

貸款恢復增長 可望利好美國個別銀行



Stephen Rigo,
特許財務分析師 (CFA)
董事兼金融業高級研究分析師

- 18年投資從業經驗
- 於2016年加入凱利投資
- CFA協會成員
- 波士頓學院財務學工商管理理學士

過去美國商界曾花了一段時間等候政府公佈稅務及其他政策的詳情，導致借貸活動一度低於正常水平，但工商貸款的增長動力於2018年轉強，由1月份低於1%的增長率，加速至7月份的逾6%，創下一年多以來最快的貸款增長率（圖1）。從多項因素可見，這個情況反映美國銀行業前景向好。工商貸款為商界提供資本開支融資及營運資金，是反映商業活動的重要指標。作為美國銀行第二大貸款類別，工商貸款的規模僅次於房地產貸款，亦是整個行業的主要貸款增長來源。我們相信，工商貸款增長是銀行業取得可持續內部盈利增長的重要動力；相對於加息環境的影響，它是更寶貴的業務增長來源。工商貸款的定價亦通常參考短期倫敦銀行同業拆息或最優惠利率，若聯儲局持續

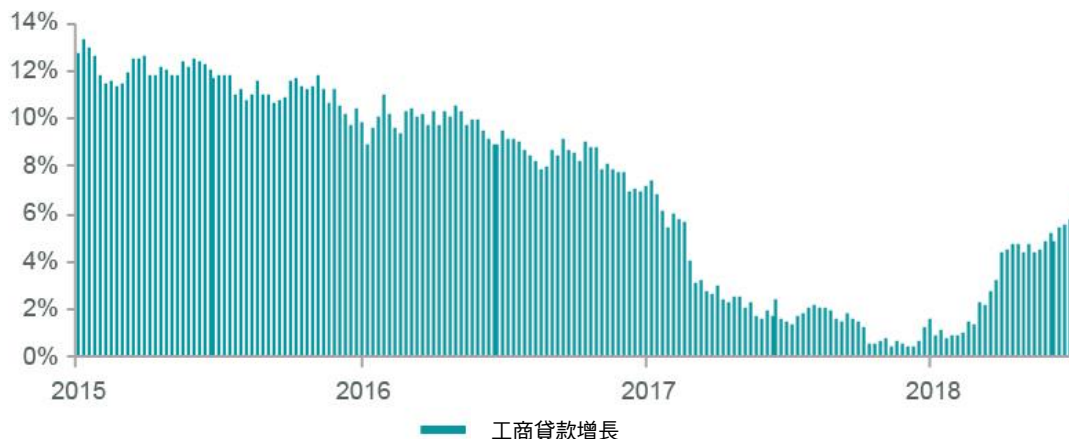
本文重點

- 工商貸款的增長動力轉強，反映美國銀行業前景樂觀。
- 隨著存款成本增加，銀行業如何在貸款業務方面提高盈利增長，將成為主要風險，亦是導致銀行股表現良莠不齊的原因。
- 若銀行坐擁大量存款，可望減低加息導致存款成本增加的影響，同時全面捕捉工商貸款增長的優勢。

加息，其價格便會上調（帶來更多利息收入）。因此，工商貸款活動增加，促使我們看好銀行股的前景。

工商貸款活動增加並非我們看好銀行股的唯一原因；放寬監管及加息都在近期為銀行業營造有利環境。當局放寬對銀行業的監管，使業界可以更靈活地運用資本，從而逐步增加派息及回購股份。自金融危機以來，對於其他（非金融）類公司來說，資本回報持續為股東帶來價值，而大型銀行在資本回報方面受到限制。銀行業可望受惠於近期監管規例上的變動，包括：把總資產門檻由500億美元上調至2,500億美元，在該門檻以上的銀行將接受較嚴厲的資本及併購條例規限；進行綜合資本分析和審查壓力測試的

圖 1：美國工商貸款：按年增長



截至2018年7月11日。資料來源：聯儲局、凱利投資。

僅供香港投資者、韓國現有投資者、韓國及澳門分銷商使用。請參閱末頁的重要資訊。

圖 2：美國存款增長正在放緩



截至 2018 年 7 月 11 日。資料來源：聯儲局、凱利投資。

次數或力度或會減少，讓銀行更能善用剩餘資本；以及委任資深私募股權專家 Randy Quarles 出任聯儲局監管部副主席（他支持精簡的監管架構）。同樣，聯儲局緩慢而穩定地加息，以及債券孳息率隨之上升，均有助銀行業提高淨利息收入及邊際利潤。

部份銀行或面對存款增長的壓力

儘管我們看好美國銀行股的整體前景，但銀行業將逐漸邁向「揀股不揀市」的方向。貨幣環境趨於緊縮，為銀行存款（包括聯儲局主導的存款增長及存款成本）造成壓力，導致銀行的貸款融資業務難以提高盈利，而部份銀行面對的壓力特別大。隨著存款成本上升，若銀行能夠吸引及保留低成本的存款，並藉此提供資金以改善貸款增長，應能脫穎而出，取得優於市場的表現。

儘管工商貸款增長在近期上升，但存款增長卻開始趨跌（圖 2）。基於兩個原因，我們需要關注存款增長放緩的情況：首先，它意味著貸款可以較持續增長。工商貸款持續增長通常削弱存款增長（圖 3），因為工商貸款客戶一般是首先提取剩餘存款，作為支持早期業務增長或資本開支的融資，然後才會透過舉債形式獲得長期融資。

這種情況在過往亦曾出現：在 1981 年秋季、1988 年春季、1993 年 6 月至 1994 年 4 月及 2010 年冬季，美國存款增長都曾大幅放緩，這些期間工商貸款都會出現最少一次的短期增長，在上述的最後兩個時期中，工商貸款的增幅更是明顯（圖 3）。

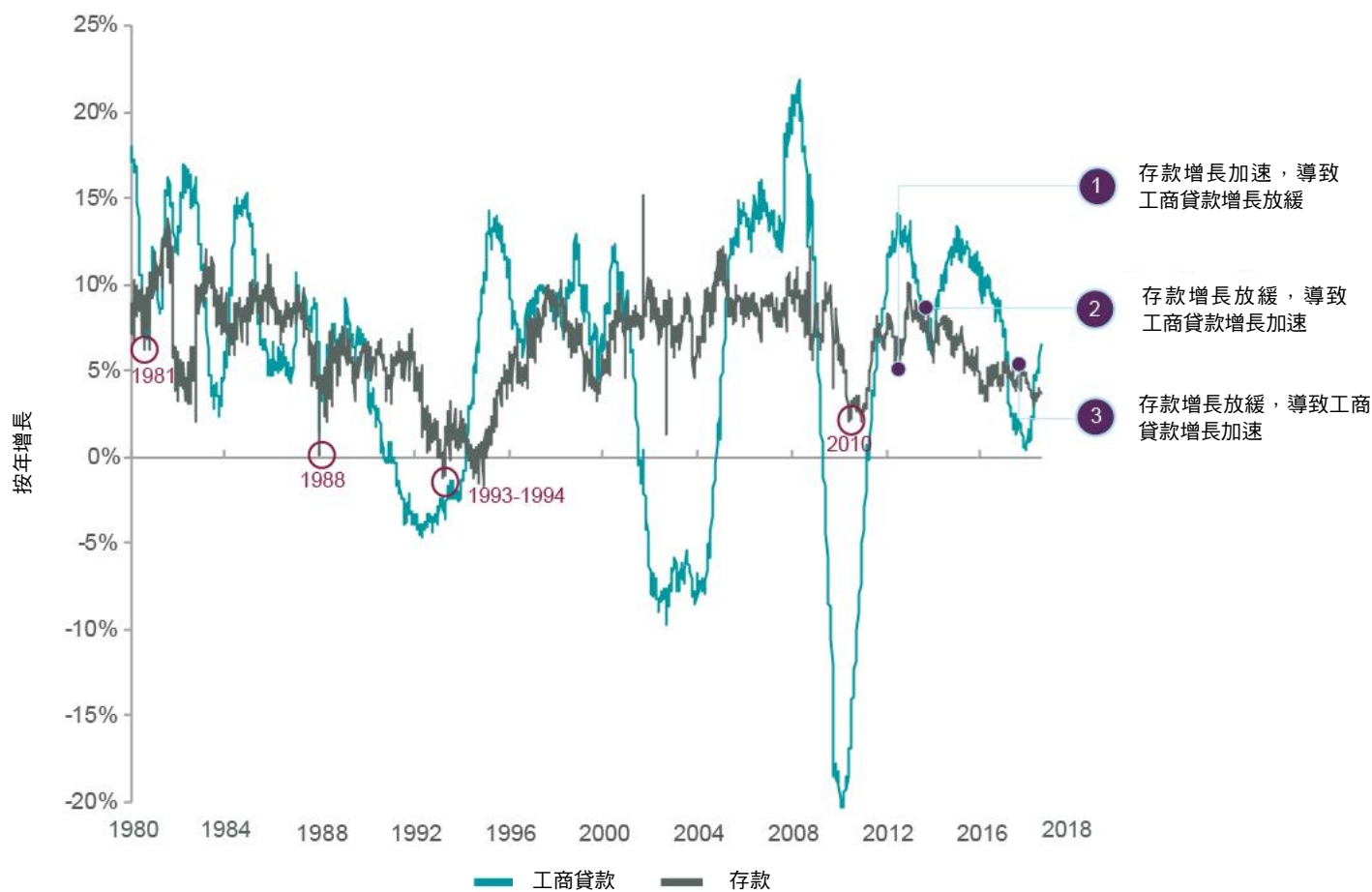
貨幣政策正常化及聯儲局從經濟抽回資金儲備，都是導致存款增長放緩的原因之一。這種思維反映聯儲局的量化寬鬆計劃（透過印鈔為銀行體系提供儲備）如何帶動銀行的資產負債表擴張。現時，由於聯儲局不再把債券到期所得金額再作投資，換言之即停止增加印鈔，使銀行存款的充裕程度相對下降。不過，商業投資增加可能發揮更大作用，因為資本開支計劃自 2017 年初起急增，而且商界已重拾信心為未來作出實質投資（圖 4）。

重要的是，除反映貸款持續增長外，存款增長放緩也是區分美國銀行優劣的因素，因而值得多加注意。銀行都會把握貸款需求改善所帶來的機會，存款較多的銀行所面對的融資成本壓力，應該低於核心存款薄弱或貸存比率過高的銀行，並能夠更有效地掌握貸款增長的潛在機會。

銀行融資情況成為關鍵

隨著貸款增長加速而存款增長放緩，銀行的融資情況將漸見重要。具體而言，貸存比率偏高（超過 95%）的美國銀行，將面對負債較易受到加息影響的問題。這些銀行需要作出抉擇：跟隨利率上升而調高存款利率，藉此為支持業務增長所需的存款融資「加碼」，或是下調貸款增長預測。「加碼」將限制利率上升時淨息差（資產收益率和負債成本的差距）的擴張潛力。這股壓力不容忽視，特別是傾向把資產負債表作全面槓桿（即貸存比率接近 100%）及積極擴張業務的地區銀行（圖 5）。

