

低估值高分紅 內銀股進除息期

中銀國際首席策略分析師

胡文洲

由於美國5月非農就業數據遠不及預期，打消了市場對美聯儲6月加息的顧慮，上周港股延續漲勢。恒生指數上周漲0.46%，收於21,043點；國企指數漲0.25%，收於8,832點；港股日均成交金額為574.8億港元，較對上一周有所回落。

過去幾年，由於海外投資者普遍擔心內地銀行的壞賬率問題，香港上市內銀股分類一直屬於估值窪地，PE/PB值偏低，股息率較高。截至2016年6月10日，中銀國際覆蓋的內銀股2016年行業平均預測市盈率及市淨率分別僅為5.8倍和0.7倍，股息率則高達5.9%。

投資者為高股息提前掃貨

筆者發現，雖然過去兩年內銀股行業整體股價表現平淡，但內銀股往往在6月會受到市場重點關注。內銀股股價一般在其除息日前幾天會有相對較

全球觀察

好的表現，這可能是由於部分投資者為了獲得內銀股的高股息，會在其除息日前一段時間買入內銀股。6月中下旬至7月初，內銀股又將集中進入除息期。投資者可以重點關注內銀股在今年6月的表現。

受惠調整存準金考核基數

此外，值得關注的是人民銀行近日宣佈調整存款準備金考核基數，對銀行流動性略有改善，有助於穩定銀行間利率，輕微利好內銀股。自2016年7月15日起，人民幣存款準備金的考核基數由考核期末一般存款時點數，調整為考核期內一般存款日終餘額的算術平均值。因此，存準率 and 存款（存準率的分母）均將採用日均值為計算基礎。此舉將提高銀行流動性管理的靈活度。上述計算方法也同樣適用於境外人民幣業務參加行存放境內代理行的人民幣存款。

此前，在確定銀行存款準備金時採用時點存款餘額作為分母，日均準備金餘額作為分子（時點存準率不得低於監管要求超過1%）。由於年末或季末存款資料通常用於市場份額比較，時點數通常會受到市場關注。不過10

天內的時點和日均餘額之差十分有限，因此該變化對銀行流動性不會產生顯著影響，除非是在極短的時間或特殊狀況下，例如半年或年末數值。此外，銀行不可能把存放於央行的所有資金皆轉換成貸款和投資。假設整個銀行分類的存款基數下降0.1%（所有其他條件均維持不變，例如超額準備金率），那麼調整後的存準率演算法將釋放流動性1,280億元人民幣。

同時，由於銀行流動性管理受短期存款變動的影響變小，在新的計算方法下貨幣市場利率將更為穩定。平均核准基數的引入可減輕銀行的流動性需求並鼓勵他們向實體經濟或銀行間市場分配更多資金。自2015年9月平均存準率要求被引入以來，我們注意到超額準備金率下降明顯，筆者認為，當前的調整可能會起到類似的作用。這也有助於平滑銀行間利率的波動，尤其是在月末或季末。此外，新政策將有利於穩定境外行人民幣頭寸。大多數銀行將不會在季末下調人民幣頭寸，這將避免香港市場HIBOR出現類似今年一季度末的負利率。

本文為作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。

外圍風險增加 港股短期受壓

時富資產管理董事總經理

姚浩然

港股結束5月底以來的升勢，恒指從近期高位21,300點水平下跌近千點，相信主要由於外圍不確定因素臨近。當中包括美聯儲議息會議結果以及A股會否納入MSCI均於本周公佈，英國脫歐公投亦會於6月23日舉行，市場避險情緒增加，引發投資者獲利回吐。

人民幣續貶值

首先，美國時間星期三聯儲局將會進行議息會議。上星期美國公佈當地就業數據，顯示美國經濟增速可能放緩，市場普遍相信6月加息機會渺茫，不過投資者

仍然要留意會後官員的言論對7月加息機會的啟示。

儘管加息預期降溫，人民幣兌美元匯率由4月至今持續下跌，周一離岸匯價一度跌穿6.6水平。人民幣繼續貶值，引發內地資本外流及央行外匯儲備減少。從國際金融協會的預估數據顯示，5月人民幣淨資本外流規模可能達約270億美元，是連續第26個月出現淨流出。中國外匯儲備亦在反彈兩個月後再度下跌，上星期公佈的數字顯示，5月外匯存底減少280億美元。惟筆者認為，市場已經於年初預期人民幣有繼續下跌風險，經已逐步消化該負面因素，只要人民幣緩慢下跌，短期對港股負面影響不大。

