

每周酷图与思考

名家专栏

双轮驱动 中国经济可望有序增长

申银万国 李慧勇

银行资本金缺口有多大?

国泰君安策略团队

银监会于近日下发《关于完善商业银行资本补充机制的通知》,引起了市场对于上市银行面临巨额资本缺口的恐慌的担忧。

Table with 2 columns: Article Number (第六, 第七, 第八, 第九) and Content (发行次级债务及混合资本债券等监管资本工具补充附属资本时,主要商业银行(含国开行、国有商业银行和股份制银行,下同)核心资本充足率不得低于7%,其他银行核心资本充足率不得低于5%...)

图1解读:新的规则一方面变相提高了银行的资本充足率的底线,一方面减少了银行互持次级债。

按照我们银行业研究员的测算,即便是在新的规则下维持10%左右的银行资本充足率的要求,也只有两家银行面临大约74亿元额外的股权融资需要。

究其原因主要是上市银行有充沛的超额资本充足率作为缓冲,因此在新的规则下只不过是把资本充足率的超额部分变成了法定部分。当然这个估算是以不假定银行短期会有继续维持超额资本充足率的动机为前提的。

Table with 2 columns: Category (混合资本债券, 次级债, 超额贷款损失准备, 股权资本, 留存收益) and Type (附属资本(二级资本), 核心资本(一级资本))

图2解读:当前商业银行的资本充足率需要达到8%,附属资本不能超过核心资本,并且计入附属资本的次级债不能超过核心资本的50%。

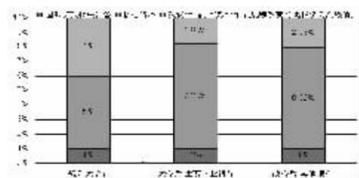


图3解读:根据规定,主要商业要发行次级债务,核心资本充足率不得低于7%,再加上1%的超额贷款损失准备和7%*25%的次级和混合资本债,新的规则等于是变相把银行的最低资本充足率要求提高到了9.75%,这可能意味着短期不会有额外的新的修改资本充足率底线的要求出台。

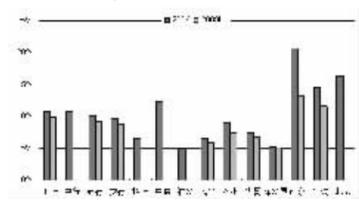


图4解读:上市银行的核心资本充足率。除了超额资本充足率可以做为缓冲以外,银行当期的利润也是核心资本的重要来源。由于下半年已经不可能重现上半年贷款的疯狂扩张,因此考虑到利润的作用,下半年银行业的贷款扩张完全可以依赖下半年的利润内生扩张。

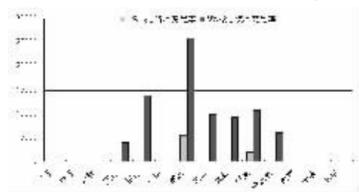


图5解读:我们银行业研究员测算的2009年融资缺口,单位百万元。在基础的7%的核心资本充足率的假设下,考虑到现在已经公布的银行股权融资都能完成,2009年底额外只有浦发和华夏银行仍然有核心资本的融资缺口。

当然现在出台的只是征求意见稿,我们的研究员预期银监会有可能将计入附属资本的次级债、混合资本债占核心资本的比例适当提高,另外,银行补充核心资本需要一定的时间,新规的实施可能会给予一定的过渡期。从另一个方面看,该新规对银行盈利能力的影也不容忽视,新规使得银行资产扩张倍数下降,从而使上市银行平均ROE由目前的17.5%下降到14.4%,降幅达18%,从而会对银行股的估值水平产生较大影响。

伴随着近期经济数据的波动,市场对中国经济前景的担忧又有所增加。这既包括对今年和明年经济增长的担忧,也包括对未来中国经济增长之路的担忧。中国经济增长靠什么,对这一问题的探讨和回答,有助于我们更好地把握中国经济增长和政策的变化的收益,也能让我们更好地分享经济增长的收益。

今年的双轮驱动: 政府投资 + 房地产

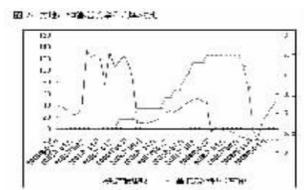
在分析中国经济增长的动力之前,首先有必要对经济增长的动力做界定。尽管决定经济增长的因素非常复杂,我们还是可以简单地把决定经济增长的因素区分为自然增长的因素和加速增长的因素。前者譬如维持人们基本生活水平和维持经济基本运转的因素,这决定了经济增长的最低水平。正是因为有这个因素的存在,经济不会无限地收缩。而后者决定了经济相对扩张的程度,例如可选消费变化、政府支出的额外增加、企业投资的增加等。正是这个因素的存在,决定了经济增长的波动。因此,我们对经济增长动力的考察主要集中在这些影响因素的变化。从这个角度看,今年中国经济之所以能率先复苏,全年取得8%以上增长,与政府投资和房地产市场的推动密不可分。

