

宏观点评 20240216

假期二三事之美国银行业出了什么“幺蛾子”？

2024年02月16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

相关研究

《“不按套路”的通胀如何影响降息“剧本”？》

2024-02-14

《银行“暴雷”2.0，为何没能阻挡美股新高？》

2024-02-13

■ **今年什么能够迫使美联储提前“松口”？**比起让市场屡次“失望”的通胀和失业数据，**金融风险可能是重要的突破口**。今年年初美国银行业就给美联储来了个“压力测试”——纽约社区银行（NYCB）的业绩暴雷和评级下调，股价腰斩。

不过从市场和政策的反应来讲，这次冲击的“强度”明显不够的。标普500依旧执着地站上5000，而首次降息预期的预期“一拖再拖”。我们测算纽约社区银行当前涉险贷款规模约为59亿美元（约占整体贷款规模的7%），这种区域性、局部性的风险暴露确实难以撼动美联储的定力，而随着“软着陆+货币宽松”的主流观点越来越“根深蒂固”，股市buy the dip的行为也愈发突出。

■ **美国银行的幺蛾子在哪？这次确实有点不一样。**与去年硅谷银行（SVB）事件不同，这次纽约社区银行的压力来源主是**商业地产的问题**，这其中既有一般性的困境，例如疫情后远程办公的兴起、办公楼空置率居高不下，也有其自身特殊的区域性、业务性的问题，例如纽约地区对于公寓租金的限制。

综合而言，由于规模可控、区域有限，且从历史上看商业地产对于实体经济的溢出影响不大，这次纽约社区银行“压力测试”的力度确实仍欠火候：

■ **问题矛头指向的是商业地产。**硅谷银行和纽约社区银行都是规模较大的区域性银行，资产规模分别达2118亿（2022年）和1163亿美元。不过两者的业务和资产构成的差异加大，前者手中持有大量的证券资产，而後者的业务重心则在商业地产相关的贷款和租赁。

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）。相较而言，纽约社区银行证券投资规模不大，而且被保险的存款占比也达67%。根据最新的预披露信息，其主要的**问题在于因商业地产而导致的信贷损失准备**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、增加同业融资。

第四季度，纽约社区银行信贷损失准备达**5.5亿美元**、大超预期，其中1.85亿的坏账核销来自于**办公楼和公寓贷款**，不过区别在于前者的问题具有一般性，而后者则更多反映了纽银的“地方特色”。

■ **“办公楼”问题具有普遍性，不过体量不大且多集中在“尾部”。**疫情后远程办公等兴起，全美办公楼的空置率出现明显上升、超过2008年金融危机时期，同时在商业地产相关贷款中，办公楼的出险率也是居高不下。不过从体量和分布而言，这个问题可能不大。

从纽约社区银行自身来看，截至2023Q3，其持有的办公楼相关贷款的规模约为34亿美元，占整体“贷款和租赁”资产的4%、总资产的3%。

从全美市场来看，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%，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，其中银行持有的办公楼和商业中心相关贷款约为7100亿美元，小银行持有约5100亿元（占总资产的6.9%）。从到期规模上看，以CMS口径作为代表，2024年办公楼相关贷款的到期规模略超300亿美元（与2023年10月IMF的测算基本一致）。

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%。无独有偶，今年初日本青空银行（Aozora Bank）也

预告 2023 年财年可能迎来近 15 年首次亏损，主要来自于对美国商业办公楼的投资。

- 对于纽约社区银行而言，具有浓厚地方色彩的“多户型公寓”问题可能更加头疼。Moody 在下调纽银评级的报告中明确表示该银行业务高度集中于纽约地区的多户型公寓，“历史上表现得很好，但是这一轮周期可能不同”，一方面，高利率和高通胀使得再融资风险和维护成本明显上升；另一方面，可能更重要的是纽约州政府 2019 年颁布的租金管理相关法令（《住房稳定与租户保护法》），这使得房东难以大幅提高租金，导致相关资产估值大幅缩水。

