

2023年03月26日

欧美货币银行体系困局对我国的启示

定期报告

——华金宏观·双循环周报（第3期）

投资要点

- ◆ 本周美欧银行业困局继续发酵，双向信号参差出现，我国多地放松公积金购房贷款额度，促消费与基建投资 REITs 有新的结合趋势。海外货币信用体系当前遭遇的困境凸显出货币政策刺激经济需求模式的局限性，我国央行仍有较大的正常货币政策操作空间，如何平衡货币政策、房地产市场和制造业高级化之间的关系，是我们本周思考的主要方向。
- ◆ **海外货币银行困局：短期压力缓和，长期困境凸显。**美英央行相继温和加息 25BP，美联储短期流动性工具出台后储户恐慌度有所缓和，美联储本周扩表速度较前周明显放慢，美联储短期应对似乎开始见效。但耶伦偏鹰发言一度触发美股暴跌、瑞士信贷 AT1 债券减计争议发酵、德意志银行股票再遭抛售，仍显示海外市场对当前美欧货币银行体系传导效率下降、流动性过剩导致银行资产利率敏感度提升、金融体系系统性风险积聚等问题长期信心不足。
- ◆ **货币银行体系不可承受之重：长期风险的三个方面。**总体上，当前美欧银行业爆发的风险尽管短期来看似乎有所缓和，但浮出水面的海外货币银行体系长期困境可能将在更长的时间维度上对全球宏观经济金融形势形成扰动。总结起来这种长期的风险表现在三个方面：1、当出现经济金融冲击时，海外宏观经济政策应对已经形成过于依赖货币宽松的惯例，导致海外金融体系长期流动性过剩，信用传导效率持续下降。2、金融体系过剩的流动性倒逼商业银行增持与房地产、债券市场相关资产，资产端利率敏感度大幅提升。3、如果经济体内部贫富分化程度加剧，货币银行体系进一步向房地产、债券领域集中的资产风险轮廓，就可能意味着实体经济和金融体系之间对货币政策立场的反向需求日渐不可调和。
- ◆ **对我国启示：强化货币监管协调，延长信用传导路径优化。**本轮美欧银行业震荡所暴露的货币银行体系困境对我国有两大重要启示：货币监管不是央行一家可以完成的闭环，需要更加强调与其他宏观政策的协调；信用传导路径的调控需要延长至实体经济供需两侧的信用结构优化。近期我国多地政府推出属地形式的、对多孩家庭更为友好的公积金贷款放松措施，以及近日证监会、发改委发布的对于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）拓宽至消费基础设施领域的要求，很大程度上正是对延长货币信用体系监管链条、强化金融支持实体经济功能、优化总需求结构提升可持续增长的需求端动能的重要尝试。
- ◆ **本期开始推出“华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）”。**美国标普 500 金融业指数在此前两周大跌后阶段性企稳；国内 TMT 延续今年以来涨势，交运、石化、建筑跌幅较深。**债市：**美国 10Y 国债收益率再度下行；中国国债收益率表现平稳。**汇率：**美元指数回落 0.6 至 103.1，欧元、英镑、日元较美元升值，瑞郎进一步贬值；CNY 小幅被动升值，CNH 升幅更大。**大宗：**黄金价格当周上涨 3.4%，逼近 2000 美元大关，油价小幅反弹，但仍处于近 5 个季度低位。
- ◆ **风险提示：美联储加息幅度超预期。**

分析师

张仲杰

SAC 执业证书编号：S0910515050001
zhangzhongjie@huajinsec.cn
021-2037709900

相关报告

- 美联储艰难寻找实体和金融的平衡区间
2023.3.23
- 华金宏观·双循环周报（第2期）-货币“三国杀”，压力来到鲍威尔一边
2023.3.19
- 3.17 降准点评-新一轮适度连续降准周期启动
2023.3.17
- 1-2 月经济数据、MLF 操作分析-消费弱投资强，是否代表今年政策方向？
2023.3.16
- 硅谷银行破产=金融危机 or 政策信任危机？
2023.3.14



内容目录

| | |
|-----------------------------------|---|
| 一、海外货币银行困局：短期压力缓和，长期困境凸显 | 3 |
| 二、货币银行体系不可承受之重：长期风险的三个方面 | 4 |
| 三、对我国启示：强化货币监管协调，延长信用传导路径优化 | 6 |
| 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP） | 7 |

图表目录

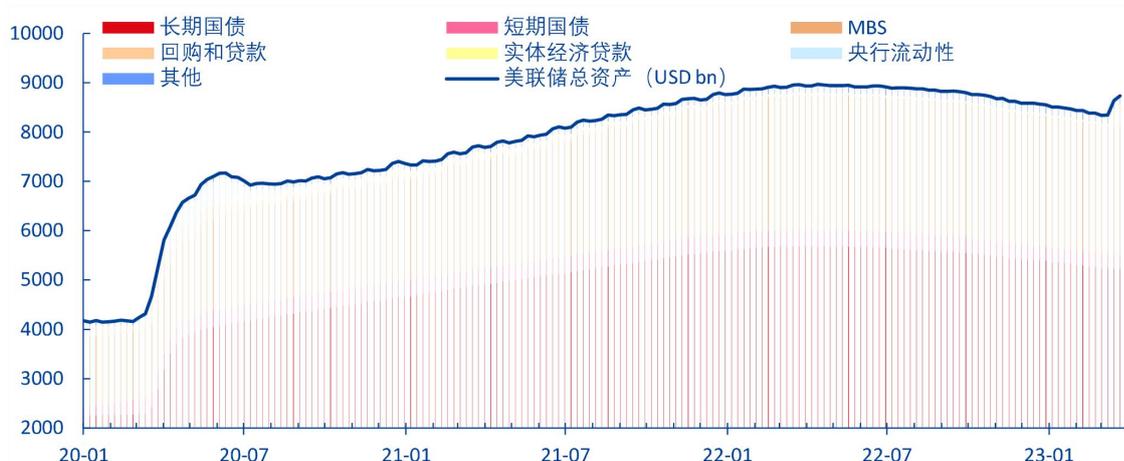
| | |
|---|---|
| 图 1：美联储资产规模及结构（USD bn） | 3 |
| 图 2：主要发达国家央行政策利率（%） | 4 |
| 图 3：美国和欧元区银行业总资产规模同比（%） | 5 |
| 图 4：美国和欧元区银行债券类资产规模同比（%） | 5 |
| 图 5：疫情以来美国赤字货币化率走向极端，推动通胀飙升 | 5 |
| 图 6：2008 年全球金融危机之后并未大规模赤字货币化 | 5 |
| 图 7：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比（%）：TMT 延续今年以来涨势，交运、石化、建筑装饰下跌 | 7 |
| 图 8：标普 500 及行业涨幅对比（%）：通讯、能源、材料涨幅居前，金融板块本周止跌 | 7 |
| 图 9：中国国债收益率（%）：本周波动较小 | 7 |
| 图 10：国开债收益率（%）：小幅下行 | 7 |
| 图 11：信用利差（%）维持低位 | 8 |
| 图 12：美国国债收益率（%）：2Y、10Y 再度大幅下行 | 8 |
| 图 13：全球汇率：美元指数小幅下行，欧英日升，瑞郎贬 | 8 |
| 图 14：CNY 小幅被动升值，CNH 升幅更大 | 8 |
| 图 15：黄金价格上涨，逼近 2000 美元大关 | 8 |
| 图 16：油价小幅反弹，但仍处于近 5 个季度低位 | 8 |
| 图 17：3 月上旬煤价涨跌不一，幅度较小 | 9 |
| 图 18：铜价小幅上行 | 9 |

本周美欧银行业困局继续发酵，双向信号参差出现，我国多地放松公积金购房贷款额度，促消费与基建投资 REITs 有新的结合趋势。海外货币信用体系当前遭遇的困境凸显出货币政策刺激经济需求模式的局限性，我国央行仍有较大的正常货币政策操作空间，如何平衡货币政策、房地产市场和制造业高级化之间的关系，是我们本周思考的主要方向。美英相继做出小幅加息决定，耶伦称不会为银行业挤兑无限量提供流动性一度引发市场恐慌，瑞士信贷 AT1 债券全额减计争议发酵，德意志银行股票再遭市场抛售，美联储临时扩表速度有所下降。货币政策通过信用扩张刺激经济需求，最主要的承接领域无外乎基建地产，金融条件过于宽松可能对制造业研发活动形成抑制，我国宏观经济政策制定者正在从海外货币银行体系困局之中吸取教训，延长信用传导的结构性监管链条，努力在房地产市场平稳健康发展和基建投资对标消费需求和制造业高级化之间的平衡关系方面做出新的尝试。

一、海外货币银行困局：短期压力缓和，长期困境凸显

美英央行相继温和加息 25BP，美联储短期流动性工具出台后储户恐慌度有所缓和，美联储本周扩表速度较前周明显放慢，美联储短期应对似乎开始见效。美联储 3 月 22 日宣布加息 25BP，这一决定显示美联储当前正在火热的实体经济和脆弱的银行体系之间艰难地寻找平衡。与声明一同公布的经济预测中美联储小幅上修核心 PCE、小幅下修失业率预测，与实体经济的表现一致；而在声明中、以及会后的新闻发布会上，近期金融市场的波动可能令“家庭和企业部门信用环境收紧”，带来类似于额外的货币紧缩效果的表述，则显示美联储当前正在对其原先过于刚性依赖实体经济数据的决策框架进行修正，以更好地将银行体系流动性压力可能导致的未来经济下行风险以更大的权重纳入考虑。在新闻发布会上鲍威尔还承诺称“准备好使用所必要的工具保证银行体系的安全和健康”。随后公布的数据显示，截止 3 月 22 日，当周美联储资产负债表规模扩张 945 亿美元，较前周扩张速度（2970 亿美元）大幅放缓，主要扩张的分项仍是回购和贷款，显示此前一周的挤兑风潮暂趋缓和。当周标普 500 金融业指数微涨 0.6%，在此前两周分别大跌 8.5%、6.1%之后阶段性企稳。英国央行翌日宣布同等幅度（25BP）的加息决定，称英国当前核心商品通胀仍然明显强于预期，尽管全球金融市场出现大幅波动，但英国银行体系仍具有韧性，能够继续在高利率时期支持经济。上述这些因素显示美联储的短期应对似乎开始见效。

图 1：美联储资产规模及结构（USD bn）



资料来源：Wind，华金证券研究所

但耶伦偏鹰发言一度触发美股暴跌、瑞士信贷 AT1 债券减计争议发酵、德意志银行股票再遭抛售，仍显示海外市场对当前美欧货币银行体系传导效率下降、流动性过剩导致银行资产利率敏感度提升、金融体系系统性风险积聚等问题长期信心不足。在市场担忧稍有恢复的上周三，耶伦在听证会上表态称“在未经国会批准的情况下，财政部不考虑大幅提高存款保险限额的计划”，又一度令市场脆弱的神经再次紧张起来，周四耶伦则改口称“如果有必要，我们将准备采取更多行动”，形成一定的市场安抚效果。而在大西洋彼岸的欧洲，当前市场关注的风险并非挤兑，而是政府对待 AT1 债券的态度之中所蕴含的巨大不确定性。此前在瑞士金融监管机构(FINMA)推动的瑞银合并瑞士信贷一案中，后者面值约 170 亿美元的额外一级资本债券(AT1 债券)先于股东权益遭减计至零，令欧洲金融市场投资者对市场规模超过 2500 亿欧元的欧洲 AT1 债券市场产生剧烈的担忧情绪。加之 2008 年全球金融危机以来屡屡出现资产端风险的德意志银行股价大跌，海外市场部分投资机构担忧美欧本轮银行业危机是否可能蔓延至系统重要性银行，而导致更大范围的风险传导和信用收缩效应。

图 2：主要发达国家央行政策利率（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所

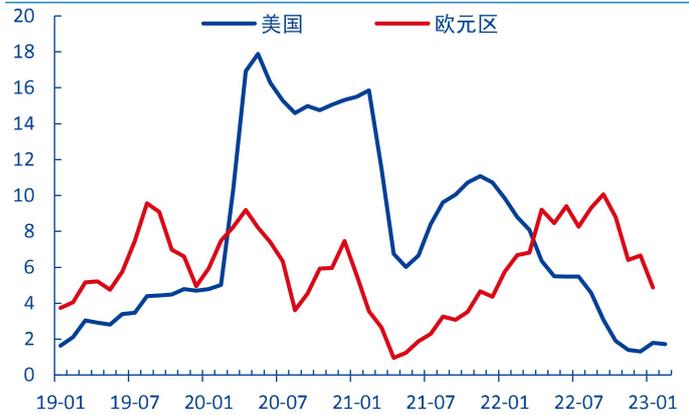
二、货币银行体系不可承受之重：长期风险的三个方面

总体上，当前美欧银行业爆发的风险尽管短期来看似乎有所缓和，但浮出水面的海外货币银行体系长期困境可能将在更长的时间维度上对全球宏观经济金融形势形成扰动。总结起来这种长期的风险表现在三个方面：

1、当出现经济金融冲击时，海外宏观经济政策应对已经形成过于依赖货币宽松的惯例，导致海外金融体系长期流动性过剩，信用传导效率持续下降。当冲击发生时，央行无法立即有效测算市场流动性需求量，过度依赖货币政策的结果将是央行过度投放流动性、以及过快下调利率，至显然大幅超过实体经济融资需求的程度，导致金融体系、主要是银行体系陷入长期流动性过剩的局面。2008 年全球金融危机之后，美国银行体系超储率迅速从此前持续十数年不到 0.1% 的高效率低水平，迅速抬升至一度超过 20%，此后至 2019 年中缩表停止时也仅降至 9% 左右，仍然明显过剩，当前又再度达到百分之十几的过剩水平。

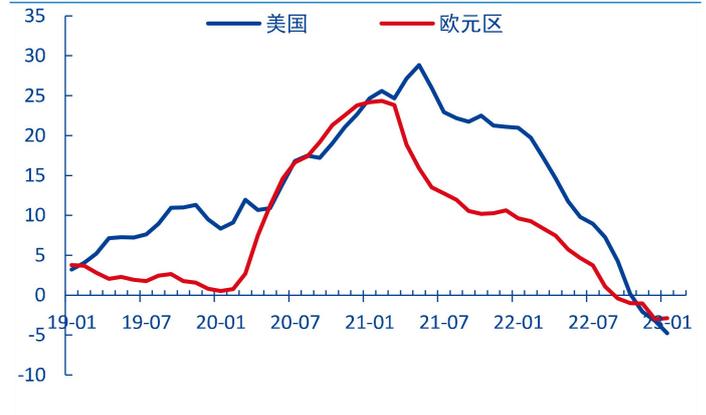
2、金融体系过剩的流动性倒逼商业银行增持与房地产、债券市场相关资产，资产端利率敏感度大幅提升。2008 年全球金融危机之后，各国央行协同对全球系统重要性银行加强监管，银行表内或通过影子银行业务持有权益类或复杂衍生品类资产受到更严格的限制，这意味着在疫情爆发之后的新一轮货币宽松浪潮中，商业银行资产端风险进一步向房地产市场和债券市场集中，资产端利率敏感性大幅提升，这本身意味着逻辑更加宏观的一种系统性风险的积累。

图 3: 美国和欧元区银行业总资产规模同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

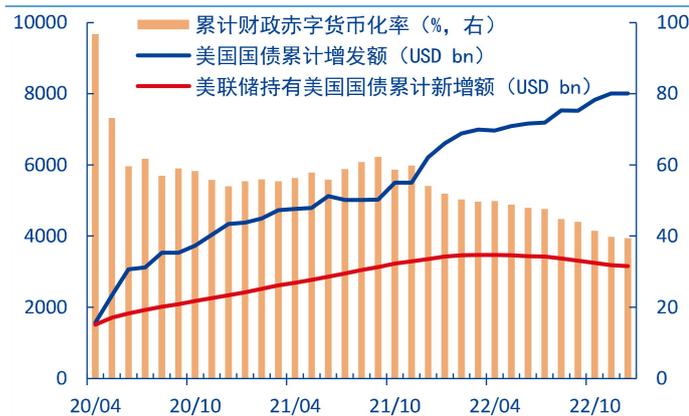
图 4: 美国和欧元区银行债券类资产规模同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

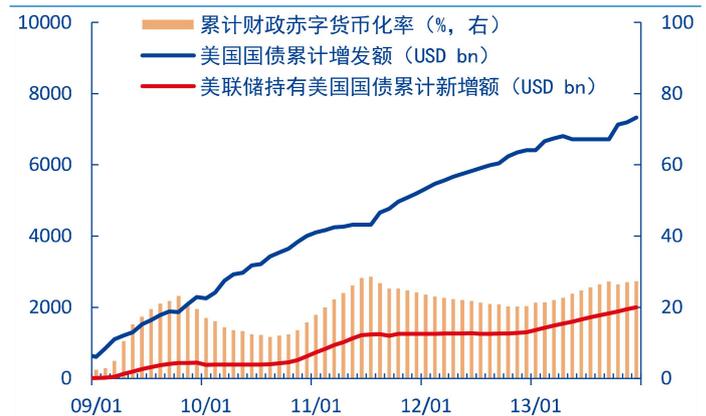
3、如果经济体内部贫富分化程度加剧，货币银行体系进一步向房地产、债券领域集中的资产风险轮廓，就可能意味着实体经济和金融体系之间对货币政策立场的反向需求日渐不可调和。以美国为例，长期贫富分化加剧的分配格局，意味着收入主要来自薪资和财政补贴的中低收入群体收入和预期并未在本轮美欧银行业风波之中产生明显变化，加之薪资通胀螺旋近期的进一步强化，从实体经济层面来看，供需两旺的格局可能持续更久。而美国中高收入群体以上阶层居民需求在更大程度上与股票和债券市场、以及房地产市场息息相关，近期的银行业震荡无疑对这部分居民的财富效应预期产生了巨大的直接冲击，货币政策在贫富分化加剧的经济体内往往陷入两难，实体经济结构性改革升级成为货币政策不可能完成的任务。

图 5: 疫情以来美国赤字货币化率走向极端，推动通胀飙升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 6: 2008 年全球金融危机之后并未大规模赤字货币化



资料来源: Wind, 华金证券研究所

三、对我国启示：强化货币监管协调，延长信用传导路径优化

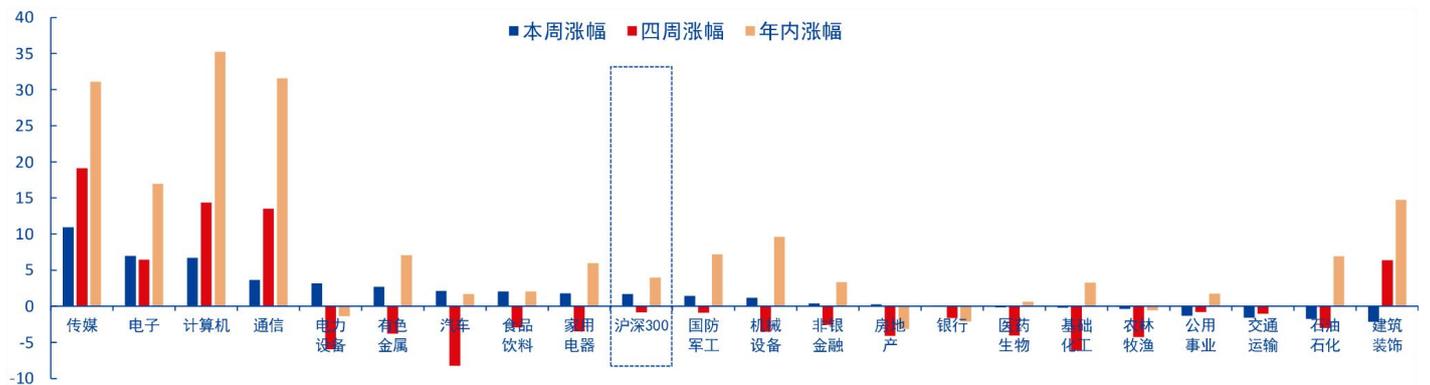
本轮美欧银行业震荡所暴露的货币银行体系困境对我国有两大重要启示：货币监管不是央行一家可以完成的闭环，需要更加强调与其他宏观政策的协调；信用传导路径的调控需要延长至实体经济供需两侧的信用结构优化。

货币——信用体系是经济运行的血液循环系统，货币金融体系的风险往往是实体经济在供给、需求、分配等几个层面结构性扭曲的集中反映，不进行深层次的供需循环优化或分配体系改革，仅仅依靠央行对流动性总量或利率价格进行调控的方法，在更长的时间维度上只会进一步放大长期结构性风险。我国在疫情爆发后的三年以来，之所以成功避免了实施非传统的量化宽松类货币政策、维持货币政策操作在合理区间内，与财政政策对企业生产能力的呵护、防控政策对消费和生产场景的尽量保护、供给侧结构性政策对产业链供应链的保障等各方面政策措施的及时推出是分不开的。今年两会之后成立了新的中央金融委员会，有助于与货币政策和实体经济互动关系均有相关的、包括但不仅限于央行的各政策部门以更好的协同方式，强化货币政策的决策、监管和调控的科学性完整性和前瞻性。

而更加强化的货币监管和政策协调，要促使货币政策和实体经济之间形成良性循环关系，那么对于全社会的信用传导机制、乃至更广泛意义上的资金流动性传导的检测和管理，就需要延长这一链条到金融资产和实体经济的关系层面，打通货币流动性向实体经济传导的最后一个关键环节，这其中诸多结构性政策和调整是需要与货币政策的总量操作形成更为密切、更具广度深度的配合的。近期我国多地政府推出属地形式的、对多孩家庭更为友好的公积金贷款放松措施，以及近日证监会、发改委发布的对于基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）拓宽至消费基础设施领域的要求，很大程度上正是对延长货币信用体系监管链条、强化金融支持实体经济功能、优化总需求结构提升可持续发展的需求端动能的重要尝试。可以合理展望，未来我国货币政策的决策框架将在与实体经济供需循环的良性交互关系方面做出更多创新性的尝试，这也意味着货币政策不再简单地以偏松或偏紧的方向判断对金融市场产生影响，未来的影响方式将是多层次、多方面的。

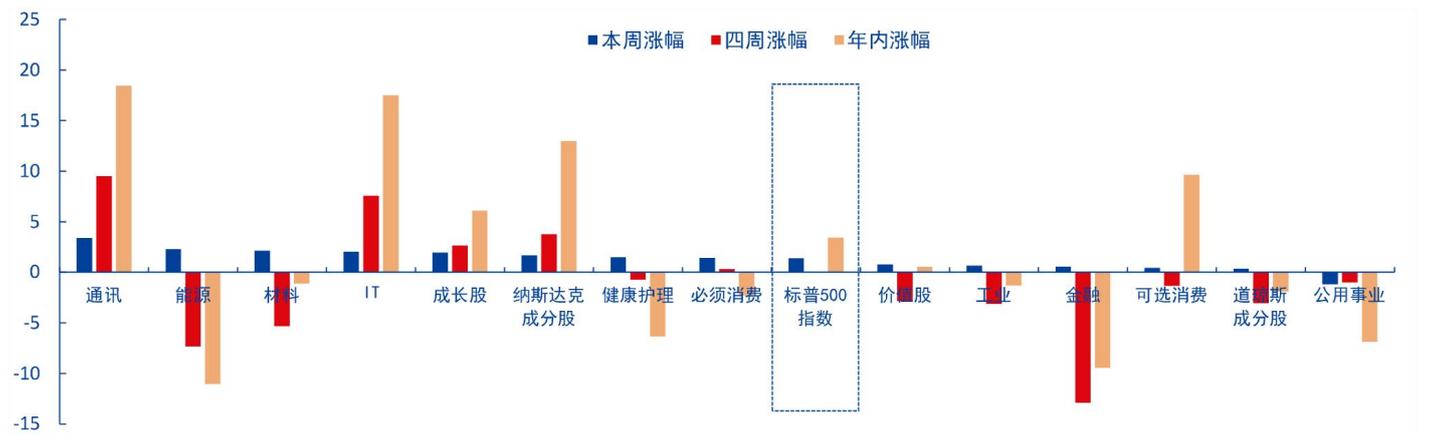
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : TMT 延续今年以来涨势, 交运、石化、建筑装饰下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 通讯、能源、材料涨幅居前, 金融板块本周止跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 中国国债收益率 (%) : 本周波动较小



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 国开债收益率 (%) : 小幅下行



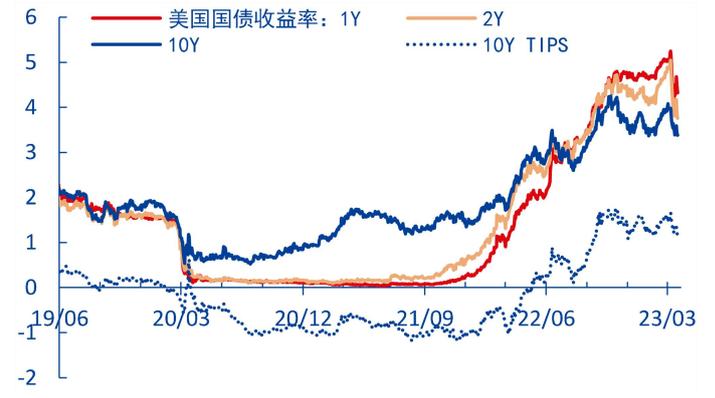
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 信用利差 (%) 维持低位



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 美国国债收益率 (%) : 2Y、10Y 再度大幅下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 全球汇率: 美元指数小幅下行, 欧英日升, 瑞郎贬



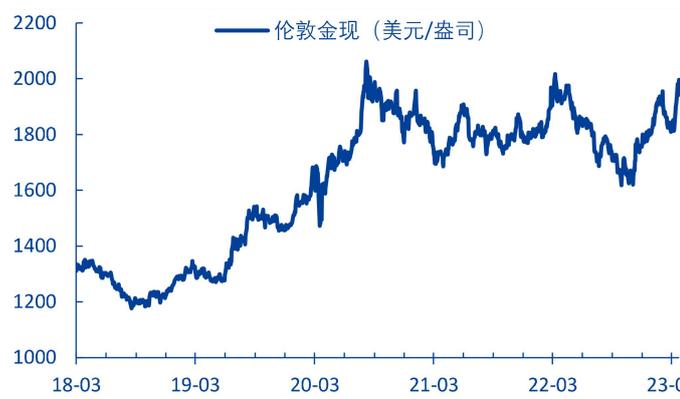
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: CNY 小幅被动升值, CNH 升幅更大



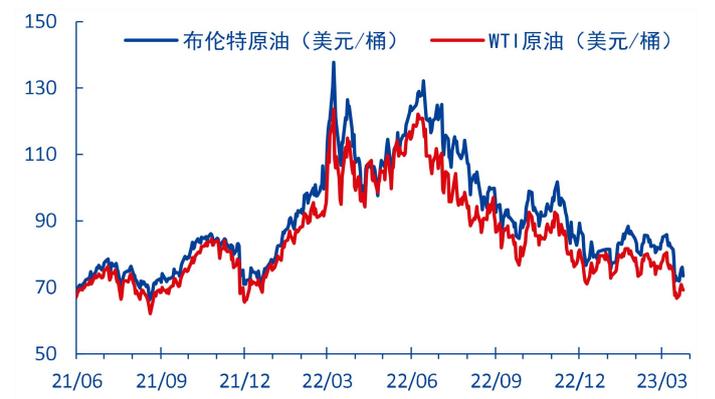
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 黄金价格上涨, 逼近 2000 美元大关



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 油价小幅反弹, 但仍处于近 5 个季度低位



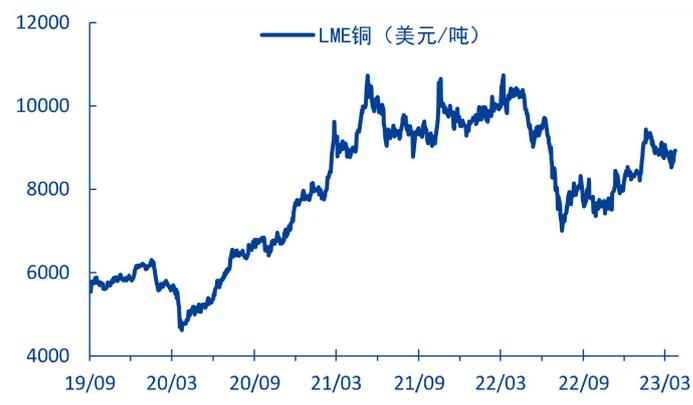
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 3 月上旬煤价涨跌不一, 幅度较小



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 铜价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn