



美国风险面面观： 居民、企业、金融市场和主权信用

报告日期： 2023年05月14日

- 分析师：杨芹芹
- SAC编号：S1050523040001

研究创造价值

核心要点:

透视美国债务上限、银行、实体、居民、PEVC、REITs等多领域，发现风险仍值得警惕，如银行风险远虑犹存、REITs逻辑重塑价格下跌、居民杠杆风险较低但对于消费支撑逐渐归零、PEVC市场分化加剧、僵尸企业有暴雷压力，但整体风险可控。对联储政策决策和美股会有扰动，但边际影响持续减弱。

- 1、**无惧债务上限**：美国债务上限危机更多是两党政治博弈的工具，之前均平稳解决。
- 2、**居民杠杆无忧**：美国居民杠杆较2008年更为健康，但收入降低、储蓄减少，导致消费对经济支撑减弱，浅衰退渐近。
- 3、**僵尸企业影响有限**：企业生存困境凸显，僵尸企业破产，但之前已有出清且体量不大。
- 4、**银行风波风险未尽**：监管快速出手后，银行间流动性已有缓解；但远虑犹存，特别是中小银行。
- 5、**REITs风险可控**：REITs估值逻辑受损，收益下行。但杠杆率相对健康，整体风险可控。
- 6、**PEVC被动瘦身**：PEVC正面临募资少、退出难和收益降三重挑战，内部分化加剧，各行业经历过度繁荣后修正。

在美国总体风险可控的情况下，联储对于货币政策的判断将会更加依赖实际经济数据的情况（通胀和就业）。从资本市场的角度来看，风险的相对可控将使得前期提前抢跑危机的资产出现一定的修正，降息周期开启之前黄金的上涨空间相对有限，美股受危机的压制边际缓和。

风险提示：

联储货币政策超预期转向

国内经济复苏超预期

地缘政治冲突再起

目录

CONTENTS

1. 政府部门：无惧上限，关注新兴主权
2. 居民部门：杠杆无虑但消费放缓
3. 企业部门：僵尸企业生存困境
4. 银行风波：持续但有限的远虑
5. REITs市场：价格低但杠杆更低
6. PEVC市场：行业繁荣后被动瘦身

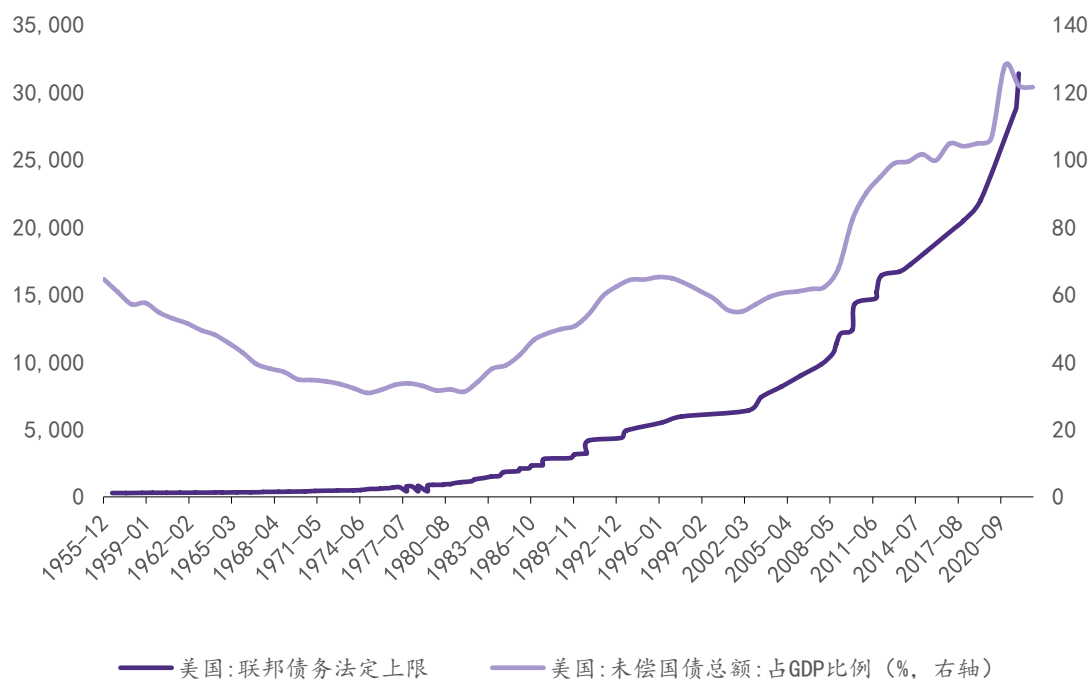
01 政府部门：

无惧上限，关注新兴主权

研究创造价值

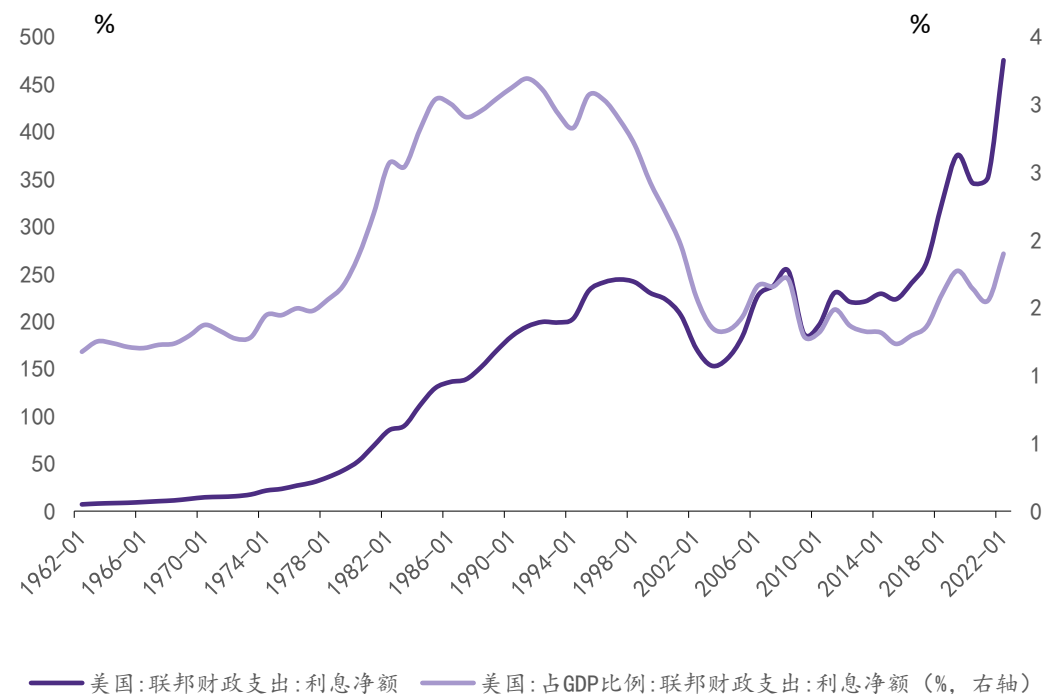
- 美国债务达到了3.14万亿的限制，财政部主要通过4个非常手段来缓和债务压力：
 - 1, 暂停销售州和地方政府系列国债 (SLGS)。
 - 2, 赎回公务员退休和残疾基金 (CSRDF) 和邮政服务退休人员健康福利基金 (PSRHBF) 的现有投资和暂停新投资。
 - 3, 暂停政府证券投资基金 (G Fund) 的再投资(联邦雇员退休储蓄的货币市场基金)。
 - 4, 暂停外汇稳定基金 (ESF) 的再投资。
- 两党习惯性的在这个问题上有所争执，但是总体的风险并不大。

图表1：美国即将迎来3.14万亿的债务上限（万美元）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

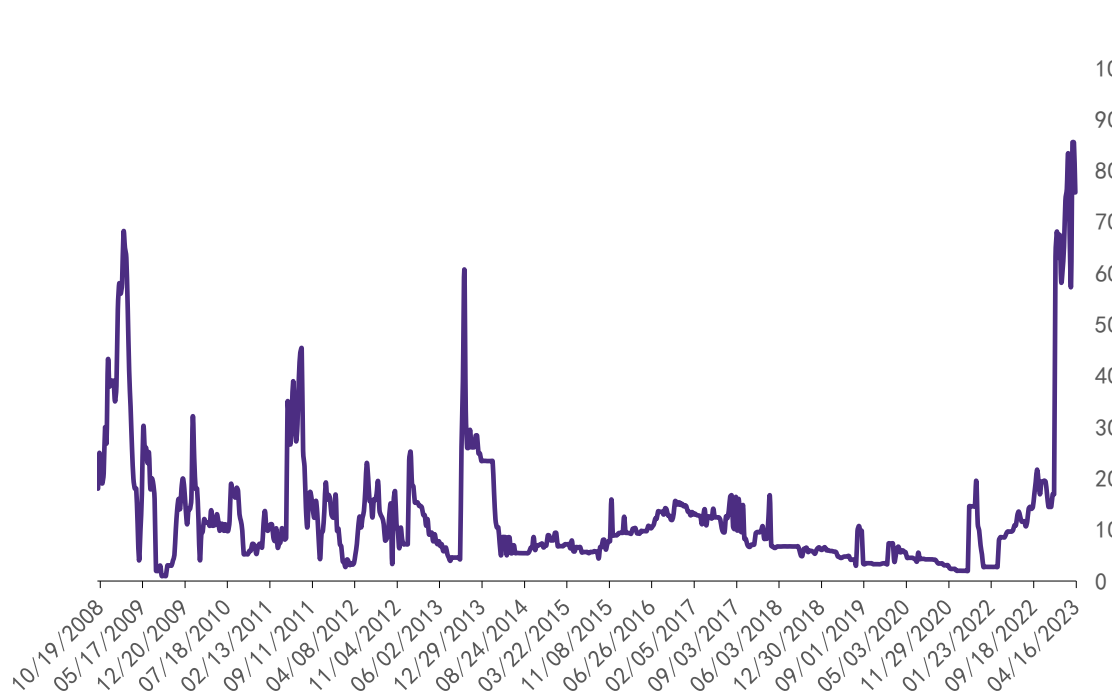
图表2：利息压力伴随利率上行，但总体仍在低位（百万美元）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

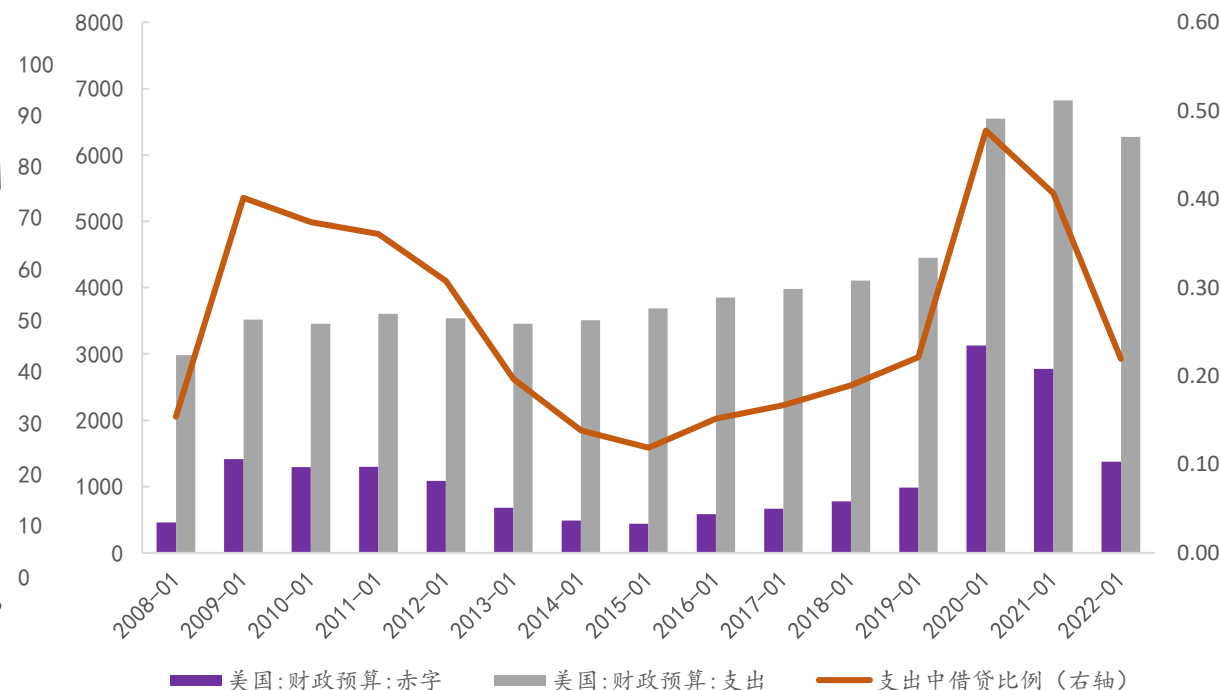
- 财政部的工具手段预计在6-7月耗尽，市场再度就美债违约/危机开始了提前恐慌。
- 但是从总体的压力来看美国政府的债务压力并不大，相较于2020和2021年有较大幅度的回落。

图表3：市场在债务天花板前习惯性恐慌



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

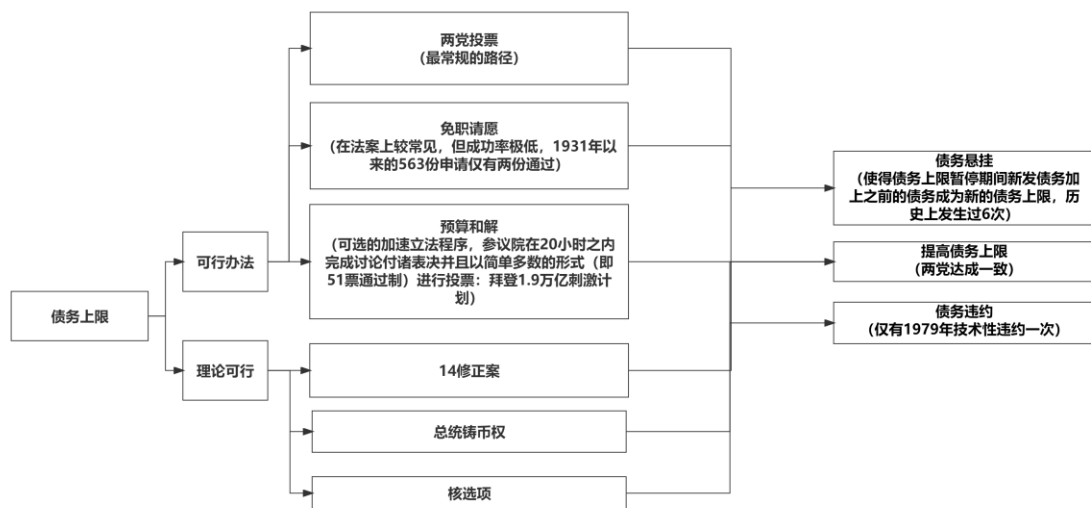
图表4：美国的赤字压力总体有所减轻（万美元）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

