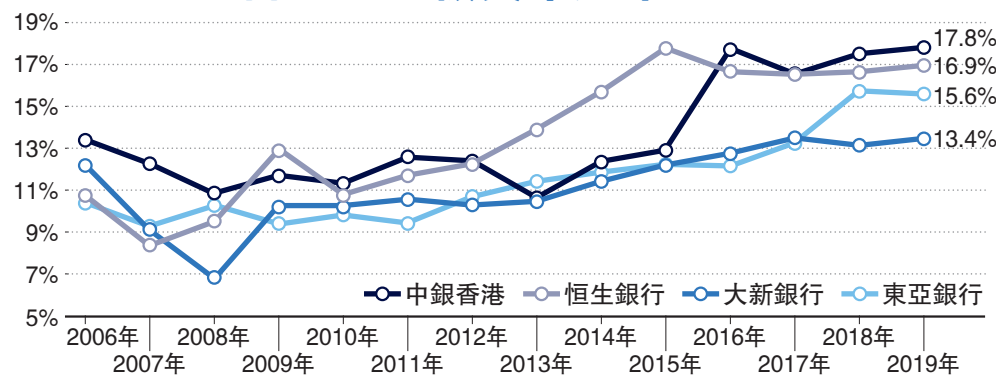


普通股一級資本比率走勢



資料來源：滙豐證券

部份港銀派息比率

銀行	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中銀香港	62.6%	138.5%	64.9%	63.5%	61.5%	62.5%	48.0%	48.2%	48.0%	47.7%	48.1%	48.4%	50.5%
恒生銀行	66.0%	85.4%	75.7%	66.6%	58.9%	52.4%	39.4%	70.8%	39.6%	71.9%	64.0%	59.2%	63.1%
大新銀行	46.6%	89.0%	0.0%	30.0%	31.3%	26.2%	23.5%	24.8%	24.2%	24.9%	27.0%	27.2%	30.1%
東亞銀行	63.1%	1320.5%	58.1%	49.3%	48.3%	40.3%	40.3%	41.0%	46.4%	46.7%	40.2%	57.6%	51.8%

註：2008年派息比率異常地高，主要是當年的盈利偏低所致

資料來源：滙豐證券

滙豐控股(00005)與渣打集團(02888)齊被英國監管機構叫停派息，香港小股民無辜受牽連，同時，其他上市銀行股的派息前景也引起關注。根據高盛與滙豐證券的分析，儘管香港銀行業的經營環境面對各項挑戰，預期上市銀行仍有能力維持派息，當中以中銀香港(02388)與恒生銀行(00011)擁有較佳的「抗疫」能力。

板塊透視之港銀股

大公報記者 黃裕慶

對小股民而言，一家公司的股價表現與派息水平，往往是衡量投資與否的重要參考指標。滙控和渣打被叫停派息後引起熱議，市場開始將眼光投向其他上市銀行股。正如滙豐證券大中華區銀行研究主管林嘉惟在月初發表的報告中指出，投資者對上市公司能否維持派息的關注「持續升溫」。

在一眾本地銀行股之中，高盛認為大型銀行相對於較有利位置，以其減值撥備前經營利潤(PPOP)的緩衝能力較高，同時為投資者提供較高的股息率。儘管在歐洲註冊的銀行被監管機構限制派息，高盛預期本港銀行將維持一貫的派息政策。

高盛：料港銀維持派息

另一方面，假如上市銀行的派息水平貼近歷史低位，高盛相信其股價仍將面對輕微下跌壓力。在上述假設情況下，高盛預期在金融海嘯期間仍維持派息的3家銀行，即中銀香港、恒生銀行、東亞銀行(00023)的每股派息(DPS)，平均將分別減少19%、16%和11%。

高盛維持對大型銀行的「買入」投資評級，具體而言即看好中銀香港和恒生銀行。根據銀行股自2019年6月以來的股價表現，高盛相信本地銀行股股價已大致反映每股盈利(EPS)下跌的風險。EPS下跌，主要是美聯儲減息，以及銀行的信貸質素風險攀升所致。

