

政策透視

2018年10月8日

人行再次降准的宏觀及行業影響

一、 人行再次降准的宏觀經濟視角

人民銀行周日宣佈，自 **2018年10月15日** 起，下調大型商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、非縣域農村商業銀行、外資銀行人民幣存款準備金率（**RRR**）**1** 個百分點。降准所釋放的部分資金用於償還 **10月15日** 到期的約 **4500** 億元中期借貸便利（**MLF**），這部分 **MLF** 當日不再續做。除去此部分，降准還可再釋放增量資金約 **7500** 億元。

本次降准之後，大型與中小型存款類金融機構的準備金率分別為 **14.5%**與 **12.5%**，這將是 **2007** 年第四季以來最低水平。我們認為本次人行宣佈降准主要基於以下三方面原因。首先，在外貿環境不確定性提高的背景下，通過降准促進內需，以防經濟增速出現明顯下滑。第二，降低企業特別是中小企業、民營企業的融資難度及融資成本，防止就業增長減速。第三，對沖國慶長假期間全球市場資產價格的波動所帶來的預期衝擊。

人行此次降准屬貨幣政策邊際寬鬆的範疇，料為人民幣帶來一定程度的貶值壓力。但人民銀行不僅擁有超過 **3** 萬億美元的外匯儲備，還有不少諸如逆週期因子調解等政策工具，以及較強的離岸市場干預能力，人民幣貶值的幅度料輕微。我們估計在岸美元兌人民幣匯率近期或在 **6.90** 左右波動。

根據人行的公告，本次降准主要目的是優化流動性結構，增強金融服務實體經濟能力。由於房地產調控措施仍將維持，房貸額度以及房貸利率難於放鬆，故房地產市場難以從此次降准獲得直接的支持。但考慮到金融市場利率或因降准下行，房地產開發商的債權融資或得到一定程度改善。

展望未來，有見於通脹壓力較溫和，經濟下行壓力增加，以及 **RRR** 在全球範圍內仍處於較高水平，人民銀行在今年餘下時間及明年或再分別宣佈定向下調 **RRR** 一次以及三次。匯率方面，由於美國繼續加息步伐，我們預期 **2018** 年年底美元兌人民幣在岸現貨價或為 **6.90** 左右，而 **2019** 年年底預計為 **7.00**。

政策 透視

政策對行業影響:



中國銀行業

行業影響:

- 中國人民銀行宣佈 10 月 15 日起下調大型商業銀行、股份制商業銀行、城市商業銀行、非縣域農村商業銀行、外資銀行人民幣存款準備金率 1 個百分點。調整後大型金融機構存款準備金率將為 14.5%，中小型金融機構存款準備金率將為 12.5%。預計是次降准可為市場釋放 1.2 萬億元人民幣流動性，其中 4500 億元將用於償還 10 月 15 日到期的中期借貸便利（MLF），餘下 7500 億元將流入銀行體系。
- 人行降低 MLF 餘額反映其在去杠杠的前提下正在縮表，並將維持市場流動性的責任逐步下放至銀行層面，推動由市場自行調節流動性，同時為銀行提供客觀條件支持實體經濟。實際上近期數據顯示銀行流動性偏充裕，不同年期的 SHIBOR 自 7 月起明顯有所下滑，而超額存款準備金率由 3 月底的 1.51% 重上 6 月底的 2.19%。意味著銀行在流動性充足的情況下仍有惜貸傾向，並選擇性放貸。因此，如果在未來幾個月銀行對目標領域支持力度沒有改善，行業面對的相關政策性風險勢將加大。
- 這次降准的主要目的是優化流動性結構，增強金融服務實體經濟能力。隨著近月信貸投放力度增加，數據顯示金融機構中長期流動性需求也在增長。當中人行表明將繼續引導金融機構支持小微企業、民營企業和創新型企業的資金來源，降低企業融資成本。儘管貸款定價反映需求仍強勁（截至 6 月底 75.24% 的貸款定價高於基準利率），可以預期這類企業，尤其受國策支持領域的融資成本有望逐步下降。
- 儘管人行過去一直強調實施穩健中性的貨幣政策，不搞大水漫灌，注重定向調控，保持流動性合理充裕，引導貨幣信貸和社會融資規模合理增長，為高質量發展和供給側結構性改革營造適宜的貨幣金融環境。但由於中美貿易戰仍無降溫跡象，特別在美國 11 月中期選舉前川普為了爭取支持很大可能繼續其激烈強硬的態度，是次降准在另一方面明顯是人行為貿易戰及早作出準備的舉動。

