

经济复苏喜忧参半 “十月疑惑” 扰动市场

□本报记者 费杨生



□本报记者 费杨生

- ★本轮短周期自2012年8—9月复苏,经过两年的上升,其高点有可能出现在2014年2—3季度;
- ★2013年下半年到2014年上半年是一个全球复苏共振的时期;
- ★未来逻辑上库存周期存在向中游蔓延的可能性;
- ★流动性宽松的环境在未来一年内是不断边际递减的,成长股由此失去了其高估值的最核心条件;
- ★2014年资本市场的逻辑可能不是增长问题,而更有可能是一个传统产业整合阶段;
- ★中国的房地产周期可能会出现置业人口回落问题,库存周期高点的下行有可能叠加房地产周期下行。

周金涛:周期逆袭或持续至明年年中



GETTY图片 合成/韩景丰

中信建投证券研究部董事总经理、行政负责人周金涛在接受中国证券报记者采访时表示,本轮经济短周期复苏为库存周期复苏,其高点理论上为2014年中期。他强调,一定要从内外周期共振的角度来看待周期股的投资机会,反弹将出现在与政策相关的地产和金融、上游行业、与外需恢复相关如航运等领域,且可能向中游蔓延。

他认为,与2013年相比,明年中国经济将带有一定的滞胀特征,中国的房地产周期可能会出现置业人口回落问题,库存周期高点的下行有可能叠加房地产周期下行。从基本面看,2014年资本市场缺少增长的逻辑,更有可能是一个传统产业整合阶段。

明年二三季度或现周期高点

中国证券报:你曾说,按照周期自然演化而无实质性政策推动,周期逆袭的弹性最长阶段在4个月之内,但如果政策能带来超预期变革,这个过程可能延长到明年上半年。如果按前者来理解,那么周期逆袭将在10月之后迎来考验。本轮库存周期的上行阶段会在10月结束吗?

周金涛:目前多个指标已经证明,本轮库存周期的低点是6月,从PMI数据分析,价格回稳的同时库存水平下降,这是非常典型的库存周期底部特征。而就7—8月份的数据分析,购进价格反弹伴随着库存水平的低位,生产端略显谨慎,这是典型的量价齐升的前兆。所以,我们在9月应该可以看到量价齐升,随着生产步入旺季,我们判断工业增加值仍处于上升过程的初期。这种纯粹的库存行为所推动的经济超跌反弹,根据经验可以维持4个月左右,对本轮库存周期的考验可能出现在10月之后。因为自然的库存行为只能将经济的弹性发挥4个月,而4个月之后,库存周期需要需求的推动。这个需求何来?除了经济自身的循环之外,还要看投资和外需的恢复力度。目前看,四季度增长环比将减弱,但不代表库存周期的终结。

从数据看,制造业投资反弹显著,表明中游投资回暖,产能过剩问题在缓解;而与稳增长措施相关的一些空运、水利等投资也在增加。这些情况说明后续的需求是有保证的。而另一个需要注意的问题是外需,我们一直将2013年下半年定位为全球经济复苏的显性阶段,近期的数据已经证明这一点。只要投资和外需能够延续这种态势,库存周期的持续向上是有保证的。从统计规律看,本轮短周期自2012年8—9月复苏,经过两年的上升,其高点有可能出现在2014年2—3季度。

中国证券报:你曾经在报告中提出,中国的第二库存周期叠加在全球经济的上升期,将强化周期逆袭的力量。目前,全球经济进入短周期复苏的后半段。而全球复苏对中国是利好,美、欧、中是全球周期复苏的主角,是短期资本流入的核心。能否详细说明一下原因?

周金涛:在2012年底的报告中,我们

提出了对2013年世界经济形势的判断,2013年是世界经济复苏的年景,而美、中、欧会相继复苏,这一点是我们运用经济周期理论做出的逻辑判断。但具体来看,美、欧、中作为这次经济复苏的主引擎,其周期性质是不一样的,美国的复苏为库兹涅茨周期复苏,其可持续性为5年以上,高点在2015年后;中国的复苏为库存周期复苏,其高点理论上为2014年中期;欧洲的复苏为库存周期复苏,其高点理论上为2014年中期;所以,2013年下半年到2014年上半年是一个全球复苏共振的时期,我们在6月时如此肯定周期会出现逆袭的行情,根源就在于我们对经济周期理论的信仰和长期运用。

在现在的长周期衰退后半期,我们认为2012年之后主导国强势和新兴市场及资源国弱势都是不可逆转的趋势;2013年世界短周期复苏增添了过程的复杂性;貌似某些新兴经济体受到了资金的青睐,但大的趋势是,资金最终会回流美、欧、中这三个主引擎。所以,尽管我们一直看好美元指数走势,但我们仍不认为在2014年中期之前会出现中国的资本外流,相反,应该是资本流入,这个趋势已经为今年的趋势所证明。

周期反弹可能向中游蔓延

中国证券报:一些专家认为,补库存的持续性将受到产能过剩的压制,潜在产能释放将压制价格上涨,且较高融资成本将抑制企业库存投资,库存回补势头不可高估,周期股强势料难持续。对此,你如何看待?你对周期股的配置建议是什么?

周金涛:从弹性上来看,产能问题压抑库存周期的弹性,这是一个事实,所以我们才将当前的周期定位为短期的库存行为。但我一直不认为需要把中期问题短期化,过度地强调产能过剩,可能会对短期的经济趋势产生误导,这个误导今年一直困扰着资本市场。库存行为也有其独立存在的时间和波动,受到中期产能问题的抑制,但独立于产能问题而存在,引用一句流行的语言,就是我们在研究库存时,更主要的是要活在当下。

在配置方面,我想更强调一个问题,就是我们一定要从内外周期共振的角度来看待周期股的投资机会。我们可以认为中国的库存周期弹性减弱,但不能忽视全球的周期弹性问题。从这个角度看,反弹将存在四个领域,一个是与政策相关的地产和金融,严格意义上讲,这个板块更多的是叠加改革预期;第二个是上游行业,坦率说,7月以来,很少有人接受我对上游将要反弹的观点,但我认为,这是典型的内外共振问题,我更看好农业、化工,这个不单纯是中国的复苏问题,与美国的复苏有密切的关系;第三个与外需恢复相关,如航运。除此之外,未来逻辑上库存周期存在向中游蔓延的可能性,后期可能超预期的行业是机械等。

四季度将周期逆袭进行到底

中国证券报:四季度成长股、周期股行情将如何演绎,你持怎样的投资策略?

周金涛:从大概率事件看,明年通胀的中枢不会低于2013年,如此推断,流动性宽松的环境在未来一年内是不断边际递减的,成长股由此失去了其高估值的最核心条件。所以,成长股的估值高点已经出现。在这样的推断下,无非就是一个后面如何把握成长股的分化和兑现节奏的问题。而从时间上推断,10月之后是一个比较敏感的位置。一是十八届三中全会也许会强调并确立转型和改革的某些主基调,从而政策情绪重燃成长的渴望。二是10月之后通胀水平达到年内高点,一旦通胀超预期,市场心理将受到冲击,而彼时,受冲击最大的当是成长股的估值问题。三是为了避免年末“踩踏事故”的发生,成长股的阶段性兑现要提早,这是一种心理博弈。上面这些情况如何排列组合,就决定了成长股在高位震荡的波段以及节奏。我们推测在10月之后,市场将对2014年的经济和通胀趋势产生明显的分歧,那时可能正是一个兑现的敏感阶段。

同样的问题是,现在布局周期品存在短期超额收益的可能,但这个超额收益能维持到年底吗?一切的问题都归结

到对四季度市场趋势的判断。我们对四季度的基本面是持相对乐观态度的,但就投资节奏而言,在这个经济的拐点上,我们认为策略上可能是从一个极端走向均衡,再走向下一个极端的过程,而下一个极端也许核心是风格,也许核心是仓位。但就我们的策略判断而言,我们宁愿站在周期逆袭一边,把逆袭进行到底。

明年市场疑缺少增长逻辑

中国证券报:在你看来,2013年资本市场表现应该是强于2014年的。你的判断依据是什么?

周金涛:按照第二库存周期的逻辑,2013年中国通胀低位回升,增长低位反弹,流动性宽松。2014年中国经济与2013年比,带有一定的滞胀特征。而按照我对中国房地产周期的模拟判断,2014年开始,中国的房地产周期可能会出现置业人口回落的问题,库存周期高点的下行,有可能叠加房地产周期的下行。所以,从基本面来看,我们似乎在2014年的资本市场中缺少增长的逻辑。

所以我说2014年不如2013年,指的是增长的逻辑,而按照我的判断,2014年资本市场的逻辑可能不是增长问题,而更有可能是一个传统产业整合阶段,这符合我们对改革方向的理解。我曾经在微博上说明,改革创新的核心是自由化、市场化和国际化,这是供给学派的灵魂。而新兴产业不过是创新的形而上部分,形而上一定是最先看到的是一种技术手段。但对中国经济转型有意义的,是在传统产业的整合方面。

中国证券报:在军工资产证券化掀起的央企股热潮、创业板创新高后开始调整的态势下,周期逆袭的强化会否推动市场风格转变的实现?