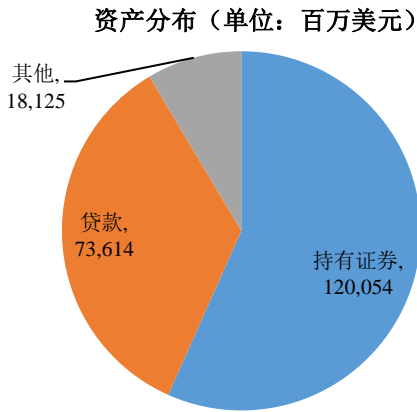
纽约社区银行是全美第二大多户型公寓贷款人（multi-family portfolio lender），尤其在纽约地区处于领先地位（图 9），根据华尔街日报的数据，其中针对纽约市政府划定的租金稳定公寓（rent-stabilized apartments）的贷款体量约 180 亿美元，约为 2023Q4 总贷款规模的 21.5%。

2019 年新法案颁布之前，租金稳定公寓是投资机构的“香饽饽”。房东可以在达到一定的租金/空置或者维修等条件后将公寓移出政府的“租金稳定名单”，进而可以按照市场水平来收取租金，资产估值水平也会大幅提升。

2019 年新法案颁布后，“退出”途径被取消、租金水平被严格控制，必须遵守租金指导委员会的指导，2023 年纽约该类型的公寓租金最大涨幅仅为 3%。自法案颁布以来，相关公寓的售价平均跌幅约为 34%。根据纽约社区银行的口径，当前约 14% 的相关贷款（约 25 亿美元）面临一定的违约风险。

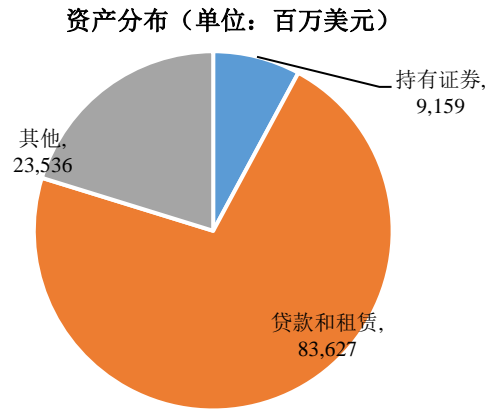
- 因此我们大致可以测算纽约社区银行当前面临风险的贷款规模约为 59 亿美元（办公楼相关的 34 亿+租金稳定公寓相关的 25 亿），约占其整体贷款规模的 7%。这对于单个银行而言风险确实不算小，但是对于整体金融体系而言也的确影响有限，尤其是考虑了纽约地区的特殊性之后。
- 除此之外，值得注意的是美国历史上也很少出现商业地产带来“大问题”的情况。一个很重要的原因是商业地产对于消费的外溢效应可能比较有限。典型的可参考 1990s 初——1989 年至 1993 年商业地产价格最大跌幅超过 20%，而美国经济经历了史上最弱的衰退（1991 年美国实际 GDP 仅下跌 0.1%）。
- 当然，宏观环境的作用也不容小视，“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 12）。
 - 第二，“软着陆”的心态更加深入人心。如图 13 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 14 和 15 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。
- 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：硅谷银行资产主要构成（2022Q4）



