

降准有助市場情緒穩定，政策成效仍待觀察



- ❖ **最新動態：**10月7日，中國人民銀行於公布今年的第四次降准，將大部分銀行的存款準備金率下調100個基點；此次降准將於10月15日起生效。根據人行的公告，本次定向降准釋放的約4,500億元（人民幣，下同）將用於償還10月15日到期的MLF，相關額度不再續作；另外將釋放約7,500億元增量資金。本次降准幅度稍超出我們此前的預測（50個基點），主要是釋放的增量部分額度高於預期。央行此次降准主要目的仍然是降低銀行體系及實體經濟的融資成本，穩定和推動實體經濟發展，同時緩解10月中旬稅期對流動性帶來的壓力。
- ❖ **降低實體經濟融資成本。**本次降准將進一步優化銀行系統資金來源的穩定性及流動性結構，同時能夠將更低的融資成本傳導至實體經濟。另一方面，降准也是延續了央行自5月底以來利用降准資金置換MLF的操作。4月底實施的降准釋放約9,000億元用於置換MLF，但相關額度在10月已接近用盡。截至8月末，未到期的MLF餘額約為5.1萬億元。
- ❖ **首次提及民營企業及創新型企業。**央行在公告中提到，此次釋放的7,500億元增量資金可用於支持對小微企業、民營企業和創新型企業的信貸投放。值得注意的是，後兩者在今年的4次降准中是首次被提及。這也呼應了近期一系列支持民營經濟及鼓勵創新的政策。我們相信，在目前我國經濟面臨下行壓力加大以及中美貿易摩擦不斷升級的背景，此次降准對下一步宏觀經濟的發展具有重要意義。
- ❖ **貨幣政策展望：疏通傳導機制至關重要。**如果貨幣政策傳導機制不暢，再多的降准或其他貨幣政策操作只會令銀行體系內的流動性增加，而無法有效向實體經濟傳導。我們預計2018年四季度不會再進行降准或對基準利率進行調整；但2019年可能仍會有多次存款準備金率下調。從銀行角度而言，由於銀行普遍風險偏好較低，相信降准釋放的增量資金將主要投放於資產質量更好的地方政府債或基建類貸款。除非監管部門推出更多激勵政策，否則銀行對於小微企業貸款的發放仍將保持審慎。
- ❖ **本次降准有利於銀行的淨息差擴張及信貸增長。**本次降准將有利於銀行資金成本的下降，同時釋放更多資金用於擴大信貸，以緩解資管新規落地及中美貿易摩擦升級所帶來的衝擊。根據我們的測算，透過置換MLF降低銀行付息成本以及增量信貸帶來增量的利息收入，本次100個基點的降准將為銀行業2019年的淨利潤帶來0.66%的提升。H股上市銀行本月至今股價已回落6%，而同期恒生指數回落4.4%；目前行業平均估值為0.66倍2018年預測市帳率，主要由於市場對行業資產質量前景的過分憂慮。我們認為本次降准將在一定程度上穩定市場情緒，為三季報公布前銀行股股價帶來一定修復空間。我們依然看好大行，基於其審慎的風險管理及堅實的資本狀況。**維持建設銀行（939 HK，買入，目標價：9.30港元）和農業銀行（1288 HK，買入，目標價5.30港元）為行業首選。**

丁文捷，博士（宏觀）

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

孫明，CFA（銀行及證券行業）

電話：(852) 3900 0836

郵件：terrysun@cmbi.com.hk

隋曉萌（銀行及證券行業）

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

圖 1: 2018 年 4 月、7 月及 10 月人行三次定向降准內容比較

公布日期	2018年4月17日	2018年6月24日	2018年10月7日
实施日期	2018年4月25日	2018年7月5日	2018年10月15日
意图	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	鼓励实施债转股项目，降低企业杠杆率；加大小微贷款投放，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；可以增加对小微、民营及创新型企业的投放
范围	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	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1个百分点	下调0.5个百分点	下调1个百分点
影响	释放约1.3万亿元资金。其中9,000亿元用于偿还MLF；4,000亿元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。	释放约7,000亿元资金。其中5,000亿元用于鼓励五家大型商业银行及12家股份行参与债转股项目；2,000亿元针对其他银行，用于小微企业贷款。	释放约1.2万亿元资金。其中4,500亿元用于偿还MLF；7,500亿元增量资金，可用于增加对小微企业、民营企业和创新型企业的信贷投放。

資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 2: H 股上市銀行估值表

公司名称	股份代碼	股价	目标价	评级	市帳率 (倍)		市盈率 (倍)		股息率		股本回報率	
		(港元)	(港元)		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
工商银行	1398 HK	5.34	7.60	买入	0.73	0.66	5.5	5.0	5.5%	6.0%	13.9%	13.7%
建设银行	939 HK	6.38	9.30	买入	0.73	0.66	5.4	4.9	5.7%	6.2%	14.2%	14.1%
农业银行	1288 HK	3.63	5.30	买入	0.69	0.62	5.2	4.9	5.7%	6.2%	13.8%	13.3%
中国银行	3988 HK	3.33	5.20	买入	0.55	0.50	4.8	4.4	6.5%	7.0%	12.1%	11.9%
中信银行	998 HK	4.88	5.90	买入	0.52	0.48	4.6	4.3	6.7%	7.2%	11.6%	11.7%
交通银行	3328 HK	5.58	6.40	持有	0.54	0.50	5.0	4.6	6.2%	6.7%	11.2%	11.1%
民生银行	1988 HK	5.56	6.20	持有	0.50	0.45	3.8	3.9	3.9%	4.1%	12.9%	12.2%
光大银行	6818 HK	3.39	3.70	持有	0.52	0.48	4.7	4.3	6.6%	7.3%	11.5%	11.5%
行业平均					0.66	0.60	5.2	4.8	5.8%	6.3%	13.3%	13.1%

資料來源：彭博、招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45及46樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。