晨会报告

国都证券研究所晨报 20201104

【财经新闻】

- 证券时报头版：网络小贷门槛陡升，行业洗牌在即 P2P 转型更难了
- 证券日报头版：两大制度安排，激励和锻造股市“优等生”
- 经参头版：构建新发展格局关键是深化改革

【行业动态与公司要闻】

- 十四五规划公布，16 次提及金融，32 字聚焦资本市场
- 人民日报刊文：为防范化解金融风险提供制度保障

【国都策略视点】

- 策略观点：A 股整体 ROE 正转为上行周期

研究员：王树宝
电　话：010- 84183369
Email：wangshubao@guodu.com
执业证书编号：S0940511080001
联　人：苏国印
电　话：010- 84183274
Email：suguoyin@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】

■ 证券时报头版：网络小贷门槛陡升，行业洗牌在即 P2P 转型更难了

证券时报报道，11 月 2 日，银保监会和央行发布《网络小额贷款业务管理暂行办法》（征求意见稿），对网络小贷公司施加“紧箍咒”，小贷行业面临洗牌。

业内人士认为，一方面，管理办法使小贷公司的申请门槛进一步提高，网贷（P2P）平台转型之路难度加大；另一方面，对一些互联网机构而言，受出资比例限制，联合贷款业务将受到较大影响。

新规有利市场规范化发展

小贷公司网络贷款业务将受到进一步规范。

“此前商业银行和消费金融公司申请牌照比小贷公司更难，而且商业银行都难以做到全国展业，可是网络小贷申请难度低，反而能做到全国展业，甚至还是无抵押贷款，这是监管套利。”对于网络小贷新政出台，中国消费金融 40 人论坛副秘书长程雪军对证券时报记者表示。

盘古智库高级研究员江瀚认为，当前整个网络小贷行业处于良莠不齐、泥沙俱下的状态，新规有利于小贷市场规范化发展。

小贷公司现状如何？根据央行 10 月 30 日数据，截至今年 9 月末，全国共有小额贷款公司 7227 家，贷款余额 9020 亿元。央行没有披露经营网络小贷业务公司的数量。

光大证券分析师王一峰分析，现阶段网络小贷公司数量约 250 家，受杠杆率上限和税收政策以及审批难易程度影响，其中约 100 家集中在重庆和广东地区，例如，蚂蚁集团的旗下 2 家小贷公司均位于重庆。

王一峰表示，网络小贷存在异地展业、杠杆率偏高现象，实力较强的网络小贷公司通过发行资产证券化产品（ABS）出表等方式吸收资金，实际产生的杠杆可能达十倍之上，整体杠杆率偏高。

管理办法对网络小贷展业进行了严格限制，小额贷款公司经营网络小额贷款业务应当主要在注册地所属省级行政区域内开展。

未经国务院银行业监督管理机构批准，小额贷款公司不得跨省级行政区域开展网络小额贷款业务。

这意味着，小贷公司经营网络小贷只能局限于注册地所在省份，而要经营全国性网络小贷业务需要获得银保监会等部门批准，不再是地方金融办批准即可。

类金融业务受冲击

此次管理办法征求意见稿的出台，给整个网络小贷行业甚至相关类金融业都带来了影响。

以网络小贷资金门槛为例，从事网络小贷的小贷公司注册资本不低于 10 亿元，跨省经营网络小贷注册资本不低于 50 亿元。这对一些股东实力不强的小贷公司而言，基本上意味着需要退出网络小贷行业了。

央行数据披露，全国小贷公司 7227 家，合计实收资本为 7979 亿元，即平均每家的注册资本为 1.1 亿元。

根据天眼查信息，注册资本在 50 亿元以上的小贷公司仅重庆蚂蚁小微小额贷款有限公司、重庆度小满小额贷款有限公司、重庆苏宁小额贷款有限公司等 5 家。

南方某小贷协会负责人表示，新政如果实施，不少网络小贷面临增资压力，如果增资不到位就会面临转型或退出的问题。

实际上，即使是银保监会批准的消费金融公司，注册资本最低要求为 3 亿元，远不及网络小贷此次新政的门槛。

此前，在 P2P 行业退出和转型为主基调的大背景下，监管层多次提及引导具备条件的网贷机构向小贷公司、消费金融公司等持牌机构转型。据网贷之家不完全统计，截至 2019 年末，全国共有 21 家正常运营的 P2P 平台或其关联企业获取了 25 张网络小贷牌照。

