国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20201123

【财经新闻】

- 证券日报：防风险与促发展，债市稳定健康发展两抓手
- 证券时报：秉持“零容忍”，维护债券市场平稳运行
- 证券时报：上市中企都应履行信披义务

【行业动态与公司要闻】

- 经济参考报：新一轮“5G+工业互联网”支持政策将加码升级

【国都策略视点】

- 策略晨报：顺周期补涨持续性如何？

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3377.73	0.44
沪深 300	4943.29	0.31
深圳成指	13852.42	0.54
中小板综指	12625.58	0.57
恒生	26451.54	0.36
国企	10553.35	-0.02
恒生 AH 溢价	142.41	0.64
标普 500	3557.54	-0.68
NASDAQ	11854.97	-0.42
MSCI 新兴市场	1209.26	0.73

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	汽车	4339.78	3.54
2	有色金属	6033.51	3.46
3	采掘	2164.69	2.19
4	电气设备	3438.38	2.17
5	钢铁	1525.59	1.91

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	42.47	1.36
纽约期金	1869.60	0.27
伦敦期铜	7261.00	2.41
伦敦期铝	1989.00	-0.05

研究员：王树宝
电 话： 010- 84183369
Email： wangshubao@guodu.com
执业证书编号： S0940511080001
联系人：时应超
电 话： 010-87413658
Email： shiyingchao @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】

- **证券日报：防风险与促发展，债市稳定健康发展两抓手**

【证券日报】证券日报报道，促进债券市场平稳健康发展，必须先要协调好促发展与防风险的关系。11 月 21 日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）第四十三次会议指出，要坚持稳中求进工作总基调，按照市场化、法治化、国际化原则，处理好促发展与防风险的关系，推动债券市场持续健康发展。

11 月 20 日，证监会通报对华晨汽车集团控股有限公司及相关中介机构采取有关措施。同时表示，高度重视投资者合法权益保护，全面贯彻落实国务院金融委“零容忍”要求，依法严厉打击各类违法违规行为，维护债券市场良好秩序。同时，将继续维护和发挥好债券市场正常功能，支持各类所有制企业合法合规通过债券市场融资发展。

从上述金融委对规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作的部署以及证监会对债市违法违规行为的严打可以看出，“防风险”和“促发展”是当前债市稳定有序发展的两大重要抓手。

同时，金融委会议针对规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作也开出了五大“药方”：一是提高政治站位，切实履行责任；二是秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序；三是加强行业自律和监督，强化市场约束机制；四是加强部门协调合作；五是继续深化改革。

笔者认为，这五大“药方”不仅是今后规范和维护债券市场稳定发展的工作思路，也对市场各方如何履行各自的职责提出了明确要求。

“防风险”意味着将通过督促各类市场主体严格履行主体责任、对违法违规行为秉持“零容忍”态度、加强行业自律和监督以及加强部门协调合作等举措牢牢守住不发生系统性风险的底线。

今年以来，受国内外宏观经济形势变化和新冠肺炎疫情的影响，部分行业、企业经营压力增大，债券违约个案有所增加，虽然这主要是周期性、体制性、行为性因素相互叠加的结果，但是，这也对我国债券市场防范化解风险提出了一些新挑战。

因此，金融委会议提出，金融监管部门和地方政府要从大局出发，按照全面依法治国要求，坚决维护法制权威，落实监管责任和属地责任，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。

笔者认为，充分发挥地方的属地管理优势，通过风险排查、监督检查等方式，防范化解可能存在的风险非常重要。同时，也要进一步加强债券管理部门之间的沟通协调，构建高效的工作协同机制，共同防范化解债券市场的潜在风险。

“促发展”则要求在继续做好债券市场正常融资功能的同时，建立健全市场制度，完善市场结构、丰富产品服务，进一步深化债券市场改革。

当前，我国已成为全球第二大债券市场，根据央行发布的最新数据显示，截至 10 月末，债券市场托管余额为 114.6 万亿元。另外，我国债券交易愈加活跃，双向开放程度明显提升，债市已成为提高直接融资比重和优化金融资产配置的重要渠道，在国内经济及资本市场中发挥着重要作用。

