

Finance

■ 银行信贷“两难”追踪报道

银行股放量大跌 商业银行或遭三重“大考”

◎ 本报记者 唐真龙

工商银行跌 9.95%! 建设银行跌 9.94%! 中国银行跌 9.17%! 昨日的银行股只能以“惨淡收场”来形容。在多方消息综合而成的利空因素打击之下,沪深两市银行股全天放量大跌超过 9.0%,多达 8 家银行股跌停。

除了关注利差缩小削减行业利润之外,在经济面临向下风险的过程中,银行体系的系统性风险似乎不可避免,而商业银行“惜贷”和企业自发收缩信贷需求或将成为未来银行业经营中的两头“拦路虎”。

降息压缩利差

对于昨日银行股的大跌,市场观点认为是多方因素作用的结果,其中最重要的诱因之一就是央行宣布下调存款准备金率和贷款利率,该政策对银行业最直接的影响就是缩小了利差,而利差是支撑商业银行利润增长最重要的因素。基于此,国内知名券商昨日纷纷下调商业银行未来的

盈利预期。

“对银行来说,本次货币政策的调整将较大幅度地缩小银行的净利率。”国泰君安金融分析师伍永刚表示。据他测算,如果不考虑银行对贷款期限结构的调整,以及银行利用贷款的净利率缩小的对冲,则降息将导致银行贷款收益率大约下降 0.24 个百分点。本次货币政策将使大型银行的净利率缩小约 11 个基点,净利润下降 5~7 个百分点;中小银行的净利率缩小约 10 个基点,净利润下降约 4~6 个百分点。

中金公司则指出,存款准备金率降低扩大净息差约 1.5 个基点,非对称降息压缩 2009 年净息差 6~15 个基点,因此分别下调 2009 年和 2010 年盈利预测 3%~9%和 4%~11%。中信证券认为降息将使 2009 年银行业利润下降 7%。银河证券则将银行业评级下调为“中性”。

更大的忧虑

与券商的悲观相比,商业银行对

这次突然的政策调整显得很平静。某国有商业银行资产负债部总经理对记者表示,降息对银行的利差有影响,但影响不大。“因为前 8 个月商业银行大部分的年度贷款额度已经使用完毕,加上大部分贷款的利率是按季、按年调整,因此银行年内受的影响较小。另外,据他对长三角地区各分支行上报的数据统计,目前企业的贷款需求依然非常旺盛,如果信贷额度进一步放松,银行利润增长仍无大忧。”

然而,银行业务部门的乐观还是难以让分析人士做出乐观的判断。建设银行研究部高级经理赵庆明表示,经济下行风险的加大使得银行可能面临有钱贷不出去的境地,这比利差缩小更让人担忧。

8 月份经济数据表明,我国经济已经开始出现下行趋势,而近期国际形势的急转直下使得全球经济放缓的压力再次升级,目前来看,国内的消费也不容乐观。”赵庆明表示,导致银行有钱贷不出去有两种情况,即银行“惜贷”和贷款需求下降,尤其是贷款需求,在经济下滑初期需求还是



很强烈的,但很快会发生逆转。”

赵庆明认为,商业银行“惜贷”和企业贷款需求下降目前已经出现。根据央行公布的 8 月份货币信贷数据,8 月份 M1 增速只有 11.48%,比上月大幅下滑 2.48 个百分点,M2 增速在贸易顺差上升、信贷管制放松的情形下继续下降至 16%,银河证券分析师秦晓斌表示,这说明经济中用于交易、清算、投资的那部分最活跃资金增速下降。

赵庆明指出,在经济下行的过程中,企业出于宏观经济因素的考虑压

缩投资规模、不再扩大再生产,贷款需求减弱,而银行出于风险因素的考虑不再放贷,这两者总是相伴而生,很难说谁先谁后。”他认为这两种情况很快就会大面积出现。

经济下行的过程的过程中,个别银行可能会独善其身,但整个银行体系的系统性风险无法避免。”赵庆明说,目前能做的就是政策上进一步放宽;对银行来说,对企业不要一刀切,对企业的信贷不要卡的那么死,此外加大对已有贷款的风险排查力度。

保险业:“双率”下调影响略偏负面

◎ 本报记者 黄蕾 卢晓平

受央行组合拳影响,三只保险 A 股昨日均创下上市以来的新低。双率下调对保险业影响略偏负面,但影响甚微,保险股集体下跌主要还是受市场情绪的影响。”多位保险分析师昨日在接受本报记者采访时表示。

债券收益率看低

利率变化对保险公司是双刃剑:一方面会影响投资收益;另一方面将影响保单的负债成本。在国泰君安保险分析师彭玉龙看来,利率下调,债券的到期收益率会下降,但另一方

面,债市可能火爆,债券浮盈和公司净资产增加,对于交易性和准备近期兑现的债券而言,这是利好。

在多角度进行分析后,海通证券保险分析师潘洪文认为,此次贷款利率下调对保险公司影响略偏负面。直接影响主要体现在保户质押贷款收益率下降,但影响较有限;间接影响一方面是浮动利率债券的利息收入预期会略下降,另一方面是债券公允价值上升带来利润上升。

尽管贷款基准利率带来直接影响较小,但我们担心债券预期收益率会出现较大下滑,从而导致浮动利率债券的利息收入下降。不过,由于浮动利率债券在投资资产中占比相对较

小,债券收益率下降带来债券利息收入下降影响仍较小。”潘洪文分析说。

中金保险分析师周光也认为,降低存款准备金率有可能使更多资金涌入债券市场,从而进一步压低债券收益率,使得寿险公司的债券投资收益受到影响。

光大证券的研究员肖超虎则认为,这次的降息更多地被认为是应付美国金融危机而采取的全球性防患措施。对于降息是否能支撑起债券的牛市仍需继续观察。

肖超虎认为美国债券市场的问题已经很明确地告诉人们,利率只是影响债券市场的一个因素,信用风险和流动性风险也足以摧毁一个牛市。

临估值水平下移压力

在私募债券和基础设施投资方面,保险公司的投资收益可能受到一些负面影响,但是,由于五年以上贷款基准利率仅下调 9 个 bp,因此,我们估计负面影响应该是微乎其微的。整体而言,央行此番组合拳对保险公司投资收益以及利差水平影响甚微。”东方证券保险分析师王小翌表示。

虽然短期内影响不大,但业内人士担心的是,未来如果中国进入加息周期,由于保险公司持有债券久期较长,进入加息周期无疑对保险公司较为不利,保险股投资收益将面临

更严峻的挑战。如果保险公司投资收益持续低迷,保险公司业绩预期可能也会进一步下滑。

从估值来看,银行股可能进一步下跌会带动整个市场估值水平进一步下移。因此,保险公司将面临估值水平下移压力,此时我们更关注保险公司估值下限。考虑到国内寿险公司一年新业务价值仍会较快增长,我们认为保险股 2 倍 P/EV 是安全边际较高的估值水平。”潘洪文分析说。

基于中短期内寿险公司投资收益难以实质性改善,资金成本压力并未得到有效缓解的现实,中金公司维持对寿险行业“中性”的评级。

央行新政未纾寿险公司保单成本压力

◎ 本报记者 卢晓平

央行的“双率”下调政策并未给处于保费下潜临界点的保险行业带来一丝暖意。

仅下调贷款利率无助于缓解寿险公司保单的资金成本压力。同时,8 月以来主要寿险公司小幅下调万能险结算利率并未改变寿险公司的困境,而未来寿险公司保费收入增长可能放缓。”中金公司研究员周光告诉记者。

而从表面看,央行此番组合拳对保单负债成本基本没有影响。东方证券研究员王小翌认为,对传统产品、分红产品和万能产品等储蓄类保单而言,保户的机会成本主要在于银行存款税后收益率。由于此次央行组合拳保持存款基准利率不

变,因此,保户机会成本不变,这并无法改变寿险公司较为严峻的资金成本压力现状。

针对近期各主要寿险公司纷纷微幅下调结算利率,周光认为,从未趋势看,这并未从根本上缓解寿险公司面临的困境,寿险公司仍然难以在债券收益率曲线上找到合理的利润空间。

除非寿险公司万能险结算利率大幅下降至低于国债收益率的水平,否则寿险公司利润空间受到挤压的困境仍难以得到改善”,周光表示。

我们预计中国会计准则下寿险公司保费收入增长在 2008 年下半年将出现不同程度的放缓,而 2009 年上半年寿险公司保费收入有可能出现负增长”,周光表示。

华侨银行：货币政策转向

◎ 本报记者 石贝贝

就央行日前对贷款利率和存款准备金率之调整举措,新加坡华侨银行分析师谢栋铭 16 日表示,央行此次双剑齐发,超出了市场预期,显示了其支持经济增长的决心以及应对国际动荡的快速反应。不过也同时显示了央行货币政策态度的急转。

纵观央行的降息决议,谢栋铭认为可能有以下三个触发点。首先,雷曼兄弟宣布破产以及美林证券被美国银行收购揭示了已经爆发一年多的次贷危机并未结束,而金融领域的危机将继续对全球经济包括中国经济带来负面冲击。其次,中国 M2 货币供给量增速连续 3 个月保持下滑,并在 8 月下降至央行目标增速 16%。而 8 月通胀率快速下降,股市更是摇摇欲坠,因此央行也可能借此下调贷款利率以及存款准备金率的机会刺

激股市以及减轻企业的贷款压力。谢栋铭认为,中国央行此次态度的 180 度调头(在上调存款准备金率不到 3 个月内宣布下调存款准备金率)并非开创新例,澳洲央行在今年第一季度连续两次加息之后,在 9 月降息显示了其支持经济增长的决心以及应对国际动荡的共同难度。

对于上述货币政策的影响,谢栋铭认为,首先,货币政策的放松可能会对人民币短期走势带来负面冲击(人民币海外远期汇率兑美元汇率在中国降息之后小幅下滑)。第二,对中国股市可能会带来积极作用。但是对亚洲,全球股市乃至大宗商品市场可能会带来短期的负面冲击。中国作为亚洲经济增长的火车头,以及能源市场的牵引机,其经济预期出现动荡的话,将使得已经陷入困境的全球经济雪上加霜。第三,对亚洲发展中地区央行的决策将带来一定的压力。此次中国对货币政策采取的放松,也可能给亚洲发展中国家留下难题。

大盘新股对股指的冲击更多体现在心理层面

广发证券发展研究中心 姚力玮

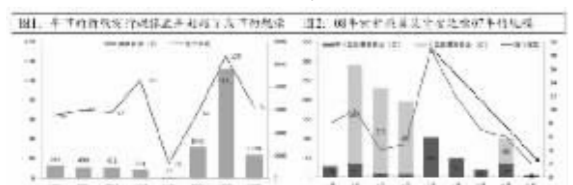
1. 大盘股上市对股指的冲击应该是存在的,但并不具备持续性,指数的涨跌与市场所处的环境有直接关系。从行为经济学的角度来看,利空和利好消息对市场的影响是不对称的。在熊市阶段,利空消息对市场的负面影响会被放大,这就出现了所谓的股指多日上涨不及其一日下跌的现象。同样,在熊市阶段发行新股对二级市场资金面的负面影响也会放大,因此市场人士将其作为近期股指调整的原因之一。根据历史数据统计,不管在牛市还是熊市阶段,超过 100 亿融资规模的新股在其上市当日股指下跌的概率较大,牛市阶段此概率为 65% (n=11/17),熊市阶段为 80% (n=8/10),但是就大盘股上市当周的数据来看,一周股指的波动与新股上市并无明显关系(表 1)。

年份	大盘股发行家数	上市当周股指上涨家数	上市当周股指下跌家数	上市当日股指上涨家数	上市当日股指下跌家数
2001	1	0	1	0	1
2002	2	1	1	1	1
2003	2	1	1	0	2
2006	5	4	1	3	2
2007	12	8	4	3	9
2008	5	1	4	0	5
牛市合计	17	12	5	6	11
熊市合计	10	3	7	2	8

数据来源:广发证券发展研究中心
注:1. 这里把 01 年至 05 年和 08 年定义为熊市时期,06 至 07 年定义为牛市时期。2. 根据 Wind 数据,04 和 05 年无融资规模超过 100 亿元的新股发行上市。

2. 大盘股上市对股指的冲击更多是体现在心理层面,而非实质性的影响。今年新股发行的规模并不大,只有 3 个超过 100 亿融资规模的新股上市,并且新股的平均收益率较去年大幅下滑,网上申购 1 次的平均收益率只有 0.098%。虽然新股收益已大不如前,但今年投资者对其的认可热情并无减退,这也许意味着投资者对新股有着一定偏好,新股上市并没有显著分流二级市场资金。下面具体展开:

首先,今年 1~9 月只有 3 家超过 100 亿融资规模的新股上市,从因果关系来讲,新股发行的节奏受制于股市调整,而非新股发行导致股指调整。历史上新股的发行规模与股指涨跌幅之间具有相关关系。熊市阶段(01~05 年和 08 年)新股发行的资金规模为 2969 亿元,牛市阶段(06~07 年)为 6113 亿,其中 07 年新股募集的资金总额(4771 亿)就大超越 6 年熊市阶段所募集的资金。新股的发行规模与速度受制于二级市场走势,在今年年初宏观经济前景并不十分明朗的情况下,新股仍然延续了去年的发行节奏,2 月和 3 月均有超过 200 亿的大盘股发行上市,但随着股指继续大幅调整,管理层严控发行节奏,使得今年 5 月之后 IPO 融资规模直线下降,且几乎没有大盘股上市。



数据来源:Wind,广发证券发展研究中心
注:这里把 01 年至 05 年和 08 年定义为熊市时期,06 至 07 年定义为牛市时期。

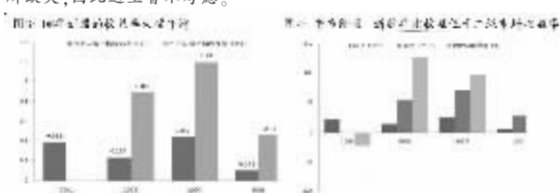
其次,今年新股的收益率大幅下降,分解为中签率和新股上市首日折价率均下降。按 1 年内申购 1 次新股来计算,今年网上申购新股的平均收益率只有 0.098%,去年达到 0.442%,即便 1 年内申购新股 60 次(一年 240 个工作日,资金冻结 4 天),08 年的年化平均收益率为 5.88%,仅略高于银行 1 年期存款利率,新股的高收益优势不再存在。但总的来看,新股申购确实具有收益稳定和风险低的优势,牛市时期(06~07 年)新股的网上申购中签率为 0.42%,熊市(01 和 08 年)为 0.33%,其上市首日网上申购平均收益率分别为 0.34%和 0.24%,年化平均收益率分别为 20.37%和 14.58%,均高于 1 年期的银行存款利率,但在牛市阶段则低于二级市场收益率 111.61%。

表 2: 一级市场与二级市场收益率比较

年份	网上申购平均收益率(%)	网下申购平均收益率(%)	年化收益率(网上)	年化收益率(网下)	指数年涨跌幅(%)
2001	0.388		23.28		-21.75
2006	0.237	0.89	14.22	53.4	126.55
2007	0.442	1.19	26.52	71.4	96.66
2008	0.098	0.46	5.88	27.6	-60.72
牛市均值	0.34	1.64	20.37	61.9	111.61
熊市均值	0.24	0.46	14.58	27.6	-41.24

数据来源:广发证券发展研究中心

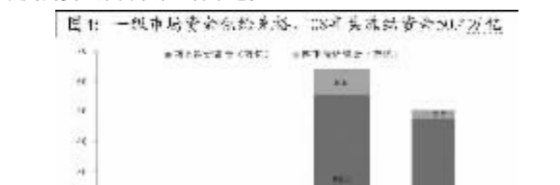
注:1. 这里把 01 年至 05 年和 08 年定义为熊市时期,06 至 07 年定义为牛市时期。2. 根据 Wind 数据,02 至 05 年新股申购的资金总额有所缺失,因此这里暂不考虑。



数据来源:广发证券发展研究中心

注:1. 这里把 01 年至 05 年和 08 年定义为熊市时期,06 至 07 年定义为牛市时期。2. 根据 Wind 数据,02 至 05 年新股申购的资金总额有所缺失,因此这里暂不考虑。

第三,虽然今年新股发行的规模不大,并且其平均收益率有所下滑,但投资者对新股的申购热情仍较高,这意味着投资者对新股有一定偏好,并且我们倾向于相信投资于新股认购的资金来自于场外资金。今年网上共冻结资金 47.5 万亿元,网下冻结资金 2.9 万亿元,共累计冻结 50.4 万亿元,虽然投资者对新股申购的热情相对 07 年(64 万亿元)有所下降,但是这仍处于历史高位(图 4)。新股的稳定收益和低风险优势吸引了大量的投资者,在 2007 年二级市场达到空前繁荣的情形下,新股认购总额仍高达 64 万亿元;而在股市大幅调整的 2008 年,新股认购总额却并无大幅缩减,这意味着投资者对新股具有一定的偏好,新股认购的资金来源有以下两种渠道:1. 用于新股认购的资金来自于场外,这意味着投资者投资于两个市场的资金分别有较稳定的比例,其中投资于二级市场的资金由于市场疲软而大幅减少,来源于对市场预期悲观。2. 用于新股认购的资金来自于二级市场股票抛售,根源也是对二级市场的预期悲观。鉴于今年新股收益较去年大幅下滑,并且一级市场收益无法弥补二级市场抛售股票所带来的损失,因此我们倾向于相信投资于新股认购的资金来自于第一种渠道。



数据来源:Wind,广发证券发展研究中心

注:1. 这里把 01 年至 05 年和 08 年定义为熊市时期,06 至 07 年定义为牛市时期。2. 根据 Wind 数据,02 至 05 年新股申购的资金总额有所缺失,因此这里暂不考虑。

综上所述,我们并不能得到新股发行分流二级市场资金,因而导致股指调整的结论。目前二级市场资金面确实面临一定的压力,在缺乏更多投资渠道的情况下,投资者对二级市场的预期悲观导致其更愿意把资金放在风险较小的新股认购和银行储蓄上,因此这是目前导致二级市场资金供给不足的关键原因。另外,限售股的解禁也加大了这方面的资金压力。要解决这个问题的关键是增强投资者的信心,比如:政府出台实质性的刺激经济增长方案等。优质的新股上市是整个股票市场持续焕发活力的源泉,今年上市新股的中期净利润同比增长 47%,大幅超越了整体 A 股的业绩,因此从客观上来讲,我们可以以开放的心态来接受具有投资价值的新股发行。

业内动态

摩根大通:“两率”下调或启系列从宽政策序幕

◎ 本报记者 石贝贝

对于央行下调基准贷款利率和金融机构人民币存款准备金率等政策,摩根大通中国首席经济学家龚方雄 16 日表示,此举目的在与保持经济“平稳快速”增长。但值得注意的是,央行并未提及任何“从紧措施”,这是自去年年底以来的首次。龚方雄认为,这是未来央行将会进一步放松货币政策的强烈信号。

龚方雄说,此次贷款利率的下调有点出乎意料,存款准备金率的下调也稍微早于他之前的预期。然而,对于经济增长的忧虑加剧,以及通胀压力放缓等使得政府将采取更为宽松的政策立场。目前利率下调等措施将会是一连串的政策开始。尤其是上周末美国金融行业的最新发展引发的全球金融市场动荡加剧,这使得中国央行更加察觉到中国经济增长的风险已大幅增加。

对于为何对商业银行存款准备金率实行区别对待,龚方雄表示,由于以往上调存款准备金率已使中小银行的日常业务受到限制,这次的存款准备金率下调 100 个基点对放宽这些中小银行的流动性而言,意义更为重大。另一方面,由于大型银行的贷款与存款比率较低,因此近期的存款准备金率上调应该还没有对这些银行的流动性产生有效的抑制作用。

山东省城商行合作联盟挂牌

◎ 本报记者 邹舰

9 月 16 日,山东省城商行合作联盟在济南宣布挂牌成立。山东 14 家城市商业银行在保持现有法人地位不变的情况下,走出了城商行区域整合的“第三条道路”。

随着安徽、江苏、吉林等省区陆续完成城商行合并重组,山东省政府明确表示山东不适合走全省统一法人的联合重组道路,支持城商行在保持现有法人资格的前提下,按照自愿和市场原则,组建统一的“后方服务支持平台”。

2008 年 3 月 6 日,银监会正式批准同意筹建山东省城市商业银行合作联盟有限责任公司。由参与合作联盟的 14 家城市商业银行等出资 1000 万元,作为合作联盟的注册资本,主要用于建设统一的 IT 合作平台。

据悉,合作联盟成立后将主要从事银行 IT 系统和产品的开发和数据运营维护、支付结算及业务运营平台服务、金融产品研发以及信息咨询等业务。

山东银监局局长周志明表示,合作联盟不是管理性机构,不具有管理职能,不直接参与成员单位的业务运营和管理,但合作联盟作为入股银行的代理人,将负责统一协调对外关系,维护成员单位的合法权益。”

金港信托获大宗交易系统合格投资者资质

◎ 本报记者 但有为

记者 16 日从金港信托获悉,经上海证券交易所评定,金港信托近日获得“大宗交易系统合格投资者”资格证书,成为目前中国信托业中为数不多取得该项资质的信托公司之一。

大宗交易系统专场业务是指由股份持有者发出出售需求,或股份购买者发起购买需求,经委托为其提供公开发售、配售或购买等相关服务的会员单位向交易所提出申请,由该所组织专场,相关会员和合格投资者作为响应者参加,通过本所大宗交易系统采取协商、询价、投标等方式确定成交,并由中国证券登记结算有限责任公司完成结算的业务。

据了解,目前大宗交易系统实行准入制度,只有交易所具有自营和客户资产管理业务资格的会员和合格投资者可直接参与大宗交易系统专场业务,其他投资者以委托会员的方式参与。

银行从业人员资格考试报名突破 50 万

近日,中国银行业协会对外公布,2008 年下半年银行业从业人员资格认证考试于 2008 年 8 月 15 日正式开始报名。据悉,此次考试报名人数将突破 50 万人,并且也将成为迄今为止我国规模最大的计算机化考试。此次银行资格考试率先使用计算机考试系统,可谓计算机化考试的一次“大阅兵”。

银行从业人员资格认证考试的最大规模应用,成为考试无纸化、评分系统化和流水线化的考试变革的标志性事件,系统化、公正化的考试新模式正在悄然来临。

近日,中国银行业协会对外公布,2008 年下半年银行从业人员资格认证考试正式开始报名。据悉,这次考试报名人数将突破 50 万人,从而再次刷新银行从业人员资格考试的记录。(宗禾)

(宗禾)