

迟到的降准：缓情绪，调结构

- ❖ **最新动态：**人民银行昨日下午公布新一轮定向降准，将大部分银行存款准备金率下调 50 个基点，于 7 月 5 日起生效。本次定向降准共将释放约 7,000 亿元（人民币，下同）的流动性，由两部分构成：1）对于五大国有银行及 12 家股份制银行降准释放的约 5,000 亿元，央行鼓励将其用于市场化债转股项目；2）对于邮储银行、城市商业银行、非县域农村商业银行及外资银行降准释放的约 2,000 亿元，央行要求应将其主要用于发放小微企业贷款。央行强调，降准释放资金不可用于支持“名股实债”及“僵尸企业”的债转股项目。
- ❖ **降准符合预期，短期内可缓解市场担忧，提振市场情绪。**本次降准在市场预期之内，因为近期流动性的收缩、信用风险的上升及中美贸易争端的再度升级，令市场对央行货币政策边际放宽的期望愈发迫切。6 月 20 日举行的国务院常务会议提出建议通过降准增强银行对小微的信贷扶持，也被市场视为是 4 天后进行的本次降准的预告。降准释放的 7,000 亿资金额度超过市场预期，因此预计消息有助于缓解市场担忧，提振股市短期表现。
- ❖ **此次降准与 4 月降准有何不同？**本次降准释放增量资金力度超过 4 月。4 月降准释放增量资金约 4,000 亿元，主要用于向小微企业提供贷款。同时，上次降准释放的另外约 9,000 亿元资金用于置换 MLF。本次降准资金并无此项用途，因为大部分在 2018 年 9 月底到期的 MLF 已经被四月降准资金置换。
- ❖ **我们预计降准释放资金将令国企杠杆率下降 1 至 2 个百分点。**市场化债转股是政府约束企业负债，特别是国企负债的一项关键举措。根据央行在降准公告中提出的“鼓励债转股实施主体以不低于 1:1 的比例撬动社会资本参与债转股项目”，国有银行及股份制银行降准释放的 5,000 亿元预计将可以减少超过一万亿元的企业负债。根据财政部数据，截至 2018 年 5 月末，国企的负债总额达到 109 万亿，杠杆率为 65%，如果债转股计划顺利推进，则国企的杠杆率将可以下降 1 至 2 个百分点。
- ❖ **货币政策关键词——“结构性调整”。**本轮货币政策的边际放松与以往单纯的“放量”不同的是，更侧重于结构性的优化。近期三次降准都对银行的资金使用提出定向要求，以改善资金流向的结构。例如，降准置换 MLF 降低了银行负债的成本；向实体经济投放的信贷结构也发生了变化，因为降准释放的资金主要投向小微企业或推动政策实施，如“债转股”项目等。
- ❖ **预计年内还有降准可能性，期待其他的货币和监管宽松政策。**下一次降准最快在三季度。我们的预测主要考虑到目前 MLF 余额还比较大（6 月底预计在 4.4 万亿元左右），按照当前到期进度，年内可能还需要通过降准方式置换 MLF 以降低银行付息成本，进而降低企业融资成本。我们的预测还考虑到国内信用风险加速暴露、中美摩擦升级、美联储加息进程加快、国内经济面临更大下行压力等因素，需要适当宽松的货币政策优化流动性结构和总量，降低实体经济融资成本，避免监管硬着陆。

丁文捷 博士

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

隋晓萌

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

❖ **降准对上市银行影响中性偏正面。**今年流动性偏紧的情况持续，存款增速放缓，加之监管不断收紧表外融资、资管新规正式出台等，均为银行的负债及表内信贷带来新的压力。降准作为一个长期政策，释放的增量资金可缓解银行流动性压力，降低资金成本，对净息差有正向影响。但与此同时，由于央行对降准释放资金应用有定向“鼓励”和要求，短期而言，增加向小微企业贷款有可能增加银行的资产质量恶化风险，而债转股项目在推进过程中仍面临许多不确定性，包括股权投资风险权重的计量较高、银行对转股企业的风险把控等，在一定程度上也削弱了降准的正面影响。不过，H股上市国有大型银行及股份行在过去一个月平均跌幅超过恒生指数，降准消息或有助于市场对银行板块的情绪恢复。央行在降准公告中重申将继续维持稳健中性货币政策，尽管我们预期之后仍将有持续的边际放松，但整体偏紧的流动性环境不会发生根本性改变，因此我们仍然偏好资金来源广阔、不良确认较严格的大型银行。我们重申工商银行（1398 HK，买入，目标价：8.2 港元）为我们的行业首选。

图 1: 2018 年 4 月与 7 月两次定向降准内容比较

公布日期	2018年6月24日	2018年4月17日
实质	范围上近似普降，资金用途定向在债转股和小微贷款	降准范围上近似普降，资金用途明确限制为MLF置换以及小微企业贷款
降准范围	大型商业银行、股份制商业银行、邮储银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行
幅度	下调0.5个百分点	下调1个百分点
释放资金用途	总共释放约7000亿资金。其中5000亿用于鼓励5家大型商业银行及12家股份行参与债转股项目；2000亿针对其他银行，用于小微企业贷款。	释放约1.3万亿资金。其中9000亿用于偿还MLF，剩余的增量4000亿大部分释放给城商行和非县域农商行，主要用于小微贷款投放
意图	支持“债转股”；增加小微贷款投放，降低小微企业融资成本	置换MLF降低商业银行付息成本，降低企业融资成本；加大小微贷款投放，降低小微企业融资成本
实施日期	2018年7月5日	2018年4月25日

资料来源：中国人民银行、招银国际

图 2: H 股上市银行估值表

公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
中国工商银行	1398 HK	0.85	0.76	0.69	4.9%	5.3%	5.8%
中国建设银行	939 HK	0.88	0.79	0.71	4.9%	5.3%	5.8%
中国农业银行	1288 HK	0.74	0.66	0.60	5.8%	6.1%	6.7%
中国银行	3988 HK	0.67	0.60	0.55	5.6%	5.9%	6.4%
交通银行	3328 HK	0.62	0.55	0.51	5.7%	5.8%	6.2%
中信银行	998 HK	0.55	0.49	0.45	6.4%	6.1%	6.6%
中国光大银行	6818 HK	0.59	0.54	0.49	6.0%	5.4%	5.6%
中国民生银行	1988 HK	0.55	0.62	0.56	2.6%	3.0%	3.1%
招商银行	3968 HK	1.36	1.19	1.05	3.5%	4.0%	4.6%
浙商银行	2016 HK	0.73	0.76	0.68	4.8%	7.3%	7.8%
哈尔滨银行	6138 HK	0.45	0.34	0.30	7.2%	6.4%	7.4%
重庆银行	1963 HK	0.55	0.44	0.40	6.9%	5.5%	6.1%
徽商银行	3698 HK	0.59	0.57	0.51	2.0%	2.7%	2.9%
中原银行	1216 HK	0.86	N/A	N/A	3.7%	N/A	N/A
天津银行	1578 HK	0.59	N/A	N/A	4.2%	N/A	N/A
青岛银行	3866 HK	0.82	N/A	N/A	3.9%	N/A	N/A
盛京银行	2066 HK	0.44	N/A	N/A	4.6%	N/A	N/A
郑州银行	6196 HK	0.54	N/A	N/A	6.8%	N/A	N/A
锦州银行	416 HK	0.72	N/A	N/A	3.2%	N/A	N/A
甘肃银行	2139 HK	0.96	N/A	N/A	0.0%	N/A	N/A
重庆农商行	3618 HK	0.64	0.57	0.50	4.9%	5.4%	6.1%
九台农商行	6122 HK	1.19	N/A	N/A	4.8%	N/A	N/A
广州农商行	1551 HK	0.89	N/A	N/A	4.8%	N/A	N/A
邮储银行	1658 HK	0.90	0.80	0.72	3.5%	3.4%	3.9%

资料来源：彭博、招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。