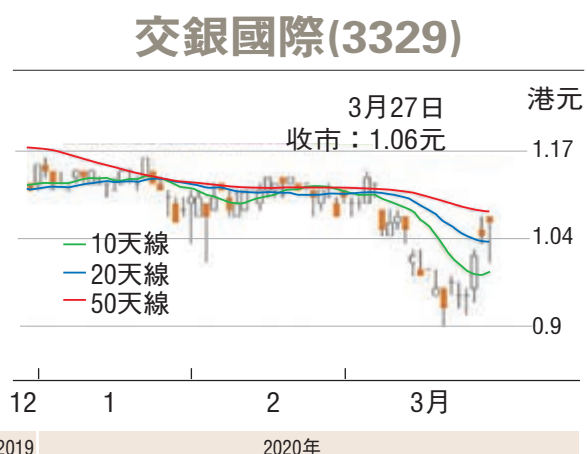


紅籌國企 高輪 張怡

交銀國際估值吸引可吼



A股及港股調整一日後，昨均現反彈走勢，上證綜指走高至2,772點報收，升7點或0.26%。至於港股最多曾升逾400點，最後收窄至升132點或0.56%，報23,484點。港股整固後再上，觀乎有表現中資股的又告增多，部分落後股再度吸納市場關注。交銀國際(3329)連續兩日反彈後，昨進一步升至1.06元報收，升2仙或1.92%，因股價較上市價仍有一段距離，續為可留意對象。

交銀國際由交通銀行(3328)分拆上市，於香港提供與證券相關的金融服務。交銀國際是於2017年5月19日在港交所掛牌，當時的上市價為2.68元，上市後母企持有的權益仍達73.14%。受到港股過去一段時間反覆調整的拖累，該股於3月中曾造出0.9元的上市低位，但即使其近日已作反彈，惟現價較上市價仍跌近6成。

交銀國際日前公佈去年業績，錄得純利5.01億元，按年增長21.8%，每股基本盈利為0.18元，擬派末期息0.09元，較2018年增派0.01元。期內收入15.7億元，升5.8%。收入分佈中，當中投資及貸款業務收入增長逾24%，達到8.59億元，佔整體收益上升至54.7%；企業融資及承銷收入1.2億元，上升逾一倍。資產管理及顧問收入1.27億元，增加55%。

據管理層表示，儘管出現新冠肺炎疫情「黑天鵝」，集團仍看好內地經濟，將持續把握大灣區、科技創新發展、新舊動能轉換所帶來的發展機遇。交銀國際往績市盈率5.89倍，市賬率0.46倍，估值在同業中仍有偏低感。此外，該股息率達8.49厘，論股息回報頗具吸引。起股價仍低迷跟進，中線上望目標為52周高位的1.64元。

看好匯豐反彈購輪23597

匯豐控股(0005)近日主要於區間窄幅上落，股價昨曾高見至46.15元，收報45.4元，跌0.3元或0.66%，若繼續看好該股後市反彈行情，可留意匯豐瑞信購輪(23597)。23597昨收0.105元，其於今年9月4日最後買賣，行使價52元，兌換率為0.1，現時溢價16.85%，引伸波幅29.64%，實際槓桿9.81倍。

美國經濟不可能V形反彈

任籌 帷幄



任曉平
光大新鴻基外匯策略師

隨着新冠肺炎疫情對美國經濟構成衝擊，上周美國首次申請失業救濟人數升至創紀錄的328萬人。幾乎是前紀錄高點的五倍，而且這一數字可能會進一步升高。賓夕法尼亞州、俄亥俄州和加利福尼亞州等十個州報告的首次申請失業救濟人數均超過10萬人，令失業救濟系統不堪重負。隨着現金流枯竭，大批美國企業已經宣佈裁員或安排員工無薪休假。自2008年金融海嘯後，美國已連續113個月增加工作崗位，累積新增就業崗位達2,200萬個。美國雖然經歷了最長的連續工作崗位上升，但在初期所創造的就業崗位主要是旅遊、餐飲和酒店業，這些職位技術性低，可替代性高，也是這次疫情中減少交叉感染措施影響最嚴重的崗位。急切需要的崗位是醫療崗位，這些專業知識要求高的崗位不是容易調整的。

