免疫需要全球接种率需超过78%，我国需超过72.9%，亚洲需超过70.2%，欧洲需超过84.2%。**而对应每人接种两剂以上来统计，目前全球免疫还远远没有达到目标。**
- 国家加大稳价举措：9月18日，针对大宗商品价格上涨多等问题，国家领导人在广西考察时表示，国家会继续多措并举，更加注重用市场化办法稳定价格。针对国内外经济形势变化，宏观政策要围绕市场主体需求精准实施，稳定合理预期，保持经济平稳运行。近期监管已经频频出手，通过抛储等方式保供稳价。9月16日，发改委宣布将继续向市场投放国家储备铜铝锌，以缓解行业供需矛盾，引导价格合理回归.此前的9月1日，国家粮食和物资储备局投放了第三批国家储备铜铝锌，共计15万吨，三批累计投放铜铝锌42万吨。
- **正如2011年和2017年经济复苏中后段，PPI同比增速高点后一个季度内周期股超额收益将见顶，目前8月份PPI同比增速创新高9.5%，只有PPI大幅回落开启下跌，才会宣告此轮周期行情终结。**
- **在乐观情况下，**政策稳价保价相对和缓，黑色金属回调8%，有色金属回调4%，化工品保持稳定，煤炭回调10%以内，则根据回归得出的PPI大宗商品权重模型，下一期（9月份）**PPI同比增速为9.08%，环比回落0.36%。**
- **在中性情况下，**政策稳价保价较为有力，抛储情况管理适中，黑色金属回调15%，有色金属回调8%，化工品保持稳定，煤炭回调15%以内，则根据回归得出的PPI大宗商品权重模型，下一期（9月份）**PPI同比增速为8.41%，环比回落0.97%。**
- **悲观情况下，**政策稳价保价极为强力，大规模抛储压低市场价格下，黑色金属回调20%，有色金属回调12%，化工品回调2%，煤炭回调20%左右，则根据回归得出的PPI大宗商品权重模型，下一期（9月份）**PPI同比增速为7.8%，环比回落1.52%。**

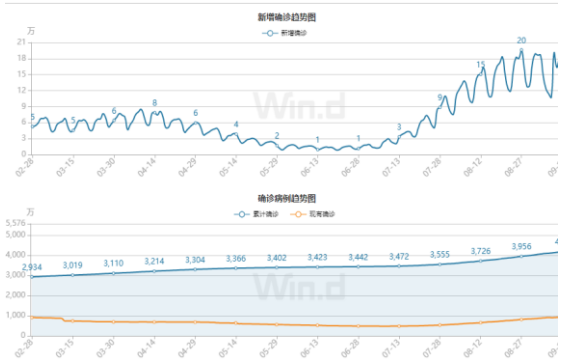
2.1 第三轮疫情下全球供应链催化周期行情

- 在第三轮疫情冲击下，全球供应链之脆弱已经彻底暴露，认为供应链的进一步修复依赖于全球产业链中主要国家疫情消退，而目前来看，美国和东南亚作为本轮疫情最严重的国家，目前新增确诊人数还在激增，**本轮全球供应链紧缺至少还要维持一个季度以上，周期股为主的行情有望在2021年Q4继续保持涨幅前列。**

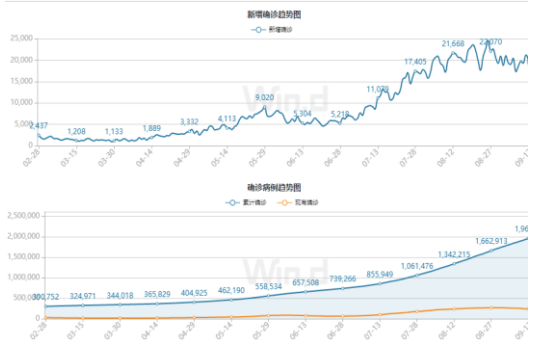
全球第三轮疫情严重区域集中在美国、西欧、东南亚



美国疫情情况（万例）



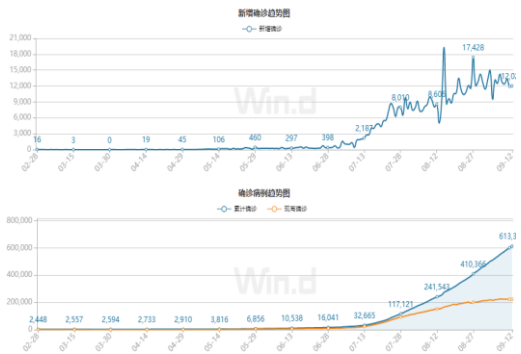
泰国疫情情况



马来西亚疫情情况



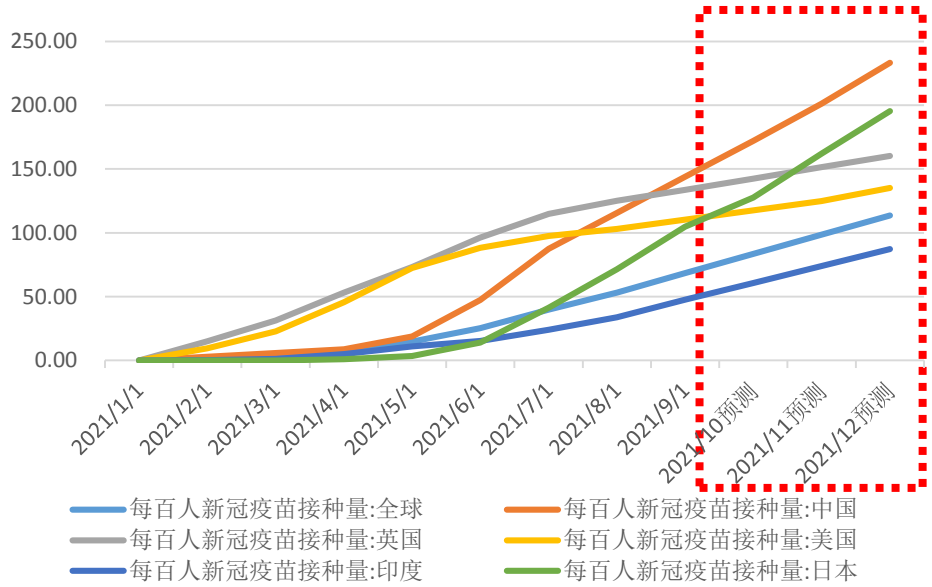
越南疫情情况



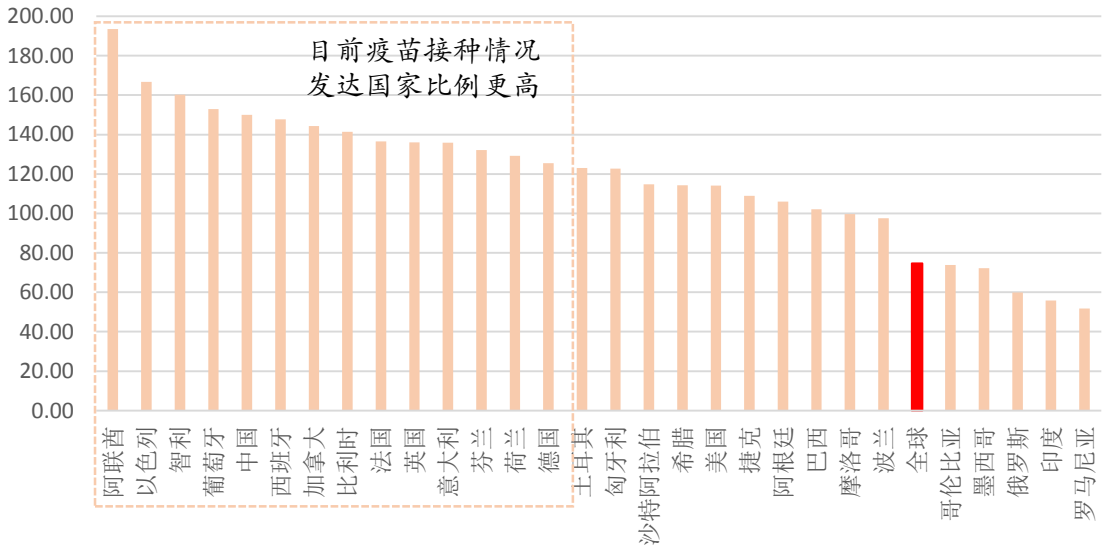
2.2 全球下半年疫苗情况推演：全球群体免疫在2022年上半年有望达成

- 目前美国、英国每百人接种疫苗数均突破110剂量，而全球疫苗每百人接种剂量刚到达73剂量。因存在单人注射多剂量，所以真实疫苗接种人口比例更低。**根据指数平滑预测，2021年年末，欧美每百人接种疫苗剂量会突破160剂量，全球每百人接种疫苗剂量突破90剂，中国每百人接种疫苗剂量近200剂量，印度每百人接种疫苗剂量88剂量，日本每百人接种疫苗剂量145剂。**
- **至年底，全球各国的空运海运入境隔离政策有望逐渐缩短隔离期，逐步开放边境有望在2022年将会进入各国政府议程。**根据钟南山院士预测群体免疫需要全球接种率需超过78%，我国需超过72.9%，亚洲需超过70.2%，欧洲需超过84.2%。**而对应每人接种两剂以上来统计，目前全球免疫还远远没有达到目标。**

全球和主要国家下半年疫苗接种比例推演



每百人新冠疫苗接种量

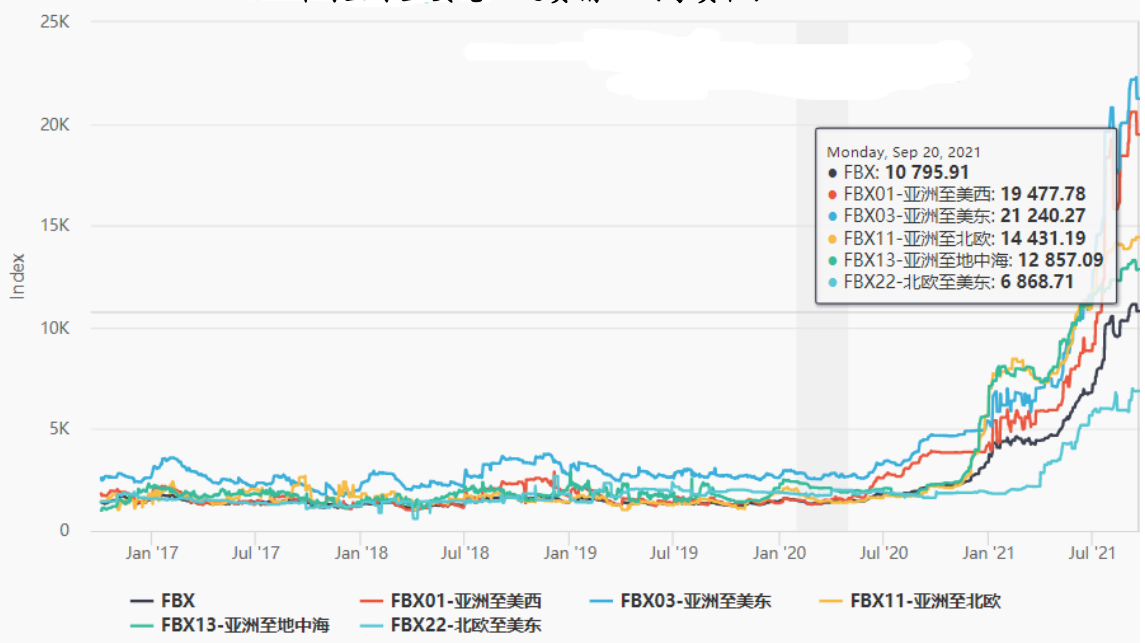


资料来源：WIND，申港证券研究所

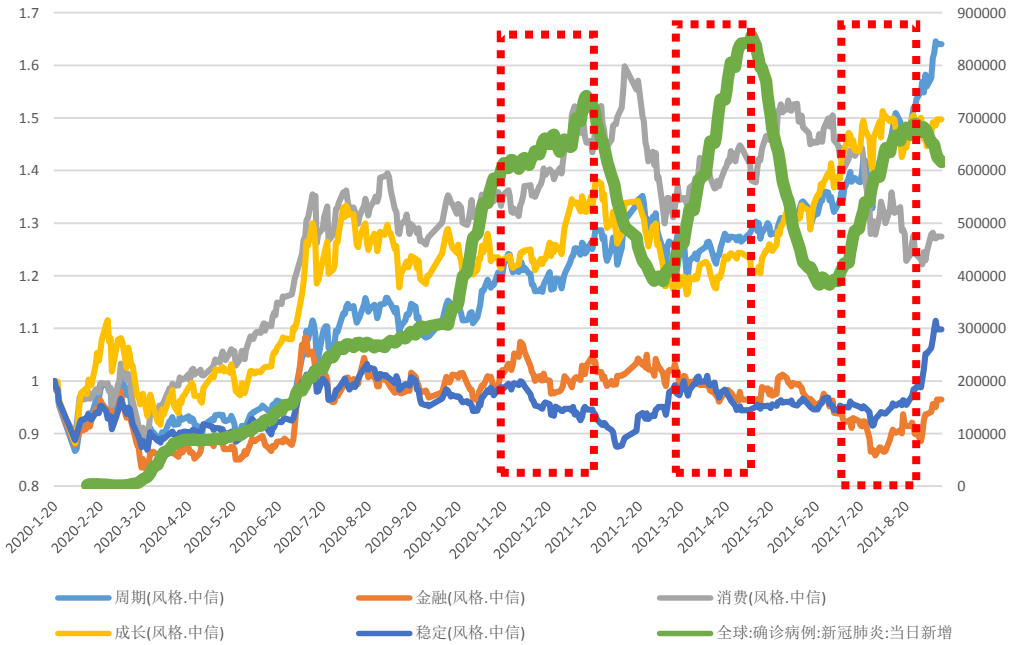
2.3 第三轮疫情下全球供应链催化周期行情

- 在全球第三轮疫情爆发后，全球供应链遭受了史无前例的供应链成本飙升，海运集装箱从我国港口启运的情况下，运费出现了大规模的提升。亚洲至美西最高达到20586美元每货柜，亚洲到美东最高为22172美元每货柜，亚洲到北欧为14431美元每货柜，亚洲到地中海最高为13270美元每货柜，总体为去年同期五倍以上，也是从7月开始，今年的周期行情开启了第二轮飙升。
- 在2020.11和2021.4开始的两轮疫情扩散中，周期股在疫情激增阶段也受到了显著地超额收益影响。

亚洲到全球主要港口运费情况（每货柜）



全球疫情和A股风格指数周期股关联最大

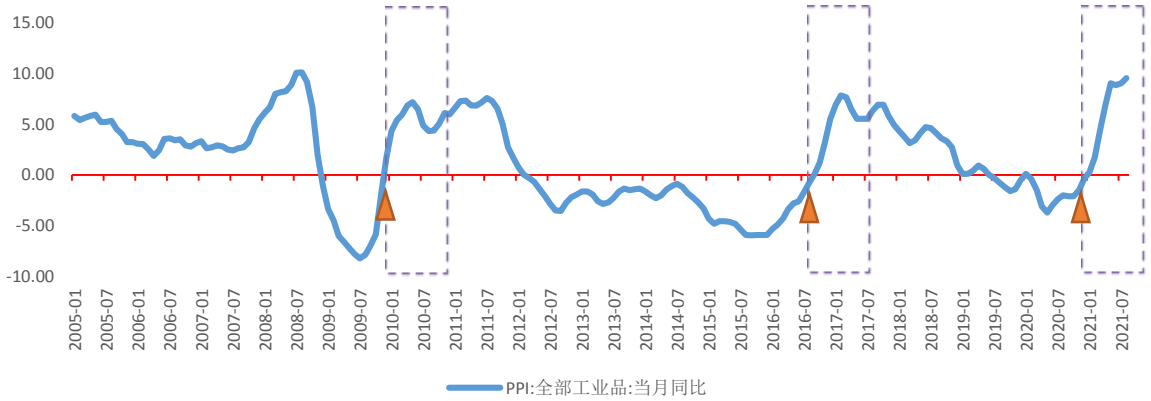


资料来源：WIND，申港证券研究所

2.4 PPI增速高点时间比过去2轮经济复苏延长近1个季度

- 历史上类似的2010年下半年和2017年下半年，市场也呈现着结构性牛市中后段的特征，盈利复苏支撑着指数持续在高位盘整，直到PPI转正后13个月后重新步入衰退。目前PPI转正才刚开始8个月，今年无风险收益率边际下降，好于2010年和2017年，因此2021Q4经济复苏结构性牛市还望延续。
- 通过对比2009年12月和2016年9月PPI转正后的经济复苏规律，目前中国正处于PPI转正第9个月的复苏中期。我们预计本轮PPI上升高点在2021年8月，工业利润增速高点在2021年2月，补库存高点在2021年7月。

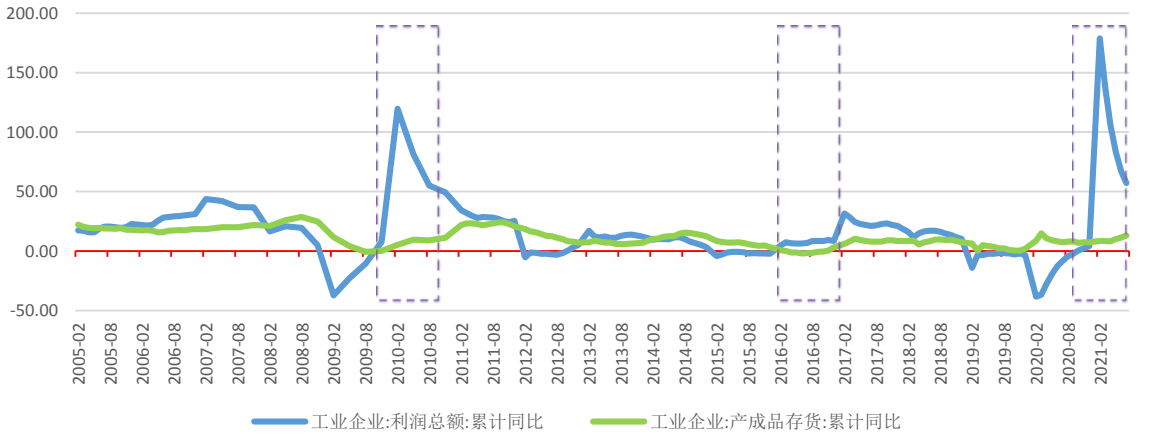
三轮PPI驱动的工业经济复苏



对于本轮经济复苏的几大节点预测

经济复苏牛	PPI转正节点	PPI高点	工业利润高点	补库存高点
2009四万亿刺激复苏	2009.12	2010.5	2010.2	2010.3
2016-17供给侧改革复苏	2016.9	2017.3	2017.2	2017.4
2020-21疫情后全球流动性复苏	2021.1	2021.8	2021.2	2021.7

工业利润和产成品库存累计同比增速



资料来源：WIND，申港证券研究所

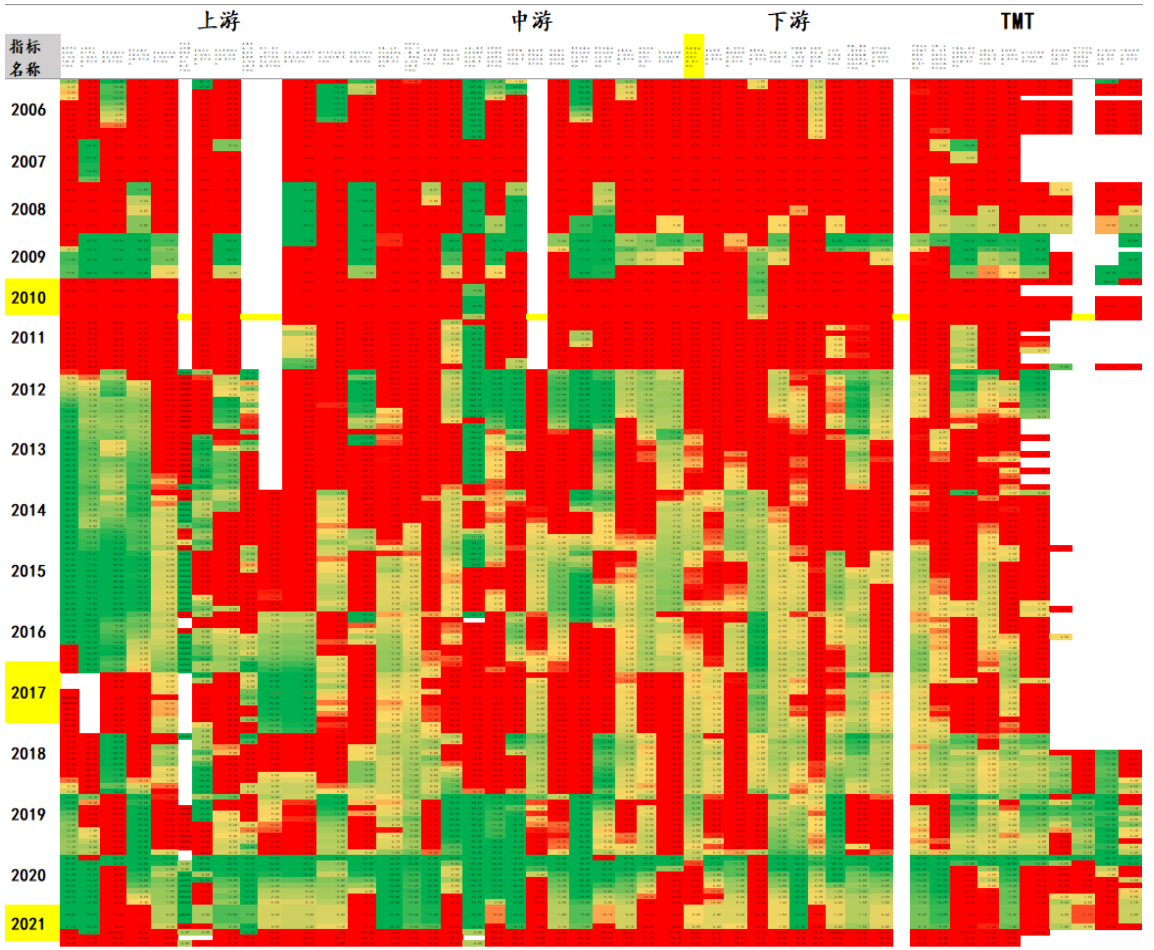
2.5 工业利润角度：本轮复苏结构性强度实际弱于2010和2017经济复苏

- 考虑2020年低基数影响，使用8月数据对比2019年同期的过去2年平均增速：
- 工业增加值增速达到5.4%，强于2016年同期但是大幅弱于2010年同期。
- 社会消费品零售增速恢复至1.5%，大幅弱于2010年和2017年同期。全国固定资产投资（不含农户）增速4.0%，基础设施投资和制造业投资1.3%和3.3%，大幅弱于历史同期。
- 房地产投资达到7.7%增速。全国商品房销售面积和商品房销售额分别为5.9%和11.7%，这一轮房地产牛市后半段在房住不炒的基调下增速大幅缩窄。
- 进出口方面，在全球贸易没有全面解封下，进出口总额增速为15.9%，贸易顺差583.3亿美元，贸易结构改善强于2010和2017年同期。

对比2010和2017经济复苏同期主要经济指标

复苏拐点	2021PPI转正拐点后第7个月	2016PPI转正拐点后的第7个月	2009年PPI转正拐点后的第7个月
	2021年8月同比增速（过去2年平均增速）	2017年4月同比增速	2010年7月同比增速
全国规模以上工业增加值	5.4%	2.94%	7.3%
社会消费品零售	1.5%	9.5%	18.5%
全国固定资产投资（不含农户）	4.0%	8.9%	26.1%
基础设施投资	1.3%	21.26%	22%
制造业投资	3.3%	4.3%	24.6%
房地产开发投资	7.7%	8.9%	36.2%
商品房销售面积	5.9%	25.1%	32.8%
商品房销售额	11.7%	26%	55.4%
货物进出口总额	15.9%	10.61%	39.43%
进口	14.4%	16.93%	49.96%
出口	17%	6.42%	30.38%
贸易顺差	583.3亿美元	486.77亿美元	-14.1亿美元

工业利润同比增速（上中下游）



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.7 全球大宗商品上涨形成联动效应

- 疫情之后的复苏叠加异常炎热的天气，今年的电力消耗急剧增加。而冶炼有色金属的过程大量耗电。电力供应的紧张，也导致可用于生产电力的煤炭，其需求大大增加。而印尼的大雨、俄罗斯的铁路终端和南非的动乱均扰乱了煤炭供应。随着煤炭市场的收紧，全球煤炭价格回升。相同的因素也推动液化天然气上涨。巴西的干旱减少了水力发电的产量，推高了液化天然气的需求。

主要大宗商品历史百分位1

细分	单位	所处10年历史数据的分位数					变化趋势
		近一年	近半年	近三月	近一月	最新数据	
螺纹钢现货价 HRB40020mm	元/吨	51%	87%	94%	98%	99%	
螺纹钢活跃期货结算价	元/吨	62%	89%	96%	98%	99%	
热轧板卷价格	元/吨	63%	95%	97%	97%	97%	
中板价格	元/吨	61%	93%	96%	98%	98%	
冷轧板卷价格	元/吨	66%	94%	96%	98%	99%	
铁精粉:66%:干基含税:迁安	元/吨	65%	90%	99%	88%	88%	
铁矿石价格指数:62%Fe:CFR中国北方		68%	87%	99%	87%	57%	
主要城市建材仓库螺纹钢库存	万吨	89%	98%	75%	80%	72%	
重要港口铁矿石库存	万吨	60%	77%	65%	75%	77%	
主要城市建材仓库线材库存	万吨	73%	96%	64%	57%	63%	
主要城市建材仓库热板库存	万吨	45%	60%	46%	61%	51%	
主要城市建材仓库中板库存	万吨	44%	69%	58%	61%	51%	
主要城市建材仓库冷轧库存	万吨	9%	47%	34%	31%	33%	
全国高炉开工率	%	36%	6%	4%	2%	1%	
唐山钢厂产能利用率	%	58%	9%	10%	15%	17%	
玻璃期货结算价	元/吨	92%	95%	98%	99%	98%	
主要城市浮法玻璃现货平均价	元/吨	30%	98%	96%	98%	100%	
22城市 42.5 袋装水泥平均价	元/吨	67%	79%	91%	82%	100%	
白卡纸出厂价:万国纸页（骄阳）:华南	元/吨	54%	67%	87%	82%	77%	
白卡纸出厂价:亚太森博(博旺):华南	元/吨	45%	60%	85%	79%	73%	
白卡纸价格指数		68%	82%	96%	94%	90%	
双胶纸平均价:华夏太阳(70克):华南	元/吨	73%	82%	76%	49%	49%	
铜版纸平均价:华夏太阳(128-157克):华南	元/吨	69%	93%	76%	76%	76%	
中国造纸协会纸浆价格指数（月数据）		21%	96%	85%	82%	81%	
粘胶长丝价格指数	元/吨	17%	28%	28%	69%	67%	
粘胶短纤:1.5D/38mm	元/吨	31%	85%	52%	55%	52%	
涤纶短纤价格指数	元/吨	11%	41%	26%	32%	34%	
腈纶短纤价格指数	元/吨	22%	94%	83%	92%	93%	
涤纶 DTY 价格指数	元/吨	9%	44%	24%	38%	29%	
甲醇(活跃合约)	元/吨	32%	49%	54%	84%	97%	
天然橡胶(活跃合约)	元/吨	38%	66%	42%	63%	53%	
PTA(活跃合约)	元/吨	14%	22%	34%	45%	39%	
PVC(活跃合约)	元/吨	61%	98%	96%	99%	100%	
华东地区纯 MDI 主流价	元/吨	39%	87%	48%	76%	71%	
山东地区聚合 MDI 主流价	元/吨	67%	92%	68%	72%	84%	
出厂价:钛白粉:晶型金红石型(R2型):海峰鑫（最新数据）	元/吨	70%	94%	99%	99%	99%	
光伏级多晶硅	美元/千克	59%	61%	96%	95%	96%	

主要大宗商品历史百分位2

细分	单位	所处10年历史数据的分位数					变化趋势
		近一年	近半年	近三月	近一月	最新数据	
晶硅光伏组件	美元/瓦	50%	51%	57%	55%	55%	
薄膜光伏组件	美元/瓦	50%	51%	55%	53%	53%	
国产多晶硅料	美元/千克	68%	67%	99%	98%	99%	
进口多晶硅料	美元/千克	67%	66%	99%	98%	99%	
光伏行业综合价格指数(SPI)	点	66%	64%	75%	74%	75%	
装载机（3月）	台	40%	96%	88%	65%	36%	
起重机（3月）	台	68%	100%	99%	94%	62%	
商用车:货车:重型（3月）	辆	33%	98%	86%	33%	17%	
商用车:货车:中型（3月）	辆	21%	97%	77%	23%	3%	
商用车:货车:轻型（3月）	辆	25%	100%	86%	40%	18%	
商用车:货车:微型（3月）	辆	59%	96%	80%	45%	2%	
十大城市商品房当周成交面积	万平米	82%	82%	84%	56%	55%	
十大城市商品房可售面积（当周	万平米	78%	78%	71%	72%	72%	
商品房累计销售面积	亿平方米	95%	87%	93%	95%	96%	
商品房累计销售额	万亿元	97%	89%	96%	97%	98%	
房屋累计竣工面积	亿平方米	90%	85%	90%	92%	93%	
房屋累计新开工面积	亿平方米	94%	85%	91%	92%	94%	
当月乘用车产量（3月）	辆	62%	100%	89%	74%	74%	
当月乘用车销量（3月）	辆	48%	70%	48%	35%	36%	
累计乘用车产量（3月）	辆	79%	45%	52%	65%	70%	
累计乘用车销量（3月）	辆	72%	36%	51%	65%	71%	
当月新能源汽车产量（3月）	万辆	79%	95%	96%	99%	100%	
当月新能源汽车销量（3月）	辆	70%	94%	95%	99%	100%	
新能源汽车累计产量（3月）	万辆	90%	88%	93%	99%	100%	
新能源汽车累计销量（3月）	辆	90%	87%	93%	99%	100%	
22 省市平均价:仔猪	元/千克	99%	99%	97%	94%	92%	
22 省市平均价:生猪	元/千克	99%	98%	89%	92%	88%	
22 省市平均价:猪肉	元/千克	99%	98%	94%	91%	89%	
白羽鸡肉平均价（主产区）	元/斤	93%	99%	99%	99%	99%	
22 省市平均价:玉米	元/千克	87%	96%	93%	93%	89%	
328 棉花价格指数	元/吨	33%	30%	65%	76%	77%	
山东蔬菜批发价格指数		76%	76%	0%	76%	76%	
国外品牌婴幼儿奶粉	元	96%	97%	98%	99%	100%	
国产品牌婴幼儿奶粉	元	95%	97%	98%	99%	100%	
生鲜乳主产区平均价	元	92%	98%	97%	99%	99%	
36大中城市日用工业消费品平均价格:白酒:500ml左右52度高档（月度数据）	元	99%	99%	100%	99%	99%	

资料来源

2.6 国家加大稳价举措，通过PPI后续走势预判周期行情持续时间

- 9月18日，针对大宗商品价格上涨多等问题，国家领导人在广西考察时表示，国家会继续多措并举，更加注重用市场化办法稳定价格。针对国内外经济形势变化，宏观政策要围绕市场主体需求精准实施，稳定合理预期，保持经济平稳运行。
- 近期监管已经频频出手，通过抛储等方式保供稳价。9月16日，发改委宣布将继续向市场投放国家储备铜铝锌，以缓解行业供需矛盾，引导价格合理回归.此前的9月1日，国家粮食和物资储备局投放了第三批国家储备铜铝锌，共计15万吨，三批累计投放铜铝锌42万吨。

主要大宗商品历史百分位3

细分	单位	所处10年历史数据的分位数					变化趋势
		近一年	近半年	近三月	近一月	最新数据	
布伦特原油	美元/桶	7%	51%	58%	53%	60%	
NYMEX轮质原油	美元/桶	9%	55%	62%	58%	63%	
NYMEX天然气	美元/百万英热单	15%	25%	65%	84%	99%	
全美商业原油库存量	千桶	88%	89%	72%	53%	42%	
美国可利用天然气库存	十亿立方英尺	85%	13%	33%	52%	60%	
期货结算价(活跃合约):焦煤	元/吨	65%	92%	97%	98%	99%	
期货结算价(活跃合约):焦炭	元/吨	58%	86%	96%	98%	99%	
期货结算价(活跃合约):动力煤	元/吨	63%	89%	98%	96%	100%	
综合平均价格指数:环渤海动力煤(Q5500K)	元/吨	86%	92%	96%	97%	97%	
秦皇岛港:平仓价:动力末煤(Q5500):山西产	元/吨	33%	77%	99%	97%	97%	
欧洲ARA港动力煤现货价	美元/吨	18%	41%	94%	98%	100%	
理查德RB动力煤现货价	美元/吨	12%	76%	96%	98%	100%	
纽卡斯尔NEWC动力煤现货价	美元/吨	10%	67%	96%	99%	100%	
秦皇岛港煤炭库存	万吨	27%	25%	11%	13%	6%	
六港口炼焦煤库存合计	万吨	48%	25%	63%	54%	56%	
炼焦煤总库存:国内独立焦化厂(100家):合计	万吨	71%	80%	73%	48%	52%	
秦皇岛港:锚地船舶数	艘	54%	17%	47%	34%	31%	
LME3 个月铜（电子盘）	美元/吨	52%	89%	96%	95%	92%	
LME3 个月铝（电子盘）	美元/吨	28%	81%	91%	97%	99%	
LME3 个月锌（电子盘）	美元/吨	62%	80%	91%	91%	92%	
LME3 个月铅（电子盘）	美元/吨	23%	28%	68%	83%	71%	
LME3 个月锡（电子盘）	美元/吨	25%	89%	96%	99%	99%	
LME3 个月镍（电子盘）	美元/吨	56%	65%	77%	91%	89%	
COMEX 铜	美元/盎司	48%	91%	98%	96%	93%	
COMEX 黄金	美元/盎司	98%	83%	95%	89%	87%	
COMEX 银	美元/盎司	76%	74%	80%	68%	66%	
镨钕氧化物	元/吨	64%	89%	82%	92%	91%	
氧化铽	元/千克	72%	91%	80%	88%	88%	
氧化钆	元/吨	85%	97%	88%	99%	99%	
氧化镝	元/千克	59%	82%	73%	78%	79%	
氧化铈	元/吨	18%	3%	8%	0%	0%	
氧化钕	元/吨	66%	90%	76%	89%	88%	
氧化铜	元/吨	10%	0%	0%	0%	0%	
新疆金属锂价（3.22）	万元/吨	8%	23%	39%	55%	69%	
新疆碳酸锂价格（3.22）	万元/吨	4%	69%	73%	83%	92%	
长江有色市场钴平均价	元/吨	65%	83%	76%	80%	82%	
江西钨精矿	元/吨	28%	50%	53%	78%	65%	
BDI	点	66%	92%	97%	99%	99%	
美西航线（基本港）（月数据）	美元/四十英尺标						
欧洲航线（基本港）（月数据）	美元/标准箱						
SCFI 综合指数	点	87%	93%	97%	99%	100%	
OCFI:综合指数	点	53%	95%	97%	99%	100%	
规模以上快递业务量:当月值	亿	81%	96%	96%	94%	95%	

核心大宗商品库存的百分位

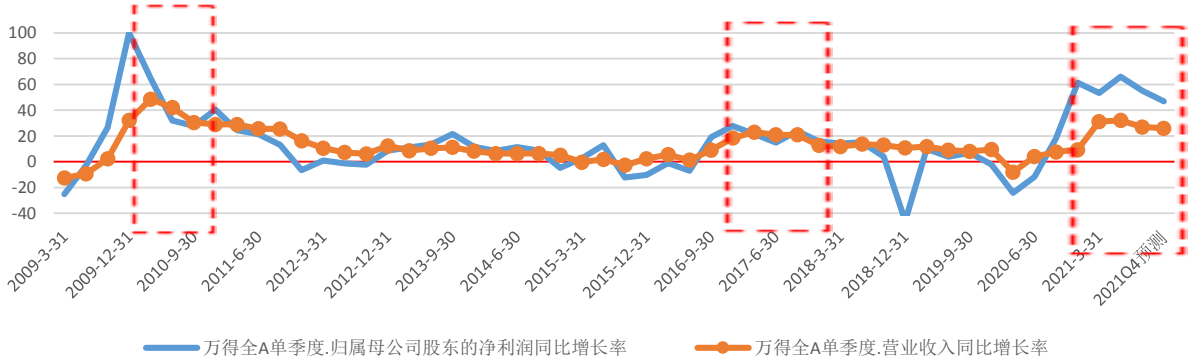
	所处10年历史数据的分位数					
	一年前	半年前	三个月前	一个月前	最新数据	变化趋势
库存量:商业原油:全美	86%	82%	69%	48%	36%	
美国:库存:可利用天然气:48个州合计	85%	98%	32%	51%	59%	
煤炭库存:秦皇岛港	23%	39%	25%	15%	7%	
炼焦煤库存:六港口合计	50%	25%	63%	54%	56%	
全国主要港口:铁矿石库存:总计(45港口)	24%	56%	33%	52%	56%	
库存:螺纹钢(含上海全部仓库)	88%	98%	72%	77%	69%	
库存:线材	71%	96%	64%	56%	62%	
库存:热卷(板)	60%	66%	50%	67%	56%	
库存:中板	51%	76%	64%	68%	57%	
库存:冷轧	10%	52%	38%	34%	37%	
PMI:原材料库存	12%	34%	45%	34%	34%	
COMEX:黄金:库存	93%	97%	90%	90%	88%	
COMEX:银:库存	93%	95%	91%	93%	92%	
COMEX:铜:库存	71%	56%	41%	35%	40%	
COMEX:铝:库存	90%	77%	63%	78%	75%	
总库存:LME铜	1%	2%	9%	43%	41%	
总库存:LME铝	38%	45%	41%	25%	26%	
总库存:LME锌	26%	38%	38%	30%	28%	
总库存:LME铅	38%	29%	18%	1%	0%	
总库存:LME锡	48%	10%	14%	8%	4%	
总库存:LME镍	42%	51%	44%	27%	20%	
库存小计:天然橡胶:总计	80%	71%	73%	75%	77%	
库存小计:INE20号胶:总计	93%	97%	98%	94%	92%	
库存小计:沥青:总计	80%	88%	90%	87%	87%	
库存:甲醇:广东港口	95%	35%	61%	71%	65%	

资料来源：WIND，申港证券研究所

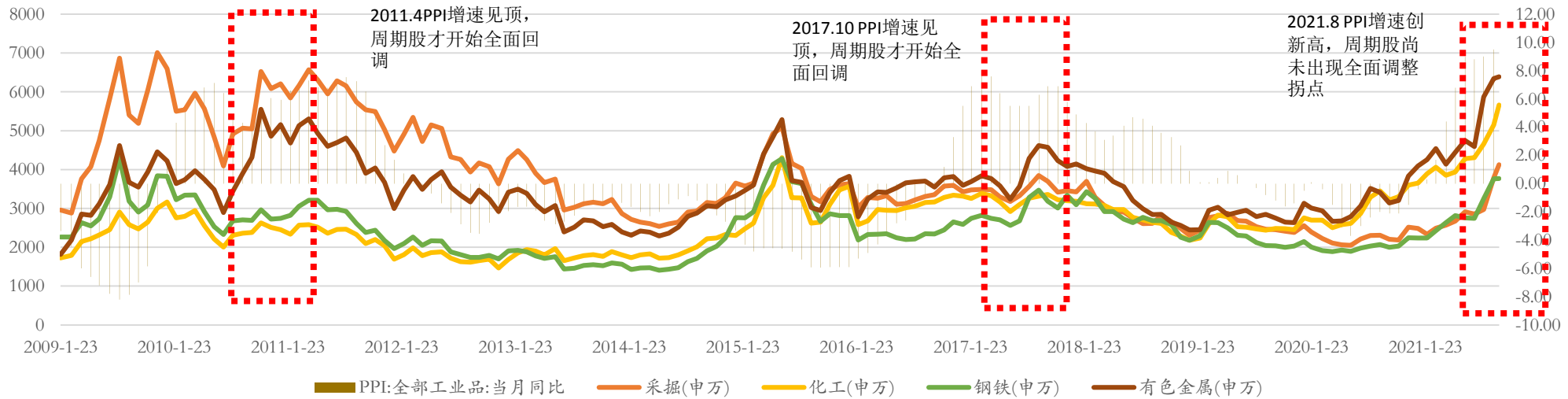
2.7 PPI同比增速高点后一个季度内周期股超额收益将见顶

- 在历史上类似的经济复苏中后段（PPI冲高回落持续的2个季度），如**2010年和2017年，市场都延续着牛市后段震荡上行的行情，主要原因是万得全A在经济复苏中后段净利润同比增速和营收增速还在保持正增速，估值改善明显。**虽然在2010.5和2017.5都出现了10%级别的月度回调，盈利改善下A股风险收益比依然较高，后续市场很快修复了行情。
- **正如2011年和2017年经济复苏中后段，PPI同比增速高点后一个季度内周期股超额收益将见顶，目前8月份PPI同比增速创新高9.5%，只有PPI大幅回落开启持续下跌，才会宣告此轮周期行情终结。**

全A净利润和营收增速匹配PPI复苏周期



PPI拐点和周期股拐点关系



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.8 乐观情况下对于下一期PPI预测：(9月份）PPI同比增速为9.08%

- 在乐观情况下，政策稳价保价相对和缓，黑色金属回调8%，有色金属回调4%，化工品保持稳定，煤炭回调10%以内，则根据回归得出的PPI大宗商品权重模型，下一期（9月份）PPI同比增速为9.08%，环比回落0.36%。

下一期PPI增速预测：	同比变化	9.08%	环比变化	-0.36%

	PPI按行业分（WIND）			生产资料按生产流程分(回归估算)			生产资料按行业分(回归估算)		
PPI（100%）	PPI:冶金工业		生产资料（74%）	采掘		4.30%		其中：大宗商品占比	
	PPI:电力工业				煤炭	2.00%	煤炭		2.90%
	PPI:煤炭及炼焦工业				黑色金属	0.60%		煤炭	2.90%
	PPI:石油工业				有色金属	0.60%	黑色金属		7.40%
	PPI:化学工业				石油和天然气	0.60%		铁矿石	0.80%
	PPI:机械工业			原材料		19.20%		钢铁	6.10%
	PPI:建筑材料工业				化学原料及制品	7.60%	有色金属		4.80%
	PPI:森林工业				黑色金属冶炼压延	5.50%		铜	1.50%
	PPI:食品工业				有色金属冶炼压延	4.70%		铝	1.30%
	PPI:纺织工业				石油加工、炼焦等	3.00%		铅锌	0.40%
	PPI:缝纫工业			加工		50.50%		黄金	0.40%
	PPI:皮革工业				计算机通信电子设备	8.50%	石油		4.30%
	PPI:造纸工业				电气机械器材制造	6.40%		原油	1%
	PPI:文教艺术用品工业				非金属矿物制品	5.40%		成品油	3%
	PPI:其他工业				通用设备制造	4.20%	化工		11%
	其中：PPI按行业分权重前五（		生活资料（26%）	按产品类别分(回归估算)					
	1、计算机、通信和其他电子设备制造	8.30%		食品		6.80%			
	2、化学原料和化学	7.50%			食品制造	2.10%			
	3、汽车制造业	6.40%		衣着		4.10%			
	4、电气机械和器材	6.20%		一般日用品		6.00%			
	5、农副食品加工业	5.90%			电力热力生产供应	4.70%			
				耐用消费品		9.10%			
					汽车制造	7.00%			
					医药制造	2.40%			

产品名称	下一期价格预测	涨跌幅（百分比）	下一期变动幅度（可调节）	本期价格（元）	权重影响
一、黑色金属					
螺纹钢（Φ16-25mm，HRB400I	4856	-8%	< >	5278.8	-0.0733%
线材（Φ6.5mm，HPB300）	5139	-8%	< >	5586	-0.0733%
普通中板（20mm，Q235）	5243	-8%	< >	5699.4	-0.0733%
热轧普通薄板（3mm，Q235）	5348	-9%	< >	5876.6	-0.0825%
无缝钢管（219*6，20#）	5687	-8%	< >	6181.3	-0.0733%
角钢（5#）	5179	-8%	< >	5629.2	-0.0733%
二、有色金属					
电解铜（1#）	66723	-4%	< >	69502.9	-0.0470%
铝锭（A00）	20891	-4%	< >	21761.3	-0.0470%
铅锭（1#）	14265	-4%	< >	14859.4	-0.0470%
锌锭（0#）	21563	-5%	< >	22697.5	-0.0588%
三、化工产品					
硫酸（98%）	1038	3%	< >	1007.5	0.0228%
烧碱（液碱，32%）	681	1%	< >	673.8	0.0076%
甲醇（优等品）	2619	0%	< >	2618.8	0.0000%
纯苯（石油苯，工业级）	7759	-2%	< >	7917.4	-0.0152%
苯乙烯（一级品）	8981	0%	< >	8981.4	0.0000%
聚乙烯（LLDPE，7042）	8498	-2%	< >	8671.1	-0.0152%
聚丙烯（T30S）	8609	1%	< >	8523.4	0.0076%
聚氯乙烯（SG5）	9657	-1%	< >	9754.4	-0.0076%
顺丁胶（BR9000）	13624	0%	< >	13624.1	0.0000%
涤纶长丝（FDY150D/96F）	7816	2%	< >	7662.5	0.0152%
四、石油天然气					
液化天然气（LNG）	5917	-1%	< >	5976.3	-0.0060%
液化石油气（LPG）	5000	3%	< >	4853.9	0.0180%
汽油（95#国VI）	8333	6%	< >	7861.5	0.0360%
汽油（92#国VI）	7853	3%	< >	7623.8	0.0180%

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.9 中性情况下对于下一期PPI预测：（9月份）PPI同比增速为8.41%

- 在中性情况下，政策稳价保价较为有力，抛储情况管理适中，黑色金属回调15%，有色金属回调8%，化工品保持稳定，煤炭回调15%以内，则根据回归得出的PPI大宗商品权重模型，下一期（9月份）PPI同比增速为8.41%，环比回落0.97%。

下一期PPI增速预测：	同比变化	8.41%	环比变化	-0.97%

PPI（100%）	PPI按行业分（WIND）		生产资料（74%）	生产资料按生产流程分（回归估算）		生产资料按行业分（回归估算）		生活资料（26%）	其中：PPI按行业分权重前五（	
	PPI:冶金工业			采掘	4.30%		其中：大宗商品占比		1、计算机、通信和其他电子设备制造	8.30%
	PPI:电力工业			煤炭	2.00%	煤炭	2.90%		2、化学原料和化学	7.50%
	PPI:煤炭及炼焦工业			黑色金属	0.60%	煤炭	2.90%		3、汽车制造业	6.40%
	PPI:石油工业			有色金属	0.60%	黑色金属	7.40%		4、电气机械和器材	6.20%
	PPI:化学工业			石油和天然气	0.60%	铁矿石	0.80%		5、农副食品加工业	5.90%
	PPI:机械工业			原材料	19.20%	钢铁	6.10%			
	PPI:建筑材料工业			化学原料及制品	7.60%	有色金属	4.80%			
	PPI:森林工业			黑色金属冶炼压延	5.50%	铜	1.50%			
	PPI:食品工业			有色金属冶炼压延	4.70%	铝	1.30%			
	PPI:纺织工业			石油加工、炼焦等	3.00%	铅锌	0.40%			
	PPI:缝纫工业			加工	50.50%	黄金	0.40%			
	PPI:皮革工业			计算机通信电子设备	8.50%	石油	4.30%			
	PPI:造纸工业			电气机械器材制造	6.40%	原油	1%			
	PPI:文教艺术用品工业			非金属矿物制品	5.40%	成品油	3%			
	PPI:其他工业			通用设备制造	4.20%	化工	11%			
				按产品类别分（回归估算）						
				食品	6.80%					
				食品制造	2.10%					
				衣着	4.10%					
				一般日用品	6.00%					
				电力热力生产供应	4.70%					
				耐用消费品	9.10%					
				汽车制造	7.00%					
				医药制造	2.40%					

产品名称	下一期价格预测	涨跌幅（百分比）	下一期变动幅度（可调节）	本期价格（元）	权重影响
一、黑色金属					
螺纹钢（Φ16-25mm，HRB400I	4593	-13%		5278.8	-0.1192%
线材（Φ6.5mm，HPB300）	4748	-15%		5586	-0.1375%
普通中板（20mm，Q235）	4844	-15%		5699.4	-0.1375%
热轧普通薄板（3mm，Q235）	5113	-13%		5876.6	-0.1192%
无缝钢管（219*6，20#）	5563	-10%		6181.3	-0.0917%
角钢（5#）	4785	-15%		5629.2	-0.1375%
二、有色金属					
电解铜（1#）	63943	-8%		69502.9	-0.0940%
铝锭（A00）	20020	-8%		21761.3	-0.0940%
铅锭（1#）	13671	-8%		14859.4	-0.0940%
锌锭（0#）	20882	-8%		22697.5	-0.0940%
三、化工产品					
硫酸（98%）	1028	2%		1007.5	0.0152%
烧碱（液碱，32%）	674	0%		673.8	0.0000%
甲醇（优等品）	2619	0%		2618.8	0.0000%
纯苯（石油苯，工业级）	7680	-3%		7917.4	-0.0228%
苯乙烯（一级品）	8981	0%		8981.4	0.0000%
聚乙烯（LLDPE，7042）	8411	-3%		8671.1	-0.0228%
聚丙烯（T30S）	8609	1%		8523.4	0.0076%
聚氯乙烯（SG5）	9657	-1%		9754.4	-0.0076%
顺丁胶（BR9000）	13488	-1%		13624.1	-0.0076%
涤纶长丝（FDY150D/96F）	7739	1%		7662.5	0.0076%
四、石油天然气					
液化天然气（LNG）	5917	-1%		5976.3	-0.0060%
液化石油气（LPG）	4951	2%		4853.9	0.0120%
汽油（95#国VI）	8097	3%		7861.5	0.0180%
汽油（92#国VI）	7776	2%		7623.8	0.0120%

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.10 悲观情况下对于下一期PPI预测：（9月份）PPI同比增速为7.8%

- 悲观情况下，政策稳价保价极为强力，大规模抛储压低市场价格下，黑色金属回调20%，有色金属回调12%，化工品回调2%，煤炭回调20%左右，则根据回归得出的PPI大宗商品权重模型，下一期（9月份）PPI同比增速为7.8%，环比回落1.52%。

下一期PPI增速预测：			PPI同比变化	7.80%	PPI环比变化	-1.52%
PPI（100%）	PPI按行业分（WIND）		生产资料（74%）	生产资料按生产流程分（回归估算）		生产资料按行业分（回归估算）
	PPI:冶金工业			采掘	4.30%	其中：大宗商品占比
	PPI:电力工业			煤炭	2.00%	煤炭 2.90%
	PPI:煤炭及炼焦工业			黑色金属	0.60%	煤炭 2.90%
	PPI:石油工业			有色金属	0.60%	黑色金属 7.40%
	PPI:化学工业			石油和天然气	0.60%	铁矿石 0.80%
	PPI:机械工业			原材料	19.20%	钢铁 6.10%
	PPI:建筑材料工业			化学原料及制品	7.60%	有色金属 4.80%
	PPI:森林工业			黑色金属冶炼压延	5.50%	铜 1.50%
	PPI:食品工业			有色金属冶炼压延	4.70%	铝 1.30%
	PPI:纺织工业			石油加工、炼焦等	3.00%	铅锌 0.40%
	PPI:缝纫工业			加工	50.50%	黄金 0.40%
	PPI:皮革工业			计算机通信电子设	8.50%	石油 4.30%
	PPI:造纸工业			电气机械器材制造	6.40%	原油 1%
	PPI:文教艺术用品工业			非金属矿物制品	5.40%	成品油 3%
	PPI:其他工业			通用设备制造	4.20%	化工 11%
	其中：PPI按行业分权重前五（		生活资料（26%）	按产品类别分（回归估算）		
	1、计算机、通信和其他电子设备制造	8.30%		食品	6.80%	
	2、化学原料和化学	7.50%		食品制造	2.10%	
	3、汽车制造业	6.40%		衣着	4.10%	
	4、电气机械和器材	6.20%		一般日用品	6.00%	
	5、农副食品加工业	5.90%		电力热力生产供应	4.70%	
				耐用消费品	9.10%	
				汽车制造	7.00%	
				医药制造	2.40%	

产品名称	下一期价格预测	涨跌幅（百分比）	下一期变动幅度（可调节）	本期价格（元）	权重影响
一、黑色金属					
螺纹钢（Φ16-25mm，HRB400I	4329	-18%	< >	5278.8	-0.1650%
线材（Φ6.5mm，HPB300）	4525	-19%	< >	5586	-0.1742%
普通中板（20mm，Q235）	4674	-18%	< >	5699.4	-0.1650%
热轧普通薄板（3mm，Q235）	4995	-15%	< >	5876.6	-0.1375%
无缝钢管（219*6，20#）	5254	-15%	< >	6181.3	-0.1375%
角钢（5#）	4672	-17%	< >	5629.2	-0.1558%
二、有色金属					
电解铜（1#）	60468	-13%	< >	69502.9	-0.1528%
铝锭（A00）	19150	-12%	< >	21761.3	-0.1410%
铅锭（1#）	13076	-12%	< >	14859.4	-0.1410%
锌锭（0#）	19974	-12%	< >	22697.5	-0.1410%
三、化工产品					
硫酸（98%）	1018	1%	< >	1007.5	0.0076%
烧碱（液碱，32%）	674	0%	< >	673.8	0.0000%
甲醇（优等品）	2593	-1%	< >	2618.8	-0.0076%
纯苯（石油苯，工业级）	7838	-1%	< >	7917.4	-0.0076%
苯乙烯（一级品）	8892	-1%	< >	8981.4	-0.0076%
聚乙烯（LLDPE，7042）	8411	-3%	< >	8671.1	-0.0228%
聚丙烯（T30S）	8353	-2%	< >	8523.4	-0.0152%
聚氯乙烯（SG5）	9657	-1%	< >	9754.4	-0.0076%
顺丁胶（BR9000）	13488	-1%	< >	13624.1	-0.0076%
涤纶长丝（FDY150D/96F）	7586	-1%	< >	7662.5	-0.0076%
四、石油天然气					
液化天然气（LNG）	5917	-1%	< >	5976.3	-0.0060%
液化石油气（LPG）	4951	2%	< >	4853.9	0.0120%
汽油（95#国VI）	8019	2%	< >	7861.5	0.0120%
汽油（92#国VI）	7624	0%	< >	7623.8	0.0000%

资料来源：WIND，申港证券研究所

CONTENT

01. 2021年初至今A股概览与海外市场回顾

02. 第三轮疫情下全球供应链短缺延长Q4周期行情

03. 成长与周期最后之舞，2022价值行情蓄势待发

04. 四季度潜在四大超额收益赛道：军工、半导体、农林牧渔、医药生物

成长与周期最后之舞，2022价值行情蓄势待发

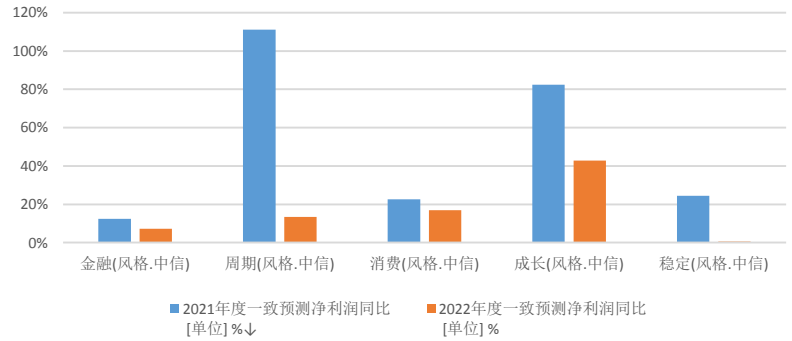
- 2021H1中报季，销售毛利率环比改善大盘好于小盘；归母净利润增速方面小盘好于大盘，创业板环比改善最低；营收同比增速方面小盘好于大盘；净资产收益率方面，小盘和中盘改善大幅好于大盘指数，总体来看，中小盘（中证500、国证2000）盈利改善强势是今年跑赢大盘指数（上证50、沪深300）的主要动力。
- 2021H1中报季，净资产收益率方面，周期和成长环比改善强于消费、金融、稳定；归母净利润增速方面周期、成长、稳定改善好于消费和金融；营收同比增速方面金融、周期、成长改善居前；销售净利率环比改善周期和成长环比改善强于消费、金融、稳定；总体来看，周期和成长的盈利改善强势是今年跑赢消费、金融、稳定指数主要动力。
- 在万得一致预期方面，虽然2021年度周期和成长凭借高利润增速一致预期表现较好，但在2022年周期将出现最大的增速环比回落，成长增速也将回归常态。同时中证500和国证2000为主的中小盘股，也将面临着2022年出现增速环比大幅回落，这使得金融消费、大盘价值行情有望2022年回归。
- 2021年度，万得一致预期方面，周期（采掘、钢铁、化工、有色）一级行业利润增速预期较高，但进入2022年度，则出现全面下滑。同时，今年利润预期表现靠后的综合、通信、食品饮料、国防军工等传统行业，在2022年度净利润一致预期出现环比上升。这也将是明年出现风格转换的潜在因素。
- 本期A股风险溢价0.20%，较上期-0.02%。A股整体盈利改善明显，PE持续下修，同时十年期国债收益率近期维持至2.85%一年低位，使得A股风险溢价投资价值继续保持。
- 本期，半导体ERP-1.45%，较上期变动-0.03%，处于风险溢价中性较高配置区间；白酒ERP-0.44%，较上期变动+0.02%，估值高企情况没有缓解。医药生物ERP0.08%，较上期+0.14%；国防军工ERP-1.41%，较上期-0.02%，分别处于风险溢价最高配置区间和风险溢价中性较高配置区间。在新能源方面，光伏设备ERP-1.26%，较上期-0.04%；储能设备ERP-2.05%，较上期-0.06%。二者处于风险溢价中性正常配置区间。
- 周期板块整体风险溢价依然保持较高配置价值：采掘行业ERP3.19%，较上期-0.12%，处于风险溢价较高配置区间，化工ERP1.00%，较上期-0.03%，处于风险溢价较高配置区间。钢铁ERP5.13%，较上期-0.28%，处于风险溢价较高配置区间；有色金属ERP-0.39%，较上期-0.15%，处于风险溢价最高配置区间。
- 大中盘轮动方面，上证50比中证500比价从今年2月中旬1.13开始至四月底总体呈下降趋势，5月短暂回升后持续呈下降趋势，本期比值从上期0.771下降至0.750。中盘持续表现出强于大盘。大小盘轮动方面，沪深300与国证2000比价在2月中旬（今年高点0.85）至今总体呈下降趋势，5月短暂回升后持续呈下降趋势，本期比值从上期0.531下降至0.513。小盘继续全面强于大盘趋势。
- 本期，万得全A股息率为1.45%，相比上期+0.01%，十年期国债收益率-万得全A股息率为1.45%，和警戒值2.5%（过去牛市最高点）的距离由上期106.54bp变为本期104.68bp。上证50股息率从上期2.66%变为本期2.68%，十年期国债收益率-上证50股息率为0.22%，和警戒值1.1%的距离从上期88.68bp变为本期88.21bp。沪深300股息率从上期2.06%变为本期2.09%，十年期国债收益率-沪深300股息率为0.81%，和警戒值1.8%的距离由上期98.91bp变为本期99.08bp。沪深300股息率从上期2.06%变为本期2.09%，十年期国债收益率-沪深300股息率为0.81%，和警戒值1.8%的距离由上期98.91bp变为本期99.08bp。
- 更多市场估值详见附录2：全市场和行业估值比较分析

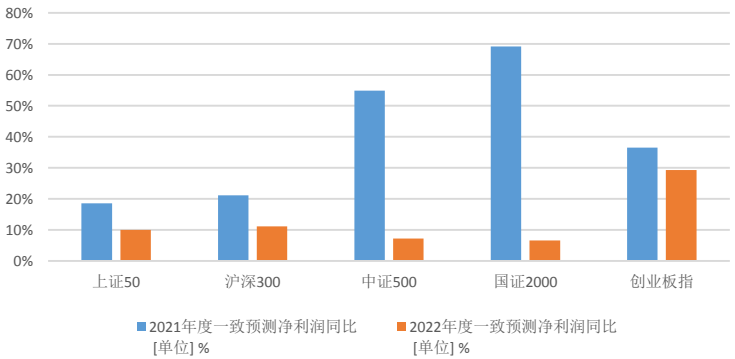
资料来源：WIND，申港证券研究所

3.1 A股万得一致预期：金融消费、大盘价值行情有望2022年回归

- 虽然2021年度周期和成长凭借高利润增速一致预期表现较好，但在2022年周期将出现最大的增速环比回落，成长增速也将回归常态。同时中证500和国证2000为主的中小盘股，也将面临着2022年出现增速环比大幅回落，这使得金融消费、大盘价值行情有望2022年回归。

