



“降息”提振市场 降准年底可期

□ 银河证券首席经济学家 刘锋 银河证券宏观研究员 张宸 余逸霖

经济运行逻辑

在当前经济背景下，笔者认为需求弱势主导了企业经营压力的增大，库存周期继续探底，因而构成了当前宏观经济运行的逻辑。在遇到结构性供给冲击所致的CPI数据“形式通胀”带来的矛盾和扰动时，央行货币政策调节的目标应紧盯产出稳定、真实通胀与就业形势，而不是应对所谓的名义通胀。

从固定资产投资方面看，房地产开发占固定资产投资的比例，今年达到了过去10年来的最高，自6月开始明显超越季节性，显示目前房地产投资对于固定资产投资的贡献格外显著。制造业投资持续弱势，基建受到地方政府投融资矛盾的影响，而地产总体难以避开政策环境的影响，造成工业品价格通缩压力的持续与库存周期的持续弱势。因此，固定资产投资显示的需求弱势逻辑短期内难以根本改观。

基于需求的总体弱势，真实通胀所体现的通缩压力不容忽视。一是从中国经济过往历史来看，3%左右的通胀水平只能算近年运行区间的相对高位而非历史上的绝对高位，在需求形势总体较弱且货币增速总体受限于名义经济增长的情况下，这样的同比水平不应被称作所谓的通胀高位；二是考察非食品、核心CPI与服务业价格水平，再考虑到PPI同比仍在通缩区间，也难言经济正面临一个高通胀的环境；三是历史上国内经济演进所面临的实质高通胀一般是由需求强劲拉动的，体现为PPI与CPI一同大幅上行，同时货币增速也体现为高增长，其背后是高投资、高货币信贷投放的经济增长模式所营造的需求强劲拉动型经济增长，而强劲增长的

“11月5日央行开展中期借贷便利（MLF）操作4000亿元，与当日到期量基本持平，期限为1年，中标利率为3.25%，较上期下降5个基点。本次“降息”并无意外，系央行8月17日宣布LPR挂钩MLF利率以来，货币当局首次采取“新基准利率”的“降息”行动，政策意义突出，显示了宏观部门实施逆周期调节以对冲经济下行压力、稳定产出水平以及就业形势的决心。

龙头则是房地产与基建投资。很显然当前的宏观经济背景与此相去甚远。

市场反应正面

考察央行此时“降息”的政策目的，首要的任务是维护银行间市场利率水平的稳定。本周共有4035亿元MLF到期，央行通过MLF“降息”续作的模式对冲到期的MLF，实现了流动性平稳过渡。从前两次调降LPR利率所采取的点差压缩方式看，银行的负债端成本并未变动，而资产端的LPR利率不对称下行，将使银行的利差稳定承受更大压力，进而压缩银行利润空间。若银行妥协利润的概率不大的话，实体经济信贷成本则存在上升可能，这并不符合当前降低实体经济资金成本的初心。

因此，通过降低MLF，稳定银行间市场利率水平，是央行在当前经济形势下引导利率水平下行的重要一步。同时也注意到，在PPI通缩阶段，实体经济利率是被动上升的，货币当局则应该通过政策工具对实际利率进行平抑。

近期债券市场利率上行幅度较大，由于债券市场在实体经济中，包括企业与地方政府融资中所处关键地位日益突出，市场利率过快上行同样不符合降低实体经济融资成本的政策方针。因此稳定银行间市场利率水平，促进债券市场尽快实现预期平复，度过因前期政策调整以及通胀数据等因素影响所造成的市场冲击。总体看，债券市场对于央行“降息”行动的反应是较为正面的。

本次“降息”，可能会对11月的信贷投放和社会融资带来一定提振。基于LPR利率每个月的20日发布，从此时到本月LPR利率公布的这

段时间，笔者预计市场将形成强烈的LPR利率调降预期。从理性决策角度出发，银行为稳定收益，可能对此期间的信贷投放加大力度，从而对社会融资形成一定提振。

目前地方政府专项债的拉动作用明显减弱，企业长期贷款出现底部抬升的迹象，但其持续性和幅度有待继续观察。随着房地产融资政策的收紧，非标融资的回暖受阻，失去了地方债的支撑。预计四季度社融周期上行幅度有限，而经济下行压力持续。正因为如此，逆周期政策按照逻辑不宜降低宽松力度，而应坚定地营造较为宽松的货币金融环境，承托经济企稳，利率判断还是应重点关注经济产出这一决定因素，政策的预调微调也应遵从这一因素的決定作用。

