

经济复苏喜忧参半 “十月疑惑”扰动市场

□本报记者 费杨生



- ★10月之后是一个比较敏感的位置。市场将对2014年的经济和通胀趋势产生明显分歧。”中信建投证券研究部董事总经理、行政负责人周金涛认为。
- ★10月之前,我们继续乐观。”申银万国首席宏观分析师李慧勇在8月经济数据出炉后作出如此判断。而在安信证券首席策略师程定华看来,在低库存的状态下,经济反弹持续至10月的可能性较大。
- ★10月似乎将成为经济、股市的一个分水岭,届时短周期经济复苏是延续还是夭折,周期股逆袭是上演续集还是步入尾声?“十月疑惑”正成为市场的一个心结。乐观者认为,经济复苏态势至少有望延续到明年年中,而悲观者预言,经济脉冲式反弹将就此止步,并转而重拾下跌之势。

库存回补主导 复苏内外共振

度超过正常的季节效应。

中国经济回升态势确立已成国内外投行共识,诸多机构调高了中国经济全年预期,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,原材料行业的库存从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

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内外诸多机构调高对中国经济增速的预判。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

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煜辉认为,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月以来的短周期反弹,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。

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

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,将利好低价大蓝股反弹,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实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。

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,三中全会必然将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

土地、金融、民资进入、涉外经济

券商关注四大领域改革

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、开放对冲全球化,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,大多是在三中全会上作出的。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。