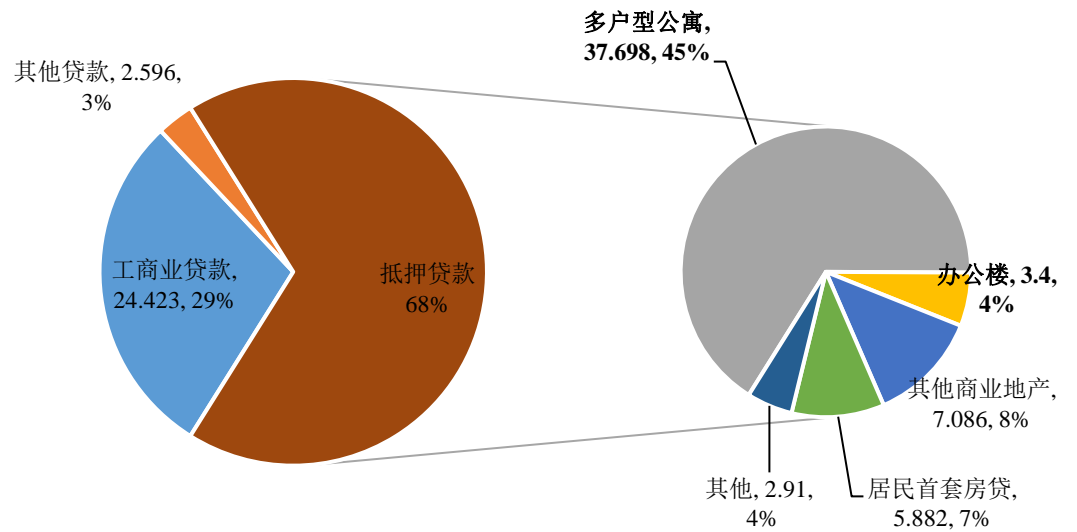
数据来源：SEC，东吴证券研究所

图2：纽约社区银行资产主要构成（2023Q4）



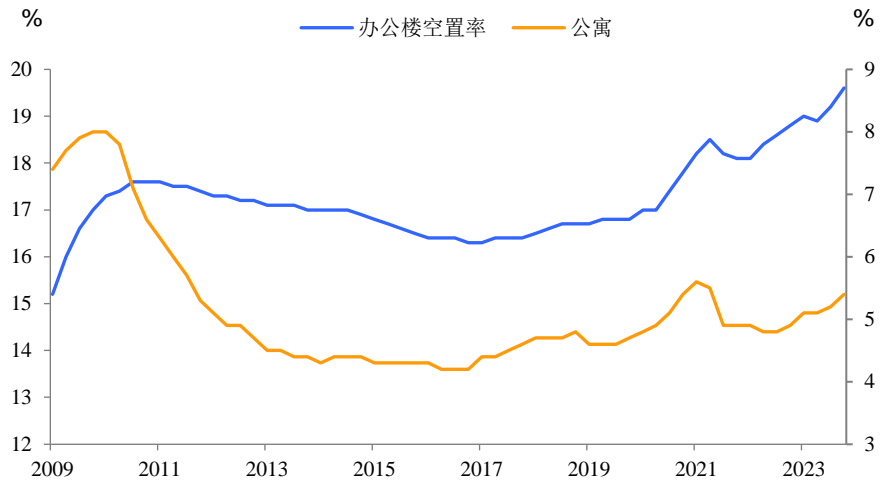
数据来源：SEC，东吴证券研究所

图3：纽约社区银行“贷款和租赁”主要分项的构成（2023Q3，单位：十亿美元）



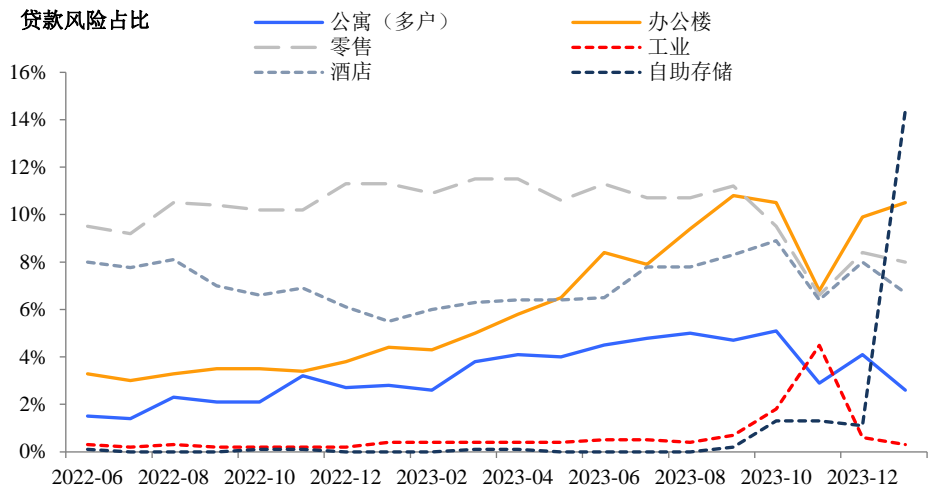
数据来源：SEC，东吴证券研究所

图4：全美办公楼和公寓空置率情况



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图5：商业地产贷款中不同组成部分出险率的情况

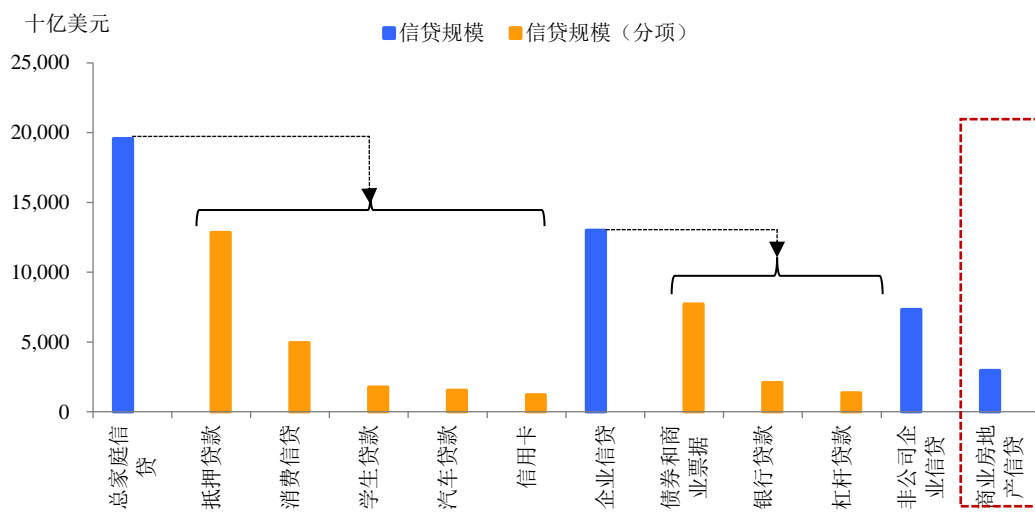


注：

