国都证券研究所晨报 20200928

【财经新闻】

- 证券时报头版：国债纳入富时指数，资本账户双向开放再深化
- 央行开展 400 亿元 14 天期逆回购操作，净回笼 600 亿元
- 经参头版：坚持“住”的属性，完善房地产金融管理

【行业动态与公司要闻】

- 支付宝回应与银行渠道之争：服务客群和方式不同
- 假期将至，白酒市场热度提升

【国都策略视点】

- 策略月报（20 年 10 月）：调整压力进入尾声，阶段反弹蓄势待发

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：国债纳入富时指数，资本账户双向开放再深化

证券时报头版刊文称，中国债市又迎来一里程碑事件。富时罗素近日宣布，中国国债将会被纳入富时世界国债指数(WGBI)，预计 2021 年 10 月开始纳入。至此，中国债券市场被全球三大主流债券指数悉数纳入。

由于全球有上万亿美元基金追踪三大债券指数，人民币债券纳入三大指数，将会带来规模可观的被动型基金的投资。同时，纳入三大债券指数往往标志着一国债券市场广受投资者认可，这也会得到全球主动管理型基金的青睐。例如，在彭博巴克莱全球综合指数和摩根大通全球新兴市场政府债券指数纳入中国国债后，2020 年通过债券通买卖中国国债的日均成交额已经达到 200 亿元，是推出初期的 10 倍。

市场普遍认为，随着此次中国国债纳入 WGBI，未来 18 至 24 个月，中国债市有望因此吸引 1200 亿美元至 1500 亿美元的增量资金流入。受经济基本面的支撑，以及中外利差进一步扩大的影响，今年以来，人民币债券市场成为全球投资者的“避风港”。从流量来看，今年 1~7 月，境外机构投资者对我国证券市场投资额呈扩张的趋势，累计投入 1011 亿美元，同比增长 68%，创历史新高，QFII/RQFII 累计流入规模亦达到近 6 年来最高值。

在主要发达国家超宽松货币政策的环境下，全球具有较高收益的资产愈加稀缺，这给全球很多大型养老基金、主权财富管理基金等长期投资者的资产配置带来巨大挑战。为了提高在零息环境下的投资回报，一些养老基金甚至不得不将目光转向 PE、私募债券等高风险领域。相较之下，当前中国无风险收益率水平仍较发达国家高出很多，加之我国经济发展具有较强韧性和较大发展空间，这与国外流动性过剩、主要经济体处于低利率甚至负利率的情况形成鲜明对比。近日有监管部门官员在公开场合喊出“中国资本市场已成为最具吸引力的市场”，其底气和自信亦来自于此。

中国国债逐步纳入全球三大主流债券指数的过程，也是伴随着我国金融市场从管道型开放迈向制度型开放的不断深化。从中国金融市场发展的角度看，敞开大门让外资进入，并非只是向全球分享中国经济发展的红利；在全球宽货币、低利率的当下，我国也迎来继续推进资本账户双向开放的又一较好时机，人民币国际化可以趁势而为继续深化，从而助力国内金融市场与实体经济的转型升级。

（来源：证券时报）

■ 央行开展 400 亿元 14 天期逆回购操作，净回笼 600 亿元

香港万得通讯社报道，9 月 28 日，央行公开市场开展 400 亿元 14 天期逆回购操作，今日 1000 亿元逆回购到期，净回笼 600 亿元。

9 月 27 日，资金面保持宽松，银行间质押式回购隔夜利率（DR001）开盘后迅速下行，加权利率现跌 41.4bp 报 0.6667%，创历史新低。此外，Shibor 短端品种多数下行，隔夜品种下行 42.8bp 报 0.685%，7 天期下行 9.1bp 报 1.953%，14 天期下行 4.3bp 报 2.7%，1 个月期上行 0.2bp 报 2.657%。

Wind 数据显示，本周三个交易日央行公开市场将有 4000 亿元逆回购到期，其中周一至周三分别到期 1000 亿元、2000 亿元、1000 亿元。

中信固收称，资金面面临“三重压力”与货币政策的博弈。预计 10 月资金面将整体维持中性，但边际上或有扰动。首先，10 月政府债券供给压力仍然存在，财政支出的节奏也将放缓，预计财政资金将有所沉淀，银行间流动性总量或维持紧平衡。其次，10 月公开市场到期压力不大，央行 OMO 投放量或有抬升。预计 10 月资金面将整体维持中性，但边际上或有扰动，预计 DR001 会在 1.8%-2%之间运行，DR007 围绕 2.2%中枢波动。我们认为 10 月流动性面临“低超储+财政压力+结构性存款压降”的三重压力，且货币政策积极投放或是最大变量，MLF 超额续作可以预期，也不排除央行降准的可能。

9 月 LPR 连续 5 个月按兵不动，1 年期品种报 3.85%，上次为 3.85%，5 年期以上品种报 4.65%，上次为 4.65%。民生银行温彬称，本月 LPR 虽然保持不变，但实体企业的贷款利率将保持下行趋势。四季度，银行压降结构性存款的压力仍然较大，实体经济恢复发展中还需要较大力度的信贷支持，为缓解银行体系的中长期流动性压力，在通过 MLF 调节的基础上，在适当时点结构性降准的可能性仍然存在并且必要。

