

金融產業

2H25F 利率調整及資本鬆綁將提升美國大型銀行獲利動能

焦點內容

1. 富國銀行與美國銀行 2Q25 稅後淨利分別年增 12% 與 3.2%，相較摩根大通因一次性收益造成獲利年減 17.4%，但整體大型銀行獲利及營運動能延續。
2. 富國銀行、美國銀行及摩根大通銀行均提高 3Q25 現金股利配發，SCB 下降與放寬 eSLR 有助釋放資本提升營運動能。
3. 2H25F 銀行展望正向，預期降息有助銀行淨利差與獲利回升，並推升銀行股評價。

重要訊息

2Q25 美國大型銀行獲利與放款動能延續，企業與消費信貸需求持續支撐放款成長。隨 2H25F 美國聯準會利率調降及鬆綁監管政策，將推升美國大型銀行 2025F-26F 獲利及股價評價。

評論及分析

2Q25 美國大型銀行獲利及存、放款動能延續。富國銀行及美國銀行稅後淨利各年增 12% 及 3.2%，其中富國銀行獲利成長主要來自投資銀行收入、信用卡收入及資產管理收入帶動非利息收入成長 4%；美國銀行則來自淨利息收入年增 7%，加上投資與經紀服務收入、資產管理收入、存放款相關手續費帶動非利息收入成長 1%。摩根大通稅後淨利年減 17.4%，若排除一次性出售 Visa 獲利，非利息收入年增 8%，加上淨利息收入年增 2%，獲利體質仍穩健。2Q25 美國大型銀行整體總存款季增 1.28%、總放款季增 1.45%，除富國銀行因資產上限持續負成長外，其餘銀行之存款年增率均維持中高個位數增幅。2Q25 美國銀行放款強勁，年增 8.5%，反映企業與消費性放款成長動能強勁。美國大型銀行 2Q25 信貸策略呈現顯著分化，雖 1Q25 聯準會銀行貸款調查 (SLOOS) 數據顯示 1Q25 銀行放款標準雖緊縮，但摩根大通、美國銀行於 2Q25 指出企業客戶融資需求上升，推動工業與商業放款 (C&I) 呈現擴張，相較在商用不動產 (CRE) 貸款方面維持保守態度，但同時正向看待住宅、物流與數據中心等貸款需求，消金之信用卡放款亦提升，意謂 2Q25 美國大型銀行的放款採取高回報、可控風險之策略。2Q25 資產品質大致維持穩健，富國銀行與美國銀行逾放比季減至 0.84%、0.52%，顯示資產品質持續改善，相較摩根大通回升至 0.70%。

3Q25F 配息及庫藏股增加，2H25F 監管鬆綁釋放資本提升營運動能。2Q25 富國銀行 CET1 上揚至 11.1%，相較美國銀行及摩根大通各下降至 11.5% 及 15.0%，但均高於法規要求。由於這三家均通過 2025/6 美國聯準會壓力測試，3Q25F 調降壓力資本緩衝 (SCB) 規定有助降低 CET1 資本要求，並提高現金股利配發及普通股回購。聯準會於 2025 / 6 月提出調整強化補充性槓桿比率 (eSLR) 規則建議草案，預估 eSLR 調降則美國銀行、富國銀行、摩根大通槓桿曝險增幅各為 1.5 兆、1.3 兆及 1.1 兆美元，預期 SCB 與 eSLR 雙重制度改革所釋放的潛在資本動能，將強化銀行在業務擴張上財務彈性。

2H25F 展望正向。摩根大通上修 2025F 淨利息收入 1.1% 至 920 億美元，美國銀行預估全年淨利息收入年增 6% 至 7%，相較富國銀行下修 2025 淨利息收入與去年持平，但預期 3Q25-4Q25 仍將逐季成長。雖 7 月美國聯準會決議維持利率不變，主要考量通膨風險尚未解除，關稅效應恐較預期更持久，但隨消費與勞動市場持續放緩，凱基及市場預期 9 月及 12 月降息機率提高，2026F 降息至少 3 碼，由於過去 KBW 銀行指數本益比與美國公債殖利率 10Y-2Y 利差呈現正相關，利差擴大及放款成長回溫有助銀行淨利息收入與獲利回升，並推升銀行股評價。摩根大通、美國銀行、富國銀行在 2019 預防性降息與 2024 年通膨降溫後降息均股價均呈現上揚，2019 及 2024 年降息後三個月與六個月平均報酬率分別為 10 及 11%。

投資建議

美國聯準會 7 月決議維持利率不變，但最快 9 月可能重啟降息循環，加上監管放寬，有助擴大銀行營運動能，並考量目前評價水準，凱基對美國大型銀行投資偏好順序為美國銀行(BAC)、富國銀行(WFC)及摩根大通(JPM)。

投資風險

美國通膨增溫再度帶動聯準會升息；銀行信貸成本上揚高於預期。

圖 1: 美國大型金融股評價

公司	代號	投資評等	市值 (US\$ mn)	股價 (元)	股價 淨值比 (倍)		本益比 (倍)		股權 報酬率 (%)		稅後淨利 (NT\$ mn)		淨利 成長率 (%)		每股 盈餘 (元)		每股盈餘 成長率 (%)		每股 淨值 (元)		現金 殖利率 (%)	
					2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
摩根大通銀行	JPM US	持有	832,700	299.63	2.35	2.12	15.3	14.9	16.4	15.2	55,835	57,135	(2.8)	2.3	19.63	20.08	(0.8)	2.3	127.25	141.64	1.9	2.1
美國銀行	BAC US	增加持股	356,663	47.96	1.25	1.15	13.0	11.9	10.3	10.4	28,803	31,114	6.2	8.0	3.70	4.03	13.8	8.9	38.52	41.61	2.3	2.4
富國銀行	WFC US	增加持股	266,127	81.78	1.53	1.40	13.4	12.8	12.5	12.0	20,824	21,697	5.6	4.2	6.12	6.39	12.7	4.4	53.52	58.49	2.1	2.3
花旗集團	C US	未涵蓋	178,948	95.81	0.87	0.80	12.7	10.1	7.4	8.6	15,283	18,021	20.5	17.9	7.57	9.52	25.5	25.8	110.47	120.36	2.4	2.6
高盛集團	GS US	未涵蓋	232,666	730.75	2.06	1.96	15.7	14.4	13.7	14.7	15,573	16,577	9.1	6.4	46.58	50.68	13.0	8.8	354.91	373.74	1.9	2.2
摩根士丹利	MS US	未涵蓋	232,530	144.94	2.31	2.20	16.1	15.1	14.6	15.0	14,886	15,588	10.0	4.7	8.99	9.62	11.8	7.0	62.66	65.99	2.7	2.9
美國六大銀行平均					1.73	1.60	14.3	13.2	12.5	12.6			8.1	7.3			12.7	9.5			2.2	2.4

