

加息PK升值:金融地产价值提升

从中长期角度来看,我们认为中国进入了加息周期,但是同前期美联储的持续大幅加息周期不同,这种加息周期将更为缓慢,幅度也更为有限。从存款和贷款利率角度看,我们认为未来中国存在50-80个基点左右的加息空间,如果每次加息27个基点,则累计有2-3次加息。我们认为加息后的必然结果是升值进程的加快和流动性控制难度的加大,同时导致国内产业调整的难度也有所上升。行业配置上,我们继续看好金融地产等战略性资产,并看好医药、信息技术、化肥等行业。

国金证券研究所

■加息空间 未来可能上调2~3次利率

从国际范围来看,中国目前的存贷款利率是较低的,但在资本项目管制和人民币尚未达到均衡汇率的背景下,国内外利率存在着一定的割裂性,国内加息可能更多的要考虑国内经济的实际情况。

从贷款利率来看,1998年以来工业企业利润率走出低谷后不断上行,税前利润率与息税前利润率2006年底已经分别达到6.6%与7.6%的水平,而一年期贷款利率为6.39%,与企业总资产的盈利水平还有一定差距,相对于企业良好的盈利水平而言,贷款利率较低客观上起到了鼓励企业持续投资的效果,因此上调贷款利率是存在一定必要的。同时,由于目前经济增长中的问题主要体现在高耗能的重工业增长偏快,而重工业一般都是资金密集型产业,因此,适度提高目前的贷款利率也是有必要的。

考虑到目前企业的盈利

状况正处于历史上最好的时期,我们假设未来工业企业利润率能在7%水平持续一段时期,则贷款利率未来存在着50-80个基点的上升空间。

而从存款利率来看,我们预计年内的CPI涨幅在3%左右,而目前的存款利率税前为2.79%,税后则为2.23%,如果考虑利息税后可能的免除,则要保持正的实际存款利率,则存款利率上升空间为50个基点左右,如果不考虑利息税的免除,则要上升80个基点左右。

我们并不认为中央银行应该把资产市场作为重要调控对象,但对于资本市场而言,最合适的货币政策应该是中性的,即:既不支持也不压制资本市场发展。

对于目前为负值的实际存款利率,其客观上确实有鼓励资金流入目前已经具有“过热”嫌疑的资本市场,因此,如果货币政策要回到中性水平,货币当局存在一

定的加息空间。

综合上述两方面分析,我们认为在目前经济增长存在着从“偏快”向“过热”转移以及实际存款利率为负客观上支持了资产价格膨胀的情况下,目前国内市场的存款利率存在一定的上调空间,在国内工业企业利润率保持7%和国际市场利率水平稳定的背景下,国内货币当局在加息空间在50-80个基点左右,或者说,在每次加息27个基点的情况下,未来一段时间央行存在着上调2-3次利率的可能。

如果从利率上升的中长期趋势来看,我们可以认为中国进入了一个加息周期,但是这种加息周期同美联储刚刚结束的连续加息的周期存在一定区别,我们的利率调整可能是非常缓慢的,其上升幅度应该是相对较小的,原因除了存款利率的调整存在如上所述的内在外在限制外,同时还受到下面一些因素的制约。

■行业影响

人民币升值有利于房地产

加息会增大开发商的经营成本,并对下游终端需求形成一定抑制,从这个角度来看,加息对房地产行业存在一定负面影响。但是由于目前国内对房地产市场的需求主要来自城镇化进程、拆迁、改善住房和投资需求,前面两种需求是最主要的需求,而且具有相当刚性,因此,加息对房地产市场的需求抑制作用非常有限。所以,从最近几次的加息来看,我们看到的也是土地交易价格的持续上涨,和房地产投资的平稳增长。

当然,土地和房地产价格的上升也受到了来自于升值的推动。虽然国家在外资直接购买房产方面进行了限制,但对于外资进入房地产市场的供给层面却限制甚少,这其实增大了外资对国内土地市场的需求,从而从根本上提高了国内房地产市场的价格。

当然,我们依然认为在升值预期下,外资的进入表

面上看导致国内土地价格和房地产市场价格上涨,而国内城市化进程的推进、拆迁形成的需求、改善住房的需求和投资需求才是本轮房地产市场价格上涨的根本原因。

但考虑到国际资本的庞大性和人民币升值的长期性,我们认为外资进入国内土地市场对其形成的拉动作用是持续性的,而且在特定条件下,对土地和房地产市场的价格的影响也是非常重大的(日本在升值时期所出现的土地和房价快速上升的事实说明了这一点)。

因此,综合考虑加息和升值对房地产市场的影响,从最保守观点看,对房地产市场的影响也是中性的,如果考虑到加息幅度和次数相对有限,而人民币升值的过程可能更为长久,幅度也更为宽广,我们更倾向于认为,加息和升值对房地产行业的综合影响更趋于正面。

