

在新冠疫情前接受采访时，巴菲特也提道，“投资银行股不会是一个全垒打，但我觉得长期看跑赢大盘问题不大”。截至2022年3月底，伯克希尔旗下的金融股（没有计入评级机构和信用卡发行商）总价值达到了837亿美元，占其整个投资组合的23%。其中巴菲特在一季度花费近30亿美元新买入的花旗银行，相较于持有的其他银行等金融股标的，则属于“独一无二”的存在。

笔者认为，巴菲特买入花旗银行，除了利率抬升利好银行之外，最核心的投资逻辑，在于“困境反转”。

巴菲特一季度加仓的花旗银行

看起来有点“不太完美”

花旗银行是巴菲特第一季度买入的，花费约30亿美元，也就是整个银行的大概3%左右的股权。笔者认为，巴菲特投资花旗银行的逻辑，和他持有所有其他银行的逻辑都是不一样的。

因为除了利率抬升利好银行之外，他最核心的投资花旗银行的逻辑，在于“困境反转”。因此，在巴菲特的整个投资组合中，花旗银行应该可以算是“独一无二”的存在。

熟稔美国金融史的人不会忘记，查尔斯普林斯在2003年接替桑迪威尔斯掌舵花旗银行，大举介入债务担保证券（CDO）和不动产抵押贷款证券（MBS），在金融危机期间巨亏，股价从顶部到底部跌了98%，被迫下台。他下台那一年，拿走了3800万美元的工资与奖金，引发众怒，也是“占领华尔街”的诱导因素之一。

金融危机之后，花旗银行的表现，一直都是不如其他类似规模银行的。举个例子，在去年花旗银行的电话会议上，管理层提供了未来五年的指引——希望在五年内达到11%~12%的ROTCE（有形普通权益的资本回报率），并实现4%~5%的营收增长，这是中期目标。

要知道，刚刚过去的一季度，摩根大通已经实现了17%的ROTCE，而花旗银行告诉投资者几年之后才能达到12%，那么大幅折价也就不难理解了。除此之外，美国银行和摩根大通的有效性比例（成本/营收）都已经到了60%以下，而花旗银行的中期目标是向60%移动，努力实现行业平均水平。最后，巴菲特说过，他最关注的银行盈利能力指标是资产回报率ROA。我们不妨拿花旗与美银、摩根和富国三家银行做个对比。

从图1中我们可以看到，花旗银行的资本回报率，近几年基本稳居倒数第一。从业

务维度看，花旗银行是一个很特殊的银行。它的58%的营收是机构客户组（ICG）贡献的，个人银行和财富管理只有31%的营收份额，而传统特许经营权与其他占了剩下的一点零头。

机构客户组的业务主要覆盖商业银行和资本市场运作，且花旗银行具有全球性的足迹，可以更好地覆盖跨国性的大企业，这是很多竞争对手都难以企及的。但也正因为其覆盖的机构客户遍布全球，因此在不同的法律管辖区域内运作，其合规成本也非常高，而且需要承受潜在的地缘政治和货币汇率浮动风险。

除此之外，花旗银行对利率的敏感性又是最底的。换句话说，在几个大银行中，利率上升的利好，对花旗银行影响是最小的。因为和美国银行、摩根大通等银行不同，花旗银行的零售分支密度比较低，这就直接导致了零售端获客成本高、储蓄少的现象。

银行如何享受利率上升的好处呢？基准利率上调，储蓄利率上升幅度很小，贷款利率上升幅度大，利息差张开，生息资产的盈利能力增强，银行因此在上行利率中获得利好。只是这种受益传导，对花旗银行来说，是最微不足道的。

从表2中我们可以看到，花旗银行的无息储蓄占比是最底的，比排名倒数第二的摩根大通要少了足足10%。这里注意，之所以加起来百分比没有100%，是因为还有累计成本（Accrued Expenses）和机构储蓄（Institutional Deposits）。因此，花旗银行对于接下去的加息，敏感度也是最底的。

那么问题就来了。这么一个盈利能力差、成本控制能力差、全球足迹广且监管合规成本更高、对于升息缺少敏感度的公司，凭什么吸引到了“股神”的注意力，并让他耗资近30亿去持有呢？

花旗银行未来的“钱景”可期

“困境反转”逻辑有望再次上演

芒格说过，打球要去预判未来球会去的地方，而非过度关注球之前在哪里。这句话，对于有“斑斑劣迹”的花旗银行来说，恐怕是尤为适用的。笔者认为，看多花旗银行核心逻辑主要为以下几点：