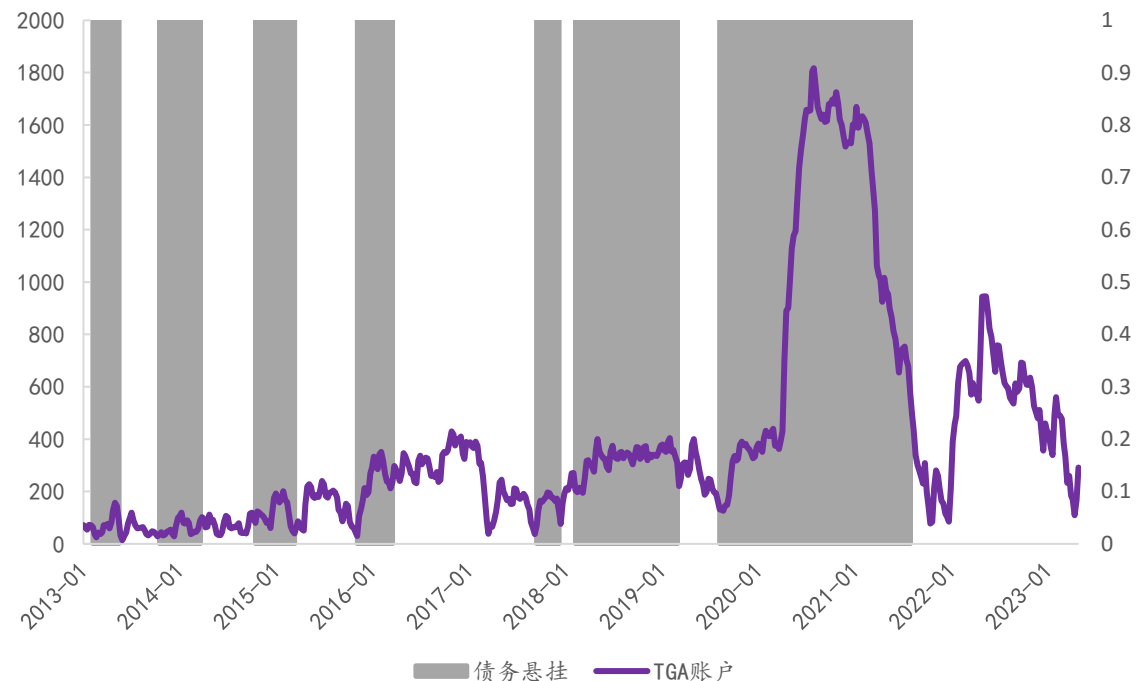
- 从历史经验来看，债务上限往往只是两党之间的政治博弈游戏，债务违约的底线思维一直存在，仅有1979年因为出现了短暂的技术性违约。
- 通常两党投票和预算和解将是最常规的解决方案。

图表5：债务上限往往不会实质违约



数据来源：华鑫证券研究所

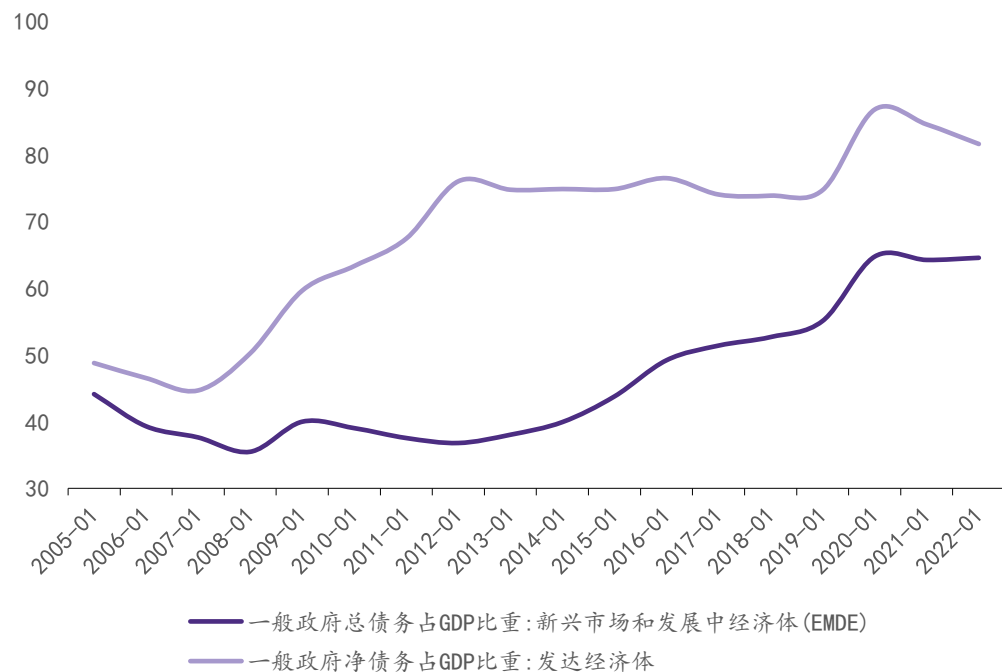
图表6：每次债务悬挂都会带来美国TGA账户余额的快速上行
(百万美元)



数据来源：FRED，华鑫证券研究所

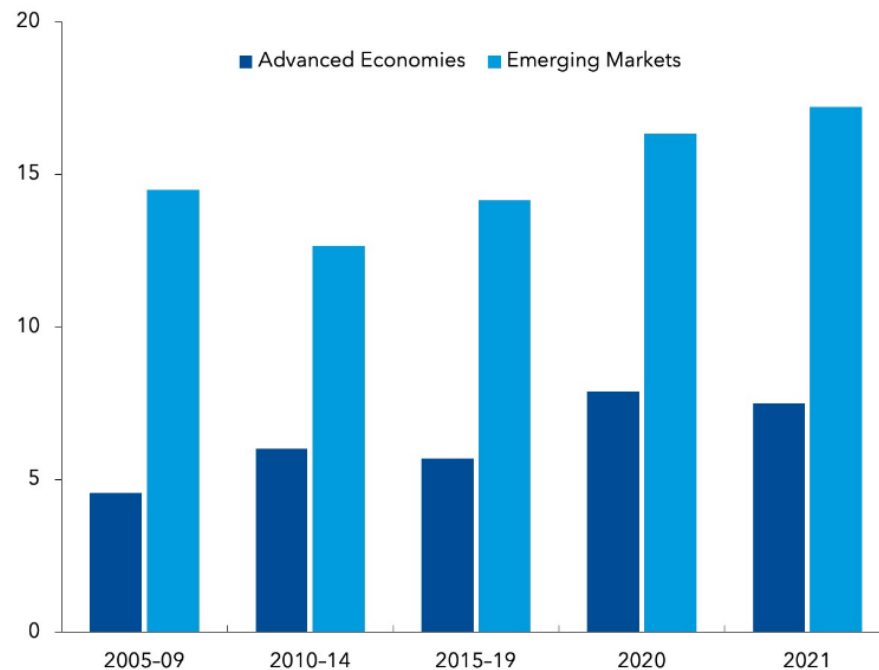
- 与发达国家债务问题不同的是，发展中国家的债务也来到了历史新高，且并没有明显的改善。
- IMF数据显示2021年，新兴经济体银行持有的政府债务在其资产中的比重已创下了17%的新纪录。
- “主权-银行联系”可能产生一种自我强化的负反馈循环，最终可能迫使政府违约的末日循环，其曾于1998年在俄罗斯发生，2001至2002年在阿根廷发生。

图表7：发展中国家债务来到了近65%的历史新高



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

图表8：新型国家银行持有更高比例的国债



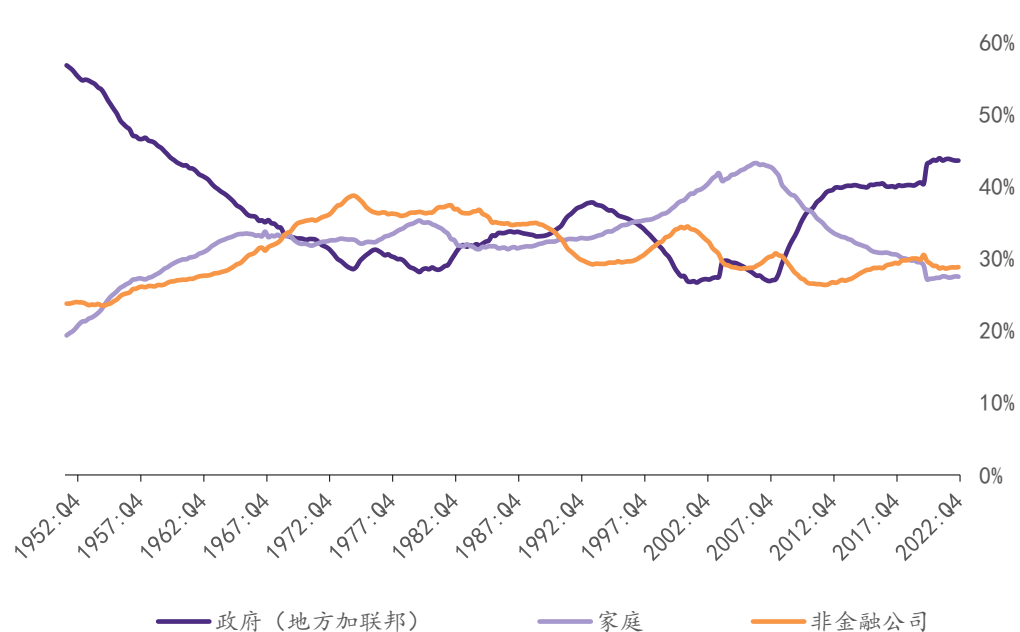
数据来源：IMF，华鑫证券研究所

02 居民部门： 杠杆无虑但消费放缓

研究创造价值

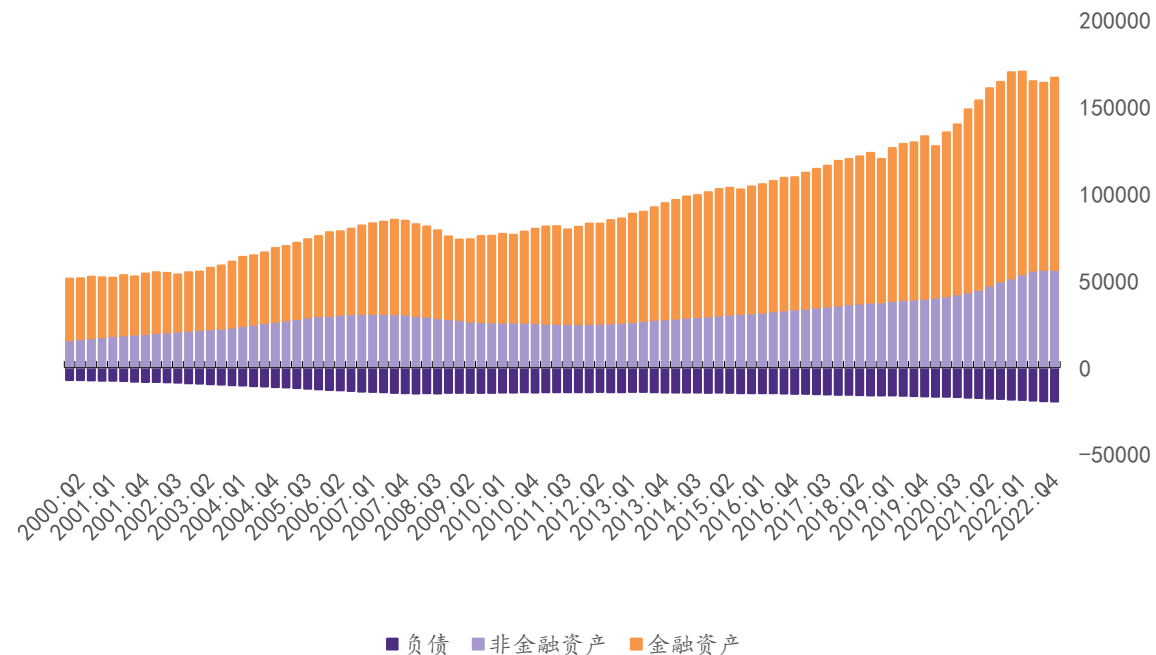
- 从占GDP比的角度来说，家庭和非金融企业都处在相对较低的位置，拆分家庭资产的角度来说，金融资产是美国家庭资产的主要组成部分。

图表9：从总负债占比看，居民和企业当前都处在较低的位置



数据来源：FED，华鑫证券研究所

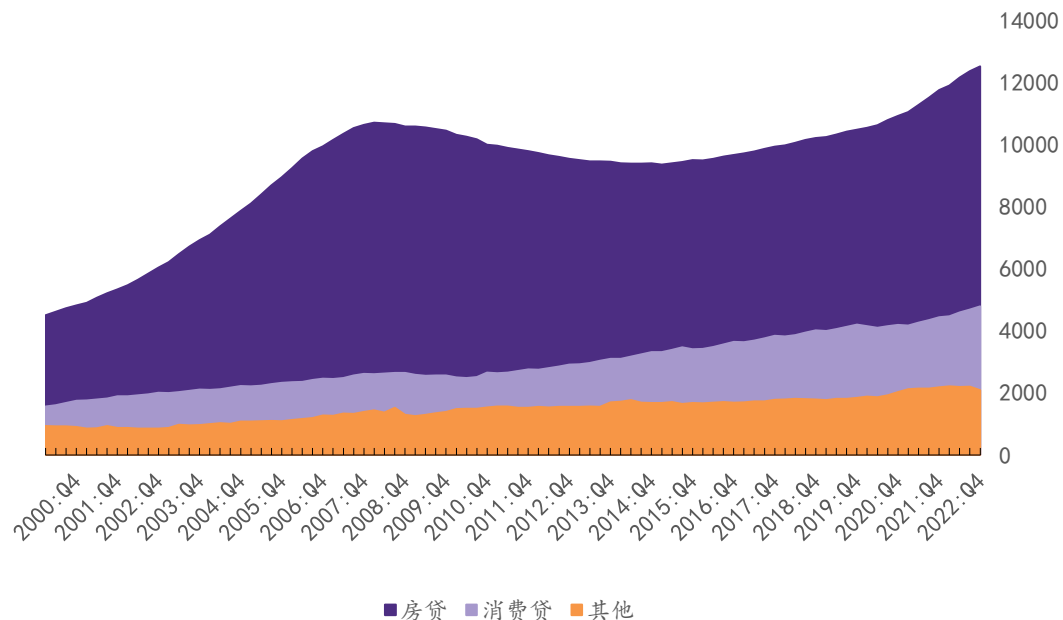
图表10：金融资产是居民资产的主要组成部分(十亿美元)



数据来源：FED，华鑫证券研究所

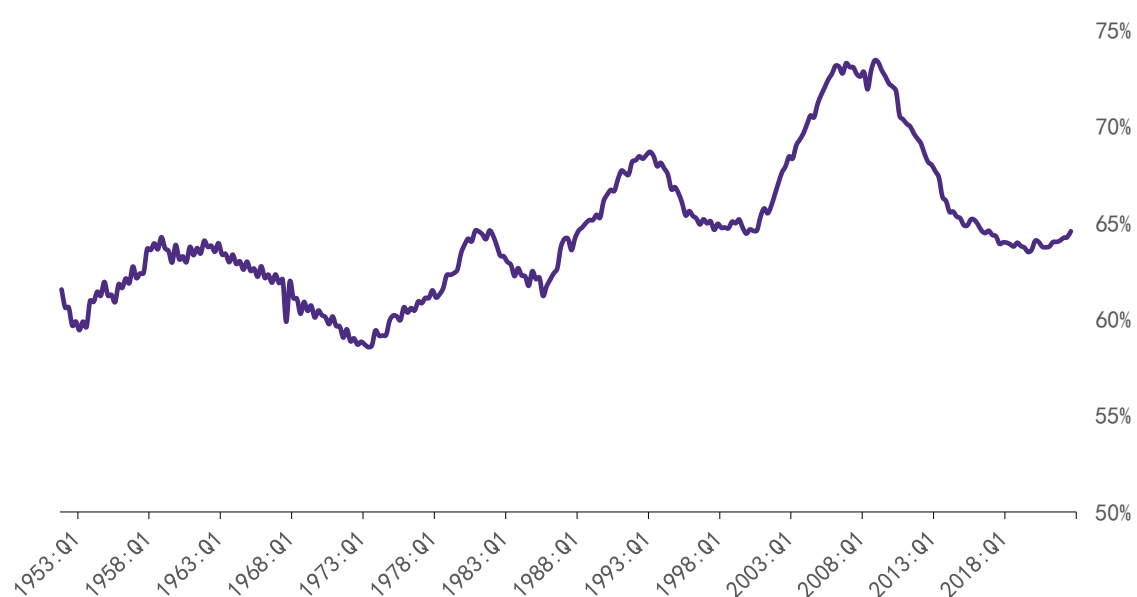
➤ 而房贷是居民负债的主要部分，但是从房贷占比的角度来说，当前的比例有整体低于2008年时期。