可以预期，伴随着债券市场正在推进的一系列改革举措的落地实施，我国债券市场将迎来更加高质量发展的新格局。笔者认为，近期债市违约个案只是债券市场深化改革过程中的一次磨炼，通过此次磨炼，也能够让市场各方有所警惕，经过此次扰动，市场各方能够充分认识到自己的职责，这对于债券市场稳定发展也是很重要的经验。

- **证券时报：秉持“零容忍”，维护债券市场平稳运行**

【证券时报】证券时报头版刊文称，最近召开的金融委会议，给近期债券市场惶惶不安的参与各方吃了颗定心丸。金融委会议表示，要秉持“零容忍”态度，维护市场公平和秩序，严厉处罚各种逃废债行为。这给那些试图以转移资产、挪用资金等方式恶意逃废债的发行人打了预防针，也为强化市场纪律，切实保护投资者合法权益提供了监管遵循。

近期，部分 AAA 高评级地方国企债券接连发生违约，导致债券价格大幅调整，相关金融产品净值持续波动，引发信用债市场剧烈震荡。特别是有关主体在违约前夕，以资产重组为名转移优质资产，成立“壳公司”下沉变更股权等“花式操作”，引发市场对其逃废债的强烈质疑，严重挫伤了投资者信心，破坏了市场生态。

金融市场是一个信息市场，更是一个信心市场，诚实信用不仅是法律规定的应有之义，更是在市场融资发展的立身之本。而逃废债，即有偿付还款能力但拒绝偿还的行为完全违背了市场经济最起码的规则意识和契约精神，不仅直接降低了

企业自身信用，而且破坏地区和行业的融资生态，从根本上击穿了信用债乃至整个资本市场健康发展的信用基石，会导致债券无法续发、信用债券价格大跌、流动性紧张等一系列连锁反应，容易带来系统性风险。对此，必须毫不手软露头就打。

一方面，需要按照“建制度、不干预、零容忍”要求，加强法制供给，进一步建立健全跨部门联合惩戒机制。加强执法效能，加大处罚力度，依法严肃查处欺诈发行、虚假信息披露、恶意转移资产、挪用发行资金等各类违法违规行为，依法依规对恶意逃废债企业的市场融资进行一定程度限制，对情节严重、造成重大损失和不良社会影响的恶意逃废债企业及负有主要责任的相关人员，加大刑事追责力度，依法将相关信息纳入征信系统及全国信用信息共享平台。另一方面，应进一步健全市场化法治化的违约处置机制，畅通债券违约司法救济渠道。出台违约债券转让和匿名拍卖机制，以及债券购回、债券置换等债务管理工具，健全市场化的风险出清机制。另外，还需完善信息披露，进一步规范发行人和中介机构的责任与义务，强化在信息披露、尽职调查、持续督导、联系服务等方面的政策规则。

从严打击逃废债，对于维护市场法治和信用环境，建设一个更加开放、成熟的中国债券市场至关重要。只有尽快建立常态化、规范化、市场化的债券风险化解机制，压实发行人及股东主体责任，强化民事赔偿和刑事追责力度，显著提升违法违规成本，才能维护债券市场公平秩序，促进市场平稳、有序、健康发展。

● 证券时报：上市中企都应履行信披义务

【证券时报】在近日召开的国际金融论坛(IFF)第 17 届全球年会上，证监会首席律师焦津洪表示，将利用两年左右的时间，力争在资本市场法律体系建设方面取得重要进展，推动建立完善具有中国特色的证券执法体制，显著提高证券违法犯罪的成本，对于境外上市的中国企业，始终强调不管在何时、何地上市，都应当严格遵守相关市场的法律和规则，真实准确地履行信息披露义务。

