

“次贷”影响下的估值忧虑与机构交易行为

中国资本市场第25届季度(2008年春季)高级研讨会主题报告

□上海及时雨企业信用征信有限公司总经理 彭锦丹

◆所谓次级抵押贷款,是指向信用分数较低、收入证明缺失、负债额占收入比重较大的人提供住房贷款。当房地产市场突然萎缩、房产价格大幅下跌,同时伴随着利率上升,此时客户的经济负担将逐步加重。当这种负担到了极限时,大量违约客户出现,不再支付贷款,造成坏账。这时,次贷危机就产生了。

◆次贷危机将导致美国在2008年步入衰退,目前衰退的程度已经逐渐显现。一旦美国经济陷入衰退,次贷危机对美国的影响首先是消费能力下降。

◆透过对宏观基本面的了解,以及通过指南针 TOPVIEW 数据对机构交易行为的分析可知,目前 A 股市场上的机构特别是基金,对次贷问题所带来的估值体系重构的忧虑不单单是市盈率标准,而更多的是对宏观经济的高度关注。

次贷问题的成因

想了解次级债危机,先要了解次级抵押贷款。所谓次级抵押贷款,是指向信用分数较低、收入证明缺失、负债额占收入比重较大的人提供住房贷款。贷款人可以在没有资金的情况下购房,仅需声明其收入情况,无需提供任何有关偿还能力的证明。通俗一点讲就是向收入较低、信用记录较差的个人发放的抵押贷款。根据近期社科院报告分析,次贷一般具有以下三个特征:

1、信用记录较差、信用评级得分比较低。美国的信用评级公司(FICO)将个人信用评级分为五个等级:优(750—850分)、良(660—749分)、一般(620—659分)、差(650—619分)、不确定(650分以下)。次级贷款的借款人信用评分多在620分以下,除非个人可支付高比例的首付款,否则根本不符合常规抵押贷款的借贷条件。

2、贷款房产价值比和月供收入比较高。美国的常规抵押贷款与房产价值比多为80%以上,借款人月还贷额与收入之比在30%左右。而次级贷款平均为84%,有的超过90%,甚至达到100%,这意味着次级借款人的首付款不足20%,甚至有可能是零首付。在没有任何个人原始资金投入的情况下,银行就失去了借款人与银行共担风险的基本保障,其潜在的信用风险是可以想象的。次级借款人还贷额与收入比过高,意味着借款人收入相对较低,还贷后可支配收入极其有限,抗风险能力自然较弱。

3、拖欠率和取消抵押赎回权比率比较高。由于次级抵押贷款的信用风险较大,违约风险是高级住房贷款的7倍,所以,次级贷款的利率比高级住房抵押贷款高350个基点,且80%左右为三年后可调整利率。当贷款利率不断下调时,次级借款人的还贷负担是不减轻,但是在宏观环境发生变化后,如果贷款利率持续上调,次级借款人的债务负担也将随着利率上调而不断加重,这必将导致拖欠和放弃借款的风险加剧。2007年,次级抵押贷款的拖欠率(拖欠30天以上)和取消抵押赎回权的比率分别高达13.33%和4%,远远高于高级抵押贷款2.57%的拖欠率和0.5%的取消抵押赎回权比率。

美国次级抵押贷款的偿付保障不是建立在客户个人的还款能力基础上,而是建立在房地产市场相对繁荣、房产价格不断上涨的假设之上。当宏观经济处在上升周期,房地产市场向好时,次级借款人可以按期还款,并且借款人通过次级抵押贷款证券还可以获得额外的收入现金流。同时银行可以借此获得额外的高额利息收入而不必担心风险。但如果房地产市场突然萎缩,房产价格大幅下跌,同时伴随着利率上升,这样客户的经济负担将逐步加重。当这种负担到了极限时,大量违约客户出现,不再支付贷款,造成坏账。这时,次贷危机就产生了。

