

核心观点

韦志超

首席分析师

SAC 执证编号: S0110520110004

weizhichao@sczq.com.cn

电话: 86-10-56511920

相关研究

- 扰动不改大势，继续等待良机
- 静待良机
- 中期策略报告：以逸待劳，静待良机

- 7 月的政治局会议确立了“适度稳增长”的基调，明确了政策的转向。市场对政策放松的期待明显升温。然而，我们对政策放松的力度保持谨慎。如果疫情没有明显变化，能够维持上半年的防治水平，经济走势有望保持低位平稳，政策放松的力度有限。在此背景下，股债大体仍在震荡格局之中，中证 500 因为估值低仍有结构性机会。国内外疫情依然是资本市场最大的变数及影响因素，值得持续关注。
- 我们曾在 4 月政治局会议的点评中将 430 会议类比为“弱化版的 419 会议”，而本次 730 会议与 2019 年的 730 会议也有一定的相似性，均是在经济出现走弱后政策转向宽松。如果仔细观察，2019 年 730 会议对经济的看法明显要比本次 730 会议更为悲观，而且对稳增长的定位也更为明确。然而，从 2019 年 730 会议之后的政策来看，政策刺激的力度并不强。这主要是因为中国经济尽管弱，但并没有进一步明显下降。因此，经济走势才是关键。
- 经济走势的核心决定因素依然是社融和疫情。在当下的中国，由于各种原因，社融增速仍是相当实用的领先指标。回顾过去一年的经济走势，经济的核心变化尽管有疫情的影响，但和社融增速的变化息息相关。社融的季调环比增速在 2021 年上半年保持平稳，因此 2021 年下半年的经济走势大致将平稳。因此，我们认为，如果疫情能够保持上半年的态势，2021 年下半年的经济整体将保持低位平稳，政策放松的力度有限，可能类似 2019 年下半年。
- 在此背景下，股债大概率维持震荡格局，类似 2019 年下半年。沪深 300 的估值处在历史的 40 分位左右，缺乏系统性的机会；而中证 500 的估值处在历史 10 分位以内，可能有结构性的机会。
- 债券方面，尽管从 2 月开始，我们一路看多，直到现在，也得到了验证。但站在当下，我们转向中性。当前的点位与当前的经济形势基本符合。如果本轮“南京-张家界”疫情能够顺利结束，基本回到上半年的状态，那么利率中枢将维持当前的水平。利率的下行有赖于疫情的进一步恶化或者整体中枢下移。

风险提示：经济下行超预期

7月的政治局会议确立了“适度稳增长”的基调，明确了政策的转向。市场对政策放松的期待明显升温。然而，我们对政策放松的力度保持谨慎。如果疫情没有明显变化，能够维持上半年的防治水平，经济走势有望保持低位平稳，政策放松的力度有限。在此背景下，股债大体仍在震荡格局之中，中证500因为估值低仍有结构性机会。国内外疫情依然是资本市场最大的变数及影响因素，值得持续关注。

7月政治局会议的基调及政策变化非常明显，市场对此的解读相当一致，因此市场对政治局会议相关的讨论并不多，热度还不如奥运会。总结来看，市场对相关关键问题的一致看法是：

- (1) 政府对经济的定调明显比4月下移；
- (2) 政策转向“适度稳增长”，有望进一步放松；
- (3) 稳增长抓手的主要变化是财政政策，发债和项目落实有望加速；
- (4) 始终不渝加强制造业发展，甚至有所强化，有了一些新的提法；
- (5) 纠正运动式“减碳”，做好大宗商品保供稳价工作；
- (6) 继续防风险，再次提及“落实地方党政主要负责的财政金融风险处置机制”；
- (7) “要增强宏观政策自主性”是指应对美联储可能的收紧，以我为主；
- (8) 政策更注重跨周期调节，经济失速风险下降。

尽管政策基调的变化及政策放松得到了政治局会议的确认，但市场已经走在前面，政策放松的影响基本在降准操作后得到释放，因此股市反应非常平淡（A50指数基本走平），债券收益率甚至因为政策的积极财政取向而有所上行，黑色系价格则因为“保供稳价”的表态出现明显下跌。

我们曾在4月政治局会议的点评中将430会议类比为“弱化版的419会议”，而本次730会议与2019年的730会议也有一定的相似性，均是在经济出现走弱后政策转向宽松。如果仔细观察，2019年730会议对经济的看法明显要比本次730会议更为悲观，而且对稳增长的定位也更为明确（参见表1）。

