



三季度市场展望：九月鹰飞



【财新网】（专栏作家 周浩）经济的景气度在 6 月左右出现了高点，与此同时，金融市场中似乎有一只无形的手在管理并熨平着市场的波动。3 个月之后，经济景气度的热度降低已经是市场共识，但市场是否波动减小，相信参与者各有看法。从相对宏观的角度来看，上证指数在过去的三个月中几乎没有涨幅，却也几乎没有跌幅。沪深 300 指数有些许跌幅，可以大致判断深证股票表现相对较差。创业板表现则较为波动，但与三个月前相比股指则大致持平。

指数绝对值变化不大，但感觉上市场并不平静，某种程度上表明市场缺乏共识。与此同时，中概股和港股却经历了一轮颇有些惊心动魄的表现，背后的根本原因是中外投资者对于政策端的认识出现了较大的分歧。

经济减速是坏事么

我们先从经济说起。受到疫情的新一轮冲击，三季度经济出现了较为明显的减速，这从汽车销量可以看出——从目前的初步数据来看，8 月份的乘用车销量增速下滑超过两位数，7 月份则下滑了大约 6%。内需相对疲弱，已经成为了市场的共识。股票市场中，去年领头的白酒等消费板块在过去三个月也有较大幅度的调整。对经济形成支撑的是出口，持续亮眼的外贸数据在很大程度上扫掉了市场的阴霾，东边日出西边雨，道是无晴却有晴。

当然，总体而言，经济仍然在一个趋弱的环境中，从短期来看当然是坏事，但从下一个 3 个月的维度来看，却不一定是坏事。事实上，如果按

照经济此前的运行节奏，中国的经济增速在第四季度很可能会滑落至 4% 甚至更低，但疫情的出现推低第三季度增速的同时，却在推高第四季度的经济增速。

从表观数据来看，一些被疫情影响的消费会被推后，因此会推高第四季度的经济表现。与此同时，受到疫情影响，市场的预期也已经出现松动，这个时候如果第三季度经济增速能达到 5%，尽管与数月前相比要低 1 个百分点，但基本可说是差强人意。

假设疫情不会再度大规模肆虐，那么第四季度的经济增速会大约落在 5% 的区间，略低于第三季度的同比增速。而明年的逐季经济增速会保持相对平稳的态势，换言之，经济增速会在第四季度逐步见底——当然，未来抬升的力度也不会太强烈。

对经济有最大拖累的是消费，但消费出现底部的时点则可能比预期中早一些。消费在 8 月很可能创下一个低点，而未来将可能会出现逐月的回升，疫情的冲击在某种程度上加速了底部区间的建立。与此同时，8 月份的社融增速将大概率在 10% 左右，年内信贷继续减速的可能性将较低，从边际上看，这也不是一个坏消息。

为什么降息概率上升

从政策端来看，由于经济仍然在探底过程中，一定程度的放松是可以期待的。目前来看，小幅降息的概率在上升，时点大约会在 10 月。第三季

度经济的实际表现（10月中旬发布）会在很大程度上决定降息与否，目前来看，第三季度的经济增速会低于6%，两年平均增速会接近甚至低于5%，因此降息的可能性较大。

关于降准和降息的讨论一直很多，很多讨论集中在效用方面，即哪种形式可能带来更实际的效果。这当然没有错，但事实上，同一种工具反复使用，对市场的刺激也会降低，不同政策工具的搭配使用，可能会有更好的实际市场反应。

美国的货币政策将在一定程度给予中国货币当局较多的空间，受到德尔塔疫情影响，美国8月份的非农就业数据较差，从短期来看，疫情对美国经济的冲击仍会持续，美联储在12月份之前推出 tapering 的可能性几乎为零。而如果9月份的就业数据仍然不理想，那么今年能否推出 tapering 也会成为疑问。总体而言，美国货币政策的新一轮犹豫期客观上给了中国货币政策宽松一定的腾挪余地。

政策底已经出现？

对于反垄断和共同富裕等宏观政策的讨论，市场其实有共识，但共识是相对长期的。从一个3个月的时间周期来看，事实上再度出台大规模清理举措的可能性并不高。一方面，市场各方需要时间来消化政策的影响，决策者也需要根据各方的反馈来对政策作出评估，而11月份还有六中全会，短期的焦点会转向这次重要的会议。

从相关的会议讲话中可以看到，反垄断的相关工作已经初见成效，短期之内出台“修补性”政策的可能性要远大于“破坏性”政策，从这个角度来说，一个短期的政策底已经逐步出现。

从外部关系而言，中美互动将成为第三季度的看点。其中值得关注的事件是 G20 峰会。今年的 G20 峰会将在 10 月底由意大利在罗马主办。在过去的数年中，G20 峰会往往是中美两国首脑会晤的主场地，中美互动也基本成为主旋律。这次峰会中美首脑是否会晤、或者以何种形式互动将成为市场关心的焦点。拜登就任美国总统以来，中美首脑互动并不多。中美之间采取何种形式的交谈仍然存在不确定性，但有一个话题是肯定的，即两国需要在气候变化的议题上寻求共识。此前，中国领导人曾以视频方式出席过美国主办的气候峰会，而美国气候特使克里也在 8 月底访华讨论气候议题，这也暗示着 10 月底的 G20 峰会上气候变化将继续成为中美的核心议题之一。

battle 在鹅厂？

回到金融市场，港股和中概股在三季度的表现将在很大程度上主导市

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_34953