“对于开展网络小贷业务的企业的资质要求极为严格，只有极少数有实力的企业才有资格开展相关业务，也意味着 P2P 等机构进行小贷业务转型的道路越来越难。”移动支付行业专家王晓鞨对记者表示。

此外，管理办法对网络小贷的联合贷款出资比例进行限制。在单笔联合贷款中，经营网络小贷业务的小贷公司的出资比例不得低于 30%。小贷公司通过联合贷款过快扩张的步伐受到约束。

联合贷款业务可谓近年来互联网机构与银行等发展迅猛的合作业务。银行出资金，互联网机构则以平台流量数据和风控作为合作要素，双方各取所需。类似互联网机构除了蚂蚁集团，还包括京东数科、度小满金融以及小米金融、陆金所等。

江瀚表示，联合贷款出资限制比例新规内容，将推动整个互联网机构与银行合作放贷市场的进一步洗牌，对原先的市场模式进行一次彻底的重组。

（来源：证券时报）

■ 证券日报头版：两大制度安排，激励和锻造股市“优等生”

证券日报头版发文称，11 月 2 日，中央全面深化改革委员会第十六次会议召开，审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》和《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》。党的十九届五中全会召开后的首次深改委会议，就资本市场制度建设作出两项重要安排，体现了党中央对资本市场发展的殷切期待，也预示着资本市场优胜劣汰机制将向前迈出一大步。

资本市场是优化资源配置的重要平台，对于激励企业有序竞争、实现产业优化升级、推动经济高质量发展具有重要作用。但长期以来，由于认识不足、发展条件制约、制度存在短板，我国资本市场在上市公司退市、打击违法违规活动两方面都遇到了机制性、功能性阻滞。为此，一方面，在新证券法出台前的监管实践中，通过完善行政法规、加大执法力度等方式，对退市和打击违法违规活动采取了强化措施；另一方面，在新证券法中完善了退市机制框架规定，明显加大了打击违法违规行为的力度，同时预留了制度建设空间。

在总结前期经验的基础上，按照证券法确定的法律规范，需要对上市公司退市、打击证券违法活动等制度安排进一步完善和深化。此次深改委审议通过两个有关文件，是落实证券法的具体步骤，也是顶层设计与基层实践相结合的体现。笔者认为，两个文件将助力优胜劣汰，促进市场生态更加优化，为激发和锻造股市“优等生”发挥积极作用。

首先，激励先进、惩罚后进的资本市场机制是对经济高质量发展的支持举措。

通过完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，严格退市监管，完善常态化退出机制，可以将竞争力不足的资产“出清”，将市场资源向优势企业、优势行业聚集，从总体上提高上市公司质量。而上市公司总体质量提高，又反过来对投资者形成正向激励作用。有效的退市机制也将对证券专业服务机构形成倒逼作用，促使投行、会计师事务所等更好发挥专业识别、专业引领功能，引导全市场形成长期投资、价值投资的风尚。

完善打击证券违法违规活动的制度安排，形成行政监管、公众监督、公安稽查、司法审判等相互连通、互为支持的立体执法体系，对于依法惩处违法违规主体、强化法律威慑，十分必要。激励先进，就是要保护依法合规的市场主体和市场行为；依法查处破坏市场秩序的主体，是惩罚后进的题中应有之意。正是基于这一原则，监管层在前期改革完善退市机制时，增加了对重大违法违规上市公司予以强制退市的条款。

通过完善两大制度安排，形成资本市场系统良性循环，将更好发挥资本市场优化资源配置的功能，促进实体经济高质量发展。

第二，完善激励先进、惩罚后进的资本市场机制需要统筹推进，在更大程度上形成合力。

从退市机制来说，一家企业退市不单单是企业自身的事，而是与地方政府利益、中介机构执业、中小投资者保护、司法保障等相关联的；从打击违法违规活动来说，涉及线索收集、证据采集、行政执法与司法衔接、法律法规解释、违法行为认定、技术支持、数据共享、司法救济等环节，还涉及涉事主体合法利益保护、投资者权益保护等问题。

