

Companies

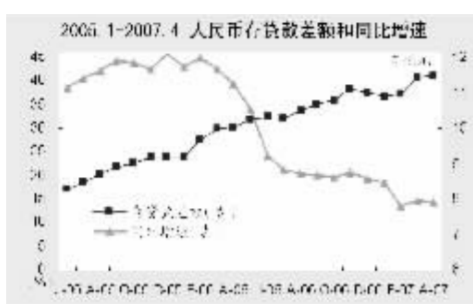
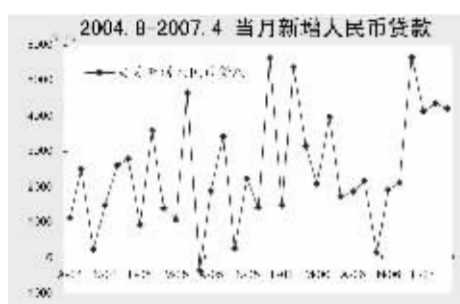
中国人民银行决定,从2007年5月19日起,上调金融机构人民币存贷款基准利率,金融机构一年期存款基准利率上调0.27个百分点,一年期贷款基准利率上调0.18个百分点;其他各档次存贷款基准利率也相应调整。个人住房公积金贷款利率相应上调0.09个百分点;自5月21日起银行间即期外汇市场人民币兑美元汇率交易价浮动幅度由千分之三扩大至千分之五;从2007年6月5日起,上调存款类金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点等三项货币政策。

加息了! 三大利率敏感行业影响几何

银行业 >>>

<<< 房地产

上市银行净利润静态影响不超过5%



□国信证券研究所 朱琰 李珊珊

流动性趋紧, 但不会明显影响银行经营

此次上调后金融机构法定存款准备金率已达11.5%,将再次一次性冻结流动性约1700亿元。3月末,金融机构超额存款准备金率为2.87%,同比降低0.11个百分点。其中中国有商业银行超额存款准备金率为2.47%,股份制商业银行为2.79%,再加上4至5月份3次共上调1.5个百分点,预计目前商业银行整体上的超额准备金率在1%左右。不过,预计上市银行尤其是股份制银行目前的超额准备金率高于平均水平。目前的超额准备金率已经低于正常的水平,但是即使部分商业银行短期已经出现了流动性紧张,并不会对经营产生明显影响。

收缩利差有利于抑制过度放贷冲动

活期存款利率不变,一年期定期存款基准利率上调幅度高于一年期贷款基准利率上调幅度,这使得商业银行利差收窄,同时活期存款占比高的银行所受影响相对小一些。存款利率上调随着期限的延长而增加,其中五年期定期存款基准利率上调0.54个百分点,而五年以上贷款利率上调仅提高了0.09个百分点,这样对于中长期定期存款,以及长期贷款占比相对较高的银行尤为不利。不过,五年期以上定期存款占比一般较低,几家上市银行均不足1%。另外,由于商业银行普遍存在短存长贷的现象,导致资产负债结构不匹配,此次大幅提高长期存款利率,有利于引导存款流向长期,从而有利于商业银行资产负债结构的改善。

对上市银行盈利静态负面影响不超过5%

本次存贷款利率上调幅度与期限挂钩,决定了存贷款结构直接决定对净利息收入所受

影响程度。使用上市银行2006年年报数据进行分析,折成年度化影响,可以发现招商银行、浦发银行2006年盈利所受影响较少,这是因为招商银行的活期存款占比最高,达到52.95%,同时5年以上的长期贷款占比远低于其他银行,这使得招行净利息收入反而而小幅提升0.31%。浦发银行由于活期存款占比也比较高,同时5年期以上长期贷款占比也低于招行以外的其他几家银行,所受影响也较小。而民生银行由于长期贷款占比比较高,同时活期存款占比低,净利润有3.86%的负面影响。工行虽然活期存款占比也比较高,但是由于存贷比较低,同时长期贷款占比也较高,导致利息支出增加的较多,净利润有3.89%的负面影响。中行境内和兴业银行2006年盈利的年度化影响分别为-0.72%和-1.72%。不过由于数据不可获,在分析中使用5年以上到期的长期贷款替代5年期以上长期贷款,使用5年到期的定期存款替代5年期定期存款,所以低估了长期贷款和5年期定期存款的占比,而由于长期贷款利率提升幅度低于中短期,长期存款利率提升幅度高于中短期,这种算法实际上高估了净利息收入的增加。另外,取5年期以下各期定期存款上幅的算术平均估算利息支出的增加,也会与实际有偏差。预计考虑到这些因素后,对上市银行盈利的静态影响应该不超过5%。