图表11：房贷是居民负债端最大的部分(十亿美元)



数据来源：FED，华鑫证券研究所

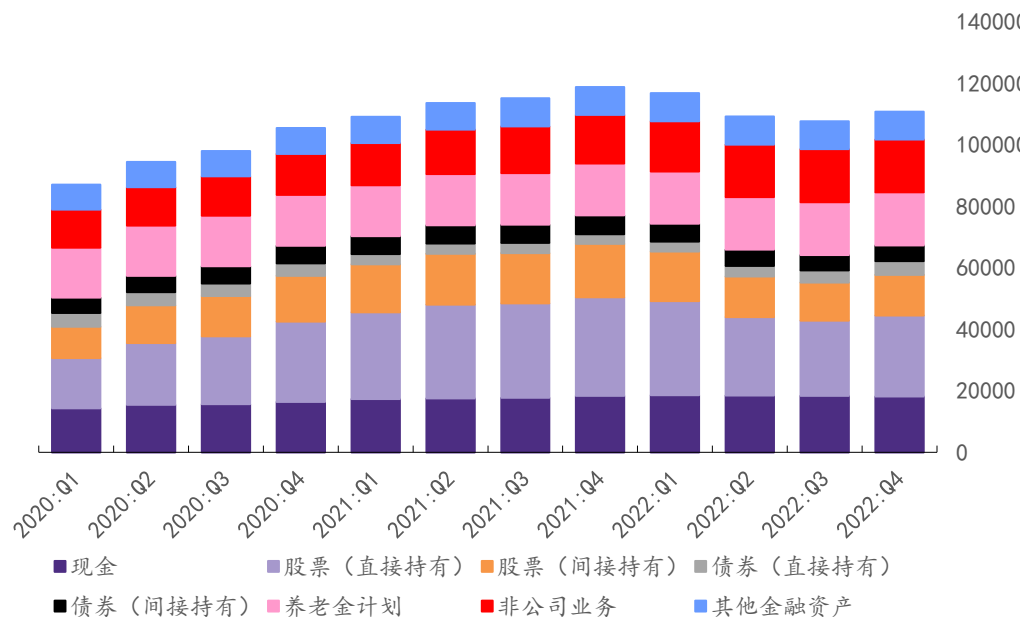
图表12：总体房贷占比处于相对低位，远不及2008年



数据来源：FED，华鑫证券研究所

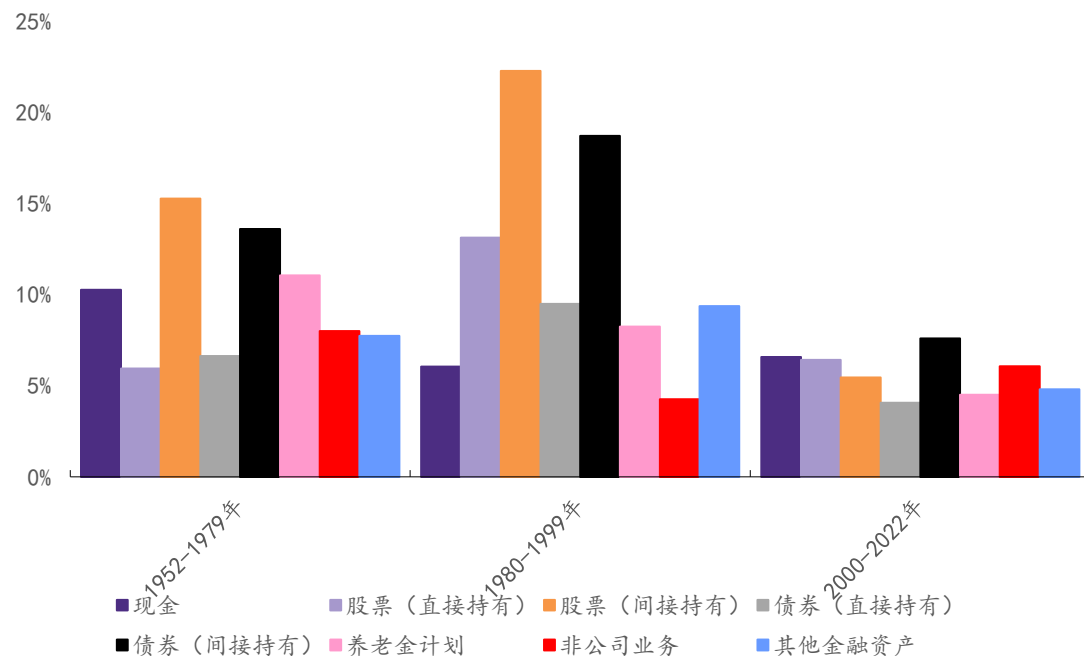
- 从资产的角度来说，美国家庭资产更多的集中在股债上，占总体的45%；
- 但是拉长视角来看，金融市场带给美国居民的财富效应逐渐减弱。

图表13：居民资产更多的是在股和债上：45%左右（十亿美元）



数据来源：FED，华鑫证券研究所

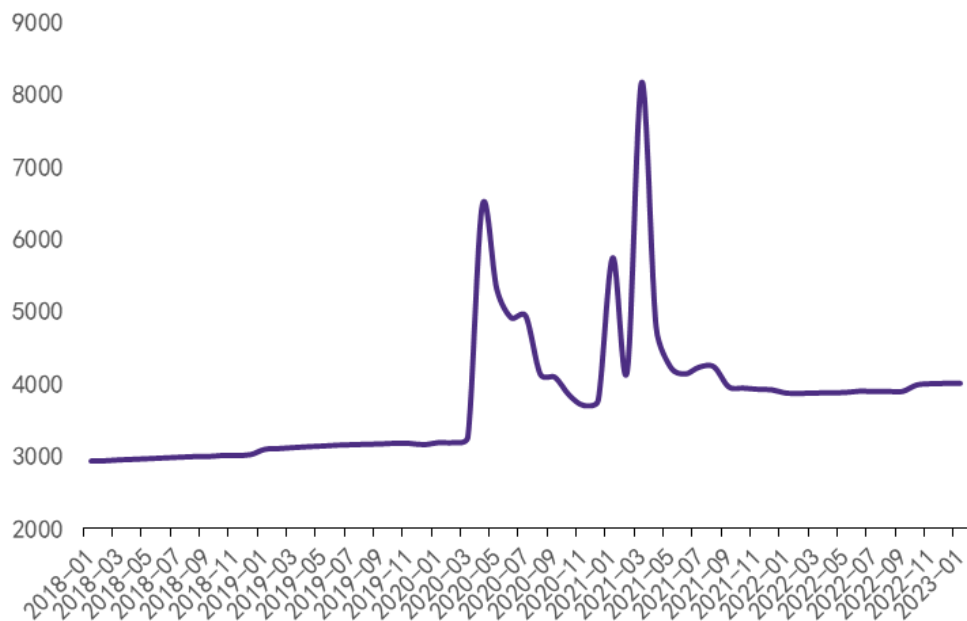
图表14：居民的财产增速出现放缓，股市财富效应减弱



数据来源：FED，华鑫证券研究所

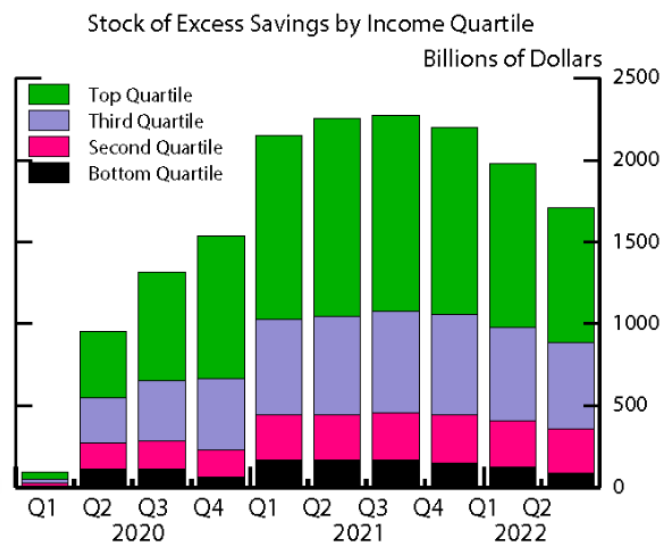
➤ 当前居民仍有超额储蓄留存，但是更多的是存留到前50%的家庭之中，对于消费的边际逐渐减弱。

图表15：居民超额储蓄仍有存留（十亿美元）

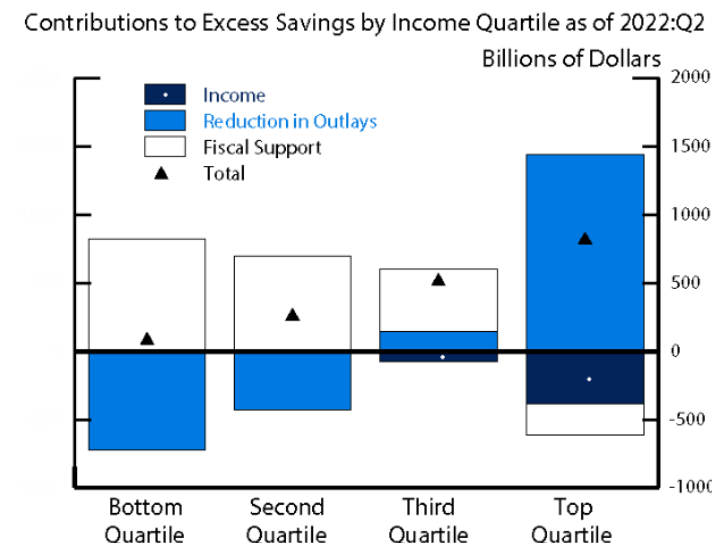


数据来源：Wind，华鑫证券研究所

图表16：联储计算的超额储蓄分布

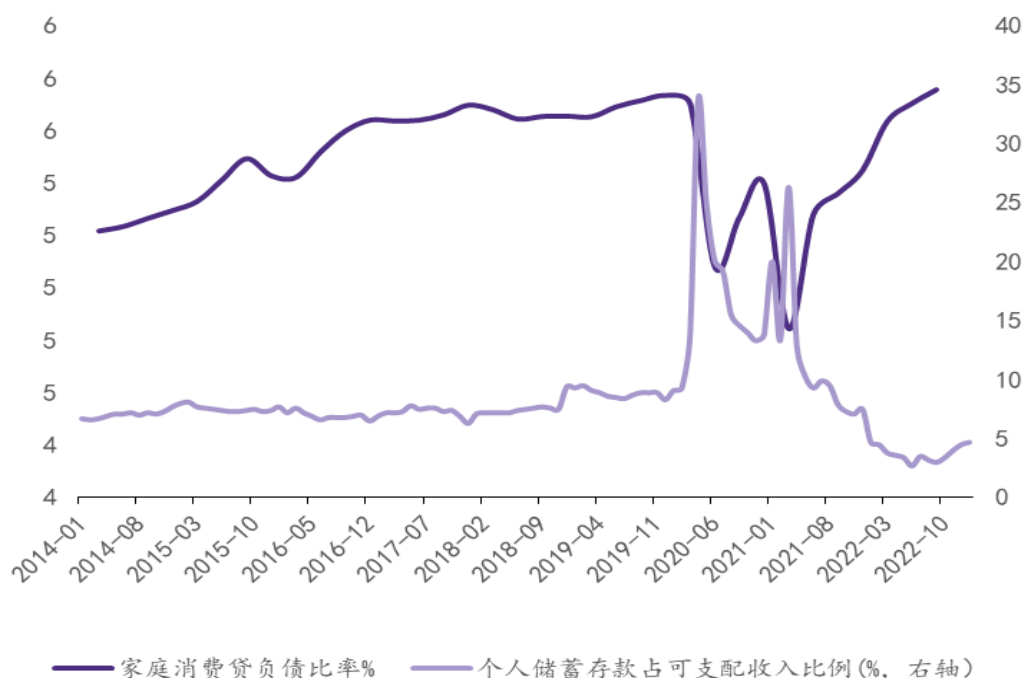


数据来源：FED，华鑫证券研究所



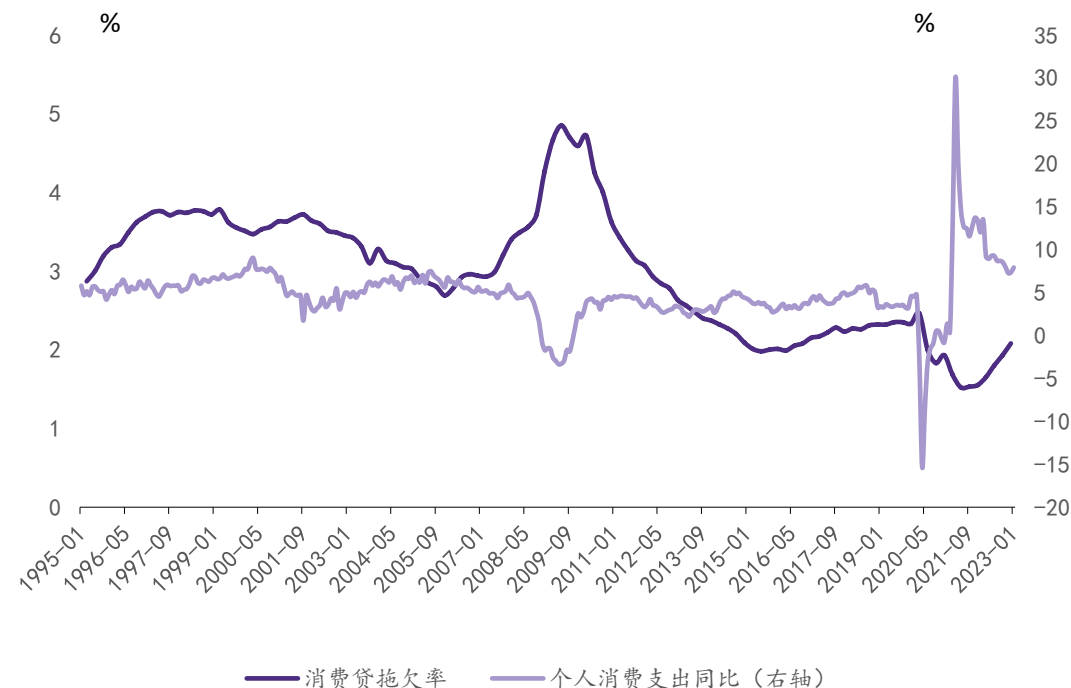
- 家庭储蓄率已经回落至比疫情前更低的位置，而家庭的消费贷比例也回到了疫情前的位置；
- 从消费贷的角度来看，消费贷的拖欠率也出现了回升，均从侧面验证了居民的超额储蓄或已消耗殆尽，对消费的支撑减弱。

图表17：储蓄走低负债回到疫情前，消费的支撑边际转弱



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

图表18：消费贷拖欠也出现了上升的趋势(%)



