

宏观深度报告

两次美国“银行危机”的比较研究：我们从储贷危机中学到什么？

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：

- 2023年3月爆发的银行业危机与1980-90年代美国储贷危机有较强相似性，两次危机同处于高通胀、高利率的宏观背景，储蓄机构“存短贷长”的经营模式遭受考验。本篇报告详细复盘美国储贷危机始末，并辩证比较两次危机的异同，思考本轮美国经济和货币政策的可能走向。
- **美国储贷危机始末。**美国储贷协会起源于1830年代，在二战后一度因住房需求扩张而蓬勃发展。1970-80年代美国高通胀、高利率时期，“Q条例”约束（存款利率上限）放大了利率波动对储贷行业的冲击。1980年代初期，大批储贷协会亏损严重。里根政府奉行“新自由主义”，孕育了一系列过度宽松的金融监管举措。美国政府先后推动利率市场化、允许破产机构营业、放松资本要求等，暂时挽救了储贷行业。但好景不长，1986年油价暴跌引发“能源州”经济和地产崩盘，地区储贷协会破产并蔓延全国。1987-1989年美联储重回加息周期。1988-1991年储贷协会经历“倒闭潮”。**1990年8月至1991年3月，美国经济陷入历时8个月的衰退。1989-1992年美联储以经济为准绳，启动了为期三年的降息周期，累计降息24次、6.8个百分点。**虽然货币政策宽松，但美国地产业和银行业仍在承压，且恰逢全球经济不景气等，美国经济复苏较为艰难。**美国商业银行信贷增长在1991年下半年触底，1994年才基本修复。**1990年代布什政府痛下决心处置问题机构，同时强化金融监管，1995年储贷危机正式结束。
- **对本轮银行业危机的启示。**第一，本轮银行业危机与储贷危机有较强相似性。都主要归因于银行业自身业务风险，即存款成本和贷款收益错配、“借短贷长”。但这两次危机不存在明显的地产泡沫和金融过度创新，与次贷危机的背景不同。第二，本轮银行业危机可能不会像储贷危机那样演化为系统性金融危机。首先，政策阻断风险传导的能力更强。FDIC救助权力更大，政策响应更及时。其次，美国地产基本面更好，银行底层资产更优。最后，金融监管环境更严格，市场主体更谨慎。第三，信贷紧缩强化美国经济衰退逻辑，市场可能转向“衰退交易”。历史上，较为严重的信贷紧缩往往伴随经济衰退，且信贷增速修复往往滞后于经济复苏，可能延缓复苏进程。我们认为，本轮美国衰退节点可能提前至年中。市场对于美国经济衰退的程度和时长仍有一个重估的过程。第四，政策“先救市、后改革”，但货币转向仍主要取决于经济。美联储降息是银行危机的结局，但需要等到经济实质性恶化之后。目前市场对于美联储转向期待较高，而对可能更早到来的衰退计价难言充分。
- **风险提示：**美国银行业危机超预期升级，美国经济超预期下行，美国货币紧缩超预期，非美地区经济金融风险超预期爆发等。

正文目录

一、 美国储贷危机始末	4
1.1 起源：大萧条出清，二战后兴起	4
1.2 初现：高利率冲击，储贷业亏损，监管松绑	5
1.3 爆发：“能源州”崩溃，机构“倒闭潮”，经济陷衰退	8
1.4 结局：处置问题机构，美联储降息，经济弱复苏	10
二、 对本轮银行业危机的启示	12
2.1 本轮银行业危机与储贷危机有较强相似性	12
2.1 但本轮银行业危机或许不如储贷危机严重	13
2.3 信贷紧缩强化美国经济衰退逻辑，市场可能转向“衰退交易”	14
2.4 政策“先救市、后改革”，但货币政策转向仍主要取决于经济	15

图表目录

图表 1	二战期间美国居民积累储蓄转化为战后购买力.....	5
图表 2	1946-64 年美国人口高速增长	5
图表 3	二战后美国住宅固定资产投资跃升	5
图表 4	1900-79 年储贷协会规模快速扩张.....	5
图表 5	1970-80 年代美国长短端利率倒挂.....	6
图表 6	1978-82 年美国货币基金增长明显快于存款	6
图表 7	1979-83 年储贷协会经营状况	6
图表 8	1980 年代美国金融自由化的主要举措	7
图表 9	1983-85 年美国快速复苏	7
图表 10	1983-85 年美国储贷行业显著修复	7
图表 11	储贷危机期间德克萨斯州破产机构数占 29%.....	8
图表 12	1986-90 年德州房价下跌后全美房价承压	8
图表 13	1987-89 年美联储进入加息周期	8
图表 14	1987-89 年美国存贷利差收窄	8
图表 15	1988-91 年是美国储贷危机的高峰期	9
图表 16	1989-92 年美国房贷撇账率、拖欠率迅速走高	9
图表 17	1990-91 年美国陷入衰退后失业率仍在上升	10
图表 18	1990-94 年美国商业银行陷入信贷紧缩	10
图表 19	1995 年美国银行倒闭数回到个位数	10
图表 20	1994 年以后美国储贷协会资产规模基本不变	10
图表 21	1991 年初美国住房市场触底	11
图表 22	1990 年代美国商业银行信贷修复缓慢	11
图表 23	1989-92 年美联储持续降息，美国经济先后经历浅衰退、弱复苏.....	12
图表 24	两次危机均伴随美联储大幅加息	12
图表 25	两次危机均伴随美债收益率曲线倒挂.....	12
图表 26	两次危机均伴随银行信贷增速下滑	13
图表 27	两次危机住房空置率未飙升（不同于次贷危机）	13
图表 28	当前美国地产贷款拖欠率很低	14
图表 29	次贷危机后美国银行资产负债率下降	14
图表 30	历史上，信贷紧缩往往引致经济衰退.....	14
图表 31	中小银行危机令美联储加息预期显著降温	15
图表 32	硅谷银行事件后，美股整体表现积极.....	15

2023年3月美国硅谷银行事件引发中小银行危机。截至目前，银行挤兑、流动性危机和市场恐慌情绪已先后缓解，市场进一步聚焦于银行危机对美国经济的中期影响。我们认为，本轮银行业危机与1980-90年代美国储贷危机有较强相似性，两次危机同处于高通胀、高利率的宏观背景，储蓄机构“存短贷长”的经营模式遭受考验。储贷危机爆发后，美国经济曾经历八个月的“浅衰退”，地产和银行业所受创伤持续更久，美联储开启长达三年的降息周期。本篇报告详细复盘美国储贷危机始末，并辩证比较两次危机的异同，思考本轮美国经济和货币政策的可能走向。

一、美国储贷危机始末

美国储贷协会起源于1830年代，在二战后一度因住房需求扩张而蓬勃发展。1970-80年代美国高通胀、高利率时期，储贷协会“借短贷长”的资产负债结构受到巨大冲击，储贷行业亏损严重。新自由主义思想下，美国政府实行宽容政策，推动利率市场化，暂时挽救了储贷行业。但好景不长，1986年油价暴跌引发“能源州”经济和地产崩盘，地区储贷协会纷纷破产，危机随后蔓延全国。“屋漏偏逢连夜雨”，1987-1989年美联储重回加息周期，前期宽松监管下的巨雷纷纷引爆。1988-1991年储贷协会经历“倒闭潮”，房贷违约、信贷紧缩和经济衰退接踵而至。1990年代，布什政府痛下决心处置问题机构，美联储开启长达三年的降息周期，美国经济缓慢复苏。