提高债券投资的机会成本

由于债券交易价格下跌将会降低银行的交易类和待出售债券等债券投资组合的市值,导致公允价值负向变动。对于持有到期的债券来说,虽然收益率不会发生变动,但是,增加了债券投资的机会成本。其中,工行和中行2006年底的债券投资占资产比最高,达38.02%和35.29%,不过其中交易类债券占比较低;而浦发银行2006年虽然债券占比较低,只有13.64%,但是由于交易性债券投资占资产比高达7.11%,所受影响可能相对较大。

利差仍然在扩大

□安信证券 高源

在多次准备金率调整之后,上市银行超额准备金率已经明显下降,这意味着同等程度的准备金率调整,将对银行资金面产生较之以往更大的压力;实际的加息力度低于预期,而且可以发现,银行的实际基准利率依然在扩大!

由于本次加息后一年期以上银行存款利率上升幅度均超过18个基点,普遍的误解是银行利差因此将缩小,其实不然!

重估其中,银行负债方的一个重要变化是银行存款的活期化,合理的解释是银行中长期存款首先流向短期存款,继而向其他资产流动。而如此之高的一年期以下存款比例,导致商业银行的存贷利差(平均存款利率减去平均贷款利率)在本次加息后不降反升。典型的例子是活期存款比例最高的招商银行,利差扩大接近9个基点。从一个更严格的角度考察银行的净息差,上市银行的息差升降各异,两个决定性的因素是活期存款的比例和贷存比。工行和中行由于整体贷存比不高而导致息差的缩小。

上市银行经营的三个投资组合

银行的贷款组合——贷款中长期化速度放缓

几乎从可观测到的数据开始,即在过去的十多年中,中国商业银行的中长期信贷投放速度始终高于平均贷款增速,这意味着中长期贷款的占比在显著增长。

之前的几次加息扩大了银行中长期贷款与短期贷款利率差别,因而预测贷款中长期化趋势加剧。一季度银行的信贷投放情况与预测相一致,比较突出的例子是兴业银行,中

长期贷款在新增贷款中的占比预计超过100%。

这种资产结构的内部调整,是银行应对利率政策的主要措施。本次加息后,5年期以上贷款吸引力减弱,这或将有助于缓解贷款的加速中长期化。

银行的资产组合——近期将向债券投资有所倾斜

一季度银行一年期加权贷款利率出现下跌,这足以证明同期贷款的大力投放主要来自商业银行主动的信贷创造,这极有可能是出于商业银行对调控政策的预期,对上市银行的调研也印证了这一推断。

商业银行在一季度加速放贷后,无论是出于主动收缩或被动调控,在二季度未开始,都将看到贷款增速的整体回落。显而易见,年初以来始终低迷的债券市场将由于贷款增速的放缓而上涨。

投资者的资产组合——存款的吸引力增强

本轮资产重估开始,储蓄存款的流失是相当明显的现象,这意味着存款相比较股市、楼市等其他潜在投资对象,对投资者吸引力的减弱。

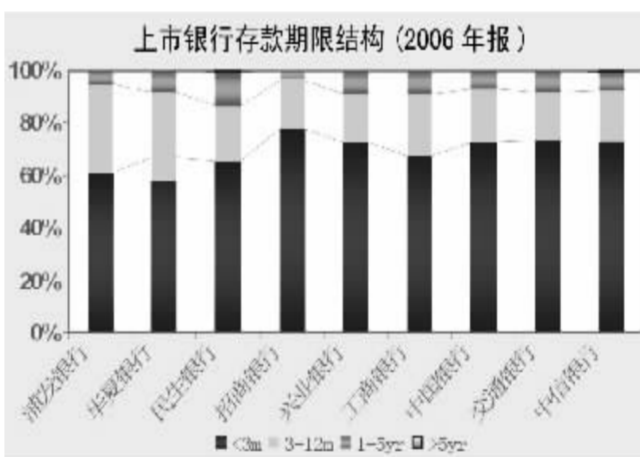
提高存款利率,包括之前市场上对取消利息税的传闻,本质都是希望提高存款这一投资标的的回报率,以吸引投资者更高的资产配置比例。

比较几个主要投资对象的回报率,一年期存款吸引力在考虑本次加息之后增强,这有可能引起储蓄存款(向商业银行)的回流,从而加重银行的负债方(成本)压力。

“好消息”是,如果考虑到二季度未开始,由于商业银行主动信贷投放的减弱,

资产重估进入一个短暂的调整期,股市、债市等的潜在回报率(即相对于存款投资的吸引力)将有所回升。

(本版制图 郭晨凯)



保险业 >>>

保险行业受益于加息周期

□平安证券 邵子钦 董成敏

中国步入加息周期。自2004年10月29日第一次加息以来,央行根据经济总体内外均衡的需要,已对存贷款利率做了五次调整(不包括2005年3月17日上调住房贷款利率)。中国存在加息的必要性。

降低存量债权投资回报率

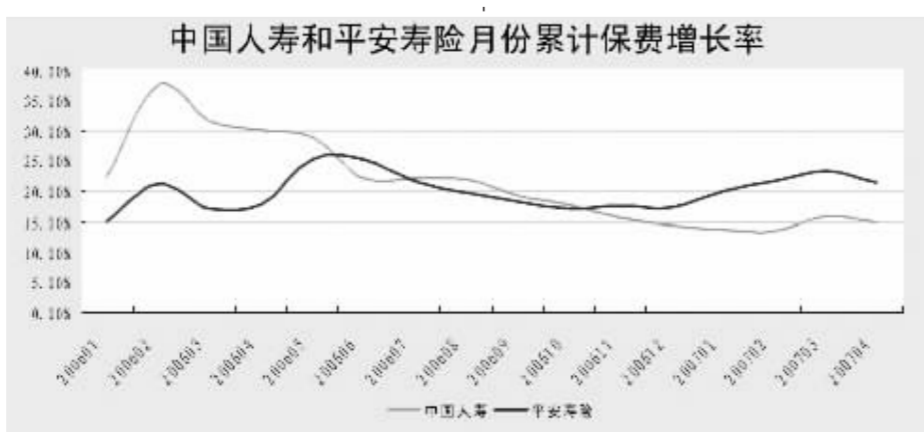
中国人寿和中国平安的投资组合中,债权型投资比重分别占到了52.11%和65.91%。在新会计准则下,金融工具投资主要可以分为四类,分别为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、持有至到期投资、贷款和应收款项和可供出售金融资产。针对持有至到期投资,由于以摊余成本入账,因此,公允价值变动对财务报表没有影响。而如果分别从浮动利率债权和固定利率债权角度看这类投资资产,利率提高使得固定利率债权投资承受不能分享加息好处的机会成本,浮动利率债权则能随着利率水平的提高获得更高的投资回报。中国人寿和中国平安债权投资中,浮动利率部分分别占5.93%和6.01%,比重较低,使得二者总体上是丧失了分享加息好处的机会。其中,中国人寿持有到期债券占债权型投资比重为49.33%,低于中国平安的63.17%,因此,加息造成中国平安的机会损失要大于中国人寿;针对公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和可供出售金融资产,由于利率提高使得债券价格下降,这两类债权投资将因为公允价值的波动而减少投资回报。其中,中国人寿这两类资产占债权型投资比重为50.67%,高于中国平安的36.83%,因此,加息造成中国人寿的公允价值变动损益减少幅度大于中国平安。综合来看,在不考虑机会损失的情况下,加息造成现有的存量债权投资回报率下降,而且中国

