



內銀業績穩定 估值或逐回歸合理水平

全球觀察

胡文洲 中銀國際研究有限公司

2023年首三季度，內地銀行業基本面保持基本穩定。期內，在宏觀經濟運行面臨新的困難挑戰的背景下，銀行板塊營業收入增長乏力，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，導致淨息差大幅下行。

內銀H股首三季表現優於大市

但受益於規模穩健擴張且資產質量良好，首三季度，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2.2%；重點上市銀行合計營業收入按年下降2.3%；重點上市銀行合計資產和負債分別按年增長8.2%和8.4%；重點上市銀行平均淨息差為1.8%，環比下降0.03個百分點；2023年9月末，重點上市銀行平均不良貸款率為1.19%，與2023年6月末持平，較2022年12月末下降2個基點。2023年9月末，重點上市銀行平均撥備覆蓋率為272.6%，略低於2022年12月末的275.6%和2023年6月末的276.6%。

2023年首三季度，H股銀行股價整體表現好於恒生指數。2023年以來，中國經濟運行面臨挑戰，資本市場波動，若干H股銀行股價出現下跌。但是，在銀行業基本面保持基本穩定的情況下，H股銀行業股價整體表現好於恒生指數。截至2023年9月底，今年恒生中國內地銀行指數下跌6.6%，跑贏恒生指數3.4個百分點，同期恒生指數下跌10%。

單計3季度，投資者對銀行減費讓利支持實體經濟的擔憂有所上升，H股上市銀行跑輸大市。2023年7-8月，資本市場對銀行減費讓利支持實體經濟（尤其是在存量住房貸款利率下調方面）的令市場擔憂，導致恒生中國內地銀行指數下跌14.2%，大幅跑輸同期恒生指數2.8%的負回報。個人購房貸款是銀行的優質資產，對銀行的資產和盈利方面的貢獻較大。截至2023年6月底，個人購房貸款餘額達到38.6萬元人民幣，佔金融機構總貸款餘額的16.1%，低於2022年的18.1%和2021年的19.9%的佔比。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，隨着國有大行宣布下調存款掛牌利率，並且公布下調存量房貸利率的具體規則，資本市場擔憂情緒有所緩解，推動銀行股價有所反彈。

2023年9月，恒生中國內地銀行指數上漲5.2%，跑贏同期恒生指數3.1%的負回報。不過，2023年3季度，恒生中國內地銀行指數仍然下跌9.7%，跑輸同期恒生指數5.9%的負回報。

投資者悲觀情緒本季有望改善

至於4季度，銀行業基本面或將繼續保持穩定，H股銀行板塊估值有望改善。筆者預計，2023年4季度銀行業基本面保持穩定，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，平均淨利潤仍有望實現小幅增長。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，平均股息收益率超過8%。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。2013年10月以來，決策層密集地推出了一系列涉及穩地產、促消費，活躍資本市場和化解債務風險等方面的政策組合拳，有助於提升投資者信心，穩定銀行股估值。

首先，時隔23年，全國人大批准增發1萬億元人民幣國債額度，凸顯了決策層「力拚經濟」和化解地方債務風險的決心，預計未來促增長的政策將持續推出，有望推動經濟數據出現改善，或將提升投資者信心。其次，多省份發布特殊再融資債券發行計劃，積極化解地方債務風險，有助於改善銀行業的資產質量。第三，10月11日，匯金增持四大行A股，利好銀行股估值修復。第四，中美關係出現階段性緩和跡象，香港股票市場或將企穩回升。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。

逐利避險相徘徊 第四季冀保不失

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

都說向前望是投資者的天性，前瞻才是硬道理。是的，隨着一個消息，由最新鮮最震撼，到大家已經屢見不鮮，及至後來，甚至見着它便反其道而行，有一個過程，但重點是，金融市場聚集和整合所有人的資訊，因為這些人打算從中獲利，必然是真心相信某件事的評估，才會如此押注。

的確，儘管美聯儲一眾大員在上次開會議息前，已經早早期望管理，但美聯儲主席也得刻意補一些相反的說話，平衡一下意見。及至如今，大勢應是暫停加息，利率在高位維持一段日子，沒有什麼新意可言，大家可以隨便爭辯是軟着陸抑或硬着陸，以至各種假設的情境可能，但投資者已經習慣。一旦如此，投資者在逐利與避險中平衡，之前一個月，避險久矣，又中東危機，又央行議息，要反映的都已反映，反而是逐利者再出動，此消彼長。

多事之秋 進銳退速

不過，話說回來，逐利的力量要完全壓倒避險，恐怕不易。這樣說吧，踏入第四季，可算是多事之秋，相信不少投資者會同意。最矚目的當然是巴以衝突，相比起俄烏之事，目前的形勢可能更險峻，各地衝突頻仍，危機升溫，投資者的避險交易，可以相當進銳退速，一切視乎事態發展。