加息会不断扩大存贷利差

从国内的历次加息政策来看,一般而言加息会扩大银行利差,这主要是因为活期存款利率保持稳定所致。我们认为,这从一个侧面体现了目前管理层对银行利益的保护,在银行业的改制尚未完成,开放对国内银行业的影响尚未取得正式评估前,我们认为,管理层对银行业的“关怀”可能还会继续。

但是,加息同时也会对银行体系的放款规模形成一定抑制,主要是会受到企业对贷款需求可能减小抑制。但在目前工业企业平均利润率保持7%作用的情况下,这种抑制作用是较弱的,在目前环境下,我们认为管理层对信贷规模的控制可能更值得关注。

在2006年两次加息后,国内股份制商业银行的利润都出现了快速增长局面,这说明在目前企业盈利

情况和存款利率下,小幅加息对银行的利润影响较弱。

而从升值角度考察,由于升值会对土地和房产价格形成正面影响,而房地产又是银行放款的最主要的抵押资产;同时考虑到目前国内流动性结构膨胀的背景,升值对国内资产总体的重估影响,因此,我们认为资产价格的膨胀还会继续。

因此,银行的抵押品价值都将保持上升态势,在这种情况下,我们认为升值对银行存在一定的正面影响。综合考虑加息和升值对银行的影响,在加息次数和幅度有限而人民币中长期仍保持升值的态势下,我们认为这两个事件对银行行业的综合影响应该是偏正面的。

而对于证券、保险等非银行金融业,我们也基本持同样看法,即有限的几次加息和人民币中长期升值相比,对这两个行业的综合影响也是偏正面的。

■他山之石

美国股市经验

而从美国市场的经验来看,在2004年6月-2006年6月的加息周期中,我们也发现美元指数在经济强劲增长的带动下也出现过一波上涨行情。在加息和升值的双重约束下,我们发现美国股市也出现了一波牛市行情,而且金融地产股都有所表现,但是地产股的表现更为优异。

因此,在经济强劲增长的背景下,加息和升值对经济负面影响都是相对有限的,尤其是在加息和升值的初期和中期。美国股市金融股表现并不能代表中国金融股在加息和升值周期中的表现,中国加息周期中利差的扩大、升值过程中中介业务的扩展、股指期货的推出、混业经营的放松、两税合一的实施等等将在近期和中期提升金融股的价值。

■投资建议

增持金融地产

2006年年报和1季度季报的超预期表现有效地缓解了市场对前期估值过高的担忧,市场在流动性结构膨胀的推动下继续创出新高。我们认为,经济将在2季度继续维持强劲表现,而流动性结构膨胀的局面仍然会继续(即使央行上调存款准备金率或者加息),基于此,我们继续维持2季度策略报告的观点,即:大盘将继续保持震荡向上态势。

从行业配置建议上,我们仍然维持在2季度策略报告中的观点,即继续增持金融地产等战略性资产,并看好医药、信息技术、化肥等行业。

同时,我们也注意到1季度度产过剩行业景气回升速度较快,尤其是钢铁、有色、化工、电力、石油加工及炼焦、建材等行业,而在2季度GDP数据公布后,管理层对高耗能行业的控制将日益严格,预计相关政策的落实力度将明显增大,节能技术行业的投资机会正在降临。采用先进节能工艺降低明显成本的上市公司,提供节能型设备的上市公司,生产节能型消费品的上市公司,开发替代燃料的上市公司等上市公司的投资性机会值得关注。

■加息后果 升值加快和流动性过剩加大

虽然加息可以对内部经济的持续健康增长产生一定的促进作用,但是在外部市场尤其是美联储利率依然保持稳定的情况下,国内的加息无疑会缩小中国同外部市场的利率差,从而为套利性资金提供动力。

在人民币升值预期的引导下,外汇大量流入,外汇占款增量占基础货币的增量已经超过了100%,意味着货币当局目前发行的货币都是通过外汇占款投放的,如果中美利差进一步缩小,我们相信这种现象将越来越严重。

而要缓解这种局面只能通过两种手段来降低升值预期,或者降低经济增速或者加快升值,显然适度加快升值更易操作和可控,因此,我

们认为,在加息导致中美利差缩小的背景下,加快升值可能将是必然的结果。

虽然投放出去的基础货币,央行可以通过发行央票和上调存款准备金率的方法予以回收,但是这样做会产生两个问题,其一,无论发行央票还是上调存款准备金率都是有成本的;其二,更为重要的制约可能在于,大量流动性的资金流入后,会在一定程度上影响国内产业结构的调整。

