

政策透视

2018年10月8日

人行再次降准的宏观及行业影响

一、 人行再次降准的宏观经济视角

人民银行周日宣布，自**2018年10月15日**起，下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率（RRR）**1个百分点**。降准所释放的部分资金用于偿还**10月15日**到期的约**4500亿元**中期借贷便利（MLF），这部分MLF当日不再续做。除去此部分，降准还可再释放增量资金约**7500亿元**。

本次降准之后，大型与中小型存款类金融机构的准备金率分别为**14.5%**与**12.5%**，这将是**2007年**第四季以来最低水平。我们认为本次人行宣布降准主要基于以下三方面原因。首先，在外贸环境不确定性提高的背景下，通过降准促进内需，以防经济增速出现明显下滑。第二，降低企业特别是中小企业、民营企业的融资难度及融资成本，防止就业增长减速。第三，对冲国庆长假期间全球市场资产价格的波动所带来的预期冲击。

人行此次降准属货币政策边际宽松的范畴，料为人民币带来一定程度的贬值压力。但人民银行不仅拥有超过**3万亿美元**的外汇储备，还有不少诸如逆周期因子调解等政策工具，以及较强的离岸市场干预能力，人民币贬值的幅度料轻微。我们估计在岸美元兑人民币汇率近期或在**6.90**左右波动。

根据人行的公告，本次降准主要目的是优化流动性结构，增强金融服务实体经济能力。由于房地产调控措施仍将维持，房贷额度以及房贷利率难于放松，故房地产市场难以从此次降准获得直接的支持。但考虑到金融市场利率或因降准下行，房地产开发商的债权融资或得到一定程度改善。

展望未来，有见于通胀压力较温和，经济下行压力增加，以及RRR在全球范围内仍处于较高水平，人民银行在今年余下时间及明年或再分别宣布定向下调RRR一次以及三次。汇率方面，由于美国继续加息步伐，我们预期**2018年年底**美元兑人民币在岸现货价或为**6.90**左右，而**2019年年底**预计为**7.00**。

政策 透视

政策对行业影响:



中国银行业

行业影响:

- 中国人民银行宣布 10 月 15 日起下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。调整后大型金融机构存款准备金率将为 14.5%，中小型金融机构存款准备金率将为 12.5%。预计是次降准可为市场释放 1.2 万亿元人民币流动性，其中 4500 亿元将用于偿还 10 月 15 日到期的中期借贷便利（MLF），余下 7500 亿元将流入银行体系。
- 人行降低 MLF 余额反映其在去杠杆的前提下正在缩表，并将维持市场流动性的责任逐步下放至银行层面，推动由市场自行调节流动性，同时为银行提供客观条件支持实体经济。实际上近期数据显示银行流动性偏充裕，不同年期的 SHIBOR 自 7 月起明显有所下滑，而超额存款准备金率由 3 月底的 1.51% 重上 6 月底的 2.19%。意味着银行在流动性充足的情况下仍有惜贷倾向，并选择性放贷。因此，如果在未来几个月银行对目标领域支持力度没有改善，行业面对的相关政策性风险势将加大。
- 这次降准的主要目的是优化流动性结构，增强金融服务实体经济能力。随着近月信贷投放力度增加，数据显示金融机构中长期流动性需求也在增长。当中人行表明将继续引导金融机构支持小微企业、民营企业和创新型企业的资金来源，降低企业融资成本。尽管贷款定价反映需求仍强劲(截至 6 月底 75.24% 的贷款定价高于基准利率)，可以预期这类企业，尤其受国策支持领域的融资成本有望逐步下降。
- 尽管人行过去一直强调实施稳健中性的货币政策，不搞大水漫灌，注重定向调控，保持流动性合理充裕，引导货币信贷和社会融资规模合理增长，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境。但由于中美贸易战仍无降温迹象，特别在美国 11 月中期选举前川普为了争取支持很大可能继续其激烈强硬的态度，是次降准在另一方面明显是人行行为贸易战及早作出准备的举动。

股份影响:

- 我们认为由于银行体系现时流动性较充裕，这次降准对整体银行业不会有太大影响，特别大银行由于其业务多元化程度较高，所面对的影响属轻微。当中受政策支持的**农业银行(1288 HK)**及较保守的**建设银行(939 HK)**为我们行业首选。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

政策 透视

- 反之，股份制银行及地区性银行因其业务中较大部份来自中小微企及民营企业，则将在降低社会融资成本的过程中承受较大的影响，特别是地区银行的议价能力明显较弱，面对的影响将最为明显。