人寿下降幅度大于中国平安。

不会明显妨碍保险业务扩展

目前,我国监管层规定的保险公司预定利率不得超过2.5%,但随着利率水平的逐渐走高,将导致2.5%的预定利率不能满足保户的要求,从而妨碍保险业务的扩展,甚至引发保户退保转向购买其他理财产品。因此,监管层有可能在市场条件充分的情况下提高预定利率的上限,紧跟着各保险公司承诺的保单回报率也将提升。在目前相对较低利率基准上,稍微的加息并不可能导致退保率的大幅度增加,也不足以构成立即提高预定利率上限的充分条件。

以长远的眼光看保险股,加息绝对构成利好因素。因为新增债权投资和再投资最终将把现有存量债权投资比重逐渐稀释,最终化解为零。个股比较表明,加息对中国平安的利好程度大于中国人寿。基于对中国保险行业进入上升周期的判断,以及中国逐渐步入加息周期、长期国债收益率曲线上翘的预期,和保险资金投资渠道日益多元化等政策性利好,2007年两大保险公司业绩仍能维持较快增长速度。



持续加息才能明显提升估值

□中金研究部 周光

总的来说,加息对保险公司是利好,但只有进入持续而逐步的加息周期才能显著提升估值。

保险公司受益于持续的加息周期的原因在于:加息不仅能增加保险公司存款和债券的利息和股息收入,更重要的是,寿险公司可以据此来提高未来投资收益率的假设,从而大幅提升其内含价值和评估价值。当然,加息是利好的前提,股市不会因此大跌,并且保单的销售不会因为加息而受到明显负面影响。

保险公司的银行存款多为5年期大额协议存款。这些存款的利率大都是浮动的,会随着基准利率的上升而同幅度自动上升。中国人寿、中国平安、中国人保和中保国际的银行存款占总投资资产的比例在15%至25%之间。而预计此次加息将给各家保险公司带来额外的利息收入两千万至六亿元不等。

债券尤其是中长期债券,是保险公司

最重要的投资。中国人寿和中国平安的债券投资占总投资资产的一半以上。由于受加息预期和CPI高涨的影响,过去两个月里中国收益率曲线有了较为明显的提升,如10年期国债收益率已由3月16日的3.21%上升了19bp至5月18日的3.50%。

中国已决定大力发展债券市场,债券发行量在可预见的将来会逐步扩大,因此中长期债券收益率将能获得提升。这对提升保险公司的投资收益率将起到重大的推动作用。但就短期盈利而言,提升的债券收益率所带来的额外利润贡献很有限,因为只有新增的债券才能享受更高的收益率,而已有的巨额存量债券的收益率已经被锁定。

非常重要的一点是,此次加息将不会明显降低寿险保单的吸引力。如果加息的幅度很大,速度很快,将会明显降低寿险保单的吸引力,因为寿险保单定价利率(即返还给投保人的投资收益率)的上升速度将赶不上加息的速度。但是小幅和逐步的加息将不会明显降低寿险保单的吸引力。

此次加息后一年期定期存款的利率为3.06%,扣除利息税后实际利率为2.448%,看起来已非常接近监管层规定的2.50%的定价利率上限。但目前中国人寿和平安寿险主要的销售品种(分红保险和万能保险)的实际返还利率在3.50%左右,仍显著高于此次加息后的实际利率。从这个角度来说,不承担寿险保费的增长速度会因为此次加息而受到很大的负面影响。加息对财产险保费几乎不产生任何负面影响。

另外,股市火爆的资金分流作用对寿险销售的负面影响看来也比较轻微。今年前四个月,中国人寿的保费收入同比增长15.0%,高于2006年全年的14.4%。而今年同期平安寿险21.4%的增长率也高于其去年全年的17.2%。

