

蝕底嘢有人做 談負利率成功個案

投資者日記

畢老林

畢老林

4月17日，周日。滙控(00005)給投行唱到28元、德銀跌穿海嘯價，銀行股究竟低處未算低，抑或「筍」到唔買就笨？負利率當道，銀行卻不敢向存戶轉嫁，盈利雪上加霜。然而，有沒有銀行向存戶「徵費」而又成功(戶口數目不減反增)的例子？老畢今天一次過計兩條數。

運作基地在香港的投資研究公司GaveKal，上周針對發達國股市各行各業估值發表報告，圖文並茂，銀行股多「賤」，一目了然。今年以來，發達國股市表現最差的行業正是銀行，以美元計整體下挫16%。值得一提的是，年初至今發達國股價跌幅最大五個行業中，三個來自金融板塊，銀行以外還有多元化金融(diversified financials)和保險。

有趣的是，同樣被GaveKal歸類為「金融」的房地產(何以作此劃分，非老畢所知)，在24個行業中股價表現最出色。無論如何，發達國金融股沽壓沉重，股東無啖好食。

市賬率低於1

銀行有幾「cheap」？不論以中位數還是平均數作準，銀行都是24個行業中唯一市賬率(P/B)低於1的行業。

換句話說，銀行的股價相對賬面值出現折讓，在發達國中「平」通各業。保險股市賬率1.03倍(以中位數計)，僅略勝銀行。【附圖】顯示發達國24個行業各自的市賬率，從必需消費品板塊(consumer staples)內沒有任何行業市賬率低於兩倍，足見金融板塊何等受輕視。

P/B只是一個參考數值，計的乃「死數」，不懂分辨資產質素好壞。換個說法，銀行股是否「抵買」，不能單看市賬率、市盈率(P/E)等估值指標。金融海嘯後，銀行非但面對沒完沒了的訴訟、日益苛刻的監

管，還因去槓桿的需要而不斷變賣資產收縮業務。投資者應該問的，不是市賬率低於1的銀行股是否「抵買」，而是其估值折讓是否已充分反映投資風險。

股民不笨，摩根大通、花旗、美銀、富國(Wells Fargo)、高盛五家美國大行，市盈率(P/E)分別只有10倍、8倍、11倍、12倍和13倍，既明顯低於大市，亦不如監管掣肘較少的地區銀行。

所以如此，非因「大到不能倒」的銀行已無賺錢之力，而是投資者對大行面臨的資本要求、業務限制以至受罰風險戒心重重，估值再吸引亦敬而遠之。

舉個例，「股神」畢非德愛股富國上季盈利倒退，不是由於賺錢能力差勁(貸款仍錄得一成按年增長)，而是該行撥備上升2億美元所致。呆壞賬準備金不同虧損，倘若情況非想像般差，富國盈利日後或能受惠於回撥，惟由此可見，該行對資產質素信心不足，寧可審慎一點多做撥備；銀行估值低於其他行業，並非無因。

負利率「白老鼠」

除了上面提及的種種不利因素，銀行面對的最大隱憂是負利率。老畢在〈從炒家角度看「眾地勿企」〉一文說過，央行要靠商業銀行向客戶轉嫁負利率，政策效用方能著落於實體經濟。問題是，存款一旦大舉流失，金融機構根基必受動搖。銀行一天不向存戶變相徵費，負息是否必然趕客，永遠是一個謎。

世上總有人樂意踏前一步，這隻負利率「白老鼠」

由誰來當？答案是：瑞士小型銀行Alternative Bank Schweiz(ABS)。

在已經實施負利率的國家和經濟體中，以瑞士息率最低(當地銀行存放於央行的超額準備金利率為負0.75厘)。銀行把錢泊在央行要「付費」，卻拒絕向存戶轉嫁負息以收回這條數，盈利受壓不言而喻；瑞士負利率最深，銀行受損自然最大。

存戶反應待觀察

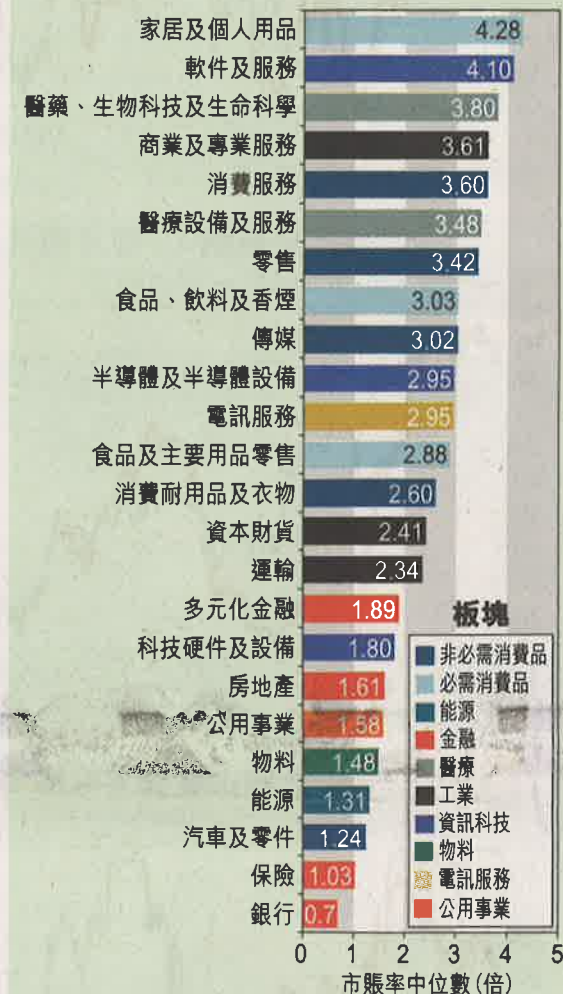
《華爾街日報》報道，ABS去年10月通知所有客戶，2016年1月起徵收相當於年息0.125厘的存款費。客戶反應如何？從措施公布後首四個月數據判斷，情況出乎意料的正面。去年11、12月，ABS流失1797個戶口，但新增1830個戶口，一來一回，兩月合計淨增33個戶口；今年1、2月，ABS戶口淨增數字擴大至59個。

銀行向存戶轉嫁負利率，戶口數目不減反增，負息豈非沒有「趕客」之弊，反有「吸客」之利？

話不能這樣說，存戶對負利率的真實反應，得看進一步轉嫁後情況如何(ABS存款利率處於負0.125厘，僅轉嫁了負0.75厘超額準備金利率的一小部分)；瑞士央行會否將負息愈推愈深，也足左右大局。

必須一提的是，ABS是一家把借貸與社會責任「掛鉤」的銀行，客戶中不乏社福、環保意識強烈的商業機構。負利率提高了該行知名度，不排除部分新增存戶慕名而來，透過在ABS開戶，間接參與「良心工

發達國股市各行業市賬率中位數



資料來源 GaveKal

信報

程」。

不管怎樣，這家瑞士小型銀行已踏出轉嫁負利率的重要一步，存戶反應迄今「違反直覺」，誰說蝕底的事無人做？