解决所有这些问题，不仅需要立法部门、证券监管部门和公安司法部门参与，还需要征信部门、其他市场监管部门、惩治失信执行部门等方面参与，也需要投资者保护机构、专业服务机构的参与。涉及跨境监管和跨境执法的事项，还需要双边和多边的国际合作机制支持。所以，由中央深改委统筹顶层设计和基层实践，审议通过两项重要制度安排，是十分必要的，有助于推动有关改革顺利进行。

第三，要抓好制度落实工作，发挥好制度建设促进市场生态优化的作用。

无论是完善退市制度，还是依法打击违法违规活动，落脚点都是夯实资本市场法治和诚信基础，推动构建良好市场秩序。各市场主体要积极行动起来，从现在做起，从自我做起，争做遵纪守法、讲求诚信、公平竞争的资本市场“优等生”。在《健全上市公司退市机制实施方案》和《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》正式颁布后，要对照检查问题，提升自身守法水平和市场竞争力。

（来源：证券日报）

■ 经参头版：构建新发展格局关键是深化改革

经济参考报头版刊文称，党的十九届五中全会公报提出，形成强大国内市场，构建新发展格局。构建新发展格局，是在一个更加不稳定、不确定的世界中谋求我国发展的战略决策。当前，构建新发展格局仍然面临一些挑战，主要是国民经济循环还有梗阻，国内循环与国际循环没有完全打通。解决这些问题，根本上要依靠改革创新，惟其如此，才能畅通国内大循环，推动形成国内国际双循环，更好联通国内市场和国际市场，更好利用国内国际两个市场、两种资源，培育新形势下我国参与国际合作和竞争的新优势。

首先，把扩大内需作为战略基点，释放国内需求潜力。释放国内需求潜力，需要鼓励居民扩大消费，引导企业扩大投资。中等收入群体是中高端商品和服务消费的主力军，要着力扩大中等收入群体规模，争取用 15 年时间实现中等收入群体由现在的 4 亿人增加到 8 亿人。大都市圈和城市群是扩大内需的主要载体，要深化户籍制度、土地制度改革，以城市群为主体构建城镇化格局，推动新型城镇化建设。同时，切实减轻企业税费负担，完善产权保护制度，营造公平竞争的市场环境，增强市场主体的投资信心，鼓励扩大民间投资。

其次，推动高强度科技创新，加快提升自主创新能力。我国科技人员规模全球第一，近年来已成为世界第二大研发经费投入国，科技创新能力明显提升。后疫情时代，科技领域的国际竞争将更加激烈。这就要求我们发挥新型举国体制优势，大力增强自主创新能力，加强关键核心技术攻关。加大基础研究投入，努力实现引领性原创成果重大突破。

第三，发挥产业体系完备优势，提高产业链稳定性和竞争力。当前，全球产业链、供应链加快调整，提高产业链稳定性和竞争力更为紧迫。这就要求我们推动短板产品国产替代，拓展国内供应商，培育可替代的供应链。以强大国内市场为支撑，增强对产业链的控制力，提高供应链安全性和可控性。疫情催生以数字技术为基础的新产业新业态异军突起，应发挥我国数字经济的先行优势，推进制造业数字化智能化升级，加快运用人工智能、大数据、物联网等改造传统产业，提升制造业创新力和竞争力。这不仅将创造大量投资机会，有效扩大国内需求，还将推动技术创新和产业变革，为经济发展注入新动能。

第四，深化供给侧结构性改革，提高国内经济大循环效率。我国生产要素资源丰富，但受要素市场发育滞后、要素价格形成机制不健全等影响，要素流动不畅，要素配置效率不高。畅通国内经济大循环，必须破除要素自由流动的壁垒和障碍，降低要素使用和流通成本，提高要素配置效率。这就要求深化要素市场化配置改革，加快建设高标准市场经济体系，疏通供给和需求、金融和实体经济的传导机制，形成生产主体与国内市场良性互动，提高国内经济大循环的效率。

