晨会报告

国都证券研究所晨报 20200827

【财经新闻】

- 证券日报：货币政策“三个不变”，以确定性战胜不确定
- 经济参考报：城市更新撬动十万亿内需空间

【行业动态与公司要闻】

- 证券时报：内外兼修构建治理体系 重组助推中小银行改革

【国都策略视点】

- 策略晨报：结构牛换挡期震荡过后，基本面驱动力逐步释放

昨日市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3329.74	-1.30
沪深 300	4706.13	-1.17
深圳成指	13428.40	-1.76
中小板综指	12710.62	-1.75
恒生	25491.79	0.02
国企	10300.36	0.08
恒生 AH 溢价	136.33	-0.10
标普 500	3478.73	1.02
NASDAQ	11665.06	1.73
MSCI 新兴市场	1119.34	0.41

昨日 A 股行业

排名	行业名称	成交量(百万)	涨跌%
1	公用事业	3869.14	0.25
2	食品饮料	1759.25	0.06
3	交通运输	2339.72	0.00
4	医药生物	4010.69	-0.63
5	银行	1739.95	-0.82

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	43.41	0.02
纽约期金	1962.50	1.43
伦敦期铜	6600.00	0.98
伦敦期铝	1776.00	-0.17
波罗的海干散货	1509.00	-0.59

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：货币政策“三个不变”，以确定性战胜不确定**

【证券日报】8 月 25 日，中国人民银行货币政策司司长孙国峰表示，货币政策需要以更大的确定性应对各种不确定性，保持“三个不变”：稳健货币政策的取向不变、保持灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变。

在国际形势复杂多变的 2020 年，中国经济需要保持从容不迫的战略定力，具体到通过市场利率的变化来影响总投资和总需求的货币政策而言，在当前阶段，更需要拥抱和强化确定性，并通过“自带变量”的确定性战胜各种不确定性。

首先，“三个不变”的基础，是潜力大、有韧性的中国经济稳中向好、长期向好、高质量发展的基本面没有改变，“稳健货币政策的取向不变”的底气，显然是中国经济数据表现“硬核”。

由于新冠肺炎疫情得到有效防控，中国经济在全球实现率先复苏。二季度，我国 GDP 出现了比较强劲的反弹，GDP 同比增长 3.2%，是全球唯一实现正增长的主要经济体。在供给侧，各产业恢复较快，制造业表现尤其可圈可点。7 月份，中国采购经理指数继续保持平稳运行，其中制造业采购经理指数为 51.1%，这是该指数连续 5 个月在临界点以上；在需求侧，投资明显回升，消费继续修复，出口逐步改善。而且，在经济复苏的同时，物价水平也保持基本稳定。从目前的发展态势来看，中国经济增长正继续延续复苏态势，全年有望实现正增长。

可以说，中国经济“自我修复”的能力为稳健的货币政策夯实了基础，而稳健的货币政策则进一步引导中国经济增长向潜在增速回归。

其次，“三个不变”是面对复杂多变的外部环境保持政策定力。其中，“坚持正常货币政策的决心不变”，体现了货币政策坚持“以我为主”。

今年以来，海外主要经济体为了提振经济，选择向市场“大放水”，部分经济体甚至使出负利率的“洪荒之力”。事实上，海外经济体低利率乃至零利率的“局限性”十分明显，加大了“资源错配”“脱实向虚”的风险：利率过低可能导致资金大量流向低效率企业、催生金融机构过度加杠杆；此外，如果资金更多流入资产市场，将加大金融市场价格波动，甚至是资产价格泡沫风险。

从我国的货币政策来看，央行始终强调“保持流动性合理充裕”“精确滴灌”，并坚持实施正常的货币政策，预留政策空间。笔者认为，央行的这些操作，保持利率水平与我国经济发展“动态匹配”，有力支持实体经济发展，提升人民币资产对于海外资金的吸引力，从而促进中国经济形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。

第三，“三个不变”不是不作为，而是在“不变中作出改变”。“三个不变”的第二条强调了“保持灵活适度的操作要求不变”，虽然操作要求不变，但“灵活适度”本身其实就容纳了变量。

今年以来，央行灵活运用降准、公开市场操作、再贷款、再贴现等工具，引导市场利率围绕政策利率平稳运行；稳步推进存量浮动利率贷款定价基准转换，推动降低存量贷款利息支出，降低社会综合融资成本；创新两项直达实体经济的政策工具，加大对普惠小微企业的支持力度，支持经济恢复发展。