然而，从2019年730会议之后的政策来看，政策刺激的力度并不强。货币政策方面，社融增速基本保持平稳，略有下滑。货币市场利率基本保持平稳。准备金率在2019年9月16日全面下降了50个BP，中小银行则在2020年1月6日定向下降50个BP，7天逆回购利率在2019年11月18日下降5BP。财政政策方面，为了应对2018年的经济下滑，财政政策从2018年下半年开始发力，2019年上半年财政依然保持扩张态势。然而，2019年下半年的财政政策尽管还是积极，但扩张力度并不是那么大。

究其原因，我们猜测，主要是因为中国经济尽管弱，但并没有进一步明显下降。另外，美国在2019年8月再度加关税后美股和美债大幅调整，美国进攻态势明显削弱，随后全球经济开始触底回升。事后看，2019年下半年经济基本保持低位平稳。

表 1：730 会议：2019 年 V. S. 2021 年

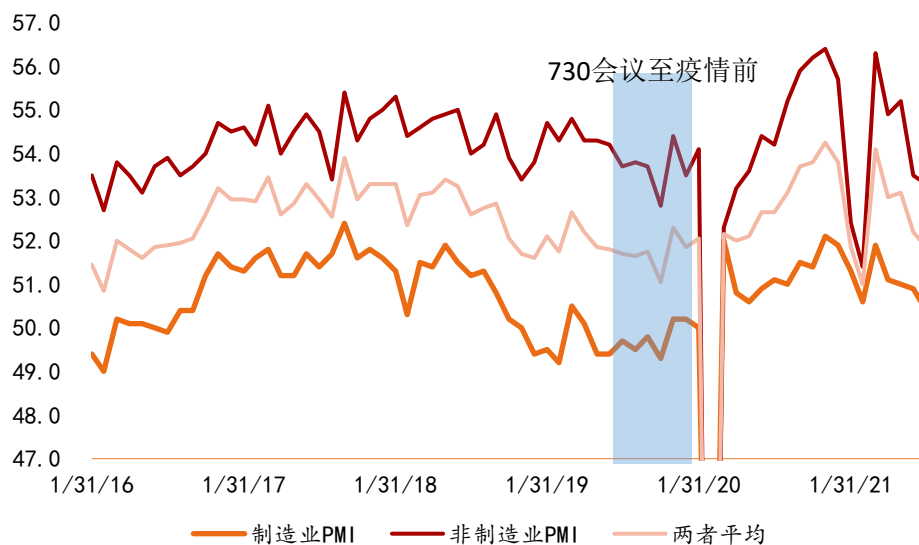
政治局会议	2019-07-30	2021-07-30
经济形势	当前我国经济发展面临 新的风险挑战 ，国内经济下行压力加大，必须 增强忧患意识	外部环境 更趋复杂严峻 ，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡
政策部署	统筹做好 稳增长 、促改革、调结构、惠民生、防风险、保稳定各项工作 深挖国内需求潜力， 拓展扩大最终需求 全面做好“六稳”工作	要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接， 保持经济运行在合理区间 。
财政货币政策	要实施好积极的财政政策和稳健的货币政策。财政政策要加力提效，继续落实落细减税降费政策。货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕。	积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。

资料来源：新华社，首创证券

因此，经济走势才是根本，政策基本是跟在后面的。2021 年的 730 会议只是表明了政策的态度：假如经济进一步下行，稳增长政策将出手。而政策出手的力度则取决于经济的走势。

回头来看，经济如我们年初所预测的一样，在去年底今年初见顶回落，然而 2021 年 430 会议对经济依然较为乐观。这说明政策准确对经济做前瞻性预判是很难的。但 2019 年以来，一旦经济有变化，政策的转身明显更为迅速。2019 年一季度经济开门红，430 会议马上踩刹车；2019 年二季度经济下滑，730 会议马上稳增长。疫情以来的政策变化也是类似，而且反应速度可能更为迅速，这一次的明显放松发生在政治局会议之前。因此，对未来经济的预判才是根本和核心所在。

图 1：中国 PMI



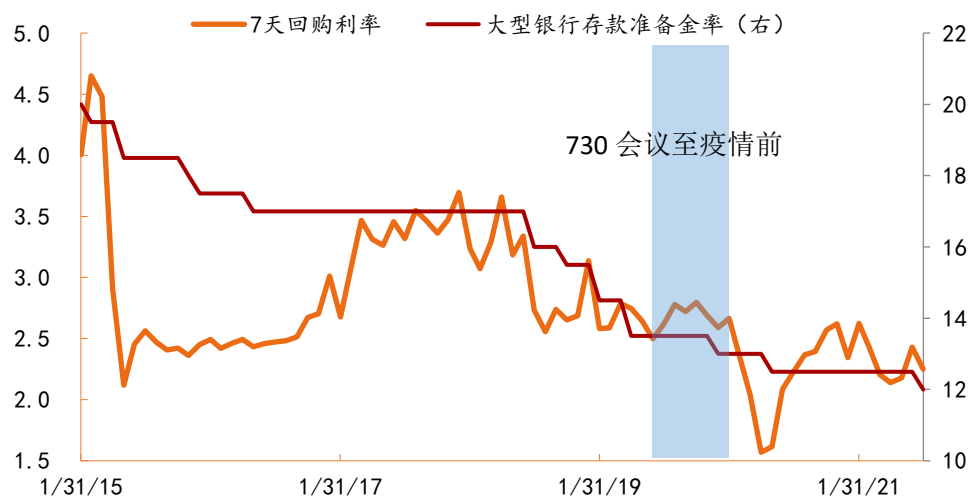
资料来源：Wind, 首创证券

图 2：社融同比增速



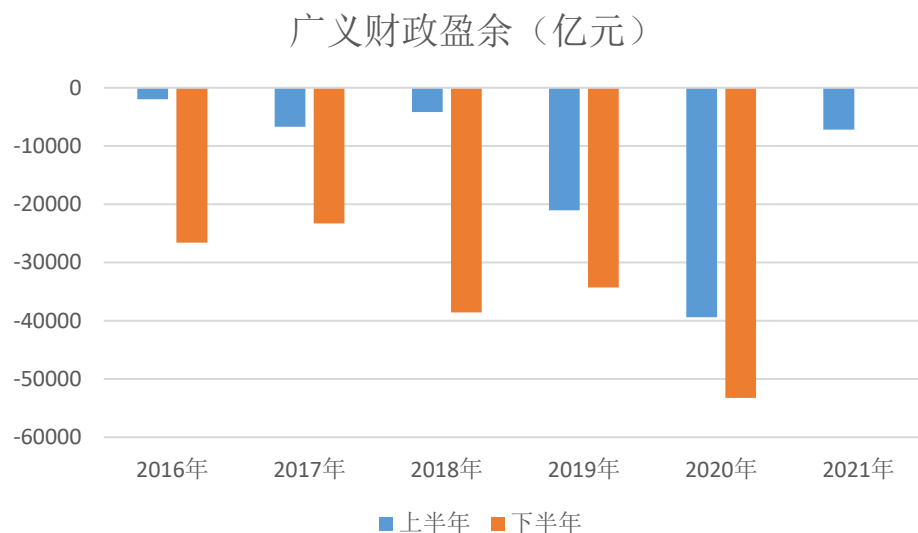
资料来源：Wind, 首创证券

图 3：货币政策工具



资料来源：Wind, 首创证券

图 4：广义财政盈余



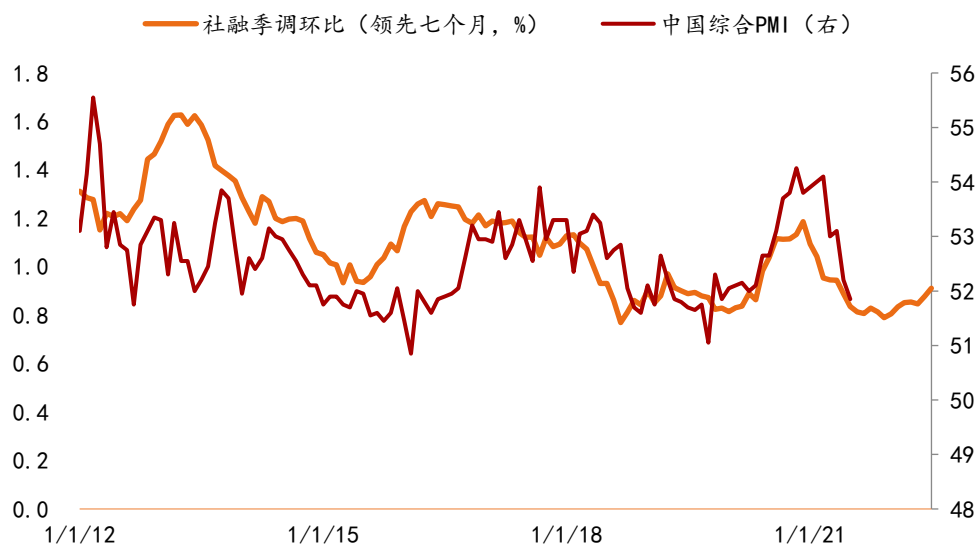
资料来源：Wind, 首创证券

图 5：城镇调查失业率



资料来源：Wind, 首创证券

图 6：经济有望低位平稳



资料来源：Wind, 首创证券

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_24694