9 月 15 日央行开展 6000 亿元中期借贷便利（MLF）操作（含对 9 月 17 日 MLF 到期的续做），中标利率 2.95%，充分满足了金融机构需求，当日无逆回购操作。中银证券称，央行超额续做 MLF，预计同业存单利率上行过程大概率已进入尾声。下半年货币政策精准导向将更青睐“基础货币工具”而非“货币乘数工具”，从以“预支型”操作为主转向以“报销型”操作为主，降准必要性进一步下降。

9 月 15 日央行发布《中国货币政策执行报告》增刊称，将继续深化 LPR 改革，推动实现利率“两轨合一轨”，完善货币政策调控和传导机制，健全基准利率和市场化利率体系。报告指出，中国金融体系以银行为主导，不宜以国债收益作为贷款利率参考基准， LPR 较为适宜。

9 月 11 日央行发布 8 月金融数据显示，中国 8 月 M2 同比增 10.4%，预期 10.8%，前值增 10.7%。新增人民币贷款 1.28 万亿元，同比多增 694 亿元。社会融资规模增量为 3.58 万亿元，预期 2.66 万亿元，前值 1.69 万亿元。

关于国内宏观货币政策，经参头版发文称，当前我国货币政策仍是凸显“更加灵活适度、精准导向”的总基调，并未实质性转向，尤其是鉴于银行低超储率和债券供给压力，后续降准的窗口其实并未完全关上。

9 月 2 日国务院常务会议要求坚持稳健的货币政策灵活适度，保持政策力度和可持续性，不搞大水漫灌，引导资金更多流向实体经济，以促进经济金融平稳运行。

8 月 25 日在国新办举行的国务院政策例行吹风会上，央行副行长刘国强表示，下阶段要保持流动性合理充裕，但不搞大水漫灌，有效发挥结构性直达货币政策工具的精准滴灌作用，确保新增融资重点流向实体经济特别是小微企业；深化市场报价利率改革，引导贷款利率继续下行。

央行货币政策司司长孙国锋表示，货币政策需要有更大的确定性来应对各种不确定性，要保持稳健货币政策的取向不变、灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变；未来 LPR 的走势取决于宏观经济趋势、通胀形势以及贷款市场供求等因素，预计后续企业贷款利率还会进一步下行。

（来源：Wind）

■ 经参头版：坚持“住”的属性，完善房地产金融管理

经济参考报头版刊文称，在构建双循环新发展格局的过程中，必须要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持房地产“住”的属性，积极培育“房住不炒”的房地产融资环境，以此推动“房住不炒”的定位真正扎根于房地产业，实现房地产市场的长期稳健发展。

房地产与金融是天然的孪生关系。无论是房地产开发，还是个人购置房产，都很难离开房地产金融的支持。过去二十多年来，适应住房制度改革发展的需要，我国房地产金融从无到有，呈现出蓬勃发展之势，成为城市旧貌换新颜的重要支撑力量，也极大地提升了人民的居住品质。但金融运行也有“特立独行”的一面，如果缺乏有效的规范与约束，就很容易让房地产偏离“住”的属性，某种程度上成为房价炒作的助推器，成为房地产业高杠杆运行的兴奋剂，进而削弱产业结构优化调整的内在动力，也会增加国民经济金融运行的脆弱性。而房地产业高杠杆运行的背后逻辑，则是房价持续较快上涨的预期，但“树又不能长到天上去”，这必然会导致负重前行的房地产业存在很强的外部性。

在构建双循环新发展格局的大背景下，客观上要扭住扩大内需的战略基点，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态均衡。而不断上涨的城市高房价对社会终端需求的挤压，已经影响到消费需求的持续增长，导致近年来我国城市消费增速持续低于农村消费。值得注意的是，由房价长期较快上涨所形成的高杠杆经营惯性，家庭房地产投资惯性，房价上涨刚性预期惯性依然持续。而国内房地产市场随着疫情缓解而快速升温的运行态势，也深刻地反映出坚持房地产“住”的属性的必要性。

近几个月来，我国宏观经济指标运行持续向好，经济恢复性增长态势得到巩固，房地产市场指标也得到明显修复。但我们面临的形势依然复杂严峻，不确定性不稳定性仍然较大，必须要加快推进房地产市场长效机制建设，积极培育房住不炒的融资环境，坚持房地产“住”的属性。事实上，选择什么样的房地产金融，也就是选择什么样的房地产发展模式。在住房供应极度短缺时期，适当运用金融杠杆，有利于在短期内形成住房供应，既能缓解住房供求矛盾，又不会偏离“住”的属性。但在住房供求基本匹配时期，如果金融杠杆在房地产业仍在过度使用，可能会造成严重后果。从这个角度分析，当前必须要积极培育“房住不炒”的融资环境，增强房地产融资的市场化、规则化和透明化，形成房地产融资稳定的、理性的预期，有效引导家庭购房行为和房企经营行为，坚决阻止房价炒作的金融惯性，有效管控国民经济金融运行的风险。

房地产市场关系国计民生，关系到千家万户。稳健运行的房地产市场，符合国家和人民的切身利益。在构建双循环新发展格局过程中，要坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，进一步完善房地产金融管理制度框架，以实现房地产市场稳健发展和防控风险的长期均衡运行。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 支付宝回应与银行渠道之争：服务客群和方式不同

针对近日市场上出现的不少关于银行和蚂蚁代销渠道的争论，9 月 27 日，支付宝方面表示，两者服务客群和服务方式并不相同，其实是互补的关系，支付宝通过降低门槛培养和服务长尾的理财用户，并通过各类投教形式，让大众养成好的理财习惯。

而一位不愿透露姓名的资深业内人士则对记者坦言：“其实，银行与互联网渠道的竞争由来已久，不在乎多一次，最终还是要凭实力说话，只是基金公司被迫选边站，并不利于未来的发展。”

他认为，基金公司打造明星基金经理和选择单一渠道合作都是短视的行为，毕竟没有人和机构是“常胜将军”，居安思危还是很重要的，基金公司的优秀产品和渠道的推广能力都是优质资源，合作应该是开放的，谁都不愿意做备胎。

截至 11 点半，贝壳财经记者发现，5 只蚂蚁集团战配基金中，已有易方达、鹏华的两只基金售罄，中欧、汇添富和华夏的三只基金仍可认购。另外，支付宝页面显示，这类基金总计已有超 500 万人购买。

记者的身边也有不少“基民”认购了这类基金，但多持试水态度，认购金额多为几百元至 2000 元。

不过，据了解，虽然这次“抢购”的人较多，但被劝再想想的也不少，有投资者在社交媒体上“吐槽”，支付宝弹窗提示他超出风险承受能力，建议谨慎购买。有消息透露，这次有超 34 万人被劝，事实上，类似风险测评的强提醒能帮助用户更理智地做投资，不会一时头脑发热做出误判。

一基金经理管理的两只不同基金，在两个不同的渠道同时发行！这在公募基金发行历史上，确为罕见！

9 月 25 日凌晨起，5 只蚂蚁战配基金在支付宝独家发行，掀起了一波销售狂潮，热度堪比“双十一”。5 只战配基金特别之处在于，由蚂蚁方面牵头定制，产品 10%比例参与蚂蚁战配，并只在蚂蚁渠道发行，这在基金发行史上都属头一遭。

这一做法显然激起银行渠道及其他互联网渠道的“反抗斗志”。9 月 25 日，以招商银行及天天基金为代表的强势渠道打响了反击战的施令枪。

来自招行渠道方面的消息显示，招商银行总行决定，提前发行周应波管理的中欧互联基金，时间同样定在 9 月 25 日当天发售，限额百亿，目标对准蚂蚁，力争“打好这场季末保卫战”!

招行与蚂蚁的这次正面较量被戏称为“蚂蚁战大象”，有业内人士评论，“蚂蚁虽小，野心极大。门外的野蛮人要闯进来，传统银行顶住了上一波宝宝们的攻击，这一波来势更汹涌。”

无独有偶，互联网金融另一巨头天天基金也于 9 月 25 日在 APP 和网站首页推出“0 门槛打新蚂蚁集团，借基上车把握打新机遇”，推荐了一批打新基金及战略配售基金，都有机会分享蚂蚁集团上市的投资机会。

支付宝抢购蚂蚁战配基金

消息人士透露，9 月 25 日凌晨，蚂蚁战略基金刚开卖就遭疯抢，2 分钟就卖出 10 亿。仅 1 小时，5 只基金卖出 102 亿，创下公募基金新历史，凌晨抢购场面堪比双 11。

五家基金公司牟足了劲，支付宝的理财直播间深夜不停歇，更有基金经理零点参与连线，为自家产品带货。

华夏基金直播间上，小助理一直与网友互动。接近 0 点时分，拟任基金经理周克平也参与了连线，分享投资思路及方向。

中欧基金直播间到 9 月 25 日 0 点 30 分才正式结束， 并在 9 月 25 日早上 9 点 30 分开启了这只产品的第二场直播，足以见得公司上下对这只新发产品的重视程度。

鹏华基金理财直播间吸引了近 20 万人观看，并及时回答投资者关于管理费、认购费等咨询。汇添富、易方达的直播间内容也都与创新未来混合基金相关。

券商中国记者关注到，9 月 25 日零点开始，支付宝中的蚂蚁战配基金新发主界面上开始滚动显示累计关注人数。

截至 25 日上午 9:15，累计关注人次已达到了 183.71 万。当时记者认购了第一笔战配基金，系统显示认购者编号是 NO.01840509，已超过 184 万人购买。到了 10:05，累计关注人数已超过 200 万。12:28，累计关注人数超过 250 万。

券商中国记者了解到，截至 25 日下午 4 点，易方达科创未来已募集结束，其他四只产品仍在销售中。

蚂蚁此次从产品设计，到营销推广，再到产品发行都是绝对的主导甚至垄断地位。此举激起了另一零售巨头——招商银行的强烈反击。

券商中国记者了解到，招商银行将中欧互联基金发行时间提前到 9 月 25 日，限额百亿，目标直指蚂蚁，号称要“打好季末保卫战”。

值得一提的是，蚂蚁战配基金其中一只就是周应波管理的中欧创新未来，同一基金经理的两只产品在两个不同的渠道同时发

售。这显然是招行和蚂蚁的正面对决。

券商中国记者向招行理财经理咨询蚂蚁战配基金以及中欧互联基金，得到了以下回复：

从产品形态上，这五只基金封闭 18 个月，期间不能赎回的，18 个月后转为开放式基金。预计每只基金将获得基金资产 10%的蚂蚁集团份额，这部分份额要锁定 12 个月。最终蚂蚁集团获配份额对基金净值的贡献取决于一年后蚂蚁集团的股价表现。明年的 10 月份那么多配售份额解禁，而且还不知道当时的市场环境怎么样，到时候蚂蚁集团的股价高低，对基金净值贡献多少都是未知数。真正决定这个基金未来业绩表现的，还是基金经理的投资能力，取决于其它 90%仓位的个股。本质上讲，这个基金和基金经理管理的其它基金并没有太大区别。不要被战略配售的噱头吸引了。”

