



研究所

分析师:袁野  
SAC 登记编号:S1340523010002  
Email:yuanye@cnpsec.com  
研究助理:魏冉  
SAC 登记编号:S1340123020012  
Email:weiran@cnpsec.com  
研究助理:崔超  
SAC 登记编号:S1340121120032  
Email:cuichao@cnpsec.com

近期研究报告

《内生动力不足，不宜单靠自我修复》 - 2023.05.02

宏观研究

## 做空、挤兑、破产、紧缩，平衡风险为上

### ● 核心观点

5月1日，美国加州金融保护与创新局（DFPI）指定美国联邦存款保险公司（FDIC）接管第一共和银行。5月3日，美国西太平洋合众银行大跌超53%，自3月初硅谷银行暴雷以来，其市值缩水约85%。3月后暂时平息下来的美国区域银行风险再度发酵。

考察美国上市银行，能够发现其中不乏流动性风险较高的脆弱者，这意味着储户信心层面所面临的风险可能将持续暴露。一个可能被忽略的问题是，做空压力的上升导致了对个体银行的担忧向其存款人扩散，加剧了存款流失的压力。同时，伴随联邦基金利率的升高，美国存款与货币市场基金的利差不断拉大，存款流失压力上升。

美国银行系统面临的导致存款流失的双重风险同时加剧，这不得让我们警惕随之而来的信贷紧缩，以及美国经济未来可能面临的骤然加剧的紧缩压力。硅谷银行仅仅是个开始，即使美联储政策调整及时，今年二、三季度也应对金融风险有足够的重视。

### ● 风险提示：

信贷紧缩快速加剧，美国银行挤兑扩散，美国通胀超预期。

## 目录

1 表象开端——硅谷银行挤兑倒闭 .....	4
2 流动性等基础风险影响的范围更广 .....	6
3 不可忽略的做空因素 .....	9
4 宏观影响——信贷紧缩 .....	13
5 风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1: 美国商业银行存款.....	5
图表 2: 美国银行业证券投资浮亏及资本金.....	7
图表 3: 美国银行业未保险存款占比.....	7
图表 4: 美国上市银行与硅谷银行的风险对比.....	9
图表 5: 硅谷银行可比同业资产端流动性风险.....	9
图表 6: 硅谷银行可比同业负债端流动性风险.....	9
图表 7: 硅谷银行、第一共和银行做空压力.....	11
图表 8: 硅谷银行倒闭前后风险银行做空压力.....	11
图表 9: 第一共和银行倒闭前后风险银行做空压力.....	11
图表 10: 个体银行的利率风险和流动性风险.....	12
图表 11: 美国银行业贷款余额及增速.....	13
图表 12: 小型银行贷款增长快速放缓.....	13
图表 13: 达拉斯联储调查报告银行贷款量.....	14
图表 14: 收紧工商业贷款标准的银行净占比.....	14
图表 15: 存款利率变动滞后于联邦基金利率.....	15
图表 16: 货币市场基金利率调整迅速.....	15
图表 17: 存款利率与联邦基金利率差距升至高位.....	15
图表 18: 联邦基金利率上行期存款流失.....	15
图表 19: 美国经济衰退与信贷紧缩.....	17
图表 20: 信贷增长与 GDP 名义增速.....	17
图表 21: 1980 年开始储贷机构数量不断下降.....	17
图表 22: 工商业贷款增速及占存款比均下降.....	17

5月1日，美国加州金融保护与创新局（DFPI）指定美国联邦存款保险公司（FDIC）接管第一共和银行。5月3日，美国西太平洋合众银行大跌超53%，自3月初硅谷银行暴雷以来，其市值缩水约85%。3月后暂时平息下来的美国区域银行风险再度发酵。3月10日，硅谷银行在股价暴跌60%以后被美国监管机构关闭，并由联邦存款保险公司接管，成为次贷危机后最大的银行倒闭事件，引发美股连续大跌。虽然在美国财政部、美联储、联邦存款保险公司的联合声明，以及美联储的流动性支持下，美股波动很快平息，但是，3月23日，在美国财政部长耶伦表示“没有考虑或讨论过任何扩大存款保险限额相关的内容”以后，第一共和银行股价加速下跌15.5%，西太平洋合众银行因公告存款较去年末下降20%，股价跌幅达到17%。甚至在美国以外区域，瑞银宣布收购瑞信后，德国商业银行和德意志银行股价一度下跌超7%。而此次第一共和银行被接管，成为2023年3月以来第三家倒闭的美国区域银行。硅谷银行倒下所引发的涟漪效应并未消除，其在美国银行体系中并非个例。对于已经承受了连续加息的美国经济来说，银行倒闭、存款流失所衍生的信贷紧缩，可能加速美国经济衰退进程。

## 1 表象开端——硅谷银行挤兑倒闭

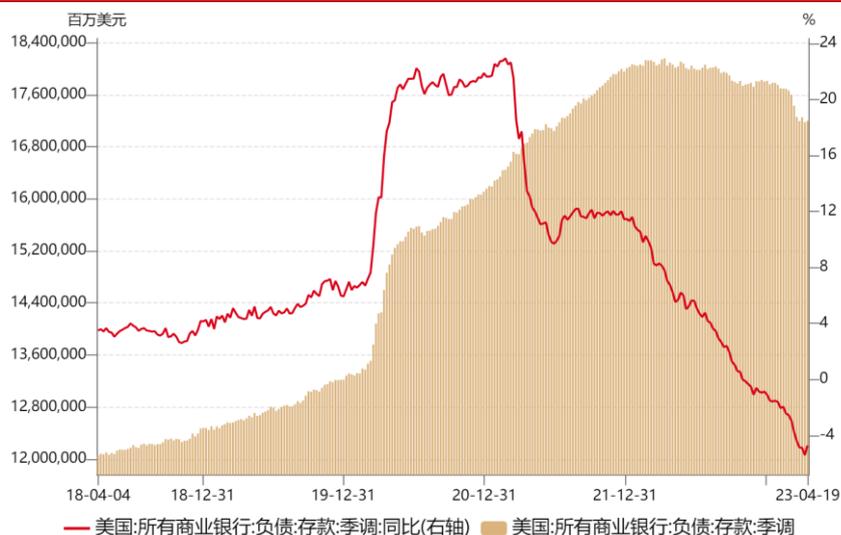
虽然硅谷银行在风险暴露后第二天即倒闭，但是作为一家拥有近40年历史的银行，硅谷银行可以说是美国科技银行的翘楚，为接近一半的2022年美国风投支持的技术和生命科学公司、44%的技术和医疗保健IPO提供银行服务。在2020-2021年美联储超宽松的货币政策期间，硅谷银行的操作导致其最终陷入了流动性困境。

2020年开始美联储超宽松货币政策推动了美元流动性迅速扩张，2020年、2021年美国M2同比分别增长24.9%、12.5%。在超宽松的流动性环境中，硅谷银行的经营规模快速扩张，由2019年末的710亿美元，上升至2021年末的2115亿美元，翻了接近3倍；存款总额由2019年末的618亿美元上升至2021年末的1892亿美元。由于硅谷银行专注于科创行业，其客户也集中在科创行业公司及高管，存款账户金额普遍超出了联邦存款保险公司的承保上限25万美元。2019年末其未保险存款占比即高达89%，而在2021年末更是上升至95%。同期，美国的银行业总资产从2019年末的17.8万亿美元增长27.4%至2021年末的22.7万亿

美元，硅谷银行的扩张速度远远超过了行业水平。快速涌入的存款无法有效匹配贷款投放，硅谷银行加大了对证券类资产的配置，尤其增加了持有至到期证券的投资，其在总资产占比由 2019 年末的 19% 上升至 2021 年末 46%。

货币增长远远超过经济增长的速度，成为推动美国通胀达到 40 年高位的重要原因，在高通胀的压力下 2022 年美联储开始加息，并且加息幅度一度达到 75bp，低息甚至无息存款相对于货币基金等产品吸引力快速下降，美国的银行业转向面临存款流失。2022 年二季度开始，美国银行业存款持续下降，2022 年末较 2021 年末减少 1% 至 17.9 万亿。同时美国创投行业降温，加剧了硅谷银行存款的流失。根据 PitchBook 的数据，去年美国风险投资交易活动下降了 30% 以上，降至 2380 亿美元。IPO 稀缺以及过去被高估的公司估值不断下降，极大影响了硅谷银行客户融资的便利性，但是其现金消耗仍在快速增长，比 2021 年之前的水平高出约 2 倍，导致 2022 年硅谷银行存款下滑 9% 至 1731 亿美元，远超出行业 1% 的降幅。

图表1：美国商业银行存款



资料来源：Wind，中邮证券研究所

相对于快速流失的存款，硅谷银行在 2022 年末持有现金 138 亿美元，不足以应对存款的下滑，只能被迫折价出售证券。2023 年 3 月 9 日，硅谷银行宣布已完成了 210 亿美元的债券投资组合甩卖，损失 18 亿美元，同时宣布鉴于证券销售的损失，将通过两次发行和一次私人配售筹集 22.5 亿美元的新资本。高额的

证券投资亏损，以及大额融资计划，导致市场对硅谷银行资不抵债的担忧爆发，并形成了挤兑，最终导致硅谷银行关门。

表面来看，硅谷银行倒下受创投行业降温影响大，由于其业务在创投行业的集中度高，其他区域银行看似关联度较低。但是考虑其在 2020 年以后的经营失误，美国创投行业的降温更像是导火索，而非核心原因。第一共和银行时隔月余倒闭，此前公告存款大量流失的西太平洋合众银行大跌，反映了市场对于这一类银行的担忧。

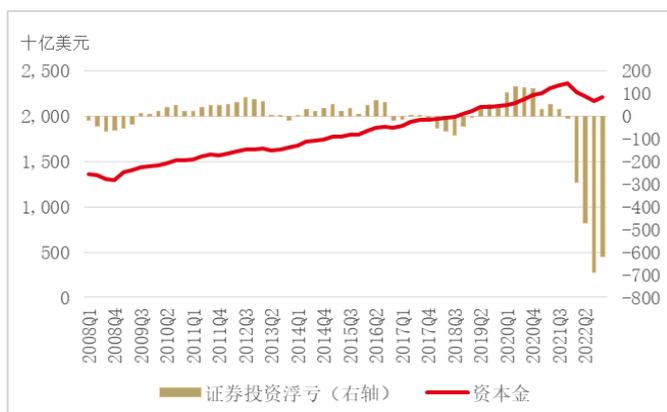
对比硅谷银行的科技银行属性，第一共和银行属于传统银行。2023 年一季度末，第一共和银行贷款占比 74%，可供出售金融资产及持有至到期投资占比仅 14%，美联储加息对其证券投资类资产浮亏的影响要更小。但是其高贷款占比导致其在面对存款流失时，资产变现能力同样较弱。**不同于硅谷银行的多重因素影响，流动性风险是第一共和银行倒闭的根源。**

透过表面现象，本次美国区域银行的风险成因来自三个方面：第一，资产结构失衡，由于规模扩张过快无法形成相对匹配的资产负债结构，面临美联储的快速加息，形成了较大金额的浮亏，即**利率风险大**；第二，存款稳定性差，同时资产变现能力被加息削弱或本身贷款占比高，即**流动性风险大**；第三，**美联储快速收紧货币政策**。目前联邦基金利率维持在高位，这是全美银行业共同面临的风险因素，而从前两条因素能够发现与硅谷银行、第一共和银行具有相似风险的个体，进而判断风险影响范围。

