

## 全面降准如期而至，2019 以宽松开局

- ❖ **新年伊始，降准如期而临。**1月4日傍晚，中国央行宣布，将于1月15日和25日分别下调存款性金融机构存款准备金0.5个百分点，合计下调1个百分点，以对冲春节前由于现金集中投放造成的流动性波动。本次操作为全面降准，预计释放资金约1.5万亿元（人民币，下同）。
- ❖ **叠加其他操作后，净释放长期资金约8,000亿元。**在本次降准前的1月2日，央行发文，调整普惠金融定向降准的小微企业考核标准，由原先的“单户授信小于500万元”放宽至“单户授信小于1,000万元”。该举措将扩大普惠金融定向降准的政策覆盖面，据我们估算还将额外释放资金约5,000亿元。剔除用来偿还一季度到期的约1.2万亿元中期借贷便利（MLF）后，释放的长期资金净额约在8,000亿元左右。增量资金将有利于金融机构加大对小微企业、民营企业的支持力度。
- ❖ **货币政策憧憬：TMLF操作以及公开市场操作利率调降。**降准落地之后，市场对降息的呼声和期盼也逐渐高涨，但主要的分歧在于降哪个息、是否会下调基准利率。我们认为，在今年春节前，定向中期借贷便利（TMLF）将是调节流动性以及指导利率的主要工具。事实上，于去年12月中旬创设的TMLF工具已经将其操作利率在MLF的基础上降低了15个基点至3.15%。对于今年货币政策操作的展望，在基准情形下，我们预计央行将维持基准利率不变，通过调降公开市场操作利率，引导实体经济贷款利率的下行；而在冲击情形下（经济下行压力增加、货币政策传导机制不畅、实体贷款成本居高不下），我们预计基准存贷款利率可能非对称地调降10至20个基点。此外，我们预计今年还有1个百分点的降准空间。
- ❖ **近期降准后，H股上市银行短期内普遍跑赢大市。**我们统计了自2015年以来，央行公布的10次定向或全面降准后的1/5/30个交易日内恒生指数及H股上市银行的涨跌变化（见图2）。整体而言，降准公布后，恒生指数的变化幅度并无明显的固定规律，但H股银行在最近5次降准后的一周内平均跑赢恒指约1.5个百分点。
- ❖ **本次降准有利于银行净息差扩张及市场情绪修复。**本次全面降准将有效降低银行资金成本，对净息差形成支持，特别是在监管引导贷款利率下行的背景下。根据我们的测算，通过偿还MLF降低资金成本以及增加对小微企业信贷投放带来的增量利息收入，降准1个百分点将为我们覆盖的银行2019年净息差带来平均1.8个基点的提升，对净利润有平均0.9%的提升（见图3）。上周，两家A股上市股份行平安银行（000001 CH，未评级）及浦发银行（600000 CH，未评级）发布了2018年全年业绩快报。数据显示，两家银行2018年全年净利润增长均有所提速，四季度不良贷款率保持大体稳定。这将有助于缓解市场对于银行业资产质量和盈利能力的担忧。我们维持对中国银行业「优于大市」的评级；维持建设银行（939 HK，买入，目标价：9.30港元）和农业银行（1288 HK，买入，目标价5.30港元）为行业首选。

丁文捷，博士（宏观）

电话：(852) 3900 0856

邮件：[dingwenjie@cmbi.com.hk](mailto:dingwenjie@cmbi.com.hk)

孙明，CFA（银行及证券行业）

电话：(852) 3900 0836

邮件：[terrysun@cmbi.com.hk](mailto:terrysun@cmbi.com.hk)

隋晓萌（银行及证券行业）

电话：(852) 3761 8775

邮件：[suixiaomeng@cmbi.com.hk](mailto:suixiaomeng@cmbi.com.hk)

图 1: 近期人行四次降准内容比较

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。

资料来源：中国人民银行、招银国际

图 2: 2015 年以来历次降准公布后 恒生指数及 H 股上市银行的表现

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

资料来源：彭博、招银国际；\*为工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、交通银行、招商银行、中信银行、民生银行、光大银行及邮储银行的股价表现平均值。

图 3: 降准 1 个百分点对 H 股银行 2019E 净利润的影响

(百万元 人民币)	存款总额 (3Q18)	降准释放 资金	置换 MLF 额度	贷款增量	平均贷款 利率	净利息收入 增量	FY19E 平均生息资产	净息差 变动	FY19E 净利润	净利润影响 幅度
工商银行	21,307,707	213,077	149,154	63,923	6.2%	5,433	27,963,413	1.9 bp	321,278	0.91%
建设银行	17,228,192	172,282	120,597	51,685	6.2%	4,393	23,780,870	1.8 bp	278,601	0.86%
农业银行	17,299,684	172,997	121,098	51,899	6.2%	4,411	22,988,160	1.9 bp	223,434	0.99%
中国银行	14,272,930	142,729	99,911	42,819	6.2%	3,640	21,218,257	1.7 bp	195,800	0.93%
交通银行	5,705,985	57,060	39,942	17,118	6.2%	1,455	9,582,558	1.5 bp	78,211	0.80%
中信银行	3,578,398	35,784	25,049	10,735	6.2%	912	6,207,185	1.5 bp	48,877	0.92%
民生银行	3,163,923	31,639	22,147	9,492	6.2%	807	6,311,379	1.3 bp	55,679	0.71%
光大银行	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>

资料来源：彭博、招银国际预测；注：假设降准释放的资金中 70%用于偿还 MLF；根据银保监会数据，2018 年三季度小微企业贷款的平均利率为 6.23%。

图 4: H 股上市银行估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率		市盈率		股息率		股本回报率	
		(港元)	(港元)		2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
工商银行	1398 HK	5.52	7.60	买入	0.77	0.70	5.8	5.5	5.2%	5.6%	13.9%	13.4%
建设银行	939 HK	6.41	9.30	买入	0.75	0.68	5.5	5.1	5.5%	5.9%	14.2%	13.9%
农业银行	1288 HK	3.43	5.30	买入	0.66	0.60	5.0	4.8	5.9%	6.3%	13.8%	13.1%
中国银行	3988 HK	3.37	5.20	买入	0.57	0.52	5.0	4.6	6.3%	6.7%	12.1%	11.8%
中信银行	998 HK	4.65	5.90	买入	0.51	0.47	4.5	4.2	6.8%	7.3%	11.6%	11.5%
交通银行	3328 HK	6.05	6.40	持有	0.60	0.55	5.5	5.2	5.6%	5.9%	11.2%	11.0%
民生银行	1988 HK	5.41	6.20	持有	0.49	0.44	3.7	3.8	3.9%	4.1%	12.9%	12.2%
光大银行	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>行业平均</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>

资料来源：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

### 招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45及46楼

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上责任。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商投资者

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。