



大公報 AI製圖

中東業務風險敞口不足4%

高油價難減息有利銀行

悠閒理財

美以伊戰事再度向世人展示，「中東火藥庫」並非浪得虛名。雖然戰事暫時緩和，環球股票市場大上大落的走勢也得以喘穩，惟多隻銀行股股價已較高位回落不少，部分原因是投資者憂慮局勢轉差，或拖累銀行的資產質素。在香港銀行股之中，滙豐控股（00005）和渣打集團（02888）在中東地區的風險資產相對較多，而中銀香港（02388）則極為有限。儘管如此，分析相信滙控和渣打股價已反映上述不利因素，現時可部署逐步吸納兩行股份。

大公報記者 黃裕慶

滙豐銀行和渣打的股價在今年3月已分別下跌12.3%和17.5%，而同期間的恒生指數只是下跌6.9%。摩通認為，這反映了投資者對中東戰事以及私募信貸風險的擔憂。

瑞銀分析師 Jason Napier 上月中發表簡報，他引述滙控集團財務總監郭瑛瑛（Pam Kaur）出席公開活動時表示，中東局勢動盪，將對集團在「國際財務報告準則第9號」（簡稱IFRS 9）之下帶來挑戰，與瑞銀早前的估計大致接近。瑞銀相信中東地緣政治對滙控的整體影響並不顯著（not material）。

據摩通一項情境分析，假設由於中東市場貸款錄得信用損失，導致減值撥備增加；管理層考慮到全球宏觀風險而額外撥加（management overlay）增加5個基點的信用成本；中東業務的盈利損失20%；以及私募信貸風險敞口損失10%。在上述假設情境下，對兩家銀行2026年預測每股盈利/ROTE（股東權益回報率）的綜合影響，對滙豐銀行分別為-10%/-180個基點，渣打則為-14%/-184個基點。摩通指出，渣打似乎更容易受到中東衝突的影響，而滙控受私募信貸風險的影響相對較大。

基於油價遠期曲線，以及滙豐銀行和渣打的市賬率/股東權益回報率的歷史趨勢來判斷，摩通相信這些可能的下行情境，已在股價中被充分反映，認為現在是建立滙豐銀行和渣打倉位的合適時機。從中長期投資角度出發，即使在這些壓力情景下，總回報預計也達到7%左右。

中東盈利貢獻 渣打佔比較多

對於滙豐銀行而言，中東地區在2025年貢獻了3.6%的稅前盈利；若計入埃及、土耳其以及其持有的沙特阿瓦爾銀行（Awwal Bank）31%股份所產生的聯營公司收入，則稅前盈利（PBT）總貢獻達到8.7%。對渣打集團而言，中東地區貢獻了11.9%的稅前盈利。

渣打暫任集團財務總監 Pete Burrill 上月出席「摩根士丹利歐洲金融論壇2026」時，也被問及集團在中東的風險敞口。他說集團在中東的業務，主要集中在阿聯酋、卡塔爾

和沙特阿拉伯的企業及機構銀行服務（CIB）上，當中逾80%也是投資級別，例如金融機構、跨國企業，及政府相關企業等，現時尚未發現中東局勢對業務有即時影響。

鑒於渣打在中東和新興亞洲經濟體的業務佔比更高，這些經濟體對能源價格飆升更為敏感，因此渣打股價的潛在上漲和下跌空間都更大。此外，渣打管理層預計將於5月向市場公布新的3年ROTE目標，而滙豐銀行已於2月發布了中期ROTE指引。因此，與滙豐銀行相比，渣打在短期內擁有更多可能影響股價走勢的催化劑。

瑞銀指出，在該行追蹤分析的銀行股之中，滙控與渣打在中東的風險敞口相對較多，不過，佔銀行整體風險敞口的比例也僅為3%至4%左右，加上美國和以色列採取地面戰攻打伊朗的機會相對較低，故中東局勢對歐洲銀行的影響，較大可能是透過間接渠道，當中又以股票市場和利率前景的影響較為重要。

券商估滙控增回購 目標180元

整體而言，據瑞銀基本情境假設，油價高企將降低央行減息的機會，而這對歐洲銀行反而是好事，主要是銀行淨息差（NIM）面對的壓力得以減輕。在2025年，滙控的淨息差為1.59%，按年輕微擴闊3個基點。渣打集團淨息差2.03%，按年輕微收窄3個基點。

展望2026年業務，摩通預期滙控的銀行業務淨利息收入（NII）約457億美元，按年升約4%；來自財富管理業務的費用收入將上升14%；加上憧憬2026至2028年的股份回購規模有望進一步增加，故此將滙控目標價由165元上調至180元，投資評級仍為「增持」不變。

另一方面，摩通維持渣打「增持」評級，目標價270元不變。

滙控渣打趁回調吸納 股價已反映負面因素

滙控涉私貸 券商料規模200億美元

風險可控

據摩通估計，截至2025年底，環球私募信貸市場總值約1.9萬億美元，當中1.28萬億美元已作出投資，餘下是可動用資金（dry powder）。滙控涉及的私募信貸佔其貸款約2%，而渣打約1.2%。

在2025年底，滙控的貸款及墊款總額約9990.91億美元，當中面向非銀行金融機構（NBFI）的金額約1000.58億美元，摩通估計其中約20%涉及私募信貸，約200.12億美元，即佔整體貸款的比例約為2%。

渣打方面，該行截至2025年底的貸款及墊款總額約2908.49億美元，當中面向非銀行金融機構的金額約378.46億美元，以私募信貸的敞口約35億美元計，佔NBFI的比例約9%，佔整體貸款的比例約為1.2%。假設上述私募信貸面對10%的信

貸損失，摩通預料滙控將需要額外撥備20億美元，對每股盈利（EPS）的拖累為5.6%；渣打需要額外撥備3.5億美元，對每股盈利的影響是5%。

私貸市場料持續震盪

對於歐美地區的私募信貸市場近期出現不少贖回個案，摩根資產管理亞太區首席市場策略師許長泰表示，美國與歐洲的經濟表現不俗，認為私募信貸市場並非出現系統性風險問題。他說部分原因是很多投資者並不熟悉私募信貸市場的贖回規矩，舉例說，機構投資者買入私募信貸產品之後一般是「坐到尾」，惟零售投資者誤以為私募信貸產品與債券雷同，「可以隨時走得」，中間存在落差。短期內，他預期私募信貸市場會「持續震盪」，與之相關的新聞會持續浮現，惟風險可控。

中銀香港推股東回報計劃 料有利股價

資本充裕

中銀香港（02388）副董事長兼總裁孫煜上月在業績會上表示，近期中東局勢還在持續演化，也擾動了國際投資者情緒。他說中銀香港對中東的直接風險敞口「非常少」，風險可控，但關注美國息口變化，及其對港元利率的影響。

自2026年以來，孫煜指香港整體金融市場維持平穩運行，資金流保持穩定和充裕。不過，如果中東衝突持續，將令美聯儲延後減息的預期升溫。在聯匯匯率制度下，如果美元利率（特別是短期利率）維持在相對較高水平，港元利率在2026全年的下行速度預計將放緩。

中銀香港董事會原則上批准「2026至2028年三年股東回報計劃框架」，中銀香港副總裁兼風險總監徐海峰在分析員會議上表示，股東回報計劃框架內容包括靈活有序提升派息率、股份回購、特別股息等多元資本管理措施。

關注美聯儲息口走向

由於計劃仍需監管機構批准和通過內部公司程序，將留待2026年中期業績時公布計劃細節並實施。

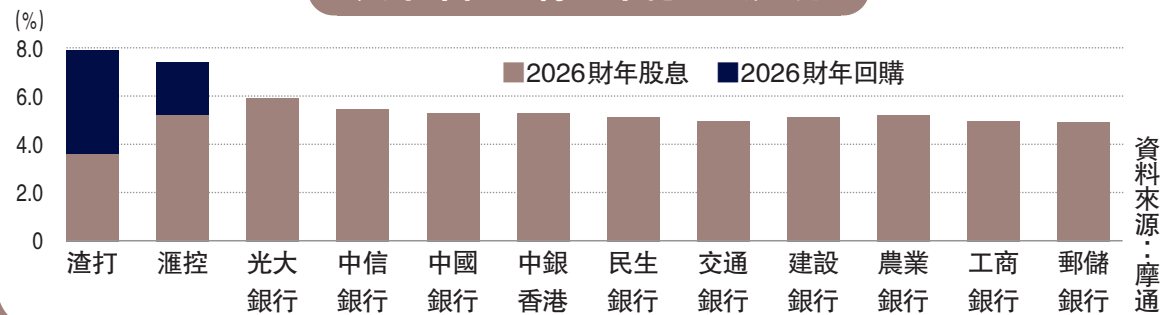
摩根士丹利發表報告指出，預期中銀香港2026年收入將存在挑戰，原因包括淨息差仍有收窄壓力，以及貸款需求減弱，遂將2026年的淨利息收入（NII）預測下調至530.55億元，較原來預測減少4.5%。此外，大摩指中銀香港與商業房地產（CRE）相關的資產質素將持續承壓，故相應上調減值撥備預測。

另一方面，大摩相信中銀香港的股東回報計劃將為股價帶來支持，將其目標價由原來的40.54元輕微下調至39.9元。



▲在香港銀行股之中，滙控和渣打在中東地區的風險資產相對較多。

大中華區銀行股東總回報表現



資料來源：摩通

券商予銀行股投資評級與目標價

券商	滙豐控股	渣打集團	中銀香港
花旗	買入 (153.4元)	中性 (194元)	買入 (49.7元)
摩通	增持 (180元)	增持 (270元)	中性 (43.3元)
瑞銀	中性 (147.3元)	買入 (229.2元)	中性 (43.5元)
摩根士丹利	增持 (149元)	增持 (195元)	減持 (39.9元)
高盛	買入 (160元)	買入 (233元)	中性 (44.5元)
中金公司	跑贏大市 (170.8元)	跑贏大市 (227.27元)	跑贏大市 (45.1元)

註：資料截至4月12日

政策面護航 港股有望挑戰28000關

倪相仁

滄海桑田

今年一季度中國經濟運行實現「開門紅」，GDP增速5%超预期。不過，受中東戰事拖累，3月份單月的經濟數據在供需兩端均有不同程度下滑，這使得4月份召開的高層會議變得更加重要。國家發改委副主任王昌林上周五已明示，下一步要打好宏觀政策「組合拳」，提前儲備一批綜合性政策措施，根據形勢需要及時出台，要制定2026至2030年擴大內需戰略實施方案。有政策面護航，加上市場對美伊戰爭的免疫能力提升，港股調整後有望挑戰28000關，互聯網

AI硬件成高景氣板塊

龍頭要多加留意。上周，A股和港股分別上漲2%和1%，A股創業板指數和港股的恒生科技指更分別大漲6.65%和3.75%。創業板和恒生科技大漲，主要受AI硬件板塊（國產算力、PCB、光膜塊等）帶動。據中資券商一項研究顯示，年報顯示出來的三條高景氣主線，均與AI硬件有關，值得重點關注。

三條高景氣主線中，首先是AI算力基建，該板塊的核心驅動力，來自全球AI算力基建的爆發式增長。海外雲廠商與國內互聯網巨頭持續加碼AI

數據中心資本開支，帶動光模塊、高速PCB、算力配套硬件的需求剛性釋放；國內廠商憑藉全球領先的產能與技術優勢，佔據全球供應鏈核心份額，高端產品佔比持續提升，進一步帶動板塊毛利率穩步上行。

二是晶片製造，受益國產替代和AI基建。該板塊景氣度來自兩大主線共振：AI算力需求爆發，帶動雲端與邊緣晶片、存儲晶片的需求持續增長，行業從炒概念進入訂單兌現；國產替代加速落地，國內晶片設計、製造、設備廠商持續突破技術壁壘，逐步進入下游核心供應鏈，疊加全球半導體周期觸底回升、去庫存完成，行

業正式進入盈利上行周期。

三是材料板塊，春江水暖鴨先知。晶片、AI硬件、新能源的擴產，都離不開對相關材料的需求。同時，國內廠商突破技術壁壘後，逐步替代海外進口份額，疊加全球產能收縮帶來的供需格局優化，該板塊出現量價齊升的趨勢。

獲多方加持 創新藥看俏

另一方面，上周二國務院頒布了一項對創新藥發展具有影響深遠的文件：《健全藥品價格形成機制的若干意見》，這是時隔六年之後，國家層面再次對藥品價格體系進行的頂層設

計。這份文件最核心的一個原則是，集採制度不涉及創新藥，創新藥也不會集採。醫藥股投資者對集採制度可能沒有不好的記憶，源於2021年國內開始集採後，所有的醫藥股都經歷了價值毀滅然後重生的過程，而創新藥又是率先被價值發現的。

國內創新藥產業趨勢明確，受益於國內工程師紅利、豐富臨床資源和支持性政策多方加持。今年首季創新藥對外授權達53項、首付款33.8億美元均創歷史新高，隨着2026年美國臨床腫瘤學會年會(5月29日至6月2日)的到來，國內創新藥將迎來BD收成期，刺激相關公司的估值提振。