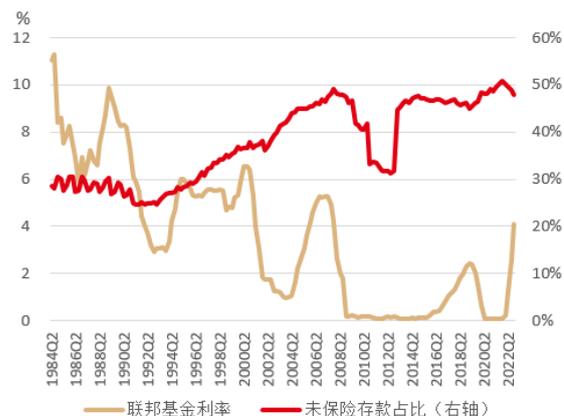
## 2 流动性等基础风险影响的范围更广

从行业整体来看，证券投资浮亏问题以及存款稳定性问题并不严重。根据联邦存款保险公司 (FDIC) 的数据，2022 年末美国贷款机构的持有的可供出售证券和持有至到期证券的浮亏大约为 6200 亿美元，远低于 2022 年末全行业 2.2 万亿美元的资本总额。全行业未保险存款余额约为 9.19 万亿，占存款总额的 47.8%。

历史上在美联储量化宽松期间，未保险存款通常会显著增长，同时在存款快速增长的环境中，银行的贷款投放受限于经济增长疲弱，往往会增配流动性相对较高的国债、MBS。也就是说，当前美国银行体系的问题有周期性特征。

**图表2：美国银行业证券投资净亏及资本金**


资料来源：FDIC，中邮证券研究所

**图表3：美国银行业未保险存款占比**


资料来源：FDIC，中邮证券研究所

但是，在周期性因素以外，还存在结构性问题。一方面，在上一次美联储转向 QT 和加息时，即 2017-2019 年，联邦基金利率的抬升非常缓慢，两年时间共加息 175bp，并且银行持有的利率敏感证券的数量也较少，共同导致当时银行资产负债表需要吸收的损失很小，期间最大净亏出现在 2018 年 3 季度，仅 840 亿美元，当时也没有出现储户挤兑问题。对比来看，本次美联储收紧速度更快，银行系统持有的利率敏感证券较高，导致净亏金额显著放大。

同时，由于结构化差异，对于个体银行来说，部分银行状况明显弱于行业整体。Erica Jiang 等在论文《2023 年的货币紧缩和美国银行的脆弱性：按市价计算的损失和无保险的存款人挤兑？》对美国的商业银行做了比较研究，发现美国近 5000 家银行中有 10% 即 500 家的资产净亏问题比硅谷银行更加严重，但是硅谷银行因存款中未保险存款占比高，属于存款稳定性最差的一组银行，即只有 1% 的银行比其存款基础更加薄弱。反映了硅谷银行的资产负债错配问题在美国银行业中并非个例。

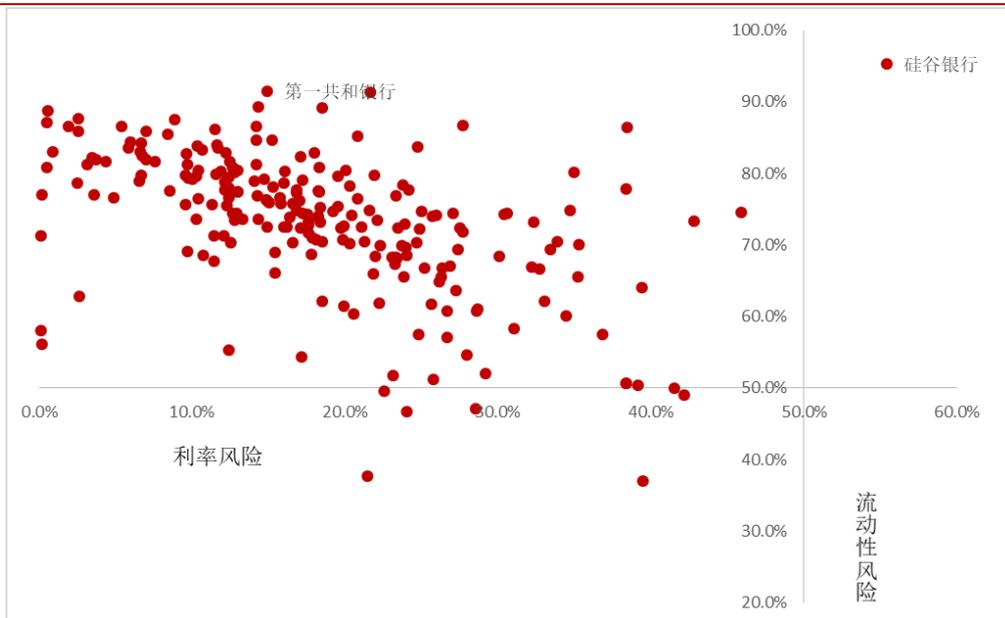
需要注意的是，对于一家银行来说，如果在资产端保留了适度的现金及类现金的高流动性资产，即使未保险存款比例较高，仍然能较好的应对存款流出，而不必折价变卖资产。相对的，如果贷款、持有至到期投资等流动性较差的资产占比过高，即使存款基础相对较好，一旦面对快速的存款流失，则需要变卖资产并可能损害资本实力。因此，对于流动性风险，在考虑负债端未保险存款的基础上，

还需考虑资产端的变现能力。具体的，可以用“贷款+持有至到期投资占比”来衡量资产端变现能力，用“未保险存款占比”来衡量负债端风险，通过资产负债端结合的方式来衡量流动性风险。对于利率风险，则可以主要通过“可供出售投资+持有至到期投资占比”衡量。

基于上述理论框架，我们通过美国上市银行的数据来具体观察美国银行业目前的风险状况，在美股市场上，哪些银行潜在风险堪比硅谷银行、甚至更大。具体分为两步：首先，对比各家银行“贷款+持有至到期投资占比”（流动性风险）、“可供出售投资+持有至到期投资占比”（利率风险）两组数据；然后，选择硅谷银行的可比同业（2022年末总资产超过200亿美元的相对规模较大的银行），对比“贷款+持有至到期投资占比”（流动性风险-资产端），“未保险存款占比”（流动性风险-负债端）。

