

“周期的力量”系列之三

宏观专题研究报告(深度)

证券研究报告

宏观经济组

分析师: 赵伟 (执业 S1130521120002)
zhaow@gjzq.com.cn

分析师: 陈达飞 (执业 S1130522120002)
chendafei@gjzq.com.cn

分析师: 赵宇 (执业 S1130523020002)
zhaoyu2@gjzq.com.cn

谁是下一个? ——美国银行业三大风险的评估

硅谷银行、签字银行与第一共和银行相继破产, 原因不尽相同, 但共同背景是美联储加息。在利率维持高位时期, 美国银行业中的脆弱环节或面临继续出清的风险。谁是下一个? 脆弱环节在哪里? 是否会演化成系统性风险?

美国银行脆弱性的制度根源: 单一银行制和多头监管体系; 紧信用对服务业和中小企业影响更大

单一银行 (unit bank) 制度和低市场集中度是美国更容易爆发银行危机的重要解释。横截面比较, 爆发银行危机的概率与银行业集中度负相关。美国银行数量接近 5000 家, 超过欧洲排名前 10 的国家总和, 是排名第一的德国的 3 倍。美国前三大银行 (美国银行、富国银行、摩根大通) 的市场份额仅约 30%, 远低于德国的 70%, 法国的 66%。

碎片化的金融监管体系是美国银行业不稳定的另一制度基础, 也是银行业危机和信贷稀缺的政治根源。美国对银行负有监管责任的政府机构包括: 美联储、货币监理署 (OCC)、FDIC、美国储蓄机构监管办公室 (OTS), 以及协助监管美国银行的海外分支机构和各州的银行委员会。任何职能的重叠都可能形成监管盲区, 从而留下监管套利的机会。

一个常见的误识是, 美国融资结构以直接融资为主导, 所以银行信用收缩对经济的影响是有限的, 这一认识并未区分存量与流量。疫情后, 美国非金融企业部门的直接融资明显回落, 2022 年四季度美国企业部门新增债券融资-30 亿, 股东净投资-36 亿, 而新增贷款融资达到 2280 亿, 信贷收缩对美国经济的冲击可能高于以往时期。

银行是抵押贷款资金的主要供给者, 中小银行是商业地产贷款最主要的资金来源。美国的抵押贷款资金供给方包括银行、信托、政府支持机构 (GSE, 房地美、房利美等)、信用社和信托等, 银行提供了美国 30% 的住房贷款, 60% 的商业地产贷款, 42% 的消费贷款, 32% 的工商业贷款; 中小银行向低收入群体及小型企业发放的贷款比重更高, 主要集中于休闲服务、医疗、其他服务类企业, 这恰恰是当下美国经济韧性的关键支撑。

资产侧的脆弱性: 长期低利率促使银行转变盈利模式, 美联储加息抬升利率风险和信用风险

资产端利率风险更突出是本轮美国银行业危机有别于金融危机的重要之处。长期低利率环境对美国银行业产生了深远影响, 净息差长期回落, 打破了传统的贷款驱动业务模式, 使银行业从利息收入业务 (传统贷款) 转向非利息收入业务 (资管、财富、投资、服务等), 导致证券类资产占比大幅上升, 利率风险暴露增加, 信用风险的暴露降低。

美国银行资产端面临三大风险: 加息环境下的利率风险, 商业地产信用风险, 低收入群体地产债务风险。商业地产贷款在资产基本面、地产价值、债务风险三个维度均在走弱; 低收入群体房贷收入比已上升至金融危机前水平, 达到 40%, 意味着收入中的 40% 需用来支付房屋贷款, 更重要的是低收入者债务问题是重要的领先信号, 但却被忽视。

谁是下一个? 关注清单: 纽约社区银行 (商业地产贷款敞口 71%)、华美银行 (高浮亏、高 CRE 敞口)、西太平洋合众银行 (存款挤兑、CRE 贷款敞口 28%)、西部联盟银行 (存款挤兑)、联信银行 (浮亏高、未保险存款占比高)、嘉信尊享银行 (浮亏占 329%)、美国联邦储蓄银行 (高浮亏)、美洲银行 (规模大、浮亏高)、ZION、First Hozrion 等。

负债侧的脆弱性: 高利率、高息差和美联储缩表环境下, 银行流动性压力难降, 被动“缩表”

美国银行业流动性压力源自高企的利差和未被保险存款占比。疫情期间美联储扩表和财政刺激政策改善了私人部门的现金流, 银行资产负债表规模大幅扩张。本轮加息周期下, 银行存款利率对美联储加息反应不敏感, 存款贝塔值仅为 6% 到 17% 左右, 显著低于疫情前。由于存款利率与货币基金的利差持续扩大, 套利动机驱动存款“搬家”;

美国银行存款以活期存款为主, 未保险存款占比接近 40%, 加剧了存款流失的压力。截至 2023 年 3 月, 系统重要性银行的未保险存款占比更低 (约 24%), 中小型银行比例更高。流动性压力关注清单: 纽约银行 (92%)、道富银行 (91%)、北方信托银行 (82%) 和联信银行 (60%) 等。

存款流失还可能持续多久? 从利差扩大和存款消耗两个维度来看, 存款流失将可能持续到 2024 年三到四季度。从利差来看, 联邦基金利率在 2024 年将可能下行, 带动 MMF-存款利差缩小, 累计流出金额占银行存款的 3%。从存款消耗的角度分析, 近 12 个月每月存款减少约 770 亿美元, 基准情形下, 银行存款的流出将可能持续到 2024 年下半年。

风险提示

俄乌冲突再起波澜; 大宗商品价格反弹; 工资增速放缓不达预期;

内容目录

一、美国金融体系与银行风险：低集中、低监管下的脆弱性.....	5
(一) 美国银行业脆弱性的制度基础：单一银行制与碎片化的多头监管体系.....	5
(二) 银行是重要的：本轮“银行危机”，影响几何，对哪些领域、部门冲击更大？.....	7
二、资产侧：长期低利率促使银行转变盈利模式，美联储加息抬升利率风险.....	10
(一) 美国银行资产结构的变迁：长期低利率环境下，证券类资产上升，贷款规模收缩.....	10
(二) 资产侧的三大风险：利率风险、商业地产贷款风险与低收入群体债务风险.....	11
三、负债侧：高利率、高息差和美联储缩表环境下，银行流动性压力难降.....	18
(一) 美国银行业负债端结构：活期存款占比超7成，中小银行未被保险存款占比更高.....	18
(二) 银行业负债端潜在风险：高利率形成资金空转，存款流失可能持续到2024年.....	19
风险提示.....	22

图表目录

图表 1： 在主要发达国家中，美国银行业集中度较低.....	5
图表 2： 美国爆银行危机的概率更高.....	5
图表 3： 美国县级银行业集中度的比较.....	5
图表 4： 美国银行业破产频发（按资产规模排序）.....	5
图表 5： 美国银行数量回落，但仍高达4000余家.....	6
图表 6： 美国银行数量超过欧洲十国数量之和.....	6
图表 7： 美国银行业乃至整个金融系统都存在着复杂而庞大的多头监管.....	6
图表 8： 2018年，美国《经济增长、监管救济和消费者保护法》实质上放松了对中小银行的监管.....	7
图表 9： 美国金融体系里，银行总资产占比回落.....	7
图表 10： 企业融资来源：加息以来，贷款占主导地位.....	7
图表 11： 银行占住宅贷款中的30%.....	8
图表 12： 银行贷款占商业地产贷款中的60%.....	8
图表 13： 美国高风险银行清单.....	8
图表 14： 美国银行业已呈现一定程度的风险传染特征.....	9
图表 15： 银行信贷领先衰退期，当前信贷已大幅收紧.....	9
图表 16： 即使未出现危机，银行受冲击也会缩减信贷.....	9
图表 17： 消费贷款市场中，银行提供的消费贷款占42%.....	10
图表 18： 小型银行对中小企业的贷款占比更高.....	10
图表 19： 美国经济、就业韧性集中于服务业领域.....	10
图表 20： 而休闲、服务业对银行贷款依赖度更高.....	10
图表 21： 美国银行总体资产结构，2023年2月.....	11
图表 22： 大小银行的资产结构对比.....	11
图表 23： 美国银行证券资产占比上升，传统贷款下降.....	11
图表 24： 美国银行业利息差长期回落.....	11
图表 25： 美国银行业持有至到期浮亏约.....	12

图表 26:	美国银行业可供出售资产浮亏	12
图表 27:	美国银行业资产久期拉长	12
图表 28:	大部分银行资产未进行利率风险对冲	12
图表 29:	美国大部分银行应对高利率的措施有限, 仅通过会计措施将可供出售转换为持有至到期投资	13
图表 30:	高利率可能维持到年底	14
图表 31:	加息 1%会导致银行亏损金额占比提高 4.5%	14
图表 32:	华美银行、联信银行在利率风险上的暴露较高	14
图表 33:	仅考虑证券未实现亏损, 嘉信理财风险较大	14
图表 34:	美国商业地产空置率上升, 净吸收率降低	15
图表 35:	经济下行, 写字楼空置率倾向于上升	15
图表 36:	2022 年四季度, 美国主要城市写字楼库存、净吸收情况, 仅少部分城市吸收率为正, 空置率较高	15
图表 37:	美国商业地产价格增速回落更快	16
图表 38:	美国商业地产贷款价值比抬升	16
图表 39:	2023 年商业地产债务到期规模最大	16
图表 40:	商业地产贷款到期规模里, 银行比重最大	16
图表 41:	CMBS 拖欠率, 特别处理率抬升	16
图表 42:	3 月美国 CMBS 违约中, 办公楼占比最高	16
图表 43:	写字楼贷款拖欠率较高的城市集中于东、西部	17
图表 44:	美国商业银行对商业地产贷款敞口排序	17
图表 45:	FHA 贷款人评级主要为 620, 低于一般的 760	17
图表 46:	大型银行提供给低收入群体贷款占比降低	17
图表 47:	FHA 贷款人债务收入比上升至 08 年水平	17
图表 48:	美国收入后 50% 人群债务占比 30% 以上	17
图表 49:	美国银行负债端规模约 20 万亿美元	18
图表 50:	美国银行业未保险存款占比分布	18
图表 51:	美国各银行未保险存款占比排序	18
图表 52:	小型银行存款增速相对更低	19
图表 53:	美国银行业未保险存款占比上升	19
图表 54:	本轮加息周期中, 银行存款利率与联邦基金利率的“剪刀差”更大	19
图表 55:	大型银行存款流出规模更大	20
图表 56:	小型银行的存款流出占比更大	20
图表 57:	存款主要流入货币市场基金	20
图表 58:	存款未显著流向股票市场	20
图表 59:	货币基金与存款利率收益率差距扩大	20
图表 60:	加息开始后存款与基金走势差距扩大	20
图表 61:	财政退坡, 收入减少形成存款流出的背景	21
图表 62:	银行业冲击在短期内加速了存款流失	21
图表 63:	货币基金对 ON RRP (回购协议) 的配置加大	21
图表 64:	BTFP 规模回升, 中小银行仍面临流动性问题	21
图表 65:	存款增速下滑, 贷款标准倾向收紧	21
图表 66:	贷款收紧, 银行信用周期仍处于下行区间	21

图表 67: 2004、2015 两次加息导致利差扩大, 存款流出..... 22

图表 68: 存款流出至货币基金可能持续到 2024 年..... 22

图表 69: FFR 的预测路径显示 2024 年 3 季度利差缩小..... 22

图表 70: 存款流出可能持续到 2024 年下半年..... 22

硅谷银行破产“一石激起千层浪”，签字银行与第一共和银行相继破产，原因却不尽相同。5月初以来，美国银行股波动加剧。在利率维持高位时期，美国银行业中的脆弱环节或面临继续出清的风险。脆弱环节在哪里？谁是下一个？是否会演化呈系统性风险？

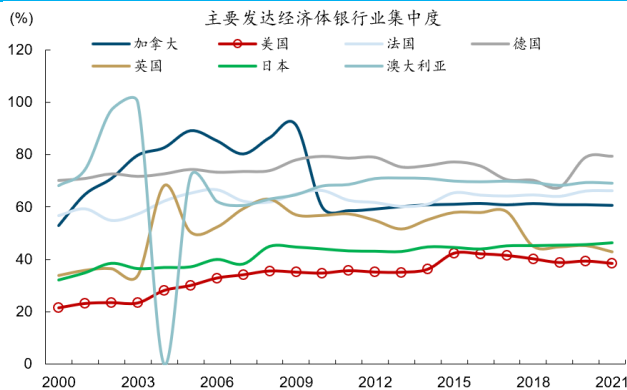
一、美国金融体系与银行风险：低集中、低监管下的脆弱性

(一) 美国银行业脆弱性的制度基础：单一银行制与碎片化的多头监管体系

单一银行 (unit bank) 制和碎片化的多头监管体系是美国金融体系的“痼疾”，两者都是美国相比其他发达经济体更容易爆发银行危机的重要解释。2007-2009 年全球金融危机之后，“大而不倒”的共识进一步加强。反之言之，单一银行制便是美国银行体系不稳定的重要来源，是商业银行体系的“痼疾”。

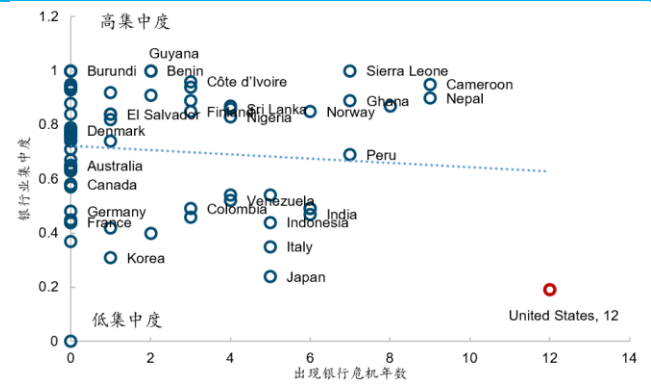
与其他发达国家相比，美国银行数量多，行业集中度低。1929-1933 年“大萧条”和上世纪 80 年代的“储贷危机”使美国银行业数量锐减。仅“大萧条”期间美国破产银行数量就达到了 9000 家。1935-1980 年，美国银行数量维持在 13000-15000 家波动。“储贷危机”期间，美国银行数量进一步下行，目前已不足 5000 家。即使如此，仍超过欧洲排名前 10 的国家的总和，是数量最多的德国的 3 倍。