焦津洪指出，目前我国资本市场上市公司数量已经突破了 4000 家，位居全球第二位，中国的债券市场规模也位居世界第二位，投资者人数超过 1.7 亿，拥有全世界最活跃的自然人投资群体。今年以来，证监会以注册制为龙头，推动形成了从科创板到创业板再到全市场三步走改革布局，一揽子推动板块改革、基础制度改革和证监会自身的改革，开启了全面深化改革的新局面。同时，持续扩大稳步推进资本市场高水平双向开放，资本市场法治建设迈上新台阶，新证券法于 2020 年 3 月 1 日正式实施，《刑法修正案（十一）》草案完成了二读的审议，目前正在进行三读审议。期货立法取得突破性进展，有望进行一读审议。

焦津洪表示，证监会将利用两年左右的时间，力争在资本市场法律体系建设方面取得重要进展，推动建立完善具有中国特色的证券执法体制，显著提高证券违法犯罪的成本，进一步畅通投资者权利救济渠道，明显改善资本市场秩序，用 5 年左右的时间推动建成更加科学完备的法律体系、更加健全的具有中国特色的证券执法体制，促进证券执法、司法透明度、规范性和公信力显著提升，形成从法守信、规范透明、开放包容的良好资本市场的生态。

一是完善资本市场法律责任制度体系，继续配合立法机关加快《刑法》修改和《期货法》立法工作。贯彻实施新《证券法》，抓紧推动制定《上市公司监管条例》、《私募基金监管条例》等配套制度，加快推动证券集体诉讼落地实施，畅通投资者民事救济的渠道。

二是构建有利于从严打击证券违法活动的执法体制机制。成立打击资本市场违法活动协调工作小组，形成打击资本市场违法活动的合力，同时与高法院、高检院、公安部等共同研究加强协调配合，提升证券执法司法的专门化和专业化水平。

三是强化重大证券违法案件的惩治和重点领域的执法。对证券违法活动持续保持零容忍的高压态势，坚持突出重点分类施策、综合运用、行政处罚、市场禁入、重大违法强制退市等行政手段，与刑事追责、民事赔偿等共同形成全方位、立体式的追责机制。

四是深入开展跨境监管和执法合作。证监会对于财务造假等严重破坏市场诚信违法违规行为一直坚持零容忍的原则，对于境外上市的中国企业，始终强调不管在何时、何地上市，都应当严格遵守相关市场的法律和规则，真实准确地履行信息披露的义务。

五是加强资本市场信用体系建设。推动在相关法律法规中增设诚信建设的专门条款，并通过建立资本参与主体的诚信记录，实施失信惩戒和守信激励等方式完善参与资本市场的诚信条件、义务和责任，发挥协同监管组合拳的威力，形成各方共建、共享、共治的资本市场诚信格局。

【行业动态与公司要闻】

- **经济参考报：新一轮“5G+工业互联网”支持政策将加码升级**

【经济参考报】日前，2020 中国 5G+工业互联网大会在武汉开幕。记者从会上获悉，5G 商用一年多来，全国“5G+工业互联网”融合创新建设项目已超过 1100 个，在航空、钢铁、矿业、港口等行业实现率先发展。下一步更多支持举措将加码升级，包括制定工业互联网创新发展行动计划，明确新阶段重点任务和重点工程；持续推进工业互联网创新发展工程，加大对产业支持力度；加快打造领军企业、单项冠军，培育公共服务平台等，为加快发展现代产业体系、推动经济体系优化升级提供强大支撑。

在建项目超 1100 个

5G 商用一年多来，我国的工业互联网建设进入了快车道，“5G+工业互联网”探索步伐不断加快。

大会成果展示厅内，服装生产“柔性制造”、无人驾驶车辆、智慧港口、智慧矿山等一系列 5G 与工业互联网融合的应用场景集中亮相。基于 5G 技术打造的智能制衣工厂，5G 技术的应用不仅在原材料质检、工厂巡检、制衣工序合规监测上节省大量人力，其带来的柔性化生产也促使传统服装制造向智能化转变。借助 5G 大带宽、低时延、高可靠特性，位于武汉现场的工作人员可以实时操作远在广西柳州工地上的装载机。