结果显示，第一，硅谷银行的流动性风险、利率风险均偏高，解释了其成为第一张多米诺骨牌的合理性。第二，与Jiang的研究不同，虽然在全美商业银行中，硅谷银行的浮亏问题并非最严重，但是在上市银行中，硅谷银行的利率风险（浮亏）属于最严重的组别，即对美国银行股来说，美联储加息的冲击明显小于硅谷银行。第三，从存款稳定性来看，硅谷银行可以说是可比同业中最差的个体，其他可比美股银行的存款基础在正常环境中面临的风险要小得多。第四，从资产流动性看，虽然其他银行的存款基础较好，但是存在相当一部分个体的资产变现风险与硅谷银行相当，甚至更大，这些银行在面临存款流失冲击时更加脆弱，第一共和银行就是典型案例。因此，综合来看，美国银行股的资产端风险并非普遍小于硅谷银行，是较为稳定的存款基础保障其当前的经营稳定性，如果一旦面对存款流失加速的情形，除第一共和银行以外，还有10家中型区域性银行可能会陷入与硅谷银行破产前相似的境地——折价甩卖资产，进而可能陷入股价下跌——存款流失的负循环。

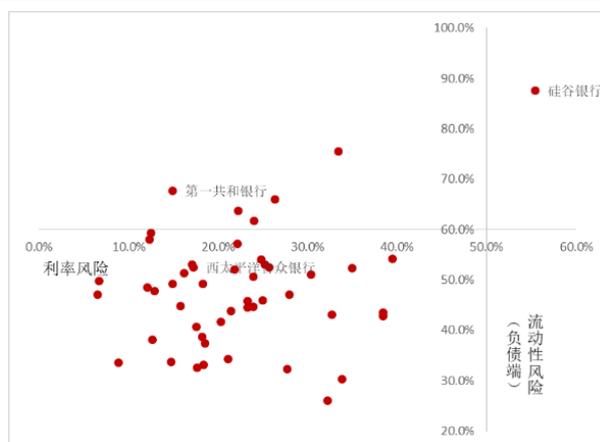
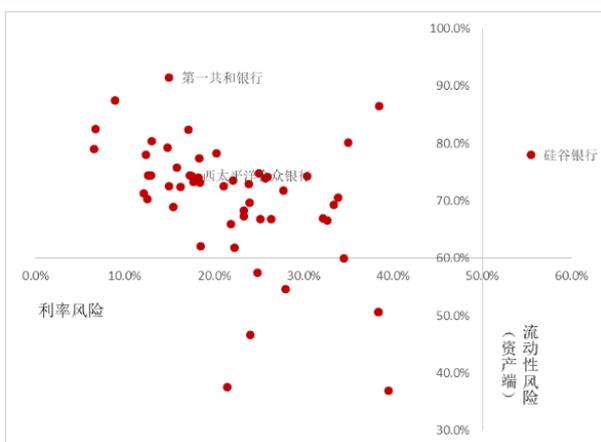
图表4：美国上市银行与硅谷银行的风险对比



资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表5：硅谷银行可比同业资产端流动性风险

图表6：硅谷银行可比同业负债端流动性风险



资料来源：Wind，中邮证券研究所

资料来源：Wind，中邮证券研究所

### 3 不可忽略的做空因素

通过基本面数据我们发现，硅谷银行面对的高利率风险和流动性风险在美国银行股中并非个例。朴素的逻辑，在美联储加息过程中，商业银行如果资产结构调整缓慢就会形成资产端浮亏，同时由于其他金融产品收益率上行，存款面临的竞争加剧，当存款流失速度超过资产端高流动性资产（例如现金）所能承受限度

时，商业银行只能变现其他资产，承受更加剧烈的缩表以及亏损。在这个过程中，存款流失对银行经营的冲击最大，因为即使资产结构相对合理，也无法承受大量存款流失，即挤兑风险，也是存款保险制度诞生的原因。同样的，即使资产结构存在一定不合理性，只要能稳定住存款，银行就为自己争取到了调整资产结构的时间。因此，如果美国银行业面临的存款流失问题能逐步消退，那么风险暴露的概率就会大大下降。

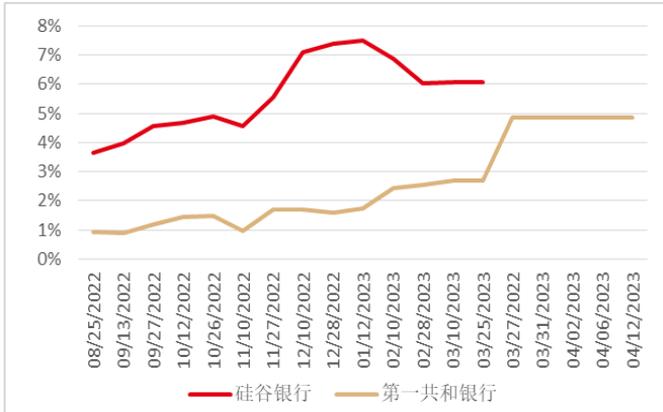
然而存款流失问题可能并不易解决，一方面有宏观层面联邦基金利率尚在高位，另一方面，从个体银行角度来说，当前面临的环境更加复杂。由于硅谷银行的意外倒闭，金融市场、存款人对于美国区域银行的信任度已打折扣，进而生成了一个可能被市场忽视的原因，即做空力量的影响。一般来说，在风险事件爆发后，个股的做空压力才会上升。但是当前可能存在一种循环，即银行基本面问题早已被做空机构发现，其做空压力已持续积累，而做空压力的上升导致了对个体银行的担忧向其存款人扩散，加剧了个体银行存款流失的压力，在存款流失导致风险暴露后，做空压力继续上升，形成不断扩大的循环压力。实际上，梳理市场数据，我们发现在硅谷银行、第一共和银行暴雷之前，其做空压力的确出现了明显上升。

