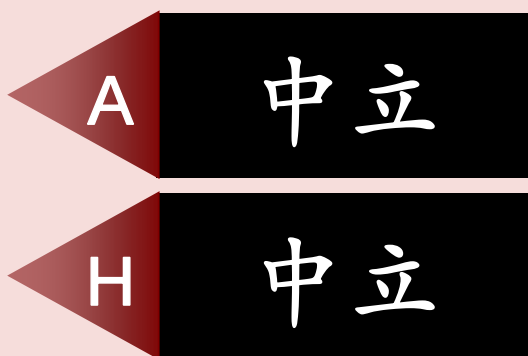


2010 年 10 月 20 日

中国金融业

加息的影响



袁琳, CFA

(8610) 6622 9070

lin.yuan@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010034

孙鹏

(8610) 6622 9072

peng.sun@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210070008

尹劲桦

(8621) 60680 4866 分机 8590

jinhua.yin@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210050006

近期影响行业的重要因素

正面因素	估值吸引力增强 3 季度业绩保持增长
负面因素	通胀下紧缩货币政策 宏观经济增长长期减速 政策性保护可能减弱

资料来源: 中银国际研究

*姚晓为本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

正如我们以前所指出的, 历史经验表明进入一定时期的负利率后, 央行必然采取小幅加息措施。央行本次仍然维持了 1 年期存贷基准利率同幅度上升, 在某种程度上表明了对银行利益的保护。但存款利率曲线陡峭, 贷款利率曲线趋缓则削弱了加息对利差的正面影响。加息对银行整体影响是中性的。保险投资收益受惠于加息, 尽管资金成本有可能上升, 但整体影响偏正面。证券业的影响将更多依赖于加息对股市的影响。

- 尽管 1 年期存贷款利率均上升了 25 个基点, 且活期存款利率不变, 但由于 1 年期以上存款利率上升幅度远高于 1 年期以上贷款利率上升幅度, 因此存贷利差仅略上升了 6 个基点, 再考虑到央行存款利率以及债券利率的拖累, 最终行业净利差基本没有变动。考虑到利率调整实际上需要时间, 本次加息对 2010 年银行利润影响不大, 对 2011 年上半年利差略有提升。
- 本次加息没有采用市场此前担心的非对称方式, 一定程度上表明政府仍然考虑了银行的利益, 但正如我们以前所预见的, 存款利率曲线的陡峭和贷款利率曲线的平缓体现了为应对通胀压力而提高长端存款利率, 考虑到地方政府的利率负担而控制中长期贷款利率的政策意图。展望未来, 随着通胀压力的持续存在, 存款利率上升空间仍有很大, 而占总贷款 18% 左右的地方融资平台贷款将制约着贷款利率的上升空间。我们认为未来的加息可能对利差有负面影响。
- 中长期贷款占比低, 活期存款占比相对较高的银行所受到的影响更正面。根据我们测算, 本次加息对宁波、华夏和招行 2011 年的净利润的影响最为正面。交行由于活期存款占比低而影响相对较为负面。
- 若本次加息对股票市场影响不大, 由于固定收益类投资的收益提高, 加息对保险公司的投资收益有正面影响。此外, 评估利率上升可能带来准备金下降。尽管资金成本有上升压力, 但考虑到万能险占比较低, 因此短期内影响也有限。个股中人寿正面影响最大, 平安则受惠最少。

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

增持 (OVERWEIGHT)/ 买入 (BUY) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对有关基准指数升幅多于 10%; 减持 (UNDERWEIGHT)/ 卖出 (SELL) 指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对该指数降幅多于 10%。未有评级 (未评级)。中立 (NEUTRAL)/ 持有 (HOLD) 则指预计该行业 (股份) 在未来 6 个月中股价相对该指数在下 10% 区间内波动

对银行的影响—中性略正面

根据我们的测算，本次升息对银行的影响中性偏正面。中性主要体现在理论测算，本次升息对利差基本没有太大影响，正面则主要是针对市场以前担忧的非对称加息而言。

■ 利差没有明显影响

尽管 1 年期存贷款利率均上升了 25 个基点，而且活期存款利率没有上升，但由于 1 年期以上存款利率上升幅度较高，而 1 年期以上贷款利率上升幅度较小，因此存贷利差仅略上升了 6 个基点。考虑到央行存款利率以及债券利率的拖累，最终的净利差基本没有变动。

图表 1. 加息对银行存贷利差的影响

	存款结构	存款利率(加息前)	存款利率(加息后)	加权利率(加息前)	加权利率(加息后)	变动(基点)
活期存款	0.48	0.36	0.36	0.17	0.17	0.0
定期存款						
3 个月	0.05	1.71	1.91	0.09	0.10	1.0
6 个月	0.15	1.98	2.2	0.30	0.33	3.3
1 年	0.2	2.25	2.5	0.45	0.50	5.0
2 年	0.05	2.79	3.25	0.14	0.16	2.3
3 年	0.04	3.33	3.85	0.13	0.15	2.1
5 年	0.03	3.6	4.2	0.11	0.13	1.8
小计	1.00			1.39	1.54	15.5
	贷款结构	贷款利率(加息前)	贷款利率(加息后)	加权利率(加息前)	加权利率(加息后)	变动(基点)
6 个月	0.13	4.86	5.1	0.63	0.66	3.1
1 年	0.21	5.31	5.56	1.12	1.17	5.3
2-3 年	0.18	5.4	5.6	0.97	1.01	3.6
3-5 年	0.18	5.76	5.96	1.04	1.07	3.6
5 年以上	0.15	5.94	6.14	0.89	0.92	3.0
抵押贷款	0.12	4.455	4.605	0.53	0.55	1.8
贴现贷款	0.03	2	2.25	0.06	0.07	0.8
小计	1.00			5.24	5.45	21.1
利差				3.86	3.91	6

* 不考虑时间差问题，仅假定从 2011 年初开始上调 0.5 个百分点，静态计算资产转移带来的影响

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 2. 本次加息对行业净利差的影响

	升息前	升息后
生息资产收益率(%)		
贷款	5.24	5.45
央行存款	1.30	1.30
同业往来	0.80	1.050
投资	3.00	3.10
生息资产收益率(%)	3.71	3.87
存款成本	1.39	1.54
同业往来	0.82	1.06
债券	4.60	4.72
资金成本	1.355	1.521
净息差	2.4605	2.4615
变动(%)		0.0

* 不考虑时间差和结构的调整问题，仅假定从2011年初开始上调0.5个百分点，静态计算资产转移带来的影响

资料来源：公司数据，中银国际研究

再考虑由于加息在4季度发生，实际上可以改变定价的存贷款很少，因此上市银行2010年的净利润基本不受影响。考虑到一般存款利率的调整滞后于贷款利率，因此本次加息将有利于2011年上半年的利差。

■ 好于市场预期

在此之前，市场担心非对称加息的发生导致利差缩窄，但目前的情况表明央行仍然对银行利润有所考虑，但存款利率的陡峭和贷款利率曲线的平缓也正是我们以前所指出的，为应对通胀压力，提高长端存款利率。同时，考虑到地方政府的利率负担，降低中长期贷款利率。

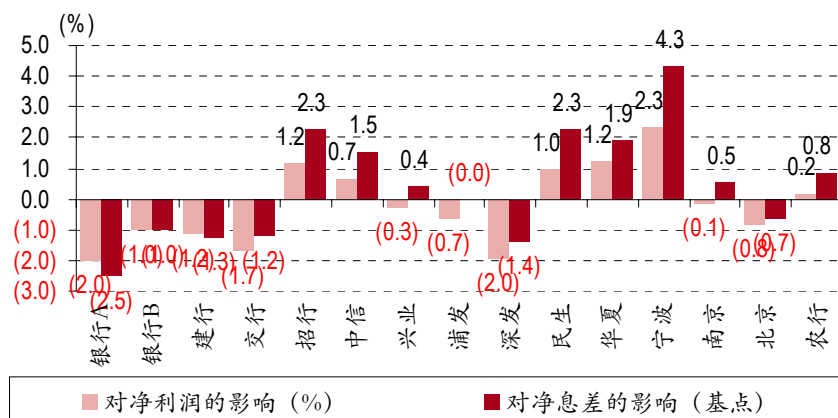
■ 未来利差仍存在风险

我们之前提到过，坚持首次加息对称，但长期贷款利率少加的观点，目前的加息符合我们的判断。展望未来，我们估计加息的方式将可能非对称，随着通胀压力的不断增加，存款利率的上升空间仍有很大，而占总贷款18%左右的地方融资平台贷款将制约着贷款利率的上升空间。我们认为未来的加息可能对利差有负面影响。

■ 小银行所受影响相对正面

中长期贷款占比低，活期存款占比相对较高的银行所受到的影响更正面。根据我们测算，本次加息对宁波、华夏和招行的2011年的净利润的影响最为正面。交行由于活期存款占比低而影响相对较为负面。

图表 3. 本次加息对上市银行净利差和净利润的影响



资料来源：公司数据，中银国际研究

对保险公司的影响——正面

利率的上升对保险公司的直接影响是正面的。

1. 存款利率的上升导致收益的提高，未来债券收益的提高也有利于投资收益；
2. 债券收益率的提高可能带来评估利率的上升，从而导致准备金的下降，对利润产生正面影响；
3. 债券的账面值可能由于市价的下跌而有影响，但考虑到大多数债券是分类为持有到期的，因此影响不大；

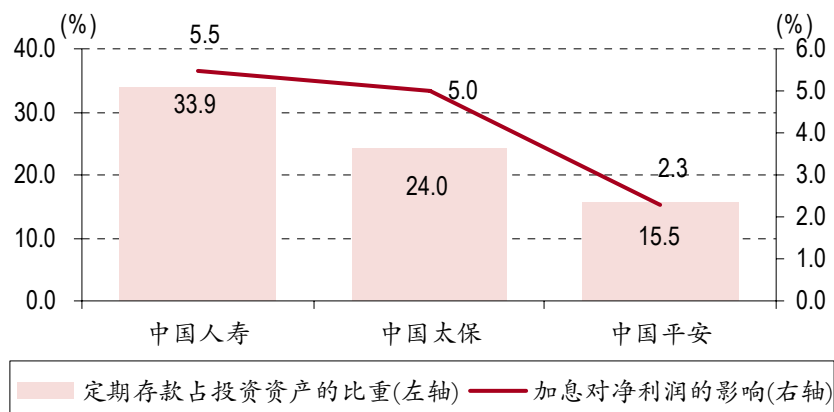
但加息也可能带来以下负面影响：

- 1、资金成本上升。由于万能结算利率以及分红利率往往参照存款利率，而5年期存款利率的上升对保单利率提出更高的要求，特别是万能险结算利率的压力将迅速体现，因此未来保险公司的资金成本将上升；
- 2、股票投资收益的不确定性。如果加息导致股市明显下降，保险公司的投资收益将有负面影响；
- 3、退保率可能略有上升

我们认为本次加息对股票市场的影响可能是短暂的，而固定收益类投资的收益提高将是一个长期趋势，所以加息对保险公司的投资收益是正面影响。资金成本特别是万能结算利率有上升压力，但考虑到万能险占比较低，因此影响也有限。

保险公司中，我们认为人寿由于存款占比大而且长期存款多，加之万能险占比低，因此正面影响最大，平安则受惠最少。

图表 4. 存款利率上调的影响



* 不考虑时间差问题，仅假定从2011年初存款利率开始上调，此外没有考虑债券收益率和万能结算利率以及分红率的变动，也没有考虑准备金评估利率的变动

资料来源：公司数据，中银国际研究

图表 5. 上市银行估值表

	评级	收盘价 (港币)	目标 价格 (港币)	上升 /(下降) 空间	目标 市净 率(%)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			每股收益 (人民币)			每股账面价值 (人民币)			净资产收益率 (%)		
						2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
港股																				
银行 A	持有	6.33	6.36	0.40	2.44	14.4	12.2	12.5	2.8	2.4	2.2	0.39	0.45	0.44	2.02	2.28	2.56	20.2	21.7	18.5
建设银行	买入	7.39	7.60	2.88	2.40	14.2	12.5	11.8	2.7	2.3	2.1	0.46	0.52	0.55	2.38	2.78	3.05	20.9	20.7	18.7
银行 B	买入	4.60	4.57	(0.74)	1.80	12.6	12.2	10.7	2.0	1.8	1.6	0.32	0.33	0.38	2.01	2.23	2.48	16.6	16.9	16.4
交通银行	持有	9.39	8.97	(4.44)	2.00	13.4	13.2	13.2	2.5	2.1	1.9	0.61	0.62	0.62	3.34	3.94	4.38	19.2	18.2	15.0
招商银行	持有	23.00	22.75	(1.08)	3.20	21.1	17.5	16.8	4.2	3.2	2.8	0.95	1.15	1.20	4.85	6.24	7.21	21.2	21.8	17.9
中信银行	持有	5.68	5.79	1.99	1.70	13.6	11.5	13.2	1.9	1.7	1.5	0.37	0.43	0.38	2.67	2.99	3.28	12.8	15.3	13.1
民生银行	买入	7.20	8.01	11.19	1.85	10.8	10.7	8.2	1.6	1.7	1.4	0.59	0.59	0.77	3.95	3.80	4.46	17.1	16.6	18.7
农业银行	持有	4.05	4.37	7.78	2.35	14.2	13.4	10.7	2.7	2.2	1.9	0.25	0.26	0.33	1.32	1.63	1.83	20.5	19.7	19.1
H 股平均						14.3	12.9	12.1	2.5	2.2	1.9	0.49	0.55	0.58	2.82	3.23	3.66	18.6	18.9	17.2
A 股																				
		(人民币)		(人民币)																
民生银行	买入	5.82	6.49	11.51	1.71	9.9	9.9	7.6	1.5	1.5	1.3	0.59	0.59	0.77	3.95	3.80	4.46	17.1	16.6	18.7
招商银行	买入	15.49	16.59	7.13	2.66	16.2	13.5	12.9	3.2	2.5	2.2	0.95	1.15	1.20	4.85	6.24	7.21	21.2	21.8	17.9
浦发银行	持有	15.36	15.97	3.98	1.80	10.3	13.8	12.1	2.0	1.7	1.5	1.50	1.11	1.27	7.70	8.87	10.02	24.1	16.1	13.4
华夏银行	买入	13.73	14.58	6.21	1.68	18.2	17.6	15.9	2.3	1.7	1.6	0.75	0.78	0.86	6.06	8.05	8.73	13.0	12.5	10.3
深发展	持有	19.55	18.68	(4.44)	2.00	12.1	12.0	14.0	3.0	2.1	1.5	1.62	1.63	1.39	6.59	9.33	13.28	27.3	21.4	14.2
银行 B	买入	3.62	4.01	10.65	1.80	11.3	11.0	9.6	1.8	1.6	1.5	0.32	0.33	0.38	2.01	2.23	2.48	16.6	16.9	16.4
银行 A	持有	4.63	4.47	(3.35)	1.96	12.0	10.2	10.4	2.3	2.0	1.8	0.39	0.45	0.44	2.02	2.28	2.56	20.2	21.7	18.5
兴业银行	持有	29.13	30.30	4.00	2.00	11.0	11.2	10.6	2.4	1.9	1.7	2.66	2.61	2.74	11.92	15.15	17.47	24.5	20.8	16.8
交通银行	持有	6.77	7.08	4.63	1.80	11.0	10.9	10.8	2.0	1.7	1.6	0.61	0.62	0.62	3.34	3.94	4.38	19.2	18.2	15.0
中信银行	卖出	6.19	5.68	(8.25)	1.90	16.9	14.3	16.5	2.3	2.1	1.9	0.37	0.43	0.38	2.67	2.99	3.28	12.8	15.3	13.1
宁波银行	买入	14.65	15.47	5.59	2.50	25.1	21.6	19.9	3.8	2.7	2.5	0.58	0.68	0.74	3.90	5.44	5.88	15.7	15.5	13.0
南京银行	持有	13.60	12.73	(6.42)	2.00	16.2	18.7	17.0	2.1	2.1	2.0	0.84	0.73	0.80	6.55	6.36	6.78	13.2	13.8	12.2
建设银行	买入	5.29	5.45	3.00	1.96	11.6	10.2	9.7	2.2	1.9	1.7	0.46	0.52	0.55	2.38	2.78	3.05	20.9	20.7	18.7
北京银行	持有	14.64	13.87	(5.24)	2.00	16.2	13.1	11.6	2.4	2.1	1.8	0.90	1.12	1.26	6.03	6.94	7.96	15.8	17.2	16.9
农业银行	持有	2.94	3.31	12.53	2.00	11.8	11.1	8.9	2.2	1.8	1.6	0.25	0.26	0.33	1.32	1.63	1.83	20.5	19.7	19.1
光大银行	未有评级	4.56	4.70	3.14	-	20.0	15.4	13.7	3.2	2.4	2.1	0.23	0.30	0.33	1.44	1.92	2.17	18.8	19.1	16.3
A 股平均						14.4	13.4	12.6	2.4	2.0	1.8	0.81	0.83	0.88	4.55	5.50	6.35	18.8	18.0	15.7

资料来源：中银国际研究

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371