

2024 年前景展望系列：美國銀行



Susan A. Curry
高級投資組合經理
資本增值團隊



Ryan P. Lentell
投資組合經理
資本增值團隊

資本增值團隊高級投資組合經理 Susan Curry 和投資組合經理 Ryan Lentell 認為，鑑於利率似乎已經見頂，加上貸款機構的存款成本下降，因此，2024 年美國地區性銀行的營商環境可能遠優於 2023 年。

隨著利率和存款成本趨勢改變， 美國地區性銀行的 2024 年前景 更為樂觀

對於美國地區性銀行而言，2023 年可謂是動盪的一年。在去年 3 月和 4 月，矽谷銀行（Silicon Valley Bank）、Signature Bank 和第一共和銀行（First Republic Bank）接連倒閉，令地區性銀行的股價在春季乃至夏季期間受壓。倒閉事件使客戶關注存放於其他財務穩健機構的存款，加快存款重新定價活動。銀行業盈利因而受累，導致投資者憂慮銀行存款基礎的穩健性，以及加息環境下存款進一步重新定價的幅度。

不過 2023 年已成過去，存款成本前景漸趨明朗。我們認為，美國地區性銀行股的整體投資氣氛有所改善，並為淨利息收入在 2024 年及之後上行奠定基礎。

聯儲局的利率立場轉向提供正面催化因素

自去年夏季起，銀行管理團隊一直致力表明存款重新定價步伐日漸減慢。然而，市場似乎並不認同，因為

儘管銀行倒閉事件僅屬短暫且迅速受控，但不少銀行股的股價仍未收復數月前的失地。不過，有更明顯的跡象顯示，美國聯儲局在 2022 年 3 月展開的進取加息周期已經見頂，並可能已結束，使負面情緒近日出現變化。聯儲局在 2023 年 12 月的會議上宣布所謂的政策轉向，當時通脹降溫，因此主席鮑威爾強調 2024 年減息的可能性日增。正如我們早前所指，銀行股歷來在聯儲局最後一次加息後 12 個月內均表現出色。¹

我們認為，存款成本見頂對銀行業非常利好。存款實際上相當於銀行的已售商品成本（會計術語，定義為企業為銷售產品或服務而支付的總金額）。隨著銀行的已售商品成本在正常化利率環境下見頂，不少機構仍有機會繼續提高「商品」價格，若代入銀行業的情況，即意味機構可就貸款收取更高利息，而且銀行可從投資組合賺取更高收益。

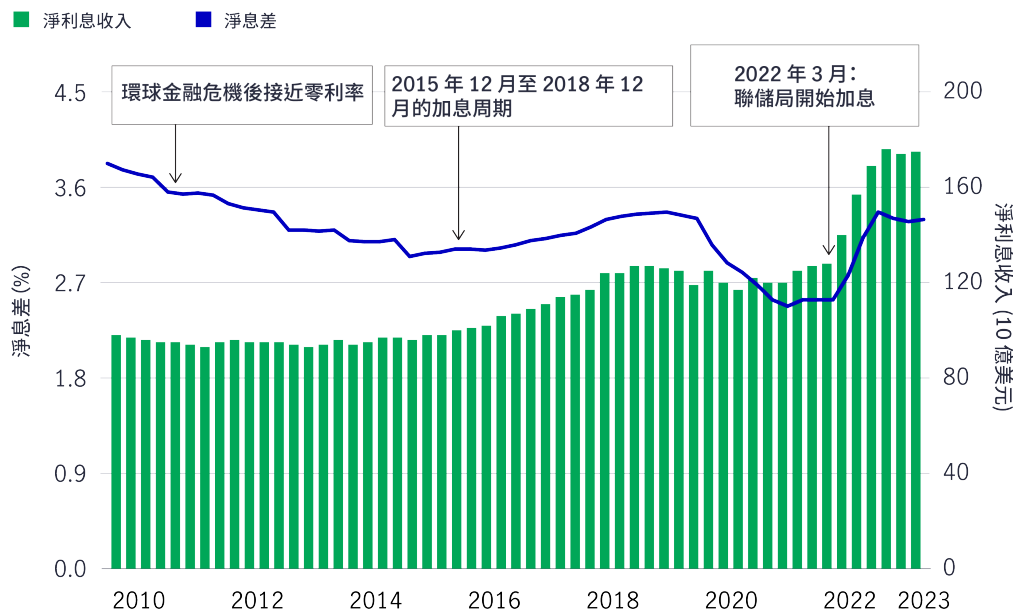
我們認為，相對於低息環境，銀行業能夠在正常化利率環境下締造更高收入，這將在 2024 年及之後為其收入創造正面動力。聯儲局自 2022 年初開始加息，與行業基準貸款利率（如有抵押隔夜融資利率）掛鈎的貸款幾乎立即重新定價，以向銀行支付更高利息²，故加息初期惠及銀行業。同時，銀行存款成本跟

隨加息而上漲的最終影響滯後，但此情況在 2023 年初逆轉，整體銀行業的存款重新定價幅度超過貸款重新定價的幅度。聯儲局利率目前似乎已達最高水平，我們預計眾多銀行的貸款和證券重新定價活動，可能在 2024 年再度領先存款重新定價。

策，因此，情況與 2007 年至 2009 年環球金融危機後時期截然不同，我們相信這種轉變長遠有利於銀行業表現。展望 2024 年之後，銀行業仍將持有於接近零息環境時發行和買入的定息貸款和證券。有關持倉將在利率趨升／正常化的環境下重新定價，我們認為這

利率開始上漲後，銀行盈利能力指標更趨有利

圖 1：2010 年 1 月至 2023 年 10 月期間，銀行業季度淨息差（左軸）及淨利息收入（右軸）



資料來源：聯邦存款保險公司，2023 年。淨利息收入即銀行自其付息資產所賺取的收入減去向存戶支付利息的開支。銀行的淨息差是衡量銀行長遠盈利潛力的指標，以淨利息收入除以平均收益資產計算。過往表現並非未來業績的保證。

長期催化因素：對接近零息環境時部署的持倉重新定價

根據截至 2024 年 1 月 12 日的芝商所 CME FedWatch 工具，30 日聯邦基金期貨價格數據顯示，當局於 3 月和 5 月減息的概率分別為 81.2% 和 99.6%。³ 有關概率每日跟隨市場變化波動；以截至 2023 年 12 月 15 日的近期數據為例，3 月和 5 月減息的概率分別為 69.5% 和 94.7%。我們認為，相比減息的時機，更重要的是聯儲局短期內不太可能再度實行接近零利率政

類「商品」持續重新定價有望為銀行收入帶來長期利好因素。銀行管理團隊近期才開始討論有關長期利好因素，而我們認為相關因素被銀行的投資者所低估。我們認為隨著「商品」定價持續重新調高，大部份銀行的 2025 年淨利息收入將創新高。

美國地區性銀行似乎穩佔優勢，可承受商業房地產的虧損

除了少數機構倒閉外，信貸憂慮持續亦令銀行股在 2023 年受壓。具體而言，市場憂慮地區性銀行面對

的商業房地產風險，包括因遙距工作安排增加導致疫後空置率高企的市中心優質物業；然而，根據我們的專屬研究，有關憂慮忽略了大部份地區銀行的商業房地產風險源自多戶型住宅、郊區辦公室、工業、酒店、醫療和零售類別。

我們依然認為市場過度擔憂，因為環球金融危機過後，承貸標準已大大提高。雖然我們確實預期商業房地產將帶來輕微虧損，但銀行業面對最嚴峻的中央商務區辦公室大樓的風險有限。此外，銀行業一直主動監察房地產貸款組合，並針對此類貸款建立特定貸款虧損儲備。我們定期與銀行管理團隊討論其於辦公室領域的風險，而我們認為管理團隊對承貸標準、風險水平和貸款虧損儲備感到滿意。此外，大部份銀行都加強關於其辦公室貸款的披露，以減輕投資者憂慮。舉例而言，一家市值為 55 億美元的地區性銀行近日披露，其貸款組合的加權平均貸款價值比率為 58%，平均辦公室貸款為 270 萬美元。根據我們的經