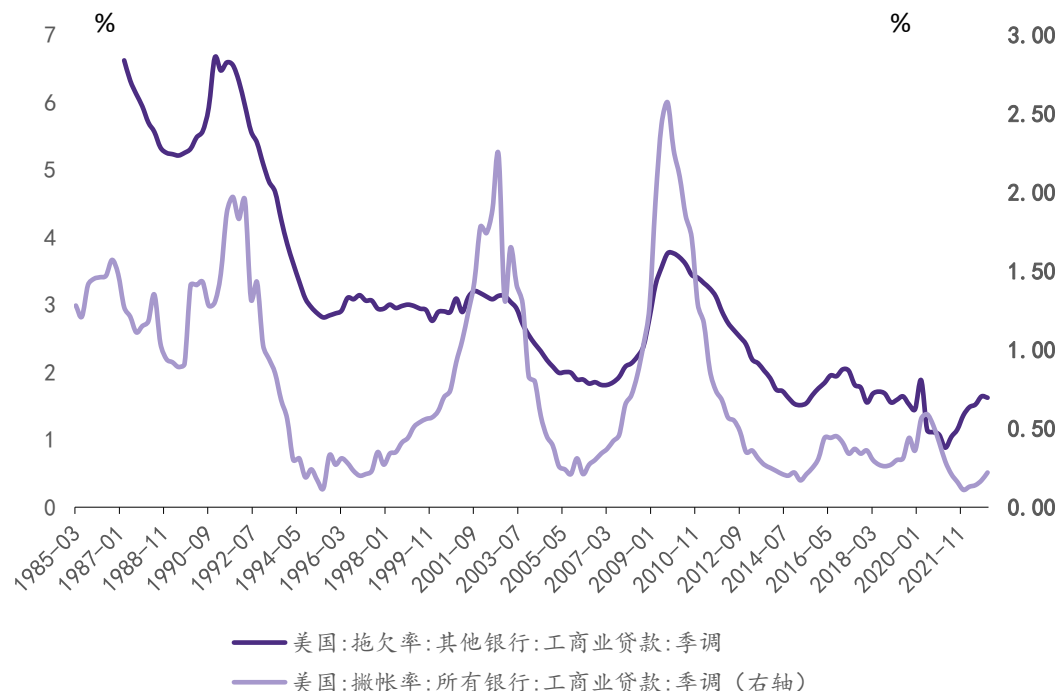
数据来源：Wind，华鑫证券研究所

03 企业部门： 僵尸企业生存困境

研究创造价值

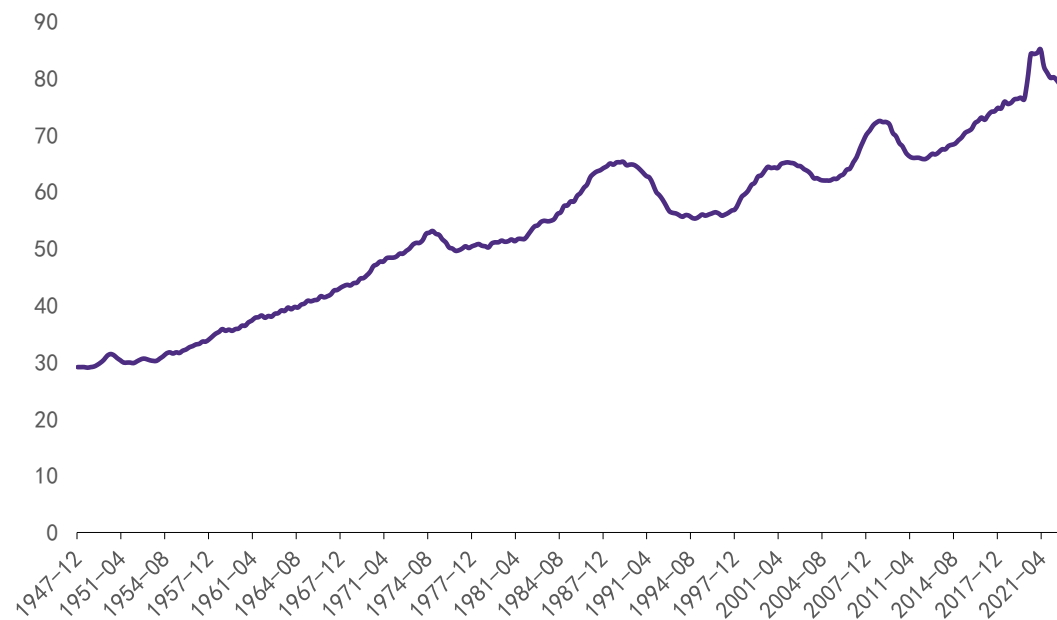
- 从企业的角度来看，企业的杠杆率依然保持在了相对的高位，而持续的加息已经给实体经济的生存带来了困难，工商业的贷款拖欠率和撇账率均出现了明显的回升。

图表19：企业的贷款拖欠和撇账率均有所回升



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

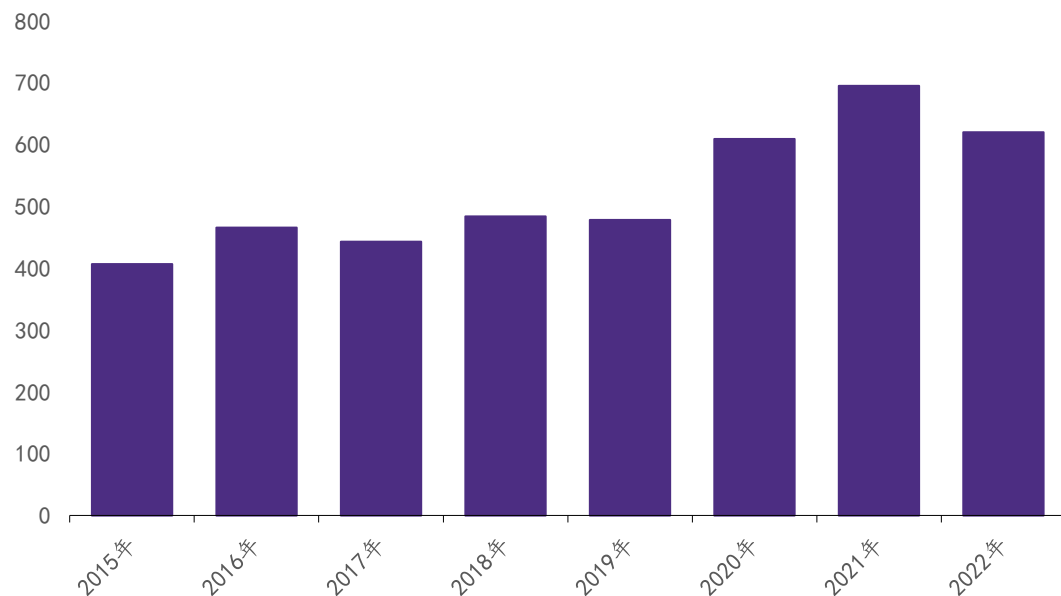
图表20：企业杠杆率仍然位于相对的高位（80%）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

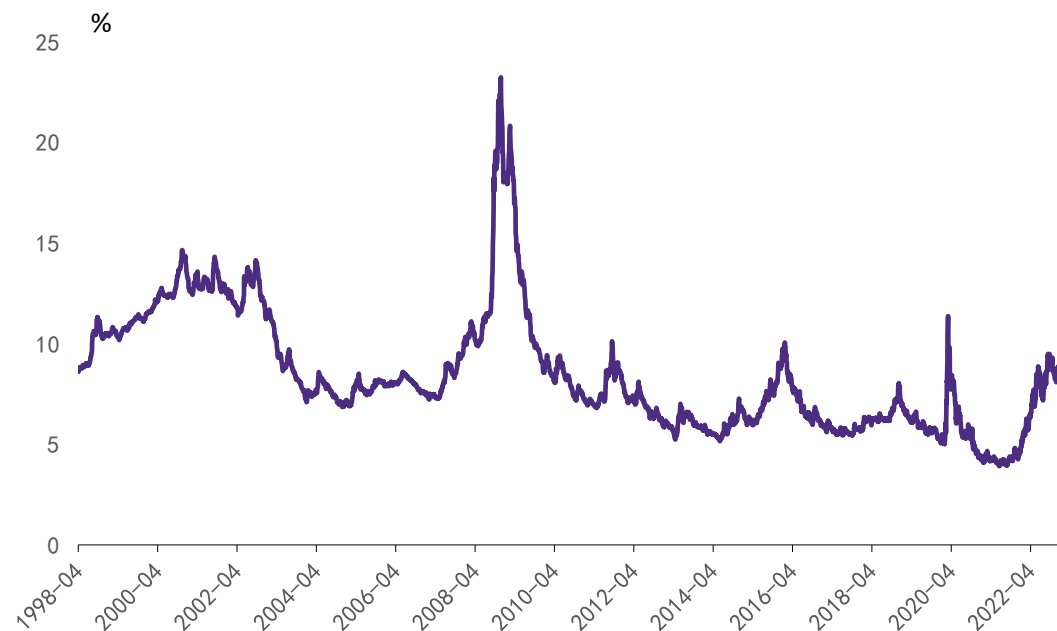
➤ 僵尸企业是当前利率抑制整体需求的重要传递路径，按照僵尸企业-劳动市场需求放缓-工资同比减速-通胀下行的路径实现。

图表21：彭博统计的上市僵尸数量（家）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

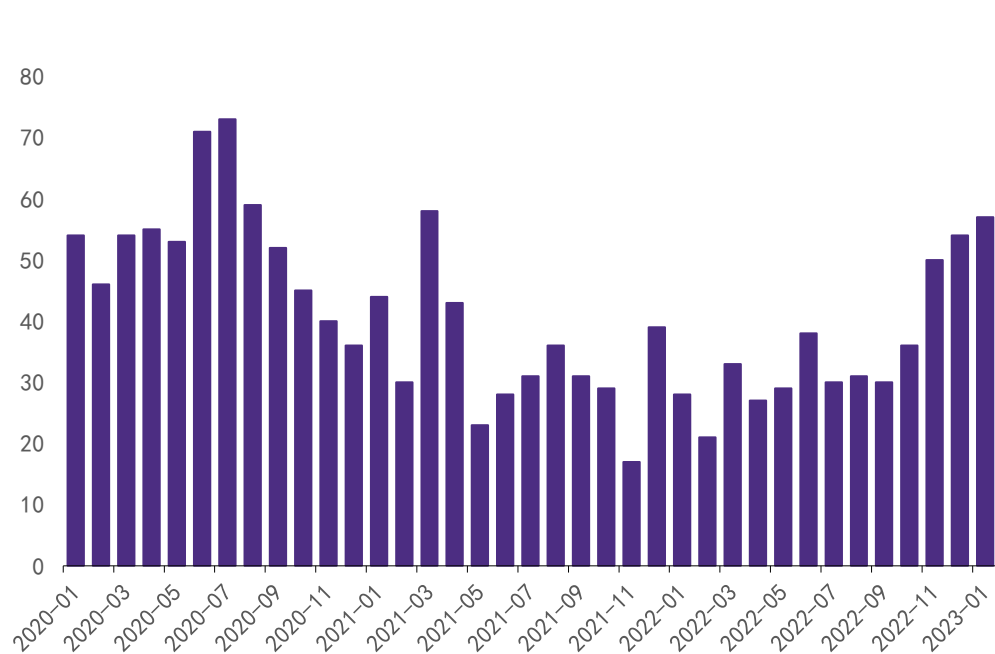
图表22：垃圾债利率总体上行有限



数据来源：FRED，华鑫证券研究所

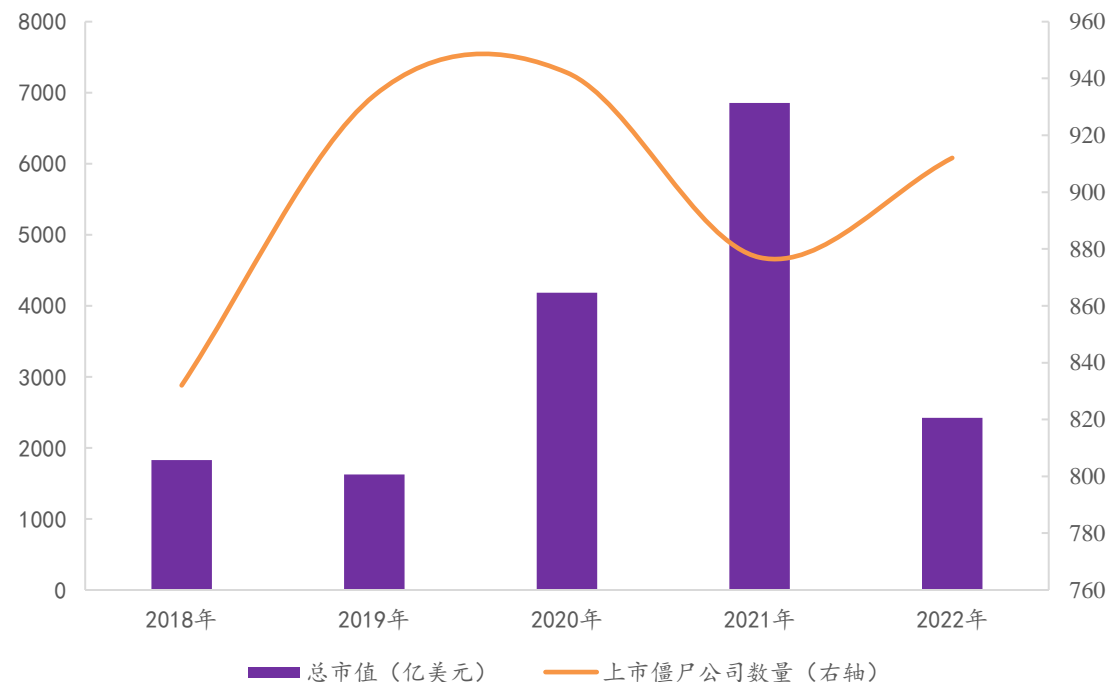
➤ 但总体来看，僵尸企业的生存困境将会愈发艰难，破产数量预计会有持续的提升，但对于整体经济的冲击会比较小，首先是2020年疫情后，僵尸公司已经得到了一波出清，这点不管是企业破产申请数还是实际筛选出来的数据都可以看出，其次是从上市僵尸公司的规模来看，最高合计6000亿美元（2021年），相较于50多万亿美金的股票市场来说显得有一些微不足道。

