

宏观点评 20240213

银行“暴雷”2.0，为何没能阻挡美股新高？

2024年02月13日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaox@dwzq.com.cn

■ 美股又出现地区银行风险，为何美股还是继续创新高？今年1月底以来美国又出现一家地区性银行暴雷、股价大跌的情况——由于出现超预期的亏损，纽约社区银行（NYCB）股价跌超50%，拖累美股地区银行指数下跌9%，不过有趣的是同期标普500创历史的站上5000的关口。与此形成对比的是2023年3月的硅谷银行事件，银行股大跌带来的却是标普指数年内的二次触底。

这前后的差异背后我们认为反应了当前海外市场的三点变化：“软着陆+货币宽松”的主流观点越来越“根深蒂固”；局部性风险事件越来越难以“掀起波澜”以及市场预期抢跑之风愈演愈烈。这导致的一个意外结果是海外债市的波动率居高不下，但美股波动率却越来越“淡定”。

■ “当好消息就是好消息”，基本面和市场的心态发生了明显的变化。2024年以来美国市场最大的一点变化就是心态更好了，去年往往会带来市场调整的“好数据”，今年似乎成了市场稳步上升的“压舱石”，主要体现在三个方面：

第一，经济似乎确实比预期的要好。我们在之前的报告里说过一般而言，由于季节性和气候等因素，美国经济在第一季度容易出现“鬼故事”，不过今年经济状况在往更加积极的方向转变，尤其是私人固定资产投资和私人库存（图3）。

第二，“软着陆”的心态更加深入人心。如图4所示，与2023年3月不同的是，当前居民的信心和经济数据形成了“共振”，叠加对美联储降息的“坚信”，成为市场底气的重要来源。

第三，小盘股开始出现超额收益。如图5和6所示，这往往是经济逐步走出衰退或者软着陆时期的重要市场表现，中小企业会展现出更强的弹性。

■ 当然除了宏观环境外，这次中小银行的问题确实也有点不一样。与2023年3月不同，这次压力的来源主要不是银行自身，而是商业地产的问题；至于商业地产问题，由于规模可控、区域有限（主要在部分大城市、市中心）、集中在尾部，且从历史上看对于实体经济的溢出影响不大，不太可能成为当前美联储政策关注的重心：

第一，问题矛头指向的是商业地产。2023年3月硅谷银行的问题主要来自于投资国债带来的巨额损失，以及对于存款保险的疏忽（只有约10%的存款受保护）；与此形成对比的是本次处于风暴中心的纽约社区银行，其主要的的问题在于5.5亿美元的信贷损失（其中1.85亿的减值冲销来自于两处办公楼和公寓贷款）以及为满足更加严格的监管（因为资产规模超过1000亿美元）而大幅削减分红。无独有偶，日本青空银行（Aozora Bank）也预告2023年财年可能迎来近15年首次亏损，主要来自对美国商业办公楼的投资。

第二，办公楼的问题最大（区域性），体量不大且集中在“尾部”。根据美联储的数据，2023年第二季度美国商业地产相关信贷在3万亿美元左右，在所有非金融机构信贷占比约7.4%，其中大部分集中在资产规模在500亿美元至1000亿美元的小银行手中。而从构成来看，2023年以来问题最大的部分主要集中在办公楼（以及部分商业中心），根据IMF的测算，2024年这部分对应的融资缺口约300多亿美元。

不仅是美国的问题，可能更是全球的问题，根据MSCI的数据，2023年上半年美国中心商业区办公楼的贷款中国际型银行占比25%，区域和本地的银行则占17%。

第三，历史上很少出现商业地产带来“大问题”的情况。一个很重要的原因是商业地产对于消费的外溢效应可能比较有限。典型的可参考1990s初——1989年至1993年商业地产价格最大跌幅超过20%，而美

