晨会报告

国都证券研究所晨报 20210819

【财经新闻】

- 央行等六部门联合发文，推动公司信用类债券市场高质量发展
- 新基金发行规模突破 2 万亿元，权益类占八成
- 深圳跨境电商遭遇“封店潮”，超千亿损失促行业反思

【国都策略视点】

- 近期风格收敛均衡，中期中小成长趋势占优

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3485.29	1.11
沪深300	4894.24	1.17
深证成指	14454.11	0.72
中小板综	13267.08	0.68
恒生指数	25867.01	0.47
恒生中国企业指数	9150.36	1.02
恒生沪深港通AH股溢价	138.49	0.66
标普500	4400.27	-1.07
纳斯达克指数	14525.91	-0.89
MSCI新兴市场	1261.60	0.46

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	非银金融	8329.16	5.54
2	银行	2768.88	3.61
3	国防军工	2262.68	2.79
4	计算机	3346.55	1.35
5	房地产	1908.35	1.20

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	64.27	-3.47
纽约期金	1790.00	0.11
伦敦期铜	9055.50	-1.83
伦敦期铝	2563.00	-0.50
波罗的海干散货	3833.00	4.81

近期研究报告

研究员：王树宝
电 话： 010-84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：黄翱
电 话： 010- 87413656
Email： huangao@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

【财经新闻】

■ 央行等六部门联合发文，推动公司信用类债券市场高质量发展

【上证报】限制高杠杆企业过度发债，强化对债券募集资金的管理，禁止结构化发债行为。政府不得通过企业举债融资或为企业发行债券提供各种担保，企业债务不得由政府偿还或由财政兜底。把主动防范化解债券市场风险放在更加重要的位置，筑牢市场准入、早期干预和处置退出三道防线。强化发行人市场意识和法治意识，秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序，依法严肃查处恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严惩逃废债行为，禁止企业借债务重组和破产之机“甩包袱”“卸担子”。

为完善债券市场法制，建立完善制度健全、竞争有序、透明开放的多层次债券市场体系，近日，人民银行、国家发展改革委、财政部、银保监会、证监会和外汇局联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》。

在推动完善债券市场法制，着力夯实法律基础方面，《意见》要求，按照分类趋同的原则，逐步统一公司信用类债券发行交易、信息披露、信用评级、投资者适当性、风险管理等各类制度和执行标准。加强市场监管，健全统一执法机制，强化对市场主体的行为监管，严厉打击各类侵害投资者利益、破坏市场秩序的违法违规行为。

《意见》提出了多项规范性要求，明确提出，限制高杠杆企业过度发债，强化对债券募集资金的管理，禁止结构化发债行为。要求特别应防范以规避公开发行管理和投资者适当性要求为目的、实质上将低信用高风险的债券出售给风险识别与承担能力较弱投资者的违法违规行为。禁止出借债券账户以及任何形式的利益输送、内幕交易、规避内控或监管，禁止为他人规避内控或监管提供便利等违法违规行为。

在信用评级行业规范方面，《意见》要求，加强对跟踪评级滞后、大跨度级别调整、更换评级机构后上调评级等行为的监管约束，提升评级机构风险预警功能。对存在级别竞争、买卖评级等违法违规行为，加大处罚和市场退出力度。

《意见》要求，厘清政府和企业的责任边界，区分政府、政策性金融机构、国有企业、地方政府融资平台等不同主体的信用界限。加快推进地方政府融资平台改革，防范相关隐性债务风险转移，政府不得通过企业举债融资或为企业发行债券提供各种担保，企业债务不得由政府偿还或由财政兜底，切实做到谁借谁还、风险自担，防范地方政府隐性债务风险。

规范公司信用类债券发行定价机制，确保价格形成公开、公平、公正，严禁政府部门、发行人对发行定价的不当干预，严禁承销机构通过自承自买、募集资金返存等方式变相压低发行利率、扭曲市场化利率形成机制。

《意见》明确，把主动防范化解债券市场风险放在更加重要的位置，筑牢市场准入、早期干预和处置退出三道防线，健全风险监测预警机制。进一步完善市场化、法治化的债券违约处置机制，提升市场出清效率。

强化发行人市场意识和法治意识，秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序，依法严肃查处恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，严惩逃废债行为，禁止企业借债务重组和破产之机“甩包袱”“卸担子”。强化属地风险处置责任，督促各类市场主体严格履行主体责任，建立良好的地方金融生态和信用环境。

统筹推进多层次市场建设方面，《意见》要求，推动更好地保障各类合格投资者合法权益。按照债券风险与投资者承担能力相匹配的原则，扩大投资者群体范围。推动社保基金、年金基金、养老金“第三支柱”等中长期投资者参与债券投资，获得长期稳定收益。稳步培育和拓展高收益债券投资者群体，降低商业银行持债占比。

《意见》要求，研究探索符合条件的金融机构开展高收益债券柜台业务试点。在权责清晰、风险可控的基础上，探索在符合条件且依法合规获得批准的区域交易平台，以试点方式发展面向本地发行人和合格机构投资者的区域债券市场，实施严格的投资者适当性管理，从严惩处各种形式的降低投资者准入门槛、突破非公开发行管理等违法违规行为。

在推动债券市场高水平开放方面，《意见》要求，统筹同步推进银行间债券市场、交易所债券市场对外开放，统一债券市场境外机构投资者准入和资金跨境管理，稳步实现我国债券市场跨境联通和双向开放，共同树立统一开放的良好形象。优先引进境外中长期投资者。

■ 新基金发行规模突破 2 万亿元，权益类占八成

【中国基金报】数据显示，截至 8 月 18 日，今年新成立的 1107 只公募基金管理总规模为 2 万亿份，按照基金净值规模计算，发行总规模已达到 2.02 万亿元，而去年创出 3.14 万亿元的历年最高记录，今年也成为新基金发行的又一大年。

从新基金发行的结构看，权益类基金仍然是“主力军”。数据显示，权益类基金发行规模 1.6 万亿元，同样位居历史第二高位，比去年 2.02 万亿元的募集规模减少近 4300 亿元。同期，权益类基金在新发基金中规模占比 79.96%，也创下 2015 年大牛市之后的新高。

在公募基金突破 2 万亿的时点，百亿基金功不可没。今年以来新成立的百亿基金数量为 19 只，其中有 15 只成立时间为今年春节前 A 股热度较高的市场环境中。

“在权益类基金的快速扩容下，国内公募基金行业规模增长特别迅速，目前公募管理总规模超过 23 万亿元，近两年权益类基金规模增长超过了过去 10 年的总和，新增规模体量也是以万亿计，显现了公募基金行业强劲的生命力。”北京一位基金公司高管表示。

在这位高管看来，公募权益类基金大发展，一是因为我国当前正在坚定不移推动经济结构调整和对外开放，经济结构的优化和高质量发展，都需要一个更好的直接融资和权益投资的环境；二是公募基金成立 20 多年以来，凭借专业的投研能力，打造了权益类基金长期良好的投资业绩，并获得了市场的认可；三是权益类基金通过资本市场，不断投向快速成长、潜力较大的硬科技企业，也正在成为资本市场有效配置资源，并让普通投资者分享优秀公司成长红利的重要产品形式。

谈及权益类基金大发展的态势，北京一位科技基金经理也认为，居民大类资产配置向权益投资转移，而老百姓理财方式相对有限，是权益类基金爆发式增强的重要因素；其次，随着资本市场的深化改革和注册制推出，A 股涌现出一批行业格局较好、研发能力强、公司治理优秀的上市公司，为权益投资提供优质的标的供给；最后，与海外市场相比，我国公募基金规模和居民配置权益投资占比较低，仍有很大的发展空间。

北京一位公募投资总监也表示，2015 年以来，国内资本市场发生了深刻的变化：一是随着资管新规的推出，资管产品向净值化转型，公募基金的标准、透明的运作机制成为资管行业的标杆；二是中美贸易争端激发了对直接融资的鼓励，资本市场也加大了对创新产业的扶持力度；三是伴随着居民资产配置向标准化、净值化金融产品转移，以及外资、养老、社保、保险等长线资金不断入市，权益类基金也迎来最好的发展机遇期。

与权益类基金的大发展相比，今年新发债券型基金 181 只，比去年同期减少 154 只；发行规模 3658.78 亿元，同比也锐减 46.23%；而债券型基金在发行规模中占比也降至 18.34%，创下了 2016 年以来的年度新低。