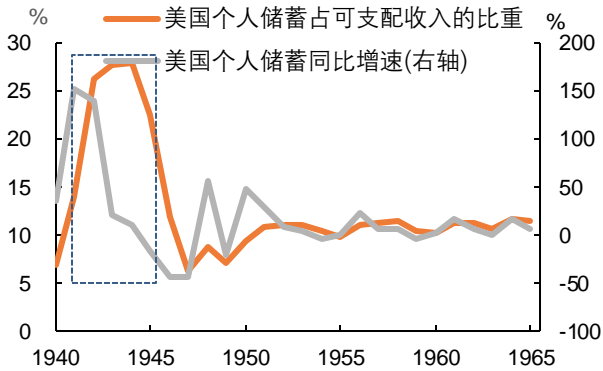
1.1 起源：大萧条出清，二战后兴起

美国储贷协会起源于1830年代。1831年美国第一家储蓄与贷款协会（Savings and loan association, S&L）成立，由一些希望购买自己住房但缺乏足够储蓄的人自发组织，因彼时的银行并不提供住房抵押贷款。协会主要吸收少部分会员存款并发放中长期固定利率住房抵押贷款，来满足平民的住房梦。早期的储贷协会主要由州政府进行监管，包括成立许可、情况报告和定期检查等，但实际并未严格执行。

“大萧条”加速储贷行业出清。由于美国内战和经济危机等，储贷协会的发展并不一帆风顺，但到1930年全美已有约1.2万家储贷协会，总资产也近90亿美元（占GDP比重约10%）。在1929-1933年大萧条期间，由于贷款人不断违约、房产价值一落千丈、储户纷纷挤提，1937年储贷协会数量和资产较1930年分别减少21.7%和35.6%，降低至9225家和57亿美元（占GDP比重约6%）。为了应对危机，美国实施了新的住房政策，1932年和1934年分别通过《联邦住房贷款银行法案》和《全国住宅法》，建立了联邦住房贷款委员会（FHLBB）和联邦储贷保险公司（FSLIC），监管储贷协会的日常经营并以统一费率向储贷协会收取存款保险费，这些举措支持和保障了后来储贷协会的发展。

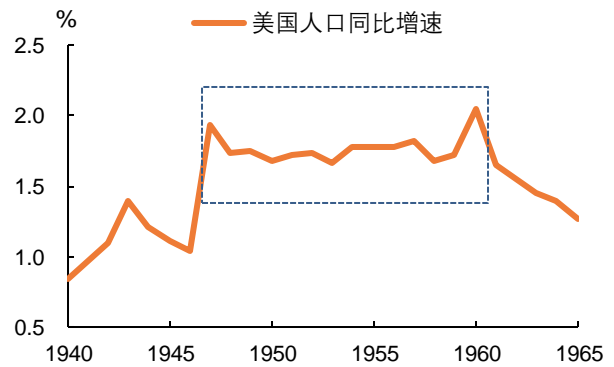
二战后人口与住房需求高增，储贷行业蓬勃发展。1931-1945年二战期间，由于居民消费和住房建设受限，居民储蓄持续走高，个人储蓄存款总额占可支配收入的比例从1938年的1.9%一路上涨至1944年的26%，战争期间积累的储蓄转化为战后的住房购买力。二战后，军人返乡和“婴儿潮”（1946-1964年新生儿数高达7800万人），使美国人口保持长期增长，派生大量住房需求。加上政府税收和住房政策的鼓励，美国新屋开工数量从1945年的200多万套，迅速膨胀了四倍，在1950年代多数年份里均超1000万套。储贷协会顺势蓬勃发展，1960年代初总资产突破1000亿美元，占GDP比重高达18%左右，占据了一半的住房金融市场。

图表1 二战期间美国居民积累储蓄转化为战后购买力



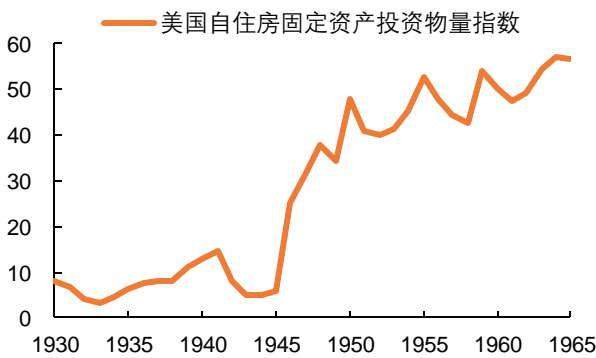
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 1946-64年美国人口高速增长



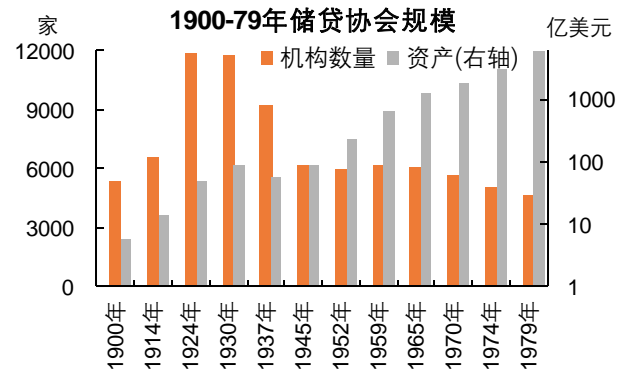
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 二战后美国住宅固定资产投资跃升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 1900-79年储贷协会规模快速扩张



资料来源: Savings and Loan Fact Book, 平安证券研究所

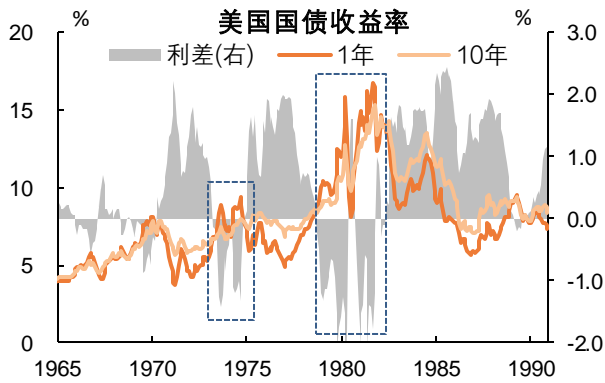
1.2 初现：高利率冲击，储贷业亏损，监管松绑

1970-80年代美国高通胀、高利率环境加剧银行业压力。由于财政政策的过度刺激、粗暴的价格管制和石油危机的冲击，加之美联储前期缺乏独立性，美国通胀和通胀预期失控，1970-80年代美国陷入“大滞涨”时代。美国CPI同比增速从1960年代的2.3%上涨到1970年代的7.1%，甚至在1974年、1979-1981年突破了10%。高通胀迫使美联储提高利率，且由于通胀反复，利率也随之呈现变动快、波动大、顶点高的特点。尤其在1979-1982年，沃尔克领导美联储大幅加息抗击通胀，引发长短端利率水平明显“倒挂”，向储贷机构“借短贷长”的资产负债结构施压。

“Q 条例”约束进一步放大了利率波动对储贷行业的冲击。1966年《利率控制法案》将“Q 条例”扩展到储贷协会，该条例禁止商业银行和储贷机构支付活期存款利息，并设置了定期存款利率上限。即使储贷协会的存款利率上限被允许略高于商业银行，但仍然远低于通胀率和国债收益率。由于名义利率上升、存款利率调整受限，储贷协会因存贷利率错配而承压。

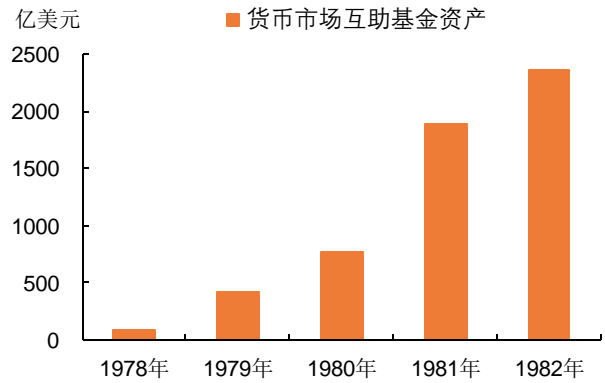
资产端方面，因存量抵押贷款的固定利率无法调整，调高新增抵押贷款利率又会导致贷款需求降低，储贷协会平均贷款收益率很难提升。并且，监管规定储贷协会绝大部分资金只能投放于住房固定利率抵押贷款，因而也无法通过资产多样化来降低风险、提高收益。**负债端方面**，当金融市场利率高于存款利率上限时，储户存款意愿下降、证券投资意愿上升，这对储贷协会的负债端造成巨大压力。同时，货币市场基金的发展也加速了储蓄转移。当时的货币市场基金没有准备金和利率限制，且便利性良好，受到市场欢迎，规模迅速扩张。美国货币市场基金总资产在1978年仅有95亿美元，到1982年就达到了2363亿美元。

图表5 1970-80年代美国长短端利率倒挂



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 1978-82年美国货币基金快速增长



资料来源: 劳伦斯·怀特(2000), 平安证券研究所

1980年代初期, 大批储贷协会亏损严重。美联储大幅加息后, 1981-1982年储贷协会净息差仅为-1.0%至0.7%, 总利润从1979年的17.9亿美元, 迅速下降到1980年的3.0亿美元, 随后在1981年大幅亏损31.3亿美元。到1982年年中, 储贷行业整体资本净值为负, 其抵押品的市场价值为1000亿美元, 仅占负债的15%, 有形资产在总资产中的占比更是跌落至0.5%以下。在此期间, 储贷机构总资产规模虽然仍在增长, 但同比增速明显放缓, 从1975-79年的10%以上下降至1982年底的1.1%。

图表7 1979-83年储贷协会经营状况

年份	实际利率 (%)	资产 (亿美元)	有形资产 (亿美元)	有形资产/总资产	总体利润 (亿美元)
1979年	2.3	5544	315	5.7	17.92
1980年	3.7	6038	322	5.3	3.03
1981年	5.9	6398	253	4.0	-31.25
1982年	6.2	6862	37	0.5	-9.37
1983年	5.0	8138	35	0.4	8.43

资料来源: 劳伦斯·怀特(2000), 平安证券研究所

1981-1989年, 里根政府奉行“新自由主义”, 孕育了一系列过度宽松的金融监管举措。由于凯恩斯主义未能有效应对滞胀危机, 新自由主义理念复兴, 以供给学派和货币主义为底层逻辑的“里根经济学”应运而生。1981年里根政府上台之初提出经济复兴计划, 主要包含四方面内容: 大幅减税, 鼓励储蓄和投资; 削减政府支出, 改革社保制度; 放松经济管制, 提高经济效率; 稳定货币增长速度, 控制通货膨胀。经济自由化思潮延展到金融领域表现为放松对金融机构的严格管制, 侧重于“效率优先”, 要求“政府收手”, 但却矫枉过正, 忽视了“安全问题”。

1980-1986年, 美国政府为储贷协会“松绑”, 推动利率市场化、放松资产端和负债端的管制。1980年和1982年美国分别通过了《存款机构放松管制与货币控制法案》(简称《1980年银行法》, DIDMCA)和《存款机构法》(又称《甘恩-圣杰曼法》)。这些措施同时缓和了储贷协会资产端和负债端的压力。**资产方面**, 政策支持可调整利率的抵押贷款、提高贷款额度, 同时, 储贷协会被允许投资公司、地产和商业债券等风险资产, 储贷协会亏损最严重的多个州管制几乎完全放开。**负债方面**, 1982年《存款机构法》宣布分6年逐步取消“Q条例”, 放开了对定期存款利率的上限管制。这一举措提高了储贷协会吸收存款的能力, 但也迫使其必须提高资产端的收益, 去购买高风险、高收益的资产。

图表8 1980年代美国金融自由化的主要举措

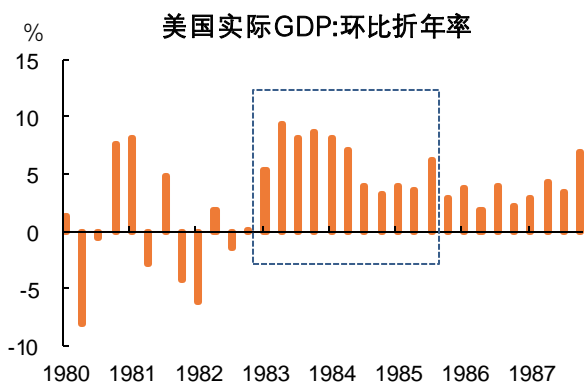
资产端	负债端
<p>降低投资成本：</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) 降低房地产投资的一般收入税率和资本利得税率； (2) 缩短商业地产的折旧年限。 <p>扩大投资范围：</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) 准许联邦注册的储贷协会投资于消费信用、商业票据和公司债券，但最多不得超过其资产总额的20%； (2) 扩大其在不动产抵押贷款方面的经营权利； (3) 允许其提供信用卡服务及行使信托权； (4) 解除对储贷协会的管制，银行可提供可调利率抵押贷款。 	<p>提高存款吸引力：</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) 由联邦保险的存款额自1980年3月31日起，由4万美元增加到10万美元； (2) 允许信用合作社和储贷协会提供支票存款。 <p>推动利率市场化：</p> <ul style="list-style-type: none"> (1) 《1980年银行法》宣布分6年逐步取消对定期存款利率的上限制； (2) 《存款机构法》详细制定了取消“Q条例”的步骤； (3) 1986年放开存折储蓄账户的利率上限。

资料来源：DIDMCA等监管法案，平安证券研究所

此外，美国政府采取“宽容”政策，允许破产机构继续经营，并降低资本监管要求。1983年偿还破产机构的保险储户大约需要花费25亿美元，但保险基金只有6亿美元储备金，所以监管机构并未加强监管、关闭问题机构或补充保险基金，反而让大部分破产的储贷协会继续经营。1983-1989年，每年均有超400家破产的储贷协会继续营业。为了配合执行该政策，1980年监管部门将资本标准（资本与总资产比率）的最低要求从5%降低到4%，1982年又降低到3%。监管部门还允许储贷协会采用更宽松的有管理的会计准则（RAP）而不是一般公认会计准则（GAAP）来计算资本要求。1981年9月，监管部门允许问题机构发行“收入资本凭证”来补充资本，使其具有“账面”清偿能力。种种宽松政策使“僵尸”机构得以继续存活，也为大规模的破产倒闭潮埋下祸根。

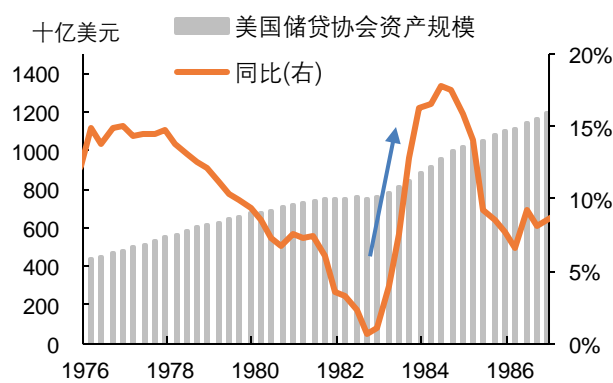
1983-1985年，在宏观环境改善和地产复苏的背景下，储贷协会暂时扭亏为盈。1982年美国GDP同比下跌1.8%后，1983年-1985年美国强劲恢复、通胀减速，GDP和CPI年均复合增速分别达到5.3%和3.7%。通胀可控后，1983年联邦基金利率由此前的20%左右下行至10%以下，储贷协会受利率压抑的状况有所缓解。随着美国经济复苏，叠加人口增长预期（1960年代“婴儿潮”孕育1990年代初人口增长）、住房政策扶持、金融自由化等助推，美国房地产市场也快速修复，房价重新走入上升通道。尽管房地美房价指数同比增速在1982年中有10个月为负且最大跌幅高达6.9%，但1983年就有9个月的同比增速超过10%，1984年和1985年房价也依然保持着5%左右的增速。在经济复苏和房地产回暖的背景下，1983年储贷协会扭亏为盈，盈利8.4亿美元，资产增长18.6%，1985年储贷协会的总资产已是1982年的1.5倍以上。

