

国泰君安专栏  
每周酷图与思考

敲打高盛  
SEC意撑金融改革

国泰君安策略部

上周 SEC (美国证券交易所) 起诉高盛证券欺诈。对于 SEC 和高盛之间的争论, 我认为这其实并不重要, 究竟有没有欺诈和即将提交参议院辩论的金融改革方案相比, 我更关心金融改革方案, 并且我认为, SEC 对高盛的敲打明显就是奥巴马为金融改革方案通过所造的势。

其实早在 2008 年 8 月, SEC 就开始调查高盛, 去年夏季开始, SEC 就和高盛就欺诈起诉展开讨论, 但最终走上了诉讼而非协议解决, 这是不常见的, 以往许多案例都是协商解决的。最终, 奥巴马任命的 SEC 主席夏皮罗和 SEC 委员会的两位民主党议员投票赞成起诉, 而另两位共和党议员反对。所以, 我们现在看到了这起诉讼。更为有趣的是, 您如果在 Google 中搜索“Goldman Sachs SEC”得出的结果, 就包含了奥巴马的政治结构打出的广告“Help Change Wall Street”, 所以, 意图明显, 关注点应该在本周或下周 (最可能就是本周三四) 即将讨论的金融改革方案。高盛诉讼会让媒体揭露出来很多花边的爆料, 刺激普通选民, 给议员施加压力。

参议员多得的金融改革议案主要包括消费者金融保护局, 对外衍生品监管和预防金融机构“太大而不能倒”。金融改革议案如获通过, 则很可能导致金融机构交易利润的下滑和金融市场流动性的收缩, 这与 1 月份奥巴马提出的沃克尔规则一脉相承。

以沃克尔规则来分析, 具体谈到两则新的改革提案, 一是禁止银行拥有与客户利益无关的对冲基金, PE 和自营交易部门, 注意: 不是限制, 而是禁止。这对于以高盛为代表的披着银行外衣的全球最大对冲基金而言, 业务模式面临着巨大转变。历史上共和党是亲金融业的, 但是选民现在站在对金融业的愤怒之中, 民主党可能会利用对金融业的强化管制来获得选民的支持和削弱共和党。

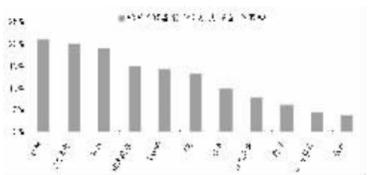
而且最近 IMF 也为 6 月份的 G20 会议准备了一份重磅报告, 提议对银行征收金融稳定税 financial stability contribution (FSC) 和金融活动税 financial activities tax (FAT)。

具体是这样的, FSC 相当于银行为政府的隐性担保所支付的保费, 那就是根据银行负债征收, FAT 是对银行超额利润征税。银行作为商业活动中最为重要的信用提供机构, 享受了很多隐性的租金, 例如融资成本低, 信息优势, 政府对金融市场的救助 (例如格林斯潘卖权)。

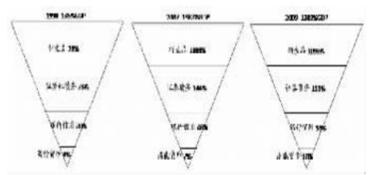
G20 会议必然会对税收产生很大的博弈, 因为资本流动和金融活动是全球性的, 英国对银行家高收入征税是开启了这个世界博弈, 主要国家很可能会在此之前提出一些各自的方案, 也是弥补财政赤字的一个很好的方法。很明显, 税收和监管是接下来数月内持续性的金融业风险因素。

从影响来看, 整个金融体系的泛杠杆将会下降 (不是简单的 M2/GDP 或是 M2/M0, 是更为广义的货币, 包括衍生品等等), 这意味着美元流动性可能会在未来下降。21 世纪前 7 年, 美国金融业通过杠杆向全球投入了巨量的美元流动性, 这一趋势已经改变了, “沃克尔规则”可能成为加速器。这对所有的风险资产都不是好事。