衡量股票的做空压力，一般用 Short interest 表示，即卖空（未平仓）的股票数占总的流通股数的百分比。在硅谷银行倒闭前，其做空量已显著上升。2022年12月空单占比达到7%以上，而在其风险暴露前的2月末空单占比仍然在6%以上。第一共和银行的空单占比则自2022年末持续抬升，3月末升至4.86%，5月3日升至30.3%高位，即使在4月末一季报发布之前，虽然低于硅谷银行倒闭前水平，但亦出现了持续上行，做空压力不断累积。

同时，在 Short interest 以外，由于股票交易规模的差距，空单的实际压力也存在差异，一般用 Days to cover 表示，即把空头仓位全部平仓所需要的交易天数。对于第一共和银行来说，虽然4月上中旬 Short interest 低于硅谷银行倒闭前水平，但是2月末至3月末其 Days to cover 上升到3天，对比来看硅谷银行在3月10日 Days to cover 为3.3天，反映第一共和银行实际的做空压力并不小。另外，在硅谷银行、第一共和银行倒闭后，前述风险较大的银行 Short

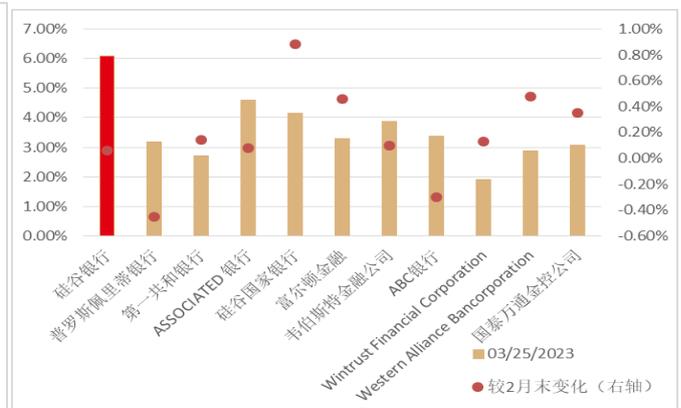
interest 均普遍出现上升，反映其基本面的薄弱点早已被做空机构识别，有利可图的交易可能驱动做空机构放大其风险。