图表9 1983-85年美国快速复苏



资料来源：Wind,平安证券研究所

图表10 1983-85年美国储贷行业显著修复

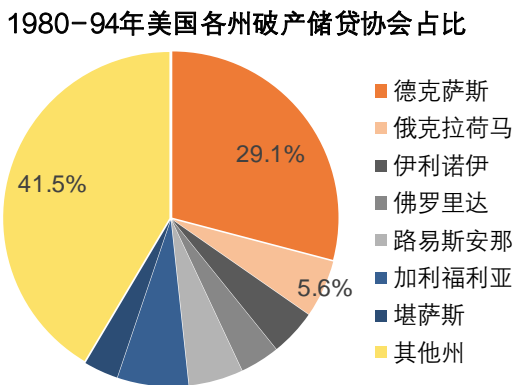


资料来源：Wind,平安证券研究所

1.3 爆发：“能源州”崩溃，机构“倒闭潮”，经济陷衰退

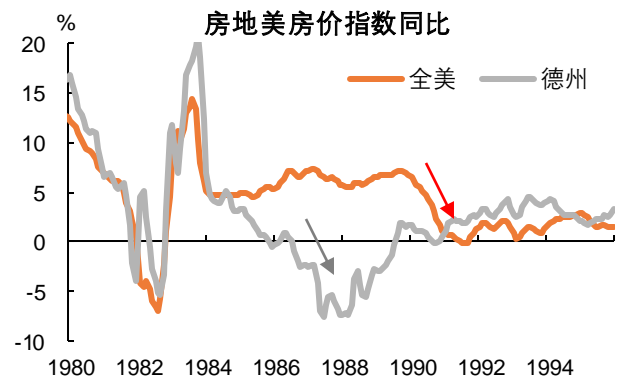
1986年产油国争夺市场份额，油价暴跌使德州等能源州地产泡沫破裂，储贷协会遭受打击。1979-1981年第二次石油危机后，WTI 油价由 15 美元/桶以下蹿升至 30 美元/桶以上。美国德克萨斯州等西南地区为“能源州”，油价高涨带来繁荣的经济和良好的预期，并且州立法机构允许投资者投资于投机性房地产，催生了地区房地产市场过度繁荣。到 1986 年，由于 OPEC 对产油国价格战的默许，油价迅速下跌，甚至一度逼近 10 美元/桶。美国“能源州”经济普遍陷入衰退，并引发房价下跌，刺破了前期过度投资而形成的“地产泡沫”，使储贷协会遭受严重损失。德州储贷协会大量破产，直接导致 FSLIC 的保险基金耗尽，社会公众对美国金融体系的信心遭受重大打击，储贷协会破产潮逐步蔓延到全国。美联储数据显示 1988 年储贷协会破产高峰期时，全国超过 40% 的倒闭和救助发生在德州，而 FDIC 数据显示整个 1980-1994 年德州破产机构的数量和资产占全美的比重分别为 29.1% 和 21.4%。

图表11 储贷危机期间德克萨斯州破产机构数占29%



资料来源：FDIC, 平安证券研究所

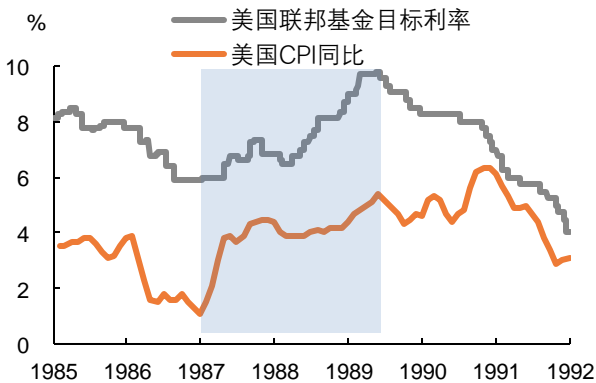
图表12 1986-90年德州房价下跌后全美房价承压



资料来源：Wind, 平安证券研究所

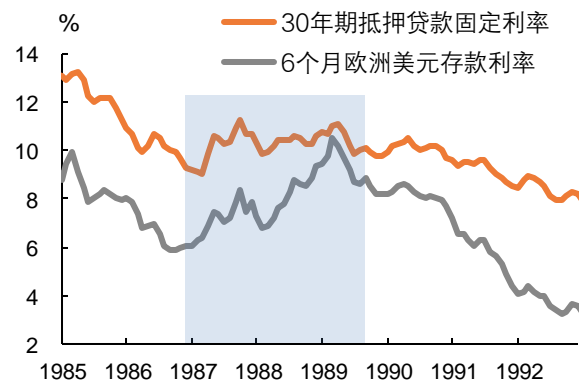
1987-1989年美联储重回加息周期，进一步加重了储贷协会负担。1987年-1990年，油价重回上涨和经济短暂复苏使美国通胀低位反弹并快速上行，CPI 同比增速分别达到 3.6%、4.1%、4.8%、5.4%。此外，1987 年签订的《卢浮宫协议》要求美元汇率停止贬值，这也要求美联储提高利率。1987 年 1 月开始，美联储整体进入加息周期（除了 1987 年 10 月的“股灾”导致美联储紧急降息三次，但 1988 年 3 月重新加息），联邦基金目标利率由 1986 年 8 月的 5.88%，升至 1989 年 5 月的 9.81%。在此背景下，储贷协会存贷利差再次受到挤压。

图表13 1987-89年美联储进入加息周期



资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表14 1987-89年美国存贷利差收窄



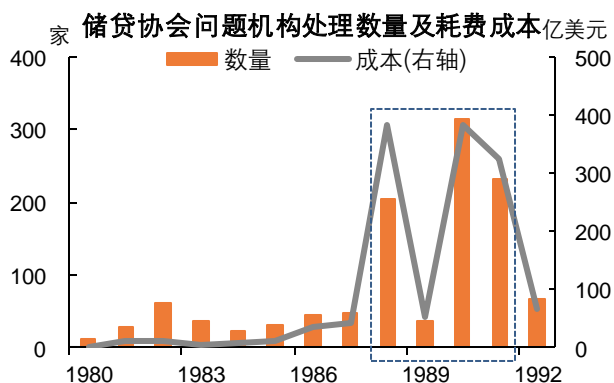
资料来源：Wind, 平安证券研究所

1986-1988年，联邦储贷保险公司实际破产，但监管仍在“宽容”，成本越来越高。1984年联邦储蓄贷款保险公司为清理破产储贷协会支出8.9亿美元，1985年迅速达到74亿美元，1986年更是达到91亿美元，联邦储蓄贷款保险公司入不敷出，年末净值为转负至-63亿美元，实际上已经破产。为了应对危机，1987年里根签署《银行业公平竞争法》(CEBA)，授权联邦储蓄贷款保险公司筹集108亿美元基金用于处置有问题的储贷社，但仍实施“宽容”政策。1988年联邦住房贷款银行委员会针对德克萨斯州储贷协会的问题，推出西南计划，以优惠条件出售整合破产储贷协会。但这些措施并没有彻底解决储贷协会的问题，1987年和1988年联邦储贷保险基金亏损扩大，净值分别为-137亿美元和-750亿美元，消耗的成本越来越高。

1988-1991年储贷协会经历“倒闭潮”，房贷违约、信贷紧缩和经济衰退接踵而至。1988-1991年的4年里，共790家储贷协会问题机构被解决，其中仅1990年就有316家。储贷协会大量倒闭，对美国经济带来一系列连锁反应。

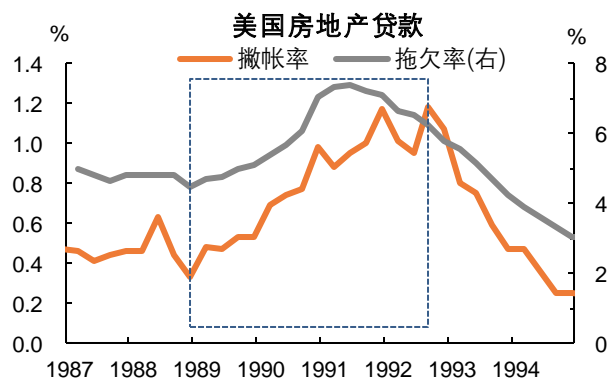
- 首先，1988-1992年房地产贷款违约持续上升。1988年12月以后，美国房地产贷款拖欠率、撇账率开始上升，1991年房地产贷款拖欠率在二季度达到7.37%的顶点，撇账率四季度达到1.17%的阶段高点，但并未立即回落，而是在1992年的三季度出现1.18%的高点。
- 其次，1990-1994年美国银行业持续出现信贷紧缩。美国所有商业银行工商业贷款同比增速，由1989年底的6%下降至1994年初的-1%，工商业贷款与所有存款的比值也由29%大幅下降至18%。
- 最后，1990-1991年美国陷入衰退。1990年8月至1991年3月是美国经济研究局(NBER)定义的衰退区间，历时8个月。1990年一季度美国GDP同比增长2.82%，随后增速不断下滑至四季度的0.6%，全年增长1.9%。1991年前三季度美国经济同比增速均为负值，全年增长-0.1%。整个衰退区间内，首月的失业率为5.7%，之后持续上行至最后一个月的6.8%，并且在度过衰退区间后失业率继续震荡上行至1992年6月的7.8%。

图表15 1988-91年是美国储贷危机的高峰期



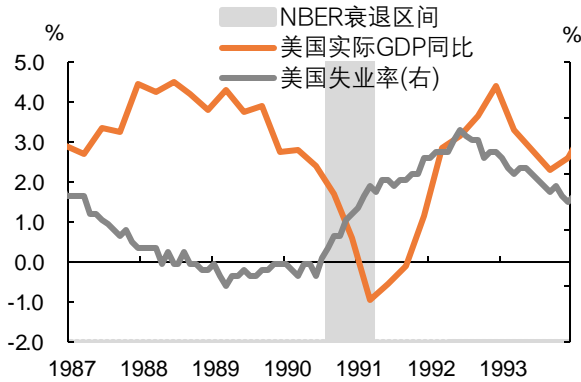
资料来源：CBO, 平安证券研究所

图表16 1989-92年美国房贷撇账率、拖欠率迅速走高



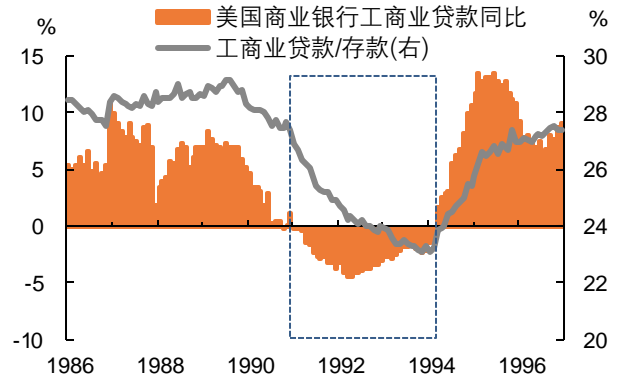
资料来源：Wind, 平安证券研究所

图表17 1990-91年美国陷入衰退后失业率仍在上升



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 1990-94年美国商业银行陷入信贷紧缩

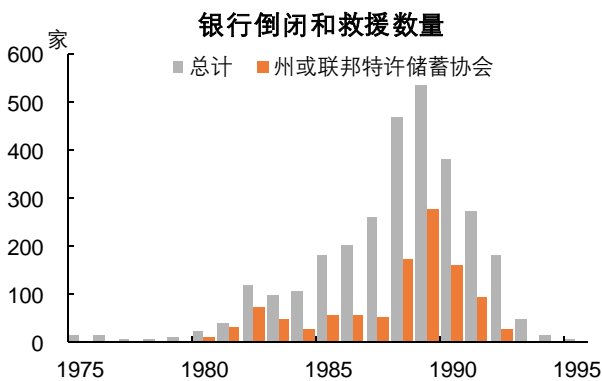


资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.4 结局：处置问题机构，美联储降息，经济弱复苏

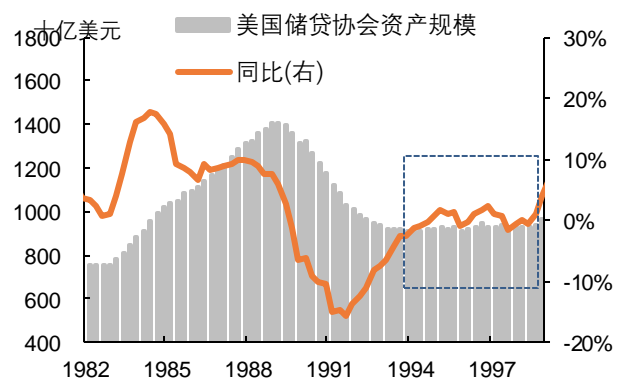
1989-1991年 布什政府采取果断措施处理问题机构，同时强化金融监管；**1995年** 储贷危机正式结束。1989年美国通过颁布《存款机构改革、复兴与实施法》(FIRREA)，开始真正解决储贷危机，新建了储蓄机构监管委员会 (OTS)、联邦存款保险公司 (FDIC) 和新的保险基金。针对破产和倒闭机构，**建立重组信托公司 (RTC) 专门处理**，由复兴基金公司 (RFC) 发行债券来支付费用。同时，监管从严，恢复部分管制措施、严格限制储贷协会可以购买的资产种类并提高核心资本比率要求。为了解决存款保险制度中存在的道德风险问题，1991年又颁布了《联邦存款保险公司完善法》(FDICIA)，收窄保险范围并将保费与风险挂钩，同时要求被保险机构提供更详细的报告，严格实行年度现场检查制度，发现问题要求立即整改。**1995年**，以 RTC 的关闭为标志，储贷危机正式结束。RTC 共处理了 747 个储贷协会，接管的 4500 亿美元资产中 85% 得到恢复，储贷协会资产规模降低、质量提高。

图表19 1995年美国银行倒闭数回到个位数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表20 1994年以后美国储贷协会资产规模基本不变



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1989-1992年，美联储以经济为准绳启动了为期三年的降息周期，累计降息 24 次、6.8 个百分点。

- **降息开始阶段：**1989年上半年美联储仍面临通胀压力而加息，年初格林斯潘在国会作证时认为“目前4%-5%的通胀率是不可接受的”，并预估全年GDP实际增长近2%。1989年3月以后，新增非农就业数据连续放缓，从此前的20-30万下降至6月的11.4万，PMI指数也从5月开始回落至50以下，PCE同比从2月的4.7%回落至6月的4.2%。**美国经济走弱信号增强，美联储更加相信未来通胀可控，因此于1989年6月首次降息25BP；7月，美联储再降息50BP，**

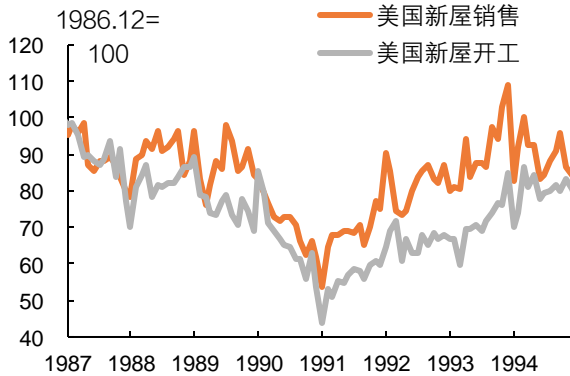
绿皮书预测实际 GDP 降至 1.5%；到四季度，美联储降息共约 80BP。

- **降息停滞阶段：**由于通胀反弹，美联储在 1990 年上半年停止了降息。1990 年 6 月，核心 CPI 较年初高出 0.5 个百分点达 4.9%。1990 年 7 月，美联储试探性小幅下调 25BP 至 8%。**1990 年 8 月第三次石油危机爆发**，石油月均价从 8 月的 17 美元/桶上涨至 10 月的 36 美元/桶，尽管美国当月公布的失业率（5.7%）创 1988 年 3 月以来最高，零售数据也暗示经济疲软，但美联储依然比较犹豫。
- **降息加速阶段：**截至 1990 年 10 月，美国制造业 PMI 下降至 43.2，已经连续 18 个月低于荣枯线，美联储开始每月连续降息。**1991 年初美国介入海湾战争**，令经济雪上加霜，随后油价下跌，非农就业和工业生产等经济数据持续疲弱。美联储此后保持长时间降息操作，最终 1992 年 9 月达到 3% 的利率低点。