利息增加仅占去年平均业绩2.05%

□国信证券 方焱

这次加息的一个明显的特点是存款利率上调的幅度大于贷款利率上调的幅度,个人住房贷款利率将由原来的6.04%上升到6.12%,仅上升8个基点,幅度大大低于其它贷款的上调幅度,住房消费成本增加非常有限。

总体影响有限

(1) 每平方米开发成本增加不到1个百分点,影响很小。

(2) 对房地产消费有一定影响,总体看心理影响大于实际影响,月按揭还款平均支出增长0.6%,影响较小。按平均按揭20年算,月还款平均支出增长0.5%,总体对房地产消费影响较小,但从2004年第一次加息算起,月还款累计增长9.2%。

对平均业绩影响较小

加息使房地产板块平均每股利息支出增加0.0042元,占2006年板块平均业绩的2.05%,对房地产板块业绩影响很小。房地产上市公司虽然整体负债率较高,但扣除预收款和应付款等,核心负债率并非像大多数人想象的那样高,2006年房地产板块长期贷款合计约1400亿元,核心负债率在50%以下,考虑2007年贷款适度增长(如增长20%),则因贷款加息18个基点,房地产板块将多支付贷款利息3.02亿元,相当于每股利息支出增加0.0042元,占地产板块2006年平均业绩(0.206元/股)的2.05%,可见这次加息对房地产板块业绩影响很小。

加息对绩优上市公司的影响较小,对绩差上市公司的影响较大。统计了各房地产上市公司2006年底长期贷款,通过分析,此次加息后,每股利息支出增长较大的是绩差公司,而像万科之类的公司,加息18个基点只增加利息2892万元,每股利息支出增加占2006年EPS只有0.9%。

财务费用提高 融资能力重要性显现

□长江证券 苏雪晶

房地产企业融资能力凸显

加息直接增加开发商的财务成本,开发商的开发贷款期限一般为一年至三年,加息幅度导致房地产上市公司的财务费用提高,影响净利润。虽然地产公司的盈利减少并不明显,但对于一些资金链紧张、开发能力低下的小企业来说无疑是雪上加霜;它们与一些大地产商的合并、合作将越来越多地出现。

由于2006年银监会曾出台了进一步加强房地产信贷管理的通知,对于房地产开发贷款的发放作了进一步说明限制,从年初以来,商业银行对房地产开发贷款有所收缩,一些资质较差、信用较差的房地产开发企业贷款的难度大大增加。根据数据,1至4月份,全国完成房地产开发投资5265亿元,房地产开发企业资金来源中国内贷款增长26.8%,利用外资增长91.7%,企业自筹增长25.7%。通过数据可以观察到房地产企业开始注重多种渠道融资,特别是外资增长比例在大幅度提高。优秀企业将在保证自身资金安全的情况下,加快整合行业的速度,房地产企业融资能力重要性将进一步显现。

加息不能改变行业长期发展趋势

房地产行业持续发展良好,加息和政策调控都不会改变长期趋势。国家统计局18日发布的报告显示,1至4月份全国房地产开发投资同比增长27.4%,增速比1至3月份加快0.5个百分点,比去年同期加快6.1个百分点。1至4月份,全国房地产开发企业土地开发面积7615万平方米,同比增长4.6%;房屋施工面积14.26亿平方米,同比增长21.3%。4月份国房景气指数为102.65点,比3月份上升1.43点,比去年同期上升1.04点。在行业供求关系没有发生根本改变的情况下,房地产价格仍会坚挺,行业持续发展仍旧良好。加息和政策调控都只是影响行业发展因素之一,只会影响短期波动,不会改变长期趋势。

加息影响一直是市场对地产股担忧之一,但利率提升的心理影响将远远大于实际影响,更多的是对心理预期有一定干扰。但城镇化、家庭成员规模的缩小,住宅消费升级等因素将导致未来房地产实际需求不会降低。