



▲短期而言，香港銀行業仍將面對逆境。

### 香港銀行估值

銀行	3月29日股價 (元)	市盈率 (倍)			市賬率 (倍)			股息率 (%)			投資評級	目標價 (元)
		2020年	2021年預測	2022年預測	2020年	2021年預測	2022年預測	2020年	2021年預測	2022年預測		
滙豐控股 (00005)	45.1	29.3	13.7	10.1	0.7	0.7	0.6	2.6	3.6	4.7	未有提供	
渣打集團 (02888)	53.45	30.5	12.6	9.8	0.5	0.5	0.5	1.3	2.9	4.2	中性	75
中銀香港 (02388)	28.25	9.9	9.6	9.0	1.1	1.0	0.9	4.6	5.2	5.6	跑贏行業	34.44
恒生銀行 (00011)	150.6	18	15.5	13.8	1.6	1.5	1.5	3.7	4.2	4.7	中性	146
東亞銀行 (00023)	16.44	16.9	12.2	10.7	0.5	0.5	0.5	2.4	3.1	4.9	跑輸行業	16.5

資料來源：中金公司

### 估值修復

根據香港金融管理局統計，本港零售銀行在2020年的稅前經營利潤顯著倒退，按年比較下跌29.4%，為2008年（下跌35.7%）以來最大跌幅。除了疫情反覆導致本港經濟衰退，息口大幅下跌是另一重要原因。隨着美國長期債息較快上揚，加上香港經濟有望逐步復甦，證券界預期香港銀行的估值存在修復空間。銀行界人士說，宜留意美聯儲官員下半年在全球央行銀行家年會上的發言，會否透露任何「收水」或加息的口風。

### 板塊透視之銀行股

大公報記者 楊慕輝

金管局在上月底公布的《貨幣與金融穩定情況半年度報告》指出，本港零售銀行的淨息差（NIM）由2019年下半年的1.63%收窄至2020年同期的1.01%，按年大幅收窄62個基點，以致淨利息收入（NII）減少、盈利下降。淨息差受壓，主要是大量資金流入港元，市場流動性充裕之下，港元拆息持續偏軟。以期限為3個月的香港銀行同業拆息（Hibor）為例，去年下半年即下跌43個基點，至年底時低見0.35%。

### 去年淨利息收入齊跌

在2020年，香港五家主要零售銀行的淨利息收入均錄得下跌。滙豐控股（00005）旗下的滙豐香港區錄得淨利息收入90.06億美元（折算約702.5億港元），較2019年的112.38億美元下跌19.9%。渣打集團（02888）旗下的渣打香港區錄得15.57億美元（約121.4億港元），較2019年的18.93億下跌17.7%。中銀香港（02388）為347.38億港元，較2019年（405.23億港元）下跌14.3%。恒生銀行（00011）錄得269.06億港元，較2019年（322.55億港元）下跌16.6%。東亞銀行（00023）為115.5億港元，較2019年（145.66億港元）下跌20.7%。

淨利息收入一般是銀行的主要收入來源，以東亞銀行為例，淨利息收入佔其經營收入的比例達到66.7%。滙豐香港區的佔比為55.1%，恒生銀行佔比為49.5%，中銀香港佔45.3%，渣打香港區佔44.7%。

在聯匯制度下，美國息口走勢是主導港元息口變化的因素。截至今年4月初，美國10年期國債息率已攀升至1.7厘附近，而去年底時仍為0.93厘，反映長債息口升勢頗急。中金公司發表報告指出，美聯儲主席鮑威爾3月底時首次提及縮減寬鬆（Tapering），但由於考慮到美債利率上升速度放緩、美國疫苗接種進度較預期為佳，並預計美聯儲的貨幣政策不會很快改變，故預期美聯儲可能在7月份會議上「開始討

論削減寬鬆」，及於12月會議「開啟削減計劃」。

### 美加息進程視乎三因素

東亞銀行高級外匯市場策略師葉澤恒接受大公報訪問時說，美聯儲何時收水和加息，仍要視乎三個關鍵因素而定，包括疫情發展和疫苗接種進度、拜登政府提出的2.2萬億美元基建方案能否獲國會順利通過，以及美國的就業數據和通脹水平是否符合美聯儲目標。假如一切順利，美聯儲有可能於今年夏季舉行的全球央行年會上透露口風，投資者宜密切留意。

短期而言，花旗相信香港銀行業仍將面對逆境。截至今年2月中，期限為1個月的平均港元拆息較2020年第4季下跌13點子，故預期銀行淨息差可能進一步收窄。雖然香港已開始疫苗接種計劃，惟花旗預料要到下半年才有望通關，帶動整體銀行業的貸款增長。