美国房地产市场于 1991 年初触底，1992 年才基本回到衰退前水平，此后房价增速长期迟缓。1989 年 6 月美联储首次降息后，新建住房销售和已开工的新建私人住宅同比增速再度出现下跌趋势，在 1 年半后也即 1991 年 1 月增速见底，同比分别下跌 35.3% 和 48.6%，又经过 8 个月即到 1991 年 10 月，增速实现由负转正。房价增速见底滞后于销售和开工，以房地美房价指数衡量的美国房价，在 1991 年 8 月同比增速见底为 -0.2%，随后增速转正但高度有限，至 1993 年末期间月度同比增速的中枢仅为 1.3%，1994 年的增速中枢才上升至 2.4%。

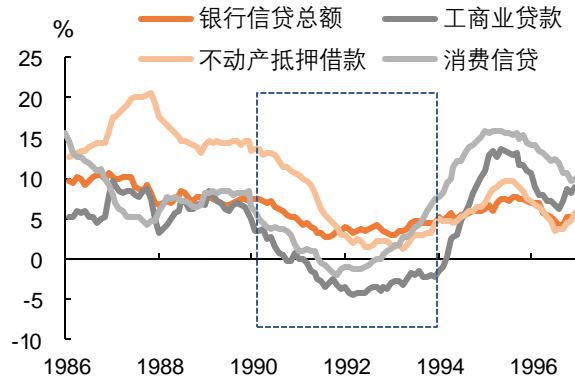
银行信贷增长在 1991 年下半年触底，1994 年以后才基本修复。美联储首次降息后，商业银行信贷增速依然维持下行趋势并在 25 个月后即 1991 年 8 月达到增速底 2.7%，经过 38 个月即到 1994 年 11 月首次达到 6% 的增速（1989 年 6 月为 6.7%），远远不及 1986-1987 年 10% 左右的同比增速。细分来看，消费信贷、工商业贷款和不动产抵押贷款的增速前后分别于 1991 年 11 月、1992 年 3 月和 1993 年 4 月分别达到 -1.9%、-4.4% 和 1.32% 的增速底，其中消费贷款和工商业贷款分别保持 1 年和 3 年时间的同比负增长。综上，本轮衰退后，美国商业银行信贷经历了漫长的修复过程，**不动产抵押贷款增速中枢下滑，消费信贷增速底部修复的时长与工商业贷款相近。**

图表 21 1991 年初美国住房市场触底



资料来源：Wind, 平安证券研究所

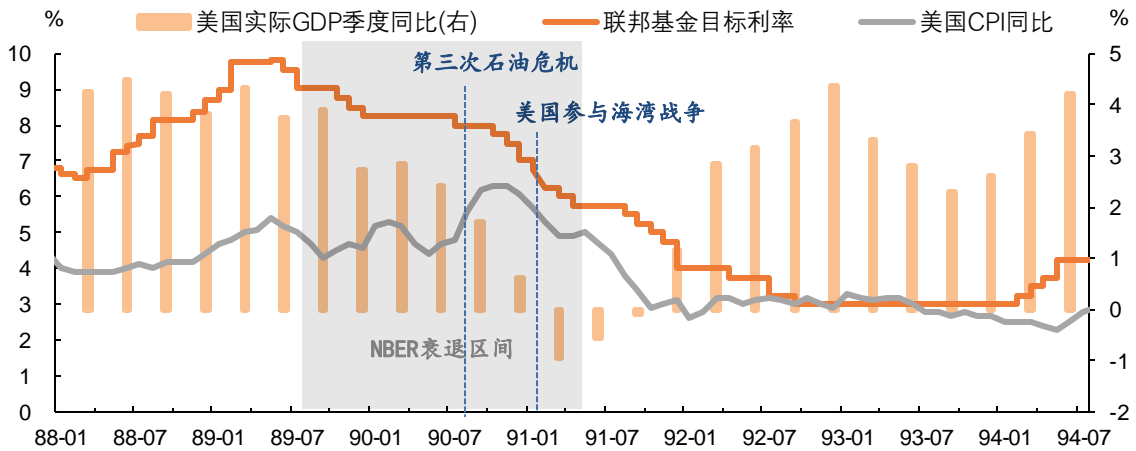
图表 22 1990 年代美国商业银行信贷修复缓慢



资料来源：Wind, 平安证券研究所

1991 年二季度以后，美国经济进入复苏周期。1991 年一季度，美国实际 GDP 同比萎缩近 1%；二季度，GDP 环比折年率回升至 3.2%，同比萎缩幅度缩窄，美国经济脱离 NBER 衰退区间。虽然美联储实施了政策宽松，但美国地产业和银行业仍在承压，且恰逢全球经济不景气（如 1990 年代初日本经济泡沫破裂）等，美国经济复苏较为艰难。1992-1994 年，美国 GDP 年均增速仅为 3.4%，远远不及战后多次衰退后的复苏斜率。

图表23 1989-92年美联储持续降息，美国经济先后经历浅衰退、弱复苏



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、对本轮银行业危机的启示

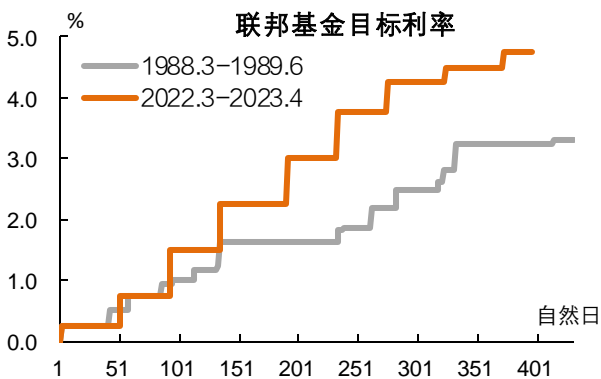
2.1 本轮银行业危机与储贷危机有较强相似性

2023年3月爆发的美国中小银行危机，与1980-90年代储贷危机有较强相似性。

首先，两次危机均主要源自银行业本身的业务风险。存款成本和贷款收益错配、“借短贷长”，银行盈利能力和流动性均面临压力。正如硅谷银行的失败，主要源于其投放贷款能力与吸收存款不匹配，继而引发后续的投资失败与银行挤兑。

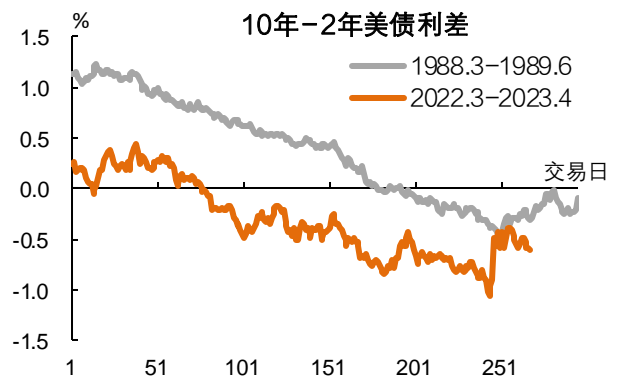
其次，两次危机的宏观背景都是高通胀和美联储大幅加息。这一压力的直接体现是美债收益率曲线的倒挂，这一方面表现了市场对经济的悲观预期，也切实削弱了银行的放贷和盈利能力。

