

旬度经济观察

——人无远虑，必有近忧

韦志超¹ 袁方(联系人)²

2019年8月1日

内容提要

政府对经济的定位下修，政策将转向边际宽松，对股市和债市均有一定程度的利好。

科创板上市已过一周，各项指标明显高于当年的创业板。超高的换手率反映出市场非理性的一面，科创板的建设依然任重道远。

6月PMI略有回升，但仍低于荣枯线。经济预计依旧弱势，但快速下滑阶段或已过去。

风险提示：（1）贸易摩擦加剧；（2）地缘政治风险

1 高级宏观分析师，weizc@essence.com.cn，S1450518070001

2 助理宏观分析师，yuanfang@essence.com.cn，S1450118080052

一、人无远虑，必有近忧

中共中央政治局 7 月 30 日召开会议，分析研究当前经济形势，部署下半年经济工作。我们认为，本次会议对经济的定调下移，相应的政策将转向边际宽松，因而对股市和债市有一定程度的利好。

首先，相比 419 的政治局会议，本次会议对经济的定调下移。419 的政治局会议对局势的判断是偏乐观的，并认为下行压力更多是结构性和体制性的，明确表明要“保持定力”。而 730 政治局会议则坦言“下行压力加大”，“保持定力”的表述被删除，这个变化是较为明显的。

表 1：三次政治局会议定调比较

| | 主要定调内容 |
|-------------|--|
| 2018 年 10 月 | 当前经济运行 稳中有变，经济下行压力有所加大 ，部分企业经营 困难较多 ，长期积累的 风险隐患有所暴露 。 |
| 2019 年 4 月 | “市场信心 明显提升 ，新旧动能转换加快实施，改革开放继续有力推进，一季度经济运行总体平稳、 好于预期，开局良好 。”“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但 更多是结构性、体制性的 ，必须 保持定力 、增强耐力。” |
| 2019 年 7 月 | 当前我国经济发展面临 新的风险挑战 ，国内经济 下行压力加大 ，必须增强忧患意识，把握长期大势，抓住主要矛盾，善于 化危为机 ，办好自己的事 |

但是，本次定调下移的程度可能没有超过 2018 年 10 月，那次会议对困难的表述更为显著，着墨更多。

在定调下移的背景下，会议在多处暗示了政策将转向宽松。首先，会议明确重提扩大需求，具体表述是“深挖国内需求潜力，拓展扩大最终需求”；其次，“六稳”在 419 会议上被删除了，但 730 会议重新提及；然后，货币政策方面，除了重复提及稳健的货币政策要松紧适度，恢复了“保持流动性合理充裕”的提法。但是，因为本次会议定调下移的程度可能没有超过 2018 年 10 月，这可能导致政策会放松，但很难超过 2018 年 10 月之后特别是 2019 年一季度的宽松力度。

本次会议对各项具体措施进行了布置，主基调以稳为主。具体而言，本次对未来工作的部署有三个特点。

首先，本次具体措施的布置覆盖面很广，可能和 70 年大庆在即有关。从历史上的历次政治局会议来看，要做的具体措施一般是五到六条，最多六到七条；但此次列示的具体措施多达十四条，基本上翻倍。我们猜测，这可能和 70 周年大庆有关。会议公告在最后提了一句，“各级党委和政府要坚决贯彻党中央决策部署，尽心尽责做好各项工作，以优异成绩庆祝中华人民共和国成立 70 周年。”我们估计，因为 70 周年大庆在即，政府不仅关注经济，也关注了社会的方方面面。另外，从另一方面来分析，既然 70 周年如此重要，政府的基调可能以稳为主。

其次，人无远虑必有近忧，政府短期维稳意愿强烈。419 的政治局会议声明对转型升级的着墨比较多。比如，“要把推动制造业高质量发展作为稳增长的重要依托，引导传统产业加快转型升级，做强做大新兴产业。”“要有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。”可以看出，当时政府要实现转型升级的

意愿非常迫切和强烈。然而，730 会议声明将这些淡化了，列示的都是当前要解决的一些实际问题。这可能源于两种考虑。第一，经济目前有下行压力，政策更倾向于防守而不是进攻；第二，70 周年大庆前以稳为主。在这种背景下，大刀阔斧的改革开放政策可能还需要等待，因此股市的风险偏好难以得到明显提升。