上述举措通过实施节奏、价格、规模等多维度“变量”的综合运用，实现了“既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来”的引导目标，可以说是，“于不变中藏万变，且万变不离其宗”。

在数学领域，复杂计算可以将结果推向极值，多重变量则会导致几近无穷的可能性。当前，世界经济的复杂多变并不亚于任意一道数学运算题，中国经济自身也需在修复和前行中解决结构性、周期性问题，以及部分领域发展不平衡不充分问题。因此，与国内外经济“充分碰撞计算”的货币政策，有必要在导向上“化繁就简”，在具体手段上“丰富多维”，从而在不变中激发变革的力量，真正以“自带变量”的确定性战胜不确定性！

- **经济参考报：城市更新撬动十万亿内需空间**

【经济参考报】当前，各地政府正在加紧研究制定“十四五”规划，以更大力度改革推进经济社会进一步发展。其中，包括城市空间规划、城市土地资源配置等在内的城市更新内容成为各地在编制“十四五”规划中的一个重点。众多专家表示，城市更新未来将撬动十万亿级的内需空间，建议尽快将城市更新上升为国家战略，并纳入正在制定中的国家“十四五”规划，统一指导各地做好城市更新工作。

早在 2015 年，中央城市工作会议上就明确提出，要控制城市开发强度，科学划定城市开发边界，推动城市发展由外延

扩张式向内涵提升式转变。2016 年国务院关于进一步加强城市规划建设管理工作的若干意见中又明确要求，有序实施城市修补和有机更新。2019 年中央经济工作会议又再次提出，要加强城市更新和存量住房改造提升。城市更新开始受到了全社会的高度关注。

针对城市更新问题，全国工商联房地产商会城市更新分会深入全国 30 多个城市开展专题调研。调研结果显示，“十三五”以来，我国新型城镇化建设取得阶段性成果，2019 年常住人口城镇化率已达 60.6%，第三产业增加值占国内生产总值比重达到 53.9%。这两个关键数据，标志着我国城市发展由增量扩张为主，转入存量更新为主的新阶段。而这一过程将大大拉动投资、需求等增长，预计将撬动十万亿级的内需空间，对于加快构建“双循环”新发展格局、做好“六稳”“六保”工作、稳住我国经济基本盘都具有战略意义。

全国工商联房地产商会城市更新分会会长柴志坤表示，随着第三产业增加值超过第二产业，以前的“摊大饼”模式不适应城市发展新要求。它不仅过度占用农村土地，降低了每单位基础设施服务的人口，加重了地方政府债务负担，而且大大削弱了城市的集聚效应，使城区内产生了大量低效土地资源，影响了经济产出的效率。

发达国家的经验显示，当城镇化率达到 60%左右，包括市中心衰败、人口流失等问题将出现。只有通过城市更新来提升改变城市产业结构，注入新的文化和创新要素，打造更加宜人的居住和商业环境，才能激发城市的内在活力，再造城市繁荣。

近日，国务院办公厅印发了《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，其中明确 2020 年全国将新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个。据住房和城乡建设部统计，目前全国共有老旧小区近 16 万个，涉及居民超 4200 万户，建筑面积约 40 亿平方米。按照目前每平方米投入 1000 元的标准计算，我国老旧小区改造投资总额可达 4 万亿元。其中，仅北京、上海、深圳三地老旧小区综合整治、老旧工业区改造，以及商办物业更新的年投资规模就超过 2000 亿元。

【行业动态与公司要闻】

- **证券时报：内外兼修构建治理体系 重组助推中小银行改革**

【证券时报】包商银行风险处置告一段落后，监管部门近期频繁讨论中小银行公司治理的重要性，传递出解决中小银行公司治理短板的监管决心。这源于近两年部分中小银行风险事件中的共性问题，背后的根源之一在于公司治理失灵，以及与之相关的违法犯罪行为。

今年 5 月，国务院金融委办公室发布的 11 条金融改革措施中，就包括《中小银行深化改革和补充资本工作方案》，旨在进一步推动中小银行深化改革，加快中小银行补充资本，坚持市场化法治化原则，多渠道筹措资金，把补资本与优化公司治理有机结合起来。近期，关于部分地区的城商行、农商行计划合并重组的消息频出，受访的分析人士据此认为，今后一段时间，新一轮中小银行兼并重组、引战注资浪潮有望持续铺开，这种深化中小银行改革方式的本质类似于“花钱买机制”，帮助问题中小银行改变公司治理体系，健全风险控制体系，让其恢复可持续经营能力。

