

內銀業績穩中向好 下半年估值料改善

全球觀察

胡文洲 中銀國際研究有限公司

2023年上半年，銀行業淨利潤實現小幅增長，淨息差大幅下降。2023年上半年，在宏觀經濟運行面臨新的困難和挑戰的背景下，銀行板塊營業收入有所下跌，商業銀行加大對實體經濟的金融支持力度，以進一步降低企業綜合融資成本，導致淨息差大幅下降。但受益於規模穩健擴張且資產質量良好，2023年上半年，中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行合計歸母淨利潤同比增長3.4%；重點上市銀行合計資產和負債分別同比增長7.7%和8.2%；重點上市銀行合計營業收入同比下降1.2%；重點上市銀行平均淨息差為1.83%，環比下降0.03個百分點，較2022年下降0.15個百分點。

2023年上半年，銀行業資產質量穩中向好，風險抵禦能力提升。中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行平均不良貸款率由2022年12月末的1.21%下降至2023年6月末的1.19%，平均撥備覆蓋率則由2022年12月末的275.6%升至2023年6月末的276.6%。2023年6月末，商業銀行資本充足率為14.66%，較3月末下降0.2個百分點。核心一級資本充足率為10.28%，較3月末下降0.22個百分點。2023年6月

末，銀行業貸款減值損失準備同比增長9.6%至6.596萬億元，處於歷史最高水平。因此，筆者認為商業銀行具備充足的撥備來應對部分大型房地產企業和個別地方政府融資平台的潛在債務風險。

市場憂慮緩解利銀行股反彈

資本市場對銀行降低存量住房貸款利率的擔憂明顯上升，令銀行板塊股價大幅承壓。資本市場投資者擔心，如果銀行降低存量住房貸款利率，將導致銀行盈利能力下降，令銀行板塊股價大幅承壓。2023年9月以來，隨着國有大行宣布下調存款掛牌利率並公布存量房貸利率下調具體規則，資本市場擔憂情緒有所緩解，推動銀行股價有所反彈。

負債成本下降將有助於緩解淨息差下行壓力。筆者注意到，商業銀行平均淨息差仍處於自2010年12月該數據披露以來的最低水平。筆者認為，決策層將引導銀行在利潤合理增長、為實體經濟作出重大貢獻以及維持資本水平充足三者之間實現一定平衡（如果淨息差持續大幅下滑，或將削弱銀行為實體經濟提供金融支持的力度及防範潛在金融風險的

能力）。從負債端來看，負債成本下降將有助於緩解淨息差下行壓力。

上市銀行淨息差或小幅下降

2023年6月，受益於商業銀行存款利率下調5至15個基點，商業銀行活期存款加權平均利率同比下降9個基點，定期存款加權平均利率同比下降12個基點。2023年9月1日，多家國有大行宣布下調定期存款利率，下調幅度約為10至25個基點，中長期存款利率下調幅度較大。筆者預計，本次定期存款利率調整可以大致抵消存量首套住房貸款利率下降的負面影響。如果未來幾個月經濟復甦力度較弱，商業銀行可能繼續加大金融支持實體經濟的力度，商業銀行仍將面臨貸款利率進一步下降的壓力，但是存款利率也有進一步下調的空間，預計2023年下半年中銀國際研究覆蓋的主要上市銀行的淨息差或將小幅下降。

2023年下半年銀行業基本面將保持穩定，H股銀行板塊估值有望改善。筆者預計2023年下半年重點上市銀行的平均淨利潤將同比增長6%左右，平均

年化淨資產收益率將達到約11.4%。

國有銀行估值料回合理水平

在7月中共中央政治局重確定調的背景下，未來經濟社會發展活力有望加快恢復，房地產政策將持續優化，一攬子化債方案有望實施，房地產和地方債務金融風險將得到妥善化解，從而提高資本投資者的風險偏好，加大對高分紅、低估值的優質銀行股的配置力度。筆者預計，中銀國際研究覆蓋的重點上市銀行的資產規模將穩步擴張，資產質量維持穩健，淨息差降幅趨緩，手續費及傭金收入小幅下降。