撇除這些事件觸發的交易，更加深入地關乎所有投資者的，自然離不開貨幣政策。觀乎年內投資者多次憧憬可以提早暫停加息，但又多次失望，如今似乎又是回到這個循環，有憧憬快將減息，似乎仍是失望居多。



◆變數頻生，投資市場中逐利者及避險者持續相互角力。圖為紐約證券交易所交易員。

資料圖片

高息持續 實不易捱

究其原因，通脹一直未能回到中長期目標2%，甚至相去頗遠，當日大家詬病央行未能盡快壓通脹於萌芽，央行有央行的考慮，到如今，外界又質疑當局未能及早收手，回頭是岸，收得太緊的貨幣政策，可能催生下一次的危機，實體經濟衰退雖未見出現，但金融市場上，企業層面，各個領域，在短短一兩年內急速加息後，假如高息環境持續，恐怕不易捱。

如此一來，投資者要有心理準備，第四季若能力保季初水平而不失，已算不錯，相比風險資產年初高位，恐怕有頗大距離。

當中理據，主要是環境因素。始終利率高企這一點，不是意外，而是幾乎肯定發生，短期內，利率在現水平橫行而不再加，已經萬幸。早前大家一窩蜂估計央行明年什麼時候減息，會否有點一廂情願？

減息是純主觀願望？

主觀願望存在，但也要看客觀形勢是否配合。首先，通脹有其頑固之處，不易很快回落至2%這個中長期目標，相信放諸全球絕大多數當前抗通脹的地方，都有差不多現象。如此一來，央行大員的決策，不是很難理解。

另一邊廂，即使真的有機會快速回落，也要小心過程中是否觸發經濟衰退。誠然，目前不少央行決策者，基於當前數據，均不覺有衰退之虞。但值得留意，很多有地位的市場參與者，卻總覺未來有此一着。兩者分歧不是第一次出現，但歷史經驗證明，投資者並非愚者，並不需要千慮，才有一得。

（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。）

防範房地產泡沫帶來的挑戰

黃偉棠 時富資產管理董事總經理、特許金融分析師、註冊會計師、大學資深講師

防範房地產泡沫是內地一個嚴峻挑戰，國家需要迅速和高效地解決。筆者期望，政府採取更多快速、有效的方法來防範及解決房地產泡沫風險，讓資本市場對某些投機者進行懲罰，以警示其他人，避免類似的高槓桿高風險投資行為，從而為未來發展提供良好的經驗教訓。

對於投資者來說，國家支持萬科等房地產公司的做法只是一個開始，投資者需要看到更多具體措施才會重新進入市場。房屋銷售下滑，多家開發商面臨違約問題，大家都希望看到更多強有力的措施，例如降低融資成本或地方政府接管未完成項目。

在上周二的討論中，開發商提出建議，如放寬貸款限制和未完成房屋預售規定等。然而監管部門在會議中沒有提供任何指導。目前問題關鍵在於，開發商無法獲得資本市場支持，政府仍需採取更深入、更廣泛、更迅速和可擴展的行動。

倡研究3方面「他山之石」

政府可參考以下建議來解決持久的房地產危機，這些建議基於之前案例和研究。1) 加強監管和監督：防止過度投機和高風險貸款行為。例如制定更嚴格的貸款標準、增加首付要求，並對交易實施更嚴格的控制。政府可參考2008年美國金融危機調查報告採取的措施，以穩定房地產市場，恢復投資者信心。2) 促進經濟多元化：在《經濟結構在金融危機中的作用：大蕭條中的教訓》Reinhart和Rogoff分析結論中亦詳細剖析，為減少對房產業依賴，政府可通過支持其他行業、鼓勵創新和創業來促進經濟多元化。將重點轉移到房產以外的板塊，使經濟變得更韌性，令整體經濟不會因房產市場波動而太敏感。3) 改善保障性住房項目：為低收入人群提供可負擔住房選擇，減少對房地產投機需求。根據《世界社會住房》- Padraic Kenna分析中，政府可以分配更多資源，簡化審批流程，並向保障性住房建設開發商提供補貼或稅收優惠，分散公眾對房產需求和投資需要。

總括而言，我們需要更加全面和有力的措施來解決房地產泡沫風險問題。冀望政府如以往一樣，通過強有力的干預迅速糾正市場，並為未來發展奠定更加穩固的基礎。

分析港澳長者公寓異同

張宏業 特許測計師、中國房地產估價師

11月6日，澳門的政府長者公寓正式接受申請，首階段759個住宿單位向長者公開招租。長者公寓可以單人或雙人申請，單人申請者須為年滿65歲具居家生活自理能力澳門特區永久性居民；雙人申請中，其中一人年滿65歲，另外一人年滿六十歲上，屬澳門特區永久或非永久居民，兩位共同申請人之間的關係可為夫婦、親屬或朋友。而香港最新「長者安居樂」項目則容許60-75歲香港永久居民申請。