第五，推进更高水平对外开放，重塑国际合作和竞争新优势。以开放促改革、促发展是我国经济持续快速发展的重要法宝。新形势下，要加快自由贸易试验区、自由贸易港等对外开放高地建设，深化自由贸易试验区改革，在更大范围复制推广改革成果。推动制造业、服务业、农业扩大开放，在更多领域允许外资控股或独资经营，全面取消外资准入负面清单之外的限制。放宽市场准入，进一步保护外商投资的合法权益，营造一流营商环境，提升外资企业根植性，维护产业链和供应链稳定。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 十四五规划公布，16 次提及金融，32 字聚焦资本市场

11 月 3 日，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》（下称《建议》）公布。《建议》对金融领域发展做出若干部署，全文共 16 次提及“金融”，17 次提及“投资”，另外共有 32 字关于资本市场的表述。在 60 个小节中，金融与投资相关内容各集中在一个小节，并在文中其他部分多次涉及。

《建议》与金融领域相关的内容主要集中在“全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制”部分。在“建立现代财税金融体制”工作部署中，《建议》提出以下几点：

建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制，稳妥推进数字货币研发，健全市场化利率形成和传导机制。

构建金融有效支持实体经济的体制机制，提升金融科技水平，增强金融普惠性。

深化国有商业银行改革，支持中小银行和农村信用社持续健康发展，改革优化政策性金融。

全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。

推进金融双向开放。

完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平，完善存款保险制度，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为零容忍。

除此之外，《建议》其他部分也多处提及金融行业的发展，例如：

在“坚持创新驱动发展，全面塑造发展新优势”部分，强调了坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。这部分提到：完善金融支持创新体系，促进新技术产业化规模化应用。

《建议》在畅通国内大循环方面提出，推动金融、房地产同实体经济均衡发展。与此呼应，在推进以人为核心的新型城市化方面，《建议》重申坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，租购并举、因城施策，促进房地产市场平稳健康发展。

此外，《建议》还提到健全农村金融服务体系，发展农业保险；发展绿色金融；提高参与国际金融治理能力；维护金融重要基础设施安全，维护金融安全，守住不发生系统性风险底线等方面。

对于投资领域，《建议》在“形成强大国内市场，构建新发展格局”部分也有“拓展投资空间”的工作部署，具体分为以下几点：

优化投资结构，保持投资合理增长，发挥投资对优化供给结构的关键作用。

加快补齐基础设施、市政工程、农业农村、公共安全、生态环保、公共卫生、物资储备、防灾减灾、民生保障等领域短板，推动企业设备更新和技术改造，扩大战略性新兴产业投资。

推进新型基础设施、新型城镇化、交通水利等重大工程建设，支持有利于城乡区域协调发展的重大项目建设。

实施川藏铁路、西部陆海新通道、国家水网、雅鲁藏布江下游水电开发、星际探测、北斗产业化等重大工程，推进重大科研设施、重大生态系统保护修复、公共卫生应急保障、重大引调水、防洪减灾、送电输气、沿边沿江沿海交通等一批强基础、增功能、利长远的重大项目建设。

发挥政府投资撬动作用，激发民间投资活力，形成市场主导的投资内生增长机制。

在对外开放方面，《建议》还提到，全面提高对外开放水平，推动贸易和投资自由化便利化；完善外商投资准入前国民待遇加负面清单管理制度；稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系等方面。

纵览全文，建议稿由 15 个部分构成，分为三大板块。

第一板块为总论，包括第一、第二两个部分，主要阐述决胜全面建成小康社会取得决定性成就、我国发展环境面临深刻复杂变化、到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标、“十四五”时期经济社会发展指导思想、必须遵循的原则和主要目标。

第二板块为分论，总体上按照新发展理念的内涵来组织，分领域阐述“十四五”时期经济社会发展和改革开放的重点任务，安排了 12 个部分，明确了从科技创新、产业发展、国内市场、深化改革、乡村振兴、区域发展，到文化建设、绿色发展、对外开放、社会建设、安全发展、国防建设等重点领域的思路和重点工作，作出工作部署。