图表1：在主要发达国家中，美国银行业集中度较低



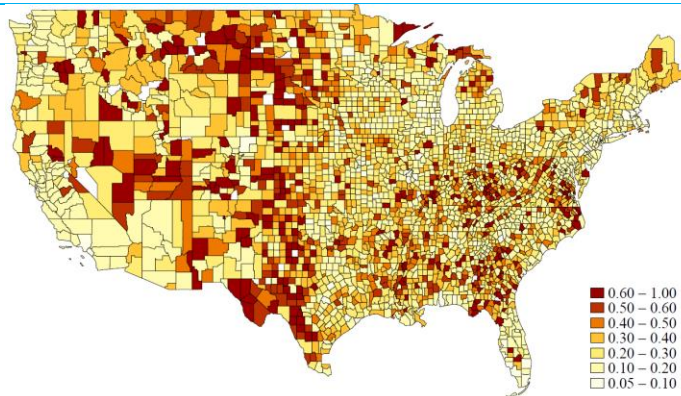
来源：World Bank、国金证券研究所

图表2：美国爆银行危机的概率更高



来源：Beck等(2004)、国金证券研究所

图表3：美国县级银行业集中度的比较



来源：FDIC、国金证券研究所

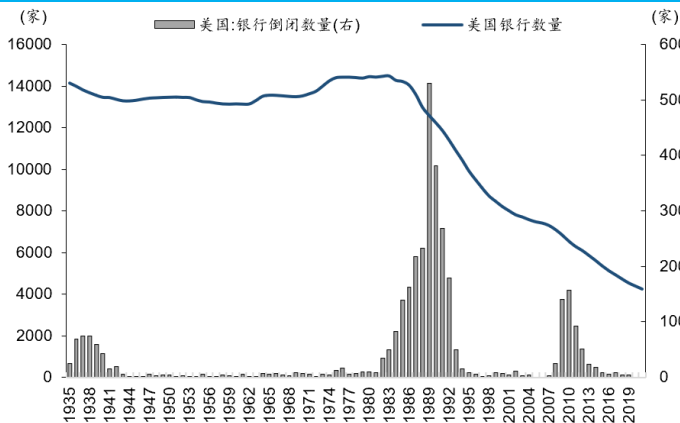
图表4：美国银行业破产频发（按资产规模排序）

银行名称	总部地点	破产日期	总资产(十亿美元)	总存款(十亿美元)
华盛顿互惠银行	内华达州亨德森	2008年9月25日	424.4	260.2
硅谷银行	加州圣克拉拉	2023年3月10日	209	175.4
大陆伊利诺伊州国民银行和信托公司	伊利诺伊州芝加哥	1984年5月17日	111.1	79.5
签名银行	纽约州纽约市	2003年3月12日	110.4	88.6
美国储蓄及贷款协会	加州斯托克顿	1988年9月7日	73.2	37.4
印地麦克银行	加州帕萨迪纳	2008年7月11日	42.2	26
第一共和银行-达拉斯	德州达拉斯	1988年7月29日	41.9	18.8
殖民银行	亚拉巴马州蒙哥马利	2009年8月14日	35.7	28.1
直布罗陀储蓄	加州西米谷	1989年3月31日	31.9	18.1
新英格兰银行	马萨诸塞州波士顿	1991年1月6日	29.4	20.6

来源：Pew Research、国金证券研究所

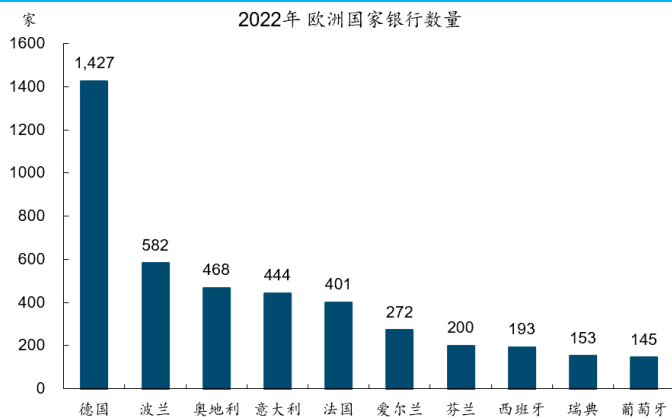
分散的市场使美国出现银行危机的概率远高于其他国家。美国银行业持续整合，但截止到 2021 年，美国前三大银行（美国银行、富国银行、摩根大通）的市场份额仅约 30%，远低于德国的 70%，法国的 66%。低集中度、中小银行占比更高往往导致更冒险的贷款行为、更激进的资产负债管理，使得银行破产的可能性增加，历史上，美国出现银行危机的时期远高于其他发达国家，尤其是中小银行危机。

图表5: 美国银行数量回落, 但仍高达 4000 余家



来源: FDIC、国金证券研究所

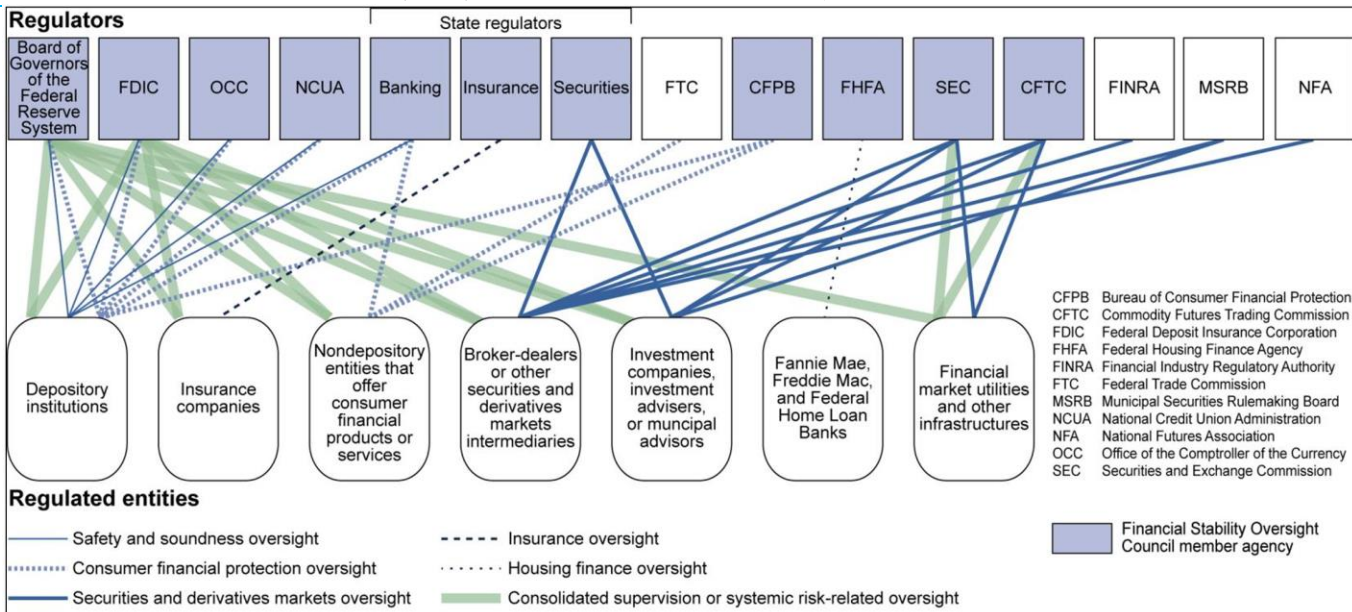
图表6: 美国银行数量超过欧洲十国数量之和



来源: statista、国金证券研究所

碎片化的金融监管体系是美国银行业不稳定的另一制度基础, 这一特征根植于美国的联邦制, 是州和地方保护主义的集中体现, 也是银行业危机和信贷稀缺的政治根源。凯罗米里斯和哈珀称之为“人为制造业的脆弱性”^①。长期以来, 美国的金融监管系统以多头监管为特征, 任何职能的重叠都可能形成监管盲区, 从而留下监管套利的机会。美国对银行负有监管责任的政府机构包括: 美联储、财政部的货币监理署 (OCC)、FDIC、美国储蓄机构监管办公室 (Office of Thrift Supervision, OTS), 以及协助监管美国银行的海外分支机构和各州的银行委员会。区域中小银行是本轮银行风波的“震中”, 州政府及地方金融监管机构是直接监管主体, 而其应对风险的能力相对较弱。

图表7: 美国银行业乃至整个金融系统都存在着复杂而庞大的多头监管



来源: Labonte(2020)、国金证券研究所

不同监管机构的规则不尽相同, 还可能为了利益而争夺地盘。比如, 2007年3月, 美国国家金融服务公司变更了旗下储蓄机构的注册机构, 主要监管机构由美联储变更为 OTS, 因为 OTS 承诺对其“少一些敌意”。OCC 有时也会积极地“引诱”银行向“联邦注册银行”转变, 以期将其纳入自己的监管范围之内。OTS 与 OCC 为其监管对象提供便利, 即宣称这些机构免受州政府和当地政府大部分法律法规的限制。非银行金融机构则大多处在监管之外, 尤其是影子银行业务。

比较而言, 美国对中小银行的监管更宽松。2018年, 美国出台《经济增长、监管救济和消费者保护法》, 实质上放松了对银行的监管, 尤其是中小银行的资本金要求。这些行业

① 参考凯罗米里斯和哈珀:《人为制造的脆弱性》, 中信出版社。

特征意味着美国银行业之所以出现风险具有深层次的原因。

图表8: 2018年, 美国《经济增长、监管救济和消费者保护法》实质上放松了对中小银行的监管

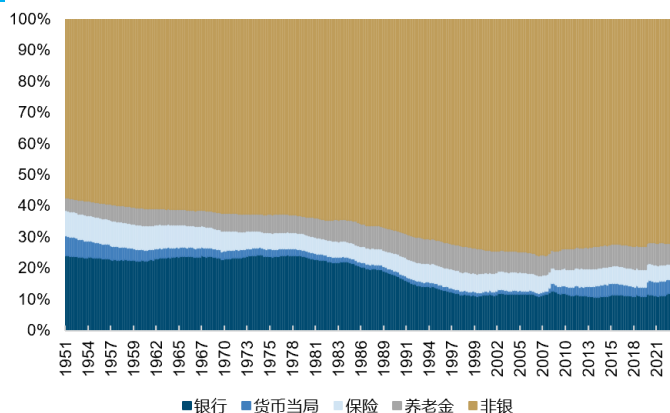
调整内容	详细描述
上调系统性银行认定门槛	从500亿美元门槛上调到2500亿, 系统性银行的监管标准更严格
上调受加强审慎监管的认定门槛	将适用某些强化审慎标准的资产门槛从500亿美元提高到2500亿美元, 同时允许FRB自行决定资产等于或大于1000亿美元的金融机构是否必须遵守此类标准
上调强制性风险委员会门槛	将强制性风险委员会的资产门槛从100亿美元提高到500亿美元
豁免“沃尔克规则”	总资产价值低于100亿美元的银行免于沃尔克规则, 沃尔克规则禁止银行进行自营交易和投资高风险基金
简化抵押贷款规定	主要针对一些小型银行和信贷机构进行了调整, 豁免某些资格评定标准, 以便为符合条件的借款人提供抵押贷款。

来源: Fed、国金证券研究所

(二) 银行是重要的: 本轮“银行危机”, 影响几何, 对哪些领域、部门冲击更大?

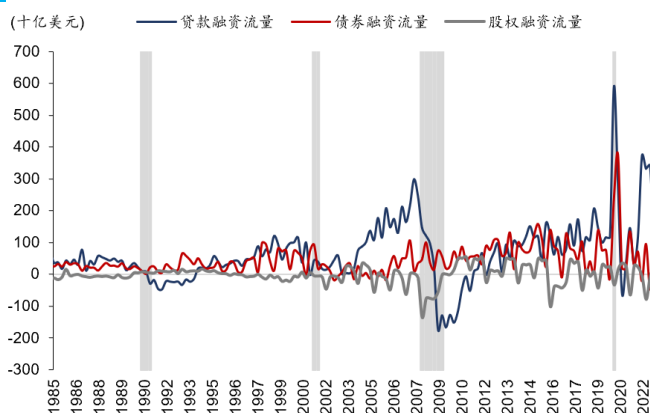
一个常见的误识是, 美国的融资结构以直接融资为主导, 所以银行信用收缩对经济的影响是有限的。这一认识并未区分存量与流量。上世纪80年代以来, 在金融脱媒的趋势下, 美国银行业总资产在金融机构总资产中占比趋于下行, 目前占比近20%。但是, 在美联储加息背景下, 美国非金融企业部门的债券、股权融资均明显回落, 例如2022年四季度美国企业部门新增债券融资为-30亿美元, 新增股东净投资-36亿美元, 而新增贷款融资则达到2280亿美元。因此, 从融资角度看, 美国经济的韧性主要来源于银行贷款, 故银行信贷收缩的影响也不容小觑。

图表9: 美国金融体系里, 银行总资产占比回落



来源: Bloomberg、国金证券研究所

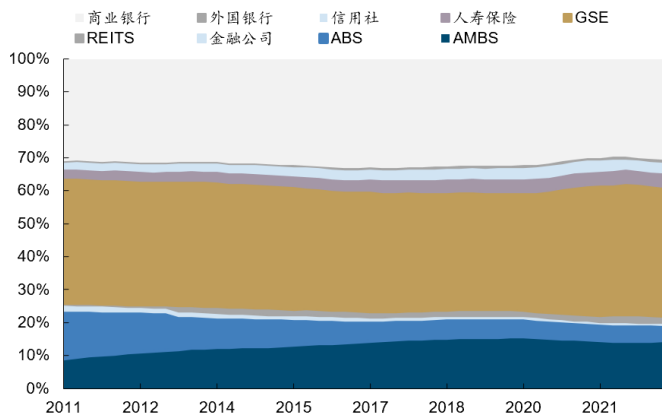
图表10: 企业融资来源: 加息以来, 贷款占主导地位



来源: Bloomberg、国金证券研究所

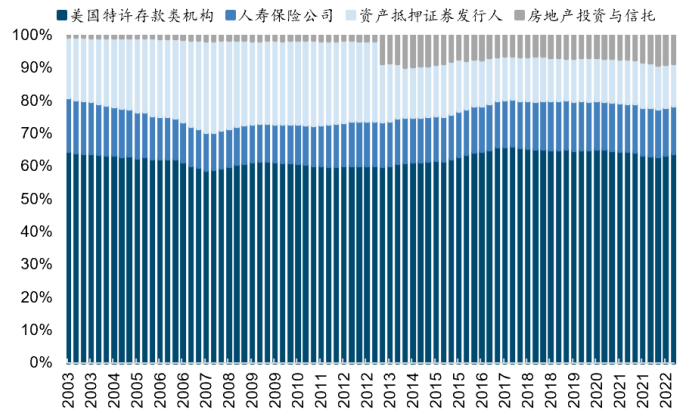
银行是抵押贷款资金的主要供给者, 其中, 中小银行是商业地产贷款最主要的资金来源。美国的抵押贷款资金供给方包括银行、信托、政府支持机构(GSE, 房地美、房利美等)、信用社和信托等, 银行提供了美国30%的住房贷款, 60%的商业地产贷款, 42%的消费贷款, 32%的工商业贷款; 其中, 中小银行向低收入群体及小型企业发放的贷款比重更高。

