

歐銀行股憂慮揮之不去



國際視野 潘迪藍

Gavekal Dragonomics
資深經濟師

從上週歐洲銀行股紛紛下跌看來，我們可以肯定地說，它們最近的拋售潮與中國大陸無關。因為內地股市在農曆新年假期間停市，若歐洲銀行股的拋售是源於中國大陸，它們理應會在上週初獲得一些喘息空間。但實情是，歐洲銀行股的拋售潮在上週初卻是有增無減。上週一，歐元區的STOXX銀行股指數下跌了6.4%，其中德意志銀行下跌了9.5%，意大利的銀行股下跌10%至12%，希臘第三大銀行Eurobank Ergasias更狂瀉29%之多。那究竟是甚麼一回事？

將歐洲銀行股今年的疲弱也歸咎於內地的經濟風險上升，看來真的是有些無中生有、無限上綱。內地的經濟增長放緩已經醞釀了5年或以上，任何人對此都不應該感到驚訝。

更重要的是，歐洲銀行股與內地市場的直接接觸實在很少，而它們透過依賴內地的新興市場而與內地的間接接觸也相當有限。根據歐洲央行（ECB）的數據，截至2015年6月底，在主要歐洲銀行的貸款業務之中，亞洲新興市場的貸款只佔1.5%的比重。拉丁美洲的貸款比重高一點，也只是4%，但不良貸款的比例亦是相對有限和受控制。

另一種歐洲銀行股被拋售的解釋，是美國今年的加息幅度會比原先預期小，但這同樣誇大。因為美元的升幅放緩可能有助於解釋美國銀行股疲弱，但它難以解釋歐洲銀行股跑輸大市。

真正的解釋有以下三大可能：

1. 銀行的盈利能力減弱

隨着歐洲央行將短期利率進一步推向負數，銀行的淨息差被擠壓。更重要的是，自金融海嘯以來推出的新監管法例意味着，以往的商業模式現時的盈利能力已經下降了。因為銀行現在需要保持更高的流動性比例，並要持有較多資本，才能從事以往利潤豐厚的業務，例如固定收益交易等。而很多歐洲銀行卻遲遲未能夠削減成本以及開拓出新的業務。

至於那些強調以資產及財富管理等業務來開拓新收入的歐洲銀行，亦因為近期市場波動以及油價大跌而受影響。尤其是，很多中東客戶會為了「撙水」而大舉撤資。

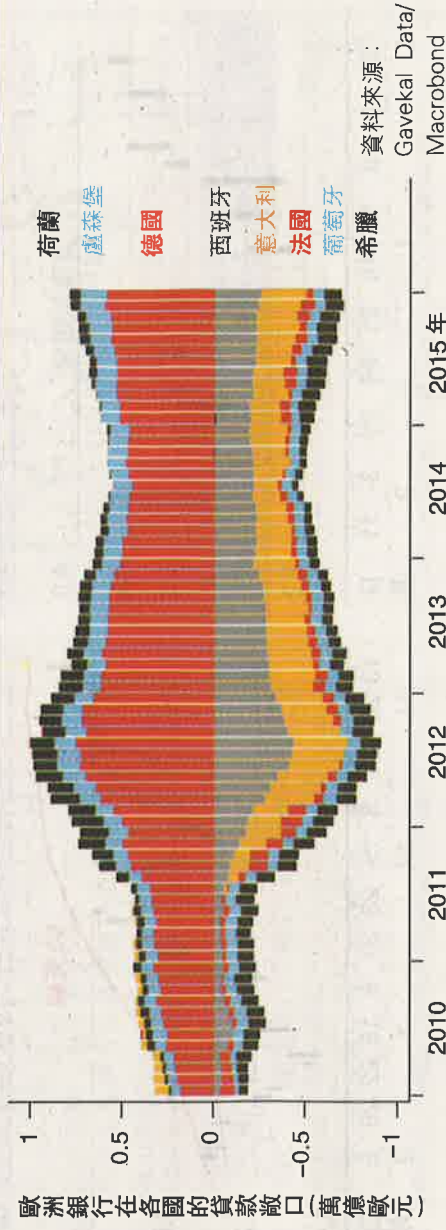
2. 投資者對歐洲銀行資產興趣大減

由於歐盟的新法規規定，一旦有銀行陷入困境，會



最近，市場懷疑德意志銀行（圖）是否能夠支付其即將到期的應急可換股債券的利息。雖然這家大銀行極力否認，但在現時市場環境下，其否認並不能加強人們對其債務的信心。（資料圖片）

歐央行負利率沒有令弱國受惠



鼓勵政府直接注資而多於提供援助，投資者對於歐洲銀行資產的興趣已大減。而葡萄牙央行去年底決定暫停出售該國第三大銀行Novo Banco的談判，改為向它注資19.9億歐元（約21.8億美元）的決定，亦令到持有該銀行債券的投資者對其法理依據普遍感到困惑。然而，早在這個決定之前，歐洲央行的第二代「泛歐自動即時全額清算快速轉移系統」TARGET2的數據顯示，歐洲北部的銀行願意支付0.3厘的負利率給歐洲央行，也不願意以正利率來貸款給西班牙和意大利的銀行（見圖）。

由此看來，歐洲當局試圖減輕銀行業倒閉的潛在成本的努力，其實正在阻礙而不是協助歐洲銀行業進一步整合。

3. 經濟還有可能再惡化

隨着油價在過去12個月下跌了44%，以及大宗商品價格下跌了31%，很可能有一些歐洲大銀行因為商品衍生工具而承受重大損失，而還未浮出水面。更重要

的是，隨着歐洲的監管機構不再好像以往般傾向對銀行業從輕發落，有一些歐洲銀行可能會發現，它們在未來幾年將需要承擔出乎意料地高的訴訟成本。最近，這種憂慮甚至令人懷疑，德意志銀行是否能夠支付其即將到期的應急可換股債券（Contingent Convertible Bonds, CCB）的利息。雖然這家總部位於法蘭克福的大銀行極力否認它面對任何問題，但在現時的市場環境下，其否認並不能加強人們對其債務的信心。

以上的憂慮，加上意大利銀行業尚未解決的不良貸款危機，以及市場再次懷疑希臘是否能夠滿足其最新的紓困條件，結果就造成了歐洲銀行股最近大瀉。當然，有一些投資者會爭辯說，歐洲大銀行的資產負債表並沒有隱藏致命的計時炸彈，它們的資本狀況依然穩固，現時的拋售潮只是受投機驅動的恐慌，這反而是「一人生人難得一次入市機會」。他們最終有可能是正確的。但至少在目前，他們的想法是和市場對着幹。