驗，一般地區性銀行的大部份辦公室貸款均為小型樓宇，而非中央商務區辦公室大樓。儘管某些貸款可能錄得一次性虧損，但我們認為這並非系統性問題。

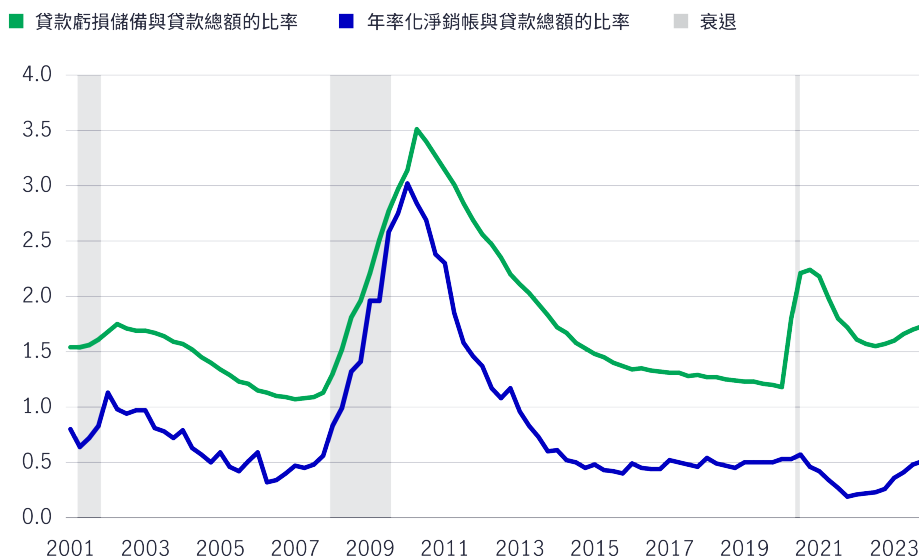
至於銀行業承受各類信貸虧損的整體能力，雖然虧損水平近日已由疫情期間的多年低位重返正常水平，不過我們認為信貸惡化的程度不至引起憂慮。此外，整體銀行業的貸款虧損儲備與貸款比率近期有所提升，為日後的潛在貸款虧損提供保障。

銀行業繼續保持穩健儲備以承受信貸虧損

銀行業的資金優勢重現

踏入 2024 年，我們認為地區性銀行的股東最終有望自銀行最具價值的資產（即低成本核心存款基礎）獲益。當局實行接近零利率政策期間，與非銀行按揭貸款機構、商業貸款機構和消費金融公司等非銀行競爭對手相比，銀行業欠缺明顯的融資成本優勢，但隨著聯儲局由零息水平開始加息，銀行業的融資成本優勢

圖 2：2001 年 1 月至 2023 年 10 月期間，美國銀行業貸款虧損儲備總額與貸款總額以及年率化淨銷帳與貸款總額的季度比率 (%)



再現。我們認為，鑑於 2023 年初存款利率的升勢較貸款收益率迅速，上述競爭優勢被銀行投資者所忽略；然而，目前聯儲局似乎已處於或接近最高利率水平，因此存款成本近期開始見頂。我們預計，這將在 2024 年推動大部份銀行的淨利息收入上漲，繼而提振投資氣氛。

儘管近期銀行股略見起色，但我們認為，目前銀行股的基本表現與市場估值仍然顯著脫鉤。截至 2023 年 12 月 29 日，基於我們認為相當保守的市場普遍盈利預測，標準普爾綜合 1500 銀行指數的市盈率為 10.6 倍⁴，明顯低於其相對標準普爾 500 指數自 1990 年代中以來的歷史折讓。⁵ 市帳率則為 1.07 倍，同樣遠低於該指數的歷史折讓。^{3,4} 我們預計估值可能繼續反覆波動，不過我們認為歷來類似時期均為投資者提供入市良機。

.....