美匯指數受制於103

2008年金融海嘯的問題主要是金融系統沒有「把好看」，令金融槓桿過高所引致，實體經濟影響並不那麼大。二次大戰也沒有影響到美國的實體；但歐洲一戰和二戰後的重建，支持了美國經濟增長。戰爭對社會硬件的破壞，並沒有在這次疫情出現，所以經濟V形反彈的機會不大。這次為防疫情擴散的措施如禁止旅遊、酒吧等影響各行各業。如果疫情在4月底前未能結束，將有更多企業的流動性乾涸並發生倒閉潮，加上今年的畢業生在5至6月畢業，今年下半年失業率將快速上升。如果企業結業後，要重新展開投資和消費將會需要更長的時間。特別是在這次大跌市後，對許多投資者重挫，資本損失大。

由於企業資金鏈斷裂及投資者補倉，加保證金及去槓桿同時影響下，美元流動性變得緊張。美聯儲對疫情影響到金融體系穩定性的顧慮，一個月內降利率至零，也將資產負債表推高至5萬億美元的主因美匯指數在調整完後，仍有向上反彈的可能性，暫時美匯指數受制於103，除非下破98，美匯指數仍有上升的機會。

美元指數持續下跌 紐元續有上行空間

金匯 動向

馮強

新西蘭央行上週初大幅減息0.75%，官方指標利率下降至0.25%，同時新西蘭財長Grant Robertson亦於上週二公佈121億紐元刺激經濟措施，加上原油價格與全球股市均於上週大幅下跌，市場避險氣氛濃厚，引致紐元上週失守55美仙水平。紐元本周連日反彈，周五更一度走高至60.15美仙附近，收復上週大部分跌幅。

雖然新西蘭財政部本月初再加碼40億紐元資金支持經濟，更於周二聯同零售銀行及央行組成62.5億紐元商業融資擔保計劃，而新西蘭央行亦同步推出為期12個月的300億紐元購債計劃，不過紐元匯價反而未有遭遇進一步的下行壓力，並且持續掉頭回升，本周五再次向上觸及60美仙水平，主要是美國聯儲局本月初宣佈推行無限量購債措施，美元指數從週初102.95水平連日下跌至本周五98.83水平1周多低點，減輕紐元的下行壓力。

此外，美國上週初領失業救濟人數暴增至328萬人，較早前的28.2萬人大幅攀升，顯示新冠肺炎疫情正拖累美國經濟活動急劇下降。隨着聯儲局無限量購債，美債息率續有下調壓力，美元指數將有下行空間，預料紐元將反覆重上61.00美仙水平。

紐元兌美元料重上61美仙

現貨金價經過本週初急回升，周四曾攀升至1,644美元水平兩週高位，周五表現稍為偏軟，一度回落至1,615美元水平。美國聯儲局推行無限量寬鬆政策，美元指數與美國債息雙雙連日下跌，金價走勢趨於上移，有機會收復本月中旬所有跌幅。預料現貨金價將反覆走高至1,650美元水平。

板塊 透視

環球市場反彈 A股觀望情緒濃

耀才證券研究部高級分析員 黃澤航

本周，環球抗疫政策再度加碼，流動性危機暫告段落，資本市場得以喘息，內地股市亦跟隨反彈，惟成交回落，反映資金謹慎，具體來看，上證綜指周內累計上漲0.97%，滬深兩市日均成交回落至6,853.4億元(人民幣，下同)，兩融餘額回落至10,769.86億元，北向資金淨流入5.49億元，盤面上，醫藥生物、食品飲料、銀行、房地產、黃金板塊領漲；電子、休閒服務、計算機、電氣設備股領跌。

有讀者問，市場是否已經脫離危機，抄底時機到來？筆者認為，經濟衰退風險仍在積聚，或再度反作用於金融市場，需進一步關注全球疫情防控工作，當前討論市場脫離危機尚早，自然難言見底。誠然，歐美央行近期一系列的舉措終於奏效，市場最為擔憂的「美元荒」得到緩解，美元指數從高位103.01一路回落到100下方，歐美股市急復反彈，國際金價大幅拉升。周初，美聯儲以「無限QE+定向紓困」為基調，壓低借貸成本，同時制定計劃入5.49億元，盤面上，醫藥生物、食品飲料、銀行、房地產、黃金板塊領漲；電子、休閒服務、計算機、電氣設備股領跌。