图表11: 银行占住宅贷款中的30%



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表12: 银行贷款占商业地产贷款中的60%



来源: Bloomberg、国金证券研究所

整体而言,美国银行业稳定性远高于2008年金融危机之前,风险主要集中在中小银行。从资本金充足率等指标来看,银行业吸收短期流动性冲击的能力显著增强。普通股一级总比率(CET1)接近2007-2022年以来的平均水平,有形普通股与有形资产的比率同样较低。即使不出现系统性银行危机,防风险的“本能”也会加速银行信贷的收缩,增加经济下行压力。以1998年为例,尽管当时的银行危机主要发生在亚洲,但美国银行业信贷在亚洲危机6个月内收缩了20%以上。当前,美国银行业信用已呈现收缩状态。美国高级信贷官调查的结果显示,针对大、企业的贷款标准自2021年7月便已收紧,3月紧缩比例超过40%。

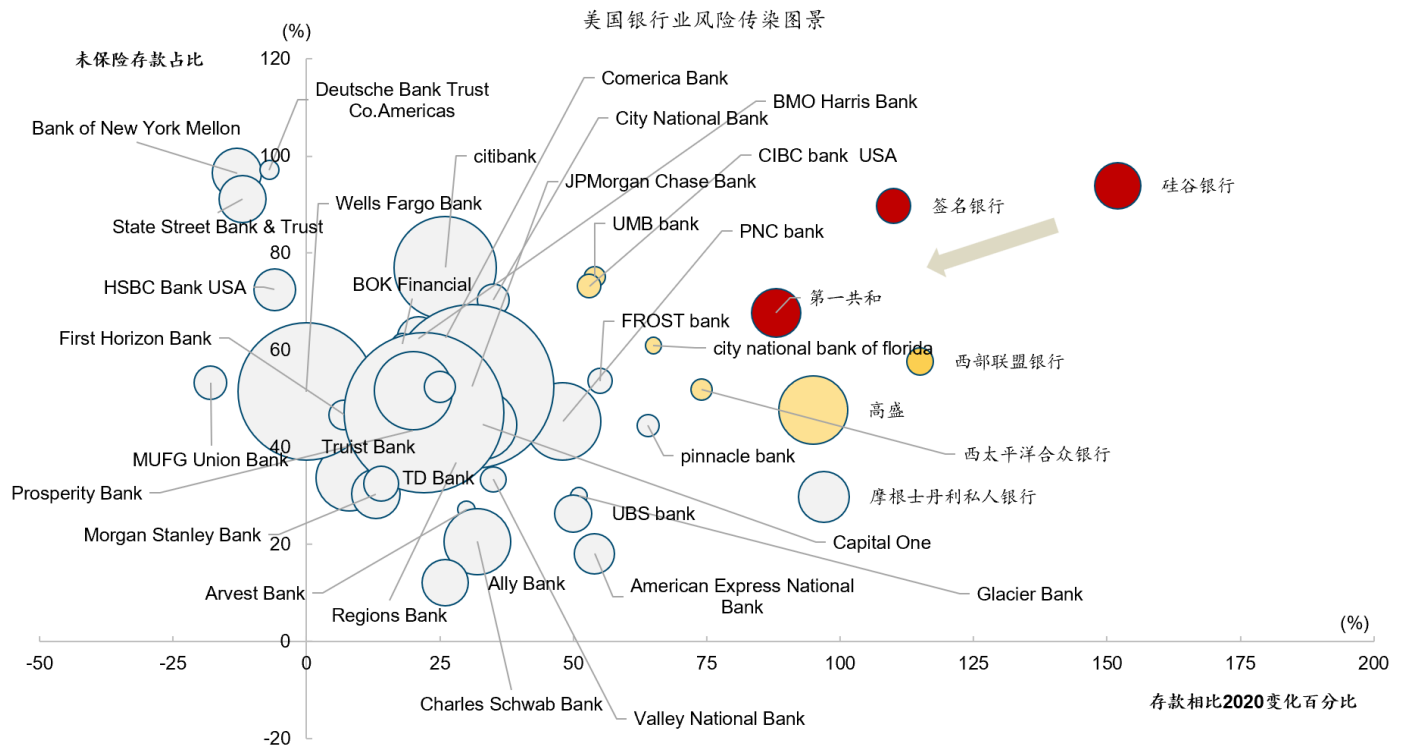
基于对硅谷银行、签字银行和第一共和银行的案例研究可知,本轮银行业动荡中,资产端净亏较高以及负债端未保险存款占比较高的银行风险更大。当前,美国银行业已呈现一定程度的风险传染特征,基于资产、负债、规模指标进行筛选,除三家已倒闭的银行外,纽约梅隆银行、道富银行、华美银行、美洲银行、联信银行、美国银行及First Horizon等银行的风险值得关注。

图表13: 美国高风险银行清单

银行中文名称	银行英文名称	总资产 (十亿)	未保险存款		优先存款 (十亿)	(贷款 +HTM)/总 存款(%)	累计其他综合收 益(AOCI)		有形权 益比率 %
			金额(十亿)	占比%			金额	占总资本 比重%	
硅谷银行(已倒闭)	Silicon Valley Bank	209.0	151.6	93.8	0.0	94.4	-1.9	10.6	7.3
纽约梅隆银行	Bank of New York Mellon(BK)	324.6	175.1/156.6	92.0/82.3	0.7	31.2	-4.4	21.5	6.2
道富银行	State Street Bank and Trust Co.(STT)	298.0	148.9	91.2	0.0	40.1	-3.4	18.1	6.2
签名银行(已倒闭)	Signature Bank	110.4	79.5	89.3	1.4	93.3	-2.0	18.1	7.3
北方信托公司	Northern Trust Co.(NTRS)	154.5	41.9	81.6	0.0	54.5	-1.5	13.0	6.6
花旗银行	Citibank NA(C)	1766.8	598.2	73.7	2.0	64.6	-29.9	18.1	8.6
加拿大帝国商业银行美国分行	CIBC Bank USA(CM)	50.9	30.0	73.1	0.1	87.1	-0.3	4.5	11.2
汇丰银行美国分行	HSBC Bank USA NA(HSBA)	162.4	94.2/86.9	70.6/65.2	0.1	47.4	-2.6	12.8	9.5
城市国家银行	City National Bank(RY)	96.5	53.1	70.3	0.3	93.6	1.6	17.3	6.7
第一共和银行(已倒闭)	First Republic Bank(FRC)	212.6	119.5	67.4	0.6	110.6	-0.3	1.7	8.1
华美银行	East West Bank(EWBC)	64.1	35.1/26.8	65.8/50.2	3.9	91.1	-0.8	11.3	8.5
满银哈里斯银行	BMO Harris Bank NA(BMO)	177.0	88.6	60.5	3.0	72.7	-3.5	16.9	8.9
联信银行	Comerica Bank(CMA)	85.5	45.5	60.4	0.1	72.8	-3.7	40.7	4.9
西部联盟银行	Western Alliance Bank(WAL)	67.7	31.0	56.3	0.4	101.7	-0.7	10.6	7.5
Frost 银行	Frost Bank(CFR)	53.0	23.8	53.6	1.5	44.6	-1.3	33.5	4.6
波多黎各普及银行	Banco Popular de Puerto Rico(B POP)	56.1	28.1	53.1	16.2	58.3	-2.4	52.4	3.0
三菱美国联合银行	MUFG Union Bank NA(USB)	104.4	43.7	53.0	3.5	70.5	0.0	0.4	10.3
Zions Bancorp.NA 银行	Zions Bancorp.NA(ZION)	89.5	37.6	52.2	17.0	93.2	-3.1	38.5	4.3
摩根大通银行	JPMorgan Chase Bank NA(PM)	3201.9	1057.9	52.0	43.6	64.3	-18.0	6.2	8.3
美国银行	U.S.Bank NA(USB)	585.1	234.3	51.4	9.0	90.6	-11.2	19.7	5.8
Sy novus 银行	Sy novus Bank(SNV)	59.6	25.1	50.7	6.5	89.3	-1.4	23.5	6.7
Bank of the West 银行	Bank of the West(BMO)	91.6	36.6	50.7	6.3	83.4	-2.9	33.8	5.7
KeyBank NA 银行	KeyBank NA(KEY)	187.6	75.6	50.0/44.4	8.0	88.7	-6.0	30.2	5.7
第五大道银行	Fifth Third Bank NA(FIT B)	206.3	88.3	48.4/38.0	6.6	72.3	-5.1	23.8	7.2
高盛银行	Goldman Sachs Bank USA(GS)	487.0	168.0	47.6/36.5	0.0	46.5	-1.2	2.2	9.6
公民银行	Citizens Bank NA(CFG)	226.4	88.9	47.5	9.6	91.6	-4.5	19.3	7.1
制造商和贸易商信托公司	Manufacturers and Traders Trust Co.(MTB)	200.3	79.4/74.2	47.1/44.0	11.4	87.4	-0.8	4.1	8.2
First Horizon 银行	First Horizon Bank(F H N)	78.7	30.3	46.2	5.1	92.6	-1.4	15.9	8.4
美洲银行	Bank of America NA(BAC)	2418.5	909.3/617.6	46.1/31.3	25.2	82.0	-18.4	9.5	7.1
亨廷顿国家银行	Huntington National Bank(H BAN)	182.3	84.6	45.6/25.5	4.1	90.8	-3.1	17.5	6.5

来源: S&P Global Market Intelligence、国金证券研究所

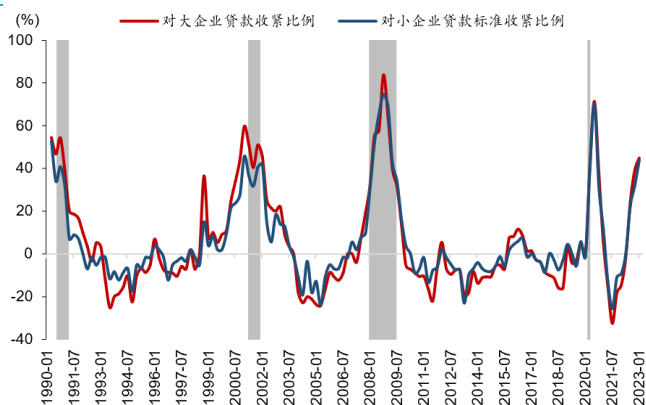
图表14: 美国银行业已呈现一定程度的风险传染特征



来源: Bloomberg.com、国金证券研究所

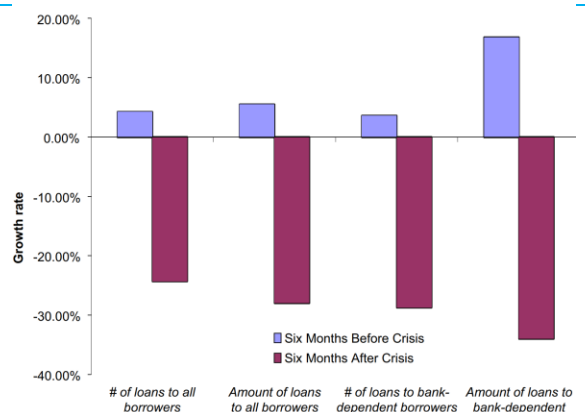
分行业而言,从中小银行脆弱性和银行融资依赖度两个维度进行分析,本轮银行信用收缩主要影响的是休闲服务、医疗、其他服务类企业。这些行业的企业由于贷款规模较小,或缺少抵押品,它们难以通过直接融资市场获得融资。无独有偶,当下美国经济的韧性主要集中于酒店、餐饮、医疗护理等服务业。所以,银行信贷条件的收紧或更直接地影响美国服务业的融资环境,从而削弱当前的经济的韧性。

图表15: 银行信贷领先衰退期,当前信贷已大幅收紧



来源: Bloomberg、国金证券研究所

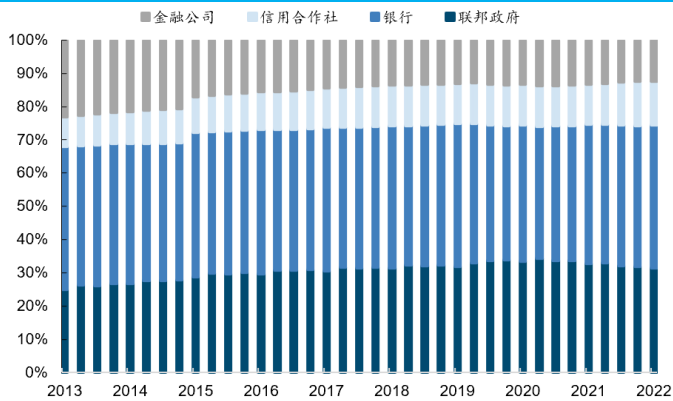
图表16: 即使未出现危机,银行受冲击也会缩减信贷



来源: Chava等(2011)、国金证券研究所

银行贷款行为具有“门当户对”的特征,相对而言,中小银行在中小企业融资和中低收入群体贷款中作用更为显著。美国银行体系包括美国特许存款机构(商业银行)、美国境外银行办事处、美国附属地区银行和信用社等。截止到2022年底,美国共有银行4844家,资产规模在13.8亿美元以下的小型银行共计约4072家,资产规模在13.8亿美元以上的银行772家。平均而言,银行提供给小企业的贷款占总资产比重约12%,而中小银行占比则达到13.6%,大型银行占比仅仅约6%。所以,中小银行受冲击时,小型企业和低收入者资金链更容易受影响。

图表17: 消费贷款市场中, 银行提供的消费贷款占42%



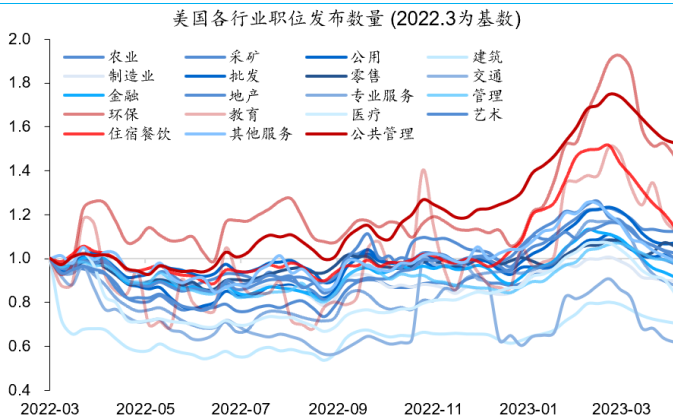
来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表18: 小型银行对中小企业的贷款占比更高

银行规模	小企业贷款占比 (%)	小额贷款占比 (%)
全体银行	12.8	3.1
2.5 亿美元或更少	13.6	4.2
2.5 亿美元至 10 亿美元	13.4	2.5
10 亿至 100 亿美元	10.6	1.8
超过 100 亿美元	6.1	1.6