图表7：硅谷银行、第一共和银行做空压力



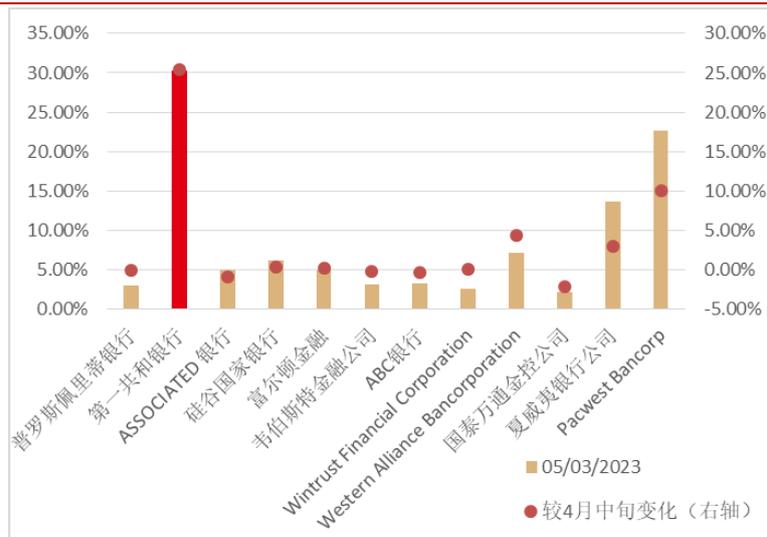
资料来源：Benzinga，中邮证券研究所

图表8：硅谷银行倒闭前后风险银行做空压力



资料来源：Benzinga，中邮证券研究所

图表9：第一共和银行倒闭前后风险银行做空压力



资料来源：Benzinga，中邮证券研究所

图表10: 个体银行的利率风险和流动性风险

银行	代码	利率风险	流动性风险-资产端	流动性风险-负债端
硅谷银行金融集团	SIVB.0	55.4%	78.0%	87.6%
UMB金融公司	UMBF.0	33.4%	69.3%	75.5%
第一共和银行	FRC.N	14.9%	91.4%	67.7%
BankUnited, Inc.	BKU.N	26.3%	66.8%	66.0%
联信银行股份有限公司	CMA.N	22.3%	61.8%	63.7%
Bok Financial Corp	BOKF.0	24.1%	46.7%	61.7%
Texas Capital Bancshar	TCBI.0	12.5%	70.3%	59.4%
Western Alliance Banco	WAL.N	12.4%	78.0%	58.0%
亨廷顿银行	HBAN.0	22.1%	73.5%	57.2%
库伦佛寺银行	CFR.N	39.5%	37.0%	54.2%
五三银行	FITB.0	24.8%	57.5%	54.0%
ASSOCIATED 银行	ASB.N	17.1%	82.3%	53.1%
科凯国际集团	KEY.N	25.2%	66.8%	53.0%
Zions Bancorporation,	ZION.0	25.7%	73.9%	52.5%
Pacwest Bancorp	PACW.0	17.3%	74.4%	52.5%
夏威夷银行公司	BOH.N	35.0%	80.1%	52.3%
富国银行	WFC.N	21.8%	65.9%	52.1%
西诺乌斯金融公司	SNV.N	16.2%	72.4%	51.3%
第一夏威夷银行	FHB.0	30.4%	74.3%	51.1%
汉考克惠特尼公司	HWC.0	23.9%	72.9%	50.6%
国泰万通金控公司	CATY.0	6.7%	82.5%	49.8%
公民金融集团	CFG.N	14.9%	72.6%	49.2%
Customers Bancorp, Inc.	CUBI.N	18.3%	77.4%	49.2%
制造商和贸易商银行	MTB.N	12.1%	71.3%	48.5%
First Horizon Corporat	FHN.N	12.9%	74.5%	47.7%
美国银行	BAC.N	28.0%	54.6%	47.1%
ABC银行	ABCB.0	6.5%	79.0%	47.0%
PNC金融服务集团公司	PNC.N	25.0%	74.7%	45.9%
Truist Financial Corpo	TFC.N	23.3%	68.3%	45.8%
Pinnacle Financial Par	PNFP.0	15.8%	75.8%	44.8%
美国合众银行	USB.N	24.0%	69.7%	44.6%
首页银行投资公司	HOMB.N	23.3%	67.3%	44.5%
花旗集团	C.N	21.5%	37.6%	43.8%
普罗斯佩里蒂银行	PB.N	38.4%	86.4%	43.5%
哥伦比亚银行系统公司	COLB.0	32.7%	66.6%	43.0%
科默斯银行	CBCB.00	38.4%	50.7%	42.8%
韦伯斯特金融公司	WBS.N	20.3%	78.2%	41.7%
Atlantic Union Banksha	AUB.N	17.5%	74.2%	40.6%
Southstate Corporation	SSB.0	18.2%	74.0%	38.7%
欧扎克银行	OZK.0	12.6%	74.4%	38.1%
地区金融公司	RF.N	18.5%	62.1%	37.4%
欧德国家银行	ONB.0	21.1%	72.5%	34.2%
富尔顿金融	FULT.0	14.7%	79.2%	33.8%
硅谷国家银行	VLY.0	8.9%	87.5%	33.5%
太平洋第一合众银行	PPBI.0	18.4%	73.2%	33.2%
第一公民银行股份公司	FCNCA.0	17.6%	73.3%	32.6%
西蒙斯第一国民公司	SFNC.0	27.7%	71.8%	32.2%
冰川万通金融控股公司	GBCI.N	33.9%	70.5%	30.2%
First Interstate Bancs	FIBK.0	32.2%	66.9%	26.0%

资料来源: FFIEC, Wind, 中邮证券研究所

## 4 宏观影响——信贷紧缩

在硅谷银行、第一共和银行之后，美国个体银行的风险暴露事件可能并未结束。而当风险波及更大范围的银行后，宏观层面的信贷紧缩风险将导致经济衰退风险上升。

信贷紧缩时期，银行大幅收紧贷款标准，导致贷款更加难以获得。商业银行可能会使用更严格的条款，如高利率或其他限制，使融资成本更高。在宏观层面，信贷紧缩主要体现为贷款增速放缓、M2 增速下滑。

早在硅谷银行倒闭以前，美国信贷紧缩已经开始。根据美联储公布的 H. 8 商业银行资产负债表，美国银行业贷款增速在 2022 年 12 月达到 12.47% 后见顶回落，4 月下旬降至 9% 左右，由于贷款仍然较快增长，实体经济的紧缩感受并不明显。但是，在硅谷银行倒闭后，贷款扩张的减速进程加快，3 月 15 日至 4 月 19 日，贷款增速下降了 2 个百分点，反映个体银行风险已开始影响到美国银行系统的信贷投放。

——其中，小型银行（除前 25 家银行以外的其他银行）贷款增长在 3 月中旬触顶，此后快速放缓，说明硅谷银行倒闭直接引发了美国小型银行贷款投放的快速紧缩。从收紧贷款的投放范围来看，主要集中在工商业贷款和商业地产贷款。而大型银行贷款增长则在 2022 年 10 月见顶，此后持续放缓。因此，去年 10 月以来，是小银行贷款的大量投放抵消了大银行贷款紧缩的影响，而在硅谷银行倒闭后，小银行信贷增长亦触顶并快速收敛，可能引发信贷紧缩对美国经济的负面影响显性化。