客户经理进一步推荐，“咱们还是按照资产配置的方法，精选基金经理，长期持有，才是投资理财的正道。当前我行在售的五星之选产品，鹏华成长智选和中欧互联网先锋是很好的配置之选。”

截至券商中国记者发稿，中欧互联网先锋暂未募满百亿规模，下周一仍将继续发售。

互联网巨头之一的天天基金，又怎能错过蚂蚁战配这个营销盛宴？

9 月 25 日当天，天天基金首页及 APP 最醒目的位置突出了“0 门槛打新蚂蚁集团，借基上车把握打新机遇”的广告语，推荐了一批打新基金及战略配售基金。

根据天天基金方面的介绍，蚂蚁上市，基民可以通过打新基金参与。天天基金精选了一批积极参与科创板打新的打新策略基金，且平均中长期业绩亮眼，包括富国高新技术、广发新兴产业、招商境远灵活配置混合、华宝创新优选、博时互联网主题等产品。

另一种方式是通过场内战略配售基金参与。首批战略配售基金同样拟参与蚂蚁新股的战略配售，不过仅限场内购买。

（来源：Wind）

■ 假期将至，白酒市场热度提升

据中国证券报报道，券商分析师认为，预计国庆假期期间白酒动销两旺，渠道低库存叠加上半年延迟消费回补，企业业绩有望继续向好修复。

国庆、中秋假期将至，助推飞天茅台终端市场热度提升。随着贵州茅台市场价格走高，中高端白酒企业纷纷跟进涨价。

飞天茅台涨价

9 月 25 日，北京部分烟酒店透露，53 度飞天茅台的终端价格在 2830 元-2850 元/瓶之间，店主表示货源并不充足，购买需要提前一天预定。据了解，有的地区飞天茅台价格上涨到 3499 元/瓶。

今年以来，贵州茅台一批价持续上涨，终端价格随行就市，进入 9 月份站上 2800 元/瓶整数关口。9 月 25 日，贵州茅台方面表示，为维护茅台酒市场秩序，平抑价格，9 月 25 日-28 日，4 家茅台直销渠道宣布投放合计 9 万瓶 1499 元/瓶的飞天茅台。受此影响，茅台价格出现回落，9 月 27 日，贵州茅台的一批价回落至 2760 元/瓶。

中泰证券食品饮料团队认为，贵州茅台直营放量对平抑价格效果明显，飞天茅台一批价小幅回落。整体看，今年国庆、中秋旺季高端酒价格坚挺，且量有平稳小幅增长，整体反馈符合预期。国庆假期之后，按往年经验在控量的情况下名酒价格有进一步上行动力，继续看好高端酒市场表现。

国海证券食品饮料行业分析师余春生认为，茅台的品牌价值、稀缺性和产能限制，成为贵州茅台的“护城河”。随着高收入人群的增多，人均可支配收入提高，茅台酒的消费和收藏需求将增加。

酒业营销专家蔡学飞表示，茅台的需求量一直很大。下半年是白酒消费旺季，很多人认为茅台是刚需，茅台酒的需求将依然旺盛。

加大投放力度

野村证券食品饮料行业分析师廖欣宇表示，茅台供需紧张，未来的销量增长主要受产量影响。公司“十二五”新增万吨茅台产能工程今年将完成，预计茅台设计产能将达到 4.3 万吨，实际产能约 5.6 万吨。预计到 2024 年茅台可供销量为 4.8 万吨-5 万吨，对应 2019 年-2024 年销量复合年均增长率为 6.7%-7.8%。

公开资料显示，2019 年茅台以商超、电商、团购客户为核心，拓展直销渠道。截至目前，茅台已和 67 家直销渠道商合作，初步完成渠道布局。

据贵州茅台统计，目前已有 11 家茅台直销渠道商在国庆、中秋前投放 33.5 万瓶平价飞天茅台。其中，天猫超市投放 3 万

瓶、物美投放 8.5 万瓶、贵州华联投放 2 万瓶、华润万家投放 3 万瓶、重百超市投放 2 万瓶、河南酒便利投放 3 万瓶、酒仙网投放 3 万瓶。

2020 年上半年，贵州茅台实现营业收入为 439.53 亿元，同比增长 11.31%；归属于上市公司股东的净利润为 226.02 亿元，同比增长 13.29%。

近年来，贵州茅台在国庆、中秋前投放茅台酒的数量不断增加。2019 年国庆、中秋假期前，贵州茅台根据市场需求，增加市场投放至 7400 吨茅台酒，2018 年双节前投放 7000 吨茅台酒，2017 年双节前投放 6200 吨产品。目前贵州茅台还未披露双节前的投放总量。2020 年，贵州茅台拟投放茅台酒 3.45 万吨，而 2018 年和 2019 年计划投放量分别是 2.8 万吨以上和 3.1 万吨左右。

白酒掀起涨价潮

太平洋证券认为，白酒陆续进入旺季政策发布期，高端酒率先启动，经销商对于旺季表现信心较强。

茅台酒市场价格坚挺，为白酒行业带来涨价空间。自进入 6 月以来，多家酒企的经销商收到厂家发来的涨价函，明确告知提高产品出厂价。其中，泸州老窖、山西汾酒、洋河等均发布了提价通知。

