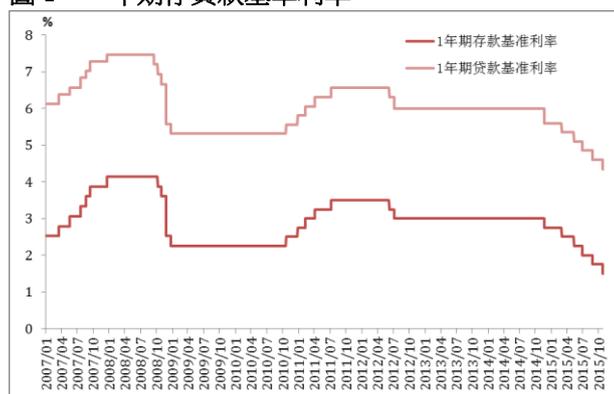


“雙降”穩增長，實體經濟融資尚需多種工具配合

“雙降”旨在刺激經濟增長。央行於上週五晚間宣佈自2015年10月24日起，降低存款準備金率及存款準備金率。這是繼三季度GDP增長跌破7%、金融機構外匯佔款連續四個月下降之後，央行刺激實體經濟、穩增長的又一舉措。“雙降”之後，一年期存款基準利率分別下降0.25個百分點至1.5%和4.35%。大型金融機構人民幣存款準備金率下降0.5個百分點至17.5%。此次“雙降”為自2014年11月以來的第六次降息和自2015年2月以來的第四次降准。

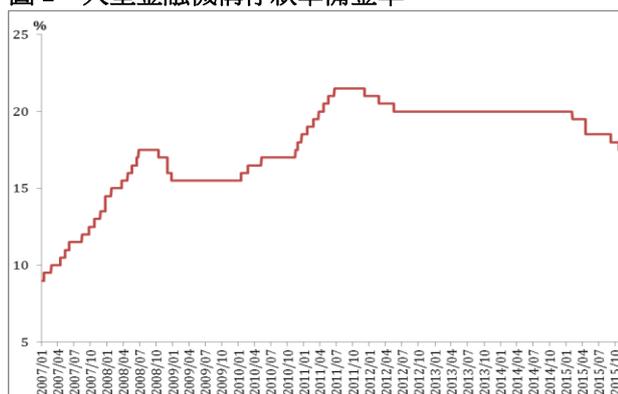
丁文捷, PhD
(852) 3900 0856
dingwenjie@cmbi.com.hk

圖1：一年期存款基準利率



來源：中國人民銀行。招銀國際整理。

圖2：大型金融機構存款準備金率



來源：中國人民銀行。招銀國際整理。

支持“三農”和小微企業貸款。與以往降准相同，本次對於符合標準的金融機構額外降准0.5個百分點，以加強對“三農”和小微企業等重點領域、薄弱環節的金融支援。而在此前的10月21日，央行已通過中期借貸便利為金融機構提供1055億元，以加強對以上兩個領域的支持力度。儘管眾多貨幣政策都對“三農”和小微企業貸款給予了正向激勵，我們發現，金融機構對於農業、農村、農戶的貸款餘額增速自2014年以來呈下降趨勢，今年三季度“三農”貸款同比增長11.4%。小微企業貸款餘額則維持平穩增速，今年二季度和三季度均同比增長14.5%，截至三季度末，小微企業貸款餘額佔企業貸款餘額的30.4%。

圖3：小微企業和“三農”貸款餘額增速



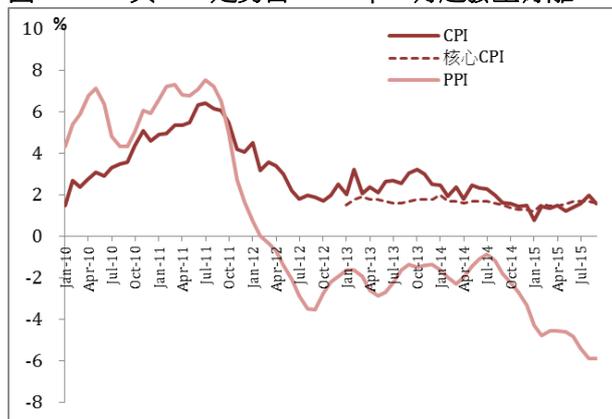
來源：中國人民銀行。萬得資訊。招銀國際整理。

目前的通脹情況並不制約貨幣寬鬆。本次同時降低存款基準利率使銀行息差保持不變，然而調整後的一年期存款基準利率為1.5%，低於九月CPI增速1.6%，這意味著中國將邁入負利率時代。理論上，實際利率為負將導致存款搬家，一定程

度上抑制金融借貸。然而從目前的情況判斷，我們認為表面上的負利率暫時不會成為貨幣寬鬆的制約。

首先，僅僅基於 CPI 數據對於通脹現狀作出的描述可能並不全面。我們不妨觀察一下其它的通脹描述指標。PPI 已連續 43 個月負增長，今年八月、九月均同比下降 5.9%；GDP 平減指數前三季度亦同比下降 0.3%。兩者走勢均與 CPI 背離，顯示經濟存在一定的通縮風險。此外，近期 CPI 增速主要受食品價格主導，而食品佔 CPI 計算的比重達到 1/3。由於使得食品價格上漲的暫時性因素已開始逐漸消退，我們認為未來數月，CPI 增速很有可能將跌回至 1.5%，與目前的一年期存款基準利率持平。

圖 4：PPI 與 CPI 走勢自 2014 年 7 月起發生背離



來源：國家統計局。招銀國際整理。

圖 5：累計 GDP 平減指數前三季度下降 0.3%



來源：中國人民銀行。萬得資訊。招銀國際整理。

實體經濟融資須多種貨幣工具配合。據測算，本次降準將釋放大約 6700 億元人民幣。但實際上，“雙降”的效果可能並不及預期般理想。實體經濟築底未完，金融機構惜貸情緒難以緩解。且部分銀行忙於化解不良貸款，信貸增速已放緩。除已暴露的不良貸款之外，部分存量信貸實質上是給“僵屍企業”以新還舊的再融資安排，這部分信貸資產的資產品質亦堪憂。所以在目前銀行惜貸、壞賬飆升的情況下，“雙降”的效果可能會打折，為實體經濟提供融資支援還須輔以多種貨幣工具相配合。

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並無直接或間接關係。

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

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融控股有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融控股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。報告所載資料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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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並不時自行及/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資訊，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士。