美防疫復工進程不容樂觀

此外，美國參眾兩院最終通過2萬億美元經濟刺激法案，該法案主要內容包括向大多數成年美國公民提供每位1,200美元的資助，以及為小

企業僱員提供幫助等。然而，經濟動盪源頭的防控工作，仍在緊張進行，美國成為新的震央，失業潮來襲，特朗普迫切希望美國經濟可以在4月12日復活節時復工。在筆者看來，起初不夠嚴密的措施給防控和復工帶來極大難度。

根據約翰霍普金斯大學的統計，截至3月26日，美國的累計確診數超過82,000例，已超過了中國(81,782例)和意大利(80,589例)。據美國勞動部公佈的數據(3月26日)，在上週，有328萬人申報了失業救濟金，創下歷史紀錄。綜合來看，雖然有財政和貨幣政策保駕護航，但市場上漲的預期最終離不開經濟正常運轉帶來的盈利反饋，經濟陷入衰退的不確定性，正搖動着投資者信心。

至於本周A股表現，謹慎的觀望情緒也反映着資金對於經濟的擔憂，國內拉動基建和刺激消費的利好政策正在加碼，以緩衝接下來一段時間的外需疲軟，但經濟增長預期難以樂觀，穩定就業和預期成爲重中之重，經濟動員能力將成爲焦點，對於股市來說，這意味着底線思維和中長期佈局，憧憬流動性牛市不利於局勢發展和長遠利益，因此，在環球經濟未能脫離衰退預期泥潭之前，建議讀者謹慎對待抄底。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)



葉尚志
第一上海首席策略師

疫情對企業衝擊浮現增後市壓力

3月27日，港股繼續反彈修正，受隔晚美股升勢牽動，恒指進一步試高、但未能確認升穿23,500點阻力。恒指漲了有130多點，而23,000點依然是目前的好淡分水線，不排除在反彈修正過後，市況有再次回整回壓的機會。現階段，在全球央行集體放水後，環球流動性風險已有明顯紓緩，美元指數亦已回落至100以下。

然而，實體經濟以及企業層面所遭受的打擊，相信將會開始逐步暴露浮現，對已彈高的股市將構成壓力，估計港股仍處於早前指出的弱勢平衡階段。恒指高開後又再出現回整，以全日最高位23,768點開盤後，在盤中曾一度回整低見23,354點，雖未見出現倒跌，但在連續兩日發出高位回整回壓的信號後，要提防短期反彈修正行情已遇到阻力。恒指收盤報23,484點，上升132點或0.56%。國指收盤報9,505點，上升57點或0.6%。

另外，港股主板成交金額有1,224億多元，而沽空金額有162.4億元，

沽空比例13.26%。至於升跌股數比例是1,113：703，日內漲幅超過12%的股票有43隻，而日內跌幅超過10%的股票有36隻。

二十國集團首腦開會後發表共同聲明，表示正向全球經濟注入5萬億美元資金，包括以經濟救援措施、財政刺激政策，以及擔保計劃等等，應對環球疫情對社會經濟各層面的影響。目前，環球流動性風險已有明顯紓緩，美元指數亦已因此而回落至100以下。

本月經濟數據勢欠佳

但是，最新公佈的經濟數據是挺嚇人的，美國最新一周首次申領失業救濟人數，勁增10倍至328萬人，內地國家統計局公佈，首兩月全國規模以上工業企業利潤同比下降了接近40%，實體經濟以及企業

二萬三仍是好淡分水線

走勢上，恒指升抵23,500點水平後，以超跌後的反彈修正來看，估計已是基本到位的了，我們還是維持這個觀點，估計港股現時仍處於弱勢平衡階段，但短期再彈的力度似乎已有所減弱，而23,000點依然是目前的好淡分水線，不容有失，否則弱勢盤面將再度浮現。操作上，總體危機級別的風險管理，現時建議仍不可輕易解除。保護好倉位，要讓自己已到最後，依然是目前的首要任務。

(筆者為證監會持牌人士，無持有上述股份權益)

