

宏观动态跟踪报告

美国金融风险再评估

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

范城恺 投资咨询资格编号
S1060523010001
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn



平安观点：

- **银行危机暂熄。**硅谷银行事件更像一个“特例”，而不是系统性风险的“冰山一角”。美国大部分银行在美联储加息周期中，可以实现净息差走阔与收益提升，而且所获收益还可为未来的经济恶化提供缓冲。最新发布的美上市银行 2023 年一季度财报显示了这一点。银行危机后，美国监管政策及时响应，第一时间扑灭了风险。从本次事件中可以看出，美国监管当局在应对危机方面的经验是丰富的。除政策外，市场的“自我调节”机制也发挥了积极作用。多项市场和政策指标暗示，美国银行风波已暂告一段落。首先，美股波动率指数（VIX）短暂升高至 26.5，随后持续回落至 18 以下，波动中枢甚至低于银行危机前。其次，从美联储政策工具规模变化看，金融市场流动性压力不再上升。最后，参考克利夫兰联储的银行系统风险指数（SIR），银行体系压力并未达到“危机”程度，且已经明显缓解。
- **金融风险犹存。**美国金融体系的高度复杂性，以及新冠疫情以来美国宏观环境的剧烈变化，使我们不能排除金融风险再度爆发的可能性。首先，金融资产价格波动对金融机构产生直接压力。美国经济研究局（NBER）论文测算，2022 年第一季度到 2023 年第一季度，美国银行体系的资产市值较其面值低 2.2 万亿美元，所有银行的资产面值较市值低 10%，并且大部分的资产减值没有使用利率衍生工具进行对冲。此外，市场还担忧大型金融机构通过美化报表来掩盖亏损。其次，相对处于监管盲区的“影子银行”也是重要风险源。本轮银行风波后，市场和监管机构对于非银金融机构的警惕增强。最后，美国经济衰退和金融风险的相互反馈也值得警惕。鉴于银行业乃至金融业的表现与经济基本面高度挂钩，若未来美国经济衰退程度较深，市场对于银行业相关资产的重估亦会放大金融体系的压力。
- **如何应对风险。**如果美国金融体系出现新的流动性危机，美联储可能坚定“白芝浩原则”，及时安抚市场情绪并承担“最后贷款人”和“最后做市商”的角色，推出有力的流动性支持政策，避免市场信心全面崩塌、引发系统性风险。同时，救助行动强调效益原则，兼顾降低政府负担、避免道德风险，中长期将完善金融监管政策、提高金融监管能力。2020 年 3 月初美国的流动性危机，一度对于我国汇市、债市、股市造成冲击。美国金融风险的外溢效应不得不防，但我国金融体系自身的韧性也可能限制外部金融风险的对内传导。值得指出的是，近年来人民币汇率市场化效果显著，更具有弹性的汇率能够有效缓冲外部金融风险。中国经济的稳定性以及人民币资产配置价值更加凸显，是我国金融体系韧性的根本来源。
- **风险提示：**美国银行危机超预期爆发，美国经济超预期下行，美联储政策变化超预期，国际地缘风险超预期等。

2023年3月美国地区银行危机，为市场和监管当局敲响金融风险的警钟。当前，美国银行危机或已暂告一段落，但新冠疫情以来宏观环境的剧烈波动，以及金融市场主体风险意识的淡薄，令美国金融风险犹存。其中，因资产价格波动带来的“浮亏”问题、相对处于监管盲区的“影子银行”、以及美国经济衰退风险向金融市场的传导，值得格外警惕。

一、 银行危机暂熄

2023年3月硅谷银行倒闭，拉开美国银行业危机帷幕。硅谷银行事件更像一个“特例”，而不是系统性风险的“冰山一角”。硅谷银行倒闭的直接原因在于自身特殊的经营模式：负债端来源单一，多为初创企业且超过90%的存款超过存款保险限额；存多贷少，活期存款类占比超过70%；存短投长，持有国债和抵押贷款支持证券（MBS）规模占资产比重超50%。后来，投资亏损的突然揭露，引发银行挤兑，硅谷银行随后宣布倒闭。事实上，秉承特殊商业模式的硅谷银行并非美国银行业典型，多数美国银行整体仍然保持充足的核心资本水平，以及较强的盈利能力。

