

## 全面降准如期而至，2019 以寬鬆開局

- ❖ **新年伊始，降准如期而臨。**1月4日傍晚，中國央行宣布，將於1月15日和25日分別下調存款性金融機構存款準備金0.5個百分點，合計下調1個百分點，以對沖春節前由於現金集中投放造成的流動性波動。本次操作為全面降准，預計釋放資金約1.5萬億元（人民幣，下同）。
- ❖ **疊加其他操作後，淨釋放長期資金約8,000億元。**在本次降准前的1月2日，央行發文，調整普惠金融定向降准的小微企業考核標準，由原先的“單戶授信小於500萬元”放寬至“單戶授信小於1,000萬元”。該舉措將擴大普惠金融定向降准的政策覆蓋面，據我們估算還將額外釋放資金約5,000億元。剔除用來償還一季度到期的約1.2萬億元中期借貸便利（MLF）後，釋放的長期資金淨額約在8,000億元左右。增量資金將有利於金融機構加大對小微企業、民營企業的支持力度。
- ❖ **貨幣政策憧憬：TMLF操作以及公開市場操作利率調降。**降准落地之後，市場對降息的呼聲和期盼也逐漸高漲，但主要的分歧在於降哪個息、是否會下調基準利率。我們認為，在今年春節前，定向中期借貸便利（TMLF）將是調節流動性以及指導利率的主要工具。事實上，於去年12月中旬創設的TMLF工具已經將其操作利率在MLF的基礎上降低了15個基點至3.15%。對於今年貨幣政策操作的展望，在基準情形下，我們預計央行將維持基準利率不變，通過調降公開市場操作利率，引導實體經濟貸款利率的下行；而在衝擊情形下（經濟下行壓力增加、貨幣政策傳導機制不暢、實體貸款成本居高不下），我們預計基準存貸款利率可能非對稱地調降10至20個基點。此外，我們預計今年還有1個百分點的降准空間。
- ❖ **近期降准後，H股上市銀行短期內普遍跑贏大市。**我們統計了自2015年以來，央行公布的10次定向或全面降准後的1/5/30個交易日內恒生指數及H股上市銀行的漲跌變化（見圖2）。整體而言，降准公布後，恒生指數的變化幅度并無明顯的固定規律，但H股銀行在最近5次降准後的一周內平均跑贏恒指約1.5個百分點。
- ❖ **本次降准有利於銀行淨息差擴張及市場情緒修復。**本次全面降准將有效降低銀行資金成本，對淨息差形成支持，特別是在監管引導貸款利率下行的背景下。根據我們的測算，通過償還MLF降低資金成本以及增加對小微企業信貸投放帶來的增量利息收入，降准1個百分點將為我們覆蓋的銀行2019年淨息差帶來平均1.8個基點的提升，對淨利潤有平均0.9%的提升（見圖3）。上周，兩家A股上市股份行平安銀行（000001 CH，未評級）及浦發銀行（600000 CH，未評級）發布了2018年全年業績快報。數據顯示，兩家銀行2018年全年淨利潤增長均有所提速，四季度不良貸款率保持大體穩定。這將有助於緩解市場對於銀行業資產質量和盈利能力的擔憂。我們維持對中國銀行業「優於大市」的評級；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](mailto: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](mailto: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](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

圖 1: 近期人行四次降准內容比較

公布日期	2018年4月17日	2018年6月24日	2018年10月7日	2019年1月4日
实施日期	2018年4月25日	2018年7月5日	2018年10月15日	2019年1月15日及25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	置换MLF，支持实体经济发展、降低融资成本；对冲春节前流动性波动，利于金融机构加大对小微、民营企业支持
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	所有银行
幅度	下调1个百分点	下调0.5个百分点	下调1个百分点	两次各下调0.5个百分点，合计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、民营企业及创新型企业的信贷投放。	释放约1.5万亿元资金。考虑到一季度到期的MLF将不再续作（约1.2万亿元），以及即将展开的TMLF和普惠金融定向降准动态考核所释放的资金（预测约5,000亿元），净释放长期资金约8,000亿元。

資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 2: 2015 年以來歷次降准公布後 恒生指數及 H 股上市銀行的表現