註：股價為 2025/07/30

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

2Q25 富國銀行及美國銀行獲利動能延續。2Q25 美國大型銀行展現穩健營運韌性，富國銀行表現亮眼，2Q25 稅後淨利 54.9 億，年增 12%，主因非利息收入穩健成長，其中投資銀行收入年增 8.6%、信用卡收入年增 6.5%、資產管理收入年增 3.5%；美國銀行亦維持成長動能，稅後淨利 71 億，年增 3.2%，主因淨利息收入年增 7%，加上投資與經紀服務收入年增 14%、資產管理收入年增 9.7%、存放款相關手續費年增 7.2%；摩根大通則稅後淨利 150 億，年減 17.4%，主因去年同期認列 79 億 Visa 出售之利益進而墊高基期，若排除一次性項目，非利息收入實質年增 8%，由存放款相關手續費年增 23%、投資與經紀服務收入年增 14%，以及資產管理收入年增 11.7%帶動，獲利體質仍穩健。

圖 2: 美國 2Q25 大型銀行獲利富國銀行與美國銀行表現亮眼

美國大型銀行收入 美元(百萬元)	摩根大通					富國銀行					美國銀行				
	2Q25	QoQ	YoY	1H25	YoY	2Q25	QoQ	YoY	1H25	YoY	2Q25	QoQ	YoY	1H25	YoY
總營收	44,912	(0.9)	(10.5)	90,222	(2.1)	20,822	3.3	0.6	40,971	(1.4)	26,463	(3.3)	4.3	53,829	5.1
淨利息收入	23,209	(0.3)	2.0	46,482	1.4	11,708	1.9	(1.8)	23,203	(3.9)	14,670	1.6	7.1	29,113	5.0
非利息收入	21,703	(1.5)	(20.9)	43,740	(5.5)	9,114	5.3	4.0	17,768	2.1	11,793	(8.7)	1.0	24,716	5.3
投資銀行收益	2,499	14.7	8.5	4,677	9.8	696	(10.2)	8.6	1,471	16.0	1,428	(6.2)	(8.5)	2,951	(5.7)
交易收益	7,149	(6.1)	4.9	14,763	8.5	1,270	(7.5)	(11.9)	2,643	(8.7)	3,153	(12.0)	(4.4)	6,737	(6.2)
存款與放款相關手續費	2,248	5.4	23.0	4,380	17.4	1,622	(0.7)	0.2	3,255	1.2	1,615	3.5	7.2	3,176	7.7
信用卡收入	1,344	10.5	0.9	2,560	0.4	1,173	12.4	6.5	2,217	2.5	1,646	8.4	4.1	3,164	3.9
資產管理收入	4,806	2.3	11.7	9,506	12.5	2,499	(1.5)	3.5	5,035	6.1	3,698	(1.1)	9.7	7,436	12.0
佣金	2,194	7.9	14.0	4,227	13.4	610	(4.4)	(0.7)	1,248	0.6	1,082	0.7	13.9	2,157	15.5
其他收入(損失)	1,463	(32.4)	(83.7)	3,627	(63.7)	1,244	89.9	33.0	1,899	1.3	(829)	N.A.	N.A.	(905)	N.A.
總支出	27,076	(1.0)	(6.6)	54,438	(2.1)	14,295	(0.8)	(1.7)	28,708	(3.8)	17,755	(4.0)	4.6	36,245	4.2
非利息費用	23,779	0.8	0.3	47,376	1.9	13,379	(3.7)	0.6	27,270	(1.3)	17,183	(3.3)	5.4	34,953	4.2
所得稅費用	3,297	(12.4)	(37.6)	7,062	(22.9)	916	75.5	(26.8)	1,438	(35.1)	572	(20.6)	(13.7)	1,292	3.3
備抵呆帳提列	2,849	(13.8)	(6.7)	6,154	24.7	1,005	7.8	(18.7)	1,937	(10.9)	1,592	7.6	5.6	3,072	8.7
稅後淨利	14,987	2.3	(17.4)	29,630	(6.1)	5,522	14.9	12.5	10,326	8.3	7,116	(3.8)	3.2	14,512	6.9
歸屬非控制權益淨利	-	-	-	-	-	28	N.A.	N.A.	(62)	N.A.	-	-	-	-	-
歸屬母公司淨利	14,987	2.3	(17.4)	29,630	(6.1)	5,494	12.3	11.9	10,388	9.0	7,116	(3.8)	3.2	14,512	6.9
每股盈餘	5.25	3.3	(14.4)	10.32	(2.5)	1.61	14.2	19.3	3.02	18.0	0.90	(1.1)	8.4	1.81	13.1

資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基

資金動能回升：放款與存款同步增長。淨利差部分，2Q25 美國主要銀行的表現分化，富國銀行與花旗集團分別提升至 2.68%與 2.51%，較上季分別上升 1 與 4 個基點，反觀摩根大通與美國銀行因資產端收益壓力，淨利差則分別下滑 15 與 5 個基點，至 2.43%與 1.94%。

在資金動能方面，2Q25 美國大型銀行整體總存款季增 1.28%、總放款季增 1.45%，即使面臨稅務繳納的季節性壓力，整體資金仍呈現逆勢回升，除富國銀行因資產上限制持續負成長外，其餘銀行之存款年增率均維持中高個位數增幅，顯示資金吸收穩健。放款方面，美國銀行表現最為強勁，年增 8.5%，反映企業與消費性放款成長動能強勁（各年增 12.4%及 3.5%），

高居美國大型銀行放款規模排行第二，摩根大通與花旗集團亦維持 5-7% 的穩定增幅。值得關注的是，美國第一資本金融公司 2Q25 放款季增 35.8% 至 4,393 億，成長幅度遠高於同業。主因為其第二季完成對 Discover Financial 的併購，帶動信用卡與消費金融業務的規模大幅躍升。

1Q25 美國六大主要發卡銀行信用卡總消費金額超過 1.29 兆，其中，市占率達 24%、位居首位的摩根大通於 2Q25 信用卡總消費金額為 3,400 億，季增 9.5%；排行第三與第四的花旗集團以及美國銀行分別季增 8.6% 與 7.5%，反映消費動能持續改善。