主要指数和风格指数未来三年一致预期





证券简称	一致预测净利润(FY1) [单位] 亿元	一致预测净利润(FY2) [单位] 亿元	一致预测净利润(FY3) [单位] 亿元	一致预测净利润过去2年复合增长率 [单位] %↓	2021年度一致预测净利润同比 [单位] %↓	2022年度一致预测净利润同比 [单位] %	2023年度一致预测净利润同比	未来三年一致预期增速
金融(风格.中信)	25,493	27,338	30,402	10%	12%	7%	11%	
周期(风格.中信)	11,503	13,039	14,443	48%	111%	13%	11%	
消费(风格.中信)	5,786	6,762	8,038	19%	23%	17%	19%	
成长(风格.中信)	6,431	9,187	11,329	49%	82%	43%	23%	
稳定(风格.中信)	4,126	4,149	4,592	17%	24%	1%	11%	

证券简称	一致预测净利润(FY1) [单位] 亿元	一致预测净利润(FY2) [单位] 亿元	一致预测净利润(FY3) [单位] 亿元	一致预测净利润过去2年复合增长率 [单位] %↓	2021年度一致预测净利润同比 [单位] %↓	2022年度一致预测净利润同比 [单位] %	2023年度一致预测净利润同比	未来三年一致预期增速
上证50	17,971	19,762	22,002	15%	19%	10%	11%	
沪深300	39,145	43,518	48,918	17%	21%	11%	12%	
中证500	7,583	8,130	9,243	35%	55%	7%	14%	
国证2000	4,688	4,997	5,982	46%	69%	7%	20%	
创业板指	1,506	1,948	2,454	33%	37%	29%	26%	

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.2 申万一级行业：2022年万得一致预期排名出现转换

- 2021年度，万得一致预期方面，周期（采掘、钢铁、化工、有色）一级行业利润增速预期较高，但进入2022年度，则出现全面下滑。同时，今年利润预期表现靠后的综合、通信、食品饮料、国防军工等传统行业，在2022年度净利润一致预期出现环比上升。这也将是明年出现风格转换的潜在因素。

申万一级行业未来三年万得一致预期增速

证券简称	一致预测净利润(FY1)[单位] 亿元	一致预测净利润(FY2)[单位] 亿元	一致预测净利润(FY3)[单位] 亿元	一致预测净利润2年复合增长率[单位] %	2021年度一致预测净利润同比[单位] %	2022年度一致预测净利润同比[单位] %	2023年度一致预测净利润同比	未来三年一致预期增速
休闲服务(申万)	136	226	292	266	6259%	66%	29%	
交通运输(申万)	1,601	1,863	1,972	87	1007%	16%	6%	
有色金属(申万)	1,066	1,241	1,511	74	134%	16%	22%	
钢铁(申万)	1,443	1,413	1,371	60	142%	-2%	-3%	
传媒(申万)	370	665	773	58	820%	80%	16%	
化工(申万)	3,262	3,760	4,349	54	104%	15%	16%	
采掘(申万)	2,427	2,600	2,757	48	118%	7%	6%	
电子(申万)	1,893	2,585	3,148	48	82%	37%	22%	
电气设备(申万)	1,145	1,485	1,852	43	55%	30%	25%	
商业贸易(申万)	233	311	347	42	104%	34%	11%	
计算机(申万)	422	676	838	41	65%	60%	24%	
纺织服装(申万)	199	286	341	38	77%	44%	19%	
综合(申万)	19	69	82	35	76%	269%	20%	
轻工制造(申万)	570	686	806	34	58%	20%	18%	
汽车(申万)	1,145	1,514	1,798	32	57%	32%	19%	
机械设备(申万)	1,265	1,487	1,741	31	41%	18%	17%	
通信(申万)	476	668	771	28	26%	40%	15%	
国防军工(申万)	252	369	464	26	26%	46%	26%	
医药生物(申万)	1,784	2,030	2,380	24	38%	14%	17%	
食品饮料(申万)	1,681	2,021	2,388	21	20%	20%	18%	
建筑材料(申万)	966	1,051	1,180	17	20%	9%	12%	
建筑装饰(申万)	2,021	2,203	2,456	17	19%	9%	12%	
家用电器(申万)	899	1,015	1,153	16	20%	13%	14%	
非银金融(申万)	4,909	5,378	6,233	16	23%	10%	16%	
公用事业(申万)	1,660	1,750	1,963	13	12%	5%	12%	
房地产(申万)	2,133	2,631	2,973	13	5%	23%	13%	
银行(申万)	18,510	19,832	21,792	9	9%	7%	10%	
农林牧渔(申万)	624	738	1,024	-1	-18%	18%	39%	

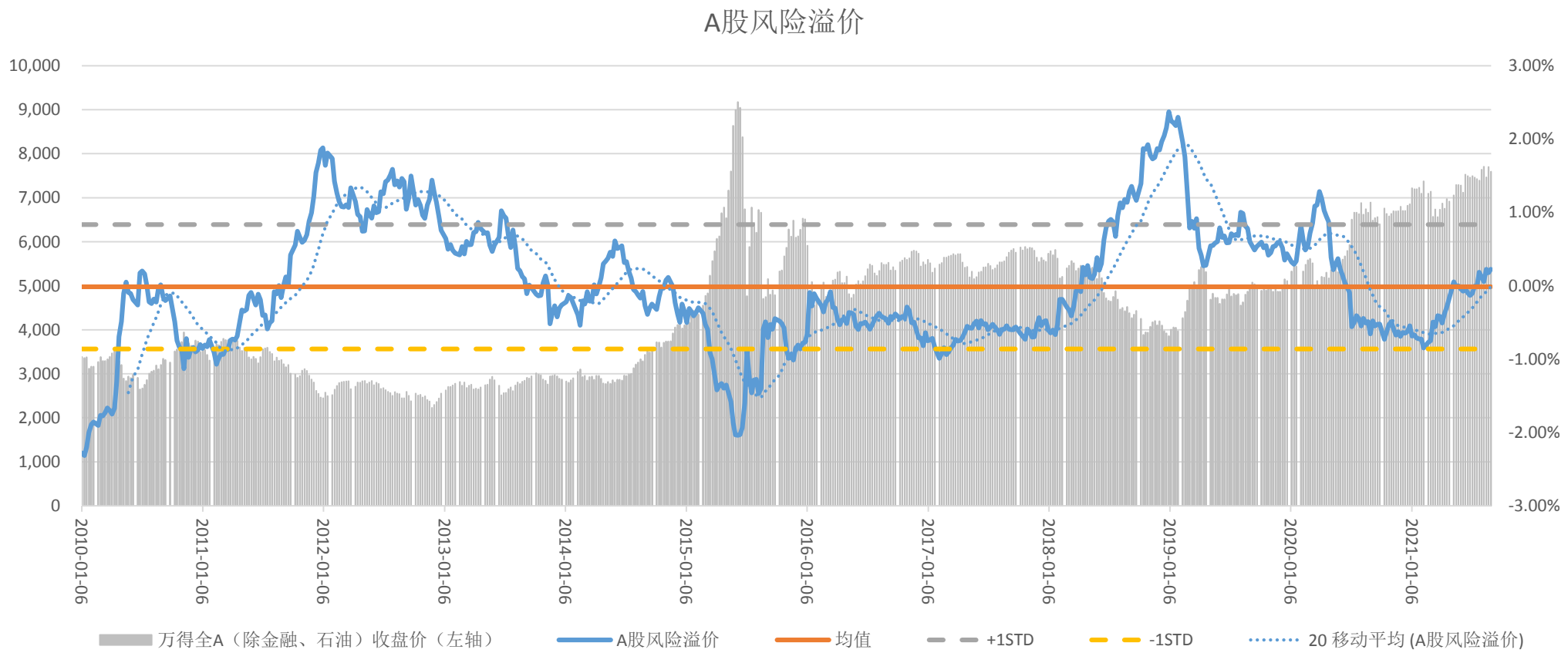
周期（采掘、钢铁、化工、有色）一级行业2021年度利润增速预期较高，但进入2022年度，则出现全面下滑。

综合、通信、食品饮料、房地产等传统行业在2022年度净利润一致预期出现环比上升。

资料来源：WIND，申港证券研究所

4.1A股风险溢价（越高越被低估）

- A股风险溢价=1/万得全A（除金融、石化）PE-十年期国债收益率。
- 本期，A股风险溢价0.20%，较上期-0.02%。**A股整体盈利改善明显，PE持续下修，同时十年期国债收益率近期维持至2.85%一年低位，使得A股风险溢价投资价值继续保持。**



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.2申万热门行业风险溢价1：（越高越被低估）

- 本期，半导体ERP-1.45%，较上期变动-0.03%，**处于风险溢价中性较高配置区间；**
- 白酒ERP-0. 44%，较上期变动+0.02%，白酒ERP总体仍处于历史低位，**估值高企情况没有缓解。**





资料来源：WIND，申港证券研究所

4.3申万热门行业风险溢价2：（越高越被低估）

- 热门行业ERP=1/行业指数PE-十年期国债收益率。
- 本期，医药生物ERP0.08%，较上期+0.14%；国防军工ERP-1.41%，较上期-0.02%。**医药生物处于风险溢价最高配置区间，国防军工处于风险溢价中性较高配置区间。**





资料来源：WIND，申港证券研究所

4.4申万热门行业风险溢价3：（越高越被低估）

- 本期，在新能源方面，光伏设备ERP-1.26%，较上期-0.04%；储能设备ERP-2.05%，较上期-0.06%。**二者处于风险溢价中性正常配置区间。**



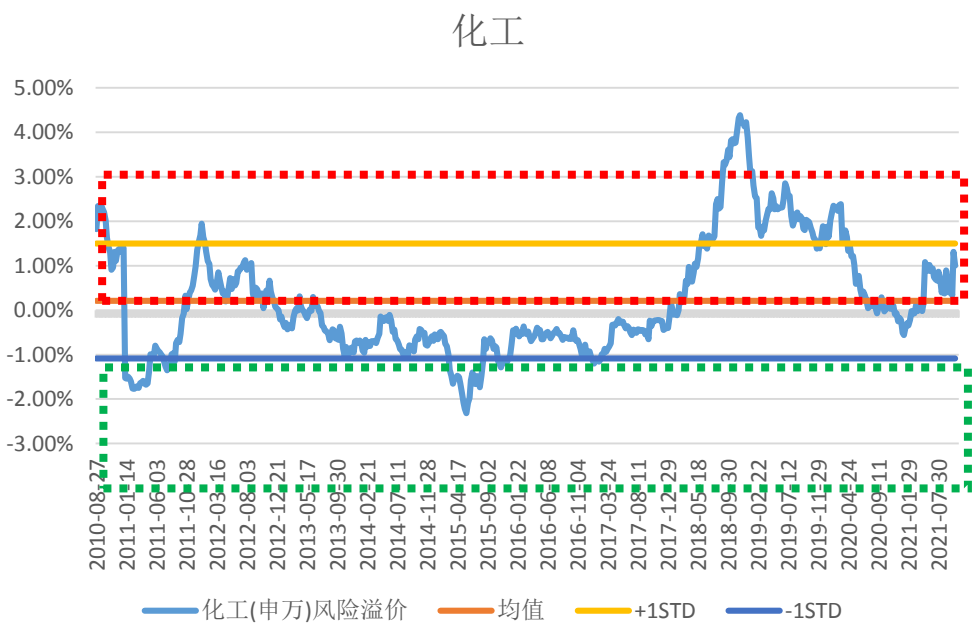


资料来源：WIND，申港证券研究所

4.5申万热门行业风险溢价4：（越高越被低估）

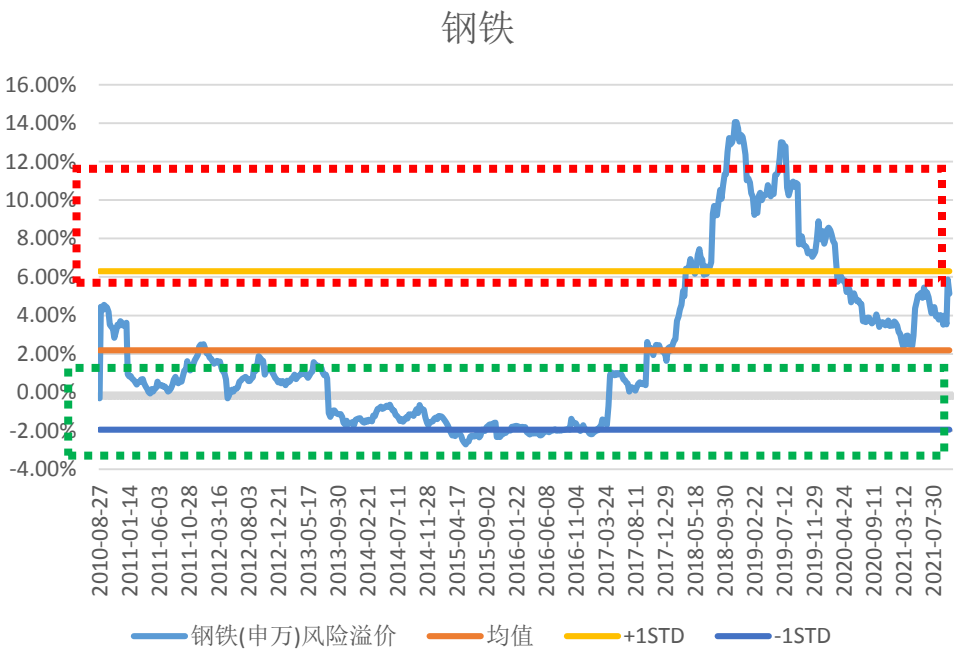
- 本期，采掘行业ERP3.19%，较上期-0.12%，**处于风险溢价较高配置区间**，化工ERP1.00%，较上期-0.03%，**处于风险溢价较高配置区间。**

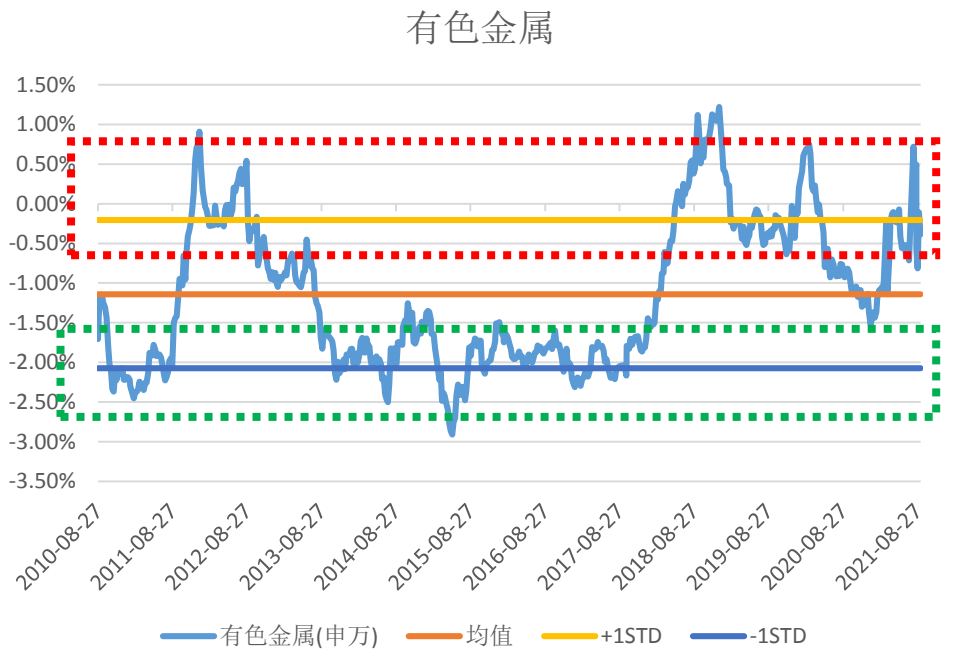




4.6申万热门行业风险溢价5：（越高越被低估）

- 本期，钢铁ERP5.13%，较上期-0.28%，**处于风险溢价较高配置区间**；有色金属ERP-0.39%，较上期-0.15%，**处于风险溢价最高配置区间。**

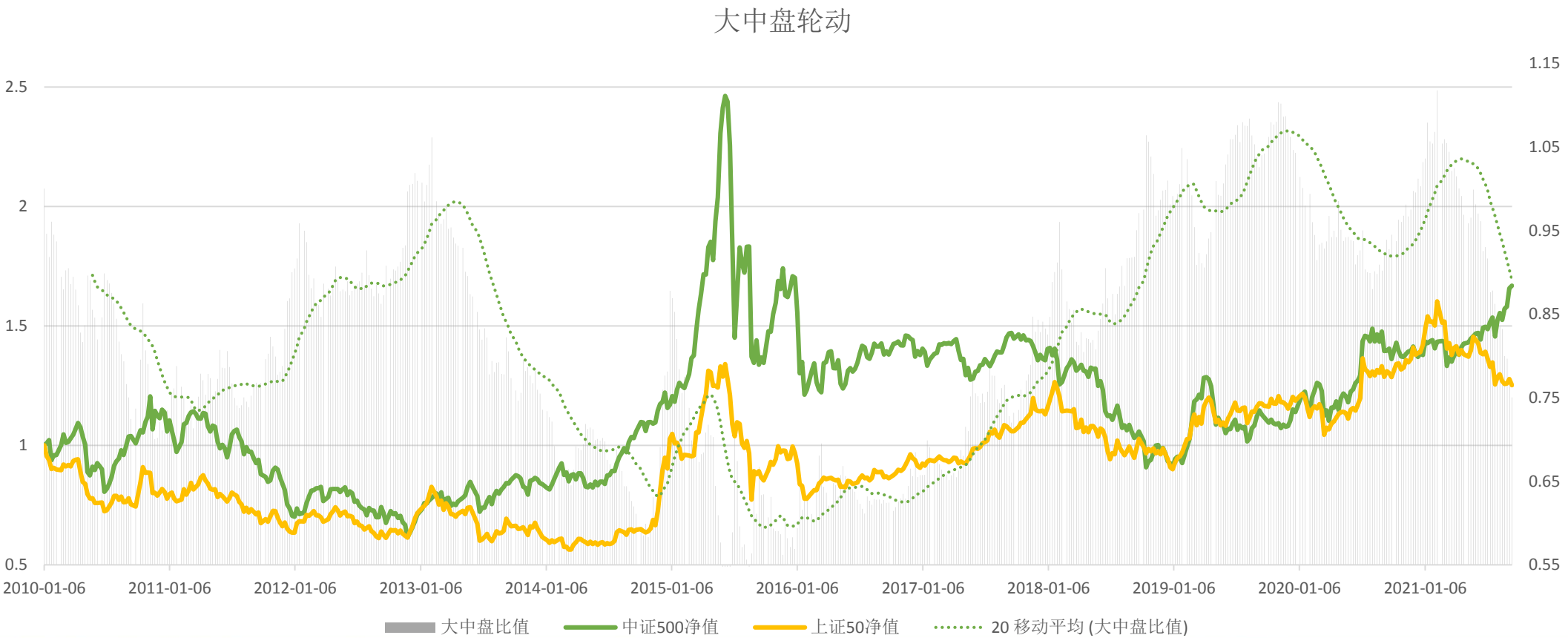




资料来源：WIND，申港证券研究所

4.7大中盘轮动

- 大中盘轮动方面，上证50比中证500比价从今年2月中旬1.13开始至四月底总体呈下降趋势，5月短暂回升后持续呈下降趋势，本期比值从上期0.771下降至0.750。
- **中盘持续表现出强于大盘。**



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.8大小盘轮动

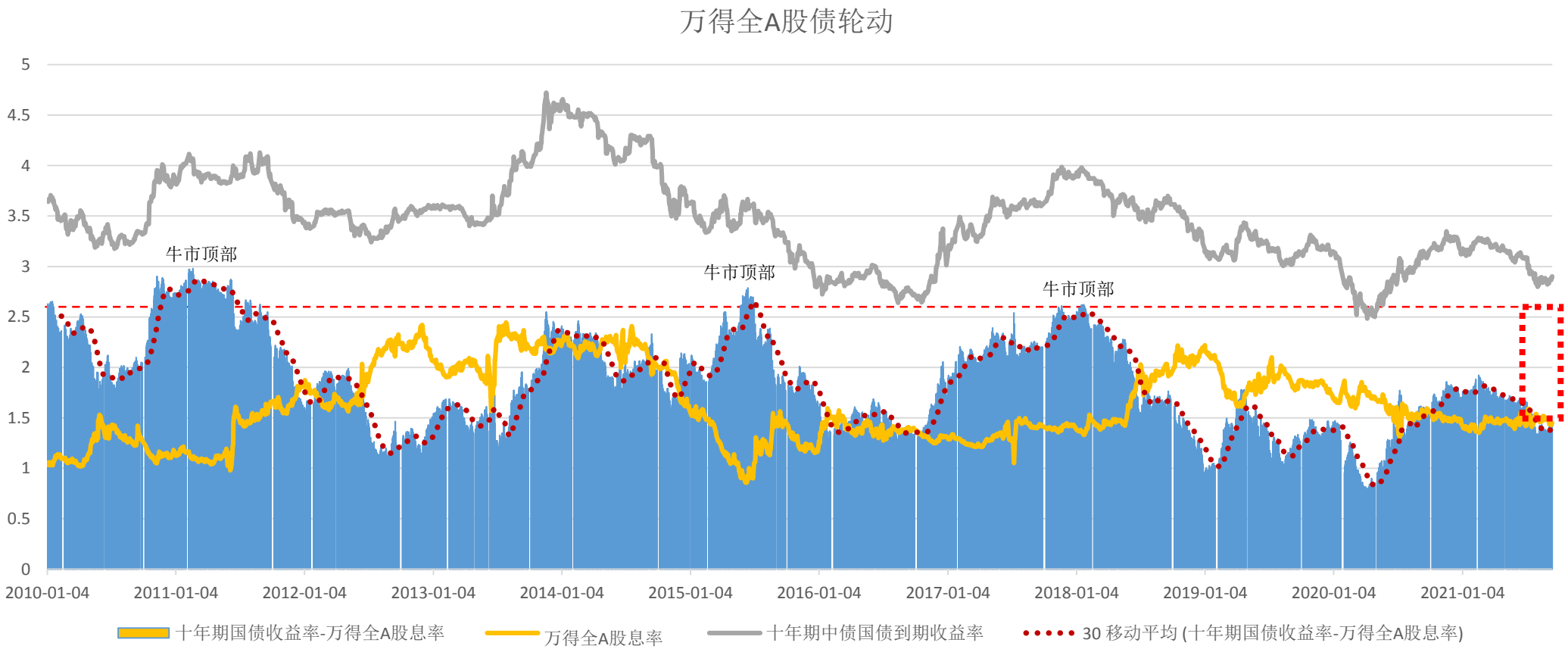
- 大小盘轮动方面，沪深300与国证2000比价在2月中旬（今年高点0.85）至今总体呈下降趋势，5月短暂回升后持续呈下降趋势，本期比值从上期0.531下降至0.513。
- **小盘继续全面强于大盘趋势。**



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.9万得全A股债轮动

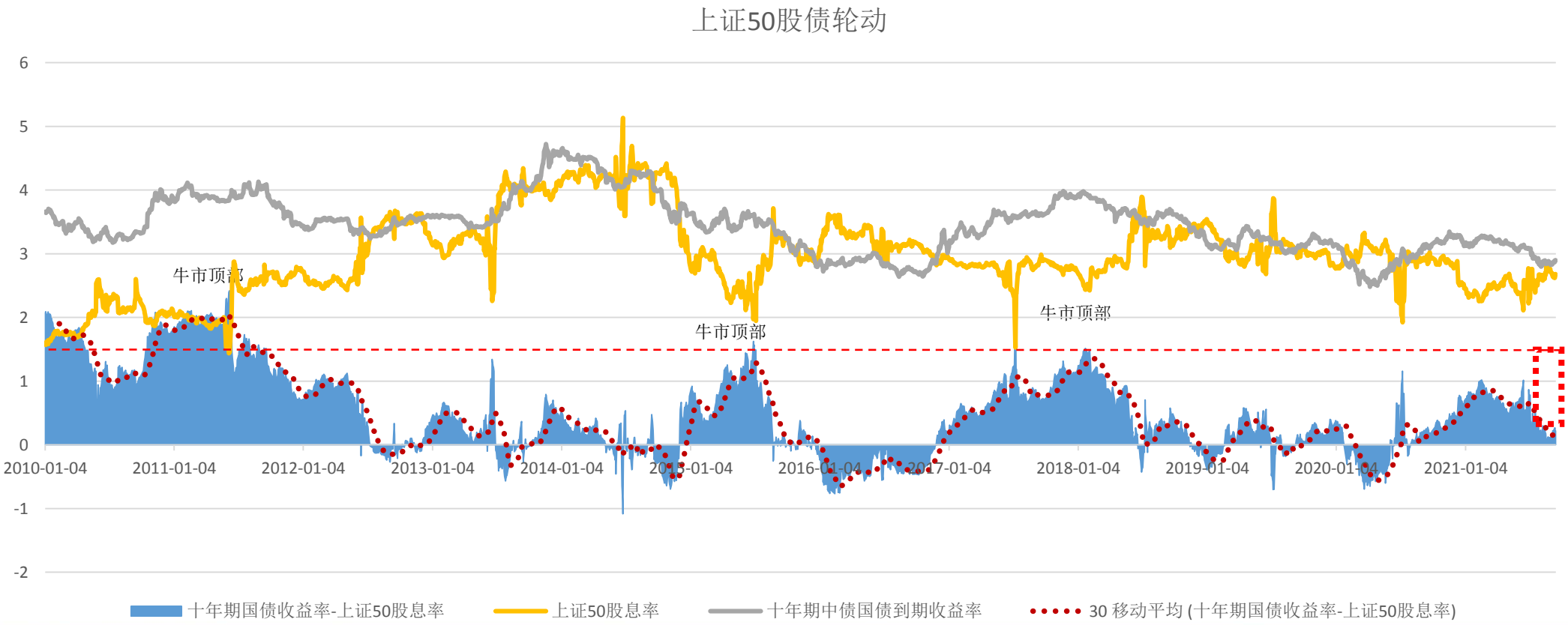
- 本期，万得全A股息率为1.45%，相比上期+0.01%，十年期国债收益率-万得全A股息率为1.45%，和警戒值2.5%（过去牛市最高点）的距离由上期106.54bp变为本期104.68bp。



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.10上证50股债轮动

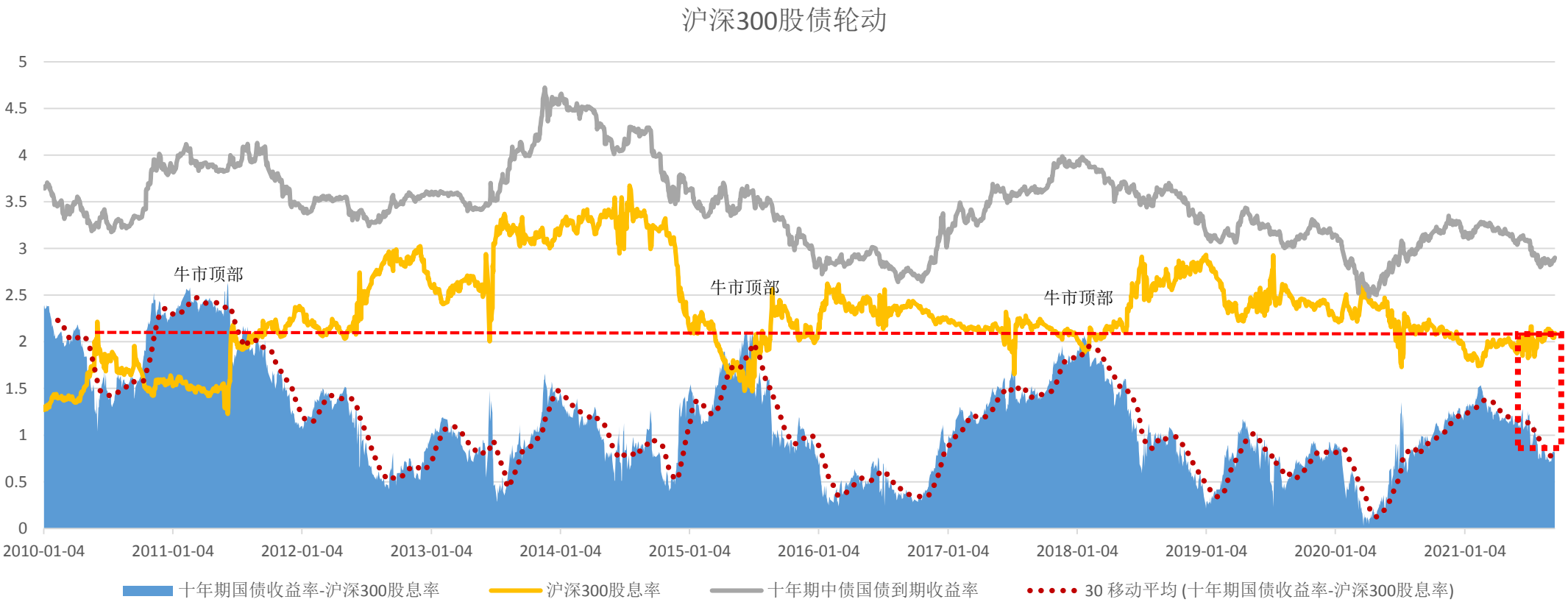
- 本期，上证50股息率从上期2.66 %变为本期2.68%，十年期国债收益率-上证50股息率为0.22%，和警戒值1.1% （过去牛市最高点）的距离从上期88.68bp变为本期88.21bp。



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.11沪深300股债轮动

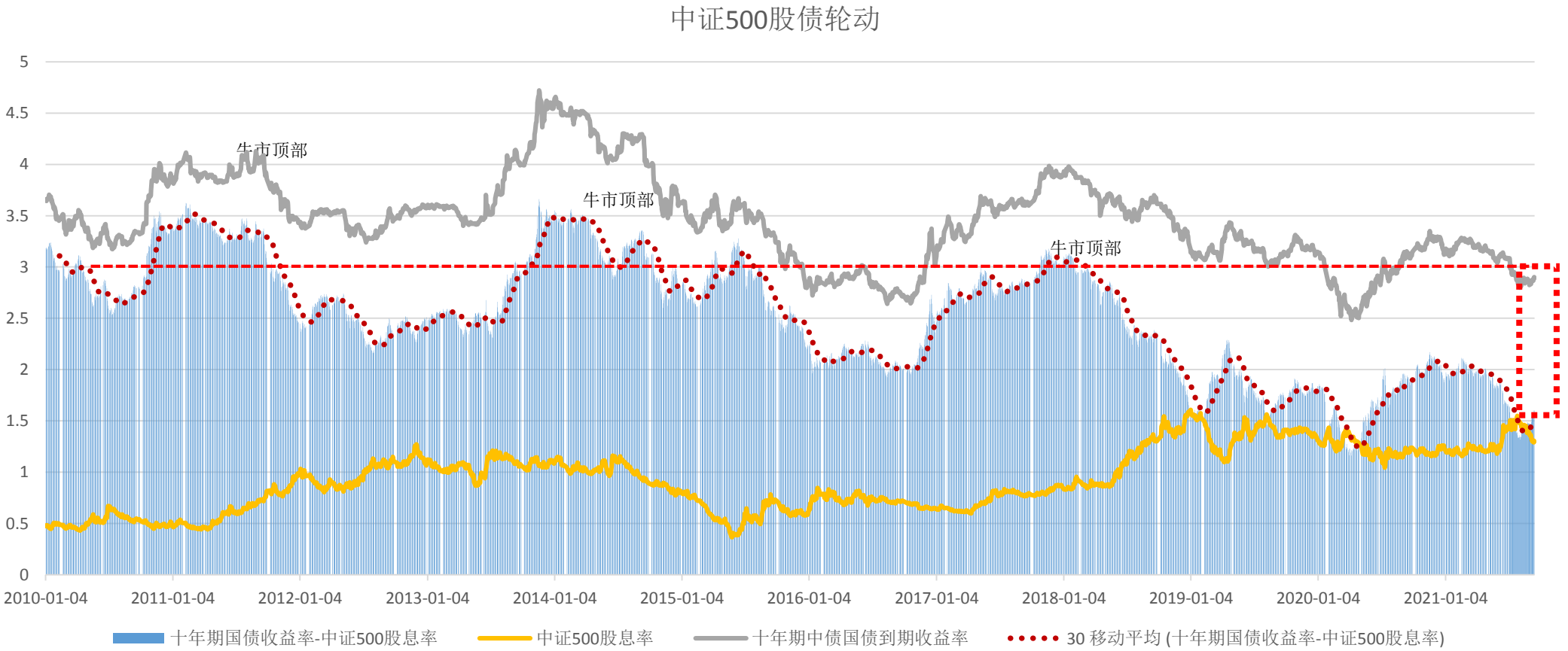
- 本期，沪深300股息率从上期2.06%变为本期2.09%，十年期国债收益率-沪深300股息率为0.81%，和警戒值1.8%（过去牛市最高点）的距离由上期98.91bp变为本期99.08bp。



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.12中证500股债轮动

- 本期，中证500股息率由上期1.31%变化为1.29%，十年期国债收益率-中证500股息率为1.60%，和警戒值3%（过去牛市最高点）距离由上期144.30bp变为本期139.87bp。



资料来源：WIND，申港证券研究所

CONTENT

01. 2021年初至今A股概览与海外市场回顾

02. 第三轮疫情下全球供应链短缺延长Q4周期行情

03. 成长与周期最后之舞，2022价值行情蓄势待发

04. 四季度潜在四大超额收益赛道：军工、半导体、农林牧渔、医药生物

四季度潜在四大超额收益赛道：军工、半导体、农林牧渔、医药生物

- **国防军工赛道：台湾当局**的两岸态度和政策不断演变，总体来看，民进党对大陆抱有很强的敌意和对抗性，“台独”意愿更强；国民党内虽然对两岸关系有争议，但整体上坚持“一个中国”。蔡英文这一任期内（2020-2024年），**将延续民进党的分离主义政治意识形态，加剧与大陆的对抗，两岸形势面临严峻挑战。两岸局势除了直接受台湾当局政策影响，还与美国政府的台湾政策密切相关。当前拜登政府执政，或延续“以台制华”的战略。**军事手段有可能越来越成为我国解决台海问题的主要方式，台海局势向紧张的方向发展可能性更大，**军事施压估计将两岸关系的常态。9月17日，中国人民解放军东部战区出动包括作战舰艇、预警机、轰炸机等在内的海空兵力，在台岛西南海空域实施联合警巡和实战化演练。有关行动旨在提高战区部队一体化联合作战能力，将根据台海局势和维护国家主权安全的需要常态组织。**在设想台海出现小范围冲突的情况下，详细讨论和对比中、美、台可调度的军事力量，以陆军、海军、空军为主，还可能涉及火箭军的常规中短程导弹武器。中国和美国陆地装备力量持平，中国在海军规模上占优势，但在先进技术领域如航母、驱逐舰等存在不足。空军方面中国全面落后美国，各种装备总数为中国军队各装备总数3倍以上。台海地区潜在的**军事力量缺口或驱动军工板块长期景气。**

- **半导体赛道：**从2020年初至今，全球主要半导体指数继续延续牛市，中国半导体指数涨幅已经达到146%，台湾半导体指数涨幅为78%，美国费城半导体指数涨幅为72%。**从去年7月至今，海外半导体行业涨幅弱于中国半导体行业指数。**GAA架构得天独厚的架构优势使得技术工艺提升至3nm以下后仍然保持着高稳定性和高效能，这就是延续摩尔定律的关键。汽车芯片短缺情况尤为严重，有将近三分之二的制造商因为芯片供应中断、导致数字新产品的出货遭遇挫折，生产计划的延迟超过7个月。**目前的台湾半导体行业营收高速复苏，将会在2021年Q3-Q4逐渐反馈在财报中，全球半导体行业高景气预期刚刚开始。大基金二期将围绕半导体产业链，更聚焦设备、材料领域，加大投资。大基金一期的良性退出，有利于大基金二期将资金针对性地投入到半导体产业链中较为薄弱的环节上来，以打造更良好的生态。规模超2000亿的大基金二期将撬动更广泛的社会资金进场，为集成电路行业带来更多资金和资源。国家集成电路产业投资基金的带动下，中国大陆半导体芯片产业生产线的投资布局将进一步拓展，半导体芯片相关产品技术将继续加快变革，中国大陆IC芯片和IC封装领域均有望实现突破，半导体芯片产业将迎来新一轮的发展高潮。**

- **农林牧渔赛道：**国家将继续加大对“三农”的扶持。在十八大会议报告中特别强调，“解决好农业农村农民问题是全党工作重中之重，牢固树立“重中之重”的战略思想，对于做好新阶段“三农”工作，推进社会主义新农村建设和小康建设，促进经济社会协调发展，构建社会主义和谐社会，具有重大而有深远的意义”。**9月16日，国家发改委召开9月份例行新闻发布会表示，近日已启动今年以来的第二轮收储工作，持续时间会更长、规模会更大。自2006年以来，我国共经历了4轮先上行后下跌的猪周期。历次猪肉收储都发生在猪周期末尾阶段，在中央收储启动之后，猪肉价格均迎来短期内的上行，并开启新一轮的上行周期。猪肉价格已处于低位，此次收储或暗示本轮猪周期底部已经得到政策持续托底。**《全国高标准农田建设规划（2021－2030年）》叠加《种业振兴行动方案》，种业板块政策利好不断。在我国大力发展种业的政策引导下，种业发展前景向好。到2035年，全国高标准农田保有量和质量进一步提高。建设高标准农田的目标任务激发植物种植全产业链研发动力，为植物种植板块带来投资机会。

- **医药生物赛道：**7月医药制造营收同比增长22.23%。国家统计局数据显示，2021年1-7月，医药制造业累计实现营业收入16436.10亿元，同比增长27.40%；累计实现利润总额3585.80亿元，同比增长91.90%。单看7月，医药制造业实现营业收入2389.20亿元，同比增长22.23%，环比下降17.17%；实现利润总额585.40亿元，同比增长117.78%，环比下降22.53%。**虽然从医疗保健CPI来看，集采对于今年医药产品和服务价格压制显著，医疗保健其他用品服务、西药CPI跌至负增速，但是医药生物行业长远发展来看，持续产业扩张已经形成趋势。我国医疗健康支出规模庞大且一直稳步增长，中国医疗健康支出规模从2016年的46345亿元增长至2020年73253亿元，其复合年增长率为12.13%，预计2021年中国医疗健康支出规模将进一步达到79992亿元。**大型MNC主导的获批新药的占比出现了显著提升，因为MNC通过交易获得中小型企业的研发资产，在其基础上继续研发并推到上市速度大大加快，**未来制药领域将出现更多掌握核心创新药的高成长小巨人。**2020年高值耗材带量采购拉开帷幕，安徽和江苏率先试水高值耗材带量采购，两省份入围带量采购耗材价格最高降幅达95%，平均降幅15%-74%不等。带量采购倒逼生产企业加大研发投入，提升自主创新能力，**同时加速行业流通市场变革，供应链环节不断压缩，龙头企业通过收购兼并重组等方式不断优化、重构，市场集中度将逐步提高。**

资料来源：WIND，申港证券研究所

1军工行业赛道

1.1 未来台美当局政策致两岸关系持续紧张

- 台湾当局的两岸态度和政策不断演变，总体来看，民进党对大陆抱有很强的敌意和对抗性，“台独”意愿更强；国民党内虽然对两岸关系有争议，但整体上坚持“一个中国”。蔡英文这一任期内（2020-2024年），**将延续民进党的分离主义政治意识形态，加剧与大陆的对抗，两岸形势面临严峻挑战。**
- **两岸局势除了直接受台湾当局政策影响，还与美国政府的台湾政策密切相关。当前拜登政府执政，或延续“以台制华”的战略。**军事手段有可能越来越成为我国解决台海问题的主要方式，台海局势向紧张的方向发展可能性更大，**军事施压估计将两岸关系的常态。**

- **东部战区新闻发言人8月17日宣布，当天在台西南、东南等周边海空域组织联合火力突击等实兵演练。发言人明确表示，此次演练是根据当前台海安全形势和维护国家主权需要采取的必要行动，是对外部势力干涉和“台独”势力挑衅的严正回应。**
- **9月17日，中国人民解放军东部战区出动包括作战舰艇、预警机、轰炸机等在内的海空兵力，在台岛西南海空域实施联合警巡和实战化演练。有关行动旨在提高战区部队一体化联合作战能力，将根据台海局势和维护国家主权安全的需要常态组织。**



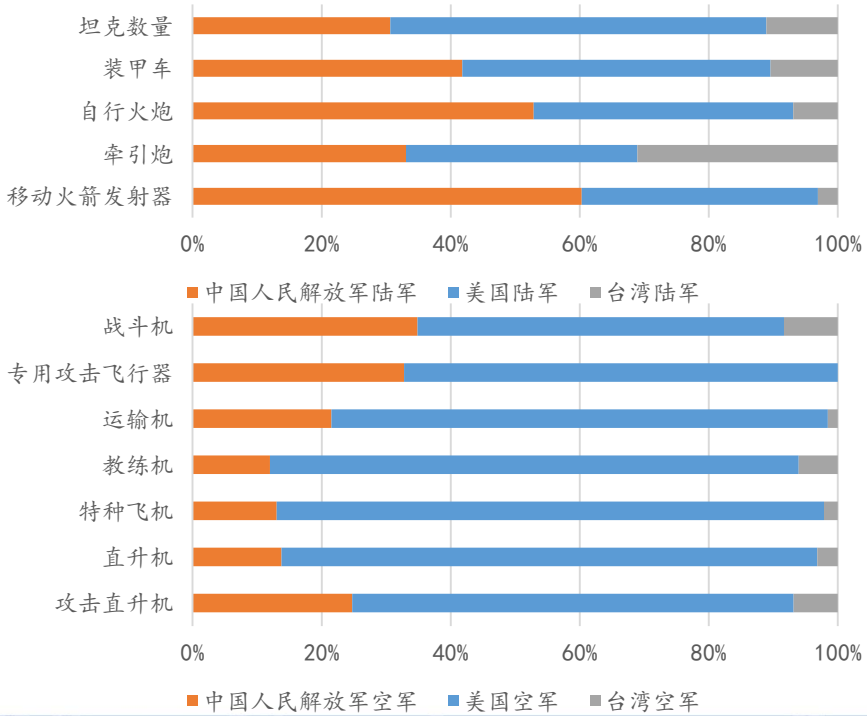
任期	领导人	党派	政策态度
1988-2000年	李登辉	国民党	从“一国两府”到“两国论”
2000-2008年	陈水扁	民进党	否认“九二共识”，“台独”愈演愈烈
2008-2016年	马英九	国民党	坚持“九二共识”，提出“三不原则”
2016年至今	蔡英文	民进党	主张“一边一国”，“台独”色彩浓厚

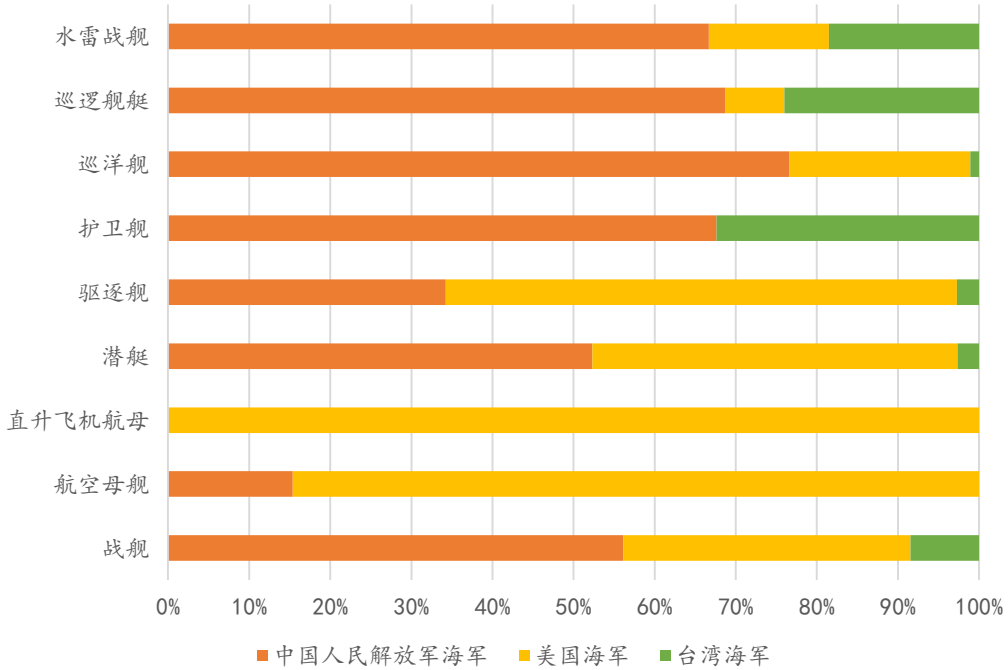
任期	总统	政策态度	原则、战略与政策代表
1993-2001年	克林顿	态度两重性	“三不原则”；《台湾安全加强法》
2001-2009年	小布什	延续两面性	“反恐战略”
2009-2017年	奥巴马	维护中美关系，延续美台联系	“亚太再平衡战略”
2017-2021年	特朗普	态度激进，挑战“一个中国”底线	《与台湾交往法》；“印太战略”
2021年至今	拜登	仍将延续“以台制华”策略	-

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2 中美军事实力对比：陆军均衡，海军核心装备落后，空军全面落后

- **中、美、台两国三方军事实力的威慑性或是驱动局势发展的又一因素，一旦开战，军力的较量也将是决定胜负的首要因素。**
- 在设想台海出现小范围冲突的情况下，详细讨论和对比中、美、台可调度的军事力量，以陆军、海军、空军为主，还可能涉及火箭军的常规中短程导弹武器。中国和美国陆地装备力量持平，中国在海军规模上占优势，但在先进技术领域如航母、驱逐舰等存在不足。空军方面中国全面落后美国，各种装备总数为中国军队各装备总数3倍以上。台海地区潜在的**军事力量缺口或驱动军工板块长期景气**。





1.2.2 美国陆军装备武器：数量充足品类齐全，科技优势凸显

- **坦克与装甲车：全三代战坦，更替计划清晰**
- 目前美国陆军使用的坦克型号均为第三代坦克。Abrams M1A1和M1A2是美国陆军装甲旅战斗队（BCT）使用的主战坦克。它的主要优点在于杀伤力、保护力和机动性。美国通过了一项再制造计划，将Abrams寿命延长至2045年。



型号	数量	诞生时间	后续更替计划
M1A1 Abrams	678	1980	Decisive Lethality Platform（DLP） DLP计划旨在更换Abrams系列坦克。该项目是下一代作战车辆（NGCV）项目的一部分，该项目是陆军“六大”现代化重点项目中的第二大项目。
M1A2 Abrams	1619	1993	

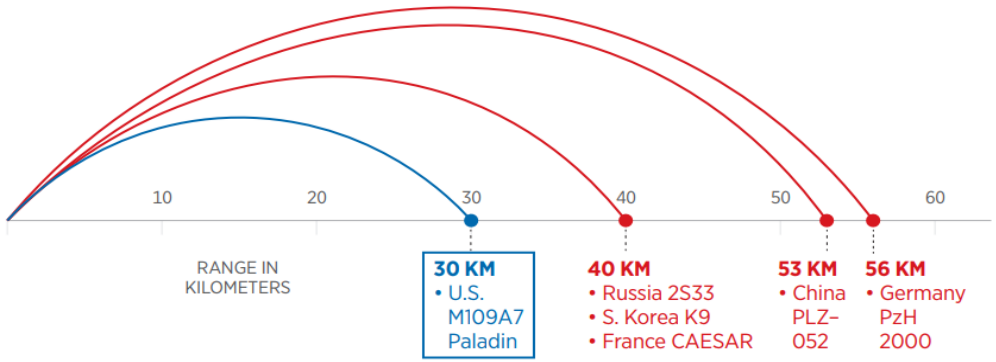
装备类型	型号	数量	诞生时间	后续更替计划
步兵战车	M2 Bradley	4006	1981	Optionally Manned Fighting Vehicle（OMFV） 2019年3月，陆军发布了竞争性建造OMFV原型的提案请求，但后来做了一次改变，并在2020年1月取消了征集。陆军现在正在重新确定要求，并打算在2020年中后期寻求数字化设计。该计划是下一代作战车辆（NGCV）计划的一部分。
装甲战车	Stryker	4859	2001	暂无
装甲运兵车	M113 Armored Personnel Carrier	4339	1960	Armored Multi-Purpose Vehicle（AMPV） 时间：2018-待定 AMPV是从布拉德利战车改装而来的，该战车在很大程度上使项目绕过了技术开发阶段。该流程将由五个变体组成。第一台机组将于2021年底装备。
轻型轮式车	HMMWV	99800	1985	Joint Light Tactical Vehicle（JLTV） 时间：2018-2036 JLTV车辆计划取代了一些陆军HMMWV，并提供了改进的车辆保护、可靠性和生存能力。这是与美国海军陆战队的联合项目。2019年6月，陆军批准JLTV进行全速生产。生产正在进行中。由于目前预算不足，陆军被迫减少采购数量。

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2.2 美国陆军装备武器：地面远程打击能力略弱，地空协作强大

- **火炮武器：数量偏少，射程偏低**
- 陆军武器方面，主要考虑火炮射程。美军武库中的美国M109A7圣骑士火炮系统的最大射程仅为30公里，比俄罗斯的2S33系统少10公里，比中国的PLZ-052少23公里。这是**美国陆军与解放军陆军相比最明显的弱点之一**。

型号	射程	口径	初速
M100型自行火炮	21.3千米	203毫米	-
M110A1式榴弹炮	21.3千米	203毫米	711米/秒
M107自行火炮	32.8千米	175毫米	-
M109A7榴弹炮	30千米	155毫米	-



- **其他武器：种类齐全，更替计划明确**

装备类型	型号	数量	诞生时间	后续更替计划
武装直升机	AH-64D Apache	381	1997	AH-64E Reman 时间：2010-待定 AH-64E将拥有更加现代化和可互操作的系统，并能够携带现代弹药，包括JAGM导弹。
	AH-64E	351	2012	AH-64E 时间：2010-2027 AH-64E新构建计划生成新构建，而不是重新构建的Apaches。该计划旨在使当前的Apache库存现代化并保持下去。
中型起重机	UH-60A Black Hawk	157	1978	UH-60M Black Hawk 时间：2004-待定 较新的M型将通过升级旋翼叶片、发动机和计算机来提高黑鹰的射程和升力。
	UH-60L Black Hawk	958	1989	UH-60V Black Hawk 时间：2021-待定
	UH-60M Black Hawk	1070	2005	暂无
大型起重机	CH-47F Chinook	439	2002	CH-47F 时间：2001-待定 目前正在生产中的CH-47F计划旨在保持重型旋翼机的飞行健康，该计划包括CH-47的再制造和新版本。F-变体对发动机和机身进行了升级，以降低维护要求。
	MH-47G	67	2014	
情报、监视和侦察装备	MQ-1C Gray Eagle	158	2011	MQ-1C Gray Eagle 时间：2010-2022 MQ-1C无人机提供陆军侦察、监视和目标捕获能力。

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2.3 中国陆军装备武器：核心技术进步，但仍有大量老旧装备在役

- **坦克与装甲车：三代战坦为核轻重搭配，部分装备型号较老旧**
- 中国陆军使用的主战坦克以ZTZ-99系列第三代坦克为核心，配备最新的15式轻型坦克，构成了**轻重搭配的坦克体系**。同时陆军仍有大量第二代坦克如96式、88式、59式等在役。
- 其中，99式坦克实现了火力、机动力、防护力和信息里的综合协调发展，体现了我国坦克装甲车辆技术的跨越式发展，位于世界领先水平。



坦克型号	诞生时间	简介
59式	1959	59式中型坦克是中国装备的国产第一代主战坦克，具有较强的火力，较好的装甲防护和机动性能，重量较轻，体积较小，结构简单，工作可靠，使用维护方便。
88式	1988	88B的性能在中国军队装备的主战坦克中属于中等水平。单从火力上讲，88-已具备抗衡世界上第三代主战坦克的能力，但就整体技术水平来看，与世界第三代主战坦克仍存在一定的差距。
96式/88C式	1996	88C式坦克是88式坦克中最代表性的坦克，又称96式主战坦克，是目前我解放军的主战装备之一。
96A式	1996－1999	96A主战坦克是由96式改进而成，已经量产并列装中国大陆主力装甲部队，96A并不代表中国大陆主战坦克的最高水平，它属于低成本，而性能优秀的一种主战坦克，适合大批量生产装备部队。整体水平介于二代、三代之间，通常称之为准三代坦克。
99式	1999－2009	99坦克是中国陆军第三代坦克的主力，这种坦克实现了火力、机动力、防护力和信息里的综合协调发展，体现了我国坦克装甲车辆技术的跨越式发展，位于世界领先水平。
99A式	1999－2009	99A主战坦克是中国陆军最先进的坦克，是在99式坦克基础上的大改型号。99A加强了信息化，使得一台坦克就能作为战场的信息节点，与陆航甚至空军相连通，是未来数字化部队的标准配置。
15式	2015	15式轻量化主战坦克是一款新型坦克。15式轻坦体积小，重量轻，适合中国南方水稻田网地形以及西北高原地区使用。

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2.3 中国陆军装备武器：未来需要继续更新换代

- **中国陆军战车普遍在役时间较长，型号相对老旧**，且缺少公开信息表明后续有更新计划。有研究认为中国解放军的弱点之一在于后勤和运输能力不足，装备更新换代或能进一步提高陆军战力。

战车类型	型号	诞生时间	简介
步兵战车	ZBD04	1980-1990	ZBD-04A步兵战车在野外有较强的机动能力，强大的火力能有效支援步兵下车作战
	ZBL09	2000	ZBL-09步兵战车整车采用模块化设计，是我军轻型机械化部队未来的标准装备。公路机动，铁路运输均可快速部署。
装甲战车	63式装甲运输车	1963	63式装甲车是我国第一款针对大规模核战争条件下输送步兵，伴随坦克机械化部队进行突进的一种装甲车辆，装备有我国第一代“三防装置”，是一款名副其实的强大装甲人员运输车。
装甲运兵车	QL550	2005	QL-550是一种性能突出、一车多用的轻型轮式底盘。QL-550装甲车能作为装载轻型武器的机动平台，快速性和机动性与它们相当，防护能力和承载能力要更强。

- **火炮武器：种类丰富，性能领先**
- 中国的火炮武器无论从数量还是性能上都具有一定的优势。从射程来看，中国的89型122毫米自行榴弹炮最大射程高达50千米，PGZ-95自行高射炮射程45千米。而美国的M109A7射程仅为30千米。



型号	射程	口径	初速
PLZ89式自行榴弹炮	50千米	122毫米	-
PGZ-95式自行高射炮	45千米	25毫米	-
W90式自行榴弹炮	4千米	203毫米	933米/秒
PTZ89式自行反坦克炮	5千米	120毫米	1740米/秒

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.3.1 中美海军对比：航母数量大幅弱于美国

- 美国目前致力于实现其兵力结构目标，同时实施向新型海军作战概念，海军转型计划。
- 美国海军共有九大部门：美国舰队司令部、美国太平洋舰队、美国海军中央司令部、美国海军欧洲部队、网络战争司令部、美国海军预备队、美国海军特种战争司令部、作战测试评估部、军事海运司令部。美国海军由海军和海军陆战队两个独立的军种组成。海军可分为舰艇部队、舰队航空兵、海上勤务部队和岸基部队4个兵种，一般按照行政管理和作战指挥两个系统进行编组和行动。

- 中国海军力量结构包括3个舰队，下辖潜艇支队、水面舰艇支队、航空兵旅和海军基地。海军北海舰队隶属于北方战区，东海舰队隶属于东部战区，南海舰队隶属于南部战区。
- **潜艇**方面，中国海军潜艇部队的现代化仍然是中国的一个高度优先事项。**水上作战单位**方面，中国一共有六艘“仁海级”巡洋舰，23个陆洋三号导弹防御系统，包括10个延长的陆洋三号导弹防御系统，23个陆洋三号导弹防御系统中有13个在中国海军作战。**两栖战舰**方面，中国于2019年下海第一艘“鱼神级”战舰，第二艘处于建造计划中。**航空母舰**方面，目前一共有两艘航空母舰在役。2019年12月，中国第一艘国产航母“山东号”入列，2019年，中国继续建造第二艘国产航母，这艘航母将更大，配备弹射发射系统。


美国新一代核动力航母杰拉尔德福特号

船只类型	舰队数量
弹道导弹潜艇	14
航空母舰	12
大型水面舰艇（巡洋舰和驱逐舰）	91
中小型水面舰艇（护卫舰、濒海战斗舰和水雷战舰艇）	32
攻击型核潜艇	52
两栖舰艇	33
后勤部队（CLF）舰艇（海上补给舰）	30
作战支援舰艇	32
导航导弹潜艇	4

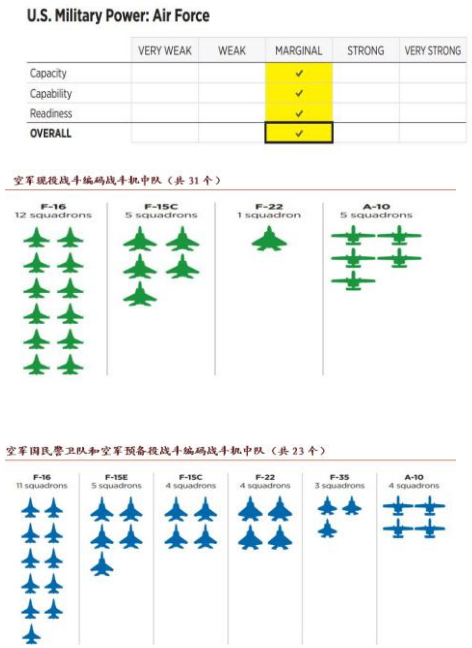
装备类型	中国人民解放军海军
战舰	777
航空母舰	2
直升飞机航母	0
潜艇	79
驱逐舰	50
护卫舰	46
巡洋舰	72
巡逻舰艇	123
水雷战舰	36


山东号航母

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.4.1 美国空军：强大而先进的武装力量 持续更新先进装备

- **空军名册上有31个中队是现役部队，23个是警卫或预备役部队。**到2020年底，现役空军拥有1481架战斗机、122架轰炸机、243辆加油机和182个战略空运平台。加上战略储备，空军将拥有2141架战斗机、140架轰炸机、493辆加油机和274个空运平台，这相当于美国上一次准备与同行竞争时拥有的47%的战斗机和轰炸机资产以及72%的油轮和空运资产。**美国空军的首要采购任务是F-35A，第二个最高采集优先级是KC-46A空中加油机。第三个主要采购重点是B-21突袭机。美国在西太平洋地位的关键在于它与日本、韩国、菲律宾、泰国和澳大利亚的联盟，以及与新西兰和新加坡的非常密切的安全关系，以及一种新兴的与印度的战略伙伴关系，与越南、马来西亚和印度尼西亚等东南亚地区合作伙伴发展关系。美国与台湾也有着牢固的非官方关系。**



主要机型简介

	编码战斗机	平均年龄	2019 年可支付率	可执行任务编码战斗机
A-10C	116	37	0.71	82
F-15C	105	35	0.70	74
F-15E	158	27	0.71	112
F-16C	406	29	0.72	292
F-22A	133	13	0.51	68
F-35A	94	4	0.62	58

地面攻击/多用途飞机

名称	库存	使用时长	开发时间	简介
A-10	281	36.8	1977	A-10 是美国空军唯一一个专门为近距离空中支援任务设计的平台，使用自行指定的精确制导弹药和内部 30 毫米加农炮。A-10 的退役问题已经讨论了很多年，但现在看来，它将继续飞行到 2040 年。
F-16C	783	26.7	1980	F-16 是一种多用途飞机，能够进行战术核发射、全天候打击和压制敌军防空系统（SEAD）。将在 20 世纪 40 年代末之前保持该飞机的库存。
F-35A	203	3.7	2016	F-35 是一种多用途隐形战斗机，于 2016 年投入使用。空军已收到计划购买的 1763 架飞机中的 200 多架。
F-15E	218	27.4	1989	F-15E 是一种多用途飞机，能够全天候、深度拦截/攻击和战术核武器运载。升级包括 AESA 雷达、EPAWS 自卫套件、新中央计算机和驾驶舱显示器。
替代	A-10 将会被 F-35A 所替代			

重载

名称	库存	使用时长	开发时间	简介
C-5M	52	32.4	1970	C-5 是美国空军最大的机动飞机。它可以在洲际范围内运输 270000 磅货物，并且可以空中加油。“M”型是经过大量改装的 C-5A/Bs，具有新的发动机、航空电子设备和结构/可靠性固件。正在进行的修改包括新的天气雷达和任务计算机，以及改进的大型飞机红外对抗（LAIRCM）。
C-17	222	17	1995	C-17 是一种大型空中加油运输飞机，能够在小型机场（3500 英尺乘 90 英尺）上运行。正在进行的改装包括下一代大型飞机红外对抗（LAIRCM）以及结构、安全和持续性改装。

战斗机

名称	库存	使用时长	开发时间	简介
F-15C/D	234	29.1	1975	F-15C/D 是一种空中优势战斗机，自 20 世纪 70 年代末开始服役。这架飞机正在接受升级，包括新的 AESA 雷达和在有争议的空域生存和飞行所需的自卫。有关 F-15C 退役的讨论正在进行中。
F-22A	186	13.2	2005	F-22 是卓越的空中优势隐形战机，经过改装，可交付精确制导武器。该喷气式飞机目前正在进行一项名为 RAAMP 的改装，该改装将提高可靠性、可维护性和性能。
替代	F-15EX 将基于双座 F-15QA（卡塔尔）配置升级，包括展被动主动警告和生存能力系统（EPAWSS）和高级作战飞行计划（OFP）软件，在未来几年的国防计划中总共购买 80 架。			

油罐车

名称	库存	使用时长	开发时间	简介
KC-10	59	34.7	1981	KC-10 是一种多功能加油机和空运平台，可为同一任务中的超重臂和超重臂兼容的战斗机加油。最近的改装使 KC-10 的使用寿命延长至 2045 年。美国空军计划在 2024 年前退役 KC-10，但由于加油平台短缺，以及 KC-46 的采购缓慢，这似乎不太可能。
KC-135	379	58.7	1957	KC-135 是一种多功能油轮/空运平台。该飞机经过了多次改装，主要是发动机升级以提高性能和可靠性。FLEET 的一部分将被 KC-46 替换，其余部分计划在 2040 年前投入使用。
KC-46	21	0.1	2020	该机型是一个多功能加油机/空运平台，可为同一任务中的超重臂和超重臂兼容的战斗机加油。2019 年，美国空军接受了 179 架计划飞机中的第一架。该计划出现了重大问题，但交付速度将继续以每年 15 架的速度进行。
替代	KC-46 将取代 KC-135 油轮的一部分。该项目于 2016 年 8 月进入低速初始生产阶段，美国空军首次接受了该项目。“飞马”号于 2019 年 1 月 10 日发射升空。该油轮出现多处故障，目前由于远程视觉系统出现问题，无法为飞机加油。尽管飞马座无法执行其主要任务，但空军每年仍接受大约 15 架飞机。			

中扬程

名称	库存	使用时长	开发时间	简介
C-130J	132	9.3	2006	C-130J 是一种改进的战术武器，具有升级的中型提升能力，具有多个空运平台，可从包括 C-130J-30、AC-130J 地舰和小型简陋机场在内的实型中操作，并提供 HC-130 救援/空中加油平台。C-130J-30 可以在战区间进行空运和空投，携带 92 名空降部队，运送超过 40000 磅的人道主义援助物资。

1.4.2 中国空军：急需第五代战机更新

- 中国空军包括航空兵、空降兵、地面防空兵、雷达兵、电子对抗部队、信息通信部队等，下辖5个战区空军、1个空降兵军等。战区空军下辖基地、航空兵旅（师）、地空导弹兵旅（师）、雷达兵旅等部队。按照空天一体、攻防兼备的战略要求，加快实现**国土防空型向攻防兼备型转变**，提高战略预警、空中打击、防空反导、信息对抗、空降作战、战略投送和综合保障能力，努力建设一支强大的现代化空军。
- **PLAAF拥有700多架第四代战斗机**（与美国F-15/F16/F-18相当）。它们包括国内设计和生产的J-10以及主导战斗机和打击任务的苏-27/苏-30/J-11系统（与F-15或F-18相当）。中国还准备推出两款隐形第五代战斗机（J-20和J-31）。**但先进战斗机发动机的生产仍然是中国战斗机设计面临的最大挑战之一**。
- **PLAAF部署了越来越多的H-6轰炸机**，这些轰炸机可以进行远程打击行动，包括使用陆地攻击巡航导弹的行动。

装备类型	中国人民解放军空军	美国空军	台湾空军
战斗机	1200	1956	288
专用攻击飞行器	371	761	0
运输机	264	945	19
教练机	405	2765	205
特种飞机	115	749	19
直升机	902	5436	208
攻击直升机	327	904	91

H-6 轰炸机



歼-20 战斗机



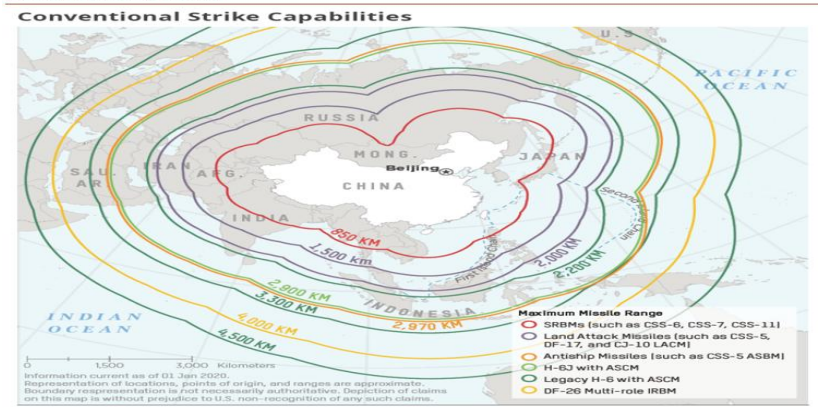
资料来源：WIND，申港证券研究所

1.5 火箭导弹力量对比：相互制衡的威慑能力

- 火箭军是中国核威慑战略的重要组成部分，**旨在威慑和打击第三方对地区冲突的干预**。中国2019年国防白皮书指出，火箭军在维护国家主权、安全中具有至关重要的地位和作用。包括核导弹部队、常规导弹部队、保障部队等，下辖导弹基地等。按照**核常兼备、全域慑战**的战略要求，增强可信可靠的核威慑和核反击能力，加强中远程精确打击力量建设，增强战略制衡能力，努力建设一支强大的现代化火箭军。

- **目前美国已经形成了世界上最全面的弹道导弹的防御系统，可以拦截所有种类的弹道导弹。**它的反导系统主要包括以下几个方面，一个是可以拦截洲际弹道导弹的陆基中段拦截系统，一个是拦截中远程弹道导弹的海基标准-3拦截弹，还有陆军装备的爱国者-2、爱国者-3和萨德系统，该系统能对中近程弹道导弹进行所谓的末端拦截。

火箭军常规武器打击范围

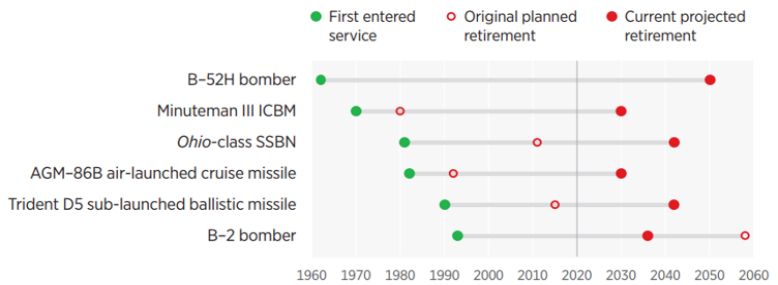


中国导弹武器实力

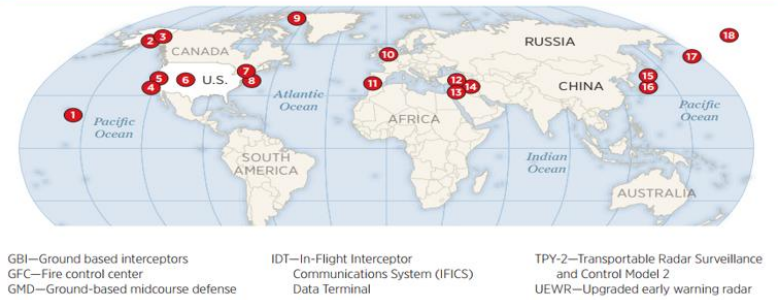
系统	发射器	导弹	预估射程
ICBM	100	100	>5,500km
IRBM	200	200+	3,000-5,500km
MRBM	150	150+	1,000-3,000km
SRBM	250	600+	300-1,000km
GLCM	100	300+	>1,500km

资料来源：美国国防部，申港证券研究所

美国导弹系统在役时长远超预设



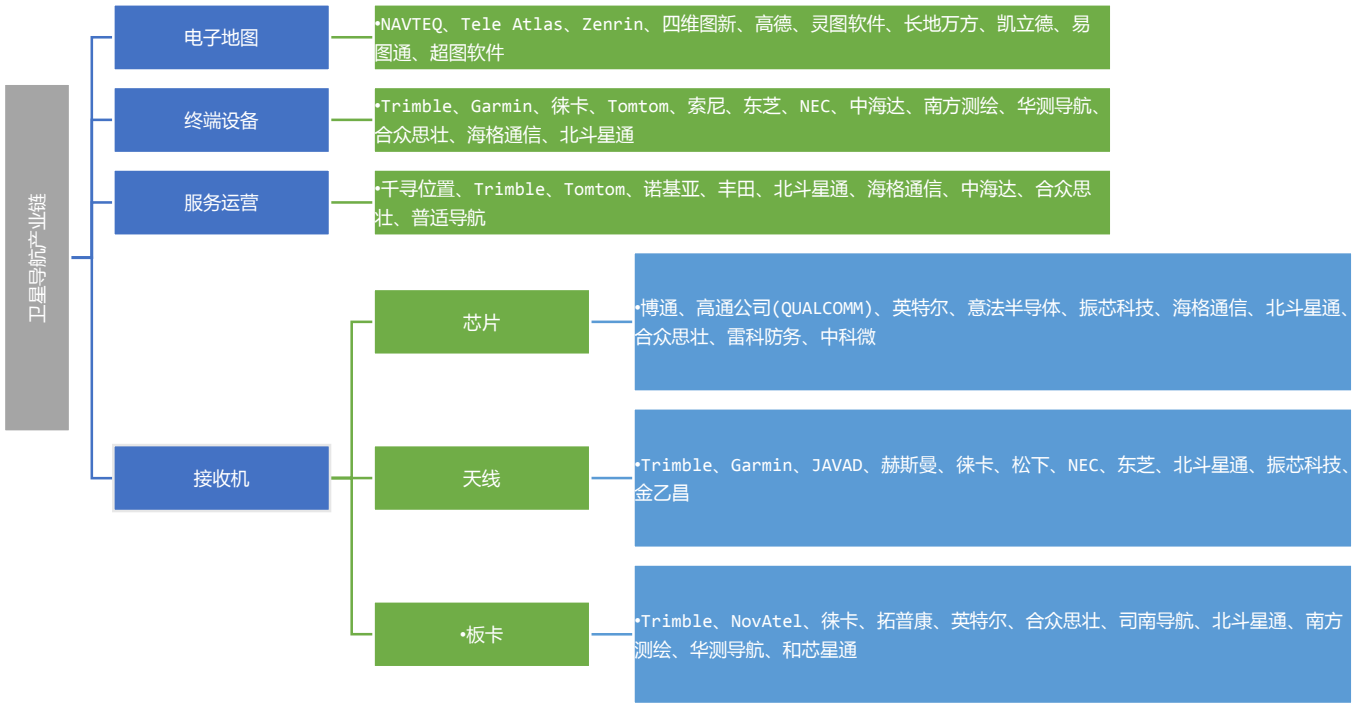
美国导弹防御署

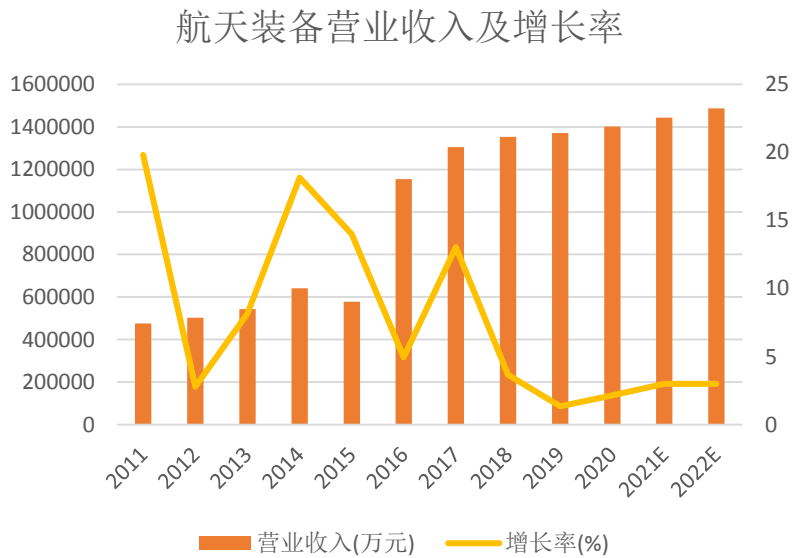


1.6.1 军工核心产业链：卫星导航产业链

9月16日至17日，北斗卫星导航系统成果展面向公众开放，多项领先世界的最新应用成果在展览上亮相。依托北斗系统，我国卫星导航与位置服务产业产值已达4033亿元，全面服务交通运输、救灾减灾、农林牧渔等行业，正广泛进入大众消费领域，北斗规模应用进入市场化、产业化、国际化发展的新阶段。目前，我国自主研发的北斗全球位置服务平台已在全球20多个国家开通高精度服务，**全球总用户数超20亿。2020年我国卫星导航与位置服务产业总体产值达到4033亿元人民币，较2019年增长约16.9%。2020年北斗三号全球系统开通服务，以及国家“新基建”发展战略的实施，进一步刺激和拉动了各行业对北斗卫星导航技术应用的需求和投入。**

全球军事卫星角度，美国以612颗的数量遥遥领先于其它国家，第二名中国200颗左右的数量。中国制造一颗军用卫星花费10亿元左右，因此为取得太空领域的实力均衡，我国未来十年预计航天装备领域还将投入超过4000亿元（年平均投入400亿以上）。

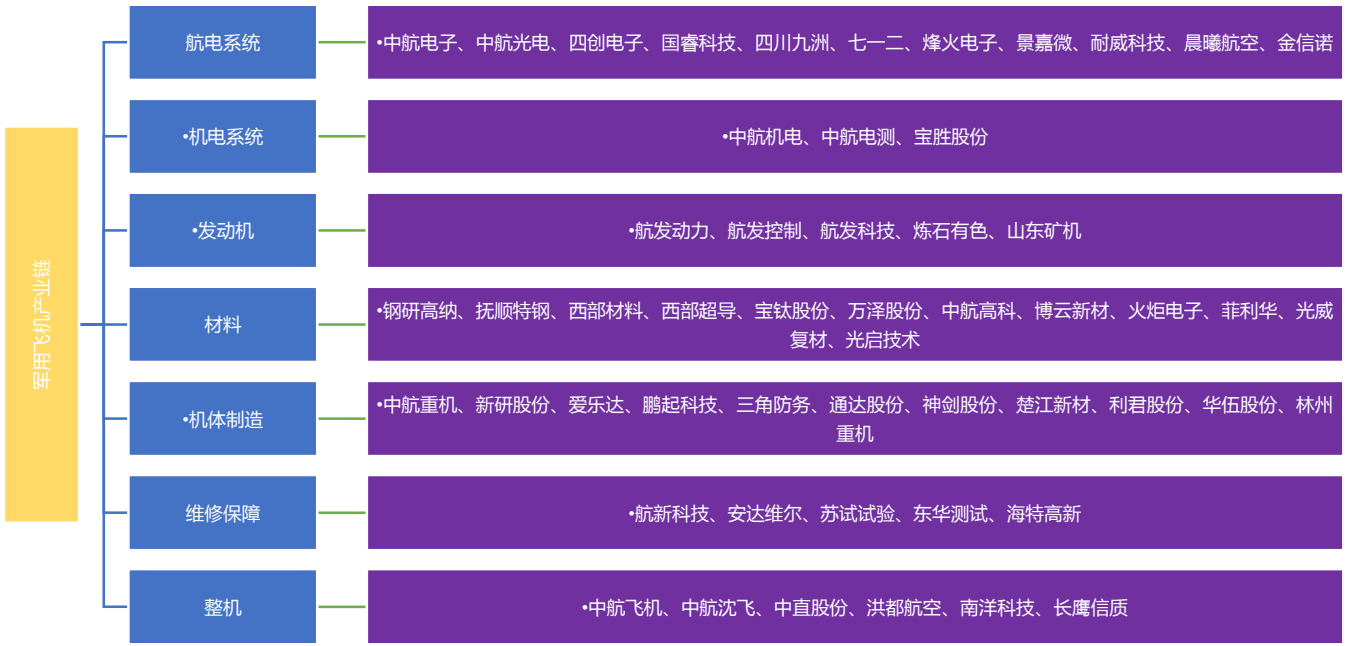


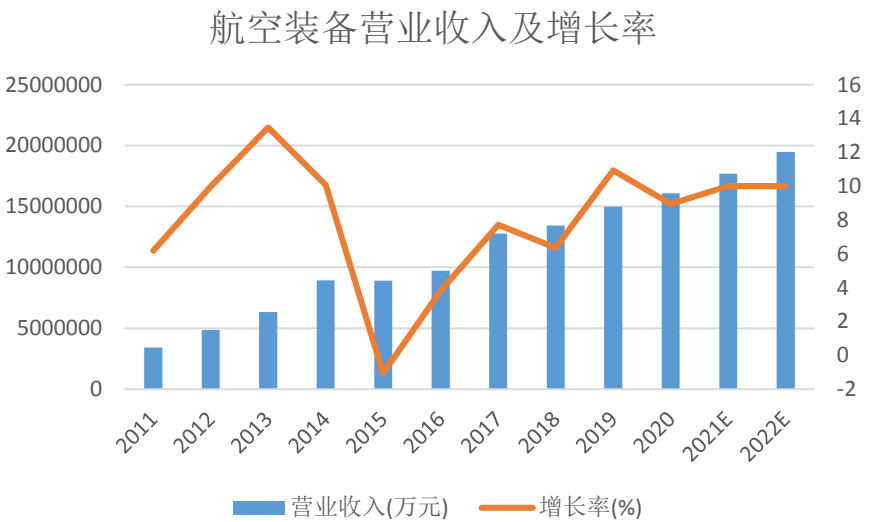


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.6.2 军工核心产业链：军用飞机产业链

- 军用飞机产业链主要包括航电系统、机电系统、发动机、材料、机体制造等。我国重点航空装备在过去六年间保持平稳增长。9月17日，证监会宣布扩大红筹企业在境内上市试点范围，其中就包括航空航天等高新技术产业和战略性新兴产业。
- **空军核心装备方面，我国与美国第五代战斗机差距约500架。我国新型战斗机歼-20每架造价估计约10亿元，以每年50架的制造速度估计，每年预估投入500亿元。我国最新运输机运-20造价约12亿元，以年产量10架估算，每年投入约120亿元。直升机方面，直-10造价约1亿元，每年产量约100架，预计每年投入100亿元。其他装备增量如攻击机、教练机每年额外投入约50亿元。航空装备未来十年每年整体增量投入预估为770亿元。**

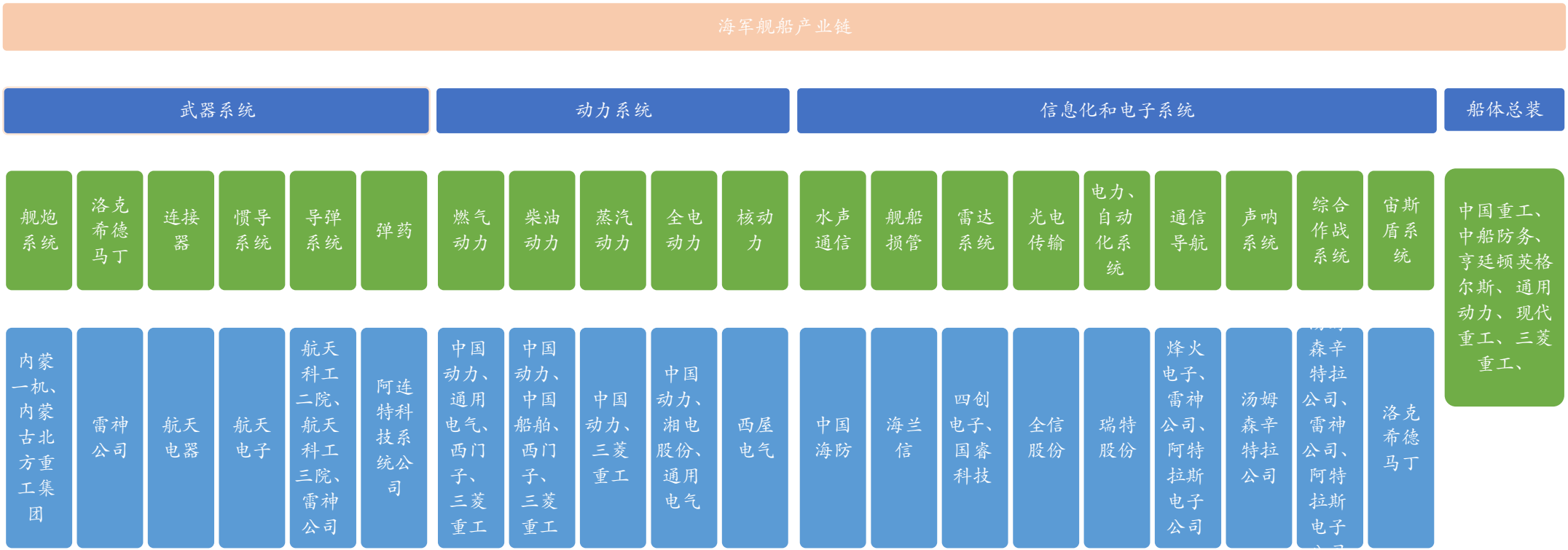




资料来源：WIND，申港证券研究所

1.6.2 军工核心产业链：海军舰船产业链

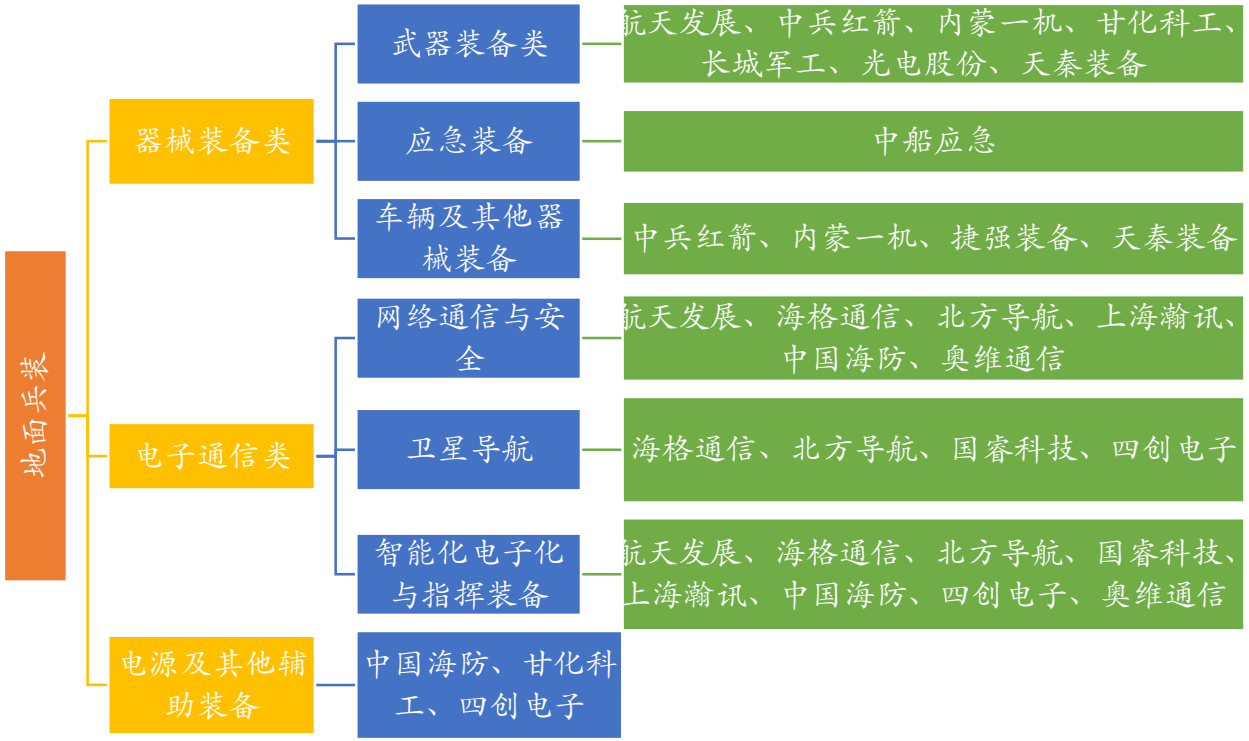
- 海军核心装备方面，当前我国拥有航母2艘，分别为“辽宁号”和“山东号”，均为常规内燃机型动力航母，平均造价约200-300亿人民币。而美国拥有航母11艘，且均为核动力航母，平均造价约600-800亿人民币。当前我国正在建造003号航母，未来十年内将会加快航母制造（预计还将新建三艘以上），**预估航母方面还将投入1800亿以上（年平均180亿以上）**。目前根据计算，我国一艘2万吨补给舰造价约20亿元，一艘054A型导弹护卫舰为20亿元左右，一艘052D型导弹驱逐舰为40亿元左右，而最新的055型大型导弹驱逐舰60亿元以上，095核潜艇的造价约为300-350亿元。**预计未来十年内我国海军还将扩充2400亿以上（年平均240亿）投入到航母编队其他舰船。**

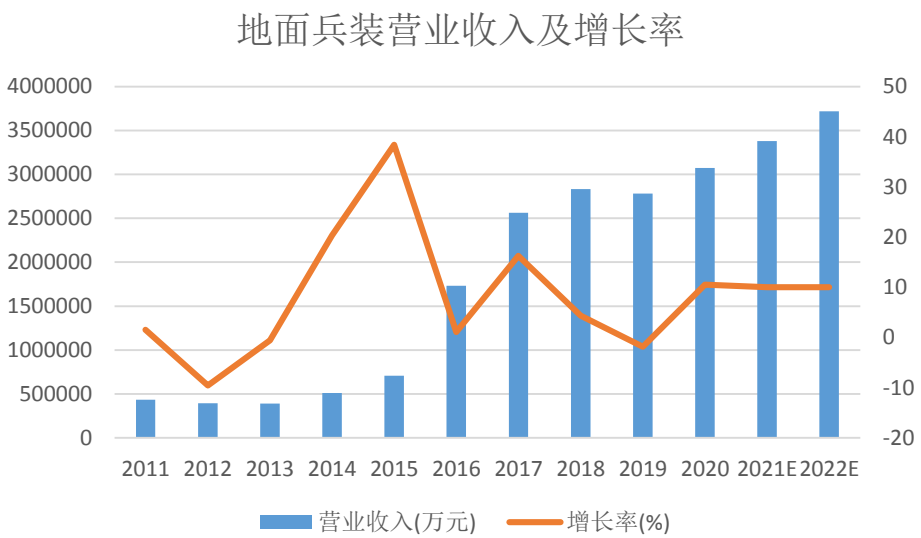


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.6.2 军工核心产业链：地面兵装产业链

- 地面兵装主要包括器械装备、电子通信、电源装备等。地面兵装行业营业收入在2016、2017两年出现巨幅增长，随后增速放缓但整体上行趋势不改。从公开信息来看，中国陆军战车普遍在役时间较长，型号相对老旧。战车、装甲车是陆地战斗中负责运输士兵和武器的装备，是重要作战装备，认为中国解放军的弱点之一在于后勤和运输能力不足，装备更新换代或能进一步提高陆军战力，因此地面兵装行业仍存在巨大的上行空间。





资料来源：WIND，申港证券研究所

1.7 国防军工一致预期30强

- 国防军工一致预期三十强，涵盖了2021年度和2022年度一致预期营收和利润增速都排名靠前的细分行业龙头，同时具备着较高具备持续性的净资产收益率，充分体现对于2022年度价值复苏预期中布局超额赛道能力。在中美台海问题对抗升级背景下，我国国防军工细分领域需要长期更新换代，存在国防军工长期高景气的历史机遇。

证券代码	证券简称	一致预测ROE(FY1)[交易日期] 最新收盘日[单位] %	一致预测ROE(FY2)[交易日期] 最新收盘日[单位] %	一致预测营业收入2年复合增长率[交易日期] 最新收盘日[单位] %	一致预测利润总额2年复合增长率[交易日期] 最新收盘日[单位] %	一致预测净利润同比(FY2比FY1)[交易日期] 最新收盘日[单位] %	一致预测利润总额同比[交易日期] 最新收盘日[单位] %	所属申万行业名称[行业级别] 三级行业
301050.SZ	雷电微力	32.9	37.8	95.1	97.6	80.7	115.8	航空装备Ⅲ
603267.SH	鸿远电子	25.0	26.2	42.9	54.4	37.3	72.9	航天装备Ⅲ
688636.SH	智明达	23.8	25.8	36.4	43.7	41.5	43.0	航空装备Ⅲ
688776.SH	国光电气	23.3	27.6	44.4	74.1	63.8	94.2	航天装备Ⅲ
603678.SH	火炬电子	21.4	23.2	35.7	48.2	34.6	63.1	航天装备Ⅲ
002023.SZ	海特高新	21.2	1.5	10.7	168.6	-92.0	3,826.0	航空装备Ⅲ
688682.SH	霍莱沃	21.2	23.4	37.1	39.3	36.5	42.5	地面兵装Ⅲ
002985.SZ	北摩高科	19.9	21.9	48.5	49.5	37.0	63.5	航空装备Ⅲ
300775.SZ	三角防务	18.9	21.8	68.0	74.1	41.5	114.9	航空装备Ⅲ
300696.SZ	爱乐达	18.6	21.8	58.0	56.9	45.7	69.1	航空装备Ⅲ
002179.SZ	中航光电	17.9	19.1	28.1	36.2	28.1	44.7	航空装备Ⅲ
600760.SH	中航沈飞	16.1	17.5	25.0	29.3	28.5	30.8	航空装备Ⅲ
002829.SZ	星网宇达	15.2	17.8	39.6	52.2	40.4	65.4	航天装备Ⅲ
002025.SZ	航天电器	15.1	16.8	28.7	33.9	32.0	36.1	航天装备Ⅲ
605123.SH	派克新材	14.8	17.3	35.3	48.1	39.2	58.3	航空装备Ⅲ
600862.SH	中航高科	14.4	17.5	35.5	49.6	37.7	61.5	航空装备Ⅲ
300762.SZ	上海瀚讯	13.2	14.7	33.0	38.3	36.8	40.2	地面兵装Ⅲ
688586.SH	江航装备	13.0	16.0	42.5	43.8	45.3	42.7	航空装备Ⅲ
300474.SZ	景嘉微	12.6	16.7	70.1	58.2	52.1	63.1	航天装备Ⅲ
300922.SZ	天秦装备	12.4	16.4	47.1	52.7	50.3	55.0	地面兵装Ⅲ
688685.SH	迈信林	12.2	13.8	17.4	21.0	31.2	9.2	航空装备Ⅲ
002664.SZ	长鹰信质	12.1	12.8	26.1	15.3	18.7	12.3	航空装备Ⅲ
600562.SH	国睿科技	12.1	13.2	21.7	22.5	22.4	24.5	地面兵装Ⅲ
000547.SZ	航天发展	12.0	13.6	28.0	35.3	30.6	41.0	地面兵装Ⅲ
300034.SZ	钢研高纳	11.9	14.0	30.5	42.6	34.6	52.2	航天装备Ⅲ
300101.SZ	振芯科技	11.5	14.6	38.2	54.2	42.2	72.4	航天装备Ⅲ
600038.SH	中直股份	10.0	11.4	21.2	27.9	27.7	28.9	航空装备Ⅲ
002013.SZ	中航机电	9.7	11.2	20.8	28.6	28.9	29.6	航空装备Ⅲ
688311.SH	盟升电子	8.5	11.4	36.7	40.7	41.9	39.8	地面兵装Ⅲ
300900.SZ	广联航空	8.4	10.5	35.9	30.6	39.4	21.8	航空装备Ⅲ

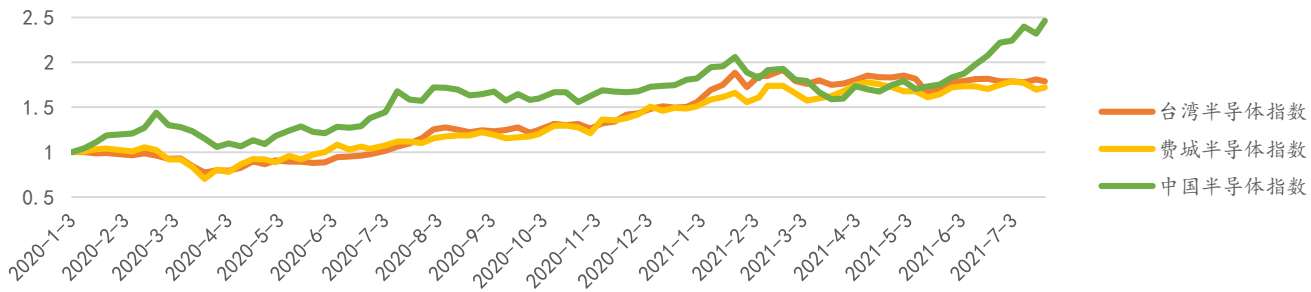
资料来源：WIND，申港证券研究所

2 半导体赛道长期高景气

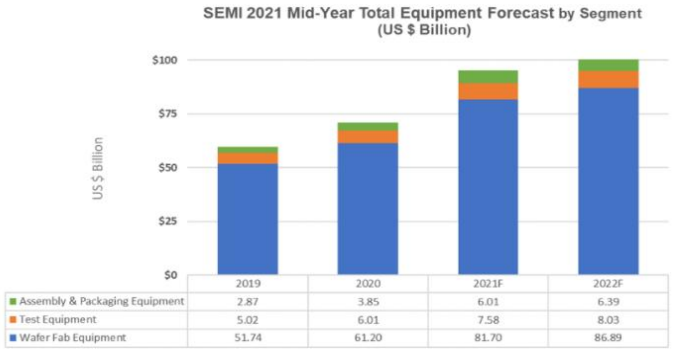
2.1 全球半导体行业电子系统设计和制造设备业保持高增长

- **总体来看，半导体复苏牛再攀高峰，全面景气达到第三个季度。**
- 从2020年初至今，全球主要半导体指数继续延续牛市，中国半导体指数涨幅已经达到146%，台湾半导体指数涨幅为78%，美国费城半导体指数涨幅为72%。从去年7月至今，海外半导体行业涨幅弱于中国半导体行业指数。目前的台湾半导体行业营收高速复苏，将会在2021年Q3-Q4逐渐反馈在财报中，全球半导体行业高景气预期刚刚开始。

疫情以来全球主要半导体指数涨跌幅



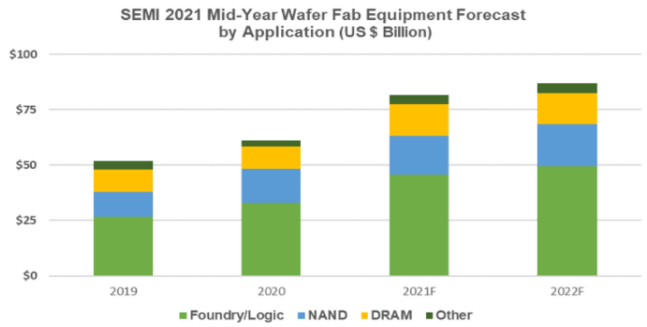
SEMI2021年中期半导体设备预测



台湾半导体行业经营数据概览

指标名称	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-01	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-01	2021-02	2021-03	2021-04	2021-05	2021-06
台股营收:DRAM芯片:当月同比	-35.39	-27.52	-22.77	-20.03	-16.34	-8.81	1.92	1.47	26.32	30.90	23.15	15.18	13.86	2.25	-3.31	35.62	32.01	38.25	39.01	52.89	42.86	48.05	57.37	64.85	76.12
台股营收:IC设计:当月同比	2.29	5.78	2.94	5.87	10.75	11.10	11.49	8.98	26.49	13.48	4.99	8.85	15.50	22.21	28.53	46.04	31.53	45.30	41.13	65.93	55.70	54.35	62.81	74.58	75.17
台股营收:被动元件:电阻:SMD电阻:当月同比	-8.52	-12.05	-4.79	0.31	4.00	11.65	8.62	-11.42	-32.49	-10.15	15.22	2.17	-5.42	8.07	1.93	12.65	11.02	6.94	17.50	55.13	99.76	42.26	30.30	46.54	62.59
台股营收:被动元件:电容:多层陶瓷电容(MLCC):当月同比	-50.29	-56.98	-59.35	-57.67	-44.07	-32.42	-22.29	-30.08	-8.82	4.24	14.24	16.74	32.03	61.05	62.86	67.65	67.93	71.64	79.11	101.82	92.97	73.96	67.00	66.42	61.02
台股营收:PCB原料:铜箔基板(CCL):当月同比	-18.92	-10.52	-16.13	-13.44	-7.64	-3.01	1.58	-9.39	0.12	-1.55	-11.61	-14.79	-0.59	-9.23	-4.85	1.31	0.78	10.18	15.26	32.44	28.90	40.62	56.74	63.25	57.47
台股营收:PCB原料:玻璃纱/布:当月同比	-15.18	-9.47	-18.89	-4.51	-2.79	-6.59	3.20	-31.76	-16.24	-12.67	-14.21	-15.28	-6.94	-6.91	11.56	3.84	5.23	19.52	20.85	64.81	60.18	58.74	65.62	65.65	56.40
台股营收:PCB原料:当月同比	-18.46	-10.70	-16.53	-12.63	-7.35	-3.24	3.01	-11.30	-0.57	-1.98	-11.11	-14.56	-0.99	-8.17	-2.39	2.43	1.70	11.10	15.73	35.62	31.78	41.19	55.45	62.15	55.84
台股营收:DRAM:当月同比	-32.09	-25.22	-23.47	-19.49	-15.93	-5.34	4.63	-4.71	22.12	23.97	15.57	13.21	18.83	5.64	-1.66	34.92	25.87	27.20	31.95	49.17	31.38	38.00	57.90	56.64	55.12
台股营收:PCB原料:铜箔:当月同比	-32.27	-25.27	-20.00	-13.89	1.35	58.49	98.01	39.59	48.86	23.71	33.32	31.87	30.39	12.29	4.54	3.20	-5.89	0.33	0.04	20.23	23.72	29.80	43.84	47.59	51.70
台股营收:被动元件:当月同比	-37.21	-43.59	-45.59	-44.44	-30.57	-18.98	-8.45	-22.10	-5.07	7.35	17.10	14.35	21.86	39.53	38.28	46.10	42.41	45.82	49.85	81.87	71.82	54.21	47.92	50.35	49.29
台股营收:PCB制造:组装:当月同比	20.87	14.06	6.18	3.87	2.49	1.02	1.80	-11.34	-9.83	8.39	3.38	-1.89	-3.78	0.29	10.70	11.62	9.08	24.71	27.68	36.03	56.85	38.12	42.73	52.55	47.72
台股营收:被动元件:电容:铝电解电容:当月同比	-9.54	-4.57	-7.77	-4.02	0.90	10.28	9.71	-14.11	-7.23	5.91	10.55	2.38	8.44	5.09	2.29	10.78	4.83	12.00	14.28	50.38	46.89	30.44	22.22	26.71	35.60
台股营收:PCB制造:IC载板:当月同比	-0.51	-2.38	-4.12	2.20	-2.75	2.00	13.92	-4.30	45.59	35.82	17.83	20.97	27.53	18.09	20.70	16.71	21.74	28.38	20.60	44.97	20.92	23.47	35.17	31.20	30.86
台股营收:被动元件:电阻:晶片电阻:当月同比	-32.82	-42.30	-46.92	-40.11	-35.75	-14.28	12.12	-8.51	-12.77	28.85	29.54	25.93	11.50	13.09	31.46	48.92	18.96	16.05	27.98	94.07	36.81	23.60	11.72	11.32	27.68
台股营收:IC制造:当月同比	8.35	5.90	10.13	4.30	3.77	9.03	14.49	27.79	47.51	42.20	28.51	17.37	35.85	20.49	13.15	24.59	12.53	15.54	15.46	22.14	15.36	15.62	18.04	22.89	25.23

SEMI2021年中期半导体系统设计预测

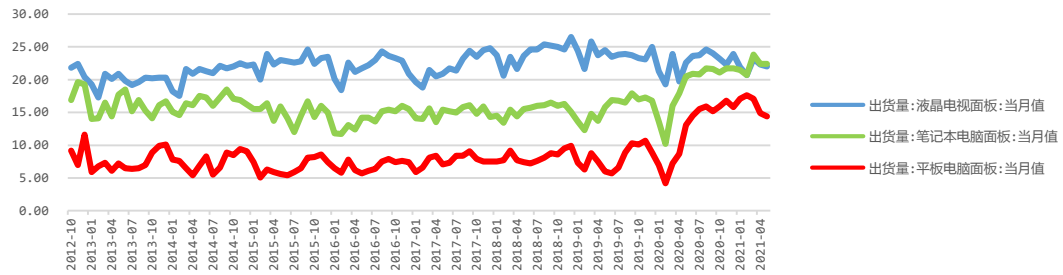


资料来源：WIND，申港证券研究所

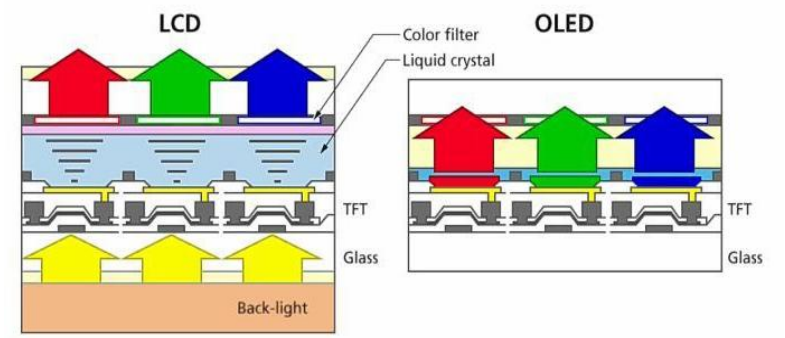
2.2 OLED驱动芯片需求维持高热度

- 新冠疫情爆发初期，受停工的影响液晶面板出货量跌至低谷，随着大众生活方式结构性变化以及移动办公需求的激增，液晶面板的需求以及出货量在2020年2月后迅速攀升，近期受全球芯片短缺的影响，液晶面板出货量也有所受阻。
- **本轮OLED芯片价格上涨主要是由供需不平衡引起的，OLED全球芯片市场中，几乎九成的市场份额由韩国三星占有，剩下约一成为台积电所有，因此在供应关系上，国内处于无法供给自产的格局，主要依赖于韩国进口，因此在第一季度OLED价格上涨浪潮后，第二季度延续上涨趋势。**

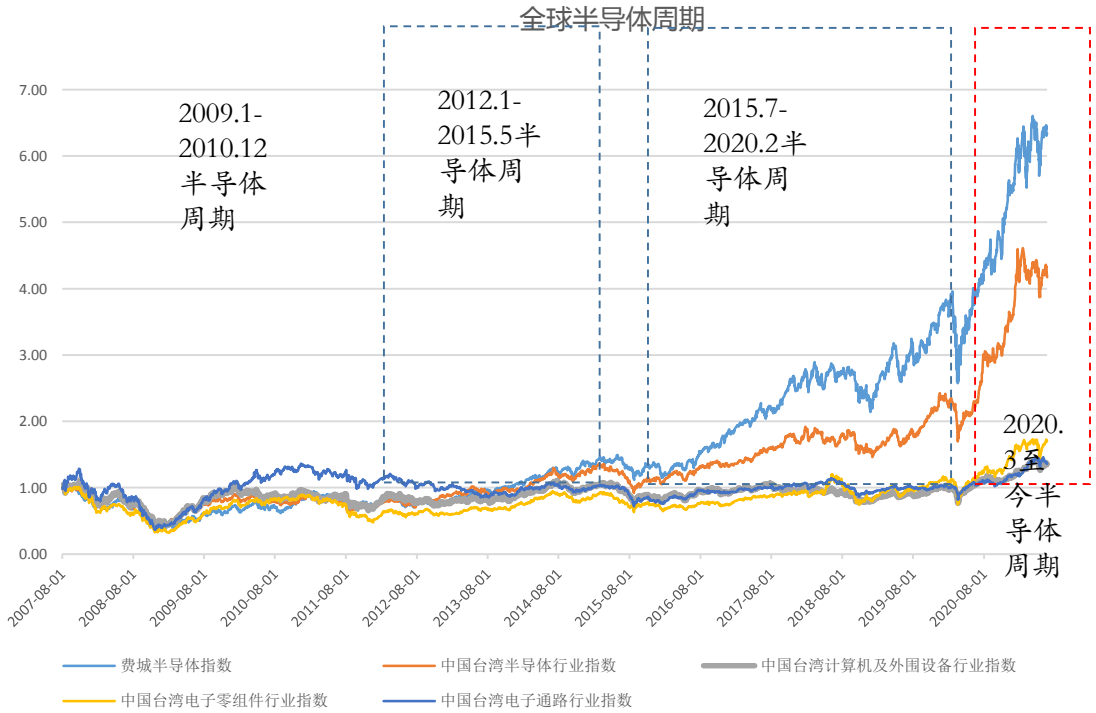
液晶面板应用端产品出货量



LCD和OLED成像原理



全球半导体周期



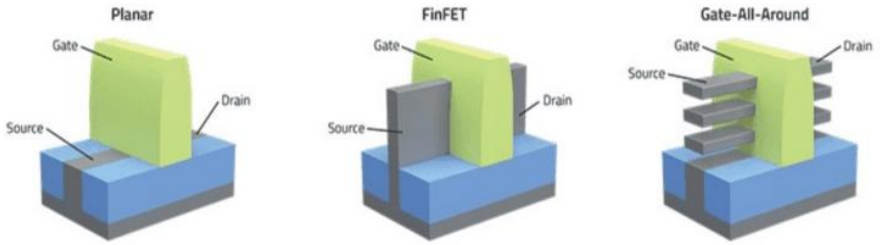
资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3 半导体摩尔定律持续获得技术延续

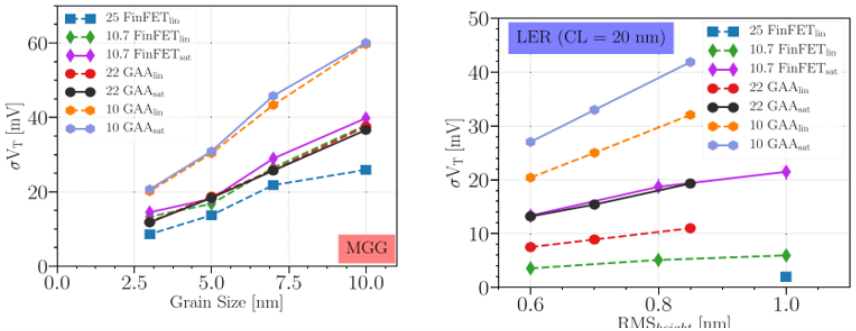
在低纳米工艺下，GAA提供了更高的效率

- 几十年来，IC 行业一直遵循摩尔定律，也就是每 18 至 24 个月将晶体管密度翻倍，以便在芯片上增加更多功能。三星研发GAA 技术对于晶体管的持续微缩提升效能至关重要。**GAA架构得天独厚的架构优势使得技术工艺提升至3nm以下后仍然保持着高稳定性和高效能，这就是延续摩尔定律的关键。**

GAA 架构和过去 FinFET不同



在 MCG 稳定性上 GAA 领先于 FinFET



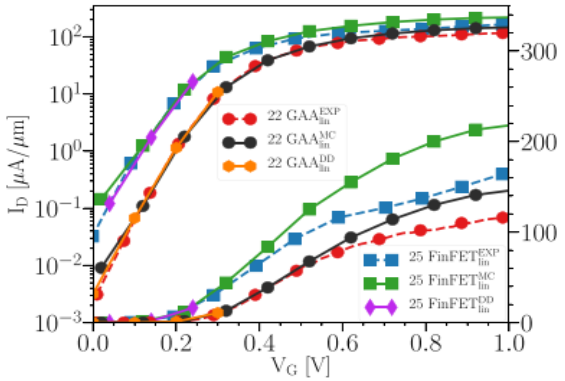


FIGURE 2. Experimental (EXP) I_D-V_G characteristics at a V_D of 0.05 V (lin) for the 25 nm gate length FinFET [19], the 22 nm GAA NW [20], and the related 3D drift-diffusion (DD) and Monte Carlo (MC) simulations. The experimental and MC simulated devices have a channel orientation of ⟨110⟩.

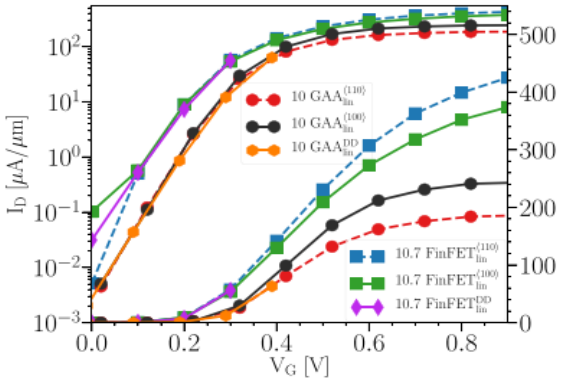


FIGURE 4. Simulated I_D-V_G characteristics for the 10.7 nm gate length FinFET [17] and the 10 nm gate length GAA NW [18] at V_D = 0.05 V (lin) and with channel orientations of ⟨100⟩ and ⟨110⟩.

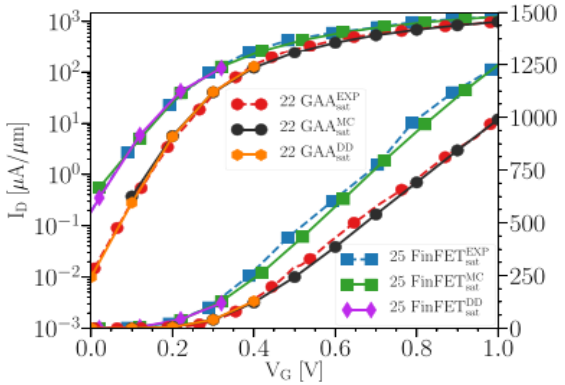


FIGURE 3. Experimental (EXP) I_D-V_G characteristics at a V_D of 1.0 V (sat) for the 25 nm gate length FinFET [19], the 22 nm GAA NW [20], and the related 3D drift-diffusion (DD) and Monte Carlo (MC) simulations. The experimental and MC simulated devices have a channel orientation

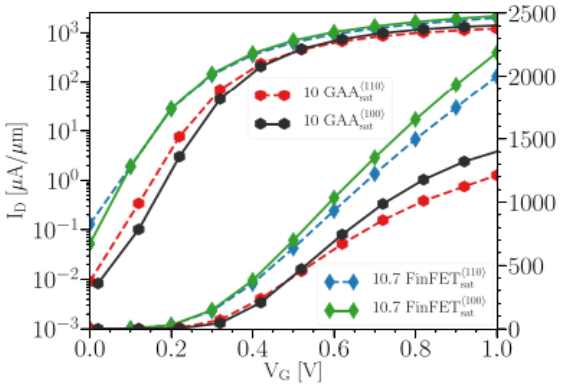


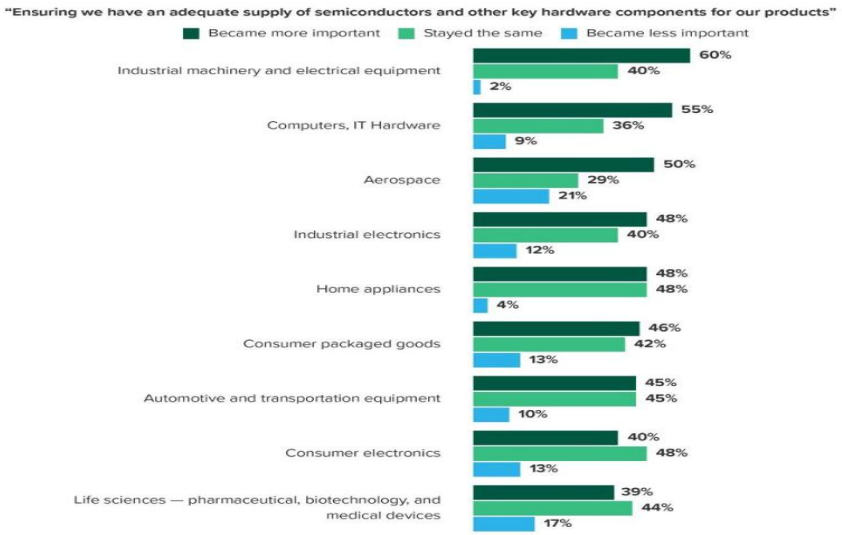
FIGURE 5. Simulated I_D-V_G characteristics for the 10.7 nm gate length FinFET [17] and the 10 nm gate length GAA NW [18] at V_D = 0.7 V (sat) and with channel crystal orientations of ⟨100⟩ and ⟨110⟩.

资料来源：WIND，申港证券研究所

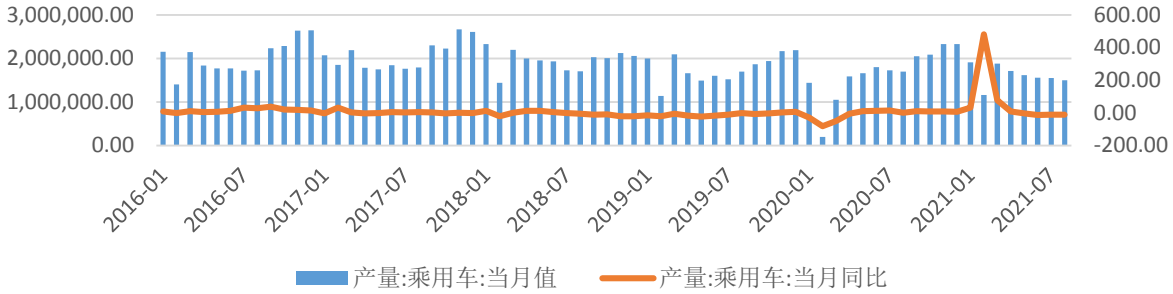
2.4 各类芯片短缺，汽车行业尤为严重

- 首先是支付卡芯片可能短缺，其次LCD驱动器芯片供求也在发生变化，用于显示器、个人电脑、笔记本电脑、汽车、智能手机和几乎所有带有数字液晶面板的产品，向像素提供指令，此外，苹果方面芯片需求更为明显。
- **汽车芯片短缺情况尤为严重，半导体组件缺货的问题在过去几个星期让许多车厂因此停工，而行业调查显示，汽车仍是正重点关注IC供应链的产业之一。有将近三分之二的制造商因为芯片供应中断、导致数字新产品的出货遭遇挫折，生产计划的延迟超过7个月。**

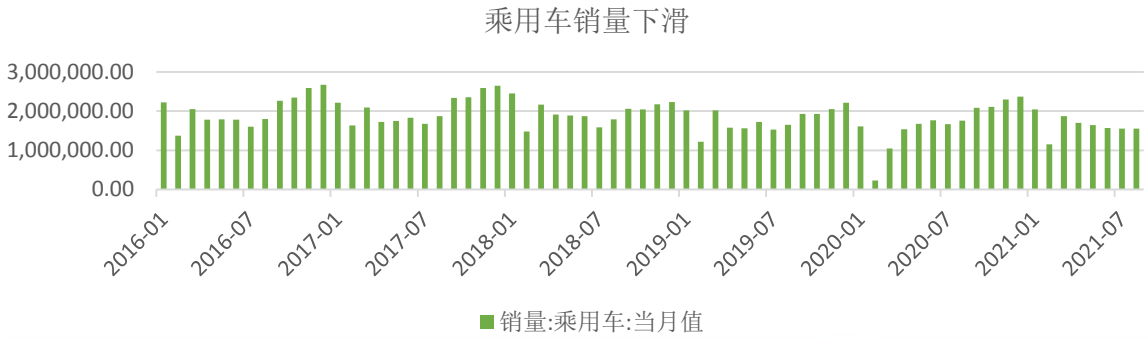
全球芯片紧缺调查表



乘用车产量不足



乘用车销量下滑

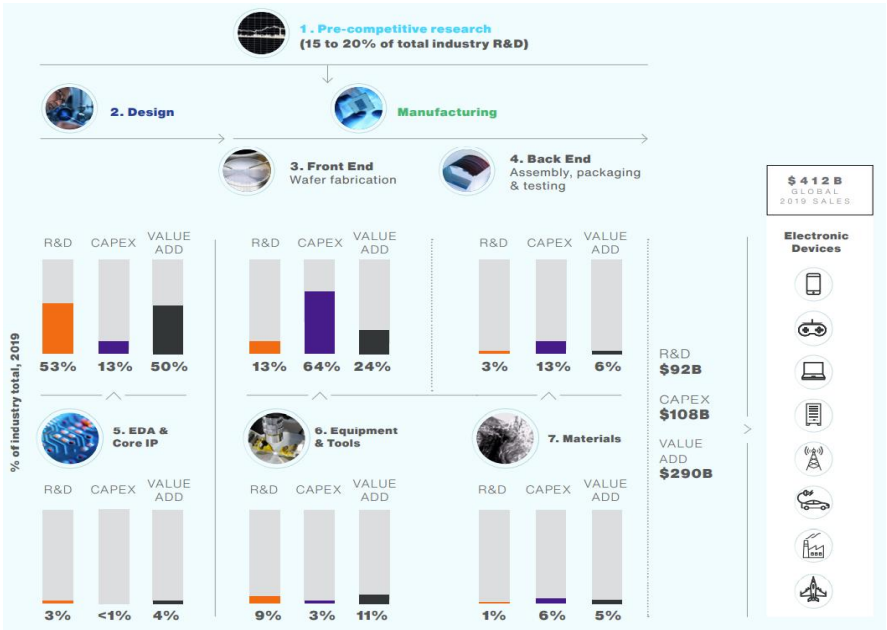


资料来源：WIND，申港证券研究所

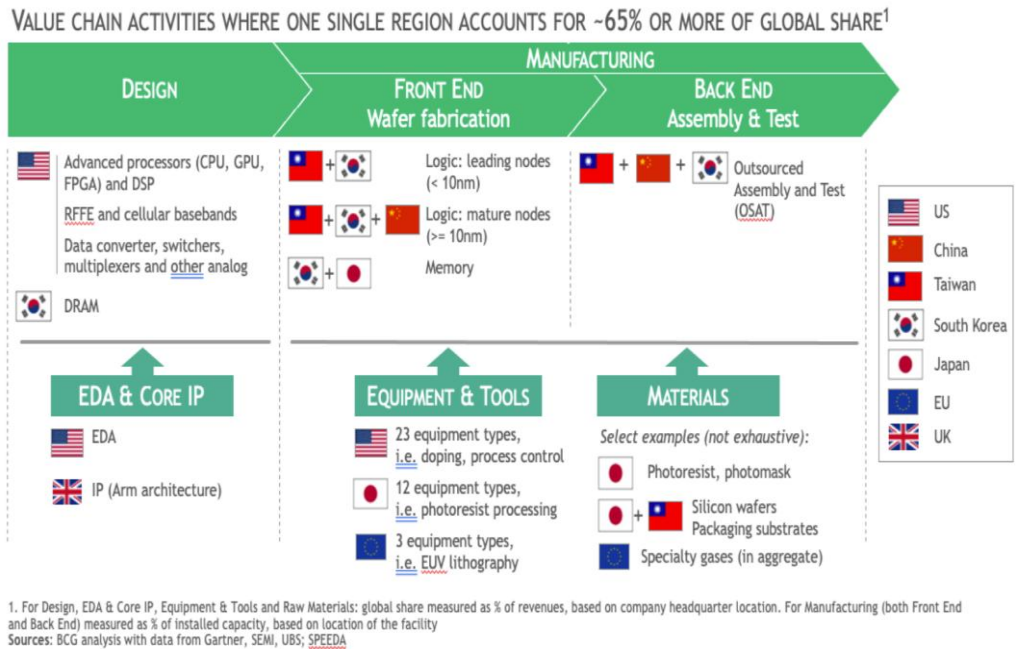
2.5 芯片价格驱动电子设备价格上行，带动海外芯片制造市场

- 部分芯片价格1年飙升400%。从基本材料到芯片包装和测试服务，芯片供应链几乎每个环节的价格都在上涨。随着全球最大代工芯片制造商台积电加入竞争对手的行列，宣布上调代工费，芯片及受其驱动的电子设备价格上涨可能会持续到2022年。
- **韩国坐拥三星电子和SK海力士这两大存储芯片厂商，是全球重要的存储芯片供应地。在存储芯片和逻辑芯片出口额大幅增加的推动下，8月份韩国芯片的出口额增至117.9亿美元，同比增长42.2%。除了芯片，8月份韩国面板的出口额也有明显增加。**

美国半导体产业链各部分研发、资本支出、附加值占比



全球半导体价值链



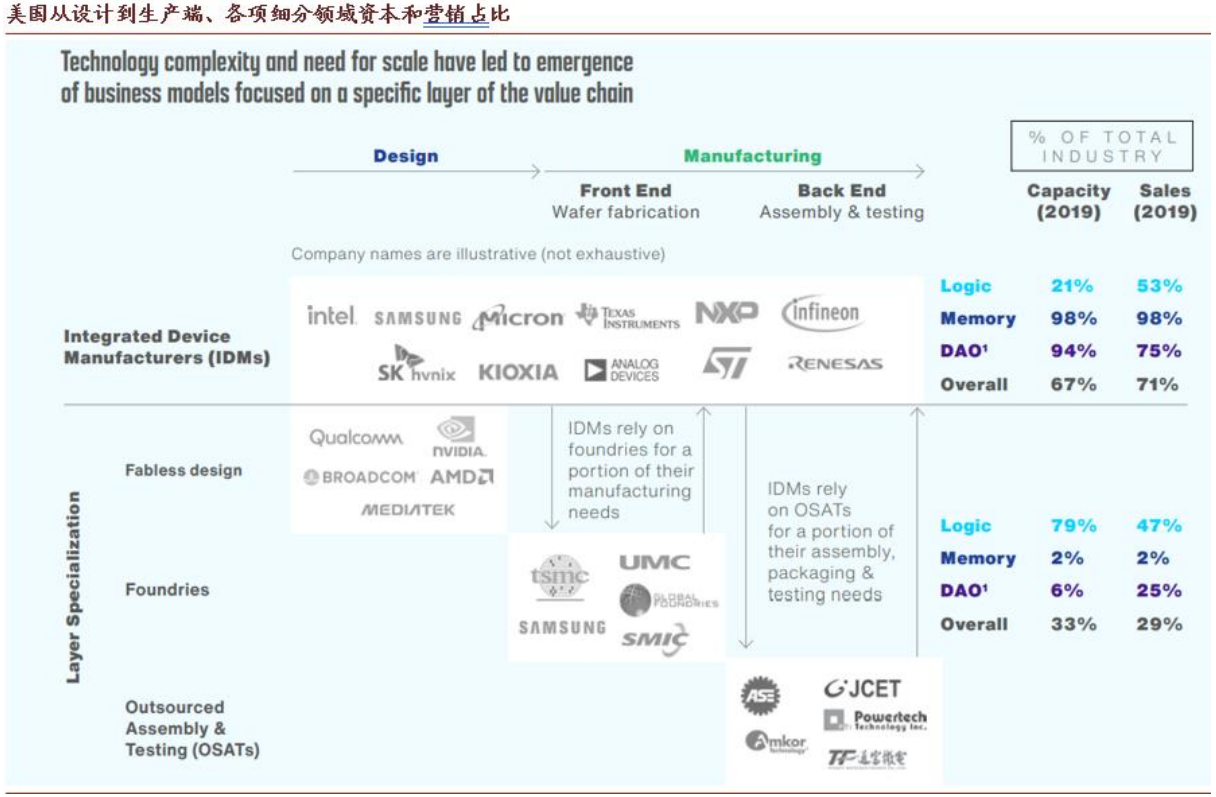
1. For Design, EDA & Core IP, Equipment & Tools and Raw Materials: global share measured as % of revenues, based on company headquarter location. For Manufacturing (both Front End and Back End) measured as % of installed capacity, based on location of the facility
Sources: BCG analysis with data from Gartner, SEMI, UBS; SPEEDA

资料来源：WIND，申港证券研究所

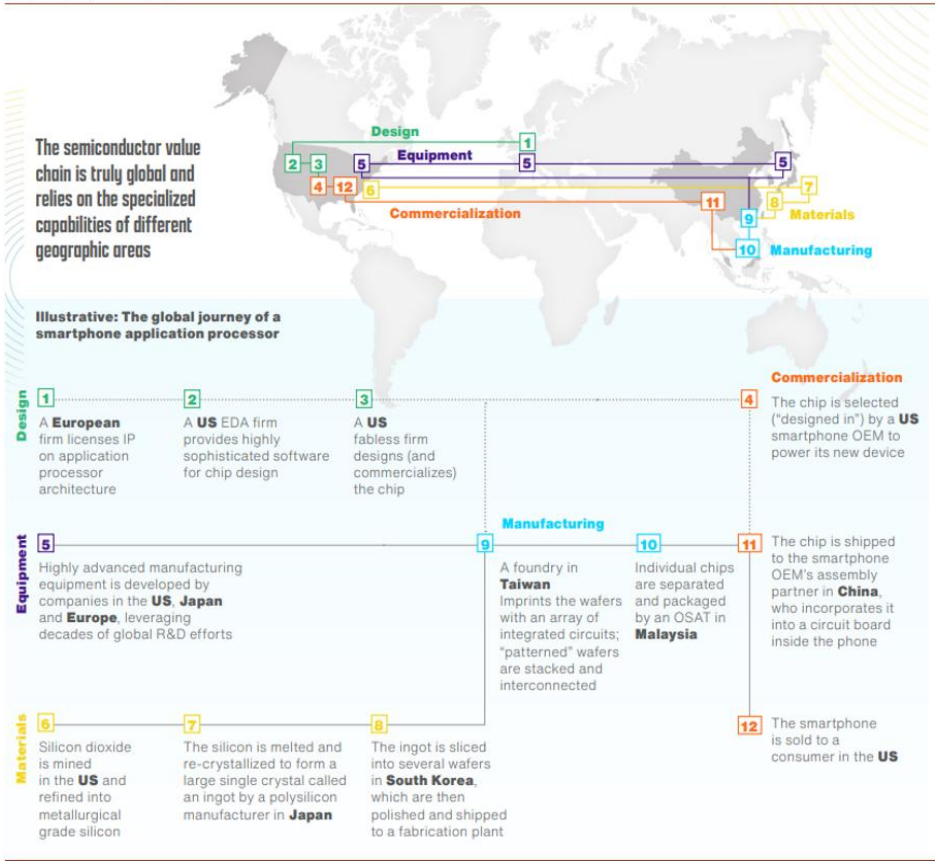
2.6 全球半导体产业链竞争格局被海外掌控

- 半导体供应链也在走向真正的全球化：全球几大地区（美国、韩国、日本、中国大陆及台湾、欧洲）各贡献 8% 以上的半导体行业增加值总额。**目前半导体产业链设计端还牢牢掌握在欧美，生产端集中在中国台湾和东南亚，中国大陆的依然是OEM生产伙伴角色，在设计端未来中国还有很长道路追赶。**

美国从设计到生产端、各项细分领域资本和营销占比



全球半导体产业链角色

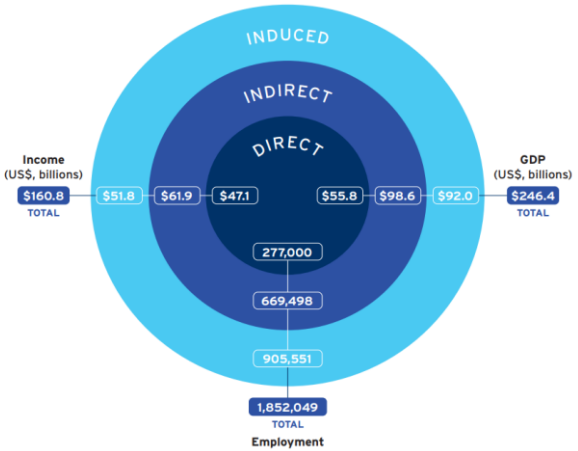


资料来源：WIND，申港证券研究所

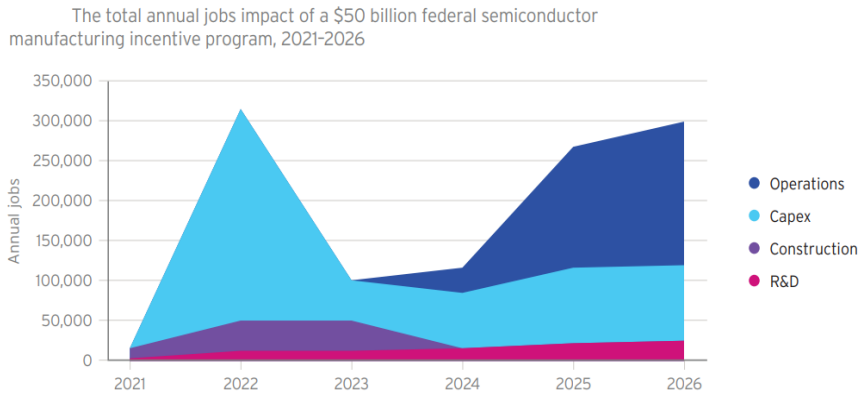
2.7 半导体行业创造巨大经济附加值，美国政府加大半导体投资

- **高速复兴的美国半导体行业创造了巨大经济附加值和工作岗位。**半导体产业已经发展到成为全球经济最重要的部分之一。几乎在所有电子设备中都能找到半导体组成部分。半导体行业在全球销售额超过 4400 亿美元，支持了超过 2600 万美国工人的下游经济部门。

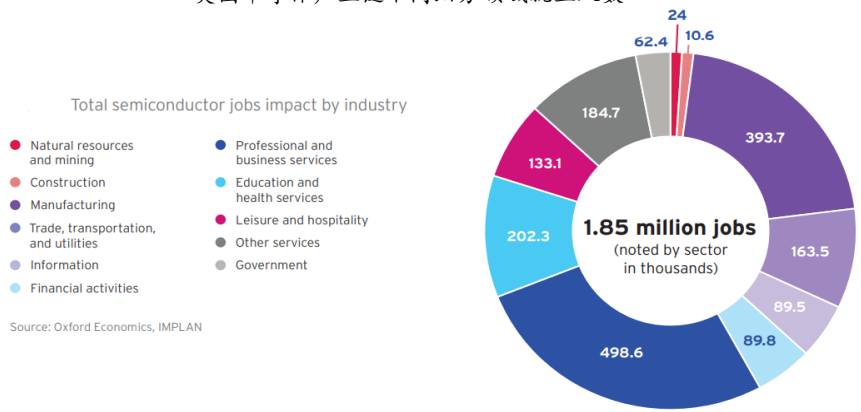
美国半导体行业中收入、GDP、就业大类下的影响

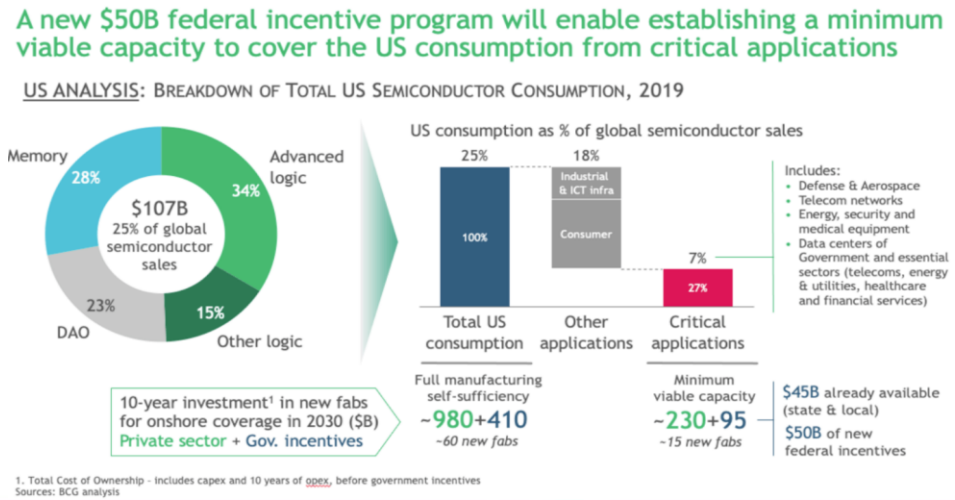


美国在500亿政府资助计划下半导体行业2021-2026的职位扩张



美国半导体产业链不同细分领域就业人数





资料来源：WIND，申港证券研究所

2.8国家大基金二期布局加速 助推我国半导体产业发展

- **大基金二期将围绕半导体产业链，更聚焦设备、材料领域，加大投资。大基金一期的良性退出，有利于大基金二期将资金针对性地投入到半导体产业链中较为薄弱的环节上来，以打造更良好的生态。规模超2000亿的大基金二期将撬动更广泛的社会资金进场，为集成电路行业带来更多资金和资源。**
- 大基金一期、二期鼎力支持了半导体设计、封装、制造（包括IDM公司、存储公司）等环节的龙头公司，并投资了部分半导体设备、材料类项目，初步扶持起一个较为完整的半导体产业链。

我国半导体行业继续突破的方向

突破	挑战
7nm工艺制程突破在望	核心生产设备、材料水平仍落后于发展需求
ASIC芯片设计水平居世界前列	工业软件高度依赖美国
封测业市场占有率稳中有升	人才存在较大缺口

2021年下半年以来国家大基金二期对于半导体产业的投资

8月10日，格科微披露了首次公开发行股票网下初步配售结果及网上中签结果，其战略配售名单上出现了大基金二期。格科微电子（上海）有限公司的战略配售，大基金二期获配695.41万股，获配金额约为1.00亿元。

7月27日南大光电晚间公告，为抓住机遇，加快光刻胶事业发展，公司控股子公司宁波南大光电材料有限公司 拟通过增资扩股方式，引入战略投资者国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司。

7月22日，大基金二期投资了广州慧智微电子有限公司。该公司研发出有基础专利的射频前端可重构技术，在全球率先实现技术突破及规模商用。佰维存储成立于2010年9月，专注于半导体存储器和先进封测制造。

7月14日深科技在投资者互动平台表示，合肥项目预计总投资不超过100亿元人民币，一期项目30.67亿元，由沛顿科技与国家大基金二期、合肥经开投创、中电聚芯共同投资，目前一期项目建设已正式封顶，后续建设将根据项目进展来确定资金来源。

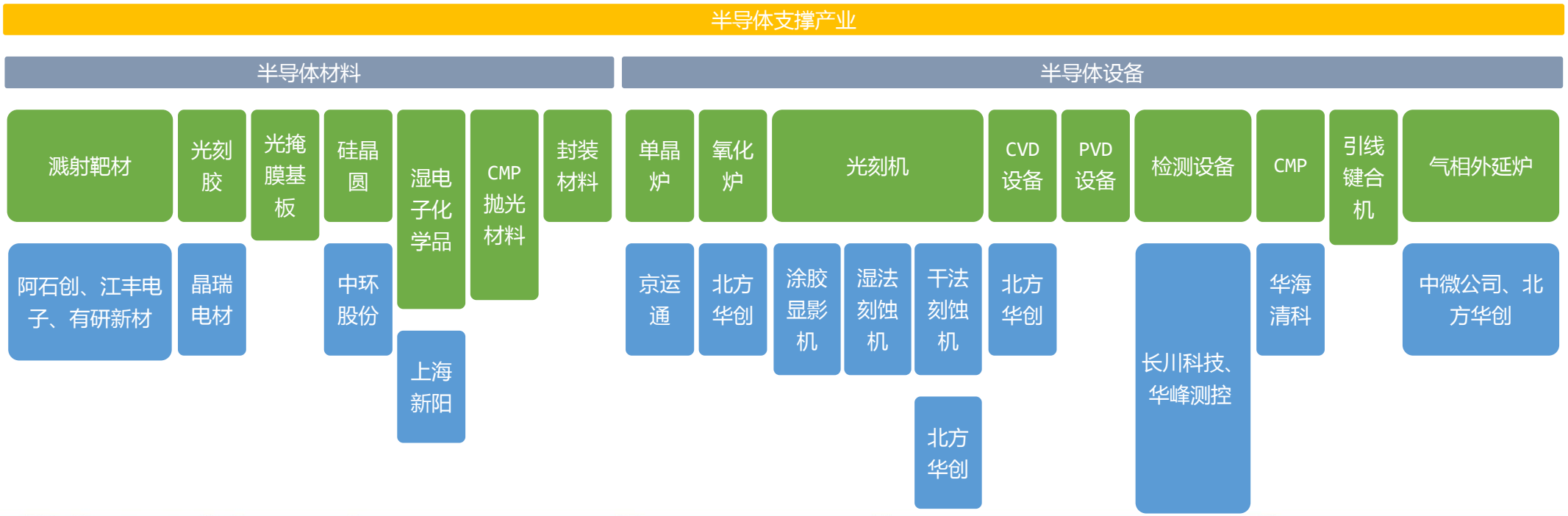
7月2日晚，中微公司（688012）发布公告，公司向大基金二期等20家机构定向增发8023万股股份，募集资金总额为82亿元，价格为102.29元/股。其中，大基金二期获配25亿元，中金公司获配4.06亿元，高毅旗下合计获配4.5亿元。

6月7日华润微（688396.SH）公告称，公司全资子公司华润微电子控股有限公司拟与国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司(“大基金二期”)发起设立润西微电子(重庆)有限公司(暂定名)，注册资本拟为50亿元人民币，由项目公司投资建设12寸功率半导体晶圆生产线项目，项目计划投资75.5亿元人民币。

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.9 半导体产业链迎来国产化替代机遇

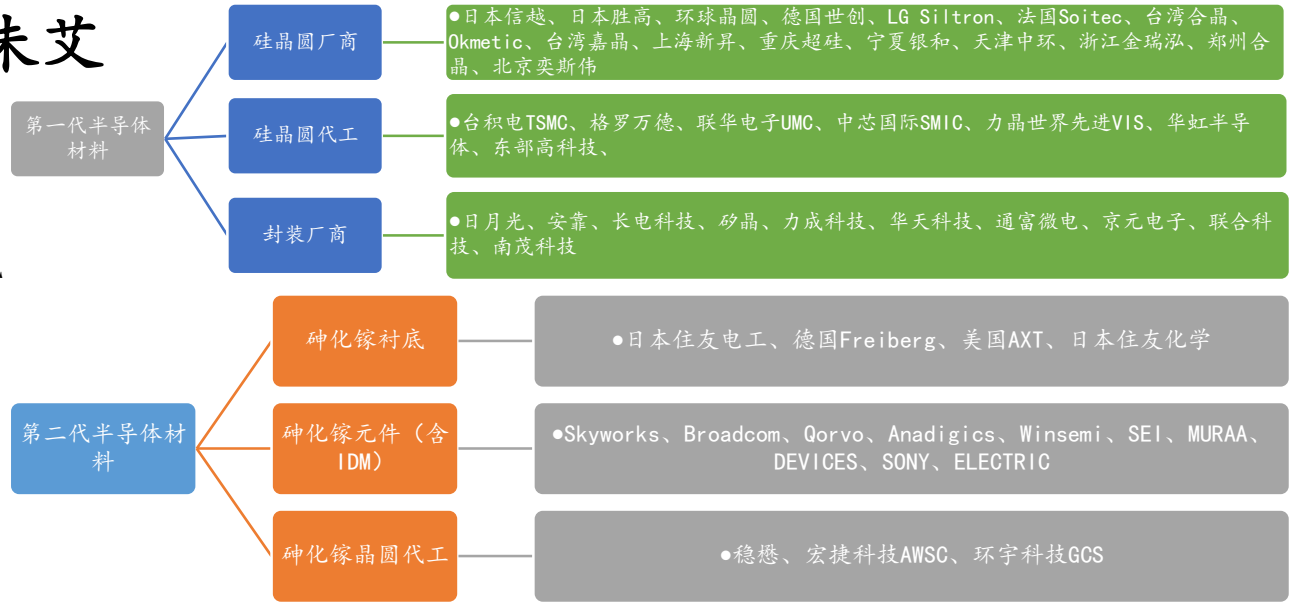
- 全球半导体市场呈现明显的周期性。中国半导体芯片产业在智能汽车、人工智能、物联网、5G通信等高速发展的新兴领域带动下，近年市场增速较快。在全球半导体市场进入增长期且产能进一步向中国大陆转移的背景下，中国半导体市场未来几年增长空间广阔。产业链上游设计是知识密集型行业。中游晶圆制造及加工设备投入大，门槛高，并且镀膜、光刻、刻蚀等关键设备由少数国际巨头把控。下游封装及测试环节我国发展时间较长，行业规模优势明显。**在国家集成电路产业投资基金的带动下，中国大陆半导体芯片产业生产线的投资布局将进一步拓展，半导体芯片相关产品技术将继续加快变革，中国大陆IC芯片和IC封装领域均有望实现突破，半导体芯片产业将迎来新一轮的发展高潮。**



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.10 半导体材料产业链方兴未艾

- 第一代半导体材料主要是指硅（Si）、锗元素（Ge）半导体材料。第二代半导体材料主要是指化合物半导体材料。第三代半导体材料主要以碳化硅（SiC）、氮化镓（GaN）、氧化锌（ZnO）、金刚石、氮化铝（AlN）为代表的宽禁带半导体材料。
- **和第一代、第二代半导体材料相比，第三代半导体材料具有宽的禁带宽度，高的击穿电场、高的热导率、高的电子饱和速率及更高的抗辐射能力，因而更适合于制作高温、高频、抗辐射及大功率器件。**





资料来源：WIND，申港证券研究所

2.11 半导体赛道一致预期30强

- 半导体一致预期三十强，涵盖了2021年度和2022年度一致预期营收和利润增速都排名靠前的细分行业龙头，同时具备着较高具备持续性的净资产收益率，充分体现对于2022年度价值复苏预期中布局超额赛道能力。在全球半导体产业链持续复苏，芯片长期短缺背景下，参与到集成电路行业国产化替代优质企业势在必行。

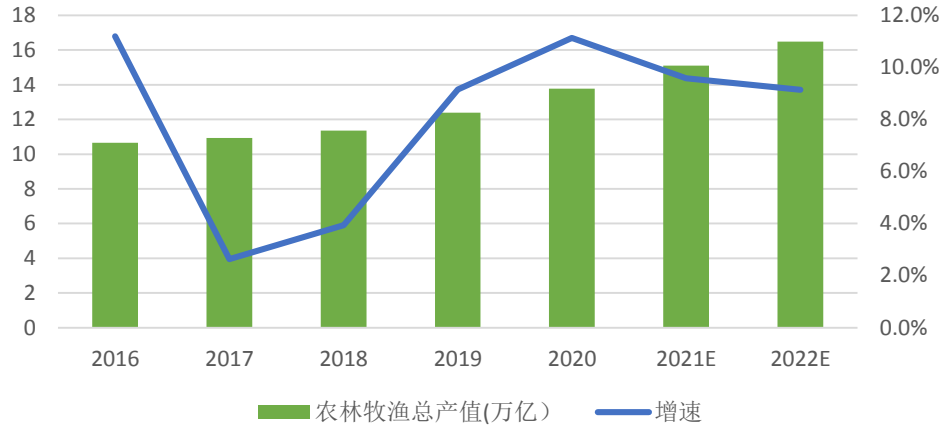
证券代码	证券简称	一致预测ROE(FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %↓	一致预测ROE(FY2) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测营业收入2年复合增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测利润总额2年复合增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测净利润同比(FY2比FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测利润总额同比 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	所属申万行业名称 [行业级别] 三级行业
300671.SZ	富满电子	46.9	39.1	97.4	271.8	36.3	899.2	集成电路
300782.SZ	卓胜微	44.5	39.3	61.5	65.8	36.7	102.4	集成电路
688368.SH	晶丰明源	40.8	36.7	73.3	270.8	22.2	1,026.1	集成电路
688699.SH	明微电子	38.5	30.8	95.9	169.4	13.1	541.5	集成电路
603501.SH	韦尔股份	29.8	28.6	34.3	50.8	30.7	73.9	集成电路
300661.SZ	圣邦股份	26.8	27.5	50.6	59.8	35.4	88.2	集成电路
688766.SH	普冉股份	25.4	22.8	53.8	94.9	45.5	160.7	集成电路
300327.SZ	中颖电子	25.4	28.9	41.6	49.9	38.4	62.3	集成电路
002049.SZ	紫光国微	25.4	27.4	44.6	70.4	44.9	99.1	集成电路
605111.SH	新洁能	24.3	24.0	46.5	83.6	27.3	164.9	分立器件
603290.SH	斯达半导	22.5	24.4	48.5	55.3	39.5	72.8	集成电路
600460.SH	士兰微	22.5	23.3	48.7		29.0	3,113.0	集成电路
688728.SH	格科微	22.3	23.1	39.7	65.4	44.0	89.4	集成电路
603893.SH	瑞芯微	22.3	27.1	54.2	73.2	49.2	101.1	集成电路
688601.SH	力芯微	21.9	23.1	38.0	66.8	43.5	95.2	集成电路
300613.SZ	富瀚微	21.8	24.9	113.1	147.3	47.3	315.4	集成电路
688002.SH	睿创微纳	21.8	24.8	44.8	40.3	47.1	33.5	集成电路
688216.SH	气派科技	19.3	19.0	49.5	43.1	21.4	68.7	集成电路
002119.SZ	康强电子	19.0	21.0	33.8	99.5	39.4	184.2	半导体材料
300458.SZ	全志科技	18.8	21.5	48.0	83.4	36.7	142.9	集成电路
600171.SH	上海贝岭	17.7	16.6	49.6	17.6	10.2	24.1	集成电路
688099.SH	晶晨股份	17.7	21.6	50.5	185.2	51.2	438.5	集成电路
300373.SZ	扬杰科技	16.4	16.8	38.7	48.7	24.5	77.7	分立器件
300623.SZ	捷捷微电	16.2	17.2	46.1	48.2	26.3	73.9	分立器件
003026.SZ	中晶科技	16.1	17.4	38.7	44.0	25.4	65.0	半导体材料
300672.SZ	国科微	16.1	21.7	78.0	148.6	56.5	256.6	集成电路
605358.SH	立昂微	16.0	18.4	47.7	80.1	42.6	128.6	集成电路
688385.SH	复旦微电	15.8	18.0	34.0	97.8	41.9	175.8	集成电路
688396.SH	华润微	15.5	15.1	25.0	57.7	15.4	116.4	集成电路

资料来源：WIND，申港证券研究所

3 农林牧渔板块出现长期持续价值投资机遇

- 农林牧渔业总产值在国内总产值中占有重要地位,其发展对我国国民经济稳定快速发展有着深远的意义。**2011-2020年中国农林牧渔业总产值呈直线增长趋势，至2020年底，中国农林牧渔业总产值13.78万亿元，较2011年增长5.9万亿元。预计疫情后2021-2022复合增速超过10%。**
- 自改革开放至今，我国农业依靠科技创新、机械化进程加速取得了发展上的重大突破。随之而来的便是农业发展对环境的污染、重大食品安全事件等对农业的可持续发展形成了严重阻碍。在推进农林牧渔结合发展过程中存在匮乏农林牧渔之间的结合要素、农林牧渔结合发展的协同性差、农林牧渔结合发展的融合度低等问题。
- **国家将继续加大对“三农”的扶持。在十八大会议报告中特别强调，“解决好农业农村农民问题是全党工作重中之重，牢固树立“重中之重”的战略思想，对于做好新阶段“三农”工作，推进社会主义新农村建设和小康建设，促进经济社会协调发展，构建社会主义和谐社会，具有重大而有深远的意义”。**

农林牧渔产业总产值回顾和增速



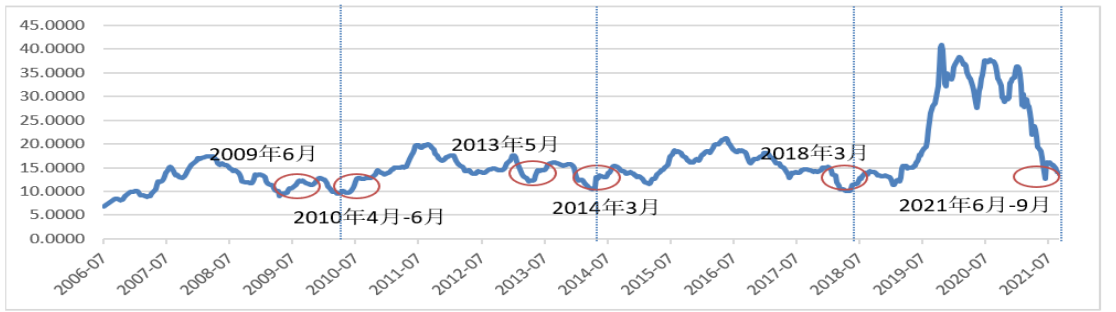
序号	问题	具体分析
1	匮乏农林牧渔之间的结合要素	在推进农林牧渔协同发展的过程中，一方面很多农户的文化水平普遍偏低，未形成整体意识，多将目光局限于单一行业中；另一方面农林牧渔劳动强度偏大，并且对成本的要求相对较高，有的种植户不愿再向饲养业发展。此外，存在一定的资金限制——信贷机构优先为发展具有一定规模、市场前景较好的企业放贷，对前景发展不确定的小微企业审核严格、借贷门槛较高。
2	农林牧渔结合发展的协同性差	难以形成农林牧渔的结合，最主要的还是难以找到利益结合点。信息化发展提高了区域农户的组织化程度，使传统的种植、饲养工作发生了一定的转变，但农民对市场的了解、分析、把控能力有限，还处于被动地位。市场是逐利的，不同角色对农业发展的决策也具有教的差异性。大中企业为了提升自身影响力，会在农副产品品质、食品安全性等层面设立较高标准，小微农户、企业便会因质量不达标被拒之门外。
3	农林牧渔结合发展的融合度低	农林牧渔结合发展仍处于初级阶段，农户理念上的转变尚未完全形成，且其具有一定的技术、经营门槛。只有具备科学理念、先进技术，能够找准产业结合点，才是促进产业结合的黏合剂。其中，种植业利润水平相对偏低，且需应对自然与市场的双重考验，资本的态度一般比较审慎；受限于农户的自身认知，在一定程度上减缓了先进技术推广的速度。此外，在我国很多农村地区，虽然种养工作开展的有声有色，但受困于交通网络的不完善、物流条件欠缺，难以实现与市场的及时对接。

资料来源：WIND，申港证券研究所

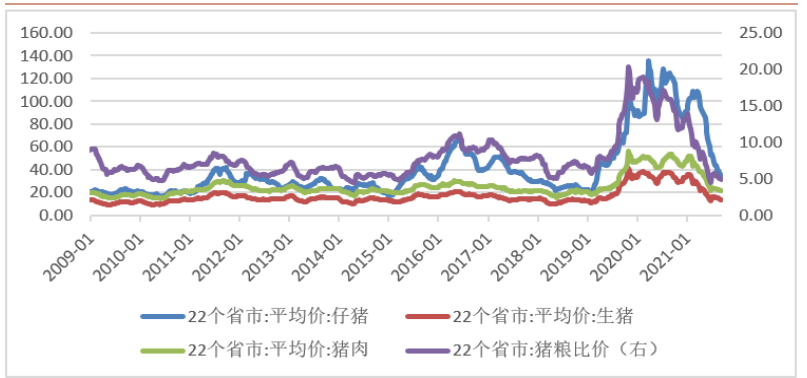
3.1 猪肉收储托市引导猪价合理回归

- 今年年初以来，猪周期持续下行，猪肉价格低迷，相关板块股票价格持续下挫。9月16日，**国家发改委召开9月份例行新闻发布会表示，近日已启动今年以来的第二轮收储工作，持续时间会更长、规模会更大。**国家发改委价格司指出，当前，生猪价格水平整体较低，建议有关屠宰企业、肉类食品加工企业等抓住有利时机，及时补充库存；建议养殖场（户）合理安排生产经营，做好预判决策，将生猪产能保持在合理水平。
- 自2006年以来，我国共经历了4轮先上行后下跌的猪周期。历次猪肉收储都发生在猪周期末尾阶段，在中央收储启动之后，猪肉价格均迎来短期内的上行，并开启新一轮的上行周期。**猪肉价格已处于低位，此次收储或暗示本轮猪周期底部已经得到政策持续托底。**

历次猪肉收储后生猪价格变动情况



猪肉价格走势



收储消息发布当日畜禽养殖、饲料行业指数上涨

			涨跌幅(%)						
简称	最新日期	收盘价	最新	本周	本月	年初至今	一月	近三月	近一年
饲料II(申万)	2021-09-16	5323.84	3.67	0.84	2.94	-27.29	-6.09	-13.95	-36.63
畜禽养殖II(申万)	2021-09-16	3204.42	3.49	-0.9	5.8	-21.25	-2.34	-16.39	-25.99

猪肉价格过度下跌预警与储备收储机制

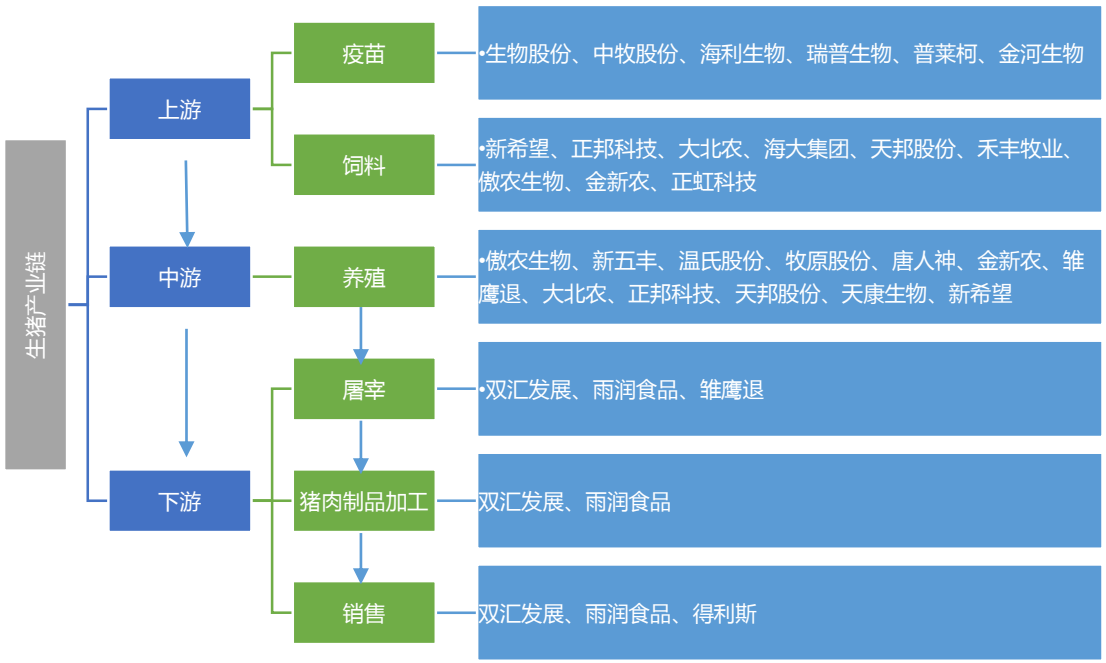
预警级别	触发条件（二者满足其一）		是否启动收储	启动层级	收储规模
	猪粮比	能繁母猪存栏			
三级预警	低于6:1	-	暂不启动	-	-
二级预警	连续三周处于5:1－6:1之间	单月同比降幅达到5% 或 连续三月累计降幅在5%-10%	视情况启动	-	-
一级预警	低于5:1	单月同比降幅达到10% 或 连续三月累计降幅超过10%	启动临时收储	中央和地方全面启动收储	中央临时储备规模由有关部门会商确定

资料来源：国家发展改革委员会，申港证券研究所

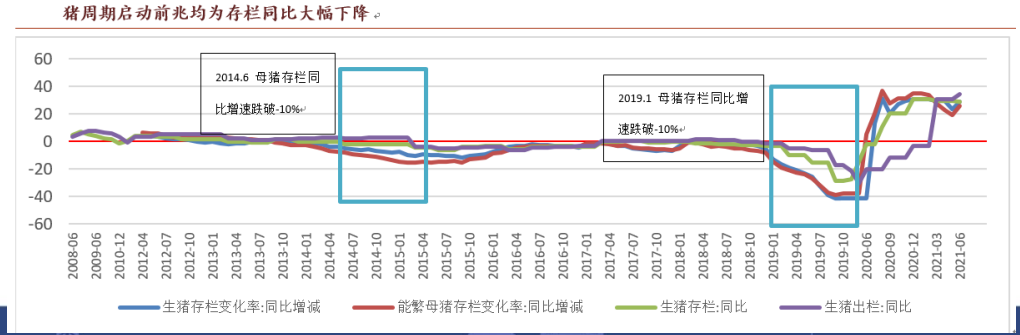
资料来源：WIND，申港证券研究所

3.2下一轮猪周期的完全启动等待能繁母猪存栏同比增速转负

- 生猪价格影响的因素分为长期因素和短期因素。长期因素包括：猪周期、饲料价格、存栏量、消费特点四个因素；短期因素包含季节天气、疾病、物流成本、食品安全四个因素。农业农村部、国家发展改革委等6部门联合印发《关于促进生猪产业持续健康发展的意见》。近期通过农业农村部有关负责人表述，可以看到国家已经高度重视本轮猪周期下行带来的不良影响，严重猪肉下跌给相关产业带来重大损失，政府提及要巩固生猪产能恢复成果，构建稳产保供的长效机制，稳定和延续长效性支持政策，建立生产逆周期调控机制，防止产能大幅波动，实际准备对于猪肉企业进行促进生猪产业持续健康发展，不断提升猪肉供应安全保障能力。目前我国正处于第四轮猪周期的衰退末尾期，**目前生猪存栏和母猪存栏同比增速均处于历史最高区间，同比增速依然超20%，严重的供大于求情况短期难以根本缓解，生猪产业发展意见将有利于通过政策端逐步调节供给，实现本轮猪周期末尾平稳过度。对比过去15年历史，下一轮猪周期的完全启动需要等待能繁母猪存栏同比增速跌如负增速出现。**





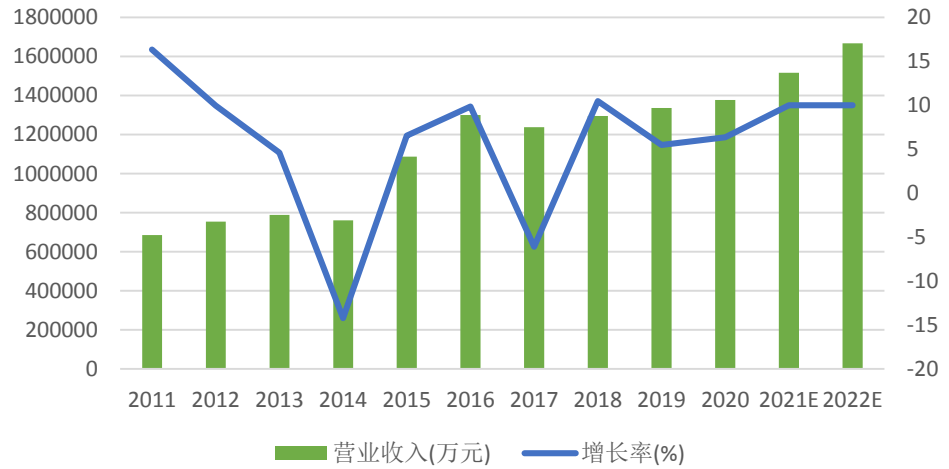


资料来源：WIND，申港证券研究所

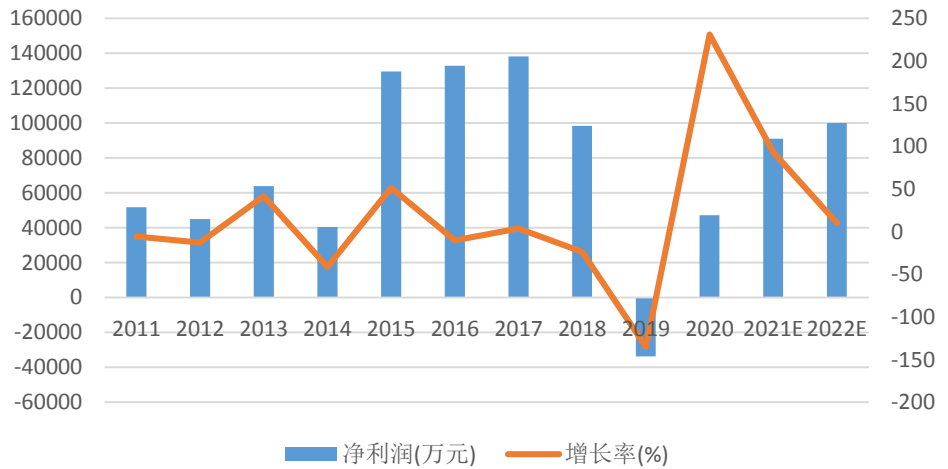
3.3 《种业振兴行动方案》为种业带来新机会

- 中央即将下发《种业振兴行动方案》，这是继1962年出台《关于加强种子工作的决定》后，再次对种业发展作出重要部署，**是我国种业发展史上具有里程碑意义的一件大事**。《行动方案》明确了实现种业科技自立自强、种源自主可控的总目标，提出了种业振兴的指导思想、基本原则、重点任务和保障措施等一揽子安排，为打好种业翻身仗、推动我国由种业大国向种业强国迈进提供了路线图、任务书。
- 近年来种业营业收入增长相对稳健，但净利润波动较大。在当前全球疫情叠加自然灾害频发的背景下，全球农产品产业链受到冲击，农产品价格价格上涨。《全国高标准农田建设规划（2021－2030年）》叠加《种业振兴行动方案》，种业板块政策利好不断。**在我国大力发展种业的政策引导下，种业发展前景向好**。

种业板块营业收入及增长率



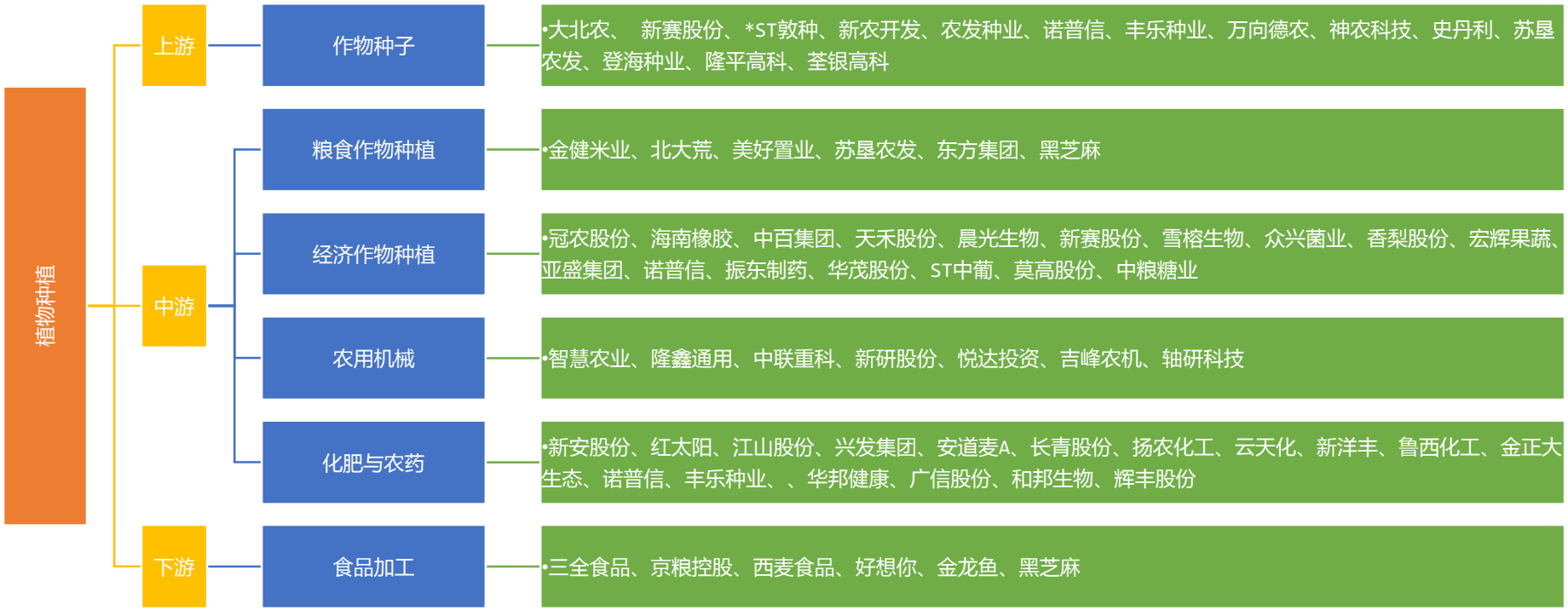
种业板块净利润及增长率



资料来源：WIND，申港证券研究所

3.4 政策扶持驱动植物种植产业链前景向好

- 国务院近日批复实施《全国高标准农田建设规划（2021－2030年）》。**《规划》明确了高标准农田建设的方向和目标任务**，是指导今后一个时期系统开展高标准农田建设的重要依据和指南。《规划》明确，到2025年累计建成10.75亿亩并改造提升1.05亿亩、2030年累计建成12亿亩并改造提升2.8亿亩高标准农田；到2030年，我国高标准农田能稳定保障1.2万亿斤以上粮食产能，到2035年，全国高标准农田保有量和质量进一步提高。建设高标准农田的目标任务**激发植物种植全产业链研发动力，为植物种植板块带来投资机会**。



资料来源：WIND，申港证券研究所

3.5 农林牧渔一致预期30强

- 农林牧渔一致预期三十强，涵盖了2021年度和2022年度一致预期营收和利润增速都排名靠前的细分行业龙头，同时具备着较高具备持续性的净资产收益率，充分体现对于2022年度价值复苏预期中布局超额赛道能力。

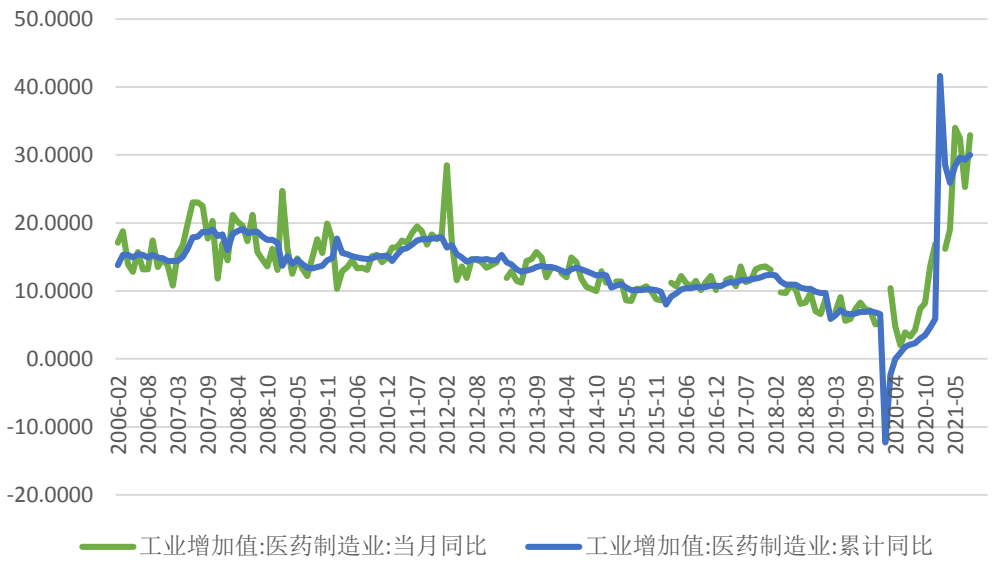
证券代码	证券简称	一致预测ROE(FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测ROE(FY2) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测营业收入2年复合增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测利润总额2年复合增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测净利润同比(FY2比FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测利润总额同比 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	所属申万行业名称 [行业级别] 三级行业
002124.SZ	天邦股份	27.8	23.5	83.7	7.8	15.1	4.2	饲料Ⅲ
000048.SZ	京基智农	25.7	50.7	96.8	114.9	300.5	15.5	饲料Ⅲ
600298.SH	安琪酵母	21.8	21.3	14.6	14.0	15.3	12.9	其他农产品加工
002234.SZ	民和股份	20.9	21.1	26.4	245.4	18.6	905.9	畜禽养殖Ⅲ
300087.SZ	荃银高科	20.2	21.5	26.7	36.2	32.5	39.9	种子生产
002311.SZ	海大集团	19.1	19.7	26.4	23.0	22.7	22.6	饲料Ⅲ
688526.SH	科前生物	18.9	20.2	34.7	33.2	27.3	39.0	动物保健Ⅲ
300119.SZ	瑞普生物	18.1	19.2	24.9	28.2	23.5	33.9	动物保健Ⅲ
600873.SH	梅花生物	17.3	17.8	15.7	41.3	12.5	76.3	其他农产品加工
603363.SH	傲农生物	16.6	16.7	50.4	15.6	10.2	9.3	饲料Ⅲ
603566.SH	普莱柯	16.1	17.7	27.7	29.1	26.3	32.6	动物保健Ⅲ
600251.SH	冠农股份	15.9	14.0	27.8	24.4	1.4	52.5	果蔬加工
300871.SZ	回盛生物	15.1	19.1	65.1	59.0	56.9	60.8	动物保健Ⅲ
600598.SH	北大荒	15.0	15.6	6.1	8.0	8.9	7.1	粮食种植
839729.NQ	永顺生物	15.0	17.0	26.8	40.1	34.2	46.8	动物保健Ⅲ
300967.SZ	晓鸣股份	14.5	17.0	24.4	76.1	34.8	130.8	畜禽养殖Ⅲ
002688.SZ	金河生物	14.1	17.2	18.0	73.5	37.9	120.9	动物保健Ⅲ
300138.SZ	晨光生物	12.9	14.1	15.4	25.2	25.5	25.6	其他农产品加工
603739.SH	蔚蓝生物	12.8	13.4	16.8	23.7	16.1	32.7	动物保健Ⅲ
601952.SH	苏垦农发	12.5	13.2	9.9	19.9	14.9	25.6	粮食种植
300511.SZ	雪榕生物	12.1	12.3	15.6	17.5	15.6	20.1	粮食种植
300829.SZ	金丹科技	11.4	18.2	39.5	68.3	107.1	43.9	其他农产品加工
600201.SH	生物股份	11.2	14.4	31.7	47.4	45.8	50.5	动物保健Ⅲ
600195.SH	中牧股份	10.8	12.0	14.4	27.6	22.2	35.5	动物保健Ⅲ
000930.SZ	中粮科技	10.3	12.9	20.4	55.7	41.5	69.6	其他农产品加工
002458.SZ	益生股份	10.1	9.4	20.4	86.9	1.5	241.8	畜禽养殖Ⅲ
600737.SH	中粮糖业	9.7	11.3	9.3	51.5	27.6	77.8	其他农产品加工
002286.SZ	保龄宝	9.7	12.4	21.1	120.3	44.2	237.9	其他农产品加工
605016.SH	百龙创园	9.2	11.8	21.1	29.5	45.5	15.3	其他农产品加工
300673.SZ	佩蒂股份	9.1	11.3	24.8	36.9	35.0	38.8	饲料Ⅲ

资料来源：WIND，申港证券研究所

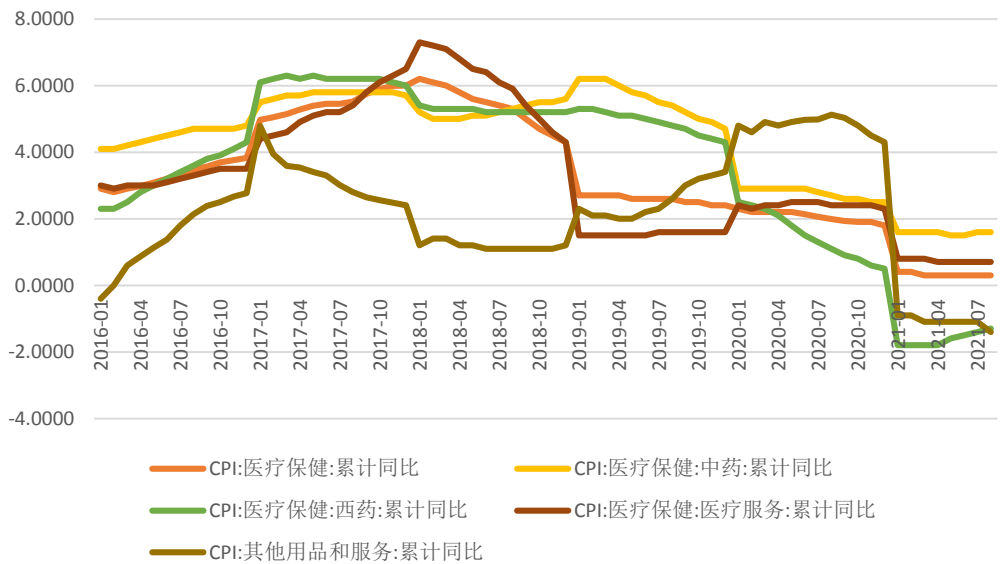
4 医药生物行业出现左侧价值投资布局区域

- 7月医药制造营收同比增长22.23%。国家统计局数据显示，2021年1-7月，医药制造业累计实现营业收入16436.10亿元，同比增长27.40%；累计实现利润总额3585.80亿元，同比增长91.90%。单看7月，医药制造业实现营业收入2389.20亿元，同比增长22.23%，环比下降17.17%；实现利润总额585.40亿元，同比增长117.78%，环比下降22.53%。 **虽然从医疗保健CPI来看，集采对于今年医药产品和服务价格压制显著，医疗保健其他用品服务、西药CPI跌至负增速，但是医药生物行业长远发展来看，持续产业扩张已经形成趋势。**

医疗制造行业增加值增速



医疗制造行业细分行业CPI累计同比增速



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.1 我国医疗健康支出规模庞大且稳步增长前景向好

全球角度，美国、德国、日本的医疗需求增长、全民覆盖都需要相应政策的支持，以促进全民医疗覆盖和产业的发展。例如美国突出健康管理、日本突出养老产业、德国、英国的保障产业在各自的健康产业体系中特色鲜明。

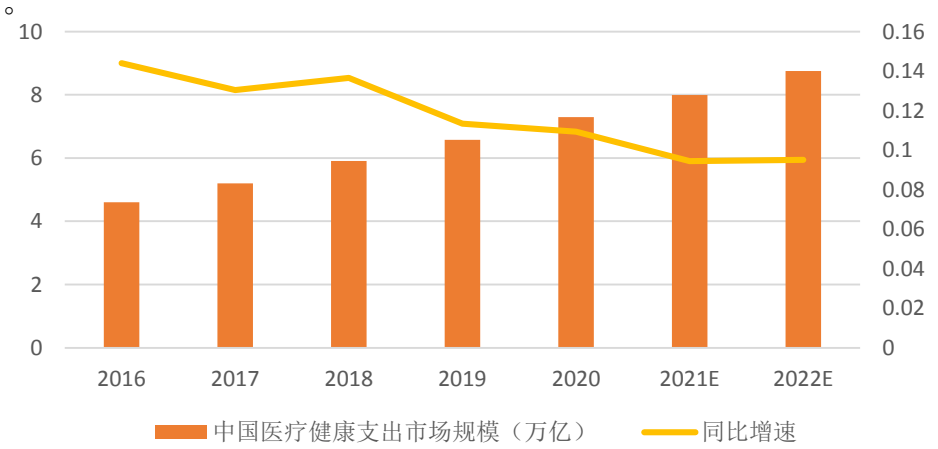
党的十八大曾明确提出了2020年全面建成小康社会的目标，健康是促进人民群众全面发展的必然条件，并坚持为人民健康服务的方向，坚持预防疾病为主，完善国民健康的政策。

我国医疗健康支出规模庞大且一直稳步增长，中国医疗健康支出规模从2016年的46345亿元增长至2020年73253亿元，其复合年增长率为12.13%，预计2021年中国医疗健康支出规模将进一步达到79992亿元。

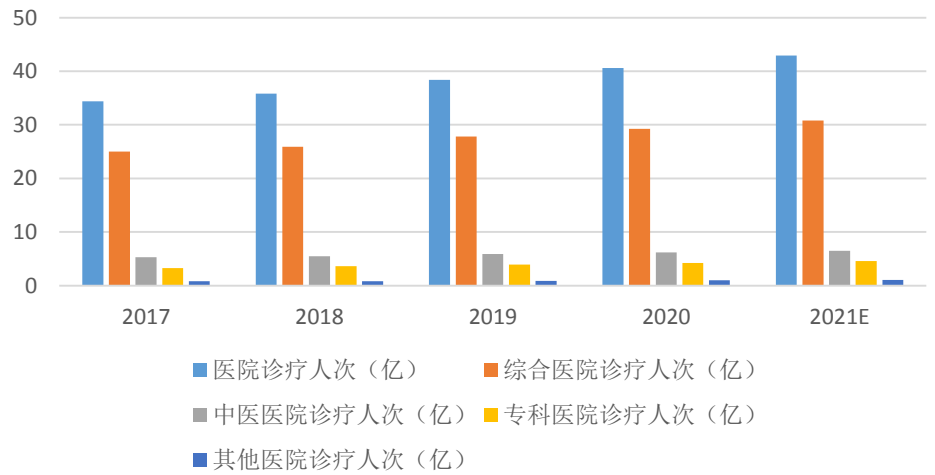
近些年受益于国家鼓励社会办医的政策支持，以及中国人口基数高、消费能力以及健康意识不断增强等原因，消费型专科医疗服务迎来蓬勃的发展，逐步成为中国医疗服务资源中非常重要的一部分。

我国的专科医院数量从2015年的6,023家提升至2019年8,531家，年均复合增长率达9.09%；而专科医院的诊疗人次也从2015年的2.77亿人次增长到2019年的3.86亿人次，年均复合增长率为8.65%。

医疗健康行业市场规模预测



医院诊断人次不断增加

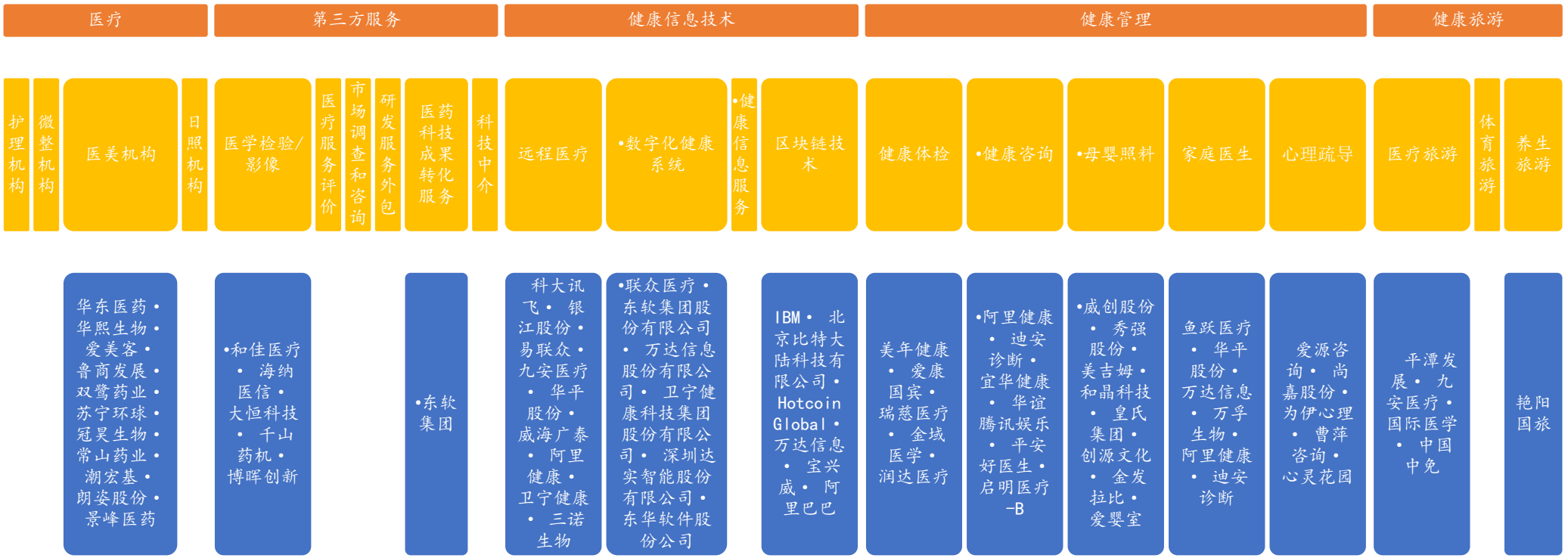


资料来源：WIND，申港证券研究所

4.2 我国大健康产业链覆盖范围广泛

健康产业一直是全球增幅较大的产业之一。从发展来讲，**发达国家在这方面的重视程度、投入和发展水平远远领先于我国，产业比重超过15%;而在中国，健康产业仅占国民生产总值的4%～5%，还有较大的增长空间**，前期虽然落后却可以根据发达国家发展健康产业的经验来发展我国的健康产业，我国的大健康产业会是一个后劲十足的极具发展潜力的产业。

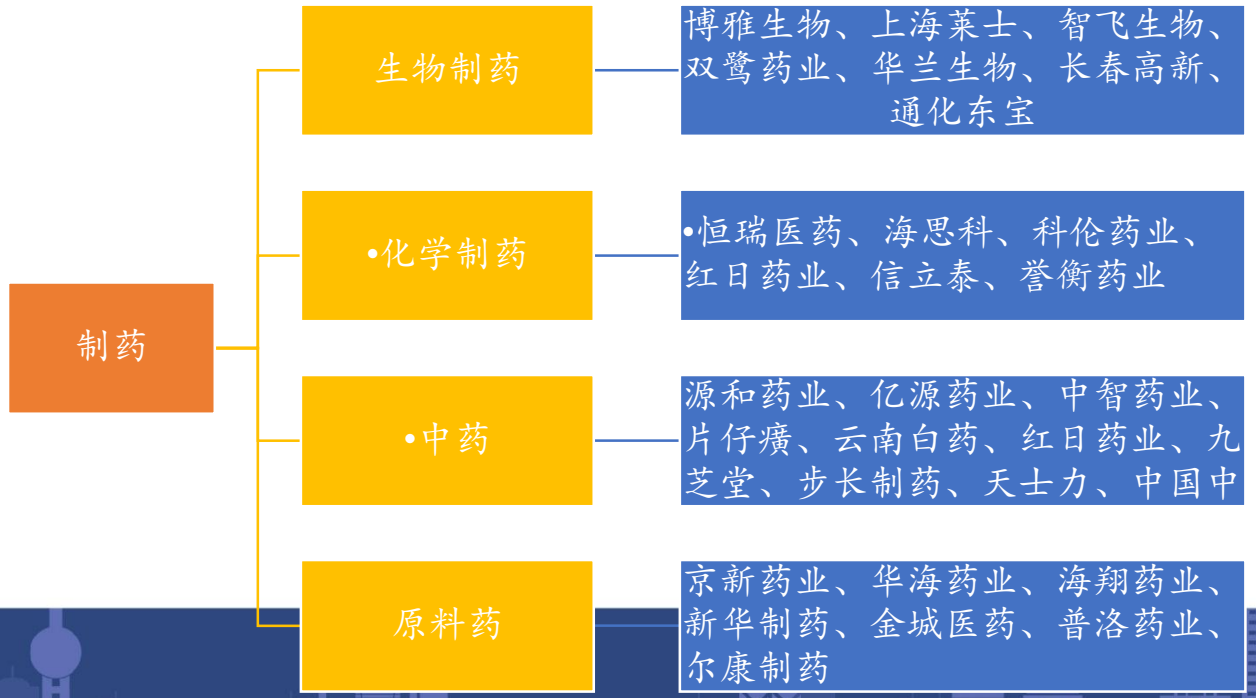
大健康产业发展呈现四个方面的趋势产品升级、服务升级、主体升级和市场升级。产品升级主要表现在健康产品的技术创新和健康产品的生态有机发展;服务升级主要表现在大数据健康服务向大商业健康服务模式的转变;主体升级表现在企业跨界、医院改制、中小企业创业、外商加速布局、基金投资等多领域;市场升级表现在全球化市场到全龄化市场的转变。



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.3 制药领域将出现更多掌握核心创新药的高成长小巨人

改革开放四十年来，中国医疗健康产业持续发展。**药品、医保两方面近年来改革成效显著。药监政策改革，如加强临床试验数据核查、优先审评、有条件审评、接受境外临床数据、上市许可持有人制度等不仅解决了审评审批积压的问题，更使中国创新药研发项目和上市药品数量迅速增长。**
在医保方面，通过针对仿制药和高值耗材的国家组织带量采购，以及主要针对创新药的医保药品目录谈判，使医保从总量控制转向结构调整，在尽量不增加支出的前提下实现提质增效。
从2013年-2019年，全球每年上市的创新药数量基本稳定在50-60左右。2019年全球共上市了56个新药，恶性肿瘤治疗领域获批数量最多，有13个，而感染性疾病治疗领域仅有3款新药。新冠疫情的全球大流行改变了这一趋势，重新引起业界对于感染类药物研发的重视。
从2013年-2018年，大型跨国药企(MNC)主导的获批新药占比稳步下降，中小型公司通过更加聚焦、更加灵活，能够更快的推进研发，而且全球范围内鼓励罕见病用药开发的制度，能够提高中小型企业研发的成功率和上市速度。**2019年，大型MNC主导的获批新药的占比出现了显著提升，因为MNC通过交易获得中小型企业的研发资产，在其基础上继续研发并推到上市速度大大加快，未来制药领域将出现更多掌握核心创新药的高成长小巨人。**

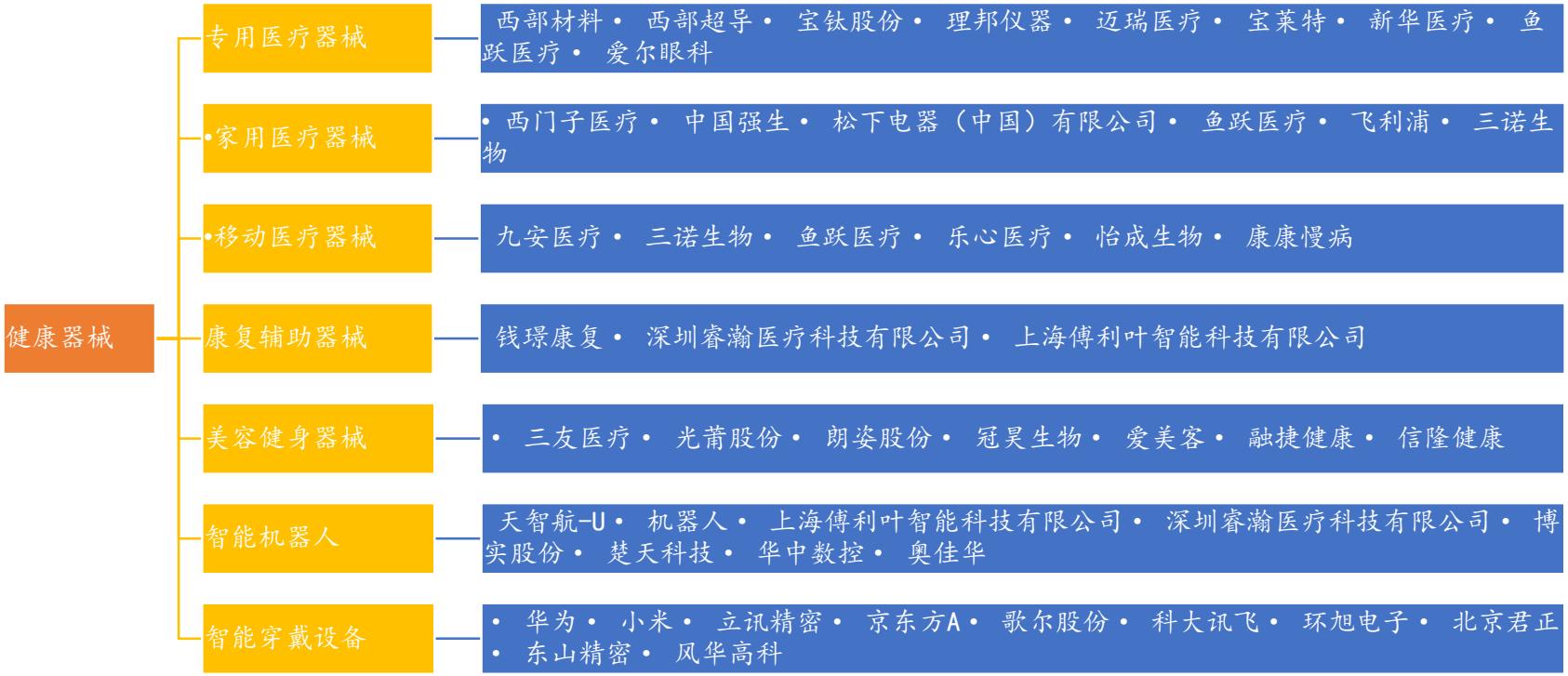


资料来源：WIND，申港证券研究所

4.4 医疗器械领域在政策下加速优化、重构，市场集中度逐步提高

2020年，中国医疗器械领域重磅政策持续出台，包括持续推进医疗器械产品“进口替代”，强化行业监管和国际接轨、推进医疗器械注册人制度在全国的推广、真实世界数据用于医疗器械临床评价、高值耗材的带量采购、加快产品审评审批等。2020年医疗器械注册人制度试点在北京、上海、广东等22个省（区、市）扎实推进。截至2020年9月11日，552个产品按照医疗器械注册人制度试点获批上市，较2019年底增长493%。

2020年高值耗材带量采购拉开帷幕，安徽和江苏率先试水高值耗材带量采购，两省份入围带量采购耗材价格最高降幅达95%，平均降幅15%-74%不等。带量采购倒逼生产企业加大研发投入，提升自主创新能力，同时加速行业流通市场变革，供应链环节不断压缩，龙头企业通过收购兼并重组等方式不断优化、重构，市场集中度将逐步提高。



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.5 医药生物赛道一致预期30强

- 医药生物一致预期三十强，涵盖了2021年度和2022年度一致预期营收和利润增速都排名靠前的细分行业龙头，同时具备着较高具备持续性的净资产收益率，充分体现对于2022年度价值复苏预期中布局超额赛道能力。目前医药生物行业已经估值回调至近10年中位数以下，行业逐渐筑底，在2022年度价值行情中有望重新获得估值重构。

证券代码	证券简称	一致预测ROE(FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测ROE(FY2) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测营业收入2年复合增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测利润总额2年复合增长率 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测净利润同比(FY2比FY1) [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	一致预测利润总额同比 [交易日期] 最新收盘日 [单位] %	所属申万行业名称 [行业级别] 三级行业
688319.SH	欧林生物	18.1	27.9	72.8	192.6	125.6	273.3	生物制品Ⅲ
688185.SH	康希诺-U	36.4	39.9	2,320.2		86.1	1,078.8	生物制品Ⅲ
300601.SZ	康泰生物	15.5	20.8	71.0	85.8	67.7	105.9	生物制品Ⅲ
688202.SH	美迪西	20.2	26.6	68.1	81.8	65.8	99.7	医疗服务Ⅲ
688690.SH	纳微科技	19.3	23.7	61.8	68.9	59.6	78.5	化学原料药
300562.SZ	乐心医疗	14.9	19.7	47.0	81.5	58.8	108.6	医疗器械Ⅲ
300573.SZ	兴齐眼药	22.8	26.9	42.6	81.4	51.4	113.4	化学制剂
688166.SH	博瑞医药	15.2	19.0	43.4	50.1	51.4	48.2	化学制剂
300896.SZ	爱美客	16.5	20.8	70.2	71.6	50.8	95.3	医疗器械Ⅲ
688575.SH	亚辉龙	26.4	27.0	35.9	56.2	48.2	66.5	医疗器械Ⅲ
688617.SH	惠泰医疗	21.0	23.0	55.6	67.9	47.7	92.5	医疗器械Ⅲ
300705.SZ	九典制药	20.5	23.5	56.5	91.7	45.8	152.6	化学制剂
688131.SH	皓元医药	21.9	22.7	44.2	51.4	44.9	57.8	化学原料药
603520.SH	司太立	19.3	22.3	45.8	59.6	44.7	76.0	化学原料药
688315.SH	诺禾致源	13.7	15.7	40.9	194.0	42.3	513.4	医疗服务Ⅲ
300841.SZ	康华生物	24.0	25.6	41.9	45.9	41.7	50.1	生物制品Ⅲ
603392.SH	万泰生物	33.6	32.3	51.8	64.9	40.9	93.5	医疗器械Ⅲ
000403.SZ	派林生物	15.0	16.5	53.3	86.9	39.8	149.0	生物制品Ⅲ
688389.SH	普门科技	15.4	18.2	36.4	40.1	39.6	40.3	医疗器械Ⅲ
688356.SH	键凯科技	13.6	16.3	46.0	45.6	39.6	52.1	化学原料药
688363.SH	华熙生物	14.6	17.3	49.5	34.5	39.1	29.9	生物制品Ⅲ
688276.SH	百克生物	16.7	18.6	37.2	37.5	37.9	37.2	生物制品Ⅲ
688621.SH	阳光诺和	20.1	20.8	34.9	38.6	36.6	41.0	医疗服务Ⅲ
688016.SH	心脉医疗	20.3	22.1	40.2	38.5	36.3	40.6	医疗器械Ⅲ
300529.SZ	健帆生物	32.0	32.4	36.7	36.1	35.3	36.4	医疗器械Ⅲ
300595.SZ	欧普康视	25.3	26.1	38.9	40.5	35.0	46.0	医疗器械Ⅲ
300630.SZ	普利制药	22.2	23.4	37.4	36.3	34.7	37.9	化学制剂
300759.SZ	康龙化成	14.2	16.2	33.9	30.0	34.7	25.6	医疗服务Ⅲ
300142.SZ	沃森生物	16.7	18.6	46.3	36.0	33.9	35.5	生物制品Ⅲ
600763.SH	通策医疗	25.8	25.7	35.0	40.7	33.5	47.9	医疗服务Ⅲ

资料来源：WIND，申港证券研究所

Appendix

附录1. 可转债市场和投资策略全面回顾

1 可转债市场概览（中小成长行情将在2022年衰减）

- 在过去3年中，可转债市场和万得全A（除金融、石油石化）可分为三个行情阶段，目前仍出于第三个阶段：第一阶段：2018年贸易战叠加流动性全面收紧形成年度级别股市下跌，至2018年年底，万得全A阶段跌幅达到30.6%，而可转债等权指数跌幅仅3.1%，强债性支撑了可转债市场。第二阶段：2019年1月开始A股慢牛开始，中间经历了2019年4-6月和2020年2-4月两次调整后，全面估值修复行情在2020年7月达到阶段峰值，至2020年10月，万得全A阶段涨幅67%。而可转债的正股普遍大涨，等权指数涨幅也达到了65%。第三阶段：2020年10月至2021年2月中旬核心资产出现单边牛市，上证50阶段涨幅22%，同期国证2000小盘股呈现持续下跌19%，造成可转债等权指数在2021年1-2月阶段回调超过10%。2021月2月末至今，核心资产大盘股出现快速下跌后反弹，国证2000、红利指数等成分指数反弹居前，小盘股出现了持续回暖的迹象，由于转债对应的正股大多为中小市值股票，从今年2月中旬至今可转债等权指数出现持续上涨阶段涨幅为27.56%，此期间万得全A（除金融、石油石化）涨幅为4.11%，国证2000阶段涨幅为34.04%。
- 在万得一致预期方面，虽然2021年度周期和成长凭借高利润增速一致预期表现较好，但在2022年周期将出现最大的增速环比回落，成长增速也将回归常态。同时中证500和国证2000为主的中小盘股，也将面临着2022年出现增速环比大幅回落，这使得金融消费、大盘价值行情有望2022年回归，这对于可转债市场来讲是不利的。
- 2021年度，万得一致预期方面，周期（采掘、钢铁、化工、有色）一级行业利润增速预期较高，但进入2022年度，则出现全面下滑。同时，今年利润预期表现靠后的综合、通信、食品饮料、房地产等传统行业，在2022年度净利润一致预期出现环比上升。这也将是明年出现风格转换的潜在因素。

可转债市场和万得全A过去4年回顾

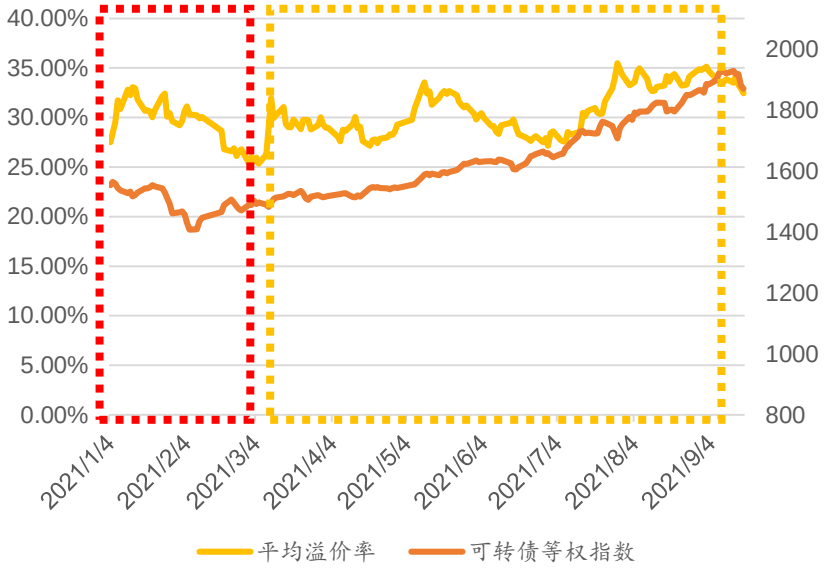


资料来源：WIND，申港证券研究所

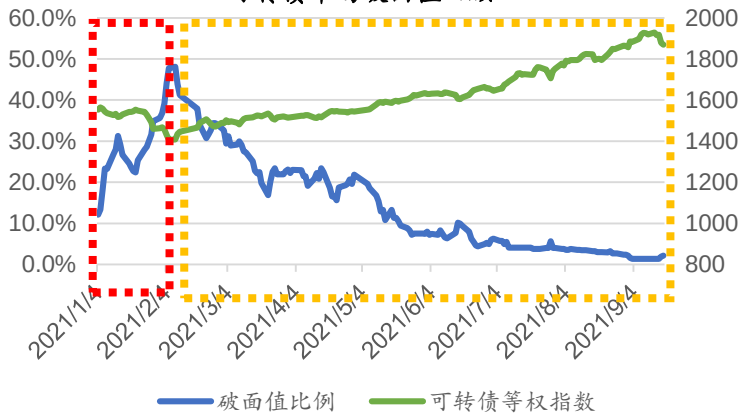
2 可转债市场概览1

- 从可转债市场价格结构来看，自2月之后可转债破面值比例持续下降，直至9月17号，破面值比例从2月份峰值47.8%下降到2.1%，可转债交易价值进一步恢复。
- 可转债平均价格、平均双低自年初以来呈现缓慢下降又上升的趋势。至9月17日，可转债平均价格从2月份低点119.4上升至144.5；可转债平均双低从2月份低点119上升至178.4。
- 可转债平均转股溢价率自年初至3月份，呈现上升又下降的趋势，并在3月达到2021年的一个最低点，3月份之后缓慢上升，至9月17日，可转债平均转股溢价率从3月份低点25.34%提升至33.87%。
- 可转债平均到期收益率自年初到2月一直呈现上升的一个趋势，自2月之后平均到期收益率持续下降，直至9月17号，平均收益率从2月份高点1.53%下降至9月17日的-3.39%。

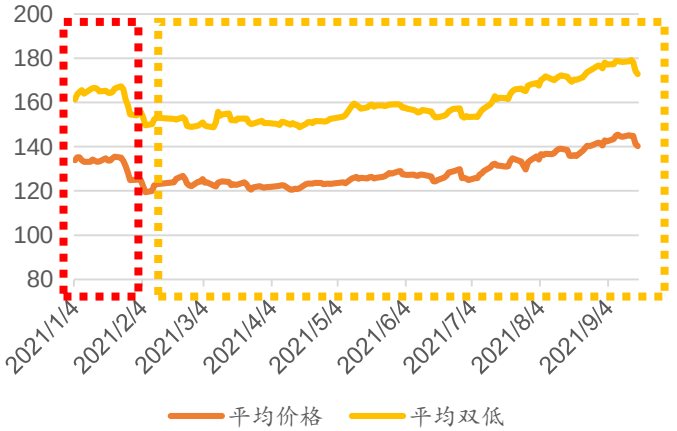
可转债市场平均溢价率回顾



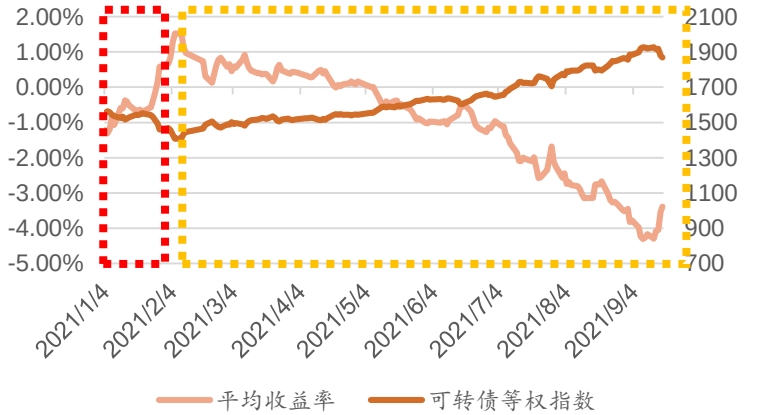
可转债市场破面值回顾



可转债市场平均价格和双低回顾



可转债市场平均收益率回顾

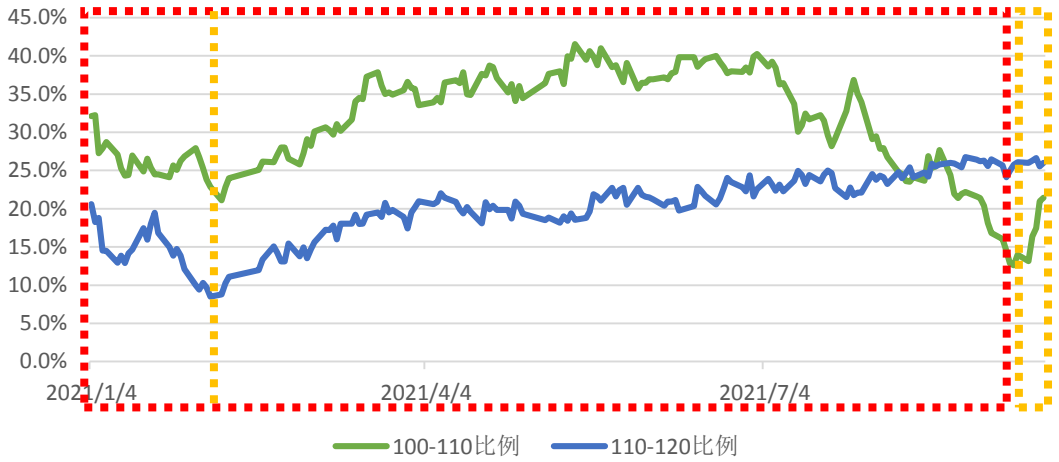


资料来源：WIND，申港证券研究所

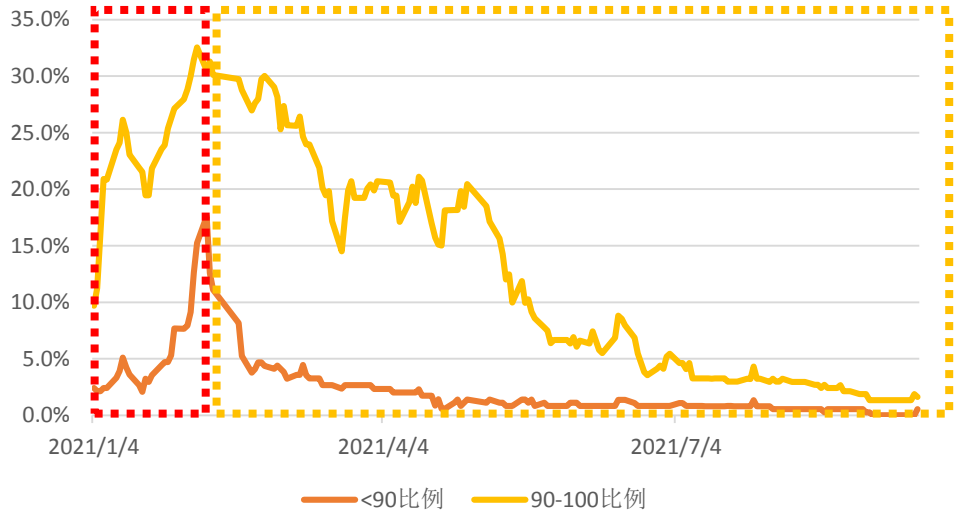
2.1 可转债市场概览2

- 小于90的可转债比例分别从2月份17.6%的高值降至0.5%；处于90-100的可转债比例从2月份的32.6%的高值降至1.6%。
- 处于100-110的可转债比例从9月份低值的12.6%升至21.4%；处于110-120的可转债比例从2月份的低值8.5%升至26.0%。
- 处于120-130的可转债比例分别从2月份的低值5%升至16.6%；130以上的可转债比例从4月份的低值11.3%升至33.8%。

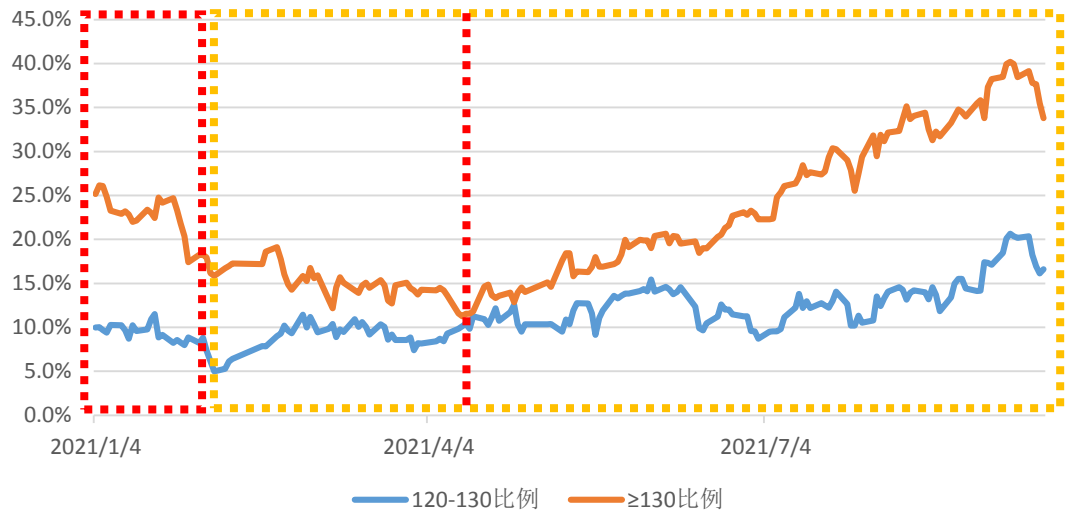
可转债市场100-120比例回顾



可转债市场100以下比例回顾



可转债市场120以上比例回顾



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.2可转债市场概览-表现最好和最差的可转债

- 年初至今，市场中区间涨跌幅表现最好和表现最差的前20只可转债情况如表所示。
- 20只表现好的可转债平均涨跌幅为175.50%；20只表现差的可转债年初平均涨跌幅为-30.57%。而同期万得全A涨跌幅为6.47%，国证2000涨跌幅23.10%。从表中可以看出，表现好的可转债大多属于周期性行业中的化工、有色、机械，成长行业中的电气设备、汽车等领域；表现差的可转债大多属于医药生物、农林牧渔、计算机、食品饮料等传统高ROE价值股行业。

今年表现最好可转债

证券代码	证券简称	年初至今区间涨跌幅	年初至今正股区间涨跌幅	正股简称	所属申万一级行业
127043.SZ	川恒转债	314.32	314.32	川恒股份	化工
113016.SH	小康转债	303.73	343.21	小康股份	汽车
127030.SZ	盛虹转债	276.83	276.83	东方盛虹	化工
113534.SH	鼎胜转债	210.40	204.77	鼎胜新材	有色金属
123067.SZ	斯莱转债	202.91	286.00	斯莱克	机械设备
128093.SZ	百川转债	198.83	209.09	百川股份	化工
113025.SH	明泰转债	180.14	167.14	明泰铝业	有色金属
123046.SZ	天铁转债	179.95	198.71	天铁股份	化工
128111.SZ	中矿转债	169.44	161.82	中矿资源	有色金属
113034.SH	滨化转债	150.21	155.17	滨化股份	化工
128095.SZ	恩捷转债	148.41	116.11	恩捷股份	化工
123069.SZ	金诺转债	146.86	181.39	川金诺	化工
123047.SZ	久吾转债	136.83	173.85	久吾高科	公用事业
123124.SZ	晶瑞转2	136.51	136.51	晶瑞电材	化工
113568.SH	新春转债	133.79	175.46	五洲新春	机械设备
123122.SZ	富瀚转债	128.28	128.28	富瀚微	电子
127029.SZ	中钢转债	127.75	127.75	中钢国际	建筑装饰
128128.SZ	齐翔转2	126.88	118.89	齐翔腾达	化工
127040.SZ	国泰转债	121.73	121.73	江苏国泰	商业贸易
110074.SH	精达转债	116.30	163.13	精达股份	电气设备

今年表现最差可转债

证券代码	证券简称	年初至今区间涨跌幅	年初至今正股区间涨跌幅	正股简称	所属申万一级行业
123018.SZ	溢利转债	-20.12	-1.79	溢多利	医药生物
123104.SZ	卫宁转债	-20.53	-20.53	卫宁健康	计算机
110813.SH	海正定转	-21.13	-21.13	海正药业	医药生物
127037.SZ	银轮转债	-21.83	-21.83	银轮股份	汽车
113045.SH	环旭转债	-23.22	-23.22	环旭电子	电子
123107.SZ	温氏转债	-23.89	-23.89	温氏股份	农林牧渔
123072.SZ	乐歌转债	-24.15	-35.69	乐歌股份	轻工制造
123096.SZ	思创转债	-25.54	-25.54	思创医惠	计算机
123113.SZ	仙乐转债	-25.81	-25.81	仙乐健康	食品饮料
113619.SH	世运转债	-28.11	-28.11	世运电路	电子
127044.SZ	蒙娜转债	-29.13	-29.13	蒙娜丽莎	建筑材料
123013.SZ	横河转债	-29.94	8.52	横河精密	化工
113620.SH	傲农转债	-31.07	-31.07	傲农生物	农林牧渔
123093.SZ	金陵转债	-34.17	-34.17	金陵体育	轻工制造
123119.SZ	康泰转2	-35.44	-35.44	康泰生物	医药生物
127028.SZ	英特转债	-37.05	-37.05	英特集团	医药生物
123029.SZ	英科转债	-37.59	-44.22	英科医疗	医药生物
113625.SH	江山转债	-39.81	-39.81	江山欧派	轻工制造
124006.SZ	高新定转	-45.74	-45.74	长春高新	医药生物
113624.SH	正川转债	-57.07	-57.07	正川股份	医药生物

资料来源：WIND，申港证券研究所

3 第一期双低可转债投资池回顾（2021.2.18首推）

- A股历史上有209只可转债退市（包含已到期退市和未到期退市）。
- 在对于退市可转债的回顾分析中，双低可转债在市场回调期体现极强防御债性，在市场上涨时则实现了较强的正股看涨期权属性。
- 双低可转债投资池在双低的前提下，更多关注正股的财务增长，2月18日，我们挑选了2020年年报业绩预告中净利润保持高增速的正股相关可转债，推荐了21只双低可转债投资池,，如表所示。同时广泛覆盖了经济复苏背景下顺周期的多个行业（如化工、机械设备、农林牧渔、家电、公用事业等）。
- 对于长久期、中低风险偏好的资金，不断扩容的可转债市场经过阶段调整后，市场深度和行业覆盖度正在提升，成交量活跃带来足够流动性溢价。未来可转债市场不断打开长期投资的配置窗口期，值得持续关注。

第一期双低可转债回顾 2021.2.18

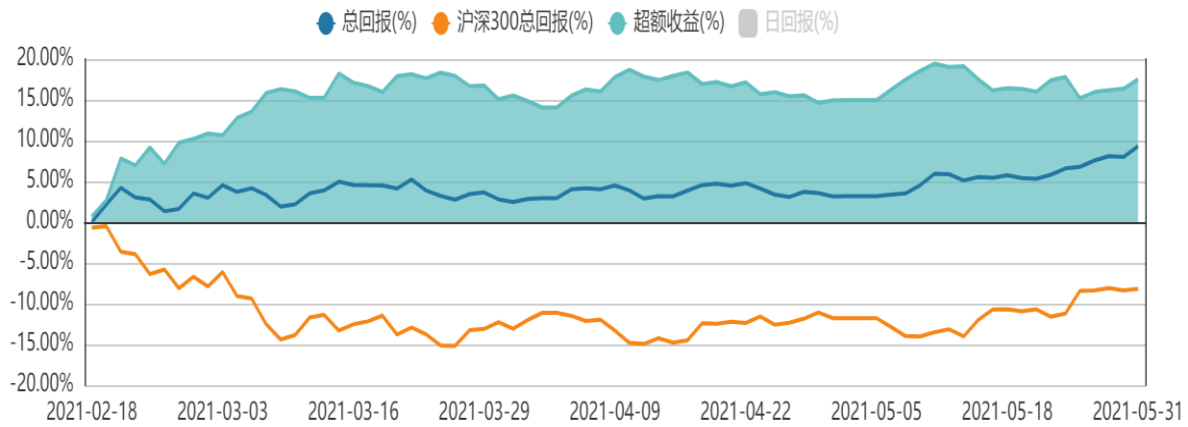
证券代码	证券简称	纯债到期收益率	纯债价值元	正股代码	正股名称	转股溢价率	双低	业绩预告利润增速	市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益)	所属申万一级行业
128114.SZ	正邦转债	0.82	92.28	002157.SZ	正邦科技	7.72	118.21	270.36	7.38	农林牧渔
128051.SZ	光华转债	2.88	89.45	002741.SZ	光华科技	0.32	103.47	233.2	-509.33	化工
123007.SZ	道氏转债	1.82	92.10	300409.SZ	道氏技术	2.07	106.87	212.49	100.58	化工
123066.SZ	赛意转债	0.09	74.75	300687.SZ	赛意信息	3.13	123.93	186.38	49.95	计算机
113591.SH	胜达转债	5.51	85.39	603687.SH	大胜达	17.52	109.65	183.96	84.86	轻工制造
128040.SZ	华通转债	2.08	90.84	002758.SZ	浙农股份	2.41	107.40	182.16	298.21	医药生物
128010.SZ	蔚蓝转债	-9.38	104.22	002245.SZ	蔚蓝锂芯	-0.63	117.97	146.57	57.32	交通运输
123062.SZ	三超转债	2.21	67.27	300554.SZ	三超新材	8.25	114.80	133.39	97.77	机械设备
123024.SZ	岱勒转债	6.19	87.26	300700.SZ	岱勒新材	15.10	109.10	108.2911	-33.23	机械设备
113559.SH	永创转债	1.76	85.85	603901.SH	永创智能	10.69	119.56	82.64	43.01	机械设备
128128.SZ	齐翔转2	2.79	89.10	002408.SZ	齐翔腾达	0.66	99.97	80	18.13	化工
128130.SZ	景兴转债	1.14	88.76	002067.SZ	景兴纸业	2.74	110.92	80	18.97	轻工制造
113598.SH	法兰转债	0.08	84.18	603966.SH	法兰泰克	3.93	124.63	70	28.55	机械设备
113593.SH	沪工转债	3.70	76.05	603131.SH	上海沪工	8.94	109.19	52.3	65.91	机械设备
113536.SH	三星转债	2.59	94.43	603578.SH	三星新材	8.00	111.08	50	27.65	家用电器
123051.SZ	今天转债	3.64	77.77	300532.SZ	今天国际	7.28	109.32	47.32	41.48	计算机
128107.SZ	交科转债	2.16	92.98	002061.SZ	浙江交科	6.00	109.43	45.34	12.46	建筑装饰
113567.SH	君禾转债	4.85	77.33	603617.SH	君禾股份	19.18	113.61	45	25.52	机械设备
128085.SZ	鸿达转债	10.80	124.40	002002.SZ	鸿达兴业	4.10	80.58	42.87	12.27	化工
128105.SZ	长集转债	4.69	90.81	002616.SZ	长青集团	15.55	107.02	40	13.38	公用事业
128057.SZ	博彦转债	1.52	89.84	002649.SZ	博彦科技	3.43	113.74	40	20.65	计算机

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.1 第一期双低可转债投资池回报

- 2月18日至5月31日，我们推出的第一期双低可转债标的表现如下：21只双低可转债推出期间平均涨跌幅11.48%（单只最大盈利48.18%），盈利占比达到了81%。而同期万得全A涨跌幅是-1.11%，国证2000涨跌幅13.46%。其中第一期可转债池中的永创转债获得了48.44%的最高投资收益率，第一期双低可转债投资池整体上抓住了可转债筑底反弹的阶段行情。
- 若在2月18日至5月31日期间，我们等权重持有第一期双低可转债投资池中的21只可转债，则在持有期间我们最高获得17.6%的总回报，，而在此期间沪深300的涨幅为-8.20%。

第一期双低可转债等权组合资金曲线



第一期双低可转债持有3个月平均收益率

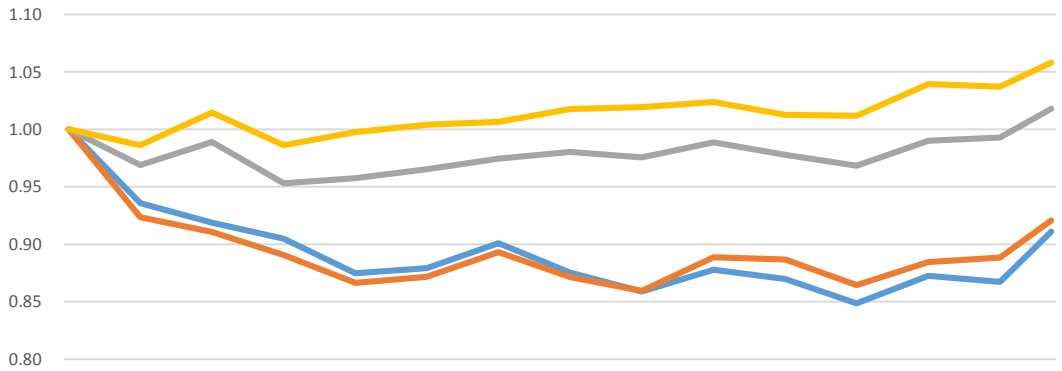
证券代码	证券简称	推出期间区间涨跌幅	2.18收盘价	区间最高价	持有期z最高收益率	所属申万一级行业
128114.SZ	正邦转债	-4.48	111.41	127.18	14.15	农林牧渔
128051.SZ	光华转债	16.81	104.30	124.99	19.84	化工
123007.SZ	道氏转债	7.29	106.21	115.40	8.65	化工
123066.SZ	赛意转债	16.30	127.10	140.10	10.23	计算机
113591.SH	胜达转债	13.80	94.43	111.99	18.60	轻工制造
128040.SZ	华通转债	2.86	105.36	116.80	10.86	医药生物
128010.SZ	蔚蓝转债	-4.65	117.10	126.7 (3月9日退市)	8.20	交通运输
123062.SZ	三超转债	4.16	110.75	129.90	17.29	机械设备
123024.SZ	岱勒转债	11.46	98.00	120.30	22.76	机械设备
113559.SH	永创转债	48.18	115.62	171.63	48.44	机械设备
128128.SZ	齐翔转2	36.78	104.80	141.80	35.30	化工
128130.SZ	景兴转债	8.26	113.10	123.33	9.05	轻工制造
113598.SH	法兰转债	-13.30	127.71	139.00	8.84	机械设备
113593.SH	沪工转债	3.54	103.50	114.99	11.10	机械设备
113536.SH	三星转债	11.33	106.10	127.60	20.26	家用电器
123051.SZ	今天转债	11.90	104.68	126.50	20.84	计算机
128107.SZ	交科转债	6.57	104.60	114.60	9.56	建筑装饰
113567.SH	君禾转债	10.77	97.95	110.85	13.17	机械设备
128085.SZ	鸿达转债	37.34	84.80	113.85	34.26	化工
128105.SZ	长集转债	7.43	94.70	110.20	16.37	公用事业
128057.SZ	博彦转债	8.66	110.90	125.55	13.21	计算机

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.2 第二期双低可转债投资池回顾（2021.5.31首推）

- 自二月始近3个月国证2000小盘股总体上升幅度大于上证50、沪深300等大盘股，从二月中旬至五月涨幅超过6%，而同期上证50、沪深300呈现下跌后逐步反弹。
- 小盘股大幅复苏的主要原因包括国证2000指数2021年Q1总体盈利改善情况较好，尤其归母净利润增速和营收同比增速方面分别为259%和38%都远超大盘股Q1财务数据。这也体现经济复苏后半段，小盘股财务情况得到大幅边际改善现象。

国证2000在Q2指数分化行情



	2021-02-19	2021-02-26	2021-03-05	2021-03-12	2021-03-19	2021-03-26	2021-04-02	2021-04-09	2021-04-16	2021-04-23	2021-04-30	2021-05-07	2021-05-14	2021/5/21	2021/5/26
上证50	1.00	0.94	0.92	0.90	0.87	0.88	0.90	0.88	0.86	0.88	0.87	0.85	0.87	0.87	0.91
沪深300	1.00	0.92	0.91	0.89	0.87	0.87	0.89	0.87	0.86	0.89	0.89	0.86	0.88	0.89	0.92
中证1000	1.00	0.97	0.99	0.95	0.96	0.97	0.97	0.98	0.98	0.99	0.98	0.97	0.99	0.99	1.02
国证2000	1.00	0.99	1.01	0.99	1.00	1.00	1.01	1.02	1.02	1.02	1.01	1.01	1.04	1.04	1.06

国证2000小盘股在2021Q1改善程度显著

	时间	2018-12-31	2019-12-31	2020-12-31	2021-3-31	2021Q1环比变化
单季度.销售净利率↓	上证50	8%	8%	10%	12%	2%
	沪深300	8%	8%	10%	12%	2%
	国证2000	-2%	0%	1%	6%	5%
	万得全A	4%	4%	6%	10%	4%
单季度.销售毛利率↓	上证50	18%	18%	20%	20%	-1%
	沪深300	19%	19%	19%	19%	0%
	国证2000	21%	20%	17%	18%	1%
	万得全A	20%	20%	18%	19%	0%
单季度.净资产收益率ROE↓	上证50	2%	2%	3%	3%	1%
	沪深300	2%	2%	3%	3%	0%
	国证2000	-1%	0%	0%	2%	2%
	万得全A	1%	1%	2%	3%	1%
单季度.归属母公司股东的净利润同比增长率↓	上证50	-7%	10%	29%	43%	15%
	沪深300	-8%	8%	28%	36%	8%
	国证2000	-164%	-287%	-61%	198%	259%
	万得全A	-46%	-2%	61%	53%	-8%
单季度.营业收入同比增长率↓	上证50	13%	7%	-3%	16%	19%
	沪深300	14%	9%	5%	24%	19%
	国证2000	7%	16%	12%	50%	38%
	万得全A	11%	9%	9%	31%	22%

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.2.1 第二期双低可转债投资池回顾（2021.5.31首推）

- 双低可转债投资池基于债性角度有着价格低到期收益率高优势，同时兼具低的转股溢价率，有着充足的正股看涨期权属性。
- 双低可转债投资池在双低的前提下，更多关注正股的财务增长，5月31日，我们挑选了20只2021年Q1净利润保持高增速的正股相关可转债，推出第二期20只双低可转债投资池。同时广泛覆盖了目前较高行业景气度的一级行业（如有色金属、医药生物、轻工、汽车、国防、公用事业等）。
- 恰逢人民币升值、中美无风险收益率下行的中国经济复苏行情，可转债市场的上涨行情还将延续，结构性牛市之中双低可转债轮动投资机会大于风险。

第二期双低可转债筛选回顾

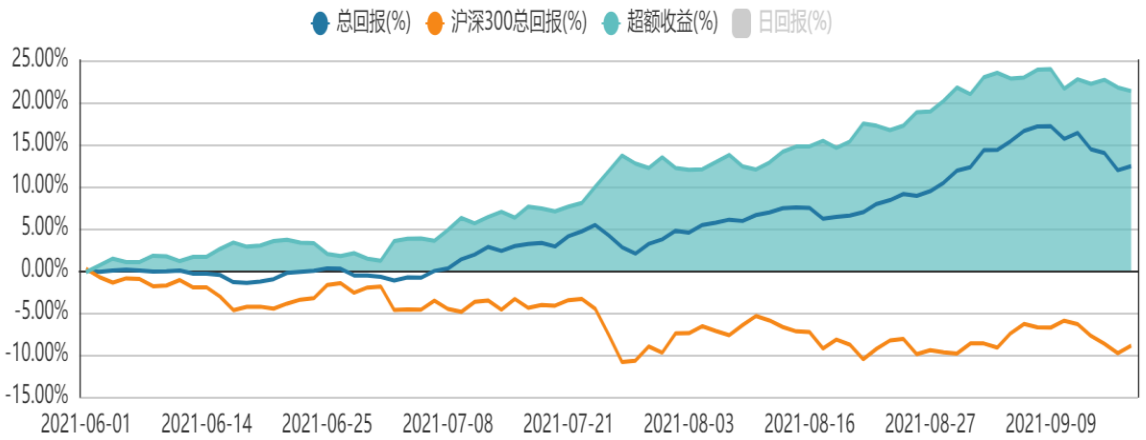
证券代码	证券简称	转债价格	纯债到期收益率	债项评级	正股简称	正股价	转股价	所属申万行业名称一级行业	营业总收入同比增速	归属母公司股东的净利润增速	双低=转债价格+转债溢价率
127020.SZ	中金转债	114.74	-0.09	AA+	中金岭南	4.8	4.7	有色金属	51	80	123
113046.SH	金田转债	101.56	2.17	AA+	金田铜业	9.1	11.0	有色金属	102	84	120
110057.SH	现代转债	114.99	-1.05	AAA	国药现代	10.8	9.9	医药生物	19	63	117
110034.SH	九州转债	109.92	-1.80	AA+	九州通	17.2	18.3	医药生物	20	32	128
127028.SZ	英特转债	110.55	0.50	AA+	英特集团	14.2	13.4	医药生物	14	24	110
127006.SZ	敖东转债	103.00	2.21	AA+	吉林敖东	15.7	20.4	医药生物	12	19	137
128096.SZ	奥瑞转债	123.26	-1.57	AA+	奥瑞金	5.3	4.5	轻工制造	64	573	128
110047.SH	山鹰转债	120.73	-0.34	AA+	山鹰国际	3.7	3.3	轻工制造	78	106	126
127011.SZ	中鼎转2	120.50	0.00	AA+	中鼎股份	11.8	11.6	汽车	27	45	138
110072.SH	广汇转债	92.50	4.11	AA+	广汇汽车	2.8	4.0	汽车	65	264	113
113009.SH	广汽转债	108.54	-4.13	AAA	广汽集团	11.6	14.1	汽车	47	1897	136
110068.SH	龙净转债	100.68	3.03	AA+	龙净环保	8.8	10.7	机械设备	26	108	124
110808.SH	动力定02	100.00	2.01	AAA	中国动力	17.1	20.2	国防军工	67	528	120
123048.SZ	应急转债	116.40	-0.39	AA+	中船应急	9.1	8.9	国防军工	106	172	134
110077.SH	洪城转债	114.03	0.05	AA+	洪城环境	7.4	7.1	公用事业	55	37	122
110048.SH	福能转债	128.50	-3.44	AA+	福能股份	10.0	8.1	公用事业	74	397	132
110061.SH	川投转债	128.10	-3.35	AAA	川投能源	11.7	9.6	公用事业	27	23	131
110073.SH	国投转债	112.72	0.41	AAA	国投资本	13.9	15.3	非银金融	18	69	137
127005.SZ	长证转债	122.30	-3.01	AAA	长江证券	7.8	7.3	非银金融	44	65	139
123035.SZ	利德转债	122.00	-0.28	AA+	利亚德	7.3	7.0	电子	23	601	138

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.2.2第二期双低可转债投资池回报

- 6月1日至今，我们推出的第二期双低可转债标的表现如下：核心5只转债推出至今平均涨跌幅21.47%，20只双低可转债推出至今平均涨跌幅12.37%。而同期万得全A涨跌幅是2.39%，国证2000涨跌幅18.14%。其中第二期可转债池中的福能转债获得了65.59%的阶段涨幅，双低可转债稳健性依然值得期待。
- 若在6月1日至9月17日期间，我们等权重持有第二期双低可转债投资池中的20只可转债，则在持有期间我们最高可以获得22%的总回报，而在此期间沪深300的总回报为-8.92%。

第二期双低可转债等权组合资金曲线



第二期双低可转债组合最高收益

证券代码	证券简称	推出期间区间涨跌幅	6.1收盘价	区间最高价	持有期最高收益率	所属申万一级行业
127020.SZ	中金转债	11.38	114.36	145.83	27.52	有色金属
113046.SH	金田转债	11.47	101.70	131.20	29.01	有色金属
110057.SH	现代转债	1.87	114.70	120.50	5.06	医药生物
110034.SH	九州转债	1.26	109.69	114.50	4.39	医药生物
127028.SZ	英特转债	-3.42	110.20	113.80	3.27	医药生物
127006.SZ	敖东转债	11.46	102.71	121.48	18.27	医药生物
128096.SZ	奥瑞转债	8.02	123.70	147.00	18.84	轻工制造
110047.SH	山鹰转债	-0.52	121.69	129.50	6.42	轻工制造
127011.SZ	中鼎转2	31.95	120.55	177.05	46.87	汽车
110072.SH	广汇转债	7.18	92.67	108.70	17.30	汽车
113009.SH	广汽转债	17.05	108.65	150.00	38.06	汽车
110068.SH	龙净转债	7.57	100.70	114.79	13.99	机械设备
110808.SH	动力定02	1.60	100.00	101.60	1.60	国防军工
123048.SZ	应急转债	7.46	115.99	158.00	36.22	国防军工
110077.SH	洪城转债	15.29	114.80	138.03	20.24	公用事业
110048.SH	福能转债	65.59	129.41	214.51	65.76	公用事业
110061.SH	川投转债	17.12	128.25	157.50	22.81	公用事业
110073.SH	国投转债	4.32	111.54	123.42	10.65	非银金融
127005.SZ	长证转债	6.70	121.57	137.83	13.38	非银金融
123035.SZ	利德转债	24.10	121.60	173.00	42.27	电子

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.3 科技成长可转债投资池回顾1

- 成长股在13-16年优势期，净利润和营收增速一直排名1、2名。
- 2017-2019年成长股衰退期，净利润增速一直排名4-5名，但经营现金流和营收改善明显。
- 进入2020-2021年成长股重新崛起期，成长股利润和营收增速仅次于周期排名第二，体现了财务成长能力的重新崛起，牛市后半段也迎来科技类成长股绝佳转机。

成长股指数在过去8年的主要财务指标排序

		成长占优的13-16年					成长衰退的17-19年				20年至今成长重新崛起	
指标	时间	2013-3-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-3-31	2017-12-31	2018-12-31	2019/12/31	2020/12/31	2021-3-31
单季度.归属母公司股东的净利润同比增长率[单位] %	金融(风格.中信)	16.0	8.8	8.2	-0.8	2.4	5.7	16.6	-10.4	6.6	27.4	6.8
	周期(风格.中信)	-7.6	12.0	-68.2	-95.7	2629.3	218.9	40.3	-81.0	-91.4	182.6	1376.6
	消费(风格.中信)	13.7	-8.6	17.2	-6.4	41.5	15.9	17.0	-69.3	35.3	6.0	52.8
	成长(风格.中信)	4.4	55.8	62.5	-20.0	-0.6	11.7	-25.2	-285.5	-39.7	151.4	142.5
	稳定(风格.中信)	42.7	13.6	-1.9	10.8	-2.1	-7.8	23.6	9.2	-34.9	31.5	83.1
单季度.营业收入同比增长率[单位] %	金融(风格.中信)	13.5	13.5	18.5	15.7	3.5	7.3	13.7	7.2	13.6	9.6	9.3
	周期(风格.中信)	3.5	3.5	0.2	-11.7	28.8	41.5	12.8	12.8	1.8	1.5	36.0
	消费(风格.中信)	13.4	11.1	7.2	9.4	25.1	19.5	13.7	9.7	13.4	11.2	36.6
	成长(风格.中信)	12.1	20.6	14.5	16.9	22.3	25.3	16.4	8.8	16.4	15.1	41.9
	稳定(风格.中信)	14.8	9.2	2.6	7.9	7.8	7.5	9.8	12.8	7.9	16.3	47.6
单季度.经营性现金净流量(同比增长率)[单位] %	金融(风格.中信)	-61.6	-43.8	251.1	9.8	94.6	-121.9	-68.8	-60.8	174.1	61.6	-64.0
	周期(风格.中信)	302.6	10.9	-3.2	3.6	22.0	-42.6	38.3	-4.6	19.0	11.9	192.4
	消费(风格.中信)	5.6	-6.5	20.4	73.2	24.0	-80.5	-10.3	45.4	-11.5	47.0	110.0
	成长(风格.中信)	20.4	10.4	28.7	34.7	-5.4	-77.2	22.0	19.7	43.4	11.4	-0.8
	稳定(风格.中信)	261.8	23.7	56.2	23.5	12.6	-936.0	-13.4	20.5	9.9	27.3	24.8

		成长占优的13-16年					成长衰退的17-19年				20年至今成长重新崛起	
指标	时间	2013-3-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-3-31	2017-12-31	2018-12-31	2019	2020	2021-3-31
单季度.归属母公司股东的净利润同比增长率[单位] %	金融(风格.中信)	2	4	3	2	3	4	4	2	2	4	5
	周期(风格.中信)	5	3	5	5	1	1	1	4	5	1	1
	消费(风格.中信)	3	5	2	3	2	2	3	3	1	5	4
	成长(风格.中信)	4	1	1	4	4	3	5	5	4	2	2
	稳定(风格.中信)	1	2	4	1	5	5	2	1	3	3	3
单季度.营业收入同比增长率[单位] %	金融(风格.中信)	2	2	1	2	5	5	2	5	2	4	5
	周期(风格.中信)	5	5	5	5	1	1	4	1	5	5	4
	消费(风格.中信)	3	3	3	3	2	3	3	3	3	3	3
	成长(风格.中信)	4	1	2	1	3	2	1	4	1	2	2
	稳定(风格.中信)	1	4	4	4	4	4	5	2	4	1	1
单季度.经营性现金净流量(同比增长率)[单位] %	金融(风格.中信)	5	5	1	4	1	4	5	5	1	1	5
	周期(风格.中信)	1	2	5	5	3	1	1	4	3	4	1
	消费(风格.中信)	4	4	4	1	2	3	3	1	5	2	2
	成长(风格.中信)	3	3	3	2	5	2	2	3	2	5	4
	稳定(风格.中信)	2	1	2	3	4	5	4	2	4	3	3

资料来源：WIND，申港证券研究所

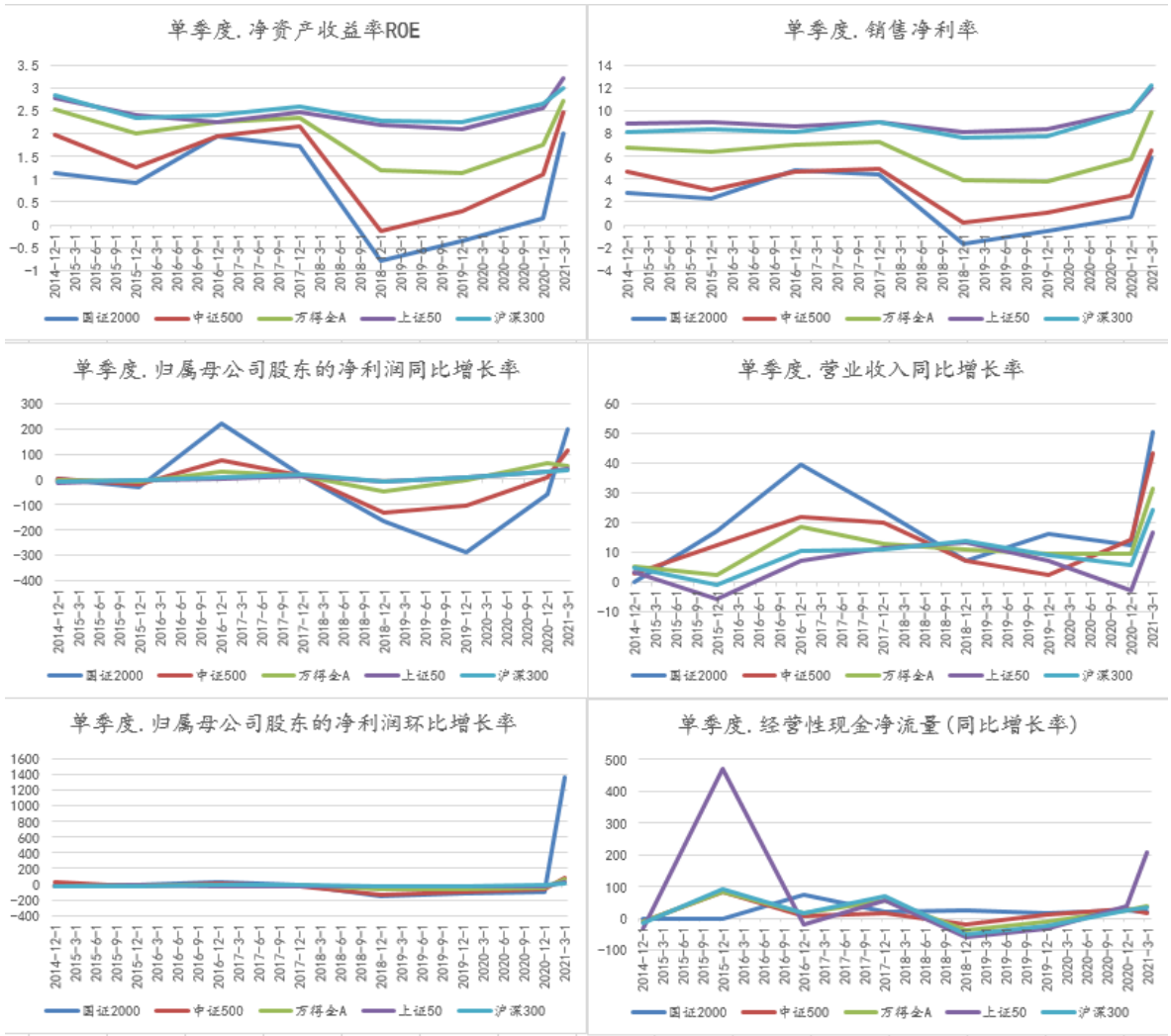
3.3.1 科技成长可转债投资池回顾2

- 投资路径1：向中小市值倾斜。
- 从2021Q1的净利率、ROE角度，国证2000小盘股的环比改善增速已经好于上证50、沪深300等大盘股。
- 国证2000在净利润同比增速和营收同比增速角度，2021Q1分别为259%和38%，大幅超过上证50、沪深300大盘股。
- 本轮牛市国证2000小盘股依然涨幅远小于大盘股，并且2021年万得一致预期净利润增速国证2000小盘股也是增速居前为65.2%，这就是向中小市值倾斜的投资路径的财务逻辑。

主要指数2021年万得一致预期净利润增速和2年复合增速

证券简称	2021年一致预测净利润同比	2021年一致预测净利润2年复合增长率
国证2000	**65.2**	**43.2**
中证500	**47.7**	**31.9**
万得全A	29.1	20.8
上证50	16.2	14.2
沪深300	20.3	16.1

主要指数在过去8年的成长性排序



资料来源：WIND，申港证券研究所

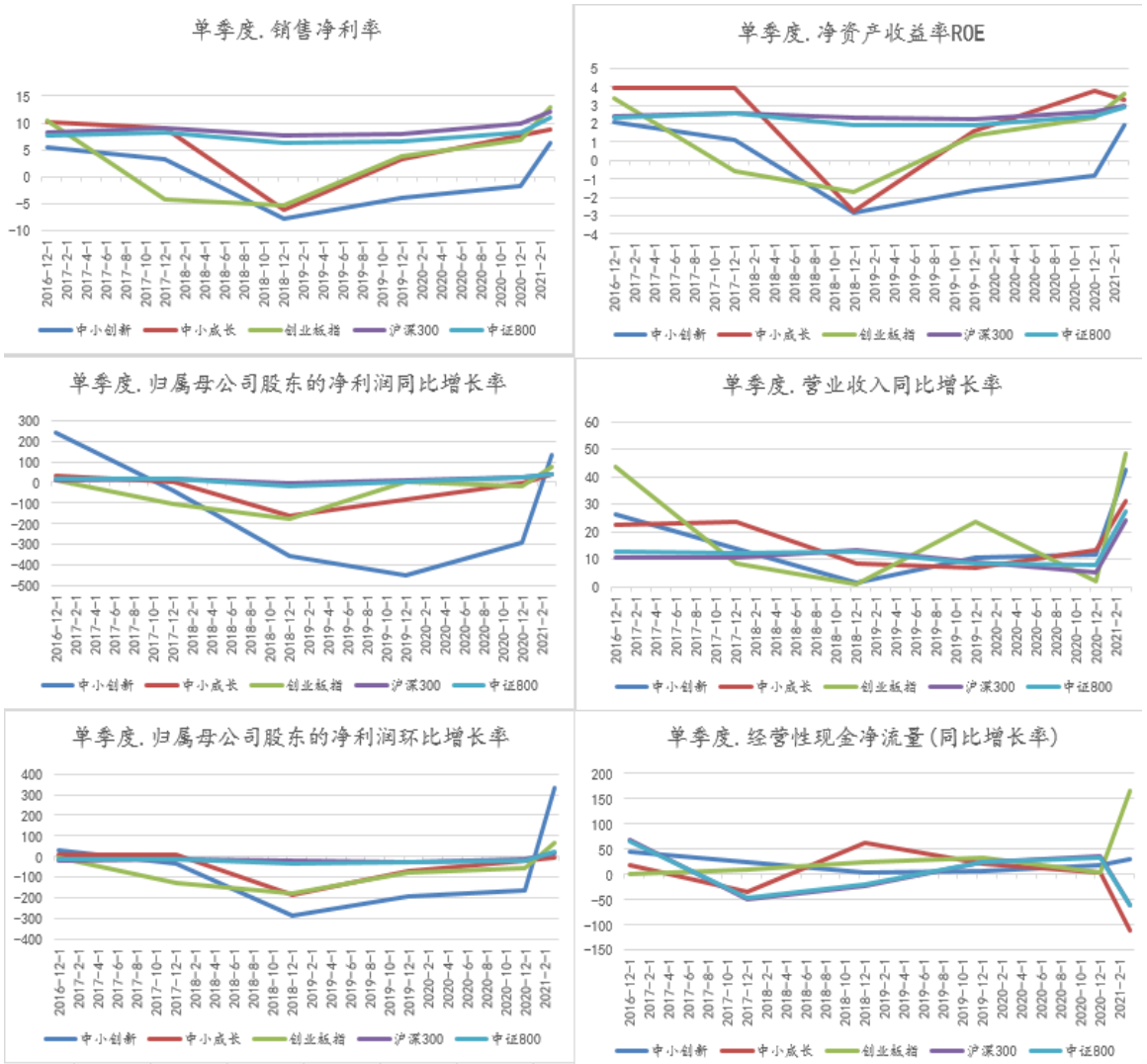
3.3.2 科技成长可转债投资池回顾3

- 投资路径2：向中小创倾斜。
- 从2021Q1的净利率、ROE角度，中小创的环比改善增速已经好于沪深300、中证800大中盘股。
- 中小创在净利润同比增速和营收同比增速角度，2021Q1分别为129%和42%，大幅超过沪深300、中证800大中盘股。
- 2021年中小创万得一致预期净利润同比增速为98.6%，增速高于沪深300、中证800等蓝筹股，这是向中小创成长股倾斜的核心原因。

主要指数2021年万得一致预期净利润增速和2年复合增速

证券简称	2021年一致预测净利润同比	2021年一致预测净利润2年复合增长率
中小创新	**98.6**	**51.3**
创业板指	**42.1**	**32.7**
中小成长	29.0	22.0
中证800	23.9	18.1
沪深300	20.3	16.1

主要指数在过去8年的价值因子排序



资料来源：WIND，申港证券研究所

3.4 科技成长可转债投资池筛选回顾（2021.7.2首推）

- 20年来第三次PPI转正的经济复苏预计在今年6月达到高点，工业利润角度：本轮复苏结构性强度实际弱于2010和2017经济复苏，弱复苏结构下，周期股超额收益预期下降，补库疲软，这使得之前布局高景气周期股可转债的策略超额收益骤减。
- 进入2020-2021年成长股重新崛起期，成长股利润和营收增速仅次于周期排名第二，体现了财务成长能力的重新崛起：
- 2021年万得一致预期净利润增速国证2000小盘股也是增速居前为65.2%，这就是向中小市值倾斜之投资路径财务逻辑。
- 2021年中小创万得一致预期净利润同比增速为98.6%，增速高于沪深300、中证800等蓝筹股，这是向中小创成长股倾斜的核心原因。
- 从概念指数角度来看，科技类成长股实际在2020年2月至今整体跑输万得全A涨幅，反而凸显了牛市中后段配置性价比。对于可转债市场，后续对于正股是科技成长股的转债值得进一步关注，比如近期即将上市123115.SZ；捷捷转债127038.SZ国微转债。
- 7月2日，我们发掘了14只目前增速最高的科技成长类可转债，涵盖了目前科技行业最强主线同时具备较高两年复合利润增长

科技成长可转债投资池筛选回顾

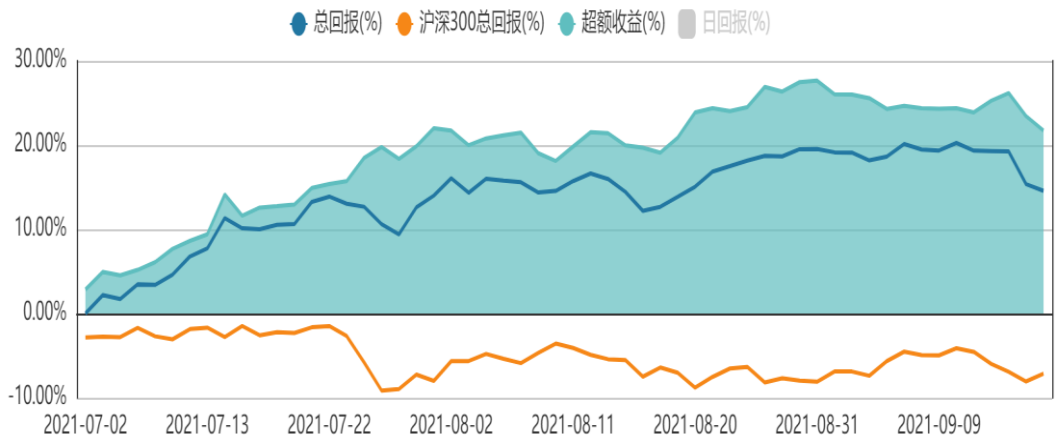
证券代码	证券简称	正股简称	一致预测净利润同比百分比（%）	一致预测净利润2年复合增长率百分比（%）	归属母公司股东的净利润(同比增长率)2021Q1百分比（%）	所属申万行业名称三级行业	所属中信行业名称三级行业
127021.SZ	特发转2	特发信息	3333.7	593.2	117.4	通信传输设备	线缆
123070.SZ	鹏辉转债	鹏辉能源	546.5	194.2	171.2	储能设备	锂电池
110062.SH	烽火转债	烽火通信	392.4	157.6	115.8	通信传输设备	系统设备
123077.SZ	汉得转债	汉得信息	397.6	140.5	46.4	IT服务	咨询实施及其他服务
128083.SZ	新北转债	新北洋	154.5	82.9	58.9	计算机设备Ⅲ	专用计算机设备
128145.SZ	日丰转债	日丰股份	50.6	80.6	160.7	线缆部件及其他	输变电设备
128111.SZ	中矿转债	中矿资源	127.2	77.9	257.3	锂	其他稀有金属
123090.SZ	三诺转债	三诺生物	124.7	65.8	-29.2	医疗器械Ⅲ	医疗器械
123043.SZ	正元转债	正元智慧	70.1	59.1	60.1	IT服务	专用计算机设备
124022.SZ	楚天定转	楚天科技	93.1	56.5	433.1	医疗器械Ⅲ	医疗器械
127038.SZ	国微转债	紫光国微	68.9	53.0	70.3	集成电路	集成电路
123079.SZ	运达转债	运达股份	74.4	51.8	943.2	风电设备	风电
128108.SZ	蓝帆转债	蓝帆医疗	205.6	51.2	1086.9	医疗器械Ⅲ	医疗器械
124004.SZ	中京定转	中京电子	49.60	48.87	117.36	印制电路板	PCB

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.5 科技成长可转债投资池回报（2021.7.2首推）

- 6月24日至今，我们推出的科技可转债标的表现如下：12只已上市可转债推出至今平均涨跌幅23.49%。而同期万得全A涨跌幅是2.42%，国证2000涨跌幅14.70%。其中科技可转债池中的运达转债可在持有期间获得最高收益率为185.83%。
- 若在7月2日至9月17日期间，我们等权重持有科技成长可转债投资池中的11只可转债（除去未上市以及退市的），则在持有期间我们可以获得45.2%的总汇报，而在此期间沪深300的总汇报为-7.15%。

科技成长可转债投资池等权组合回报



科技成长可转债投资池期间最高收益率

证券代码	证券简称	推出期间区间涨跌幅	6.24收盘价	区间最高价	持有期最高收益率	所属申万一级行业
127021.SZ	特发转2	-0.85	106.20	109.48	3.09	通信
123070.SZ	鹏辉转债	21.98	123.00	189.00	53.66	电气设备
110062.SH	烽火转债	4.14	106.66	118.53	11.13	通信
123077.SZ	汉得转债	5.29	102.91	122.97	19.49	计算机
128083.SZ	新北转债	0.19	104.43	108.86	4.24	计算机
128145.SZ	日丰转债	3.26	116.24	129.50	11.41	电气设备
128111.SZ	中矿转债	62.76	270.30	533.32	97.31	有色金属
123090.SZ	三诺转债	-4.44	120.00	125.46	4.55	医药生物
123043.SZ	正元转债	1.29	149.40	189.92	27.12	计算机
124022.SZ	楚天定转	未上市				医药生物
127038.SZ	国微转债	75.00	100.00	218.00	118.00	电子
128108.SZ	蓝帆转债	0.42	120.11	128.00	6.57	医药生物
124004.SZ	中京定转	未上市				电子
123079.SZ	运达转债	112.89	127.70	365.00	185.83	电气设备

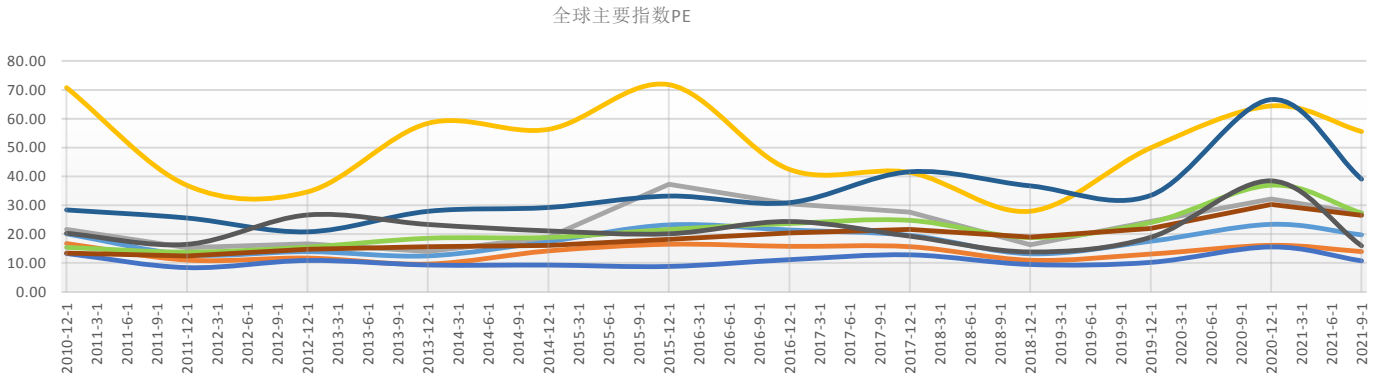
资料来源：WIND，申港证券研究所

Appendix

附录2. 全市场和行业估值比较分析

1全球主要指数PE估值

- 本期全球主要指数PE方面普遍收跌。万得全A的PE为19.70，较上期（9月8日）+-0.44%；上证指数PE为13.96，较上期变化-0.53%；深证成指PE为27.21，较上期-0.83%；创业板指PE为55.53，较上期-0.57%；恒生指数PE为10.72，较上期变-5.69%；标普500PE为27.34，较上期变化-1.57%；纳斯达克PE为39.08，较上期变化-1.68%；道琼斯指数PE为26.54，较上期变化-1.84%；日经225PE为15.95，较上期变化-8.39%。



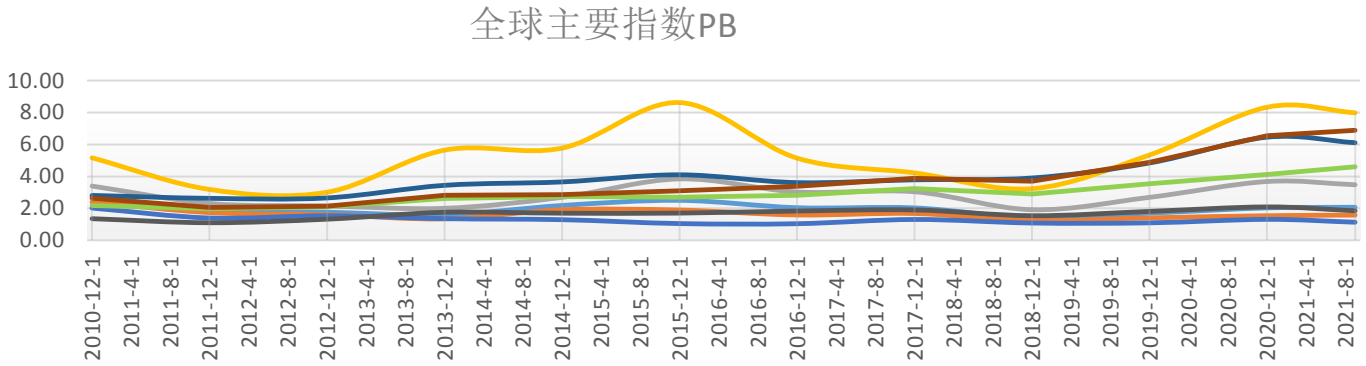
	2010-12-31	2011-12-30	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-30	2017-12-29	2018-12-28	2019-12-31	2020-12-31	2021-9-15
万得全A	20.08	12.87	13.88	12.41	17.43	23.15	21.39	19.52	13.14	17.50	23.36	19.70
上证指数	16.72	11.05	11.73	9.68	14.20	16.47	15.75	15.64	10.99	13.11	16.10	13.96
深证成指	21.69	15.31	16.62	14.04	18.81	37.29	30.51	27.58	16.32	24.43	32.19	27.21
创业板指	70.73	36.89	34.62	58.37	56.29	71.76	42.40	41.34	27.92	49.88	64.39	55.53
恒生指数	13.28	8.37	10.86	9.28	9.26	8.78	11.13	12.81	9.46	10.20	15.56	10.72
标普500	15.41	13.76	15.50	18.57	18.85	21.62	23.68	24.78	18.83	24.03	36.98	27.34
纳斯达克指数	28.42	25.63	20.86	27.95	29.27	33.23	30.95	41.63	36.75	33.46	66.60	39.08
道琼斯工业指数	13.47	12.43	14.82	15.65	16.09	18.25	20.44	21.67	18.99	21.94	30.27	26.54
日经225	20.30	16.47	26.64	23.35	21.12	20.13	24.38	19.30	13.82	18.91	38.47	15.95

	本期涨跌幅	2021年变化趋势
万得全A	-0.44%	
上证指数	-0.53%	
深证成指	-0.83%	
创业板指	-0.57%	
恒生指数	-5.69%	
标普500	-1.57%	
纳斯达克指数	-1.68%	
道琼斯工业指数	-1.84%	
日经225	-8.39%	

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.1全球主要指数PB估值

- 本期全球主要指数PB普遍收跌。万得全A的PB为2.07，较上期-0.51%；上证指数PB为1.58，较上期变化-0.44%；深证成指PB为3.47，较上期变化-0.86%；创业板指PB为7.99，较上期变化-0.56%；恒生指数PB为1.13，较上期变化-5.56%；标普500PB为4.60，较上期变化-1.51%；纳斯达克PB为6.11，较上期变化-1.66%；道琼斯指数PB为6.89，较上期变化-1.84%；日经225PB为1.84，较上期变化-8.57%。



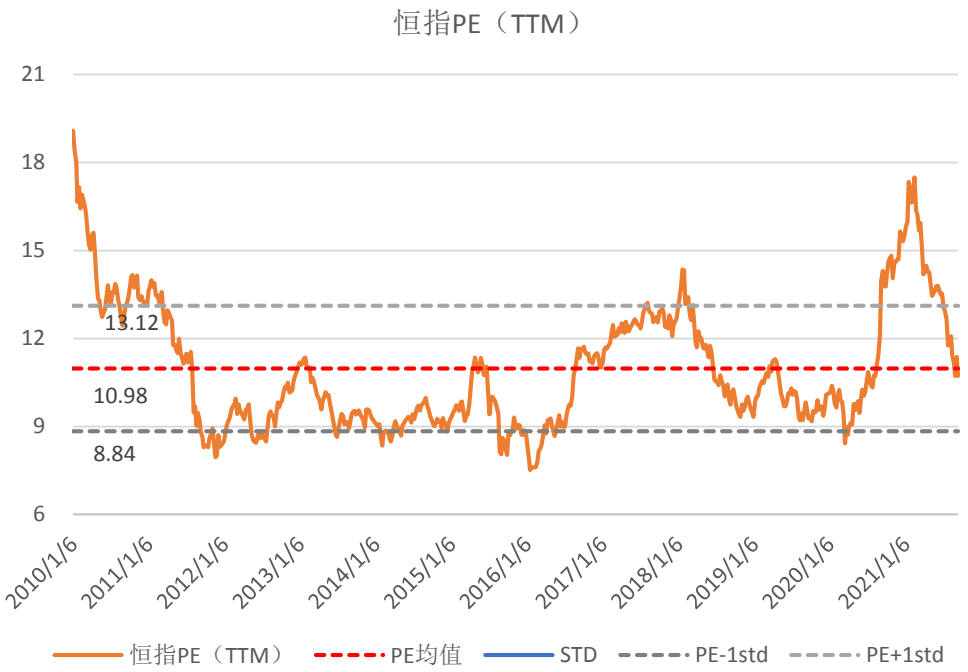
	2010-12-31	2011-12-30	2012-12-31	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-30	2017-12-29	2018-12-28	2019-12-31	2020-12-31	2021-9-15
万得全A	2.75	1.89	1.76	1.60	2.18	2.50	2.04	2.03	1.41	1.70	2.03	2.07
上证指数	2.40	1.73	1.61	1.34	1.91	1.90	1.59	1.68	1.24	1.41	1.54	1.58
深证成指	3.39	2.30	2.14	2.00	2.68	3.84	3.02	3.03	1.91	2.69	3.67	3.47
创业板指	5.17	3.19	3.01	5.65	5.78	8.63	5.15	4.22	3.24	5.35	8.34	7.99
恒生指数	2.02	1.39	1.54	1.35	1.29	1.04	1.03	1.30	1.08	1.09	1.31	1.13
标普500	2.17	1.98	2.10	2.62	2.74	2.70	2.81	3.25	2.90	3.53	4.12	4.60
纳斯达克指数	2.82	2.63	2.66	3.45	3.66	4.10	3.61	3.79	3.90	4.85	6.46	6.11
道琼斯工业指数	2.64	2.05	2.13	2.82	2.86	3.09	3.38	3.89	3.70	4.89	6.55	6.89
日经225	1.35	1.10	1.32	1.75	1.69	1.70	1.83	1.89	1.53	1.80	2.08	1.84

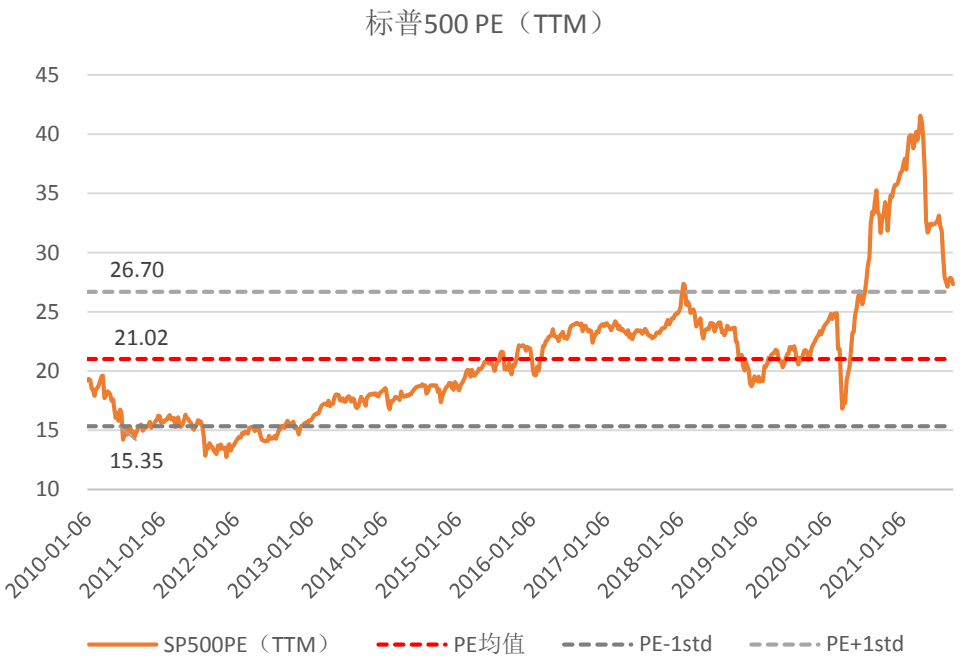
	本期涨跌幅	2021年变化趋势
万得全A	-0.51%	
上证指数	-0.44%	
深证成指	-0.86%	
创业板指	-0.56%	
恒生指数	-5.56%	
标普500	-1.51%	
纳斯达克指数	-1.66%	
道琼斯工业指数	-1.84%	
日经225	-8.57%	

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2恒指、标普500估值详情

- 恒生指数本期PE为10.72，低于2010年以来的均值+1倍标准差，所处的历史百分位为55.00%。
- 标普500指数本期PE为27.34，远高于2010年以来的均值+1倍标准差，所处的历史百分位为89.70%。

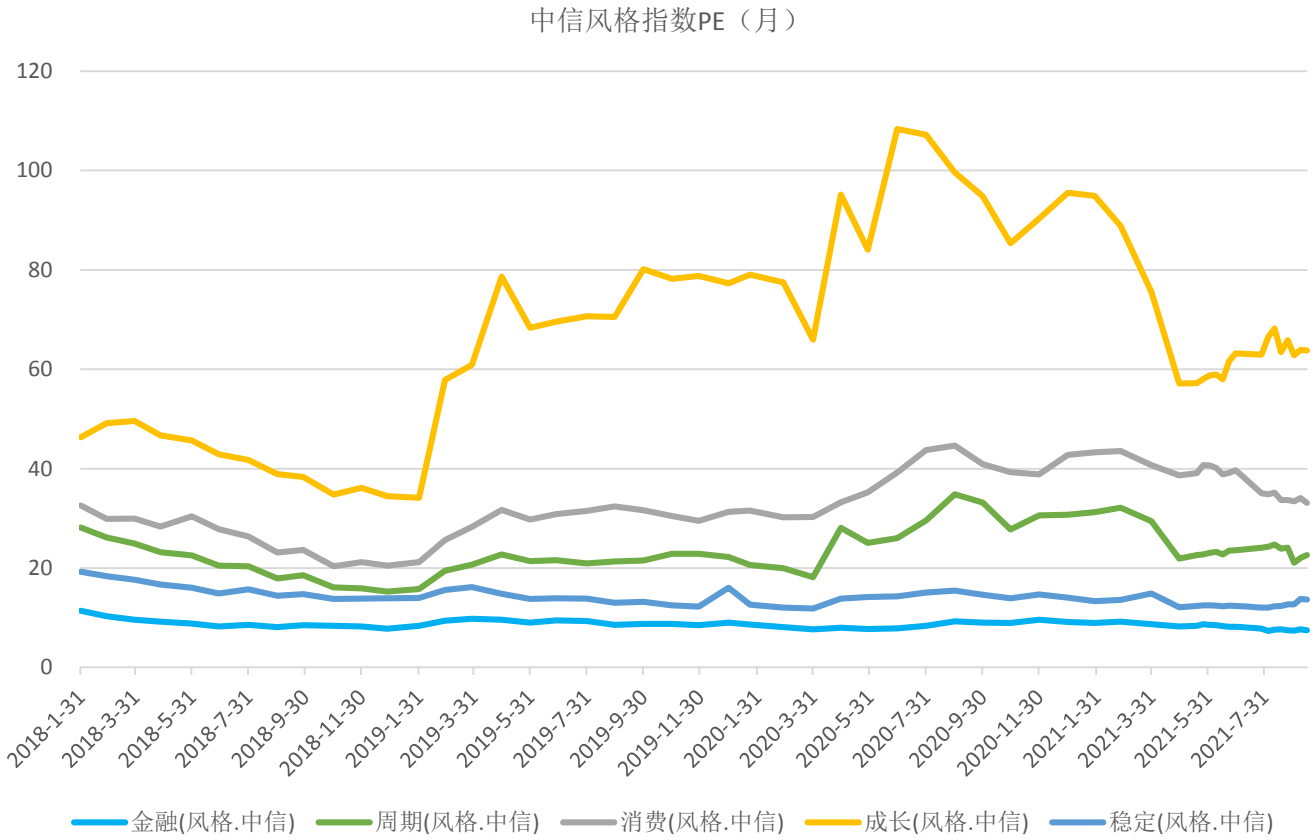




资料来源：WIND，申港证券研究所

1.3 A股风格指数PE

- 本期A股风格估值指数PE多数收跌：金融风格PE为7.476，比上期-2.12%；周期风格PE为22.586，比上期+2.47%；消费风格PE为33.097，比上期-2.88%；成长风格PE为63.761，比上期-0.23%；稳定风格PE为13.634，比上期-1.21%。

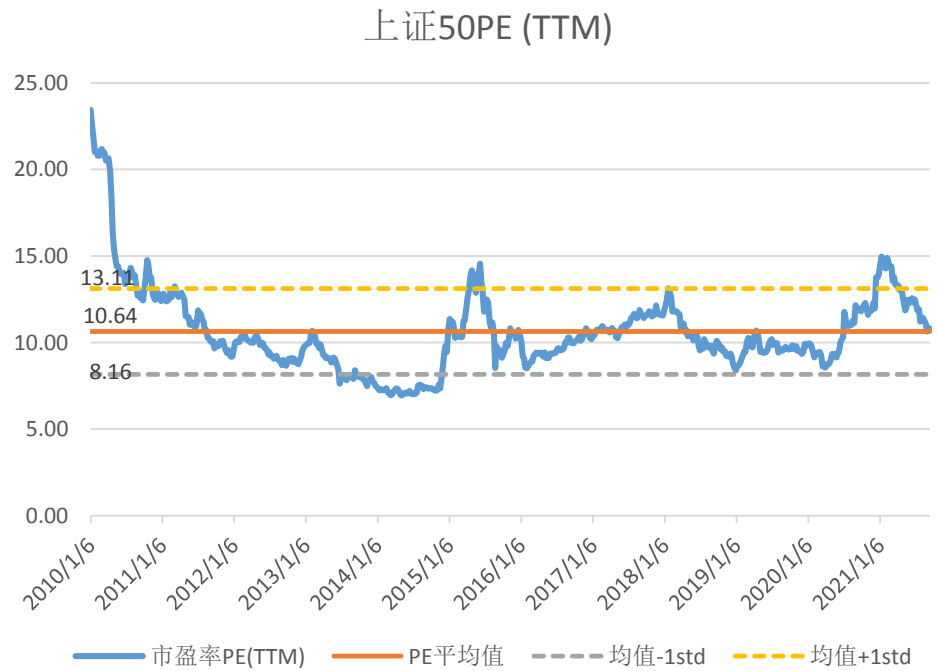


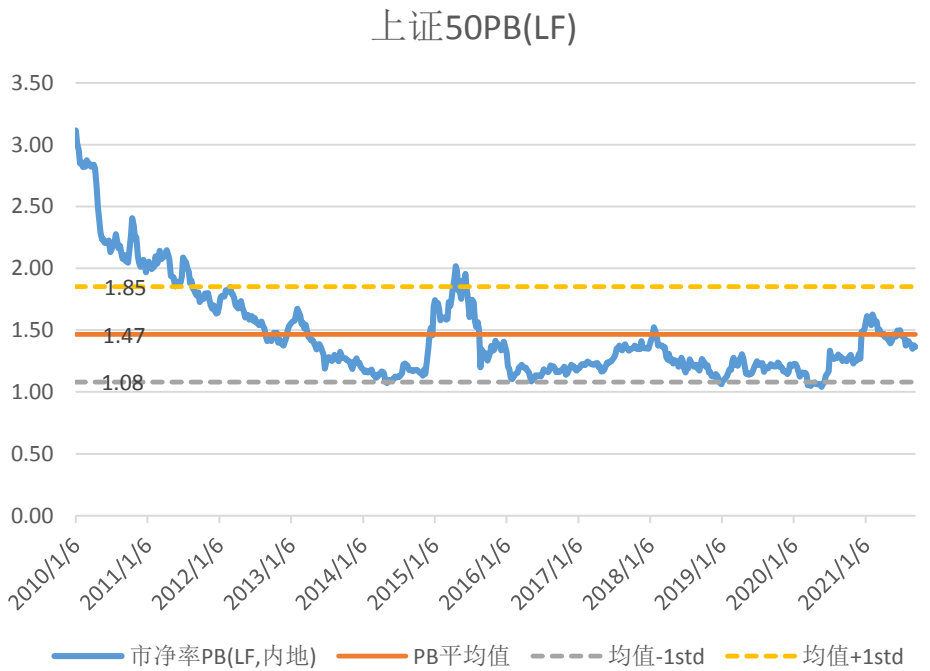
周中数据	本期涨跌幅	2021指数变化趋势	2021涨跌幅变化趋势
金融(风格.中信)	-2.12%		
周期(风格.中信)	2.47%		
消费(风格.中信)	-2.88%		
成长(风格.中信)	-0.23%		
稳定(风格.中信)	-1.21%		

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.4 上证50估值

- 本报告期，上证50PE目前为10.75，较上周（2021年9月8日）变化-1.00%，所处历史（2010年1月至今）百分位63%。上证50PB目前为1.36，较上期变化-1.00%，所处百分位55%。

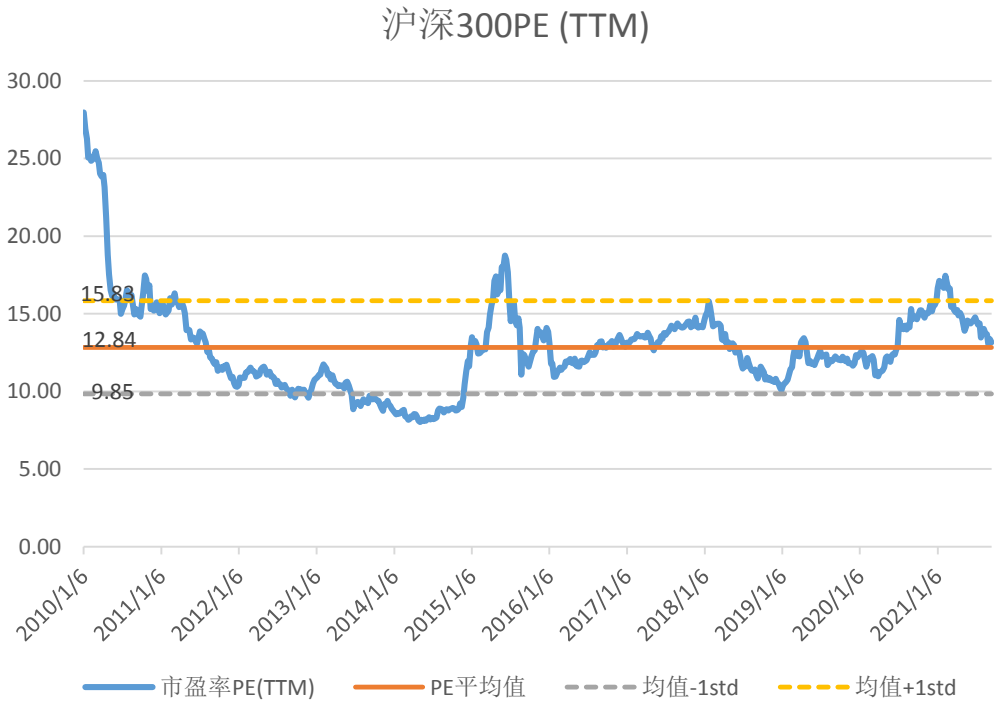


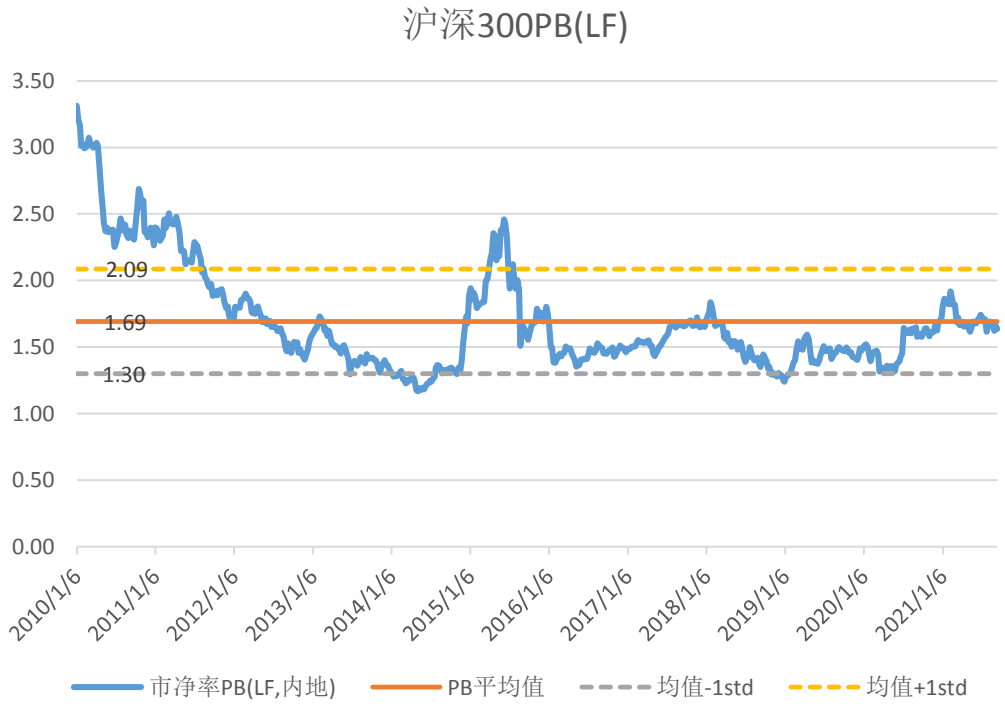


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.5 沪深300估值

- 本报告期内，沪深300PE为13.16，较上期-1.52%，所处百分位59%。沪深300PB为1.64，较上期-1.52%，所处百分位56%。

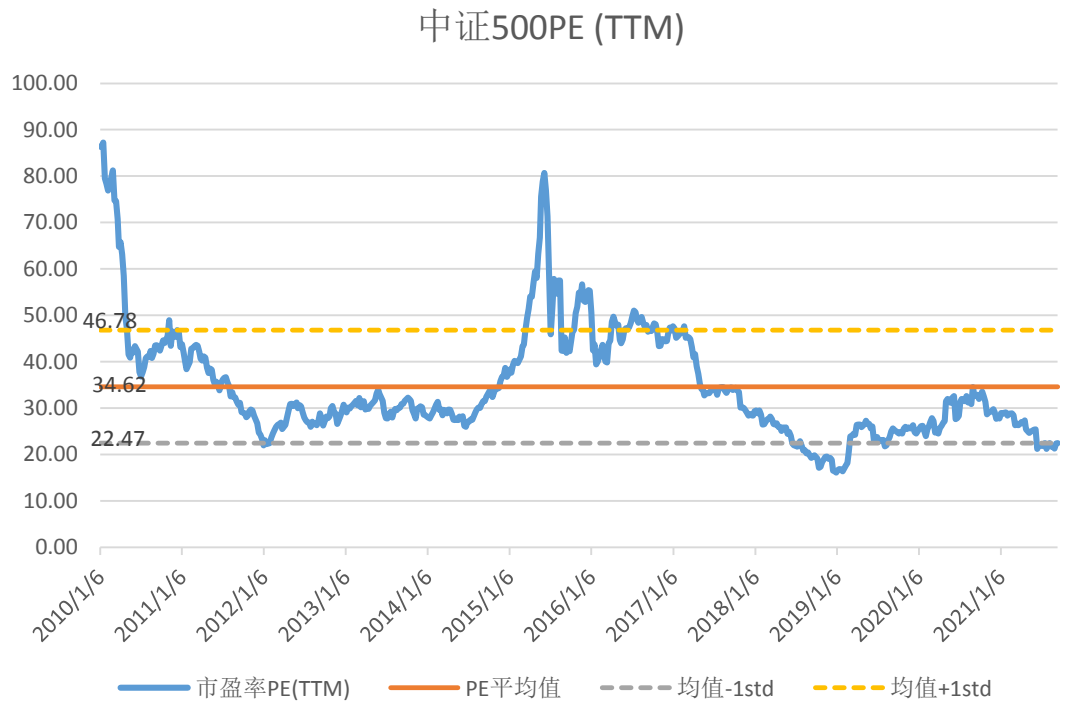


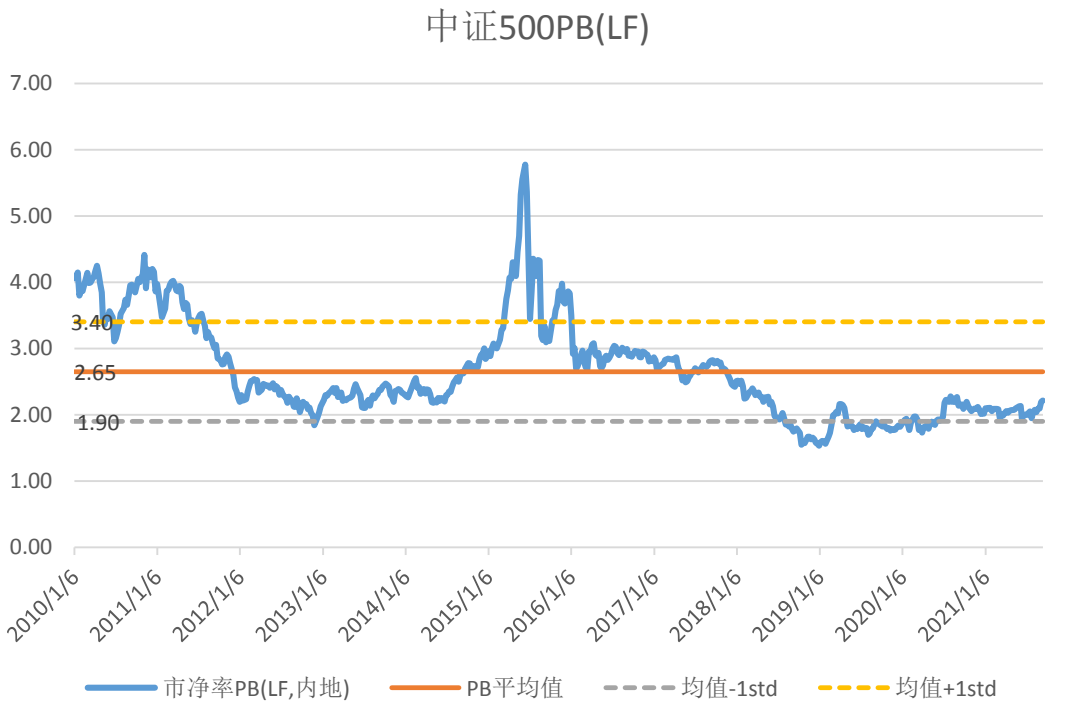


资料来源：WIND，申港证券研究所

1.6 中证500估值

- 本报告期，中证500PE目前为22.49，较上期+0.30%，所处百分位9%。中证500PB目前为2.21，较上期+0.76%，所处百分位33%。

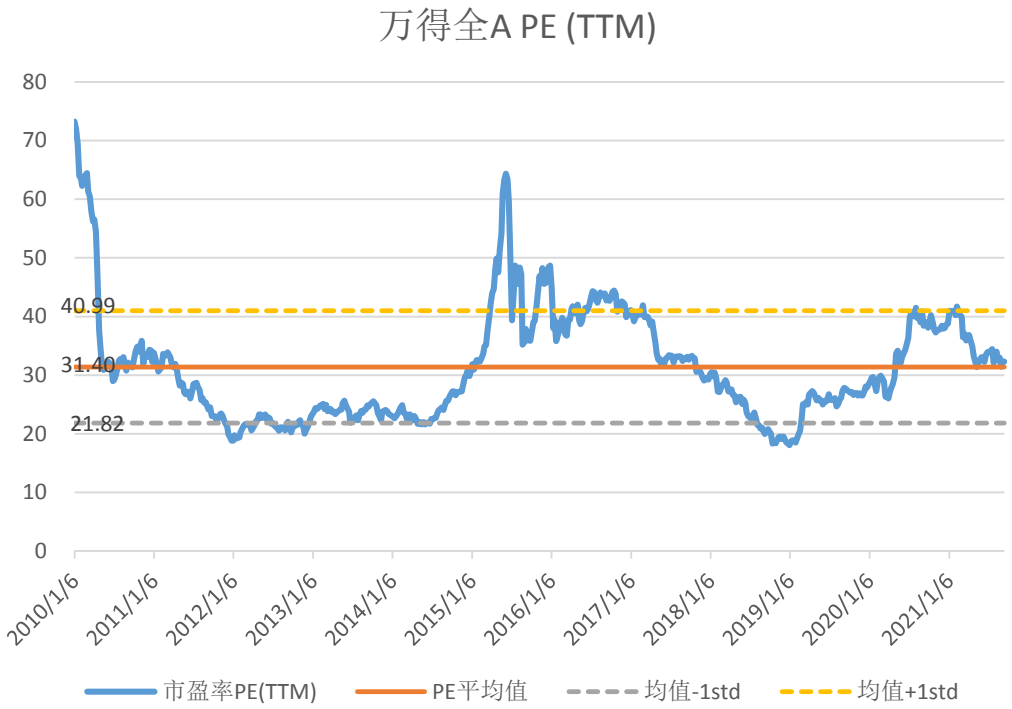




资料来源：WIND，申港证券研究所

1.7 万得全A（除金融、石化）估值

- 本报告期，万得全A（除金融、石化）PE目前为32.296，较上期-0.22%，所处百分位59%。万得全A PB目前为3.10，较上期-0.31%，所处百分位79%。

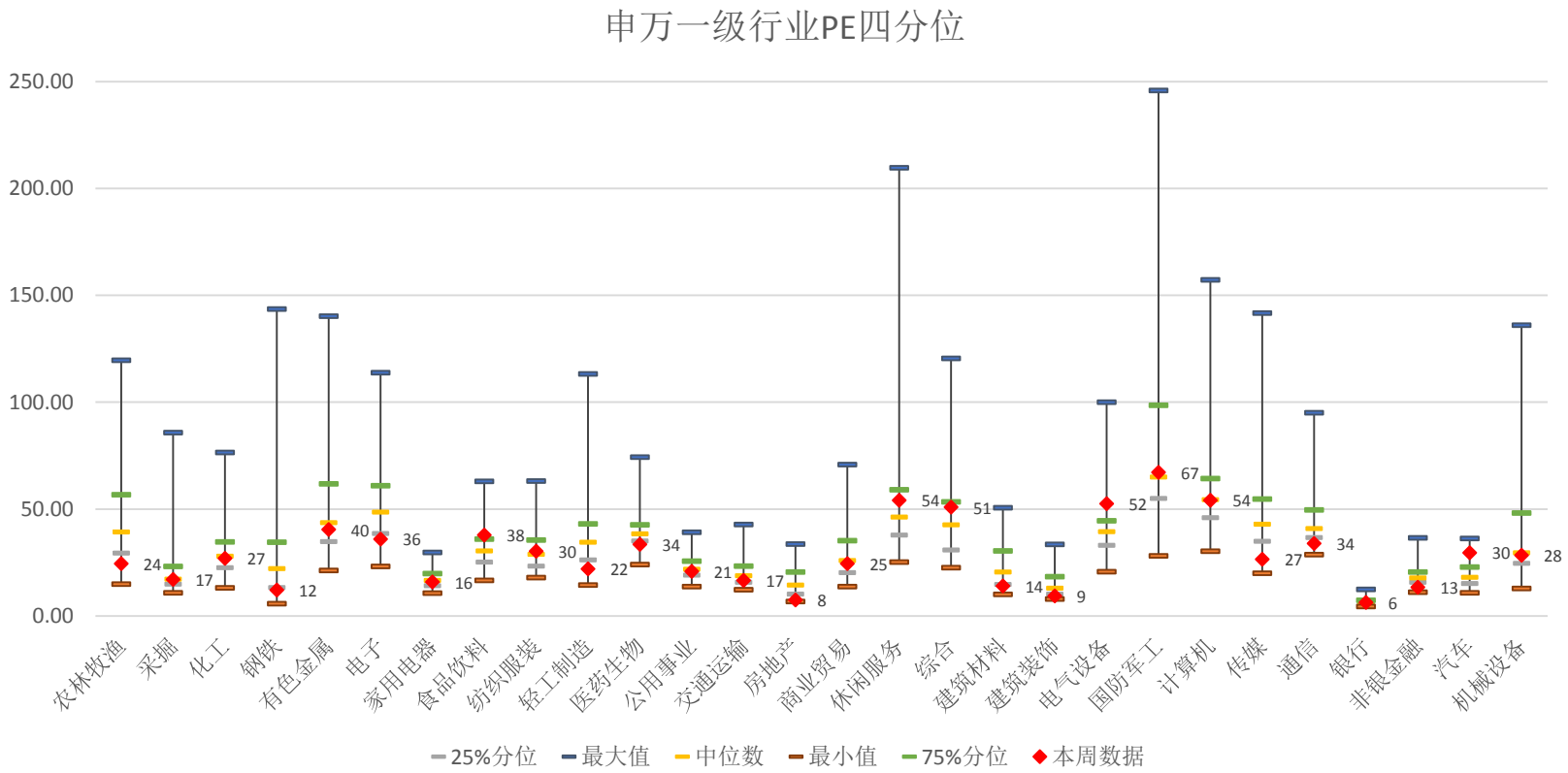




资料来源：WIND，申港证券研究所

2 申万一级行业PE四分位

- 本期申万一级行业PE中，超过75%的分别是汽车、电气设备、食品饮料板块，低于25%百分位板块分别是房地产、非银金融、传媒、通信、建筑装饰、轻工制造、农林牧渔、电子、医药生物、钢铁板块。
- 本期PE估值绝对值最高的是国防军工、休闲服务、计算机、电气设备、综合板块。

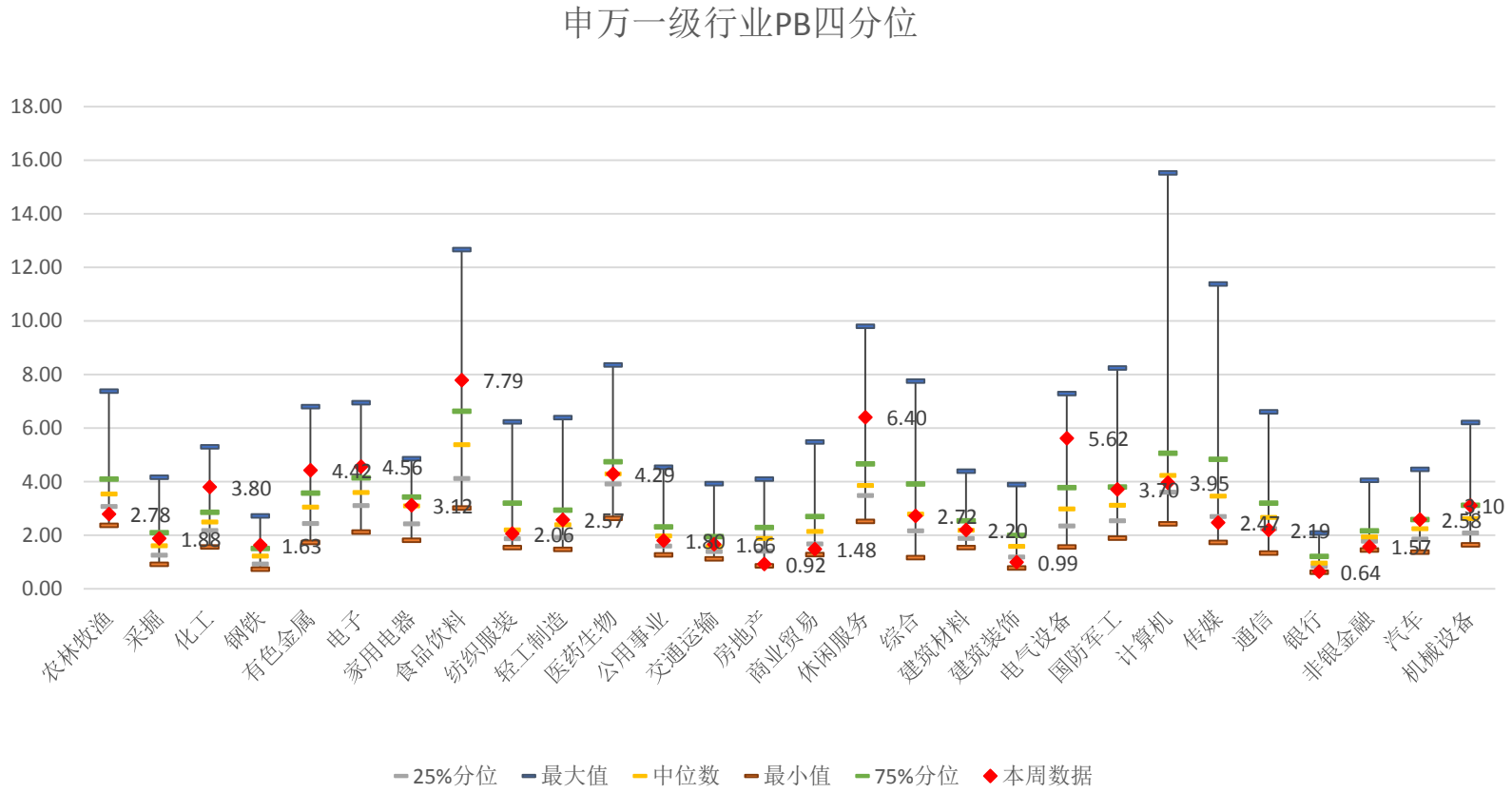


本周数据所处百分位	
汽车	94%
电气设备	93%
食品饮料	81%
综合	69%
休闲服务	64%
纺织服装	56%
国防军工	55%
计算机	49%
采掘	48%
化工	44%
商业贸易	44%
公用事业	43%
家用电器	43%
机械设备	43%
有色金属	43%
银行	33%
交通运输	32%
钢铁	20%
建筑材料	20%
医药生物	17%
电子	16%
农林牧渔	13%
轻工制造	12%
建筑装饰	11%
通信	10%
传媒	7%
非银金融	6%
房地产	1%

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.1申万一级行业PB四分位

- 本期申万一级行业PB中，超过75%百分位的分别是电气设备、化工、休闲服务、电子、有色金属、食品饮料、钢铁、汽车板块，低于25%百分位板块分别是银行、房地产、非银金融、农林牧渔、建筑装饰、商业贸易、传媒、通信板块。
- 本期PB估值绝对值最高的是食品饮料、休闲服务、电气设备等板块。



本周数据所处百分位	
电气设备	97%
化工	96%
休闲服务	91%
电子	90%
有色金属	87%
食品饮料	86%
钢铁	83%
汽车	75%
机械设备	74%
采掘	71%
国防军工	70%
轻工制造	57%
交通运输	55%
家用电器	52%
建筑材料	52%
医药生物	50%
综合	45%
纺织服装	44%
计算机	38%
公用事业	34%
通信	20%
传媒	16%
商业贸易	16%
建筑装饰	15%
农林牧渔	11%
非银金融	4%
房地产	1%
银行	0%

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.2 申万一级行业PE矩阵

- 本期，关于申万一级行业PE矩阵，食品饮料、综合、电气设备、汽车较其他行业的历史百分位处于较高的水平，大部分在90%以上；传媒、房地产及与房产开发有关的建筑材料、建筑装饰处于较低的历史百分位。

分母端＼分子端	农林牧渔(申万)	采掘(申万)	化工(申万)	钢铁(申万)	有色金属(申万)	电子(申万)	家用电器(申万)	食品饮料(申万)	纺织服装(申万)	轻工制造(申万)	医药生物(申万)	公用事业(申万)	交通运输(申万)	房地产(申万)	商业贸易(申万)	休闲服务(申万)	综合(申万)	建筑材料(申万)	建筑装饰(申万)	电气设备(申万)	国防军工(申万)	计算机(申万)	传媒(申万)	通信(申万)	银行(申万)	非银金融(申万)	汽车(申万)	机械设备(申万)
农林牧渔(申万)	1	76%	81%	36%	75%	78%	82%	88%	82%	55%	80%	81%	79%	32%	79%	88%	85%	58%	60%	92%	76%	87%	55%	72%	85%	53%	88%	69%
采掘(申万)	24%	1	59%	14%	52%	34%	55%	79%	77%	18%	41%	43%	51%	10%	66%	85%	91%	18%	21%	95%	53%	63%	18%	29%	45%	21%	87%	45%
化工(申万)	19%	41%	1	81%	28%	13%	100%	67%	94%	76%	66%	94%	100%	100%	95%	30%	32%	97%	100%	69%	8%	20%	49%	54%	100%	100%	100%	58%
钢铁(申万)	64%	86%	19%	1	80%	66%	66%	75%	75%	67%	69%	74%	69%	44%	78%	83%	94%	62%	61%	96%	80%	71%	62%	68%	75%	63%	98%	73%
有色金属(申万)	25%	48%	72%	20%	1	27%	51%	71%	73%	11%	41%	55%	44%	5%	60%	81%	95%	17%	22%	99%	61%	62%	14%	30%	51%	24%	98%	50%
电子(申万)	22%	66%	87%	34%	73%	1	80%	95%	99%	28%	71%	70%	69%	15%	82%	89%	100%	37%	39%	100%	62%	87%	11%	65%	76%	53%	100%	58%
家用电器(申万)	18%	45%	0%	34%	49%	20%	1	98%	72%	25%	30%	45%	35%	12%	53%	70%	70%	21%	16%	94%	55%	60%	11%	16%	51%	20%	100%	53%
食品饮料(申万)	12%	21%	33%	25%	29%	5%	3%	1	28%	5%	3%	11%	4%	7%	23%	44%	47%	13%	11%	56%	33%	19%	4%	8%	11%	6%	65%	24%
纺织服装(申万)	18%	23%	6%	25%	27%	1%	28%	72%	1	2%	10%	41%	6%	6%	28%	66%	65%	10%	9%	94%	36%	36%	2%	12%	39%	14%	98%	32%
轻工制造(申万)	45%	82%	24%	33%	89%	72%	75%	95%	98%	1	72%	83%	70%	25%	94%	88%	99%	57%	60%	100%	89%	78%	42%	67%	78%	59%	99%	73%
医药生物(申万)	20%	59%	34%	32%	59%	29%	71%	97%	90%	28%	1	56%	49%	13%	59%	89%	83%	25%	25%	99%	60%	79%	5%	30%	66%	24%	99%	55%
公用事业(申万)	19%	57%	6%	26%	45%	30%	55%	89%	59%	18%	44%	1	35%	0%	47%	66%	70%	19%	0%	88%	53%	55%	8%	18%	50%	11%	92%	38%
交通运输(申万)	21%	49%	0%	31%	56%	31%	66%	96%	94%	30%	51%	65%	1	12%	62%	86%	87%	26%	19%	100%	64%	71%	16%	21%	66%	28%	99%	55%
房地产(申万)	68%	90%	0%	56%	95%	86%	88%	93%	94%	76%	87%	100%	88%	1	98%	88%	98%	89%	100%	99%	98%	88%	65%	93%	94%	81%	98%	95%
商业贸易(申万)	22%	34%	5%	22%	40%	18%	47%	77%	72%	6%	42%	53%	38%	2%	1	83%	85%	6%	16%	95%	47%	58%	8%	27%	46%	20%	93%	37%
休闲服务(申万)	13%	15%	70%	17%	19%	11%	30%	56%	34%	13%	11%	34%	14%	12%	18%	1	53.0%	12.4%	12.4%	81.6%	34.0%	26.2%	10.3%	12.4%	33.6%	20.0%	93.7%	27.8%
综合(申万)	15%	9%	68%	6%	5%	0%	30%	53%	36%	1%	17%	30%	14%	2%	15%	47%	1	2%	4%	68%	22%	25%	2%	11%	28%	17%	83%	15%
建筑材料(申万)	43%	82%	4%	38%	83%	63%	79%	87%	90%	43%	76%	81%	74%	11%	94%	88%	98%	1	54%	99%	73%	78%	40%	69%	74%	51%	96%	73%
建筑装饰(申万)	40%	80%	0%	39%	78%	61%	84%	89%	91%	40%	75%	100%	81%	0%	84%	88%	96%	46%	1	97%	76%	82%	44%	67%	87%	49%	93%	66%
电气设备(申万)	8%	5%	31%	4%	1%	0%	6%	44%	6%	0%	1%	12%	0%	1%	5%	18%	32%	1%	3%	1	18%	3%	1%	1%	9%	2%	77%	15%
国防军工(申万)	24%	48%	92%	20%	39%	38%	45%	67%	64%	11%	40%	47%	36%	3%	53%	66%	78%	27%	24%	82%	1	50%	21%	28%	43%	22%	92%	28%
计算机(申万)	13%	37%	80%	29%	38%	13%	40%	81%	64%	22%	21%	46%	29%	12%	42%	74%	75%	23%	18%	97%	50%	1	3%	16%	39%	20%	99%	42%
传媒(申万)	45%	82%	52%	38%	86%	89%	90%	96%	98%	58%	95%	92%	84%	35%	92%	90%	98%	60%	56%	99%	79%	97%	1	79%	89%	67%	99%	67%
通信(申万)	28%	71%	46%	32%	70%	35%	85%	93%	89%	33%	70%	82%	79%	7%	73%	88%	89%	31%	33%	100%	72%	84%	21%	1	83%	40%	97%	62%
银行(申万)	15%	55%	0%	25%	49%	24%	49%	89%	61%	23%	34%	50%	34%	6%	54%	66%	72%	26%	13%	91%	57%	61%	11%	17%	1	15%	98%	52%
非银金融(申万)	47%	79%	0%	38%	76%	47%	80%	94%	86%	41%	76%	89%	72%	19%	80%	80%	83%	49%	51%	98%	78%	80%	33%	61%	86%	1	99%	26%
汽车(申万)	12%	13%	0%	2%	2%	0%	0%	36%	2%	1%	1%	8%	1%	2%	7%	6%	17%	4%	7%	23%	8%	1%	1%	3%	2%	1%	1	6%
机械设备(申万)	31%	56%	42%	28%	50%	42%	47%	76%	68%	27%	45%	62%	45%	5%	63%	72%	85%	27%	34%	86%	72%	58%	33%	38%	48%	74%	95%	1

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3申万一级行业PB矩阵

- 本期，关于申万一级行业PB矩阵，钢铁、有色金属、电子、休闲服务、电气设备、汽车较其他行业估值的历史百分位较高；农林牧渔、化工、房地产、商业贸易、传媒、银行较其他行业的历史百分位水平处于较低水平。

分母端 \ 分子端	农林牧渔(申万)	采掘(申万)	化工(申万)	钢铁(申万)	有色金属(申万)	电子(申万)	家用电器(申万)	食品饮料(申万)	纺织服装(申万)	轻工制造(申万)	医药生物(申万)	公用事业(申万)	交通运输(申万)	房地产(申万)	商业贸易(申万)	休闲服务(申万)	综合(申万)	建筑材料(申万)	建筑装饰(申万)	电气设备(申万)	国防军工(申万)	计算机(申万)	传媒(申万)	通信(申万)	银行(申万)	非银金融(申万)	汽车(申万)	机械设备(申万)
农林牧渔(申万)	1	78%	100%	99%	100%	99%	90%	94%	74%	99%	94%	84%	97%	12%	24%	96%	74%	95%	22%	99%	99%	72%	38%	50%	26%	51%	99%	100%
采掘(申万)	22%	1	88%	55%	92%	65%	36%	75%	25%	30%	26%	23%	29%	0%	0%	86%	39%	30%	0%	90%	49%	26%	15%	27%	0%	12%	47%	48%
化工(申万)	0%	12%	1	100%	81%	63%	77%	21%	100%	100%	13%	100%	100%	100%	95%	28%	85%	100%	100%	88%	88%	29%	61%	93%	100%	100%	100%	97%
钢铁(申万)	1%	45%	0%	1	57%	53%	10%	56%	1%	10%	13%	2%	2%	0%	0%	72%	17%	3%	1%	83%	22%	8%	1%	0%	0%	0%	25%	20%
有色金属(申万)	0%	8%	19%	43%	1	26%	23%	65%	0%	22%	8%	2%	6%	0%	0%	57%	0%	0%	1%	84%	23%	17%	1%	8%	0%	0%	15%	18%
电子(申万)	1%	35%	37%	47%	74%	1	9%	55%	10%	16%	2%	15%	12%	2%	4%	90%	28%	4%	9%	99%	32%	2%	2%	1%	1%	2%	23%	35%
家用电器(申万)	10%	64%	23%	90%	77%	91%	1	79%	31%	44%	36%	31%	36%	5%	14%	95%	38%	38%	17%	100%	56%	32%	26%	9%	8%	11%	48%	58%
食品饮料(申万)	6%	25%	79%	44%	36%	45%	21%	1	12%	24%	12%	17%	13%	6%	9%	65%	28%	15%	11%	61%	35%	8%	8%	7%	10%	7%	29%	27%
纺织服装(申万)	26%	75%	0%	99%	100%	90%	69%	88%	1	96%	73%	67%	80%	0%	4%	89%	78%	75%	8%	98%	96%	57%	17%	35%	17%	23%	96%	97%
轻工制造(申万)	1%	70%	0%	90%	79%	84%	56%	76%	4%	1	30%	21%	34%	0%	4%	88%	29%	38%	5%	98%	75%	16%	2%	3%	2%	19%	73%	74%
医药生物(申万)	6%	74%	87%	87%	93%	99%	64%	88%	27%	70%	1	24%	42%	3%	8%	95%	40%	52%	12%	100%	86%	41%	8%	25%	7%	6%	93%	88%
公用事业(申万)	16%	77%	0%	98%	98%	85%	69%	83%	33%	79%	76%	1	66%	0%	0%	89%	54%	66%	1%	97%	91%	49%	7%	32%	3%	19%	91%	89%
交通运输(申万)	3%	71%	0%	98%	95%	88%	64%	87%	20%	66%	58%	34%	1	0%	2%	89%	38%	48%	7%	99%	92%	45%	10%	12%	1%	6%	89%	94%
房地产(申万)	88%	100%	0%	100%	100%	98%	95%	94%	100%	100%	97%	100%	100%	1	95%	94%	99%	99%	98%	99%	99%	99%	84%	96%	90%	99%	99%	99%
商业贸易(申万)	76%	100%	5%	100%	100%	96%	86%	91%	96%	96%	92%	100%	98%	5%	1	93%	98%	96%	44%	99%	98%	81%	54%	65%	37%	72%	98%	99%
休闲服务(申万)	5%	14%	72%	28%	43%	10%	5%	35%	11%	12%	5%	11%	11%	6%	7%	1	14.3%	7.4%	10.3%	86.0%	12.4%	6.3%	6.7%	6.0%	6.9%	5.6%	13.1%	11.3%
综合(申万)	26%	61%	15%	83%	100%	72%	62%	72%	22%	71%	61%	46%	62%	1%	2%	86%	1	52%	3%	98%	79%	41%	2%	41%	13%	26%	82%	77%
建筑材料(申万)	5%	71%	0%	98%	100%	96%	62%	86%	25%	62%	48%	34%	52%	1%	5%	93%	48%	1	13%	99%	81%	47%	13%	29%	2%	7%	84%	90%
建筑装饰(申万)	78%	100%	0%	99%	99%	91%	83%	89%	92%	95%	88%	100%	93%	2%	56%	90%	97%	87%	1	98%	94%	83%	57%	77%	36%	77%	94%	95%
电气设备(申万)	1%	10%	12%	18%	16%	1%	0%	39%	2%	2%	0%	3%	1%	1%	1%	14%	2%	1%	3%	1	1%	0%	1%	0%	1%	1%	0%	1%
国防军工(申万)	1%	51%	12%	78%	77%	68%	44%	65%	4%	25%	14%	9%	8%	1%	2%	88%	21%	19%	6%	99%	1	5%	2%	1%	1%	3%	42%	48%
计算机(申万)	28%	74%	71%	92%	83%	98%	68%	92%	43%	84%	59%	51%	55%	1%	19%	94%	60%	53%	18%	100%	95%	1	16%	39%	21%	31%	86%	91%
传媒(申万)	62%	86%	39%	99%	100%	98%	74%	92%	83%	98%	92%	93%	90%	16%	46%	93%	98%	87%	43%	99%	99%	84%	1	62%	40%	54%	99%	99%
通信(申万)	50%	73%	8%	100%	92%	99%	91%	93%	66%	97%	76%	68%	88%	4%	35%	94%	60%	71%	23%	100%	99%	61%	38%	1	31%	49%	92%	93%
银行(申万)	74%	100%	0%	100%	100%	99%	92%	90%	83%	99%	93%	97%	99%	10%	63%	93%	87%	98%	65%	100%	99%	79%	60%	70%	1	89%	99%	99%
非银金融(申万)	49%	88%	0%	100%	100%	98%	89%	94%	77%	81%	95%	81%	94%	1%	28%	94%	74%	93%	23%	99%	97%	69%	46%	51%	11%	1	99%	71%
汽车(申万)	1%	53%	0%	75%	85%	77%	52%	71%	4%	28%	7%	9%	11%	1%	2%	87%	18%	16%	6%	100%	58%	14%	1%	8%	1%	1%	1	52%
机械设备(申万)	0%	52%	3%	80%	82%	65%	42%	73%	4%	26%	12%	11%	6%	1%	1%	89%	23%	10%	5%	99%	52%	9%	1%	7%	1%	29%	48%	1

Appendix

附录3. 7月政治局工作会议和过去十年政治局会议回顾

17月政治局工作会议关键词：宏观政策跨周期调节

- 2021年7月政治局工作会议表示：1要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间。2要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。
- **宏观政策跨周期调节是过去十年以来第一次提及名词，跨周期本质是从宽松周期走向收紧周期。**回顾过去两次经济复苏后段，10-11年的跨周期是以压减通胀、基准利率加息、收紧房贷利率大幅为主要特征；17-18的跨周期是以对于居民、非金融企业和政府全面去杠杆，房贷利率缓慢上升为主要特征。
- **本轮的跨周期调节特点在于，收紧和宽松并存，一方面保持综合融资成本稳中有降，让利实体企业，但同时对于房价过快上涨城市进行严厉的加息操作和调控升级：无风险收益率十年期国债收益率依然边际宽松，目前已经下降至2.85%，是过去十年来最低5%百分位。房贷利率的提升则更为严厉，尤其为应对一线城市房价过快上涨，房贷利率已经提升至近五年最高25%分位，限购限贷及新房摇号积分政策继续升级。无风险收益率和房贷利率的走势逐渐分化，体现了了政府为延续经济复苏同时坚持房住不炒政策基调下的审慎决策。**
- **“今明两年宏观政策衔接”这一词汇，也是过去10年没有提及过的，这暗示明年的宏观政策和今年一定有所不同。**
- **8月份PPI同比上涨9.5%，高于市场预期，同比增速升至2008年8月以来的最高水平，而8月CPI同比涨幅从7月的1.0%降至低于市场预期的0.8%，PPI和CPI增速的差距在持续扩大。在历史上经济复苏周期PPI增速达到高点后的第二年，均出现无风险收益率和房贷利率全面上升的宏观政策背景，这是应对滞涨经济背景下的必然手段。**
- 政治局工作会议历史首次提及做好大宗商品保供稳价工作。国常会曾表示：要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，贯彻党中央、国务院部署，按照精准调控要求，针对市场变化，突出重点综合施策，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。要多措并举加强供需双向调节。**所以可以预见高通胀一旦向着CPI端出现传导，全面收紧的宏观政策将会衔接落地。**

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.1回顾过去十年政治局工作会议

	2021年	2020年	2019年	2018年	2017年
形势研判	当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡。	当前经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大	当前我国经济发展面临新的风险挑战，**国内经济下行压力加大**	当前经济运行稳中有变，面临一些新问题新挑战	物价总体稳定。经济结构调整不断深化，消费需求对经济增长的拉动作用保持强劲，产业结构调整加快，过剩产能继续化解，适应消费升级的行业和战略性新兴产业快速发展，各产业内部组织结构改善
货币政策和财政政策	**要做好宏观政策跨周期调节**，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，**统筹做好今明两年宏观政策衔接**，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。要增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。**做好大宗商品保供稳价工作。**	财政政策要更加积极有为、注重实效。要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业	财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕	**保持经济平稳健康发展**，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，提高政策的前瞻性、灵活性、有效性。财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用。要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕	要保持政策连续性和稳定性，**实施好积极的财政政策和稳健的货币政策**，坚持以供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，加强预期引导，深化创新驱动，确保经济平稳健康发展，提高经济运行质量和效益，确保供给侧结构性改革得到深化，推动经济结构调整取得实质性进展；确保守住不发生系统性金融风险的底线
工作基调	要坚持稳中求进工作总基调，完整、准确、全面贯彻新发展理念，深化供给侧结构性改革，加快构建新发展格局，推动高质量发展	要坚持稳中求进工作总基调，坚持新发展理念，更好统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展，维护社会稳定大局，努力完成全年经济社会发展目标任务	要坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持新发展理念、推动高质量发展，坚持推进改革开放，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，统筹国内国际两个大局，统筹做好稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作，促进经济持续健康发展	要坚持稳中求进工作总基调，保持经济运行在合理区间，加强统筹协调，形成政策合力，精准施策，扎实细致工作	要坚持稳中求进工作总基调，更好把握稳和进的关系，把握好平衡，把握好时机，把握好度
实际经济变化（实际GDP同比增速、名义GDP同比增速）	一季度实际GDP同比增速与名义GDP同比增速分别为18.3%、20.7%，二季度实际GDP同比增速与名义GDP同比增速分别为7.9、13.09%%	二季度实际GDP同比增速与名义GDP同比增速分别为3.2%、5.31%，三季度分别为4.9、7.8%%，四季度分别为6.51%、6.57%	二季度实际GDP同比增速与名义GDP同比增速分别为6%、7.87%，三季度分别为5.9%、6.4%，四季度分别为5.8%、9.66%	二季度实际GDP同比增速与名义GDP同比增速分别为6.90%、10%，三季度分别为6.67%、9.5%，四季度分别为6.53%、8.11%	二季度实际GDP同比增速与名义GDP同比增速分别为7.00%、11.6%，三季度分别为6.91%、11.86%，四季度分别为6.85%、11.03%
实际货币政策变化（社融同比增速、M2同比增速）	一季度社融同比增速和M2同比增速分别为12.30%、9.40%，二季度社融同比增速和M2同比增速分别为11.00%、8.60%	二季度社融同比增速和M2同比增速分别为12.80%、11.10%，三季度分别为13.50%、10.90%，四季度分别为13.30%、10.10%	二季度社融同比增速和M2同比增速分别为11.19%、8.50%，三季度分别为10.67%、8.40%，四季度分别为10.69%、8.70%	二季度社融同比增速和M2同比增速分别为11.76%、8.00%，三季度分别为11.21%、8.30%，四季度分别为10.26%、8.10%	二季度社融同比增速和M2同比增速分别为14.92%、9.10%，三季度分别为14.89%、9.00%，四季度分别为14.08%、8.10%
实际财政政策变化（财政收支变化）	一季度财政赤字7,660.00亿元，二季度财政赤字2,972.00亿元	二季度财政赤字3,645.00亿元，三季度财政赤字4,649.33亿元，四季度财政赤字扩大至9,503.33亿元	二季度财政赤字3,573.00亿元，三季度财政赤字4,080.67亿元，四季度财政赤字扩大至6,852.67亿元	二季度财政赤字2,270.28亿元，三季度财政赤字3,398.90亿元，四季度财政赤字扩大至6,698.61亿元	二季度财政赤字2,542.07亿元，三季度财政赤字2,855.59亿元，四季度财政赤字扩大至4,339.60亿元
万得全A（除金融石化）总体涨跌幅	二季度A股涨跌幅11.8%，，三季度至今-1.72%，全年涨跌幅至今为6.12%	二季度A股涨跌幅13.36%，三季度8.85%，四季度-0.17%，全年涨跌幅为18.94%	二季度A股涨跌幅-7.72%，三季度-0.50%，四季度5.92%，全年涨跌幅为27.62%	二季度A股涨跌幅-13.46%，三季度-8.37%，四季度-8.10%，全年涨跌幅为-29.67%	二季度A股涨跌幅-6.12%，三季度8.58%，四季度-6.95%，全年涨跌幅为2.16%

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2回顾过去十年政治局工作会议

	2016年	2015年	2014年
形势研判	经济运行总体平稳，转方式、调结构稳步推进，企业效益有所回升，金融市场总体平稳运行，城镇新增就业持续增加，人民生活继续改善，社会大局保持稳定。同时，经济下行压力依然较大，存在一些必须高度重视的风险隐患	中国经济缓中趋稳、稳中向好	经济运行保持平稳，改革开放活力增强，发展质量稳步提升，民生保障扎实有力
货币政策和财政政策	要坚持适度扩大总需求，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，注重相机、灵活调控，把握好重点、节奏、力度，为供给侧结构性改革营造良好宏观环境。要落实各项减税降费措施，保证公共支出能力和力度，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。要引导货币信贷和社会融资合理增长，着力疏通货币政策传导渠道，优化信贷结构，支持实体经济发展	**坚持积极的财政政策不变调**，保持公共支出力度，继续减轻企业负担，引导和撬动更多民间资金增加投入。稳健的货币政策要松紧适度，保持合理的流动性，提高服务实体经济能力和水平	要发挥好财政金融资源效力，加大对实体经济支持力度优化财政金融资源配置，提高财经资金使用效益，积极拓宽实体经济融资渠道
工作基调	要按照中央经济工作会议决策部署，贯彻创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，坚持稳中求进工作总基调和宏观政策要稳、产业政策要准、微观政策要活、改革政策要实、社会政策要托底的总体思路，通过实施适度扩大总需求、坚定不移推进供给侧结构性改革、引导良好发展预期的组合政策，努力保持经济平稳发展走势，实现“十三五”良好开局	主动适应经济发展新常态，坚持稳中求进工作总基调，坚持以提高经济发展质量和效益为中心，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的总体思路，保持宏观政策连续性和稳定性，在区间调控基础上加大定向调控力度，及时进行预调微调	要全面贯彻落实党的十八大和十八届三中全会精神，全面落实中央经济工作会议决策部署，准确把握改革发展稳定的平衡点，准确把握近期目标和长期发展的平衡点准确把握经济社会发展和人民生活改善的结合点，**坚持稳中求进工作总基调**，坚持宏观政策要稳、微观政策要活、社会政策要托底的基本思路，保持宏观政策连续性和稳定性，针对经济运行中的突出问题，更加注重定向调控，有效实施一些兼顾当前和长远的政策措施，加快深化改革开放，着力推动结构调整，妥善防范化解风险不断改善民生工作，促进经济持续健康发展，努力实现全年经济社会发展预期目标
实际经济变化（实际GDP同比增速、名义GDP同比增速）	实际GDP增速三季度分别为6.8%、9.7%，四季度分别为6.9%、11.57%	二季度实际GDP同比增速7.1%，三季度为7%，四季度为6.9%	二季度实际GDP同比增速7.6%，三季度为7.2%%，四季度为7.3%
实际货币政策变化（社融同比增速、M2同比增速）	二季度社融同比增速和M2同比增速分别为12.40%、11.80%，三季度分别为12.50%、11.50%，四季度分别为12.80%、11.30%	二季度社融同比增速和M2同比增速分别为11.90%、11.80%三季度分别为12.50%、13.10%，四季度分别为12.40%、13.30%	二季度M2同比增速为14.70%，三季度为12.90%，四季度社融同比增速和M2同比增速分别为14.30%、12.20%
实际财政政策变化（财政收支变化）	二季度财政赤字1,529.63亿元，三季度财政赤字3,635.05亿元，四季度财政赤字扩大至4,577.57亿元	二季度财政赤字426.62亿元，三季度财政赤字2,854.01亿元四季度财政赤字扩大至5,766.99亿元	二季度财政盈余296.90亿元，三季度财政赤字920.56亿元，四季度财政赤字扩大至4,678.09亿元
万得全A（除金融石化）总体涨跌幅	二季度A股涨跌幅8.01%，三季度8.54%，四季度7.86%，全年涨跌幅为7.15%	二季度A股涨跌幅39.55%，三季度-28.40%，四季度43.64%全年涨跌幅为92.09%	二季度A股涨跌幅6.66%，三季度30.27%，四季度7.17%，全年涨跌幅为48.35%

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.3回顾过去十年政治局工作会议

	2013年	2012年（政府工作报告）	2011年（政府工作报告）
形势研判	经济保持平稳增长，价格总水平基本稳定，就业形势总体平稳，夏季粮油再获丰收，服务业发展继续加快，科技创新成果不断涌现，节能减排工作进一步强化，简政放权取得积极进展，改革开放力度加大，社会事业得到加强	经济增速保持在预期范围之内，农业形势进一步向好，物价涨幅回落，经济结构调整继续推进，改革开放不断深化，城乡居民生活进一步改善，社会保持和谐稳定。同时，我国经济发展面临的国际环境仍然严峻，影响我国经济平稳运行的不利因素仍然较多，经济发展面临诸多困难和挑战	我国经济发展形势总体是好的，同时发展中不平衡、不协调、不可持续矛盾仍然突出，国际环境和国内经济运行又出现了一些新情况、新问题、新矛盾
货币政策和财政政策	继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，盘活存量、优化增量、着力提高财政资金使用效益，加大金融支持实体经济的力度	要加强和改善宏观调控，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大结构性减税政策力度，保持货币信贷平稳适度增长	要全面贯彻党的十七大和十七届三中、四中、五中全会精神，以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，深入贯彻落实科学发展观，加快转变经济发展方式，继续加强和改善宏观调控，实施积极的财政政策和稳健的货币政策，着力稳定物价总水平，加快推进结构调整和节能减排，大力保障和改善民生，促进经济平稳较快发展和社会和谐稳定，努力实现“十二五”时期经济社会发展良好开局
工作基调	要全面贯彻党的十八大精神，按照中央经济工作会议总体部署，坚持稳中求进坚持以提高经济发展质量和效益为中心，坚持宏观经济政策连续性、稳定性，提高针对性、协调性，根据经济形势变化，适时适度进行预调和微调，稳中有为	要全面贯彻党的十七大和十七届三中、四中、五中、六中全会精神，以邓小平理论和“三个代表”重要思想为指导，深入贯彻落实科学发展观，以科学发展为主题，以加快转变经济发展方式为主线，坚持稳中求进的工作总基调，把稳增长放在更加重要的位置，以扩大内需为战略基点，以发展实体经济为坚实基础，以加快改革创新为强大动力，以保障和改善民生为根本目的，统筹当前与长远，更加注重拓宽增长空间更加注重提高增长质量，更加注重激发发展活力，更加注重共享发展成果，着力破解经济社会发展中的难题，促进经济平稳较快发展，保持社会和谐稳定，努力实现经济社会发展预期目标，以优异成绩迎接党的十八大胜利召开	
实际经济变化（实际GDP同比增速、名义GDP同比增速）	二季度实际GDP同比增速7.6%，三季度为7.9%，四季度为7.7%	二季度实际GDP同比增速7.7%，三季度为7.5%，四季度为8.1%	二季度实际GDP同比增速10%，三季度为9.4%，四季度为8.8%
实际货币政策变化（社融同比增速、M2同比增速）	二季度M2同比增速为14.00%，三季度为14.20%，四季度社融同比增速和M2同比增速分别为17.50%、13.60%	二季度M2同比增速为13.60%，三季度为14.80%，四季度社融同比增速和M2同比增速分别为19.10%、13.80%	二季度M2同比增速为15.90%，三季度为13.00%，四季度社融同比增速和M2同比增速分别为18.20%、13.60%
实际财政政策变化（财政收支变化）	二季度财政盈余1,293.13亿元，三季度财政赤字673.28亿元，四季度财政赤字扩大至5,819.23亿元	二季度财政盈余1,348.33亿元，三季度财政赤字1,144.67亿元，四季度财政赤字扩大至4,990.56亿元	二季度财政盈余1,456.17亿元，三季度财政赤字85.97亿元，四季度财政赤字扩大至5,790.92亿元
万得全A（除金融石化）总体涨跌幅	二季度A股涨跌幅-5.35%，三季度22.59%，四季度2.51%，全年涨跌幅为27.86%	二季度A股涨跌幅2.92%，三季度-6.63%，四季度4.02%，全年涨跌幅为3.10%	二季度A股涨跌幅-7.37%，三季度-11.73%，四季度-14.94%，全年涨跌幅为-29.05%

资料来源：WIND，申港证券研究所

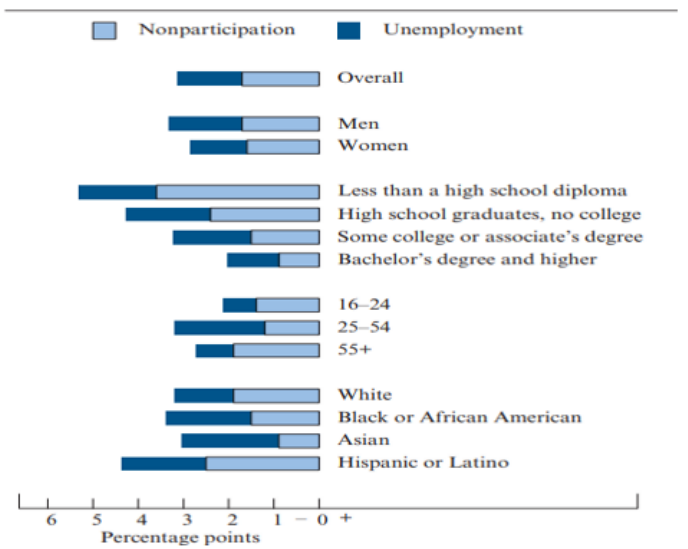
Appendix

附录4. 美联储货币政策和经济回顾

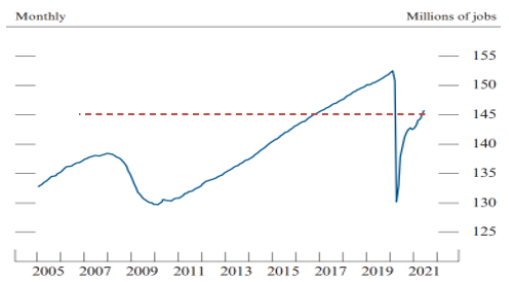
1美联储货币政策和经济回顾：劳动力市场大幅改善但仍未完全恢复

- **就业率仍远低于疫情前的水平**（和疫情前比还有800万就业缺口）。虽然失业率保持良好下降趋势，但仍然高于疫情前前的水平。
- **劳动力参与率回升不均**。企业和工人对劳动力市场结构产生长期改变。去年和今年退休人数激增，出现很多中老年避免流行引起的健康相关问题提前退休，这也大幅减少雇主的潜在雇员池。

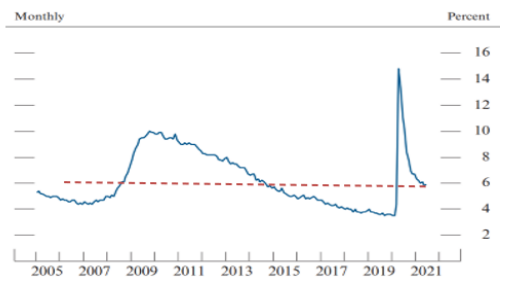
按人口群体划分的就业人口比率变化



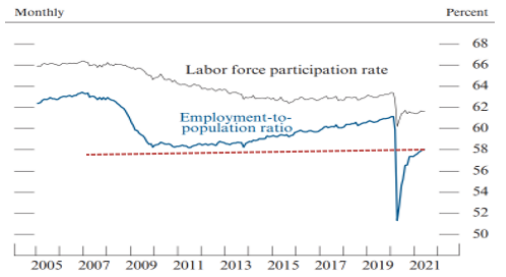
非农就业大幅度改善但是仍与大流行前有较大的差距



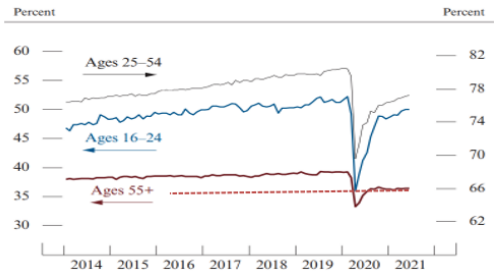
失业率飙升后出现大幅下滑但仍未回到初始水平



劳动力参与率和就业人口比



按年龄分列的就业人口比率，老年员工不再恢复

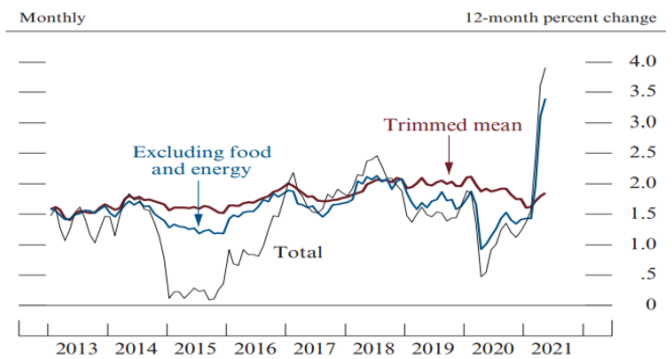


资料来源：WIND，申港证券研究所

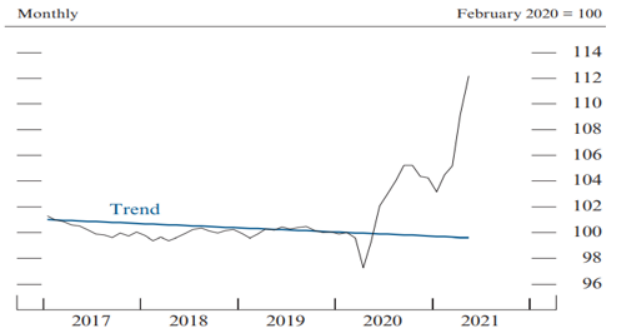
2 美联储货币政策和经济回顾：需求回升和供应瓶颈推动通胀加剧

- 随着需求恢复正常，商品和服务的价格已从疫情后的低迷水平出现反弹。进口价格上涨对通胀造成进一步上行压力。供应链瓶颈是今年推高消费价格的另一个因素。随着经济重新开放以及消费者对商品的需求激增，许多生产商关键零部件和包装材料短缺，交货延迟。

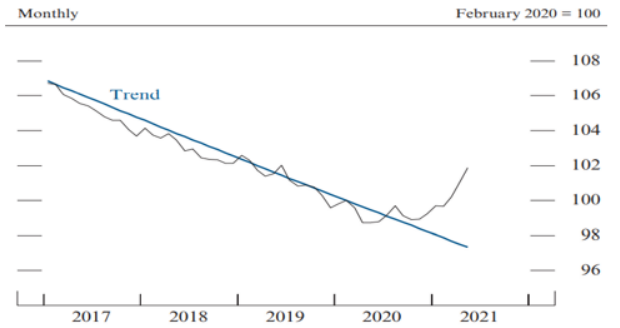
个人消费支出价格指数变动情况



机动车辆价格指数



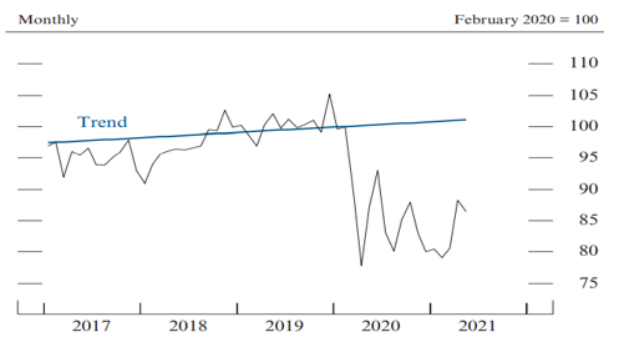
耐用品价格指数（不包括机动车辆）



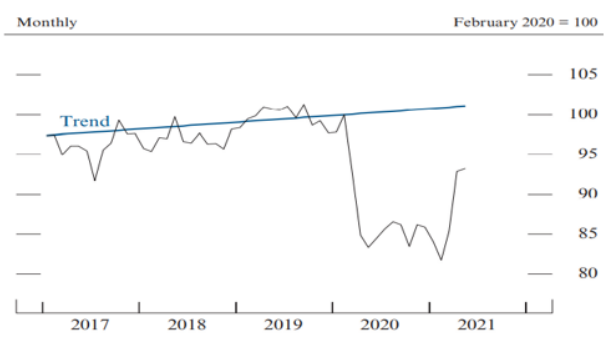
原油现货和期货价格



航空公司票价



酒店住宿价格



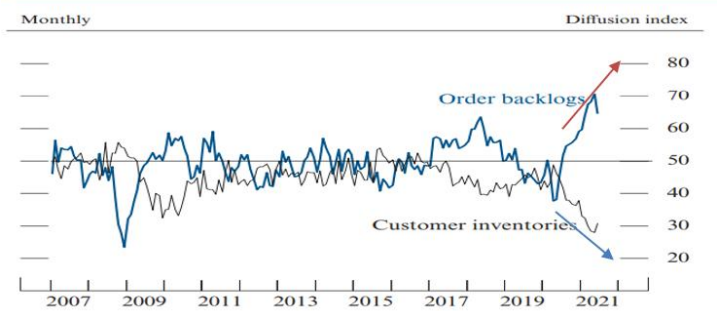
资料来源：WIND，申港证券研究所

3 美联储货币政策和经济回顾：制造业和贸易遇供应链瓶颈

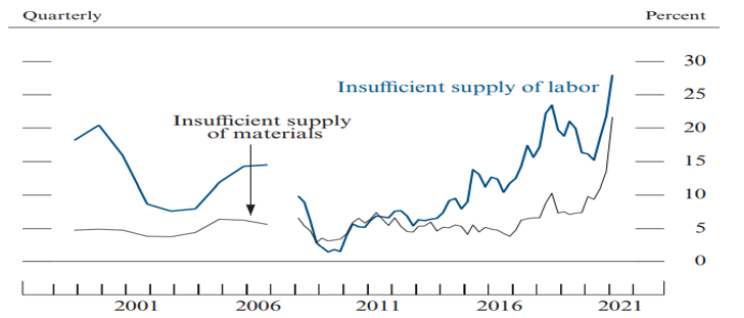
- **美国范围内制造业出现广泛的供应链中断问题。采购材料方面的问题，也反映在供应管理协会关于订单积压的报告中，最近在客户库存处于历史低位的同时需求达到历史高位。**在需求旺盛的情况下，这些短缺给制造业带来了严重压力。制造商为零件和材料支付的价格不断拉升。目前消费电子产品的需求导致订单满额、交货时间长，尤其是半导体芯片短缺。美国多家汽车厂商停工和减速，汽车组装厂的材料供应也在下降。

- 前所未有的进口量造成了美国港口（尤其是西海岸）的拥堵。船只进入港口等待时间大幅上升。
- 除了港口拥堵外，承运人还提高了运费并对运往美国的集装箱征收高额附加费。
- 这些延误和成本上升可能阻碍了低价值、大批量产品的额外进口，导致价格上涨。较高的入境费率以集装箱短缺的形式对美国出口造成了挑战，美国出口的运费上涨幅度远低于入境货物的运费。

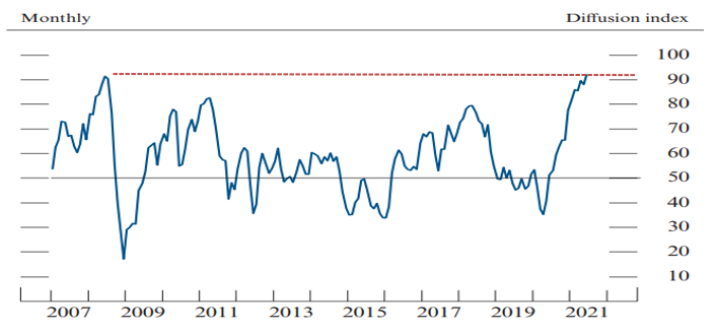
客户库存和订单积压



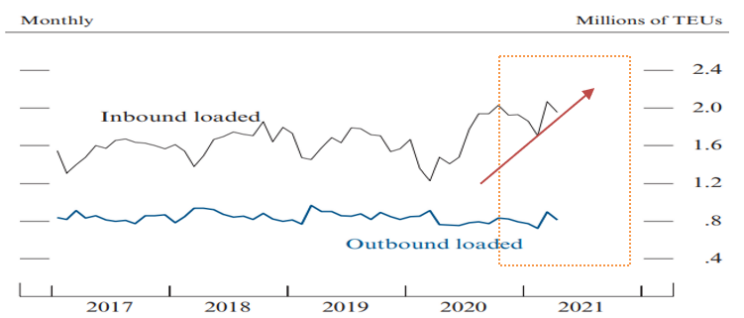
生产力不足的原因（原材料供应和劳动供应不充分）



制造商为材料支付的价格拉升



美国港口的集装箱流量

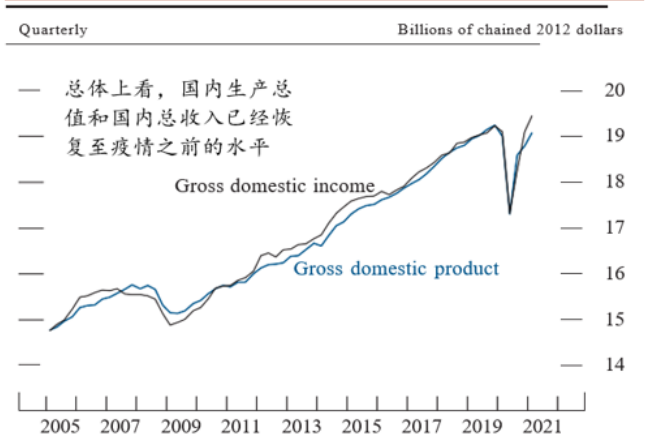


资料来源：WIND，申港证券研究所

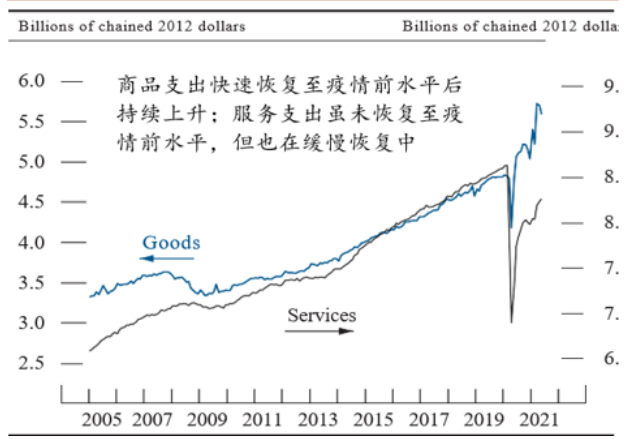
4 美联储货币政策和经济回顾：消费情绪渐长，家庭支出增加

- **美国今年上半年国内生产总值飙升、家庭支出急剧增加。**实际国内生产总值（GDP）在第一季度以6.5%的年增长率快速增长，各项指标表明第二季度又有强劲增长，现在已经恢复到疫情前的水平。即便如此，供应链瓶颈、招聘困难和其他产能限制在一定程度上抑制了今年的经济反弹，导致订单积压和交货时间延长，导致生产商部分通过减少库存而不是通过新的生产来满足需求。
- **个人收入、消费者情绪和财富增长支持消费支出增加。**个人消费的明显增长是因为收入增加、储蓄积累、住房和股票市场财富增加、低利率和消费者情绪改善的支持等因素。可支配个人收入（即扣除税收后的家庭收入）在今年第一季度大幅增长，这得益于进一步的财政支持，包括经济刺激和失业保险福利的增加，以及工资和补偿的稳健增长。

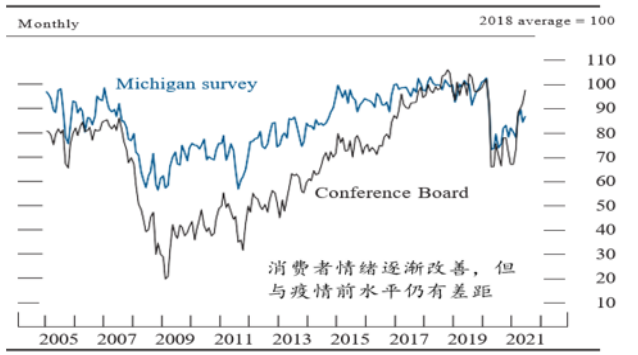
实际国内生产总值和国内总收入



实际个人消费支出



消费者情绪指数



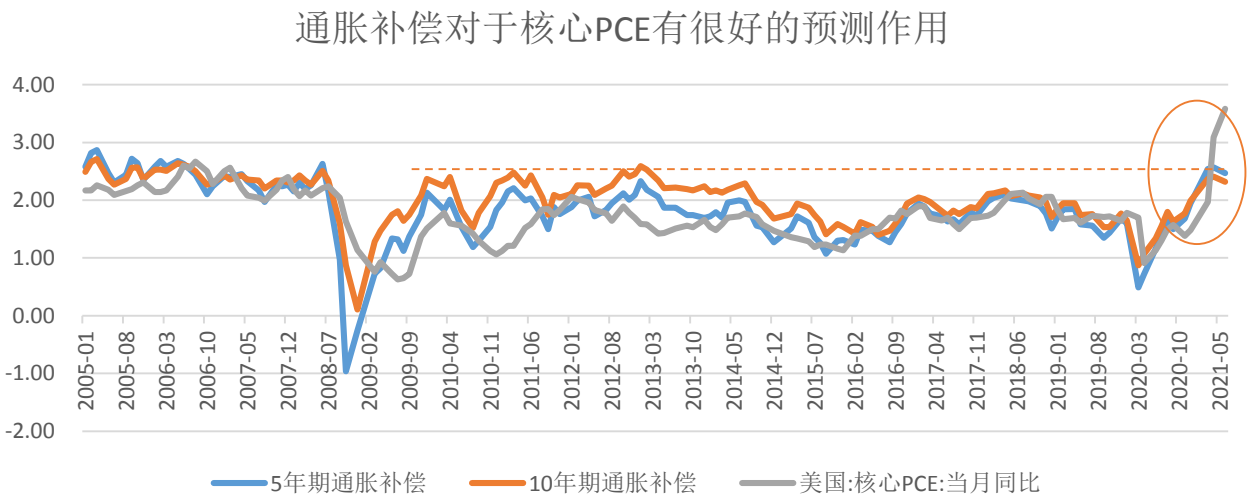
财富收入比



资料来源：WIND，申港证券研究所

5 美联储货币政策和经济回顾：通胀预期上升不会持久

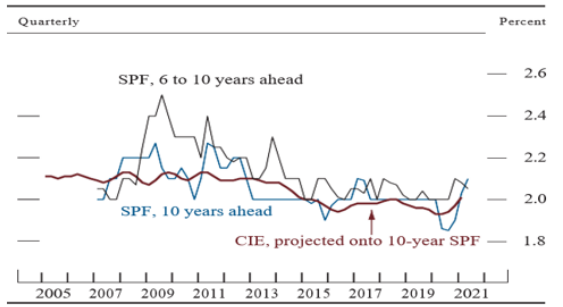
- 自今年年初以来，**较长期限的TIPS和基于掉期的通胀补偿措施都有所上升**。基于TIPS的10年期通胀补偿措施从2021年初接近2%的年率上升到7月初略高于2.25%。在同一时期，基于掉期的衡量标准从2.25%左右增加到2.5%。
- 基于市场的未来一年的通货膨胀补偿措施增加了约1.5个百分点。**明年以后的通货膨胀补偿措施也有所上升，但上升的幅度比一年的通货膨胀补偿措施小得多**。目前5年期、10年期的通货膨胀补偿已经反弹到与2014年之前位置，**目前通胀补偿已经缓慢下降，显示出CPI通胀预期未来下降的可能。**



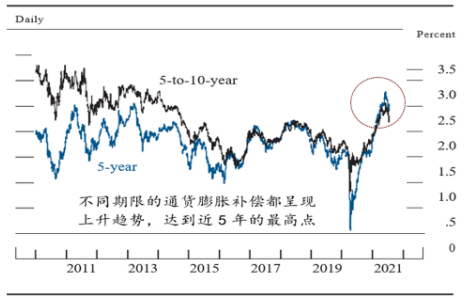
密歇根大学对消费者通货膨胀预期的调查措施



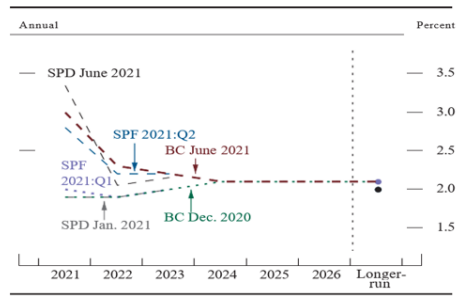
专业预测机构调查通胀预期及共同通胀预期指数 CIE



国库通胀保值证券所隐含的通胀补偿



以调查为基础的个人消费支出通胀预期措施



资料来源：WIND，申港证券研究所

Appendix

附录5. 如何做有根据的流动性预测

1如何做有根据的流动性预测

1.1 央行媒体：没有根据的所谓流动性预测可以休矣

- 央行媒体在一周前表示，在货币政策“稳字当头”的政策取向下，央行保持流动性合理充裕不是一句空话。**从近期货币市场利率走势看，短端利率始终贴近公开市场7天期逆回购操作利率运行。**央行已经通过《货币政策执行报告》等渠道多次强调，将引导货币市场利率围绕央行短期政策利率波动运行，**以及要多关注央行政策利率水平而不是操作量**。因此，市场主体无需对流动性产生不必要的担忧，更不宜以没有根据的猜测去预测流动性“收紧”和“波动”以及央行政策取向，误导市场预期，人为制造波动。**以下尝试从两个角度对流动性做有根据的预测。**

1.2 有根据的预测1：DR3M(60均线）-DR007(60均线）和R3M(60均线)-R007(60均线）对国债收益率预测作用明显

- **R利率是全市场机构的加权平均回购利率，包括银行间市场所有的质押式回购交易，不限定交易机构和标底资产，存在交易对手风险和质押品风险，被认为是综合的资金价格。**
- **DR利率全称为银行与银行间以利率债为质押物的回购加权平均利率，参与者仅限于银行，而质押品种仅限于利率债，交易对手风险和质押风险被有效控制。**
- 央行曾经在货币政策执行报告中认为DR007对培育市场基准利率有着积极作用，它可降低交易对手信用风险和抵押品质量对利率定价的扰动，能够更好地反映银行体系流动性松紧状况。**DR作为新的目标利率，或将成为未来市场观察流动性松紧程度的重要窗口。**

资料来源：WIND，申港证券研究所

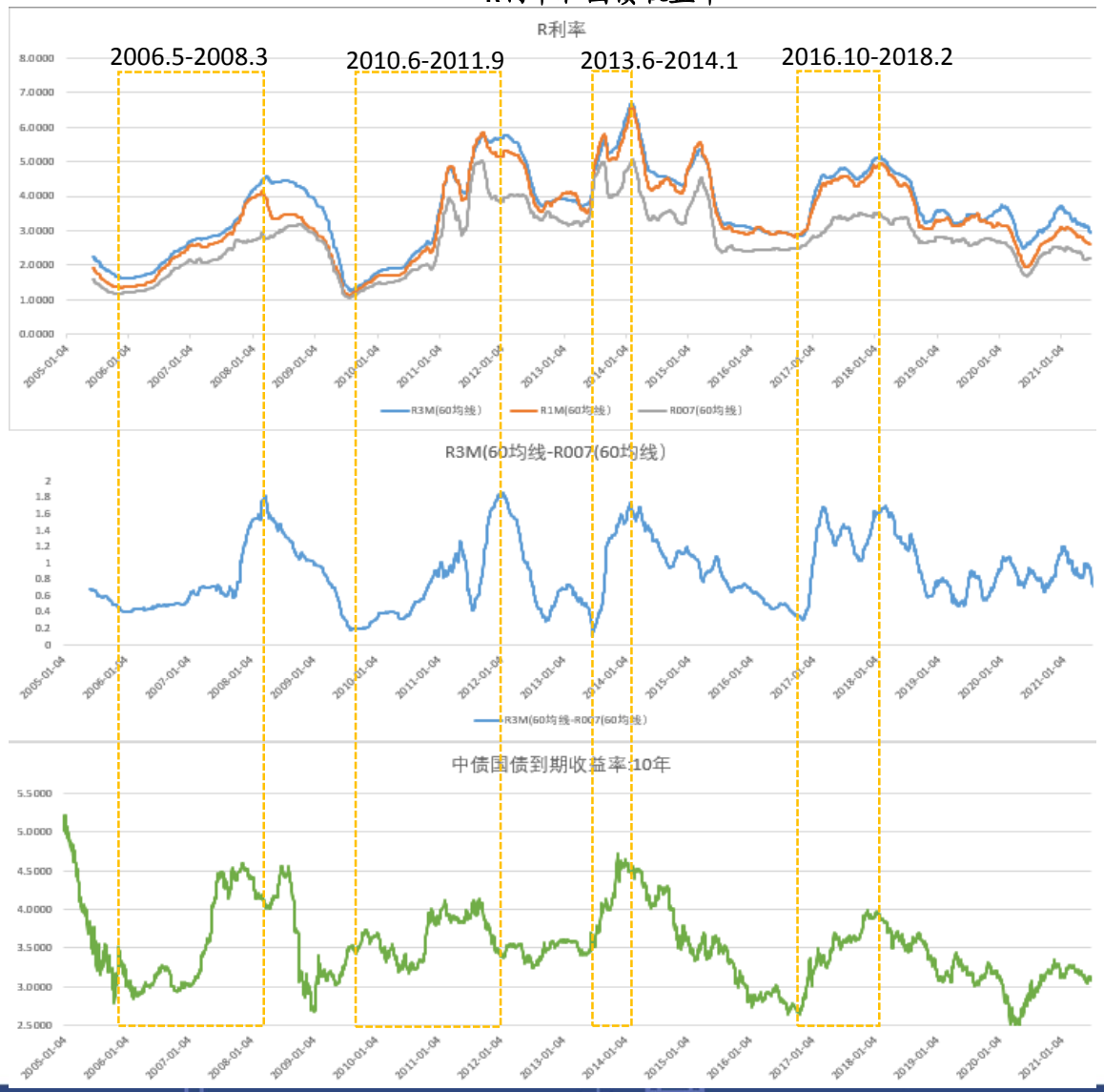
1.3有根据的预测1：DR3M(60均线）-DR007(60均线）和R3M(60均线)-R007(60均线）对国债收益率预测作用明显

- **总体回顾过去15年，中国有四次较大的流动性收紧周期：**
- 1 2006.5-2008.3：在超级大牛市下，为遏制资产泡沫，央行从2006.8开始加息，2007年加息六次，这轮收紧持续到2008年全球金融危机爆发前的一季度。
- 2 2010.6-2011.9：国内的四万亿经济刺激带来严重通胀，央行在2010年四季度两次加息，2011年3次加息，直至欧债危机全面爆发的2011年三季度为止。
- 3 2013.6-2014.1：钱荒后半年，央行坚持“总量稳定、结构优化”的调控取向，继续实施稳健的货币政策，但实际公开市场操作利率大幅上升达到了近10年最高点。
- 4 2016.10-2018.2：去杠杆政策下，政治局会议提出主动防范化解系统性金融风险，公开市场操作利率持续升息，直到贸易战爆发前的2018年一季度为止。
- **从右图，我们认为R利率能够对市场流动性变化进行相应反馈，尤其是R3M（60均线）-R007（60均线）的变化和十年期国债收益率变化趋同性最高。**

R利率收紧周期对比国债特征

区间	2006.5-2008.3	2010.6-2011.9	2013.6-2014.1	2016.10-2018.2
R007(60均线)	153bp	331bp	163bp	103bp
R3M(60均线)-R007(60均线)	133bp	154bp	161bp	134bp
十年期国债收益率	147bp	93bp	124bp	128bp
万得全A涨跌幅	306%	-11.86%	5.64%	3.31%

R利率和国债收益率



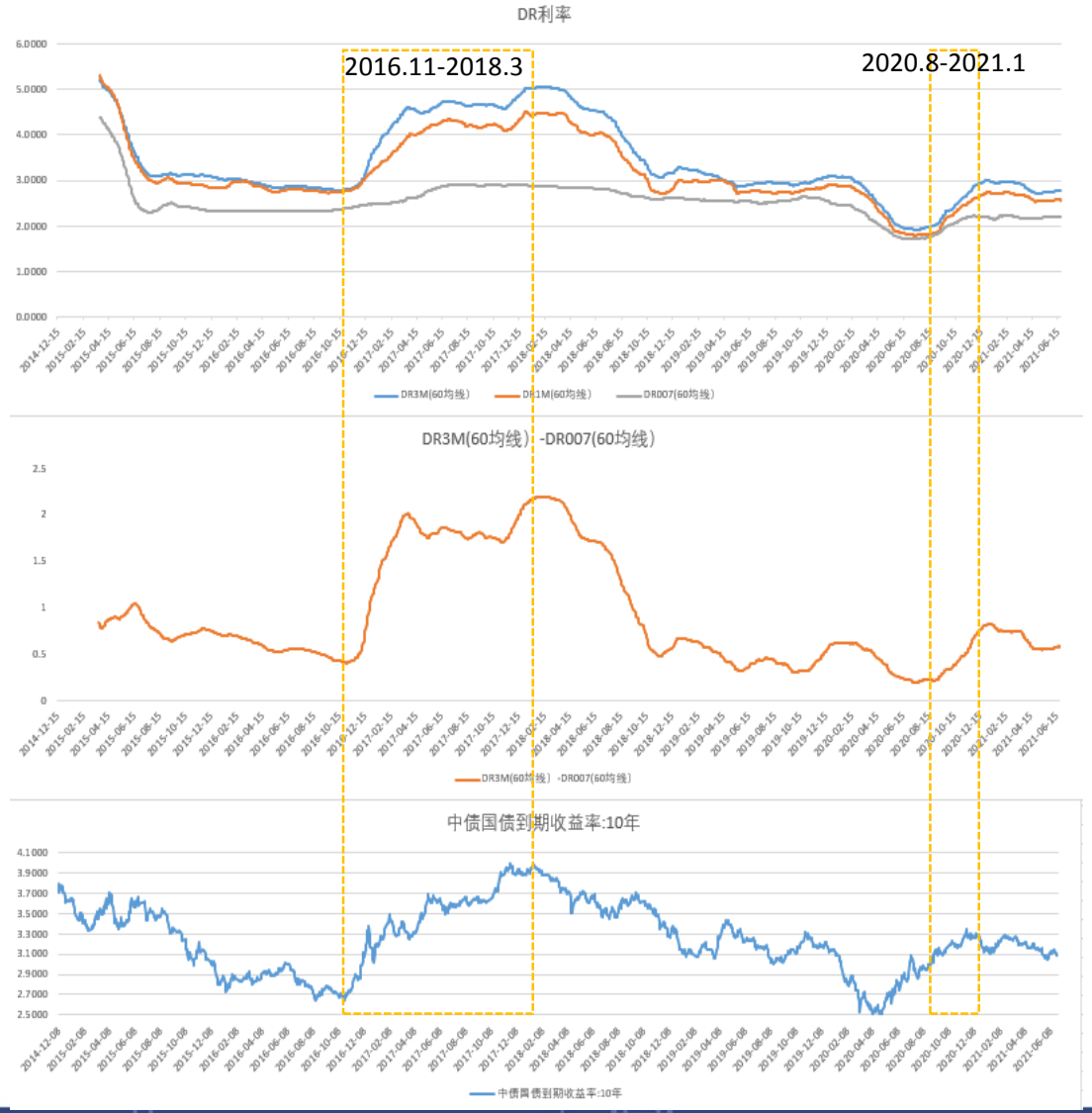
1.4 有根据的预测1：DR3M(60均线）-DR007(60均线）和R3M(60均线)-R007(60均线）对国债收益率预测作用明显

- 从右图，DR利率从2014年才出现，**参与者仅限于银行，而质押品种仅限于利率债因此波动性小于R利率。**总体来看，**DR3M（60均线）-DR007（60均线）的变化和十年期国债收益率变化趋同性最高。**

DR利率收紧期对比十年期国债收益率特征

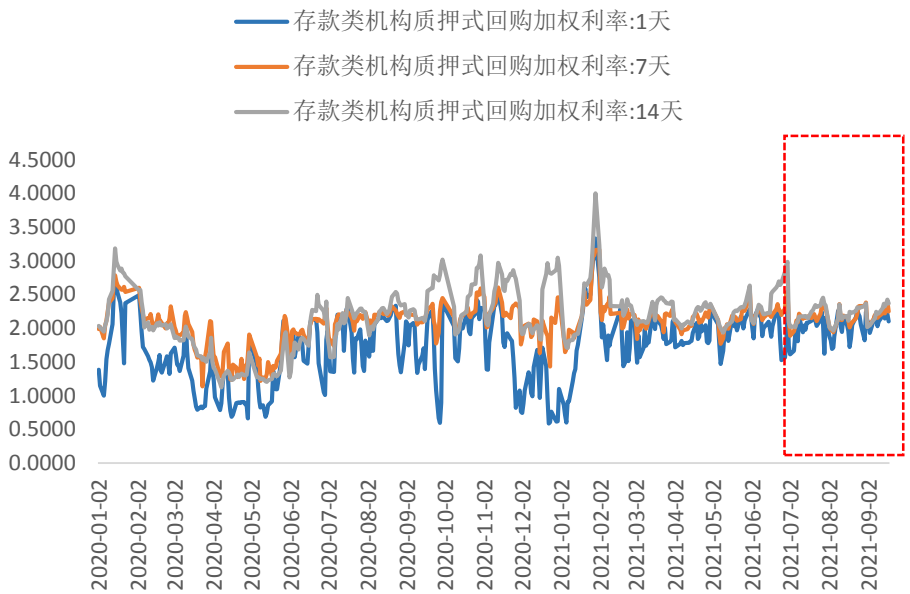
区间	2016.11-2018.3	2020.8-2021.1
DR007(60均线)	48bp	34bp
DR3M(60均线-DR007(60均线)	180bp	59bp
十年期国债收益率	121bp	30bp
万得全A涨跌幅	-0.1%	3.7%

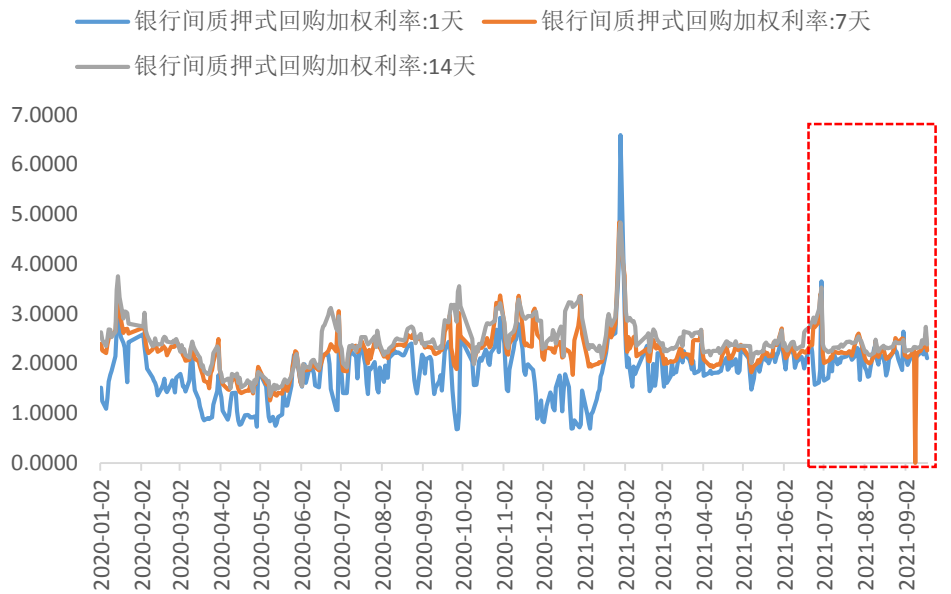
DR利率和国债收益率



2 货币市场利率

- DR007趋势稳定，从7月初的高点回落，之后处于利率中枢，9月呈现震荡上行趋势；R007同样在7月初达到一个高点，之后回落处于利率中枢，9月初有明显的向下波动，出现倒挂现象，但随后拉回合理预期。在MLF到期、地方债发行和税期叠加的三重影响下，9月资金利率呈现震荡上行趋势，17日加权平均利率高点为2.61%。

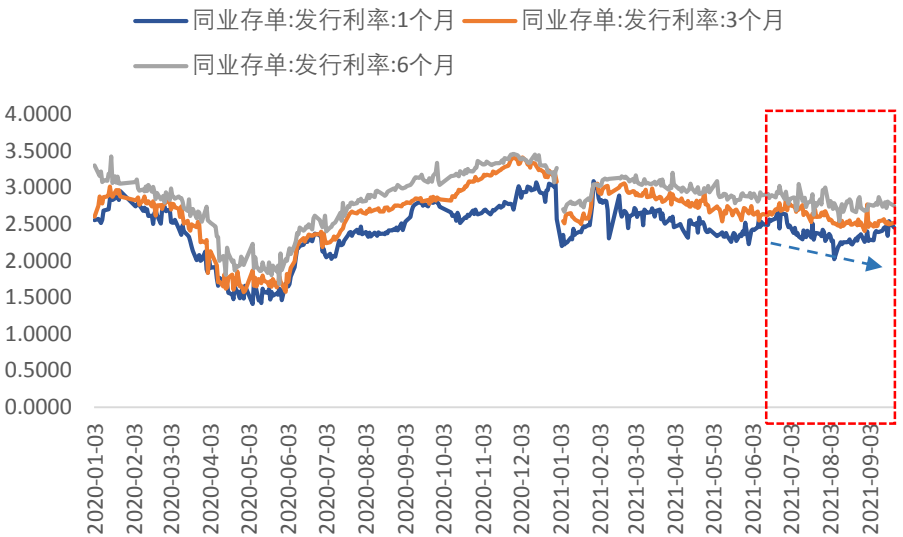


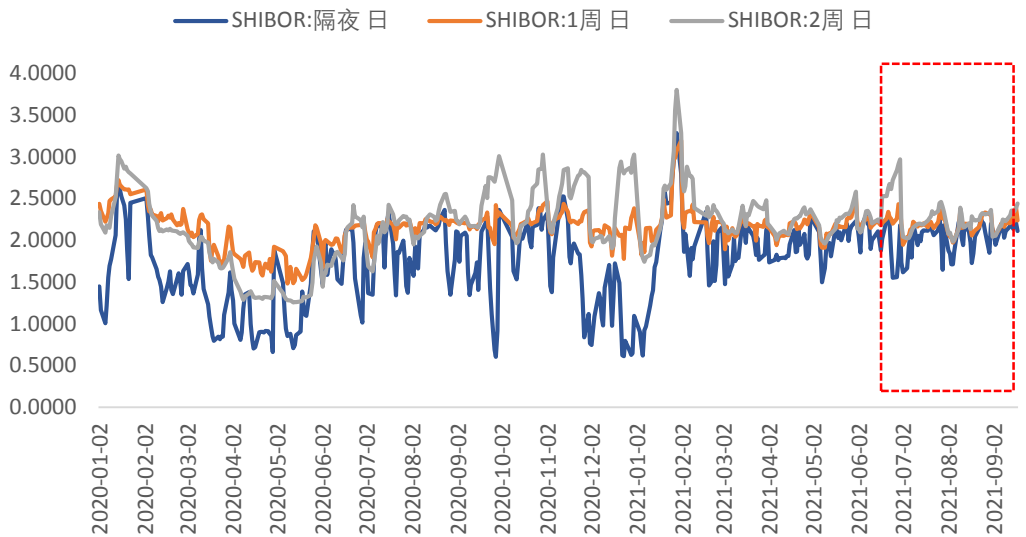


资料来源：WIND，申港证券研究所

2.1同业存单与同业拆借利率

- 三季度同业存单发行利率整体呈下行趋势。其中，6个月和3个月同业存单发行利率波动较小，1个月同业存单发行利率下降。9月以来，同业存单票面利率持续上行，发行量则有所下降，期限缩短。受短期内资金面整体紧张以及跨季资金需求影响，未来信用利差或有上升，同业存单发行利率可能进一步明显上行。
- 近三月Shibor震荡波动。9月隔夜Shibor成上涨趋势，7天Shibor波动较小，14天期Shibor从6月高点回落，9月略微有上涨趋势；1MShibor、3MShibor、6MShibor从年初至今依然呈下行趋势，1M Shibor略为平滑，银行间流动性保持稳定。

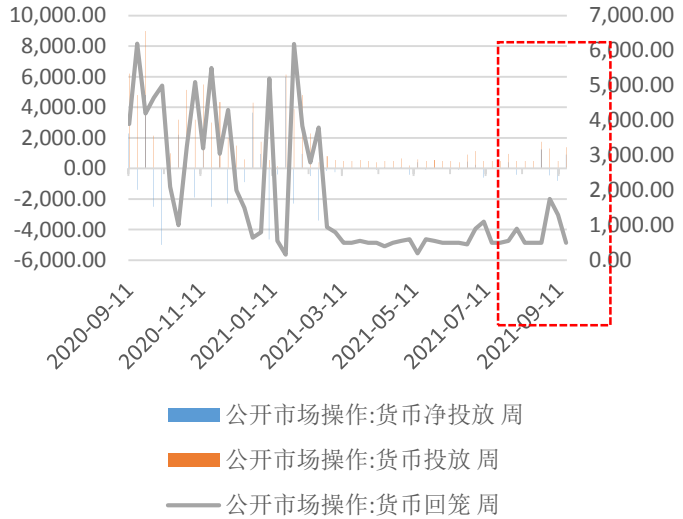


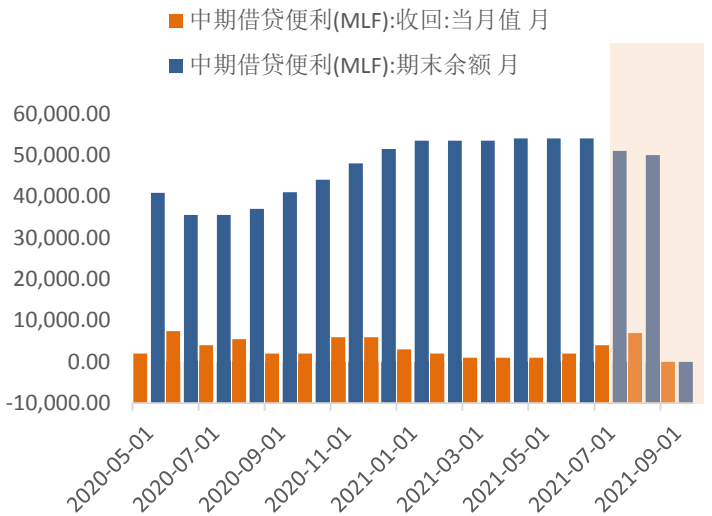


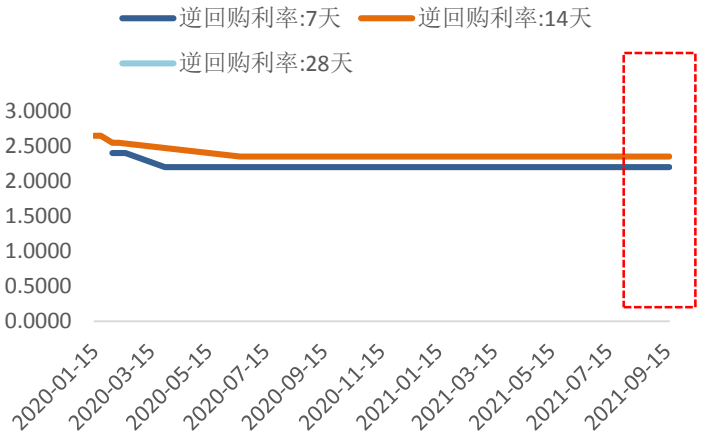
资料来源：WIND，申港证券研究所

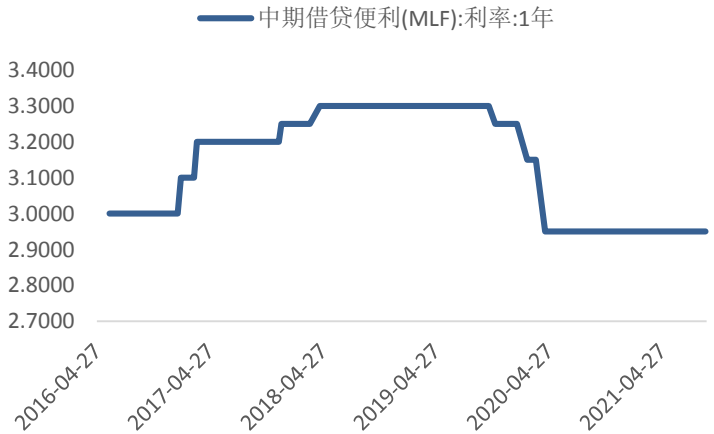
2.2货币当局流动性投放

- 8月以来，央行连续开展逆回购操作，从全口径测算，公开市场净回笼总计400亿元，货币净投放少，投放与回笼数量大致平衡。9月初以来，央行公开市场由净投放转为净回笼，净收紧流动性1200亿元。利率与之前持平，7天逆回购利率为2.20%，14天逆回购利率为2.35%。面临MLF到期、地方债发行和缴税叠加，资金面偏紧，资金利率中枢有所抬升。
- 中期借贷便利(MLF）期末余额自6月以来呈下行趋势。9月MLF恢复等量续作，到期量为6000亿，仅次于8月到期量7000亿，为今年年内次高水平。利率自去年4月份起维持在2.95%不变，银行间资金供需趋于平衡。预计央行根据调控需要，将进一步增量开展逆回购操作，以保持流动性合理充裕。





