

# 無風險利率續降 高息內銀H股投資價值凸顯

中銀國際首席策略分析師  
胡文洲

全球觀察

受周邊市場流動性充裕以及市場憧憬「深港通」在短期內宣佈等利好因素影響，香港股票市場上週大幅上漲。上週恒生指數漲2.80%，收於22,767點；國企指數大幅上升4.64%，收於9,555點，港股日均成交金額為660.3億元，較上上週有所上升。

內地資金仍將持續南下，「深港通」剩餘額度已不足人民幣470億元。上週，「深港通」淨流入（額度使用量）人民幣21億元，高於上上週的淨流入人民幣6億元。截至8月12日，本月「深港通」累計淨流入人民幣27億元。7月份，「深港通」累計淨流入人民幣87.5億元，低於6月份的371億元和5月份的219億元，但依然高於4月份的13億元和3月份的42億元。

截至2016年8月12日，「深港通」總額度使用量為人民幣2,035億元，佔總可用額度2,500億元的81.4%，剩餘額度為人民幣465億元，而同期「滬股通」總額度使用量為人民幣1,498億元，佔總可用額度3,000億元的49.9%，剩餘額度為人民幣1,502億元。

筆者注意到，2016年以來，內地資金持續南下，低估值、高股息率的內銀H股受到投資者的青睞。港交所「深港通」資料顯示，截至2016年7月

29日，內地投資者通過「深港通」持有的前十大港股名單上，高分紅的內銀H股佔據五席。

## 北水青睞本地低估值藍籌股

同時，根據港交所每日公佈的「深港通」前十大交投活躍股測算，年初至8月12日，內地投資者通過「深港通」買入的前十大港股名單上，高分紅的內銀H股佔據六席，顯示本次流入港股的資金以境內機構投資者為主，買入對象主要是高分紅、低估值的藍籌股。

雖然海外某些機構長期以來對中國經濟「崩潰」預言無一例外全部落空，但看空中國的言論仍然不斷湧現。過去幾年，由於海外投資者普遍擔心中國經濟增長放緩和境內銀行的壞賬率問題，導致香港上市的內銀H股板塊長期處於估值窪地。

筆者認為，一些投資者對中國經濟過分悲觀了。中國經濟1月至7月份繼續保持了總體平穩、穩中有進的發展態勢，供給側結構性改革取得新的進展，新動力的成長勢頭正在加快。

中國銀監會資料顯示，中國銀行業2016年第二季度資產和負債規模繼續穩步增長，銀行業整體風險抵補能力保持穩定，信貸資產品質總體可控。2016年第二季度末，商業銀行不良貸款率1.75%，與上季末持平；撥備覆蓋率為

175.96%，較上季末上升0.93個百分點；貸款撥備率為3.07%，較上季末增加0.02個百分點。從長期趨勢看，中國經濟發展潛力巨大，具有較大的韌性和迴旋餘地，中國經濟發展長期向好。

## 內銀信貸資產品質總體可控

目前，內銀H股板塊估值仍然偏低，尤其是低於巴西和印度等新興市場。截至2016年8月12日，中銀國際覆蓋的內銀H股2016年行業平均預測市盈率及市淨率分別僅為5.6倍和0.75倍，而股息率及淨資產收益率則分別高達5.3%和14.3%。筆者認為，中國銀行業信貸資產品質總體可控，而且內銀H股的淨資產收益率和股息收益率在全球上市銀行中名列前茅，內銀H股估值偏低並不合理。

筆者認為，內銀A股整體股價目前仍較H股平均溢價22%左右，在無風險利率持續下降而且資產配置完成為常態的背景下，內地資金仍將持續南下，高股息內銀H股的吸引力或將繼續提升。同時，全球新一輪寬鬆周期可能已經開啟，港股周邊市場流動性有所改善，全球負利率環境下國際資金可能會重新審視高息內銀H股的投資價值。

(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。)

# 阿里季績獲三大里程碑 也肩負三大重擔

路透熱點透視專欄撰稿人  
Robyn Mak

熱點透視

阿里巴巴創始人馬雲剛剛取得了三大里程碑，同時也背負起三大重擔。這削弱了該公司所接受會計調查、中國內地新廣告法以及物流業務虧損的影響。

第一個里程碑：阿里巴巴似乎並未遭到中國經濟放緩的衝擊，第二季營收較上年同期飆升59%，創下2014年首次公開發行(IPO)以來最高。當季營收322億元人民幣(48億美元)，這一強於預期的表現要歸功於廣告收入的增長，同比增幅高達54%。

