

供给VS需求:市场反弹背后的经济逻辑

□中信建投 周金涛

自2011年以来,在中长周期衰退的约束下,中国的库存周期运行是收敛的,所以,市场上盛行“周期已死”的说法。随着短期经济和市场的反弹,经济周期和周期行业重新为市场所关注。但当前的短周期反弹并非新周期的开始,反而是延续2012年三季度以来的第二库存周期的上升阶段趋势,并且逐渐接近尾声。在本轮库存周期结束之后,经济的波动将加大,经济周期研究对于市场的意义将更为重要。

但是,市场上有一种声音,认为像钢铁、有色等传统领域已经充分去产能,逐渐进入了一个由供给主导的局面。因此,供给问题的研究对于判断周期行业向上的空间有着重要意义。

一、价格反映供需:有色供给偏紧 钢铁煤炭仍过剩

从经济学角度来看,价格反映供需关系:需求好转、供给紧张,则价格上涨;需求变差、供给过剩,则价格下跌;供需平衡,则价格保持在一定水平波动。如果供给紧张,那么,应当在价格变量上有所反映。

如果价格反映供需,那么,从近期价格及库存角度看:

(1)煤炭库存并没有出现显著下降、价格持续下跌;电厂库存偏高、可用天数偏高,总体上,仍然反映供给过剩、需求疲弱,基本面仍然不佳;

(2)螺纹钢和铁矿石价格都出现低位波动,并没有像煤炭那样持续下跌。库存角度看,铁矿石在创出历史新高后,出现比较明显的下降,当前库存比高点下降2.5%,虽然总体库存偏高,但已经改变之前库存持续上升的局面,供需相对比较均衡,如果库存持续下降,价格反弹将会更加明显。对螺纹钢而言,库存持续下降,库存水平已经相对较低;

(3)有色金属:铜库存出现连续六周反弹,而我们之前判断以铜为代表的工业金属

进入主动补库存阶段,价格受外围影响,持续数月反弹后出现小幅调整,但并不能说明需求恶化。

在众多上游工业大宗品中,基本面情况看,以铜为代表的工业基本金属较好,库存回补、价格上涨;其次是以螺纹为代表的黑色金属,其中螺纹仍处于去库存阶段,但很难再出现降价去库存现象,未来可能会出现库存持续下降、价格缓慢反弹;煤炭基本面是比较差的,价格持续下跌、库存不断上升,其基本面的改善,仍将依赖于库存水平的下

降以及价格的触底。

对中游的化工及建材类产品来说,当前分化比较严重:化工品出现持续四个月的价格缓慢上涨、建材类产品价格出现持续六个月的价格下跌,虽然说,可能具有季节性因素,但另一方面也反映了当前的经济矛盾:房地产销售和投资的持续回落,是建材类价格持续下跌的最大关键因素;而化工品与比较广泛的行业密切相关,化工品价格的小幅反弹,也反映了需求的温和改善。

二、行业层面的供需分析:从短周期到长期

产能利用率是衡量供需关系的最好指标。由于缺乏产能利用率的直接数据,对于产能利用率的观察应当从短期和中长期两个维度进行观察,从多角度进行论证。如果说,中国工业的产能过剩是一直以来的一个共识的话,那么经过了经济周期的调整,在需求短期重新向上的过程中,可以通过产出缺口的弹性来判断产能利用率恢复的效果。

产能利用率变化也是对于不同行业在微观领域对于短周期判断的证据,是库存周期运行的本质。短周期向好,观察到的是价格的企稳回升、产成品由去库存到补库存,盈利增速回升等等。当然,产出缺口等指标的观察更多的还是从短期的角度观察需求恢复的角度,这些可以成为辅助对于短周期的判断,却不应成为产能利用率恢复和去产能效果的绝对依据,还需要考证长期趋势的数据。

对于产能利用率恢复和去产能长期趋势的观察,我们选取了相应行业资产周转率、资产负债率和固定资产投资增速三个指标:

(1)资产周转率的趋势反映了行业的供需,其趋势可以反映行业的资产质量和运营效率,因此也就反映了产能利用率的趋势;