针对上述产品结构性变化，北京一位银行系公募认为，与权益类基金相比，债券型基金多数以专业的机构客户为主，该类客户市场需求的变化，与债市行情走势、基金收益率情况、机构资金的动态配置等都存在密切关系。与银行一年期理财产品和如火如荼的权益市场相比，目前债券型基金的收益吸引力不足，债市环境也压制了债基的投资需求。

虽然债基规模增长乏力，但以债券为底仓，适当增加权益、转债等弹性收益的“固收+”基金规模逆市扩容。今年二、三季度以来，随着基础市场的震荡调整，基金发行市场成为“固收+”产品的天下，今年新成立的 237 只“固收+”基金募资总规模为 3861.16 亿元，已经超过了去年全年发行规模，在新发基金中规模占比接近两成，并诞生了易方达悦安一年持有、华安添利 6 个月持有等 5 只百亿“固收+”新基金。

北京上述银行系公募表示，在今年权益市场波动较大的市场中，长期业绩表现稳健的“固收+”基金获得市场认可，很多银行等机构资金对该类基金的配置需求增长，伴随着 A 股结构性行情的延续，预计该类稳健类产品仍将获得中低风险偏好的资金的青睐。

■ 深圳跨境电商遭遇“封店潮”，超千亿损失促行业反思

【证券时报】据深圳海关最新统计，今年上半年，深圳海关监管跨境电商货物货值逾千亿元，已超去年全年总量，继续领跑全国。自去年以来，疫情反复与消费者习惯的形成持续驱动线上需求增长，面对常态化疫情防控，“宅经济”正重塑全球生活消费习惯，依托于大湾区强大的制造业产业链，以手机、电器、服装为代表的产品出口持续增长。

深圳跨境电商一片向好，也为深圳的外贸带来强大活力。证券时报记者从深圳海关获悉，自 2020 年 11 月起至今年 6 月，深圳外贸进出口已连续 8 个月实现正增长。2021 年上半年，深圳进出口总额达 1.59 万亿元人民币，同比增长 19.3%。“深圳制造”正走俏国际市场。其中，消费类电子电器产品出口增势显着。上半年，深圳出口机电产品 6826 亿元，增长 27.5%，占同期出口值的 80%。

深圳市商务局相关负责人分析，一是因为国外疫情仍未得到有效控制，工厂未能全面恢复运行，国内企业新增大量外贸订单；二是深圳加强了对高新技术企业进出口的支持，出台了新一轮外贸发展政策，着力帮助企业解决生产经营面临的困难。

“深圳的供应链优势是我迈入跨境电商行业的一个重要原因。”深圳南泽电子商务公司在亚马逊上主要销售家居、宠物和户外体育等商品，公司创始人黄陈骋在接受记者采访时表示，他创业前曾经在金融行业工作，但海外学习和旅行的经历让他察觉到，中国商品在全球都拥有强大的竞争力，特别是商品质量和价格。深圳完善的物流和供应链，则可以让中国制造走向世界。

“如果不是因为亚马逊封店事情，今年市场预计要比去年好，去年我们销售额实现翻倍，今年一季度的时候我们根据销售的增速保守预计全年销售额增幅应该在 1.5 倍，最高可以到 2 倍。”林阳表示，“受疫情影响，线上消费近年来迎来爆发式增长。”

亚马逊这一波汹涌的“封店潮”始于今年 5 月前后。今年 5 月，国内多家跨境电商在亚马逊的店铺陆续被封，资金和货物同时被冻结，由于此前亚马逊也曾经小规模对违规店铺进行警告和封店等，因此并未引起太大关注。随着有上市公司陆续公告，称受到亚马逊封店风波影响，旗下跨境电商部门可能遭受重大损失，事件开始持续发酵。

7 月 6 日，天泽信息公告，因涉嫌违反亚马逊平台规则，公司旗下跨境电商有棵树 2021 年度已新增被封或冻结站点数约 340 个，涉嫌冻结的资金约为 1.3 亿元。公司每月营业收入已自 2021 年 1 月的约 4500 万元迅速降至 5 月的近 100 万元。ST 华鼎则在 8 月 5 日公告披露，公司全资子公司深圳市通拓科技有限公司多个品牌涉及的店铺被亚马逊暂停销售，资金被冻结，被禁售关闭店铺数共计 54 个，涉嫌冻结资金 4143 万元。除了上述头部企业，多家腰部企业和中小卖家同样遭遇关店和资金冻结。

对于此次大规模的“封店”事件，亚马逊给出的回答是，这些被封号的店铺存在“操纵用户评论行为”。简单来说，就是这些店铺刷单了，有很多“虚假评论”。证券时报记者了解到此次亚马逊封杀中国卖家是基于《卖家行为准则》。在亚马逊官网公布的《销售政策和卖家行为准则》中明确，通过支付费用或提供奖励（如优惠券或免费商品）请求买家提供或删除反馈或评论、要求买家只编写正面评论或要求他们删除或更改评论、仅向获得良好体验的买家征集评论等操控评论的行为都是被禁止的。若违反相关政策，亚马逊可能会对卖家账户采取取消商品、暂停或没收付款以及撤销销售权限等措施。证券时报记者也试图联系亚马逊官方进行相关采访，并发去采访邮件，截至记者发稿，尚未收到亚马逊方面的回复。

跨境电商观察人士、蓝海亿观网创始人吴以辉告诉记者，“亚马逊的这一次封店动作相当的大。”吴以辉所说的“大”，呈现在两大方面：一是不同规模的店铺均受到影响，从最开始的头部“大卖家”开始逐步向腰部，甚至向小店铺蔓延；其次是涉及不同产品的店铺范围广。“过去我们认为一般刷单行为主要集中在‘3C（计算机类、通信类和消费电子类产品）’相关的店铺，这一次连大件家具这种一般认为不太刷单的店铺也被封了。”吴以辉指出。

“这一次其实用‘封品牌’来描述更加合适。”林阳表示，与以往亚马逊仅封杀违规店铺不同，此次亚马逊将封杀范围扩大到品牌，即所有销售该品牌的店铺均被封杀。对于亚马逊此次一刀切的行为，林阳表示无奈，并认为亚马逊的处理方式过于“偏激”。

林阳也向记者透露，对于亚马逊的封店处罚，公司已经启动相关的申诉流程。“但是不知道为什么这一次申诉回复特别慢。”林阳介绍，“按照往常的经验，亚马逊对你采取限制行动的话，一般会提前通过邮件告知店铺，存在哪些问题，要如何整改，后续需要注意什么问题，并让你提交一个整改方案。一般过了两三个星期，店铺就能解封并继续经营。但是现在两个多月已经过去了，依然杳无音讯。”

据深圳市跨境电子商务协会统计，从 5 月开始，亚马逊平台上被封店的中国卖家超过 5 万家，已造成行业损失金额预估超千亿元。中南财经政法大学数字经济研究院高级研究员金天在接受证券时报记者采访时表示，对跨境电商而言，一旦出现封号、限制销售，会面临较大的资金和经营压力，部分商家实际上属于加杠杆运营，尤其面临突出的资金链断裂风险。在封号愈演愈烈之际，企业当务之急是全面评估自身风险，加快处置在境外，特别是在亚马逊货仓内的存货，启动行业内的自救、互助；同时，需要减少刷单冲量、过度和虚假营销、侵犯知识产权、销售低劣产品等容易被封号和限制销售的违规行为，因为从长期来看强监管将是一种常态，同类行为在国内电商平台的惩处力度也会不断加强。

金天还表示，对于政府部门而言，可以考虑从三方面着手实施救助：一是鼓励更多的行业互助，为企业拓展更多的资金和销售渠道提供政策便利、信息支持；二是对境外监管执法和平台治理过程中明显针对特定国家企业的行为进行交涉、反制，支持被无辜波及的企业积极申诉、依法维权；三是对受冲击较严重的行业和地区情况作出评估，对可能引起的失业和社会稳定情况提前做好管理预案。

“这是跨境电商快速发展中遇到的‘成长的烦恼’。”中国（深圳）综合开发研究院新经济研究所执行所长曹钟雄表示，在行业快速发展过程中，中国的跨境电商企业确实存在很多不合规的地方，还是习惯用国内这一套打法直接复制过去，例如刷单、买好评、“小卡片（货物夹带卡片，给产品好评能获得奖励）”，这些在国内比较常见的做法，其实在不同地区、不同文化里面，对待的态度是完全不一样的。国内很多做法其实放在很多欧美平台上面，是“不能被宽恕”的行为。这是中国跨境电商成长需要付出的代价。