由于大量的资金是从境外流入的,虽然国内M2的增长可能保持了平稳,但是,资金的所有者结构却发生了转变,所有的投向向上可能会越来越多地体现外汇持有者的行业偏好。而从2006年的

FDI分布的增长情况来看,外资方无疑对第三产业尤其是同土地相关的行业显示出了浓厚的兴趣,如房地产业、批发零售、住宿餐饮、建筑业等。而且这种势头在今年一季度,在人民币升值预期率创新高的背景下得到了进一步彰显,一季度房地产开发到位资金7125.49亿元,同比增长26.3%,其中利用外资131.27亿元,同比增长154.4%,并且外商直接投资占102.63亿元,同比增长192.5%。

因此,综合上面两个方面分析,我们认为加息后的必然结果是升值进程的加快和流动性控制难度的加大,同时导致国内产业调整的难度也有所上升。

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	年报	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌幅	成交量	年报
000787	ST创智	10.35	10.49	9.96	10.42	3.48	85940	-1.1212	000895	苏农	11.22	11.22	11.22	11.22	0.00	1000	0.8889
000788	西南合成	9.57	9.57	9.42	9.28	0	151228	0.0361	000897	华工智能	15.16	15.15	14.8	14.85	0.34	135767	0.0390
000789	西南水泥	10.35	9.6	9.2	9.28	0	0	0.0518	000898	九安药业	18.19	19.25	17.7	19.06	8.17	522107	1.1537
000790	华神集团	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000899	赣锋锂业	9.4	9.4	9.4	9.4	0	1137	0.0342
000791	西北化工	10.35	10.35	10.35	10.35	0	0	0.1569	000900	现代投资	19.77	21.03	19.4	20.97	9.45	411429	0.7036
000792	盐湖钾肥	36.8	39.18	36.8	36.6	6.57	108259	1.0578	000901	航天科技	12.5	13.13	12.4	13.02	5.9	98179	-0.0440
000793	北汽股份	15.78	15.89	15.35	15.12	0.02	0	0.0439	000902	云天化	9.98	9.78	9.84	1.55	102353	0.0529	
000795	太原刚玉	9.42	9.85	9.15	9.47	4.18	170865	0.13839	000903	云天化	19.25	19.68	19.01	19.21	-0.21	112637	0.7024
000796	宝商集团	10.35	10.35	10.35	10.35	0	0	0.0336	000905	厦门港务	10.92	11.28	10.92	11.2	4.09	148363	3.1629
000797	中国武夷	8.72	8.89	8.55	8.8	-4.1	145923	0.0855	000910	云天化	14.49	14	14.49	14	0	13572	0.3021
000798	中水渔业	9.8	10.2	9.62	10.17	5.28	142623	0.0000	000908	S光科	21.48	21.84	21.17	21.84	5.952	5252	0.0107
000799	SST酒池	24.35	24.35	24.35	24.35	5	4028	-0.7723	000909	豫能控股	11.43	11.82	11.21	11.66	4.2	81288	0.0077
000800	一汽轿车	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000912	云天化	13.64	14.18	13.32	13.91	5.46	211725	0.1111
000801	四川湖山	10.99	11.3	10.25	11.1	2.21	41773	0.0431	000915	云天化	16.04	16.4	15.8	16.28	4.09	19152	0.7497
000802	北京旅游	11.3	11.3	11.3	11.3	0	0	0.1520	000916	云天化	16.3	16.6	15.8	16.28	2.33	201900	0.7523
000803	宇通客车	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000918	云天化	8.91	9.03	8.7	8.73	0.46	211725	0.1111
000804	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000919	云天化	8.25	8.86	8.25	8.74	5.59	124642	0.0533
000805	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000916	云天化	7.9	8.51	7.82	8.5	9.82	382275	0.2299
000806	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000949	云天化	21.48	22.45	20.8	21.53	0.37	158073	0.0574
000807	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000918	云天化	11.43	11.82	11.1	11.55	3.59	154408	0.0406
000808	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000919	云天化	9.82	9.92	9.51	9.7	1.04	140100	0.0521
000809	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000921	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000810	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000922	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000811	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000923	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000812	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000924	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000813	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000925	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000814	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000926	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000815	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000927	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000816	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000928	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000817	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000929	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000818	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000930	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000819	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000931	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000820	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000932	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000821	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000933	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000822	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000934	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000823	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000935	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000824	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000936	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000825	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000937	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000826	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000938	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000827	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000939	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000828	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000940	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000829	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000941	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000830	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000942	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000831	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000943	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000832	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000944	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000833	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000945	SST利	15.34	15.34	15.34	15.34	0	0.0243	0.0000
000834	云天化	12.12	12.38	11.8	11.7	6.34	563434	0.2155	000946	SST利	15.34	15.34					