盼澳研「逆按揭」助長者

有關長者公寓位於東北大馬路，共提供1,815個住宅單位，已在興建中，預計明年初完成大樓結構工程，明年第二季完成所有裝修工程，第四季起安排入住。首期月使用費已公布，由5,411至6,680元（澳門元，下同）不等，首次簽訂協議生效期的3年，月使用費按原價八折，即首3年每月使用費由4,328至5,344元，年後恢復原價，每月使用費包含管理費。按長者公寓33平方米實用面積，每月使用費5,411元計算，即每平方米實用面積平均租金約為164元，如果計八折（首3年內）則為131元/平方米，還比這些長者現在主要居住唐樓單位（20至30年或以上）的平均呎租高出四成（以原價計）。

換言之，這些長者需要多付約四成租金水平，換上全新有電梯有合乎長者居住的生活設施。對於持有私人唐樓的長者業主，他們可以租出手中唐樓單位，拿租金去支付長者公寓的使用費。現時澳門還未推出「逆按揭」，把手中現樓按揭給當地銀行，收取一次性金額。筆者建議澳門金融管理局可研究香港現有「逆按揭」條文，考慮推行類似按揭政策，幫助長者解決現金不足的問題！

澳門政府長者公寓採用「只租不售」，但是香港則以終生租賃模式營運，中產長者只需一筆過繳付金額租住權費，並每月繳付綜合服務費用，便可終生居住，實踐自主及樂齡安居的樂活模式。香港長者介乎60-75歲可以申請，通過資產上限審查合格便可入閣，價錢按60-75歲遞減。

港長者公寓已有成果

相對而言，香港長者公寓計劃歷史較悠久，歷年間共推出3個項目，分別位於將軍澳、牛頭角及紅磡。未來還有三個項目，位於粉嶺、觀塘和筲箕灣，共提供1,100個單位。其中粉嶺將於2024年尾或2025年年初推出，其餘二個則會於2030年後才落實。

香港長者公寓屬房屋協會「長者安居樂」項目，最新項目是今年3月的紅磡利工街豐頤居，共提供312個單位，樓高29層，一樓空中花園、二樓住客會所、三樓及五樓安老院舍、六樓連平台特色單位樓層及七至三十二樓標準單位樓層。戶型有開放式，實用面積235至256平方呎，共144個，也有一房式，實用面積375至403平方呎，共168個。低層的住客會所和平台設施非常齊備，包括健身Blissing Lounge設施、瞬息中心、躍動健身閣、多用途活動室、乒乓薈、麻將一番、豐足農園、健體園、棋樂坊、四季賞花台、迎風茶座等等。項目亦配有醫療中心、復康中心及護理安老院（佔地6.8萬呎，提供60個床位，其中多為兩人房間）。

澳門項目重視「銀髮產業」

澳門的長者公寓則把「銀髮產業」商舖容納於項目中，包括地下層設置四個商舖，合共6,511平方呎，期望出租給「銀髮產業」經營者、一樓逾32,000平方呎可用作酒樓食肆，讓長者於公寓內輕鬆地享受美食和便利生活。再者二樓及三樓分別設有會所和戶外平台花園（設有戶外運動器材）、運動室（設有乒乓球及桌球室）及多功能室等等。港澳兩地的長者公寓的附屬設施各擅勝場，香港項目注重保健及安老設施，而澳門則注目引入銀髮產業的商業用途，把生活和食肆同安放於其內！如香港長者項目，業主只需按不同年齡層支付一

筆過的全額租住權費，還可按居住年期計算可退還權費的百分比，由一年70%至十四年或以上10%，使到長者不再擔心未來如何支付租金及早退出的退還百分比。澳門首次推出的長者公寓中，則只有「長租不售」的機制，某些受訪長者也表達「只有長租」的方式不夠靈活，筆者建議澳門政府可以研究增置可以一次性付清全期租金的並行機制及推行「逆按揭」的措施，讓長者可以選擇向本土銀行套現再入住長者公寓，享受無憂的退休生活。因為香港「長者樂安居」計劃可以通過一次性回收租金，把資金部分回籠再使用，便可以延伸再投資未來計劃中。相對來說，澳門長者公寓是以福利性物業方法經營，政府需要補貼資金不可回收。

面對港澳兩地老齡化及少子化的未來大趨勢，長者公寓項目的剛需愈來愈大，兩個特區必須盡力持續興建以滿足未來需求！除了於兩個特區內取地興建，政府也可放眼整個大灣區，如澳門可考慮把部分「新街坊」單位改為長者公寓，以一次性繳付全期租金形式出售給澳門長者安老，充足體現澳門居民於橫琴安老的願景！澳門已把「長者公寓」納入整體房產供應階梯之一，方便全面性房屋供需規劃，香港則獨立處理「長者樂安居」項目，未來可考慮把她融入香港置業階梯中，全面性評估市民居住、生活、安老需要！

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。