

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。

■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,相当于每股股利支出增加0.0042元,占地产板块2006年平均业绩(0.206元/股)的2.05%,可见这次加息对地产板块业绩影响很小。

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

■银行

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。

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

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

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年年报数据进行初步分析,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,这是因为招行的活期存款占比最高,达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小幅提升0.31%。浦发银行由于活期存款占比也较高,同时5年期以上长期贷款占比也低于招商银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较高,但由于存贷比较低,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%。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。国信证券研究所 朱爽 李珊珊

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

安信证券 高源

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。

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。

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。

中金研究部 周光

Table with 4 columns: 代码, 名称, 开盘, 最高, 最低, 收盘, 涨跌幅, 成交量, 年份. Contains stock market data for various companies.