放款方面，美國銀行表現最為強勁，年增 8.5%，反映企業與消費性放款成長動能強勁（各年增 12.4% 及 3.5%），高居美國大型銀行放款規模排行第二，摩根大通與花旗集團亦維持 5-7% 的穩定增幅。美國大型銀行 2Q25 信貸策略呈現顯著分化，雖 1Q25 聯準會銀行貸款調查（SLOOS）數據顯示 1Q25 銀行放款標準仍在持續緊縮，但摩根大通、美國銀行於 2Q25 指出企業客戶融資需求上升，推動工業與商業放款（C&I）呈現擴張，相較在商用不動產（CRE）貸款方面維持保守態度，但同時正向看待住宅、物流與數據中心等貸款需求。整體而言，2Q25 美國大型銀行的放款行為並非全方位擴張，而是圍繞「高回報、可控風險」目標進行差異化與精準配置。

圖 3：美國大型銀行 2Q25 總存款與總放款規模排行，雖 2Q25 存款水位通常因所得稅繳納造成季節性下滑，但 2Q25 總存款逆勢季增 1.28%，顯示整體資金動能穩健

美元(百萬元)		總存款					總放款				
股票代碼	銀行	排名	1Q25	2Q25	QoQ	2Q25 % 占比	排名	1Q25	2Q25	QoQ	2Q25 % 占比
JPM US Equity	摩根大通	1	2,495,877	2,562,380	2.66	14.0%	1	1,355,695	1,411,992	4.15	10.9%
BAC US Equity	美國銀行	2	1,989,564	2,011,613	1.11	11.0%	2	1,110,625	1,147,056	3.28	8.9%
C US Equity	花旗集團	3	1,316,410	1,357,733	3.14	7.4%	4	702,056	725,345	3.32	5.6%
WFC US Equity	富國銀行	4	1,339,328	1,331,651	(0.57)	7.3%	3	910,442	910,377	(0.01)	7.1%
USB US Equity	美國合眾銀行	6	512,525	518,717	1.21	2.8%	6	381,819	380,243	(0.41)	2.9%
COF US Equity	美國第一資本金融公司	7	367,464	468,110	27.39	2.6%	5	323,598	439,297	35.75	3.4%
GS US Equity	高盛集團	5	471,134	466,000	(1.09)	2.6%	10	210,142	217,000	3.26	1.7%
PNC US Equity	PNC 金融服務集團	8	422,915	426,696	0.89	2.3%	7	318,850	326,340	2.35	2.5%
TFC US Equity	Truist 金融公司	9	403,736	406,122	0.59	2.2%	8	308,638	319,999	3.68	2.5%
MS US Equity	摩根士丹利	10	381,563	389,377	2.05	2.1%	9	233,925	267,395	14.31	2.1%
	美國整體銀行		18,030,292	18,260,738	1.28			12,726,902	12,911,016	1.45	

資料來源：美國聯邦準備銀行經濟數據資料庫，Bloomberg，凱基

圖 4：美國 2025 投資銀行收入排行

美元(百萬元)						
排名	股票代碼	銀行	2024	2025	YoY	% 占比
1	JPM US Equity	摩根大通	4,788	4,836	1.0	8.8
2	GS US Equity	高盛集團	3,743	4,437	18.5	8.1
3	BAC US Equity	美國銀行	3,084	3,183	3.2	5.8
4	MS US Equity	摩根士丹利	2,935	3,162	8.9	5.8
5	C US Equity	花旗集團	2,363	2,680	13.4	4.9
6	BCS US Equity	巴克萊銀行	1,770	1,770	0.0	3.2
7	WFC US Equity	富國銀行	1,287	1,526	18.6	2.8
8	JEF US Equity	傑富瑞金融集團	1,365	1,437	5.3	2.6
9	DB US Equity	德意志銀行	1,311	1,212	(7.6)	2.2
10	UBS US Equity	瑞銀集團	1,154	1,153	(0.1)	2.1
		小計	23,801	25,395	6.7	46.3
		總計	52,184	54,677	4.8	

註：資料擷取日期：7 月 30 日

資料來源：DEALOGIC，凱基

圖 5：2Q25 美國主要發卡銀行信用卡消費金額排名；主要銀行 2Q25 信用卡呆帳沖銷率均下滑，消金資產品質改善

排名	股票代碼	銀行	信用卡消費金額美元(百萬元)				信用卡呆帳沖銷率%			信用卡貸款總額美元(百萬元)		
			1Q25	2Q25	QoQ	1Q25 % 占比	1Q25	2Q25	QoQ	1Q25	2Q25	QoQ
1	JPM US Equity	摩根大通	310,600	340,000	9.5	24.0%	3.58	3.40	(0.18)	223,517	232,943	4.2
2	COF US Equity	美國第一資本金融公司	157,948	201,453	27.5	12.2%	7.00	5.20	(1.79)	157,189	269,709	71.6
3	C US Equity	花旗集團	125,100	135,800	8.6	9.7%	3.97	3.80	(0.17)	162,800	167,300	2.8
4	BAC US Equity	美國銀行	88,208	94,814	7.5	6.8%	4.05	3.82	(0.23)	99,731	101,209	1.5
5	USB US Equity	美國合眾銀行	56,572	60,449	6.9	4.4%	4.42	4.29	(0.14)	29,223	30,023	2.7
6	WFC US Equity	富國銀行	42,500	46,400	9.2	3.3%	4.76	4.54	(0.22)	54,608	55,318	1.3
		美國整體銀行	1,294,892	N/A								

註:2Q25 美國整體銀行信用卡消費金額尚未公布，花旗集團之信用卡呆帳核銷率使用財報上 NCL(Net Credit Loss)