图表23：企业破产申请数目（个）



数据来源：US Court，华鑫证券研究所

图表24：僵尸公司市值总体较小



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

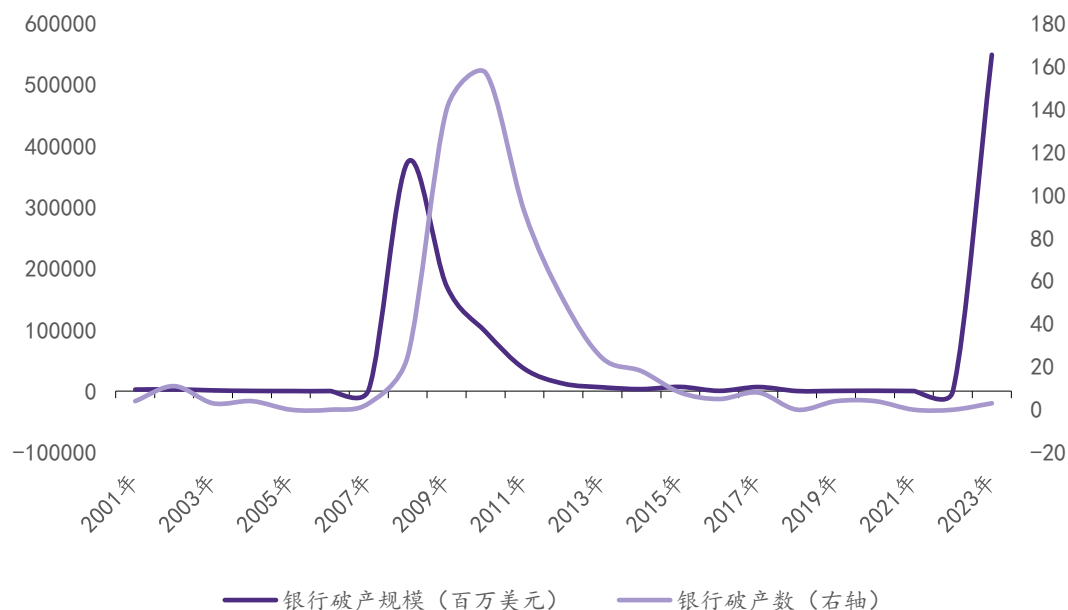
04 银行风波： 持续但有限的远忧

研究创造价值

FRC破产，本轮第三家银行倒闭

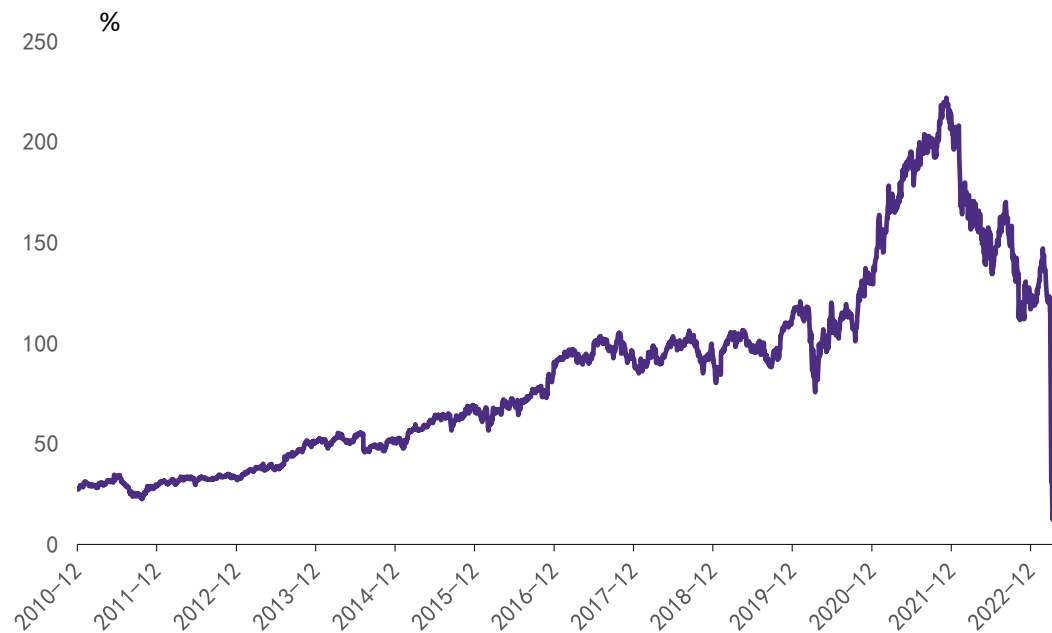
- 2023年5月1日，FDIC宣布接管美国第十四大银行第一共和银行，并将其出售给JPM，JPM将负责承担全部的FRC存款，总额约900亿美元；承担FRC原有的来自FHLBs的250亿借款，但并不承担企业债和优先股。
- JPM累计收购2291亿美元（1730亿贷款+300亿证券），JPM继续坐稳全美第一大银行的座椅，而FRC则成为全美历史上第二大的银行倒闭案。

图表25：当前美国已经有三家银行破产，破产规模超过2008年



数据来源：FDIC，华鑫证券研究所

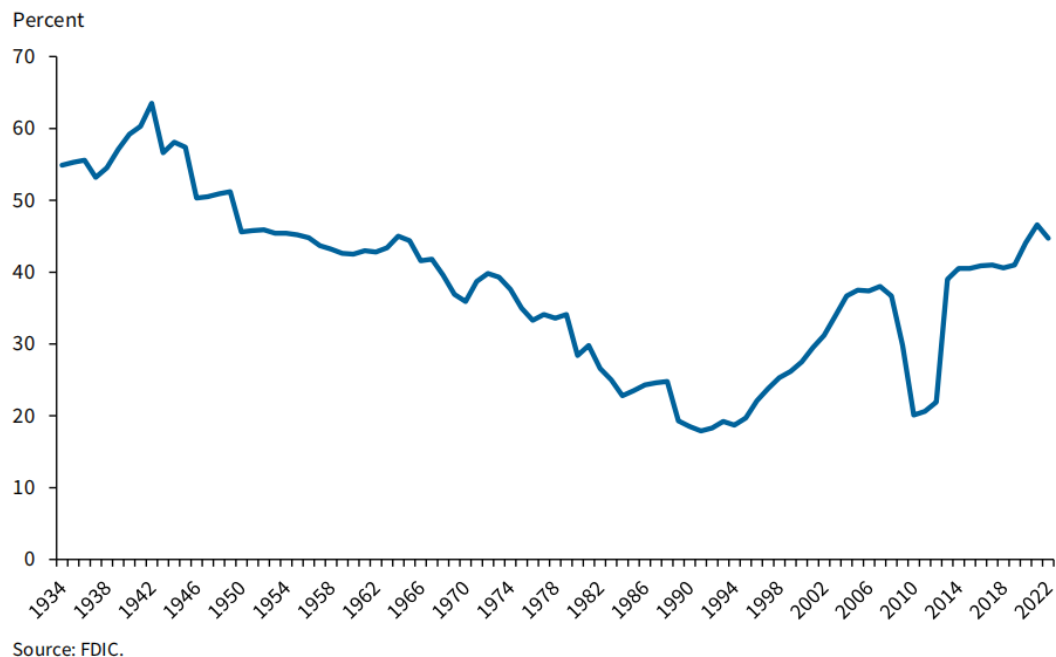
图表26：FRC银行在2023年5月2日退市（美元）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

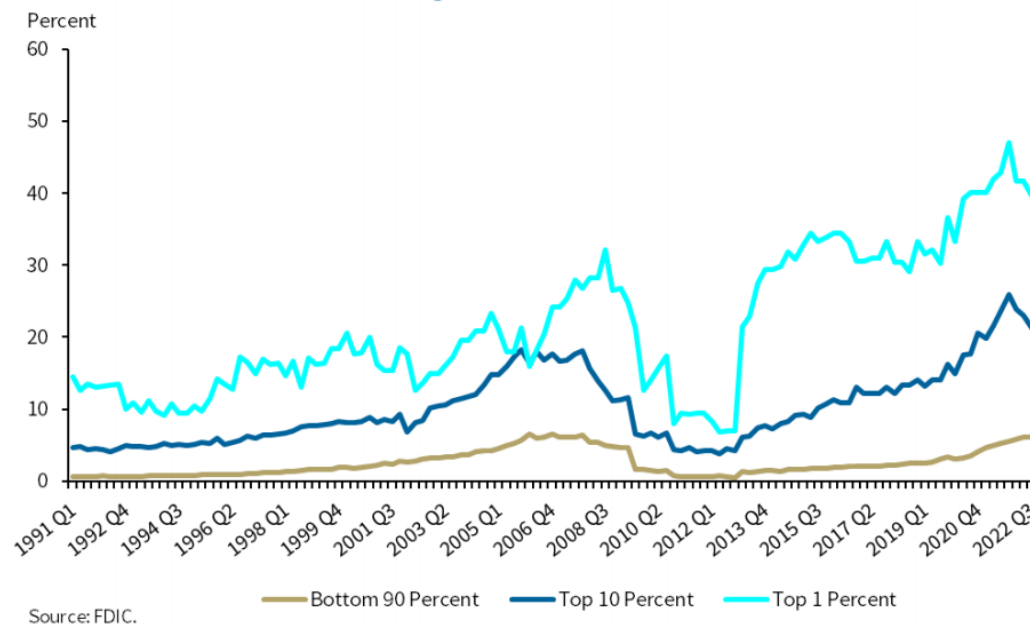
- 根据联储在4月28日公布的调查报告，官方定性SVB事件为“管理不善”导致的银行破产，但也承认后续需要更加严格的监管。
- 而根据FDIC在5月1日发布的报告，全美未保险的存款占比上升，扩大存款保险似乎在所难免。
- 在三种选择中（不变，全覆盖，和定向覆盖），FDIC更倾向定向保险。

图表27：美国未保险存款占比开始上升



数据来源：FDIC，华鑫证券研究所

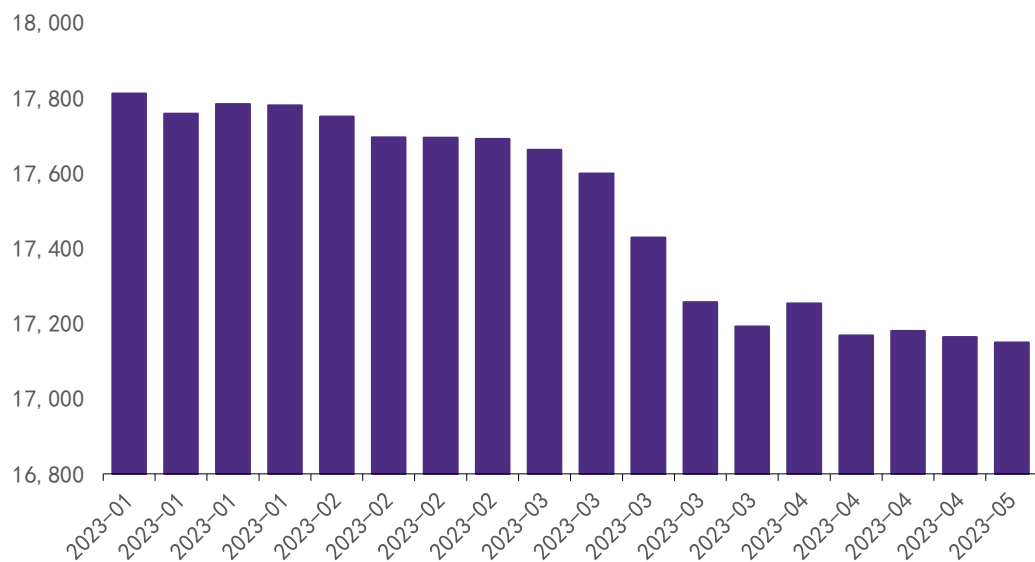
图表28：未保险存款在各大银行都出现了上行



数据来源：FDIC，华鑫证券研究所

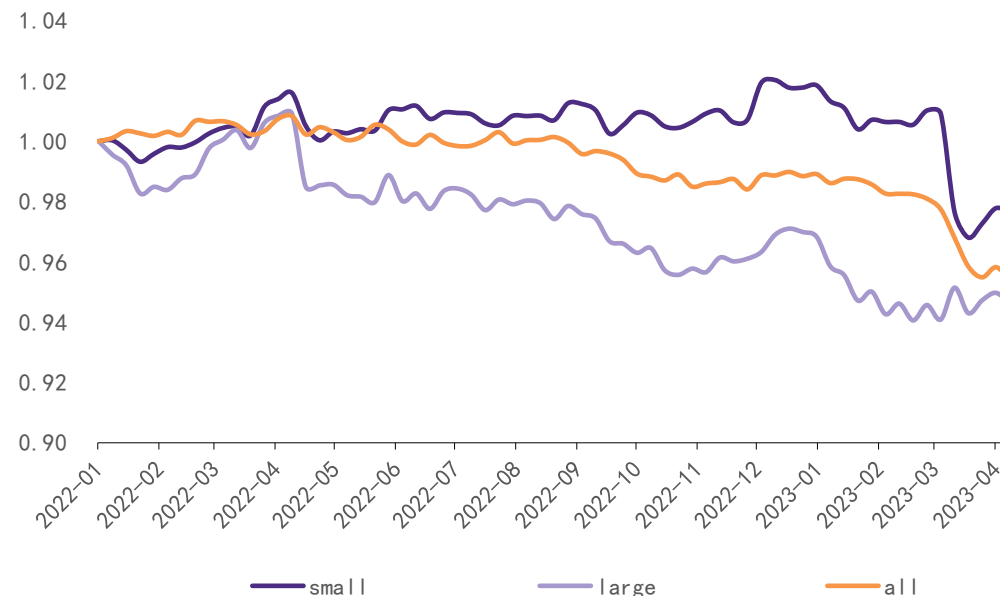
- 根据联储的数据，当前银行间的存款下行已经出现了一定的缓和；
- 从周度数据来看，小银行的存款已经基本稳定在了5.3万亿美元的水平。

图表29：银行间的存款下降已经有所缓解（百万美元）



数据来源：FRED，华鑫证券研究所

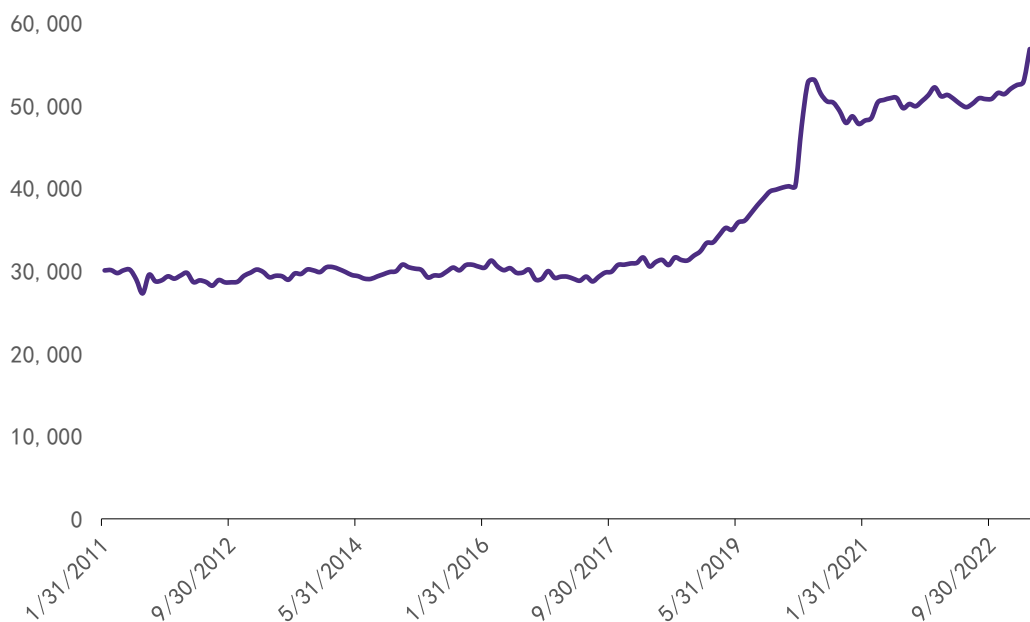
图表30：本轮主要是小银行的存款流失，大银行相对稳定



数据来源：FRED，华鑫证券研究所

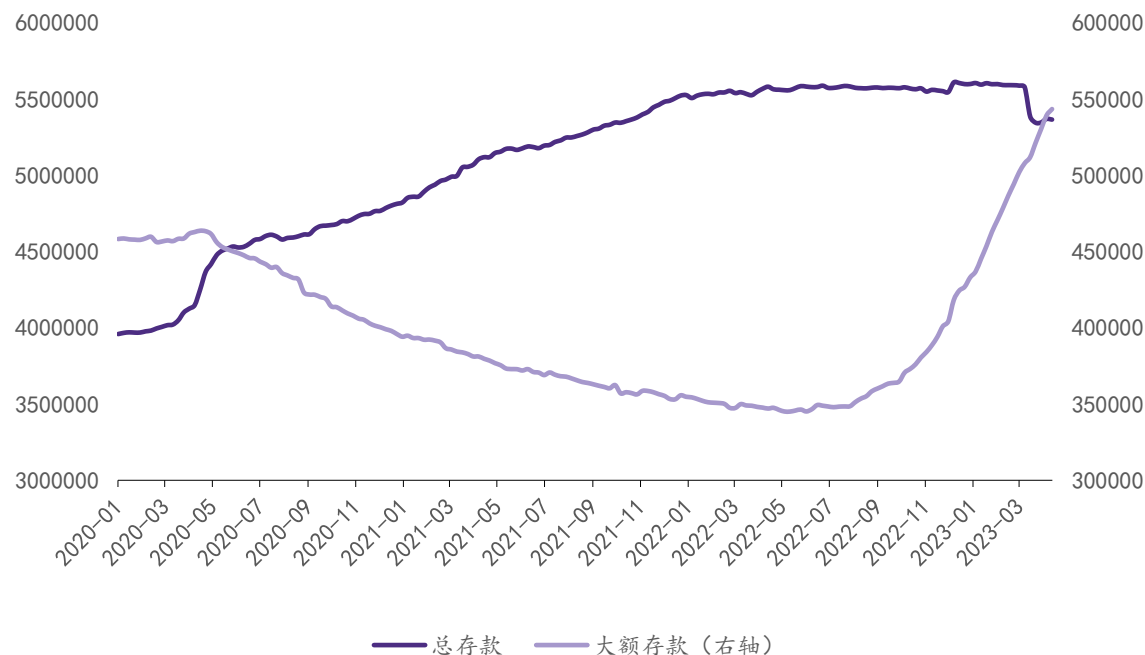
- 存款从联储流入到货币基金的趋势仍在持续，截止到5月10日，美国货币基金市场已经来到了5.33万亿美元的规模，居民存款仍未停止从银行中撤出。
- 但是从具体的存款分类来看，大额定期存款对于小银行的亲睐并未受到SVB和FRC风波的影响。

