

5000点:动荡年代的平衡点

—美次债危机对中国经济与资本市场的影响

◎东北证券金融与产业研究所

最近,全球金融市场已经陷入对美国次债危机的担忧和恐慌之中,无论是英美等西方成熟市场还是我国A股和印度等新兴市场都出现了剧烈波动。由美国次债引发的金融市场动荡会否演化为金融史上的又一次“股灾”?美国次债冲击波会否传染给中国?我国A股牛市会否因为美国次债危机而夭折呢?

一、美次债危机必然波及全球经济

1、次债危机已经引发美国经济衰退

“1·21”全球金融市场恐慌始于美国次债风波,而现在次债危机正逐步显现并继续爆发。出现问题的次级抵押贷款蔓延到了债务抵押债券,从而危及了市政及抵押担保保险公司和再保险公司,进而危及到规模数万亿美元的信贷违约掉期市场,由此引发信贷紧缩和全球金融动荡。截至目前,无论是金融机构还是监管部门都无法对次贷危机损失作出准确估计,但是从国际投行不断爆出的亏损头寸看,这次危机显然在不断加大和深化。2007年6月美国投行预估损失2000亿美元,2007年12月损失估计额达1万亿美元,有些悲观的经济学家已经预测这次危机可能超过1987年和1998年的经济危机。

尽管美国政府和美联储在金融市场持续动荡之后紧急采取了“救市”措施,但这并不能挽救美国经济衰退的命运,最近公布的一系列美国经济指标更加印证了美国经济衰退的事实。美国此次经济增长放缓主要是由住宅和消费减少引起,而消费减缓是由于一直支撑美国消费的住宅市场泡沫出现破裂。自1933年个人储蓄率第一次出现负数以来,美国资产驱动型的储蓄策略面临着住宅市场泡沫破裂带来的挑战,理性消费者现在转向收入驱动型的储蓄策略。由于美国经济主要依靠国内消费拉动,而居民信用与消费行为的转变不可避免将使美国经济拖入低迷的泥潭。

2、美国次债危机不会演化为全球经济危机

目前次贷危机正在通过波及全球金融市场和美国经济减速两大途径向全球进行扩散和传播。我们认为,在世界经济增长格局日益多元化背景下,美国次贷危机将引发全球经济减速,世界经济增长“拐点”将在2008年出现,但不至于爆发全面的经济危机和金融危机,这主要是基于消极和乐观的原因。就消极因素而言,金融市场的动荡和有关的信贷紧缩威胁到发达国家的经济增长,将会导致全球经济增长势头在某种程度上减速。同时由于美国消费部门在次债危机爆发后将出现严重下滑,而美国消费部门是中国的6.8倍、印度的14倍,因而任何经济体将无法弥补美国消费下滑的缺口,进而导致中国等新兴市场出口下降将无所避免;就乐观因素而言,由于世界主要经济体之间周期的非同步性,爆发全球经济衰退的可能性不大,同时美国经济在全

球经济体中的比重已经大幅降低。

但是我们必须指出的是,尽管美国次债危机不会导致全球全面经济危机,但自2003年的经济周期将出现拐点,作为全球经济发动机的中国和印度将出现不同程度的降温。尤其是美国房地产市场泡沫的破裂、世界经济周期运行拐点的出现,将可能导致全球长达四年的股市牛市可能终止。

二、美次债危机对中国经济的冲击

美国次债危机对中国经济间接影响远远大于直接影响,“内外因素”将导致中国经济进入减速和经济结构调整时期。宏观调控形势更加复杂化和艰巨化,在“内冷外热”环境下存在经济“硬着陆”风险。

1、“内外因素”作用下中国经济将进入减速阶段

虽然美国经济放缓可能在一定程度上拖累亚太新兴经济体,但鉴于中国和印度的经济总量已占到亚洲发展中经济体总量的55%,来自美国的负面影响相对有限。与此同时,由于亚洲金融机构购买次贷产品较少,次贷危机对于亚洲国家的直接影响并不太大。中国经济减速风险将主要来自“内外双重因素”,内部因素而言,自2006年下半年以来连续5个季度11%的经济高速增长已经接近中国经济承受的极限,2008年以“双防”为目标的从紧货币政策及其它宏观调控将导致中国经济增长放缓;从外部因素看,美国次债危机无疑将对世界经济景气和外部对我国需求产生较明显影响。在此,我们将中国2008年经济增长率下调至10%。

2、次债对中国外贸出口影响将在第二季度末开始显现,这将加速中国经济结构调整压力

按照经济运行的链条传导效应,美国消费疲软对中国进出口的外需放缓大约滞后6~9个月,即美国次债危机对中国经济的影响将在2008年第二季度末开始显现。我们初步估计美国次债危机将使我国经济增长减少1~1.5个百分点。

3、中国宏观调控形势更加复杂,货币政策困境更加突出

2008年我国经济发展环境的各种不确定因素,潜在风险增加,与国内诸多结构性矛盾叠加,将进一步加大宏观调控的难度。而应对次债危机,美联储不断降息导致中美利率倒挂,则使包括中国在内的面临资产价格和物价双膨胀压力的新兴国家陷入两难困境。面对全球经济放缓和通货膨胀压力,中国货币政策操作难度进一步加大。同时由于中国和美国经济之间的关系更多体现为一种美国经济对中国产生的影响的单向关系,这导致中国货币当局在处理内外经济矛盾时往往出现被动性和滞后性,这使中国货币政策的执行效果将大大折扣。并且随着中国经济对外依存度增大,中国央行的这种货币政策滞后效应和被动效应越来越突出。

4、中国经济面临的最大风险是过度调控后的“硬着陆”,我们判断2008年宏观经济政策将“前紧后松”

2008年我国经济运行环境是

“内热外冷”,而我国宏观政策尤其是货币政策存在严重滞后性。在经济减速时期,继续实行过于紧缩的宏观经济政策非常容易“调控过度”造成经济“硬着陆”。因此,考虑到2008年我国宏观经济面临的内外因素,我们认为2008年的中国宏观政策应“前紧后松”,即上半年将采取偏紧的货币政策等进行经济紧缩,进入下半年后将政策适度放松以避免经济“硬着陆”。

三、美次债危机对中国资本市场的影响

(一) 历次危机对全球金融市场的冲击

本轮次贷危机来自世界经济中心的美国,危机引发全球股市暴跌。无论是欧美股市,还是金砖四国,或者是展望五国都出现了不同程度的下跌,目前还没有雨过天晴的迹象。

对比历次金融市场动荡和金融危机情况看,1987年股灾由于并非经济基本面发生问题,因此虽然对全球股市造成了较大冲击,仅从1987年10月来看,同期日本股市下跌11%以上、台湾股市下跌42%、恒生指数跌去43%,但是随后各大股市就进入上升通道,并未对股市指针运行趋势发生太大影响。

1998年的亚洲金融危机由新兴市场诱发,对亚太股市造成了巨大冲击。仅仅一年半时间香港恒指就下跌了48%、印尼雅加达指数下跌54%、马来西亚吉隆坡指数下跌79%,是危机重灾区,而对日本、中国台湾、A股市场的冲击相对较小,欧美股市同期反而由于资金从新兴市场回流都有不同程度的上涨。

但是由成熟市场诱发的金融危机、经济泡沫则对世界股市造成的冲击程度和幅度要更大些。互联网泡沫从高点到低点也延续了一年半左右,同期各主要市场指数无一幸免,跌幅最大的纳斯达克指数下跌幅度为78%,而亚太股市也受到了30%以上的下跌冲击。

综上所述,可以看出美国次债危机对全球股市已经造成了冲击,并且随着次贷危机蔓延对全球金融市场会造成持续冲击。因此,未来全球市场(包括我国A股)震荡走势不可避免。但考虑到A股市场容量相对香港等市场要大而且受次债直接冲击较小,因此震荡幅度将会小于香港等市场。

(二) 美国次债对中国资本市场冲击分析

1、危机严重程度可能超过管理层的预期

证监会主席尚福林12日在第十二届中国资本市场论坛上发表讲

话,认为由于我国金融系统在次贷领域介入有限,资本项目尚未完全开放,美国次贷危机对我国金融市场短期影响有限;但从长期看,随着次贷危机蔓延可能会降低外汇需求,对我国出口企业产生影响,从而影响我国资本市场稳定。我们认为,在经济流动性过剩背景下,国际资本流动日趋频繁,国际资本市场的波动对新兴市场的冲击可能进一步加大,中国资本市场将进入动荡年代。中国资本市场进入动荡年代的依据:A、政府调控通胀将放缓经济增长速度及企业总体盈利水平,上市公司业绩有下滑担忧。B、资本项目逐步放开。C、美国次贷危机可能超过1987年和1998年的危机,损失无法估计。

从长期来看,美国次贷危机对我国的影响不容忽视。这次危机使美国经济放缓和美元贬值,将导致我国出口增长速度出现下降,部分产能过剩矛盾加剧,经济增长速度减慢。另外,全球加息周期行将结束,全球货币政策开始从适度偏紧调整为中性或中性偏松,这使得我国进一步实施紧缩货币政策的空间缩小,利用货币政策进行宏观调控受到限制。

2、次贷危机爆发下A股运行趋势的重新审视

经过两年牛市,2008年注定是个震荡行情,加上美国次贷危机的负面影响,我们有必要对行情判断进行重新审视。

上证指数在短短的两周多的时间内(1月14~1月30日)从5522点快速下跌至4330点,跌幅达21.59%,如果从高点6124点计算,跌幅达29.29%。这一跌幅已经超出了我们认为的强势特征(20%左右),因此未来A股市场将进入牛市行情的震荡上涨。

但是由成熟市场诱发的金融危

机、经济泡沫则对世界股市造成的冲击程度和幅度要更大些。互联网泡沫从高点到低点也延续了一年半左右,同期各主要市场指数无一幸免,跌幅最大的纳斯达克指数下跌幅度为78%,而亚太股市也受到了30%以上的下跌冲击。

我们认为支持A股后市的积极因素仍然存在:人民币快速升值、负利率继续维持、新的优质资产仍将持续注入。但我们担心的负面因素,即上市公司业绩增速下滑将严重影响未来行情的演绎。如果中国经济增速从2007年的11.4%下降到2008年的10%,降幅为12.8%,那么上市公司的业绩降幅可能在20%以上。市场对未来的合理估值也将有所回落,市场可能更愿意接受25~32倍的市盈率。

3、存款增速与贷款增速逆转

2007年2月份之前,银行存款增速一直高于贷款增速,但自2007年2月份以后发生了逆转。如果存款增速高于贷款增速格局得到保持,银行即便存在较高的不良资产率,也难以形成支付危机;反之,发生危机的可能性将急剧增大。

4、中美利差首次倒挂,升值压力加剧

人民币1年期利率为4.14%,与美元3.5%的基准利率相比高出0.64个基点,这将加大人民币进一步升值压力,从而产生两个后果:一是企业利润下降,加剧市场波动。二是热钱将加大对进入中国市场的力度。在人民币升值预期不变情况下,预计2008年流入中国的热钱将超过2000亿美元,而其中很大一部分会流入A股市场。

(执笔:张宗新、郭峰、沈正阳)

中资银行次级债投资损失的粗略估计							
银行	投资美国证券规模(百万元)	按揭抵押债券占比(%)	按揭抵押债券规模(百万元)	次级债估计(百万元)	次级债占比(%)	次级债损失(百万元)	占2007年税前利润预测值(%)
中国银行	590766	37.40	221202	29641	0.51	3853	4.50
建设银行	306685	10.80	33080	4433	0.07	576	0.70
工商银行	199870	3.50	6940	930	0.01	120	0.10
交通银行	27583	52.50	14488	1941	0.10	252	1.20
招商银行	34272	17.30	5924	794	0.07	103	0.70
中信银行	24052	4.80	1146	154	0.02	19	0.20

券商研究机构首次关注上市公司追踪

(统计日:1月11日~1月28日)

股票代码	股票名称	机构名称	机构评级	报告类型	发布日期	2007报告预期	2008报告预期	2007一致预期	2008一致预期	目标价	1月29日收盘价
						EPS	PE	EPS	PE		
002212	南洋股份	中信证券	无	新股研究	1~28	0.650	--	0.760	--	--	--
002216	三全食品	中信证券	无	新股研究	1~25	0.739	--	0.906	--	--	--
002207	准油股份	中信证券	无	新股研究	1~25	0.280	89.286	0.320	78.125	0.280	89.281
601898	中煤能源	中信证券	无	新股研究	1~25	0.460	--	0.560	--	--	--
600879	火箭股份	中投证券	强烈推荐	深度报告	1~24	0.510	57.627	0.730	40.260	0.533	55.114
601988	中国银行	中投证券	中性	点评报告	1~23	0.200	28.050	0.260	21.577	0.216	25.950
000963	华东医药	平安证券	强烈推荐	深度报告	1~22	0.406	40.172	0.525	31.067	0.403	40.488
000686	东北证券	平安证券	中性	点评报告	1~21	2.240	18.759	2.530	16.609	2.149	19.551
002205	国统股份	兴业证券	无	新股研究	1~21	0.359	82.702	0.577	51.456	0.356	83.290
600519	贵州茅台	UBS	买入	一般报告	1~17	2.440	88.303	3.950	54.547	2.408	89.489
000568	泸州老窖	UBS	买入	一般报告	1~17	0.790	81.392	1.780	36.124	0.910	70.663
000858	五粮液	UBS	卖出	一般报告	1~17	0.470	83.617	0.560	70.179	0.441	89.178
600015	华夏银行	海通证券	增持	深度报告	1~16	0.520	40.212	0.760	27.513	0.557	37.519
000829	天音控股	海通证券	增持	深度报告	1~14	0.424	48.231	0.680	30.074	0.446	45.866
000428	华天酒店	中金公司	推荐	深度报告	1~11	0.480	45.625	0.750	29.200	0.443	49.