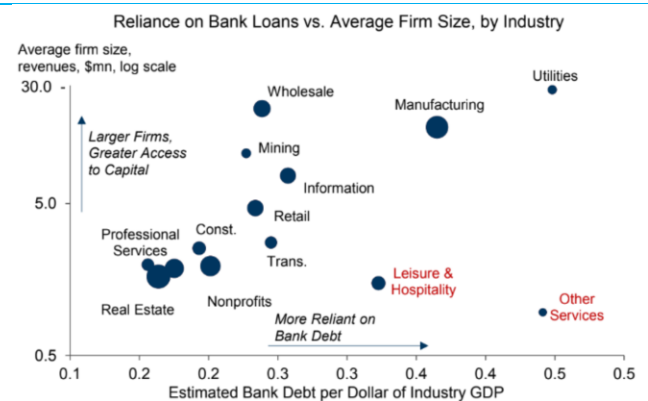
来源: FED、国金证券研究所

图表19: 美国经济、就业韧性集中于服务业领域



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表20: 而休闲、服务业对银行贷款依赖度更高



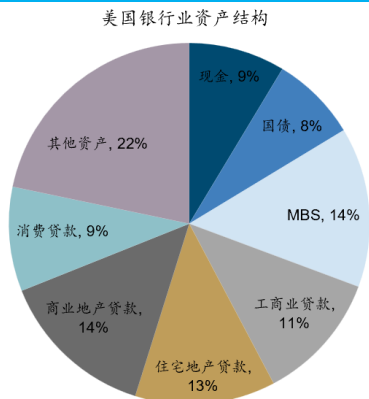
来源: GS、国金证券研究所

二、资产侧：长期低利率促使银行转变盈利模式，美联储加息抬升利率风险

(一) 美国银行资产结构的变迁：长期低利率环境下，证券类资产上升，贷款规模收缩

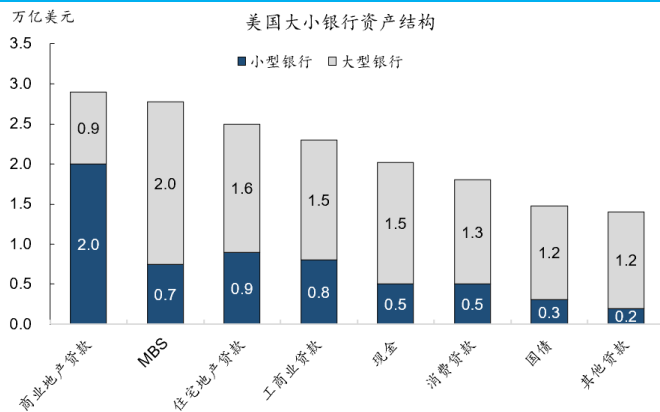
美国银行业资产端总规模约 20 万亿美元，大型银行住宅地产贷款占比更高，小型银行商业地产贷款占比更高。总量层面，截至 2023 年 2 月，美国银行业总资产规模约 20 万亿美元，年均增速约 7%。结构方面：(1) 按类型划分，银行业资产包括现金（约 1.7 万亿，占比 8%）、证券资产（MBS 约 2.8 万亿及国债约 1.5 万亿）、贷款资产（工商业贷款 2.3 万亿、住宅地产贷款 2.5 万亿、商业地产贷款 2.8 万亿、消费贷款 1.8 万亿）；(2) 贷款中，商业地产贷款规模最高，占总资产比重约 14%，消费贷规模最小占比约 9%；(3) 分主体而言，中小银行对商业地产贷款的敞口较大，提供了约 70% 的商业地产贷款。大型银行对住宅地产的风险敞口更大，提供了约 64% 的住宅地产贷款。

图表21: 美国银行总体资产结构, 2023年2月



来源: Fed、国金证券研究所

图表22: 大小银行的资产结构对比

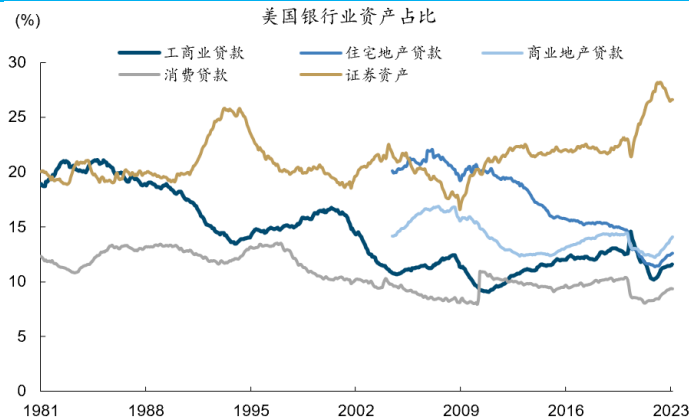


来源: Fed、国金证券研究所

长期低利率环境对美国银行业产生了深远影响, 打破了传统的贷款驱动业务模式, 银行业转向非利息收入, 主动增加了利率风险暴露。2000年以来, 长期的低利率环境使银行净息差降低, 2000年美国商业银行净息差为4.2%, 2019年已降至3.3%, 银行逐步从利息收入(存贷款息差收入)转向非利息收入业务(资管、财富、投资、服务等)。2007-09年全球金融危机后, 美国银行业主动缩减次级抵押贷款业务, 转型进一步加快。

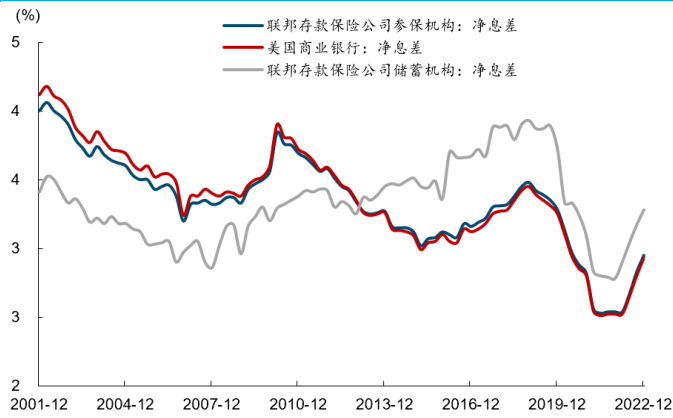
从利润结构看, 美国商业银行净利息收入占比降低, 非利息收入占比上升, 2009年银行非利息收入占总收入的43.5%, 到2019年上升至约49%。反映在资产结构上, 证券类资产(国债、机构债等)比重上升, 传统贷款资产比重下降, 其中工商业贷款资产和住宅贷款降幅最大, 前者在80年代占总资产比重达21%, 2022年已降至12%; 住宅贷款在2008年占比达22%, 2022年已降至11%; 证券类资产则大幅上升至26%, 处于近三十年来的高位。这导致银行对利率风险的暴露增加, 信用风险的暴露降低。这是本轮美国银行业危机有别于金融危机的重要之处。

图表23: 美国银行证券资产占比上升, 传统贷款下降



来源: Bloomberg、国金证券研究所

图表24: 美国银行业利息差长期回落



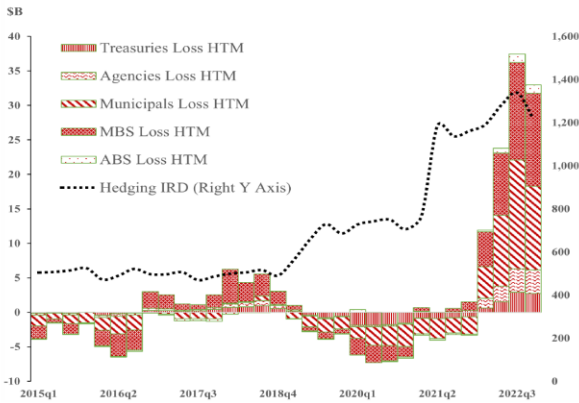
来源: Bloomberg、国金证券研究所

(二) 资产侧的三大风险: 利率风险、商业地产贷款风险与低收入群体债务风险

从资产端看, 美国银行业存在三大潜在风险点: 加息环境下的利率风险, 商业地产信用风险, 低收入群体地产债务风险。三类风险都可能对银行利润构成威胁, 影响信贷投放。

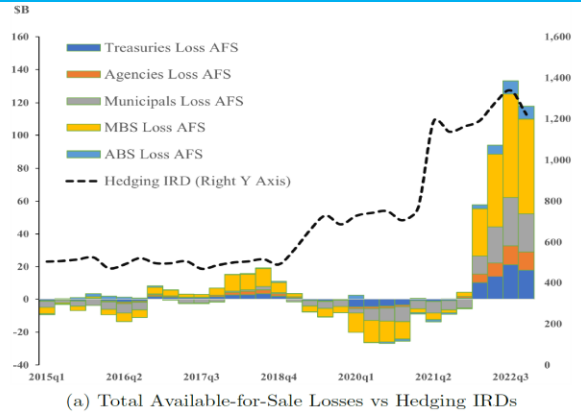
潜在风险之一是, 证券资产的利率风险。总量上, 美联储的激进加息, 导致美国银行业可供出售与持有至到期资产浮亏总规模为2.2万亿美元, 大幅超过以往水平。历次加息周期中, 为什么本轮证券投资浮亏更大? 一是美国银行的转型使自身增加了利率风险的暴露。二是银行业自身在应对高利率风险上明显准备不足, 银行系统里总计仅有6%的资产被利率互换工具所保护, 银行主要的应对措施仅仅是在会计层面将可供出售金融资产重分类为持有至到期投资。三是银行自身资产久期也在拉长。硅谷银行2021年四季度的久期为3.7年, 2022年第四季度为5.6年, 全行业久期则从4.6年扩大到5.1年。

图表25: 美国银行业持有至到期浮亏约



来源: Kim(2023)、国金证券研究所

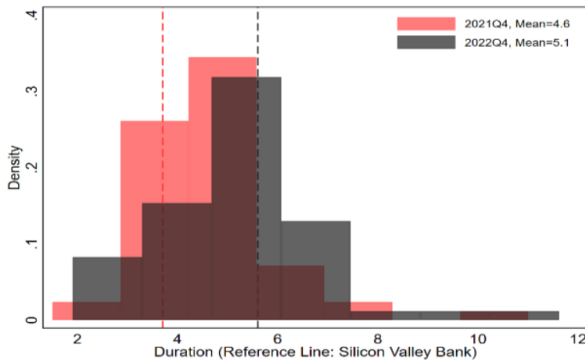
图表26: 美国银行业可供出售资产浮亏



(a) Total Available-for-Sale Losses vs Hedging IRDs

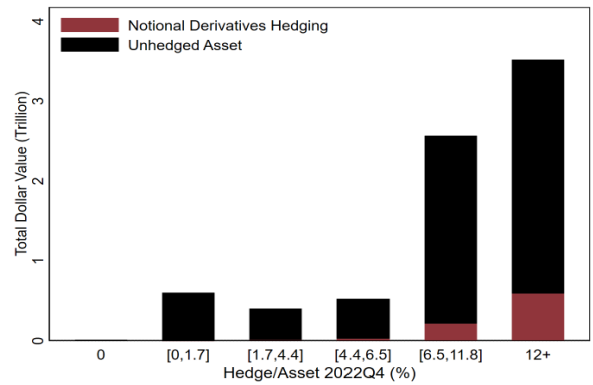
来源: Kim(2023)、国金证券研究所

图表27: 美国银行业资产久期拉长



来源: Kim(2023)、国金证券研究所

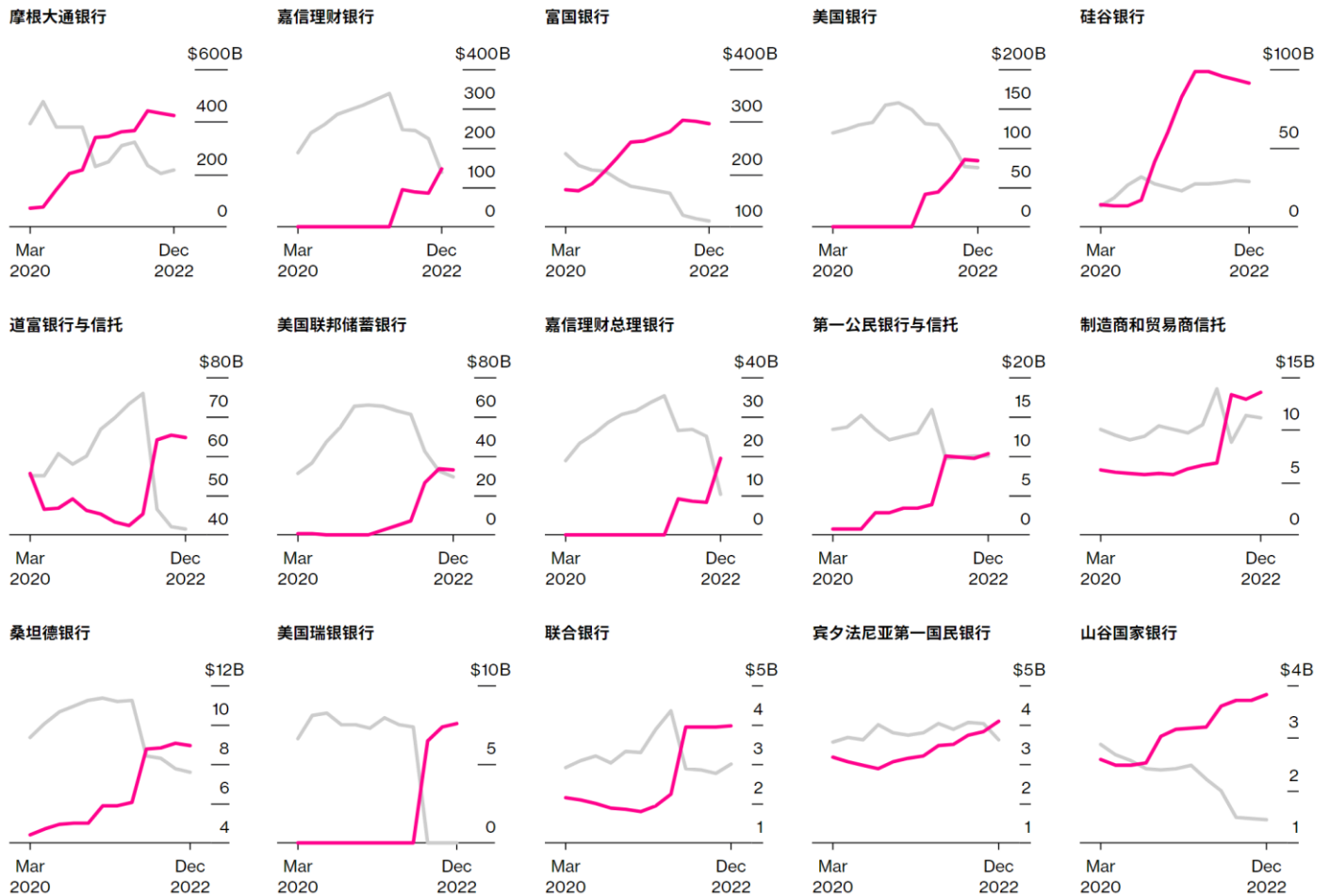
图表28: 大部分银行资产未进行利率风险对冲



来源: Kim(2023)、国金证券研究所

图表29: 美国大部分银行应对高利率的措施有限, 仅通过会计措施将可供出售转换为持有至到期投资

Holdings at cost in: 按成本持有: / 持有至到期证券 / 可供出售证券



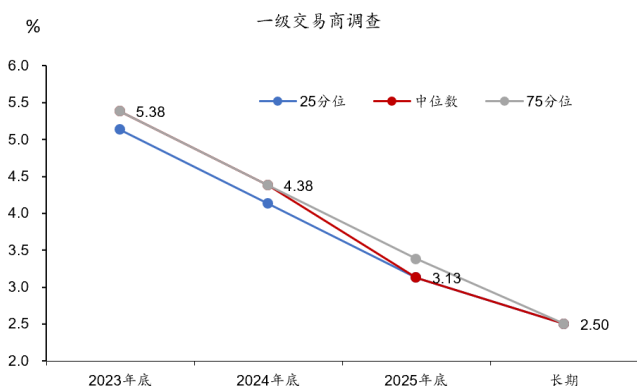
来源: WSJ、国金证券研究所

美联储保持高利率的时间越久, 银行体系的利率风险越高。嘉信理财、华美银行、联信银行等银行在利率风险上的暴露程度较高, 需要重点关注。首先, 2023年5月美联储加息至5%-5.25%的水平后, 虽然6月以后暂停加息的概率较高, 但降息未必很快到来。美联储的基准情景是年内不降息, 2024年或降息80bp。我们认为, 美联储可以在任何时间降息, 但最有可能的场景也得到今年底, 具体时间仍取决于银行业风险的演绎。

