国都证券 GUODU SECURITIES

晨会报告

国都证券研究所晨报 20200828

【财经新闻】

- 中证报头版：合理区间双向波动，人民币“弹回”年初高位
- 证券日报头版：科创板魅力绽放，蚂蚁上市或将引发羊群效应
- 经参头版：加快科技创新，掌握发展主动权

【行业动态与公司要闻】

- 台积电 3 纳米芯片 2022 年大量生产
- 医保个人账户 22 年最大改革：门诊报销至少 50%，家庭可共用

【国都策略视点】

- 策略观点：结构牛换挡期，指数震荡板块轮动

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】

■ 中证报头版：合理区间双向波动，人民币“弹回”年初高位

中证报头版发文称，屡破阻力位后，人民币对美元汇率重回 1 月下旬高位。近三个月，人民币对美元汇率总体升值，在 7 月重返“6 时代”后，近期继续上探。分析人士认为，美元走弱、中国经济持续复苏、人民币资产吸引力提升，是人民币升值的重要因素。总体而言，人民币对美元汇率弹性十足，呈现围绕合理均衡水平双向波动态势。

中间价创逾 7 个月新高

8 月 27 日，人民币对美元汇率中间价报 6.8903 元，创逾 7 个月新高；在岸人民币对美元汇率收复 6.88 元关口，日盘收报 6.8794 元；截至 8 月 27 日 16:50，离岸人民币对美元汇率报 6.8759 元。

5 月末，人民币对美元汇率开启此轮升值走势，6 月以来持续上涨，并于 8 月中旬突破 3 月高点，近期重回 1 月下旬水平。

此外，人民币对欧元也在升值。7 月中旬到 7 月底，人民币对欧元贬值，曾创下逾 6 年新低。8 月以来，人民币对欧元呈现震荡升值，截至 8 月 27 日 16:50，人民币对欧元汇率较 7 月底反弹超千点。

值得注意的是，5 月至 7 月，从月度数据来看，CFETS 人民币汇率指数、BIS 货币篮子人民币汇率指数、SDR 货币篮子人民币汇率指数均处于下行态势。即便是在人民币对美元汇率持续升值的 6 月和 7 月，上述指数也总体下行。但截至目前，8 月以来的周度数据显示，上述人民币汇率指数全线上涨。

三大因素促升值

分析人士指出，美元走弱、中国经济复苏、人民币资产吸引力提升是促使人民币升值的三大原因。

5 月下旬以来，美元指数开启跌势，8 月中旬一度跌至 92.12 点，创 2018 年 5 月初以来新低。目前，美元指数仍在底部震荡，位于两年多来低位。

目前来看，全球范围内，中国的疫情防控和经济复苏都处于领先地位。此前，国际货币基金组织在《世界经济展望报告》中将中国列为今年唯一可能实现正增长的主要经济体。7 月经济数据显示，中国经济延续稳步复苏态势。

中外利差持续处于高位也使得人民币资产吸引力提升。以中美利差为例，截至 8 月 26 日，中美 10 年期国债利差达 236 基点。Wind 数据显示，2020 年 7 月末，境外机构累计持有 2.67 万亿元中国债券，较 2019 年末增加 4847 亿元。

8 月中旬，中国人民银行在香港成功发行 300 亿元人民币央行票据。中国人民银行表示，此次发行受到境外投资者广泛欢迎，投标总量接近发行量的 2.1 倍，表明人民币资产对境外投资者具有较强吸引力，也体现了全球投资者对中国经济的信心。

双向波动 弹性十足

总体来看，今年以来，人民币对美元汇率弹性十足且较为坚韧，体现为“上有顶、下有底”。

1 月，在外部环境回暖的情况下，人民币对美元持续升值，一度回到去年 7 月水平。但 2 月至 5 月末，疫情在全球扩散，市场情绪偏向悲观，人民币也遭到看空，在波动中贬值。6 月以来，随着中国在疫情防控和经济复苏方面取得显著成效，看多人民币的力量逐渐占据上风。

拉长时间看，自去年 8 月首次“破 7”以来，人民币对美元汇率呈现围绕价格中枢双向波动的态势。日前，中国人民银行货币政策司青年课题组撰文指出，人民币汇率形成机制改革将继续坚持市场化方向，优化金融资源配置，增强汇率弹性，更加注重预期引导和与市场沟通，在一般均衡的框架下实现人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