次贷危机的影响

次贷危机已经或正在演变为美国金融史上,说得更加严重一些可能是全球金融史上最严重的危机之一。美国经济乃至全球经济可能因此被拖入衰退的深渊。次级贷款看似是一般的房产按揭,但实际上是美国负债过高、实体经济发展不足而引发的过低的利率和过高的流动性所形成的资产泡沫的问题,美国债务高企的结构性矛盾在金融全球化的前提下将可能导致全球金融危机的爆发。次贷危机正在对国际金融体系和经济体系构成冲击,以我国为代表的“金砖四国”等新兴市场国家在这场危机中也深受其害。美国的一些贷款发起和服务机构,因次级贷款违约率上升陷入亏损和倒闭的境地。日本的证券公司和银行持有上千亿日元的次级债券而蒙受损失,澳大利亚、新加坡的银行持有AA级以上的抵押贷款证券,因此免受次级抵押贷款危机的冲击。

1、对美国经济的影响
次贷危机将导致美国在2008年步入衰退,目前衰退的程度已经逐渐显现。一旦美国经济陷入衰退,次贷危机对美国的影响首先是消费能力下降。

第一,房地产具备投资与消费两种职能,在消费上,次贷危机直接打击了美国房地产行业,目前无论是房屋新开工数量还是新房和二手房的成交量都显著下降,房价开始逐级下

降。房地产作为投资的重要组成部分,在投资职能上由于近年来美国居民消费不是来源于储蓄的增加,而是一种信心消费,其信心在很大程度上依赖于资产价格的上涨,因此房地产泡沫破灭的财富效应将带来整个消费市场的萎缩。因此,房地产市场的下行趋势将从消费和投资两个方向抑制总需求,很可能促使美国GDP在2008年前三个季度出现负增长。通过对比我国对美出口的相关数据可以看到,从2007年11月开始到2008年2月出口总额已经连续四个月逐级下滑,从2007年11月的最高点216.86亿美元下滑到2008年2月的154.78亿美元,这也间接地说明了次贷问题对美国消费市场的深刻影响。

第二,目前次级债的总规模和具体交易情况由于监管部门的缺失,实际损失并不确定,在全球各大金融机构中分布状况也不透明。以上的不确定性将会导致金融市场持续的流动性不足和紧缩。各大央行联手注入的流动性和美联储的利率下调只能解决一时之需,但不可能从根本上解决问题,而未来两至三个月在次贷问题的第二个高峰可能来临之际,整个全球的金融资产将再次面临极大的不确定性。在风险预期增大的前提下,金融资产的估值水平将持续走低。

第三,由于次贷危机爆发后,美联储连续的加息政策以及欧美其他央行对流动性紧缩的担忧而采取的注入流动性的措施,引发了美元对全球其他货币的加速贬值,而释放的流动性在通胀预期加大以及美国实施生物能源法的双重影响下,将直接或间接地推高农产品、石油等上游资源类产品的价格。而资源类产品的价格上涨将导致全球实际通胀水平大幅上升。

2、对中国经济的影响

第一,次贷危机加大了政府进行宏观调控的难度。我国现有宏观政策是以控制通胀为第一要务,但同时又要面对流动性过剩和资产价格高估两大难题。本来加息是应对通胀压力的重要手段,但由于次贷危机引发美联储连续加息,如果中国政府继续加息,将会吸引更多热钱进入中国资本市场进行低风险和无风险套利,那么流动性对通胀的影响不仅不会降低,还会加剧流动性对宏观调控的影响。从国家统计局所公布的对外贸和外贸的数据结合业界普遍使用的测算热钱规模的方法,外汇储备变动额减去贸易顺差和外商直接投资来看,本季度中国外汇储备增加1.539亿美元,贸易顺差为414亿美元,FDI为274亿美元。粗略估算,2008年一季度流入中国的热钱约为851亿美元。流入速度明显加快,这和一季度人民币对美元升值4%是分不开的。

第二,次贷危机可能对中国出口产生显著的负面冲击。中国的出口与美国的消费从来就是双生兄弟,如果次贷危机严重影响到了美国普通民众的消费能力,必然会通过外贸渠道对中国出口产生反馈。2008年中国出口的形势可以从统计数据进行分析,从2007年11月见历史高点以来已经连续三个月下滑。由于人民币对美元的升值趋势不会发生根本改变,今年一季度的升值幅度已经达到4%,全年升值幅度很可能超过2007年的7%;同时中国政府从2007年开始逐渐调整原有外贸政策,如降低出口退税、征收出口关税、取消某些高污染低附加值的产品出口等。最关键的是,由于中国作为不掌控上游资源的制造业大国,由于大宗农产品和初级资源类产品的大幅上涨加上劳动力价格以及污染成本的普遍上升,已经严重削弱了出口导向型企业的利润空间。因此,一旦次贷危机造成美国进口需求持续下降,那么可能对中国出口产生显著的负面冲击,进而影响到中国的实体经济,降低GDP增长率和就业率。