股份影響:

- 我們認為由於銀行體系現時流動性較充裕，這次降准對整體銀行業不會有太大影響，特別大銀行由於其業務多元化程度較高，所面對的影響屬輕微。當中受政策支持的**農業銀行(1288 HK)**及較保守的**建設銀行(939 HK)**為我們行業首選。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

政策 透視

- 反之，股份制銀行及地區性銀行因其業務中較大部份來自中小微企及民營企業，則將在降低社會融資成本的過程中承受較大的影響，特別是地區銀行的議價能力明顯較弱，面對的影響將最為明顯。

政策 透視



中國證券業

行業影響：

- 總的來說，證券業受降准的短期影響主要取決於降准後國內資本市場各環節的反應而影響券商的相關業務。
- 根據中國證券業協會，今年上半年年證券行業各主營業務收入占比為：代理買賣證券**29%**、證券投資收益**23%**、投行**14%**、資產管理**11%**、其他**23%**。由於代理買賣證券及證券投資收益占行業收入超過一半，所以股市成交量變化、主要股指表現對行業的影響較大。
- 總的來說，A股成交量在今年年初以來繼續下降，日均成交量由一月份的高位**5210**億持續下降至九月份的**2616**億，其間國內曾四次降准，意味著降准對股市成交量的刺激有限，並不能扭轉成交量下跌的趨勢。此外，上證綜指也由今年一月高位的超過**3,500**點下降至現時的**2,800**點以下，意味著過去數月的降准對主要股指表現的刺激也有限。
- 所以，儘管降准有利於優化金融市場的流動性結構，為高質量發展和供給側結構性改革營造適宜的貨幣金融環境，但短期內對證券業的業務刺激有限。

股份影響：

- 我們對證券行業持中立態度。雖然行業估值不高，但經營環境持續低迷，令股價缺乏催化劑
- 建議短期內減低**東方證券（3958 HK）**等自營業務比重較高之券商在投資組合中的比例。



中國房地產業

行業影響：

- 是次降准目的在於支持實體經濟發展，但中國房地產市場過去幾年一直受政策調控，降准所釋放資金未必能夠流入地產板塊。尤其在限購限貸等政策下，銀行對房地產企業和個人按揭一直相對保守，降准未必能降低房地產板塊融資利率。據融 360 最新數據顯示，2018 年 8 月全國首套房貸款平均利率為 5.69%，相當於基準利率 1.161 倍，環比上升 5 個點子及同比升 57 個點子。我部統計 20 家主要香港上市開發商，其平均總借貸成本亦從 2017 全年的 6.1%，上升至 2018 年上半年的 6.5%。今年以來的降准行動似乎難以扭轉房地產行業利率上升趨勢。
- 另外，降準將對央行帶來一定去杠杆效果。央行的抵押補充貸款（PSL）投放是棚改貨幣化資金的主要來源。央行去杠杆將可能放慢 PSL 的投放速度以及棚改項目的發展。事實上，棚改收緊亦已經在數個月前開始蘊釀。7 月份住建部表示，對於商品住房庫存不足，房價上漲壓力較大的地方，應有針對性地及時調整棚改安置政策。棚改放慢可能對三四線城市房地產市場帶來不利影響。
- 降准亦可能對人民幣帶來貶值壓力。人民幣若對美金出現貶值，開發商在年底為美金債進行重估時，可能在損益表確認外匯損失，影響盈利。

股份影響：

- 由於房地產利率上升趨勢難以扭轉，我們認為銷售增長快，能從自身業務產生強勁現金流的開發商，將較能抵禦再融資風險。在我們覆蓋的開發商中，時代中國（1233 HK）和中國奧園（3883 HK）2018 年首九個月合同銷售額分別同比上升 55% 和 137%。這兩家開發商亦為我們行業首選，因看好其大灣區佈局。時代中國和中國奧園深耕於廣東多年，其大灣區占 2017 年總銷售分別達到 87%和 53%；他們亦已在大灣區內建立一定規模的舊改項目，為將來的銷售及盈利增長打好基礎。
- 現金流穩定，持有淨現金的物業管理公司，亦可能成為投資者房地產板塊的替代品。在香港上市物業管理公司中，我們偏愛雅生活（3319 HK）。雅生活的主要股東，包括雅居樂（3383 HK）和綠地（600606 CH）每年為雅生活鎖定新管理面積並帶來強勁增長，2018年上半年淨利潤同比上升196%至3.32億人民幣；增值業務收入在注入地產中介業務後錄得大幅增長，2018年上半年同比上升352%至6.55億人民幣。