泸州老窖于 2020 年 9 月 10 日起，将 52 度国窖 1573 经典装结算价上调 40 元/瓶，38 度国窖 1573 经典装结算价上调 30 元/瓶。9 月 17 日，郎酒股份宣布，青花郎建议零售价调整为 1499 元/瓶，并宣布即日起，郎酒对酱香型产品实行计划配额制。相较于今年 7 月的 1299 元/瓶零售价，短短两个月时间青花郎涨幅超过 15%。

泸州老窖近期表示，公司旺季备货已经完成，国窖 1573 定位高端产品，根据市场供需及竞争环境确定价格。9 月 27 日，泸州老窖下发通知，即日起公司全系产品节前全面暂停发货。接近泸州老窖的行业人士对中国证券报记者表示：“按物流时效计算，今日起接到的订单，无法在节前到货。公司全系产品节日前不再接收订单，以保证节后库存良性。”

此外，洋河梦之蓝 M3 产品供货价和终端价均上调，供货价提升 20 元/瓶，终端建议成交价分别不低于 420 元/瓶（低度）、500 元/瓶（高度）。

东北证券研报显示，餐饮和宴席消费逐渐恢复，中档酒和次高端酒有望在国庆、中秋期间迎来一轮较明显的补偿性消费。当前板块估值虽然高于历史中枢，但对应行业格局优化，集中度提升具备合理性。市场对国庆、中秋白酒动销两旺普遍乐观，渠道低库存叠加上半年延迟消费的回补，预计第三季度酒企业绩继续向好修复。

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略月报（20 年 10 月）：调整压力进入尾声，阶段反弹蓄势待发

一、近期市场研判：压力释放进入尾声，阶段反弹蓄势待发

1、市场脉动：内外扰动压力持续释放，外向型高估值科技股领跌，内循环型消费与中游顺周期逆势上涨。七月中旬以来，A 股市场由此前连续三个半月的放量上涨，转入指数区间震荡回调阶段，持续时长已两个半月；扭转行情的内外压力主要包括：货币政策及流动性边际收敛、注册制改革扩容后新股发行提速下市场资金供需趋紧担忧（尤其是蚂蚁集团、吉利汽车、京东数科、恒大汽车等大体量融资规模）等内部压力，及美国大选进入白热化阶段中美摩擦频发、欧洲疫情秋冬季二次反弹、海外市场大幅震荡等外部压力。

以上内外扰动压力下，近两个半月内的震荡回调期，上证指数、深成指、沪深 300、万得全 A 各下跌 6.5%、9.4%、5.8%、7.4%；其中，高估值的次新股、科创 50、创业板指、中小板指各领跌 28%、21%、12%、10%，下跌压力主要源自流动性边际收敛下无风险利率显著反弹、注册制发行扩容提速；而估值合理偏低的上证 50、上证红利、中证 100、中证 500 期间回调幅度较小，均在 5.6%以内。此外，8 月中下旬起受创业板注册制改革日涨跌幅倍增刺激中小资金一度炒小炒差，期间低价股、亏损股抗跌各+0.7%、-4.3%，表现好于机构重仓的绩优股、高价股的-6.7%、-7.2%。

行业板块来看，近两个半月的指数震荡回调期，受近期美国政府对我国科技企业的围堵升级这一外部直接冲击的通信、计算机、电子三大外向型（关键技术或上游供应链依赖外部）科技板块集体领跌 21-15%；而期间行业景气或政策承压的农林牧渔、有色金属、房地产、券商，以及此前涨幅已乐观透支预期的商贸、传媒，跌幅普遍在 13-11%居第二梯队；而休闲服务、电气设备（光伏、工控

为主)、军工、汽车、家电、化工等内循环为主的消费、中游顺周期板块逆势上涨 7%以内。

2、近期市场研判一：反弹催化剂蓄势待发

七月中旬起至今的两个半月内，A 股进入指数震荡回调、绩优高位股轮番快速下跌期，已对内外扰动压力进入尾声（当前两市成交额已缩量至前期峰值时的三成附近，过往每轮调整底部的历史数据初步印证)；近期展望，指数重拾升势或待催化剂，近期正积蓄的催化剂包括：

1）经济基本面改善预期。八月经济、社融数据超预期，尤其 8 月消费增速年内首次由负转正至+0.5%，汽车、家电、黄金珠宝、化妆品等可选消费及影视文化、餐饮旅游等服务消费的回补超预期；房地产投资韧性足且销量、资金到位改善下，后续房地产投资增速回落缓慢；制造业与民间投资显著回暖转正；同时，基建投资虽然短暂回落，但后续随着财政资金到位，预计基建投资增速稳中有升；此外，社融规模与增速超预期，表征货币活化的 M1 增速已连升七个月至 18 年 3 月以来新高 8.0%，表明企业资产负债表逐步修复等，均预示经济恢复上行仍可持续。

2）上市公司业绩预期逐步向好。十月进入三季报披露窗口期，上市公司业绩超预期，或将是市场重拾升势的主要催化剂。根据 20 年中报业绩的数据来看，二季度业绩增速、盈利能力均较一季度显著改善，尤其是创业板、中小板的净利润同比增速上行明显。预计随着未来四个季度经济恢复上行，上市公司业绩增速与盈利能力有望持续提升或改善。结合三季度名义 GDP 增速较二季度进一步恢复上行、工业产销改善及消费回暖，以及工业企业利润自 4 月起连续改善且持续四个月保持正增长（近两月保持在近 20%的高增长)，同时盈利恢复已自下游传导至中上游产业链，预计上市公司三季报大概率继续向好改善（已发布三季报业绩预告的近六百家上市公司中，预喜占比近四成，较中报继续提升)。在三季报业绩整体超预期带动下，预计市场对全年业绩有望上修，或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的提供主要驱动力。

3）产业政策红利释放。十月即将召开十九届五中全会，重点议题为十四五规划；考虑到高层已确立的国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的发展战略布局，预计届时对我国内需、科技、金融等内循环作出系统性优化部署，尤其对自主可控科技供应链的瓶颈突破的支持政策可期。此外，更好发挥发挥资本市场枢纽功能，落实我国创新驱动和科技强国战略下，预计我国资本市场的深化改革与扩大开放将稳步推进落实，制度红利有望继续释放。

4）陆股通资金阶段性净流出压力渐入尾声，绩优消费与科技白马有望重新加仓。

作为投资 A 股聪明资金，陆股通动向往往作为市场情绪的风向标；7 月 14 日起，陆股通北上资金由此前连续大额净流入，转为持续净流出共 857 亿元，而年初至 7 月 13 日陆股通累计净流入 1835 亿元。我们认为，过去两个半月陆股通持续净流出，主要系：一是前期 A 股快速上涨，陆股通重仓的绩优消费与科技白马股估值普遍进入历史高位区间所致；二是随着美国大选日临近不确定性上升、近期欧洲疫情的反弹下美元指数阶段反弹，全球资金转为避险流出新兴市场而选择落袋为安，上周陆股通持续净流出共 247 亿元。

近两个半月的陆股通持续净流出期间，部分绩优消费与科技白马股估值已快速回调，动态估值进入合理区间的个股，正吸引陆股通资金重新净流入与加大配置。同时，导致陆股通净流出的外部不确定因素正逐步落地，预计陆股通资金阶段性净流出压力渐入尾声。值得一提的是，近日三大金融部委联合发文进一步降低 QFII、RQFII 投资准入门槛，稳步有序扩大投资范围，中长期将持续吸引境外资金加大配置中国股债商等资产。

3、近期市场研判二：外围市场虽有震荡压力，但对 A 股的影响持续性与幅度有限。

9 月初以来，美股、欧股先后引发了两轮快速下跌行情，触发震荡下跌的主要原因分别为科技巨头持续上涨后的高估值压力、近期欧洲多国新冠疫情的再次反弹。近期来看，一美国大选进入连续四场的密集候选人辩论，或使得市场对于最终结局预期反复波动；二美国两党对于新一轮财政救助方案始终未能达成共识，或使得美国消费、经济恢复动能衰减；三秋冬季欧洲疫情呈现快速反弹之

势，若进一步蔓延恶化，或拖累全球经济修复态势。

以上欧美政治、经济、疫情不确定走势下，短期或使得欧美市场震荡压力反复释放，但对 A 股的影响持续性与幅度有限，若因非理性情绪释放较大调整压力，或是布局中期结构性牛市的入场契机。以上判断的逻辑依据主要在于：

1）中国与欧美疫情发展与防控进度、经济重启与恢复节奏不一致，宏观政策刺激力度各异，使得市场走势节奏明显错位。整体来看，由于我国疫情防控见效、经济重启与恢复领先美国，使得 A 股的方向性走势也基本领先美股 1-2 个月，预计 A 股有望率先走出此次外围市场调整压力圈，受欧美市场震荡的影响时间非常有限。

（1）第一轮明显错位期，A 股、美股分别于 1 月中旬、2 月中旬起步入阶段性调整，随后展开反弹时点分别为 2 月初、3 月初；3 月中旬至 5 月上旬均处于全球疫情蔓延扩散、量宽政策推动下的下大跌-快速反弹期；

（2）第二轮明显错位期，5 月中旬至 7 月中旬，期间我国疫情防控取得战略性成果、而美国疫情处于加剧恶化期，同时我国经济持续快速恢复后货币政策边际收敛，美国经济急剧萎缩连续推出财政货币刺激方案；以上疫情防控、经济恢复及政策错位，使得两大市场走势呈现错位分化，A 股短暂调整后进入持续一个月的快速上涨期，而美股反弹后进入震荡调整期；

（3）第三轮明显错位期，7 月中旬至今，期间 A 股在指数快速上涨后，而监管政策降温过热交易行为，同时货币政策持续收敛、经济恢复动能放缓等压制下，高估值高价股依次展开适度调整，大盘指数进入窄幅区间震荡；而在美国疫情缓和、经济与就业数据改善及科技巨头财报好于预期等共同推动下，美股转为持续上涨。

2）年内上述中美两国的疫情发展与防控、经济基本面、宏观政策节奏错位，两大市场的相关性已大幅减弱，近三个月内 A 股主要指数与标普 500 的相关系数已降至 0.1-0.4 区间，显著低于近三年的 0.4-0.5 区间。A 股与美股的相关性明显降低后，也预示 A 股受美股调整的压力有限。

二、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：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。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近两个半月在上述分析的内外扰动压力下，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。

规模以上工业企业利润同比增速已连升五个月，且近四个月的单月利润增速保持正增长，近两月保持在19%上方附近的两年高位；同时，工业企业主营业务利润率也同步五连升至8月的5.79%，基本恢复至疫情前正常水平；从库存角度来看，工业企业产成品存货，在经历4-7月的持续下行的去库存后，8月首次转升为补库存，企业主动补库存有望增添经济动能。行业来看，前8月累计利润同比正增长的行业主要包括：计算机通信电子设备制造业（+26.1%）、通用设备（+7.6%）、专用设备（+22.9%）、橡胶塑料（+19.5%）、医药（+7.4%）、纺织业（+1.6%）、汽车制造（+1.5%），而近几个月利润降幅持续收窄并接近转正的行业主要包括：酒饮料、建材、电气机械及器材、有色金属等。

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。目前市场对万得全A、万得全A（剔除金融、两油）的净利润同比增速一致预期，由20年的2%、6%附近显著提高至21年的20%、30%附近，未来1年上市公司业绩增速有望显著回升。

3、中期市场展望三：资本市场改革持续落地，制度红利持续释放。资本市场制度改革加速推进：一注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构。代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆A股市场，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，A股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

近22年A股共退市122家；按退市类型，连续亏损、违法违规、吸收合并、私有化、证券置换各54、23、35、9、1家；A股近十年年均退市率仅0.35%，远低于同期纳斯达克、纽交所的5.1%、6.7%（年均退市公司数达160、100家附近）；近两年注册制试点下退市数量持续增加，年内已退市13家；若参照美股退市率经验数据，未来注册制IPO与退市常态化并行以实现优胜劣汰，预计A股退市公司将由此前的个位数上升至100-200家。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度。近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整；上交所及时响应市场呼声，修订上证综指编制方案、发布科创板50指数，以合理反应我国经济产业转型升级、市场结构组成的变化。

三加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。

近期证监会召开的系统年中工作会议，重点提出了资本市场几大工作主线，包括落实“六稳”“六保”中进一步体现资本市场担当作为、聚焦“建制度”主线、践行“不干预”理念、落实“零容忍”要求、把握好改革的时度效以平稳推进资本市场全面深化改革落地实施、推进资本市场高水平双向开放等；预示着我国资本市场制度改革红利有望持续释放。

综合判断，过去几年资本市场系列制度改革，重点以双向开放加大引入境内外中长线机构资金，以试点注册制发行并从严落实退市制度加快上市公司的优胜劣汰，将重点改善提升资金与上市公司投融资两端主体的结构与质量；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将助力A股行稳致远。

三、基本面展望：后疫情下业绩恢复显著，中小创改善居前，且未来四个季度有望延续

1、宏观经济：中期恢复上行趋势延续。我国GDP同比增速已由20Q1的-6.8%恢复至20Q2的+3.2%；展望三、四季度，预计经济恢复趋势有望延续，回升动能或主要为基建投资继续发力、制造业投资底部改善、消费信心与意愿回升下的可选消费回补；当前市场一致预期20Q3、Q4单季度GDP同比+5.5%、+6.0%附近（20年GDP预期同比+2.3%）。中周期来看，经济逐季恢复，且本轮经济上行周期，预计可持续至2021年二季度。

从8月主要数据来看，经济恢复态势继续改善与巩固，具体体现为：一消费和投资继续好转， 8月消费同比增速年内首次有负

转正至+0.5%，其中化妆品类、通信器材类、金银珠宝类等可选消费品同比增长两位数以上，汽车消费持续改善；固定资产投资同比降幅持续收窄至前 8 月的-0.3%，尤其值得注意的是，制造业、民间投资增速回暖明显。

二工业和服务业恢复加快，8 月规模以上工业增加值同比超预期回升至+5.6%，已回升至疫情前水平，41 个大类行业中实现增长的行业超过七成；前 8 月累计增速实现了年内的首次转正。同时，随着生产回升和居民消费回暖，相关生产性、生活性服务业均得到改善。8 月份服务业生产指数环比加快 0.5 个百分点至+4%。

展望未来，经济恢复动力分解来看：一生产端，工业增速已基本恢复至疫情前正常区间，预计边际贡献动能减弱。由于国内疫情防控得力，常态化防控与复工复产策略得当，工业生产供给端恢复较快，单月同比增速已于 4 月转正且连升五月至 8 月的+5.6%，已回升逼近至疫情前的 5-6%的正常增速区间、工业产能利用率也基本恢复至均线附近 75%，预计下半年进一步回升空间非常有限，对经济边际拉升动能减弱。

二投资端来看，基建投资发力与制造业投资底部改善，或为后续经济回升主要动力。固定资产投资累计增速已自前 2 月的低谷逐月显著回升至前 8 月的-0.3%，回升节奏与幅度好于预期；投资增速回升依次源自房地产投资恢复韧性足、基建投资增速快速上行、制造业投资显著回暖。展望四季度，基建投资发力与制造业投资的继续回暖，或为经济回升主要动力。

三消费端来看，可选消费回补仍可期。上半年受疫情零星复发、常态化防控及居民收入增速下降等压制，可选消费恢复较为缓慢，恢复节奏略低于市场预期。社会消费零售额同比降幅连续六月收窄，8 月首次实现年内转正，后续可选消费、服务消费的深度恢复或为主要增长空间。展望四季度，后疫情下就业逐步改善，企业盈利逐步恢复，城镇居民可支配收入有望改善，居民消费信心有望提升；同时，疫情常态化防控积累了成功策略与经验，线下消费场景进一步开放，预计以汽车、家装家具家电、餐饮旅游等为主的可选消费回补可期。

