

美國金融業在量化寬鬆政策下的危與機

面對 2008 年金融風暴，美國除了將聯邦基準利率降到歷史低點的 0~0.25%，隨後另外採取了三輪的量化寬鬆政策(Quantitative easing)，開啟美國逾十年的多頭行情。

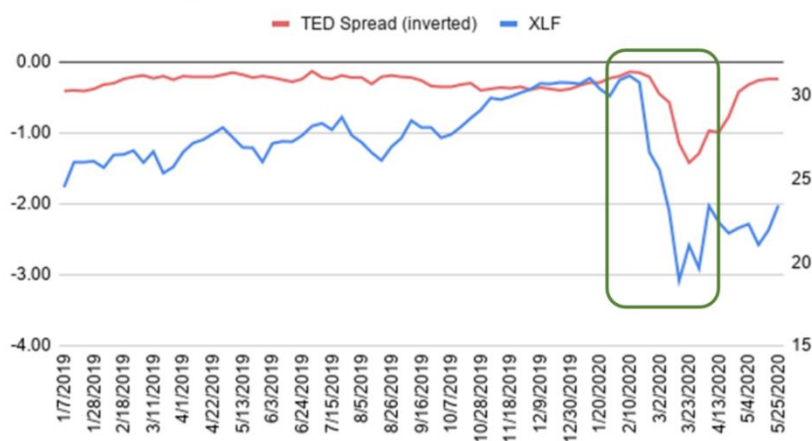
然而，今年初受到新冠病毒肆虐的影響，三月開始金融市場異常的動盪，美國央行果斷快速降息，並且重啟量化寬鬆政策，就在美國央行強力撒錢的支持之下，S&P500 指數也快速反彈，距離股價歷史高點僅一步之遙，同時，美國金融股卻因為以下三點擔憂，因此股價表現相對落後大盤近 20%。

- 企業瘋狂借錢，使得銀行陷入流動性風險
- 利率回到歷史低點，將壓縮金融股的獲利空間
- 擔憂企業與個人放款的違約率將大幅增加，將使金融業的淨值下降

然而，若逐一檢視相關數據，你會發現狀況其實沒有想像的那麼糟：

在美國聯準會大量印鈔挹注之下，3 月時銀行的現金緊張的狀態已經解除，目前銀行的流動性已經回到 2 月之前的正常水準(見下圖紅線)，也就是說美國聯準會將作為銀行的後盾，不會讓銀行陷入調不到頭寸、面臨倒閉的窘境，為何聯準會一定要這樣力挺銀行呢？最根本的原因就是聯準會也需要銀行作為信用分配的腳色，將資金放貸到需要的企業的手上，避免企業倒閉的危機進一步的擴大，所以自然而然聯準會就成為銀行源源不絕的銀彈提供者。