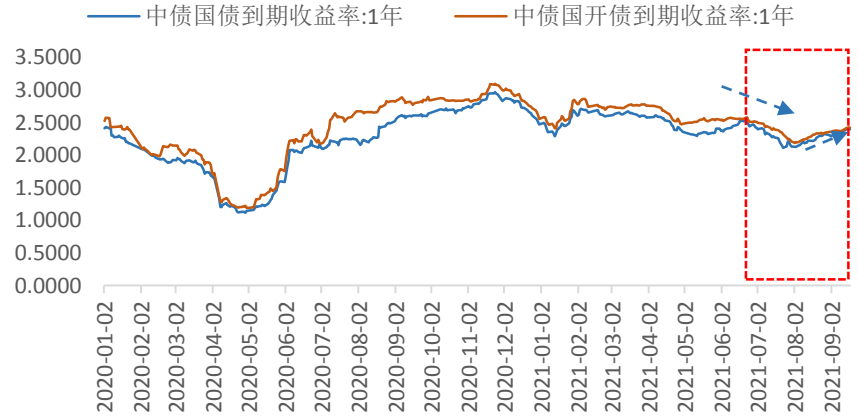


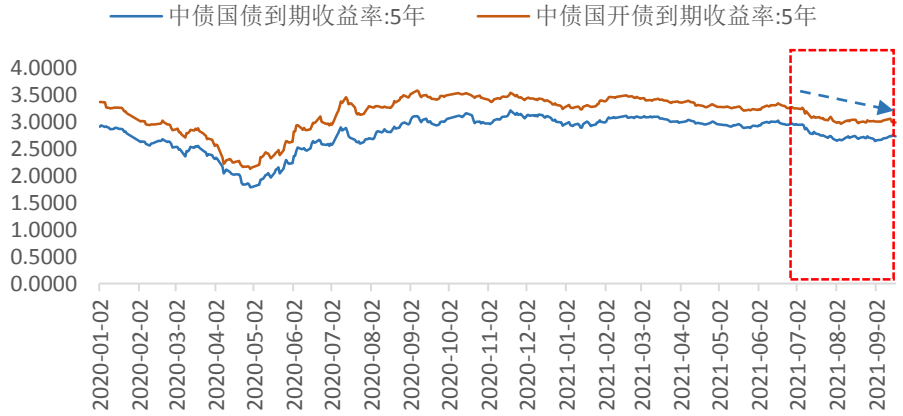


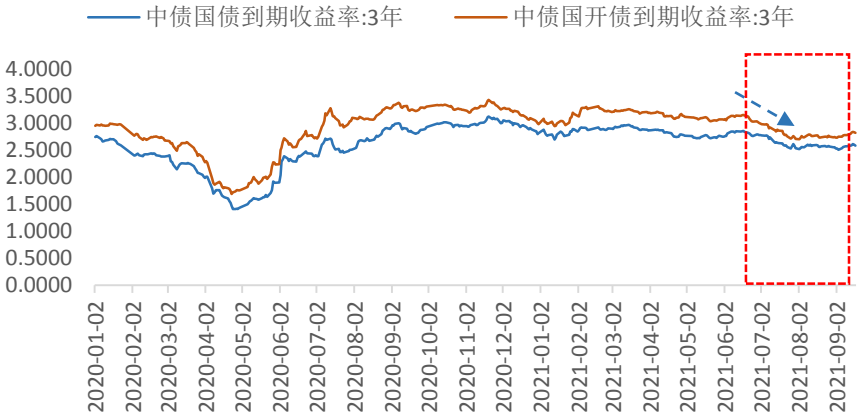
资料来源：WIND，申港证券研究所

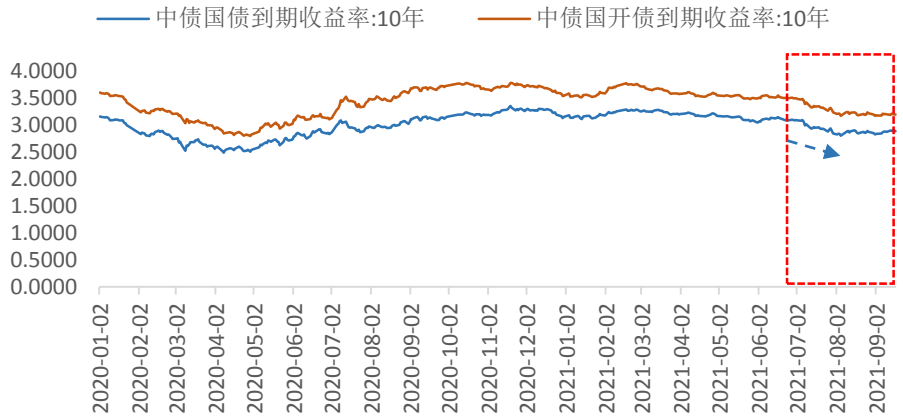
2.3流动性溢价

- 8月主要宏观经济指标增速出现明显回落，跌破疫情前历史低点，但并未对国债利率形成利好。9月以来，国债到期收益率呈小幅上行趋势，其中10年期国债收益率维持震荡运行，目前一度上行至2.9%。利率上行主要受社会融资规模增加，供给放量和央行等量续作MLF的影响，央行货币政策工具综合成本有所上升，从而对中长期利率产生带动影响。年内10年期国债利率或将围绕2.9%中枢运行。





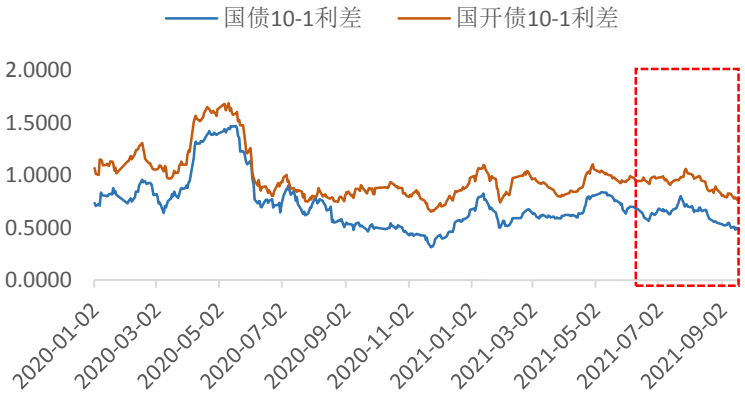




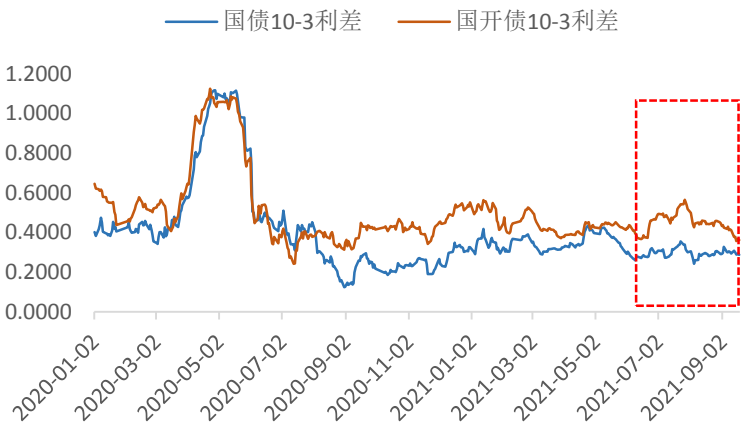
资料来源：WIND，申港证券研究所

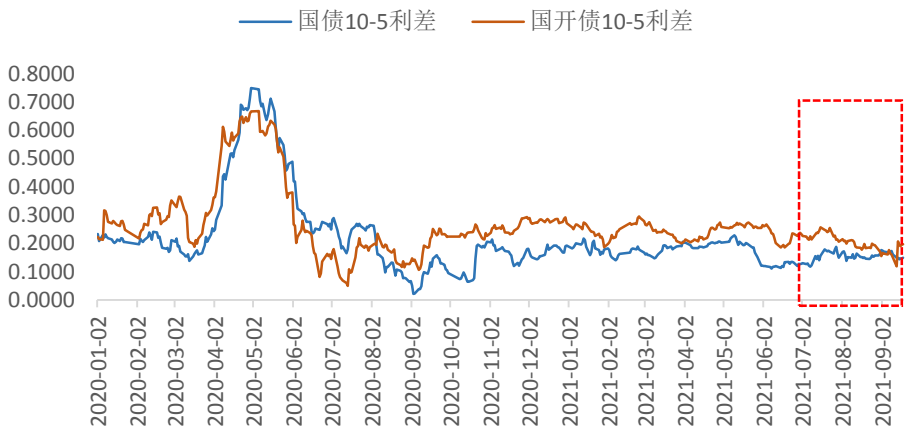
2.4流动性溢价

- 7月以来，随着央行降准，利率出现大幅下行，10年国开债利率下行约29bp，10年国债利率下行约21bp，国开债与国债利差下行约8bp，国开债表现仍明显好于国债。9月以来，长端利率不断受压降，国开债与国债收益曲线趋于平坦，且当前国开债与国债利差正处于历史极低水平。





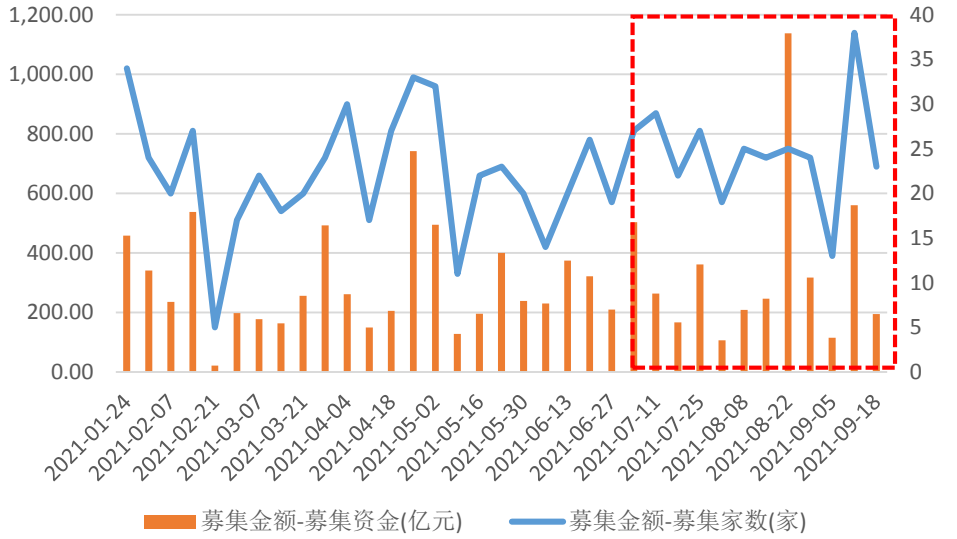


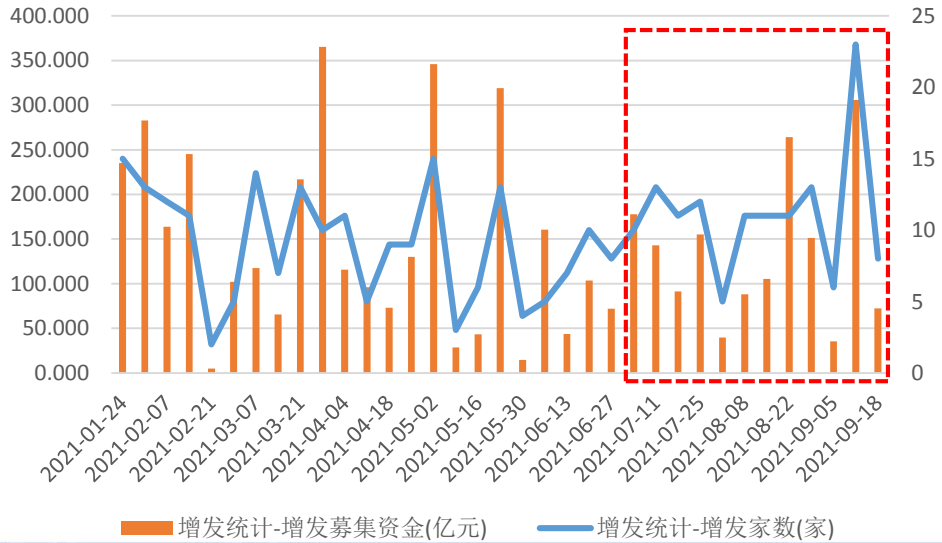


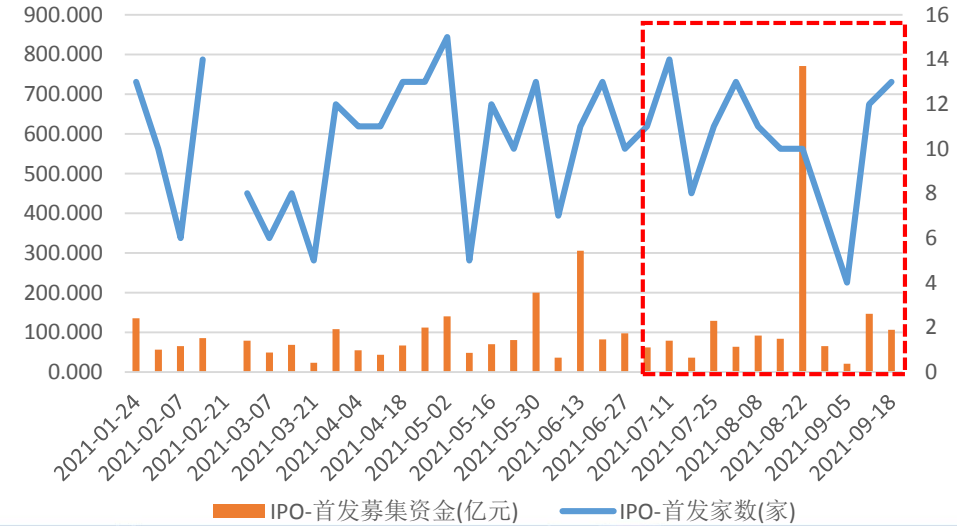
资料来源：WIND，申港证券研究所

2.5 股权融资规模

- 从增发统计来看，增发募集资金与增发数量均在9月达到高点，之后呈下行趋势。截至9月17日，9月以来增发家数35家，增发募集规模总计402.16亿元。
- 从募集金额来看，募集资金在8月达到高点，9月募集资金与募集家数呈下行趋势；截至9月17日，9月以来募集家数70家，募集规模总计847.38亿元。
- IPO首发募集资金在8月22日达到今年来最高点，接近800亿元；截至9月17日，9月以来IPO首发家数27家，首发募集资金262.27亿元。





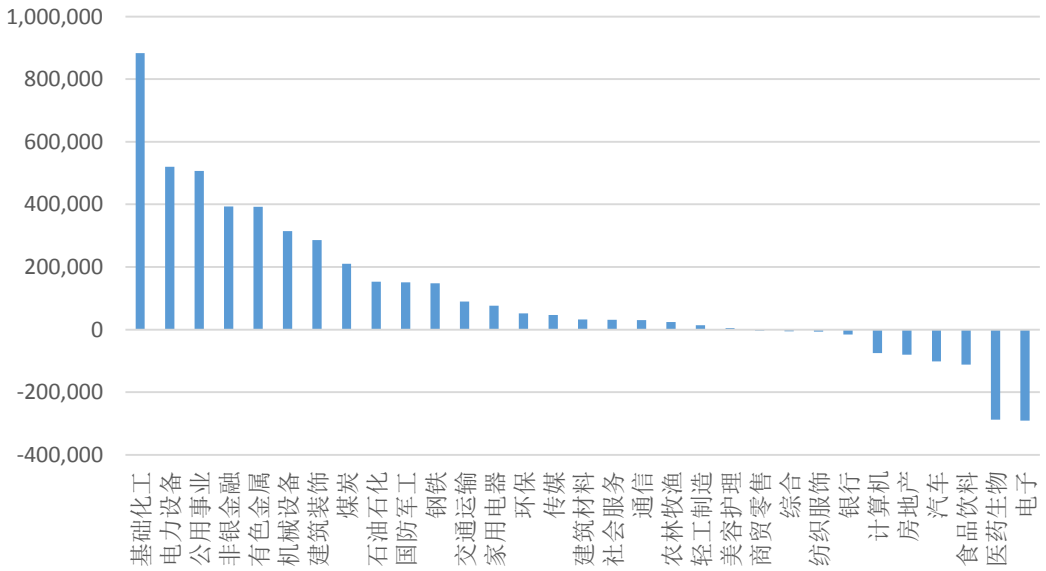


资料来源：WIND，申港证券研究所

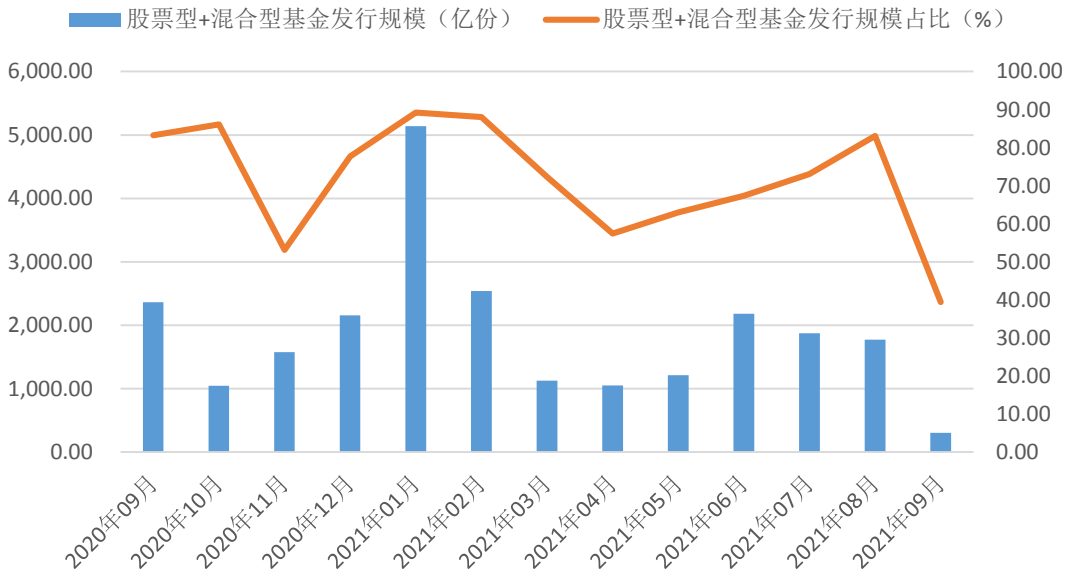
3资金流向：各板块融资净买入额&基金发行规模

- 9月以来，融资净买入额前三的板块分别为基础化工、电力设备、公用事业板块，其中基础化工板块融资净买入额为88.31亿元；融资净买入额最低的板块分别为电子、医药生物、食品饮料等板块，均呈现融资净流出，其中电子板块融资净买入额为-29.10亿元。
- 从基金发行规模来看，9月基金发行节奏延续6月以来的渐缓趋势，主要与A股震荡行情有关。截至9月17日，9月以来新成立基金30支，发行规模共计773.91亿份。其中股票型基金5支，混合型基金10支，债券型基金12支，FOF基金3支。

融资净买入额



基金发行规模

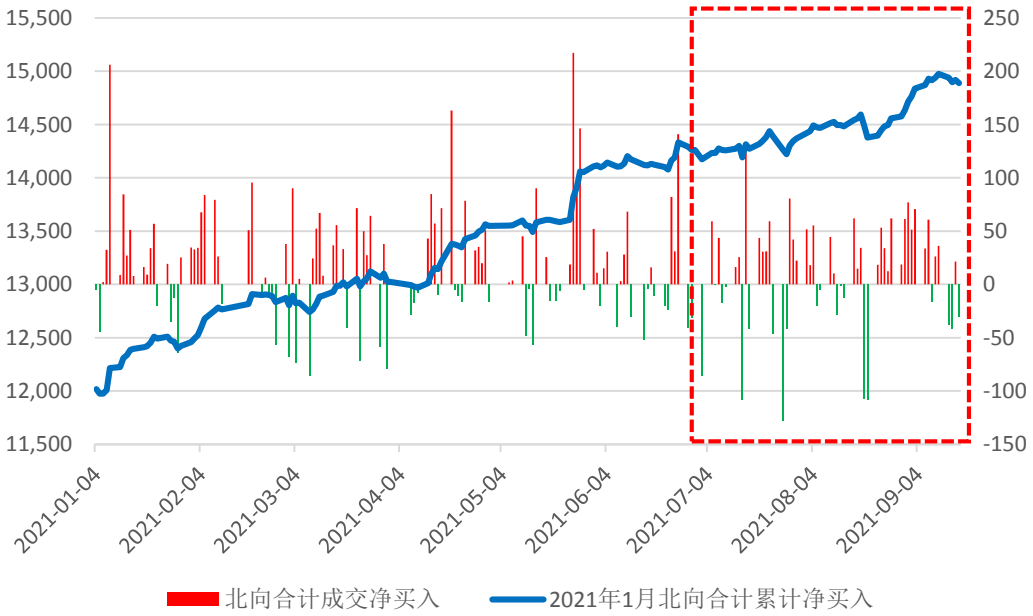


资料来源：WIND，申港证券研究所

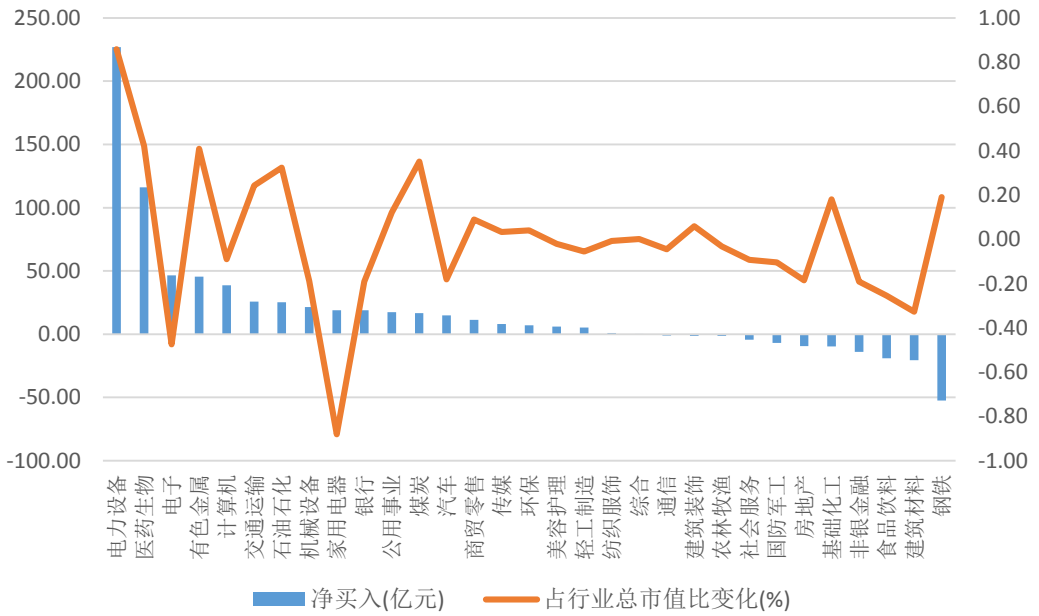
3.1 资金流向：北上成交统计量&陆股通

- 三季度北上资金净买入大进大出，波动明显加剧。8月中下旬至9月初连续北向净流入，其中，9月第一周外资净买入额达到近三月高点279.27亿元，连续10日保持净买入态势。9月1日成交净买入达到单日峰值76.88亿元。近两周北上资金买入金额呈现大幅下降，净买入由正转负，9月第三周外资净买入额-88.27亿元。
- 9月以来，电力设备、医药生物、电子板块获外资净买入居多，其中电力设备板块净买入额为227.04亿元。钢铁、建筑材料、食品饮料板块获主要外资净卖出，其中钢铁板块净买入额为-52.51亿元。

北向资金净买入



各行业资金净买入及占行业总市值变化

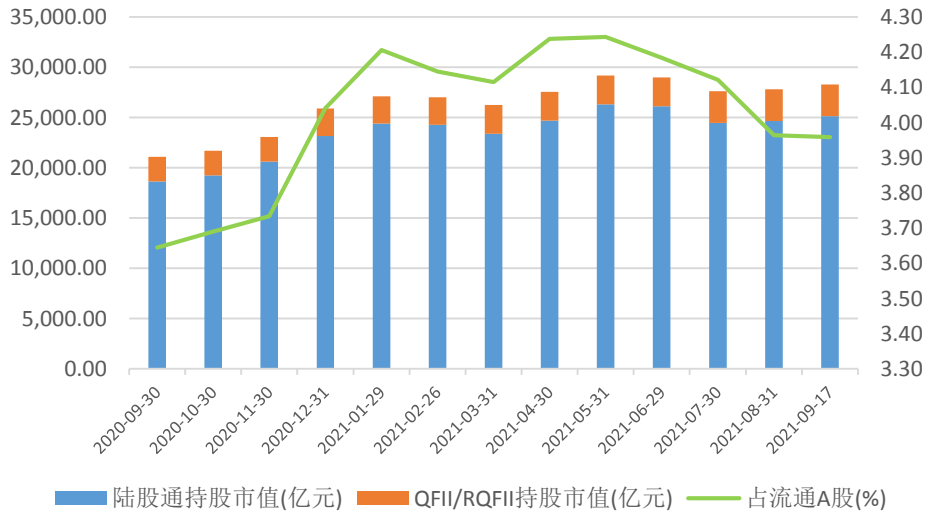


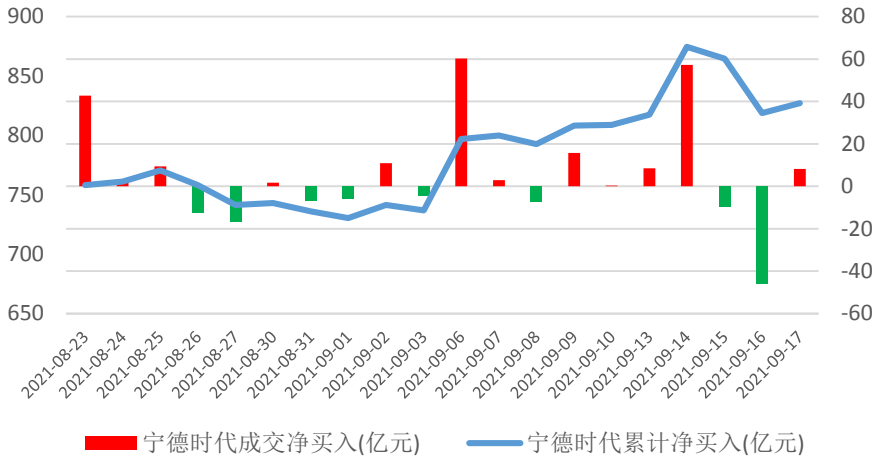
资料来源：WIND，申港证券研究所

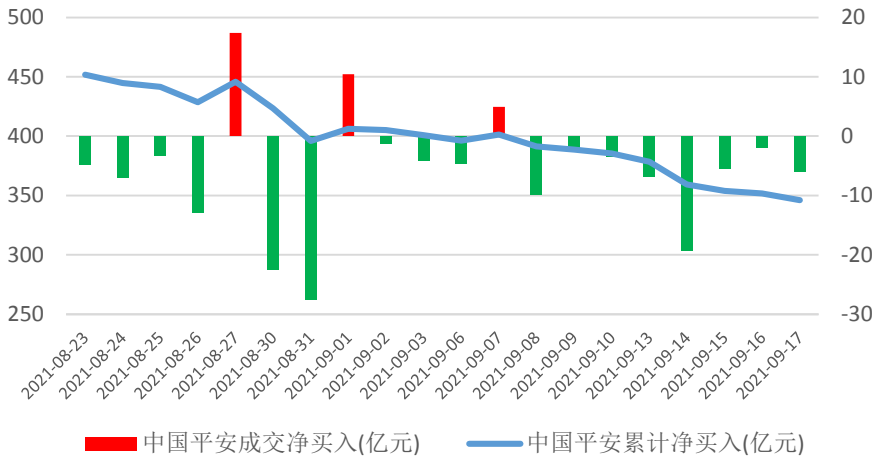
3.1.1资金流向：外资持股变化

- 近一年来，外资在A股的话语权有所提升，外资在A股持股市值经上半年高涨后，占流通A股比例高点曾一度来到4.25%，近三月逐渐回落。9月份陆股通和QFII外资持股市值总和达到28302.96亿元，占流通A股比例3.96%。
- 9月以来，外资净买入最高的个股为宁德时代，近20日累计净买入93.46亿元；外资净买入最低的个股为中国平安，累计净买入-81.30亿元。

外资持股市值变化







资料来源：WIND，申港证券研究所

Appendix

附录6　中美房地产重新回顾

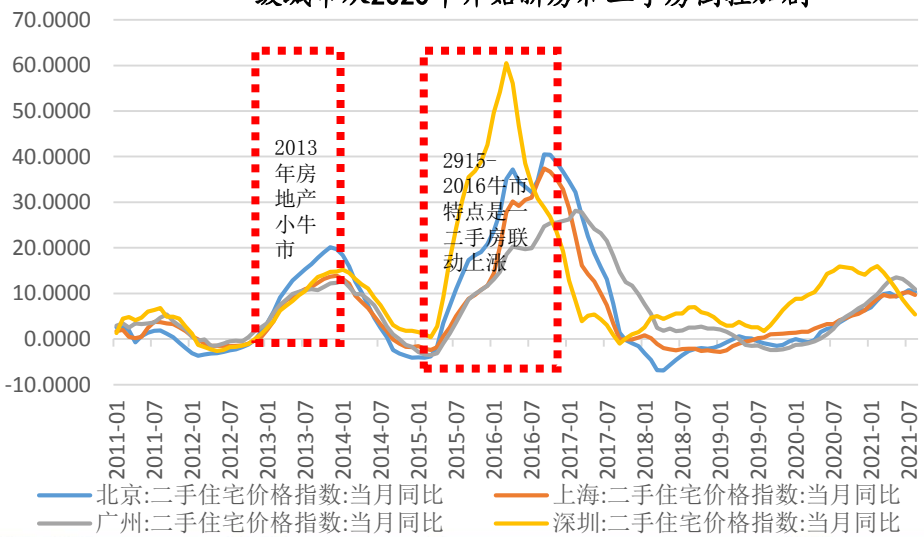
3中美房地产情况：我国一线城市租金提升，新房二手房倒挂扩大

- 从2021年开始一线城市租金提升。而同期二线和三线城市租金增速较为缓和。今年以来百城平均租金环比连续正增长。这一轮一线租金快速上涨主要有几个原因：**1、一二手房倒挂中签难，刚需购房延后；2、目前高房价收入比、低房租收益率下，租金上行空间被打开。最近一年一线城市平均租金上涨速率明显过快。**
- 从2017年至今，**一线城市新房严格限价下和二手房倒挂增加**。2021年初至今，一线城市二手房价同比增速均超10%，超过新房增速5%，倒挂扩大，性价比更高。

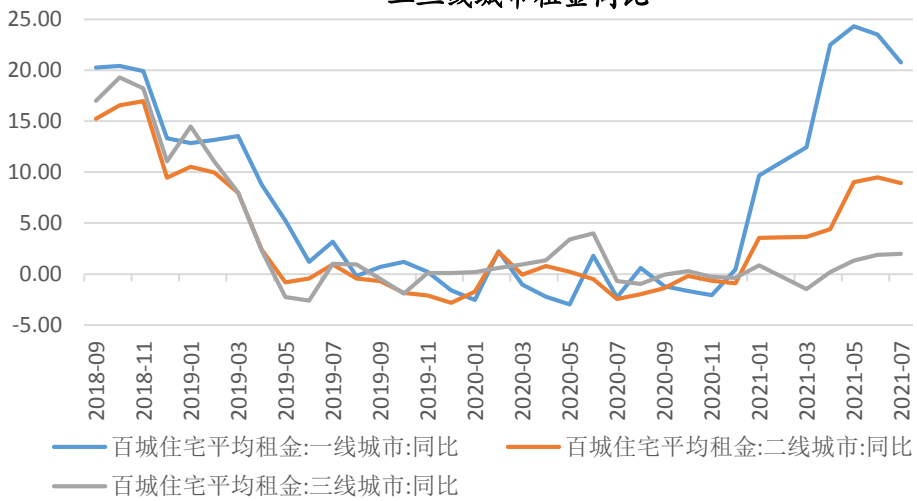
近十年一线城市平均增速

数据年份	平均租金:住宅:北京	平均租金:住宅:上海	平均租金:住宅:广州	平均租金:住宅:深圳
2011-07	51.43	51.32	34.08	43.06
2016-07	75.51	67.85	45.45	68.15
2020-07	91.83	81.62	51.95	79.88
2021-07	114.33	100.04	60.61	93.71
2021 同比 10 年前增速	122%	95%	78%	118%
2021 同比 5 年前增速	51%	47%	33%	38%
2021 同比去年增速	25%	23%	17%	17%

一级城市从2020年开始新房和二手房倒挂加剧



一二三线城市租金同比



资料来源：WIND，申港证券研究所

2 中美房地产情况：我国房价收入比过高造成挤出效应推升租房价格

- 从经济学角度，**当房价收入比达到临界点后，将会发生挤出效应将大量刚需群体挤压到租房市场**，将首套房购置年龄推后。目前全球前20高房价收入比城市中，我国占了七个。而目前一线城市的毛租金收益率在1.4%-2%之间，处于全世界最低区间。目前土地政策下，**房价收入难以出现下降，一线城市的刚需群体停留在租房市场的时间将会被迫拉长，在此基础上，预计房租收益率的提升幅度将会匹配居民收入提升幅度。**

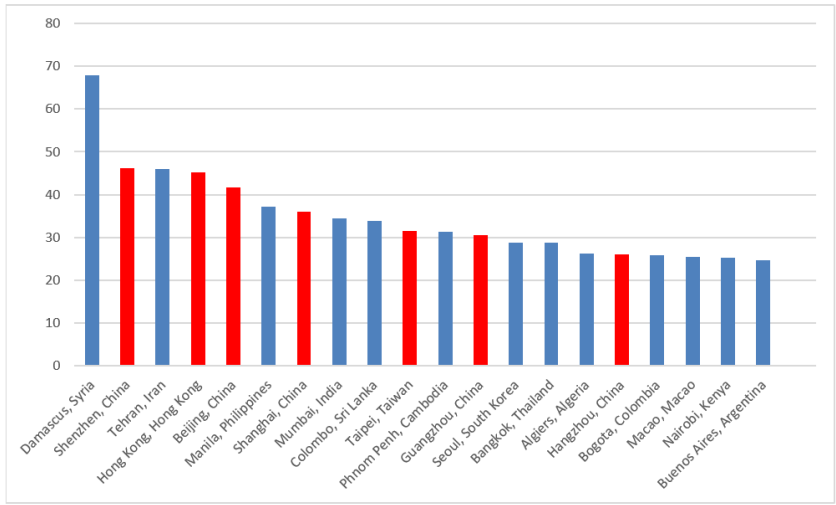
全球房价收入比前 20

排名	城市	房价收入比	毛租金收益率 市区	毛租金收益率 郊区	房贷占收入比重	房价承担指数（越低越难）
1	Damascus, Syria	67.81	4.2%	3.8%	804.0%	0.12
2	Shenzhen, China	46.28	1.3%	1.4%	373.0%	0.27
3	Tehran, Iran	45.95	4.6%	5.6%	1002.5%	0.1
4	Hong Kong, Hong Kong	45.19	1.6%	1.7%	288.3%	0.35
5	Beijing, China	41.7	1.6%	2.0%	337.7%	0.3
6	Manila, Philippines	37.15	5.7%	3.9%	369.4%	0.27
7	Shanghai, China	36.03	2.0%	2.0%	285.2%	0.35
8	Mumbai, India	34.45	2.5%	3.1%	364.7%	0.27
9	Colombo, Sri Lanka	33.97	4.1%	3.1%	500.1%	0.2
10	Taipei, Taiwan	31.45	1.3%	1.4%	186.8%	0.54
11	Phnom Penh, Cambodia	31.25	5.1%	5.2%	360.1%	0.28
12	Guangzhou, China	30.54	1.5%	1.6%	246.4%	0.41
13	Seoul, South Korea	28.86	1.1%	1.4%	199.2%	0.5
14	Bangkok, Thailand	28.74	3.3%	3.6%	226.0%	0.44
15	Hangzhou, China	26.09	1.6%	1.7%	204.8%	0.49
16	Macao, Macao	25.54	2.1%	2.4%	163.1%	0.61
17	Surabaya, Indonesia	24.32	3.8%	4.0%	278.4%	0.36
18	Jakarta, Indonesia	23.92	4.4%	5.2%	274.8%	0.36
19	Wuhan, China	22.41	1.7%	2.5%	175.7%	0.57
20	Ho Chi Minh City, Vietnam	22.15	4.7%	7.1%	242.8%	0.41

过去五年一线城市租金涨幅基本匹配社会平均工资涨幅

数据年份	平均租金：住宅:北京	平均租金：住宅:上海	平均租金：住宅:广州	平均租金：住宅:深圳
过去五年租金涨幅	51%	47%	33%	38%
过去五年社会平均工资涨幅	58%	60%	52%	57%

全球房价收入比前 20 城市（中国占了 7 位）



资料来源：WIND，申港证券研究所

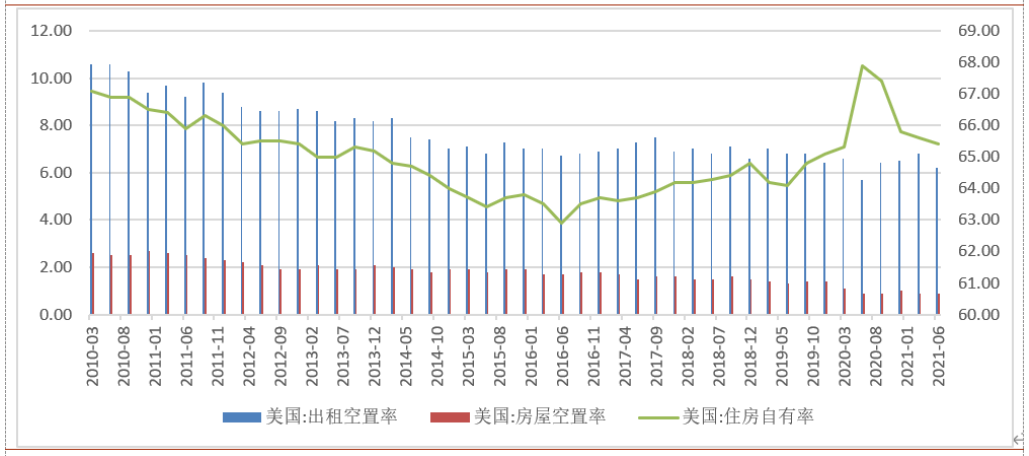
3 中美房地产情况：美国房地产泡沫相对较小

- 即使经过了2020年疫情后的一系列上涨，**美国主要城市房地产依然没有出现严重泡沫**，除了纽约、旧金山、洛杉矶、波士顿、奥克兰等城市房价收入比高于6以外，其他主要城市都在6以下。
- **美国住房空置率不断降低，住房抵押贷款利率处于近三十年最低。**目前全美住房市场价格指数已经冲高回落，这往往预示着价格全面普涨已经告一段落。虽然美国10大、20大城市房价当月同比增速还在惯性上涨，但预计增速高点已经到达，后续同比增速会缩窄。

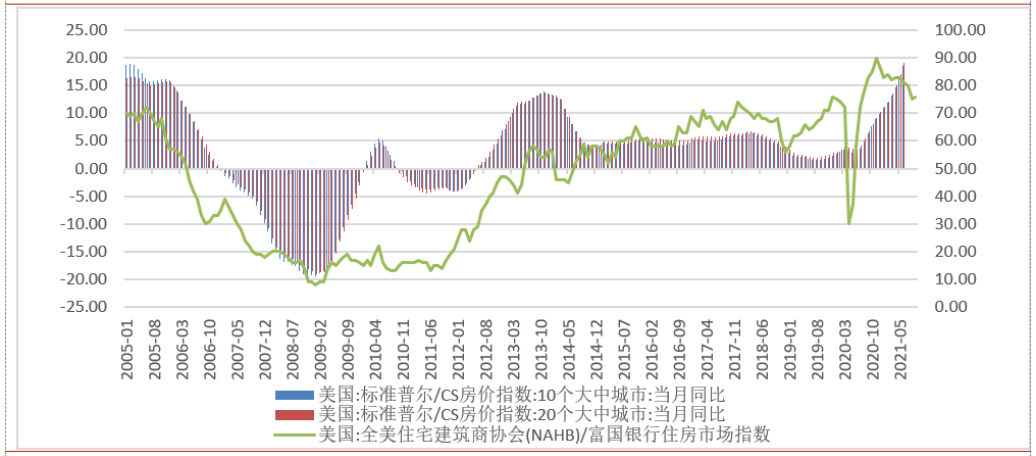
美国主要城市房价收入比

City	房价收入比	毛租金收益率市区	毛租金收益率郊区	房贷占收入比重	房价承担指数（越低越难）
New York, NY, United States	10.11	4.7%	5.4%	72.1%	1.39
San Francisco, CA, United States	7.99	5.1%	5.7%	56.8%	1.76
Los Angeles, CA, United States	7.42	6.2%	6.9%	52.9%	1.89
Boston, MA, United States	8.3	5.1%	7.1%	60.4%	1.66
Berkeley, CA, United States	8.61	5.5%	7.9%	64.7%	1.55
Oakland, CA, United States	7.97	5.6%	8.9%	58.8%	1.7
Las Vegas, NV, United States	3.17	9.6%	10.5%	22.7%	4.4
Miami, FL, United States	5.37	8.8%	10.7%	39.2%	2.55
New Orleans, LA, United States	5.49	6.6%	10.7%	39.8%	2.51
Phoenix, AZ, United States	3.43	8.3%	11.1%	24.9%	4.02
Chicago, IL, United States	4.05	8.3%	12.6%	29.4%	3.4
Atlanta, GA, United States	3.79	6.7%	13.5%	27.5%	3.63
Dallas, TX, United States	2.35	11.6%	14.3%	17.1%	5.84
Houston, TX, United States	2.21	11.3%	16.2%	15.7%	6.39
Saint Louis, MO, United States	1.89	12.0%	18.7%	13.6%	7.36
Cleveland, OH, United States	1.88	18.6%	36.7%	13.6%	7.35

美国住房出租和房屋空置率



全美住房价格指数和10、20大中城市房价同比增速



资料来源：WIND，申港证券研究所

Appendix

附录7. 北交所为资本市场注入活力

1北交所发展历程与科创板对比

- 新三板市场的发展历程可分为三个阶段，分别为试点阶段、正式成立阶段和分层阶段。



2006年国务院批准开展中关村科技园区非上市公司股份报价转让试点工作，标志着新三板资本市场的诞生。

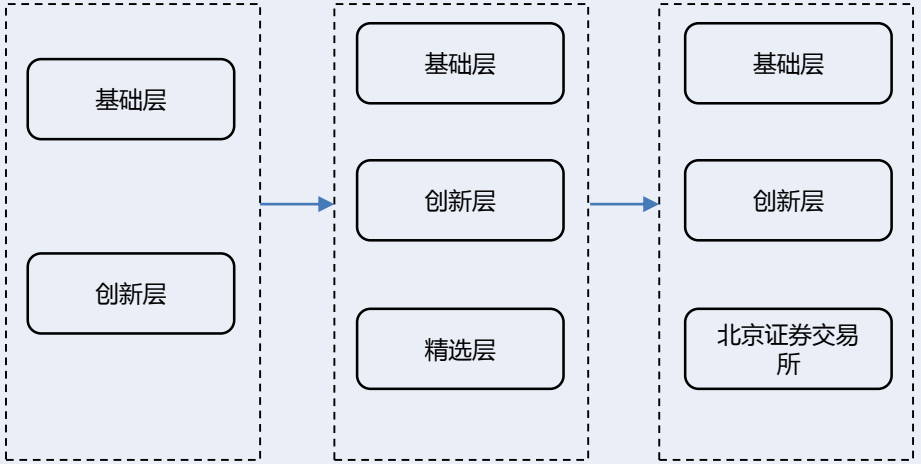
2013年1月，新三板正式揭牌运营。至2014年8月，挂牌企业数量突破1000家。2014年8月25日，做市商制度正式启动。

2015年11月，新三板进入新的发展阶段。逐步实现分类服务、分层管理。

科创板发展历程



- 新三板分层制度发展过程



2016年5月，《全国中小企业股份转让系统挂牌公司分层管理办法（试行）》将新三板挂牌企业划分为**基础层和创新层**。

2019年12月，股转系统分层管理办法为修订《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》，全面改革新三板，划分**基础层、创新层、精选层**。

2021年9月2日，国家主席习近平提出深化新三板改革，设立北京证券交易所。3日，证监会明确北交所新增上市公司来源于在**新三板挂牌满十二个月的创新层公司**。

资料来源：WIND，申港证券研究所

2北交所与科创板全面对比

板块对比	北交所	科创板	小结
市场定位	定位为“专精特新”的创新型中小企业。	主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。	北交所将会给某一细分领域具有自身体色的中小企业更多发展空间，更容易培育出“独角兽”。
转板制度	坚持转板机制，培养成熟的北交所上市公司可转板至沪深交易所发展。	无转板制度。	北交所的上市公司可以选择是否转板，对中小企业极为利好，也倒逼各交易所深化改革，提升服务质量。
独特和宽松的交易规则	北交所不改变投资者交易习惯，不增加市场负担，体现中小企业股票交易特点，确保市场交易的稳定性和连续性。	交易制度较为严格	交易波动性方面的限制规则比主板、创业板、科创板都更为宽松，有利于吸引更多投资者，增加成交活跃性。
财务指标	北交所的财务指标为四选一。对盈利标准来说，北交所对规模较小的未盈利企业更具有吸引力。	科创板的财务指标为五选一。科创板的前提是科创“硬核性”，有一个标准涉及到了专门的“研发标准”。	这体现了各个交易所“错层”发展的制度设计理念。北交所的企业服务范围更广。
审核时间	交易所审核时间为受理申请文件之日起2个月内，证监会完成注册时间为20个工作日	交易所审核时间为受理申请文件之日起3个月内，证监会完成注册时间为20个工作日。	北交所的审核时间要比科创板的审核时间短。审核效率的提升提高服务质量，减少企业时间成本。
保荐人跟投制度	主体责任更加清晰，不再实行主办券商“终身”持续督导，由保荐机构履行规定期限内的持续督导职责。	保荐机构相关子公司应当事先与发行人签署配售协议，承诺按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量2%至5%的股票，具体比例根据发行人首次公开发行股票的规模分档确定，配售的股票持有期限为发行人首次公开发行并上市之日起24个月。	北交所将不再采用新三板的券商“终身”督导制度，作为独立的证券交易所，采用了类似于沪深交易所的保荐人制度。

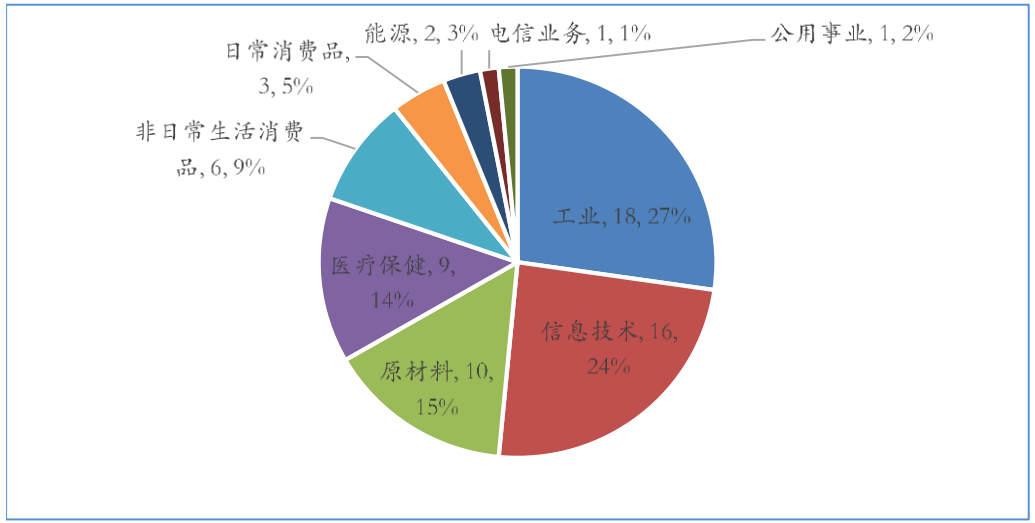
资料来源：WIND，申港证券研究所

3北交所上市企业标准

- **北交所上市标准平移精选层的四套准入标准**
- 9月5日，全国股转系统发布北京证券交易所关于上市规则、交易规则和会员管理规则公开征求意见的通知。据《北京证券交易所股票上市规则（试行）》（征求意见稿）显示，发行人申请在北京证券交易所公开发行并上市，市值及财务指标应当至少符合右表四项标准中的一项。
- **结构方面来看**
- 《上市规则》由发行上市、持续监管、退市机制和监管处理等四部分组成。北交所的上市标准平移精选层的四套准入标准，更适合盈利能力相对稳定且具备一定经营杠杆的成长型企业。



新三板精选层企业行业分布（投资型一级行业）



标准细则
预计市值不低于2亿元，最近两年净利润均不低于1500万元且加权平均净资产收益率平均不低于8%，或者最近一年净利润不低于2500万元且加权平均净资产收益率不低于8%；
预计市值不低于4亿元，最近两年营业收入平均不低于1亿元，且最近一年营业收入增长率不低于30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正；
预计市值不低于8亿元，最近一年营业收入不低于2亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入比例不低于8%；
预计市值不低于15亿元，最近两年研发投入合计不低于5000万元。

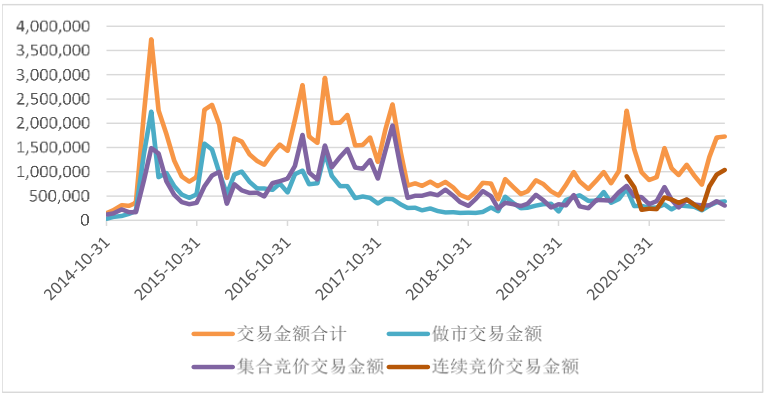
资料来源：WIND，申港证券研究所

4北交所上市企业潜在来源于新三板精选层和创新层

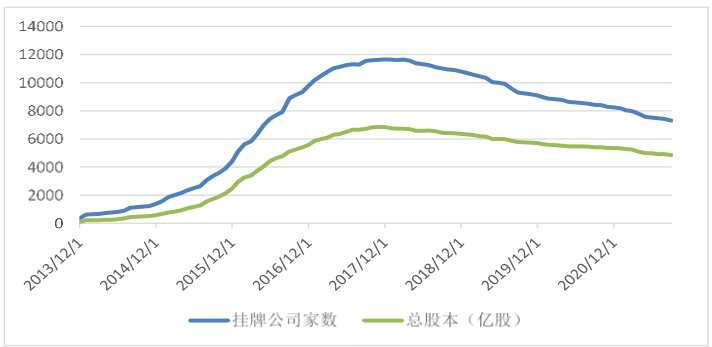
- **同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业成长前景巨大（共86家）**根据北交所《上市规则》，在精选层现有66家公司中，对于四套标准基本均有覆盖，满足北交所上市标准的公司总市值达到了1973亿。
- **同时具备北交所上市标准和专精特新称号的三板企业有86家。**“专精特新”中小企业是指具有“专业化、精细化、特色化、 新颖化”特征的中小企业。经过三批专精特新“小巨人”企业名单全面筛选，在具备北交所上市标准和专精特新称号的三板企业有86家。

名称	解释细则
专业化	采用专项技术或工艺通过专业化生产制造的专用性强、专业特点明显、市场专业性强的产品，其主要特征是产品用途的专门性、生产工艺的专业性、技术的专有性和产品在细分市场中具有专业化发展优势。
精细化	采用先进适用技术或工艺，按照精益求精的理念，建立精细高效的管理制度和流程，通过精细化管理，精心设计生产的精良产品，其主要特征是产品的精致性、工艺技术的精深性和企业的精细化管理。
特色化	采用先进适用技术或工艺，按照精益求精的理念，建立精细高效的管理制度和流程，通过精细化管理，精心设计生产的精良产品，其主要特征是产品的精致性、工艺技术的精深性和企业的精细化管理。
新颖化	依靠自主创新、转化科技成果、联合创新或引进消化吸收再创新方式研制生产的，具有自主知识产权的高新技术产品，其主要特征是产品（技术）的创新性、先进性，具有较高的技术含量，较高的附加值和显著的经济、社会效益。

新三板成交金额走势（万元）



新三板挂牌公司数量变化

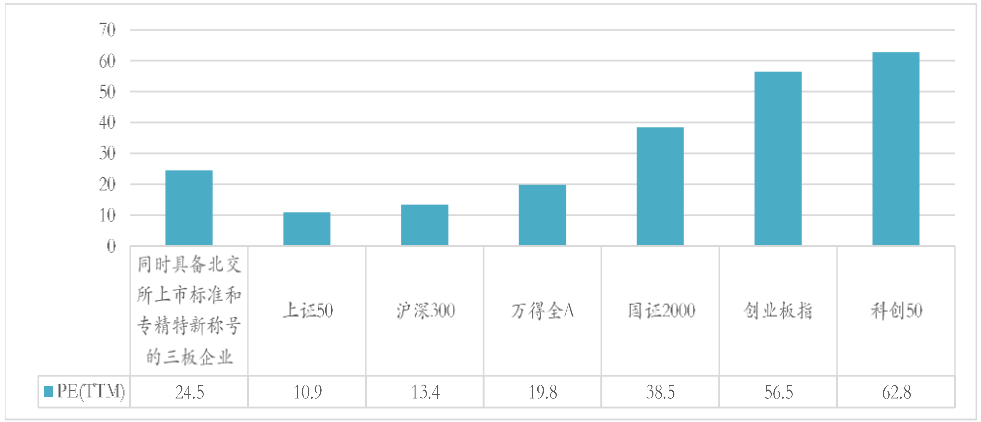


资料来源：WIND，申港证券研究所

5 北交所潜在上市企业财务优势1

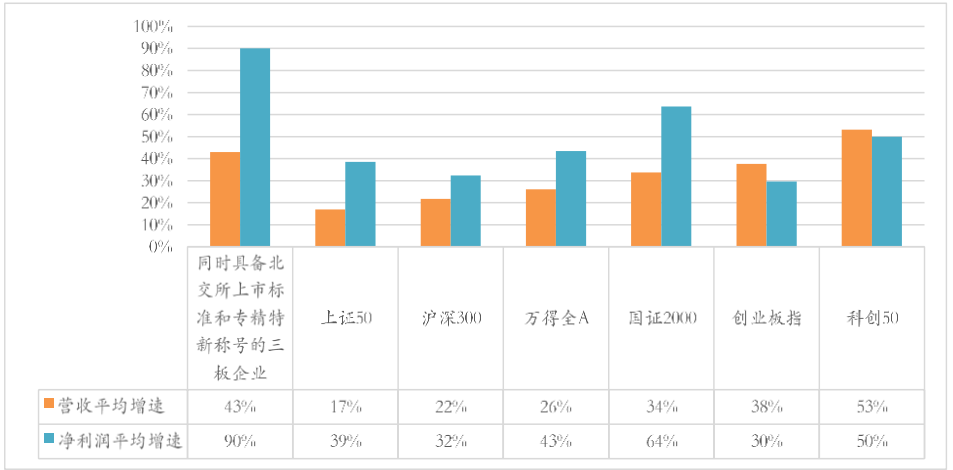
- **同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业具备估值和成长方面巨大的投资价值**
- 首先从估值角度，同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业PE（TTM）仅为24.5倍，同期可类比的创业板指平均PE为56.5倍，科创50平均PE为62.8倍，**彰显了未来登录北交所后优质新三板企业有着较大估值溢价空间。**

同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业有着较低 PE



- 据2021中报季显示。同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业营收和净利润增速分别为43%和93%，同期可类比的创业板指营收和净利润增速为38%和30%，科创50营收和净利润增速为53%和50%，体现了**这类新三板公司具备着较高的成长性，涵盖了专精特新企业的优质赛道高增速能力。**

同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业有着较高营收和净利润增速（2021 中报）

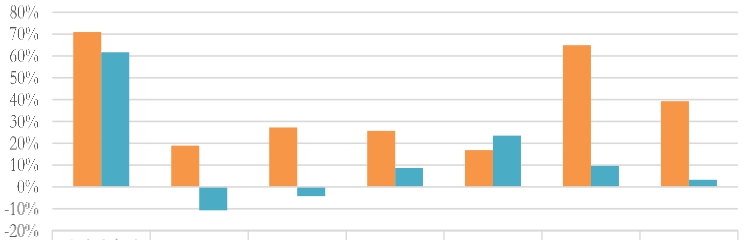


资料来源：WIND，申港证券研究所

5 北交所潜在上市企业财务优势2

- 从过去两年涨跌幅来看，同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业2020年和2021年初至今涨跌幅分别为71%和62%，同期可类比的创业板指的2020年和2021年初至今涨跌幅为65%和10%，科创50的2020年和2021年初至今涨跌幅为39%和3%，**体现了此类新三板公司正在不断受到资金关注，较高的成长性和技术优势使得未来发展空间极为广阔。**

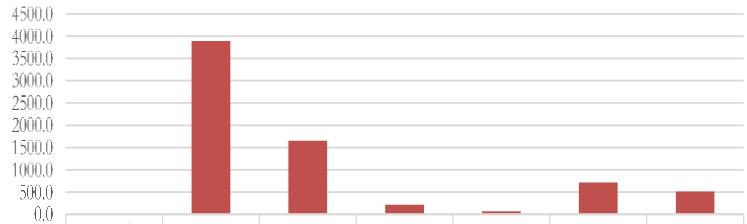
同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业在过去 2 年超额收益显著



	同时具备北交所上市标准和专精特新称号的三板企业	上证50	沪深300	万得全A	国证2000	创业板指	科创50
2020年涨跌幅	71%	19%	27%	26%	17%	65%	39%
2021年初至今涨跌幅	62%	-11%	-4%	9%	23%	10%	3%

- 同时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业平均市值仅为8.2亿，而上证50、沪深300、创业板指、科创50、万得全A、国证2000的平均市值分别高达3889亿、1656亿、717亿、513亿、217亿和70.8亿，**一旦进入北交所获得机构投资者更多关注，更加便于资本市场融资做大做强，未来的市值增长空间广阔。**

时具备北交所上市标准和专精特新称号的新三板企业未来市值发展空间广阔



	同时具备北交所上市标准和专精特新称号的三板企业	上证50	沪深300	万得全A	国证2000	创业板指	科创50
平均市值（亿元）	8.2	3889.8	1656.5	217.5	70.8	717.2	513.3

资料来源：WIND，申港证券研究所

分析师简介

曲一平，男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001。CIIA注册国际投资分析师，浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

研究助理

宋婷，女，证书编号： S1660120080012。 金融硕士，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，曾在华董（中国）房地产企业研究资金运营，对房地产行业的发展以及资金运作模式有较深的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。