資料來源：美國聯邦準備銀行經濟數據資料庫，各公司資料，Bloomberg，凱基

圖 6：2Q25 富國銀行及花旗集團淨利差改善，摩根大通及美國銀行資金成本上揚高於孳息資產收益率

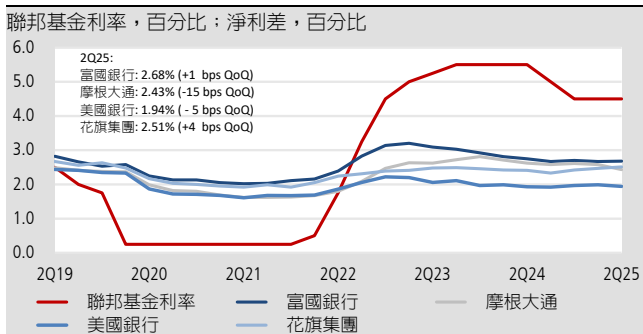


圖 7：1Q22~3Q23 升息期間以及 2Q24~2Q25 降息期間四大銀行之淨利差變化

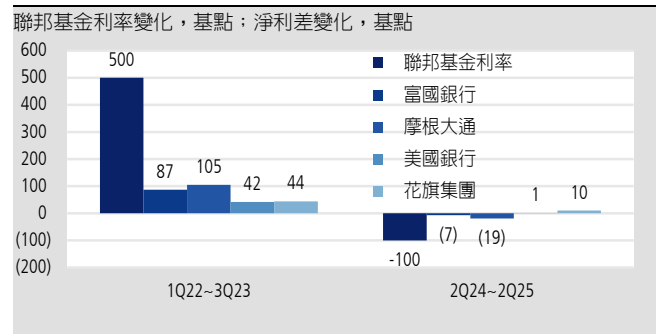


圖 8：2Q25 存款年增率除富國銀行外，均維持中個位數成長

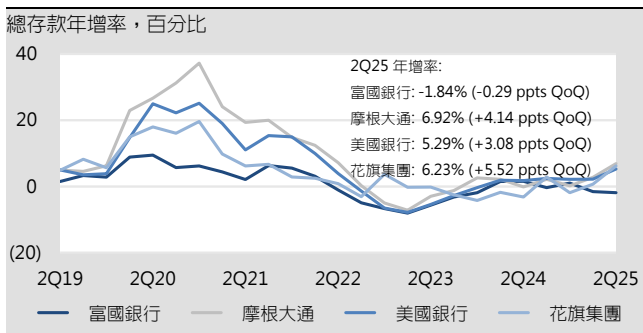


圖 9：2Q25 除富國銀行因資產上限規定，放款年增率僅 0.7%，美國銀行年增率 8.54%，高於主要同業

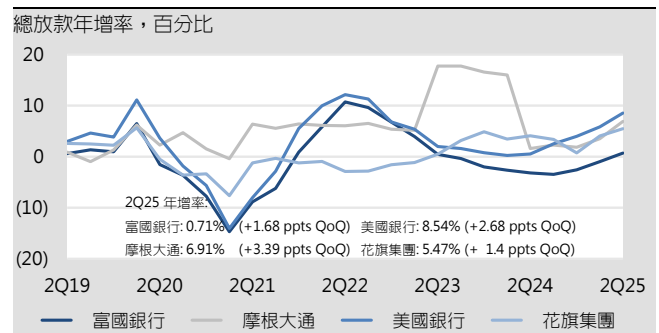


圖 10：1Q25 花旗集團與美國銀行以消費性貸款為主，富國銀行與摩根大通則有較高商業不動產曝險，反映銀行業務重心與信貸風險配置差異

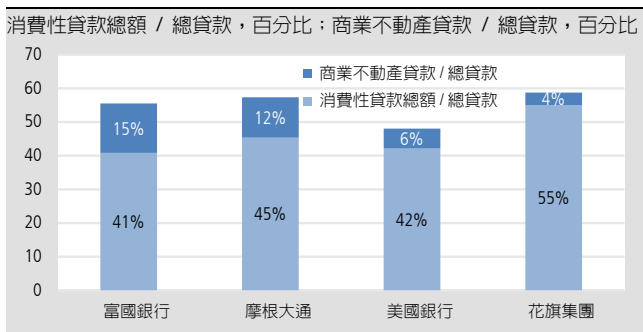
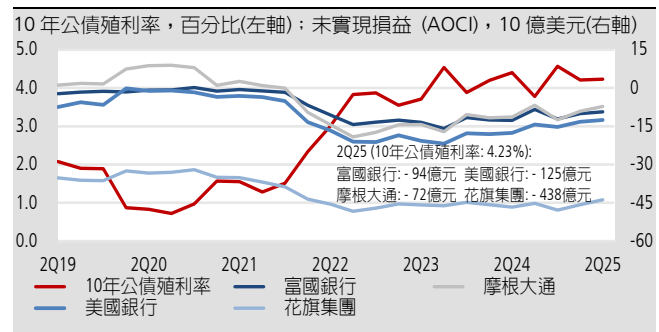
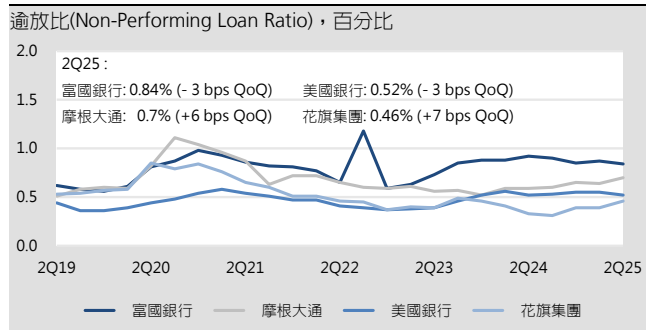


圖 11：10 年期公債殖利率與大型銀行 AOCI 損失呈反向變動趨勢



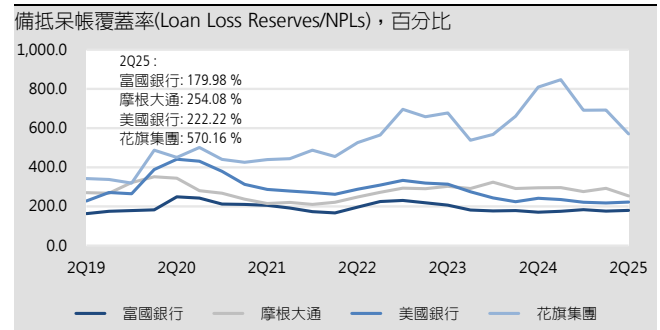
資產品質仍穩健，花旗集團持續保守提列損失。美國四大銀行在 2Q25 的資產品質大致維持穩健，富國銀行與美國銀行的逾放比分別小幅下降至 0.84% 與 0.52%，顯示資產品質持續改善；摩根大通與花旗集團則分別升至 0.70% 與 0.46%，仍維持較低水準。備抵呆帳覆蓋率來看，花旗集團高達 570%，遠高於摩根大通（254%）、美國銀行（222%）與富國銀行（180%），顯示其採取更為保守的風險準備策略。呆帳沖銷率與信用成本方面，花旗集團均居首位，主因其次級客群占比較高，使得信用損失提列壓力相對顯著。整體而言，辦公室類商用不動產（Office CRE）為主要潛在風險來源，第二季多家銀行已主動認列損失並執行沖銷動作，顯示資產負債表正逐步調整以因應市況變化。