图表24 两次危机均伴随美联储大幅加息



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表25 两次危机均伴随美债收益率曲线倒挂



资料来源: Wind, 平安证券研究所

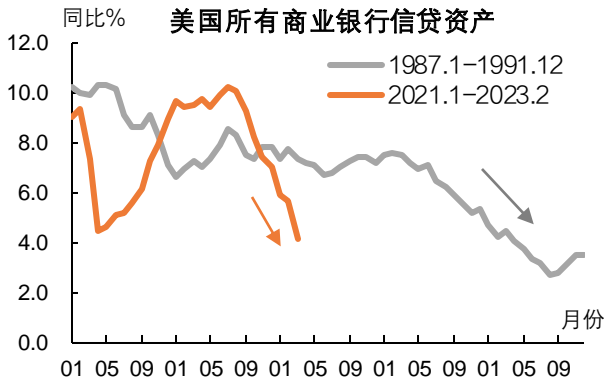
再次，两次危机均引发银行主动收紧信贷，也都发生了银行存款向货币市场基金转移的迹象。据美联储数据，2023年初（1月4日）以来截至4月5日，美国商业银行信贷规模减少1.0%（1822亿美元），存款总额减少3.2%（5603亿美元）；同期，货币市场基金增长9.0%（4330亿美元）。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

最后，上述两次危机均不存在明显的地产泡沫和金融过度创新，与次贷危机爆发的背景明显不同。这也意味着，目前美国银行业风险或难达到次贷危机的程度。

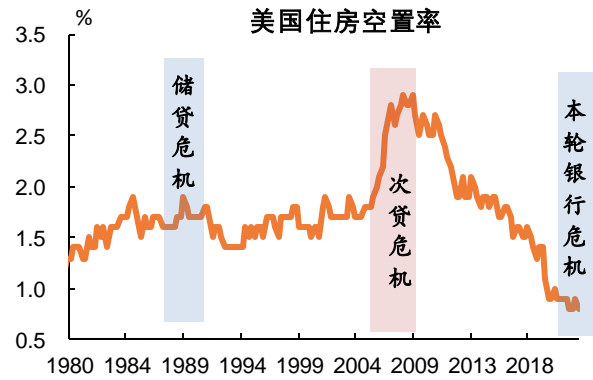
总之，储贷危机是一段有价值的历史参考，有利于我们去追踪和推演本轮美国中小银行危机的走向。

图表26 两次危机均伴随银行信贷增速下滑



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表27 两次危机住房空置率未飙升(不同于次贷危机)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.1 但本轮银行业危机或许不如储贷危机严重

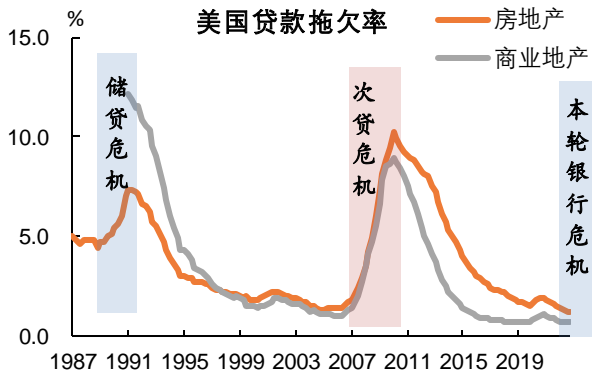
有三方面理由令我们认为，本轮银行业危机可能不会像储贷危机那样演化为系统性金融危机：

一是，本次危机的传导风险相对更小。在储贷危机中，除美联储货币紧缩外，油价暴跌与“能源州”地产崩盘也是重要导火索。当时“能源州”长期沐浴在高油价、高利润之下，孕育了过度投资与区域经济泡沫。当下，国际油价在产油国的减产呵护中仍然坚挺，而美国页岩油企业在债务压力、能源转型等风险之下对待资本开支亦较为谨慎，能源支出在美国经济中的比重也已下降，因此能源冲击向美国银行业和经济的传导风险较为有限。**再看本轮银行危机：**首先，硅谷银行事件有一定偶然性，因其客源单一，且大部分存单额度超过 25 万美元的 FDIC 保险额度，放大了客户挤兑带来的冲击。其次，虽然美联储加息引发债券投资损失和银行挤兑相互叠加，但美国政府和美联储的快速行动已经较好地解决了存款挤兑和资产抛售问题。最后，1980-90 年代银行业监管改革赋予了 FDIC 更大的救援权力，使当前监管机构阻断风险传播的能力更强。

二是，美国地产基本面更好，银行底层资产更优。储贷危机爆发前，美国房屋空置率虽不像次贷危机时期飙升，但也从 1983 年的 1.4% 上行至 1985 年的 1.9%，地产贷款拖欠率也保持在 5% 左右偏高水平。当前，美国住房空置率处于 1% 以下的历史最低水平，地产贷款拖欠率低至 1.2%，因次贷危机后美国地产业长期去库存。新冠疫情后，政策刺激只是加快启动了地产周期，而非制造“泡沫”。即便美联储紧缩后美国地产明显降温，但由于供需基本面并未失衡、居民和企业并未在地产方面过度融资，预计压力整体可控（参考我们报告《详解美国地产降温的影响》）。至于市场关注的商业地产风险，我们认为，当前美国商业地产的基本面只是不如住宅，但仍处于健康水平，且 CMBS 市场规模远小于 RMBS，不会对银行资产的健康构成太大威胁（参考报告《如何看待美国商业地产风险》）。

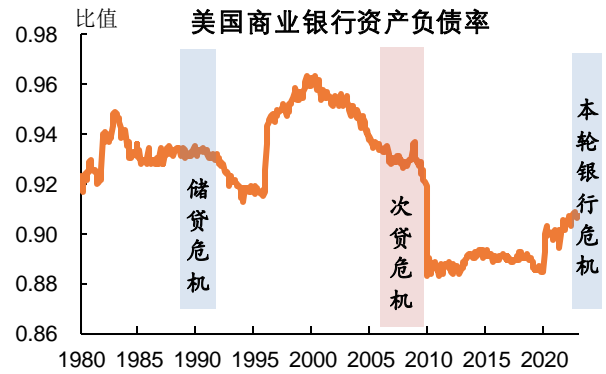
三是，金融监管环境更严格，市场主体更谨慎。监管不力对储贷协会的失败负有不可推卸的责任。1960-80 年代“Q 条例”明显限制了储贷协会揽储能力与资金使用效率。尽管 1982-1988 年逐步取消了 Q 条例限制，利率更加市场化，但改革本身又鼓励了储贷协会追逐高收益和高风险，放大了资产负债错配问题。此外，政策对于早期储贷协会的经营失败过分“宽容”，允许不盈利的机构营业，使金融风险不断积聚，引发了最终储贷行业的整体崩盘。对比来看，本轮处于危机中的中小银行，虽然也曾“受益”于特朗普时期的监管放松，但并没有改变近十年《多德-弗兰克法案》定下的“强监管”基调。数据显示，次贷危机后，资本充足要求趋严后，美国商业银行资产负债率显著下降。