相关研究

《水多得加面，一季度社融的“底线”是多少？》

2024-02-07

《今年春运有点“冷”，该关注什么？》

2024-02-04

国经济经历了史上最弱的衰退（1991年美国实际GDP仅下跌0.1%）。

- **最后不得不感慨的是市场的学习能力，对于外部冲击和事件的消化和反应越来越快。**2023年3月硅谷银行事件爆发后，股市和债市花了近1个月的时间才逐步稳定预期、恢复正常——标普500回到事件爆发前的水平、10年美债收益率企稳开始反弹。2024年初纽约社区银行事件之后，这个时间缩短为3天。类似的情形，去年10月中旬美联储主席鲍威尔暗示可能不会再加息之后，短短两个月之内市场便开始定价2024年5次降息、10年美债收益率大跌超过200bp。

当预期抢跑成为市场主流，市场的“学习”效应越来越强。美债在政策预期的“反复横跳”中来回波动，而美股却在历经风浪后越来越“淡定”（图12）。

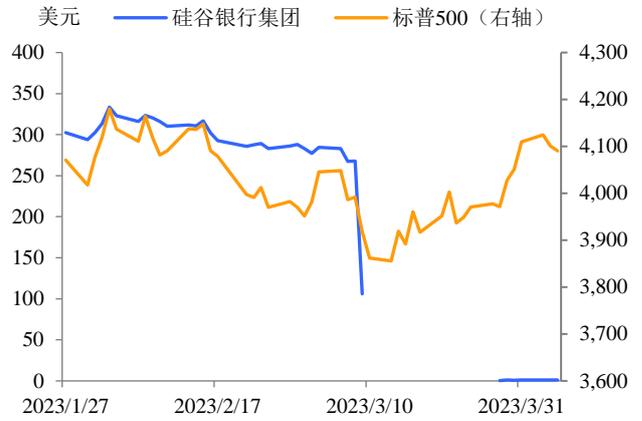
- **风险提示：**经济超预期韧性导致美联储重回加息，美国中小银行风险超预期暴露，拖累全球市场和经济；美国经济超预期陷入衰退，美联储意外提前大幅降息；地缘政治紧张，金融制裁频发，导致金融风险意外暴露。

图1：2024年初的纽约社区银行影响相对有限



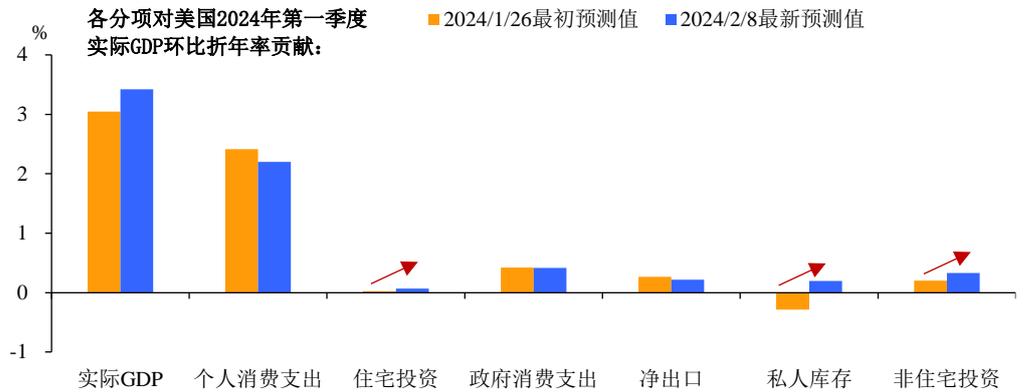
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图2：不过 2023 年 3 月硅谷银行导致美股二次触底



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图3：亚特兰大 GDP 实时预测：哪些分项在改善？



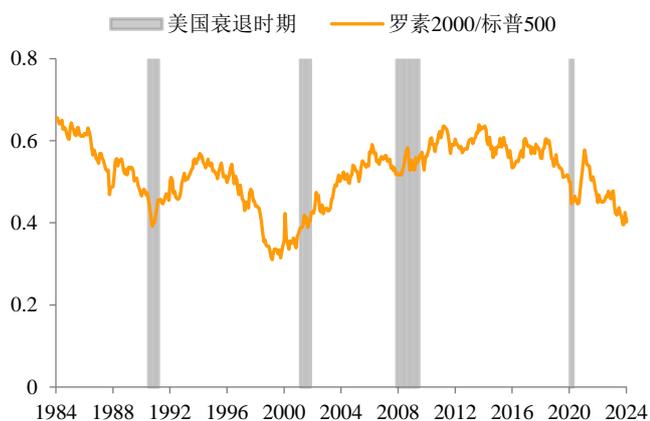
数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图4：经济数据的表现和居民信心形成了共振



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：衰退中后期小盘股往往表现更好



注：阴影部分为美国经济衰退时期。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图6：2024年2月以来美国小盘股表现更好



数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

图7：商业地产贷款的规模和分布（2022Q4）

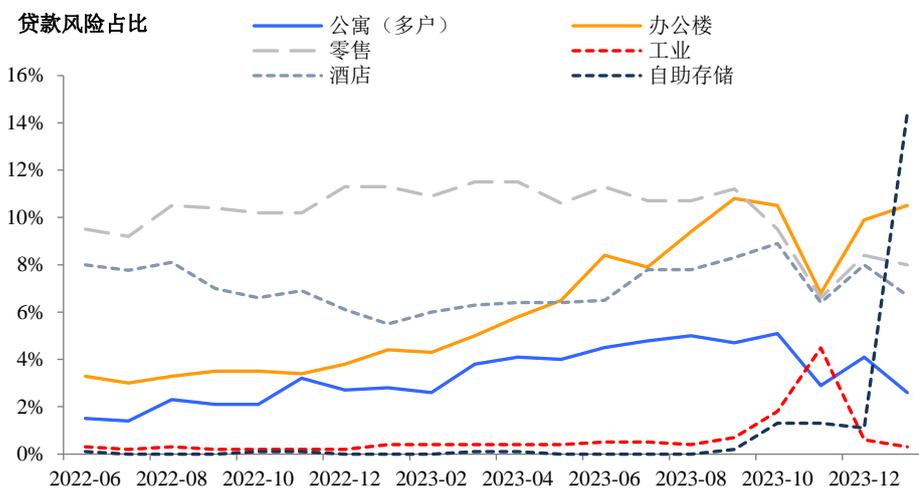
投资者类型	商业房地产贷款 (万亿美元)	占总商业地产的 百分比	其中，办公楼和商 业中心贷款 (万亿美元)	总资产持有 (万亿美元)
总计	3.57	100%	-	-
银行	2.17	61%	0.72	28.5
I类银行(G-SIBs)	0.28	8%	0.1	14.3
II-IV银行	0.34	9%	0.11	6.8
其他银行	1.55	43%	0.51	7.4
人寿保险公司	0.47	13%	0.17	5.4
非机构CMBS的持有者	0.53	15%	0.17	
其他非银行机构	0.4	11%		

注：

1. I类银行为系统性重要银行；II至IV类银行，资产规模在1000亿至7000亿美元之间，其他银行的资产规模则主要在500至1000亿美元之间。
2. 其他银行主要包括 Comerica Inc., CIT Group Inc., E*TRADE Financial, NY Community Bancorp (纽约社区银行), Silicon Valley Bank。

数据来源：美联储，东吴证券研究所

图8：商业地产贷款中不同组成部分出险率的情况

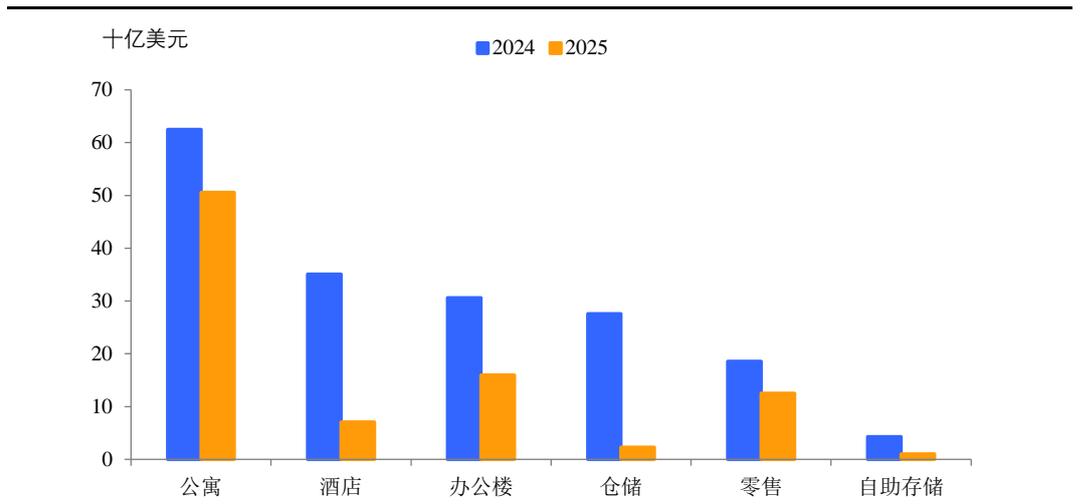


注：

1. 贷款风险主要包含两个部分：一是支付拖欠超过30天；二是有专业的催讨机构参与。
2. 自助存储子项风险的大增，主要是来自于纽约市1月9日到期的一笔21亿美元的贷款，双方在寻求展期，尚未形成实质违约。

数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

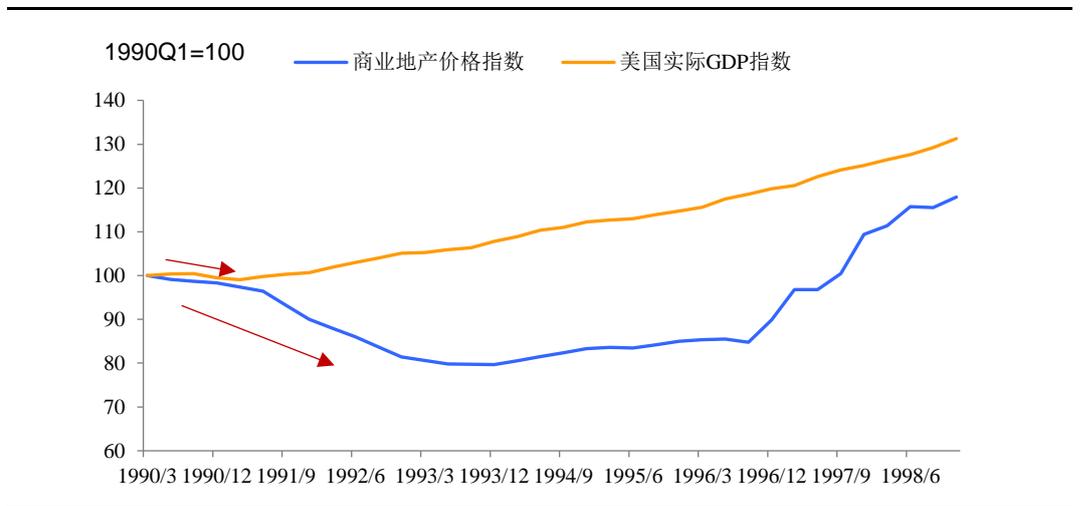
图9：2024 和 2025 年将要到期的 CMBS 规模



注：由于直接获取实时完整的商业地产贷款的数据较难，可以用商业地产抵押支持证券（CMBS）作为代表性指标，后者占前者的比例大致为 14%。

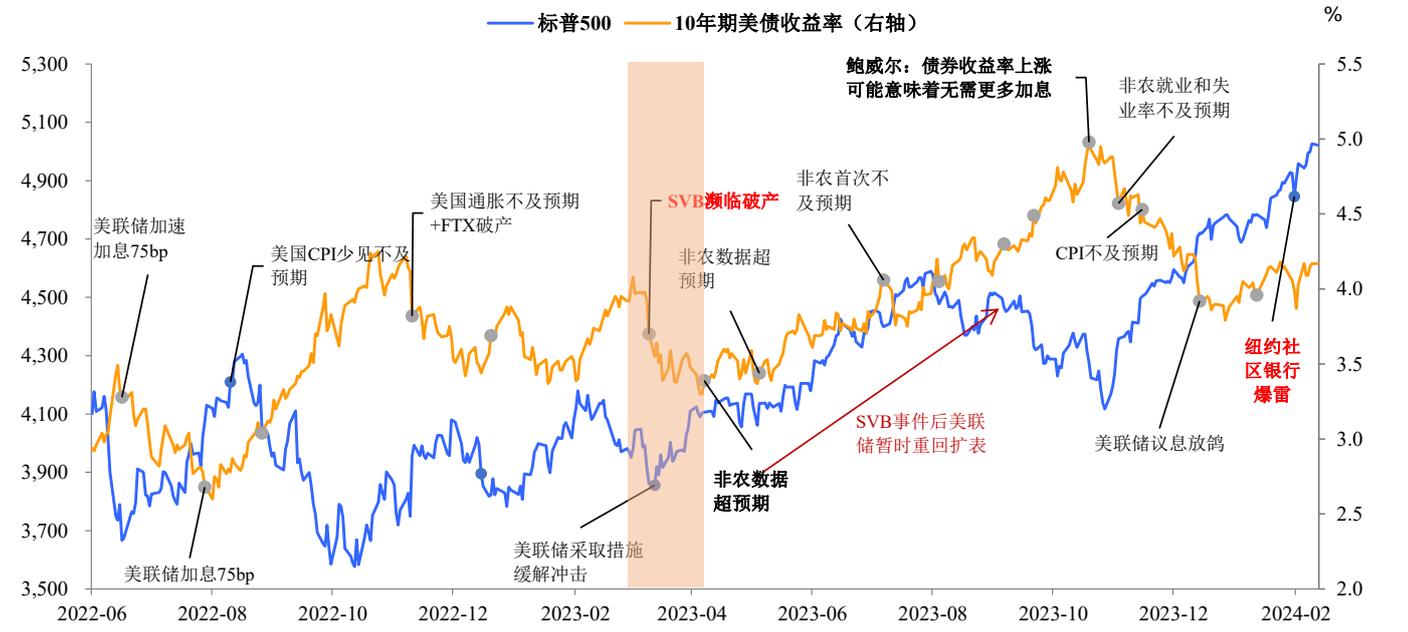
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图10：1990s 初商业地产的大跌对于美国实体经济的影响有限



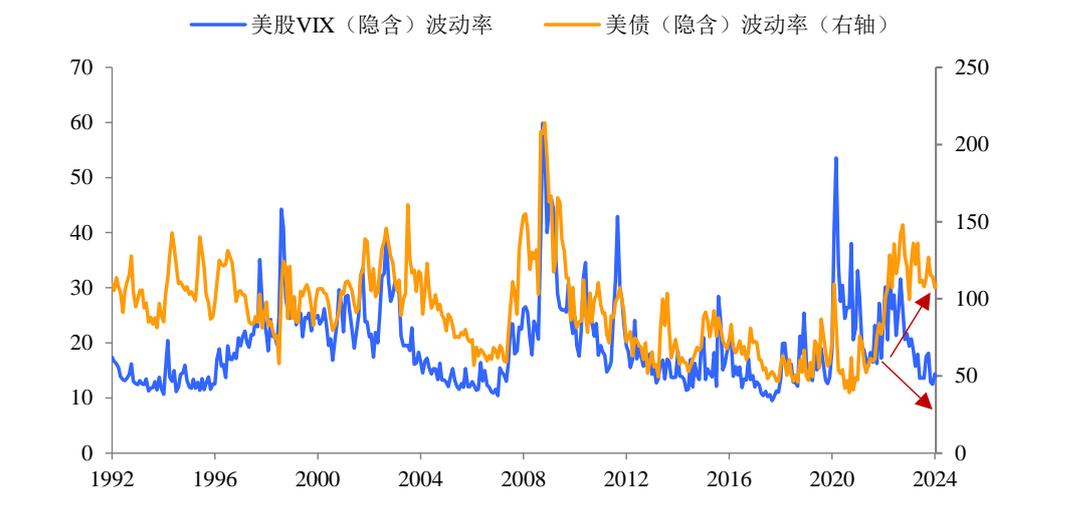
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图11: 与 2023 年 3 月相比, 股市和债市恢复的速度明显更快



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

图12: 美债波动率居高不下, 美股波动率低位徘徊



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5% 以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对基准 -5% 与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>