国都证券研究所晨报 20201110

【财经新闻】

- “全覆盖”下金融科技监管再升级
- 辉瑞：计划下周向美国 FDA 提交疫苗紧急使用授权
- 消费金融公司迎重磅政策“礼包”

【国都策略视点】

- 盈利能力回升周期，驱动下半场结构牛

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3373.73	1.86
沪深300	4981.35	1.96
深证成指	14141.15	2.19
中小板综	12878.52	1.70
恒生指数	26016.17	1.18
恒生中国企业指数	10633.07	1.29
恒生沪深港通AH股溢价	143.72	0.60
标普500	3550.50	1.17
纳斯达克指数	11713.78	-1.53
MSCI新兴市场	1176.36	0.87

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	电子	7963.57	4.01
2	有色金属	4748.80	3.36
3	非银金融	5434.98	3.30
4	通信	1887.40	3.09
5	交通运输	3325.25	2.98

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	39.84	6.27
纽约期金	1862.30	-4.57
伦敦期铜	6938.00	-0.13
伦敦期铝	1902.00	0.05
波罗的海干散货	1207.00	0.92

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】

■ “全覆盖”下金融科技监管再升级

【证券日报】证券日报头版发文称，坚决守住不发生系统性金融风险的底线，金融科技监管面临着全面升级。

10 月 31 日国务院金融稳定发展委员会会议提出，当前金融科技与金融创新快速发展，必须处理好金融发展、金融稳定和金融安全的关系。既要鼓励创新、弘扬企业家精神，也要加强监管，依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险。11 月 6 日，银保监会首席律师刘福寿在国新办政策例行发布会上明确表示，完善风险全覆盖的监管框架。增强监管的穿透性、统一性和权威性，依法将金融活动全面纳入监管，对同类业务、同类主体一视同仁。

笔者认为，在加快构建“双循环”的新发展格局下，随着金融科技与金融创新的快速发展，对金融科技监管提出了更高要求，金融部门的频频表态意味着金融监管框架面临着范围更大、密度更高的修订完善。“全覆盖”“穿透性”将成为金融科技监管的关键词。

“全覆盖”意味着所有金融业务和金融活动都要纳入监管，对同类业务、同类主体一视同仁。

近年来，以金融科技为代表的新金融业态正引领全球迈向数字经济时代。金融科技本质上是一种技术驱动的金融创新活动。笔者认为，“全覆盖”的金融监管是行之有效的监管方式，一方面，它可以指引金融部门更好地服务实体经济发展，另一方面，它能够在防范化解金融风险层面发挥最大效能。

“穿透性”意味着金融监管要练就“火眼金睛”，穿过现象看本质，在当前金融科技和金融创新快速发展的环境下，穿透式监管至关重要。

当今全球金融体系之中，金融科技已经成为非常重要的变革力量，其创新与应用为金融行业带来全价值链优化，但同时，由科技演化的新监管治理模式极大程度上改变了原有的金融市场监管体系，具体表现在，由于金融与科技产品和业务边界模糊造成的法律定义偏差甚至缺位，金融科技的跨界经营和交叉融合派生出的新型监管盲点，特别是随着大型金融科技公司的不断增多，加强其风险管控和金融监管的穿透性是保护投资者权益的根本保障。

为了推动金融科技更好地服务实体经济，防止金融风险，近年来，监管部门持续完善监管框架，不断增强监管的穿透性、统一性和权威性。

今年以来，《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》和《金融控股公司监督管理试行办法》相继发布，对金融控股公司进行全面、持续、穿透监管；2020 年 11 月 9 日，最高法召开新闻发布会，广东省高院院长龚稼立在会上表示，全面配合深圳证券交易所创业板改革和试点注册制，严厉制裁以金融创新为名掩盖金融风险、规避金融监管、从事非法套利等违规行为。

笔者认为，对于金融科技和金融创新来说，不管披上了怎样的外衣，首先都要先明确金融业务的本质，根据其业务属性，纳入金融监管框架，无论是做新金融还是做传统金融，都不能脱离其金融业务的本质，因此，在鼓励金融创新的同时，金融监管应进一步创新监管方式、完善监管框架，以有效应对金融科技的风险，维护金融稳定。