根據最新的不良貸款估算分析，高盛將香港銀行業的信貸成本(credit cost)上調，意味該行預期將有更多企業的還款能力轉差。高盛預期本地銀行需作更多信貸減值撥備，加上銀行手上有持有的物業及股票在按市值計價(mark to market)會計準則下，可能錄得更大的帳面損失，相信本地銀行股在2020、2021、2022年的預測每股盈利(EPS)，平均將下跌20%、10%和13%。

滙豐證券林嘉惟對本地銀行的派息前景作出分析後，雖然未有下結論，惟方向十分清晰。他在報告中列出四項理據，包括：1、整體而言，香港銀行擁有較高的CET 1(普通股權一級資本)和Tier 1(一級資本)充足率；2、貸款增長趨於放緩，意味資本消耗速度亦相應

減慢；3、減值撥備前經營利潤(PPOP)的表現穩健，加上過往控制資產質素的表現良好，即使受壓，料銀行仍能錄得盈利；4、假如停派股息的決定只是局限於銀行業，將引起市場競爭環境不公平(unfair playing field)的爭論，以及損害香港國際金融中心地位。

個股方面，滙證認為大型銀行的股息政策最為清楚。以中銀為例，其管理層重申有能力維持40%至60%派息比率。中銀去年的派息比率，更由2018年的48.4%輕微提升至50.5%。另外，管理層的策略是透過自然增長(organic growth)的方式發展業務，故斥資收購兼併(M&A)的風險相應減低。

若計及在香港上市的内銀，滙證指建設銀行(00939)和工商銀行(01398)的CET 1比率和ROE(股東權益回報)在大型國有商業銀行中之最高，透過自然增長方式累積資本的能力亦高於同業。此外，招商銀行(03968)在公司章程之中列明，其最低派息比率是30%，比大部分同行(10%)為高。

資本充裕 遠超監管要求

香港金融管理局月初回覆查詢時表示，留意到部分海外監管機構要求銀行暫停派息及股份回購。發言人指出，香港銀行體系資本水平充裕，平均資本充足比率超過20%，遠高於最低監管要求，有能力繼續提供穩定信貸支持香港經濟，因此金管局不認為有需要要求香港銀行暫停派息或回購股份，但會繼續密切留意疫情對經濟和銀行財務狀況的影響，適時作出檢討。



▲中銀香港去年的派息比率，由2018年的48.4%輕微提升至50.5% 資料圖片

抗疫能力高 中銀恒生看俏

- ▶ 港銀資本水平充裕
- ▶ 派息政策最為清晰
- ▶ 經營利潤表現穩健



▲香港銀行業的經營環境面對各項挑戰，預料上市銀行仍有能力維持派息

資料圖片

香港主要銀行估值比較

銀行	目標價(元)	投資評級	2020預測市帳率(倍)	2020預測市盈率(倍)
滙豐控股(00005)	62	買入	0.64	11.4
渣打集團(02888)	66	買入	0.38	10.2
中銀香港(02388)	31.9	買入	0.87	9.7
恒生銀行(00011)	165	買入	1.56	15.6
東亞銀行(00023)	15.3	中性	0.50	14.4
大新銀行(02356)	8.0	中性	0.35	8.8
本地銀行平均	-	-	0.82	12.1

資料來源：高盛

滙證：信貸損失有上升壓力

息差收窄

本港各行業普遍受到新冠肺炎疫情打擊，銀行業亦不例外。對於研究範圍內的香港銀行，滙豐證券對其盈利前景保持審慎觀點(conservative view)，原因包括宏觀經濟前景和利率環境均對不利因素，而預期信貸損失(ECL)亦有上升壓力。

滙豐證券大中華區銀行研究主管林嘉惟指出，以截至今年2月底的數據計算，銀行業的港元資金成本相對於去年底下降10個基點，但遠低於Hibor(香港銀行同業拆息)和Libor(倫敦銀行同業拆息)的平均跌幅，分別為73個基點和12個基點。儘管Hibor和Libor在3月份溫和攀升，他預期按季比較的銀行業淨息差(NIM)在今年第一季將面對顯著收窄壓力。淨息差是衡量一家銀行盈利能力的其中一項重要指標。

同樣以2月底的數據作比較，本港銀行年初至今的貸款增長錄得1.2%增幅，而存款則下跌0.1%。按揭貸款是銀行貸款組合的主要組成部分，而年初至今的按揭貸款餘額上升1.1%，儘管大致保持平穩，林嘉惟認為「增長前景仍不明朗」

，以新批出按揭貸款額為例，2月份錄得237億元，按月下跌5%，他預期3月和4月份的數字將遠低於1月和2月。

本港最新的失業率上升至3.7%，滙豐經濟師早前亦將香港2020年經濟增長預測下調至2.9%。林嘉惟預期銀行將因應宏觀經濟環境轉差，而相應上調今年第1季的信貸成本(credit cost)。



▲高盛維持對恒生銀行等大型銀行的「買入」投資評級 資料圖片

經濟下行 資產質素受考驗

形勢嚴峻

由於全球及本港經濟環境的不明朗因素增加，香港零售銀行的盈利在2019年下半年錄得輕微下降，整體稅前經營利潤較2018年同期溫和下跌1.5%。展望未來，受多項外圍及本地環境的下行風險因素拖累，金管局預期本港銀行的盈利前景將繼續蒙上陰影。

香港金融管理局在上月發表的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》指出，相關的下行風險因素包括：新冠肺炎疫情擴散狀況、中美貿易關係的未來走向，以及地緣政治緊張局勢加劇等。這些風險因素的加劇，或會打擊業已疲弱的全球經濟增長動力，並減少對銀行信貸的需求。

鑒於主要央行廣泛採取寬鬆的貨幣政策，全球的低利率環境有可能延續，這或對銀行未來的淨息差構成壓力。金管局資料顯示，本港零售銀行的淨息差在2019年為1.63%，較2018年的1.67%輕微收窄4點子。

猶幸本港銀行的資產質素穩健，有助抵禦風險。截至2019年底，零售銀行的總特定分類貸款比率和逾期及經重組

貸款比率分別輕微下降至0.48%及0.32%，按歷史標準衡量「均屬低水平」。

不過金管局同時指出，鑒於企業槓桿水平及個人債務負擔持續上升，銀行應審慎評估其貸款組合的資產質素變化。根據金管局的最新統計數據，本港家庭負債佔本地生產總值的比率持續攀升，2019年第4季的數值達到80.4%，創歷史新高。金管局並指出，預計家庭負債佔本地生產總值的比率「短期內可能維持在高位」。

另一個風險因素，是本港失業率預計將持續攀升。報告指出，如果本港經濟狀況進一步惡化，未來失業率顯著上升，家庭收入或會下跌，將大幅削弱個人債務負擔能力。一項敏感度測試顯示，若個人收入下跌10%而其他條件不變，新造按揭的償價指數可能會由2019年第4季的53.1水平，顯著上升至59.0。因此，金管局呼籲銀行「應對個人債務負擔上升所帶來的風險保持警惕」。

根據美銀美林估算，由於近期有大量店舖結業，加上打工仔被迫放無薪假，料未來2季的失業率將升至5%左右。

滙控渣打派息復常 高盛：等到2023年

限制派息

股息對於投資者的重要性，高盛的詮釋一針見血。該行發表報告指出，當某一行業並非呈增長狀態，但仍然有利可圖，將資金回饋股東是唯一的估值基礎(the sole valuation anchor)。沒有股息的話，有關投資的討論都是「殘缺不全的(impaired)」。

一般而言，上市銀行回饋股東的方式，包括派發股息和回購股份。歐洲的監管機構限制當地銀行派息和回

購股份，背後的政策用意是希望金融機構預留資金對抗疫情。銀行既然無力抗拒，剩下來的問題是：來自監管機構的干預將維持多長時間？

英國限制當地銀行派息和回購股份的禁令，要直至2020年尾才完結。滙豐控股與渣打集團早前亦先後發出通告向投資者交代。高盛預期到了明年(2021年)，在該行研究範圍內的銀行股，其派息合計約107億英鎊，金額實屬「非常有限」，但並非源於政府干預，而是受制於銀行業的盈利

能力受壓。高盛預期銀行業的有型股東權益回報(ROTE)只得3%。

到了2022年，高盛預期銀行業的派息將逐漸回升，至496億英鎊；2023年的派息有望恢復正常水平，即618億英鎊。

銀行被限制派息的措施公布之後，高盛維持對滙控和渣打每股盈利(EPS)的預測不變，未來12個月目標價亦維持不變。滙控目標價為62港元，渣打則為66港元；兩行的投資評級同為「買入」。