目前，中銀國際研究覆蓋的重點H股上市銀行的2023年預測市淨率僅為0.4倍左右，處於過去10多年的歷史估值底部區域。同時，平均股息收益率在8.6%左右。筆者認為，銀行股投資價值被明顯低估，投資者對銀行資產質量和銀行減費讓利支持實體經濟的擔憂情緒已過度悲觀。筆者相信，在中國特色的估值體系下，國有銀行估值或將逐步回歸合理水平。

美數據轉差 憂步入衰退

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

踏入下半年，市場參與者的基本認知是，凡經濟數據的壞消息，一概可以等同實際上的好消息般看待，相關數據的放緩或轉差，假如從投資者猜想央行反應的角度看，都有利於美聯儲放慢加息步伐，甚至停止加息周期，如此一來，不是好消息是什麼？

然而，凡事總有個限度。比方說，略為放緩的數據，固然無傷大雅。然而，愈來愈多放緩數據出現，則不再似是過熱經濟輕微降溫，不再是單純一服清涼劑，而是體質真的虛弱，實體經濟步入衰退了。

美聯儲難輕言獲勝

誠然，踏入下半年，投資市場上，主流的想法是，歐美等地央行貨幣政策取態，不再「獨沽一味」，不只加息收緊一途，更可以一邊口頭強調壓抑通脹的決心，另一邊行動上按兵不動，維持目前的利率水平不變，大有以時間換取空間之效。這一點，美聯儲如是，強硬如歐央行者，亦如是。這一策略當然建基於某些基礎上。比方說，之前通脹高企，局方不得不展現言行一致的控制通脹預期手段，但隨着愈來愈接近成功一步，愈不敢輕言已經取得勝利，但又不敢額外加大力度，背後的考慮當然是，當前輕微的改動，可能引起較大幅度的變化，以不變應萬變，可能反而有利。這樣便是多一分太多，少一分又太少，歐美投資者所謂的「Goldilocks」（金髮女孩經濟），不多不少的境界了。

問題是，對於通脹，也有不同的理解。當前不少投資者擔心的是，由於目前油價高企，可見將來，通脹未必真的能夠快速降溫，亦因此，美聯儲或歐央行的決策上，未必真的能夠盡快結束加息周期云云。誠然，按道理，局方最關心的是核心通脹，也就是扣除食品和能源價格的部分，然而，不得不小心的，是，起碼在過去幾年，尤其是疫情後一段日子，食品和能源價格的影響，卻又不是大家想像中輕微和短暫。

當然，一般人說的是整體通脹，相比之下，央行較關注核心通脹，否則也不用刻意提出核心通脹此一量度了。然而，根據過去幾年，尤其疫情至今的變化，核心與否，實在難說得很。可不是嗎？即使美聯儲亦在研究，在原有的所謂核心以外（或以內），再設另一核心。

是的，儘管食品和能源價格撤除得了，又有什麼可能令通脹波動，令通脹趨勢和通脹預期不得



◆美國近期經濟數據普遍轉差，部分投資者卻視為好消息，押注美聯儲將放慢加息步伐。

按本子改變的，都有可能要排除出去。

通脹取決貨幣供應

問題是，這樣的做法，排除得了多少？說來說去，真正決定通脹多少的，不就是央行最有話語權的貨幣供應嗎？可就是對於危機時作為必要的救災手段，貨幣供應似乎是寧鬆莫緊的日子較多，稍後收緊，便成了近兩年來的連番急速加息的光景！

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

樓市適度減辣利市場流轉

黃敏碩 註冊財務策劃師協會會長

來自許多行業代表，及關心基層的政黨，他們旨在為支撐香港經濟及支援中小企業。

宜先從調整BSD入手

筆者認為，其實無論撤辣抑或減辣，短期仍難阻樓價下跌趨勢，首置者一樣能夠買到私樓，市場亦普遍相信此刻減辣，不會影響特區政府管治威信，建議可從幫助經濟、招商引才的角度出發，可由先放寬外地人買樓，及調整一下買家印花稅（BSD）方面出發。事實上，要做到有效市場推廣，成功關

鍵在乎能否懂得「炒」起個勢，此情況放在推動經濟、樓市、股市和任何產品皆可，能夠締造勢頭，刺激交投暢旺，從而凸顯定位，被市場開始關注，借助短期水漲船高的效果，對整體經濟發展和鞏固樓市見底皆有所裨益。

前文提及的發展商劈價售樓，可算是近期成功例子，懂得開售樓盤時成功「煲起個盤」，吸引買家入票，營造搶購氣氛。正如目前香港經濟便是需要一個催化劑，作為藥引「炒」起個勢，使經濟引擎能重新起動。

樓市「價量齊跌」「上車一族」置業現良機

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

自從今年首季樓市出現小陽春後，大市便徐徐轉淡。由土地註冊處整體物業註冊宗數及金額分析，首8個月中，只有2月、3月、4月及5月的按月計整體物業註冊宗數衝破5,000宗，其餘月份都停留在5,000宗以下。成交金額方面，則只有3月及4月份企穩在600億元上，其餘月份只餘得450億元下，大市成交金額由5月份起便持續走低，近兩個月更跌到近300億元左右。

新盤變招「愈劈愈狠」

回顧疫情過後發展商開售新盤的策略，大家都看見基本上一致，都是「先低後高」，參考附近二手樓均價，開售價均貼近二手樓水平，再次逐步加推微加價，均錄得不俗的成績，不少新盤連番首次開售都可以錄得售罄或售出近九成以上。不過，新盤單位購買能力快速耗盡，發展商有感新盤銷情趨淡，便立刻更改銷售策略：門快賣樓，愈劈愈狠，

以價格戰吸引剩餘剛需力盡快入市。其實發展商改變策略，大家也不難理解。根據市場資料和特區政府官方數據，粗略計算下半年可供發售新盤單位不少於23,500個，大致上分為四大主要地區，包括啟德（含觀塘）、新界北區（屯門、元朗、天水圍、洪水橋、大埔、錦田）、黃竹坑區及將軍澳地區，分別可提供8,526伙、7,423伙、5,850伙及4,529伙。如果以單地區計算，則啟德和黃竹坑地區肯定是主要戰場，將成為發展商減價戰的爆發地點。

兩區新盤料爆減價戰

長江實業利用「震撼價」成功售出大部分油塘單位，主因是其地價成本偏低，客觀地仍錄得較合理利潤。不過發展商買進啟德和黃竹坑土地時，正是樓市高峰時期，地價高企且持貨多年利息支出也不低，造成發展商新盤單位成本高昂，下調售價空間不大，也說明其猶豫地淡市大賣的原因。過去幾年

間，這兩大地區新盤開售成績未如理想，縱然近月發展商也以低位開售，增加代理佣金，但是銷售成績未見突出。

傲瓏銀主盤開價矚目

新盤市場靜待消息的另一個焦點，是何文田傲瓏銀主接管正部署短期重售。接管人已委託代理公司進行「軟性」銷售活動，市傳9月內便「開打」。市場傳言接管人將以低於二萬元均價開售，視乎市場反應再稍微提價再推售，但是目標均價也不會超過三萬元。如果消息屬實，則將對九龍區豪宅影響巨大，啟德地帶尤其是跑道區的豪宅價錢會承受巨大下調壓力。在豪宅市場剛需力還未復甦前，這枚巨大的「炸彈」絕對是震撼性的，大家不妨拭目以待。

另外，二手單位也是「價量齊跌」，比較2022年和2023年首8個月的數據便可知一二：2022年二手

樓市成交宗數和成交金額分別為36,974宗和2,986.8億元，而今年首8個月成交宗數和金額則分別為27,774宗和2,088.4億元，均價由808萬元下跌至752萬元，跌幅超過7.45%，其中尤以樓齡高的傳統屋邨盤跌幅更大。樓宇按息急升迫使回報率自動調整向下，雖然因有內地學生及專才湧港推高租金水平，但是樓價跌勢仍然持續，令回報率疊加地升高。

2023年的首季樓市小陽春為時短暫，第二季中段起開始轉勢向下，筆者預期住宅樓價年底有機會錄得負增長。對於整體本地經濟，樓價向下調整不失是好事，買家起碼可用同價格買進較大單位，「上車一族」得以一圓置業夢。

題為編者所擬。本版文章，
為作者之個人意見，不代表本報立場。