不过，完善银行内部有效的公司治理体系固然重要，但外部监督机制发挥应有的效力同样必不可少。中小银行深化改革的大幕拉开，银行并非只是独角戏，中介机构、社会舆论监督和监管部门都应找准各自的角色定位。

外部人控制+内部人控制

从已暴露的风险事件来看，问题中小银行的公司治理缺陷，突出表现在股权结构失衡导致的“外部人控制”或“内部人控制”，使得三会一层的公司治理架构“形似而神不似”。

中小银行股权结构失衡主要有两种表现：一是股权过度集中，股权制衡失效，形成大股东控制；二是股权过度分散，造成高管层权力缺乏监督，出现内部人控制。一方面，金融本身是高杠杆行业，很少的资本金投入就可形成较强的控制权。近年来，中小银行的个别股东入股动机不纯，入股后更是无视法度，要么通过违规的资本运作及股权安排等获取控制权，干预银行经营，进而滥用股东权力导致银行利益受损；要么将银行作为“提款机”，通过违规开展同业投资、关联贷款、股权反复质押等套取银行资金，有些已经形成不良贷款。

包商银行就是由于“明天系”的“一股独大”，使得股东大会成了大股东干预和掏空包商银行的合法外衣，股东监督机制名存实亡。据包商银行接管组组长周学东撰文透露，2005 年至 2019 年的 15 年里，“明天系”通过注册 209 家空壳公司，以 347 笔借款的方式套取包商银行信贷资金，形成的占款高达 1560 亿元，且全部成了不良贷款。

重视长期发展的股东和追逐短期利益的股东对银行经营能力的好坏有着深远影响。一名城商行董事长曾对证券时报记者表示，该银行的第一大股东是一家外资银行，注资入股以来，就要求银行坚守主业定位，不盲目求大求快地发展。

“我们的大股东从来不对我们的规模增速提太多要求，而是一直很明确地强调要加快不良核销，这对我们稳健发展的经营策略影响很大。中小银行是经不起折腾的，尤其是在当前的经济环境下，业务发展还是要回归本源、稳妥推进。”该城商行董事长称。

另一方面，部分中小银行的内部人控制的问题也较为突出。王一峰表示，在我国，中小银行的产权制度和股权结构具有一定的特殊性。有些中小银行股权高度分散，缺乏实质性的控股股东。有些源于历史原因，地方财政和国有企业仍在中小银行中占绝对控股地位，形成了复杂的委托代理人关系，人治色彩较浓，主要靠一把手权威、长官意志而非靠制度来形成有效制衡，关键经营管理决策由少数人掌控。有些银行还面临着来自地方政府的干预，对董事会正常履职造成一定的困扰。这些都容易导致“所有者缺位”，滋生内部人控制问题。

作为国内最大的村镇银行集团，中银富登村镇银行董事长王晓明对证券时报记者表示，出现问题的农村金融机构要么是因为业务定位出现偏差，要么就是股东侵占银行利益。实际上，只要坚守定位，并做好道德风险防范和公司治理建设，大部分中小银行并不会出现太大风险，客群本身的问题并不大。“从我们经营十多年的经验看，农民的履约能力和诚信水平还是有保障的，农民对自身信用的珍惜远超我们想象。”

为何监事会、独董存在感弱？

理想的公司治理架构中，“三会一层”各司其职、相互制衡。股东大会充分行使权力、董事会科学决策、经营层按照授权独立开展经营活动、监事会依法行使监督职能。然而，由于上述股权结构失衡问题的存在，使得一些中小银行的公司治理架构流于形式。特别是监事会、独立董事等未能有效发挥内部监督职能，多位受访人士认为不少银行的监事会“存在感较弱”。

人民银行金融研究所所长周诚君近日撰文称，相比于一般企业，尤其是考虑到银行业经营管理的特殊性，我国商业银行的公司治理机制总体较弱，尤其作为公司治理中重要组成部分的监事会，监督不到位的情况时有发生，所能发挥的内部监督作用有限。

国家金融与发展实验室副主任曾刚对证券时报记者表示，独立董事、监事会作为内部的监督力量，要想真正发挥有效作用，需要依靠两方面的机制保障，但目前这两方面都有所缺失：一是针对独立董事、监事会缺乏明确的履职考核制度，尤其缺乏在重大决策上的实质性考核。二是独立董事、监事会缺乏发挥监督作用所需要的资源。例如，以前很多银行的审计部门归监事会管，但后来大部分审计部门都与监事会剥离，让监事会失去了行使监督职能的抓手，缺乏资源和组织架构上的保障。

我国《公司法》规定，监事会是由股东代表和适当比例的公司职工代表组成的，独立行使监督公司业务执行状况、财务状况和其他公司重大事务权力的法定公司内部监督机构，可对董事会及其成员、经理和其他高级管理人员的职务行为行使监督权。

周诚君建议，应赋予监事会对董事会更大的监督权。商业银行监事会应主要由股东代表、职工代表、有关专家以及可以代表普通存款人利益的相关人员组成，直接受股东大会的领导，并直接向其负责。同时，相关法律法规或监管规则明确赋予监事会更多的职能职责，包括聘任和解聘董事和经理、监督董事会的决策行为、对部分监事的提名权、代表银行起诉违法董事和高级管理人员、审核董事会报送的财务报告并提交股东大会审议等。另外，也要加强对监事会成员的履职考核，压实监督责任，研究探索对监事会的监管处罚。曾刚也认为，要完善银行独立董事、监事会的考核激励机制，相关的监管考核评价要突出实质性重点。同时，要做实独立董事、监事会运行机制，投入更多人力物力，为其提供发挥内部监督力量的资源和抓手。

深化改革迫在眉睫

目前，中小银行的资产规模达 65 万亿元，占整个行业资产的近 40%，是我国金融机构的重要组成部分。不论是从解决历史遗留问题，还是从现实需要的角度看，以完善公司治理体系、夯实资本为抓手，加快中小银行深化改革的步伐，在当下都显得迫切需要。

曾刚表示，深化中小银行改革，一方面有助于中小银行服务中小微企业；另一方面，一系列支持政策也能让中小银行

本身变得更加健康。疫情不仅对实体经济有冲击，对中小银行，甚至整个银行体系，也带来一定冲击。通过夯实中小银行的资本基础，完善公司治理体系，给予更多的政策支持，既有利于维护中小银行群体的健康，也能促进整个银行体系的效率。

相较大型银行而言，完善我国中小银行公司治理具有重要的现实意义。随着我国经济进入新常态，叠加疫情影响下内外部不确定性因素增大，中小银行过去规模快速扩张下所掩盖的风险和结构性矛盾逐步暴露。与大银行相比，中小银行在经营理念、风险控制、内部管理、业务能力、人员素质、治理水平等方面存在明显差距，更易积聚风险，甚至容易形成区域性风险。从金融稳定的视角看，完善中小银行公司治理，一方面直接关乎中小银行的生存与可持续健康发展；另一方面，在金融供给侧结构性改革的大背景下，稳健的中小银行是提升金融体系竞争活力和推动行业高质量发展的重要力量，也利于打好防控金融风险攻坚战，保障金融体系安全。

掀起合并重组浪潮

行动已经开始。近期，关于区域中小银行合并重组、引战注资的消息频出。据媒体统计，今年下半年，已有超过 10 家地方城商行、农商行酝酿合并重组。同时，另据 21 世纪经济报道，银保监会近日发文鼓励金融资产管理公司（AMC）单独或联合存款保险基金、政府资金等共同发起设立母基金，参与高风险中小银行不良资产处置，并针对 AMC 向高风险中小银行综合开展阶段性投资、兼并重组等给予一定的监管政策优惠。

一四大 AMC 人士对证券时报记者透露，AMC 参与问题中小银行风险化解、引战注资并非新事物，该公司目前也在看相关的投资项目，问题中小银行的不良处置、注资引战根本上是要解决“钱从哪儿来”的问题。但仅靠 AMC 的资金规模并不够，还需要有财政、货币等政策的配套支持。此外，以目前一些城商行、农商行的体量，让实力较强的大中型银行参与也是一条可行的路径。

实际上，在包商银行、恒丰银行、锦州银行等风险化解的过程中，就是依靠财政资金、央行金融稳定再贷款、存款保险基金、AMC、银行系金融资产投资公司（AIC）等多方合作。那么，社会资本是否能在这一轮中小银行改革浪潮中发挥更大作用？化解中小银行风险的关键在于压实各方责任，首要的就是存量股东自救，看其是否有能力承担吸收损失的责任。然而，前几年一些社会资本入股中小银行时就动机不纯，从事许多非相关的多元化业务，过去冒进的投资策略使得目前这些社会资本可能并没有能力参与到新一轮的中小银行合并重组中。这也再次说明，金融业不是任何人投资都能赚钱的，它对股东的风险控制能力、机构的公司治理体系都有较高要求。

“未来中小银行合并重组、引战注资的趋势会更加明显，甚至可能会在尾部银行大面积铺开。目前出台的诸如鼓励引战注资、合并重组，以及地方政府承担风险处置属地责任，从资金、税收上给予支持等，都是为了改变银行的公司治理体系，健全风险控制体系，让中小银行恢复可持续经营能力，从一定程度上讲类似于‘花钱买机制’。”王一峰称。

合并重组、引战注资是完善银行公司治理体系的重要途径。曾刚表示，合并重组不是简单的 1+1=2，有意义的合并重组是要将改革作为配套。改革的重点涉及股权关系、公司治理和银行经营治理能力。在补充资本、合并扩大规模的同时，通过重新梳理股权关系，让银行的股权关系更加合理透明，并以此优化公司治理，夯实银行资本实力，重新塑造和提升银行的经营管理能力。这样的合并才能真正提升银行的竞争力，否则只是推迟风险暴露的时间。

此外，曾刚提醒要客观看待当前的中小银行合并重组浪潮。事实上，这一趋势在我国早已持续，如过去的农信社改制成农商行、城信社改制成城商行，只不过今年的疫情进一步深化了中小银行的合并重组趋势。银行业是一个规模经济非常显著的行业，只有达到一定规模，其竞争力、成本优势、自身风险抵御能力才能凸显。全世界都是如此，每一次经济波动、周期调整都会进一步提升行业集中度。对我国而言，中小银行的合并重组是利率市场化、金融体系深化改革的必然现象，未来还会持续。

完善治理体系需内外兼修

在探讨如何构建完善的银行公司治理体系时，市场的关注点往往会只聚焦在如何让银行内部的“三会一层”架构更加“神似”，亦或希冀于引入新的投资者让局面焕然一新。然而，商业银行作为集中社会储蓄，为市场主体提供融资的特殊行业，其高杠杆操作和风险外溢性决定了不仅要维护股东利益，更有责任保障储户的财产安全，上市银行还有义务维护社会公众投资者的合法权益。

多元的利益相关者决定了银行公司治理体系需要包含内外部约束机制。曾刚表示，银行公司治理是利益相关者的治理，这不单单指构建内部约束机制，包含外部监管、市场监督在内的外部约束机制也应成为银行完善公司治理架构的重要组成部分。只有形成多层次、多维度的公司治理体系，才能有效防范银行潜在的重大风险。

在构建外部约束体系中，社会舆论、中介机构都扮演着不可或缺的角色。王一峰认为，为了防范银行内部“三会一层”合

谋欺瞒外界的极端情形，监管部门要强化监管效力，尤其是不能单靠非现场检查作为日常监管手段，而需采取现场检查和非现场检查相结合的方式。同时，鉴于监管资源有限，可以实施差异化监管激励政策，如根据监管内部评级结果，重点监管评级低的银行，对于坚守定位、服务当地成效显著的中小银行，给予必要的监管容忍度、存款定价权和财税支持等。

此外，一个新的趋势是，我国正探索构建把党的领导融入公司治理各个环节的中国特色现代金融企业治理机制。王一峰建议，金融机构党委要发挥把方向、管大局、保落实、协调各方的作用，特别是要处理好加强党的领导与尊重股东权益的关系，畅通沟通方式和渠道。应进一步清晰界定党委会决策事项范围，聚焦于政治方向问题和重大原则问题，并且对于决策过程中需要说明的事项应尽可能事先解释清楚，以更广泛地凝聚共识。把好选人用人关，坚持党管干部与市场化选择经营管理者相结合。

【国都策略视点】

- **策略晨报：结构牛换挡期震荡过后，基本面驱动力逐步释放**

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；

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