圖 12：2Q25 富國銀行及美國銀行逾放比改善，摩根大通及花旗集團雖上升但仍偏低



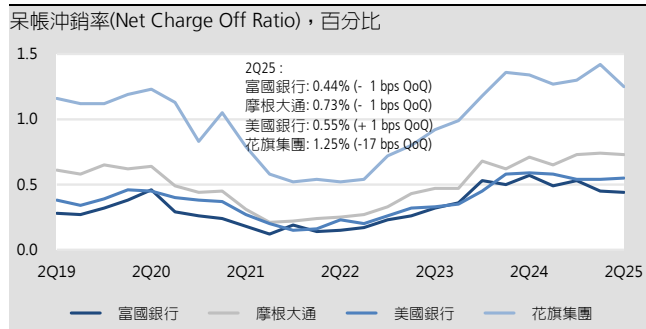
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 13：花旗集團備抵水位明顯高於同業，反映較為保守的風險準備策略



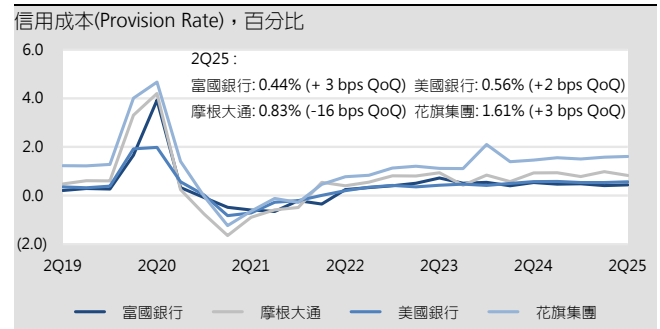
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 14：花旗集團沖銷率居高，顯示其信用風險曝險較大



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 15：2Q25 信用成本上揚幅度仍在可控範圍

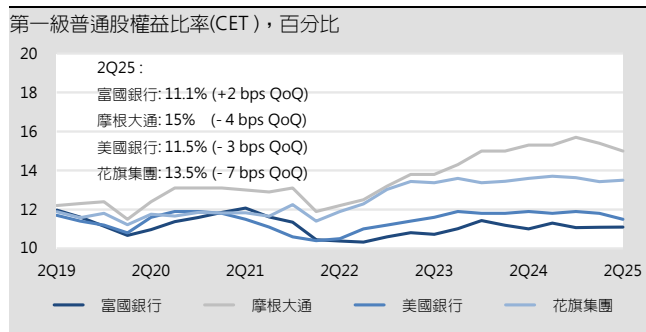


資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

資本回饋與股東權益報酬率之調整。在利率趨緩與淨利息收入承壓背景下，銀行普遍將資本回饋視為提升資本效率與穩定股東權益報酬率的關鍵策略。摩根大通、美國銀行、富國銀行，以及花旗集團均在法說會中強調透過積極股票回購來優化資本結構。觀察 2Q25 CET1 比率變化，僅富國銀行小幅上升至 11.1%（季增 2 基點），反映其資本壓力減輕並具備更大回饋空間；其餘銀行則因風險性資產（RWA）增加導致 CET1 下滑，其中美國銀行下跌至 11.5%（季減 3 基點）、摩根大通下降至 15.0%（季減 4 基點）、花旗集團則降至 13.5%（季減 7 基點）。

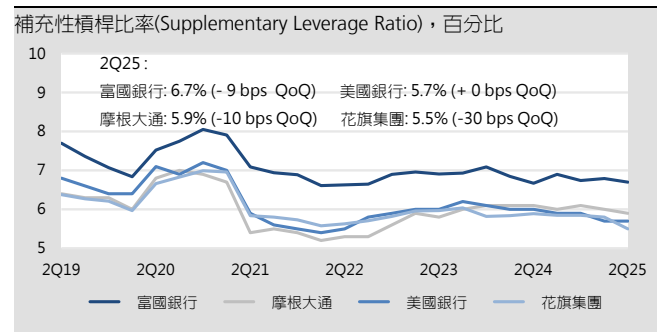
監管鬆綁釋放資本動能。巴塞爾協議 III（Basel III Endgame）為核心變革之一，旨在提升風險加權資產（RWA）計算的一致性，限制銀行過度依賴內部模型低估風險。與此同時，聯準會於 2025 年 4 月提出修改 Stress Capital Buffer（SCB）制度的草案，將現行單年壓力測試結果，改為過去兩年測試結果的平均作為 SCB 計算基準。富國銀行於 2Q25 法說會指出新制下其 CET1 資本最低要求將從 9.7% 降至 8.5%；美國銀行指出，其 CET1 要求將為 10.2%；花旗集團則從 12.1% 降至 11.6%（原本 SCB 4.1% 降至 3.6%，兩年平均後預估為 3.8%）。整體而言，多數大型銀行預期新制將提升資本配置彈性。在補充性槓桿比率（SLR）部分，聯準會於 2025 年 6 月提出調整強化補充性槓桿比率（eSLR）規則的建議草案，擬將現行固定 2% buffer 改為「GSIB surcharge 的 50%」，以反映個別銀行系統性風險程度，若改革落實，部分 GSIB 的 SLR 要求將從原先的 5% 調整至 3.5–4.25% 區間，預計與巴塞爾協議 III 同步於 2026 年實施。根據凱基估算，美國銀行若在 eSLR 調降至 3.75% 水準下，可釋出約 1.5 兆 兆美元槓桿曝險，富國銀行與摩根大通花旗亦分別預估釋出 1.3 兆、1.1 兆美元槓桿曝險。SCB 與 eSLR 雙重制度改革所釋放的潛在資本動能，將明顯強化銀行在業務擴張上的財務彈性。

圖 16：2Q25 除富國銀行 CET1 小幅上揚外，其他下降反映 RWA 增加



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 17：自 2020 年監理放寬與資產擴張後，各銀行 SLR 普遍下滑，未來 SLR 調整將有助增加銀行營運動能



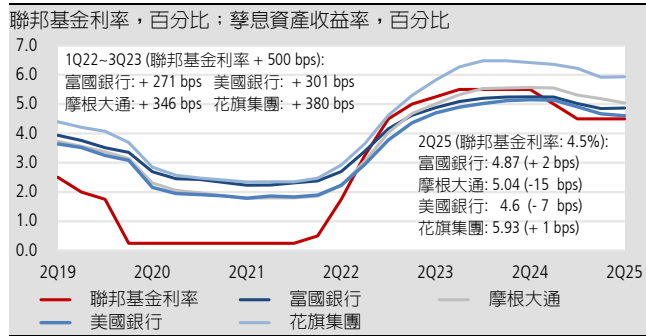
資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 18：降息對摩根大通、富國銀行及美國銀行 1Q25 及 4Q24 稅後淨利對淨利息收入變化的敏感度分析

(淨利息收入，十億美元)	摩根大通		富國銀行		美國銀行	
	Mar-25	Dec-24	Mar-25	Dec-24	Mar-25	Dec-24
平行移位：						
利率變動 -100個基點	(2.2)	(2.5)	(1.9)	(2.2)	(2.2)	(2.3)
利率變動 -200個基點	(4.8)	(4.9)	(4.1)	(4.4)	(5.3)	(5.4)
殖利率曲線更陡峭：						
短期利率變動 -100個基點	(1.1)	(1.4)	(1.4)	(1.8)	(0.2)	(0.1)
殖利率曲線趨於平坦：						
長期利率變動 -100個基點	(1.1)	(1.1)	(0.4)	(0.4)	(1.9)	(2.1)
稅後淨利對淨利息收入變化的敏感度						
(平行移位下：利率下降100基點)	-3.9%	-4.3%	-10.7%	-11.5%	-7.6%	-8.5%
稅後淨利對淨利息收入變化的敏感度						
(平行移位下：利率下降200基點)	-8.6%	-8.4%	-23.1%	-23.0%	-18.3%	-19.9%
稅後淨利對淨利息收入變化的敏感度						
(殖利率曲線更陡峭：利率下降100基點)	-2.0%	-2.4%	-7.9%	-9.4%	-0.7%	-0.4%
稅後淨利對淨利息收入變化的敏感度						
(殖利率曲線趨於平坦：利率下降100基點)	-2.0%	-1.9%	-2.3%	-2.1%	-6.5%	-7.7%

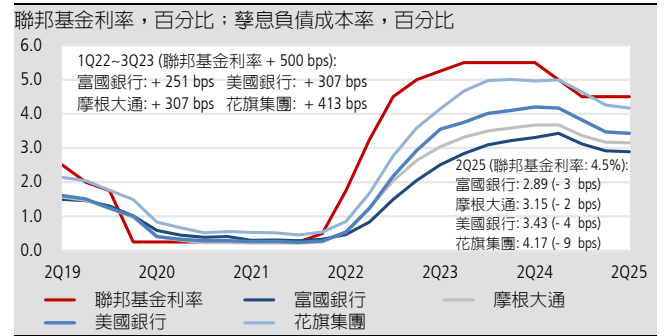
資料來源：公司資料，凱基預估

圖 19：美國大型銀行孳息資產收益率變化與聯邦基金利率比較



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

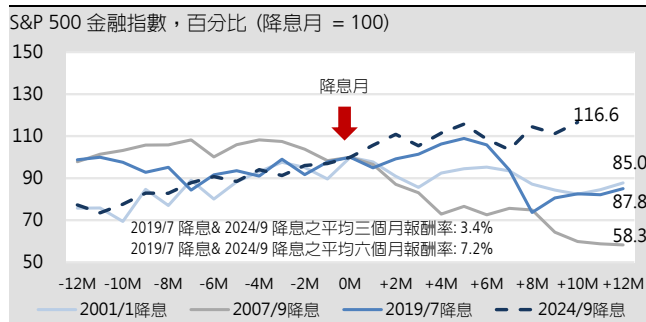
圖 20：美國大型銀行孳息負債成本率變化與聯邦基金利率比較



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

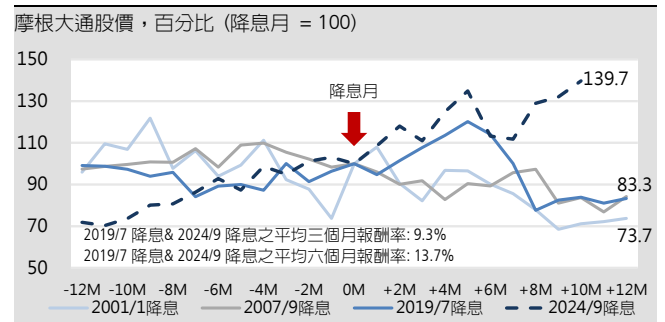
降息循環與金融股表現。回顧 2000 年以來四次美國聯準會的降息循環，可發現降息對美國金融股的影響取決於其所處的總體經濟背景。2001 年（網路泡沫破裂）與 2007 年（次級房貸危機），聯準會為了應對實體經濟惡化而進行快速降息，但市場情緒悲觀與資產質量惡化，導致金融股後續表現仍相對疲弱。相對而言，2019 年（預防性降息）與 2024 年（軟著陸降息）兩者皆非因經濟衰退下進行的救市式降息則呈現出明顯不同的市場反應，S&P 500 金融類指數與主要金融股（摩根大通、美國銀行、富國銀行）在 2019 與 2024 年降息後均展現強勁反彈，較 2001 與 2007 年降息後表現優化。其中富國銀行股價在 2019 及 2024 年降息後三個月與六個月平均報酬率分別為 16.7%、14%，居同業之冠。根據管理層 1Q25 公布之利率敏感性分析，美國大型銀行對利率下行具有高度反應，當利率下調 100 基點時，美國銀行、富國銀行與摩根大通的稅後淨利預估將分別下降約 7.6%、10.7%、3.9%，利率下行也將同步壓縮銀行的資產收益率，但實際上利率下行有助提升借款意願，間接提升存放比及淨利息收入動能。

圖 21：2000 年後歷次降息前後十二個月 S&P 500 金融類股指數走勢比較



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 22：2000 年後歷次降息前後十二個月摩根大通股價走勢比較



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 23：2000 年後歷次降息前後十二個月富國銀行股價走勢比較

