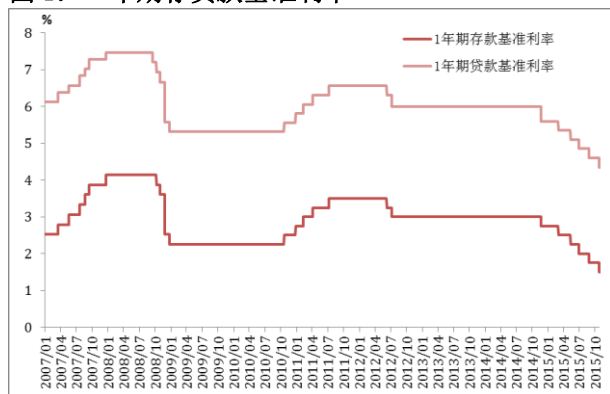


“双降”稳增长，实体经济融资尚需多种工具配合

“双降”旨在刺激经济增长。央行于上周五晚间宣布自2015年10月24日起，降低存贷款基准利率和存款准备金率。这是继三季度GDP增长跌破7%、金融机构外汇占款连续四个月下降之后，央行刺激实体经济、稳增长的又一举措。“双降”之后，一年期存贷款基准利率分别下降0.25个百分点至1.5%和4.35%。大型金融机构人民币存款准备金率下降0.5个百分点至17.5%。此次“双降”为自2014年11月以来的第六次降息和自2015年2月以来的第四次降准。

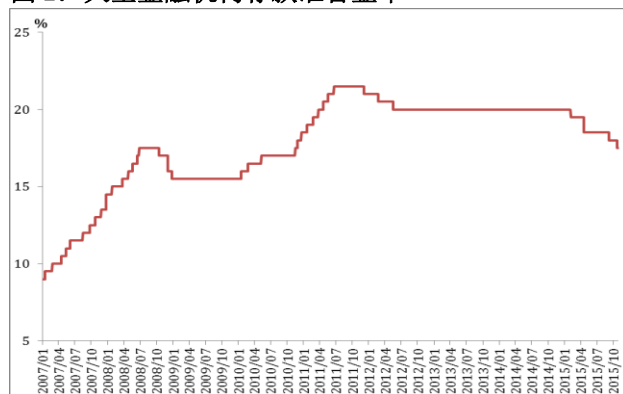
丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

图1：一年期存贷款基准利率



来源：中国人民银行。招银国际整理。

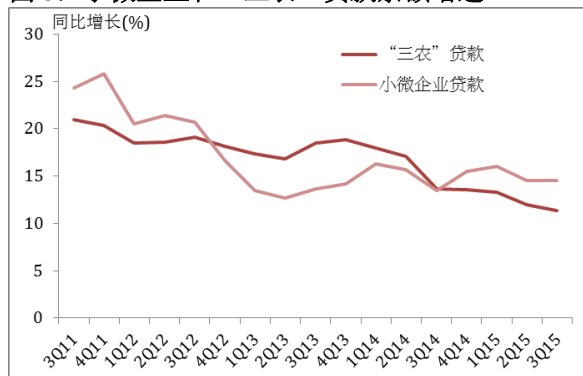
图2：大型金融机构存款准备金率



来源：中国人民银行。招银国际整理。

支持“三农”和小微企业贷款。与以往降准相同，本次对于符合标准的金融机构额外降准0.5个百分点，以加强对“三农”和小微企业等重点领域、薄弱环节的金融支持。而在此前的10月21日，央行已通过中期借贷便利为金融机构提供1055亿元，以加强对以上两个领域的支持力度。尽管众多货币政策都对“三农”和小微企业贷款给予了正向激励，我们发现，金融机构对于农业、农村、农户的贷款余额增速自2014年以来呈下降趋势，今年三季度“三农”贷款同比增长11.4%。小微企业贷款余额则维持平稳增速，今年二三季度均同比增长14.5%，截至三季度末，小微企业贷款余额占企业贷款余额的30.4%。

图3：小微企业和“三农”贷款余额增速



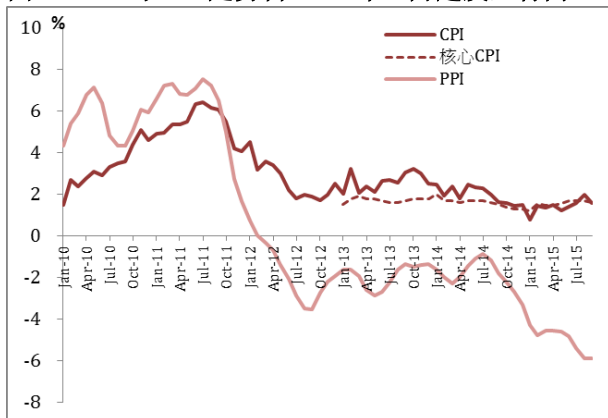
来源：中国人民银行。万得资讯。招银国际整理。

目前的通胀情况并不制约货币宽松。本次同时降低存贷款基准利率使银行息差保持不变，然而调整后的一年期存款基准利率为1.5%，低于九月CPI增速1.6%，这意味着中国将迈入负利率时代。理论上，实际利率为负将导致存款搬家，一定程度上抑制金融借贷。然而从目前的情况判断，我们认为表面上的负利率暂时不会

成为货币宽松的制约。

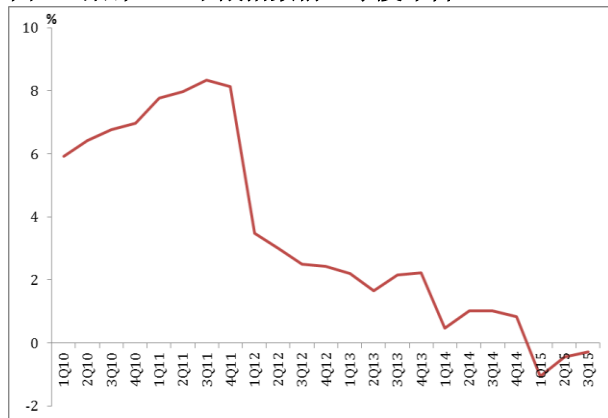
首先，仅仅基于 CPI 数据对于通胀现状作出的描述可能并不全面。我们不妨观察一下其它的通胀描述指标。PPI 已连续 43 个月负增长，今年八月、九月均同比下降 5.9%；GDP 平减指数前三季度亦同比下降 0.3%。两者走势均与 CPI 背离，显示经济存在一定的通缩风险。此外，近期 CPI 增速主要受食品价格主导，而食品占 CPI 计算的比重达到 1/3。由于使得食品价格上涨的暂时性因素已开始逐渐消退，我们认为未来数月，CPI 增速很有可能将跌回至 1.5%，与目前的一年期存款基准利率持平。

图 4: PPI 与 CPI 走势自 2014 年 7 月起发生背离



来源: 国家统计局。招银国际整理。

图 5: 累计 GDP 平减指数前三季度下降 0.3%



来源: 中国人民银行。万得资讯。招银国际整理。

实体经济融资须多种货币工具配合。据测算，本次降准将释放近 6700 亿元人民币。但实际上，“双降”的效果可能并不及预期般理想。实体经济筑底未完，金融机构惜贷情绪难以缓解。且部分银行忙于化解不良贷款，信贷增速已放缓。除已暴露的不良贷款之外，部分存量信贷实质上是给“僵尸企业”以新还旧的再融资安排，这部分信贷资产的资产质量亦堪忧。所以在目前银行惜贷、坏账飙升的情况下，“双降”的效果可能会打折，为实体经济提供融资支持还须辅以多种货币工具相配合。

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: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融控股有限公司之全资附属公司(招银国际金融控股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法律责任。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。