下面一些图表是给读者一点直观感受。  
图一 2 月以来金融股是标普 500 上涨的龙头板块, 医疗卫生受医改改革已经被打趴下了, 如果金融改革议案通过, 对于金融股盈利的预期会有下降, 龙头下跌很可能引来标普 500 又一轮的调整



图二: 看得再远一点, 根据 David Roche 的流动性金字塔理论, 2009 年购买商品用的银行信用大幅收缩, 但购买资产的衍生品和证券化债务小幅下降, 所以全球的金融资产、大宗商品都能大幅回升, 金融改革对衍生品的监管势必控制或收缩衍生品流动性的规模, 对资产价格从中期看会形成抑制



名家专栏 邵宇



# 拆弹行动挤爆地产泡沫?!

邵宇

世界经济中的大多数不幸可能只有两个共同的根源——地产泡沫和财政危机。在中国, 土地价格把这两块炸药紧紧地捆在一起——土地价格既是决定房产价格的关键因素, 也是地方政府融资抵押品的估值基础。而另一方面, 如果直接戳破泡沫使得房地产业出现大衰退, 那么不仅地方政府债务面临严重的信用风险, 而且会导致土地储备贷款、开发贷和按揭贷款的风险连锁爆发, 最终伤害的仍是商业银行体系。毫不夸张地说, 几乎所有经济体中都埋藏着这两个定时炸弹。

必须拆弹!!! ——尽管拆危险, 但不拆更危险, 迟早会来临的总清算可能无比残酷, 而且无人幸免……

## 地产泡沫: 流动性下的蛋

安得广厦千万间, 大庇天下寒士俱欢颜——中国人对于家和生活的理想, 是从拥有自己的房子开始的, 本来居住本身是一个闭环, 土地是永存的, 但目前的房子和一代人不是, 因此我国政府资本化 70 年的土地租金为出让金, 变”给一代人, 基本是代际公平的, 获得的资金用于经营城市, 修理地球, 改善环境”。房地产商提供住房的丰富形态进而获得增加值, 其中税费部分提供各种公共服务。在城市化过程中, 谁掏钱谁享受, 理论上取之于民, 用之于民, 天经地义, 无可厚非。但不幸的是, 土地一级市场的垄断和 1997 年开始的单一住房市场化解决路径, 产生了巨大的漏损——有多少贪官污吏因土地寻租获罪, 有多少地产商成为中国首富, 还原创出了技术型的“容积率腐败”。这一切都推高了民众满足居住需求的成本, 房奴们, 苦不堪言, 蚁民望房兴叹。而且由于地方政府间事实上存在的 GDP 锦标赛, 更高房价意味着更高的地价、更多的基建资金、更靓丽的城市面貌、更高收入的导入人口和更高附加值的产业, 如果一切顺利, 最终将是更高水平的经济和社会均衡, 何乐而不为呢? 所以调控的本质困难, 在于城市化是内需引擎, 而房地产是引擎的燃烧室, 谁也不曾真正想它熄火。

但糟糕的是, 房子不仅仅是用来住的, 它还可以用来炒。1980 年代后, 全球货币竞争进入到了流动性接力的白热化阶段, 先是美国, 然后是日本、中国和印度, 先后使它们的货币供应速度超过了 GDP 增长速度, 除了引发通货膨胀外, 这些多余的货币把力量宣泄到了各种资产市场上, 我们看到

的是几十倍于实体经济的虚拟经济的快速膨胀和地产、艺术品、大宗资源, 甚至葡萄酒价格的飙升, 如同温和的通货膨胀会拉动经济增长一样, 泡沫四溅诱发了更多的供给, 于是更多的 IPO 和债券发行, 更多的衍生品创新, 融来的资金又去堆积更多的产品和产能。这就是我们的后现代生活, 我们生活和思考在一个货币拉动需求, 需求拉动供给的凯恩斯幻觉中。技术官僚和普罗大众都迷恋于用短期需求管理政策刺激增长, 以为虚拟经济真的可以倒逼真实繁荣。

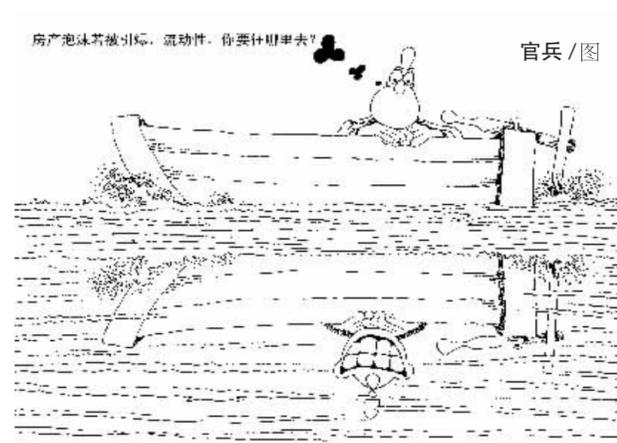
当资本对房子产生了投资迷恋和反通胀避险需求时, 投机资本的动物精神带动的群众性癫狂力量, 是连“牛顿也无法计算的”。所谓的资产价格的“温和膨胀”, 在全球金融一体化的背景下, 基本是不存在的, 回顾历次经济危机的历史, 所谓软着陆根本就是个伪命题, 可以想象当这些流动性风卷残云般的扫荡后留下来的一地鸡毛, 例如 1990 年代的日本、1997 的东南亚、2007 的美国和欧洲。中国很特殊吗? 实际上我们的资本管制藩篱也在 2005-09 年被轻松击穿, 在有关当局还拿不出确切的热钱统计口径和数据的同时, 内地的资本和资产市场, 包括房产、股票也已经经历了两轮过山车式的疯狂或者说洗劫, 甚至连普洱茶和红木家具都未能幸免。

## 两个炸弹一根雷管

投资者真是非理性的吗? 如果有几十万或者上百万余钱, 你该怎么办? 做实业? 中国经济平均 10% 的增值水平/每年, 房产呢? 要是真像统计局给的那个数就好了。据说听从看派意见的投资者已经身价亿万了, 而听从看派观点迟迟不买房产者, 现在连当

奴隶的入门机会都没了。其实站在不同时间点上, 他们都没说错, 关键在于择时, 泡沫终将崩溃, 只要你不是最后一棒。这样的往复循环在世界各地不断上演, 所有的不幸真的各有不同吗? 其实经济中的大多数不幸, 可能只有两个共同的根源——地产泡沫和财政危机。在中国, 土地价格把这两块炸药紧紧地捆在一起——土地价格既是决定房产价格的关键因素, 也是地方政府融资抵押品的估值基础。对地方政府来说, 保住房价从而保住土地价格, 不仅可以通出出让收入来满足还债和建设的需要, 还可以通过现有抵押品的升值, 得到更多的贷款, 所以除非在考核体系里动点“真格的”, 他们确实没有动力去响应中央对房地产的调控。而另一方面, 如果直接戳破泡沫使得房地产业出现大衰退, 进而导致土地价格暴跌, 那么不仅地方政府债务面临严重的信用风险, 而且会导致土地储备贷款、开发贷和按揭贷款的风险连锁爆发, 最终伤害的仍是商业银行体系, 而中国的金融体系正是以商业银行为主、资本市场为辅的主银行体系, 而且资本市场上大头也是银行股。这是典型的“大而不可倒”的尴尬情形, 使得中央政府出台任何重大调控措施时都显得有些投鼠忌器。

毫不夸张地说, 几乎所有经济体中都埋藏着这两个定时炸弹, 去年为了应对危机而不得不投放的天量信贷更为它们插上了雷管。20 日央行就“房价暴涨确由资金推动”表明态度。数据显示, 2009 年全国完成房地产开发投资 36232 亿元, 同比增长 16.1%。其中国内贷款 11293 亿元, 增长 48.5%, 资金大部分来源于银行。今年一季度, 房地产开发贷款新增 3207 亿元, 季末余额同比增长 31.1%。在重点城市, 例如上海, 一季度人民币个人住房贷款增加 338.1 亿元, 同比多增 311.3 亿元, 约为去年同期的 11 倍。虽然数据令人瞠目结舌, 但在情理之中。无需讳言, 中国半市场化的商业银行是经济周期的助推剂, 而且反周期相机抉择的货币供给, 也确是目前横扫一切的流动性的始作俑者。而把中央政府真正愤怒的是, 获得这些流动性特别青睐的巨型央企, 也非理性地加入了这最后的盛宴。当民资、国资、内资、外资、游资, 产都进入这个行业, 还挥舞着杠杆的话, 那必然会加速最后清算时刻的到来, 一旦泡沫破裂, 大规模的坏账将再度爆发, 大口吞噬 GDP 的增长, 就像这些财富从来也没有存在过似的。



## 拆弹部队在行动

必须拆弹!!! ——尽管拆危险, 但不拆更危险, 迟早来临的总清算可能无比残酷, 而且无人幸免。负责任的权威政府必然会选择迎难而上, 时不我待。对于地产泡沫, 可以通过打压投机和增加供给来前后夹击。15 日, 国务院会议决定从住房需求入手, 提高首付款首付比例以及二套房的贷款利率; 17 日, 部分地区被限制发放第三套及以上的住房贷款, 且对部分非本地居民暂停发放住房贷款; 19 日, 住建部要求商品房严格实行购房实名制, 而且媒体援引银监会官员的话报导说, 将修改第二套房认定标准, 由以个人拥有为依据改为以家庭拥有为依据。有关官员同时表示, 房贷是否已经偿还并不影响第二套房的定义, 这是最严格的定义口径了。可以预期, 严控信贷将降低购买者的财务杠杆和实际购买力。这不仅打击了投机需求, 对改善性需求也会形成局部连带伤害, 一旦杠杆率下降, 市场预期必然变差, 进入观望。尤其对非本地居民的购房限制, 极大打击了异地购房需求, 会迅速降低房屋的交易量, 尤其是一线超级城市和二线省会城市。

增加供给的方法则较为曲折。房价居高不下的一个重要原因是地产商资金充足, 捂盘导致的供给减少, 因此紧缩资金链是促使房价调整的短期有利武器。17 日国务院文件提出 加强对房地产开发企业购地和融资的监管”, 力图促使地产商加速存货周转。但 2009 年喂肥吃饱的众地产商, 暂时还不会出现资金链问题, 应该可以扛到今年冬天。所以就二套房政策而言, 不能简单地看作是 2007 年版调控的

重演。2007 年之所以立竿见影, 是因为之前已经多次加息, 开发商资金压力非常大。因此我们预期本次效果不会像 2007 年那么明显。实际上那年到“鬼门关”走了一遭的房地产商, 积累更为丰富的“斗争经验”。本来那年是产业兼并形成“大而有力”的巨型企业的机会窗口, 但反危机的应急之举强化了救市预期, 所以无论是地产商还是投机者将更多的是选择观望而不是离场, 除非杠杆融资受到致命威胁。不过地产行业的高杠杆率特点决定了如果需求量持续低迷, 紧日子将会很快到来, 所以下半年房价调整的压力会逐渐加大。

可能这些还未必能够让那些已经习惯在高利润率和灰色交易中日渐壮硕的地产商就范, 更直接的办法应当是尽快填补市场最渴求的中低端住房的有效供给缺口。这恐怕不能幻想由市场来解决。重庆拟推出的大规模公租房, 这条鲶鱼提供了示范效应和解决思路。因此第三记重拳顺势出击——建立考核问责机制, 这确保了政策的执行力。中国的政治制度决定了如果房价稳定关系到地方官员的考核、任命和升迁的话, 那么其他就会排在第二位, 地方政府执行政策的积极性会被调动起来。尤其是国务院已经把房价的问题提高到“影响社会发展和稳定”的高度上, 顶风作案的政治风险是很大的, 我们预计, 各地方政府稳定房价的政策将会密集出台, 态度会空前坚决, 执行也会更积极。乐观的看, 一度出现的地产价格调控的市场和政府的的双重失灵, 有望被逐渐纠正。

(作者为西南证券研发中心总经理 复旦大学金融研究院研究员)

# 冷暖革命和通往未来之路

——把握世博赋予的新型空调技术和新能源汽车发展契机

东方证券策略部

空调可以解决日益尖锐的用电矛盾。目前国内有许多城市的电力部门都适时推出了分时电价结构和许多相关的优惠政策, 通过相关优惠政策, 可以降低运行费用, 以鼓励人们使用蓄冰空调。

蓄冰空调比常规空调系统具有更高的科技含量, 我们认为在中国大力发展冰蓄冷空调业已成为一种必然趋势。在新型空调技术领域, 我们推荐的上市公司包括: 汉钟精机、双良股份、烟台冰轮、大冷股份, 并建议关注同方股份。

2010 年世博会, 最大的汽车展台并非占地 6000 平方米的上汽——通用汽车馆, 而是处处充满着“零排放”和“低排放”环保交通工具的世界园区和上海城区。作为第一个正式提出“低碳世博”理念的世博会, 上海世博会在交通方面倾力展现清洁能源车辆在“让生活更美好”的城市中广泛应用。超过 7000 万的观众带来直面新能源汽车的全方位体验; 这种观众实地零距离的体验和来自内心的认同, 无疑是政策支持外更有力推广新能源汽车的源动力!

清洁能源汽车预示着未来汽车发展的主要方向。本届世博会汽车馆以“科技与未来的革新理念”为宗旨, 突出了“可持续发展的动力移动系统”的构思。无论是馆内发布的 EN-V 概念车、雪佛兰 Equinox 氢燃料电池车、雪佛兰 Volt 增强型电动车, 还是运营在世博园内及上海城区的多种电动汽车, 均向观众展现电动汽车将是未来新能源汽车的主流。

世博会推动国内新能源汽车产业链完善刺激了行业需求。世博会带来了迄今为止最大的、超过 1000 辆新能源汽车的订单, 并通过招标形式促进行业内各企业研发和生产能力的提升。十余个企业、四种技术路线的新能源汽车得以运行; 而其在上海城区的试运行、世博会结束之后进入公交领域等的规划, 都极大刺激了新能源汽车在公用领域大规模运用的需求。

清洁汽车预示着未来汽车发展的主要方向。本届世博会汽车馆以“科技与未来的革新理念”为宗旨, 突出了“可持续发展的动力移动系统”的构思。无论是馆内发布的 EN-V 概念车、雪佛兰 Equinox 氢燃料电池车、雪佛兰 Volt 增强型电动车, 还是运营在世博园内及上海城区的多种电动汽车, 均向观众展现电动汽车将是未来新能源汽车的主流。

世博会推动国内新能源汽车产业链完善刺激了行业需求。世博会带来了迄今为止最大的、超过 1000 辆新能源汽车的订单, 并通过招标形式促进行业内各企业研发和生产能力的提升。十余个企业、四种技术路线的新能源汽车得以运行; 而其在上海城区的试运行、世博会结束之后进入公交领域等的规划, 都极大刺激了新能源汽车在公用领域大规模运用的需求。

作为新的支柱产业, 电动汽车的发展将推动产业链多个环节的技术进

步。从上游的稀土、碳纳米管、永磁体等基础材料的生产, 到锂电池、超级电容、燃料电池等能源存储部件的研发, 再到高效节能电机、驱动智能控制系统的技术创新, 覆盖了新材料、新能源、智能控制等多个新兴行业, 能有效地拉动产业升级和经济增长模式的转型。

看好电动汽车产业链未来的投资机会, 根据对产业链各个环节的梳理, 我们推荐:

- 1) 上游原材料生产企业: 包钢稀土、西藏矿业、中科三环;
- 2) 电池类企业: 中信国安、科力远、中炬高新、同济科技、复星医药;
- 3) 高效电机生产企业: 万向钱潮、大洋电机、中国南车、宁波韵升;
- 4) 整车生产企业: 曙光股份、中通客车、上海汽车、安凯客车;
- 5) 汽车充电网络企业: 国电南瑞。

建议重点关注曙光股份、国电南瑞、万向钱潮、包钢稀土。

## 世博, 科技推动力”专题系列之三