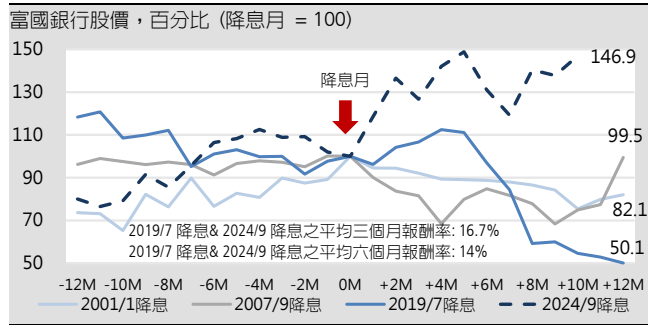


圖 24：2000 年後歷次降息前後十二個月美國銀行股價走勢比較

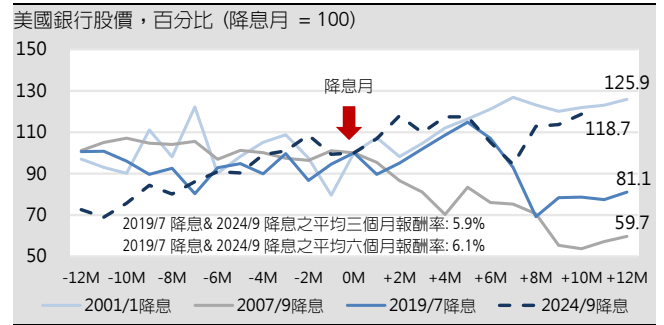


圖 25：2025/6 美國聯準會公布主要八大銀行壓力測試下各指標結果

股票代碼	銀行	普通股權一級資本比率(%)				資本充足率				補充槓桿比率(SLR)			
		4Q24實際值	壓力測試期末值	壓力測試期間最低值	壓力測試下比率變動	4Q24實際值	壓力測試期末值	壓力測試期間最低值	壓力測試下比率變動	4Q24實際值	壓力測試期末值	壓力測試期間最低值	壓力測試下比率變動
JPM US Equity	摩根大通	15.7	15.8	14.2	0.1	18.5	18.7	17.2	0.2	6.1	6.1	5.5	0
BAC US Equity	美國銀行	11.9	10.7	10.2	-1.2	15.1	14.1	13.8	-1	5.9	5.3	5.1	-0.6
WFC US Equity	富國銀行	11.1	10.4	10.1	-0.7	15.2	14.5	14.3	-0.7	6.7	6.3	6.1	-0.4
C US Equity	花旗集團	13.6	12.5	10.4	-1.1	18.1	17	15	-1.1	5.8	5.3	4.5	-0.5
GS US Equity	高盛集團	15	16.3	12.3	1.3	18.8	20.2	16.5	1.4	5.5	5.9	4.6	0.4
MS US Equity	摩根士丹利	15.9	15.9	12.2	0	20.3	20.3	16.7	0	5.6	5.6	4.4	0
BK US Equity	紐約梅隆銀行	11.2	14.8	11.6	3.6	14.8	18.4	15.2	3.6	6.5	8.2	6.7	1.7
STT US Equity	道富銀行	10.9	14.4	11.4	3.5	14.8	18.5	15.4	3.7	18.5	6.2	7.8	6.4

資料來源：美國聯邦準備理事會，凱基

圖 26：2Q25 美國四大銀行壓力測試之極端情境下的稅前淨利變化(2024 vs. 2025)

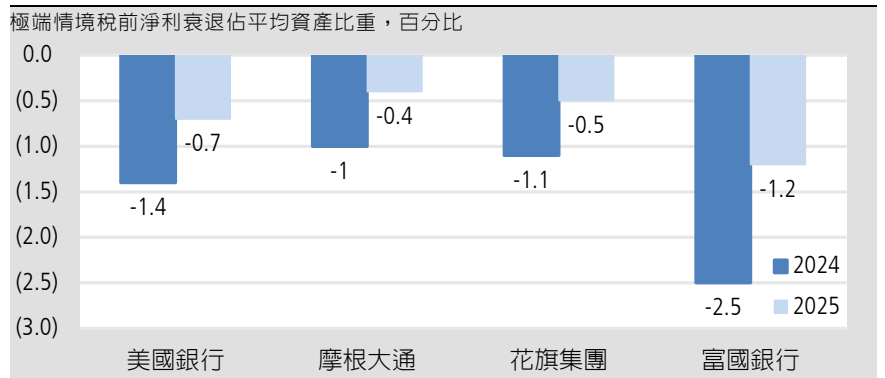


圖 27：預期美國大型銀行於 eSLR 改革影響下之資本緩衝變化排名

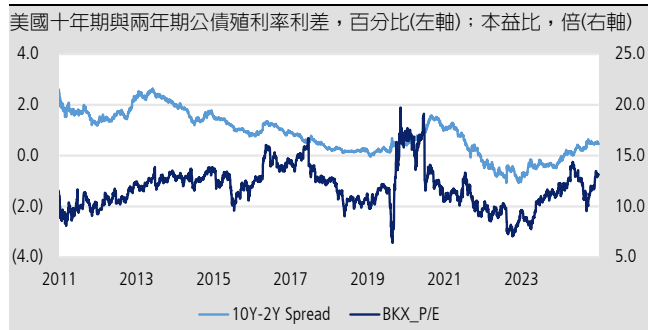
排名	股票代碼	銀行	2Q25 舊制下 新制下				美元(百萬元)			槓桿曝險 增幅
			eSLR	eSLR	eSLR	漲幅 (bps)	2Q25 第一級資本	舊制下 槓桿曝險	新制下 槓桿曝險	
1	BAC US Equity	美國銀行	5.70	5.00	3.75	(1.25)	224,684	4,493,680	5,991,573	1,497,893
2	WFC US Equity	富國銀行	6.70	5.00	3.50	(1.50)	152,700	3,054,000	4,362,857	1,308,857
3	JPM US Equity	摩根大通	5.90	5.00	4.25	(0.75)	303,173	6,063,460	7,133,482	1,070,022
4	C US Equity	花旗集團	5.50	5.00	4.00	(1.00)	176,606	3,532,120	4,415,150	883,030
5	GS US Equity	高盛集團	5.30	5.00	3.75	(1.25)	117,488	2,349,760	3,133,013	783,253
6	MS US Equity	摩根士丹利	5.50	5.00	3.50	(1.50)	88,400	1,768,000	2,525,714	757,714
7	BK US Equity	紐約梅隆銀行	6.90	5.00	3.50	(1.50)	25,472	509,440	727,771	218,331
8	STT US Equity	道富銀行	6.30	5.00	3.50	(1.50)	18,350	367,000	524,286	157,286

