

加息周期近完結 大摩分析港星銀行股前景

滙控渣打業務穩 大華估值享溢價



▲大摩相信滙控和渣打的業務表現將較為穩健。

參考香港金融管理局最近（2023年12月）發表的《季報》，本港零售銀行的整體除稅前經營利潤在2023年首9個月按年增加88.8%，其中一項主要原因，是淨利息收入顯著增加43.7%。在加息環境下，零售銀行淨息差也擴闊至1.68%，2022年同期則為1.17%，在2021年9月（即美聯儲尚未展開今輪加息周期之前）更是低於1%。【見配圖】

據市場統計，香港銀行和新加坡銀行的有形股本回報率（RoTE）是15年來最佳，惟銀行估值並未充分得到反映，尤其是在香港上市的銀行股。究其原因，投資者主要關心一旦加息周期逆轉，銀行是否能維持其RoTE表現；以至當市場利率下行時，銀行股是否能跑贏大市。

減息時間幅度 市場看法分歧

對於美聯儲2024年的減息時間和幅度，市場觀點相當分歧。舉例說，花旗銀行美聯儲要到2024年下半年才減息，分別於第三季和第四季各減50基點，合共減息100基點。滙豐環球私人銀行及財富管理則預料美聯儲將提早於第二季開始減息，2024年將累計減息0.75厘，

2025年再減0.75厘；預計到了2025年底，聯邦基金目標利率區間為3.75厘至4厘，低於該行原本預測的4厘至4.25厘水平。

淨息差雖收窄 RoTE仍穩健

雖然大摩預期滙控和渣打的每股盈利（EPS）表現將開始逆轉，但相信滙控在2024年及2026年的預測RoTE仍能達到中雙位數（mid-teens），渣打亦有雙位數，未來12個月也會繼續透過股息和股份回購方式為股東帶來回報。有見兩家銀行都已透過對沖工具以應對利率下行，大摩相信其業務表現將較為穩健。即使在淨息差顯著收窄情況下，其RoTE仍可保持



▲大摩將大華銀行投資評級上調至「跑贏大市」。

銀行股在加息周期顯著受惠，主要是淨息差（NIM）擴闊，帶動銀行的淨利息收入（NII）同步上升。展望2024年，市場普遍預期美聯儲將會開始減息，投資者也關注銀行股的股本回報率（RoE）能否保持增長。投資銀行摩根士丹利表示，上市銀行的RoE會下跌，但預期仍然相當接近或高於10%。在香港和新加坡的大型銀行之中，大摩較為看好滙豐控股（00005）、渣打集團（02888）和大華銀行（U11.SI）。

大公报記者 彭子河

在10年平均水平。

中銀香港（02388）與恒生銀行（00011）是香港市場上其中兩家大型本地銀行（local bank），在過往12個月，其股價一直處於下游位置，分析相信是由於香港銀行體系表現不振所致，這包括貸款增長疲弱、財富業務收入未見理想、實際按揭利率受封頂息率所限、港元拆息（Hibor）大幅波動，以及內地房地產相關的減值撥備等不明朗因素，導致其EPS表現也相對疲弱。

新加坡銀行方面，大摩指星展銀行（D05.SI）、華僑銀行（O39.SI）、大華銀行的估值相對香港銀行同業仍然享有溢價（premium），市場也視之為防守力最強的銀行。大摩相信這個趨勢將會持續，問題只是哪一家新加坡銀行的表現最佳而已，而影響因素則各異。

因應市場變化，大摩將大華銀行的投資評級由「與大市同步」上調至「跑贏大市」；目標價34新加坡元，有大約20%上升空間，是三家新加坡銀行中之最高。大摩同時將華僑銀行由「跑贏大市」下調至「與大市同步」，原因是相信市場對華僑銀行來年的派息率有過高期望。



大摩對香港及新加坡大型銀行投資評級

銀行	目標價	投資評級
滙豐控股 (00005)	78.4港元	跑贏大市
渣打集團 (02888)	86.4港元	跑贏大市
中銀香港 (02388)	24.1港元	與大市同步
恒生銀行 (00011)	90.5港元	與大市同步
星展銀行 (D05.SI)	34.7新加坡元	與大市同步
華僑銀行 (O39.SI)	13.72新加坡元	與大市同步
大華銀行 (U11.SI)	34新加坡元	跑贏大市

大摩對大型銀行RoE預測 (%) **

銀行	2024年	2026年	2010至2022年平均
滙豐控股 (00005)	13.8	13.6	8.8
渣打集團 (02888)	9.9	9.8	6.4
中銀香港 (02388)	10.8	9.8	11.7
恒生銀行 (00011)	11.5	11.2	13.3
星展銀行 (D05.SI)	16.9	15.2	11.5
華僑銀行 (O39.SI)	14.1	14.6	13
大華銀行 (U11.SI)	13.5	13.1	11.3

**在基本情景假設下的預測

資料來源：摩根士丹利

內銀股息率吸引 高盛首選建行

收息佳選

在香港上市的內地大型國有商業銀行，由於派息穩定，加上現時的股息率相對吸引，是不少小股民的收息之選。以四大國有商業銀行為例，截至2023年底為止，建設銀行（00939）股息率最高，達到9.44%；其他三家也高於8%，工

商銀行（01398）為8.96%，中國銀行（03988）也有8.78%，農業銀行（01288）為8.33%。

投資銀行高盛發表報告指出，由於股息率相對吸引，以致大型銀行股價表現近期跑贏小型銀行。整體而言，高盛認為「啞鈴策略」（barbell strategy）將繼

續奏效，即偏好大型銀行和小型銀行多於中型銀行，主要是前兩類銀行的盈利表現一般較為穩定。

在一眾內銀股之中，高盛較看好建行（A股及H股），以及在內地上市的寧波銀行。對建行的投資評級為「買入」，未來12個月的目標價分別為4.8元（H股）和6.73元人民幣（A股）。對寧波銀行的目標價則為27.77元人民幣，投資評級同為「買入」。

