

降准有助市场情绪稳定，政策成效仍待观察



- ❖ **最新动态：**10月7日，中国人民银行于公布今年的第四次降准，将大部分银行的存款准备金率下调100个基点；此次降准将于10月15日起生效。根据人行的公告，本次定向降准释放的约4,500亿元（人民币，下同）将用于偿还10月15日到期的MLF，相关额度不再续作；另外将释放约7,500亿元增量资金。本次降准幅度稍超出我们此前的预测（50个基点），主要是释放的增量部分额度高于预期。央行此次降准主要目的仍然是降低银行体系及实体经济的融资成本，稳定和推动实体经济发展，同时缓解10月中旬税期对流动性带来的压力。
- ❖ **降低实体经济融资成本。**本次降准将进一步优化银行系统资金来源的稳定性及流动性结构，同时能够将更低的融资成本传导至实体经济。另一方面，降准也是延续了央行自5月底以来利用降准资金置换MLF的操作。4月底实施的降准释放约9,000亿元用于置换MLF，但相关额度在10月已接近用尽。截至8月末，未到期的MLF余额约为5.1万亿元。
- ❖ **首次提及民营企业及创新型企业。**央行在公告中提到，此次释放的7,500亿元增量资金可用于支持对小微企业、民营企业和创新型企业的信贷投放。值得注意的是，后两者在今年的4次降准中是首次被提及。这也呼应了近期一系列支持民营经济及鼓励创新的政策。我们相信，在目前我国经济面临下行压力加大以及中美贸易摩擦不断升级的背景下，此次降准对下一步宏观经济的发展具有重要意义。
- ❖ **货币政策展望：疏通传导机制至关重要。**如果货币政策传导机制不畅，再多的降准或其他货币政策操作只会令银行体系内的流动性增加，而无法有效向实体经济传导。我们预计2018年四季度不会再进行降准或对基准利率进行调整；但2019年可能仍会有多次存款准备金率下调。从银行角度而言，由于银行普遍风险偏好较低，相信降准释放的增量资金将主要投放于资产质量更好的地方政府债或基建类贷款。除非监管部门推出更多激励政策，否则银行对于小微企业贷款的发放仍将保持审慎。
- ❖ **本次降准有利于银行的净息差扩张及信贷增长。**本次降准将有利于银行资金成本的下降，同时释放更多资金用于扩大信贷，以缓解资管新规落地及中美贸易摩擦升级所带来的冲击。根据我们的测算，透过置换MLF降低银行付息成本以及增量信贷带来增量的利息收入，本次100个基点的降准将为银行业2019年的净利润带来0.66%的提升。H股上市银行本月至今股价已回落6%，而同期恒生指数回落4.4%；目前行业平均估值为0.66倍2018年预测市帐率，主要由于市场对行业资产质量前景的过分忧虑。我们认为本次降准将在一定程度上稳定市场情绪，为三季报公布前银行股股价带来一定修复空间。我们依然看好大行，基于其审慎的风险管理及坚实的资本状况。**维持建设银行（939 HK，买入，目标价：9.30港元）和农业银行（1288 HK，买入，目标价5.30港元）为行业首选。**

丁文捷，博士（宏观）

电话：(852) 3900 0856

邮件：dingwenjie@cmbi.com.hk

孙明，CFA（银行及证券行业）

电话：(852) 3900 0836

邮件：terrysun@cmbi.com.hk

隋晓萌（银行及证券行业）

电话：(852) 3761 8775

邮件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

图 1: 2018 年 4 月、7 月及 10 月人行三次定向降准内容比较

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。

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	股价	目标价	评级	市帐率 (倍)		市盈率 (倍)		股息率		股本回报率	
		(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%

资料来源：彭博、招银国际预测

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

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

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年证券交易法规则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。