周金涛:我实际上并不认为周期与成长在这个阶段是对立的,无论是周期还是成长,在这个阶段核心的投资逻辑都是转型,并不存在风格上的对立,所以我一直不认为会存在风格的转换。周期与成长都是表象,背后的逻辑才最重要。

库存回补主导 复苏内外共振

中国经济回升态势确立已成境内外投行共识,诸多机构调高了对中国经济全年预期,并认为全年7.5%经济增长率预期目标一定会实现。而复苏的主要原因是政策微调后库存回补推动的需求回升,并叠加了外需的部分改善。

根据安信证券的研究,原材料行业的库存存在6月到8月中旬这个时间段内,出现了不同程度的库存下降(扣除季节性效应的影响),部分行业的库存甚至处于极低水平。除煤炭行业出现了明显减产以外,其它行业的库存去化是在产量较高状态下完成的,这意味着需求短期内出现了反弹。上游行业中,铁矿石的港口库存比2011年和2012年同期低20%,与2010年同期相当。中国原油库存天数达到四年来最低点,库存绝对水平也低于2010年—2012年同期。按照以往经验,原油和铁矿石在6月—8月淡季内会出现库存上升,但今年库存出现下降。另外,煤炭港口库存和铜交易所库存与历史同期相比确实还处于较高水平,但其环比下降幅

度超过正常的季节效应。

安信证券首席经济学家高善文认为,存货调整主导了本轮经济恢复。在此轮经济恢复的过程中,内需为主导,外需为配合。水泥产量增速平稳、房地产开发投资的乏力、基建投资的高位盘整暗示,固定资产投资并没有出现显著的扩张,经济企稳反弹除了受到出口改善的边际支撑,在内需层面主要来自库存调整以及天气因素的影响。库存调整以及出口同步改善的背后,与7月中央政府政策倾向调整带来的各方预期逆转有关。

在中信建投看来,这一波反弹延续的是去年9月以来的反弹模式,从周期运行视角看,将是第二库存周期的主升阶段,价格高点远未到来。

中国经济前景改善引致境内外诸多机构调高对中国经济增速的预测值。比如,德意志银行将对中国今年三季度、四季度的增长预期调高至7.9%和8.0%。瑞银证券中国宏观团队将中国三季度和今年全年的GDP增长预测上调至7.7%和7.6%。

“十月疑惑” 揪心 反弹高度存疑

复苏能走多远则成为业内近期最大的担忧,最明显的就是“十月疑惑”的出现,即经济反弹和周期逆袭是否将在10月后戛然而止。

高善文认为,预期逆转推动的经济回升难以持续,2010年以来的几轮经济反弹大致只能维持3—5个月,再考虑到本轮经济复苏中房地产开发投资的乏力、基建投资难以继续提振经济等困难,经济增长可能在1—2个月后出现回落。

在他看来,去年四季度至今年年初的经济复苏中,内需改善尽管相对次要,但房地产开发投资和基建投资显著回升;而此时,看不到这两类投资增速的反弹。高善文对房地产开发投资与政府基建投资的后续表现持偏谨慎的态度,他认为,房地产开发投资的回落很可能是趋势性的,基本原因是刚需释放、均值回归带来的销售面积和投资反弹可能都已经触顶,接下来将回归到一个合理水平附近。尽管合理水平的具体位置很难把握,但方向上,房地产开发投资对实体经济的拉动作用一定是下降的。政府基建投资对外部融资高度依赖,在偏紧的资金供应、偏高的资金价格下,指望其进一步抬升提振实体经济有一

些难度。

程定华同样认为,如果“金九银十”的销售超出市场预期,同时政府投资没有出现拐点,那么经济的反弹可能延续到四季度;反之,如果地产销售偏淡,利率中枢继续上升,那么经济短期反弹可能在四季度中断。

中国社科院金融重点实验室教授刘焯辉认为,近期经济企稳的关键原因是库存回补,但补库存的持续性受到产能过剩的压制,潜在产能的释放将压制价格上涨。在当前融资成本较高的环境下,企业的库存投资也会受到抑制。从9月以来的情况看,库存回补势头预计将走向衰落。

但在中信建投看来,从周期波动看,制造业趋势回升比较显著,非制造业投资仍在底部徘徊。7月以来的房地产回升,更大程度有可能来自于制造业投资的改善,而非房地产投资。7月的库存水平已低于合意库存,从年初以来生产商的谨慎行为来看,9月仍可能出现库存下降,但这种下降并非“去库存”结果,而是由于经济好转、需求上升以及生产谨慎的综合效应。四季度开始,由于库存降至较低水平,企业有补库存可能,库存周期从而将进入量价齐升的主动库存重建阶段。

改革主题叠加 周期逆袭解码

“十月疑惑”也让市场对周期逆袭的持续性充满疑问。

一些券商、私募认为,宏观经济企稳复苏、经济失速风险显著降低,周期股有较强烈的估值修复需求。再加上央企整体上市、资产注入等预期,将利好低价大盘股反弹,走出一波上涨行情。而弱周期行业短期内维持弱势震荡的概率较大,长期看好。瑞银证券依然看好未来2—3个月的市场表现,并认为制度改革的主题投资可能落在低估值的大盘权重股上,从而促发这些股票被重估的可能。

也有一些市场人士认为,周期股仅是短期配置的一个需求,长期看还得从成长股中淘金。一是此轮经济恢复主要是靠加大投资,但投资重点已不是全面开花式的,而是侧重信息消费等局部刺激,故对周期类行业刺激效果

有限。二是周期类行业本身仍面临产能过剩掣肘,趋势上仍处下行通道,难有趋势性投资机会。此外,改革预期将更可能刺激成长股,小盘股的估值泡沫在得到释放后将重新获得认可,总体走势会是波浪式上升。

周金涛则坚定地选择将逆袭进行到底,并认为周期反弹存在向中游蔓延的可能性。他也强调,周期与成长在这个阶段并不对立,核心的投资逻辑是转型,并不存在风格上的对立。2014年资本市场的逻辑可能不是增长问题,而更有可能是传统产业整合。实际上,去年底以来,周金涛及其团队连续发表多篇报告,预言库存周期“双底”底部将最晚于6—7月出现,并坚决看多周期股,建议布局地产和上游。8月以来,房地产板块涨幅在20%左右,钢铁板块则在15%左右。

□本报记者 顾鑫

随着十八届三中全会召开日期逐步临近,市场对改革的预期渐趋清晰。综合多家券商观点看,三中全会将聚焦深化经济体制改革,一揽子改革方案有望出台。土地制度改革、金融改革、垄断领域对民资开放、涉外经济制度改革等四大领域值得重点关注。

期待释放改革红利

各家券商报告都将三中全会与改革联系在了一起,价格、财税、金融、行政、土地、户籍等各类改革主题均被提及。分析人士认为,社会各界期待改革全面深化,三中全会必然会带来具有全局意义的改革,一揽子改革方案有望出台,一些重点宏观经济

问题有望获得突破。高层近期也表态,未来中国要保持经济长期持续健康发展,必须依靠改革。

中信证券报告称,中国经济长期稳定健康发展的两个关键点:一是通过改革释放市场化、全球化和城镇化红利;二是通过结构调整打开增长空间。预计三中全会的整体政策方向是改革指向市场化、开放对接全球化,在分配制度、管理制度和产权制度三个层面全面深化经济体制改革。

民生证券报告称,纵观改革开放以来历届党的三中全会,都承担着经济发展和经济体制改革的重大使命,一些具有重大转折意义的改革决策,大多是在三中全会作出的。总结改革开放以来7次三中全会,有2次专题讨论“三农”问题,其余5次均讨论经济体制改革。十八届三中全会预计

将攻坚市场化改革的老大难问题。

四方面改革影响重大

尽管改革的各项内容都有预期被提及,综合各家券商报告和分析师的观点,土地制度改革、金融改革、垄断领域对民资开放、涉外经济制度改革等四大领域将对中国经济中长期的发展产生深远影响,值得重点关注。

市场预期,十八届三中全会可能出台土地改革框架意见。对此,瑞银证券报告指出,中国经济在过去30年的重要增长阶段均来自生产要素的市场化、资本化。若该框架意见出台,并使得尚未进入市场的农村建设用地、农地(包括耕地、林地、牧场等)以及海洋湖泊湿地河滩等的使用权进行市场化和资本化,将有望开启中国经济成长新十年。

金融改革方面,海通证券报告提出,其目标是构建市场导向、高效而富有弹性的金融体系,支持转型升级和城镇化进程,化解金融风险,与财税体制和要素价格改革等相配合。主要内容包括建设多层次市场体系,推进利率市场化、汇率市场化和资本市场项目开放等。至于垄断领域对民资开放,中信证券建议关注油气开采、铁路投资、电信投资、公用事业等领域。

涉外经济制度方面,提升我国在全球产业价值链的地位是我国比较优势变化的必然要求,但现行涉外经济体制尚不适应这种新要求,既不利于引进高端产业活动、高级生产要素,也不适应企业“走出去”整合外部资源。分析师认为,上海自贸区的试点只是一个开始,进一步扩大对外开放势在必行。