加息对银行资产估值有直接的影响。以全行业4.6年的平均久期计算, 美联储每加息1%就会导致银行业浮亏占总资产比重提高4.5%, 未实现亏损提高约1.1万亿^①。利率风险较大的银行集中在中小银行及理财类银行。以贷款+持有至到期资产占比衡量浮亏规模, 风险较大的个体为第一共和银行(110%)、华美银行(91%)、联信银行(73%)等。若仅考虑证券资产的浮亏, 风险较高银行未: 嘉信尊享银行(329%)、嘉信理财(167%)、美国联邦储蓄银行(103%)等。

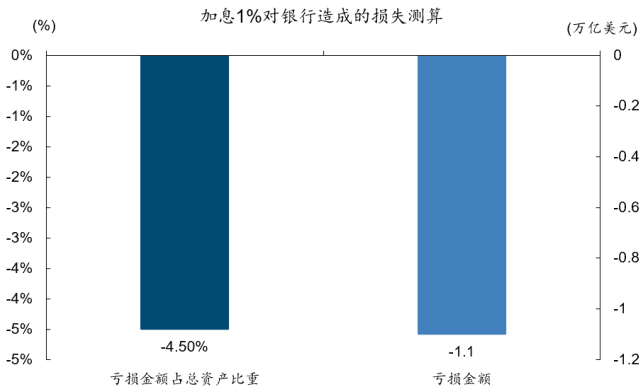
^① Jiang, E. X., Matvos, G., Piskorski, T., & Seru, A. (2023). Monetary Tightening and US Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs? (No. w31048). National Bureau of Economic Research.

图表30: 高利率可能维持到年底



来源: FED、国金证券研究所

图表31: 加息1%会导致银行亏损金额占比提高4.5%



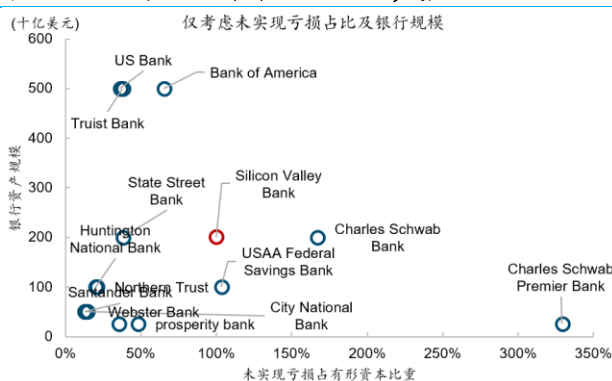
来源: Jiang(2023)、国金证券研究所

图表32: 华美银行、联信银行在利率风险上的暴露较高

银行名称	无保险存款/国内存款 (越高风险越大)	贷款及持有至到期证券/总存款 (越高风险越大)	股价变化 YTD %
第一共和银行	67.70%	110.60%	-69.10%
SVB 金融集团	93.90%	94.40%	-53.90%
签名银行	89.70%	93.30%	-39.20%
华美银行(East West Bancorp)	65.90%	91.10%	-13.90%
联信银行(Comerica)	62.50%	72.80%	-36.60%
花旗集团	77.00%	64.60%	4.30%
北方信托银行	83.10%	54.50%	-3.10%
汇丰控股	72.50%	47.40%	11.90%
道富银行(State Street)	91.20%	40.10%	-1.80%
纽约梅隆银行	96.50%	31.20%	-0.10%

来源: S&P Global Market Intelligence、国金证券研究所

图表33: 仅考虑证券未实现亏损, 嘉信理财风险较大



来源: Bloomberg、国金证券研究所

资产侧的潜在风险之二, 是写字楼商业地产贷款信用风险。自美联储加息以来, 商业地产贷款在基本面、估值和债务三个维度均面临压力测试。

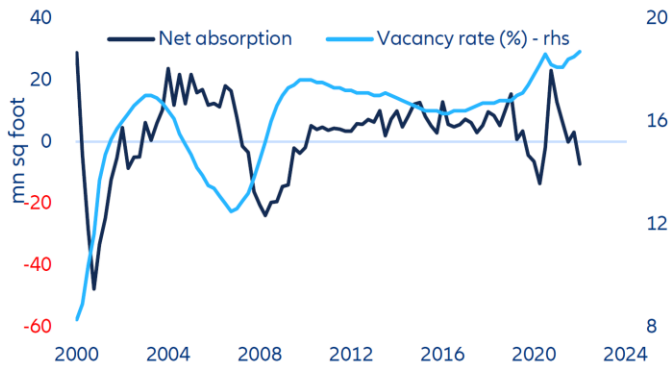
商业地产的基本面维度上, 风险主要表现为写字楼空置率上升、净吸收率降低、库存过高: (1) 写字楼空置率接近金融危机水平。2023 年全美写字楼空置率达到 18.7%, 接近历史最高值。区域上, 加州地区、东海岸、南部大城市空置率较高。截至 22 年底, 洛杉矶空置率达到 22.5%、旧金山 25.1%、芝加哥 22%、休斯顿写字楼空置率达到 26%。

(2) 空置率会随着经济衰退而上升, 伴随美国经济走弱, 下半年地产空置率将可能进一步上升。在 1990-1991 年、2001 年和 2007-2009 年的衰退期间, 商业地产都出现了更高的空置率, 较弱的现金流;

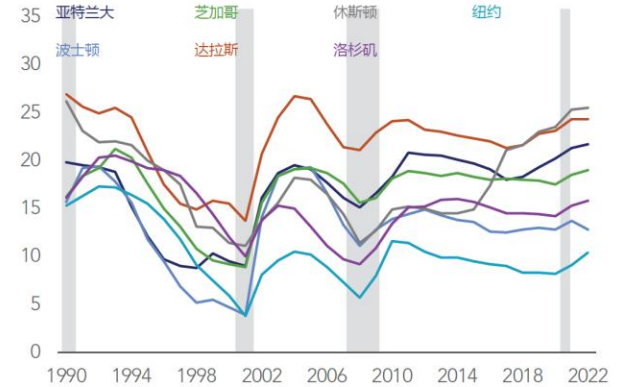
(3) 写字楼净吸收率已降低为负值。净吸收率等于新增使用面积减新增空置面积, 下降代表商业地产需求走弱, 空置面积将增加。2022 年美国写字楼净吸收面积为-0.12 亿平方英尺, 代表空置面积仍在增加, 根据 JLL 测算, 按当前速度, 空置率在 2023 年年中将上升至接近金融危机时期水平。

(4) 地产库存高、消耗速度缓慢。截至 2022 年四季度, 美国 50 大主要城市写字楼总存量为 47 亿平方英尺, 以纽约地区为例, 当地写字楼存量面积达到 4.7 亿平方英尺, 2022 年四季度净吸收面积为 259 万英尺, 按此速度, 纽约地区写字楼存量耗尽需 180 个季度。

图表34: 美国商业地产空置率上升, 净吸收率降低



图表35: 经济下行, 写字楼空置率倾向于上升



来源: OFR、国金证券研究所

来源: OFR、国金证券研究所

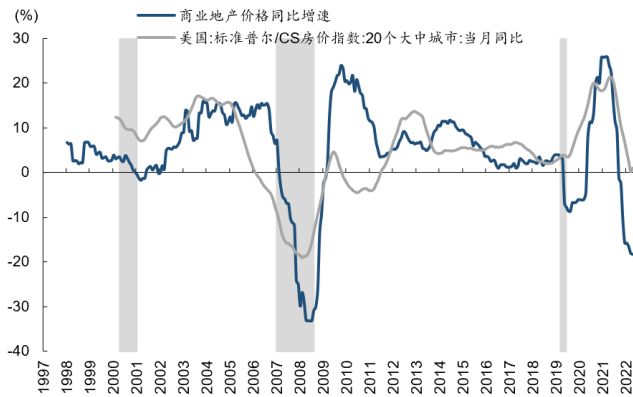
图表36: 2022年四季度, 美国主要城市写字楼库存、净吸收情况, 仅少部分城市吸收率为正, 空置率较高

市场总量 (中央商务区 和郊区)	库存(平方英尺)	季度净吸收总额 (包括转租)	年初至今净吸收 总额(包括 转租)	本年迄今 净吸收总额 (占库存的%)	总空置面积 (平方英尺)	总空置率 (%)	本季度直接 平均市场 租金 (美元/平方 英尺)	季度增 长率	年初至今完 成/交付(平 方英尺)	在建(平方 英尺)
亚特兰大	176,763,246	253,192	1,150,344	0.70%	37,876,238	21.40%	\$33.18	1.70%	3,105,467	3,423,468
巴尔的摩	72,046,529	-351,595	-1,002,897	-1.40%	12,954,239	18.00%	\$26.12	0.20%	614,795	1,070,746
波士顿	166,748,002	-1,244,145	-2,751,117	-1.60%	30,260,854	18.10%	\$46.87	-1.90%	1,324,288	4,233,228
芝加哥	265,685,263	107,465	99,330	0.00%	59,863,725	22.50%	\$37.37	1.70%	2,498,922	3,014,257
克利夫兰	39,767,584	-320,958	-136,422	-0.30%	6,376,409	16.00%	\$20.52	-0.70%	246,000	1,980,305
达拉斯	212,892,642	-660,620	-1,854,455	-0.90%	52,398,535	24.60%	\$33.55	-0.90%	2,011,217	5,960,017
底特律	93,226,116	-468,091	-924,307	-1.00%	17,853,843	19.20%	\$20.11	-0.20%	521,263	454,000
休斯敦	191,654,898	-365,087	-252,346	-0.10%	49,168,674	25.70%	\$31.47	-0.10%	1,573,619	878,017
杰克逊维尔	28,896,613	76,664	455,218	1.60%	5,359,074	18.50%	\$22.34	0.60%	539,613	0
堪萨斯城	66,156,402	-2,663,698	-3,184,277	-4.80%	13,421,727	20.30%	\$21.91	-1.60%	432,000	703,307
长岛	42,245,128	-279,091	-669,163	-1.60%	6,311,112	14.90%	\$29.93	-0.70%	0	155,471
洛杉矶	195,474,312	-1,356,168	-2,437,530	-1.20%	44,046,970	22.50%	\$46.34	0.30%	2,926,583	2,899,000
迈阿密	46,585,303	71,761	644,438	1.40%	7,619,517	16.40%	\$50.44	-1.70%	375,995	1,093,635
新泽西州	169,741,921	-428,143	-161,218	-0.10%	41,643,517	24.50%	\$30.03	0.70%	121,000	234,318
纽约	468,556,370	2,593,329	-2,290,301	-0.50%	74,582,671	15.90%	\$81.62	0.30%	9,775,012	16,554,153
费城	148,916,559	-648,779	-1,850,957	-1.20%	27,569,067	18.50%	\$28.45	-0.40%	138,305	308,000
匹兹堡	62,965,424	-137,368	-159,522	-0.30%	13,426,413	21.30%	\$26.65	-0.80%	826,375	746,452
盐湖城	75,132,669	-284,819	-595,400	-0.80%	13,323,813	17.70%	\$26.30	0.10%	2,001,893	553,231
圣地亚哥	87,077,555	9,676	381,336	0.40%	10,500,848	12.10%	\$41.27	0.90%	281,660	2,057,273
旧金山	86,309,739	-653,414	-2,802,975	-3.20%	21,674,619	25.10%	\$78.12	0.10%	1,026,964	49,958
西雅图	120,144,929	-935,415	-1,258,209	-1.00%	20,039,861	16.70%	\$49.38	1.00%	1,017,102	12,571,242
硅谷	69,789,113	369,616	-518,140	-0.70%	12,098,328	17.30%	\$70.48	2.80%	2,209,350	6,408,235
华盛顿特区	354,318,956	-990,141	-1,601,587	-0.50%	73,392,965	20.70%	\$42.58	-1.30%	4,352,293	5,696,250
美国总计	4,767,995,349	-12,450,783	-37,357,370	-0.80%	936,753,416	19.60%	\$38.81	0.20%	53,147,206	96,335,318

来源: JLL, 国金证券研究所

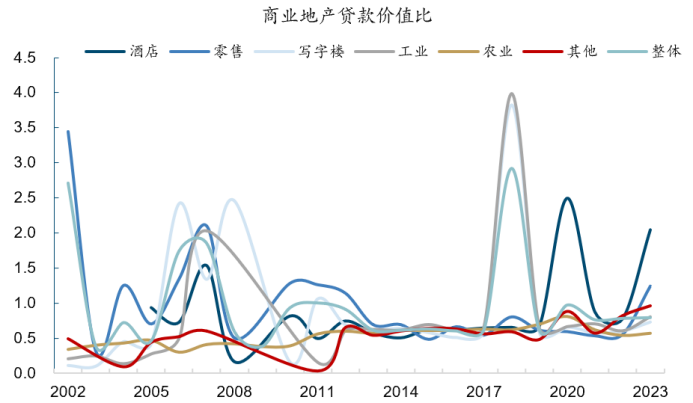
商业地产的价值(或估值)维度上, 商业地产价格对利率敏感性更强, 利率抬升使得价格回落更快, 引起贷款价值比上升, 贷款机构的风险上涨。由于利率敏感性更强, 这一轮紧缩周期里, 商业地产价格已明显回落。根据 Green Street 的商业地产价格指数, 2023年3月美国商业地产价格增速已降至-18%, 同期美国前20城市住房价格同比仍然有1%的增速。价格回落引起商业地产贷款价值比上升, 贷款价值比等于贷款金额/物业价值, 比值上升意味着贷款机构承担的风险提高, 截至2023年4月, 美国写字楼地产贷款价值比上升至73%, 酒店和零售分别上升至204%和124%, 而金融危机时期读数在100%到250%之间, 一般时期维持在50%左右。过去两年的低利率时期, 以高估值发放的贷款风险将可能抬升。

图表37: 美国商业地产价格增速回落更快



来源: Green Street、国金证券研究所

图表38: 美国商业地产贷款价值比抬升

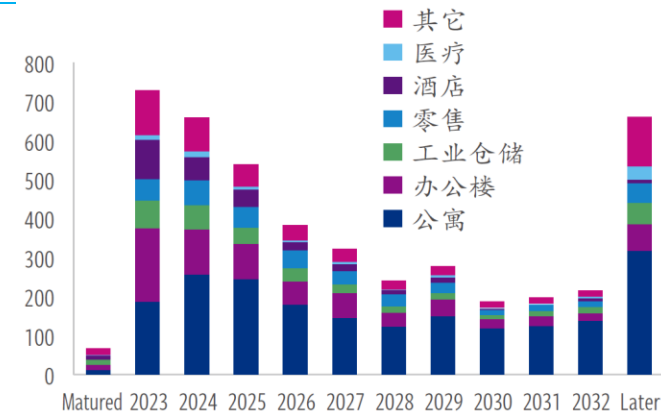


来源: Bloomberg、国金证券研究所

商业地产的债务(或再融资)风险上,2023年是商业地产债务到期的高峰期。目前,商业地产贷款拖欠率、部分城市贷款困境率已出现上升,纽约社区银行、西太平洋合众银行、西部联盟银行等区域性银行的风险更高。从债务到期规模来看,美国MBA协会的数据显示,约7280亿美元的商业地产贷款(占贷款总额的16%)将于2023年到期,另有6590亿美元(占贷款总额的16%)将于2024年到期。酒店贷款在2023年到期的贷款中份额最大(34%),其次是写字楼贷款(25%)。从贷款方看,银行业敞口最大,银行贷款占商业地产债务比重达52%。

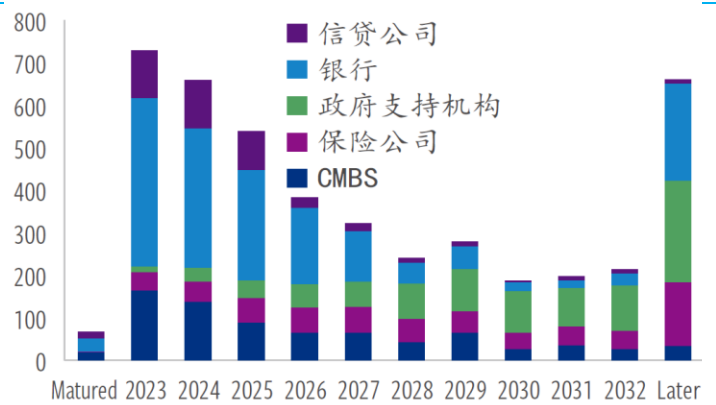
其次,商业地产贷款拖欠率、困境率出现上升。截至3月,商业地产CMBS特别处理率上升至5.6%,撤帐率环比上升。2023年3月违约的12亿美元CMBS债务中,约69%属于办公物业。部分传统城市商业地产贷款困境率提高,包括克利夫兰(10.2%),伯明翰(9.9%),芝加哥(9.5%)等。从直接的风险暴露情况来看,纽约社区银行、硅谷国家银行、华美银行、西太平洋合众银行、西部联盟银行的商业地产贷款敞口最大,商业地产贷款占总贷款的比重分别达到71%、60%、39%、28%、28%。

图表39: 2023年商业地产债务到期规模最大



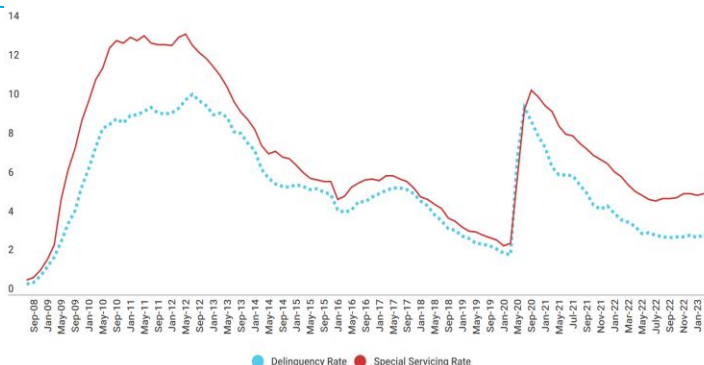
来源: Mortgage Bankers Association、国金证券研究所

图表40: 商业地产贷款到期规模里,银行比重最大



来源: Mortgage Bankers Association、国金证券研究所

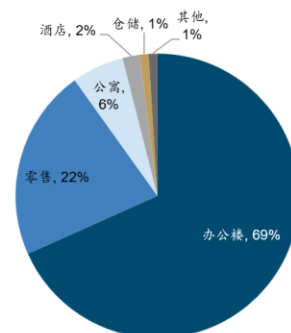
图表41: CMBS拖欠率,特别处理率抬升



来源: Trepp、国金证券研究所

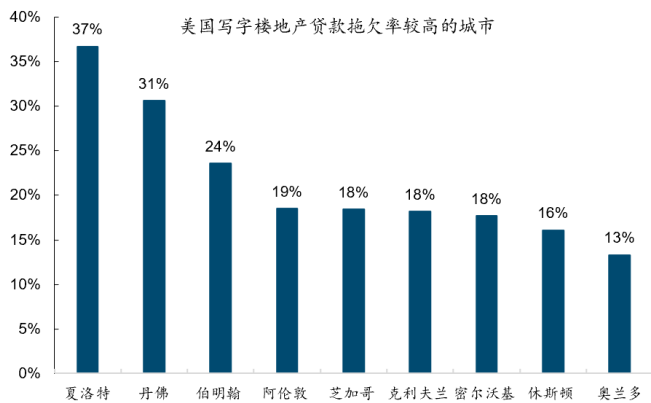
图表42: 3月美国CMBS违约中,办公楼占比最高

美国2023年3月CMBS到期违约情况占比



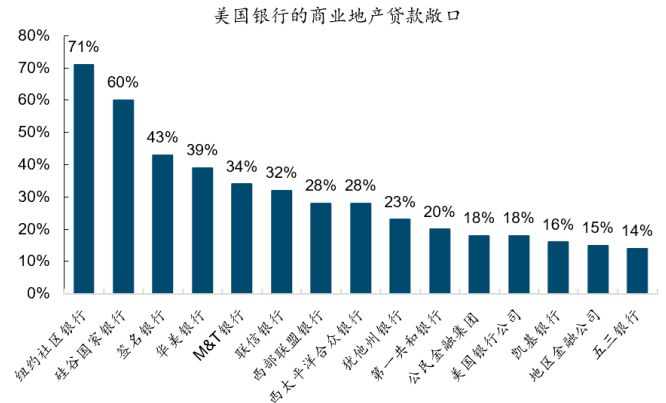
来源: CRED iQ、国金证券研究所

图表43: 写字楼贷款拖欠率较高的城市集中于东、西部



来源: CRED IQ、国金证券研究所

图表44: 美国商业银行对商业地产贷款敞口排序

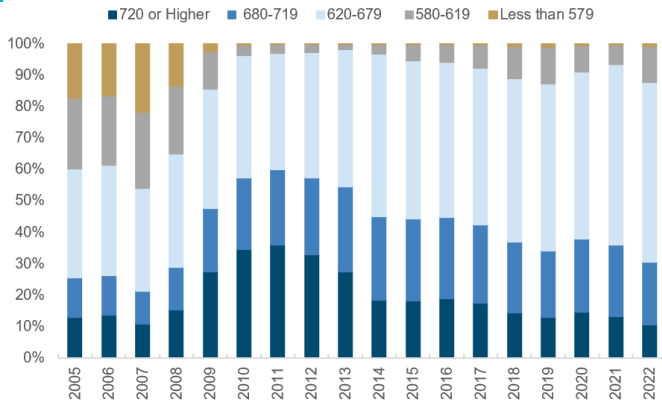


来源: Bloomberg、国金证券研究所

资产侧的潜在风险之三是，低收入群体的住房抵押债务风险。低收入群体被大型银行排斥在外，放贷融资来源主要是中小银行和 GSE。美国最大的三家银行为低收入群体提供的房贷占比逐年下滑，2010 年占比 31%，2016 年降至 15%。为取得贷款，低收入人群往往转向中小银行等其他机构，先寻求 FHA 等政府支持机构担保，再申请贷款。美国 FHA 担保的贷款中有 43% 给予了低收入家庭。低收入群体信用资质更差，房贷风险更高。FHA 贷款的申请人信用分数主要集中在 620-679，低于传统贷款申请人的 760；FHA 担保的房贷首付金额仅为 3.5%-5%，远低于通常的 20%。

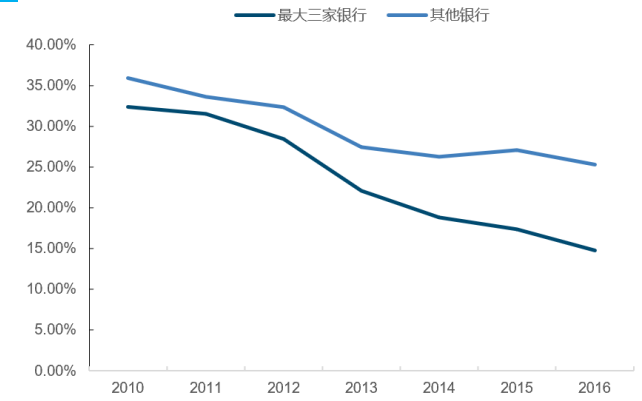
低收入群体贷款债务风险正在上升。FHA 贷款申请人的债务收入比 (Debt-to-Income Ratio) 已上升至金融危机前水平，达到 40%，意味着收入中的 40% 需用来支付房屋贷款，低收入者债务收入比领先美国整体房贷拖欠率一年左右，在总量上，中低收入群体债务规模占美国全社会的 30% 以上。这意味着美国低收入者的债务问题可能被忽视，中小银行面临的潜在风险可能也更高。

图表45: FHA 贷款人评级主要为 620, 低于一般的 760



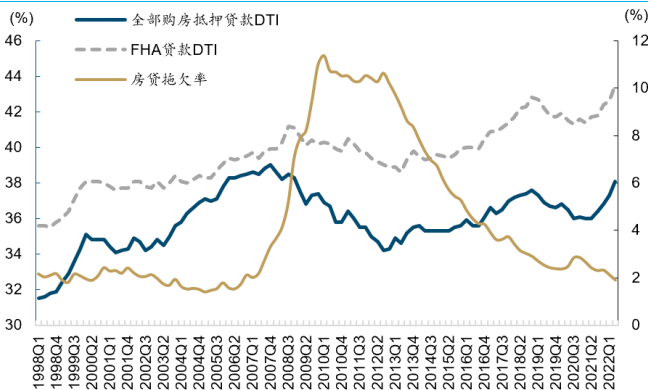
来源: FHA、国金证券研究所

图表46: 大型银行提供给低收入群体贷款占比降低



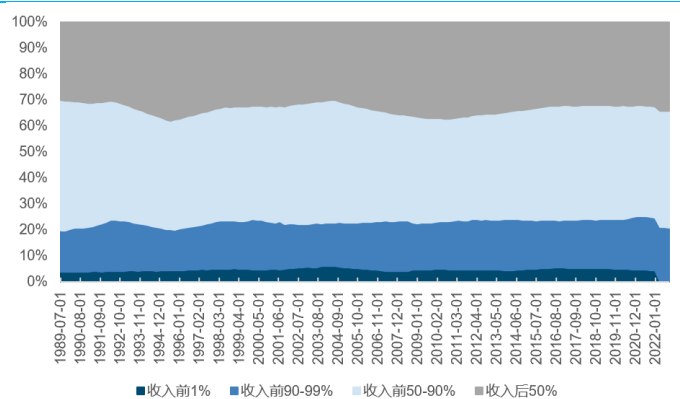
来源: FED、国金证券研究所

图表47: FHA 贷款人债务收入比上升至 08 年水平



来源: FHFA、国金证券研究所

图表48: 美国收入后 50% 人群债务占比 30% 以上



来源: Fred、国金证券研究所

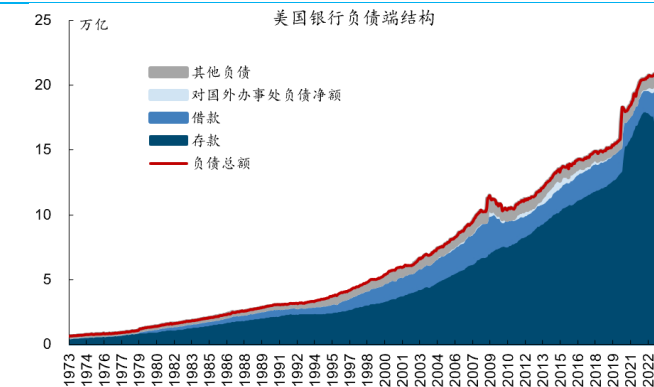
三、负债侧：高利率、高息差和美联储缩表环境下，银行流动性压力难降

(一) 美国银行业负债端结构：活期存款占比超7成，中小银行未被保险存款占比更高

美国银行总负债规模约 20 万亿美元，以储蓄和定期存款为主，大小银行差别较低，未保险存款整体占比接近 40%，中小银行比重更高。总量和结构层面，截至 2023 年 3 月，美国商业银行业负债端总规模约 20 万亿，存款 17 万亿（占比 83%），其中大额定期存款 1.8 万亿（占比 9%）、活期存款 15 万亿（占比 73%）。

大银行和小银行负债结构差异较小，但小银行未保险存款占比更高。小型银行存款 5 万亿，大银行存款 11 万亿，两者存款占比均在 80%以上，其中，小型银行占比 88%，大型银行占比 92%。未保险存款方面，截至 2023 年 3 月，美国银行业整体未保险存款占比接近 40%，系统重要性银行的未保险存款占比更低，约 24%，中小型银行占比更高，未保险存款占比较高的银行包括纽约银行（92%）、道富银行（91%）、北方信托银行（82%）等。

图表49：美国银行负债端规模约 20 万亿美元



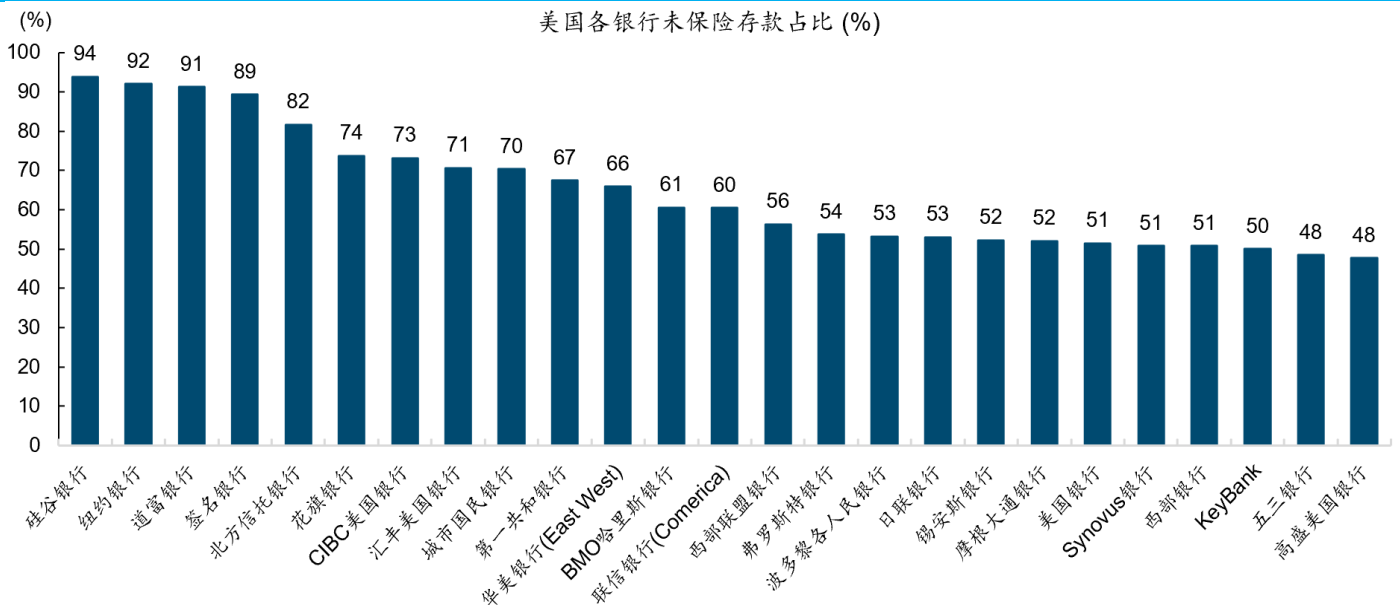
来源：WIND、国金证券研究所

图表50：美国银行业未保险存款占比分布

	总体	小型银行	中型银行	系统重要性银行
		(0, 13.8亿美元)	[13.8亿美元, 2500亿美元)	2500亿美元以上
平均总资产(亿美元)	50.0	3.0	197.0	2731.0
银行数量	4844.0	4072.0	743.0	29.0
占比数据				
总负债(%)	90.5	89.8	89.9	86.9
国内存款(%)	76.6	87.1	85.7	79.9
有保险存款(%)	41.1	64.6	53.0	44.9
无保险存款(%)	37.4	21.7	32.0	24.4
外国存款(%)	6.5	0.0	0.0	0.0
联邦基金购买(%)	0.1	0.0	0.0	0.0
回购协议(%)	0.6	0.2	0.5	0.3
其他负债(%)	2.3	2.1	3.0	4.3

来源：Jiang 等（2023）、国金证券研究所

图表51：美国各银行未保险存款占比排序

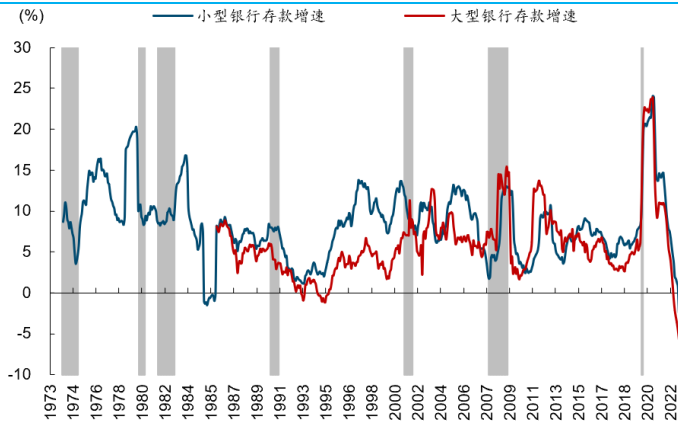


来源：S&P Global Market Intelligence、国金证券研究所

美联储加息背景下，更高的未被保险存款占比和更低的存款利率贝塔，导致美国银行存款增速已显回落，疫情后存款利率贝塔值钝性较以往更强，导致银行存款利率对加息反应不敏感，进一步扩大了当前银行存款与货币基金的利差^①。

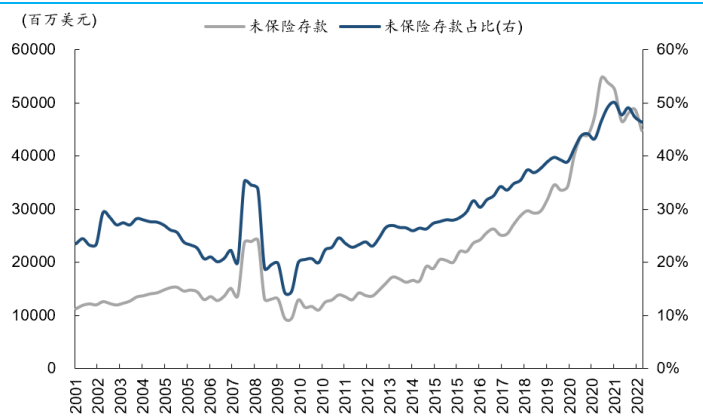
^① 存款贝塔值 (Deposit betas) 衡量银行存款利率对市场利率敏感性，通常介于 0 和 1 之间，较低的存款 beta 意味着存款利率对市场利率提高不敏感，这一轮加息周期里银行存款贝塔值仅约 6% 到 17% 左右，显著低于疫情前，导致当前存款利率与基金利率背离扩大。较低的存款贝塔值同样来自疫情期间形成的巨量储蓄存款，银行提高利率吸引存款的动力不强，反应偏慢。

图表52: 小型银行存款增速相对更低



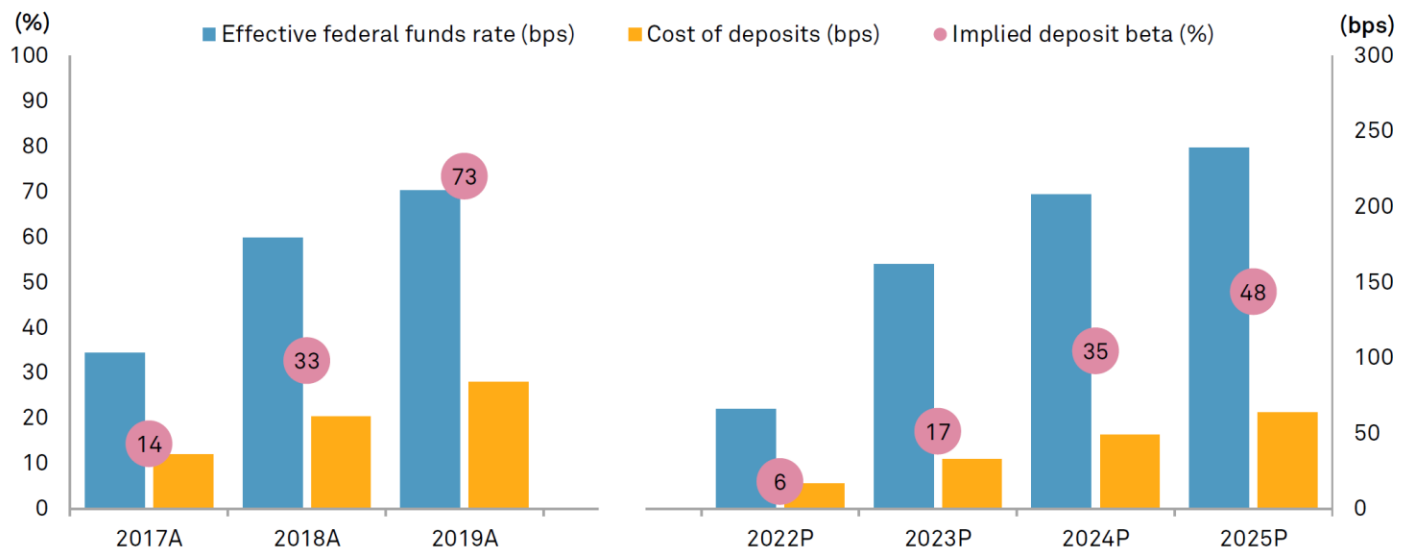
来源: WIND、国金证券研究所

图表53: 美国银行业未保险存款占比上升



来源: FED、国金证券研究所

图表54: 本轮加息周期中, 银行存款利率与联邦基金利率的“剪刀差”更大



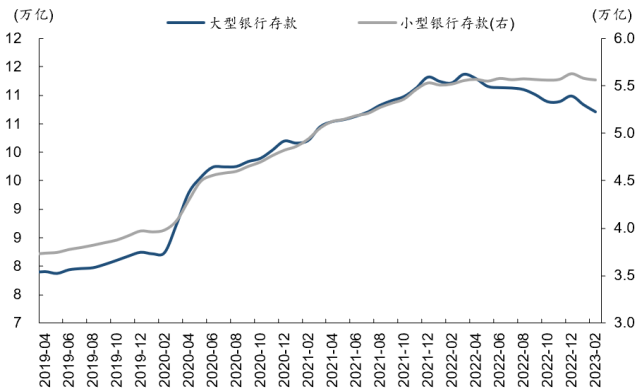
来源: S&P Global Market Intelligence、国金证券研究所

(二) 银行业负债端潜在风险: 高利率形成资金空转, 存款流失可能持续到 2024 年

自 2022 年 3 月美联储加息以来, 银行业存款规模的下降已持续一年, 累计降幅近 1 万亿美元, 占总存款的比重约 6%, 其中, 3 月 SVB 事件冲击以来减少的规模近 5,000 亿。总量层面, 美国银行业存款于 2022 年 2 月达到历史最高, 至 2023 年 4 月已持续流出超过四个季度, 总计流出总金额约 1 万亿美元。

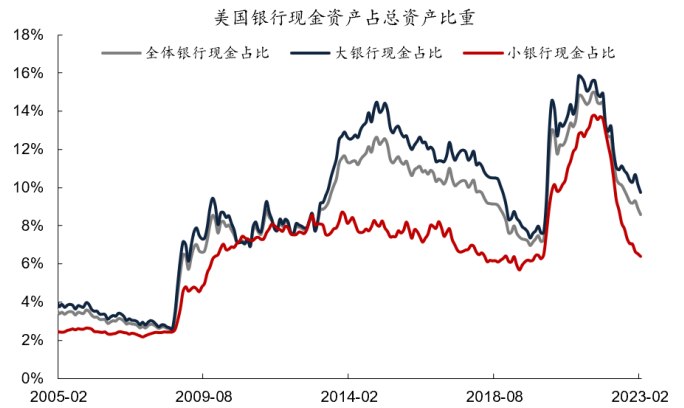
分主体而言, 大银行的流出规模更大, 但中小银行占比(占中小银行总存款的比重)更高, 故面临的挑战也更大。大型银行流出的存款规模已超 6500 亿美元, 占其总存款的份额约 2%; 小银行流出 3,500 亿, 占其总存款的比例约 4%。流向上, 银行存款主要流向货币市场基金, 较少流向股市; 受此影响, 美国货币市场基金规模在 2023 年已达 5.2 万亿美元的历史新高; 流失的存款以非定期为主, 大额定期存款仍在增长。

图表55: 大型银行存款流出规模更大



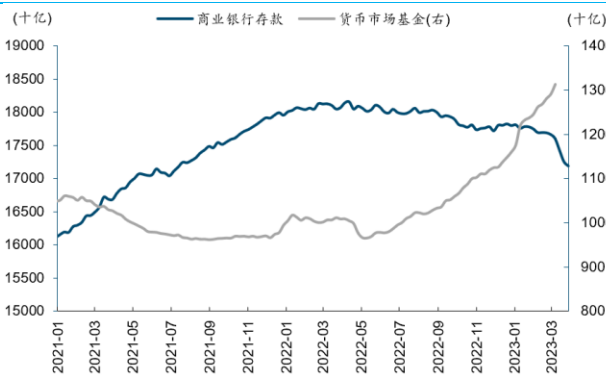
来源: WIND、国金证券研究所

图表56: 小型银行的存款流出占比更大



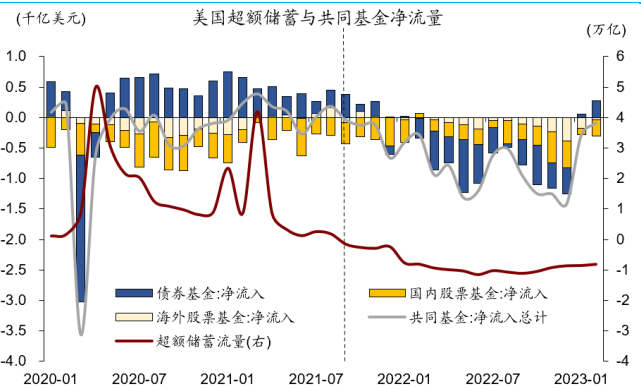
来源: Wind、国金证券研究所

图表57: 存款主要流入货币市场基金



来源: FED、国金证券研究所

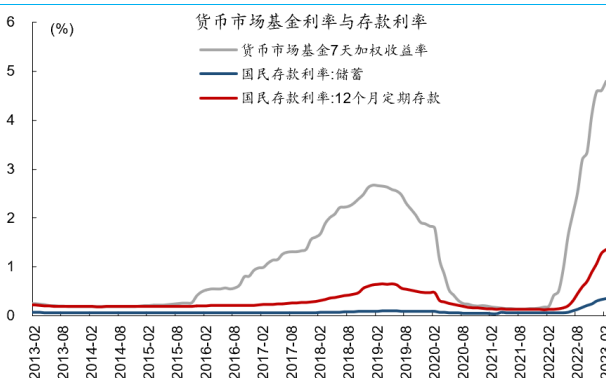
图表58: 存款未显著流向股票市场



来源: Wind、国金证券研究所

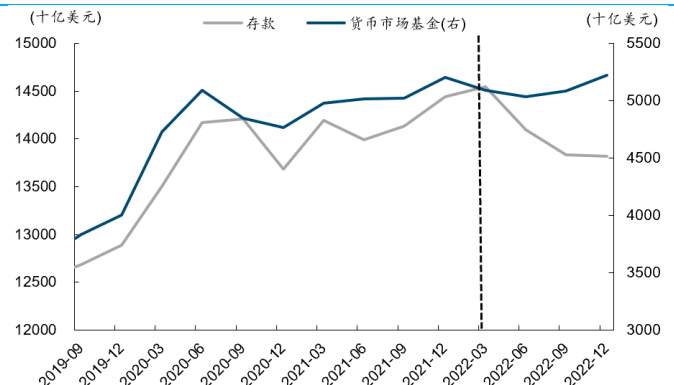
从存款流失原因看,加息导致货币基金收益率与存款利率差距扩大是根本原因,疫情期
间财政补贴形成的高存款是重要背景,硅谷银行冲击起到了刺激作用。美国银行业存款
流失的驱动因素有几点:(1)加息导致货币基金与银行存款利差扩大,本轮加息周期始
于2022年2月,当前货币市场基金加权收益率接近4%,存款利率仅为0.4%,12个月定
期存款利率也仅为1.5%,两者利差达到3.5%以上,存款流入货币基金的时间点与加息时
间也基本一致;(2)疫情期间受到美国财政补贴以及居民避险储蓄意愿提高,存款大幅
增加,美国形成了2.4万亿美元的超额储蓄,随着补贴退坡,收入增速减缓,存款被消耗和
转移;(3)银行业冲击加速了存款向货币基金的转移,3月15日当周,小型银行的存款
下降了1190亿美元。当前挤兑形成的存款逃逸有所放缓,但货币基金-存款利差扩大以
及储蓄消耗仍然会导致存款持续流出。