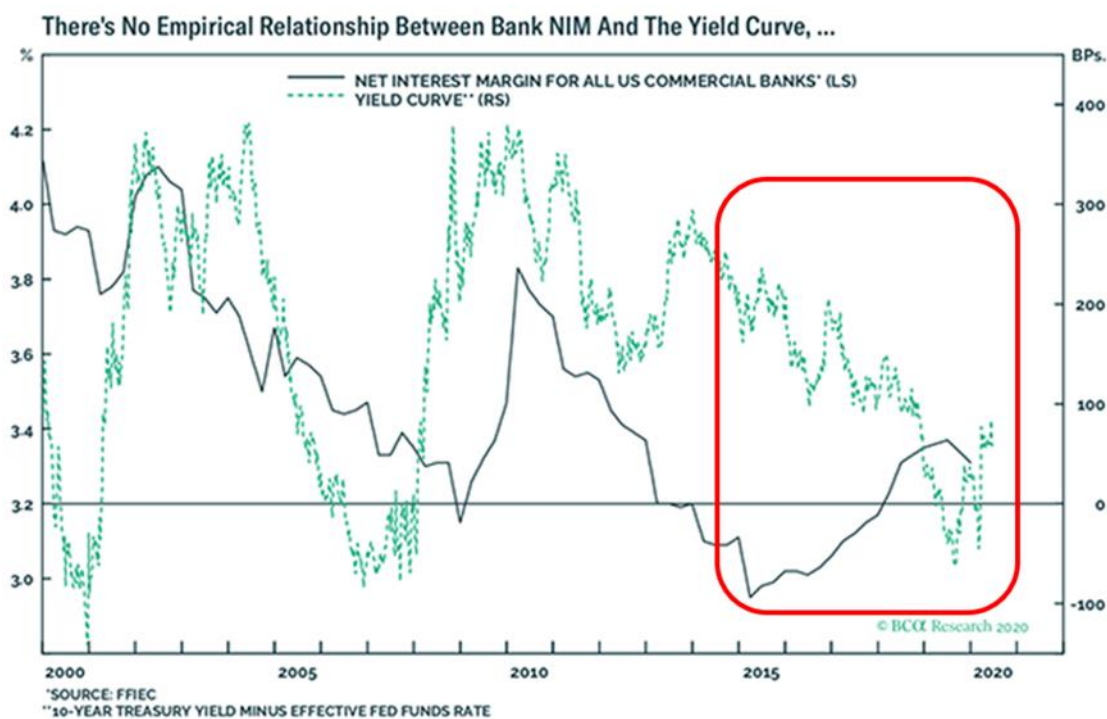
XLF vs. TED Spread Since 2019



利率對金融業利息收入的影響已不若過往敏感，但市場仍因經驗法則給與金融股較低評價。

大部分金融股的商業模式，就是跟客人取得短期資金，然後將取得的資金進行較長期的投資，通常投資收益將高於資金成本，這就是所謂的利差；根據過往的經驗法則，當長期與短期的利差大幅下降，將大幅壓縮金融業的利息收入，參考下圖，我們可以發現這樣的關係在 2000 年到 2014 年間是很明確的，只要利差下降(綠色線)，接下來銀行的淨利息收入也會跟著下滑(黑色線)。

然而這樣的關係在 2014 年之後開始變的不明顯，參考下圖紅色框框，利差下降時(綠色線)，但是美國銀行的利息收入反而逆勢成長(黑色線)，也就是說，面對歷史性的低利率環境，銀行的獲利不一定會像過往一般遭到大幅壓縮，然而，目前股價卻反應了這層擔憂。



預計第二季、第三季企業與個人放款的違約將持續增加，但這樣的衝擊預估將提前反應在第一季與第二季的淨值。

企業獲利能力的削弱以及失業率的竄高使得投資與放款違約率恐將大幅上升，造成資產減計的風險，尤其今年美國 8 家全球系統重要性銀行在今年起正式採用「當前預期信用損失 (CECL)」的會計準則，預計將使呆帳準備提升 20% 至 30% 以上。這個新的會計準則要求銀行需要在貸款實際出現壞賬前，「事先」預測貸款期內的損失，並預先反映在損益表上面，也就是說新冠肺炎造成銀行放款違約造成的預期損失，將提前反映在獲利上面。即使在提列大量的「貸款損失準備金」的狀況下，美國的主要銀行仍然維持獲利的表現。

銀行	貸款損失準備 金準備金-2020 第一季	貸款損失準備 金準備金- 2019 第一季	淨收入- 2020 第一 季	淨收入-2019 第一季
摩根大通銀行	\$ 8,285	\$ 1,495	\$ 2,852	\$ 9,127
美國銀行	\$ 4,761	\$ 1,013	\$ 4,010	\$ 7,311
花旗集團	\$ 6,446	\$ 1,968	\$ 2,519	\$ 4,653
富國銀行	\$ 4,005	\$ 845	\$ 653	\$ 5,860
美國和眾銀行	\$ 993	\$ 377	\$ 1,166	\$ 1,692

資料來源：FactSet/單位:百萬美元

疫情的後續發展仍然會左右著美國金融業的股價表現，並且在危機仍未完全解除的狀況下，金融股仍然面臨降低配發股息的風險，但是進一步檢視相關數據，對於金融業的獲利數字最糟糕的時間點，可能就落在今年的第二季(參考下圖)。

