



花开花谢之九：过渡期的守望和汗水

——写在农行上市之前

发布日期：2010年7月14日

分析师：魏凤春 010-85130308 执业证书编号：S0640207100074

王 洋 010-85130386 执业证书编号：S1440110040076

信息或事件：

- 5月到6月，银行资金面极度紧张。
- 6月18日，400亿中行可转债挂牌首日遭破发。
- 6月28日，信达变身股份公司，将模仿工行、农行，挂账损失以“共管账户”的方式完成财务重组。
- 6月29日，农行确定首发价区间2.52-2.68元/股，远低于预期，但当日上证指数仍然大跌108点。
- 7月15日，农行上市。是最后一只靴子还是最后一根稻草？

第九部分：花开花谢之过渡期的守望和汗水

农行还未上市，已经对市场产生了极大的影响。不断的有各种小道消息传播，都造成了市场的波动。即使往常不关心银行的人，此刻也不能置身事外。是否仅仅因为这将是一次规模较大的IPO？显然不是，应当是更多的代表了市场对整个银行业的看法。

最近的银行业，也一改往日的低调表现，出现了一些看似预期之外实则早已注定的现象。

5月到6月，银行资金面出现了极度紧张的状况，有的银行已经到了男女老幼齐上阵去拉存款的地步。存款是想拉就能拉来的吗？只要学过货币银行学，我们都知道，如果没有贷款、外汇占款和发行货币三个渠道的货币创造的大幅提高，整体上就没有存款的大量增加。人民银行刚刚公布的上半年金融数据显示，6月末广义货币(M2)同比增长18.5%，增幅比上月和上年末分别低2.5和9.2个百分点。银行揽储大战升温，出现所谓800万存款一天利息3万的怪现象也就不足为奇了。

银行是货币创造者，是经济体中的流动性的注入者，在2009年投放了近十万亿的贷款，把一度低迷的房地产市场拉出沼泽，然后推动房价火箭攀升，怎么自身也遇到流动性问题了呢？这就对了！资金如此紧张，正是因为货币如此廉价。2009年的过度信贷使得银行提前一年遭遇流动性约束，银行现在正在自食其果。银监会要求的75%的存贷比，央行三次提高准备金率和发行央票回笼货币的紧缩政策，都只是催化剂。

这样我们也就理解了为什么银行再融资规模和压力屡屡超出预期。

不是农行一家在战斗，是整个银行业在战斗。中行、建行、工行都接连更改了再融资计划，扩大了融资规模。但不幸的是，中行可转债上市首日即遭破发。



那么农行上市，将是市场的最后一只靴子还是最后一根稻草？

恐怕从微观和时点上看银行，很难看的清楚，很难回答诸如在中国银行业饱受质疑的时候，建行上市接近 2 倍的 PB 却引发一场关于是否贱卖国有金融资产的大争论，而如今银行业包括农行都表现出了连续几年的优良业绩，1.6 倍的 PB 却遭遇尴尬的悖论；也很难说服别人，随着一些具体政策的陆续出台，银行的信贷风险是存在还是不存在，是得到了控制还是已经化解，抑或日益严重？

如何解决观点分歧和观点变化的难题？分析的视角应该更广阔一些。

农行上市是国有银行股份制改革的收官之作。我们也注意到，最近，十年之前为实现银行重组剥离不良资产成立的四家资产管理公司之一的信达公司终于迈出股份制改革的实质步伐，并开始业务和机制的转型，这是另一个国有银行改革落幕的标志。这个消息，也包括十年之前金融资产管理公司向四大商业银行发行的金融债陆续到期并再度延期十年的通知，使部分人重新注意到了国有银行改制的成本。尚未覆盖的损失如此巨大，给商业银行近年来的绩效光环涂上一层阴影。

应当从宏观和周期视角看银行。十年轮回。此时是一个需要阶段性总结银行业改革和发展的时刻。2009 年应对金融危机的近十万亿信贷投放，强化了这种认识的迫切性。

不仅需要重新认识银行，她所处的位置和角色的变化，也需要判断过度刺激和廉价货币导致的宏观经济后果及其对市场的影响。

正如我们《花开花谢之一》就指出的，经济进入过渡期是我们投资的大背景。

过渡期来临的时候，需要等待和守望。

守望是一种守卫与渴望。

实现美好的希望，需要付出汗水。

现在就是付出汗水的时候了。银行的融资，就是过渡期的一种积极准备。从这个意义上说，农行的上市，远非最后一只靴子，但也并非最后一根稻草。不管愿意与否，过渡期将直面和处理过度刺激政策的后遗症，并付出代价。

请关注我们即将于 15 日在西安中期策略会上推出的报告《2012：廉价货币的经济后果》。

（未完待续）



分析师介绍

魏凤春：南开大学经济学博士，清华大学管理科学与工程博士后，首席宏观分析师。致力于在周期波动的框架内解构宏观经济的运行，将中国经济看作一份资产，通过资本资产定价的方式来确定其价值与风险。2009 年《证券市场周刊》“远见杯”宏观季度数据预测第二名。

王洋：南开大学经济学博士，宏观经济分析师。主要研究领域：货币和流动性，致力于从经济主体间的收益-风险博弈和货币资金流动考察经济运行和政策走向。

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 社保基金销售经理

基金研究服务

彭砚苹 (010) 85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张 博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨 明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱 律 (010) 85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 (021) 68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任 威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张 娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

周 李 (0755) 23942904 zhouli@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

地址

北京 中信建投证券研究发展部

上海 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

中国 上海 200120

朝内大街 188 号 4 楼

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8610) 8513-0588

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8610) 6518-0322

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。