

宏观动态跟踪报告

美欧银行业危机何时了？

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：

- **“最坏的时期”过去了么？**短期来看，我们倾向于认为“最坏的时期”已经过去。首先，美欧政策（和市场）响应及时，大部分危机导火索已被“浇灭”。其次，美欧银行体系整体稳健，系统性风险可控。2008年次贷危机和2011年欧债危机后，美欧金融监管明显强化，且均建立了更成熟的风控机制。近十年，美欧银行体系一直在夯实，目前资本充足率（CET1）、坏账率（NPL）、股本回报率（ROE）等重要指标较2015年底都更为正面。因此，目前看局部银行风险或难演化成系统性风险。这也解释了，3月10日以来道琼斯银行指数大幅下跌，但标普500指数反而温和上涨。不过，短期金融市场恐慌情绪未必消散。一方面，围绕中小银行的担忧仍然存在，且不排除新的中小银行暴雷；另一方面，瑞信事件后，与瑞信同等级的G-SIBs大型银行短期内有可能受到投机资金的做空和攻击。
- **还有哪些可能的风险？**一是，美欧银行业债券市场可能因瑞信事件受冲击。由于瑞信AT1遭遇减记，其它银行的AT1债券价格可能受波及，继而部分银行的资本充足水平或受影响。二是，美国商业地产可能因中小银行危机而更受冲击。美国商业地产80%的贷款来自规模较小的区域性银行。今年初以来美国商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）违约风险亦在上升。三是，中期维度的金融风险仍需观察。本轮美债期限利差倒挂的持续性和深度均超过2000年以来水平，美国各类型银行或多或少都可能出现资产负债久期错配的问题。
- **经济和政策下一步？**首先，美国经济衰退风险进一步上升。美国中小银行信贷紧缩势必冲击实体经济。其次，美联储停止加息节点提前至5月左右，但降息决策仍有待观察。参考欧央行3月16日加息50BP，以及英国央行在养老金危机后短暂无限量购债但仍加息75BP，可见美欧央行在顾及金融稳定的同时，不会轻易更改此前的政策路径。且美联储先按既定路径“边走边看”，也释放出“一切在掌握之中”的信号，这对于稳定市场预期、阻遏风险发散也是非常重要的。目前较浓厚的下半年大幅降息的预期，恰恰包含了“金融危机”继续发酵以及美国经济“深度衰退”的假设。但若本次银行风险能够较快缓释，对美国经济的冲击或将有限，叠加美国通胀黏性仍强，美联储在下半年仍可能维持高利率，尽量不降息或少降息。再次，美联储仍可能动用其他工具应对金融风险。由于第一共和银行持有的长期市政债券不属于BTFP接受的抵押品，在该银行仍面临危机之际，美联储有可能考虑扩大合规抵押品的范围。简言之，为化解金融风险，美联储在流动性支持上会“火力全开”！
- **风险提示：**美欧银行业危机持续时间超预期，美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期等。

自 2023 年 3 月 10 日硅谷银行宣布倒闭以来，截至美国时间 3 月 20 日，美欧银行业风波尚未完全平息：瑞信和第一共和银行股价日内“腰斩”，金价一度升破 2000 美元大关，市场对美欧经济和货币政策的预期发生剧变。短期来看，随着大部分危机导火索已被“浇灭”，我们倾向于认为“最坏的时期”已经过去。只不过，银行业波动风险尚未完全消散，市场对美国中小银行以及欧洲大型银行相关资产或仍保持警惕。往后看，美国经济衰退风险进一步上升，但衰退程度仍有待观察。我们预计美联储 3 月加息 25BP，但可能不会明确表示下半年降息。