工业和信息化部部长肖亚庆在会上表示，我国 5G 商用一年多来，已建设 5G 基站近 70 万个，终端连接数突破 1.8 亿，覆盖全国所有地级以上城市，技术先进、运行高效、资源集约的高质量 5G 网络正加快建成。

同时我国充分发挥 5G 赋能工业应用的技术特点和优势，推进“5G+工业互联网”融合创新。全国建设项目超过 1100 个，涌现出机器视觉检测、精准远程操控、现场辅助装配、智能理货物流、无人巡检安防等一系列应用成果。

“领先企业推进 5G 与工业互联网融合创新的积极性不断提升，应用范围向生产制造核心环节不断延伸，覆盖行业和领域日趋广泛。”肖亚庆表示，“5G+工业互联网”在推动制造业向数字化、网络化、智能化转变过程中正迸发出磅礴力量。

支持举措将加码升级

我国高度重视 5G+工业互联网发展，相关政策支持不断完善。去年 11 月，工信部印发《“5G+工业互联网”512 工程推进方案》，提出到 2022 年，打造 5 个产业公共服务平台，遴选 10 个重点行业，形成至少 20 大典型工业应用场景。今年 3 月印发的《关于推动工业互联网加快发展的通知》进一步细化了 2020 年“5G+工业互联网”的工作要求和推进举措。

会上发布的《中国 5G+工业互联网发展报告（2020 年）》显示，目前近 20 个省市明确了对“5G＋工业互联网”方向的政策支持，在全国范围内形成以“长三角”地区、粤港澳大湾区为引领的两区、三带、多点发展格局。

不过业内也指出，“5G+工业互联网”融合发展空间仍待进一步拓展，顶层设计的重要性正在凸显。中国工程院院士周济表示，目前推进的只是数字化、网络化阶段的智能工厂，“5G+工业互联网”、新一代智能制造更先进的技术升级还在后面。中国工程院院士、北京理工大学校长张军也表示，接下来要加快多层次融合，通过“5G+工业互联网”支撑智慧工业体系建设。

更多支持举措将进一步加码。肖亚庆表示，下一步加强政策引领，提升政策针对性。制定好工业互联网创新发展行动计划，明确新阶段重点任务和重点工程。持续推进工业互联网创新发展工程，加大对产业的支持力度。高水平推进工业互联网产业示范基地建设，引导产业布局持续优化等。

在加快设施建设，夯实产业发展基础方面，肖亚庆表示，将全面推进工业互联网网络、平台、安全三大体系建设，完善标识解析体系布局。积极推进 5G 网络建设和共建共享。深入推进 5G、工业无源光纤网络、时间敏感网络等关键技术研发和产业化进程。此外，还将拓展融合应用，着力打造领军企业、单项冠军，培育公共服务平台，健全以企业为核心的产学研用一体化创新机制等。

发展 5G+工业互联网，新型基础设施建设是支撑。工信部总工程师韩夏表示，将推动“5G+工业互联网”的新型基础设施建设，推动 5G、IPv6 等新型网络技术在企业内网的广泛部署，建设高性能、高可靠、高灵活、高安全的企业外网，夯实“5G+工业互联网”的基础。

需持续探索应用场景

在与会专家看来，5G 和工业互联网有望推动制造业全方位变革，但我国“5G+工业互联网”还处于起步阶段，需要加快拓展融合应用，不断完善产业生态。

周济表示，“5G+工业互联网”是建设制造强国的关键支撑。智能制造、数字化、网络化、智能化制造，需要强大的“5G+工业互联网”赋能。同时，工业互联网作为一项赋能技术，20%的市场在消费端，80%的市场要在产业端，“5G+工业互联网”更大的蓝海在智能制造和数字中国。