第二個里程碑：公司移動端的「轉化率」首次超過個人

電腦(PC)端，轉化率指的是賺取的廣告費和佣金收入佔交易額的比例。平均每名用戶一天會打開淘寶購物APP七次。

## 非電商業務喜憂參半

第三個里程碑：投資者還得以一窺阿里巴巴其他業務的表現。該公司目前披露四大關鍵業務的業績，包括核心市場業務、雲計算、移動和娛樂，以及其他業務。非電商業務的成績喜憂參半，雲計算正在實現盈虧平衡的路上，而其他業務的虧損還在不斷擴大。

這些新的里程碑應有助減少監管擔憂。接下來再看看馬雲面臨的三大重擔。首先，今年稍早該公司稱，美國證券交易委員會(SEC)已發起對其會計操作的調查。其次，中國內地監管機構對廣告業務開刀，推出打擊虛假及誤導性網絡營銷的廣告新規，競爭對手百度因此備受打擊。第三，阿里巴巴還在努力應對其持股47%的物流業務虧損局面，儘管相對於2,160億美元的公司規模而言，虧損佔比很小，但較上年同期幾乎翻了兩番。

## 關注能否不斷實現新突破

將公司做大，會使阿里巴巴這樣的公司漸漸成為監管機構的靶子，並帶來戰略擴張的實質風險。儘管如此，阿里巴巴美國上市股票自年初以來仍累計上漲約13%。如果阿里巴巴能繼續不斷實現新的里程碑式突破，那麼上述重擔背負起來也會更容易一些。



■阿里巴巴美國上市股票自年初以來仍累計上漲約13%。資料圖片

# 熱錢尋寶 港股擴升勢

時富資產管理董事總經理  
姚浩然

港股上週走勢繼續看好，主要受美股再創新高和環球央行持續「放水」憧憬。恒指上週成功升破22,300點阻力位後呈現向上突破，於周一(15日)最高升至22,976點，上升動力強勁支持下，料港股仍可反覆上試高位。

美國上週末公佈的數據較預期疲弱，當中7月生產者物價指數(PPI)意外結束連升三個月，按月轉跌0.4%，7月零售銷售數據遜預期和首領及持續引領失業金人數多於預期。相信數據公佈後，市場對美國聯儲局9月加息機會預期下降，加上美國11月總統大選舉行在即，聯儲局很大機會在大選前保持中立，維持利率不變。此外，日本剛公佈今年第二季GDP零增長遜預期，相信日本經濟的持續疲弱會迫使日本央行繼續放寬貨幣政策，放水憧憬仍可延續。

## 市盈率約12倍 估值仍偏低

另一方面，港股除了靠外圍因素帶動外，內在因素亦不容忽視。傳統以來，八月為業績期，大部分股份皆會公佈其中期業績，截至現時為止，部分大型藍籌股如長和(0001)、匯控(0005)、港交所(0388)等已公佈了中期業績，

業績理想的績優股受資金追捧，帶動大市向上。重磅股騰訊(0700)將於周三(17日)公佈其中期業績，若其業績符合預期，相信能為港股這升浪錦上添花。除此之外，在這環球股市皆升和資金充足的前提下，港股相對於其他國家股市而言，較有吸引力。恒指現時的預期市盈率大約為12倍，較其他成熟股票市場如美國道瓊斯工業平均指數預期市盈率約17倍為低，估值相對吸引。另外，恒指中一些較有防守力的收息股現價值的周息率約有3厘至4厘，對要求穩定回報的投資者有吸引力。

## 市場氛圍良好 資金續留港

總括而言，恒指自升破4月高位21,654點後，一直穩守其上，並於上週突破22,300點重大阻力，呈現向上突破形態。以恒指於2015年所創的高位28,588點跌至今年初低位為18,279點，累積跌幅為10,309點。若恒指反彈整個跌浪的一半，可見23,433點；若恒指反彈整個跌浪的0.618倍，則可見24,650點。筆者暫時以23,433點為下半年目標。近幾日成交金額有回升的趨勢，由約600億元的低水平回升至約800億元水平，加上港元兌美元匯價仍處於7.7565強港元區間，顯示入市資金仍留在港。現時港股投資氣氛良好，預計在這環境下資金仍會優先傾向追捧績優股，恒指短期內仍有上試空間。