註:2Q25 高盛集團尚未宣布第一級資本，故用 1Q25 取代
資料來源：各公司資料，Bloomberg，凱基

數位金融與創新業務探索。面對金融科技趨勢與支付環境變化，美國大型銀行持續擴大在人工智能與數位資產領域的投入。摩根大通於 2Q25 法說會中表示，將持續參與 JPM Coin 與穩定幣應用發展，重視理解並掌握相關基礎技術。更於 7/30 進一步宣布與 Coinbase 合作，將自今年秋季起允許 Chase 信用卡用戶透過該平台直接購買加密貨幣，並預計於 2026 年開放信用卡點數兌換 USDC 穩定幣，象徵傳統銀行支付服務與加密平台的深度整合。花旗集團則強調其四大穩定幣策略：儲備管理、法幣與穩定幣的轉換機制、潛在穩定幣發行，以及代幣化存款與數位資產託管服務，旗下 Citi Token Services 已能顯著降低傳統從法幣轉穩定幣再兌回的交易成本，並提升跨境結算效率。相較之下，美國銀行於整體策略上展現較為審慎保守態度，迄今未如同業推出營運型穩定幣或代幣化存款，但公司表示若穩定幣成為新的支付軌道，公司將支援客戶使用它進行交易。

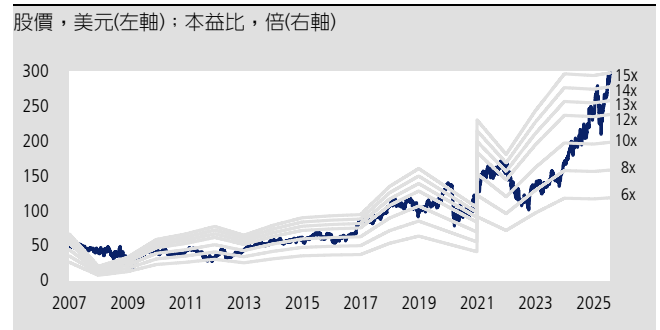
2025 年下半年展望：聚焦利率策略調整。展望 2025 年下半年，美國金融股的表現將繼續受到利率延後降息、監管鬆綁影響。2Q25 法說會中多家銀行管理層亦指出，降息時點延後有助短期淨利息收入（NII）維持穩定，並將積極調整資本配置與營運策略以因應利率趨勢與資本市場動態。其中摩根大通上調全年 NII 預估至 920 億美元，惟資本市場活動疲弱與市場波動恐限制非利息收入表現，短期回購態度保守。儘管利率與關稅不確定性仍存，美國銀行預估全年 NII 將年增 6% 至 7%，第四季末目標維持在 155-157 億美元。富國銀行則預期 2025 NII 將與 2024 年持平（約 477 億美元），雖較 4 月預估略為下修，但預期第三與第四季 NII 將逐季成長，並強調全年費用控管不變，預估非利息費用維持在 542 億水準。在 7 月 FOMC 會議中，聯準會維持利率不變，將經濟活動描述由「穩健擴張」調整為「上半年成長趨緩」。儘管聲明偏鴿，主席 Powell 態度偏鷹，強調通膨風險尚未解除，關稅效應恐較預期更持久。展望下半年，隨消費與勞動市場持續放緩，我們預期 9 月降息機率將進一步升高。

圖 28：由於過去 KBW 銀行指數本益比與美國公債 10Y-2Y 利差呈現正相關，利差擴大有助銀行淨利差改善與獲利回升，並推升銀行股評價



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

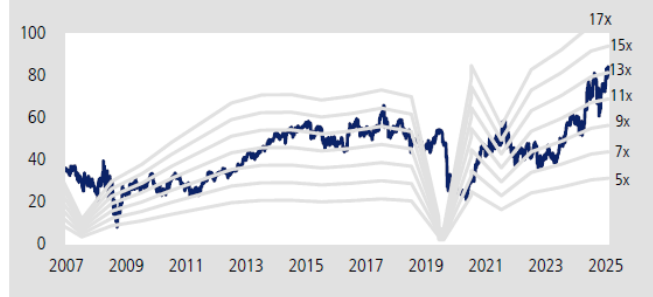
圖 29：JPM 未來 12 個月預估本益比區間



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 30：WFC 未來 12 個月預估本益比區間

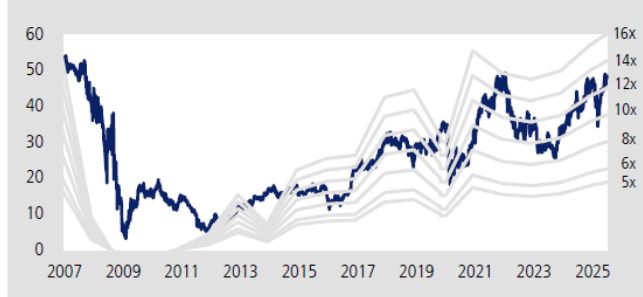
股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

圖 31：BAC 未來 12 個月預估本益比區間

股價，美元(左軸)；本益比，倍(右軸)



資料來源：公司資料，Bloomberg，凱基預估

上述為證監會持牌人，隸屬凱基證券亞洲有限公司從事相關受規管活動，其及 / 或其有聯繫者並無擁有上述有關建議股份，發行人及 / 或新上市申請人之財務權益。

免責聲明

部份凱基證券亞洲有限公司股票研究報告及盈利預測可透過 www.kgi.com.hk 取閱。詳情請聯絡凱基客戶服務代表。本報告的資料及意見乃源於凱基證券亞洲有限公司的內部研究活動。本報告內的資料及意見，凱基證券亞洲有限公司不會就其公正性、準確性、完整性及正確性作出任何申述或保證。本報告所載的資料及意見如有任何更改，本行并不另行通知。本行概不就因任何使用本報告或其內容而產生的任何損失承擔任何責任。本報告亦不存有招攬或邀約購買或出售證券及 / 或參與任何投資活動的意圖。本報告只供備閱，并不能在未經凱基證券亞洲有限公司書面同意下，擅自複印或發佈全部或部份內容。凱基集團成員公司或其聯屬人可提供服務予本文所提及之任何公司及該等公司之聯屬人。凱基集團成員公司、其聯屬人及其董事、高級職員及雇員可不時就本報告所涉及的任何證券持倉。