图表11：美国银行业贷款余额及增速



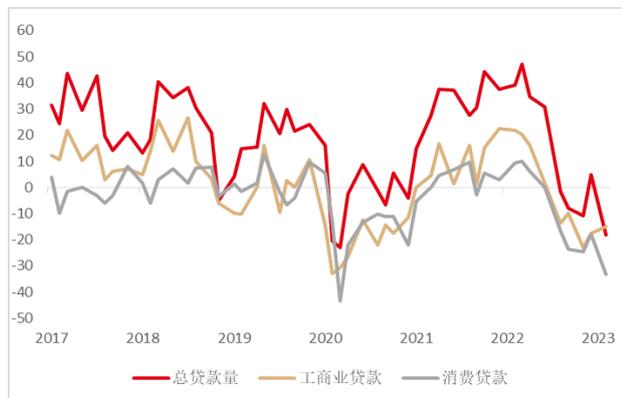
资料来源：Wind，中邮证券研究所

图表12：小型银行贷款增长快速放缓

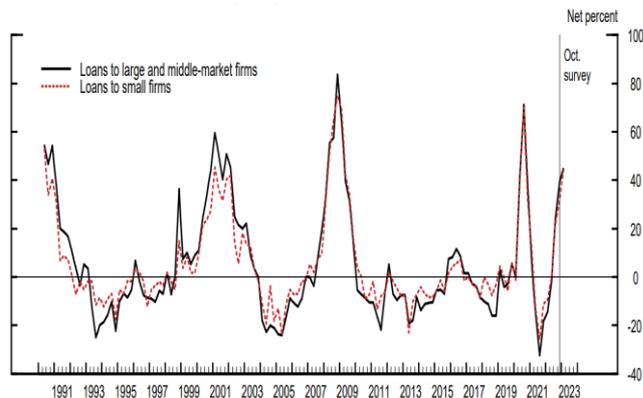


资料来源：FED，中邮证券研究所

信贷增速放缓的原因包括供需两端，一方面可能因企业、消费者信心下降，融资需求减少，另一方面则可能因银行主动收紧贷款标准、减少贷款投放。美国自去年末开启的信贷紧缩交织了两方面因素。根据达拉斯联储公布的月度调查，**3月银行贷款量指数再次转负，贷款需求下降的同时，银行收紧贷款标准。工商业贷款、房地产贷款以及消费贷款均收缩，其中消费贷款收缩幅度最大**，一些受访者表示，金融不稳定导致消费者信心下降。问卷数据收集的时间是3月21-29日，反映了硅谷银行倒闭的冲击。2022年下半年银行贷款量即出现下降，但在今年2月的调查中贷款量一度回升（因增加贷款的银行占比上升），3月硅谷银行冲击导致贷款量下滑至2020年低点附近。另外，根据美联储1月公布的高级信贷官意见调查，2022年四季度，银行收紧了信用卡、按揭贷款、汽车贷款和其他消费贷款的标准（提高了获得贷款所需的最低信用评分），并且很大一部分银行还收紧了工商业贷款标准，调查同样显示贷款需求疲软。而硅谷银行引发的区域性银行风险暴露，从供给端触发了信贷紧缩进一步加剧。

**图表13：达拉斯联储调查报告银行贷款量**


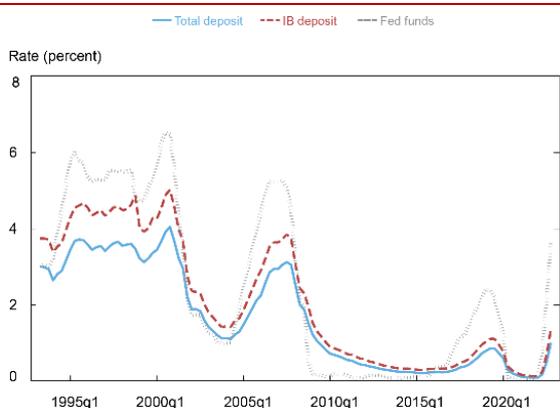
资料来源：Dallasfed，中邮证券研究所

**图表14：收紧工商业贷款标准的银行净占比**


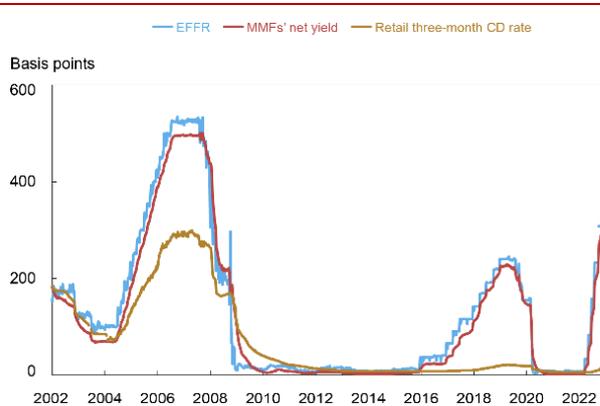
资料来源：FED，中邮证券研究所

对于商业银行来说，减少信贷投放的一个原因是存款增长放缓甚至下降，被动缩表。而存款流失的原因又进一步指向美联储加息导致存款产品的竞争力下降、银行倒闭担忧导致存款搬家。4月下旬第一共和银行事件发酵以来，银行倒闭担忧无疑再度加剧，而美联储加息导致的存款产品竞争力可能亦在持续下降。2022年二季度开始，美国银行业存款持续下降，即与美联储进入加息周期并且加息力度增大有直接关系。根据纽约联储的统计，存款利率往往滞后于联邦基金利率的变化，尤其是在利率上升的环境下，2022年第四季度，联邦基金平均利率达到3.7%，付息存款利率则为1.4%。作为比较，货币市场基金利率跟随联邦基金利

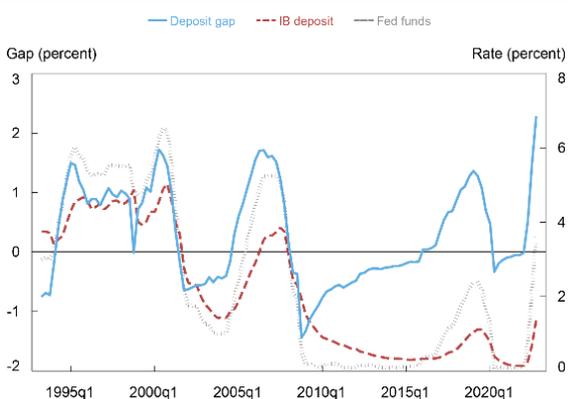
率的调整则更为迅速。这就导致存款利率相对货币市场基金利率的价差伴随美联储加息不断增大。因此，美联储加息周期往往对应了商业银行存款的流失。对比2000年以来美联储的两次加息时期，银行存款增长普遍放缓，并且存款与货币市场基金利差越大，存款增长越乏力。目前来看，二者价差已超过2%，达到2000年以来最大，这意味着即使抛开硅谷银行、第一共和银行倒闭的影响，联邦基金利率维持高位导致存款流失压力始终存在。那么美国经济所承受的信贷紧缩亦将持续。

**图表15：存款利率变动滞后于联邦基金利率**


资料来源：Newyorkfed，中邮证券研究所

**图表16：货币市场基金利率调整迅速**


资料来源：Newyorkfed，中邮证券研究所

**图表17：存款利率与联邦基金利率差距升至高位**


资料来源：Newyorkfed，中邮证券研究所

**图表18：联邦基金利率上行期存款流失**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

在宏观层面，信贷紧缩会加速衰退，甚至引发经济危机，表现为GDP增速下行期往往伴随了信贷增速下行。结合历史来看，大部分时期美国信贷增长滞后于经济增速波动，反映融资需求在信贷增长中的主导性。但是在经济衰退、危机时