圖 3：美國存款及工商貸款增長（1974 年至今）



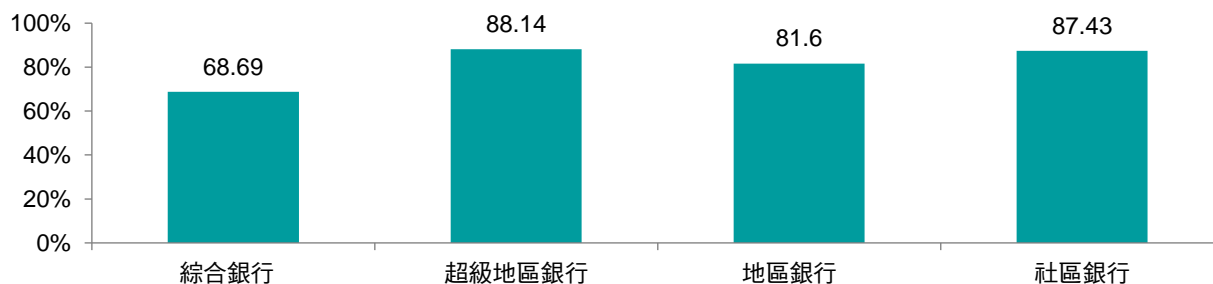
截至 2018 年 5 月 30 日。資料來源：聯儲局、凱利投資。

圖 4：費城聯邦儲備銀行的未來六個月資本開支計劃調查



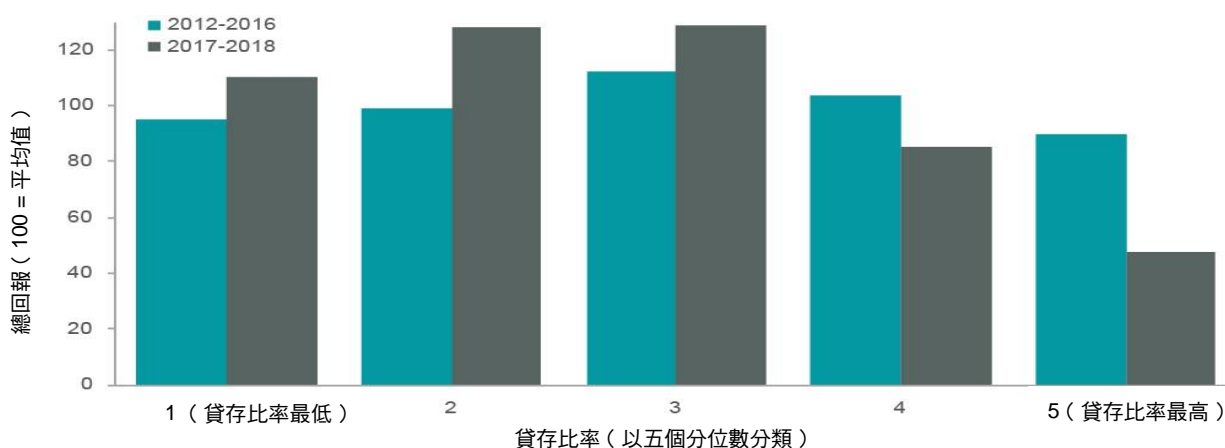
截至 2018 年 3 月 1 日。資料來源：聯儲局經濟數據。未來資本開支，預測了參與報告的製造業公司的資本開支於未來六個月的轉變。擴散指數的計算方法：以報稱上升的百分比，減去報稱下跌的百分比。

圖 5：銀行貸存比率



截至 2017 年 12 月 31 日。資料來源：聯儲局、凱利投資。

圖 6：存款充裕的銀行近期表現較佳
銀行的貸存比率越低，即代表其存款越多。



截至 2018 年 5 月 15 日。資料來源：凱利投資、彭博資訊。根據羅素 3000 指數中的銀行股計算。

根據銀行的融資情況，存款增長放緩可突顯銀行股的優劣（圖 6）。對於部份中小型銀行來說，之前融資成本低企有助加速貸款增長，令其估值吸引，但當「便宜錢」提供的存款盈餘消失後，它們將較難取得可觀的增長。反觀大型銀行一般擁有盈餘融資（其貸存比率較低），這些存款充裕的銀行可維持較低的存款貝他系數（即成本升幅相對較低），而加息將為它們帶來更加顯著的優勢。

存款融資匱乏及成本上升將為部份銀行帶來風險，市場或會因而措手不及，因為銀行投資者已有一段時間無須關注負債問題。在經濟大衰退後直至聯儲局開始加息之前，美國銀行股處於一個同質環境：存款充裕、信貸質素良好。與其花心思選股，倒不如對整體行業作出配置。然而，在經濟大衰退之前，核心存款融資是區分銀行業務優劣的因素。隨著寬鬆的貨幣環境似乎開始有序結束，不少投資者或已忘記當存款競爭加劇時，銀行業所面對的風險。展望

未來，我們預期銀行股的表現差距將越趨明顯，而了解所投資的銀行將較過往重要。

總結

我們認為，美國存款增長放緩反映近期的工商貸款增長可望持續，而投資者應該聚焦於貸存比率適中（低於 90%）、而核心存款業務吸引的銀行。與槓桿較高的同業比較，這些銀行可以較吸引的利息支持資產負債表增長（或是至少避免融資成本進一步上漲）。另外，我們亦看好工商貸款佔總貸款比率較高的銀行：這些銀行將受惠於工商貸款增長前景在近期好轉的勢頭。再者，由於工商貸款的定價通常參考短期倫敦銀行同業拆息或最優惠利率，故能在加息環境下帶來較佳的利息收入。隨著貨幣寬鬆年代結束，存款充足的美國銀行將能抵禦加息的影響，其融資貸款增長亦可望取得突出表現。

布蘭迪環球投資管理

Clarion Partners

凱利投資

EnTrustPermal

馬丁可利

QS Investors

RARE Infrastructure

銳思投資

西方資產管理

美盛是環球領先的投資公司，透過長線和主動型的投資策略，助客戶實現理財目標。

- 管理資金超過 7,518 億美元*，環球投資涵蓋股票、固定收益、另類投資及現金管理策略
- 旗下多家卓越投資管理公司各具專長的投資領域，並採取獨立的分析及研究方法
- 成立超過 100 年，擅長發掘投資機遇，為客戶提供精明的投資方案

* 截至2018年8月31日。

重要資訊

資料來源：美盛及凱利投資，截至2018年8月1日，除非另有說明。本文件乃根據凱利投資（美盛的子公司）的意見擬備。本文件為Stephen Rigo截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，亦可能與其他投資經理、專業人士及公司整體的觀點或有不同。

本文件只作參考用途，不應被視作財務推廣或其他財務、專業或投資建議。所有數據、意見、預測及其他資料以截至本文日期為依據，並可作隨時修改而不會另行通知。文中所引用的過往表現並不預示未來業績。本文件並不構成要約或招攬投資者認購或出售基金單位。**投資附帶風險**，投資價格及其收入可反覆波動，投資者有機會損失全部投資金額。投資者應仔細閱讀最近期的銷售文件，以獲取進一步資料，包括風險因素。

本文件如在韓國或澳門派發，僅限在韓國的現有投資者及在韓國及澳門的分銷商使用。

本文件提及的所有意見均為投資組合經理截至本文日期的判斷，或會因市場或其他因素而隨時改變，投資組合經理與公司整體的觀點或有不同。本文所載的意見並不預示未來，亦不保證未來業績或用作投資建議。本文所提及的任何證券並不構成買賣證券的建議，而有關證券的資料並不足以用作制定投資決策。

美盛及／或其關聯公司、高級職員或員工（總稱「美盛」）不負責任何因使用本文或其內容而引起的損失。本文件乃保密和屬專有信息，除預期使用者外不得使用。本文件在未得到美盛香港的書面同意下不得以任何方式複製、派發或發表。

本文件並未於香港經證券及期貨事務監察委員會，於韓國經財經事務委員會，或於澳門經澳門金融管理局審核。

發行人：美盛資產管理香港有限公司。

韓國：美盛資產管理香港有限公司是基金的分銷商及股東服務提供者。

HK1809042

僅供香港投資者、韓國現有投資者、韓國及澳門分銷商使用。