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6：美国非金融部门信贷规模和分布



数据来源：美联储，东吴证券研究所

图7：商业地产贷款的规模和分布 (2022Q4)

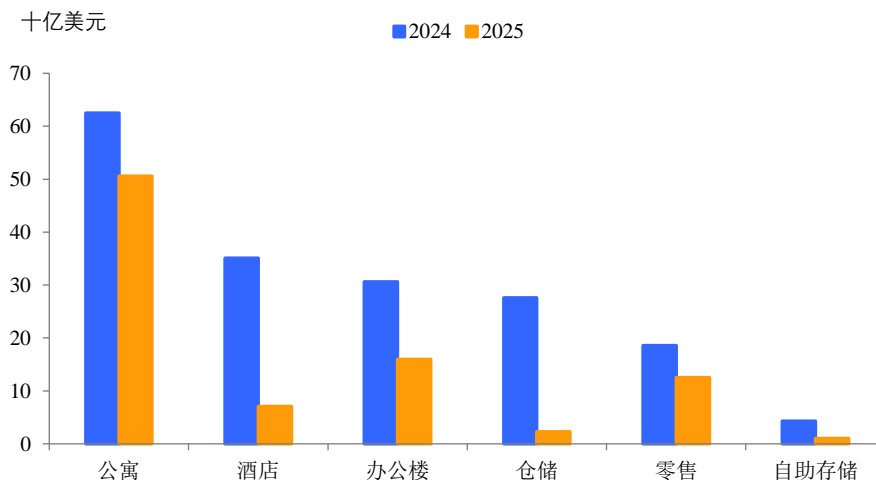
投资者类型	商业地产贷款 (万亿美元)	占总商业地产的百分比	其中，办公楼和商业中心贷款 (万亿美元)	总资产持有 (万亿美元)
总计	3.57	100%	-	-
银行	2.17	61%	0.72	28.5
I类银行(G-SIBs)	0.28	8%	0.1	14.3
II-IV类银行	0.34	9%	0.11	6.8
其他银行	1.55	43%	0.51	7.4
人寿保险公司	0.47	13%	0.17	5.4
非机构CMBS的持有者	0.53	15%	0.17	
其他非银行机构	0.4	11%		

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8：2024 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9：2023Q3 纽约社区银行多户型公寓贷款的地区分布

地区	多户型公寓贷款 (百万美元)	占比
曼哈顿	6,960	19%
布鲁克林	6,199	16%
布朗克斯	3,645	10%
皇后区	2,834	8%
斯塔滕岛	134	1%
纽约市合计	19,772	53%
新泽西	5,092	14%
长岛	511	1%
纽约大都会区各级 (Metro New York)	25,375	68%
其他纽约州 (Other New York State)	1,242	3%
宾夕法尼亚	3,729	10%
佛罗里达	1,690	4%
俄亥俄	1,015	3%
亚利桑那	435	1%
其他州	4,212	11%
总计	37,698	100%

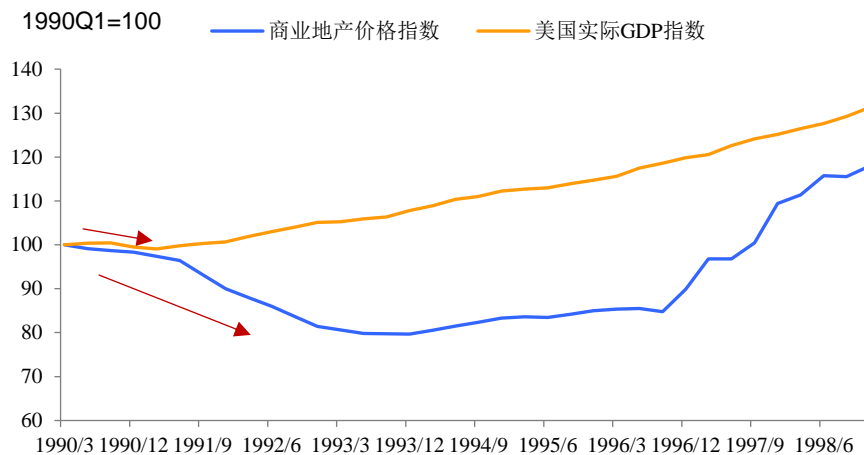
数据来源：SEC, 东吴证券研究所

图10: 2019年纽约《住房稳定与租户保护法》的主要变化的内容

改革领域	具体规定细节
租金控制的永久性扩展	● 租金控制措施不再需要定期通过立法续期，确保了长期稳定性。
取消退出机制	● 移除了“高租金空置退出”和“高租金豪华改造退出”，这意味着即使租金达到一定水平，单位也不会自动退出租金控制。
限制租金增长	● 修订了租金稳定单位年度允许租金调整的计算方式，将大部分租金增幅限制在州租金指导委员会设定的百分比内。 ● 对于改进或修缮引起的租金增加，将允许的租金增幅上限降低，并延长了房东收回投资的时间。例如，大修造成的租金增加，过去可能一次性反映在租金上，现在则需要分摊到多年。
租户保护加强	● 保证金和预付租金合计不得超过一个月租金。 ● 在驱逐程序中，租户现在有更多时间寻找法律援助和准备案件。 ● 强制性驱逐通知期限延长，给予租户更长的时间来纠正违约行为或寻找新的居住地。
扩大覆盖范围	● 新法案使纽约州内的其他城市和县可以根据自己的租房市场情况，决定是否实施租金控制措施。这意味着租金控制政策不再局限于纽约市和周边几个县。
改革租金增加机制	● 对于通过大修增加的租金，修订了计算公式，限制了房东可以从租户那里收回的修缮成本比例。例如，以前可能允许房东基于修缮成本的一定比例立即提高租金，现在这种比例被降低，且增加的租金分摊到更长的时间里。

