

# 美国银行体系压力如何？

2023年4月19日

## 证券分析师

---

刘璐 投资咨询资格编号：S1060519060001

邮箱：liulu979@pingan.com.cn

## 0 摘要

- **SVB和瑞信凸显银行体系脆弱性。**近百年来全球发生过7轮金融危机，其中5轮发源于美国，危及海外。危机集中在银行、股市和地产三个高杠杆领域，且一般经历前期持续或大幅上涨/加杠杆，在导火索（加息、油价、战争、疫情等）的引导下出现流动性挤兑。本轮中小银行风险爆发的原因是疫情期间美联储大幅投放流动性，银行扩表后增配了国债和MBS，同时存量信贷中大部分是固定收益，在22年美联储快速加息后，银行负债端缩表，资产价值大幅减值，引发银行破产。
- **中小银行潜在风险有多大？**银行资产以市值计潜在损失为2万亿美元，占资本的90%。22年5月起，银行存款余额开始下降，起初主要是大银行，SVB以后中小行存款加速流出。存款流出不仅关注安全，也有收益率倒挂问题。货基自20年以后规模创新高，目前其50%左右资产投资于隔夜逆回购工具，票息4.8%左右，其与存款利差创2000年以来新高，因此美联储降息前，存款流出或将持续。
- **金融危机角度，本轮风险或相对可控。**美国中小银行存款保险占比接近80%，远高于硅谷银行的22%。根据NBER论文测算，假设其中10%-30%未存款保险被提取出来，对应破产银行为66-106家，大约为次贷危机时期的1/4。
- **信贷条件收紧的角度，影响取决于利率在高位维持的时间。**如果信贷紧缩程度位于2001年和2020年中间水平，大致效果等同于50BP的加息。IMF预计贷款条件收紧将导致未来一年实际GDP回落0.44%。
- **关注期限利差走阔的交易机会。**期限利差见底一般同步于加息见顶，因此5月议息会议可能成为驱动点。从赔率看，目前债券抢跑交易衰退，短端比长端赔率更好。往年降息周期前后期限利差平均走阔幅度为270BP，目前仅走完50BP。
- **风险提示：**1) 风险事件扩散、2) 通胀超预期、3) 地缘政治风险。



## 目录CONTENTS

● SVB和瑞信事件凸显银行体系脆弱性

● 银行风险的影响路径

● 一个call:期限利差见底

● 风险提示

# 1 近百年，全球发生过7轮金融危机

- 从区域看，有2次在美国本土以外爆发，表现为资本自由流动国家因汇率冲击带来金融体系崩溃；有5次发源于美国，危及全球。
- 危机间隔时间没有规律，发生在美国本土的危机间隔一般在10年以上。
- 从薄弱的环节看，危机爆发的领域集中在银行业、股市和房地产，共性是高杠杆且此前经过长期、大幅上涨，因某个导火索（加息的威胁或现实、疫情、战争、油价等）而出现流动性挤兑。

1900年以来的全球金融危机

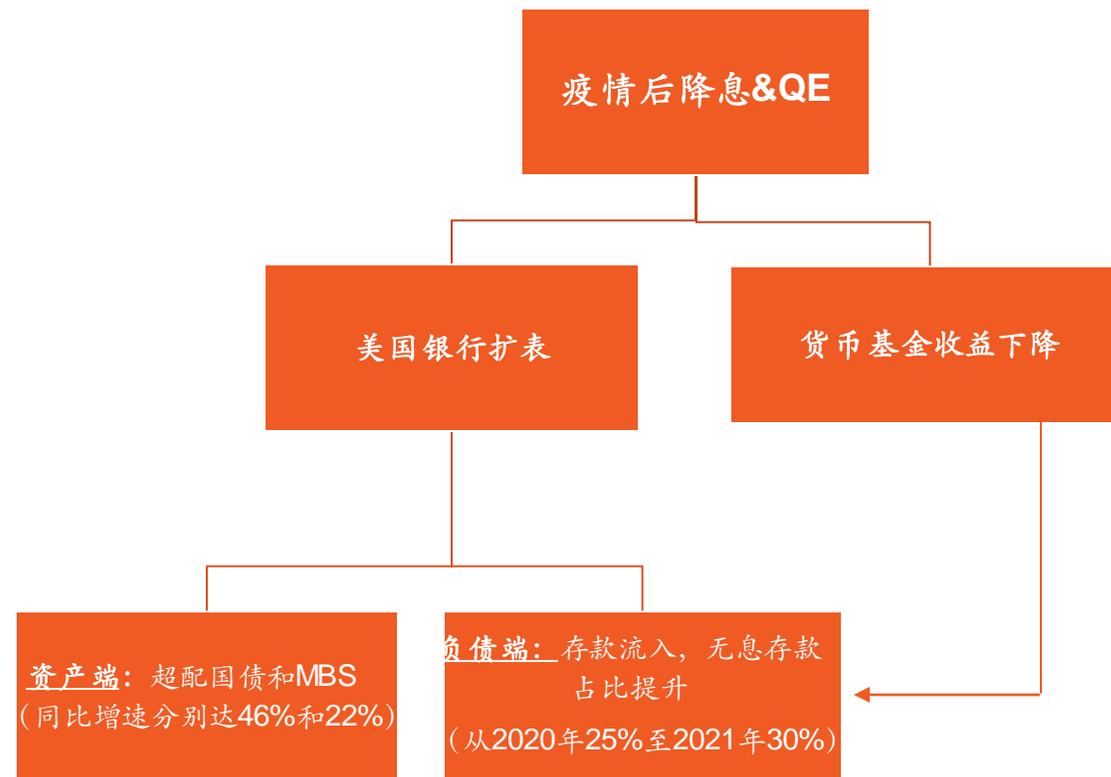
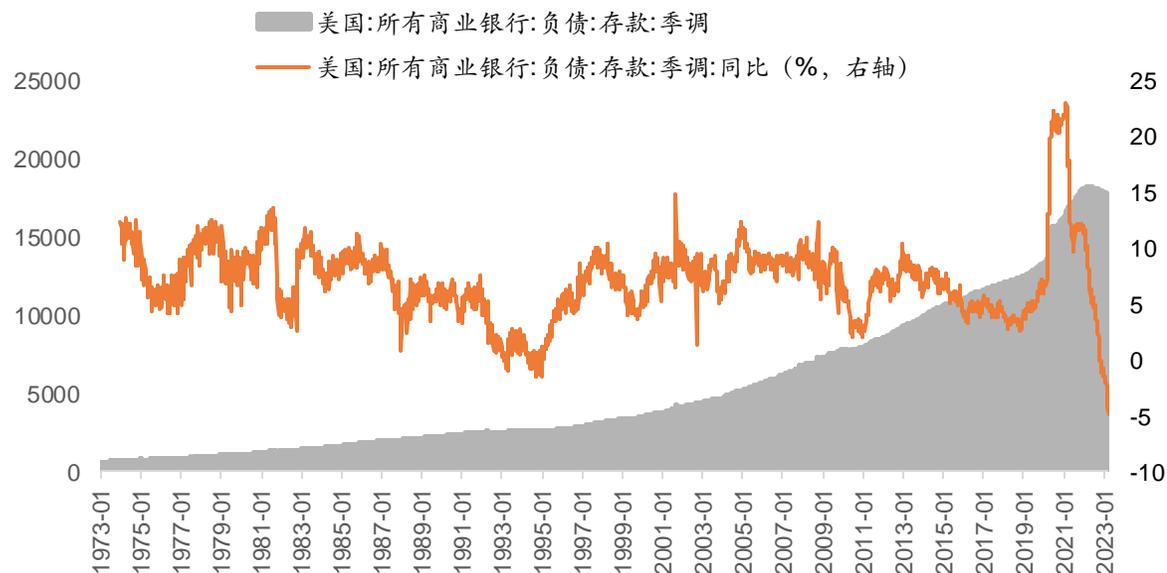
时间	危机	直接原因
1907年	美国银行业危机	信托公司高风险投资
1929年	美国股市崩盘	股市泡沫
1987年	黑色星期一	程式化交易
1994年	墨西哥金融危机	本币价值高估
1997年	亚洲金融危机	固定汇率与资本账户开放的矛盾
2007年	美国次贷危机	房地产泡沫
2020年	美国流动性危机	疫情冲击