对于权益市场而言，“降息”将有助于继续提振市场预期与风险偏好。综合来看，中国经济运行正在继续磨底，但稳增长促改革的各项举措以及外部因素一定程度的缓解，将有利于市场预期改善与风险偏好提振，经济运行与风险资产价格表现将因此得到一定的正面支撑，风险资产表现修复的进程有望延续。

展望四季度及2020年经济形势，笔者预计PPI同比负增长将在今年四季度探底，但转正仍要观察到2020年年中之后，工业企业利润的收缩趋势也将会在未来3个季度内延续。明年经济增长的定位预计仍在6%左右，以完成既定经济发展目标。因此宏观政策仍会以稳增长为首要目标，货币政策仍将在稳健基调下着力营造较为适宜的货币金融环境，以稳定经济产出与充分就业，LPR利率下调与年底时点的降准行动均应在预期之内。

百日成果显著 科创板发展路径更明朗

□ 京东数字科技首席经济学家 沈建光 京东数字科技宏观研究员 徐天辰

百日成果显著

科创板的设立无疑是2019年中国资本市场最为重要的时刻，其诞生之初便承担了资本市场改革“试验田”的重任。

设立科创板并试点注册制，既是畅通科技、资本和实体经济循环，加速科技成果向现实生产力转化，促进高新技术产业和战略性新兴产业发展的机制创新，也是资本市场落实金融供给侧结构性改革、推进多层次资本市场体系建设的重要举措，是这一轮资本市场改革最主要的任务之一。

科创板的制度创新突出体现在三个方面：一是市场化，包括大幅放宽上市公司条件，放松盈利要求，采取五套不同的上市门槛标准，以及取消市盈率定价限制；二是国际化，如上市前5天不设涨跌幅限制、上市首日即可卖空等；三是法治化，例如完善以信息披露为核心的股票发行民事责任体系，将保护投资者合法权益作为证券审判的根本性任务等。

7月22日开板以来，科创板运行基本平稳、交投活跃。截至11月4日，科创板共受理171家公司的上市申请，其中41家上市交易。从流程看，科创板公司从申请受理到上市发行平均耗时仅有4个多月，充分体现出注册制的制度效率。

从交易看，科创板累计成交额即将突破万亿元，10月以来日换手率处于4%-7%的区间，高于沪深两市其他板块的平均换手率，投资者持续体现出浓厚的兴趣。价格层面，尽管当前上市的股票股价均高于发行价，但已有股票回落至不高于发行价20%的水平，并有股票在交易日益中跌破发行价，这表明市场情绪回归理性，炒作现象逐渐退潮。

从业绩看，前三季度41家上市企业营收同比增长13.6%，净利润同比增长41%，侧面反映了科创板初期遴选市场认可度高的科技企业、做好示范作用的重点企业。从微观层面，亦有10家公司前三季度净利润下滑。由于科技创新往往伴随不确定性，短期业绩波动属于正常现象。

“设立科创板并试点注册制要坚守定位，提高上市公司质量，支持和鼓励“硬科技”企业上市，强化信息披露，合理引导预期，加强监管。在科创板开板百日之际，科创板仍然维持着高活跃度和高关注度，承载着中国资本市场改革的期待。

笔者认为，科创板未来在两大方向值得期待。一是给予更多企业上市的机会，尤其是优质、有潜力的创新企业。二是给予企业充足的耐心。同时，“硬科技”定位应当毫不动摇，不妨进行多维度评判，遴选出既具有一定创新实力，又能服务于经济转型升级的优质公司。

坚守“硬科技”定位

在科创板受理的171家公司中，71家属于新一代信息技术、41家属于生物医药、26家属于高端装备、18家属于新材料、10家属于节能环保、3家属于新能源汽车、2家属于新技术科研服务。

不难看出，限于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》提及的六大行业，是科创板初期重点支持的对象。上述行业契合国家战略、需要长期研发和持续积累的高端科学技术，具有壁垒高、难以模仿复制的特点，其重要性不言而喻。中国经济正在从要素驱动、投资驱动转入创新驱动，在旧驱动力的贡献日益枯竭之际，科技成为高质量增长的核心力量。

而站在国际竞争的视角看，创新的意义不仅在于促进经济高质量发展，更关乎保障中国的战略安全。

放眼未来，科创板应走向何方？在笔者看来，科创板“硬科技”定位应当毫不动摇，而后期在“硬科技”的定义和公司准入方面，不妨进行多维度评判，兼顾研发支出、专利数量硬指标与社会效益等软性标准，遴选出既具有一定创新实力，又能服务于经济转型升级的优质公司。

特别是考虑到今年经济下行压力增加，科技创新不仅是中国走向价值链高端的助推器，也应当配合宏观经济政策的“润滑剂”。例如在出口、投资等传统经济动力不足的情况下，促消费成为稳增长的重要手段，而有利于以往大规模补贴消费者的老路，最新政策将发力点转到供给端，注重新模式和新场景的发掘，为创新企业提供了机遇。《关于加快发展流通促进商业消费的意见》明确了消费在当前稳增长政策组合中的重要地位，提出“促进流通新业态新模式发展”，强调“引导电商平台以数据赋能生产企业”。大数据、云计算和人工智能等技

术正在逐渐从高精尖的新鲜事物转变为拥有广泛应用场景的平台技术，可以有效弥补传统零售模式在场景、效率、体验方面的短板，引领中高端消费。

参照国际经验，科创板所对标的美国纳斯达克以包容性著称。纳斯达克接纳了具有一定技术实力、但处于发展初期的初创公司，其中不少成长为美国乃至全球经济的重要力量。典型的成功案例是，亚马逊成立3年后便登录纳斯达克，上市4年后才首次录得盈利，但在“互联网泡沫”破灭后，亚马逊却从网络商逐渐蜕变为美国全品类零售和云计算巨头，也为投资者带来了丰厚的回报。

因此，科创板未来在两大方向可期待。一是给予更多企业上市的机会，尤其是优质、有潜力的创新企业，为这一备受瞩目的板块持续注入新鲜血液。二是给予企业充足的耐心。科创板迟早将出现亏损上市甚至是扭盈转亏的公司，如何在把关公司质量的同时兼顾公司的成长性，培育出亚马逊和苹果等级别的中国企业，将考验科创板的制度设计。

当然，扩容也会面临自身的问题，如科技含量被稀释等，因此除了发行交易制度层面的创新外，科创板还应在认定企业科技创新方面有所突破。

此外是发挥市场作用，利用较为严格的退市标准有效“优胜劣汰”。上交所的研究显示，纳斯达克年均退市率约为8%，而相比之下，沪深两市的退市率10年总和分别只有0.3%和0.1%。因此，不难理解科创板“宽进”与“严出”并举，在试点注册制的同时，在利润考核上和除非经常性损益、采用对标成熟市场的严格退市标准。此外，伴随资本项目进一步开放，科创板有望引入外资，境外投资者的参与也将有助于筛选优质公司。

笔者相信，在经过初期探索后，科创板也将能够以包容的姿态吸纳更多行业的优质企业入围，以更好地服务于产业结构升级，为经济发展提供资本助力。

六招齐出 培育长期投资理念

□ 香港中文大学法学院副院长 习超 博士后研究员 曹宁

近年来，投资者的投资理念逐步成熟，越来越多的投资者转向长期投资、价值投资，但长期投资的整体比例仍偏低。培育长期投资者、推动价值投资理念的普及，是增强资本市场支持供给侧结构性改革、协同服务实体经济发展的功能作用的重要基础。特别是在科创板的发展过程中，应充分发挥长期投资者的价值创造功能。

长期投资者是资本市场基石

理论研究表明，长期投资对经济发展具有显著的促进作用，对金融市场有显著的稳定作用。长期投资者往往会更负责任地制定投资计划，积极参与改善他们所投资企业的治理。同时，长期投资者根据资产的长期内在价值而不是按市值计价来评估资产，有能力在中长期内平稳地配置资源，不易形成从众心理，从而能够在危机时期将资产保留在投资组合中，发挥逆周期作用，稳定资本市场。