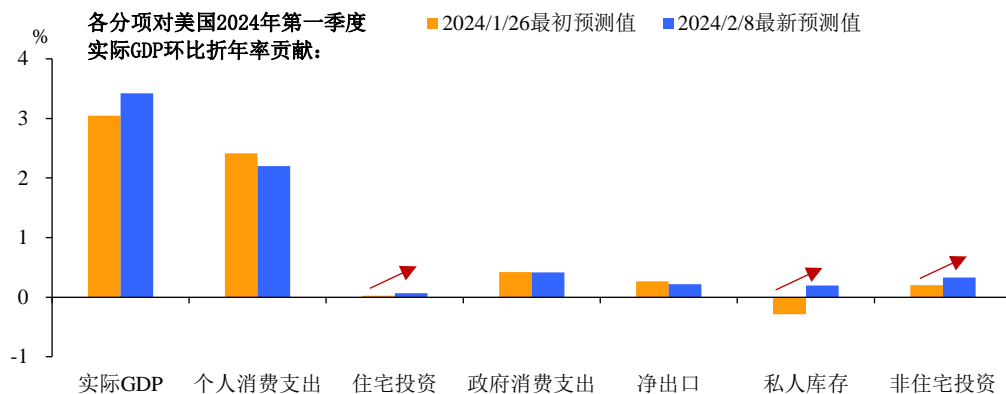
数据来源：New York Homes and Community Renewal, 东吴证券研究所

图11: 1990s初商业地产的大跌对于美国实体经济的影响有限



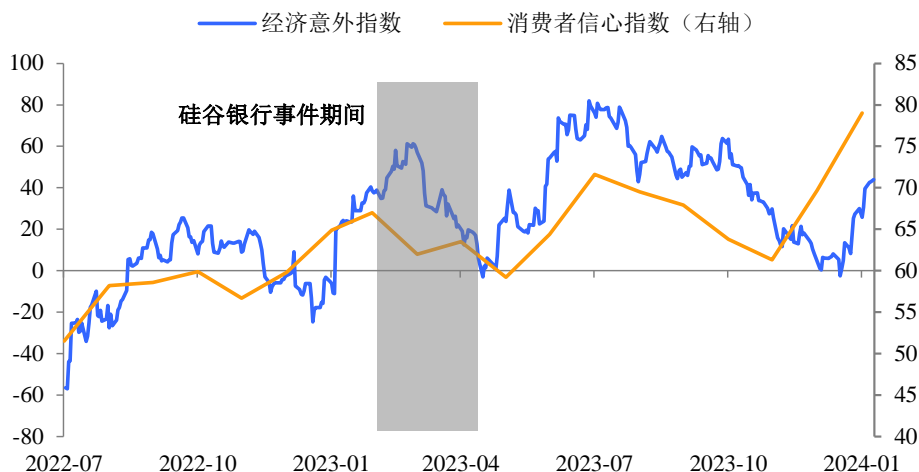
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图12：亚特兰大 GDP 实时预测：哪些分项在改善？



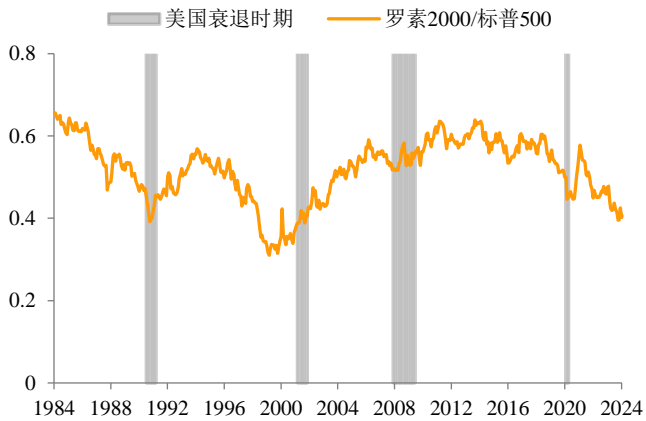
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：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14：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15：2024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

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>