中国工业互联网研究院院长徐晓兰表示，工业互联网将推动产业生产方式和企业组织范式发生根本性的变革，但目前在应用推广过程中难以形成一个快速的、跨行业的、可复制可推广的综合解决方案。可以先聚焦于垂直行业的共性问题，实现各个行业的高质量发展，真正把 5G 大带宽、低时延、高可靠的特性发挥出来。

国家发改委经济体制与管理研究所产业室原主任史炜表示，“5G+工业互联网”是一个中长期的概念，下一步可以有序地针对一些企业优先发展工业物联网，比如智慧矿山、智慧交通、智慧电力等，可以快速通过对这些系统的大规模改造，为下一步的工业制造提供基础。

“5G+工业互联网是新兴事物，当前应用场景需要进一步探索。”浪潮集团执行总裁王洪添表示，建议各地各部门结合区域经济特征，对 5G+工业互联网应用场景进行梳理，针对应用场景联合工业互联网生态推动实践，通过公共服务平台建设，帮助企业尤其是中小企业上云上平台。

【国都策略视点】

- **策略晨报：顺周期补涨持续性如何？**

一、近期展望：顺周期板块阶段领涨

1、市场脉动：经济复苏预期强化，大宗与顺周期板块强势补涨。11 月上旬随着美国大选这一不确定性事件落地，民主党拜登确立显著领先优势后，全球资产市场进入“拜登交易”模式，全球主要风险资产普遍已连续三周反弹。11 月 2 日至今 MSCI 美国、欧盟、发达、新兴、中国 A 股指数各累计上涨 9.1%、17.3%、10.8%、9.6%、5.1%。行业板块来看，新冠疫苗进展超预期提振市场对于明年全球经济恢复预期，MSCI 能源、金融、工业、原材料等顺周期行业领涨 22.1-10.6%不等。然而，随着美国大选结果迟迟未获得权威认定，同时美国两党对于新一轮财政刺激方案陷入僵局、欧美疫情快速反弹等不利因素压制，股指反弹动能已逐步减弱。

其他大类资产价格表现来看，11 月 2 日至今的三周内，美元指数趋势走弱共贬值 1.9%至近六年低点 92.3 附近，人民币、英磅、欧元等兑美元汇率相应普遍升值 2%附近，其中人民币兑美元汇率自今年 6 月初期持续升值约 8%至近两年半高点 6.57 附近；避险资产 COMEX 黄金期价反复波动、累计小幅下跌 0.6%至 1870 美元/盎司附近，LME 工业金属普遍上涨 8%附近，原油期价大幅上涨 20%附近。

近三周全球风险资产反弹阶段，A 股受流动性边际收敛及近期信用债事件影响，指数涨幅相对靠后，且板块间阶段强弱分化明显。11 月 2 日至今，大盘蓝筹股指数强于中小盘成长指数，低价股、亏损股指数强于绩优股、高价股指数，上证红利指数领涨 9.6%，中证 100、沪深 300 各涨 6.1%、5.3%，而创业板指、中小板指、科创 50 涨幅各仅为 0.2%、0.4%、2.6%；绩优股、高价股、低价股指数各涨 2.0%、3.4%、7.1%。行业板块方面，有色、钢铁、家电、采掘、化工、汽车等顺周期行业以 18.2-10.2%的涨幅居前，而医药生物、传媒、休闲服务逆势下跌 4%以内，计算机、商贸、纺织服装、电气设备、建筑装饰、农林牧渔等行业景气滞后或前期强势板块涨幅居后，均在 3%以内。

2、市场焦点：顺周期板块启动原因及其持续性？

顺周期板块，指与宏观经济周期相关性、同步性强的行业，即在经济复苏阶段行业景气上行，反之亦然，一般为能源、工业、原材料、金融等大类行业，具体包括有色、钢铁、化工、建筑建材、机械、汽车、家电、银行、地产等。