本地銀行股的股價於去年10月跌至低位，雖然到了2月中左右已回升19%至37%，惟升幅仍落後於大市，花旗認為是銀行股的每股盈利（EPS）改善幅度有限所致。儘管美國長債息口攀升，花旗指本地銀行股與恒指表現的關連度較程度視乎EPS增長的表現，而美國10年期國債息率上升雖然令息口曲線變得稍為陡峭（steepening），惟只能為銀行的財資市場收入帶來「溫和支持」作用，當中以滙和渣打比較受惠。

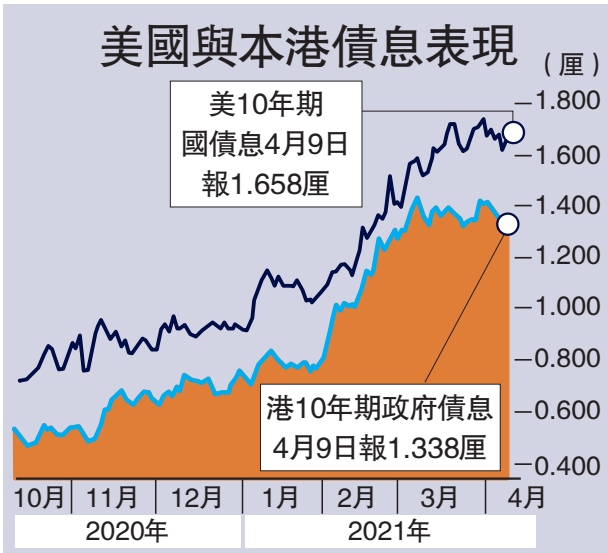
### 市賬率偏低 估值望修復

中金公司指出，截至今年3月29日，以2021年的預測市賬率（P/B）計，渣打集團與東亞銀行同為0.5倍，滙豐控股為0.6倍，中銀香港為1倍，恒生銀行為1.5倍，「均位於歷史平均水平以下」。隨着香港經濟逐步恢復（驅動因素包括市民陸續接種疫苗，與內地恢復通關等），以及加息預期的逐步兌現，中金相信香港銀行「存在估值修復空間」。

# 加息預期升溫

# 港銀息差望改善

# 改善



### 零售銀行淨利息收入下跌

銀行	2020年 (億港元)	2019年 (億港元)	按年變幅 (%)
滙豐香港區	702.5	876.6	-19.9
中銀香港	347.38	405.23	-14.3
恒生銀行	269.06	322.55	-16.6
渣打香港區	121.4	147.7	-17.7
東亞銀行	115.5	145.66	-20.7

資料來源：銀行業績報告及年報



東亞銀行高級外匯市場策略師 葉澤恒

●美收水和加息時機要視乎幾個關鍵因素，包括疫情發展和疫苗接種進度、拜登政府2.2萬億美元基建方案能否順利通過，以及美就業數據和通脹水平是否符合美聯儲目標。投資者宜密切留意今年夏季全球央行年會信息。

## 財富管理業務前景俏

### 有利位置

在息口長期低企的環境下，客戶往往希望能提升投資回報率，利好財富管理業務。評級機構惠譽指出，銀行若能成功捕捉財富管理業務所帶來的機遇，將有助應對淨息差收窄和信貸減值撥備增加所帶來的壓力。長期而言，隨着內地財富持續流入香港，惠譽相信香港銀行如擁有較佳的內地聯繫，例如內地銀行在香港開設的分支機構，有望相對受惠。

香港與內地的經濟融合程度持續加深，惠譽相信有助本港銀行維持現有的流動性水平，並與其他財富管理樞紐（例如新加坡）競爭，以吸引更多資金流入並帶動費用收入的增長。截至2020年底，香港銀行體系的普通股權一級資本（CET 1）比率達到16.7%，保持充裕水平。

自2008年金融海嘯之後，香港與新加坡這兩個城市皆受惠於亞太區內的財富快速增長。惠譽指出，兩地都處於有利位置以吸引來自中國內地和東盟國家的資金，而香港的相對優勢，即為與中國內地市場的緊密聯繫。舉例說，在香港設立地區總部的內地機構趨增、內地銀行在香港市場所擁有的存款規模近年攀升，加上香港與內地資本市場的連繫加深，這些因素對香港銀行體系的流動性發揮了穩定作用。

惠譽現時對香港銀行業經營環境的評分為「a」，前景展望則為「負面」。假如香港經濟能持續復甦，惠譽指有望於短期內將前景展望由「負面」上調至「穩定」；不過，若本港經濟指標（例如GDP增長和失業率）的走勢較惠譽預期為差，前景展望可能維持為負面。