政策 透視



中國環境保護業/ 替代能源業

行業影響：

- 垃圾焚燒：人民銀行 10 月 7 日宣佈自 10 月 15 日起將定向降准 1 個百分點，可釋放資金約 7500 億元人民幣，主要面向小微企業，民營企業及創新企業。中國垃圾焚燒行業由於啟動資金較大，而且屬資金及技術密集高的行業，因此主要參與者多數為國企或國企背景企業，民營企業很少，因此直接受惠較少。但降准有助於減低借貸成本，也間接舒緩高杠杆企業的資金壓力。
- 污水處理：和垃圾焚燒行業相似，污水處理行業也是資金及技術密集高的行業，主要參與者也是國企為主，但和垃圾焚燒行業不同的是民營參與者的比例稍高，因此這次降准對這類民營的污水處理商有一定幫助。但由於污水處理不算是創新行業，相信對民營污水處理商的幫助主要在於稍為降低借貸利率。
- 核電：核電是高門檻高技術高資金投入的行業，而且核電開發需要得到國家批准，因此核電行業參與者全部為國企，國企的借貸利率一般在 4%-5% 左右，水平屬可接受範圍。由於這次降准目標是幫助小微企業借貸，因此相信核電公司受惠有限。
- 風電：國企發電集團是風力發電行業的先行者，而且在比較早的時候已經佔據了全國較優質的風資源地區，因此民營公司一般難以進入此行業，進入者也只占較小的份額。風電發電企業和核電發電企業相似，因為有穩定現金流和國企背景，借貸利率一般在 4%-5% 較低水平，因此在這次降准的受惠較少。

股份影響：

- 北控水務（371 HK）在垃圾焚燒和污水處理行業裡應受惠較大，由於公司的負債率較高，2018 年上半年達到 84%，人民幣借貸利率在 4% 左右，降准可以提高社會資本流動性所以應可以幫助北控水務置換高息人民幣借貸。
- 中廣核電力（1816 HK）及大唐新能源（1798 HK）在替代能源行業裡應受惠較大。中廣核及大唐新能源在 2018 年上半年的淨負債率分別達到 177% 及 318%，屬較高水平，人民幣借貸率則在 5% 左右。這次降准也將提供較好的窗口讓兩公司置換高息人民幣借貸以減輕負擔。



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABCI SECURITIES COMPANY LIMITED

政策 透視

- 我們認為，垃圾焚燒，污水處理，核能發電和風力發電這幾個行業由於是資金和技術密集型，所以參與的小微民營企業很少，而且也比較難被視為創新行業，因此在這次降准中的直接受益不多，間接受益應該會是社會資金流動性改善而令借貸利率會稍有下降。

政策 透視



中國消費業/服務業

行業影響：

消費品行業

- 在過去的幾個月內，國內的消費行業增長出現下降，零售銷售同比增長從 3 月的 10.1% 下降到 8 月的 9.0%。同時，各大消費品上市公司的中期業績數據均顯示，市場推廣費用有不同程度的上漲，顯示出上半年國內消費市場的競爭加劇，從另一個側面顯示出消費品行業的增速放緩。
- 我們認為本次降准並不會在短期內對國內的消費增長有較大的推動作用，主要由於降准所產生的流動性真正下沉到實體經濟需要一定的時間。因此，零售銷售增長在今年或將會持續下降，而上市消費品企業將會面臨更激烈的市場競爭。

教育行業

- 教育行業受到降准的影響也並不會特別明顯，主要由於教育行業的週期相對較長，而且目前國內居民對於教育服務的需求仍較為強勁。同時，儘管最近國內經濟增速有所放緩，但各大教育企業的業務並未受到影響。

股份影響：

- **消費品行業**：我們認為，在零售銷售市場競爭加劇和增速放緩的情況下，大型消費品企業是較好的選擇。我們首選伊利（600887 CH）、蒙牛（2319 HK）、萬州國際（288 HK）、安踏（2020 HK）。以上公司在今年上半年均錄得較好的收入增長。
- **教育行業**：我們認為，教育行業的企業篩選取決於學校規模、學校地域分佈以及運營歷史。我們首選中教控股（839 HK）、睿見教育（6068 HK）。中教控股（839 HK）目前的學生人數在所有在港上市的教育企業中排名第一，而且在上市之後就成功地進行了多次的收購。同時，以上兩家教育企業均在廣東或東部沿海城市具有一定規模的學校或學校網絡。



中國科技/電子商貿業

行業影響：

- 中國互聯網/電子商貿業一向以來的資金來源較多來自資本市場如股票市場、風險資本市場等。除了大型互聯網/電子商貿平臺如騰訊、阿裡巴巴外，其餘中小型互聯網/電子商貿平臺或新經濟初創企業因其業務模式及財務狀況一般較難獲得銀行貸款，故降准對這些企業的直接幫助亦應有限。
- 對大型互聯網/電子商貿平臺如騰訊 (700 HK) 及阿裡巴巴(BABA US)而言，由於降准對中小型互聯網/電子商貿平臺的直接幫助有限，故對他們的現有市場領先地位未有產生負面影響。

股份影響：

- 總的來說，在互聯網各細分行業中，網上遊戲行業正受負面因素影響。首先，短視頻共享平臺的普及程度正在迅速提升，在我們看來，這可能會減少用戶在線遊戲的時間。其次，內地對網游監管進一步加強，會令遊戲商成本支出加大。此外，更嚴格的在線遊戲審批無可避免地打亂了遊戲開發商推出新遊戲的步伐，影響相關收入。
- 另一方面，網上零售增長則大致維持健康。根據國家統計局，2018年1-8月份，全國網上零售額 55195.5 億元，增長 28.2%。其中，實物商品網上零售額 41993.1 億元，增長 28.6%，增速比社會消費品零售總額高 19.6 個百分點，占社會消費品零售總額比重為 17.3%，比上年同期提高 3.5 個百分點。
- 基於我們認為在互聯網各細分行業中網上零售短期前景較網上遊戲健康的觀點，我們繼續視阿裡巴巴 (BABA US) 為行業首選。

政策 透視



中國電信行業

行業影響：

- 今次是人行年內第四次降准，上一次降准為 6 月 25 日公佈降准 0.5 個百分點，釋放流動性 7000 億元；4 月 17 日公佈降准 1 個百分點則釋放約 4000 億元，以及 1 月 25 日實施普惠金融定向降准。連同今次降准共降 2.5 個百分點，共釋放 1.85 萬億元流動性。
- 降准有助發展信息消費，9 月 20 日中共中央國務院印發《關於完善促進消費體制機制進一步激發居民消費潛力的若干意見》，旨在增強消費對經濟發展的基礎性作用、構建更加成熟的消費細分市場以及完善消費的體制機制。各部委將陸續出臺“促消費”的細則，提示關注汽車下鄉、信息消費、農村消費升級、以及醫療、養老領域消費。
- 中國人民銀行決定下調部分金融機構存款準備金率，降低融資成本，小微企業的利息成本的下降，有利企業發展業務，小微企業對互聯網的需要將有所提升，營運商可加快發展 5G 網絡，為未來的物聯網、工業互聯網預備。

股份影響：

- 人行降准已進入常態化，相信今次是為應對貿易戰後的經濟轉壞情況，定向向中小微企業加大扶持，調配資源支持實體經濟。再度降准置換 MLF，保持了總量不變，體現穩健中性；但拉長期限結構，有助壓縮期限利差。持續降准有助改善市場風險偏好，壓縮信用利差，改善民企融資有助發展信息消費。
- 信息消費作為重要的新興消費領域，正處於快速發展的關鍵時期。據工信部測算，2018 年上半年我國信息消費規模達 2.3 萬億，同比增長 15%，是同期 GDP 增速的 2.2 倍，對拉動內需、促進就業、引領產業升級發揮著重要作用。信息消費將實現 5 萬億元的量產規模，同比 2017 年增長 11%，占 GDP 的比例提升 6%。電信業將可為信息消費作出貢獻，通信網絡的快速發展帶動信息與消費在線線下的深度融合。
- **中國移動(00941 HK)**正在發展固網業務，2018 年 1-8 月中國移動新增固網用數好于其他的營運商，未來公司將可進一步改善企業固網的市占率，提升盈利表現。

政策
透視

農銀國際分析員



研究部主管陳宋恩
philipchan@abci.com.hk



更多研究報告



宏觀經濟 - 姚少華
yaoshaohua@abci.com.hk



中國銀行業 - 歐宇恆
johannesau@abci.com.hk



中國證券業/科技及電子商貿業 - 周秀成
stevechow@abci.com.hk



中國房地產業 - 董耀基
kennethtung@abci.com.hk



中國環保業/替代能源業 - 吳景荃
kelvinng@abci.com.hk



中國消費業 - 潘泓興
paulpan@abci.com.hk



中國電信行業 - 黎柏堅
rickylai@abci.com.hk



權益披露

眾分析員作為本研究報告全部或部分撰寫人，謹此證明有關就研究報告中提及的所有公司及/或該公司所發行的證券所做出的觀點，均屬分析員之個人意見。分析員亦在此證明，就研究報告內所做出的推薦或個人觀點，分析員並無直接或間接地收取任何補償。此外，分析員及分析員之關聯人士並沒有持有研究報告內所推介股份的任何權益，並且沒有擔任研究報告內曾提及的上市法團的高級工作人員。

權益披露

農銀國際證券有限公司及/或與其聯屬公司，曾在過去 12 個月內，與本報告提及的公司有投資銀行業務關係。

陳宋恩持有農業銀行(1288 HK) H 股股份

評級的定義

評級	定義
買入	股票投資回報 \geq 市場回報(10%)
持有	負市場回報(-10%) \leq 股票投資回報 $<$ 市場回報(+10%)
賣出	股票投資回報 $<$ 負市場回報(-10%)

注：股票收益率=未來 12 個月股票價格預期百分比變化+總股息收益率

市場回報率=自 2005 年以來的平均市場回報率（恒指總回報指數於 2005-17 年間的年複合增長率為 10%）

目標價的時間範圍：12 個月

股票評級可能與所述框架有所偏離，原因包括但不限於：公司治理、市值、相對於相應基準指數的歷史價格波動率、相對於股票市值的平均每日成交量、公司於相應行業的競爭優勢等。

免責聲明

報告只為客戶使用，並只在適用法律允許的情況下分發。本研究報告並不牽涉具體使用者的投資目標，財務狀況和特殊要求。該等信息不得被視為購買或出售所述證券的要約或要約邀請。我等並不保證該等信息的全部或部分可靠，準確，完整。該報告不應代替投資人自己的投資判斷。文中分析建立在大量的假設基礎上，我等並不承諾通知閣下該報告中的任何信息或觀點的變動，以及由於使用不同的假設和標準，造成的與其它分析機構的意見相反或不一致。分析員(們)負責報告的準備，為市場信息採集、整合或詮釋，或會與交易、銷售和其它機構人員接觸。農銀國際證券有限公司不負責文中信息的更新。農銀國際證券有限公司對某一或某些公司內部部門的信息進行控制，阻止內部流動或者進入其它部門及附屬機構。負責此研究報告的分析員的薪酬完全由研究部或高層管理者(不包括投資銀行)決定。分析員薪酬不取決於投行的收入，但或會與農銀國際證券有限公司的整體收入(包括投行和銷售部)有關。報告中所述證券未必適合在其它司法管轄區銷售或某些投資人。文中所述的投資價格和價值、收益可能會有波動，歷史表現不是未來表現的必然指示。外幣匯率可能對所述證券的價格、價值或收益產生負面影響。如需投資建議、交易執行或其它諮詢，請您聯繫當地銷售代表。農銀國際證券有限公司或任何其附屬機構、總監、員工和代理，都不為閣下因依賴該等信息所遭受的任何損失而承擔責任。進一步的信息可應要求而提供。

版權所有 2018 年農銀國際證券有限公司

該材料的任何部分未經農銀國際證券有限公司的書面許可不得複印、影印、複製或以任何其他形式分發



農銀國際

ABC INTERNATIONAL

ABC SECURITIES COMPANY LIMITED

辦公地址： 香港中環幹諾道中 50 號中國農業銀行大廈 10 樓農銀國際證券有限公司

電話： (852)3666 0002