尽管对于政府投资主导的增长模式,有颇多争议,但在经济危机面前,其合理性和必要性确实毋庸置疑。首先通过投资驱动经济符合中国高储蓄的要素禀赋优势。要投资必须有相应的资金来源,相对于过度消费的欧美发达国家而言,中国的高储蓄无疑是中国能够通过投资应对经济危机的先天优势。据初步核算数据,2008年中国的总储蓄率高达51.5%,而美国储蓄率只有12.1%,中国的储蓄率是美国的四倍多。分部门来看,中国政府部门的储蓄率为10%左右,而美国政府部门的储蓄率则是-5%。中国企业和个人的储蓄率为40%左右,而美国企业和个人的储蓄率只有16%。在这种情况下,通过政府动用社会资源去推动经济增长是一个现实选择。其次,从三大需求的情况看,外需主要取决于世界经济,国内宏观政策能发挥的作用有限;消费具有较强的内生性和稳定性,收入预期和消费习惯难以在短期内改变;在外需大幅度收缩,启动消费难以短期内见效下,以政府投资及带动效应来扩大需求稳定经济增长也是迫不得已的选择。

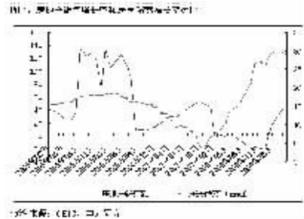
假如说政府的四万亿投资计划是一个超预期事件的话,今年房地产市场和房地产投资的表现又是另一个超预期的事件,使得中国经济获得了政府投资之外的另一增长动力。并且,尤其值得强调的是房地产既是投资又是消费,其产业链明显长于基础设施投资,房地产市场的提前启动对于经济增长显得更重要。今年1-7月

份商品房销售面积达4.2亿平方米,销售额近2万亿元,增长率分别超30%和60%,超出预期。此前普遍看法:是房地产需要相当长的时间才能恢复。

房地产市场和企业投资的表现非常抢眼,但如果考虑居民储蓄和企业储蓄的话,则会显得非常自然。由于房地产是一个利率敏感型的大宗消费品,这决定了房地产消费对经济的拉动将呈现脉冲式波动。我们认为目前房地产市场的启动主要跟两个因素有关:一是城乡居民储蓄的增长。由于居民储蓄存款是大部分房地产消费首付款的重要来源,居民储蓄增长率的变化对房地产销售额的影响明显。



以上,房地产销售和居民储蓄呈现某种正相关关系。正是居民储蓄增长率的迅速回落,导致2007年四季度开始的房地产销售额下降。而居民储蓄增长率的恢复,带动房地产销售增长。二是接近历史低点的利率,大大降低了居民月供负担。从基准利率看,贷款利率已达到历史最低水平。若考虑到贷款大多能享受15%-30%的利率优惠,实际利率则更低。毫无疑问,正是储蓄的增加和利率的降低一起推动了房地产市场的复苏。



不过,8月份以来,大家对房地产市场又开始担心起来。担心一是来自于国家对第二套房按揭政策的严格执行;二是来自于新开工数据的回落。我们认为国家对第二套房按揭政策对房地产销售的影响有限。7月份房屋新开工面积增长速度的下降会不会成为趋势还有待观察。从过去数据看,房地产投资更多地决定于累计开工数的影响,除非当月开工的变化改变累计开工趋势,当月新开工的增长速度的变化对未来房地产投资影响的程度并不大。

明年的双轮驱动: 房地产 + 出口

伴随着今年2季度经济增长率达到7.9%,大家对今年的担心减弱,但是对明年的担心增加。其主要的逻辑是政府投资退出,导致经济后继乏力。这种担心不无道理。但是,我们认为更有可能的情形是房地产投资继续加快、



中国经济增长靠什么?应该说,今年中国经济之所以能够率先复苏,全年取得8%以上增长,与政府投资和房地产市场的推动密不可分。尽管对于政府投资主导的增长模式,有颇多争议,但在经济危机面前,其合理性和必要性确实毋庸置疑。8月份以来,大家对房地产市场又开始担心起来。担心一是来自于国家对第二套房按揭政策的严格执行;二是来自于新开工数据的回落。我们认为国家对第二套房按揭政策对房地产销售的影响有限。而明年和更长期的经济增长靠什么来驱动呢?