第三板块为结尾，包括第十五部分和结束语，主要阐述加强党中央集中统一领导、推进社会主义政治建设、健全规划制定和落实机制等内容。

关于“十四五”和到 2035 年经济发展目标。在征求意见过程中，一些地方和部门建议，明确提出“十四五”经济增长速度目标，明确提出到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番目标。文件起草组经过认真研究和测算，认为从经济发展能力和条件看，我国经济有希望、有潜力保持长期平稳发展，到“十四五”末达到现行的高收入国家标准、到 2035 年实现经济总量或人均收入翻一番，是完全有可能的。同时，考虑到未来一个时期外部环境中不稳定不确定因素较多，存在不少可能冲击国内经济发展的风险隐患，新冠肺炎疫情全球大流行影响深远，世界经济可能持续低迷，中长期规划目标要更加注重经济结构优化，引导各方面把工作重点放在提高发展质量和效益上。

（来源：Wind）

■ 人民日报刊文：为防范化解金融风险提供制度保障

中国银行保险监督管理委员会非银行金融机构监管部二级巡视员发文称，金融安全是国家安全的重要组成部分。防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务。中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）深入学习贯彻新时代中国特色社会主义思想，认真履行金融监管职能，始终坚持底线思维、增强忧患意识，努力平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，有效防范化解金融风险。

加强金融风险防控能力、提高金融监管质效，亟须在建立联动监管机制上下功夫。只有这样，才能及早发现金融风险，降低后期风险处置成本；有效防范和化解金融风险，降低风险化解难度；加强金融领域反腐败工作，为金融安全提供有效保障。建立联动监管机制，需要加强相关国家部委间的联动配合，做好金融监管的顶层设计；加强金融监管机构内部协调配合，提高金融监管有效性；加强金融监管机构与被监管机构联动配合，持续提升监管效能。金融监管部门应主动加强与地方党委、政府和各级纪检监察部门的协调配合，不断提升监管工作实效。

加强与地方党委和政府联动配合，督促金融机构加强党的领导。国家领导人强调：“防范化解重大风险，是各级党委、政府和领导干部的政治职责，大家要坚持守土有责、守土尽责，把防范化解重大风险工作做实做细做好。”“坚决查处各种风险背后的腐败问题，深化金融领域反腐败工作”。地方党委和政府承担着处置地方金融机构风险、维护地方金融稳定的责任。金融监管机构应建立与地方党委和政府的情况通报和信息共享机制，争取地方党委和政府对金融监管工作的支持。加强与被监管机构上级党委和主管部门联动配合，主动将被监管机构的日常经营情况和发现的问题向被监管机构的上级党委和主管部门通报；被监管机构的上级党委和主管部门也应将对机构日常管理和考核中发现的问题向金融监管机构通报，特别是将对被监管机构党委的

巡视及其整改情况向金融监管机构通报，实现信息共享，在加强被监管机构党的建设方面形成互动，在配齐配强被监管机构领导班子方面相互提供帮助。加强与地方审计部门联动配合。与地方审计部门相互定期通报被监管机构的情况和存在的问题，有助于消除监管盲区。必要时可共同开展对被监管机构的现场检查，对发现的重大违法违规问题共同研究对策、共同采取处罚措施，在惩治金融违法行为和治理金融乱象方面形成合力。加强与宣传和教育部门联动配合。银保监会将每年的 9 月份确定为金融知识宣传月，各派出机构应加强与当地宣传和教育部门协调配合，共同开展送金融知识进社区、进学校、进厂矿、进农村活动。在当地宣传和教育部门帮助下，创新宣传方式方法，充分利用手机短信、微信、微电影、微视频等老百姓喜闻乐见的形式，提高公众防范金融风险和使用正规金融服务的意识，持续推动金融知识普及和金融消费者教育工作。