图表31：从存款到货币基金的流入仍在持续（亿美元）



数据来源：OFR，华鑫证券研究所

图表32：大额存单反而一直坚定的存入小银行（百万美元）



数据来源：FRED，华鑫证券研究所

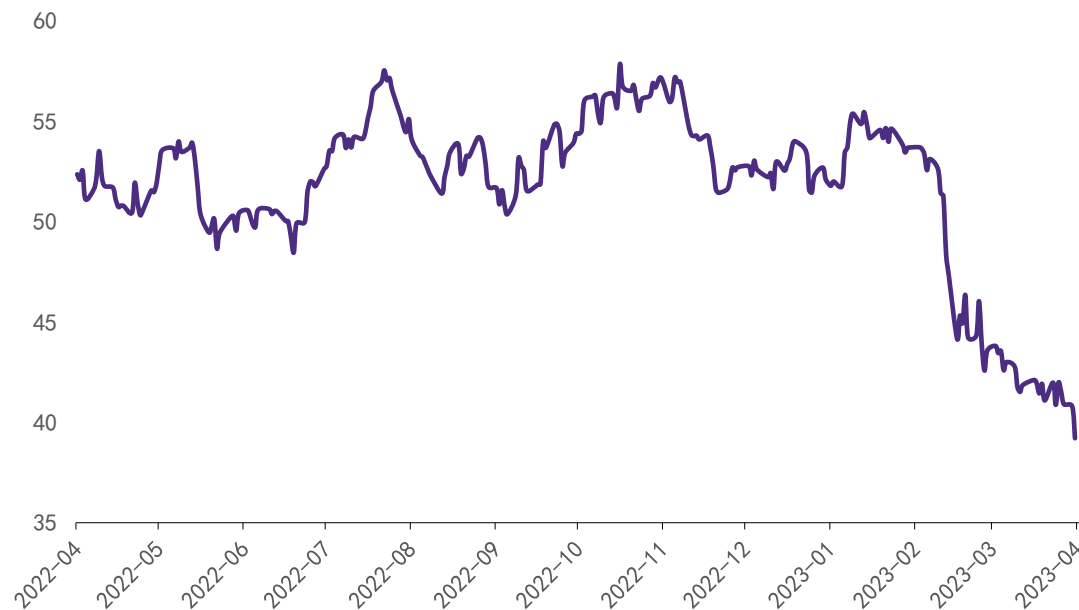
➤ SVB风波并未影响美国头部银行，前五大银行业绩均出现了一定的超预期表现，而小银行仍未止跌。

图表33：前五大银行的实际利润都有超预期表现（亿美元）

		2023年1季 度预测	2023年1季 度实际	2022年一 季度	同比增长
摩根大通	收入	368.25	385.02	312.41	23.2%
	利润	148.38	162.96	107.06	52.2%
美国银行	收入	253.19	262.44	231.59	13.3%
	利润	-	90.75	79.16	14.6%
花旗银行	收入	199.42	214.47	201.62	6.4%
	利润	38.29	61.83	62.42	-0.9%
富国银行	收入	200.27	207.29	175.92	17.8%
	利润	66.12	58.46	45.14	29.5%
高盛银行	收入	128.02	122.24	129.33	-5.5%
	利润	39.66	40.65	47.81	-15.0%
摩根斯坦利	收入	140.71	145.17	148.01	-1.9%
	利润	36.15	38.37	46.95	-18.3%

数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

图表34：QABA美国区域银行ETF仍在下行



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

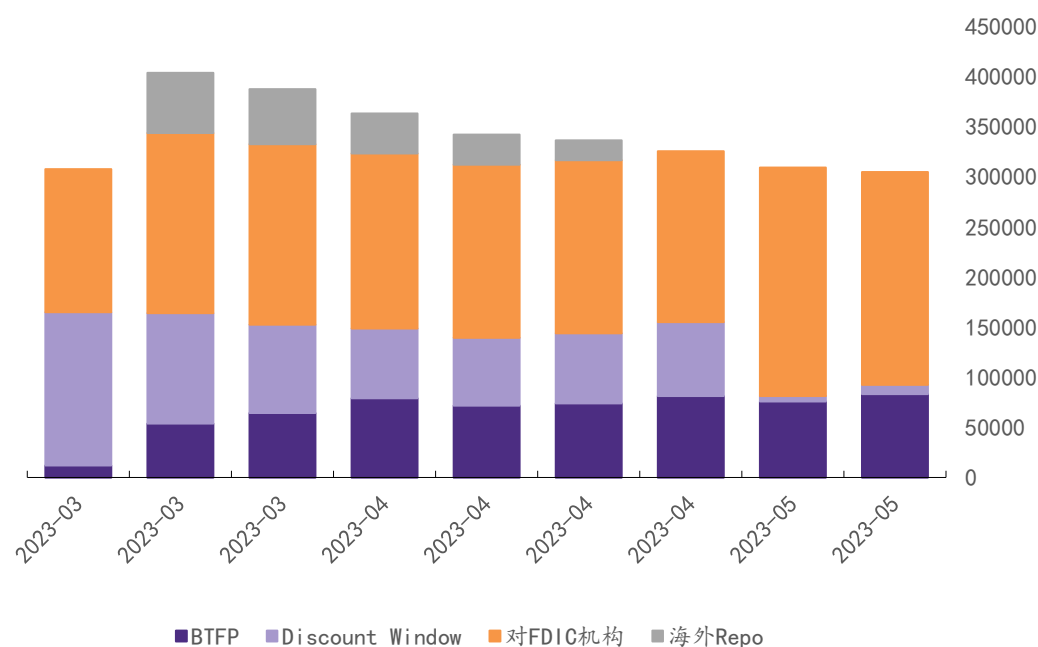
- 总体来看，美国当前的银行风险得到了一定的释放后开始出现了缓解：银行间流动性保持在了健康的水平，联储的救助性工具也出现了规模的回落。

图表35：银行间流动性整体保持稳定

	指标	单位	涨跌	变动幅度	本周	上周	指标说明		
美国	银行间	FAR-OIS	百分点	▲	4.60	34.62	30.02	受到第一共和银行事件影响，银行间流动性再度出现紧张，FRA和BSBY均有相应的涨幅	
		BSBY-OIS	百分点	▲	5.35	18.78	13.43		
		TED利差	百分点	▼	-11.39	5.22	16.61	TED受美债收益率冲击，出现了回落	
	货币市场	Commercial Paper/T-Bill	百分点	▼	-11.37	5.02	16.39	货币市场信用风险有所回落	
	实体	Baa/10Y	百分点	▲	4.50	201.30	196.80	实体信用风险持续回升，但整体保持低位	
	地方政府	Muni/10Y	百分点	▼	-6.29	-42.00	-35.71	美国地方政府压力缓解	
	股票市场	VIX	百分点	▼	-0.22	16.97	17.19	股市恐慌情绪整体有所平稳	
		SP500 ERP	百分点	▲	0.13	171.45	171.32	美股ERP有所回升	
	联储	路易斯联储金融压力指数（滞后一周）	百分点	▲	0.46	-0.26	-0.72	金融压力放缓	
	欧洲	银行间	EU TED利差	百分点	▼	-3.42	47.78	51.20	欧洲银行间压力持续回落
EU 10Y swap spread			百分点	▼	-0.03	66.42	66.45		
综合		欧洲金融市场指数	百分点	▼	-0.02	-4.51	-4.49	市场指数和金融压力指数也出现了持续的回落	
		欧洲系统压力指数	百分点	▲	0.02	0.30	0.28	系统压力有所上行，但仍保持在低位	
德国债差		意德债差（10Y）	百分点	▼	-0.01	1.89	1.89	欧洲主要主权债务对德债差均出现下行，仅有欧德债差有所上行，但是整体仍然保持在相对的低位	
		法德债差（10Y）	百分点	▼	-0.01	0.56	0.57		
		西德债差（10Y）	百分点	▼	0.00	1.06	1.06		
		欧德债差（10Y）	百分点	▲	0.01	0.11	0.10		
英国		银行间	UK TED利差	百分点	▼	-13.88	16.92	30.80	英国银行间流动性保持在相对充裕的状态
			UkLibor	百分点	▼	-1.91	9.70	11.61	
	综合	英国公司债利差	百分点	—	0.00	166.14	166.14	本周数据持平	
		英国金融市场指数	百分点	▲	0.01	0.33	0.32	高利率下金融市场压力持续	

数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

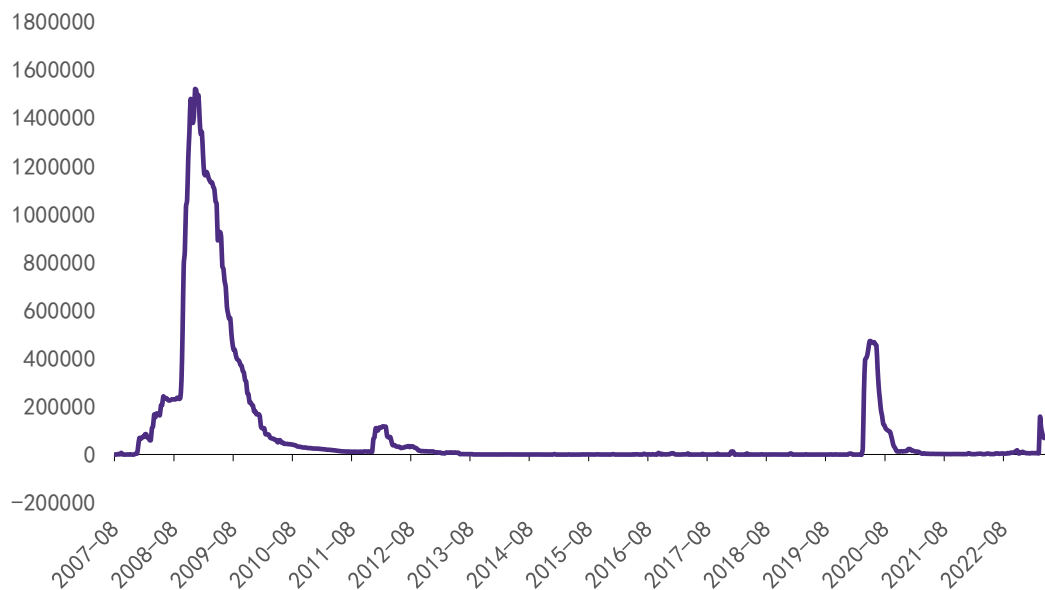
图表36：联储的救助性工具有所回落（百万美元）



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

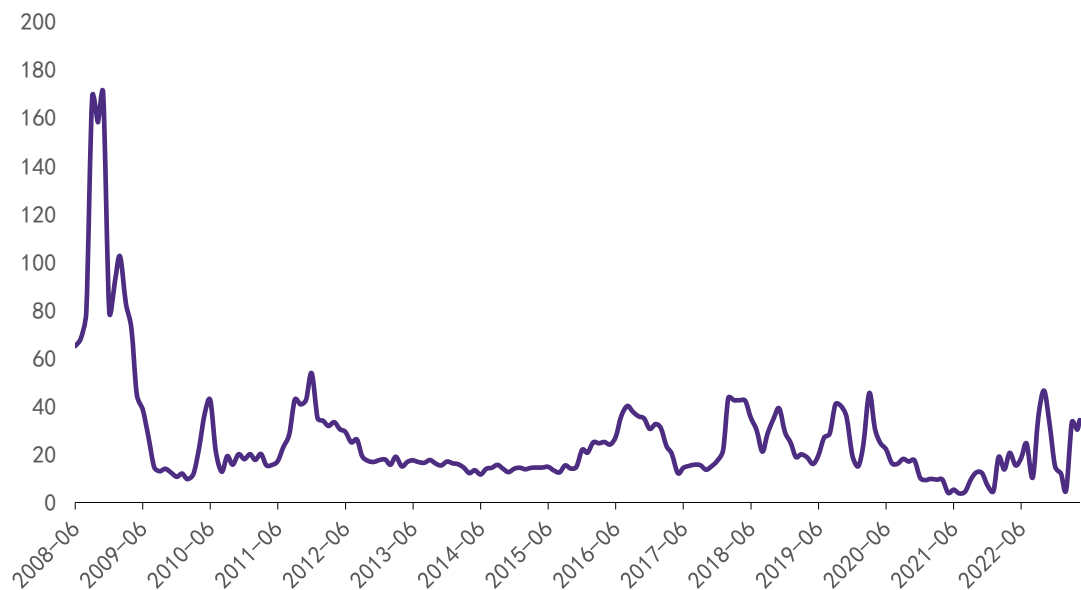
➤ 当前美国银行流动性风险出现缓解：联储整体流动性工具逐步退潮，流动性较为充裕；

图表37：联储整体流动性工具依然处在较低的水平（百万美元）



数据来源：FED，华鑫证券研究所

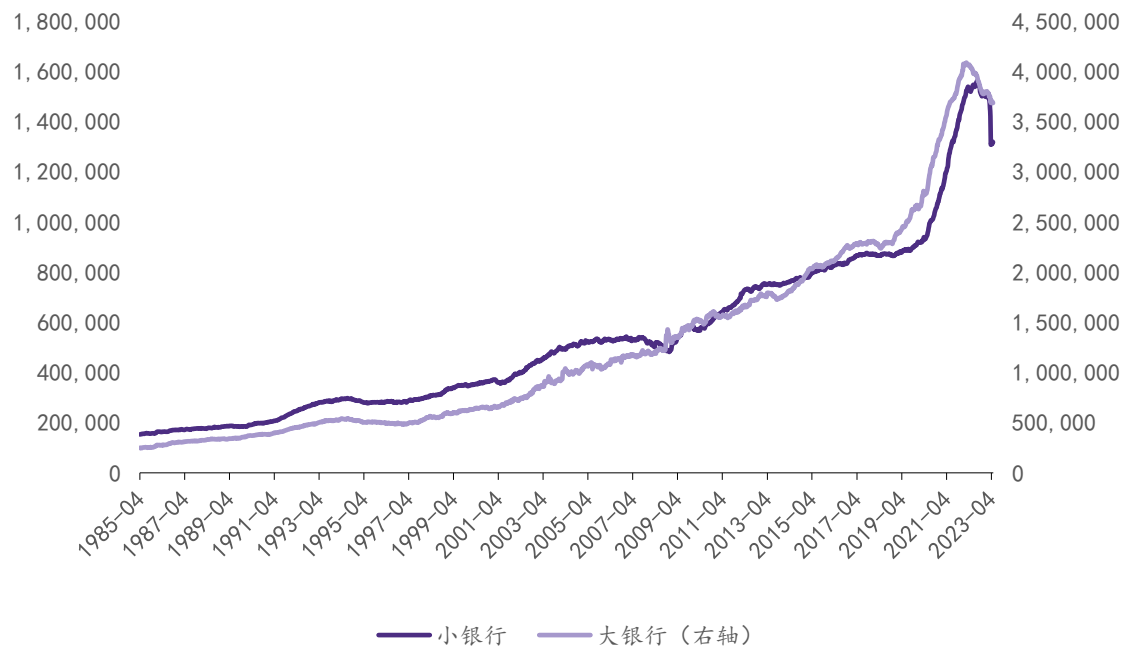
图表38：FRA-OIS利差显示银行间整体流动性也比较充裕



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

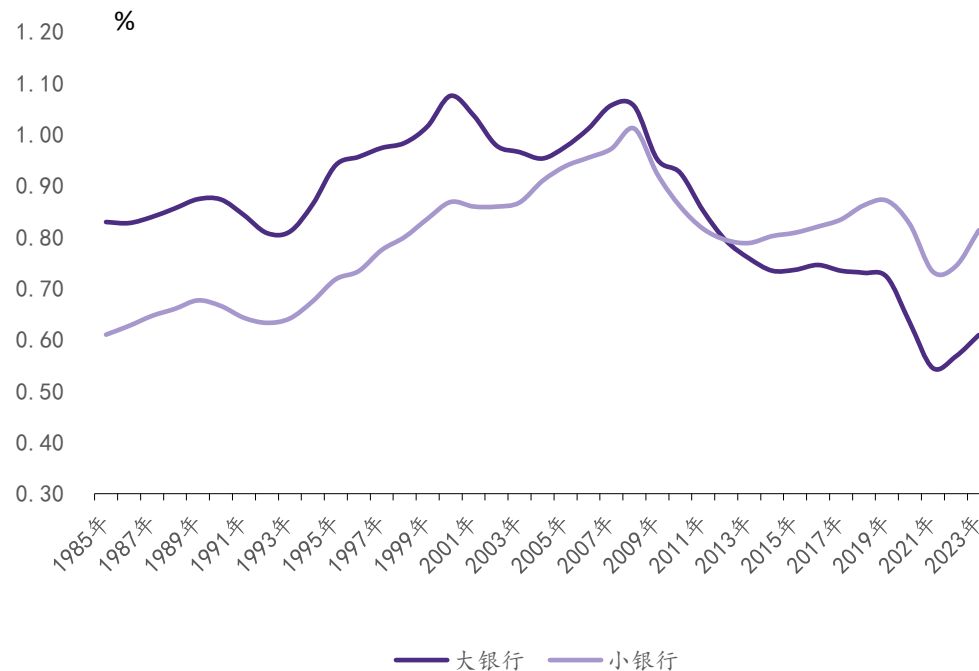
- 当前美国的小银行依然遭受了资产负债的两头夹击，拆分银行资产负债表来看，小银行的资产端下行十分明显，贷存比来说小银行也保持在了相对较高的位置。