一个容易被忽略的事实是，大部分银行在美联储加息周期中，可以实现净息差走阔与收益提升，而且所获收益还可为未来的经济恶化提供缓冲。最新发布的美国上市银行2023年一季度财报显示了这一点。据BankRegData网站统计，美国银行业在一季度的净资产收益率（ROE）高达13.4%，基本处于近十年以来最高水平。大型银行方面，美国银行、摩根大通和花旗集团等业绩均实现2012年以来最佳；地区银行方面，虽然业绩表现更加分化，但也不乏积极消息，例如在硅谷银行倒闭时期股价暴跌的阿莱恩西部银行，因一季度业绩数据强于市场预期，财报公布当日股价回升20%。

银行危机后，美国监管政策及时响应，第一时间扑灭了风险。硅谷银行宣布倒闭后的短短两天里，美国财政部、美联储和联邦存款保险公司（FDIC）联合设立了银行定期救助计划（BTFP），为存款机构提供流动性支持，同时承诺为所有储户提供“完全救助”。3月21日，美国第一公民银行宣布收购硅谷银行，为事件画上句号。银行风波以后，美联储BTFP工具单周使用规模最高时接近800亿美元，而美联储通过贴现窗口工具投放的一级贷款规模，在硅谷银行事件初期曾一度高达近1500亿美元。

从本次事件中可以看出，美国监管当局在应对危机方面的经验是丰富的。自上世纪80-90年代储贷危机以及2007-08年次贷危机后，美国监管机构不断吸取经验教训，深谙银行挤兑和流动性危机的危害，出手更加果断及时。此外，在1980-90年代的监管改革中，FDIC等监管机构被赋予了更大的救助权力，所以在本次危机中能够及时接管问题机构，有力地阻断了风险传染。

除政策外，市场的“自我调节”机制也发挥了积极作用。在银行危机集中爆发时，华尔街多家大型银行展开“自救”行动，向第一共和银行存款300亿美元，以防止恐慌情绪进一步蔓延。金融风险冒头后，市场对于美国经济前景更为悲观，预期美联储提前结束加息、甚至提前开始降息，使得美国债券市场显著回暖，债券收益率明显回落。2年期和10年期美债收益率最深分别下降114和62个基点，波动中枢已然下移。无风险利率下行也促使MBS等资产价格回暖，对于持有上述资产的银行，其资产端压力得以缓解。

多项市场和政策指标暗示，美国银行风波已暂告一段落。首先，从美股表现看，标普500指数在硅谷银行倒闭后经历短暂调整，随后持续反弹，较低点反弹幅度超过7%，基本回到2月初高点。同时，美股波动率指数（VIX）短暂升高至26.5，随后持续回落至18以下，波动中枢甚至低于银行危机前。其次，从美联储政策工具规模变化看，截至4月19日当周，美联储BTFP工具规模基本不再增长，贴现窗口使用规模曾经连续四周下降、目前基本企稳，这从侧面反映出金融市场流动性压力不再上升。最后，参考克利夫兰联储的银行系统风险指数（SIR），银行体系压力并未达到“危机”程度，且已经明显缓解。SIR通过捕捉市场对银行体系破产风险的交易以衡量金融压力程度，2000年以后SIR连续两日低于0.1则暗示银行体系出现显著压力。美欧银行风波之下，SIR曾于3月15日跌破0.1，但16日便回升至0.2，4月以来持续保持在0.5以上。

二、 金融风险犹存

虽然银行风波平息，但美国金融体系的高度复杂性，以及新冠疫情以来美国宏观环境的剧烈变化，使我们不能排除金融风险再度爆发的可能性。虽然国际金融危机后，美国金融监管得以强化，银行资本充足水平不断充实，金融体系的防御能力上升。但另一方面，创纪录的高通胀和高利率，打破了美国经济金融环境的稳定。在美联储自 1982 年以来最为激进的加息过程中，美债期限利差倒挂的持续性和深度也相应创下纪录，美国各类金融机构或多或少都可能出现资产负债久期错配的问题。加之，美联储在数量工具方面的极致运用，在新冠疫情后大幅扩表到当前的持续缩表，进一步放大了风险。作为比较，美国商业银行持有证券类资产在 2009-2019 年期间平均同比增长仅 5%，但 2020 年 3 月美联储救市至 2022 年 3 月首次加息期间，平均同比增长超过 20%。而美联储加息和缩表后，银行减持证券的速度也是史上最快，截至 2023 年 3 月，商业银行证券资产同比大幅萎缩 10.4% 创下纪录。总之，更坚实的“盾”能否抵御更锋利的“矛”，结局仍是未知。

首先，金融资产价格波动对金融机构产生直接压力。硅谷银行事件发生后，银行持有证券的“浮亏”更加引发市场关注。2022 年以来美联储激进加息，导致金融机构持有的资产价值缩水。美国经济研究局（NBER）在 2023 年 3 月发表的工作论文测算，2022 年第一季度到 2023 年第一季度，美国商业抵押贷款的市场价值下降了 10% 以上，10-20 年和 20 年以上国债的市值分别下跌了约 25% 和 30%。论文指出，美国银行体系的资产市值较其面值低 2.2 万亿美元，所有银行的资产面值较市值低 10%，并且大部分的资产减值没有使用利率衍生工具进行对冲。硅谷银行事件后，市场主体进一步“用脚投票”，试图远离受资产价格下跌影响较大的金融机构。例如，嘉信理财作为一家资产管理规模七万亿美元、同时经营经纪业务与银行业务的美国金融巨头，其持有的证券组合高达资产的 60%，引发公司股价大跌、存款外流。此外，市场还担忧大型金融机构通过美化报表来掩盖亏损，令金融体系的压力变得更加难以预测。例如，金融机构通过将可出售证券（AFS）调整为持有至到期证券（HMS）能够暂时隐瞒“浮亏”，嘉信理财在 2022 年年报中就将 1730 亿美元 AFS 转移到了 HMS。一旦市场担忧情绪演绎得过于极致，拥挤交易下“浮亏”有可能变为实际损失，并陷入资产抛售与亏损加重的恶性循环，带来新一轮金融机构倒闭风险。

图表1 2022Q1 至 2023Q1，美国银行持有资产损失估算

	所有银行	小型银行	大型银行 (非系统重要)	系统重要银行
合计损失(亿美元)	22000	1440	13000	7300
银行平均损失(百万美元)	28.6	22.3	308	837
RMBS(%)	13.2	11.4	22.6	17.4
国债及其他(%)	15.5	17	10.4	8.1
住房贷款(%)	19.9	19.8	20.4	20.5
其他贷款(%)	32.8	32.7	33.8	1
损失/资产(%)	9.2	9.1	10	4.6
未保险存款/资产市值(%)	24.2	22.7	35.7	19
保险存款覆盖率(%)	4.2	3.9	5.9	15.4
银行数量	4844	4072	743	29

资料来源: NBER, 平安证券研究所

其次，相对处于监管盲区的“影子银行”也是重要风险源。美国“影子银行”是金融体系中的脆弱一环。虽然美国在国际金融危机后加强了对银行体系的监管，但对在银行体系之外运作的类似信用中介“影子银行”的监管相对薄弱，且特朗普执政时期还进一步放松了对非银机构的监管。长期的低利率环境使非银金融机构快速发展，金融稳定委员会（FSB）的数据显示其持有的全球金融资产份额已近 50%。自身存在的流动性、期限和风险错配加上高隐性杠杆，在面对资产价格下跌时，非银金融机构显得更加脆弱且更具传染性。据华尔街日报测算，2021 年美国基金 Archegos 爆仓导致股票抛售规模达 300 亿美元，瑞信也因此巨亏 54 亿美元并为其破产埋下伏笔。本轮银行风波后，市场和监管机构对于非银金融机构的警惕增强。IMF 在今年 4 月最新发布的《世界金融稳定报告》中警告，各国需更严格监控非银金融机构的风险。银行事件后，美联储前副主席巴尔讲话称“有问题的不是银行，而是影子银行”；FDIC 和贝莱德等监管和市场机构均呼吁加强对影子债务的审查；4 月

21 日美国金融监管机构委员会提出新规则，计划推翻特朗普时期针对非银机构的监管松绑政策，以更好地监控系统性金融风险。

最后，美国经济衰退和金融风险的相互反馈也值得警惕。银行危机之后，虽然流动性危机缓解，但市场主体对于经济金融风险意识主动强化，最直接的表现可能是银行主动收紧信贷。事实上，商业银行面对黯淡的经济前景，已经开始调整信贷决策。美联储高级信贷官员调查显示，2022 年二季度开始，当美联储开启加息周期后，大小银行的信贷标准已经开始收紧，截至 2022 年四季度收紧幅度仍在上升。美国商业银行信贷资产同比增速已于 2022 年 9 月见顶回落；银行危机的爆发再敲警钟，今年 3 月以来银行信贷增速加速回落。回顾美国历史上银行信贷增长与经济增长的关系，我们发现，1970 年代以来七轮 NBER 定义的经济衰退中，都出现了显著的信贷紧缩现象，而且信贷增速的修复通常晚于经济复苏。经济冲击对金融市场的扰动不乏历史经验可循，例如 1980-90 年代美国德克萨斯州等地区爆发了储贷协会倒闭潮，导火索之一是 1986 年国际油价暴跌并对“能源州”经济造成巨大打击。回到当下，高通胀、高利率以及信贷紧缩等压力下，美国经济下行风险持续上升。鉴于银行业乃至金融业的表现与经济基本面高度挂钩，若未来美国经济衰退程度较深，市场对于银行业相关资产的重估亦会放大金融体系的压力。

三、 如何应对风险

美国政府可能会如何应对流动性风险？不妨从 2020 年初的“美元荒”事件中找寻一些线索。2020 年 3 月，新冠疫情爆发，并且欧佩克和俄罗斯未达成减产协议，WTI 原油从月初 48 美元/桶暴跌至近 20 美元/桶。美国企业债信用风险上升，市场预期悲观、风险偏好下降，大量抛售导致严重的美元流动性危机，美债收益率上升、美元指数走强、美股四次熔断。3 月 16 日起，美联储向市场大量注入流动性，包括降息 100BP、提供前瞻性指引；支持金融市场方面，推出量化宽松、一级交易商信贷工具（PDCF）、货币市场共同基金流动性工具（MMLF）并扩大回购操作的范围；支持企业和家庭方面，推出了商业票据融资工具（CPFF）、一级/二级市场企业信贷便利、定期资产抵押证券贷款工具（TALF）等；支持银行信贷方面，存款准备金率降为零、降低贴现窗口利率。为缓解国际市场的美元紧张，美联储与 5 家外国央行签订永久性掉期协议、降低部分央行的掉期利率等。

现代金融体系建立在信心之上。如果美国金融体系出现新的流动性危机，美联储可能坚定“白芝浩原则”，即需要及时安抚市场情绪并承担“最后贷款人”和“最后做市商”的角色，推出有力的流动性支持政策，避免市场信心全面崩塌、引发系统性风险。同时，救助行动强调效益原则，兼顾降低政府负担、避免道德风险，中长期将完善金融监管政策、提高金融监管能力。

2020 年 3 月初美国的流动性危机，一度对于我国汇市、债市、股市造成冲击。2020 年 2 月底 TED 利差开始上行，3 月 37 日达到 1.42，为国际金融危机以来的最高水平，显示国际市场美元“稀缺”。在此背景下，美元指数走强、人民币汇率明显承压，3 月 9 日至 20 日期间人民币兑美元中间价降低 2.5%；同期，10 年期国债到期收益率上涨 14BP。我国股市由于资金外流和风险偏好转弱跌幅较深，3 月 5 日至 23 日中国香港恒生指数和上证综指分别下跌 18.9%和 13.4%。此外，持有美元资产的中国企业，在危机期间也相应承受了账面资产减值和流动性压力。

美国金融风险的外溢效应不得不防，但**我国金融体系自身的韧性也可能限制外部金融风险的对内传导。**整体而言，我国的经常账户较平衡、债务可持续性较好，相对充裕的外储不仅意味着更强的外债偿付能力，也意味着其在未来抵御汇率波动的“弹药”相对充足。同时，长期以来相对克制的货币政策与严格的金融监管，使我国资本市场具备较强的抗风险能力。此外，值得指出的是，近年来人民币汇率市场化效果显著，更具有弹性的汇率能够有效缓冲外部金融风险。当前，在美欧经济金融体系压力陡增的背景下，中国经济正处于快速复苏通道，中国经济的稳定性以及人民币资产配置价值更加凸显，是我国金融体系韧性的根本来源。

风险提示：美国银行危机超预期爆发，美国经济超预期下行，美联储政策变化超预期，国际地缘风险超预期等。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033