中国证券业

行业影响:

- 总的来说，证券业受降准的短期影响主要取决于降准后国内资本市场各环节的反应而影响券商的相关业务。
- 根据中国证券业协会，今年上半年年证券行业各主营业务收入占比为：代理买卖证券29%、证券投资收益23%、投行14%、资产管理11%、其他23%。由于代理买卖证券及证券投资收益占行业收入超过一半，所以股市成交量变化、主要股指表现对行业的影响较大。
- 总的来说，A股成交量在今年年初以来继续下降，日均成交量由一月份的高位5210亿持续下降至九月份的2616亿，其间国内曾四次降准，意味着降准对股市成交量的刺激有限，并不能扭转成交量下跌的趋势。此外，上证综指也由今年一月高位的超过3,500點下降至现时的2,800點以下，意味着过去数月的降准对主要股指表现的刺激也有限。
- 所以，尽管降准有利于优化金融市场的流动性结构，为高质量发展和供给侧结构性改革营造适宜的货币金融环境，但短期内对证券业的业务刺激有限。

股份影响:

- 我们对证券行业持中立态度。虽然行业估值不高，但经营环境持续低迷，令股价缺乏催化剂
- 建议短期内减低东方证券（3958 HK）等自营业务比重较高之券商在投资组合中的比例。



中国房地产业

行业影响:

- 是次降准目的在于支持实体经济发展，但中国房地产市场过去几年一直受政策调控，降准所释放资金未必能够流入地产板块。尤其在限购限贷等政策下，银行对房地产企业和个人按揭一直相对保守，降准未必能降低房地产板块融资利率。据融 360 最新数据显示，2018 年 8 月全国首套房贷款平均利率为 5.69%，相当于基准利率 1.161 倍，环比上升 5 个点子及同比升 57 个点子。我部统计 20 家主要香港上市开发商，其平均总借贷成本亦从 2017 全年的 6.1%，上升至 2018 年上半年的 6.5%。今年以来的降准行动似乎难以扭转房地产行业利率上升趋势。
- 另外，降准将对央行带来一定去杠杆效果。央行的抵押补充贷款（PSL）投放是棚改货币化资金的主要来源。央行去杠杆将可能放慢 PSL 的投放速度以及棚改项目的发展。事实上，棚改收紧亦已经在数个月前开始蕴酿。7 月份住建部表示，对于商品住房库存不足，房价上涨压力较大的地方，应有针对性地及时调整棚改安置政策。棚改放慢可能对三四线城市房地产市场带来不利影响。
- 降准亦可能对人民币带来贬值压力。人民币若对美金出现贬值，开发商在年底为美金债进行重估时，可能在损益表确认外汇损失，影响盈利。

股份影响:

- 由于房地产利率上升趋势难以扭转，我们认为销售增长快，能从自身业务产生强劲现金流的开发商，将较能抵御再融资风险。在我们覆盖的开发商中，时代中国（1233 HK）和中国奥园（3883 HK）2018 年首九个月合同销售额分别同比上升 55% 和 137%。这两家开发商亦为我们行业首选，因看好其大湾区布局。时代中国和中国奥园深耕于广东多年，其大湾区占 2017 年总销售分别达到 87%和 53%；他们亦已在大湾区内建立一定规模的旧改项目，为将来的销售及盈利增长打好基础。
- 现金流稳定，持有净现金的物业管理公司，亦可能成为投资者房地产板块的替代品。在香港上市物业管理公司中，我们偏爱雅生活（3319 HK）。雅生活的主要股东，包括雅居乐（3383 HK）和绿地（600606 CH）每年为雅生活锁定新管理面积并带来强劲增长，2018年上半年净利润同比上升196%至3.32亿人民币；增值业务收入在注入地产中介业务后录得大幅增长，2018年上半年同比上升352%至6.55亿人民币。



中国环境保护业/ 替代能源业

行业影响:

- 垃圾焚烧：人民银行 10 月 7 日宣布自 10 月 15 日起将定向降准 1 个百分点，可释放资金约 7500 亿元人民币，主要面向小微企业，民营企业及创新企业。中国垃圾焚烧行业由于启动资金较大，而且属资金及技术密集高的行业，因此主要参与者多数为国企或国企背景企业，民营企业很少，因此直接受惠较少。但降准有助于减低借贷成本，也间接舒缓高杠杆企业的资金压力。
- 污水处理：和垃圾焚烧行业相似，污水处理行业也是资金及技术密集高的行业，主要参与者也是国企为主，但和垃圾焚烧行业不同的是民营参与者的比例稍高，因此这次降准对这类民营的污水处理商有一定帮助。但由于污水处理不算是创新行业，相信对民营污水处理商的帮助主要在于稍为降低借贷利率。
- 核电：核电是高门槛高技术高资金投入的行业，而且核电开发需要得到国家批准，因此核电行业参与者全部为国企，国企的借贷利率一般在 4%-5% 左右，水平属可接受范围。由于这次降准目标是帮助小微企业借贷，因此相信核电公司受惠有限。
- 风电：国企发电集团是风力发电行业的先行者，而且在比较早的时候已经占据了全国较优质的风资源地区，因此民营公司一般难以进入此行业，进入者也只占较小的份额。风电发电企业和核电发电企业相似，因为有稳定现金流和国企背景，借贷利率一般在 4%-5% 较低水平，因此在这次降准的受惠较少。

股份影响:

- 北控水务（371 HK）在垃圾焚烧和污水处理行业里应受惠较大，由于公司的负债率较高，2018 年上半年达到 84%，人民币借贷利率在 4% 左右，降准可以提高社会资本流动性所以应可以帮助北控水务置换高息人民币借贷。
- 中广核电力（1816 HK）及大唐新能源（1798 HK）在替代能源行业里应受惠较大。中广核及大唐新能源在 2018 年上半年的净负债率分别达到 177% 及 318%，属较高水平，人民币借贷率则在 5% 左右。这次降准也将提供较好的窗口让两公司置换高息人民币借贷以减轻负担。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

政策 透视

- 我们认为，垃圾焚烧，污水处理，核能发电和风力发电这几个行业由于是资金和技术密集型，所以参与的小微民营企业很少，而且也比较难被视为创新行业，因此在这次降准中的直接受益不多，间接受益应该会社会资金流动性改善而令借贷利率会稍有下降。



中国消费业/服务业

行业影响:

消费品行业

- 在过去的几个月内，国内的消费行业增长出现下降，零售销售同比增长从 3 月的 10.1% 下降到 8 月的 9.0%。同时，各大消费品上市公司的中期业绩数据均显示，市场推广费用有不同程度的上涨，显示出上半年国内消费市场的竞争加剧，从另一个侧面显示出消费品行业的增速放缓。
- 我们认为本次降准并不会在短期内对国内的消费增长有较大的推动作用，主要由于降准所产生的流动性真正下沉到实体经济需要一定的时间。因此，零售销售增长在今年或将会持续下降，而上市消费品企业将会面临更激烈的市场竞争。

教育行业

- 教育行业受到降准的影响也并不会特别明显，主要由于教育行业的周期相对较长，而且目前国内居民对于教育服务的需求仍较为强劲。同时，尽管最近国内经济增速有所放缓，但各大教育企业的业务并未受到影响。

股份影响:

- **消费品行业:** 我们认为，在零售销售市场竞争加剧和增速放缓的情况下，大型消费品企业是较好的选择。我们首选伊利（600887 CH）、蒙牛（2319 HK）、万州国际（288 HK）、安踏（2020 HK）。以上公司在今年上半年均录得较好的收入增长。
- **教育行业:** 我们认为，教育行业的企业筛选取决于学校规模、学校地域分布以及运营历史。我们首选中教控股（839 HK）、睿见教育（6068 HK）。中教控股（839 HK）目前的学生人数在所有在港上市的教育企业中排名第一，而且在上市之后就成功地进行了多次的收购。同时，以上两家教育企业均在广东或东部沿海城市具有一定规模的学校或学校网络。



中国科技/电子商贸业

行业影响:

- 中国互联网/电子商贸业一向以来的资金来源较多来自资本市场如股票市场、风险资本市场等。除了大型互联网/电子商贸平台如腾讯、阿里巴巴外，其余中小型互联网/电子商贸平台或新经济初创企业因其业务模式及财务状况一般较难获得银行贷款，故降准对这些企业的直接帮助亦应有限。
- 对大型互联网/电子商贸平台如腾讯 (700 HK) 及阿里巴巴(BABA US)而言，由于降准对中小型互联网/电子商贸平台的直接帮助有限，故对他们的现有市场领先地位未有产生负面影响。

股份影响:

- 总的来说，在互联网各细分行业中，网上游戏行业正受负面因素影响。首先，短视频共享平台的普及程度正在迅速提升，在我们看来，这可能会减少用户在线游戏的时间。其次，内地对网游监管进一步加强，会令游戏商成本支出加大。此外，更严格的在线游戏审批无可避免地打乱了游戏开发商推出新游戏的步伐，影响相关收入。
- 另一方面，网上零售增长则大致维持健康。根据国家统计局，2018年1-8月份，全国网上零售额 55195.5 亿元，增长 28.2%。其中，实物商品网上零售额 41993.1 亿元，增长 28.6%，增速比社会消费品零售总额高 19.6 个百分点，占社会消费品零售总额比重为 17.3%，比上年同期提高 3.5 个百分点。
- 基于我们认为在互联网各细分行业中网上零售短期前景较网上游戏健康的观点，我们继续视阿里巴巴 (BABA US)为行业首选。



中国电信行业

行业影响:

- 今次是人行年内第四次降准，上一次降准为 6 月 25 日公布降准 0.5 个百分点，释放流动性 7000 亿元；4 月 17 日公布降准 1 个百分点则释放约 4000 亿元，以及 1 月 25 日实施普惠金融定向降准。连同今次降准共降 2.5 个百分点，共释放 1.85 万亿元流动性。
- 降准有助发展信息消费，9 月 20 日中共中央国务院印发《关于完善促进消费体制机制进一步激发居民消费潜力的若干意见》，旨在增强消费对经济发展的基础性作用、构建更加成熟的消费细分市场以及完善消费的体制机制。各部委将陆续出台“促消费”的细则，提示关注汽车下乡、信息消费、农村消费升级、以及医疗、养老领域消费。
- 中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率，降低融资成本，小微企业的利息成本的下降，有利企业发展业务，小微企业对互联网的需要将有所提升，营运商可加快发展 5G 网络，为未来的物联网、工业互联网预备。

股份影响:

- 人行降准已进入常态化，相信今次是为应对贸易战后的经济转坏情况，定向向中小微企业加大扶持，调配资源支持实体经济。再度降准置换 MLF，保持了总量不变，体现稳健中性；但拉长期限结构，有助压缩期限利差。持续降准有助改善市场风险偏好，压缩信用利差，改善民企融资有助发展信息消费。
- 信息消费作为重要的新兴消费领域，正处于快速发展的关键时期。据工信部测算，2018 年上半年我国信息消费规模达 2.3 万亿，同比增长 15%，是同期 GDP 增速的 2.2 倍，对拉动内需、促进就业、引领产业升级发挥着重要作用。信息消费将实现 5 万亿元的量产规模，同比 2017 年增长 11%，占 GDP 的比例提升 6%。电信业将可为信息消费作出贡献，通信网络的快速发展带动信息与消费在线线下的深度融合。
- **中国移动(00941 HK)**正在发展固网业务，2018 年 1-8 月中国移动新增固网用数好于其他的营运商，未来公司将可进一步改善企业固网的市占率，提升盈利表现。

政策
透视

农银国际分析员



研究部主管陈宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究报告



宏观经济 - 姚少华
yaoshaohua@abci.com.hk



中国银行业- 欧宇恒
johannesau@abci.com.hk



中国证券业/科技及电子商贸业 - 周秀成
stevechow@abci.com.hk



中国房地产业- 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中国环保业/替代能源业- 吴景荃
kelvinng@abci.com.hk



中国消费业 - 潘泓兴
paulpan@abci.com.hk



中国电信行业-黎柏坚
rickyilai@abci.com.hk



权益披露

众分析员作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

权益披露

农银国际证券有限公司及/或与其附属公司，曾在过去 12 个月内，与本报告提及的公司有投资银行业务关系。

陈宋恩持有农业银行(1288 HK) H 股股份

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报(10%)
持有	负市场回报 (-10%) \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报(+10%)
卖出	股票投资回报 $<$ 负市场回报(-10%)

注：股票收益率=未来 12 个月股票价格预期百分比变化+总股息收益率

市场回报率=自 2005 年以来的平均市场回报率（恒指总回报指数于 2005-17 年间的年复合增长率为 10%）

目标价的时间范围：12 个月

股票评级可能与所述框架有所偏离，原因包括但不限于：公司治理、市值、相对于相应基准指数的历史价格波动率、相对于股票市值的平均每日成交量、公司于相应行业的竞争优势等。

免责声明

报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2018 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址： 香港中环干诺道中 50 号中国农业银行大厦 10 楼农银国际证券有限公司

电话： (852)3666 0002