■ 辉瑞：计划下周向美国 FDA 提交疫苗紧急使用授权

【澎湃新闻】11 月 9 日，美国制药巨头辉瑞公司（Pfizer）在官网发布消息称，其与德国生物新技术公司（BioNTech）合作研发的 mRNA 新冠候选疫苗 BNT162b2 在没有感染新冠病毒的参与者身上，已经证明了超过 90%的有效性，效果好于预期，并且远高于美国食品药品监督管理局（FDA）所要求的 50%。

对此，辉瑞公司称，该公司计划在 11 月的第三周向美 FDA 提交紧急使用授权，此外预计在 2020 年将生产 5000 万剂疫苗，到 2021 年将生产多达 13 亿剂疫苗。

澎湃新闻：可以简单介绍一下辉瑞和 BioNTech 目前正在合作研发的这款 mRNA 疫苗的情况吗？

辉瑞公司：我们的 BNT162 项目是基于 BioNTech 的专利 mRNA 技术，这是一种新型的技术平台，提供了效率和灵活性，从疫苗开发的速度和它所支持的前所未有的试验设计中可以明显看出这一点。

辉瑞公司和 BioNTech SE 签署了一项全球合作协议（不包括中国，BioNTech 与中国的复星医药的合作属于另一范畴），共同开发 BioNTech 潜在的、基于 mRNA 的新冠病毒疫苗项目 BNT162，旨在预防新冠感染。我们正在以前所未有的速度开发、测试和制造这种潜在的基于 mRNA 的疫苗，并利用数十年的科学专业知识来开拓疫苗的发现和开发领域，以应对这一全球性健康危机。如果辉瑞与 BioNTech 的合作最终研发出一种安全有效的疫苗，其目标便是在全球范围内提供疫苗。

辉瑞之所以选择基于 mRNA 技术的疫苗，是因为该技术具有高效、安全、快速开发和生产的潜力。由于 mRNA 平台在修改与病毒序列相匹配的编码抗原方面的效率高，以及在任何需要时重复给药的潜在能力，基于该技术研发的疫苗对于（解决）新冠大流行可能具有特殊的效用。

澎湃新闻：能否进一步介绍一下这款研发团队目前所达到的成果以及三期临床试验的现状？

辉瑞公司：根据三期临床研究中由外部独立的数据监测委员会（DMC）于 11 月 8 日进行的第一次也是目前唯一一次中期疗效分析（编注：所谓中期分析是在接种了两剂疫苗或安慰剂的 43000 多名志愿者中，对 94 名新冠确诊病例进行研究）显示，确定了这款疫苗在没有 SARS-CoV-2（新冠病毒）感染证据的志愿者中被证明对（预防）COVID-19（新冠肺炎）有效。

首次中期疗效分析评估了 94 例已确诊的 COVID-19 病例，这些患者均为 16 至 85 岁的无 SARS-CoV-2 感染史的志愿者。

在首次中期疗效分析中，在没有 SARS-CoV-2 感染证据的志愿者中，发现候选疫苗对 COVID-19 的预防效果超过 90%。

该研究将按计划继续进行，直到累计至少 164 例病例后进行最终的一级和二级终点疗效分析。

澎湃新闻：在疫苗研发之外，辉瑞向美国监管部门提出紧急批准申请之后的下一步计划是什么？新闻称，目前辉瑞还需要约 4.4 万人规模的临床试验的安全性数据，能否介绍一下今后达到这一步的具体步骤有哪些？是否有计划在未来几周内分享成千上万名参与者产生的其他功效和安全性数据？

辉瑞公司：我们计划在达到所需的安全里程碑后不久，立即向美国食品药品监督管理局（FDA）提交紧急使用授权（EUA），目前预计将在 11 月的第三周进行。此外，在志愿者获得二次免疫后，我们将继续对他们是否得到长期保护进行监控，并持续收集两年的安全性数据。

mRNA 疫苗尚无商业化先例，质量如何保障？？

澎湃新闻：能否介绍一下辉瑞目前跟美国政府以及各个国家和企业的合作情况？哪些国家或机构预订了辉瑞疫苗，分别花了多少钱预订了多少剂量？

辉瑞公司：根据目前的预测，我们预计在 2020 年将生产多达 5000 万剂疫苗，到 2021 年将生产多达 13 亿剂疫苗。如果我们的候选疫苗研发成功，我们将按供应协议在 2020 年交付部分剂量给各个国家，并按比例分配 2020 年的可用剂量。

将剂量分配给一个国家内的适当人群是地方政府根据相关卫生当局指南制定的决定。我们致力于与政府合作，以支持公共卫生需求，但我们认为，应与全球公共卫生准则保持一致，优先考虑一线卫生保健工作者，基本工人，免疫力低下的人，疗养院和公共安全官员。

澎湃新闻：mRNA 疫苗尚无商业化先例，技术和生产工艺以及物流方面仍有待进一步验证，辉瑞如何克服这一难题，什么样的标准可以让我们安心使用 mRNA 疫苗？

辉瑞公司：辉瑞公司是一家公认的，可靠的跨国疫苗生产商，为 165 个以上的国家提供疫苗。如今，辉瑞公司生产了超过 2 亿剂疫苗，并且是世界上最大的无菌注射剂供应商之一，每年生产超过 10 亿单位的无菌疫苗。辉瑞有信心迅速扩大生产能力和分销基础设施，利用美国和欧洲的多个生产基地，带来大量高质量的 COVID-19 候选疫苗。

我们坚持我们的承诺，只有经过设计和实施符合专家监管机构（如 FDA）要求的三期临床研究，在证明安全性和有效性后，我们才会提交批准或紧急使用授权。

试验的进展由辉瑞和一个独立的外部数据监测委员会（DMC）密切监控。试验调查员还负责监测受试者的健康状况，作为试验的一部分，试验参与者有定期计划的随访。

我们看到全世界都在关注科学创新的作用，这是一个很好的机会，可以让人们了解生物制药行业和整个科学生态系统的工作，从而推动潜在治疗方法和疫苗研发的发展。

考虑到重要的公共卫生问题和透明度的重要性，我们已经提供了清晰的新冠疫苗研发时间表，与所有其他疫苗一样，必须在三个方面证明疫苗成功有效，我们才能寻求批准疫苗供公众使用，这三个方面是：

首先，必须证明疫苗有效，这意味着它至少可以帮助大多数接种疫苗的患者预防 COVID-19 疾病。

第二，同样重要的是，必须证明疫苗是安全的，并具有成千上万名患者的可靠安全性数据。

最后，我们必须证明疫苗可以始终以最高质量标准生产。

澎湃新闻：辉瑞是否参与了“新冠肺炎疫苗实施计划”（COVAX）？

辉瑞公司：辉瑞坚定地致力于为全世界所有人提供公平且负担得起的 COVID-19 疫苗。我们认为，这是一项集体责任，需要公共和私营利益攸关方采取高度协调和协作行动，以结束 COVID-19 大流行。

在认识到这场新冠大流行的性质后，我们认识到有必要建立一个全球机制，以确保全球能够迅速、公平地获得安全有效的 COVID-19 疫苗。我们支持建立 COVAX，使全世界的人都能公平获得疫苗。

我们还支持在 COVAX 中纳入预先市场承诺（AMC），作为为低收入和中低收入经济体采购 COVID-19 疫苗的融资机制。

■ 消费金融公司迎重磅政策“礼包”

【经济参考报】从多个信源获悉，银保监会办公厅日前向各地银保监局下发《关于促进消费金融公司和汽车金融公司增强

可持续发展能力、提升金融服务质效的通知》（以下简称《通知》）。其中提出，允许相关机构的拨备覆盖率可降低至 130%，促进消费金融、汽车金融增强可持续发展能力，提升金融服务质效。此外，在扩展融资渠道和增加资本充足手段方面，消费金融和汽车金融公司可在银行业信贷资产登记流转中心盘活存量信贷，符合条件的相关机构可在银行间市场发行二级资本债券。

“这一通知将有利于消费金融根据业务发展和风险防控需要，适时灵活补充资本，为消费金融市场发展和风险防控带来利好，也展现了监管对消费金融未来发展的态度和信心。”马上消费相关负责人表示。

与此前消费金融公司只能通过股东借款、发行金融债、消费金融 ABS 等渠道募资相比，《通知》扩充了消费金融公司和汽车金融公司的融资渠道。《通知》明确，监管将支持符合许可条件的消费金融公司、汽车金融公司在银行间市场发行二级资本债，扩宽资本补充渠道，增强抵御风险的能力。与此同时，监管还拓宽了市场化融资渠道，支持消费金融公司、汽车金融公司通过银行业信贷资产登记中心开展正常类信贷资产收益权转让业务，进一步盘活信贷存量，提高资金使用效率，优化融资结构，降低流动性风险。

“若消费金融公司获准进行信贷资产收益权转让以及二级资本债，将进一步提高消费金融公司的资本实力和抗风险能力，从而更好地支持消费金融公司做好普惠金融。”马上消费相关负责人表示。

值得注意的是，在对融资渠道等方面“开绿灯”的同时，监管也对不良资产要求有所提升，并要求相关机构要摒弃“高收益覆盖高风险”的粗放风控思路，不过度依赖担保或保险机构的风险兜底。此外，《通知》还要求消费金融公司和汽车金融公司应明确与商业银行差异化、专业化的发展定位，探索优势细分领域，优化业务模式，加快核心数据及客户资源积累，不断提升自主展业能力。

【国都策略视点】

■ 策略晨报：盈利能力回升周期，驱动下半场结构牛

1、拜登当选美国总统，短期或提振 A 股相关华为科技产业链、新能源板块、出口优势行业。与美国现任总统特朗普将中国作为威胁对手不同，拜登将中国视为竞争对手，并倡导全球化多边化合作，大力提倡发展清洁能源。拜登入主白宫，将该生全球协作共同抗疫，恢复全球多边化合作机制，经贸摩擦缓和，从而利于全球经济复苏，整体利好风险资产市场。

因此，拜登当选，中美关系或有望由此前的持续摩擦转为缓和，尤其是近几年持续升级的科技脱钩、打压限制华为为首的中国高科技产业，及加征贸易关税等摩擦，或有望迎来缓和，短期或提振 A 股相关板块，重点包括华为产业链、新能源、出口优势行业（如家电、轻工家居、服装、机电、化工等）。

2、近期展望：内外预期趋于改善，年底股指切换行情可期。

1）A 股上市公司整体盈利预期回暖。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 16-8Q3，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。

2）中长期预期确立。五中全会公报给定了未来中长期预期，且未来随着十四五规划的制定与落实，相关产业政策与发展预期有望逐步兑现。近日公布的十四五规划及 2035 远景目标的建议，确立了我国中长期发展的指导方针、主要目标、重点任务、重大举措，明确提出把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点；未来经济增长预期保

持平稳较快增长（未来 15 年 GDP 年均增速 4.7%），强化科技创新与扩大内循环的产业政策预期较为确定。

3、外部最大不确定性事件已落地。内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵；而近期压制 A 股的海外两大尾部风险，即欧美疫情反弹、美国大选。随着数个关键摇摆州的翻蓝，最新拜登获得选举人票 290 张，大幅领先特朗普的 214 张，美国主流媒体已纷纷正式报道拜登当选美国下任总统。美国大选日虽然延长为选举周，而拜登获得选举人票的显著领先优势，基本宣告特朗普后续即使采取诉讼也难翻盘，意味着近期外部最大不确定性事件基本落地。近期全球市场已进入“拜登交易”模式，资产价格普遍迎来反弹行情。

10 月中旬以来，美股、欧股基本进入单边下跌行情，普遍累计下跌 8-12%；尤其是近日波动加剧，表征市场恐慌指数的 CBOE VIX 飙升逾 20%至近六个月高点 40 附近。触发近期欧美股指快速下跌的原因，主要系秋冬交替之际欧美疫情显著反扑并创单日确诊新高、欧洲主要大国再度被迫采取封城与社交隔离等牺牲经济的举措、美国大选结局的较大不确定性、美国两党对新一轮的财政救助方案短期难以破局出台等。

4、中期市场展望：指数中途震荡，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。

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。

风险提示：全球疫情冬季超预期反弹，中美关系紧张升级，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