图表39：小银行的优质资产端出现了快速下行(百万美元)



数据来源：FED，华鑫证券研究所

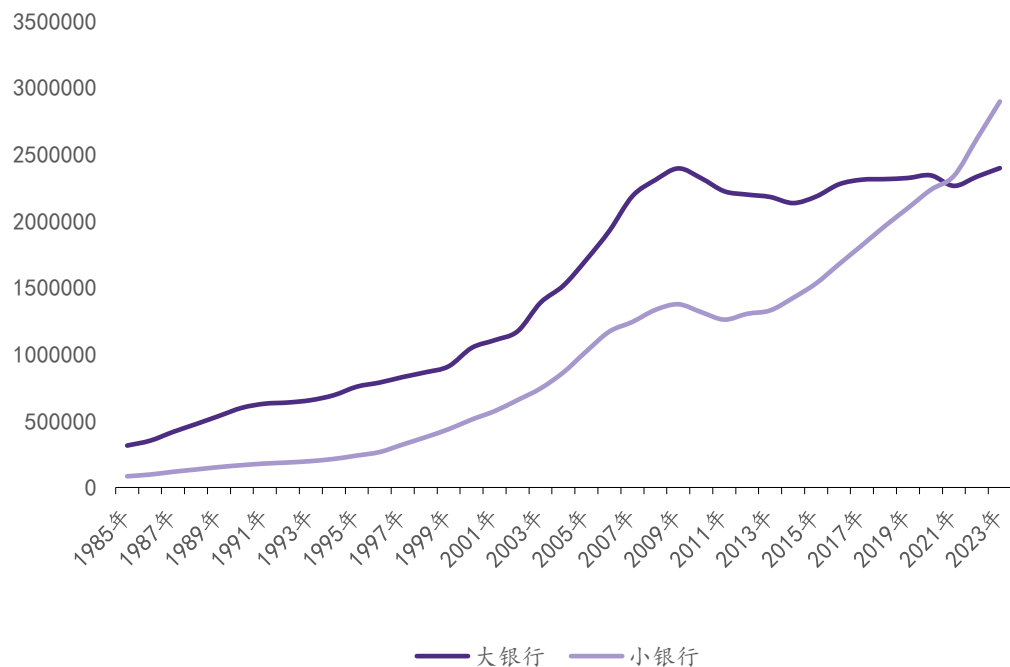
图表40：小银行贷存比更高



数据来源：FED，华鑫证券研究所

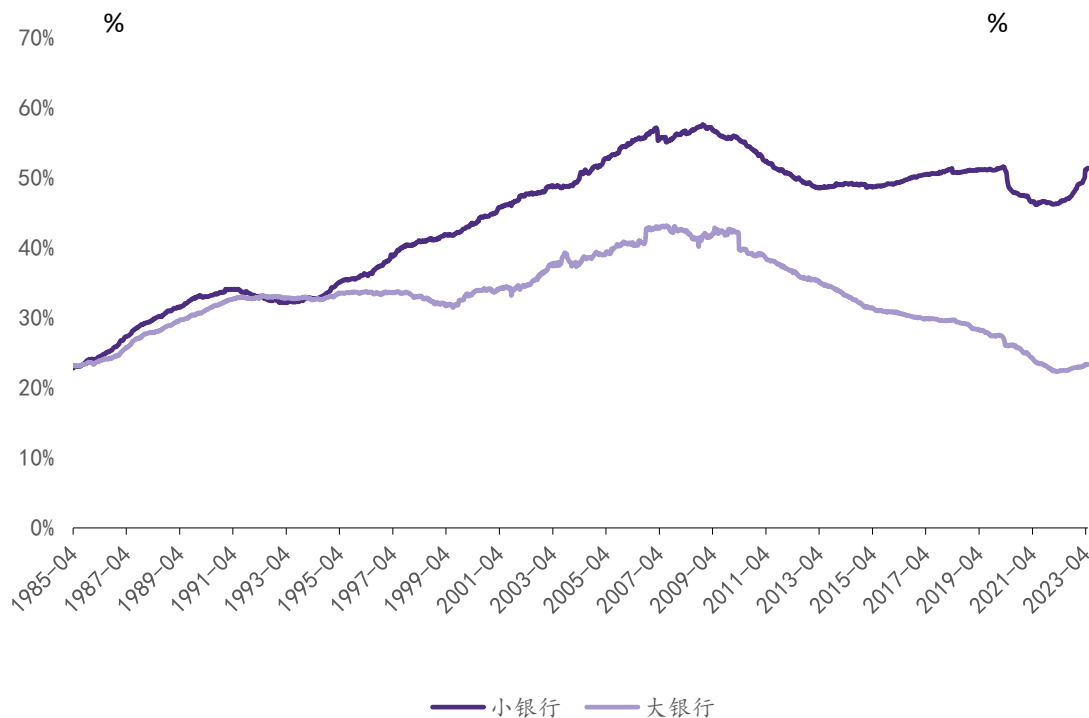
- 房贷已经成为小银行中主要的组成部分，当前小银行已经成为了主要的美国房贷载体，房贷占小银行的资产比也更高，来到了42%的高位。

图表41：小银行已经成为了美国主要的房贷载体（百万美元）



数据来源：FED，华鑫证券研究所

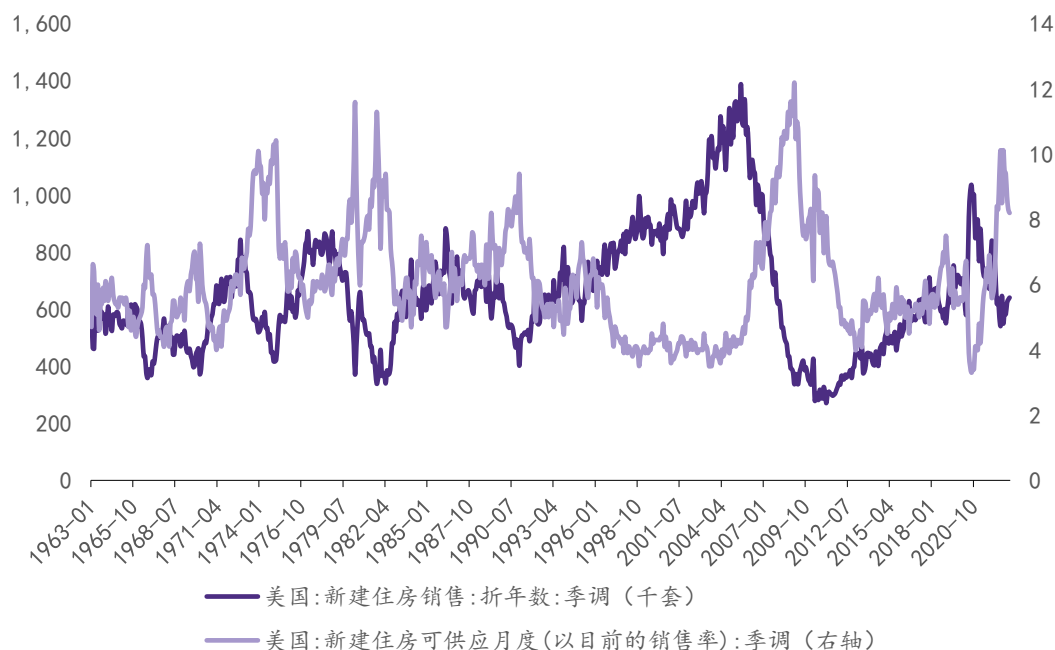
图表42：从房贷占资产比来看，小银行也更依赖房贷



数据来源：FED，华鑫证券研究所

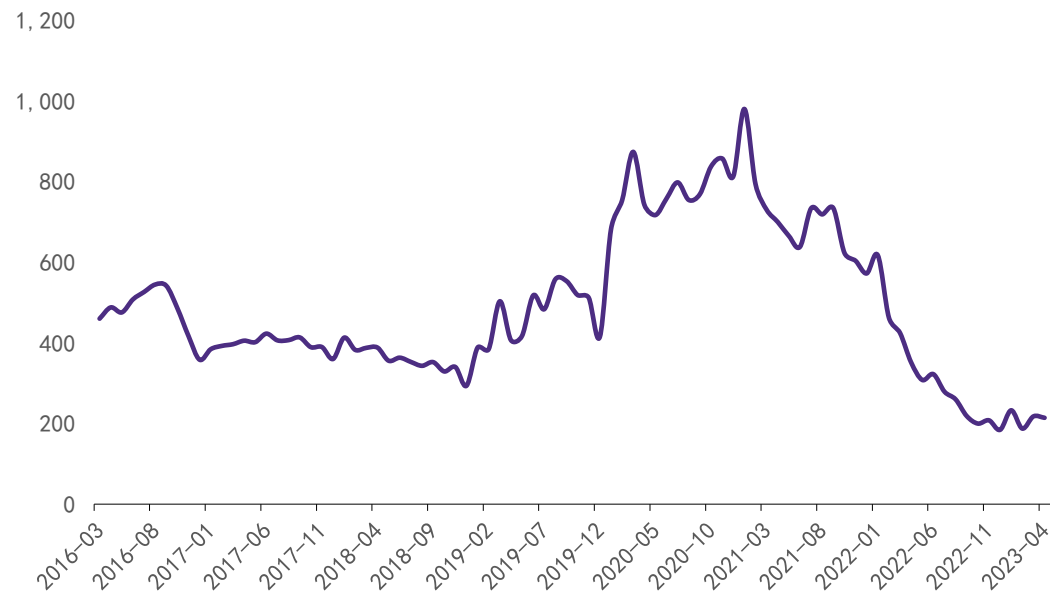
➤ 但伴随着加息，房地产市场的降温，也从资产端给小银行带来压力。

图表43：美国地产市场当前仍在承压



数据来源：WIND，华鑫证券研究所

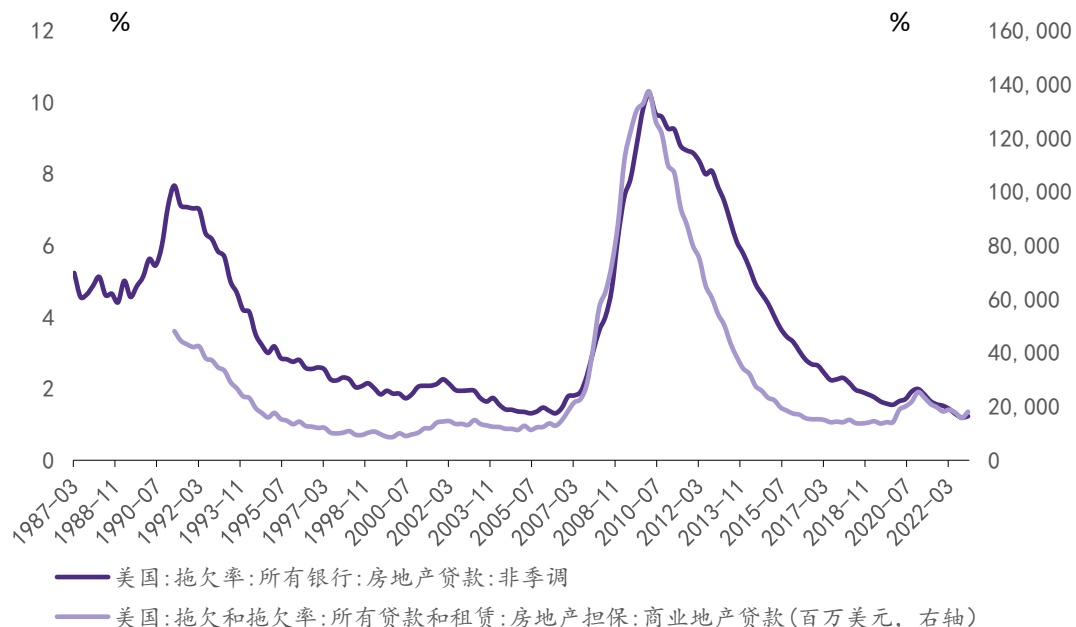
图表44：新增房贷指数保持在了低位



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

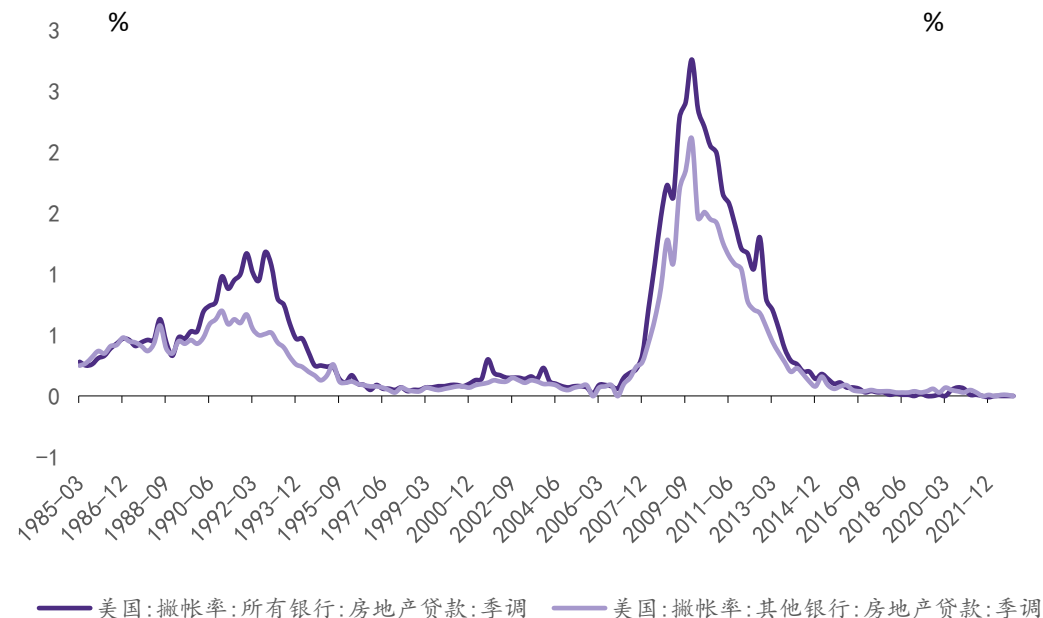
➤ 但地产端并不会出现严重的危机干扰到银行的收入，从拖欠率和撇账率来看，均处在历史的低位。