# 深港通愈來愈近 概念股熱炒

永豐金融集團研究部主管  
涂國彬

百家觀點

在英國脫歐公投後，全球各類資產在7月進行了調整，各央行也保持謹慎的態度。不過進入8月以來，澳、英和紐央行率先降息開啟新一輪「放水」模式。寬鬆的資金面給股市帶來支持，也讓恒指在近兩個月以來整體維持在上行通道中，尤其是進入八月，這其中一個因素便是深港通預期再次炒起。

## 姍姍來遲 遠落後市場預期

回顧深港通的來龍去脈。其實自從2014年11月滬港通啟動後，深港通的預期就一直存在。不過一場股災打亂了步伐，隨後外圍市場一波未平一波又起。直到2016年3月5日，全國人大會議的政府工作報告提出2016年重點工作部分，隨時啟動深港通列入深化金融體制改革的工作內容當中。隨後，總理李克強分別在兩會的記者會以及博鵬閉幕式上提及今年擇機推出深港通。直到彭博指內地或於7月前批准深港通，把對於通車時間的猜測推到高峰。然而，無論是5月全國人大常委會委員長張德江訪港，還是MSCI公佈是否納入A股之前，抑或是「七一」回歸，仍未等到深港通，遠落後於市場的普遍預期。

## 需時做準備 8月或公佈

進入8月，深港通的呼聲再起。就如之前所預測，考慮滬港通南下額度已經用了大部分，額度或在8月或9月用完，故而今秋非常有機會宣佈加大額度和開通深港通。導火線便是港交所(0388)在上週派發中期業績，行政總裁李小加談及深港通，表示深港通啟動日子仍未有消息，但又加了一句「愈沒有消息，可能證明消息愈來愈近」；又指深港通是「肯定及馬上要做的事」。而港交所中期報告提到，本港已完成開發及測試所需系統，現時技術上已準備就緒，只待監管機構批准。這讓深港通的猜測一觸即發。除此之外，由於公佈後兩方市場需要3個至4個月做準備，為了趕年底通車，本月公佈的概率非常高。

如此來看，這個炒作並不是空穴來風，有內在的邏輯支持，當然不到最後時刻一切都有變數。但考慮到高層領導人表達過今年會推出，加上MSCI未納入A股，外界認為年內一定會通車，並向外界表明開放市場的決心，相信深港通預期不斷強化，還將持續利好港股。

## 港股稀缺品種再受關注

可以看到從上週開始，港股屢創新高，尤其是成交出現較大提高，增加至700億元水平，本周一更是放量近900億元水平。市場氣氛改善，投資者活躍，料帶動恒指升穿兩萬三水平。深港通的開通將和滬港通產生協同互補作用，深港通打開了投資內地成長性股的大門，包括信息技術和醫療保健的新經濟行業，吸引更多資金投資中國內地市場，同時港股中的稀缺品種也將再次受到關注，包括醫療、教育、博彩和科技等。

這段時間，炒作還將持續，投資者可關注估值偏低的藍籌股，兩市折價的個股也受益，這些概念股在近期已有不俗的表現，仍有上行空間。不過，建議投資者設置合理的止賺位，隨後面對的獲利回吐壓力不小。



■市場普遍預期，今秋非常有機會宣佈加大滬港通南下額度和開通深港通。圖為深圳證券交易所大樓。資料圖片

# 市場重歸理性 深房價下半年升幅收窄

山西省政協委員、特許測計師、中國房地產估價師  
張宏業

延續今年「3.25」房地產新政的精神，深圳銀行在8月份再度出招，將首套房利率由8.7折調升至9折，以遏制房地產泡沫。這是深圳市於6月份再決出「新地王」後，響應中央最近經濟會議的最新調控舉措。

數字也說明7月份深圳住宅市場步入放緩期。先看一手住宅成交局面，回顧近4個月情形可見一斑。如以成交套數分析，過去4個月數字分別是2,340(4月)、2,259(5月)、3,253(6月)和2,954(7月)；而成交面積(以平方米計)分別是25.26萬(4月)、24.57萬(5月)、34.65萬(6月)和30.90萬(7月)；而均價(元/平方米)分別是49,876(4月)、55,817(5月)、61,756(6月)和56,720(7月)。結論是無論從成交量和成交均價來考量，深圳住宅市場雖然從「谷底回升」，但是6月份的高峰已達，出現緩慢走低情況。

讀者請小心留意，7月份一手房價下調超過8%，是今年以來單月最大跌幅，成為單月內轉勢的證明。其實是什麼事情令局面改變，如果能夠洞悉原因，便可掌握預測未來走向。

中共中央政治局7月26日召開會議，研究當前經濟形勢，並部署下半年經濟總體方向，重點地提出「降成本

的重點是增加勞動市場靈活性，抑制資產泡沫和降低宏觀稅負」。8月3日早上，國家發改委發表一篇題為「更好發揮投資對經濟增長的關鍵作用」的報告，明確以「全面激發製造業投資活力」為未來經濟增長動力，撤除以房地產業拉動經濟持續發展的意向。

## 利好住宅市場因素逐步退場

為了掃清市場不正確解讀，當天傍晚時，更刪除原有「擇機進一步實施降息、降準政策」一句話，清楚傳達央行近期未有降息降準的政策意圖，更於金融市場適度收水，央行表明實施穩健的貨幣政策。降息、降準暫無望，又於市場收水，都是因應7月份中央經濟會議的抑制資產泡沫的需要，下半年利好住宅市場的因素正逐步退場，換來是價格回調壓力增大，成交量容易回落。內地房地產市場回調是下半年整體趨勢，但是深圳是否例外？深圳樓價會大幅回調嗎？現時的一手價56,720元/平方米是否太高呢？深圳人未來買樓會較輕鬆嗎？

今天的深圳經濟實力已非同凡響，並成功確立為一所全國前列的新經濟活力最旺盛的先進城市。近年，深圳以科技創新帶動經濟發展，確實闖出一片新天地。過去三年，深圳GDP年增速是9.3%，高出同時期全國GDP

均增長率不少至2%。深圳市政府積極推動大眾創業、萬眾創新和所謂「四創聯動」強化創新、創業、創投、創容令當地商業活動異常蓬勃、大膽創新、勇於創業，吸引大量全國科技創新人才進駐。

## 優才進駐 新經濟活力驚人

今天的深圳已擁有國際專利申請量連續十二年的增長率首位，內地有效發明專利擁有量突破84,000件和去年社會資金投入逾700億的輝煌成績。深圳已儼然成為全國科技創新之都，借助眾多國內和香港大學的人才培訓支撐，不斷吸引更多優才進駐，新經濟活力驚人，無怪7月份中央召開經濟形勢專家座談會深圳市發展研究中心被邀主講「經濟發展與科技創新」。

內地經濟推手仍然以當地政府為主，廣東省以至深圳市政府財政實力雄厚起着關鍵因素。從今年上半年一般公共預算收入總額，頭三名依然是粵蘇滬，分別是粵的5,439億、蘇的4,516億和滬的4,196億；首半年粵蘇收入快速拉開，但蘇滬卻正在收窄。廣東仍能以同比15%增長，實有賴深圳的明顯支持，深圳市已佔上全省三分之一份額，並以上半年24%增長率急速上升。廣東省財政

收入增長遠高於該省GDP增幅，是受惠於企業稅費收入的強勁增長。

政府財政收入豐厚產生良性循環結果，可以每年投放大量基建資金、提供更優厚地方稅收減免、吸引最新型、最先進國內外創新企業進入、資助高端人才培養、增加更多社會福利開支，一舉建立最先進、最優化、最宜居城市。大量有能力的人士陸續遷入，有效地、延伸地推進剛性需求，助長樓價和租金全面提升。

## 樓價短期大幅調整機會不大

如其他增長快速城市，深圳市住宅樓價仍會領跑於經濟增長，居民購買房屋殊不容易，樓價和收入是不成正比，市政府扶助租務市場和建造大量福利性住房是不二之途，現時豐足財政收入有助補貼低收入居民的居住需求。期望深圳樓價短期大幅回跌是不現實的，較大比率是下半年受收緊政策影響，升幅會明顯放緩，後市仍然「易升難跌」。

7月份內地十大城市樓價變化顯示，深圳市住宅均價已達53,384元/平方米，按年/月上升41%/1.9%，跟香港平均均價差距不停收窄，並已經超越不少新界北區均價。無論如何，深圳市的住宅樓價相對性仍然不貴，尤其是一所高增長的先進城市。展望下半年，當地樓市剛需不弱，但是收緊樓宇按揭政策將限制升幅，市場重回歸理性化。

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。