公告日 (T)	涨跌幅								
	T+1			T+5			T+30		
	恒生指数	H股上市银行*	H股上市银行 vs 恒生指数	恒生指数	H股上市银行*	H股上市银行 vs 恒生指数	恒生指数	H股上市银行*	H股上市银行 vs 恒生指数
2018-10-07	-1.4%	-0.4%	1.0ppt	-2.9%	-1.6%	1.3ppt	-1.5%	2.2%	3.7ppt
2018-06-24	-1.3%	-0.9%	0.4ppt	-1.3%	-3.3%	-2.0ppt	-5.7%	-5.4%	0.3ppt
2018-04-17	0.7%	1.5%	0.8ppt	1.9%	3.1%	1.2ppt	1.4%	0.4%	-1.0ppt
2017-09-30	2.8%	5.1%	2.3ppt	3.3%	5.9%	2.5ppt	6.0%	3.6%	-2.4ppt
2016-02-29	1.5%	1.9%	0.3ppt	5.5%	9.9%	4.4ppt	7.0%	9.7%	2.8ppt
2015-10-23	-0.2%	-0.4%	-0.2ppt	-2.2%	-3.2%	-0.9ppt	-4.0%	-8.8%	-4.8ppt
2015-08-25	-1.5%	-0.6%	0.9ppt	-1.0%	-1.8%	-0.8ppt	2.0%	0.3%	-1.7ppt
2015-06-27	-2.6%	-3.1%	-0.5ppt	-2.2%	-2.9%	-0.6ppt	-7.9%	-11.8%	-3.9ppt
2015-04-19	-2.0%	-2.8%	-0.8ppt	1.5%	-0.1%	-1.6ppt	-0.8%	-3.6%	-2.8ppt
2015-02-04	0.3%	0.8%	0.4ppt	-1.5%	-0.8%	0.7ppt	-2.3%	2.5%	4.8ppt

資料來源：彭博、招銀國際；\*為工商銀行、建設銀行、農業銀行、中國銀行、交通銀行、招商銀行、中信銀行、民生銀行、光大銀行及郵儲銀行的股價表現平均值。

圖 3: 降准 1 個百分點對 H 股銀行 2019E 淨利潤的影響

(百萬元 人民幣)	存款總額 (3Q18)	降准釋放 資金	置換 MLF 額度	貸款增量	平均貸款 利率	淨利息收入 增量	FY19E 平均生息資產	淨息差 變動	FY19E 淨利潤	淨利潤影響 幅度
工商銀行	21,307,707	213,077	149,154	63,923	6.2%	5,433	27,963,413	1.9 bp	321,278	0.91%
建設銀行	17,228,192	172,282	120,597	51,685	6.2%	4,393	23,780,870	1.8 bp	278,601	0.86%
農業銀行	17,299,684	172,997	121,098	51,899	6.2%	4,411	22,988,160	1.9 bp	223,434	0.99%
中國銀行	14,272,930	142,729	99,911	42,819	6.2%	3,640	21,218,257	1.7 bp	195,800	0.93%
交通銀行	5,705,985	57,060	39,942	17,118	6.2%	1,455	9,582,558	1.5 bp	78,211	0.80%
中信銀行	3,578,398	35,784	25,049	10,735	6.2%	912	6,207,185	1.5 bp	48,877	0.92%
民生銀行	3,163,923	31,639	22,147	9,492	6.2%	807	6,311,379	1.3 bp	55,679	0.71%
光大銀行	2,484,985	24,850	17,395	7,455	6.2%	634	4,504,464	1.4 bp	37,542	0.84%
<b>平均值</b>								<b>1.8 bp</b>		<b>0.9%</b>

資料來源：彭博、招銀國際預測；注：假設降准釋放的資金中 70% 用於償還 MLF；根據銀保監會數據，2018 年三季度小微企業貸款的平均利率為 6.23%。

圖 4: H 股上市銀行估值表

公司名稱	股份代碼	股價	目標價	評級	市帳率		市盈率		股息率		股本回報率	
		(港元)	(港元)		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
工商銀行	1398 HK	5.52	7.60	買入	0.77	0.70	5.8	5.5	5.2%	5.6%	13.9%	13.4%
建設銀行	939 HK	6.41	9.30	買入	0.75	0.68	5.5	5.1	5.5%	5.9%	14.2%	13.9%
農業銀行	1288 HK	3.43	5.30	買入	0.66	0.60	5.0	4.8	5.9%	6.3%	13.8%	13.1%
中國銀行	3988 HK	3.37	5.20	買入	0.57	0.52	5.0	4.6	6.3%	6.7%	12.1%	11.8%
中信銀行	998 HK	4.65	5.90	買入	0.51	0.47	4.5	4.2	6.8%	7.3%	11.6%	11.5%
交通銀行	3328 HK	6.05	6.40	持有	0.60	0.55	5.5	5.2	5.6%	5.9%	11.2%	11.0%
民生銀行	1988 HK	5.41	6.20	持有	0.49	0.44	3.7	3.8	3.9%	4.1%	12.9%	12.2%
光大銀行	6818 HK	3.38	3.70	持有	0.53	0.49	4.7	4.3	6.6%	7.2%	11.7%	11.7%
<b>行業平均</b>					<b>0.68</b>	<b>0.62</b>	<b>5.30</b>	<b>5.0</b>	<b>5.6%</b>	<b>6.1%</b>	<b>13.3%</b>	<b>12.9%</b>

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。