出口恢复增长,这两大力量将弥补政府力量效应递减的空缺,充当明年经济增长的主要动力,中国经济仍有望保持8%-9%的增长。

首先,房地产将继续充当明年经济增长的动力。首先,在居民储蓄和低利率两个因素改变之前,房地产投资和消费两旺的局面不会改变。

其次,出口将充当明年经济增长的新动力。由于外需萎缩,今年出口成为拉低经济增长率的一个重要因素。但是伴随着金融机构资产负债平衡的初步完成,货币政策的传导机制将逐渐畅通,这将带动美欧日等发达国家的复苏,从而带动中国出口的复苏,为中国经济提供一个新动力。

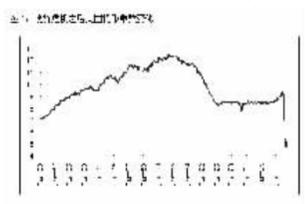


图6: 2007年1-7月出口和进口趋势

由于金融机构遭受重创,从去年8月份开始美国的货币乘数大幅下降,目前的货币乘数约为危机发生前的一半左右,货币乘数大幅下降抵消了美联储货币政策扩张的效果。从历史上看,在面临大的冲击之后,美国货币乘数都会有阶段性下降,但是一旦危机结束之后,货币乘数都会恢复,从而带动美国经济的复苏,因此美国货币乘数的变化为我们判断美国前景提供了一个重要的参考。目前的货币乘数处于50年来的最低水平,主要原因在于金融机构资产负债平衡过程还没有结束,未能正常放贷。伴随着坏账率的稳定,以及美国经济的企稳,金融机构贷款将逐渐趋于正常化,这将推动居民消费和企业投资的增长,推动美

国经济复苏,进而带动世界经济复苏。我们预计从下半年开始,美日欧等主要经济体将企稳,明年美日欧经济增长率将恢复到1%左右,世界经济增长率将恢复到2%-3%,这一增长率将比今年提高3到4个百分点,这将带动中国出口的增长。我们预测中国的出口增长率有望恢复到10%以上,增长率比今年提高25个百分点,出口对中国经济增长大拉动作用将明显提高。

长期的双轮驱动: PRC+ 新农村改革

从更长期的时间来看,在中国没有转变为消费主导经济体之前,中国的要素禀赋优势将决定中国更有可能仍然是一个大的制造业中心。在这一阶段,中国如果仍然要实现相对较快的增长比如8%以上,必须解决两个方面的制约:一是资源能源的约束;二是需求的约束。我们认为更好地利用国内外两个市场将是重要的战略,PRC和新农村改革将成为这一阶段中国经济增长的两大驱动轮。

PRC是Producer & Resource Supplier Cycle的简称,指生产国(中国)与资源国之间形成的循环。PRC模式之所以能够成为中国经济增长的驱动轮,主要是出于以下三方面考虑:一、次贷危机的冲击进一步暴露了出口市场过于集中的风险;二、由于消费模式的调整,传统的发达市场对中国产品的吸纳能力将相对下降;三是有一批国家正处于中国10年前或者20年前的发展阶段,非常需要中国生产的物美价廉的产品。按照PRC模式的要求(即处在大规模城市化建设阶段,需要并且能够购买或者用资源交换中国物美价廉的商品),我们选定了中东、非洲、拉美等39个国家,并对这39个国家未来的市场前景作了测算。尽管39国2007年人均GDP较1980年

增长了191%,但仍仅相当于全球人均GDP的69.03%。随着资源稀缺性的日益凸显,拥有富足的资源储备和人力供应的这39个资源国有望在中长期维持较快的平均增速,逐步缩小与全球平均水平的差距。假定这些国家的人均GDP与全球平均水平的差距能维持过去15年来的收敛速度,那么到2040年,39国人均GDP可以达到全球平均水平的99.66%,39国的人均GDP则将从2007年的5750美元逐步提高到2040年的40061美元。再根据联合国对这39国以及全球未来人口规模的预测,39国人口占全球的比重将由2007年的25.41%小幅提高到2040年的26.22%。由此我们可以推算得到,这39国GDP在全球的占比将由2007年的17.54%显著提高到26.13%。这将为中国的出口提供日益广阔的市场。

如果说PRC模式是向国际市场扩展来突破资源和需求的约束的话,新农村改革则是主要通过向农村的渗透来缓解需求和资源的约束。1978年的农村改革极大地提升了农业生产率,为中国工业化和城市化的发展做出了重要的贡献。未来以人口流动的城乡统筹、城市和农村土地的统筹、基础设施和社会服务网络的城乡一体化建设等重要内容的新农村改革将为城市化中后期的中国经济增长提供新的动力。从成都等地新农村改革试点的经验来看,新农村改革的效应对经济的贡献将集中体现在三个方面:一是农村住宅用地的集中使用将大大提高土地的利用效率,节省的土地可以更多地用于经济建设;二是农业部门的工业化、市场化转型使农产品深加工、附加值提高,这将推动农民收入的增加;三是农村保障制度改善、农民基础设施服务完善将极大地改善农村的消费环境,农村市场对工业产品的吸纳能力将大大增加。

伯南克要连任 美元是福是祸?

金元期货 冯伟民

伯南克连任了,只要看看过去的工作记录就可以明白,他的连任对美元是绝对有影响力的。对于他的下一任期来说,伯南克可能会更担心经济复苏被过早扼杀,而不是优先考虑加息和积极缩减美联储资产负债表来收紧货币政策。当前世界经济结构远没有稳定,更没有找到新的突破性和合作发展路径,美元长期走势压力相当大。因此,伯南克的连任对美元带来的福气不多,但处理不好引发贬值的可能性概率或更大些。

——冯伟民



今天的社会已经不是个人英雄主义的社会,没有人敢说能拯救一个国家。即便是奥巴马年初刚开始就任美国总统,也不能说就挽狂澜于即倒,扶大厦之将倾。但对伯南克来说,连任对美元是绝对有影响力的。原因不用多说,只要看看过去的工作记录就可以明白。正是他在金融危机期间,把美国基准利率下调到接近于零,同时把美联储资产负债表规模扩充了一倍多,以应对金融市场的信贷危机。后果是清晰的:截止到8月12日,美联储的资产负债表规模为2.02万亿美元。但这可能还远不是结束。尽管奥巴马对伯南克的提名还需要通过美国国会参议院的批准,并由参议院银行委员会主席签字认可后才能正式生效。但从华尔街、各国央行还是市场的态度来看,稳

定总比不确定好,连续总比新起炉灶好,所以目前基本上可以说伯南克的第二个任期明年1月31日正式开始。但是在肯定的意见中也有少数不同的声音。比如罗奇就认为:伯南克先生所奉行的市场自由主义正是联储陷入今日困境的原因。由于坚信格林斯潘的教条,认为市场比监管者知道的更多,伯南克先生同样要对过去几年中衍生品市场的爆炸、银行的过度杠杆和无节制的抵押贷款发放负责,正是这些引发了去年的金融危机。但是过去已经过去了,重要的是未来。伯南克的连任短期对美元影响不大,但是对美元中长期会有很大的影响。他之所以能连任,部分原因是因为在去年采取创造性和果断地制定异乎寻常地宽松的货币政策来挽救

经济,说的更直白一点,就是美国人挖苦的坐着直升机大洒美钞。所以对于他的下一任期来说,伯南克可能会更担心经济复苏被过早扼杀,而不是优先考虑加息和积极缩减美联储资产负债表来收紧货币政策。此外伯南克还有一个特点,他和前任格林斯潘一样,认为货币当局最恰当的做法是在资产泡沫破裂之后收拾残局,而非提前减轻损失。也就是象股票交易中常说的要顺应趋势操作,而不是提前预测反向操作。因此未来他回收流动性,究竟能提前还是象处理资产泡沫一样被动落后真不好说。

总之,当前世界经济结构远没有稳定,更没有找到新的突破性和合作发展路径。美国甚至全球的复苏究竟是W,还是U,还是长期看其实还是L,目前无法定论。可以肯定美国消费者刚刚开始进入一个长期的节俭阶段,他们将削减债务,重新进行退休储蓄。而尽管美国2009财政年度赤字将从先前预测降低至1.58万亿美元,但未来10年赤字字将大幅升至9万亿美元。截止到目前美国国债下超过11万亿美元。约相当于GDP的56%,是第二次世界大战结束以来这一比例首次超过50%,而到2019年,累计国债将接近23万亿美元,届时,国债将相当于GDP76.5%。所以在这样的背景下,谁当美联储主席制定货币政策面临的压力都非常大。而以伯南克的研究方向、工作记录以及偏好看,他的连任对美元带来的福气不多,但是处理不好引发贬值的可能性概率或更大些。