

SVB 破产后续二：美联储在行动

核心内容：

- **3月10日SVB破产后，财政部、美联储（FED）果断提供贷款** 3月12日财政部、美联储、FDIC宣布保护SVB的储户，不仅是SVB，Signature Bank也同样处理。不保护股东和部分债权人。允许银行抵押资产向FDIC借钱，暂定额度250亿美元。储户存款受到保护，股东和部分债权人不受保护。SVB破产影响最大的公司和相对富有的人（主要是公司创始人）。美国市场出现剧烈波动，尤其是国债市场波动幅度较为罕见，2年期国债收益率3月15-17日每日涨跌超过20bps，日内波动更为剧烈。
- **瑞士信贷风险可控，但是欧央行（ECB）处于两难处境** 3月14日瑞信内控问题发酵后，交易员们因为对金融稳定的担忧而对50BP的幅度产生了怀疑。尽管瑞士央行迅速以500亿瑞郎为瑞信提供了短期流动性，市场还是在等待欧央行对瑞信事件的评估，进而决定定价的主线是金融稳定风险还是通胀压力。欧洲金融环境面临的主要担忧包括（1）金融（银行）系统的流动性问题；（2）个别国家债务问题导致货币政策传导碎片化。从主要央行的态度来看，银行业债务危机会得到高效处理，而银行资产与负债端的风险也正被积极排查，有利于控制突发债务风险对市场的影响。从瑞信事件后的表现来看，南欧国家国债收益率在银行业出现问题后也出现了回落，并未遭到严重抛售：3月15日，意大利的10年期国债收益率回落超20BP，与德债的利差也没有恶化，“碎片化”短期并不是担忧，也不会阻止加息。但是，银行业所暴露的问题依然值得高度重视，在通胀高企的情况下央行解决债务危机的能力也受到限制。
- **美国银行业危机为时尚早，但银行业风险仍攀升，资金更为谨慎** 由于FED快速加息，美国银行业负债端承受压力，现阶段资金外流的压力仍然存在，但是鉴于银行业的资金量和FED的支持，银行业危机仍然为时尚早。但是银行业所面临的压力没有解决，高利率环境对于银行负债端的压力仍然在加大，这种情况在联储仍然加息的过程中没有办法解决。EPFR数据显示，3月15日当周约1209.3亿美元流入货币市场基金。目前货币市场基金总规模达到5.01亿美元，创出15年来新高。
- **美联储向银行提供贷款抵消了缩表，美联储未来加息计划蒙上阴影** 美联储下一次议息会议（3月22日）充满了不确定性，可能与ECB的口径相同，但是FED已经先于ECB行动。3月15日数据显示美联储资产负债表被动上行，1星期之内贷款增加3029.3亿元，持有证券只减少83.2亿元。这种贷款的增加是美联储向美国银行系统提供的贷款支持，从贴现窗口借款增加了1528.5亿美元，创出历史新高；其他信贷扩展总额为1428亿元，主要为SVB和Signature Bank桥接银行提供贷款。
- **美欧融资市场在内的全球美元融资市场稍紧的状况已经出现** 金融市场广

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

特别感谢：

于金潼

泛重视的流动性受到考验。美国银行获得资金的难度快速上行，美国长短期利率互换价格差额已经快速走高。全球范围内来看，资金市场也显得较为混乱，3个月期欧洲同业拆借利率与无风险利率的差额快速波动，上行震荡幅度快速攀升，日元和欧元对美元的利率互换价格波动幅度也持续加大。这些均显示了美国和非美国国家市场上，资金融资市场紧张度上行，这种货币市场资金的紧张给各国央行均带来压力。

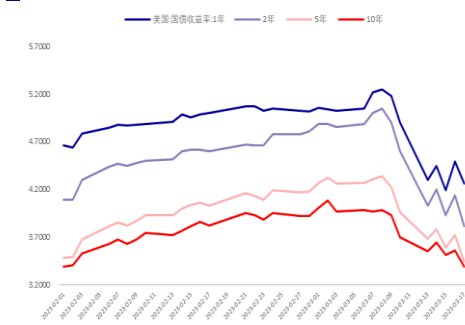
- **美国银行问题是普遍问题，美联储只能选择持续提供流动性，美联储加息结束时间接近**美联储处于了加息和“扩表”兼容的状态，侧面上整体金融条件收紧受到了遏制。现阶段全球处于利率风险和流动性风险的感染中，FED和ECB的根本态度可能相近，但实际操作中两者并不相同。全球银行的风险偏好短期不会有明显改善，美国中型和小型银行的监管测试在持续进行，可以预见商业银行信贷以及各种投融资活动会有所减少，对于美国未来经济不利。这种情况下，通胀和金融风险并行，美国通胀运行较欧洲更为有力，美联储可能会对金融风险给与更多的考量，美联储加息时间更加接近。