# 1 22年美联储政策转向后已累计加息475BP，中小银行率先暴露风险

- 随着美联储大幅加息，以SVB为代表的欧美中小银行遭遇挤兑风险。满足此前提到的大幅扩表、导火索（加息）以及流动性挤兑过程。

流动性宽松环境中，美国银行大幅扩表

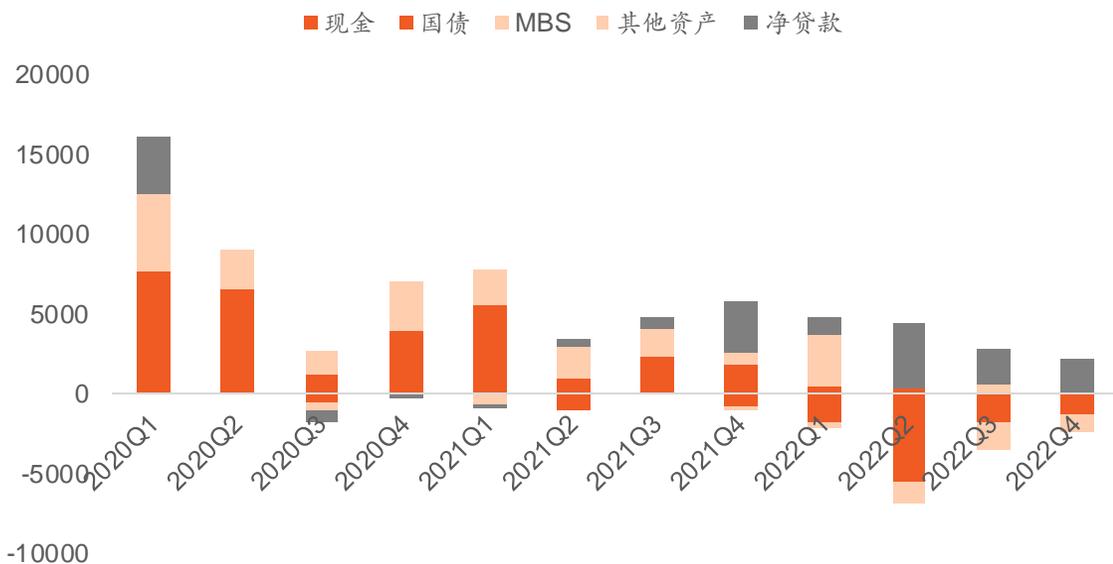
新冠疫情后，美国银行大幅扩表，22年以后开启逆过程（十亿美元，%）



# 1 银行主要增配国债和MBS，固息，面临减值损失

- 20-21年，美国银行扩表5.07万亿，其中40%配置MBS和国债，13%配置贷款，37%配置现金。20年初银行资产中贷款、MBS、现金和国债占比分别为50%、20%、12%和3%。
- 多为固息资产，将在加息周期中将面临更多资产减值损失。

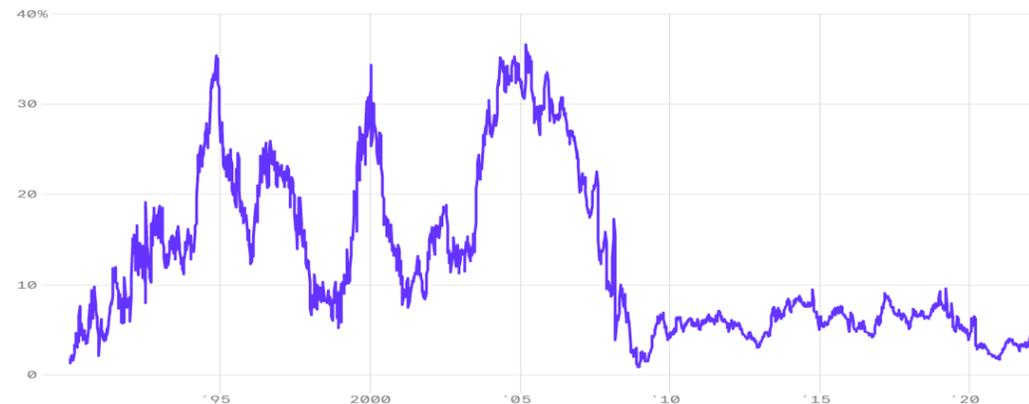
20-21年，银行增配MBS、国债和贷款为1.2万亿、0.8万亿和0.7万亿（亿美元）



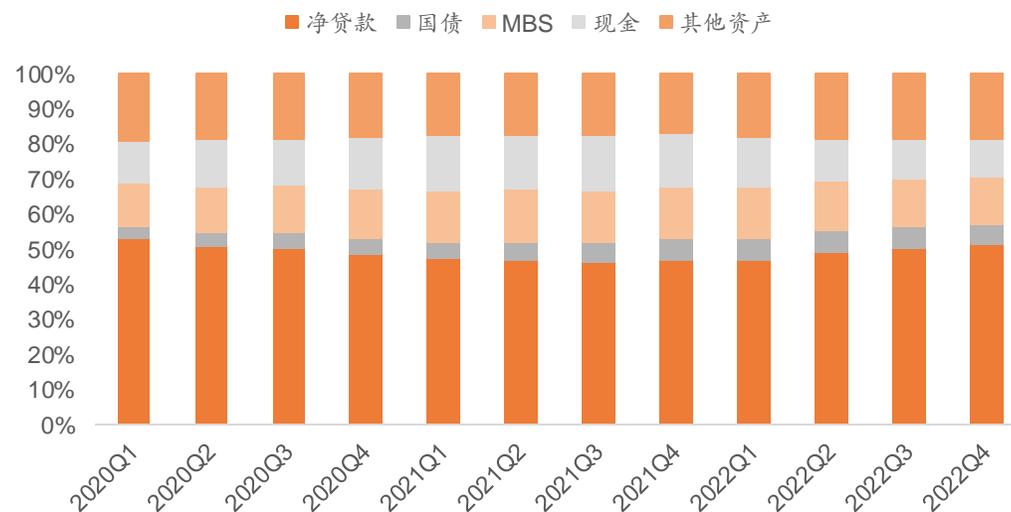
抵押贷款和MBS多为固息，利率风险敞口较大 (%)

Adjustable rate mortgages share of applications

Weekly: Jan. 1, 1999, to May 6, 2022



银行全部资产中，贷款占比50%，MBS占比20%





## 目录CONTENTS

● SVB和瑞信事件凸显银行体系脆弱性

● 银行风险的影响路径

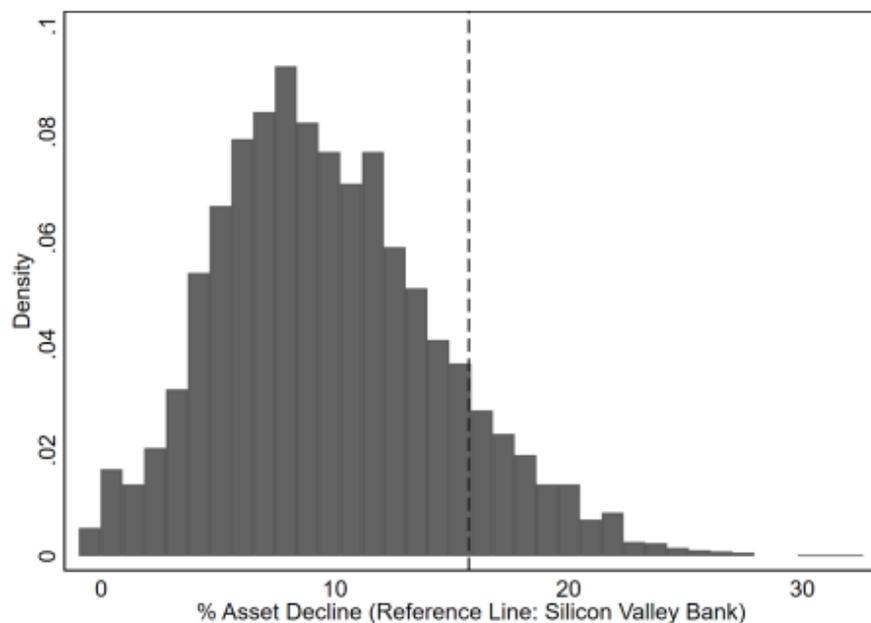
● 一个call:期限利差见底

● 风险提示

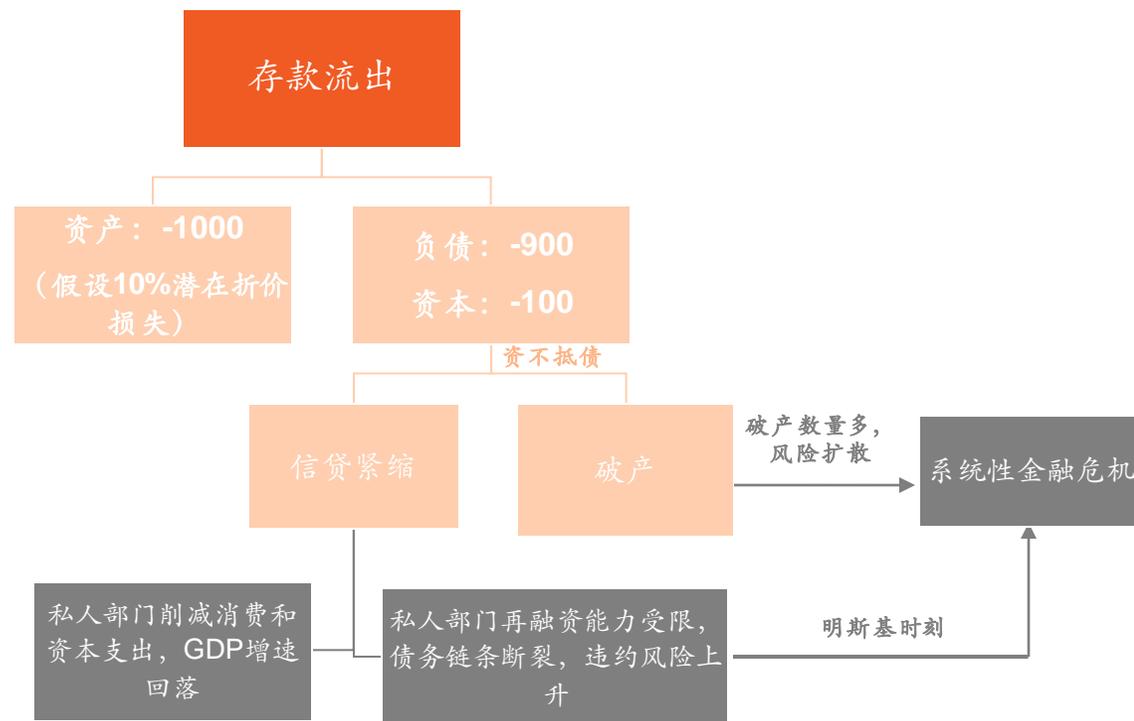
## 2.1 美国银行体系风险体量有多大？潜在损失2万亿，占权益的90%

- 整体看，截至2023Q1，美国银行体系的资产（贷款、国债、MBS等）如以市值计算，较账面价值损失2万亿美元，平均减值10%，损失占银行权益资本90%以上。小银行、大银行、全球系统重要性银行资产减值比例分别为9.1%、10%、4.6%。
- 若存款持续流出，银行卖出资产并消耗资本，当一家银行资本消耗终结，即走向破产。破产银行多了，一方面具备金融传染性，引发金融危机；另一方面通过信用紧缩影响实体部门，压制总需求。

美国银行资产平均减值10% (%)



存款流出的可能后续反应

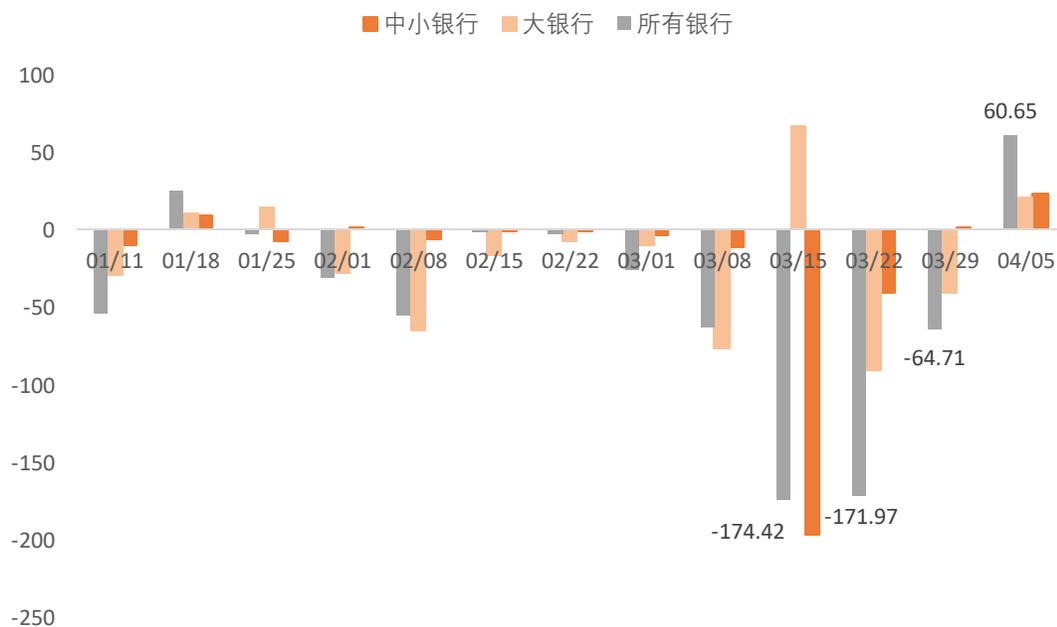


注：论文（Jiang et al.）参考美国“社区再投资法”，设定小银行口径为资产规模小于13.84亿美元的银行。

## 2.1 22年5月起存款余额下降，起初是大行，3月以后小银行存款加速流出

22年5月存款余额开始降低，同比增速随后自上世纪90年代以来首次落入负区间。前期以大银行为主，硅谷银行事件后，中小银行存款加速流出。截至4月5日，银行存款流出企稳，可能存在存款利率提高、无息存款向付息存款转移的可能。

22年5月以来大行流出为主，3月以后小行流出为主（十亿美元）



截至4月12日，货币市场基金规模达5.3万亿美元（万亿美元）

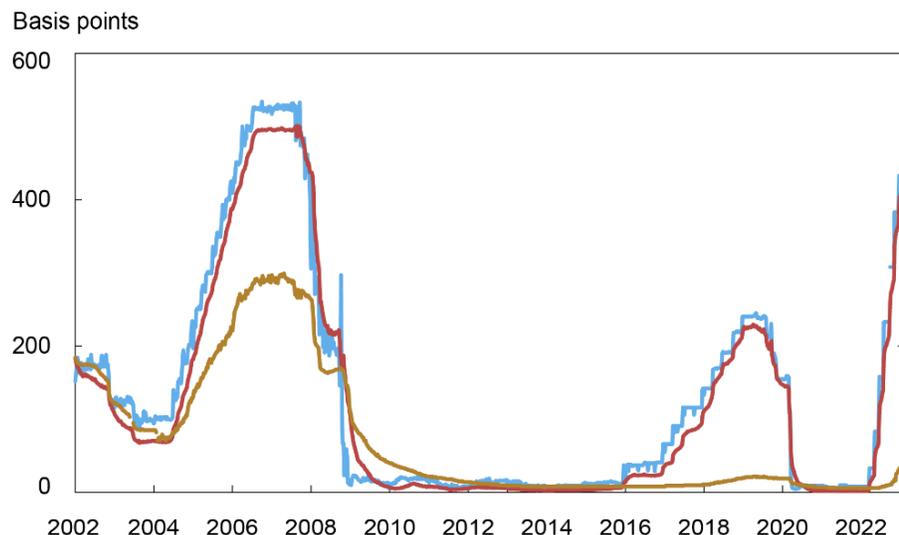


## 2.1 存款搬家不仅关乎储户安全，也因投资回报率倒挂

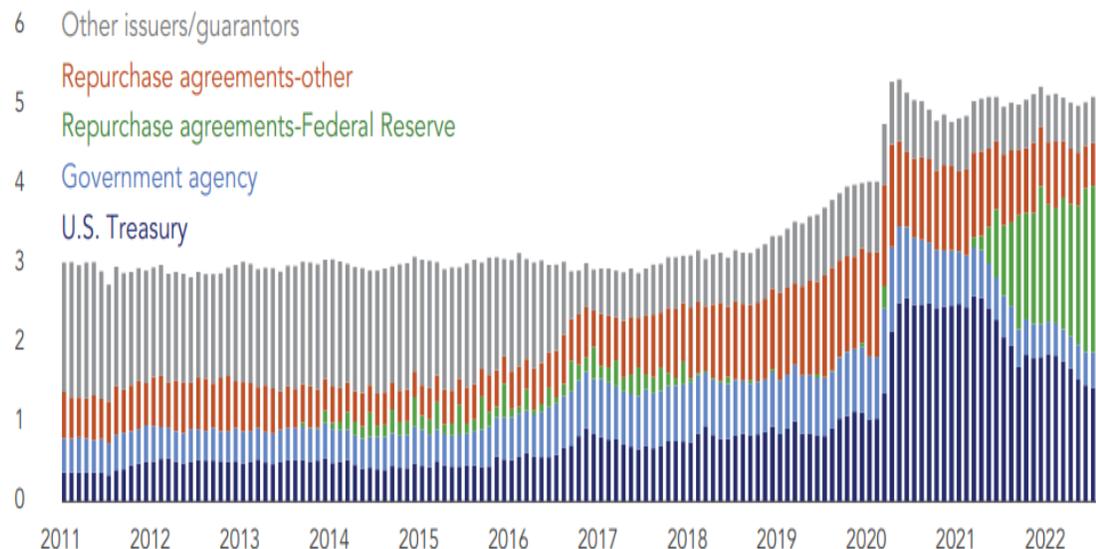
今年3月银行平均存款利率为**0.37%**，有效联邦基金利率为**4.65%**，二者利差达**2000年以来新高**：银行可以通过提高存款利率留住客户，但此前长期的低利率环境导致银行资产收益率也仅有**4.5%**。利好因素是小储户敏感度低，流出的节奏和幅度需要观察。

存款多流向货币市场，美国货币市场基金主要投资于逆回购工具，隔夜逆回购利率目前为**4.8%**。

MMF-存款利差超过2008年 (BP)  
— EFFR — MMFs' net yield — Retail three-month CD rate



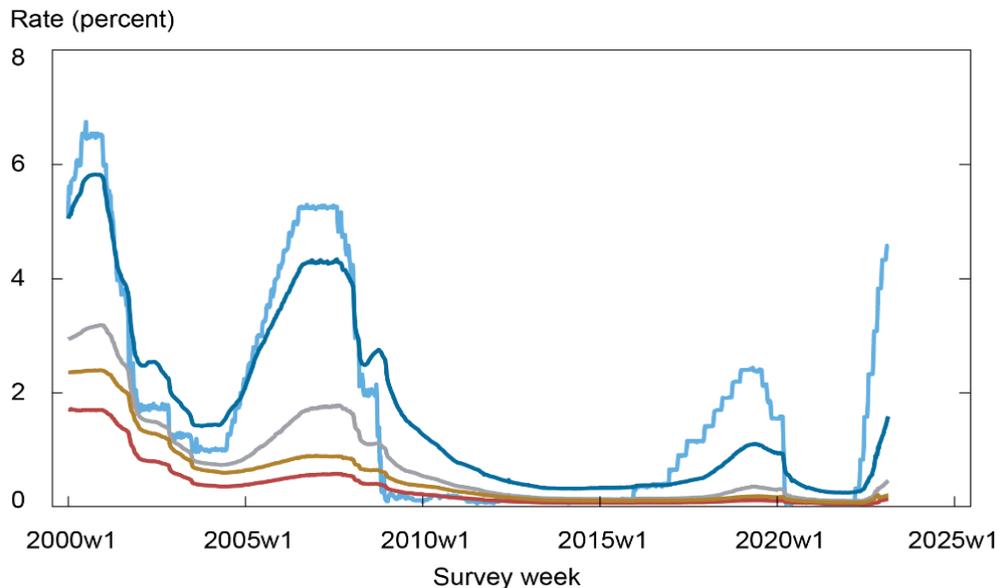
货币市场基金多投向美联储逆回购工具 (万亿美元)



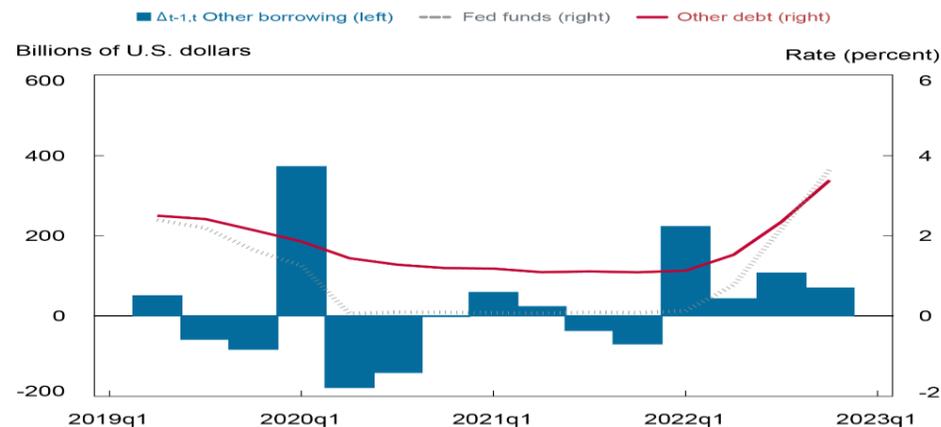
## 2.1 银行正在自救：提升存款利率，增加非存款借款

银行自救：(1) 提升存款利率：据纽约联储测算，银行已经提高了较敏感的大额存单利率水平。(2) 22年以来，无息存款向有息存款搬家。(3) 22年以来，银行非存款融资增加，其利率高于存款利率和联邦基金利率。

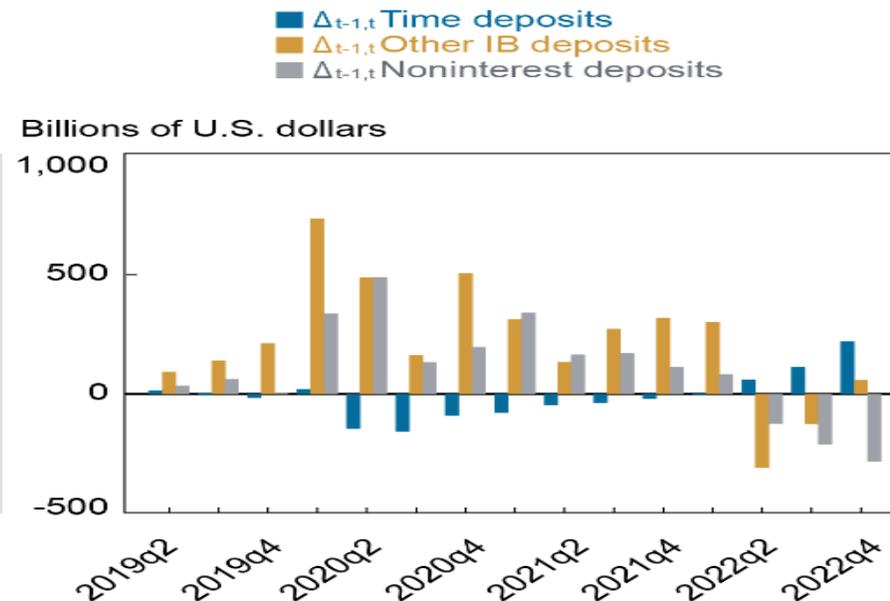
银行提高特定存款账户利率 (%)



22年以来，银行增加非存款借款 (十亿美元, %)



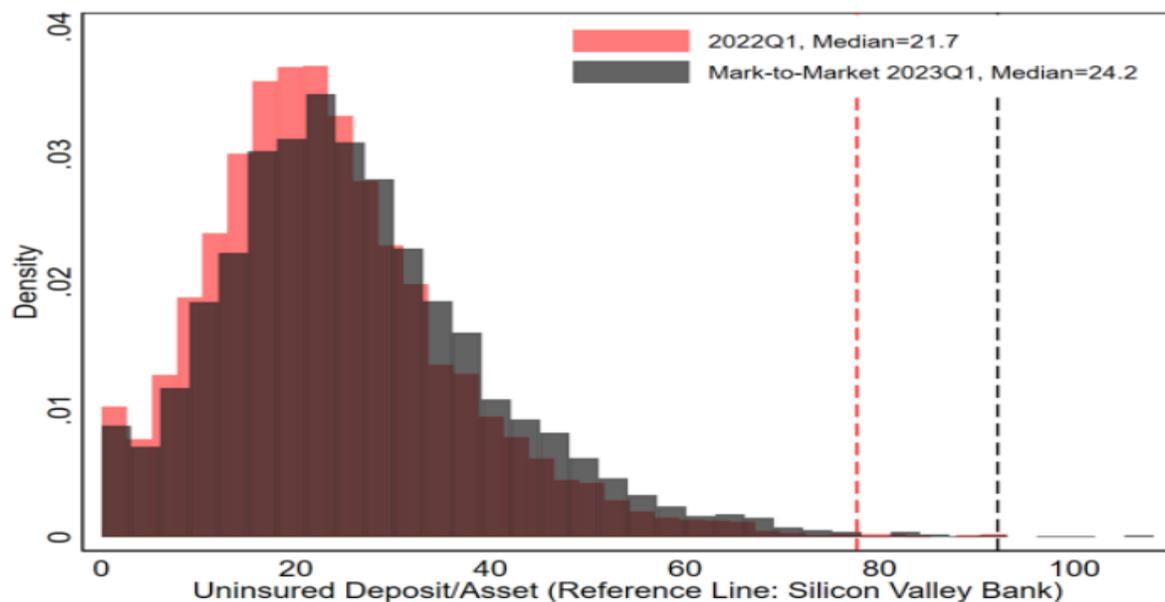
22年以来，无息存款向定期存款转移 (十亿美元)



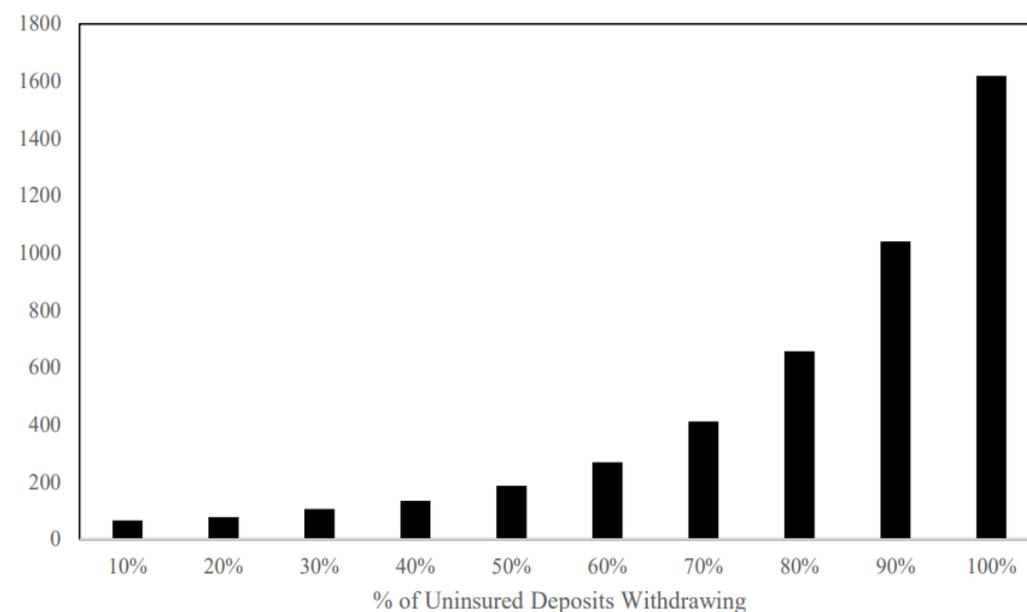
## 2.2 金融危机的角度，目前风险相对可控

- 硅谷银行未存款保险占比为**78%**，位居全部银行的前**1%**；**30%**未保险存款被取出。2022年Q1，美国银行平均未保险存款占总资产规模的**23.3%**（其中大银行未保险存款占**32%**，小银行未保险存款占**21.7%**）。
- 假设**10%-30%**未保险存款被取出，对应**66-106**家银行破产，尚不足以定义为金融危机。计算各银行的保险存款的覆盖率= $(\text{市值计价资产}-\text{未保险存款}-\text{被保险存款})/\text{被保险存款}$ ，若该值在满足存款提取后小于0，则该银行被认为资不抵债。次贷危机期间约有**400**余家银行破产，储贷危机期间破产银行数量达**2000**余家。

硅谷银行未保险存款占比超过绝大部分银行 (%)



不同存款提取程度下破产银行数量估算 (家)



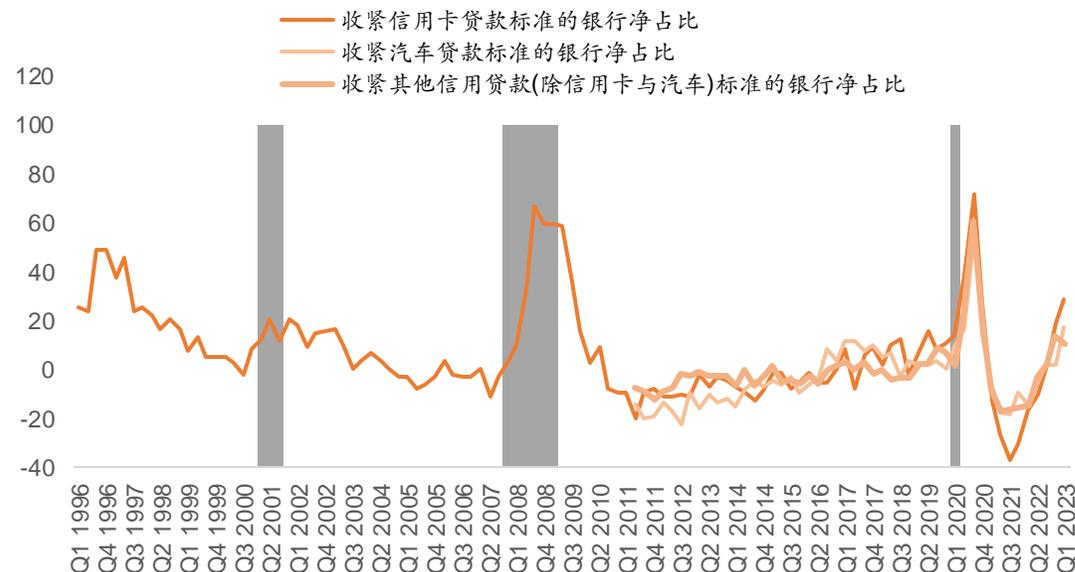
## 2.2 信贷条件收紧角度，目前紧缩程度相当于08年的5-6成

用收紧信贷标准的银行占比来描述信贷收紧的程度，目前处于08年的4-6成水平，与01年差不多：根据美联储对信贷员的季度调查（Senior Loan Officer Opinion Survey, SLOOS），截至今年一季度，收紧大中型企业和小企业工商业贷款标准的银行净占比分别达到44.8%和43.8%，为08年的五六成水平。消费信贷方面，自2022Q4开始，收紧信用卡贷款的银行净占比高于0，至今年一季度，这一比值达到28.3%，为08年的42%。

工商贷款标准收紧至08年的5-6成 (%)



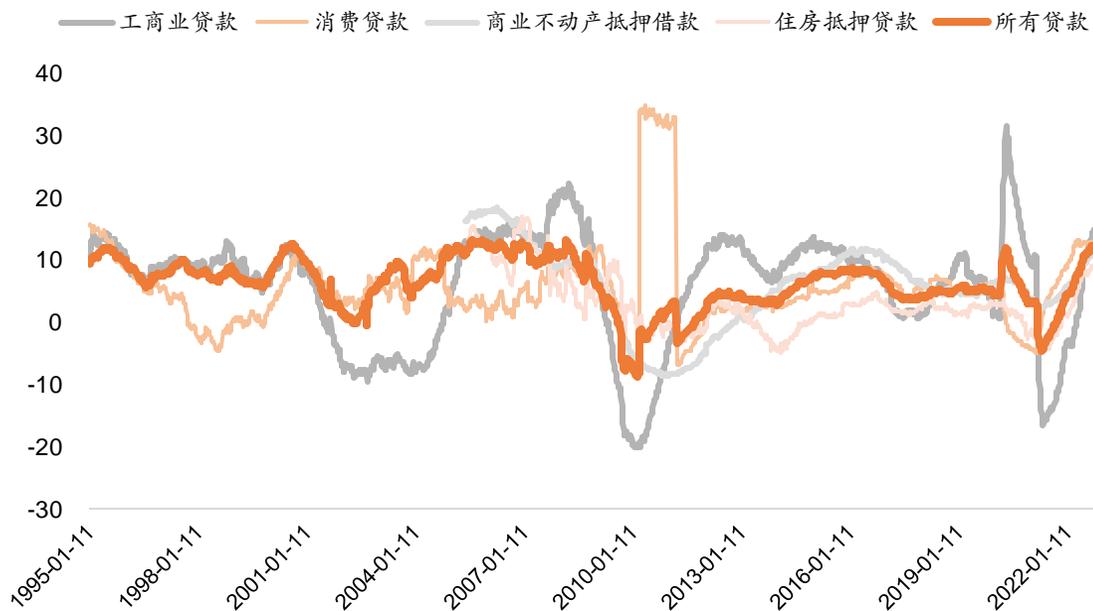
消费信贷标准收紧至08年的4-5成 (%)



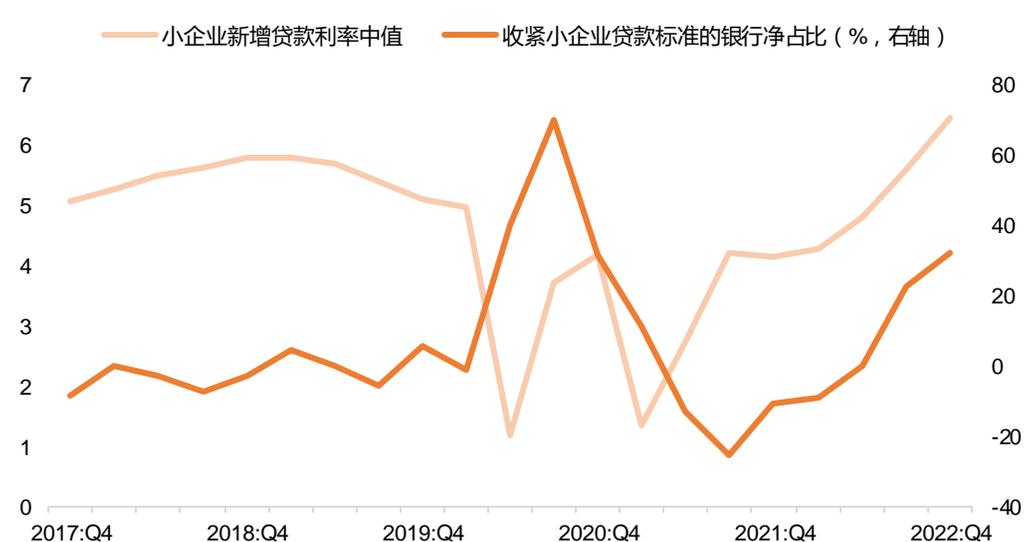
## 2.2 若信贷紧缩达到01年与20年中间水平，等同于加息50BP

- 新增贷款利率提高，效用类似于加息50BP：**我们测算SLOOS调查中收紧小企业贷款标准的银行净占比提升1个百分点，将导致小企业新增贷款利率在未来一个季度提升约4BP。若假设本次信贷紧缩程度达到2001年和2020年的中间水平，以上述比例推算或导致小企业贷款利率提升50BP。IMF假设到2023年，美国实际贷款存量将下降2%（约为08-09年期间降幅的十分之一），预计贷款条件收紧将导致未来一年实际GDP回落0.44%。

22年底，贷款同比增速开始回落（%）



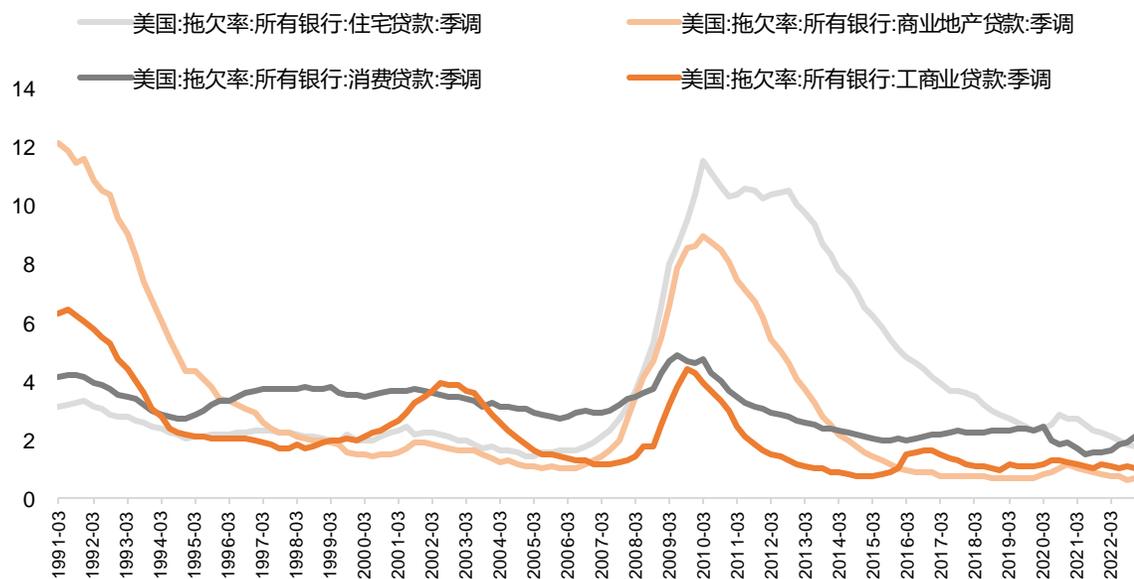
信贷条件收紧带动贷款利率提高（%）



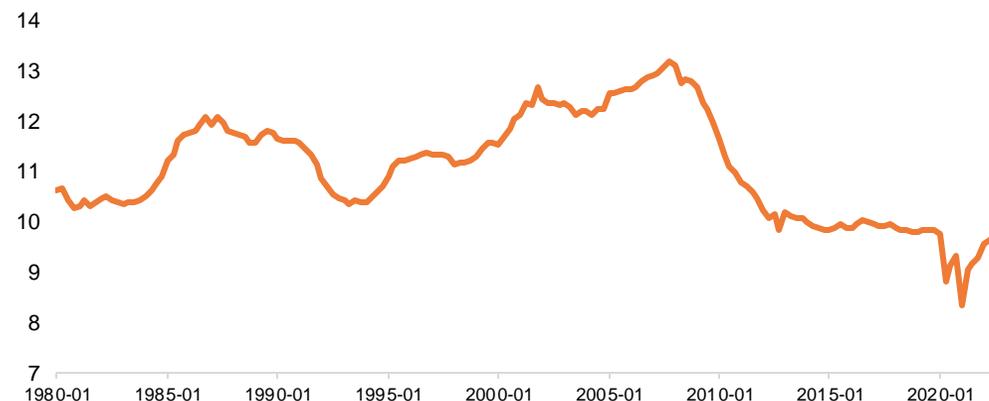
## 2.2 静态观察，银行资产质量总体尚可

银行贷款质量尚可：（1）各类贷款拖欠率均位于历史10%分位数水平之内。（2）家庭和企业部门杠杆率低于趋势外推水平，且处于下行通道。家庭和企业部门债务同比增速3%，位于历史3%分位数。

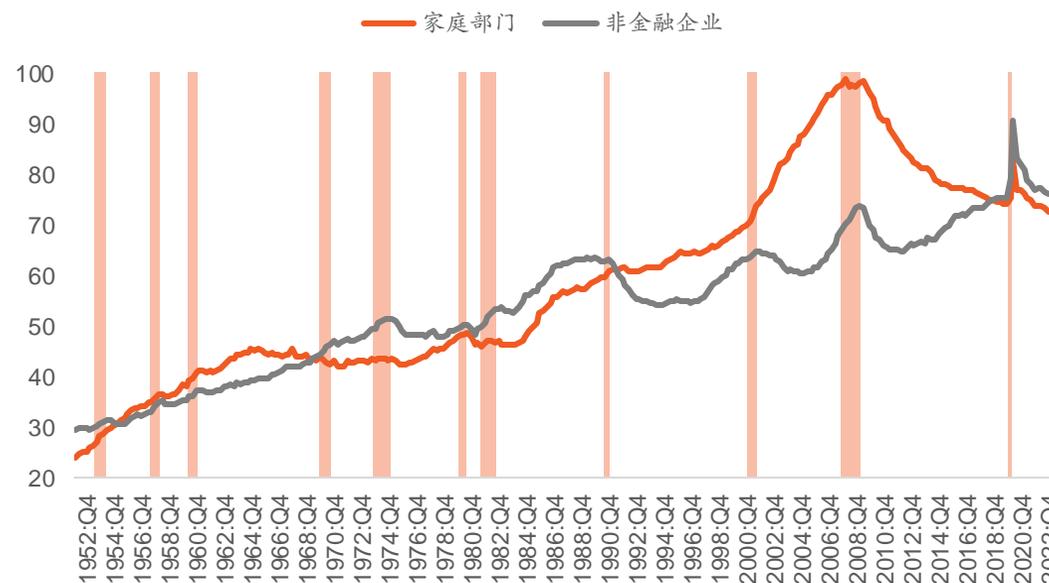
截至22年底，各类贷款拖欠率均位于历史低位（%）



偿还债务支出/个人可支配收入仍低于疫情前（%）



杠杆率水平低于趋势值（债务/GDP，%）



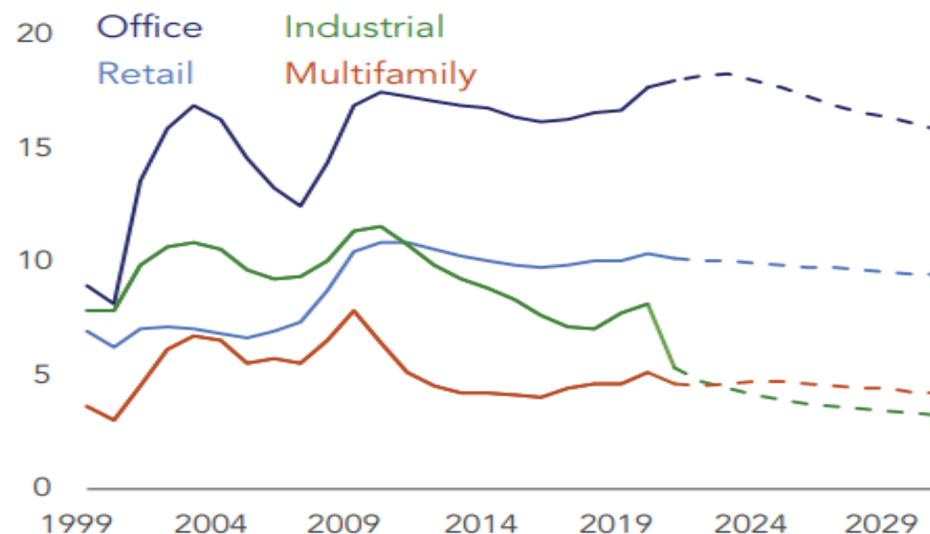
## 2.2 有两个资产薄弱环节：商业地产开始有压力

- 中小银行商业地产贷款风险敞口较大：商业地产贷款占中小银行总贷款的43%，在全部银行中占比为24%。
- 办公室和零售店空置率位于历史高位：疫情改变办公习惯和消费习惯，回归办公室的比例仅恢复至疫情前的五成；经济周期后期，需求下滑、企业裁员，也导致了较高的空置率。
- 商业地产价格自22年中开始下跌：截至今年3月，商业地产价格较高点下跌15%（08年下跌36.7%），若房产价值低于贷款额，借款人违约风险提升。

● 商业地产价格自高点下跌15%



● 办公室和零售店铺空置率位于历史高位 (%)

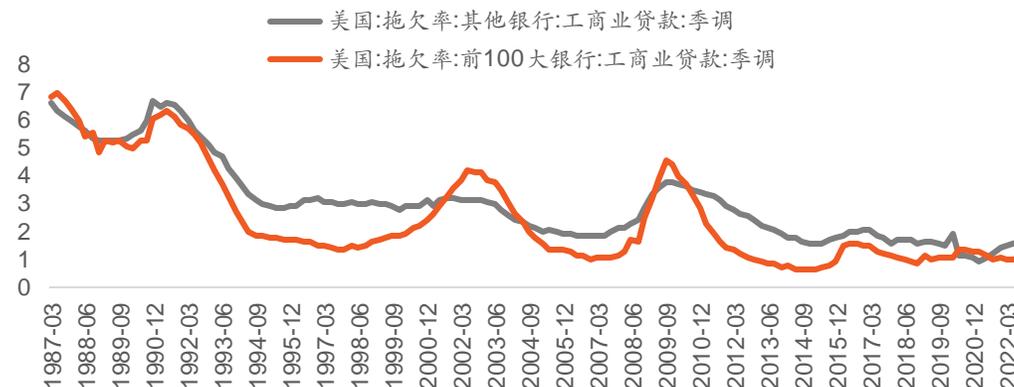


Note: Data through December 2021 is actual; dashed are base case projections.

## 2.2 有两个资产薄弱环节：中小企业压力将抬升失业数据

- 中小企业对银行贷款依赖性更强，经营预期已大幅回落。中小企业预期指数低于2020年疫情时期，为08年金融危机以来的次低值。
- 中小银行的工商业贷款拖欠率抬升至疫情前水平。
- 中小企业贷款可得性领先于初请失业人数。中小企业多为劳动力密集型企业，创造了美国三分之二的就业岗位，其融资约束收紧将带动劳动力需求回落。

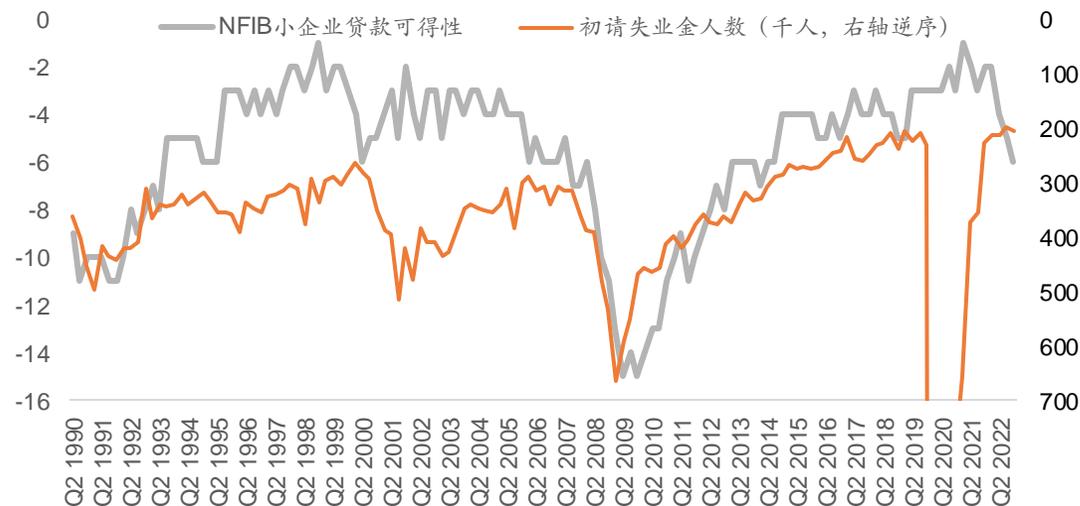
中小银行工商贷款拖欠率上升至疫情前 (%)



NFIB小企业预期指数低于20年疫情时期



小企业贷款可得性领先于初请失业金人数 (%)



## 2.3 结论



美国银行资产存在2万亿美元的潜在损失，占资本的90%。如果存款持续流失，一方面带来中小银行流动性风险，引发金融危机；另一方面影响实体融资，体现为中小企业和地产领域已经开始显现压力。目前看来，存款流失将持续，直到美联储开始降息。



从金融危机角度，目前银行风险尚可控。海外研究认为在10%-30%未保险存款被取出的假设基础上，有66-106家银行破产，远低于往年金融危机时期400-2000家的破产银行数量。



从信贷紧缩角度，影响程度尚不确定，可高频跟踪存款流失速度。堪萨斯联储用收紧信贷标准的银行占比来描述信贷收紧的程度，目前处于08年的5-6成水平。如果信贷紧缩程度位于01年和20年中间水平，大致等同于加息50BP。IMF假设到2023年，美国实际贷款存量将下降2%（约为08-09年期间降幅的十分之一），未来一年GDP回落0.44%。



两个薄弱环节值得跟踪。（1）商业地产房价跌幅达到08年一半左右，空置率居高不下，不过由于杠杆明显低于08年时期，违约率尚未明显恶化。（2）中小企业经营预期低于疫情，违约率回升至疫情前，预计带动初请失业人数上升。



## 目录CONTENTS

● SVB和瑞信事件凸显银行体系脆弱性

● 银行风险的影响路径

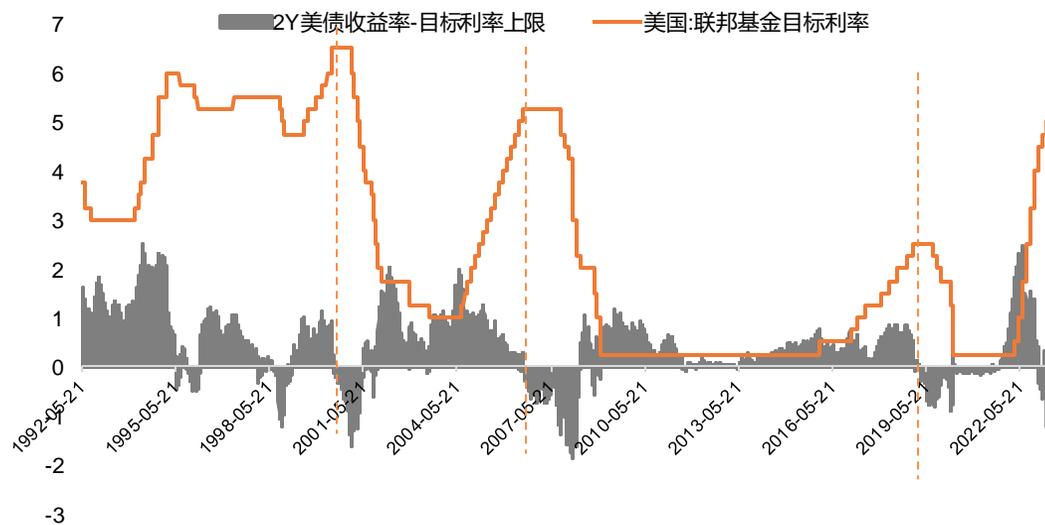
● 一个call:期限利差见底

● 风险提示

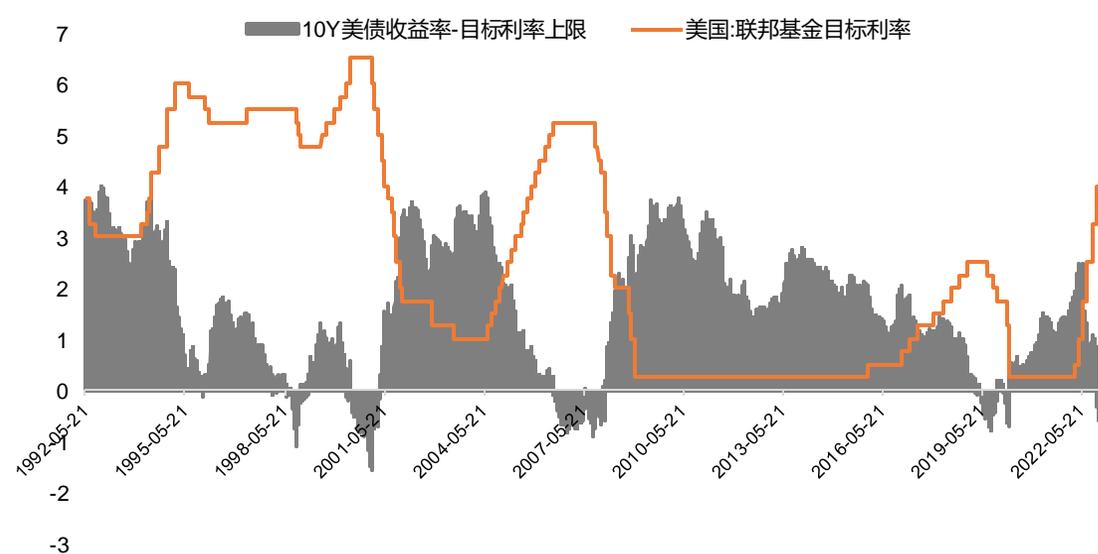
### 3 策略展望：美债抢跑定价衰退，目前短端赔率更好一些

- 目前各期限美债利率都显著低于联邦目标基金利率，显示大家都在抢跑经济衰退，不过长端赔率更差一些。10Y美债-联邦基金目标利率为-155BP，已创新低。2Y美债-联邦基金目标利率为-104BP，距离08年低点还有70-80BP。

2Y美债收益率低于联邦基金目标利率上限104BP (%)



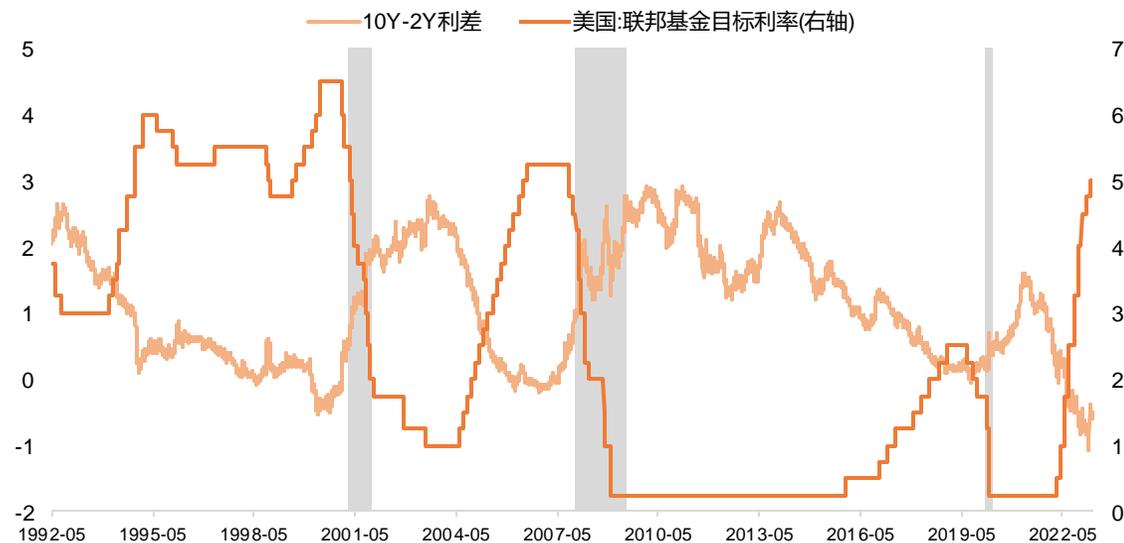
10Y美债收益率低于联邦基金目标利率上限155BP (%)



### 3 策略展望：期限利差走阔仍有较大的交易空间

- 空间上，过往每轮期限利差走阔的平均幅度为**270BP**，目前已走完**50BP**，仍有空间。
- 节奏上，期限利差见底同步于加息见顶，并且直到降息结束期限利差走阔还会延续一段时间。短期内驱动因素是**5月议息会议**。

期限利差拐点多于加息见顶后出现 (%)



衰退及降息周期，期限利差平均走阔270BP

衰退区间	持续时间 (月)	衰退期间失业率变化 (%)	衰退前6个月平均利差变化 (BP)	衰退期间平均月利差变化 (BP)	衰退后6个月平均利差变化 (BP)	最大涨幅 (BP)	利差见底距衰退开始 (月)	利差见顶距衰退结束 (月)
2020.2-2020.3	2	11.2	0.8	14.5	1.5	158	-6	12
2007.12-2009.5	18	4.7	15.8	9.0	-0.2	298	-13	10
2001.3-2001.10	8	1.1	16.0	16.9	0.2	316	-12	2
1990.7-1991.2	8	1.4	2.2	9.9	8.0	300	-16	11
1981.7-1982.10	16	2.9	-2.8	10.4	1.0	254	-8	3
1980.1-1980.6	6	1.6	-12.3	33.7	-29.2	313	1	0
平均值	9.7	3.8	3.3	13.3	-3.1	273.2	-9.0	6.3

## 4 风险提示

### 1 风险事件扩散

- 若银行风险大规模扩散，将导致衰退程度超预期。

### 2 通胀超预期

- 通胀未顺利回落，政策利率被迫维持更长时间。

### 3 地缘政治冲突

- 地缘政治冲突带来外部冲击，导致通胀失控。

## 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。