实践中，欧美资本市场近年来趋向以长期投资者为投资主体，机构投资者普遍持有价值投资理念。巴菲特曾经向他的投资者说过，如果不愿意持有一只股票10年，那么就连10分钟也不必持有。”其所领导的伯克希尔·哈撒韦公司是长期投资者的成功典范。

完善长期投资者制度

2008年金融危机之后，为促进经济发展和金融稳定，各国都努力推进长期投资制度的建设。通过系统梳理境外实践和监管经验，笔者认为，当前我国培育长期投资者的工作可以围绕几个方面展开。

改革公募基金等机构投资者的绩效评估机制。当前绩效考核过分看重短期收益，而考核结果与基金经理人的职业发展直接挂钩，这驱使基金经理人重视短期投资而忽略长期投资，长此以往会阻碍长期投资的发展。监管机构应将长期持股收益、策略等纳入机构投资者的考评机制，并适当加大长期投资在考评过程中的比重。同时，监管机构应推广对于长期投资的薪酬激励，通过将基金经理人的薪酬更多地与长期投资绩效挂钩，来推动长期投资的发展。

改革税收框架，为长期机构投资者的发展创造有利条件。税收对于每个经济主体而言，都是决策过程中的重要考量因素。投资者常常因为融资压力、税收考虑种种原因被迫在短期内卖出资产。交易过程中的印花税也是影响投资决策的重要因素。在税收设计中，可以更考量长期投资因素，通过减免对长期投资收益的征税等手段，来激励投资者采取更多的长期投资策略。

鼓励投资者特别是机构投资者更积极地参与被投资公司的治理活动。在国际资本市场中，股东积极主义蓬勃发展，许多机构投资者都积极参与上市公司治理，与此相伴的便是长期投资策略。若投资者在参与上市公司治理过程中存在诸多障碍，则当投资者在对上市公司的治理决策存在不满时，他们会选择“用脚投票”而不是“用手投票”，这将不利于长期投资理念的形。应从制度层面鼓励中小投资者参与上市公司的治理活动，比如可鼓励中小投资者通过使用维权基金服务或代理投票公司的方式参与股东大会的投票。通过降低中小投资者的行权成本、强化中小投资者的行权效果，推动中小投资者更广泛地参与上市公司治理，从而强化长期投资理念。

促进机构投资者之间发挥联动合作优势。机构投资者是长期投资者的重要组成部分。而小型机构投资者往往受制于其规模，对资产的控制能力有限，对流动性的需求也较高，不利于长期投资策略的形成。监管机构可以鼓励机构投资者之间在参与公司治理领域的联动以及资源共享，以产生规模效应，从而可以有效地管控风险，产生适合长期投资发展的条件。机构投资者在公司治理领域的合作，包括表决权征集、股东大会提案等联合影响上市公司决策的方式。目前我国公募基金有百余家，备案可查的私募基金有两万多家，还有其他各种类型的机构投资者，其中不乏规模较小的机构。通过机构投资者之间更广泛的合作，可以有效促进机构投资者的话语权，促使其选择长期投资策略。

通过健全金融教育体系，培育普通投资者的长期投资理念。这不仅将影响中小投资者的投资行为，也在一定程度上影响机构投资者投资决策。以公募基金为例，其普遍面临着来自基金受益人具有较高不确定性的短期回购压力。若基金受益人过分看重短期收益，其可能会在短期收益不佳的情况下撤出资金，基金经理人将面临巨大资金和流动性压力，被迫放弃长期投资策略。应健全当前投资者教育体系，帮助中小投资者做出符合其长期目标的投资决策。

提升上市公司信息披露质量。上市公司的信息披露质量直接决定了投资者的投资决策。缺乏客观的信息和高质量的数据将使得机构投资者在评估投资项目时变得困难，不利于长期投资决策的产生。更透明的投资环境可以促进投资者进行深入分析，有助于其作出合理的长期投资决策。目前我国上市公司信息披露质量逐渐提升，但是信息披露不及时、不准确甚至虚假陈述等现象还时有发生，增加了投资者长期持股的风险。应当进一步加强上市公司信息披露制度建设，提升上市公司信息披露质量和有效性，使其符合长期投资者发展的需要。

近年来，全球各国都非常重视推动长期投资，以促进实体经济的可持续发展。在当前全球经济出现下行风险的背景之下，更应大力推进长期投资理念的普及，使其为我国经济发展助力，为金融稳定奠定基石。