表 1: 美联储资产负债表

资产项	ASSET	美联储资产端变化 (百万美元)				
		2023/3/15	2023/3/8	当周变动	2023/3/1	2023/2/22
储备银行信贷	Reserve Bank Credit	8,603,097	8,305,716	297,381	8,303,513	8,345,895
持有证券	Securities Hold	7,940,014	7,948,335	-8,321	7,948,534	7,986,887
国债	Treasuries	5,328,927	5,335,948	-7,021	5,336,147	5,364,291
联邦债	FADS	2,347	2,347	0	2,347	2,347
MBS	MBS	2,608,741	2,610,040	-1,299	2,610,040	2,620,248
当前持有未摊销证券溢价	Unamortized Premiums	306,448	307,032	-584	307,553	308,449
贷款	Loans	318,148	15,209	302,939	15,067	15,363
一级贷款	Primary Credit	152,853	4,581	148,272	4,362	4,558
薪资保护计划便利工具	PPPLF	10,549	10,628	-79	10,705	10,805
其他扩展贷款	Other Credit Extensions	142,800	0	142,800	0	0
中产阶级贷款计划	MSLP	22,261	22,431	-170	22,408	22,386
市政流动性便利工具	MLF	5,597	5,594	3	5,592	5,589
中央银行货币互换	FX Swaps	472	411	61	419	393
其他联储资产	Others	36,119	33,377	2,742	30,062	32,823
外币计价资产	Foreign Currency Assets	18,418	18,206	212	18,406	18,399
黄金	Gold	11,041	11,041	0	11,041	11,041
特别提款权	Special Drawing Rights	5,200	5,200	0	5,200	5,200
财政部发行货币	Treasury Currency	51,611	51,597	14	51,583	51,569
总资产	Total Assets	8,689,367	8,391,761	297,606	8,389,743	8,432,105

资料来源: 中国银河证券研究院整理

图 1: 债券市场剧烈波动 (%)



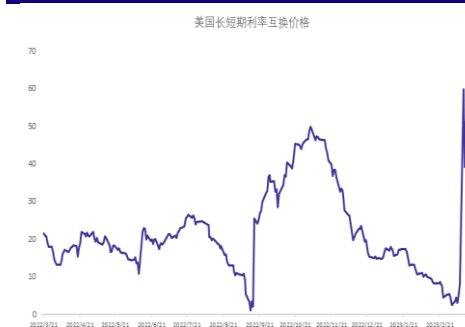
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 2: 美国共同基金数量 (亿)



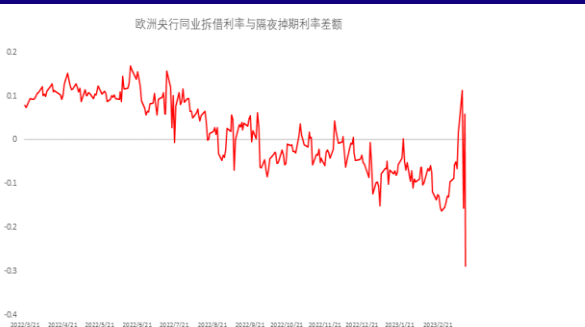
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 美国银行获取资金难易程度



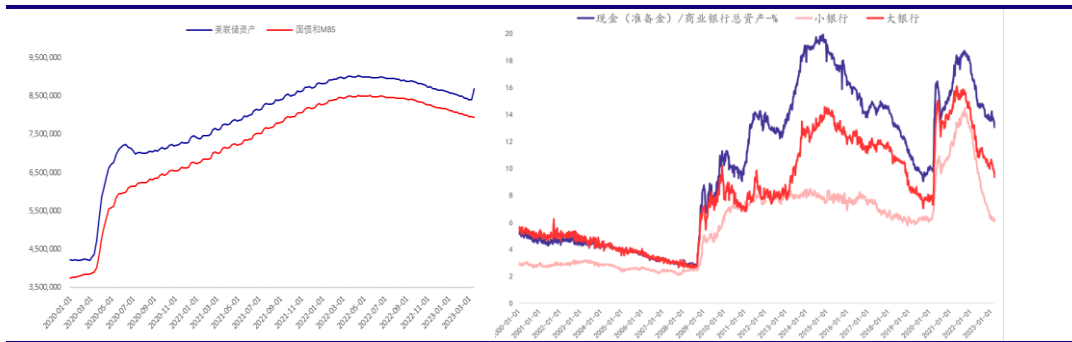
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: 欧洲货币市场紧张程度



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 5: 美联储资产以及国债 MBS 的变化 (百万美元) 图 6: 现金占商业银行资产的比例 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn