

2023年04月25日

宏观研究团队

## 美联储的“电车难题”——美国银行业风险与降息的条件

——宏观经济专题

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

SVB 等银行倒闭事件的突然发生，使得市场担心美国银行业会持续受到冲击，甚至引发金融危机。当前美国银行业风险传染至何处？对美国经济、美联储货币政策将会产生什么样的影响，是当前有待厘清的重要问题。

### ● 美国银行业危机的“过去与现在”

1. **以史为鉴，美联储加息后期银行倒闭并非首次。**综合来看，1980年代美国银行业倒闭浪潮与当前有诸多相似之处。根据 FDIC 研究，当时银行业倒闭潮：一是全国范围内的经济金融环境、监管与法规变动成为银行业倒闭潮的先决条件；二是一系列的地方和行业衰退使得银行经营环境变差，这是银行业倒闭的主要原因；三是部分银行采取了较为激进的经营和风险策略，且监管政策执行不到位，最终导致大量的银行倒闭且主要集中在农业、石油、地产（商业地产尤为严重）；

2. **当前美国银行业的“强与弱”。**从当前银行业的整体经营情况来看，美国银行业的整体状况尚算良好，主要的经营指标均有较大程度的改善，商业地产的风险也相对可控。需要防范的是流动性的风险以及部分区域/行业下行带动部分专业银行的经营压力上升，硅谷银行和签名银行的倒闭正是这种情况的集中体现。

### ● 银行业流动性冲击风险逐渐缓和

1. **中小银行存款快速外流“暂告段落”。**从美国中小银行的资产负债表端来看，3月22日后存款流出趋势已经基本停止，大型银行的存款金额已经开始重新下行。从货币基金的资产规模来看，中小银行存款流出的速度亦在放缓。美联储的贴现窗口使用量和 BTFP 用量在3月底亦开始回落。

2. **流动性环境有所改善，但压力仍存。**从银行准备金、隔夜逆回购使用量来看，金融机构面临的流动性压力仍然可控，但美国中小银行流动性水平并不乐观。从流动性指标价的角度来看，整体的流动性紧张局面并未出现，但部分银行间市场的流动性指标仍然较风险事情发生前要高。从 FRA-OIS 利差来看，当前银行间市场的流动性压力似乎仍存。

### ● 美联储的“电车难题”

1. 我们认为当前美国银行业短期内最危险阶段或许正在过去，但是从中长期来看，银行业面临的压力或许有增无减，不确定性并没有完全消失，还需要对美国银行的相关指标保持关注。

2. 对美联储而言，我们认为其当前仍面临着“电车难题”，即如何**权衡抗通胀、防风险和稳定经济增长之间的关系**。当前美联储选择维持高利率一段时间，并提供足够的流动性工具，但并未说明持续多久。我们认为美联储的**降息条件或将是通胀水平连续确定性下行，同时经济增长速度有较大幅度的下行，此时美联储对于通胀和增长的平衡或将逐渐转向经济增长，这样的组合最快或在2023年底出现，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。**

● **风险提示：**美国经济超预期衰退，恐慌情绪超预期。

### 相关研究报告

《中国经济不会出现通缩——宏观周报》-2023.4.23

《财政收入改善印证经济复苏——3月财政数据点评——宏观经济点评》-2023.4.19

《迎接复苏——兼评一季度经济数据——宏观经济点评》-2023.4.18

## 目 录

1、 美国银行业危机的“过去与现在”.....	3
1.1、 以史为鉴，美联储加息后期银行倒闭并非首次.....	3
1.2、 当前美国银行业的“强与弱”.....	7
2、 银行业流动性冲击风险逐渐缓和 .....	10
2.1、 中小银行存款快速外流 “暂告段落”.....	10
2.2、 流动性环境有所改善，但压力仍存.....	13
3、 美联储的“电车难题”.....	16
4、 风险提示 .....	18

## 图表目录

图 1： 美联储加息后期银行倒闭数量较多 .....	3
图 2： 美国 1980 年代通胀水平开始下降 .....	4
图 3： 美国 1980 年代中后期经济并未继续衰退.....	5
图 4： 美国农产品价格在 1980 年代后下跌 .....	6
图 5： 1970 年代石油价格上涨较快 .....	6
图 6： 美国 1970 年代非住宅建筑产出提升较多.....	7
图 7： 美国倒闭银行房地产贷款占总资产比重较高.....	7
图 8： 美国银行净息差有所扩大 .....	8
图 9： 美国银行准备金覆盖率上升 .....	8
图 10： 美国银行 3 年期以上资产比重上升.....	8
图 11： 中小银行 5 年期以上贷款占比最高.....	8
图 12： 中小银行商业地产贷款占比较高 .....	9
图 13： 美国商业地产空置率后续预计下行（%） .....	9
图 14： 商业地产债务持有者分布较为均匀.....	9
图 15： 不同类型商业地产 CMBS60 天以上拖欠率（%）有所降低.....	10
图 16： 美国小银行存款流出趋势暂停 .....	11
图 17： 中小银行持有国债与 MBS 止跌回升 .....	11
图 18： 美国大银行存款短暂流入 .....	12
图 19： 美国大型银行大额存款继续流入 .....	12
图 20： 货币基金规模出现负增长 .....	12
图 21： BTFP 用量出现下降.....	13
图 22： 美联储贴现窗口使用量有所下降 .....	13
图 23： 纽约联储和旧金山联储资产端已经开始下降.....	13
图 24： 美国银行准备金略有下降 .....	14
图 25： 美联储隔夜逆回购用量继续上升 .....	14
图 26： 美国中小银行准备金/总资产近期重新下行 .....	14
图 27： SOFR 并未出现大幅上升 .....	15
图 28： OBFY 利率保持平稳.....	15
图 29： FRA-OIS 利率保持较高位置.....	15
图 30： 美国银行业贷款金额开始止跌 .....	16
图 31： 美国区域银行搜索指数 3 月份快速上升.....	17
表 1： 美国历史上倒闭规模排名前 20 的银行.....	3

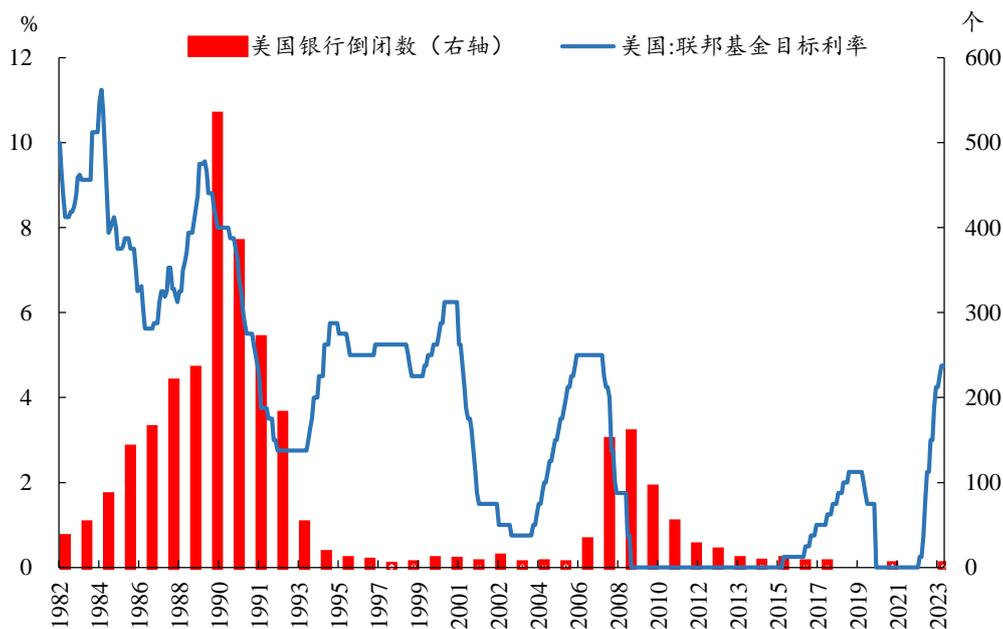
2023年3月以来，Silvergate、硅谷银行（SVB）及签名银行（Signature Bank）的相继倒闭，以及第一共和银行的持续动荡，使得美国银行业的风险骤然暴露。中小银行由于自身实力较弱，风险管理水平相对较差，在这场风波中遭受了较为严重的负面冲击。银行业危机的突然发生，使得市场担心在当前高利率的水平下，美国银行业会持续受到冲击，甚至引发金融危机。当前美国银行业风险传染至何处？后续如何观测风险的持续性与严重性，对美联储货币政策将会产生什么样的影响，是当前有待厘清的重要问题。

## 1、美国银行业危机的“过去与现在”

### 1.1、以史为鉴，美联储加息后期银行倒闭并非首次

在美国银行业发展的过程中，被挤兑倒闭是贯穿其中的常态。根据 FDIC 数据，自 1970 年以来美国共倒闭了超过 3000 家银行。其中 1980 年代与 2008 年金融危机前后是美国银行倒闭的两波高潮。考虑到 1980 年后美联储开始主要使用利率工具（加息）来对经济进行调节，不难发现近两波银行倒闭数量较多时期，大多处于美联储加息后期附近。如果按照资产规模对过去倒闭银行进行排序观察，在美联储快速加息的后期，倒闭银行的资产规模亦相对较大。

图1：美联储加息后期银行倒闭数量较多



数据来源：FDIC、Bloomberg、开源证券研究所

表1：美国历史上倒闭规模排名前20的银行

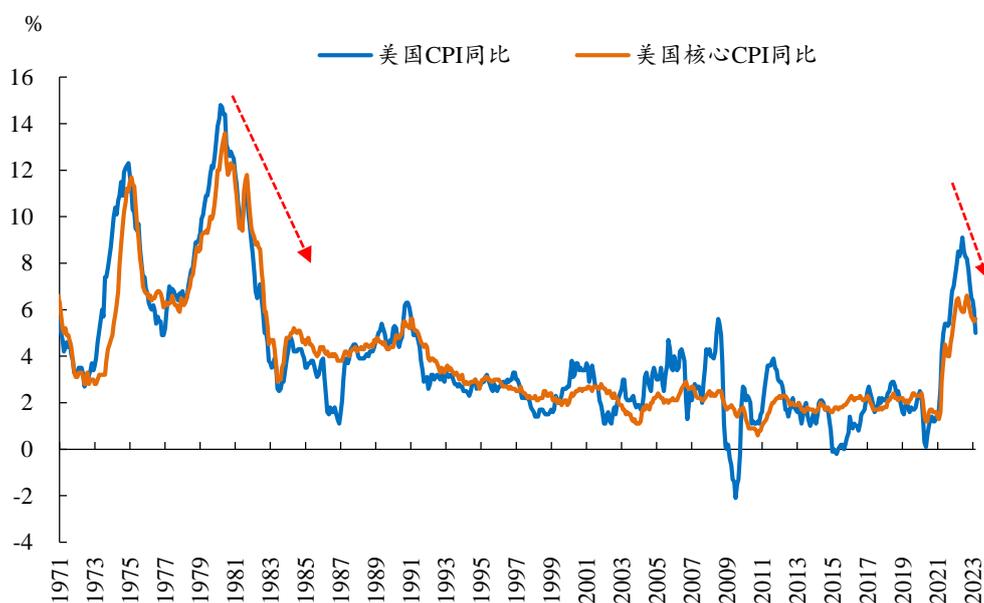
排名	倒闭银行名称	倒闭时间	资产规模 (十亿美元)	通胀调整的资产规模 (2021, 十亿美元)
1	Washington Mutual	2008	307	386
2	Silicon Valley Bank	2023	209	209
3	Signature Bank	2023	118	118
4	Continental Illinois National Bank and Trust	1984	40	104
5	First Republic Bank Corporation	1988	32.5	74
6	American Savings and Loan	1988	30.2	69

7	Bank of New England	1991	21.7	43
8	IndyMac	2008	32	40
9	MCorp	1989	18.5	40
10	Gibraltar Savings and Loan	1989	15.1	33
11	Colonial Bank	2009	25	32
12	First City National Bank	1988	13	30
13	HomeFed Bank	1992	12.2	24
14	FBOP Corp banking subsidiaries	2009	18.4	23
15	Southeast Bank	1991	10.5	21
16	City Federal Savings and Loan	1989	9.8	21
17	Goldome	1991	9.9	20
18	Imperial Federal Savings Assoc.	1990	9.6	20
19	Franklin National Bank	1974	3.7	20
20	Great American Bank	1991	9.5	19

资料来源：FDIC、开源证券研究所

从宏观经济背景以及美联储货币政策操作来看，1980-1994年美国银行业倒闭浪潮与当前有诸多相似之处，一则1980年代美国刚经历了十余年的“滞胀”时期，通胀处于高位向下的过程中；二则美联储实施了快速加息政策以抑制通胀，因此对彼时美国银行业的倒闭进行复盘分析有一定的必要。

图2：美国1980年代通胀水平开始下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

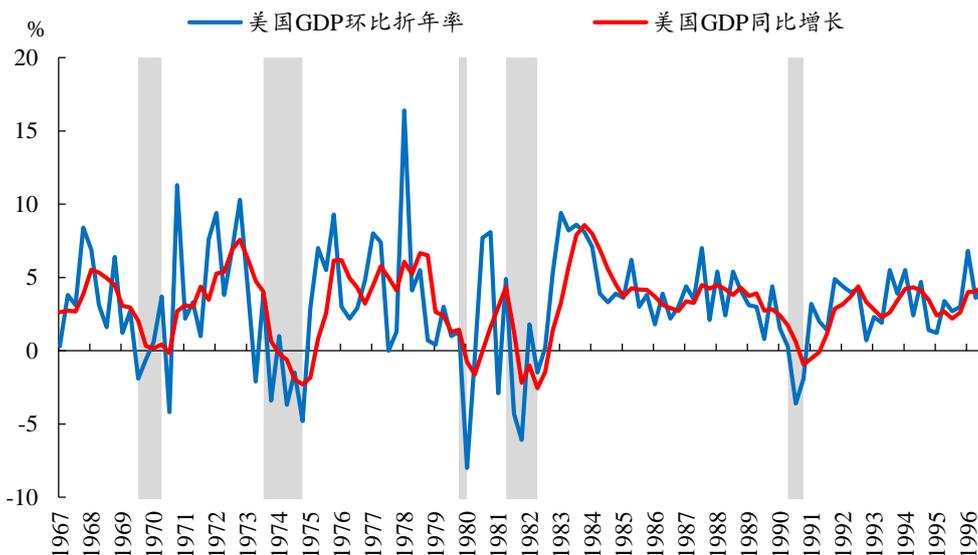
根据FDIC对1980年代美国银行业倒闭浪潮的研究<sup>1</sup>，彼时银行业倒闭潮并不是单一因素导致的，其背后是多种力量的共同作用：一是全国范围内的经济金融环境、监管与法规变动成为银行业倒闭潮的先决条件；二是一系列的地方和行业衰退使得银行经营环境变差，这是银行业倒闭的主要原因；三是部分银行采取了较为激进的经营和风险策略，且监管政策执行不到位，最终导致大量的银行倒闭。与之相伴随

<sup>1</sup> Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC). 1997. *History of the Eighties: Lessons for the Future. Vol. 1, An Examination of the Banking Crises of the 1980s and Early 1990s.*

的是，当时银行的倒闭呈现出非常明显的集中性，即倒闭的银行业主要集中在农业、石油、地产（商业地产尤为严重），这反映经济形势的变化对银行业倒闭起到了举足轻重的作用，具体而言：

从大的宏观经济背景来看，在美联储的快速加息下，1980年代美国已经基本上从“滞胀”的泥潭中走出，经济虽在初期遭遇了较长时间的衰退，但到了1980年代中后期，美国经济都未再经历衰退，因此银行危机体现出一定的滞后性和区域性。

图3：美国1980年代中后期经济并未继续衰退



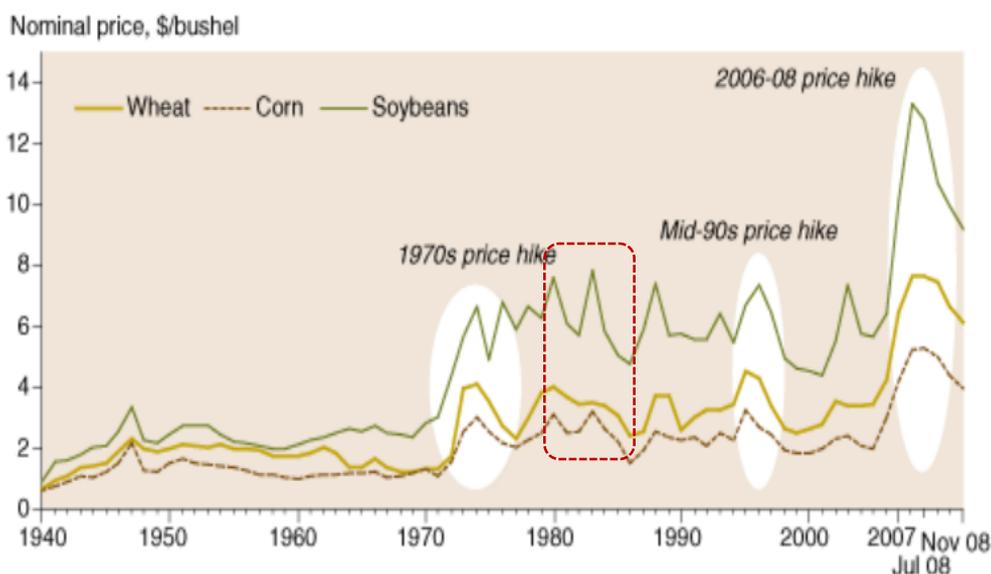
数据来源：NBER、Wind、开源证券研究所，灰色阴影为 NBER 衰退

从农业方面来看，从1970年开始，苏联等国家大幅增加了对粮食的进口，导致1971-1972年世界小麦出口增长了近29%。而随之而来的恶劣天气因素导致的世界粮食产量不足，带动了大豆价格在1973-1974年的快速上升，最终导致1970年代全球农产品价格的快速提升。叠加1971年美国放弃金本位制，布雷顿森林体系瓦解，美元相较于其他货币开始贬值，这促进了美国农产品的出口。在20世纪70年代，全球农产品进口价值每年增长4.8%，而美国农产品出口价值的年增长率为11.7%<sup>2</sup>。

但随着美联储的快速加息、美国经济的衰退以及通货膨胀的降低，农产品的价格开始下降。同时，巴西和阿根廷等国家加大了对相关谷物的种植，导致全球范围内粮食供给开始大于粮食需求，小麦等主要粮食价格开始回落，对美国的农业产生了一定程度的负面冲击。其中最为关键的是，由于农产品价格上涨时期，美国农民加大了从银行的贷款力度以扩大再生产，在农产品价格下跌后，农民的收入、抵押品的价格开始持续下降，很多农民开始无法偿还贷款，并最终传导至银行业，由于当时美国银行业很多都是单一专营业务，因此部分银行率先出现危机并倒闭。

<sup>2</sup> <https://www.ers.usda.gov/amber-waves/2009/march/agricultural-commodity-price-spikes-in-the-1970s-and-1990s-valuable-lessons-for-today/>  
请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

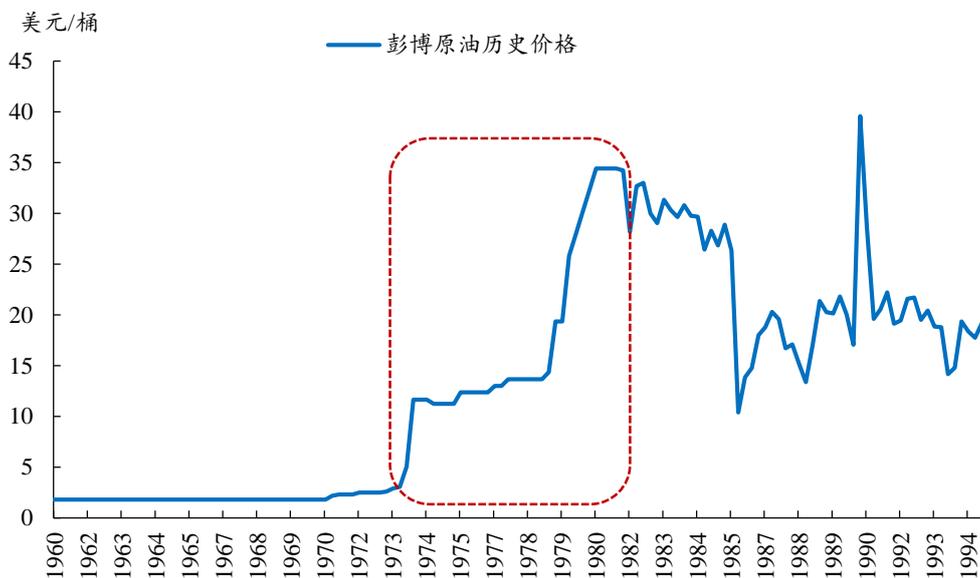
图4：美国农产品价格在1980年代后下跌



资料来源：USDA、开源证券研究所

从石油行业来看，亦呈现出相似的特点。1970年时原油价格尚不足2美元/桶，但是随着中东战争的发生，原油价格快速上升，在1980年时已经接近35美元/桶，油价的高涨使得得克萨斯州以及美国西南部地区的经济快速发展。但自1981年开始，由于石油供需关系发生变化，OPEC内部纪律瓦解，原油价格开始下降。与农业相似，大量的银行受到负面冲击并倒闭。

图5：1970年代石油价格上涨较快



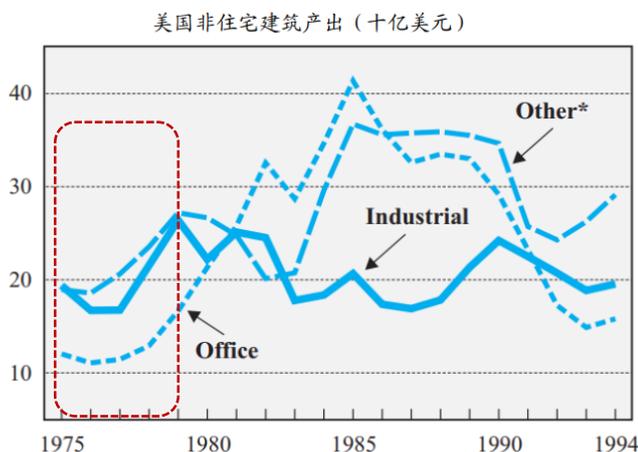
数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

最后则是房地产行业，房地产行业的情况恶化与农业以及石油行业紧密相关，一方面农业与石油业的发展促进当地经济快速发展，从而带动地产业的发展，当农业与石油业遭受重创后，房地产也遭遇到了逆风，最后更是引发了储贷危机；另一方面商业地产建设周期较长，在经济快速发展时容易产生过度建设问题，导致在建

成之后往往无法有效的对外租售或租金收益远远低于预期。此外，商业地产杠杆率相对较高，且市场交易并不标准化，导致其回报的波动性比较大。在经济下行阶段，美国很多银行由于地产贷款占比较高，叠加过度放贷、不良贷款管理不善等问题，最终陷入困境并破产。

图6：美国 1970 年代非住宅建筑产出提升较多

图7：美国倒闭银行房地产贷款占总资产比重较高



资料来源：FDIC、开源证券研究所



资料来源：FDIC、开源证券研究所

## 1.2、当前美国银行业的“强与弱”

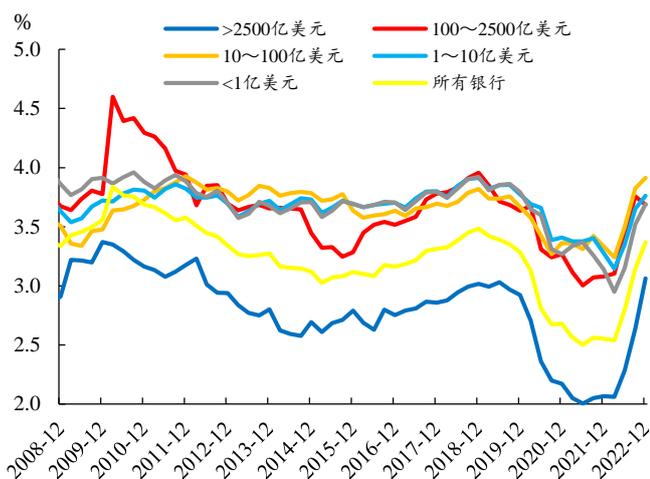
从 FDIC 的研究和数据来看，1980 年代美国银行业出现风险并倒闭的原因是综合复杂的，除了监管缺失、企业经营不善等因素，1970 年代美国长期的“滞胀”环境以及美联储加息所导致的区域、行业经济衰退也无疑是其中最重要的宏观因素。本次硅谷银行倒闭引起的银行业风险事件也呈现出相同的特征，一则经济处于高通胀环境，美联储不得不快速加息抑制通胀；二则倒闭银行业务集中在科技行业，与加密资产（比特币等）价格起伏具有较高关联性；三则中小银行在此轮风险事件中遭遇到的冲击较大。

从 FDIC 公布的美国银行业报告来看，截至 2022 年 4 季度，美国银行业整体的经营情况较疫情前有较大程度的改善，主要经营指标均显著改善。得益于疫后宽松的金融环境和经济增长，FDIC 成员银行在 2022 年 4 季度净收入为 684 亿美金，贷款收益率上升 73bp，存款成本则上升 46bp<sup>3</sup>，推动净息差上升至 3.37%，较疫情前的 3.25% 上升 12bp，其中中小银行（10-100 亿美元规模）的净息差表现最好，大银行（超过 2500 亿美元）则表现较差。与此同时，银行的资产质量也在不断上升，不良贷款比率不断下降，信贷准备金不断增长，导致准备金覆盖率连续增长，FDIC 判定的“问题银行名单”在 2022 年 4 季度仅有 39 家，为 1984 年有记录以来最低。

从资产端的构成来看，截至 2022 年 4 季度，FDIC 成员银行 3 年期以上贷款和证券占比为 39.7%，较疫情前提升 3.9 个百分点。从不同规模银行来看，中小银行（10-100 亿美元规模）5 年期以上贷款占比超过 35%，而 2500 亿美元以上规模的大银行仅有 27.91%。期限较长资产比重的提升虽然提升了整体银行的盈利能力，但在美联储快速加息的背景下，很容易导致出现未实现损益，而这也是 SVB 等银行倒闭的重要原因之一。

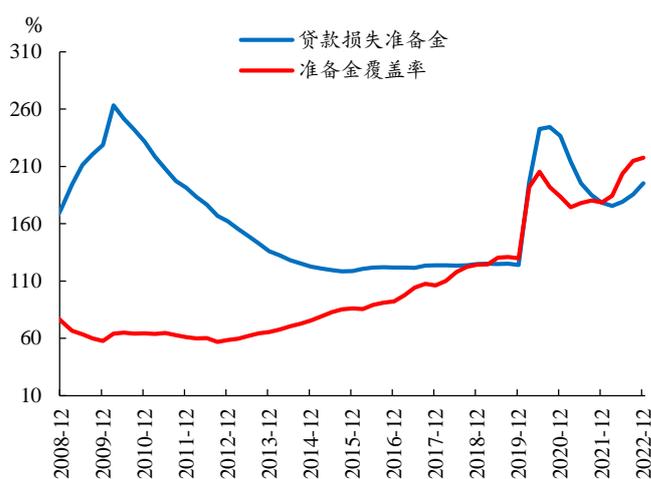
<sup>3</sup> <https://www.fdic.gov/news/speeches/2023/spfeb2823.html>

图8：美国银行净息差有所扩大



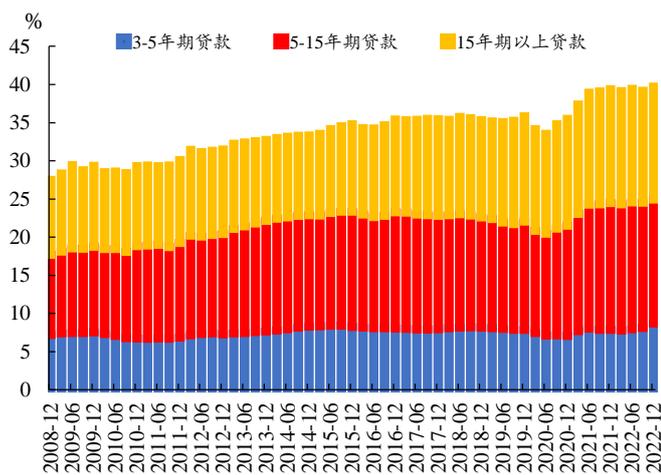
数据来源：FDIC、开源证券研究所

图9：美国银行准备金覆盖率上升



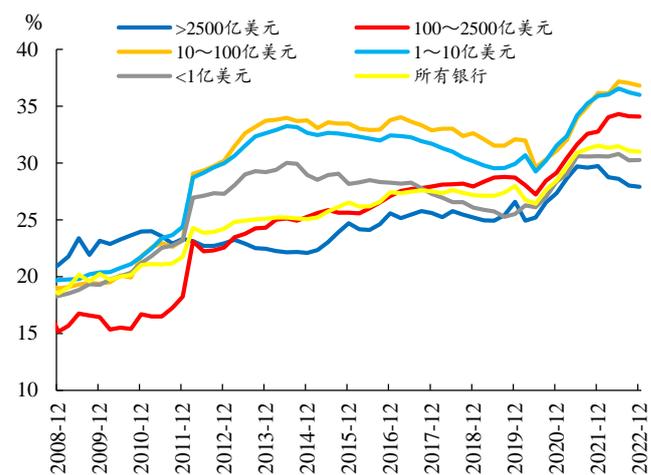
数据来源：FDIC、开源证券研究所

图10：美国银行3年期以上资产比重上升



数据来源：FDIC、开源证券研究所

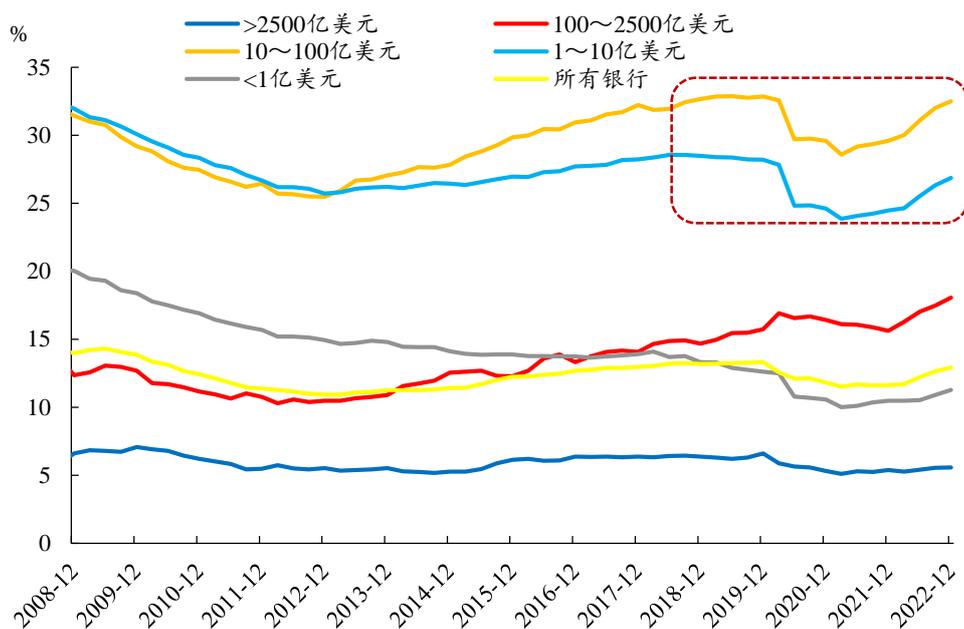
图11：中小银行5年期以上贷款占比最高



数据来源：FDIC、开源证券研究所

对于市场关心的**商业地产**可能带来的银行业风险方面，从前述分析可知，1980年代银行倒闭时，商业地产贷款质量下滑在其中发挥了重要的作用，倒闭银行的商业贷款比重相对未倒闭银行的规模较高。从当前银行业的报表数据来看，截至2022年4季度，在FDIC成员银行中，商业地产贷款（CRE）占全部银行资产的比重为12.92%，整体占比不高，但不同银行之间差异较大。大型银行（2500亿美元规模以上）该比重为5.57%；中小银行（10-100亿美元规模）该比重为32.5%，1-10亿美元资产规模的小银行该比重为26.87%，因此对中小银行而言，商业地产贷款的变动对其经营状况变动的影响或比较大，可能是当前美国银行业体系中的“薄弱环节”。

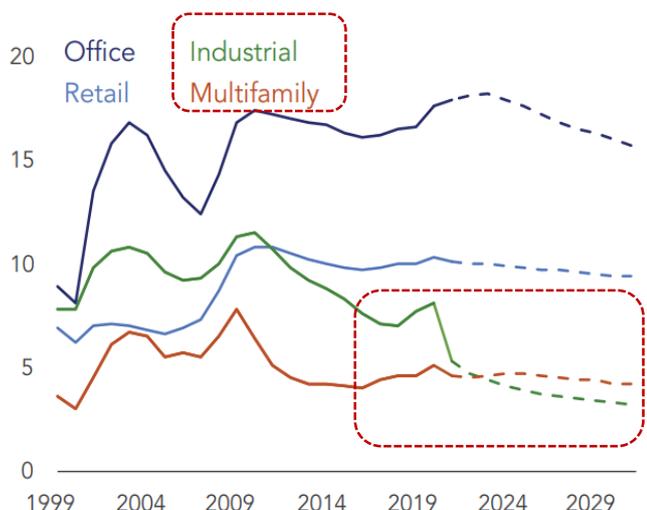
图12：中小银行商业地产贷款占比较高



数据来源：FDIC、开源证券研究所

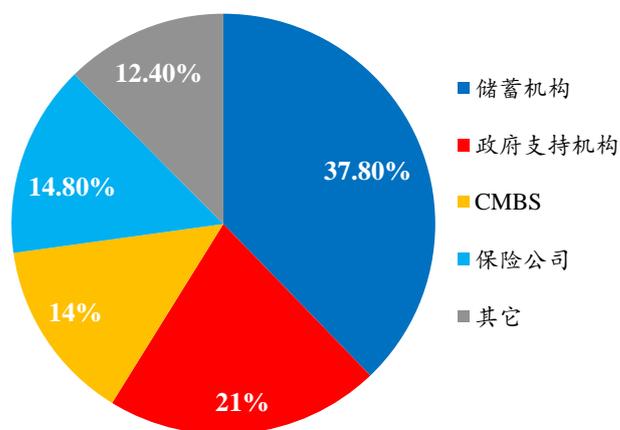
根据美国金融研究办公室（OFR）的研究<sup>4</sup>，较疫情前来看，美国商业地产的状况喜忧参半。**不利的方面**是，美联储的快速加息使得商业地产的价值降低，并带动其再融资的成本提升和租金的下降。疫情的发生使得居家办公的比例提升，相关办公楼的空缺率亦在提升，这种趋势如果一直存在，可能会对办公楼等商业地产带来较为显著的负面影响；**好的方面**是，工业商业地产以及多户家庭地产的空缺率相对较低，且预计将会进一步下降。即使考虑到比较坏的情况，当前 CRE 的坏账率仅有 0.7%，且银行只持有 37.8% 的商业地产债务。持有商业地产债务 14.8% 的保险公司目前超过 60 天的拖欠也仅有 0.04%，CMBS（占比约 14%）目前超过 60 天的拖欠率也处在较低水平。

图13：美国商业地产空置率后续预计下行 (%)



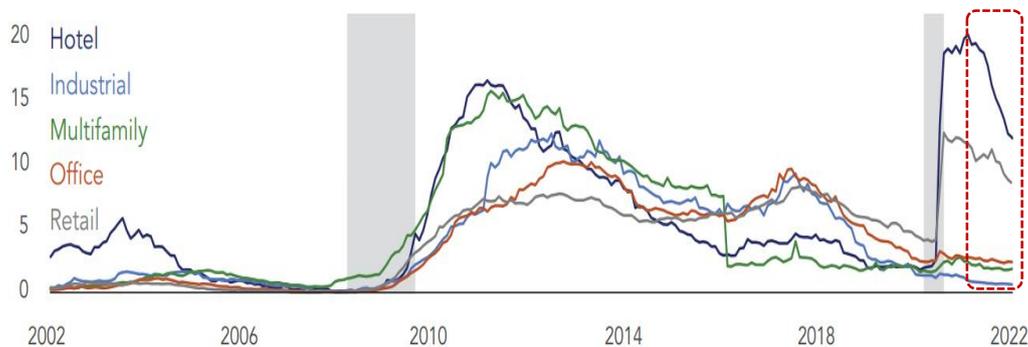
资料来源：OFR、开源证券研究所，虚线为预测值

图14：商业地产债务持有者分布较为均匀



数据来源：OFR、开源证券研究所

<sup>4</sup> <https://www.financialresearch.gov/annual-reports/2022-annual-report/>

**图15：不同类型商业地产 CMBS60 天以上拖欠率（%）有所降低**


资料来源：OFR、开源证券研究所

总的来看，美联储快速加息导致的利率上升确实使得商业地产市场的压力有所上升，但是考虑到疫情后美国的房产价值有所增加，若相关的资产被拍卖，债权人所受到的损失也相对有限。叠加违约率处于相对低位，因此商业地产对金融系统的影响有限，可能只有部分管理不善或者杠杆程度较高的企业和金融机构会受到比较大的影响。根据前述分析，大型银行等相关贷款占比较低，中小银行可能会是需要重点关注的对象。不过从当前银行业的整体经营情况来看，美国银行业的整体状况尚算良好，需要防范的是流动性的风险以及部分区域/行业下行带动部分专业银行的经营压力上升，而硅谷银行和签名银行的倒闭正是这种情况的集中体现。

## 2、银行业流动性冲击风险逐渐缓和

硅谷银行的倒闭，一方面反映了在美联储激进加息之下，美国中小银行的流动性正在承压，另一方面则是在社交媒体的传播下，中小银行业容易受到挤兑风险的冲击。根据美联储副主席 Michael S. Barr 3月28号在国会的听证会证词，其认为硅谷银行的倒闭是“教科书式的银行倒闭案例”。一则硅谷银行没能有效管理所持有证券的利率风险；二则负债端的存款集中度高，遭受风险的可能性也较高。最终，在社交媒体的持续高热度讨论下，叠加大部分存款超过25万美金的存款保险上限，导致硅谷银行在一天内收到超过400亿美元的提现需求，挤兑风潮之下，硅谷银行最终不得不倒闭<sup>5</sup>。

作为资产规模超过2000亿美元的中型银行，硅谷银行的快速倒闭，引发了储户对美国中小银行的信任危机。事件发生之后，美国中小银行遭遇到了较为严重的存款流失，美国大型银行的存款规模以及货币基金的整体规模则迎来了一定幅度的增长，同时美联储的贴现窗口使用量、银行准备金数额均较快上升，显示美国银行业增加了相关的现金头寸，以应对可能的挤兑风险。

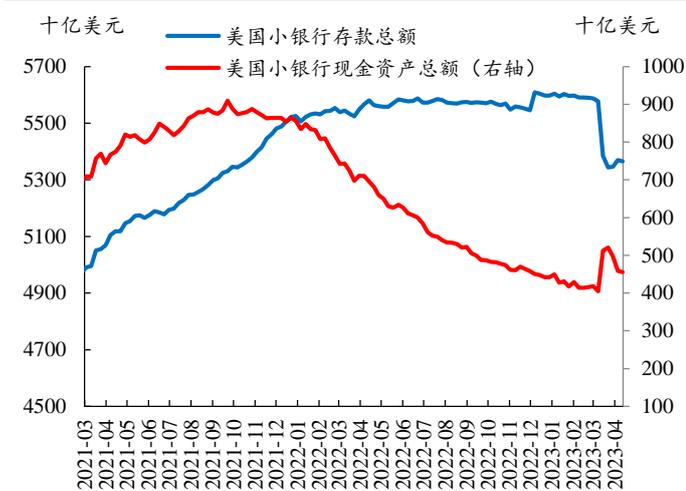
从上述角度出发，我们可以通过对美国金融系统内的流动性指标进行观测，来分析当前美国银行业风险传染的程度。

### 2.1、中小银行存款快速外流 “暂告段落”

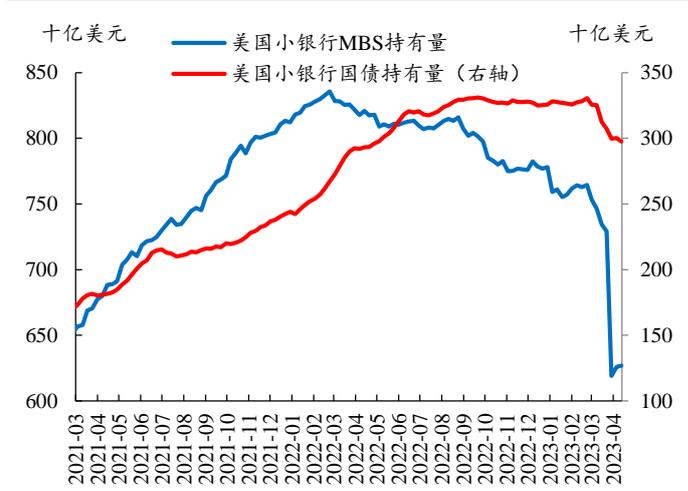
根据美联储每周公布的资产负债表数据（H.4.1）以及商业银行资产负债表数据（H.8），我们可以对美国银行业的资金流动以及美联储相关流动性工具有一个比较清晰的了解。

<sup>5</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/testimony/barr20230328a.htm>

从美国中小银行的资产负债表端来看，自 2023 年 3 月 1 日起，美国中小银行的存款总额开始较快下降，3 月 1 日至 3 月 15 日的两周时间内下降了超过 2000 亿美金，占全部存款总额的 3.7%。同时，中小银行大幅增加了现金资产（准备金）至 7390 亿美元，增幅超过 3100 亿美金，显示中小银行的流动性需求大幅提升；所持有的国债与 MBS 也在同一时期下降较多，可能是变卖部分资产以换取流动性。但从 3 月 15 日至 4 月 12 日的数据来看，当前中小银行的存款外流趋势得到遏制。3 月 15 日至 22 日中小银行存款减少速度开始有较大幅度的放缓；3 月 22 日至 29 日，中小银行的存款规模已经开始止跌回升，相应的现金资产（准备金）规模亦开始重新下降，所持有的美债以及 MBS 规模仍开始缓慢回升，这一方面反映了当前对其现金的需求开始下降；另一方面或反映当前中小银行的资产负债策略在 SVB 倒闭事件后面临的压力有所减轻。

**图16：美国小银行存款流出趋势暂停**


数据来源：FRED、开源证券研究所

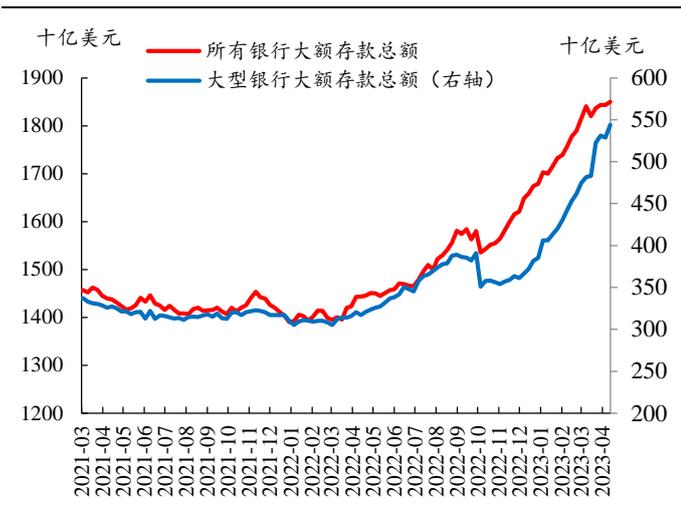
**图17：中小银行持有国债与 MBS 止跌回升**


数据来源：FRED、开源证券研究所

从美国大型银行<sup>6</sup>的资产负债表端来看，自 2023 年 3 月 1 日起，由于美国中小银行风险事件开始发酵，美国大型银行的存款总额迎来了一波上涨。3 月 8 日至 3 月 15 日两周内，美国大型银行存款总额上升超过 670 亿美元，同时现金资产（准备金）上升超过 3000 亿美金。但 3 月 15 日后大型银行的存款金额已经开始重新下行，同时准备金金额也未继续上升。显示当前存款流入的速度开始放缓，这与中小银行资产负债表中的存款数据相一致，需要注意的是，大型银行的大额存款流入仍在继续，显示出当前美国储户对中小银行经营情况仍有疑虑。

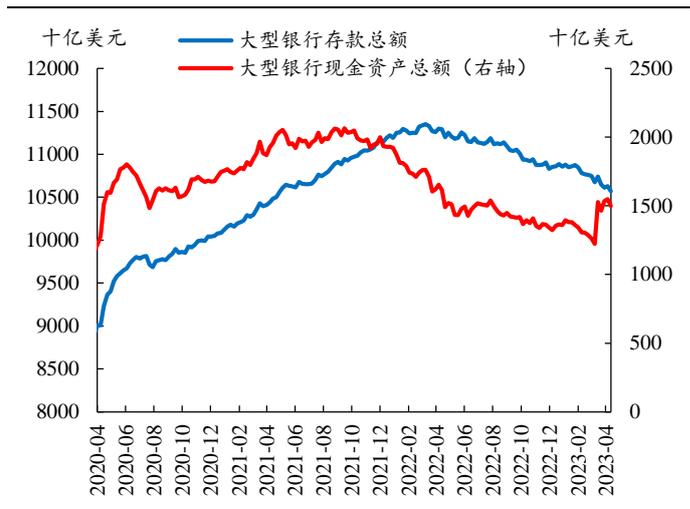
<sup>6</sup> 根据美联储的定义，大型银行指的是资产规模排名前 25 名的银行，其它银行则归类为中小银行。

图18: 美国大银行存款短暂流入



数据来源: FRED、开源证券研究所

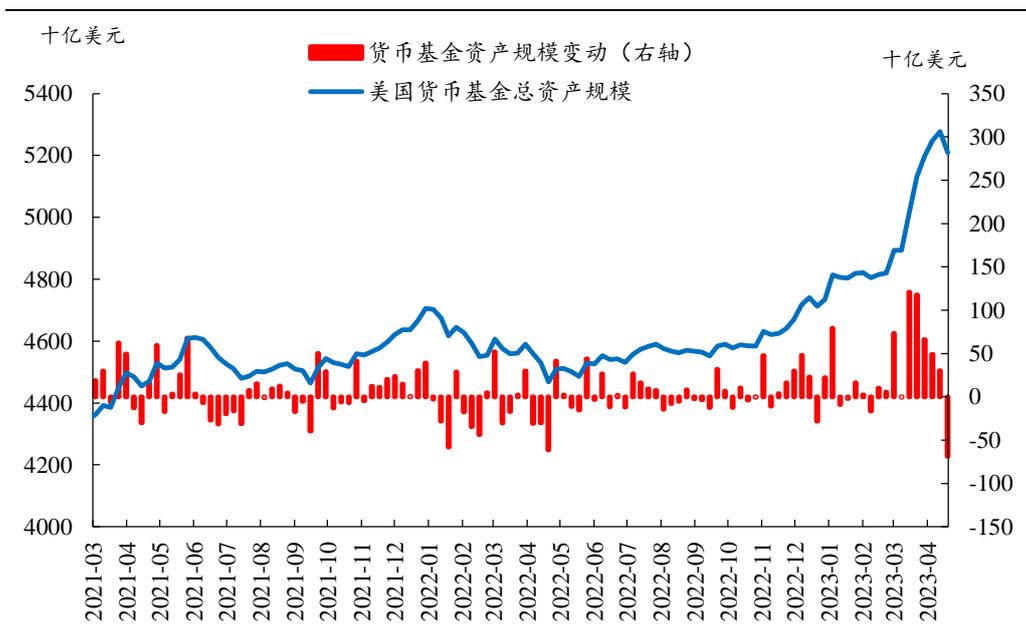
图19: 美国大型银行大额存款继续流入



数据来源: FRED、开源证券研究所

从货币基金的资产规模来看，中小银行存款流出的速度亦在放缓。3月8日硅谷银行倒闭后的两周内，美国货币基金规模增长了超过2300亿美元，显示出大量的存款从中小银行流入货币基金。从3月22日起，货币基金流入规模开始放缓，近三周流入的规模分别为490、300、-686亿美元，首度出现下降，考虑到近一周中小银行的存款流出已经暂停，这部分资金的流出显示当前金融机构对存款的争夺加强。

图20: 货币基金规模出现负增长

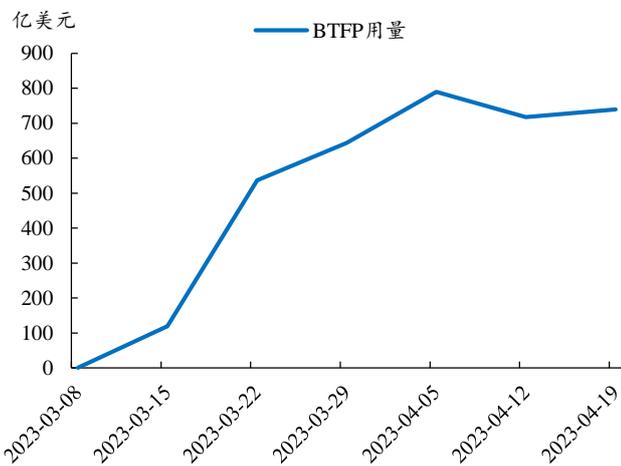


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

从美联储的资产负债表来看，SVB 倒闭事件发生后，美联储迅速提供了 BTFP 工具以提供流动性支持，同时美联储的贴现窗口使用量也可以用来判断当前银行的流动性需求水平。疫情后，由于美联储采取了大规模的资产购买计划，银行准备金充裕，因此对于贴现窗口的使用量一直不高，且成逐渐下降趋势。但是在 SVB 事件发生后，银行对贴现窗口的使用量快速上升，3月15日贴现窗口使用量超过3000亿美元，3月22日更是上升至3540亿美金，使用量超过疫情爆发期间水平。3月22日后使用量稍有减少，但仍超过3200亿美元。从各地联储分行的角度来看，SVB 倒

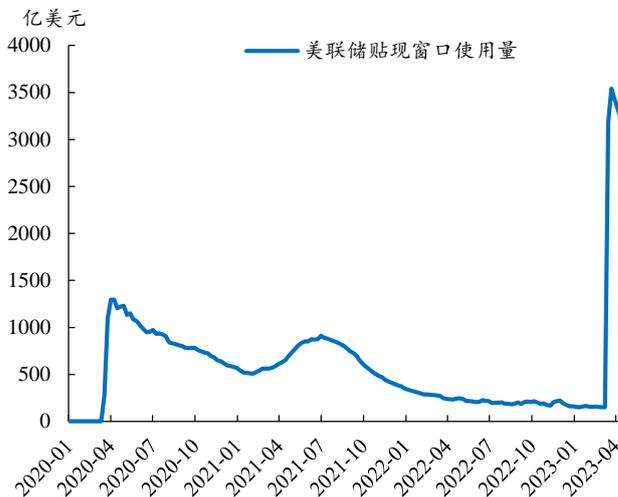
闭后，纽约联储和旧金山联储的资产端数值较快上升，体现了硅谷银行倒闭以及第一共和银行风险事件的影响。但近期已开始负增长，显示相关流动性工具用量的持续减少，银行风险有所缓和。此外，美联储推出的 BTFP 工具的使用量在 4 月 5 日达到 790 亿美元后开始下滑，显示当前银行内部的流动性需求出现一定程度下降。

图21: BTFP 用量出现下降



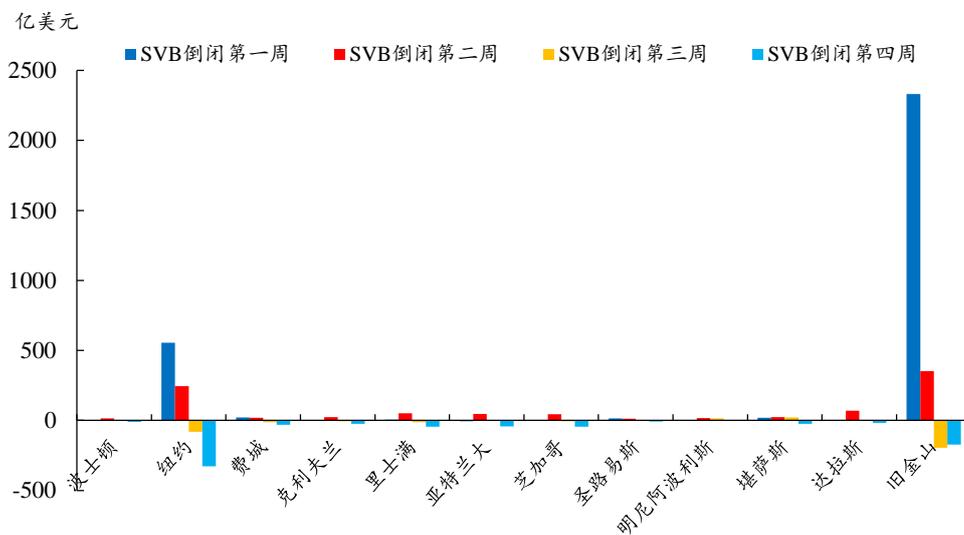
数据来源: FRED、开源证券研究所

图22: 美联储贴现窗口使用量有所下降



数据来源: FRED、开源证券研究所

图23: 纽约联储和旧金山联储资产端已经开始下降



数据来源: 美联储、开源证券研究所

## 2.2、流动性环境有所改善，但压力仍存

银行业风险的爆发与传染对于金融市场与经济的影响主要体现在三个方面，一是对美国金融市场的流动性产生影响，进而影响各类资产的表现；二是银行的信贷功能受到负面影响，从而对实体经济产生影响；三是美国是以直接融资为主的国家，金融市场的紊乱会影响到企业的融资，从而对经济的正常运行产生负面影响。因此观测美国市场的流动性环境，以检测可能的影响冲击。我们可以从量价来进行观测：

从美联储负债端的银行准备金以及隔夜逆回购使用量来看，当前美国金融体系

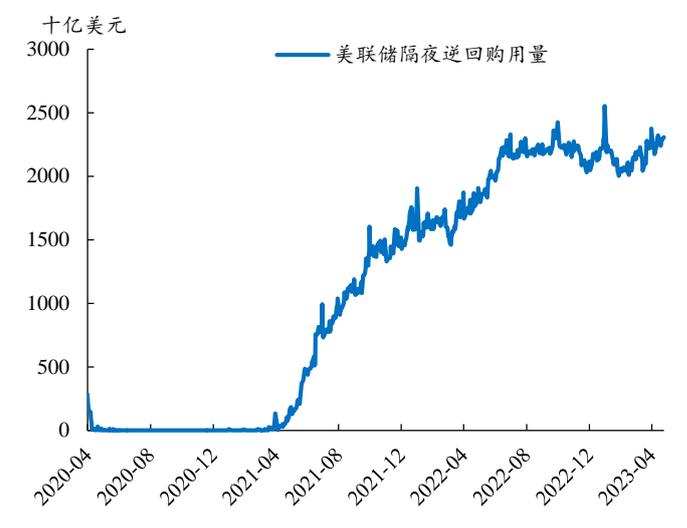
内的流动性仍较为充足，金融机构面临的流动性压力仍然可控。银行准备金方面，截至4月19日，银行准备金规模为31648亿美元，较3月底出现连续下降，或与资金持续流入货币基金有关，但总的来看，当前整体的准备金量还比较充足。隔夜逆回购方面，由于货币基金规模的上升，隔夜逆回购用量近期小幅上升。

图24：美国银行准备金略有下降



数据来源：FRED、开源证券研究所

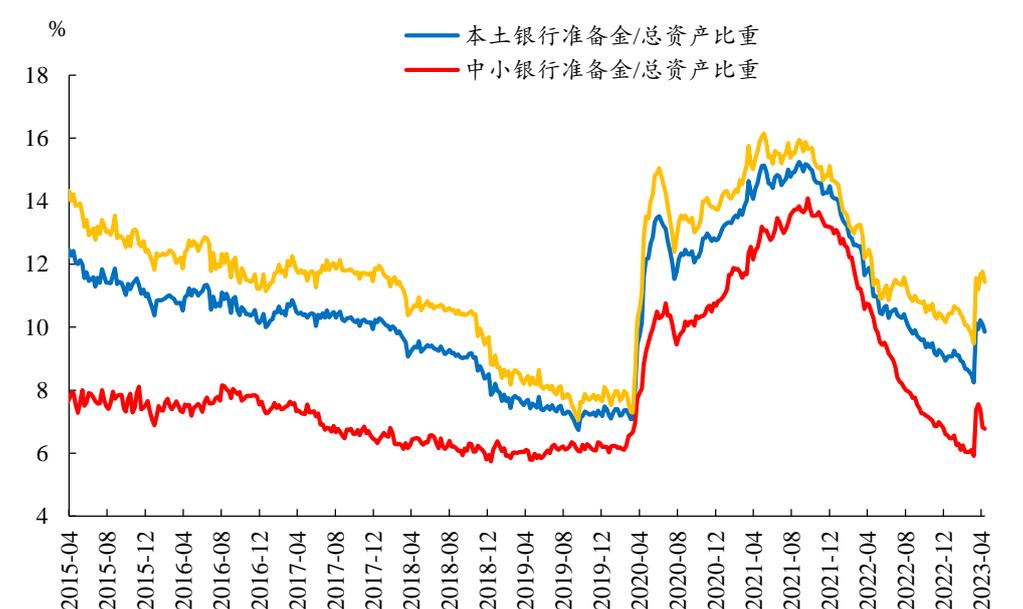
图25：美联储隔夜逆回购用量继续上升



数据来源：Bloomberg、开源证券研究所

我们将相关的数量指标更加细化，分析不同规模银行的准备金与总资产规模的比率，进而观察流动性在结构上的分布，以判断可能的脆弱与风险来源。从银行准备金/总资产这一指标来看，美国本土银行的流动性水平在美联储开启 Taper 后持续下降，其中中小银行准备金/总资产的比重下降最快，在 SVB 倒闭事件爆发时仅有 5.9%，相较之下大型银行为 9.485%，所有本土银行为 8.25%。在 SVB 风险事件后，相关指标有所上升，但是 4 月份后又开始重新下降，其中小银行下降幅度较快，大型银行则有小幅上升。显示当前美国中小银行流动性水平并不乐观，若准备金水平较快下降，意味着其应对流动性风险的能力将会大大削弱。

图26：美国中小银行准备金/总资产近期重新下行

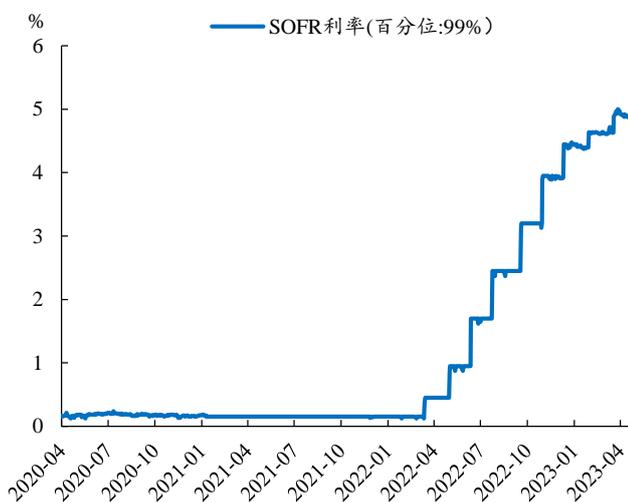


数据来源：美联储、开源证券研究所

从流动性指标的角度来看，整体的流动性紧张局面并未出现，但部分银行间市场的流动性指标仍然较风险事情发生前要高。从 **SOFR** (Secured Overnight Financing Rate) 指标来看，当前 99%分位 (衡量最贵的 1%的融资利率水平) SOFR 为 4.88%，并未突破美联储当前的利率区间 (4.75%-5%)，且自 4 月以来连续下降，显示当前美国一般抵押品回购融资压力并未有较大的波动。从 **OBFR** (Overnight Bank Funding Rate) 指标来看，当前银行间市场的隔夜融资利率也并未出现大幅的上升或者波动，由于该利率水平还涵盖了离岸美元的利率，因此利率的平稳以及交易量的窄幅波动均显示当前整体流动性水平还较宽裕，并未出现流动性紧张的情况。

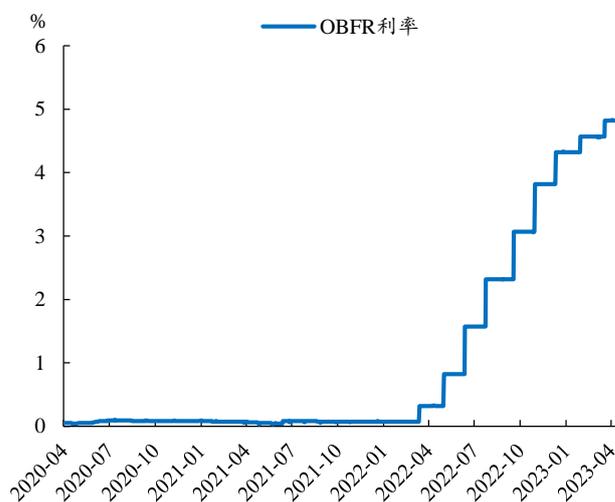
从 **FRA-OIS 利差** 来看，当前银行间市场的流动性压力似乎仍存。作为衡量银行间流动性压力的重要指标，FRA-OIS 利率在硅谷银行倒闭后迅速由 5bp 上升至超过 45bp，几乎逼近 2020 年疫情初期水平，显示市场恐慌情绪相当高。截至 4 月 25 日，FRA-OIS 利率仍有 28bp，虽较前期高点有所下降，但仍处于较高位置，显示当前市场对银行业风险仍有担忧。

图27: SOFR 并未出现大幅上升



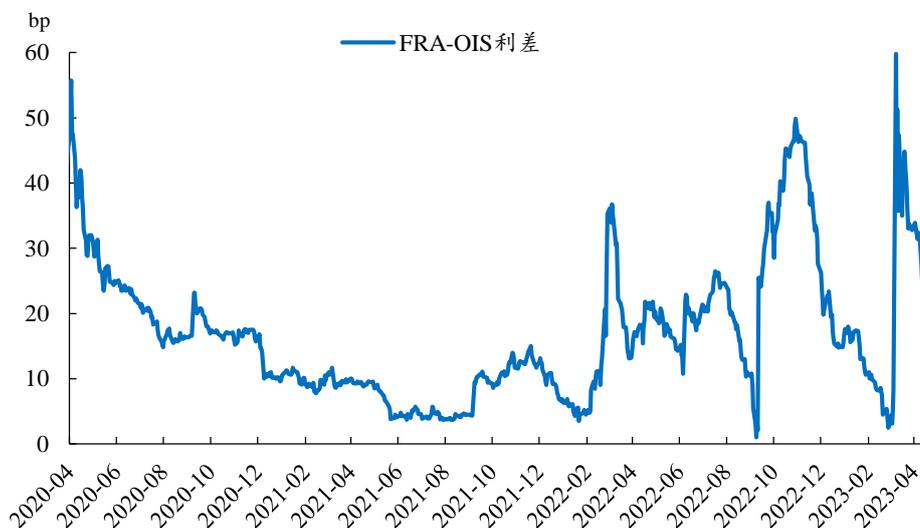
数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图28: OBFR 利率保持平稳



数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图29: FRA-OIS 利率保持较高位置

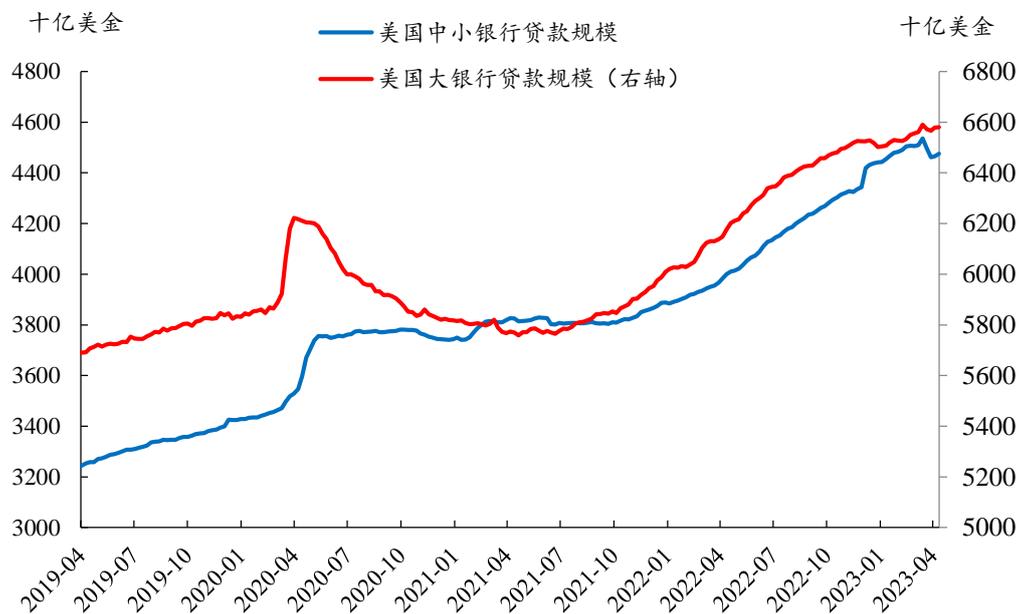


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

### 3、美联储的“电车难题”

根据我们上述分析，当前美国银行业面临的宏观环境同 1980 年代初期有着相似之处，不过由于经历过两次银行倒闭风潮后，美国银行业的监管已经更加完善，银行业整体的防风险能力也有所增强。因此当前关注的重点可能在于银行业（特别是中小银行）是否面临持续的存款流出压力，进而影响其投放贷款的能力。从美联储公布的周度数据上来看，中小银行存款快速外流阶段暂告段落，但资金从银行体系流出仍然在继续。我们再来看美国本土银行业的贷款情况，在 SVB 事件初期，美国银行业的贷款金额确实发生了一定程度的下滑，其中中小银行的贷款下滑较多，不过自 4 月 12 日的数据来看，中小银行贷款数据的下滑趋势得以停止，大型银行的贷款数据亦呈现出相同的变化。

图30：美国银行业贷款金额开始止跌



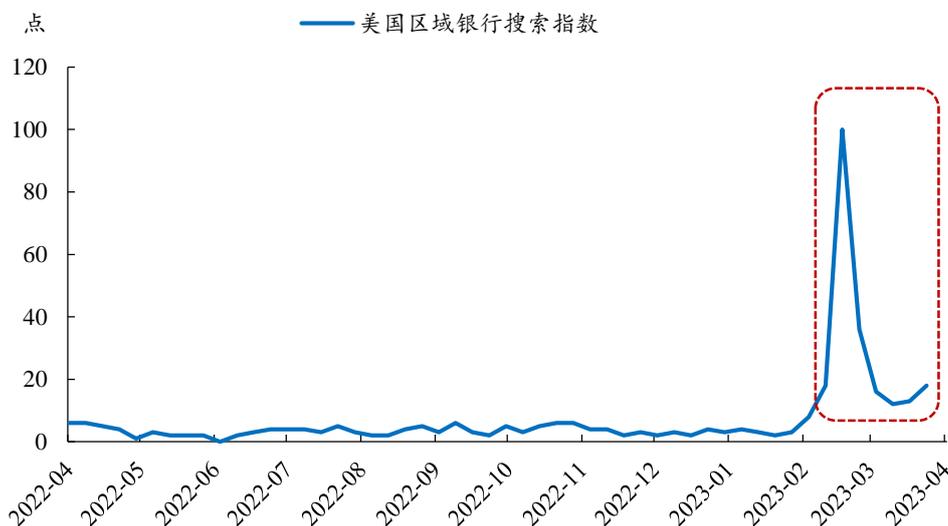
数据来源：FRED、开源证券研究所

我们认为，当前美国银行业短期内最危险阶段或许正在过去，但是从中长期来看，银行业面临的压力或许有增无减，不确定性并没有完全消失，我们还需要对美国银行的相关指标保持关注。

首先，虽然当前美国银行业经营情况良好，但这一方面反映的是疫情以来的宽松货币政策下的经济复苏；另一方面 2022 年美联储虽然快速加息，但是对银行而言，加息阶段贷款利率通常比存款利率提升的快，因此净息差有所扩大。但随着美联储保持高利率时间越来越长，存款端成本上升的压力会越来越大，在此情况下银行的净息差将面临越来越大的下降压力，进而影响其整体利润；其次，从 1980 年代的复盘可知，银行业出现危机往往在加息的尾声和后续阶段，其背后的原因可能是越到加息后期，经济面临的下行压力就越大，对银行而言其面临利差收窄、贷款质量下降（不良率上升）以及持有资产（证券等）价值下跌的多重压力，很多在经济扩张期较为激进的银行此时将会面临较大的压力；最后，当前美国银行业的贷款还在继续增加，这对于美联储的紧缩而言会起到一定的对冲作用，我们可以看到个人消费信贷数据还在继续上升，这或将迫使美联储保持高利率更长的时间，从而反馈到银行的资产负债端上，增加其经营压力。

此外，当前社交媒体发达，有利于恐慌和挤兑情绪的发生，而这对银行的流动性或將是一个不小的考验。事实上，硅谷银行等在既有的银行业评价体系中均表现良好，但仍然在挤兑压力潮下倒闭，显示当前银行业面临的压力来源面临较大的不确定性，风险的传染可能相对较快。

图31：美国区域银行搜索指数3月份快速上升



数据来源：Google Trends、开源证券研究所

对美联储而言，我们认为其当前仍面临着“电车难题”<sup>7</sup>，即如何权衡抗通胀、防风险和稳定经济增长之间的关系。3月份美国CPI同比增长5%，较前期继续下降，但是核心CPI同比上升5.6%，显示美国通胀内生动能依旧强劲。下半年高基数消失后，通胀面临着反弹的风险，美联储控制通胀的压力并没有明显缓解。在此情况下，美联储的货币政策“易紧难松”。但长期的高利率水平下，美国经济下行的压力将会进一步加大，银行业面临的风险也将继续增加，虽然当前美国居民和企业端的杠杆率相较于疫情前有较大幅度降低，类似于2008年金融危机传染风险相对较低，但代价则是政府债务上限风险提升，为金融市场增加了不确定性，而这需要美联储货币政策保持宽松。两难背景下，美联储政策选择和操作难度提升，当前其选择可能是5月份为最后一次加息，然后保持高利率水平一段时间，防止通胀反弹，并提供充足的流动性工具避免流动性危机。

不过美联储并未明确指出保持高利率多长时间，参考1982、1984年美联储降息的选择来看，我们认为美联储的降息条件或将是通胀水平连续确定性下行，同时经济增长速度有较大幅度下行，此时美联储对于通胀和增长的平衡或将逐渐转向经济增长，这样的组合最快或在2023年底出现，届时联储内部或将逐渐开始讨论降息的可能性，并在随后开启降息进程。在此过程中银行业可能将面临较为明显的经营压力，部分中小银行可能倒闭，而这也将会坚定美联储降息的决心。但若去通胀进程出现反复，美联储的降息幅度以及时长可能会低于市场预期，重新开启加息进程届时可能也将会是其政策可选项之一。

<sup>7</sup> “电车难题(Trolley Problem)”是伦理学领域最为知名的思想实验之一，关于其具体内容可参考 <https://www.britannica.com/topic/trolley-problem>

#### 4、风险提示

- 1、美国经济超预期衰退，则银行业风险可能加剧。
- 2、恐慌情绪超预期，则银行业流动性压力加大。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn