

加息了! 大利率敏感行业影响几何

■保险业

保险行业受益于加息周期

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,已对存贷款利率作了五次调整(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。

中国人寿和中国平安的债权组合中,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存量金融资产和可供出售存量金融资产,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。

平安证券 邵子钦 董成墩

■房地产

利息增加仅占去年平均业绩2.05%

这次加息的一个明显的特征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,幅度大大低于其他贷款的上调幅度,住房消费成本增加非常有限。

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年房地产板块长短期贷款合计约1400亿元,核心负债率在50%以下,考虑2007年贷款适度增长,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,相当于平均每股收益支出增加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。

国信证券 方歆

财务费用提高 融资重要性显现

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。

长江证券 苏雪晶

持续加息才能明显提升估值

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债息收入,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。

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%,看起来已非常接近证监会规定的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%,高于去年同期平安寿险21.4%的增长率也高于其去年全年的17.2%。

中金研究部 周光

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。

■银行业

银行净利静态影响不超过5%

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。目前的超额率整体上已低于正常水平,但即使部分商业银行短期已出现了流动性紧张,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

活期存款利差不变,一年期定期存款基准利率上调高于贷款基准利率,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。存款利率上幅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幅仅高于0.09个百分点,这样对于中长期定期存款,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

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,导致公允价值双向变动。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。

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

利差仍然在扩大

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,银行的实际利差依然在扩大!

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。

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。一季度上市银行中长期贷款在新增贷款中的占比预计超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。 安信证券 高源

代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌%	成交量	年份	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌%	成交量	年份	代码	名称	开盘	最高	最低	收盘	涨跌%	成交量	年份
000012	陕西金叶	8.47	8.96	8.4	8.8	4.14	343980	-0.3149	000922	ST 耀隆	12.03	12.03	12.03	12.03	4.97	8823	-0.1360	002013	中航精机	18.3	18.36	17.8	17.9	-3.24	35184	0.2384
000013	天山纺织	9.61	10.11	9.61	9.98	4.5	160113	0.0348	000923	ST 鑫科	19.62	19.62	19.33	19.62	4.98	11271	0.0242	002014	天新药业	14.33	15.22	14.31	15.09	5.23	57966	0.5059
000015	美利纸业	17.17	17.88	16.96	16.99	-1.39	99305	0.2099	000925	ST 美都	16.5	15.5	15.58	16.4	-0.7	196639	0.9733	002015	震安环保	17.63	18	17.1	17.7	0.34	66961	0.3001
000016	江苏纺织	8.43	8.43	8.37	8.4	6.66	92112	0.037	000926	ST 吉发	15.3	15.35	15.1	15.35	4.99	67840	0.0237	002016	广宇集团	19.6	19.61	19.29	19.41	-3.59	65540	0.3059
000018	德化陶瓷	10.3	10.85	10.3	10.54	2.53	140441	0.1194	000927	ST 九发	13.7	14	13.4	13.75	0.73	312200	0.2066	002017	东信和平	14.25	14.6	14.2	14.45	1.62	34506	0.1785
000019	皖国兴	31.6	34.74	31.14	34.74	10.51	41069	0.2651	000928	ST 吉发	15.3	15.35	15.1	15.35	4.99	67840	0.0237	002018	华泰化工	22.4	23.16	22.06	22.63	1.43	34891	0.3396
000020	ST 金诚	10.43	10.83	10.53	10.83	4.09	16489	0.2272	000929	ST 吉发	10.7	10.7	10.6	10.7	1.06	971041	0.4864	002019	海特高新	16.2	16.56	16.2	16.42	0.68	49228	0.1033
000021	京山轻机	9.32	9.8	9.24	9.61	3.56	373401	0.0870	000930	ST 吉发	10.52	11.21	10.5	11.21	6.76	1050439	-0.3990	002020	中核能源	12.19	13	12.06	12.92	6.08	83274	0.4405
000022	山东铝业	15.86	16.26	15.68	15.9	1.4	473855	0.0473	000931	ST 吉发	11.18	11.68	11.15	11.29	0.98	224460	0.0062	002021	中核能源	15.5	16.58	15.5	16.4	6.83	49523	0.2299
000023	烟台冰厂	14.5	14.5	14.22	14.44	1.73	142489	0.0272	000932	ST 吉发	10.7	11.24	10.6	11.24	5.17	165136	0.2285	002022	齐通新材	16.68	18.21	16.56	18.21	10.03	96050	0.2656
000025	宝钢不锈	20.4	20.55	19.88	20.11	-1.37	391137	0.9110	000933	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002023	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000026	哈药股份	14.5	15.2	14.58	14.58	1.25	309986	0.1919	000935	ST 吉发	23.3	14.1	13.2	13.45	0.75	704512	0.1193	002024	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000028	中国石化	15.73	16.71	15.71	16.5	5.03	41810	0.2521	000936	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002025	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000029	中航地产	21.45	22.2	21.45	21.45	1.25	309986	0.1919	000937	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002026	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000030	中航地产	21.45	22.2	21.45	21.45	1.25	309986	0.1919	000938	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002027	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000032	中信证券	9.22	9.22	9.22	9.22	9.99	12587	0.5102	000939	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002028	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000033	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000940	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002029	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000034	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000941	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002030	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000035	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000942	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002031	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000036	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000943	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002032	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000037	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000944	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002033	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000038	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000945	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002034	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000039	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000946	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002035	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000040	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000947	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002036	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000041	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000948	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002037	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000042	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000949	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002038	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000043	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000950	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002039	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000044	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000951	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002040	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000045	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000952	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002041	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000046	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000953	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002042	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000047	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000954	ST 吉发	19.19	30.3	27.62	27.95	-3.05	159493	0.8049	002043	苏宁电器	47.9	49.8	45.41	46.5	-3.13	165411	0.9994
000048	荣盛石化	27.42	27.2	27.2	27.2	2.36	313809	0.148	000955</																	