第三,次贷危机加速国际热钱流动,从而可能引发资产泡沫破裂,引发系统性的金融危机。由于美国资本市场在资产定价能力话语权的优势,将间接通过H股市场对我国A股市场形成影响。在股票价格和房地产市场都存在泡沫的市场环境中,次贷危机将会加剧短期国际热钱的快速流动,而这会加大中国金融资产价格的大幅波动。虽然有严格的资本项目管制,但热钱还是可以通过合法的贸易、投资等渠道进入中国资本市场。美国的经济衰退也会引发更多的热钱追逐中国资产价格泡沫的膨胀。而此时一旦次贷危机进入尾声,在美元进入加息周期的前提下,同时整个中国经济和资产价格达到相对高位,资产价格在高位无法持续形成资产泡沫。这时候热钱如果刺破资产泡沫,多米诺骨牌似的泡沫消失将有可能引发系统性的金融危机。



第四,次贷危机导致美元的加速贬值,这将造成中国外汇储备的国际购买力严重缩水。截止2007年底中国的外汇储备已经超过1.5万亿美元,美元贬值10%—20%的存量损失是非常巨大的。这种汇率风险也会加快中国政府积极拓展海外投资市场,特别是海外上游矿产资源类资产的投资。投资资源类资产,一是可以降低外汇储备购买力缩水的损失;二是可以通过占有资源产品的配给份额,间接地降低国内实际通胀水平。

综上所述,次贷危机对于中国资本市场的表现主要体现在以下三方面:

(1)从资金面来看,中国资本市场在上市公司现金分红较少和股指期货没有推出的两个前提下,仍然是典型的资金推动型市场。市场中流动性的多寡将决定行情的强弱,在宏观调控形势相对严峻、通胀压力较大的情况下,2008年的资金面将不会太过宽松。从反映流动性的主要指标M0(流通中现金)来看,2008年1月达到历史高点36673.2亿元,2月份为32454.5亿元,3月份为30433.0亿元,呈逐级递减的趋势,也印证了资金面的相对紧张。

(2)从基本面来看,随着通胀压力的增大与基础原材料的持续上涨,而我国作为不掌控上游资源的制造业大国,在劳动力成本和基础原材料成本上升幅度过快以及市场环境恶化的双重压力下,同时我们也可以通过对历史来(包含已经公布的2007年年报和2008年一季度季报)所有上市公司盈利能力,特别是留存收益利润率和销售利润率的研究可以发现,2007年二季度成长性的高点可能已经成为事实上的头部(附表),2008年业绩预期下降是市场最大的不确定性,前期指数的大幅下跌实际上也是对2008年业绩预期转为悲观的市场反映。

	市场平均销售毛利率	市场平均留存收益利润率	
2004	一季度	23.40	33.48
	二季度	22.93	64.15
	三季度	22.56	42.01
	四季度	29.24	13.24
2005	一季度	21.12	5.18
	二季度	25.15	74.05
	三季度	20.01	-18.53
	四季度	26.85	-4.02
2006	一季度	18.71	-12.51
	二季度	26.79	57.12
	三季度	23.18	64.31
	四季度	32.54	80.00
2007	一季度	30.32	113.33
	二季度	25.66	298.72
	三季度	28.18	108.27
	四季度	24.31	49.10
2008	一季度	24.30	59.46

(3)从资产定价权来看,金融资产与次贷的关系不仅仅是国内某些金融机构购买了一些次级债产品形成亏损这么简单,关键是次贷问题所导致的全球金融资产价格泡沫破裂,将引导各类证券价格在风险加大的前提下进行定价重估,而定价机制是美元通过H股市场传导至A股市场。比如:2008年4月10日银行间外汇市场美元交易货币对人民币中间价第一次破“7”,达到了1美元兑换人民币6.992元的水平。按说H股市场应该是A股市场的影子市场,因为在香港市场上人民币资产总量大大小于在A股市场资产总量,同时香港市场的计价货币港元在联系汇率机制下还受美元的直接冲击,也就是H股市场还存在美元对人民币贬值的折价,所以港币作为人民

币资产价格的计价货币是勉为其难的。另外从市场的波动率来分析,香港市场同时受到中美两国金融市场波动的双重影响,其波动率也并非稳定。因而人民币资产在香港市场大规模上市,在相当程度上带来了资产定价能力的流失。近期的金融板块就是非常典型的一个例子,作为分享人民币升值的最大受益者,在整个金融板块特别是银行股市盈率早已在25倍以下、业绩从2006年至2008年以来一直持续增长、2008年一季度季报高增长的前提下,也无法改变市值大幅缩水的趋势。

估值忧虑下的机构交易行为

次贷危机引发的美国经济放缓,包括美国的持续加息等措施,不仅将影响美国的实体经济,还会对全球货币体系和国际汇率体系产生综合影响,进而对整个全球股市的估值形成影响,A股市场也不例外。

在次贷问题带来估值体系重构的情况下,机构特别是作为市场交易主体的基金,其估值忧虑主要由两方面的不确定性所决定:一是实体经济受原材料价格上涨挤压其产品毛利率,降低企业利润;二是次贷阴影下的金融资产价格大幅波动。而结合以上基本面的分析和指南针 TOPVIEW 数据,可以对近期机构交易行为做一个较为系统的分析,从而把握次贷影响下A股市场存在的投资机会:

1、从2008年以来的指南针 TOPVIEW 数据分析可以得知,市场中的基金仍然在持续减仓当中,虽然在4月3日和4月23日有两次量极小(持仓量都在0.3%以内)的增仓,但随之就急速减仓。至4月28日收盘为止,基金的持仓仓位占流通盘的比重从2007年10月8日的最高点23.53%下降到了2008年4月28日的17.60%,是自去年5·30行情以来的最低点,并且没有快速增仓的迹象。特别是在4月24日管理层出台印花税调整政策后的大盘暴跌时,基金的操作策略还是逢高套现,落袋为安。另外从市场中交投较为活跃的50万—500万这个级别的大户仓位进行分析,其仓位降低的速度比基金更快,占流通盘比重从2007年6月4日的12.90%下降到2008年4月28日的9.81%,在4月24日至五一假期前的上涨中也仍然还在快速减仓,这也充分反映了基金等相关机构对现阶段市场宏观面和基本面的看法。

2、由于在高通胀环境中宏观基本面不支持整个实体经济有较高的成长性,因此在CPI指数高位运行状态下,较为稳妥的选择应该是利用CPI指数,选择CPI指数中权重较大,而价格指数持续上升的行业。通过对CPI指数中相关参数分析得知,价格指数大于100的食品(123.3%)、烟酒(102.4%)、医疗保健(103.2)及居住(106.6%),这些行业将是未来能够抵御通胀的主力行业,其估值优势必将在其产品价格上涨中获益。这也可以从指南针 TOPVIEW 数据分析中得到上述结果,从4月20日以来的行业数据分析可以看出,基金在医药销售、煤炭及石油化工板块上有增仓迹象,医药销售板块净买入额为1.745亿元,石油化工板块净买入额为5.095亿元,煤炭板块净买入额为0.811亿元,所有增仓板块和CPI指数中的相关行业吻合。

透过对宏观基本面和交易行为的数据分析可以了解到,机构特别是基金对次贷问题所带来的估值体系重构的忧虑不单单是市盈率标准,而是表达了对宏观经济的高度关注,其关注的问题不再是宏观调控是否过度,而关键是宏观经济经过长期增长后是否出现拐点。但从积极的一方面看,指数的大幅下跌意味着风险的逐渐释放,虽然整体市场机会的最终来临仍需要等待宏观经济形势的趋势走好,但小范围的投资机会仍然存在,市场的极度悲观和恐慌情绪也给了投资者以低成本买入高成长公司的机会。