最后，需求结构方面，重视消费、制造业和新基建，房地产和外需淡化。本次会议不但明确了要扩大需求，而且对扩大需求的具体结构也做了定调。首先，本次会议最大的关注点之一是首次提出“**不将房地产作为短期刺激经济的手段**”，这与最近一两个月政府严控房地产相对应，也暗示了房地产各项指标不会太强，一旦走强就将受到政策的压制。其次，会议对扩大需求的方向明确做了说明，就是消费、制造业和新基建。与以往不同的是，此次对消费，首次提出“**多用改革办法扩大消费**”，言下之意是尽量不用过去补贴型的方法，而是多尝试制度性的变化来达到扩大消费的效果。政府对房地产和消费明确表态，表明了政府对“**稳经济**”的总体态度和方法取向已经发生了比较大的转变。过去可能是简单直接的刺激托底，现在则尽力用副作用更小的方式或方法。由于这是一种新的尝试，效果如何还需要观察，但短期内看传统意义上的刺激方法是不会大规模使用了。

总结来说，本次会议对经济的定调下移，相应的政策将转向宽松，政府维稳意愿强烈，可能意味着经济失速的风险比较小，这在一定程度上利好股市。但同时，传统意义上的刺激方法不会大规模使用，短期来看基本上对股市的利好有限。另外，政府的维稳意愿强烈意味着其在改革开放政策上也以稳为主，这难以提升市场的风险偏好。因此，股市的走势可能仍以稳为主。货币政策会有一些的放松，但一方面市场已有预期，另一方面政府对使用传统降息降准的方式会比较谨慎和克制，因此债券市场的表现可能略强，但相对温和。

二、科创板开门，任重道远

730 政治局会议对科创板仍有提及，但定调变化不大。由于 730 开会的时候科创板已经上市交易，因此政治局会议对科创板的定调改为“科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量”，实际上与 2018 年底中央经济工作会议以及 430 会议的定调没有太大区别。

表 2：三次重要会议对科创板的定调比较

| | 科创板定调 |
|-------------|--|
| 2018 年 12 月 | 资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地 |
| 2019 年 4 月 | 要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制 |
| 2019 年 7 月 | 科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量 |

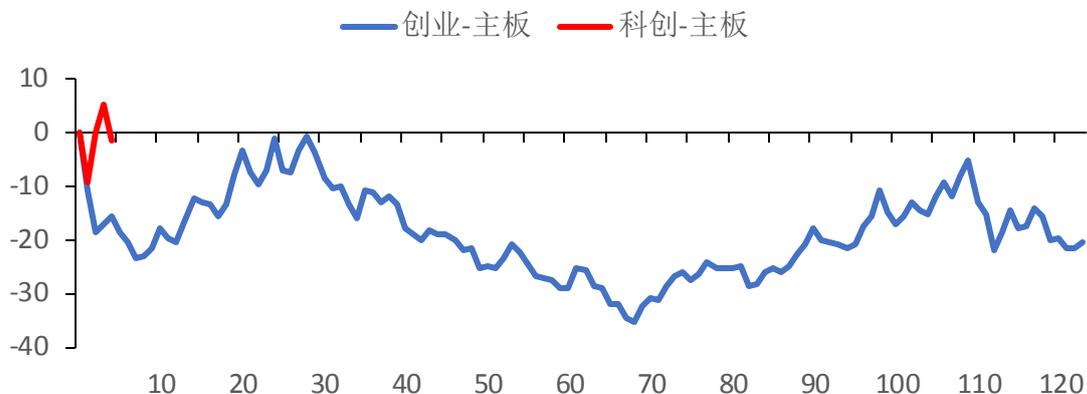
2019年7月22日科创板正式上市后已经有一周多的时间了，科创板第一批股票的各个主要指标在首日的表现和创业板第一批股票在首日的表现差不多，次日的表现也类似。但从第三个交易日开始，首批科创板股票的表现要显著强于首批创业板股票的表现，股票的分化也更大。特别的，科创板的换手率持续稳定在30-40%左右，远高于创业板同期的表现，显示出不理性的一面。这可能表明，市场或许认为，相比创业板，科创板的交易制度和设计还没有体现出明显的区别。

表 3：科创板上市 V.S.创业板上市

| | | 科创板 | 创业板 |
|-----------------------|------------------|-------|-------|
| 首日 | 涨跌幅 (%) | 139.6 | 106.2 |
| | 换手率 (%) | 77.8 | 88.9 |
| | 标准差 | 73.2 | 35.5 |
| | 振幅 (%) | 156.9 | 125.0 |
| | 成交额占 A 股市值比例 (%) | 0.7 | 0.9 |
| 次日 至 第 7 个 交易 日 | 涨跌幅 (%) | 14.6 | -10.9 |
| | 换手率 (%) | 226.8 | 118.5 |
| | 标准差 | 18.8 | 8.6 |
| | 振幅 (%) | 37.7 | 14.6 |
| | 成交额占 A 股市值比例 (%) | 1.9 | 1.1 |

数据来源：Wind，安信证券

图1: 指数相对主板走势, %



数据来源: Wind, 安信证券

注: 横轴为创业板或科创板上市后的交易天数, 剔除首日

图2: 换手率相对大盘走势, %



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10996