## 貸款需求隨經濟反彈

### 宏觀衝擊

貸款是銀行的主要生息資產。金管局數字顯示，以半年度計，銀行貸款總額在2020年上半年錄得3%增長之後，在下半年則減少1.8%。2020全年計，銀行業的信貸總額仍錄得正增長（1.2%），惟增速較2019年（6.7%）顯著放緩5.5個百分點。

展望今年的貸款增長前景，香港銀行公會發言人上月底指出，隨着市民開始接種疫苗，加上政府延長多項紓緩措施，並將會推出消費券、百分比擔保個人貸款等，相信香港經濟下半年的增長動力會加強，商業活動更趨活躍，屆時可望帶動貸款需求。不過，由於經濟復甦需時，不會在短時間內恢復過往的狀態。

資產質素方面，由於疫情對本港家庭及企業的還款能力構成打擊，銀行的貸款質素也略為轉差，總特定分類貸款比率由2019年底的0.57%上

升至2020年底的0.9%。不過金管局認為，按歷史走勢及國際標準來衡量，銀行資產質素「仍維持穩健」。此外，根據最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果，香港銀行業即使面對嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊，銀行業「仍保持穩健」。

### 銀行貸款總額變化

	截至2020年底的貸款總額 (億元)	按年變幅
滙豐香港區	23714.9	-1.3%
中銀香港	14978.6	+7.3%
恒生銀行	9447.74	+0.2%
渣打香港區	6115.0	+1.5%
東亞銀行	5257.25	+0.9%

資料來源：銀行業績報告及年報

## 家庭負債風險可控

### 個人負擔

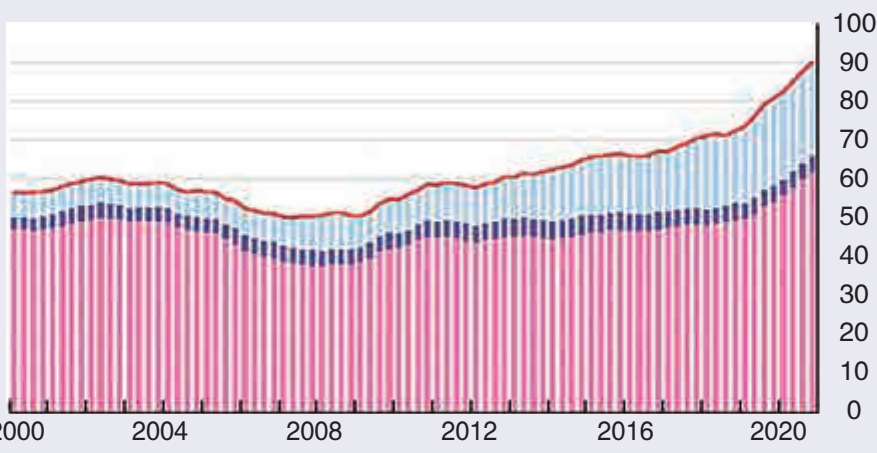
香港家庭負債佔本地生產總值的比率持續上升，尤其是去年的上升幅度較大，按年上升9.4個百分點，而且屢創新高。金管局數字顯示，有關比率於2019年下半年為80.8%，到了2020年上半年攀升至85.2%，到下半年進一步上升至90.2%，為歷史新高水平。

金管局解釋，比率顯著上升，主要是名義本地生產總值自2019年起收縮，而更重要是反映新冠肺炎疫情的影響，故即使家庭負債增長在2020年已有所放緩，名義本地生產總值下跌仍繼續推高家庭負債比率。

家庭負債佔本地生產總值的比率，在國際上經常用作評估家庭的財務狀況。金管局認為「要作全面評估」，仍需考慮家庭的整體資產負債情況，包括資產水平及資產與負債的結構。據金管局估算，2019年香港的家庭資產淨值對負債比率為11.2倍（英國：5倍，新加坡：6倍，美國：7倍，日本：8倍），香港的家庭安全資產對負債比率亦維持在2.88倍的高水平（美國、英國、及新加坡的比率為1倍，日本為3倍）。上述比率均屬於較高水平，並且高過大多數發達經濟體，顯示香港家庭整體財務狀況穩健，有強大緩衝抵禦潛在衝擊。

### 家庭負債佔本地生產總值的比率持續攀升

佔本地生產總值%



資料來源：金管局

▶在聯匯制度下，美息走勢是主導港元息口變化的因素，聯儲局七月有機會開始討論削減寬鬆政策。