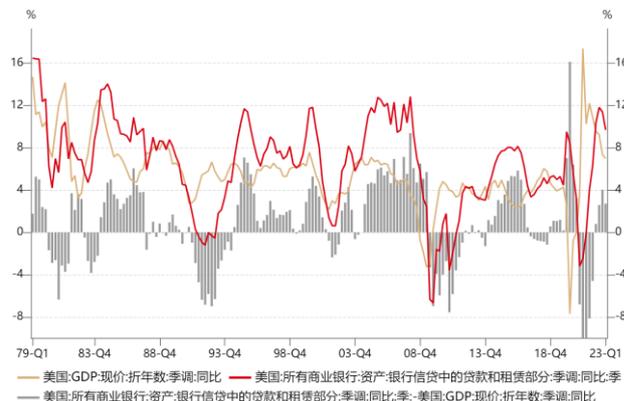
期，二者则趋于一致，反映商业银行对于信贷投放转向谨慎对整体信贷增长的影响上升。

——典型即 1980 年的储贷危机。1979 年保罗·沃尔克就任美联储主席后，大幅收紧货币供应量，导致利率水平迅速升高，而美国存款机构此时仍受“Q”条例的限制无法大幅提高存款利率，经营灵活性更弱的储贷社受到“金融脱媒”的严重冲击。1980 年货币市场互助基金支付的平均利率比储蓄机构支付的利率高出 3%，到 1981 年两者之间的差距达到 5%。金融脱媒使得储贷社的净运营收入迅速下降，1980 年起大量储贷社破产，到 1983 年破产的储贷社占储贷社总数的 16.3%，破产储贷社的总资产占储贷社总资产的比重超过三分之一。1983 年之后美国经济强劲复苏，顺周期经营的储贷社亦从危机中得到喘息之机。但是 80 年代中期，石油价格暴跌引发房地产泡沫的破裂，再次导致西南部地区储贷社大量破产，导致 1980 年开始的储贷危机实际上蔓延了十年之久。到 20 世纪 90 年代，美国信贷紧缩现象已十分明显，所有商业银行工商业贷款同比增速，由 1989 年底的 5.24% 不断下降，最低达到-4.5%。1990 年 8 月至 1991 年 3 月美国经济陷入衰退。对比信贷同比增速与名义 GDP 同比增速，1990 年 3 季度信贷增速降至名义 GDP 以下。实际上，在此后的互联网泡沫破裂、次贷危机时期，均出现了信贷增速与 GDP 名义增速倒挂，反映信贷紧缩是经济衰退的重要原因。

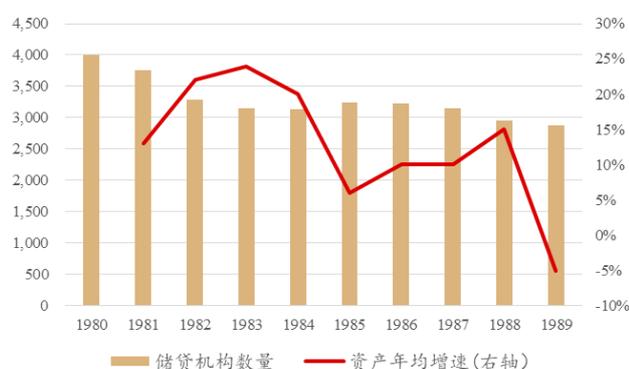
5 月美联储 FOMC 会议在加息 25bp 之后，删除了 3 月会议公告中提到的“未来继续收紧货币政策是适合的”表述，代表着本轮美联储加息暂停。硅谷银行倒闭所加剧的信贷紧缩正是其调整货币政策的重要原因之一，会议提到，信贷紧缩可能会对经济活动、就业和通货膨胀造成压力。这些影响的程度仍不确定。当前来看，虽然信贷增速放缓，但因仍然高于 GDP 名义增速，整体来看信贷环境仍然是较为宽松的。这也是美国经济呈现较强韧性的重要原因。也是鲍威尔在会后新闻发布会宣称，通胀需要一些时间才能下降，降息不合适的原因之一。但在后续银行破产风险加大，进而导致信贷紧缩风险加剧，美国经济的压力可能将明显增加。硅谷银行仅仅是个开始，即使美联储政策调整及时，今年二、三季度也应对金融风险有足够的重视。

**图表19：美国经济衰退与信贷紧缩**

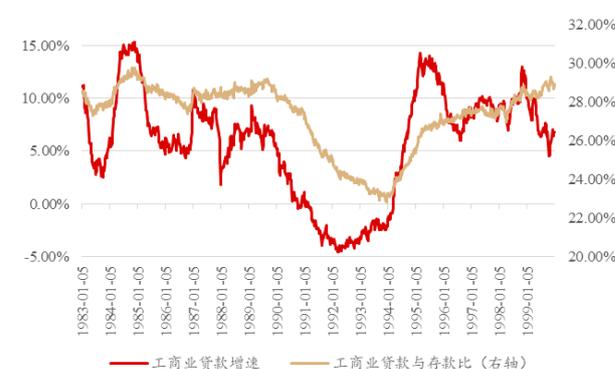

资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表20：信贷增长与 GDP 名义增速**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

**图表21：1980 年开始储贷机构数量不断下降**


资料来源：FDIC，中邮证券研究所

**图表22：工商业贷款增速及占存款比均下降**


资料来源：Wind，中邮证券研究所

综上，做空-挤兑-破产-紧缩的新逻辑正在主导风险由金融向实体经济蔓延。另一方面，美国将于5月11日正式结束新冠疫情公共卫生紧急状态。移民解禁可能直接冲击美国的就业市场。美国防部长奥斯汀当地时间5月2日批准，调派1500名现役士兵赴西南部的美墨边境，支援边境管控，以应对可能出现的移民人数剧增。两个因素叠加思考，事态向最坏处演绎，结果可能不会是简单的滞胀。再进一步，如果从防范输入性风险的角度考量，国内的宏观经济政策也应适当启动，以实现良好跨周期调节。

**短期黄金的投资策略：**关注美元指数下行突破98的可能性。相应的伦敦金则有机会向上突破2078美元/盎司。

## 5 风险提示

信贷紧缩快速加剧，美国银行挤兑扩散，美国通胀超预期。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

---

## 公司简介

---

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

---

### 北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

### 上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

### 深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048