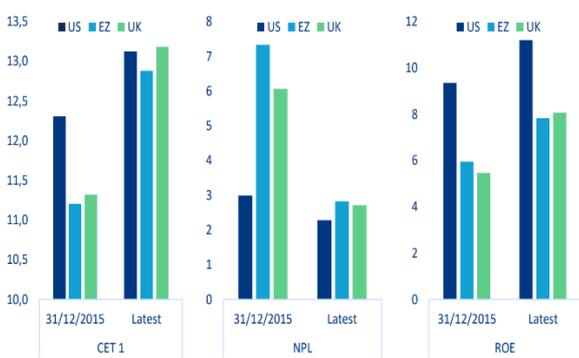
一、“最坏的时期”过去了么？

短期来看，我们倾向于认为“最坏的时期”已经过去，只不过银行业波动风险尚未完全消散。

首先，美欧政策（和市场）响应及时，大部分危机导火索已被“浇灭”。3 月 12 日，美国财政部、美联储和 FDIC 联合设立了银行定期救助计划（BTFP），硅谷银行储户已获得“完全救助”；3 月 19 日，瑞银宣布收购瑞信，避免瑞信倒闭风险；3 月 16 日，第一共和银行（FRB）获得 11 家大型银行 300 亿美元注资。虽然 3 月 17 日、21 日第一共和银行股价仍跌，但最坏的结果也是宣布倒闭、或被 FDIC 接管，难以引发系统性风险。

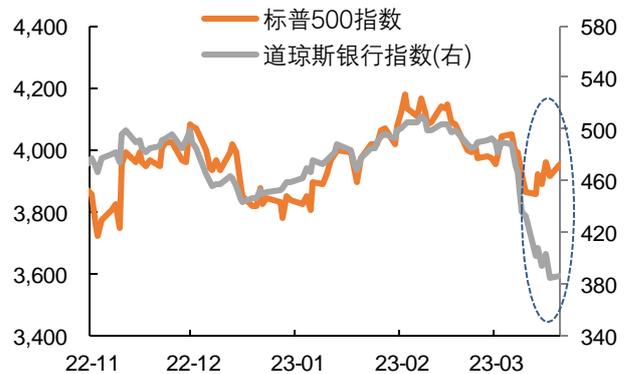
其次，美欧银行体系整体稳健，系统性风险应可控。一方面，硅谷银行和瑞信事件的原因离不开自身经营风险，未必是系统性风险的“冰山一角”。硅谷银行倒闭的主要原因在于本身的经营模式，即负债端来源单一（初创企业）、存多贷少（活期存款类占比超过 70%）、存短投长（持有国债+MBS 规模占资产比重超 50%）。而瑞信暴雷在于此前已存在大量信用风险和经营不善情况。本次股价下跌起因于寻求沙特国家银行注资失败，迅即带来现金流压力。另一方面，2008 年次贷危机和 2011 年欧债危机后，美欧金融监管明显强化，且均建立了更成熟的风控机制。近十年，美欧银行体系健康状况一直在夯实，目前资本充足率（CET1）、坏账率（NPL）、股本回报率（ROE）等重要指标较 2015 年底都更为正面。此外，政策层面对于金融风险响应也更敏锐、及时。因此，局部银行风险短期或难演化为系统性风险。这也解释了，3 月 10 日以来道琼斯银行指数大幅下跌，但标普 500 指数反而温和上涨。

图表 1 美欧银行主要经营指标较 2015 年均有提升



资料来源：Allianz Research (2023.3.16), 平安证券研究所

图表 2 美国银行股下跌，但美股整体回暖



资料来源：Wind, 平安证券研究所

不过，短期金融市场恐慌情绪未必消散。一方面，硅谷银行、签名银行和第一共和银行的暴雷，反映出美国中小银行的脆弱性。尤其是，第一共和银行负债端较前两者更平衡，业务和估值更是行业“优等生”，在中小银行中更具有典型性、代表性，因此该银行面临危机意味着大部分中小银行均可能面临压力。此外，2018 年特朗普政府推动金融监管放松，减弱了对资产规模 2500 亿以下银行的压力测试，也是本轮中小银行暴雷的重要背景。我们认为，短期围绕中小银行的担忧可能仍然存在，且不排除新的中小银行暴雷。另一方面，瑞信被并购可能引发市场对于大型银行的担忧。瑞信是世界金融监督机构认定为“全球系统重要性银行（G-SIBs）”的 30 家银行之一，实施了比一般银行更加严格的资本管制，理应全球金融体系中发挥“压舱石”作用。瑞信事件后，与瑞信同等级的 G-SIBs 大型银行短期内有可能受到投机资金的做空和攻击。

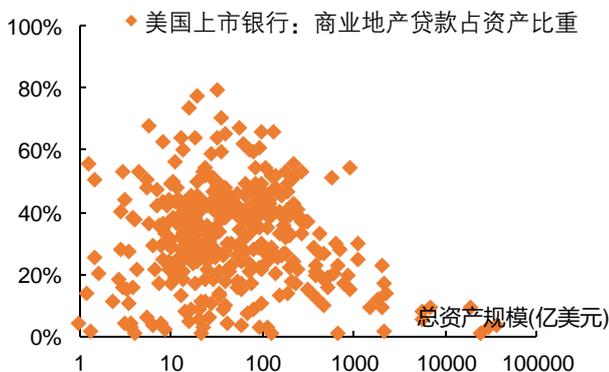
二、还有哪些可能的风险？

除了美欧银行冲击外，以下经济金融风险也值得关注：

一是，美欧银行业债券市场可能因瑞信事件受冲击。3月19日瑞银宣布收购瑞信，但约160亿瑞郎的瑞信额外一级资本（Additional Tier 1, AT1）债券将被完全减记。当银行陷入危机时，AT1债券可通过转股或者减记本金的方式帮助银行吸收损失。一般而言，AT1债权人的受偿顺序优先于普通股股东。但本次瑞士监管机构直接将AT1债券减记到零，而股东权益仍可保留接近50%，这让资本市场感到震惊，被认为“公然破坏债权人的受偿优先制度”。未来一段时间，其它银行的AT1债券价格可能受波及，继而部分银行的资本充足水平或受影响。

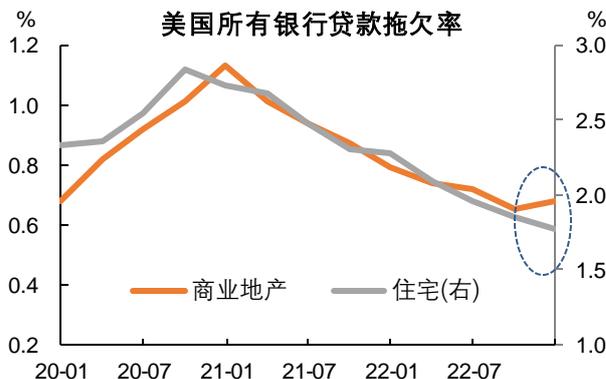
二是，美国商业地产可能因中小银行危机而更受冲击。风险敞口方面，美国商业地产80%的贷款来自规模较小的区域性银行，这些银行现在为了自救可能会收缩资产负债表。风险苗头方面，商业地产抵押贷款支持证券（CMBS）拖欠率在2023年2月环比跃升18个基点，此前黑石旗下的CMBS已出现违约。基本面看，相较住宅，商业地产更加脆弱。这反映在截至2022年四季度美国商业地产贷款拖欠率已出现抬头迹象，而住宅贷款仍然稳健。尤其是，疫情以来居家办公以及混合工作模式，使办公室地产更易受到冲击。从传导路径看，商业地产和中小银行可能同步受损、陷入恶性循环。

图表3 美国中小银行对商业地产的风险敞口较大



资料来源：Bloomberg, 平安证券研究所

图表4 美国商业地产贷款拖欠率已出现抬头迹象



资料来源：Wind, 平安证券研究所

三是，中期维度的金融风险演化仍需观察。历史上，金融危机往往在美欧央行首次降息后才真正爆发（当然，也可能是金融风险的抬升造成了货币政策的转向）。本轮美联储加息节奏较快，经济和金融体系所受冲击也就更迅猛。尤其美债期限利差倒挂的持续性和深度均超过2000年以来水平，美国各类型银行或多或少都可能出现资产负债久期错配的问题。此外，鉴于银行业乃至金融业的表现与经济基本面高度挂钩，若美欧经济衰退压力加大，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。就此而言，由于欧洲经济风险大于美国（因通胀压力、政府债务和能源风险均更大），继而欧洲银行业风险亦将高于美国。

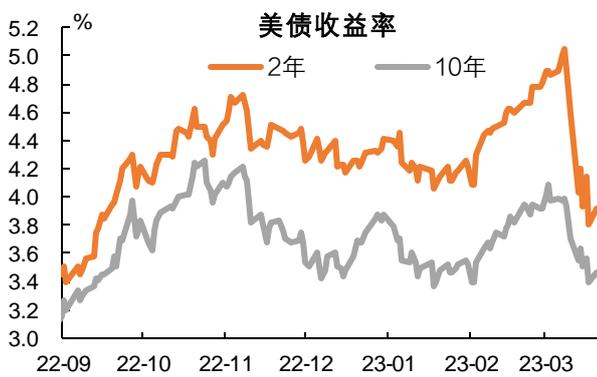
三、经济和政策下一步？

美国经济衰退风险进一步上升。美国中小银行信贷紧缩将冲击实体经济。据高盛数据，资产低于2500亿美元的中小银行承担了美国约50%的商业和工业贷款，其中包括60%的住房贷款、80%的商业地产贷款、以及45%的消费贷款。高盛据此下调美国全年GDP增速0.3个百分点至1.2%。我们基准预期是，美国在2023年中左右步入衰退（按NBER的定义）。

美联储停止加息节点提前至5月左右，但会否降息仍有待观察。硅谷银行事件前，市场一度预期美联储三季度继续加息、终端利率至5.5%以上。截至3月17日的CME数据显示，市场预期最后一次加息在3月或5月，下半年累计降息或超100BP。市场加息预期急剧降温，也表现在2年和10年期美债收益率的跳水上。我们认为美联储3月可能继续加息25BP，5月或6月仍可能加息。参考欧央行今年3月16日加息50BP，以及英国央行在养老金危机后短暂地无限量购债但仍加息75BP，可见美欧央行在顾及金融稳定的同时，不会轻易更改此前的政策路径。而且，美联储先按既定路径“边走边看”，也释放出“一切在掌握之中”的信号，这对于稳定市场预期、缓和风险发散也是非常重要的。

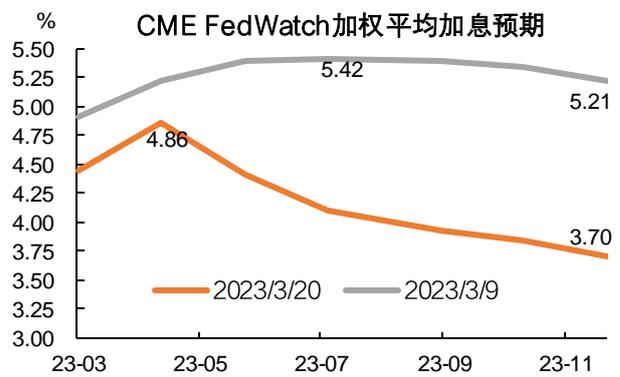
需要指出的是，目前较浓厚的下半年大幅降息的预期，恰恰包含了“金融危机”继续发酵以及美国经济“深度衰退”的预期。但若本次银行风险能够较快缓释，对美国经济的冲击或将有限，叠加美国通胀黏性仍强，美联储在下半年仍可能维持高利率、尽量不降息或少降息。

图表5 美债收益率大幅跳水



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 市场加息预期剧烈变化



资料来源: CME FedWatch(2023.2.23), 平安证券研究所

美联储仍可能动用其他工具应对金融风险。截至3月15日，当周美联储扩表约3000亿美元。3月19日，美联储联合各大央行增加互换协议额度补充美元流动性。由于第一共和银行持有的长期市政债券暂不属于BTFP接受的抵押品，在该银行仍面临危机之际，美联储有可能考虑扩大合格抵押品的范围。除此之外，在必要时候，美联储仍有丰富的常规（多为次贷危机后实施的工具）、非常规政策工具可供使用：常规性工具包括贴现窗口、公开市场操作购买国债等资产、常备回购便利（Standing Repo Facility, SRF）、定期证券借贷便利（Term Securities Lending Facility, TSLF）等；非常规工具可能包括暂停缩表、加大（或承诺）资产购买、动用财政部TGA账户实施救助等。总之，**为化解金融风险，美联储在流动性支持上会“火力全开”！**

市场仍可能出现“自救”行动。3月16日，美国11家银行联合宣布向第一共和银行注资，未来不排除华尔街进一步采取类似行动；3月20日，在第一共和银行股价仍在下跌之际，华尔街大型银行或进一步考虑将原有的300亿存款转为股本，甚至考虑对其进行全资收购。此外，据3月18日美国福克斯新闻报道，拜登政府和巴菲特对话，意味着巴菲特等其他投资公司日后可能以某种方式投资美国地区性银行。

图表7 美欧银行业危机时间线（3月10日至3月20日）

3月10日（周五）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国加利福尼亚州金融保护和创新部以“流动性不足和资不抵债”为由，宣布关闭硅谷银行，并指定美国联邦储蓄保险公司（FDIC）为接管方。 ■ 标普500跌1.5%，10年美债利率大跌23BP至3.70%。
3月12日（周日）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国财政部、美联储和FDIC联合声明，设立了银行定期救助计划（BTFP），以确保所有存款人的资金安全，由美联储执行并由财政部提供资金。
3月13日（周一）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国银行股仍然大跌，美债利率跳水，市场恐慌情绪仍存。标普500跌0.15%，10年美债利率大跌25BP至3.55%。
3月14日（周二）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国纽约州金融监管机构以“系统性风险”为由，关闭支持加密货币业务的签名银行（Signature Bank），并指定FDIC作为接管人。 ■ 美国股市回暖，美债利率回升，市场恐慌情绪缓和。标普500上涨1.65%，10年美债利率回升9BP至3.64%。
3月15日（周三）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 据路透社报道，瑞士信贷最大的投资者沙特国家银行表示，无法向瑞士银行注资。随后，瑞信股票开盘一度跌近30%。 ■ 瑞士央行、瑞士金融市场监督管理局发表联合声明，将向瑞信提供流动性支持。联合声明发表后，瑞信股价盘后涨超10%。 ■ 标普500跌0.7%，10年美债利率跌13BP至3.51%。
3月16日（周四）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 美国银行、花旗集团、摩根大通、富国银行等11家大行联合宣布向第一共和银行注入300亿美元流动性。 ■ 标普500涨1.8%，10年美债利率回升5BP至3.56%。
3月17日（周五）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 第一共和银行股价暴跌。媒体分析认为，尽管该行存款外流已基本停止，但因董事会宣布暂停派发股息导致股价暴跌不止。 ■ 标普500跌1.1%，10年美债利率跌17BP至3.39%。
3月19日（周日）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 瑞银宣布同意以30亿瑞郎的价格收购瑞信。 ■ 美联储和英国、加拿大、日本、欧洲央行及瑞士央行宣布，通过常设美元流动性互换协议，增加流动性供应。
3月20日（周一）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 瑞信、第一共和银行盘中跌近50%。 ■ 标普500涨0.9%，10年美债利率涨11BP至3.50%。

资料来源: Wind, 平安证券研究所

风险提示：美欧银行业危机持续时间超预期，美欧货币政策超预期，美欧经济衰退风险超预期等。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$ 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

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