「入摩」信心減退

另一方面，本周三收市後，MSCI將公佈年度檢討結果，包括A股會否被納入MSCI新興市場指數。惟現時內地A股市場成熟程度仍未達標，市場條件與去年分別不大，因此近日市場對A股是次被納入的信心減退。

英國脫歐公投方面，結果不單對英國影響深遠，對環球金融市場短期亦會造成一定的震盪。過去民調結果顯示支持英國留歐的人數一直比反對者多，但近日出現逆轉，反對者的比例反超留歐支持者。英國財政部早前發出英國脫歐風險評估報告，若公投結果為脫離歐盟，將有機會令經濟陷入衰退，且衰退期或會長達1年，並預期兩年後的國內生產總值（GDP）減少3.6%，英鎊匯價潛在下跌12%，更差狀況下，GDP或會倒退6%。

受制於外圍因素，現階段港股觀望氣氛濃厚，交投減少，短期港股受壓，有機會繼續下試20,000點水平。



人民幣兌美元匯率由4月至今持續下跌。

中新社

內地經濟增長仍有下行壓力

恆生銀行高級經濟師

姚少華

國家統計局公佈5月宏觀數據，印證內地經濟增長仍面臨下行壓力。雖然零售銷售與工業生產增長保持平穩，但固定資產投資尤其是民間投資增長顯著放緩。

5月工業生產實質增長6%，與4月相同，意味着實體經濟增長保持平穩走勢。發電量5月增長不變，4月則下跌1.7%。

消費維持穩定增長

零售銷售增長由4月的10.1%微跌至5月的10%。計及5月消費通脹下降的影響，實質零售銷售增長由9.3%升至9.7%，顯示消費仍維持穩定增長走勢。

根據我們的估算，5月當月城鎮固定資產投資增長由4月的10.1%回落至5月的7.5%。雖然5月基建及房

地產投資增長仍平穩，但製造業投資在去產能及外需疲弱影響下僅增長1.3%，較4月5.3%的增速明顯回落。值得注意的是，由於投資回報率下跌，令民間投資增速加快回落。

4月及5月的經濟表現較預期遜色，意味着第二季國內生產總值（GDP）增長難以顯著回升，我們維持第二季增長6.7%的預測不變。展望未來，隨著去產能、去庫存及去槓桿的持續推進，經濟增長仍面臨放緩的風險，財政及貨幣政策應發揮積極的作用。

政策可着眼于保持適度的總需求水平及維持較低的實質利率。為保持適度的總需求水平，中央政府可通過積極採取財政政策以增加投資交通、水利及環保等基礎建設，提高低收入家庭財政援助、醫療補助及教育支出。就貨幣政策而言，除調低存款準備金率及減息外，人民銀行可通過短期流動性調節工具、常備借貸便利及抵押補充貸款來進一步調低實質利率水平。

擔憂情緒升溫 避險資產受捧

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

本月市場備受考驗，雖然美聯儲議息會議和脫歐公投一早就在議程之內，市場也一早開始對其有所預期，不過真正到了臨近之時，投資者還是感到不安。這個氣氛在近期可以明顯感覺到。

短期加息機會微

貨幣政策始終是影響各類資產的重要因素，美聯儲的一舉一動更是牽一髮而動全身。經歷了從去年底靴子落地，後又遲遲延後升息，直到近期隨着數據好轉，外圍市場恢復，美聯儲才再度將加息一事放上桌面。在6月議息會議前，市場對加息的預期波動不斷。先是耶倫放鷹，連同造好數據和會議記錄將短期加息的機會推高。

就在大家充滿期待之時，非農報告卻意外遜色，大大打擊市場，美加息前景再度堪憂，投資者也加深對美國經濟前景的擔憂。此時，耶倫再度出面安撫市場，重申會緩慢加息，並表達對美國經濟的樂觀態度。雖如此，我們仍不改變對加息的預測。目前美國經濟數據普遍表現良好，貨幣政策依舊在加息的道路上。不過短期內行動的機會小，美聯儲還要等脫歐公投以及做足預期管理才會加息，料下半年晚些時候才是重要時間窗口。

有意思的是，趕在FOMC本周會議之前，一些國家又競相放水。俄羅斯和韓國降息，新西蘭雖然維持利率不變但表示隨時準備刺激政策，中國也先後向市場注入MLF貸款。經濟增長的壓力不言而喻，市場維持在寬鬆的貨幣環境中。

英脫歐公投在即

除此之外，另一個焦點便是脫歐公投。隨着日子的臨近，市場情緒極為敏感，英鎊波幅加劇。在5月之前，英鎊一度表現不俗，直逼1.48水平。不過近期民調顯示退歐陣營領先留歐陣營，讓大家擔心是否這個黑天鵝會引爆市場。進入6月以來，英鎊受壓回落，似乎在為這最後的時刻準備。不過不到最後不知道結果，民意表現反覆，我們普通投資者只能觀望等待。

在兩件風險事件面前，不安情緒不斷擴大，避險需求上升，金銀的避險屬性得到發揮，日圓和債市也受資金更為青睞。不少國家國債收益率下跌，尤其是德國和英國，可見大家的擔憂。

黃金在非農數據遜色的刺激下大幅反彈，隨後延續升勢，連續兩周收陽，累計升幅逾5%。金價動能持續，主動買盤力量增強。除了技術面支持，避險需求和寬鬆貨幣環境皆利好金價，我們料後市仍有上行空間，或再度挑戰每盎司1,300美元一線。當然，由於我們預期年內美息口終有一次或兩次提高，下半年金市挑戰不小。

美匯指數從96水平加速回落，近期止跌反彈，重拾50日均線。下跌壓力已經有所舒緩，不過95水平阻力大。料在議息會議前，震盪調整為主，93為重要支持位。此外，日圓受捧，進入6月以來累積不少升幅。目前測試106水平，美元兌日圓近期有望跌破並進一步下探，110阻力大。

商品市場受反彈的美元阻力暫告升勢。特別關注油價，紐油一度走強突破50美元，不過好景不長。在避險情緒上升，美元反彈和回吐壓力的多重阻力下，油價再失守50美元一線，短期見頂，有回調的需求，看淡為主。銅價亦疲弱，庫存壓力大，市場氣氛不佳，或下行測試每噸4,400美元水平。

其他風險資產表現遜色。股市乏力上行，道指遇萬八點阻力，標普同樣偏軟，回吐周內升幅，納指在上周五加速下跌。歐股同樣阻力重重。只能等待美議息會議和英公投出結果後，市場才能消除不確定性。故而近兩周建議投資者在操作上要注意風控，嚴守止損。



英國脫歐公投在即，市場情緒極為敏感。資料圖片

港樓市兩極化大局已定

山西省政協委員、特許測評師、中國房地產估價師

張宏業

近期於一片樓價減低聲中，山頂屋地以天價成交，可謂「平地一聲雷」。

新進山頂屋地買家接受本地傳媒訪問時，親自證實已成功洽購。據了解，該屋地獲幾個本地富豪垂青。深圳富豪從開價加價約20%才能成功奪得「心頭好」，反映買賣雙方心態各異。罕有超級富豪業主普遍存在「待價而沽」的被動心態，反而買家較為進取，每每以創造歷史叫價方才成交。

超級豪宅以天價叫價成交，其實不難理解，但是跟當地經濟表現拉不上直接關係。香港是內地富豪喜歡居住的地方，鄰近中國往返方便，治安、基建、環境理想；又物業市場透明、交易手續簡單，他們大都選擇將家人留港居住，方便下一代上學，個人則往返兩地繼續發展事業。這說明內地富豪對本地超豪宅熱情不減，內地經濟愈好則需求愈強勁。不過，超級豪宅供應量則非常缺乏，尤其是擁有一流景觀如維港景觀或附近山頂全景的獨立地段，供應量更是接近零水平，因為業主基本上不會主動在市場放售，每每是有意買家親自叩門或通過各類朋友群介紹，才進行直接買賣談判。這種需求大大多於供應的畸形現象，促使超豪宅只能以天價成交，並且會每創新高，不過成交宗數則稀少。誠然這不是普通市民可以明白、可以參加，正說明這不是樓市復甦，不是樓市「新常态」，市民理應明智。

不如大家一齊乘搭「迪士尼」列車回到現實世界，先從政府統計數據談起。

中小型單位反彈較明顯

根據差餉物業估價署最新公佈，4月私人住宅售價指數按月回升0.7%，但按年則仍跌約8%，小、中、大型私人住宅分別錄得0.7%、0.8%和0.6%升幅，反映中小型單位反彈力較明顯。讀者請小心留意，按地理分區劃分，小型單位（40平方米或以下）於港九新界分別升1.1%、2.6%及2.2%，不過於較大型住宅單位中，只有新界區的40平方米至70平方米及70平方米至100平方米才同樣見到升幅。

如筆者前文分析，樓市自從政府在2013年起推行辣招後，本地私人住宅市場由一手樓主導，新界區的小中大型住宅皆錄得升幅，應該主要得力在發展商積極以低於市價開售新界樓盤，並在理想預售下再次連環「加價加推」，令新界區各種私樓樓價「穩中回升」。這批買家幾乎全是自用客，小型單位是「上車一族」，中型單位則是利用樓價回吐機會的同儕「換樓客」，以年輕個人和夫妻小家庭為主。只要本地經濟不會急劇轉壞，失業率仍然維持低水平，縱使幾年來工資不可能大幅上調，這批剛需的中小型單位買家需求仍會不減。發展商只需沿用務實賣樓手法，以略低於市場價開售，再輔以其他優惠，如現金回贈、稅金給予、延長免息免供期和低首期比例，短期內將這些新界區中小型住宅成功變現，應該不太困難。面對新界區和九龍東部未來巨大土地供應量，今天盡量收取現金，再以低價吸納新界土地，明天的土儲成本必會大為降低，將來再錄得合理回報是較現實、合理、安全的。

選舉年港府政策趨不變

雖然香港是資本社會，但是未來樓價走向也是受到政府政策左右。無論財政司司長或發展局局長，均曾多番明示樓市辣招短期內不會放寬，尤其

財政司司長對香港經濟前景感到憂心，加上現時樓價跟市民負擔能力脫節，並暗示在8月發表今年上半年經濟報告前不會考慮任何樓市政策大調整。今明年是主要選舉年，安定民心、順利過渡，是屆政府餘下任期的重要目標，政府政策是趨向不求變了。

影響本地樓價還有利息走勢。最新美國經濟表現不如預期好，預計美息最快會於9月後才重新檢討調升，港息會最有機會於半年後可能跟隨，即是今年本港樓息基本上不變，低息環境下樓價不可能大幅回落，會再下調10%以內橫向。

料惜售市區盡推新界盤

6月2日，土地註冊處公佈5月整體物業成交量，局面回暖，自去年7月後首破6,000宗。不過受制於首季低註冊量，估計上半年累積不足2.7萬宗，較去年下半年再減約二成。整體住宅成交量數及金額，5月較4月分別上升2%和18.6%，反映局面回暖，發展商以「低價開盤，再加量加價」方法被市民受落。相信發展商「食飽知味」，未來幾個月會傾向盡推新界樓盤，市區較罕有單位則較為「惜售」。

在「辣招」未撤前，本地住宅樓市仍是兩極市場，只有小型單位和超級豪宅較為受重視，小型單位買賣活動較正常；超級豪宅只能成交稀疏但叫價「驚人」。相對上，這對大小型住宅市場被本地經濟下行影響較輕微，反而中產人士主導的中型單位則不太明朗，受到外圍、本地、內地經濟因素困擾，短期內只能「成交稀少、價錢陰乾」地走下去，其投資價值也遜色不少了。

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。