加强与纪检监察部门联动配合，坚决铲除各种金融风险和金融领域腐败问题产生的根源。建立与各级纪检监察机关的联动协调机制，实现定期通报、信息共享、协同查案、合力反腐。一是加强与中纪委驻银保监会纪检监察组联动配合。定期向驻会纪检组报告金融领域风险情况和各派出机构尽职履职情况，与驻会纪检监察组共同约谈银保监会党委直接管理的金融机构党委班子成员，指出经营管理中存在的违法违规问题，明确整改问责要求；共同约谈高风险机构较多的当地银保监会派出机构领导班子，指出其在监管履职方面存在的问题，督促其制定中长期监管目标，并加强考核。二是加强与地方各级纪委监委联动配合。金融监管机构发现地方金融机构重大违法违规问题和风险事件，第一时间向同级纪委监委通报，与纪委监委建立联合办案机制，认真查找风险背后可能存在的腐败问题。对金融机构领导干部违规违纪问题，一经发现严肃处理，形成震慑。三是加强与金融机构纪检监察部门联动配合。目前，金融机构纪检监察部门大多采取上级纪检监察机关派驻制，纪检监察部门的独立性和纪检力量都得到加强。金融监管机构应利用这一有利条件，定期将日常监管中发现的重大风险问题和对董事、监事及高管人员中党委班子成员履职评价情况向金融机构纪检监察部门通报，由纪检监察部门加强监督和执纪问责。

加强与公安机关、检察院和法院等部门联动配合，净化金融生态环境。建立打击非法金融活动、打击恶意逃废银行债务和遏制金融案件发生等方面的联动机制。与公安机关、检察院和法院等部门密切协作，严厉打击非法金融活动。打击非法集资、非法放贷等非法金融活动，需要多部门联合作战。金融监管机构应动员辖内金融机构帮助收集相关线索，及时反馈给公安机关，形成打击合力。与公安机关、检察院和法院等部门密切协作，共同打击恶意逃废银行债务等行为。帮助金融机构清收不良贷款，共同打击有钱不还、变相逃废银行债务的恶劣行为。通过冻结银行账户、查封不动产、查扣转移资产、限制高消费、简化抵债资产拍卖和过户程序等手段，最大限度清收银行不良贷款，是防范化解重大风险和加快社会信用体系建设的重要举措。金融监管机构应成为银行业金融机构和公检法等部门之间的桥梁和纽带，通过建立金融监管机构、银行业金融机构、公检法等部门三方定期会商和沟通机制实现信息共享、协调配合。与公安机关、检察院和法院等部门密切协作，共同遏制金融领域违法案件。监管机构应积极提供相关案件信息，协助公安机关查办案件。案件查办完成后，监管机构与公安机关应充分交流情况，共同分析发案原因，堵塞金融机构管理漏洞，确保金融和社会稳定。

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：A 股整体 ROE 正转为上行周期

1、内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵。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；货币政策边际收敛、流动性紧平衡对估值的影响，已在近四个月中的反复震荡中消化较为充分。

同时，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。

2、近期反弹确立尚待尾部风险释放：欧美疫情防控、美国大选。内部压力因素已消化较为充分，中长期预期逐步发酵；近期压制 A 股持久震荡后的反弹因素，主要为海外两大尾部风险，即欧美疫情反弹、美国大选。以上海外两大压力因素，即将进入尾部；一欧美冬季疫情反弹对经济影响，将显著低于春季暴发与防控期，且新冠疫苗有望于明年初投入使用，预计全球疫情的反弹对经济的二次冲击有限；二美国总统大选结果即将落地，无论最终结果如何，只要美国总统与国会换届完成，即意味着政策确定且有望逐步实施，从而消除了市场最大的担忧—政治前景与政策预期的不确定性。短期主要风险或为，若双方支持率不相上下带来的争议与裁决，甚至引发美国社会的骚乱等，使得尾部风险冲击时间延长。

3、中期市场展望：基本面上行有望驱动下半场结构牛。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%。

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。

4、A 股整体 ROE 正转为上行周期。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。

5、年底配置主线宜寻找估值安全+业绩预期修正压力小的板块。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、纺织服装、商贸等行业。

风险提示：全球疫情冬季超预期复发，中美关系加剧紧张，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