一般而言，在宏观经济企稳回暖阶段，顺周期行业景气度同步转入上行期，因而相应板块往往迎来上涨机会。但板块上涨趋势往往需要宏观经济、中观行业量价等数据的基本面确认，以及资金配置、市场风格、估值分化极致后的回归收敛动力的催化释放。

1）顺周期板块启动原因：经济复苏预期

受新冠疫情的持续蔓延与反复冲击，今年全球经济陷入深度衰退，主要经济体仅我国有望实现正增长；今年全球宏观经济衰退期，大宗商品普遍弱势震荡下跌，即使考虑近期的反弹涨幅，年初迄今国际原油跌幅仍高达 25-30%，国内南华商品、工业指数仍下跌了 1%以上。

然而，近期新冠疫苗进展超预期，叠加基本确认当选美国下任总统的民主党建制派拜登上台后利于全球经贸关系缓和，共同推升市场对于 21 年全球经济复苏预期。IMF 十月中预测全球 GDP 增速有望从今年的-4.4%恢复至 21 年的+5.2%，其中美国、欧盟、中国的 20/21 年 GDP 同比增速各为-4.3%/+3.1%、-7.6%/+5.0%、+1.9%/+8.2%。

季度来看，由于我国疫情防控策略得当与落实有力，本轮我国经济恢复领先欧美 1 个季度以上，季度 GDP 同比增速于 20Q2 率先转正，且有望逐季加速至 21Q1 的 15-20%本轮复苏顶点；美国经济季度 GDP 环比折年率一、二季度加速下跌后，三季度大幅转正，四季度受疫情再度恶化或再度放缓，但 21Q1 起有望进入连续正增长。

全球经济恢复预期强化需求复苏，而疫情制约供给能力的恢复程度、工业库存低位下的补库存动力释放，共同促使近期国际原油、工业金属等大宗商品期价连续显著反弹。以上宏观经济预期、中观量价共振下，强化以有色金属、化工、采掘、钢铁等上游资源品为主的顺周期板块领涨行情。

2）本轮顺周期持续性如何？取决于经济恢复强度与持续性

自 7 月中指数阶段见顶后震荡以来，科技成长与医药、必需生活品为代表的消费股已呈现轮番调整态势，而汽车、家电、上游资源品等顺周期板块行业先后陆续启动。

本轮顺周期板块行业持续性如何？追根溯源其驱动力来看，主要取决于中期全球新冠疫苗接种进度及疫情防控效果、全球经济恢复强度及其持续性。从长周期来看，以 2008 年金融危机为分界点，全球经济由 1996-2007 共同繁荣期，转入 2008 至今的趋势衰退期，前后两轮正好均为 12 年。展望未来，全球经济除了低基数下的 21 年显著恢复外，能否摆脱趋势下行，保持平稳上行态势？

综合来看，一当前全球劳动人口占比下降、贫富分化扩大、新一轮革新技术尚待暴发等要素驱动力疲弱；二主要发达经济体宏观杠杆率已高企、财政货币政策空间逼仄等制约因素；三全球多边主义关系有待修复，经贸、投资自由化便利化条件仍待恢复，利于全球共同繁荣的政治地缘与经贸合作环境尚待缓和。以上驱动力、制约因素及合作环境改观前，预计中期全球经济仍难以摆脱压力转入稳定上行周期。

基于以上判断，预计本轮顺周期板块行情的力度与持续性或有限，结合本轮全球经济修复周期大概率见顶于 21Q2，预计板块行情或提前至 21Q1 阶段触顶。具体节奏需视疫苗接种进展、拜登正式上台后的内部宏观、对外经贸政策等。

3、下阶段重点方向：顺周期中配置低估补涨行业。当前流动性边际收敛，大多数行业估值较历史均值溢价两三成，成为制约指数趋势上行的主要压制因素之一；而中期内上市公司业绩增速的快速上升，将为消化估值溢价的积极因素，有望为市场岁末年初的估值切换窗口期提供上行动力。

三季报收官之后，岁末年初存在较大的业绩预期修正可能，因此业绩预期差是阶段性配置性价比的主要考量因素。

结合行业的估值分位数—业绩预期差二维筛选，低估值+正向预期差或预期修正压力小的行业，或是年底进可攻退可守的安全板块，当前主要集中于后周期板块，包括银行、非银金融、交运、建筑建材、采掘、化工、家电、汽车等，及疫苗接种在即下的服务消费板块，包括影视、教育、机场、旅游酒店等；

而高估值+负向预期差较大的板块，或受业绩大幅下修而存在较大上行阻力，当前主要集中于传媒、通信、计算机、军工、医药等成长板块，及有色金属（黄金为主）、纺织服装、商贸等行业。

二、中期风格展望：中期业绩相对景气的科技成长股仍趋势占优

十月以来低估值与绩优股领涨，兼具估值安全与景气向上的顺周期板块占优，而过去两年大涨的个别白马股高位逆势大跌，表明当前部分估值偏高、业绩预期下修的个股，在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，业绩预期一旦下调的高估值个股，存在较大的下跌风险。年底市场风格的再次切换持续性如何？

1、风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。

从这一轮 5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

2、市场风格分化与收敛趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑

未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与收敛趋同推测：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入收敛趋同阶段，与目前市场实际表现基本一致。

3、阶段促使风格转换的催化剂：流动性边际收敛。未来两个季度 GDP 同比增速加速上行，央行领导重提“把好货币供应总闸门”、平抑宏观杠杆率继续上行等，或预示今年上半年的宽货币宽信用政策下的 M2、社融增量与增速逐步见顶，后续或易降难升。中期内货币政策边际收敛、货币供应 M2 见顶止升，而实体经济融资需求稳步恢复后，预计货币供需或偏向紧平衡，市场流动性总量虽合理充裕，但阶段性存在紧平衡压力，从而持续促使股票市场驱动力由利率分母端切换至业绩分子端。

以上宏观金融环境下，7 月中旬至 11 月初指数步入震荡期，市场结构性驱动力由流动性切换至业绩基本面，兼具估值安全与业绩景气的顺周期或耐用品消费板块表现整体抗跌，而此前领涨的部分必需消费品、科技成长股普遍调整较为明显。

期间陆股通资金流向变化，也充分表明市场资金的选择，在整体持续净流出近六百亿元的背景下，电气设备（新能源）、建材、化工、汽车、机械、钢铁、轻工等顺周期、耐用品消费板块累计净流入额在 70-10 亿元不等，指数普遍录得正收益，平均涨幅+1.3%；而食品饮料、医药生物、非银金融、休闲服务、农林牧渔、计算机、有色(黄金)、家电等受益于疫情暴发防控期的必需消费品或线上服务板块，期间陆股通转为大额净卖出 230-30 亿元不等，相应指数平均下跌近 5%。

三、中期市场展望：结构性牛市换挡，下半场基本面接力

1、中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，正改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。该一年半持续上涨后，科技+消费结构性估值泡沫显现，牛市第一阶段的估值修复行情演绎较为充分。

随着 5 月以来货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期内逆周期政策逐步退出下，今年下半年起流动性驱动力边际收敛，明年甚至存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近四个月在内外扰动压力下，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转，即此前的高估值、绩优高价股领跌调整，而中低估值、亏损低价股逆势上涨，估值合理偏低的传统蓝筹相对抗跌，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

根据近 25 年 A 股前四轮牛熊转换周期的运行规律，及牛市三阶段（估值修复—基本面上行与估值续升的戴维斯双击—估值全面泡沫化）的普遍节奏，预计目前 A 股正处于牛市的第一、二阶段换挡期。我们判断，近中期基本面恢复上行，有望驱动结构性牛市下半场，但指数上行斜率或放缓。