滬深股市 述評

滬深三大股指昨日高開低走，市場成交量進一步萎縮。最終，上證指數收於2,772點，漲幅0.26%，成交2,536.31億元(人民幣，下同)；深證成指收於10,110點，跌幅0.45%，成交3,802.82億元；創業板指收於1,904點，下跌1.21%，成交1,251.82億元。從盤面上看，申萬一級行業漲跌參半，漲幅最大的三個板塊分別爲建築裝飾、紡織服裝和建築材料，跌幅最大的分別是農林牧漁、計算機和通信。個股漲跌家數比約爲2:3(1,484:2,119)，漲停54隻，跌停17隻。

市場人氣匱乏，北向資金無力回天。昨日，北向資金淨流入47.28億元，淨流量遠高於近期均值，而市場卻持續萎靡走低。滬深兩市成交量再創新低(約6,300億元)，市場像周四一樣，資金仍舊是「游擊戰」打法，熱點一天一換，難得連續兩日表現尚可的農業板塊昨天也倒在了跌幅榜上。

外圍疫情發酵拖累反彈力度，內需和疫情受益的局部熱度延續，但整體賺錢效應下降無疑拖累反響成色。我們此前對於這次超跌反彈是有比較強的預期的，畢竟連續兩日的逼空，指數層面有5%-6%的漲幅，雖然板塊的輪動節奏較快，但仍有輪番填坑的機會，可惜我們看到境外疫情進一步發酵，各類媒體平台對於美急診室等危機情況的報道再度點燃恐慌情緒，這也解釋近期以呼吸機、防護用品爲代表的醫療板塊的強勢。

興證國際

我們持續提示，全球聯手的寬鬆手段更多地是解除了流動性的擔憂，但疫情及經濟層面的影響顯然尚未消除，所以倉位不可超過半倉，也是在這背景下，使得昨天入場博奔週末政策面的資金沒能夠挽回全天下移的局面。具體板塊方面，局部熱點昨天仍保持了一定的活躍度，我們堅持兩大主線，一是內需爲主的大眾消費和基建，另一是疫情受益的醫療和在線板塊，不過整體賺錢效應的不佳使得參與的勝率明顯下降。

看好內需疫情受益股

我們持續提示，全球聯手的寬鬆手段更多地是解除了流動性的擔憂，但疫情及經濟層面的影響顯然尚未消除，所以倉位不可超過半倉，也是在這背景下，使得昨天入場博奔週末政策面的資金沒能夠挽回全天下移的局面。具體板塊方面，局部熱點昨天仍保持了一定的活躍度，我們堅持兩大主線，一是內需爲主的大眾消費和基建，另一是疫情受益的醫療和在線板塊，不過整體賺錢效應的不佳使得參與的勝率明顯下降。

輪證 動向

恒指23600點爭持 看好留意牛61033

中銀國際股票衍生品董事 朱紅

二十國集團(G20)領導人在舉行視像會議後承諾作出5萬億美元的財政支出，包括信貸擔保計劃及其他經濟措施，以減輕新型冠狀病毒疫情對經濟的影響。國家外交部、國家移民管理局發佈公告，暫時停止持有效中國簽證、居留許可的外國人入境。恒指高開416點至23,768點，如看好恒指，可留意恒指牛證(61033)，收回價22,788點，2022年10月到期，實際槓桿15倍。另外，也可留意恒指認購證(24587)，行使價25,627點，今年10月到期，實際槓桿7倍。如看淡恒指，可留意恒指熊證(55212)，收回價24,600點，今年8月到期，實際槓桿15倍。另外，如看淡恒指，可留意恒指認沽證(24589)，行使價20,800點，今年9月到期，實際槓桿4倍。

騰訊華爲聯手 可吼認購證21534

華爲今日舉行線上開發者大會，華爲Cloud&AIIB總總裁金龍在會上宣佈，華爲與騰訊(0700)遊戲正式達成戰略合作，成立聯合實驗室，雙方將在雲遊戲、移動雲引擎等方面展開深度合作。騰訊升至20天線(371.9元)至50天線(387元)中間。如看好騰訊，可留意騰訊認購證(21534)，行使價401.48元，今年7月到期，實際槓桿7倍。另外，如看好騰訊，可留意騰訊認購證(18626)，行使價430.5元，今年7月到期，實際槓桿8倍。如看淡騰訊，可留意騰訊認沽證(24461)，行使價305元，今年9月到期，實際槓桿4倍。

