

遲到的降准：緩情緒，調結構

- ❖ **最新動態：**人民銀行昨日下午公佈新一輪定向降准，將大部分銀行存款準備金率下調 50 個基點，於 7 月 5 日起生效。本次定向降准共將釋放約 7,000 億元（人民幣，下同）的流動性，由兩部分構成：1）對於五大國有銀行及 12 家股份制銀行降准釋放的約 5,000 億元，央行鼓勵將其用於市場化債轉股項目；2）對於郵儲銀行、城市商業銀行、非縣域農村商業銀行及外資銀行降准釋放的約 2,000 億元，央行要求應將其主要用於發放小微企業貸款。央行強調，降准釋放資金不可用於支持“名股實債”及“僵屍企業”的債轉股項目。
- ❖ **降准符合預期，短期內可緩解市場擔憂，提振市場情緒。**本次降准在市場預期之內，因為近期流動性的收縮、信用風險的上升及中美貿易爭端的再度升級，令市場對央行貨幣政策邊際放寬的期望愈發迫切。6 月 20 日舉行的國務院常務會議提出建議通過降准增強銀行對小微的信貸扶持，也被市場視為是 4 天後進行的本次降准的預告。降准釋放的 7,000 億元資金額度超過市場預期，因此預計消息有助於緩解市場擔憂，提振股市短期表現。
- ❖ **此次降准與 4 月降准有何不同？**本次降准釋放增量資金力度超過 4 月。4 月降准釋放增量資金約 4,000 億元，主要用於向小微企業提供貸款。同時，上次降准釋放的另外約 9,000 億元資金用於置換 MLF。本次降准資金並無此項用途，因為大部分在 2018 年 9 月底前到期的 MLF 已經被 4 月降准資金置換。
- ❖ **我們預計降准釋放資金將令國企杠杆率下降 1 至 2 個百分點。**市場化債轉股是政府約束企業負債，特別是國企負債的一項關鍵舉措。根據央行在降准公告中提出的“鼓勵債轉股實施主體以不低於 1:1 的比例撬動社會資本參與債轉股項目”，國有銀行及股份制銀行降准釋放的 5,000 億元預計將可以減少超過一萬億元的企業負債。根據財政部資料，截至 2018 年 5 月末，國企的負債總額達到 109 萬億，杠杆率為 65%，如果債轉股計畫順利推進，則國企的杠杆率將可以下降 1 至 2 個百分點。
- ❖ **貨幣政策關鍵詞——“結構性調整”。**本輪貨幣政策的邊際放鬆與以往單純的“放量”不同的是，更側重於結構性的優化。近期三次降准都對銀行的資金使用提出定向要求，以改善資金流向的結構。例如，降准置換 MLF 降低了銀行負債的成本；向實體經濟投放的信貸結構也發生了變化，因為降准釋放的資金主要投向小微企業或推動政策實施，如“債轉股”項目等。
- ❖ **預計年內還有降准可能性，期待其他的貨幣和監管寬鬆政策。**下一次降准最快在三季度。我們的預測主要考慮到目前 MLF 餘額還比較大（6 月底預計在 4.4 萬億元左右），按照當前到期進度，年內可能還需要通過降准方式置換 MLF 以降低銀行付息成本，進而降低企業融資成本。我們的預測還考慮到國內信用風險加速暴露、中美摩擦升級、美聯儲加息進程加快、國內經濟面臨更大下行壓力等因素，需要適當寬鬆的貨幣政策優化流動性結構和總量，降低實體經濟融資成本，避免監管硬著陸。

丁文捷 博士

電話：(852) 3900 0856

郵件：dingwenjie@cmbi.com.hk

隋曉萌

電話：(852) 3761 8775

郵件：suixiaomeng@cmbi.com.hk

❖ **降准對上市銀行影響中性偏正面。**今年流動性偏緊的情況持續，存款增速放緩，加之監管不斷收緊表外融資、資管新規正式出台等，均為銀行的負債及表內信貸帶來新的壓力。降准作為一個長期政策，釋放的增量資金可緩解銀行流動性壓力，降低資金成本，對淨息差有正向影響。但與此同時，由於央行對降准釋放資金應用有定向“鼓勵”和要求，短期而言，增加向小微企業貸款有可能增加銀行的資產質量惡化風險，而債轉股專案在推進過程中仍面臨許多不確定性，包括股權投資風險權重的計量較高、銀行對轉股企業的風險把控等，在一定程度上也削弱了降准的正面影響。不過，H 股上市國有大型銀行及股份行在過去一個月平均跌幅超過恒生指數，降准消息或有助於市場對銀行板塊的情緒恢復。央行在降准公告中重申將繼續維持穩健中性貨幣政策，儘管我們預期之後仍將有持續的邊際放鬆，但整體偏緊的流動性環境不會發生根本性改變，因此我們仍然偏好資金來源廣闊、不良確認較嚴格的大型銀行。我們重申工商銀行（1398 HK，買入，目標價：8.2 港元）為我們的行業首選。

