

中国银行业 — 人行上调资金利率：政策信号意义大于实质影响

- ❖ **政策信号意义大于实质影响。**农历新年前后，人民银行分别上调中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）及逆回购利率，引起市场对于未来利率走势的关注与讨论。我们认为，人行的这一行为并非加息的前兆，而是对市场，特别是对商业银行释放政策信号，更加明确了中性偏紧的货币政策基调。
- ❖ **为何选择第一季度？**农历年前，五大国有银行获准进行 28 天定向降准，年后人行却又上调多种流动性调节工具的资金利率。这两个行为看似矛盾，但其实施目的截然不同。定向降准是为了应对春节前的流动性紧张问题，而上调资金利率则彰显了政府“去杠杆”及逐步实施中性偏紧货币政策的决心。一般而言，商业银行会倾向在每年第一季度发放新贷款、重新发放已收回的贷款，并对存量贷款进行重新定价。在首季释放出收紧货币政策的信号，有利于商业银行更好地规划本年的贷款业务，主要包括新增贷款规模及贷款的投向。我们预计，2017 年 1 月的社会新增贷款将超过 2016 年同期的历史高位水平，达到 2.6 万亿元至 2.7 万亿元人民币。其中，基础设施建设及与 PPP 项目相关的贷款预计将是拉动新增贷款增长的主要引擎。由于历史基数较高以及央行开年释放中性偏紧政策信号，我们预计 2017 年第一季度社会新增贷款总额将达到 4.8 万亿元人民币，按年增长 2.1%。
- ❖ **人行下一步怎么走？**需要强调的是，我们认为人行不一定会持续上调资金利率，而将视当时市场实际情况而定。与此同时，由于各种流动性调节工具单次操作的规模较小，其带来的实质影响将远远小于基准利率的调整。接下来，除了调整资金成本，我们预计同业存单将会成为人行监管的下一个重点，目的在于更好地引导同业资金流向实体经济，而非同业理财等业务。保证系统性区域性金融安全仍然是人行牢牢守住的底线，我们并不认为人行会在 2017 年上调基准利率。
- ❖ **国有银行、领先的股份制银行以及大型农商行或将受惠。**尽管基准利率短期将维持稳定，但综合利率受同业拆借利率影响，仍有上升可能，特别是对于依赖同业资金较多的中小型城商行来说。而资金来源广泛而稳定的银行，如国有银行、领先的股份制银行及大型农商行等，预计将作为资金的拆出方而受惠。展望未来，如果央行的指导利率持续上升，我们认为 SHIBOR 的走势，特别是市场短期拆借，将更具波动性，上升幅度也将更大。
- ❖ **零售业务预计将成为银行转移资金压力的首要出口。**我们预计，在利率市场化不断深化的大背景下，综合利率的上升中一部分将由银行自行消化，而另一部分则将转嫁到客户身上。由于银行部分承担着推动实体经济的重任，在目前经济疲软、资产质量恶化的情况下，我们认为银行会首先将资金成本的压力传导至零售业务，特别是按揭贷款上。相较于其他信贷业务，现时按揭业务资产质量仍然维持优良，提升按揭贷款利率或将是银行的第一选择。

中国银行业

同步大市

张淳鑫

(852) 3900 0836

zhangchunxin@cmbi.com.hk

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

香港上市的中国内地银行估值及股息率

公司名称	股份代码	市帐率			股息率			公司名称	股份代码	市帐率			股息率		
		2015	2016预测	2017预测	2015	2016预测	2017预测			2015	2016预测	2017预测	2015	2016预测	2017预测
工商银行	1398 HK	0.89	0.80	0.72	5.5%	5.3%	5.1%	天津银行	1578 HK	0.75	N/A	N/A	3.7%	N/A	N/A
中国银行	3988 HK	0.79	0.72	0.66	5.4%	5.2%	5.3%	青岛银行	3866 HK	1.16	N/A	N/A	4.2%	N/A	N/A
建设银行	939 HK	0.92	0.83	0.75	5.3%	5.2%	5.3%	哈尔滨银行	6138 HK	0.72	0.63	0.56	5.0%	5.2%	5.9%
农业银行	1288 HK	0.83	0.73	0.67	5.8%	5.5%	5.5%	重庆银行	1963 HK	0.87	0.76	0.67	4.5%	4.8%	5.3%
交通银行	3328 HK	0.74	0.67	0.62	5.2%	5.0%	5.0%	盛京银行	2066 HK	0.96	N/A	N/A	4.1%	N/A	N/A
中信银行	998 HK	0.69	0.63	0.57	4.7%	4.8%	4.8%	郑州银行	6196 HK	0.96	N/A	N/A	4.9%	N/A	N/A
光大银行	6818 HK	0.69	0.68	0.62	5.8%	5.6%	5.7%	锦州银行	416 HK	1.81	N/A	N/A	1.7%	N/A	N/A
民生银行	1988 HK	0.92	0.82	0.73	3.1%	3.1%	3.1%	徽商银行	3698 HK	0.94	0.85	0.75	4.5%	5.1%	5.4%
招商银行	3968 HK	1.21	1.08	0.96	4.0%	4.1%	4.4%	重庆农商行	3618 HK	0.86	0.76	0.67	4.6%	4.8%	4.9%
浙商银行	2016 HK	1.02	0.91	0.81	3.7%	4.0%	4.6%	九台农商行	6122 HK	1.53	N/A	N/A	4.8%	N/A	N/A
邮储银行	1658 HK	1.05	1.05	0.96	0.0%	2.0%	2.4%								

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风险。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。