(2)资产负债率反映的是杠杆资源的配置问题:产能过剩的行业如果不断去杠杆,则相关产业自然会收缩;倘若产能相对过剩的行业不断加杠杆导致资源持续错配,那么产能过剩问题将迟迟无法解决;

(3)固定资产投资:行业固定资产投资增速代表了本行业投资扩张程度、全社会固定资产投资代表社会总扩张程度,也代表行业层面的需求在总量上的反映。如果行业投资低于全社会投资,就意味着本行业相对去产能;如果本行业投资增速高于全社会投资,则意味着行业相对扩张;如果本行业投资负增长,就意味着本行业绝对去产能。

2.1. 产出缺口:产能利用率恢复程度各行业不一

产出缺口更多的反映是短期需求相对于潜在产出的恢复力度。目前从工业产出缺口整体来看,我们已经看到了企稳回升的迹象,而落实在上中下游行业,则都出现了分化。未来随着需求进一步好转,将会观察到更多的行业产出缺口向上。

上游的能源品向上,资源品向下,说明资源主导的“稳增长”政策在需求端给予了能源品及资源品一定的弹性。但是就产能利用率和去产能的问题来讲,结合价格走势判断,煤炭产能过剩的严重程度要超过黑色以及有色。需要通过其它指标进行辅助判断。

对于中游的产出缺口来讲,我们可以观察到的是,受地产投资增速下行的中游制造业受到了明显的拖累,目前产出缺口依然向下,而受益“稳增长”政策的铁路设备投资和受益主导产业更替的通信计算机设备投资则出现了明显的好转。这是从一个中观视角观察到的产业结构调整。

从下游的产出缺口来讲,受益投资主导型的“稳增长”政策的释放,公共事业的产出缺口反弹旺盛,与上游的能源品对应,而下游的消费品行业除医药外则没有明显的好转。

2.2. 库存、价格和盈利:上游仍受产能过剩约束,中游无虞,随短周期持续反弹,更多行业产能利用率恢复

上游能源品和资源品中,虽然煤炭已经出现了缺口向上的趋势,但是实际产出依然处于潜在产出水平之下,同时结合对于库存和价格的判断,煤炭行业明显仍然由于供给的压力处于一个去库存的阶段,而且还没有能够摆脱盈利大幅下滑的状态。未来如果想要在不断去库存的过程中看到价格企稳回升并有所持续,则需要相当强的需求刺激。

有色金属行业产出缺口可能会在3季度企稳,价格企稳回升的状态下已经显现主动

的配置开始发挥作用,协助产能过剩的行业不断“收缩”和“瘦身”,从而完成去产能的过程。而如果一个社会的金融杠杆资源持续错配在产能过剩的行业,则会出现相应产业持续恶化的行情。如果说在2011年二季度后中国迎来中周期的下行阶段,大部分行业迎来了资产周转率的拐点,那么观察这之后不同行业的杠杆率的变化有利于理解不同行业去产能的情况。

可以看到,2011年后上游资源能源均处在一个加杠杆的通道中,煤炭加杠杆的幅度最大,黑色金属则始终处在一个杠杆率的高位,没有去杠杆的趋势。上游行业在整个产业链中是杠杆率最高的。金融杠杆资源持续配置在这些行业使这些行业去产能的效果不理想。

中游制造业中,仅有化学原料和化学制造业在2011年后处在加杠杆的通道中,其余基本上都在经历去杠杆的过程,仅计算机通信行业在2013年开始由于自身景气度的上升开始了加杠杆的趋势。下游消费品制造业除了医药外都处在不断地去杠杆的通道中,公用事业的资产负债率则是稳中有升。

因此,我们看到在资源和能源品资产周转率下降较高的背景下,其杠杆率依然在增加或在高位维持,这就会使产能过剩的问题持续恶化,去产能的效果也会差于中下游不断去杠杆的制造业。从这个角度得出的结论也与我们从短期角度观察到的供需状况相吻合。