图表59: 货币基金与存款利率收益率差距扩大



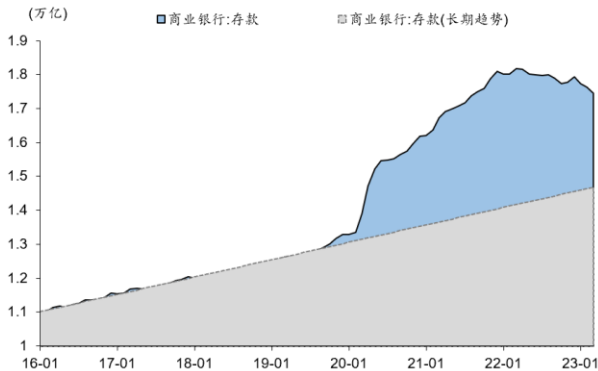
来源: SEC、国金证券研究所

图表60: 加息开始后存款与基金走势差距扩大



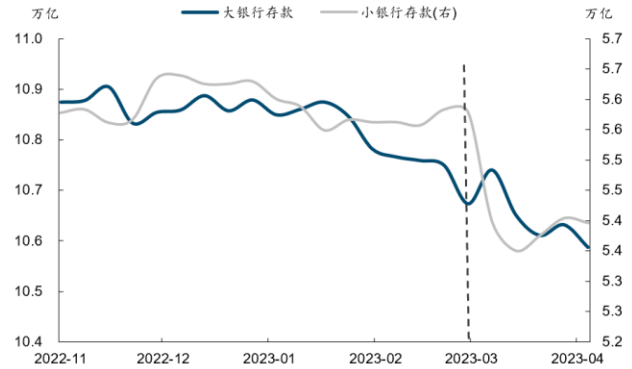
来源: FED、国金证券研究所

图表61: 财政退坡, 收入减少形成存款流出的背景



来源: WIND、国金证券研究所

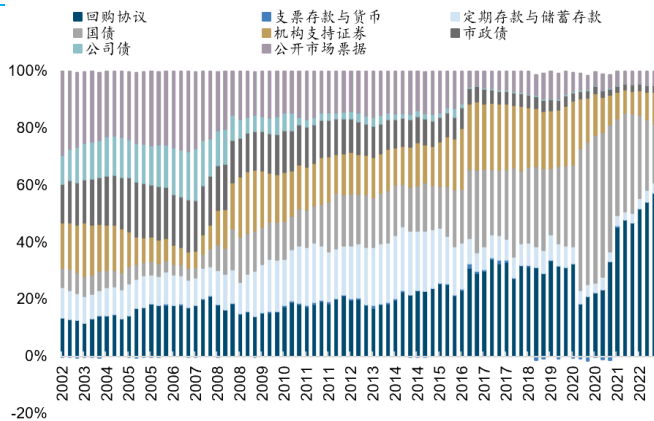
图表62: 银行业冲击在短期内加速了存款流失



来源: FED、国金证券研究所

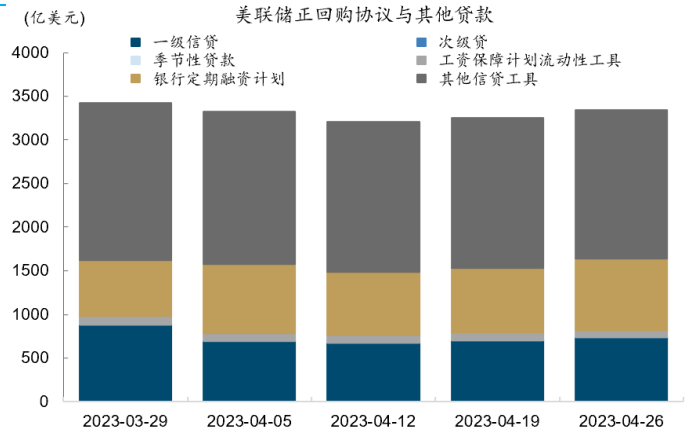
从存款流失的影响看, 存款由银行流出经货币基金流入 ON RRP, 导致资金空转, 加剧了美国中小银行流动性紧张状态, 另一方面, 存款的流逝又迫使银行收紧信贷标准, 增加。具体而言: (1) 加剧中小银行流动性紧张状态。美国货币市场基金主要投资短债、逆回购工具等, 随着美联储加息, 隔夜逆回购利率抬高, 达到 4.8% 的年化利率, 货币市场基金逐渐增加对 ON RRP 的配置。截至 2023 年 3 月, 接近 50% 的货币市场基金资产投资于逆回购工具, 使得资金回流至美联储本身, 空转现象加剧, 因而中小银行的流动性紧张未能得到明显缓解。(2) 从信贷增速角度看, 美国存款流失将可能加速信用周期收缩。存款增速下降导致银行收紧信贷标准并向更安全的借款人放贷, 继而领先银行贷款增速, 进一步推动信用周期收缩。

图表63: 货币基金对 ON RRP (回购协议) 的配置加大



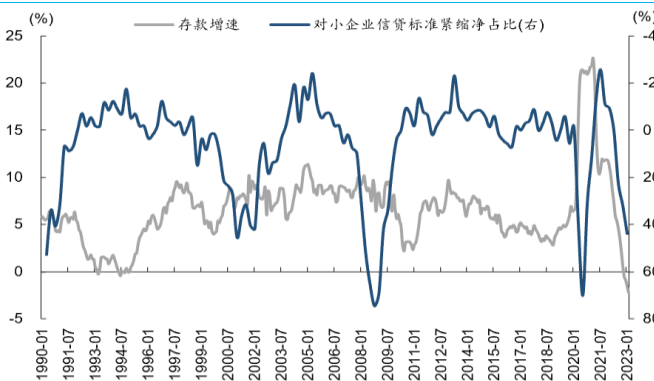
来源: FRED、国金证券研究所

图表64: BTFP 规模回升, 中小银行仍面临流动性问题



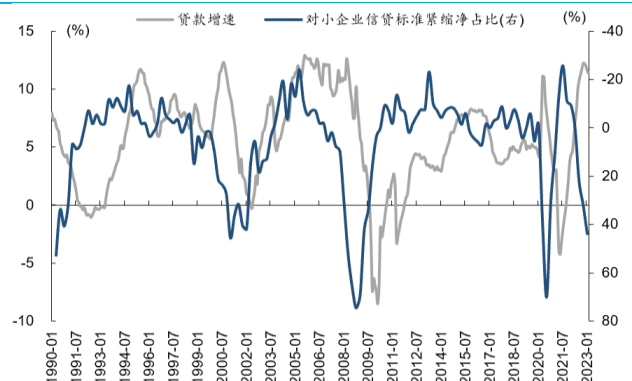
来源: FED、国金证券研究所

图表65: 存款增速下滑, 贷款标准倾向收紧



来源: WIND、国金证券研究所

图表66: 贷款收紧, 银行信用周期仍处于下行区间

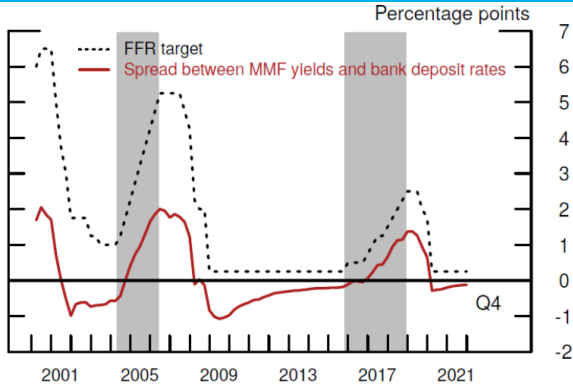


来源: Wind、国金证券研究所

存款流失还会持续多久? 一方面, 从货币基金与存款利差角度分析, 参考 iMoneyNet 数据, FFR 每增加 100 个基点, 货币基金净收益率上升约 90 个基点, 银行存款利率上升 30 个基点, 两者利差上升 60 个基点。从历史上看, 利差扩大导致的存款流失量在 2004-06 年期间约为 2000 亿美元, 在 2015-18 年期间约为 3500 亿美元, 分别相当于当时初始银

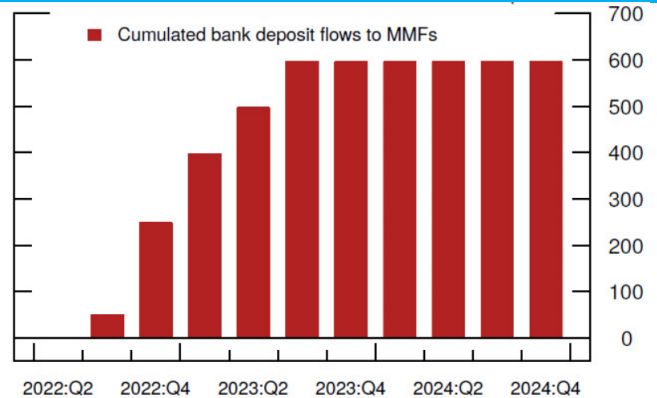
行存款的3%和4%。本轮加息周期下，根据FFR的预测路径，MMF与存款利差在2024年逐渐收窄，银行存款流出可能持续到2024年3季度，累计流出金额约占银行存款的3%^①。另一方面，从存款消耗的角度分析，自2022年2月份后至今，疫情期间积累的超额银行存款便处于流出状态，近12个月每月存款减少约770亿美元，基准情形下，银行存款的流出将可能持续到2024年下半年。

图表67: 2004、2015两次加息导致利差扩大，存款流出



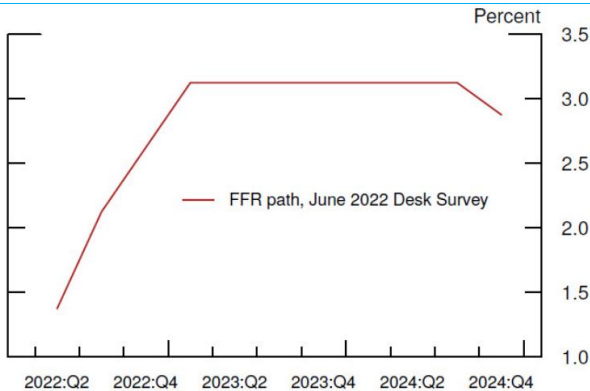
来源: Morgan等(2022)、国金证券研究所

图表68: 存款流出至货币基金可能持续到2024年



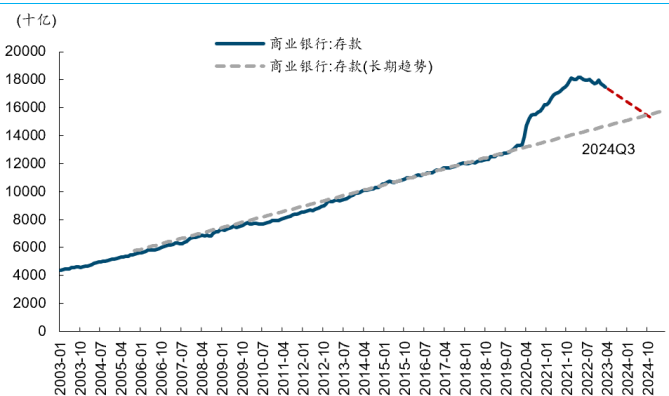
来源: Morgan等(2022)、国金证券研究所

图表69: FFR的预测路径显示2024年3季度利差缩小



来源: Morgan等(2022)、国金证券研究所

图表70: 存款流出可能持续到2024年下半年



来源: Wind、国金证券研究所

归纳而言，美国银行业面临三大风险：第一，负债侧存款的流动性风险；第二，资产侧长久期资产的利率风险；第三，低收入群体和商业地产贷款的信用风险；它们的共同背景是高通胀背景下美联储的紧缩政策及其产生的经济衰退压力。尽管系统性银行危机的可能性低于2008年，但银行防风险的“本能”也会加速信贷的收缩，对服务业和中小企业的影 响更大，从而削弱当前的经济的韧性。

美联储等金融监管机构采取的“灭火”措施，短期内有效地防止了金融风险的传染，但却无法阻止套利动机引起的存款搬家行为，更无法扭转商业银行紧信用的趋势。对于利率风险和商业地产风险，美联储可“作为”的空间更为有限。随着美联储加息周期临近尾声，利率风险或趋于下行，未来更需关注中小银行-商业地产（CRE）风险的传染。

风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜：2023年1月，美德继续向乌克兰提供军事装备，俄罗斯称，视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹：近半年来，海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期：与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%，在全球性劳动短缺的情况下，美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

^① Morgan, L., Sarver, A., Tase, M., & Zlate, A. (2022). Bank Deposit Flows to Money Market Funds and ON RRP Usage during Monetary Policy Tightening.

特别声明:

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-60753903	电话: 010-85950438	电话: 0755-83831378
传真: 021-61038200	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮编: 100005	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	地址: 北京市东城区建内大街 26 号	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402