2、上市公司业绩增速展望：未来四个季度有望延续恢复上行，1Q21 或为阶段增速高点。统计历史 A 股各季度业绩累计增速变化曲线可知，全 A、扣除金融石油石化的 A 股营收、净利润增速基本与名义 GDP（包含量价因素）走势一致。短中期展望，实际 GDP 增速有望逐季恢复上行，初步预计 20 年第三、四季度的实际 GDP 同比增速将由第二季度的+3.2%进一步恢复至 5.5-6.0%区间，而 21 年第一、二季度的实际 GDP 同比增速有望上升至 8-10%区间（今年低基数效应）。

价格方面：一预计在猪肉高基数效应下，20 第三、四季度的 CPI 同比涨幅逐步回落至低位数 1%以内，21 年初小幅转负后二季度逐步回升至 2%-3%的温和区间；二 PPI 方面，随着我国经济恢复上行、国际大宗商品的震荡上行，预计 20 年第三季度 PPI 降幅继续趋于收窄、四季度有望转正，21 年第一、二季度有望继续小幅回升至 2-3%区间。综合判断，预计未来 6-12 个月，GDP 平减指数整体趋于回升，本轮自 1Q17 起的趋势下行阶段有望结束（自 1Q17 的 4.7%趋势回落至 2Q20 的 0.7%，基本接近于 15Q1 至 16Q1 期间的近十年低谷）。

结合实际 GDP 增速恢复上行、GDP 平减指数趋势回升，预计未来四个季度名义 GDP 增速有望趋势回升至 6-10%区间。根据上市公司业绩增速与名义 GDP 的较强的正相关性可知，未来四个季度的 A 股上市公司业绩增速有望趋势回升，预计低基数效应下 1Q21 或为阶段高点，届时非金融两油的全 A 净利润同比增速高达+50%附近。

统计分析 A 股上市公司 20 年中报，营收、净利润累计、单季度同比增速改善明显，与后疫情二季度 GDP 增速由负转正、工业企业利润增速持续回升一致。其中，主板业绩受银行、石油石化拖累累计增速仍为负增长，但降幅显著收窄；而中小板、创业板、科创板的累计营收增速均已回升至零附近或小幅转正，中小创净利润增速均大幅转正，科创板净利润增速进一步上升至 30%附近。整体而言，20 年中报业绩增速略好于预期，非金融两油的业绩显著恢复，中小创业绩改善居前，营收累计同比降幅显著收窄，中小创的净利润累计同比增速由 20Q1 的双位数负增长转为 20H1 的两位数附近正增长。

分行业板块来看，当前必需消费品（农林牧渔、食品饮料、医药器械）、科技股（电子、通信）及国防军工、电气设备、券商较佳，中期展望，必需消费品优质中高端品牌个股，随着消费升级及市场份额的提升，业绩有望持续增长；同时电子、计算机、通信

为首的科技股的优势个股，随 5G、人工智能、物联网等落地应用，中期业绩仍处于上升期。同时，中期看顺周期（化工、建材、保险、银行）及可选消费品（家电家居、汽车、旅游、文化传媒等）业绩已基本探底，预计有望逐季回暖。

4、盈利能力展望：中小创悉数快速回升至疫情前水平之上，主板温和修复趋势有望延续。一毛利率方面，中小创均显著回升至疫情前水平之上，并创 2016 年以来季度新高，主板温和修复；预计随着 PPI 趋势回升，预计主板毛利率回升趋势有望延续。二净利率方面，得益于三项费率压缩，净利率改善幅度普遍高于毛利率；展望未来，A 股三项费率或将触底略有反弹（管理费率持稳、后疫情下销售费率回升、财务费率在资产负债率略升而融资成本缓降下基本持稳）后，预计净利率升降主要取决于毛利率变化，预计净利率改善幅度放缓，呈现稳中缓升态势。

三净资产回报率 ROE 方面，自 2Q18 阶段高点趋势下行六个季度后，已于 4Q19 真正探底。而 1Q20 起 A 股主要板块的单季度 ROE 环比连升两季；从杜邦分析净资产收益率 ROE=销售净利率×总资产周转率×权益乘数解构来看，近两个季度的 ROE 回升，主要系净利率环比大幅提升贡献。中期展望，预计净利率由此前的快速回升转为缓升，而总资产周转率有望随营收增速的好转而止跌转升、资产负债率在宽信用政策下缓升，综合判断中期 ROE 有望继续改善，预计 21 年主板的 ROE 有望回升至 8.5%上方附近，中小板、创业板有望分别回升至 12%、10%附近上方。

四、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

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。

后续重点防范：一是全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链等风险，对中周期内的科技成长板块业绩逻辑、业绩预期或产生扰动，期间或加大指数或个股波动风险。

二是市场监管政策取向的降温信号，若后续杠杆资金快速上升、中小散户直接蜂拥入市，产业资本减持力度显著放大、外延式并购重组过热等，或将促使监管政策取向阶段性调整，释放降温信号，以防范金融风险再度发生，届时或进一步促使科技板块交易热情降温。

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。

五、配置建议：近期把握可选消费+中游周期回补机会，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、补短板锻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：全球疫情秋季超预期复发，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