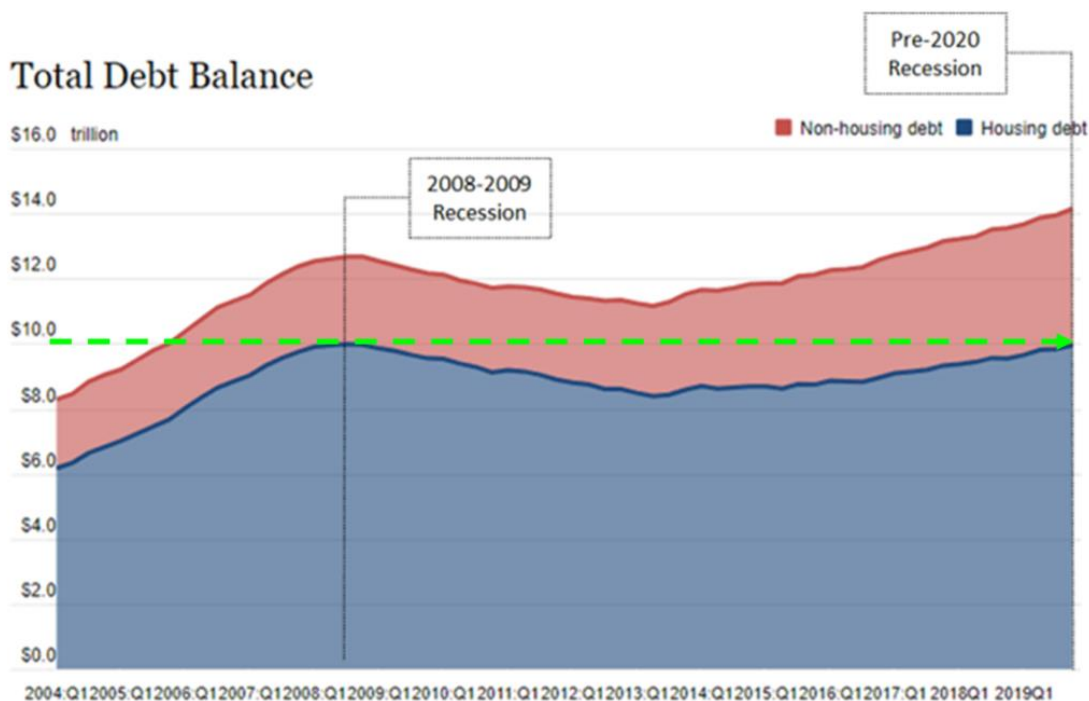
EARNINGS	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	EY2020	EY2021
Consumer Discretionary	-43.7%	-96.9%	-36.9%	-14.4%	57.8%	2542.3%	61.0%	29.5%	-45.7%	77.6%
Consumer Staples	5.8%	-13.3%	-3.9%	1.2%	2.4%	15.0%	8.6%	8.0%	-2.6%	8.1%
Energy	-34.6%	-152.5%	-126.5%	-109.9%	-93.8%	141.3%	238.8%	494.2%	-113.4%	366.9%
Financials	-37.5%	-43.4%	-32.1%	-26.3%	30.9%	42.8%	36.5%	35.5%	-34.8%	37.5%
Health Care	5.9%	-14.7%	-1.9%	7.0%	10.0%	28.4%	18.7%	13.0%	-1.0%	15.8%
Industrials	-32.9%	-83.1%	-53.0%	-21.2%	18.5%	392.5%	87.2%	36.1%	-47.5%	71.8%
Materials	-14.5%	-31.7%	-19.3%	-4.3%	18.9%	49.7%	35.3%	24.5%	-16.4%	28.0%
Real Estate	-0.6%	-9.0%	-8.3%	-4.5%	2.4%	13.2%	11.9%	9.9%	-4.8%	8.4%
Information Technology	6.3%	-7.9%	-3.5%	1.9%	11.4%	26.0%	22.6%	15.3%	-0.5%	18.4%
Communication Services	2.5%	-26.5%	-13.3%	-11.1%	10.4%	41.6%	26.8%	20.1%	-12.0%	22.1%
Utilities	4.0%	1.5%	1.9%	7.6%	2.1%	7.9%	3.3%	7.2%	2.1%	5.8%
S&P 500	-12.5%	-39.1%	-22.1%	-10.9%	12.6%	58.9%	32.6%	22.4%	-20.9%	28.7%
S&P Ex-Energy	-11.7%	-33.7%	-17.8%	-7.3%	15.6%	51.1%	28.9%	20.3%	-17.2%	26.2%

Source: I/B/E/S data from Refinitiv

展望未來，在美國聯準會重啟量化寬鬆政策，且資產負債表規模再創歷史新高的背景下，低利的資金環境會否成為金融業為了追求獲利而浮濫放款的溫床呢？這個問題的答案，我們可以從以下兩點進行觀察：