1 資料來源：Morningstar Direct。於美國聯儲局過去四個加息周期的結束日期（即 1995 年 2 月 1 日、2000 年 5 月 16 日、2006 年 6 月 29 日和 2018 年 12 月 19 日）後的四個 12 個月期間，標準普爾綜合 1500 銀行指數、標準普爾 500 指數和羅素 2000 指數的平均總回報分別為 29.97%、19.67% 和 18.38%。標準普爾 500 指數追蹤美國 500 強上市公司的表現。羅素 2000 指數追蹤美國 2,000 家小型公司的表現。投資者不可直接投資於指數。過往表現並非未來業績的保證。2 有抵押隔夜融資利率（SOFR）是有抵押隔夜利率。SOFR 是參考利率，為商業合約訂約方使用且不受其直接控制的利率。SOFR 使用隔夜回購市場的實際交易成本，由紐約聯邦儲備銀行計算，並以美國政府債券作為借款抵押品。3 芝商所 CME FedWatch 工具，截至 2024 年 1 月 2 日。4 FactSet，截至 2023 年 12 月 29 日。標準普爾綜合 1500 指數追蹤美國 1,500 家大、中及小型上市企業的表現。投資者不可直接投資於指數。5 FactSet，截至 2023 年 12 月 29 日，標準普爾 500 指數相對 1994 年 12 月 31 日以來的平均值。

免責聲明

宏利投資管理是宏利金融的環球財富及資產管理分部。本文件只供相關司法權區適用法例及規例容許收取本文件的收件人使用，內容由宏利投資管理編製，當中的觀點為撰寫文件當日的意見，並可予以更改。宏利投資管理乃根據其認為可靠的來源編匯或得出本文件的資料及／或分析，惟對其準確性、正確性、有用性及完整性概不發表任何聲明，對因使用有關資料及／或分析而引致的任何損失亦概不負責。有關組合的投資項目、資產分配或於不同國家分布的投資均屬過往的資料，並非日後投資組合的指標，日後的投資組合將有所改變。宏利投資管理、其聯屬公司或彼等之任何董事、高級職員或僱員，對任何人士倚賴或不倚賴本文件所載資料行事而引致的任何直接或間接損失、損害或任何其他後果，概不承擔法律責任或其他責任。

本文件的部份資料可能包含就日後發生的事件、目標、管理規定或其他估計所作出的預測或其他前瞻性陳述。該等事件並不一定會發生，並可能與本文件所載的情況存在重大差異。本文件載有關於金融市場發展趨勢的陳述乃按照現時的市況作出，有關市況會出現變化，並會因市場隨後發生的事件或其他原因而改變。本文件的資料僅供參考，並不構成代表宏利投資管理向任何人士提出買賣任何證券的建議、專業意見、要約或邀請。本文件的資料不得視為現時或過去的建議，或游說買賣任何投資產品或採納任何投資策略的要約。本文件所載的所有資料概不構成投資、法律、會計或稅務意見，或任何投資或策略適用於閣下個別情況的聲明，或構成向閣下提出的個人建議。過往回報並不預示未來業績。

投資涉及風險。投資者不應只單靠本資料而作出投資決定，而應仔細閱讀銷售文件(如適用)，以獲取詳細資料，包括任何投資產品的風險因素、收費及產品特點。

專有信息 — 未經宏利投資管理事先同意，不得以任何形式或就任何目的向任何第三方複製、分發、傳閱、散播、刊登或披露本文件全部或任何部分內容。

本文件由宏利投資管理(香港)有限公司屬下分部宏利投資管理(亞洲)刊發。

證券及期貨事務監察委員會並未有審閱此文件。