“现在合规肯定是第一位的。”林阳告诉记者，“经历这次风波，合规是我们企业经营的最低标准。”林阳向记者强调，“现在肯定不能再像以往那样以销售额为导向了。”

8 月 18 日，海关总署召开第四十二次形势分析及工作督查例会。会议强调，要完整、准确、全面贯彻新发展理念，全面深化海关各领域改革。大力优化口岸营商环境，推动精简监管证件，简化通关流程，提高通关效率，降低通关费用，保障国际物流畅通。进一步规范跨境电商、市场采购、外贸综合服务等新型贸易业态健康发展。加强宏观经济研究和外贸形

势分析，为中央决策提供参考。

“中国的跨境电商企业应该反思，好好思考一下‘走出去’的模式。”曹钟雄表示，企业应该根据自身情况，好好思考一下，到底是继续坚持单一的依赖模式，还是走“多元化”路径。

“这对公司来讲也是一次契机。”林阳介绍，目前公司除了在向亚马逊申诉外，也在着手进行战略转型。“公司一直有多元化渠道的一个布局方向，但是一直以来缺乏一个契机，依托亚马逊这个平台，公司近年来迎来了快速的增长，这次事件对我们乃至整个跨境电商行业的触动非常大，公司在多元化渠道布局上更加坚定了。”

但是，多元化渠道布局对于企业来讲也存在一定的挑战。“每个平台的规律是不一样的，运营的特点也不一样。比如说以前可能我们比较专注亚马逊，可能配备一套运营的人马就好了，现在是多个平台都要去摸索去了解。从摸索到运营，需要企业花费很多的精力和成本。从管理层方面来说，专注做单一的平台肯定效率会更高。”林阳表示。

为助力跨境电商渠道多元化发展，深圳市商务局开展了相关扶持事项。8 月 5 日，深圳市商务局发布通知，支持中国（深圳）跨境电子商务综合试验区内具备一定实力的跨境电子商务企业，通过独立站销售渠道开拓海外市场，通过提升数字化水平强化市场开拓能力，通过建设海外仓为企业开拓市场提供综合配套服务。此外，商务局还有针对跨境电子商务公共海外仓奖励/资助项目。

在曹钟雄看来，多元化渠道可作为跨境电商一个必然发展路径。从长远看，中国跨境电商急需一个与之相匹配的平台，这应该是全行业共同努力的方向。不能只有企业，还需要一个平台，“卖家+平台”协同走出去，这样的模式才是可持续的。

培育一个现象级的跨境电商平台正是深圳当前的重点任务。“加速发展大型电子商务平台、大力推进电子商务应用、强化跨境电子商务发展优势、搭建成熟完善的电子商务支撑服务体系。”此前，《深圳市关于推动电子商务加快发展的若干措施》正式公布，目标直指建设全球重要商贸中心。

黄陈骋认为，经过此次亚马逊封店风波，深圳的跨境电商产业可能会迎来洗牌，但深圳发展跨境电商的优势基因并没有改变。独特的区位优势、大湾区强大的生产制造能力，再加上盐田港，深圳的跨境电商在未来仍然有足够的竞争力。

【国都策略视点】

■ 策略观点：近期风格收敛均衡，中期中小成长趋势占优

1、年内中期展望：交易逻辑已切换至“基本面下行、政策面趋松”，中小成长风格趋势占优。综合宏观经济基本面、政策面、流动性、产业政策等关键变量来看，预计年内中小成长风格趋势仍占优。宏观基本面，下半年经济增长动能或逐步衰减，基本面下行压力或逐季显现，新近公布的七月经济增长数据悉数低于预期，多地暴雨天气及疫情散发短期因素冲击之外，过去一年多两大主要驱动力地产及出口动能，已趋势性放缓，而消费复苏持续偏弱基建投资发力空间有限，预示四季度 GDP 同比增速或进一步回落 5.0%上方附近；宏观政策面，国内宏观政策环境有望延续今年二季度起的“经济复苏强度减弱、通胀降温、宏观政策预期稳中趋松”，三季度末至四季度，稳增长压力逐步加大，跨周期的财政货币政策有望稳中偏松；产业政策方面，产业政策结构分化注重扶持科技持续与专精特新中小企业，挖掘国内潜力、强化科技创新、发展专精特新、统筹双碳工作、注重抗通胀。在经济复苏趋势减弱、股市整体估值合理略高、结构性泡沫存在的压制下，指数上行动力也偏弱，板块风格分化或持续，中小科技成长企业有望趋势占优。

2、未来几个月美联储 Taper 压力，市场有望分阶段消化，最大压力或在明确释放信号至确立启动时点期间。近两个月美国非农就业数据的持续改善，有望支持美联储正式讨论 Taper 启动计划。该计划的大致可划分为释放明确信号、确立时点、正式执行三阶段，不同阶段对市场的实际影响各异；参考上一轮 2013 年美联储的 Taper 计划对市场的影响，预计在释放明确信号至确立时点期间，美债利率上行斜率较大，累计上行幅度较大，而在正式减量执行后，美债利率呈现见顶回落态势。

因而，美联储 Taper 对市场影响的大小变化，关键在于判断以上三阶段的时点，而这主要取决于美国就业缺口的修复程度。参考上一轮经验，2013 年 10 月美联储 FOMC 会议明确逐步缩减购债规模计划，10 年期美债利率自 2.5%见底反弹，趋势上行至 14 年初正式缩减购债开启时的 3.0%；而后在正式执行缩减购债后，美债利率反而转为震荡回落，并直至前期低点下方 2.4%附近。

2013 年美联储确立 Taper 计划及其启动时点，主要依据美国就业缺口的恢复。20 年 3、4 月新冠疫情冲击高峰下，美国非农失业人数高达 2,236 万人；自 20 年 5 月至今，美国新增非农就业人数累计 1,666 万人，相比疫情爆发前，美国待修复的非农就业缺口为 570 万人，按最近两月新增非农人数均值 94 万人测算，预计尚需 6 个月基本修复新冠疫情对美国就业冲击的缺口；即对应 2022 年 1 月为美联储或正式启动 Taper 时点。

后续需重点关注随着美国新冠疫苗接种率稳步提升，美国政府停止对居民的财政补贴，美国服务业复苏强度及通胀上

行幅度，尤其是美国居民无政府补贴后就业意愿上升后，未来几个月美国就业恢复或提速。而若美国就业恢复进展顺利，或为美联储缩减购债规模提供决策依据。

综合以上分析判断，预计 9 月 22 日美联储议息会议有望确立 Taper 执行计划与启动时点，而 8 月底的全球央行会议上美联储主席或将释放部分信号；以上预期下，未来一个半月内美债利率、美元或转为最大上行压力期；而在 9 月底确立时点后，直至 23 年初正式执行，期间美债利率、美元的上行斜率或显著放缓；而在 23 年 1 月正式执行 Taper 后，美债利率、美元指数大概率阶段见顶震荡回落。以上三阶段下的美债、美元走势，对股票、大宗商品市场整体影响或由强转弱，而今年底明年初或进入反转修正行情。

3、近期展望：风格极致分化后，美元收紧担忧升温，或促使风格收敛均衡。

6 月初至今的两个多月内，A 股的成长与消费、金融风格极致分化，指数表现相差 30 个百分点，创历史纪录。同时，在美国新增非农就业数据超预期催化下，市场对于美联储 Taper 计划的确立时机的预期上升，美元收紧担忧升温；如上所述，美债利率与美元指数有望在 9 月底前趋势上行，且斜率较大，美元流出新兴市场的压力相应也较大；以上压力阶段，对高估值的科技成长或估值仍在历史高分区间的核心资产，阶段性冲击压力或待释放。而受益利率上行、估值处于洼地的金融板块，期间有望适当修复反弹。经济下行超预期，稳增长压力逐步上升，逆周期对冲发力政策预期上升，基建为首的逆周期板块有望阶段活跃；综合判断，近期市场风格或趋收敛均衡。

风险提示：美联储政策收紧、经济恢复动力显著减弱、海外市场大幅震荡等风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上