2、中期市场展望二：基本面上行有望接力。展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：一是经济正进入恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%附近，21 全年大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

二是上市公司业绩与盈利有望迎来显著回升期。随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。考虑到公司业绩增速与名义 GDP 较强的正相关性，预计上市公司业绩同比增速自 20Q2 起的逐季上行态势，有望持续至 21Q1 见顶，21Q2 后逐季缓降但仍保持正增长。3Q20 主要指数的单季度业绩均普遍加速转正至两位数增长，三季度万得全 A、万得全 A（剔除金融两油）、中小板、创业板、科创板的净利润同比增速分别恢复至+17.4%、+20.5%、+27.6%、+31.2%、+86.0%；预计万得全 A（剔除金融、两油）的 20、21 净利润同比增长+4%、+30%附近，此前 20Q3、20H1、20Q1、19 年净利润累计同比-2.9%、-14.6%、-41.9%、-3.6%。

3、A 股上市公司整体盈利能力转入上行期。三季报已收官，A 股整体业绩增速逐季回暖，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，盈利能力也触底回升，滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间，上市公司整体基本面向好预期巩固。

统计近十年 ROE 变化曲线，经历了三轮下行、两轮上行周期，且每轮上行、下行周期平均约 8、7 个季度或两年；

其中，下行周期具体包括：

11Q1 至 13Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 9 个季度；

15Q1 至 16Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓降周期，时长 5 个季度；

18Q4 至 20Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 6 个季度；

上行周期具体包括：

13Q2 至 14Q3-Q4，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 6-7 个季度；

16Q2 至 18Q3，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 10 个季度，仅创业板因外延式受阻、商誉减值高峰而下降；

最近来看，各主要指数的 ROE(TTM)普遍于 20Q1 见底，并已连升两季，全 A 的 ROE 于 20Q2 见底、Q3 起回升；按 ROE 历史周期曲线推测，预计本轮 ROE 上行有望持续至 21Q3-22Q1 区间。

四、配置建议：近期把握低估值绩优蓝筹与景气改善的顺周期板块，中期深挖科技+券商龙头。

一近中期而言，下半年经济恢复趋势明确、货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，结构性机会或主要以顺周期的低估值蓝筹补涨，以家装家具家电、汽车、旅游影院等可选消费回补，及化工、建材、机械、电气设备等中游制造补库存为主；

二中长期深挖业绩超预期中期景气上行的科技龙头股；在国内大循环为主体、补短板煅长板以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性和竞争力，更加注重补短板和锻长板，预计以半导体芯片、5G+应用、新能源汽车、军工装备、创新医药为首的科技龙头有望进入中期景气上行期，可深挖优质科技成长股并逢低坚定配置；

三紧抓“两新一重”投资受益板块；中长期创新升级经济转型的战略目标下，新一代信息基础设施、融合基础设施（深度应用互联网、大数据、人工智能等为主）、创新基础设施（支撑科学研究、技术开发、产品研制的公益性基础设施）等三大类新基建，具体包括 5G 通讯、半导体、数据中心与数字基建、工业互联网、公共医疗卫生（生物安全）、智慧城市、智慧交通、智能制造等新基建；及城市轻轨、环保、电网改造升级、城市旧改等传统基建。

四，低估值的券商、银行、保险、地产等大金融板块中的头部公司，业绩相对稳健，股息率相对国债利率已具备配置价值，预计随着财政政策加码落地，国内稳经济政策发力、经济逐步企稳修复，以及资本市场制度深化改革的加快推进，低估值的大金融板块也有望迎来估值修复行情，尤其是在大力发展资本市场、着力打造旗舰型券商的政策红利下，中长期龙头券商可坚定持有。

风险提示：中美关系加剧紧张，国内外流动性边际超预期收紧、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