第一，价格低廉。过去五年，由于央行的低利率政策，银行股表现并不好。巴菲特持仓的金融股中，除了美国银行上涨了54.35%，其他的几只银行股股价都在下跌。从估值角度看，银行股目前总体估值普遍不高。如标普500的市盈率是16倍，而银行股的市盈率，几乎全部都比市场均值低了至少25%。

例如，摩根大通和美国银行的估值都是有形资产的2倍，而花旗银行的估值只有有形资产的0.6倍；摩根大通和美国银行的市盈率都在10倍以上，而我们可以从表1中看到，花旗银行特立独行地只有7倍市盈率都不到。

但如今加息已是板上钉钉的事情，只要不出现经济衰退，加息环境在历史上是有利于金融股，尤其是银行股的表现，这一点在已披露的多家一季度净利息收入的银行财报及管理层指引中都得以印证。

第二，股东回馈意愿很强。光是股价低，肯定是不够的。很简单的例子，中国某银行的市盈率一直是3~4倍，很多所谓的“价值投资者”都趋之若鹜。结果该银行居然低价增发股本来融资。试问这样的低估值，又有什么意义呢？我们来看看花旗银行的管理层在电话会议上是如何评价股东回馈的。花旗的CFO马克·梅森（Mark Mason）说，“我们多次重申了，现在这个股价，我们做回购是很合适的。所以我们不倾向于变分红，而是通过回购返回股本”。

花旗去年上任的新CEO简·弗莱瑟（Jane Fraser）说，“现在，根据我们现在交易的股价，回购是非常重要的，可能是我们要做的首要的事了。因此，我们必须重申把盈余资本返还给我们股东的重要性。”花旗确实也是这么身体力行的，其未来几年的回购规模高达250亿美元，占整个市值的25%，几大银行中只有美国银行的回购规模与之一样，但美国银行的市值是花旗的3倍。

回购比起分红，对于银行股来说有两大优势，第一是放诸四海皆准的低税率，第二是更灵活，可以在经济下行的时候减少回购保护资产负债表，而不像分红，一旦承诺之后，如果减少，会在投资者中造成很大的负面影响。

第三，如果说估值低和股东回馈强是投资某公司的基础条件的话，那么这一条可能是巴菲特决定投资花旗银行的关键。我们前面提过，花旗银行曾碰到过很多困难，因此在花旗打拼出来的管理层，都有很强的应对困境的能力。新任CEO简之前就在欧洲、拉美和美国的花旗银行的不同部门工作过，经历覆盖财富管理、房贷、消费者银行和商业银行。

她上任以后，做了一个非常重大的决定，把协同效应不强的、盈利能力欠佳的消费者银行业务全部砍掉。这囊括了14个不同的市场，包括澳大利亚、中国、印度、印度尼西亚、韩国、马来西亚、墨西哥、菲律宾、波兰、俄罗斯、泰国、越南等国。花旗在这些国家的业务的有效性比率平均为77%，远高于公司消费者银行的平均水平，即大概60%左右。

消费者银行与商业银行不同，因为不同区域的商业银行可以服务同一个跨国公司从而形成协同，但消费者银行则不存在这种跨区域的网络效应，比如服务好墨西哥的

客户，对于北美客户的忠诚度没有任何帮助。卖掉这些部门可以产生超过150亿美元的现金，还能让一大笔原来因为合规而必须承诺的资本重获自由。这些资金可以用来发展利润率更高、资产更轻的财富管理业务，也可以用来回购廉价的股权。

由于简之前在花旗已经有不错的业绩表现，加上巴菲特人脉广阔，应该对简作为管理者的能力和口碑都有很深入的了解，因此他投资花旗银行，其实是对管理层帮助花旗银行实现“困境反转”，重拾当日荣耀，投出的信任票。如果花旗银行能均值回归到行业平均水平，那现在50美元/股不到的股价，也应当妥妥翻倍。

反转的过程按照管理层的部署和规划需要3~5年的时间，当然，价值投资者最不缺的，就是耐心。

此外，可能部分投资者会担忧其在俄罗斯的业务损失。根据花旗披露的信息，银行在俄罗斯有100亿美元的风险敞口，在最坏的情境下可能会承受40亿美元的损失，相当于4%的市值，或0.3%的总资产规模。考虑到花旗银行已经跌了那么多了，笔者倾向于认为这部分的风险已经被市场充分确认了。

本文源自证券市场红周刊