展望后市，东方金诚认为，短期内，全球经济复苏进程和国际环境变化仍将对人民币波动构成影响。不过，在中国经济率先复苏、境外资金积极涌入的状况下，人民币汇率有望持稳运行。综合各种影响因素，预计短期内人民币对一篮子货币汇率指数将出现一定幅度升值。

（来源：中国证券报）

■ 证券日报头版：科创板魅力绽放，蚂蚁上市或将引发羊群效应

证券日报头版发文称，你若盛开，蝴蝶自来！已开市一年的科创板以自己独特的魅力吸引着越来越多的优质企业“寻香而来”。

8 月 25 日，蚂蚁集团向上交所及港交所同步递交上市招股文件，开启 A+H 同步上市之旅。同日，蚂蚁集团科创板上市申请获上交所受理。从申报资料来看，蚂蚁集团 A 股 IPO 拟融资 480 亿元人民币。

笔者认为，科创板经过一年多的运行，一系列的制度改革创新举措发挥出积极的效应，不断增强科创板的市场吸引力和国际竞争力，蚂蚁集团申请科创板上市也印证了科创板对于优质高科技公司、新经济企业的巨大吸引力。

正如蚂蚁集团董事长井贤栋所言，“科创板和香港联交所推出了一系列改革和创新的举措，为新经济公司能更好地获得资本市场支持包括境外资本支持创造了良好条件。”

蚂蚁集团能够在上交所科创板上市，与近年来资本市场全面推进的深化改革是密不可分的。而科创板作为中国资本市场改革的“试验田”，经过一年多的实践，一系列制度改革创新举措的红利不断释放，让科创板的市场吸引力不断增强，吸引着越来越多的“蚂蚁集团们”来科创板上市。

最新数据显示，截至 8 月 27 日，科创板已上市 160 家科创企业，总市值超过 2.7 万亿元。而且，仅一年多时间，科创板开创了 A 股历史上多个“第一”：2020 年 1 月 20 日，优刻得登陆科创板，成为 A 股首家“同股不同权”企业；2020 年 1 月 23 日，泽璟制药登陆科创板，成为 A 股未盈利上市第一股；2020 年 2 月 27 日，华润微登陆科创板，成为 A 股红筹第一股。

笔者认为，随着全球最大独角兽，万亿元级金融科技公司——蚂蚁集团的到来，对年轻的科创板既是机遇也是考验。

一方面，蚂蚁集团的上市将大幅提升科创板的融资能力和融资水平，同时也将在市场上产生羊群效应，会吸引更多企业在科创板上市。

资料显示，自成立至今，蚂蚁集团共经历了约 9 轮融资，最新市场估值已突破 2000 亿美元。目前科创板个股市值绝大多数在千亿元以下，只有 6 家公司市值超千亿元，蚂蚁集团上市将大幅提升科创板个股的市值上限。不仅如此，蚂蚁集团上市也意味着科创板大扩容，科创板总市值将从目前的 2.7 万亿元大幅提升，板块建设将大大提速。

此外，除了蚂蚁集团以外，多家重量级公司都已经放出消息，谋求在科创板上市。例如，7 月 1 日，北京证监局披露了京东数科的 IPO 辅导信息，京东数科拟在科创板上市，估值在 2000 亿元。

另一方面，对于刚刚一周岁的科创板，面对蚂蚁集团这个独角兽，既考验科创板的接纳能力也是对科创板承受能力的测试。

蚂蚁集团这个超级巨无霸上市的同时，必然也会带给科创板市场一些流动性方面的扰动。虽然经过了一年的运行，科创板在制度设计上接纳蚂蚁集团这样的超级企业上市已没有问题，但在承受能力上需要做好准备。

笔者认为，对于年轻的科创板来说，机遇是科创板快速成长的契机，而考验则更有利于科创板的健康成长，只有经过一次次考验，科创板才能走得更快、更稳、更远！蚂蚁集团的上市只是一个开始，接下来，将会有更多的优质科技创新企业“寻香而来”，借助科创板实现企业的高质量发展。

（来源：证券日报）

■ 经参头版：加快科技创新，掌握发展主动权

创新是发展的第一动力，其中，科技创新是推动高质量发展的持续性力量。8 月 24 日召开的经济社会领域专家座谈会指出，以科技创新催生新发展动能，强调“必须实现依靠创新驱动的内涵型增长”，大力提升自主创新能力，尽快突破关键核心技术。

科技兴则民族兴，科技强则国家强。70 年来，中国科技创新实力伴随着经济发展同步壮大，实现了从难以望其项背到跟跑、并跑乃至领跑的历史性跨越。今年疫情期间，科技创新既成为助力抗疫的有力工具，又形成了新的经济增长点。众多科技创新公司纷纷投入到抗疫的战斗中。大数据跟踪排查、热成像智能测温、病毒基因测序等科技词汇也走进了人们的生活。实践证明，抓住科技创新，就是抓住发展主动权，提升自主创新能力、突破关键创新能力、突破关键核心技术，就是谋未来。

当下，新一轮科技革命和产业变革方兴未艾。在更加复杂多变的国际形势下，我们要以全球视野谋划和推动创新，加快构建开放创新体系，在开放合作中提升创新的质量和效率。

第一，在开放合作中加强自主创新，提升在全球产业链中的核心竞争力。加强国家自主创新示范区建设，强化政策、资金、机构、人才、设施等聚集效应，提升集中创新能力；鼓励企业加强核心零部件、先进工艺、关键材料和产业技术等方面的基础研究；支持行业龙头企业、领军人物与高校、科研院所开展协同创新，争取在人工智能、纳米技术、量子计算机等前沿领域取得创造性突破；对一些风险大、投入高的研发项目，政府部门给予适当的资源支持，牵头组建专家委员会，协助项目推进。

第二，促进科技成果的有效转化。建立公益性的科技成果转化服务平台，支持设立科技成果转化专营机构；保障科技成果拥有单位、个人的自主权益，加大奖励、税收等方面的政策优惠力度；完善知识产权交易市场建设，鼓励科技成果持有方将其对价转化为企业股权或债权；加强应用引领。通过开展试点示范、推进示范基地和园区建设等方式，引导形成一批可复制、可推广的最佳实践案例，带动科技创新型中小企业从小做大、由弱变强，为生物医药、先进制造等新兴产业发展创造良好条件。

第三，完善科技创新融资机制。整合财政科技资金，以股权投资、后补助等方式支持创新，提高研发资金使用效率；支持符合条件的创新创业企业通过发行债券、资产证券化等方式进行融资；支持商业银行积极探索投贷联动、股债结合的模式，为科技成果转移转化提供组合金融服务。此外，还应加快社会信用体系建设，拓展信用信息的采集与应用领域，增强信用的激励与约束作用。拓展应收账款、动产融资质押登记平台接入主体，增强信息登记的强制性、全面性和准确性，为企业提供融资便利。

第四，做好科技创新与终端需求的有效衔接。衡量一项新的技术成果，最重要的一环是能否经得起市场检验。具体来说，应从以下几方面入手：注重技术创新与市场需求的有效衔接，推进产学研各项主体创新，优化拓宽融资渠道。企业一定要考虑自身所在行业领域的市场需求，避免由一窝蜂搞研发导致的低价竞争。

第五，促进技术要素国际化交流与人才引进。一是努力提升全球创新资源整合能力。加强关键技术领域的科技人才交流与合作，特别是要培育一批面向全球的技术转移服务中介，促进关键技术国际转移。二是积极构建“一带一路”科技创新共同体。在防灾减灾、先进制造、信息通信、农业、交通运输等重点领域选择一批国际科技合作重大项目。三是深度参与全球科技创新治理。立足我国优势领域，鼓励我国科学家发起和组织国际科技合作计划，培育若干能在国际上引起广泛关注的项目。

（来源：经济参考报）

【行业动态及公司要闻】

■ 台积电 3 纳米芯片 2022 年大量生产

美科技股迭创新高之际，8 月 26 日，A 股以半导体、互联网等代表的科技股却一片惨绿，当日创业板指整体跌 2.13%，芯片概念、半导体板块均跌超 4%。

当日，2020 世界半导体大会暨南京国际半导体博览会举行，其中台积电首次全面曝光了其芯片研制计划，正加快 3 纳米、4 纳米芯片研制进程。中国半导体行业协会副理事长、原清华大学微电子研究所所长魏少军则带来《冷静看待疫情对 IC 产业的影响》的主题演讲，他认为，二级市场针对半导体板块的追捧过热，部分企业估值过高，中国发展芯片不能一窝蜂。

台积电芯片研制计划曝光

在 8 月 26 日的 2020 世界半导体大会暨南京国际半导体博览会上，台积电（南京）有限公司总经理罗镇球介绍，台积电在芯片研发上采取“小步快走”的模式，目前 7 纳米芯片已经有 140 个以上的产品实现批量生产，预计到今年年底之前会超过 200 个。同时，5 纳米现在已经进入批量生产阶段，其良率远远好于三年前的 7 纳米，台积电在功耗、性能和面积上进一步升级，预计明年会正式批量生产 4 纳米芯片。

此外，罗镇球还介绍，明年市场就可以看到 3 纳米的芯片产品，在 2022 年，3 纳米芯片将进入大批量生产，台积电的 3 纳米芯片在性能上可以再提升 10%-15%，功耗可以再降低 25%-30%。

“台积电今年全年的研发投入已经超过 30 亿美金，研发资金全都花在芯片上。”罗镇球透露。

此前一日，据台湾媒体报道，在台积电举行的线上技术论坛上，台积电资深副总经理秦永沛首度正式宣布，已启动研发的 2 纳米制程据点将落脚新竹宝山，现已取得土地，此外，邻近的研发中心也将在 2021 年完工启用，将投入 2 纳米及以下制程研发。至此台积电芯片研制计划已全面曝光。

根据集邦咨询旗下拓墣产业研究院发布最新调研结果，以 2020 年第三季度营收预测对全球晶圆代工厂进行排名，其中台积电第 3 季量产 5 纳米，预计单季营收达 113.5 亿美元居冠，三星第二、格芯第三，联电第四，中芯国际排名第五。前十大晶圆代工厂营收合计占据了全球晶圆代工市场规模的 96.1%，而台积电一家就以 113.5 亿美元的营收占据了全球晶圆代工 53.9%的市场份额，可谓“一家独大”。

台积电公司首席财务官 Wendell Huang 也表示，受 5G 智能手机、高性能计算和信息技术相关应用的推动，市场对由台积电代工的 5 纳米和 7 纳米制程芯片的强劲需求将提振其第三季度的销售业绩。

尽管由于美国加紧对华为限制等原因，台积电可能失去其重要客户华为，但由于其在全球芯片制造领域的领先地位，其股价自今年 5 月 15 日美国升级对华为限制后，反而整体上涨了 55%。

国产半导体板块反应过热？

中国半导体行业协会副理事长、原清华大学微电子研究所所长魏少军也带来《冷静看待疫情对 IC 产业的影响》主题演讲。他表示，集成电路是中国在全球化过程中的必修课。集成电路发展要在开放式合作的基础上，建立安全的供应链，抓住第五代移动通信带来的发展契机，为设计业再上一个新台阶而奋斗。

针对半导体受到市场追捧这一现象，魏少军表示，二级市场的反应超出他的预料。他认为，从产业角度来看，目前在科创板或者创业板或者在其他地方上市的个别企业估值过高。他指出，“现在大家赚钱赚得有点着急，太容易了，这不是好现象，我们希望对产业的投资应该是长期、持续、高强度，而不是追求短期利益的，那些短期利益的投资人早晚会被市场抛弃掉。”

魏少军还表示，现在就谈中国半导体逆势而涨可能还太早。“三、四季度以后，我们才能看到中国半导体到底是增长还是放

慢。”不过，魏少军表示，中国半导体产业危中有机，一方面受疫情影响整体需求放缓，但是从另外一方面，中国半导体的市场由于国际环境影响，本地化的过程在加速。“这对中国半导体本地产业而言可能是一个利好，虽然利好相对有限。”

权威数据显示，2019 年我国芯片的进口金额为 3040 亿美元，远超排名第二的原油进口额，魏少军预测中国 2020 年芯片进口预计将连续第三年保持在 3000 亿美元以上。

值得注意的是，根据官方公布的数据，2019 年我国芯片自给率仅为 30%左右，而到 2025 年，国产芯片自给率要达到 70%，即这 6 年时间里，自给率翻一倍以上，国产芯片替代空间巨大。

不过，魏少军认为，中国从底线思维出发，来考虑中国产业链的安全问题是必须的，同时也不能把所有精力放在安全问题上，不能一讲芯片受制于人就全民一窝蜂地大搞芯片，更不能整天想着如何在光刻机、EDA 等环节上推进国产替代，未来半导体行业的全球化布局和开放合作仍然是时代的主流，对此必须有清醒的认识。

（来源：Wind）

■ 医保个人账户 22 年最大改革：门诊报销至少 50%，家庭可共用

8 月 26 日，国家医疗保障局发布《关于建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的指导意见（征求意见稿）》（下称《指导意见》），就医保个人账户改革内容向全社会征求意见。

这是“统账结合”的职工医保制度建立 22 年以来第一次对个人账户进行重大改革。改革的核心是在不增加企业和个人缴费负担的前提之下，通过调整个人账户内部的资金结构，逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，建立健全门诊共济保障机制。

这项改革不仅能够补上我国医保门诊保障不足的短板，还将通过扩大个人账户资金的支出范围，尤其是允许配偶、父母、子女求医问药时都可以使用参保人账户内资金等措施，激活 8000 亿元沉睡在个人账户中的医保资金。

中国人民大学劳动人事学院教授仇雨临表示，调整个人账户势在必行，但改革调整需要秉持权益置换、平稳过渡、合理转换、政策协同等原则。长期来看，随着门诊统筹待遇在保障的病种和服务范围、保障水平、保障人群等方面的完善，职工医保参保人的门诊就医可以得到更加充分的保障。

个人账户规模缩小但不取消

医保个人账户从建立开始就争议不断。随着医保个人账户在运行中的弊端渐渐凸显，近些年来学界要求尽快改革的呼声越来越高。在这种背景下，2010 年 10 月通过的《社会保险法》已经不再有职工医保个人账户的表述。

医保个人账户改革方向在今年 3 月的《中共中央国务院关于深化医疗保障制度改革的意见》中已经定调，意见提出，逐步将门诊医疗费用纳入基本医疗保险统筹基金支付范围，改革职工基本医疗保险个人账户，建立健全门诊共济保障机制。

此次《指导意见》提出了建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制的 5 项措施。其中三项核心举措为：增强门诊共济保障能力；改进个人账户计入办法；规范个人账户使用范围。两项配套措施为：加强监督管理；完善适合门诊就医特点的付费机制。

在三项核心举措中，个人账户计入办法备受关注。此前，在医保个人账户改革路径的讨论中有两个方向，第一选项是取消个人账户，该措施有利于最后实现城乡医疗保障的统筹，也有利于提高基金的使用效率，第二选项是对个人账户进行调整改善，包括逐步缩小个人账户规模。

最终政府选择了更加稳妥的后一种方案，在缩小个人账户的同时保留了个人账户。根据《2019 年全国医疗保障事业发展统计公报》（下称“医保统计公报”），参加职工医保的有 32925 万人，其中在职职工 24224 万人，退休职工 8700 万人。下一步这近 3.3 亿的个人账户都将缩小，在职职工的单位缴费不再划入个人账户，不缴费的退休人员将采取定额划入的办法。

《指导意见》提出，科学合理确定个人账户计入办法和计入水平，在职职工个人账户由个人缴纳的基本医疗保险费计入，计入标准原则上控制在本人参保缴费基数的 2%以内，单位缴纳的基本医疗保险费全部计入统筹基金。

我国现行的是社会统筹与个人账户相结合的职工医保制度。政策规定，保险费由用人单位和职工共同缴纳，职工缴费率一般为本人工资收入的 2%，职工个人缴纳的保险费全部计入个人账户，用人单位缴纳的保费中 30%计入个人账户，70%计入社会统筹。

改革之后的不同是，个人缴纳的 2%仍将划入个人账户，但单位缴纳的 30%不再划入个人账户，也就是说，个人账户的规模缩小了。

第一财经了解到，目前我国单位缴费的平均费率为职工工资总额的 7.58%，它的 30%约等于职工工资总额的 2%。下一步这

部分资金将不纳入个人账户，而是统一进入医保统筹基金的池子，用于提高门诊保障的水平。

门诊报销从 50%起步

《指导意见》提出，增强门诊共济保障功能。建立完善普通门诊医疗费用统筹保障机制，从高血压、糖尿病等群众负担较重的门诊慢性病入手，逐步将多发病、常见病的普通门诊医疗费纳入统筹基金支付范围。普通门诊统筹覆盖全体职工医保参保人员，支付比例从 50%起步。

门诊统筹是医疗保险待遇的一种形式，简单地说，就是基本医疗保险把参保人员的门诊费用纳入统筹基金报销的范围。在现行的医疗保险制度中，门诊部分的费用主要由个人账户资金来支付。

《指导意见》同时提出，根据基金承受能力，各地可探索逐步扩大由统筹基金支付的门诊慢特病病种范围，将部分治疗周期长、对健康损害大、经济负担重的门诊慢性病、特殊疾病医疗费纳入统筹基金支付范围。

随着门诊共济保障机制逐步健全，探索由病种保障向费用保障过渡。

中国劳动和社会科学保障研究院研究员王宗凡表示，2019 年职工医保的住院政策范围内医疗费用报销已经达到 80%以上，但门诊保障比较薄弱。门诊通常是常见病、多发病，过去认为这些病负担小，个人负担得起，但现实并不是如此，门诊疾病费用不一定低，比如肿瘤的放化疗、器官移植门诊抗排异、白血病治疗等，所花费用往往比住院更高，负担更重。

“我国的医保制度应该从重点保大病、保住院向保小病、保门诊延伸，均衡门诊和住院保障。建立健全门诊保障，首要的是将减少划入个账的资金用于门诊共济保障，还要扩大职工医保门诊慢病的范围，将费用负担重的门诊疾病纳入到支付范围。”王宗凡说。

家庭共用激活 8000 亿医保个账资金

此次医疗保险门诊共济改革在个人账户上是增量改革，个人账户的已有积累资金（存量资金）明确归个人所有，未来个人账户依然存在。在此基础上，《指导意见》提出扩大个人账户使用范围，目的是激活存量，提高个人账户资金的使用效率。

医保统计公报显示，2019 年职工基本医疗保险个人账户累计结存已达 8426 亿元。

大量个人账户资金的沉淀也是一个值得关注的问题，近年来，由于医疗费用的高涨、老龄化的加剧以及报销待遇的提高，多地医保的统筹基金面临着“穿底”的风险，却有大量资金沉淀在个人账户之中或是被滥用，这一状况不仅导致医保的共济功能受到了严重制约，同时也加大了制度的管理成本。

《指导意见》提出，规范个人账户使用范围。个人账户主要用于支付参保职工在定点医疗机构或定点零售药店发生的政策范围内自付费用。可以用于支付职工本人及其配偶、父母、子女在医保定点医疗机构就医发生的由个人负担的医疗费用，以及在定点零售药店购买药品、医用耗材发生的由个人负担的费用。

同时，《指导意见》还探索个人账户用于配偶、父母、子女参加城乡居民基本医疗保险等的个人缴费。

（来源：Wind）

【国都策略视点】

■ 策略观点：结构牛换挡期，指数震荡板块轮动

1、靴子落地信心渐升。压制近期市场参与反弹信心两大因素，主要为创业板注册制改革落地后首演将如何？及中报业绩收官与业绩预期如何？一注册制改革推广落地方面，参考注册制发行的首批科创板上市交易的首演及过去一年多的稳定表现，预计创业板注册制发行的首批 18 家公司资金分流十分有限、创业板股票涨跌幅倍增后的交易大概率平稳过渡适应。未来随着注册制全面推广实行，及新证券法下退市常态化实施，资本市场的优胜劣汰的投融资生态与资源配置制度逐步形成，有望逐步改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等，促进我国资本市场行稳致远。

二业绩预期方面，根据已发布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。综合判断，未来一周上市公司中报密集收官后，预计市场对业绩前景的预期有望上修（近期市场对沪深 300、剔除金融两油的万得全 A 的业绩一致预期正逐步小幅上调），基本面预期上修或为指数震荡缓升、个股精彩轮动的主要驱动力。

2、中期市场展望一：结构性牛市换挡。本轮牛市发轫于 18 年底，至今一年半主要驱动逻辑包括：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。以上两大逻辑驱动下，近一年半持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨。而经过一年半的科技+消费的结构性牛市后，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，近期流动性驱动力边际收敛，中期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行情或渐入尾声。

根据近三十年 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为主的驱动逻辑下，中期内正积蓄酝酿结构性牛市的下半场。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；近一月在“经济恢复放缓、流动性收敛”内部压力、及美国当局为捞取政治利益而时不时发难于中国的外部扰动因素，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，也是对过去一年风格大幅偏向前者的适度修正。

3、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。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。

4、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；

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