

调控之手搅乱预期

编者按:伴随通胀逐渐上行以及人民币升值预期带来热钱快速流入,近期房地产交易量快速上升,价格更是突飞猛进,新一轮的房地产泡沫有所显现。对此,4月16日召开国务院常务会议,对房地产按揭贷款进行了调整。4月17日,国务院出台《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》,就坚决遏制部分城市房价过快上涨,切实解决城镇居民住房问题出台了相关措施。另外,包括北京、深圳地区先后出台了针对房地产调控的细则。

不仅如此,近期中国人民银行宣布,自5月10日起,存款准备金率上调0.5%,为年内第3次上调。此前的两次上调,分别为1月12日和2月12日。在一系列政策调控之下,近期市场走势疲弱。尤其处于调控旋涡的地产和金融行业更是积弱难返。未来市场将何去何从?受政策调控影响较大的大盘蓝筹股,是否还有投资机会呢?

>>> 大盘走势与政策预期正相关

与去年底时市场一致预期相反,2010年的股市开盘后就告下跌。尽管在2月初到4月中旬,大盘出现了一定力度的上涨,但此后则加速下跌。以本周五的最低点2665点论,已经比去年年底要低18.67%;相对于去年的最高点位3478点,更是下跌23.37%。在一年的最初几个月,股市就如此下跌,这确实让投资者不安。不少人更是担心,如果这种疲态继续发展,那么整个上半年可能就没有什么行情。而上半年没有行情,也许全年也就不会再有什么像样的机会了。

诚然,以现在的股市表现,断言今年股市整体都很差,恐怕还言之过早。但是,作为理性的投资者,一定要意识到,如今股市正面临相当大的系统性风险,由此产生的投资者对紧缩的预期,可以说在根本上对行情构成了制约。

回眸一下今年以来的股市运行,可以很清晰地看出大盘走势与政策走向,及投资者的预期有着非常高的相关性。年初股市的第一波下跌,最主要的推手是央行调高准备金率。在这之前,可以说投资者对于货币紧缩并没有太强烈的预期,最多也就是认为,今年的流动性可能不如去年那样充分而已。但央行的这一突然之举,打破了投资者的幻想,明确地发出了紧缩已经开始的信号。在这以后,股市就一路下跌了。到了2月初,人们发现央行除了不断运用各种数量工具实施回收流动性以外,似乎没有进一步的动作,特别是在对升值问题十分谨慎。这多少让一些投资者产生政策将进入一个平静期的印象。即便在春节长假前准备金率的又一次调高,也没有动摇人们对此的认识。于是,也就有了一波为时近两个半月的反弹出现。只是在这个时候,大家都愿意主动回避受政策调控影响比较大

的大盘蓝筹股,而将更多的资金注入到受益于各种题材的中小盘股上。由于大盘蓝筹股的式微,哪怕是中小盘股的行情再活跃,股指也难以超越1月份的高点。

>>> 大盘蓝筹式微 大趋势向淡难改观

不过,现在看来,当时这种政策调控进入平静期的预期,实在是有点太乐观了。事实上,管理层除了不断提高以数量工具回收流动性的强度以外,还在关注着资产价格,特别是房地产价格。特别是当房价的过快上涨已经成为一个严重的社会问题时,就必然导致各种形式调控手段的出现。在房产新政公布的4月中旬,股市立即结束反弹下跌,而这次跌势要比年初时来得更猛。毕竟,如果是政策调控,鉴于调控目标还是相对清晰,那么对于相关政策的出台,应该说比较容易把握,不至于完全无法预期。但对房地产的调控,则还包含了很浓重的行政调控色彩,这就非常难预期了。问题还在于,由于房地产行业

的产业链非常长,对房地产的调控必然会波及到其它行业,这样调控本身就具有了明确的系统性特征。进一步说,这种调控的直接目标是抑制资产泡沫,这就与防止经济过热以及管理通胀预期相联系,所以其影响面就非常大了。说到底,到这个时候,投资者是切身感受到了某种全面紧缩。尽管这种紧缩的外在表现只是央行不断回收流动性,以及中央及地方采取各种措施对房地产行业进行整肃。但是,理性的投资者从中不难发现,这些未必是紧缩的全部内容。由此,大家也就产生了更加强烈的进一步紧缩的预期。

刚刚公布完毕的2009年上市公司年报显示,沪深股市加权平均的每

股收益水平与2007年基本相当。但同时尽管分析师开始调低2010年的企业效益增长幅度,但现在普遍还是认为增幅会在20%以上。但就在这样的背景下,股市的点位还是不及2007年时的一半,甚至还在进一步下跌。都说股市反映投资者对未来的预期,现在看来正是紧缩预期的存在,制约了股市的运行。

应该承认的是,现在人们根本看不出紧缩预期会在短期内改变的迹象。相反,大家还特别关注紧缩政策会在什么时候升级,比如说何时升息,以及出台什么样的面对存量房产的税收等等。既然如此,那么也就不能预期股市很快会出现逆转,大趋势向淡暂时不能得到改观。

>>> “价值底”不敌“资金底”

考虑到现在市场上的大盘蓝筹股估值已经很低,而多数股票的成长性也比较好,因此现在也有一种观点认为,尽管宏观环境不利,大趋势向淡,但由于“价值底”的存在,大盘未必会跌到什么地方去。这种观点应该说还是有一定道理的。2008年股市之所以会跌得非常惨,除了有上半年的严厉调控之外,还有国际金融危机所导致的国内经济增速下滑,企业利润大幅度减少。现在,虽然客观上确实是在实施一些紧缩政策,但就大的方面而言,还是要比两年前宽松许多。上市公司的业绩虽然不如原先想象得那样好,但毕竟还是在增长。而一段时间来,股市又跌了很多。对于相当一批股票来说,的确有估值上的优势。在这个意义上,认为股市存在一个“价值底”,也并非没有道理。

但是,应该看到的是,决定股市走势的,除了外部环境以及本身的业绩因素外,还有市场的资金供应问题。随着紧缩预期的不断强化,资金正逐渐流出股市。与此相反,大规模、高强度

的新股发行、上市公司毫无节制的再融资、限售股解禁后不可遏制的套现需求等,使得股票供应方面的压力达到了空前的程度。这样,供求矛盾就十分突出。此刻,即便是企业业绩再好,如果没有足够的资金流入,也不可能对大盘产生推动作用的,甚至还无从对其构成支撑。

股指期货推出后,市场比较一致的感觉是,此刻股市点位不高,应该会引领一波做多行情。事实上,在其上市交易的第一天,各期货合约普遍出现了升水,与现货的基差不小。但是,由于资金力量对比悬殊,期货这种强势走势根本就拗不过现货,结果是期货跟着现货跌了下来。作为股指期货标的物的沪深300指数样本股,更是跌得惨不忍睹。显然,在当前这样的市场格局下,不考虑紧缩预期对资金面的影响是不行的。在相当程度上,股票的“价值底”未必可靠。因为资金的不足会使得那些大盘蓝筹股出现超跌。现在,银行股就陷入了这样的境地。地产股因为是调控的重点,投资者对它们的预期很差,股价自然就会跌得更多。

不过,股市也不可能是一直单边集体下跌。只要还有资金在运行,就一定会寻找到机会。现在,大盘股的疲软已经是市场的共识了,但是毕竟还有中小盘股,同时还不断有新股上市。在政策调控的大背景下,股市不会出现系统性机会,但是局部的产业倾斜政策与地方振兴规划等,加上中国股市特有的资产重组等,还是会给股市创造出很多适合阶段性操作的题材。在一个有着1700多个股票的大市场中,有几百个股票表现活跃,还是可以想象的,也是能够做到的。事实上,就在最近大盘一路狂泻的时候,每天依然有股票涨停,说明市场并非没有一丝活力。只是要能够挖掘出这种能够逆势上涨的股票,难度太大。对于多数普通投资者来说,现在最好还是旁观,静待市场环境的好转。在紧缩预期开始松动后再入场,可能比较稳妥。当然这同时也是很无奈的操作策略。

(申万研究所 桂浩明)

紧缩魔咒抑制行情

影响有限 银行业加速增长成定局

西南证券研究员 付立春

近期,国务院、各部委与地方政府陆续密集出台了调控房地产的政策,其中房地产相关信贷指导的速度与力度均超出市场预期。房贷新政对银行的影响如何?本文认为,银行业绩受此政策的负面影响不超过5%,银行贷款质量能够经受住房地产市场波动压力的考验,而该行业2010年业绩高速增长已成定局。

房贷息差提高 VS 规模缩水

国务院公布房贷新政,房地产市场调控拉开序幕。对于房贷新政,工行已经率先实行,建行、中行、农行和中信银行等也在一周内陆续公布总行的实施细则,中国银行更是率先提出了针对存量房贷的利率政策。总之,此次房贷调控的力度很大、实施速度之快,在过去是很少见到的。

按照国务院的要求提高二套房贷利率,从增量的角度可能会抑制部分潜在需求,但利率提高增加了利差收入,首付比例的提高也加强了对风险的控制。从短期看,房贷净收入的增速可能放缓,对银行业绩会有略微负面的影响。但从长期看,风险的进一步控制增加了银行的资产质量,影响是正面的。

回顾2009年房贷7折利率尽管给银行带来巨额增量,但从披露的年报来看,贷款增量并未补足利率降低带来的负面影响。多家资产规模较大的银行净利息收入均小幅同比减少1%-2%左右,仅城商行通过小企业贷款弥补了部分损失,受损最重的招商净利息收入同比减少13.9%。可见,房贷低利率上规模,并未给银行带来显著实惠。

信贷调控结构、控风险,有利于银行信用成本控制与可持续发展。从一季度数据来看,基建类贷款已经得到较好的控制,而政府自去年年底以来一直提倡扶持中小企业的政策得到银行响应。考虑到中小企业的贷款基数依然很低,预计中小企业的短期贷款将替代房地产相关贷款,而这两类贷款的上浮利率在今年都比较高,因此对银行的利息收入不会产生很大影响。另外,如果下半年信贷监管力度依然很大,可能短期贷款、票据融资也会相对更快增长。总之,银行业绩受房贷影响小于市场预期,即使对中短期账面业绩产生负面影响,也会在5%以内。

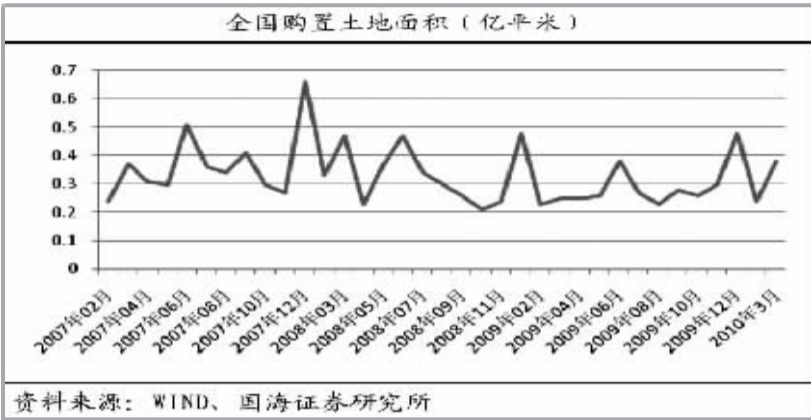
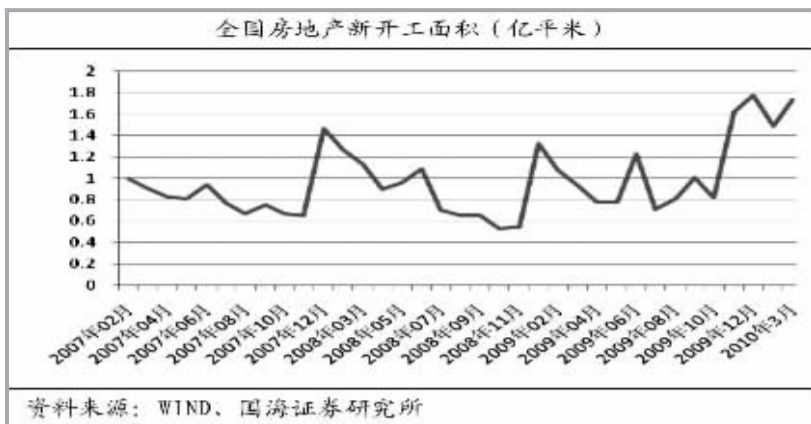
贷款趋势延续 VS 业绩加速增长

房地产贷款可以置换,维持信贷预测。根据数据显示,1季度新增的8457亿房地产贷款占新增贷款总量的32.5%。按照今年政策调控力度和实施效果,如果2季度房贷增速减半,整个季度的新增贷款相对容易把控。因此,对贷款新增的预计,我们依然维持不变。预计2010年上半年新增贷款5.32万亿,月平均约0.89万亿;下半年新增约2.28万亿,月平均约0.38万亿。

生息资产基数已大幅提高,并将继续快速增长。2009年全国贷款存量扩大1/3,从规模上保持了银行营业收入与利润的增长。2010年监管层延续信贷调控,在2009年的高基数上继续快速增长,预计2010年全年信贷新增7.56万亿。今年1月份新增信贷1.39万亿,2月份新增7001亿,预计2季度的贷款增长环比会有所减缓,但仍将维持在较高水平。以贷款为主的生息资产的高起点快速增长,保证了银行业绩的加速增长。

信贷指导、上调准备金,货币从紧提高银行息差。存款准备金率的上调降低了货币乘数,2010年1月12日和2月12日,央行两次宣布上调存款准备金率0.5%,目前为16.5%,预计年内还有1%的上调空间。监管层也加强了信贷的窗口指导,对信贷规模、结构和节奏的控制更为严格。2010年货币政策相对2009年更为谨慎,银行利率的优惠空间大幅减少,息差延续环比反弹,增加了银行的盈利水平。

自下而上来看,我们预计,2010、2011年A股银行利润同比增速会受到一些影响,因此我们对于利润增速得影响下调至20%至22%之间,但是仍高于2009年增速。城商行、股份制银行增长将提速。分类而言,预计国有银行在2010年的增长仍然相对平稳,增速为19%,股份制银行增长20%,城商行的利润增长相对突出(27%)。2011年三类银行的业绩增长都将加速。总体来看,2010、2011年城商行、股份制银行业绩增长提速更快。



房地产新政的三大猜测

国海证券研究所

4月份以来,国家出台了房地产的新政,对宏观经济和股市都产生了巨大的影响。我们认为,新政的目的是打击投机性购房,维护房地产市场的健康发展,对宏观经济的增长和产业结构的调整是有利的。

猜测一: 对下游影响下半年显现

经历过2008年行业调整后,开发企业普遍更加注重风险控制,开工量更多“以销定产”,以近3-6个月销售情况作为判断未来销量的重要依据。近期行业新开工和施工大幅增加,几乎达到历史最高水平,而商品房成交量萎缩预期明显,因此我们认为当前的开工水平是难以持续的。考虑到开工投入的惯性,预计在3-6个月之后出现回落。

保障性住房供应虽然会带动一定量的投资,但面积上不能填补商品房成交萎缩引起的开工下降,并且单位面积投入也低于普通商品房,因此难以支撑开发投入的持续增加。我们估计,2010年全年新开工面积累计同比增幅在30-40%左右,而2011年新开工面积可能出现同比回落。相应,开发投资在2010年预计仍将保持40%左右的增长,而在2011年预计同比基本持平甚至负增长。对应开工和施工进度,预计竣工增速提高可维持更长时间,预计高峰将出现在2010年底至2011年上半年。

相应的,与开工施工进度较一致的水泥、钢材等建材需求可能面临先增后降,分界点可能出现在年底之前。与竣工较一致的玻璃、装饰装修材料等的需求增长持续时间可能更长,将至少保持较高水平至2011年上半年。而同时受新房竣工和二手房成交影响的家电产品将受何种影响,当前较难判断。

猜测二: 推迟加息步伐

房地产紧缩政策的快速出台,必然将对其他政策造成影响。我们认为房地产新政着力打击投机行为,可能是为了给人民币升值做缓冲,防止境外热钱追逐资产价格泡沫。同时,其也将降低经济热度以及通胀预期,推迟加息的步伐。

随着中国经济强劲回升,外围对于人民币升值呼声重又高涨。尤其是美国对中国的压力逐渐加大。由于中国政府的强劲态度,以及中国在美国对外关系中占据的日益重要的地位,近期美国对于人民币汇率的施压有所缓解。美国政府亦将原定于4月15日发布的中国主要贸易对象汇率政策报告中,是否将中国列为“汇率操纵国”的决定推迟至3个月公布。同时,3月份中国首现贸易逆差亦一定程

度上缓解了人民币升值压力。不过,我们认为,虽然短期内美元兑人民币汇率还将保持稳定,但是由于中国经济强劲的增长,以及美国11月份将举行的中期选举,美国对于人民币汇率的压力将不会消除,到下半年该压力可能加大,未来人民币仍将面临升值的压力。

由于汇率升值预期,热钱一般都会加速流入,除了赚取汇率升值收益,更多的是欲博取资产价格上涨的增值收益。从2006-2007年,中国房价高速增长时期,正是热钱加速流入时期。而当房地产价格快速回落,热钱也加速流出。

为了防止类似于20世纪80年代日元汇率升值后出现的日本资产大泡沫,以及2006-2007年中国资产价格泡沫及高通胀情况,中国政府采取率先挤压房地产资产价格泡沫的房地产新政,显然有利于降低热钱对于资产价格的追逐,有利于未来人民币重新启动升值后中国经济的健康稳定。

我们认为,继这次出台房地产紧缩政策后,与2005年类似,加息的步伐将会放缓。一方面,政府对于政策的效果有个观察期,至少会等二季度经济数据出来后再予以考虑;另一方面,受政策影响通胀预期将有所回落,其亦将延缓加息步伐。

猜测三: 资金转移到大宗商品和股市

房地产新政出台后,投资额会有所减少,将转移到其他行业。投机性购房的资金也将转移到大宗商品交易和股市中,具体的资金量难以测算。但是由于房地产的支持投资和最终购买都需要贷款的减少,房地产新政对贷款的影响比较明确。

2009年房地产交易量快速上升以来,居民户中长期贷款平均在2000亿左右,最高在2010年1月达到近6000亿。我们认为,居民户中长期贷款将回落至历史平均的1000亿左右水平,即未来每月将会减少1000亿左右的新增贷款。房地产开发贷款中国内贷款平均每月为新增1200亿左右。我们认为,如果回到历史平均水平的话,也将减少一半左右的贷款。两者相加,则房地产相关新增信贷可能将减少1600亿左右。按照房地产资金来源的分布,我们推算房地产新政后转移出来的资金每月约1600亿。

2010年以来,新增贷款中的中长期贷款比例不断增加,说明企业投资活动日益活跃,对于资金的需求依然供不应求。因此,对于房地产新增贷款的减少将有利于转移到实体经济。相应,我们预计二季度的月均新增信贷将减少到6000亿,与央行放贷计划相符。