图表28 当前美国地产贷款拖欠率很低



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 次贷危机后美国银行资产负债率下降

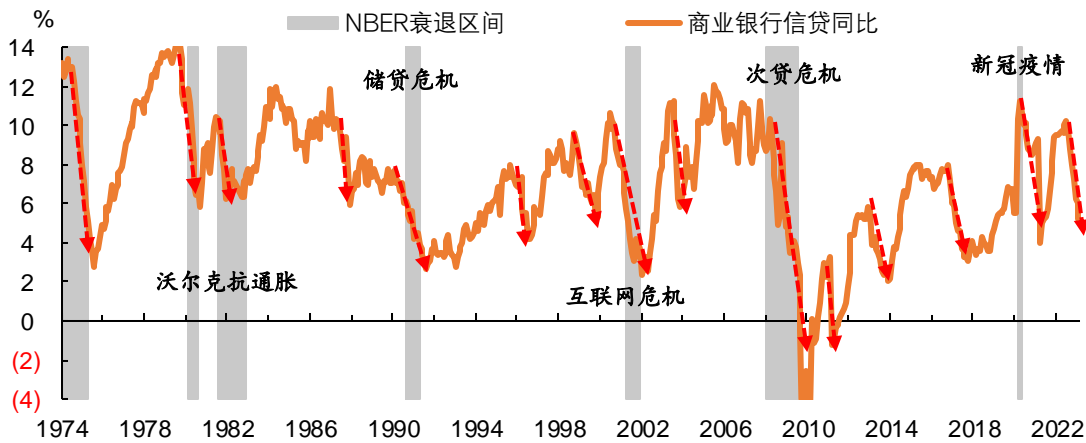


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.3 信贷紧缩强化美国经济衰退逻辑，市场可能转向“衰退交易”

信贷紧缩可能引致经济衰退，且信贷紧缩通常历时较长，继而延缓复苏进程。历史数据显示，较为严重的信贷紧缩（以美国商业银行信贷同比增速显著下降为标准），往往伴随经济衰退，且信贷增速修复往往滞后于经济复苏。回到储贷危机，1988-1989年储贷协会倒闭数据已经显著上升，信贷增速的下降从1989年底开始。1990-1991年美国陷入官方定义的衰退，信贷紧缩仍在继续。1991-1993年，在经济衰退结束后，美国工商业贷款同比持续萎缩、1994年初才开始转正，持续三年的信贷紧缩，也是储贷危机后美国经济复苏斜率较缓的原因之一。

图表30 历史上，信贷紧缩往往引致经济衰退



资料来源: Wind, 平安证券研究所

我们认为，这一次美国中小银行信贷紧缩的加速，或使美国衰退节点提前至年中。美国商业银行信贷资产增速已于2022年9月见顶回落；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。3月中小银行危机的爆发，为银行业再敲警钟，3月以来银行信贷增速加速回落。但考虑到美联储可能适当提前结束加息（目前市场对终端利率的预期由中小银行危机前的5.5%左右下调至5.0%），以平衡信贷紧缩的冲击，本轮衰退的程度或许也不会单纯因为信贷紧缩而显著加深。

对市场而言，这一次中小银行危机强化了经济衰退的逻辑，可能“纠正”前期过于乐观的市场预期，毕竟年初市场对于美国

经济“软着陆”甚至“不衰退”的预期是浓厚的。我们在前期报告《2023 海外经济与市场九问》中提示，因美国经济结构恶化、就业指标反应滞后、“供给驱动型”通胀回落空间不足、美联储有意“制造衰退”等原因，美国衰退风险可能被低估。预计未来一段时间，美国银行业信贷情况会持续受到市场和政策的关注。市场对于美国经济衰退的程度和时长仍有一个重估的过程，继而市场风格可能以“衰退交易”为主线，即美股、商品等风险资产将承压，而美债、黄金等避险资产将走强。

2.4 政策“先救市、后改革”，但货币政策转向仍主要取决于经济

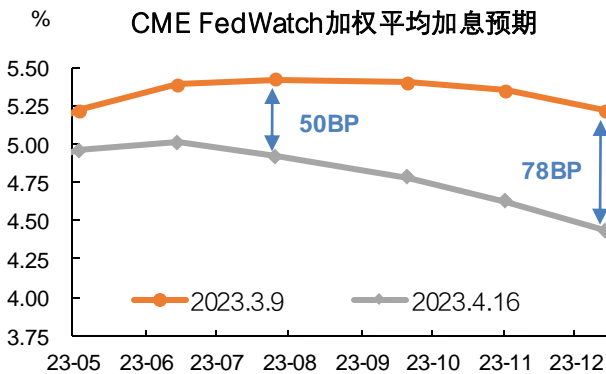
美国政府和美联储面对本轮中小银行危机的逻辑是“先救市、后改革”。1983-1989 年储贷危机早期，储贷协会的亏损引发储户恐慌和挤兑，美国政府为避免储贷协会大量倒闭，采取宽松的监管政策；直到 1989 年以后，面对储贷协会的集中倒闭，政策不得不改变重心，监管由松转严，立即处理问题机构并寻求降低处理成本、防范道德风险，此后进一步推动制度改革，实施了对金融机构分类和常态监管、限定存款保险范围、谨慎采取非常规救助、对流动性支持“收费”等措施。可以看出，平衡政策救助与道德风险总是困难的，但危机爆发时政策上总是“不得不救”，俟危机平复后才能推动中长期改革。

在本轮中小银行风波中，美国政府也更倾向于快速解决问题而暂时搁置道德风险的考量。3 月 10 日硅谷银行宣布倒闭后，3 月 12 日美国政府和美联储立即出台银行定期救助计划（BTFP），并承诺对其储户进行完全救助，即使这些举措暂时使金融市场条件转松，一定程度上抵消了美联储遏制通胀的效果。在银行业危机明显缓和后，3 月 30 日白宫呼吁金融监管机构加强对规模 1000-2500 亿美元银行的监管。往后看，若美国银行业出现新的动荡，我们认为美国监管部门仍将第一时间稳定金融市场，待金融市场稳定后再寻求低成本的处置方式，在中长期强化相关金融风险监控。

本轮中小银行危机后，美联储加息终点可能更早到来，但降息仍需等到美国经济实质恶化之后。储贷危机时期，美联储在危机处理中的角色相对有限。1980 年代，沃尔克领导的美联储主要与通胀作斗争，不惜“制造衰退”，无暇顾及储贷协会的压力。1987 年以后，格林斯潘领导的美联储曾因“股灾”而短暂降息，但 1988-89 年期间仍为维持物价稳定而选择加息，即使当时已有不少储贷协会倒闭。1989 年 6 月美联储首次降息，也主要是出于经济增长放缓、通胀前景可控的考虑。

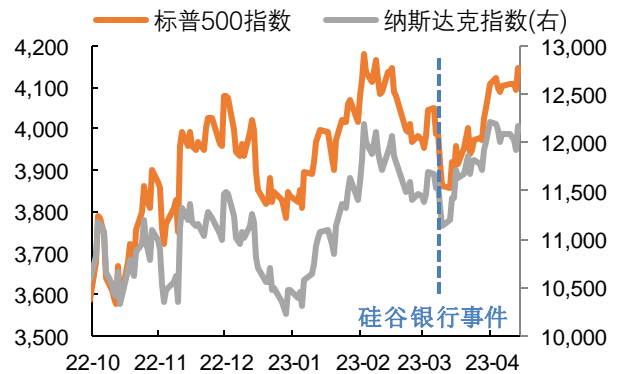
在目前仍较强劲的经济数据下，美联储很难快速改变紧缩取向。这意味着，未来一段时间，美联储可能选择在较高的利率水平上“按兵不动”、静观其变。对市场而言，则需警惕预期波动对资产价格的扰动，毕竟今年以来华尔街和美联储预期“错位”引发市场动荡的情形仍然历历在目。3 月 9 日硅谷银行事件以来截至 4 月 14 日，受益于美联储紧缩预期显著降温，纳斯达克指数和标普 500 指数分别上涨 4.7%和 3.6%，年内已分别累涨 15.8%和 7.8%。可见，市场对于美联储转向期待较高，但对可能更早到来的美国经济衰退，计价难言充分。

图表31 中小银行危机令美联储加息预期显著降温



资料来源：CME FedWatch(2023.4.16), 平安证券研究所

图表32 硅谷银行事件后，美股整体表现积极



资料来源：Wind, 平安证券研究所

风险提示：1) 美国银行业危机超预期升级，例如出现新的金融机构暴雷，引发风险传导。2) 美国经济超预期下行，或反向加大银行业风险。3) 美联储货币紧缩超预期，继而再加剧金融波动风险。4) 非美地区经济金融风险超预期爆发等。

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

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