阿里(9988)股價重上招股價176元之上，曾高見186元。如看好阿里，可留意阿里認購證(23217)，行使價206.08元，今年10月到期，實際槓桿6倍。如看淡阿里，可留意阿里認沽證(24429)，行使價158.28元，今年9月到期，實際槓桿3倍。

美國(3690)股價重上90元。過去5個交易日，有約3,700萬元流出美國認購證，同時有1,000萬元流入美國認沽證。如看好美國，可留意美團認購證(24417)，行使價92.85元，今年11月到期，實際槓桿3倍。

看好分紅率高大行H股

另外，最近長期利率上升支持銀行股股價在短期內調整。重新對優質銀行開放債券期貨市場也可降低銀行面對長期低息環境的壓力。我們較偏好分紅率高的H股大型銀行和價值被低估的A股股份制銀行。

行業 分析

降準重點在於緩解股份制銀行壓力

人行早前公佈對達到考核標準的銀行定向降準50-100個基點，對符合條件的股份制商業銀行再額外定向降準100個基點，鼓勵普惠金融借貸。降準將減輕銀行因疫情期間支持普惠金融借貸產生的盈利壓力，股份制商業銀行得益最大。雖然降準不會明顯改善銀行的盈利能力，但反映政府有意緩解實施LPR後生息資產利率下降導致銀行淨息差受壓及發放優惠貸款緩解疫情影響導致的困難情況。我們建議配置具防守性投資價值的中國銀行板塊對沖市場不確定性。

加強發放普惠金融意願

降準將減輕銀行因應疫情發放普惠金融領域企業貸款產生的盈利壓力。降準重點在於緩解股份制銀行壓力。監管層出台一系列寬鬆政策

對沖疫情對經濟的影響，鼓勵銀行加大對中小企和薄弱環節的信貸支持，提供貸款利率折扣，降低貸款相關成本，容許延遲還款等。大型銀行在提供普惠金融領域信貸支持方面一直發揮重要作用。除了大型銀行外，股份制銀行對中小企業和民企高度覆蓋而且關係密切。對股份制銀行額外降準可保證短期資金流向普惠金融領域，發放低息貸款的紓困措施令銀行的盈利能力和資產質素受壓。股份制銀行的韌性不及大型銀行，對額外降準來鞏固放貸意願有更大需求。股份制銀行的存款增長受壓，令存貸比上升，抑制放貸。

另外，人行最近也下發通知加強控制存款利率。監管層希望通過整改定期存款提前支取靠檔計息等不規範存款產品及叫停高保證收利率

的假結構性存款，從而降低銀行的資金成本。措施實際上可以降低銀行的資金成本，減輕淨息差壓力，有助降低貸款定價利率。這些措施加上降準將可改善股份制銀行發放普惠金融領域信貸的意願。降準利好銀行板塊，尤其是股份制銀行。雖然體現在數字上的效果並不明顯，但降準反映在執行LPR和紓困措施後生息資產利率下降的環境下監管層對減輕銀行淨息差壓力的意願。我們建議配置具防守性投資價值的中國銀行板塊對沖市場不確定性。貸款量方面，防控疫情措施將影響2020年一季度經濟增速，降低貸款需求。

整體上，我們預期信貸增長短期內將放緩，但疫情過後將回升。由於政府持續實施逆周期扶持政策，加上地方債增加和來自基建行

業的需求強勁，疫情對全年信貸增長的影響不大。貸款價方面，雖然近日出台的降準和存款利率管制措施將降低資金成本，執行LPR貸款定價及企業貸款利率折扣將擠壓銀行淨息差；消費和投資停擺將擠壓銀行的非利息收入。銀行資產質量下行被廣泛關注，但壓力可控。銀行板塊估值維持在低谷附近(現價對應2019/2020年動態市淨率均爲0.6倍)，提供安全邊際。

另外，最近長期利率上升支持銀行股股價在短期內調整。重新對優質銀行開放債券期貨市場也可降低銀行面對長期低息環境的壓力。我們較偏好分紅率高的H股大型銀行和價值被低估的A股股份制銀行。

工銀國際研究部 周琴、吳愷奕