內地銀行於2023年12月下旬下調存款利率，下調幅度和範圍都超出市場預期。廣發證券發表報告指出，由2019年至今，內地銀行的貸款利率面臨下行壓力，而存款利率卻出現背離，未有同步調整，令銀行淨息差持續受壓。另一方面，有見內地房地產銷售情況並未錄得明顯改善，廣發證券認為，若房地產市場在2024年初仍未明顯回暖，內地5年期LPR（貸款市場報價利率）或許仍有下調空間；銀行在此之前下調存款利率，有助紓緩淨息差收窄壓力。

銀行資產質素健康 風險可控

保持穩定

本港樓價近年持續面對下行壓力，以致部分投資者憂慮一旦樓市持續不振，可能拖累銀行股。分析指本港住宅按揭貸款的資產質素一直保持穩健，即使不幸出現違約，銀行亦已採取審慎的風險管理措施，相信整體風險可控。

差餉物業估價署公布的最新數據顯示，本港11月樓價按月跌1.98%，連跌7個月至近七年低位。有見2023年首11個月樓價累計跌近5.6%，加上12月份的市場氛圍未見明顯改善，市場人士預期2023全年樓價將連續兩年錄得下跌。

樓價如果持續下跌，可能拖累銀行的資產質素。據香港金融管理局最新公布數字，截至2023年第三季末，本港的負責產住宅按揭貸款宗數按季急升，由2023年第二季末的

3341宗增加至2023年第三季末的11123宗，升幅逾2.3倍。涉及的金額亦由2023年第二季末的174億元，增加至2023年第三季末的593億元。

隨著息口最快有望於2024下半年開始回落，加上預料經濟將進一步復甦，經絡按揭轉介首席副總裁曹德明認為樓價雖然在上半年仍有下行壓力，惟下半年有望回穩。因此，本港負責產住宅按揭貸款宗數在上半年仍將面對上升壓力。

金管局在上月發表的《季報》指出，儘管特定分類貸款比率在2023年第三季有所上升，但銀行體系的資產質素維持健康。銀行體系的特定分類貸款比率由上一季的1.50%上升至2023年第三季末的1.61%，而住宅按揭貸款拖欠比率則保持穩定，僅處於0.07%。

中
型
銀
行
。高
盛
偏
好
建
行
等
內
地
大
型
銀
行
和
小
型
銀
行
多
於



經濟預測與債券投資



林昶恆 (Alvin)

富足家庭教與練

機管局1月5日公布計劃發行50億元零售債券，一手入場費為1萬元，年期為2.5年，每3個月派息，年息4.25厘，零售債券投資者可提前向機管局100%贖回。相比上年的高息定存潮，有些投資者可能感覺收益未算吸引，甚至比之前發行的綠色債券還要低。但環球經濟狀況瞬息萬變，一個政治或經濟消息可能導致金融市場出現大幅波動，所以在任何情況下都應該在財富組合中持有適

當的固定收益債券。

踏入新一年，不同投資機構都會對未來12個月的全球市場走勢作預測，而美國是全球最大金融市場，其表現必然影響全世界。美國自2022年3月開始，加息11次，現時不少分析師相信通脹因素已受控而毋須再加息，亦有不少評論認為因利率高企而令經濟衰退出現，所以今天其中一個熱門討論話題是歐美國家何時開始減息來刺激經濟維持增長。

固定收益債券價格對利率變化比較敏感，年期愈長的定息債券對利率改變的反應愈大，所以當大多數市場分析員都認為今年環球利率有機會向下的時

候，傳統智慧告訴我們債券價格有機會受惠而向上，而在過去兩年因加息而導致表現不濟的長期定息債券亦可能會有更好表現。

但讀者們要注意投資資產表現很大程度上受期望所影響。理論上在加息周期時，定息債券價格會下跌，可是在2023年年結時，不少國家及不同類別的債券過去一年的表現都是上升的，它們的表現可能反映不少投資者已預計到環球利息已經見頂，2024年將會減息，換句話說，如果有投資者今天因為相信利息向下而開始投資債券，不代表一定會獲利。

投資表現可能是建基於預期，而並非事實，所以當投資者估中了走勢不代表能夠從中獲利。過去金融市場亦常會出現黑天鵝事件或灰犀牛事件，即是一些估計不到而發生了的事情或是知會發生但又相信影響不大的事情，由於沒有為這些事情準備，結果真的出現時導致大額損失。

我認為多看分析報告可以增進知識及認識世界發展，是值得鼓勵的，但只是根據專家預測而作出投資決定和「買大細」分別不大，不一定會增加贏面。與其如此，倒不如多專注在一些能夠控制的事情上，包括自己審視個人有多少

的資金能夠承擔風險，以及何時需要用到不同的收益，然後將一些必須得到的收益透過固定收益資產來達到目標。就像文中提到的機管局債券，雖然收益率並非很高，但確定性卻很高，正好用作應付一些中、短期必須要有的資金周轉。再有其他閒錢時，亦可以按個人風險承受水平而配置到其他資產，包括股票、基金，甚至是一些較高風險的債券，例如高收益債券等，相信這種做法才是穩健的理財策略。

（作者為家庭理財教育學會會長及認可理財教練，任何查詢可發電郵到info@ffe.com.hk）