2.3.3. 固定资产投资增速:结构调整进行时,任重而道远

固定资产投资在2011年二季度后就开始处于下行通道中,时点与我们判断的中周期的高点相吻合。固定资产投资在进入2014年后下降的更加明显。同时,在进入2013年后,随着服务业在中国经济中的地位不断提高,服务业的固定资产投资持续高于全社会

固定资产投资,工业固定资产投资则持续低于全社会固定资产投资。通过将工业各个子行业在11年之后的固定资产投资增速与全社会固定资产投资增速进行比较,如果产能过剩的行业投资增速明显下降,那么经过时间的积累,去产能的效果将会体现。

黑色金属的固定资产投资增速行业早在2010年初就开始持续回落,并不断低于全社会固定资产投资增速和工业领域固定资产投资增速;煤炭行业在2012年一季度以来增速持续回落并大幅低于全社会和工业的平均水平,进入2013年之后,大部分时间固定资产投资增速为负;石油加工和有色金属行业在2013年的投资增速较高,并略高于全社会固定资产投资增速,进入2014年则回落明显。整体来看,上游产能过剩问题严重的煤炭和钢铁行业较早进入投资增速回落周期,调整力度较大,长期来看对于去产能起到积极作用。

中游的化学制品和化学原料行业在2012年增速较高,超过全社会和工业的整体水平10%左右,进入2013年回落明显并低于平均水平,2014年以来持续回落至个位数;非金属建材行业同样自2013年以来迅速回落,进入2014年基本稳定在工业平均水平附近,低于全社会固定资产投资增速;金属制品行业较为特殊,上期来看固定资产投资增

速不断回落,但进入2013年后投资增速开始上行并超过工业平均投资增速,2014年4季度则超过全社会平均水平。

中游的通用设备和专用设备从2012年上半年的高位开始回落,进入2014年,通用设备增速回归至全社会固定资产投资增速水平,专用设备则回归至工业整体水平;电气制造业从2011年40%-50%的增速迅速回落至2012年的个位数水平,但进入2013年一季度后开始持续上升,目前已经恢复至接近全社会固定资产投资的整体水平,超过工业的平均水平;交通运输设备从2011年的高点回落至2012年的低位后,2013年开始重新快速增长,目前已经恢复至全社会固定资产

投资的平均水平;仪表仪器则从2012年的高点回落至2013年的个位数水平,但是2014年2季度反弹强劲,目前重新恢复至全社会平均水平之上;计算机通信设备则是中游设备制造业投资增速较早恢复的行业,在2012年迅速下跌,2012年二季度以来不断上涨,到2013年底已经恢复至全社会固定资产投资水平,超过工业整体水平,但是2014年以来有所回落。

下游制造业中,医药和饮料在2013年一季度后增速不断回落,目前仍然处于较高的投资水平。食品的投资增速已经从2013年初的较低水平开始不断恢复,目前已经超过全社会平均增速和工业增速,纺织业目前处于工业投资的平均水平;对于公用事业中的燃气和水,2012年到2013年都维持了旺盛的投资,2014年回落,而电力投资则较为平稳。

总体来说,2011年2季度周期下行之后的回落期,上游的产能过剩行业调整时间较早,调整幅度较深,对于去产能产生积极的作用。现在看来,煤炭和黑色等产能过剩行业依然处在“反危机”时期过度投资的消化期;中下游设备制造业成为2012到2013年以来的主流,电气、交运、通信计算机、仪表仪器在制造业投资整体下行明显的背景下地位开始上升;中下游的消费制造业同样处于较高的增速。

中游下游的行业部分出现了资产周转率的好转甚至上升(如计算机通信设备和医药),体现了在结构变迁中这些行业可以维持一定的景气度,而这些行业目前杠杆率不高,在这样的背景下固定资产投资增速恢复,本质上有利于结构调整;而能源和资源品在产能不断过剩的背景下,产生了固定资产投资的明显收缩,且幅度较大,从中长期利于去产能和结构转型。

2.4. 结论:与其说是供给收缩,不如说是需求改善

我们的研究显示,短期来看:(1)煤炭和黑色金属供给侧并没有出现明显的好转,产能问题依然严峻,仅在“稳增长”政策释放的需求刺激下出现改善;(2)有色金属行业供给端有所调整,基本面略有好转,产能矛盾较轻;化工品伴随宏观经济整体的复苏出现反弹,本身也是受益于需求的好转;(3)和房地产联系紧密的建筑材料行业、低端机械由于受到房地产投资的影响,需求没有好转,供给矛盾突出;(4)通用设备、专用设备和电气设备的好转仍然需要需求的进一步释放;(5)交运设备、通信计算机设备和仪表仪器等高端制造业则受益需求好转,无产能过剩问题;(6)下游的消费品制造业食品饮料、服装纺织、医药等的明显复苏需要需求的进一步释放;而下游的公共事业的反弹则同样是“稳增长”政策下的需求好转。

而从长期来看:(1)上游的采掘、黑色与有色等行业资产周转率持续回落,高杠杆率不断上升至高位,产能过剩问题严重,虽然投资放缓,但是供给侧显现成效仍需时间;(2)化工行业2011-2012年的投资增速处于高位,且目前仍然处于加杠杆的通道中,因此产能问题依然严重;(3)非金属和金属制品资产周转率也在回落幅度企稳,且处于去杠杆的过程中,产能问题好于上游;(4)中游的通用设备和专用设备的资产周转率回落明显,但是去杠杆同样明显,利于产能问题的解决;(5)中游的交运设备、电气设备、通信计算机设备和仪表仪器已经在资产周转率出现好转的背景下增加固定资产投资,有在需求好转的背景下扩大产能的趋势;(6)下游的食品饮料在资产周转率回落的背景下去杠杆,固定资产投资也高位回落,利于产能收缩,医药和服装纺织业目前来看无产能过剩问题。

因此,短期的经济反弹并不具备供给端好转的逻辑,更多的是需求好转的推动。长期的去产能结构调整进行中,但是依然任重而道远。

但在短周期见顶之前,市场风险不大,趋势仍然向好,周期行业可继续参与,但风险收益比增加;以创业板为代表的成长股,经历了前期调整之后,虽然业绩增速和高估值之间仍存在不匹配现象,但8月中下旬至9月上旬,在业绩风险释放后以及周期上涨后的风险收益比可能会发生转换,成长领域仍可能再次受到关注。

三、对当前策略的建议

3.1. 近期市场的表现——验证投资时钟的有效性

6月中旬,我们在《三周期嵌套理论(7)-投资时钟:周期与结构》中搭建了针对中国资本市场的投资时钟。7月18日,我们推出了报告《周期之轮(33):花谢花又开》,明确提出,短周期已经开始“复苏”,在政策及经济惯性下,仍能持续3-5个月,在此期间,市场趋势是向好的,传统行业可能出现业绩的改善,会受到市场关注。(1)大类配置上,股票>大宗商品>债券>现金;(2)具体行业:业绩确定性较强的汽车、非汽车交运设备、建材、电气、机械、电力等,关注有色、钢铁、纺织服装、轻工制造食品饮料等业绩改善的行业。金融和地产仍是博弈稳增长的主要品种。

随后,随着7月份PMI数据的公布,以及宽松政策的持续释放,市场对于经济周期的定位从分歧到达了空前的共识。市场也开始按照周期明显复苏进行布局,并迅速过渡到了经济处于扩张期和过热期应当布局的板块,也验证了我们所搭建的投资时钟对于策略指导的有效性。

3.2. 产能利用率角度看周期品——短期需求好转受到中期产能问题的制约

此次反弹幅度前五名的板块包括了有色金属、采掘和钢铁等上游的资源能源品,根据短周期运行的历史规律,以及投资和政策的惯性,我们承认随着需求的好转,可能会看到这些行业的基本面的进一步好转。但是需要注意的是,基于对产能问题的研究,这些上游行业恰恰是在中国工业的产业链中产能问题约束最明显的行业,也是去产能效果较差的行业,更是未来在结构调整中需要在供给侧收缩与整合的行业。目前,这种在“稳增长”政策带动下,需求面短暂的好转,会随着第二库存周期逐渐运行至高点而接近尾声。

同时,本次反弹的另一个主角——房地产行业也是在博弈在政策的放松下会迎来销售的拐点,从而基本面迎来好转。但是这需要9、10月份的数据进行证实,即使是在此次政策的作用下出现了好转,按照我们对于中国房地产拐点问题研究得出的结论(详见《房地产大拐点系列研究》),随着其中期拐点趋势的愈发明朗,明年大概率事件也会叠加第二库存周期下行。而对于地产产业链上的部分相关行业,通过我们对于短周期的观察,目前仍在地产投资下行的背景下景气回落。

因此,无论是受到产能过剩制约的上游周期品行业,还是已经迎来中期拐点的房地产,当下的反弹都不会是一个大级别的反弹。基本面也绝没有迎来一个在供给侧充分调整后的新的周期的起点。第二库存周期的下行阶段仍然是这些行业充分释放风险的过程,目前来看,10月份之后将迎来这一拐点。因此,应当站在对于周期定位理性的基础上看待反弹的时间和高度。

3.3. 历史中类似的周期阶段:投资品弹性不如2003.10-2004.2

从过去十几年经济周期运行来看,很难找到可比的类似阶段,因为,很难找到产出缺口波动向下、资产价格不断向上的第二库存周期上升阶段,但我们一直指出的库存周期“两峰三阶段”模式即“双底”模式。

“双底”最先提出是在2012年8月,主要是基于复苏的基础如通胀、生产成本以及资金成本都不够低,第二库存周期不可能演绎经典的“V”型反转,而是“双底”波动模式向上。但是我们也一再指出,“双底”(或多底)波动非库存周期上升趋势的终结,对于一个持续16到20个月的上升期来说,“双底”波动仅仅是第二库存周期上升过程中的波动,而这种形式非本次库存周期所特有。

当前短周期状态类似于2003年下半年至2004年1季度,均为第二库存周期最后上升阶段,我们判断当前亦为第二库存周期的最后上升阶段,但二者存在不同:2002-2004的第二库存周期是波动向上的,但本轮库存周期是波动向下的,前者在后期出现了显著的产能过剩,而当前产能过剩仍是困扰市场和经济的重要因素。

在产能紧张背景下,2003年10月到2004年3月,上证指数上涨超过30%,细分行业中,采掘(40%)、通信(40%)、有色(38%)、电子(36%)、钢铁(34%)、电气(32%)、化工(32%)等投资品领域表现较好,完全符合“两峰三阶段”的第二阶段行业特征。

虽然本轮反弹在市场特征上与2002-2004有类似地方:库存周期复苏以来,上证指数不断创新低,上升后期投资品表现突出,但行业基本面特征没有太多可比性,所以,从弹性来看,本轮库存周期反弹中,虽然当前货币环境好于彼时,但基本面是远远不如彼时的,我们认为投资品领域的弹性应不如2003年底到2004年1季度,而自2014年5月以来,有色、军工、汽车、钢铁、地产、采掘分别反弹22%、19%、16%、14%、12%、12%,如果以2003年底到2004年1季度投资品行业反弹幅度为“天花板”的话,本轮投资品行情基本已经过去。

3.4. 四季度之前,仍有剩宴

5月以来传统行业的反弹,与其说是供给端收缩、不如说是需求好转。所以,本轮反弹,更多的是经济周期反弹、需求好转带来行业基本面的好转。

当前市场对“复苏”甚至过热的预期较为强烈,但我们认为,当前经济周期运行在2012年三季度以来的第二库存周期上升阶段,四季度是高点。当前周期位置类似于2002年下半月至2004年1季度,无论从时间还是空间来看,强周期行业反弹或已过半。

但在短周期见顶之前,市场风险不大,趋势仍然向好,周期行业可继续参与,但风险收益比增加;以创业板为代表的成长股,经历了前期调整之后,虽然业绩增速和高估值之间仍存在不匹配现象,但8月中下旬至9月上旬,在业绩风险释放后以及周期上涨后的风险收益比可能会发生转换,成长领域仍可能再次受到关注。