圖 1: 2018 年 4 月與 7 月兩次定向降准內容比較

公布日期	2018年6月24日	2018年4月17日
實質	範圍上近似普降，資金用途定向在債轉股和小微貸款	降准範圍上近似普降，資金用途明確限制為MLF置換以及小微企業貸款
降准範圍	大型商業銀行、 股份制商業銀行、 郵儲銀行、 城市商業銀行、 非縣域農村商業銀行、 外資銀行	大型商業銀行、 股份制商業銀行、 城市商業銀行、 非縣域農村商業銀行、 外資銀行
幅度	下調0.5個百分點	下調1個百分點
釋放資金用途	總共釋放約7000億資金。其中5000億用於鼓勵5家大型商業銀行及12家股份行參與債轉股項目；2000億針對其他銀行，用於小微企業貸款。	釋放約1.3萬億資金。其中9000億用於償還MLF，剩餘的增量4000億大部分釋放給城商行和非縣域農商行，主要用於小微貸款投放
意圖	支持“債轉股”；增加小微貸款投放，降低小微企業融資成本	置換MLF降低商業銀行付息成本，降低企業融資成本；加大小微貸款投放，降低小微企業融資成本
實施日期	2018年7月5日	2018年4月25日

資料來源：中國人民銀行、招銀國際

圖 2: H 股上市銀行估值表

公司名稱	股份代碼	市帳率			股息率		
		2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
中國工商銀行	1398 HK	0.85	0.76	0.69	4.9%	5.3%	5.8%
中國建設銀行	939 HK	0.88	0.79	0.71	4.9%	5.3%	5.8%
中國農業銀行	1288 HK	0.74	0.66	0.60	5.8%	6.1%	6.7%
中國銀行	3988 HK	0.67	0.60	0.55	5.6%	5.9%	6.4%
交通銀行	3328 HK	0.62	0.55	0.51	5.7%	5.8%	6.2%
中信銀行	998 HK	0.55	0.49	0.45	6.4%	6.1%	6.6%
中國光大銀行	6818 HK	0.59	0.54	0.49	6.0%	5.4%	5.6%
中國民生銀行	1988 HK	0.55	0.62	0.56	2.6%	3.0%	3.1%
招商銀行	3968 HK	1.36	1.19	1.05	3.5%	4.0%	4.6%
浙商銀行	2016 HK	0.73	0.76	0.68	4.8%	7.3%	7.8%
哈爾濱銀行	6138 HK	0.45	0.34	0.30	7.2%	6.4%	7.4%
重慶銀行	1963 HK	0.55	0.44	0.40	6.9%	5.5%	6.1%
徽商銀行	3698 HK	0.59	0.57	0.51	2.0%	2.7%	2.9%
中原銀行	1216 HK	0.86	N/A	N/A	3.7%	N/A	N/A
天津銀行	1578 HK	0.59	N/A	N/A	4.2%	N/A	N/A
青島銀行	3866 HK	0.82	N/A	N/A	3.9%	N/A	N/A
盛京銀行	2066 HK	0.44	N/A	N/A	4.6%	N/A	N/A
鄭州銀行	6196 HK	0.54	N/A	N/A	6.8%	N/A	N/A
錦州銀行	416 HK	0.72	N/A	N/A	3.2%	N/A	N/A
甘肅銀行	2139 HK	0.96	N/A	N/A	0.0%	N/A	N/A
重慶農商行	3618 HK	0.64	0.57	0.50	4.9%	5.4%	6.1%
九台農商行	6122 HK	1.19	N/A	N/A	4.8%	N/A	N/A
廣州農商行	1551 HK	0.89	N/A	N/A	4.8%	N/A	N/A
郵儲銀行	1658 HK	0.90	0.80	0.72	3.5%	3.4%	3.9%

資料來源：彭博、招銀國際

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。