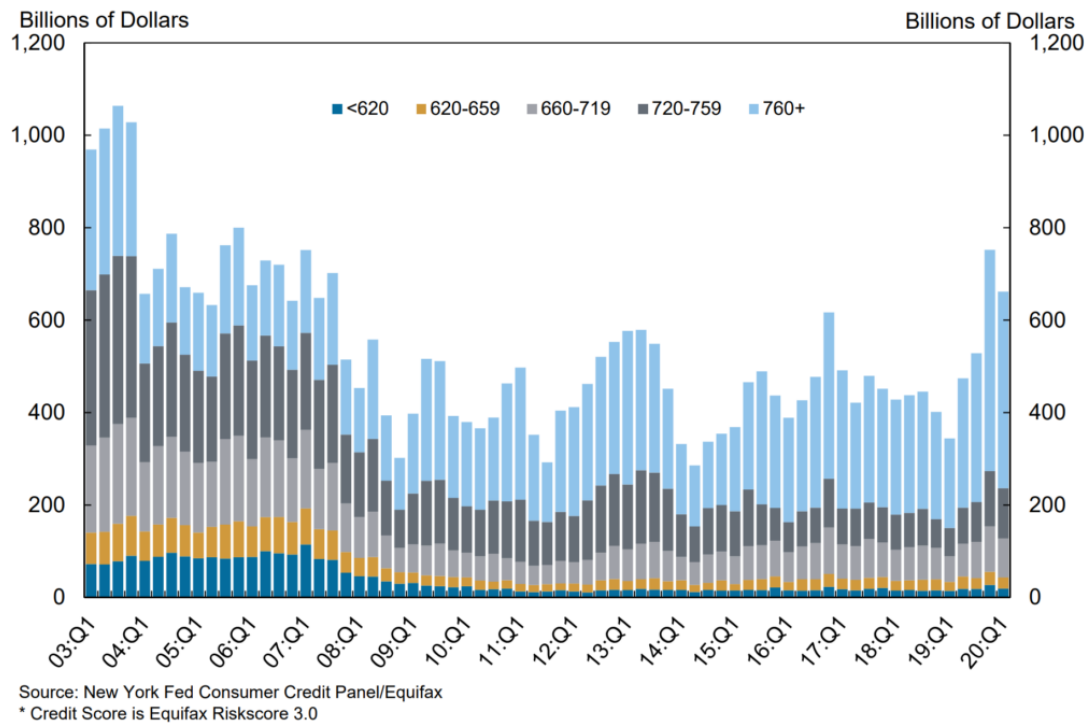
1. 2008 年後，美國進入前所未有的寬鬆低利環境，但美國的個人負債呈現溫和成長，並未出現過度負債的現象。參考下圖，截至 2019 年底，美國的個人負債合計約當 14.1 兆美金，相較 2008 年的 12.7 兆美金，僅成長了 11%，平均每年約成長 1%，這樣的成長速度遠落後美國 GDP 約 2~3% 的成長率，可以說是非常緩慢的，代表美國的個人信用市場(包含房貸、車貸、信用卡貸、學貸)並未出現債務泡沫的現象。其中住宅相關負債(housing debt)約當 10 兆美金，占比達七成以上，放款總額從 2008 年至今幾乎沒有成長，顯見

銀行對於 2008 年金融危機的震央-房貸，採取非常謹慎保守的態度，這點非常重要，因為房貸與其他貸款不同，它的放款金額往往非常的大，每月還款金額占客戶收入的占比也高，還款週期也長，所以當房屋貸款出現大規模違約風險時，對銀行的衝擊往往比車貸、信用卡貸、學生貸款更為嚴重，所以，可以這樣說，經過 2008 金融危機的洗禮，即使在低利率的環境下，美國的銀行對於放款還是保持著小心謹慎的態度。



- 2008 年之後，美國銀行業的放款門檻提高，放款的品質獲得顯著的提升。2008 年的金融風暴根本原因就是償還能力不足的人也可以輕鬆取得貸款，衡量的方式就是透過 FICO 信用分數來判斷，當 FICO 分數不足 620 分的房貸放款，就稱為次級房貸，透過下圖，我們可以發現 2008 年之後房貸的放款門檻提高，FICO 660 分以下的放款急遽減少，這代表信用條件不佳的客戶難以取得貸款，相應的銀行的放款品質近年獲得顯著的提升。

Mortgage Originations by Credit Score*



經歷 2008 金融風暴後，美國政府比你更擔心銀行倒閉造成整個金融動盪的危
害，在這個背景之下，其實銀行的體質是遠比 2008 年更為健康，疫情造成的獲
利衰退如果僅是一次性的衝擊，那現在就是長線投資人的佈局良機。