图表45：拖欠率和拖欠金额保持在低位



数据来源：WIND，华鑫证券研究所

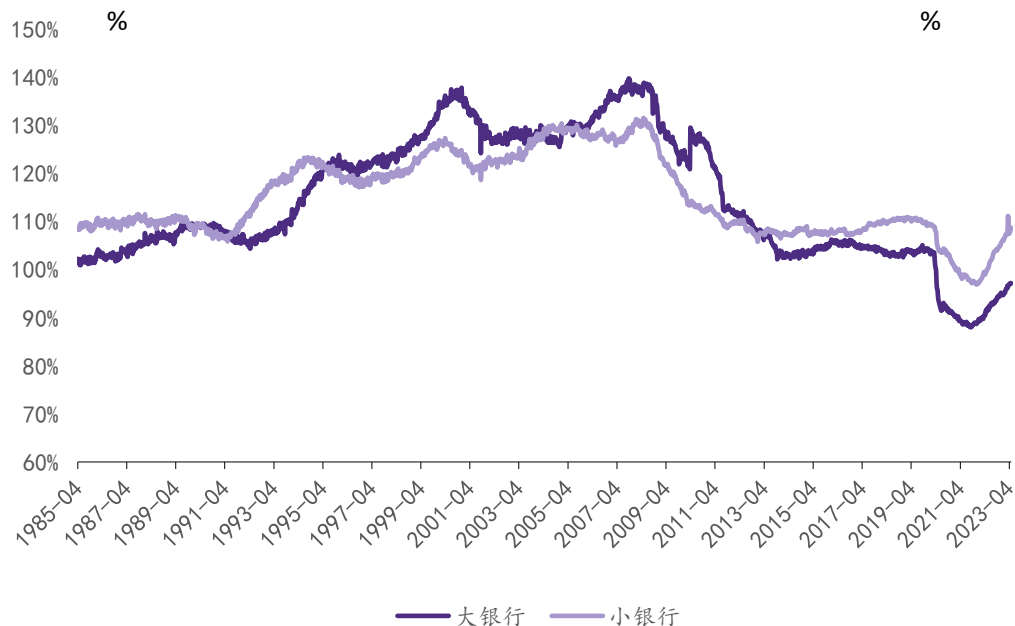
图表46：撇账率也没有出现明显的上升



数据来源：Wind，华鑫证券研究所

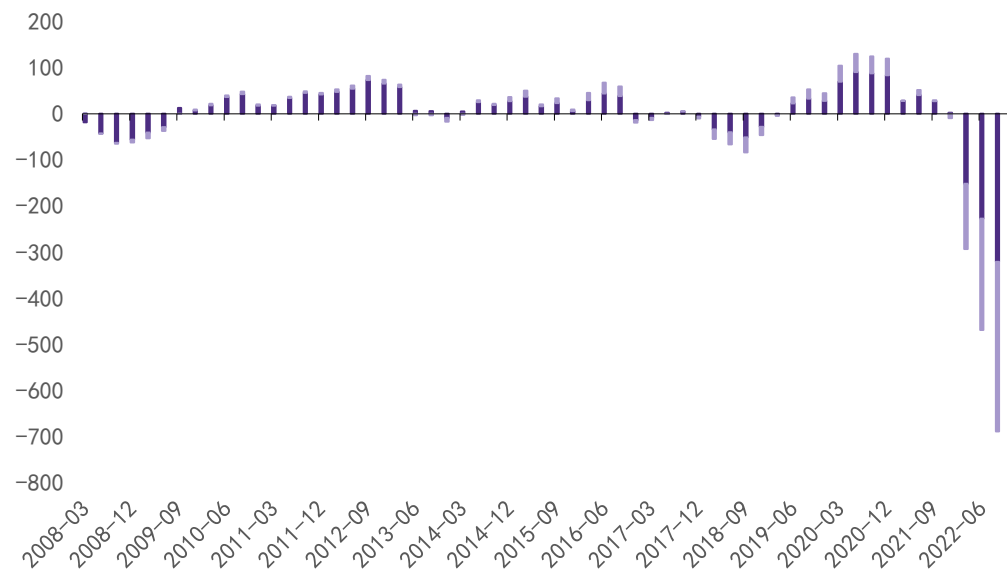
- ▶ 本轮监管机构对于银行事件的处理时十分迅速的，从FDIC接管到被退市出售，小银行往往都活不过一个周末，这也展现出了美国监管机构在互联网时代想要稳定储户信心的态度。

图表47：贷+投资证券与存款比值来看，小银行压力更大



数据来源：FED，华鑫证券研究所

图表48：银行间未实现损失在加息下创下新高（十亿美元）



数据来源：FDIC，华鑫证券研究所

- 但是从财报的角度来看，第一共和银行的财报还是相对稳固的，FDIC更为关注的是银行的持续经营能力，其中FDIC是作为美国联邦存款保险机构，存款肯定是首当其冲的。
- FRC2023年一季度财报虽然在传统的资本充足率和未保险存款占比等选项来看，并没有出现进一步的恶化，但是存款的流出仍在继续，因此触及到了FDIC的斩杀线。

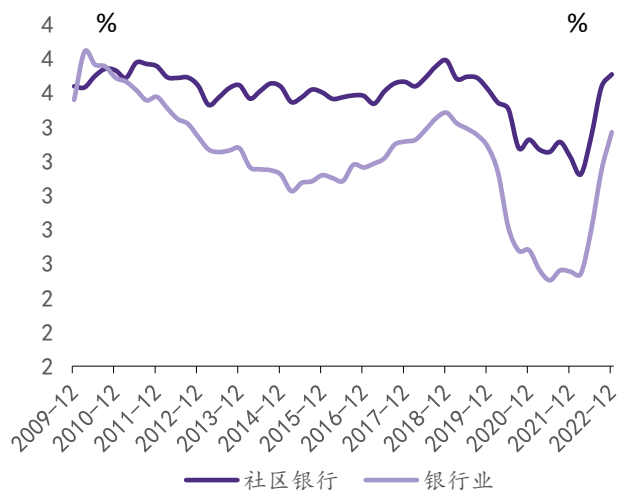
图表49：第一共和银行破产前财务关键指标一览（百万美元）

	2023年1季度	2022年4季度
未保险存款占比	48%	67%
盈利	1209	1437
资本充足率	9.32%	9.17%
存款	104474	176437
救助工具成本	409	85
全部利息成本	974	525
贷款	11438	15622
未实现收益占比	14.94%	16.56%

数据来源：FRC财报，华鑫证券研究所

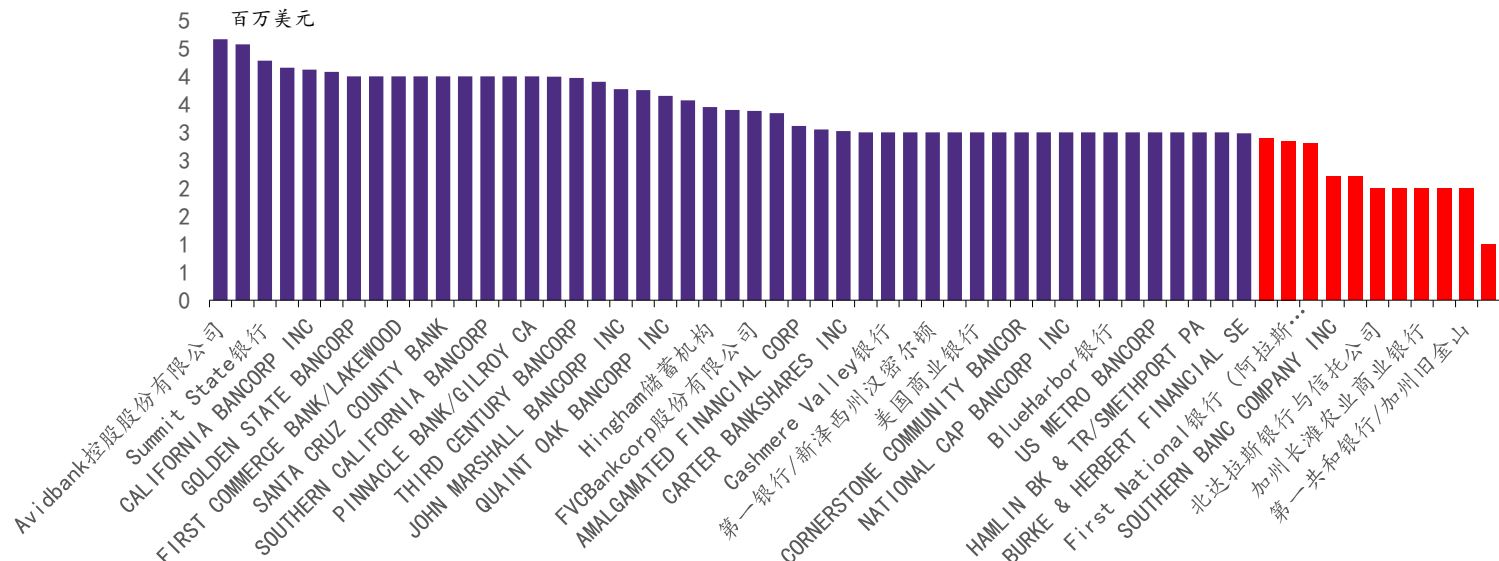
➤ 除了存款之外，银行的持续经营能力，包括未实现损失的占比，NIM等数据同样也会是FDIC关注的重点。

图表50：社区银行的净息差已经出现了放缓的态势



数据来源：FDIC，华鑫证券研究所

图表51：社区银行中部分NIM低于3



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

- 股价的持续下行，引发市场的恐慌同样可能成为FDIC进行接管的原因之一，这也是为什么当前对于禁止做空银行股的呼声越来越高，年初以来，PACWEST的股价已经下行了80%，同样引发了市场的担忧。

图表52：从跌幅来看美国银行排名

名称	现价	年初至今	市值 (亿美元)
PACWEST BANCORP	4.55	-0.80	5.37
HOMESTREET	6.01	-0.78	1.13
FIRST FOUNDATION	3.88	-0.73	2.19
伊格尔合众银行	16.99	-0.61	5.22
TERRITORIAL BANCORP	9.8	-0.58	0.89
第一互联网	10.39	-0.57	0.93
CVB金融	11.12	-0.56	15.49
BRIDGEWATER BANCSHARES	8.09	-0.54	2.26
齐昂银行(ZIONS BANCORP)	22.43	-0.54	33.22
马林银行	14.82	-0.54	2.39

数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

图表53：从当前市值来看美国区域银行排名

名称	现价	年初至今	市值 (亿美元)
第一公民银行股份	1236.18	0.6317	179.49
五三银行(FIFTH THIRD)	23.62	-0.2712	160.79
亨廷顿银行(HUNTINGTON)	9.28	-0.3325	133.91
华美	44.74	-0.3104	63.29
科默斯银行(COMMERCE BANCSHARES)	48.75	-0.2809	60.80
BOK FINANCIAL	75.73	-0.2613	50.44
SOUTH STATE	60.87	-0.1914	46.21
欧扎克银行	31.66	-0.1947	40.72
大众银行(POPULAR)	54.57	-0.1685	39.28
哥伦比亚银行系统	18.44	-0.3823	38.44
联合银行	27.93	-0.3037	37.69
WINTRUST FINL	60.91	-0.2717	37.27
第一金融银行股份	25.77	-0.247	36.78

数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

➤ FDIC作为存款机构，存款的流失也是主要的考察对象，存款的持续流失同样意味着Bank Run的链条未被斩断。

Name	总市值	2023年Q1	2022年Q4	存款流失	款流失比
PBCO FINANCIAL CORP	19.94M	1000	249000	-248000	-99.60%
First National 银行 (阿拉斯加)	634.17M	45000	667000	-622000	-93.25%
FARMERS BANCORP (INDIANA)	96.62M	14000	159000	-145000	-91.19%
OAK RIDGE FINANCIAL SERVICES	39.60M	542000	4220000	-3678000	-87.16%
OREGON PACIFIC BANCORP	12.57M	250000	1110000	-860000	-77.48%
BEO BANCORP	40.95M	86000	323000	-237000	-73.37%
OptimumBank 控股有限公司	22.48M	2180000	7440000	-5260000	-70.70%
PIONEER BANKSHARES INC	24.23M	79000	256000	-177000	-69.14%
JUNIATA VALLEY FINL CORP-PA	80.72M	1270000	2920000	-1650000	-56.51%
SOLERA NATIONAL BANCORP INC	27.81M	16410000	36960000	-20550000	-55.60%
POTOMAC BANCSHARES INC	54.24M	557000	1120000	-563000	-50.27%
COMMUNITY INVESTORS BANCORP	8.40M	248000	497000	-249000	-50.10%
US METRO BANCORP	6.95M	250000	498000	-248000	-49.80%
HCB FINANCIAL CORP	24.41M	213000	411000	-198000	-48.18%
OP 银行公司	121.07M	1200000	2060000	-860000	-41.75%
CALIFORNIA BANCORP INC	113.63M	729000	1210000	-481000	-39.75%
CNB CORPORATION /MI	17.58M	359000	526000	-167000	-31.75%
WVS 金融公司	23.29M	1090000	1590000	-500000	-31.45%
FFW CORPORATION	46.63M	601000	849000	-248000	-29.21%
COMMUNITY CAP BANCSHARES INC	10.04M	1490000	1950000	-460000	-23.59%
HANOVER BANCORP INC/NY	131.96M	112340000	146200000	-33860000	-23.16%
BURKE & HERBERT FINANCIAL SE	571.20M	3380000	4380000	-1000000	-22.83%
COMMUNITIES FIRST FINANCIAL	171.83M	970000	1220000	-250000	-20.49%
加州核桃溪 Mechanics 银行	449.62M	4950000	6190000	-1240000	-20.03%
Blue Ridge 银行股份有限公司	149.65M	1010000	1260000	-250000	-19.84%

数据来源: Bloomberg, 华鑫证券研究所

图表54: 从存款流失比例来看区域银行 (美元)

图表55: 从存款流失额来看区域银行表现 (美元)

Name	总市值	2023年Q1	2022年Q4	存款流失	款流失比
HANOVER BANCORP INC/NY	131.96M	112340000	146200000	-33860000	-23.16%
SOLERA NATIONAL BANCORP INC	27.81M	16410000	36960000	-20550000	-55.60%
Hingham 储蓄机构	395.27M	309600000	330150000	-20550000	-6.22%
MainStreet 银行股份有限公司	150.49M	161980000	177700000	-15720000	-8.85%
保富银行/加州洛杉矶	650.02M	150600000	163840000	-13240000	-8.08%
SOUTHERN STATES BANCSHARES	177.88M	63170000	73530000	-10360000	-14.09%
OptimumBank 控股有限公司	22.48M	2180000	7440000	-5260000	-70.70%
CF Bankshares 股份有限公司	104.80M	76930000	82080000	-5150000	-6.27%
OAK RIDGE FINANCIAL SERVICES	39.60M	542000	4220000	-3678000	-87.16%
Summit State 银行	103.69M	20650000	23840000	-3190000	-13.38%
MERIDIAN CORP	100.15M	56310000	58990000	-2680000	-4.54%
JUNIATA VALLEY FINL CORP-PA	80.72M	1270000	2920000	-1650000	-56.51%
RIVER CITY BANK/CA	184.08M	11290000	12740000	-1450000	-11.38%
MORRIS STATE BANCSHARES INC	171.83M	9580000	10910000	-1330000	-12.19%
加州核桃溪 Mechanics 银行	449.62M	4950000	6190000	-1240000	-20.03%

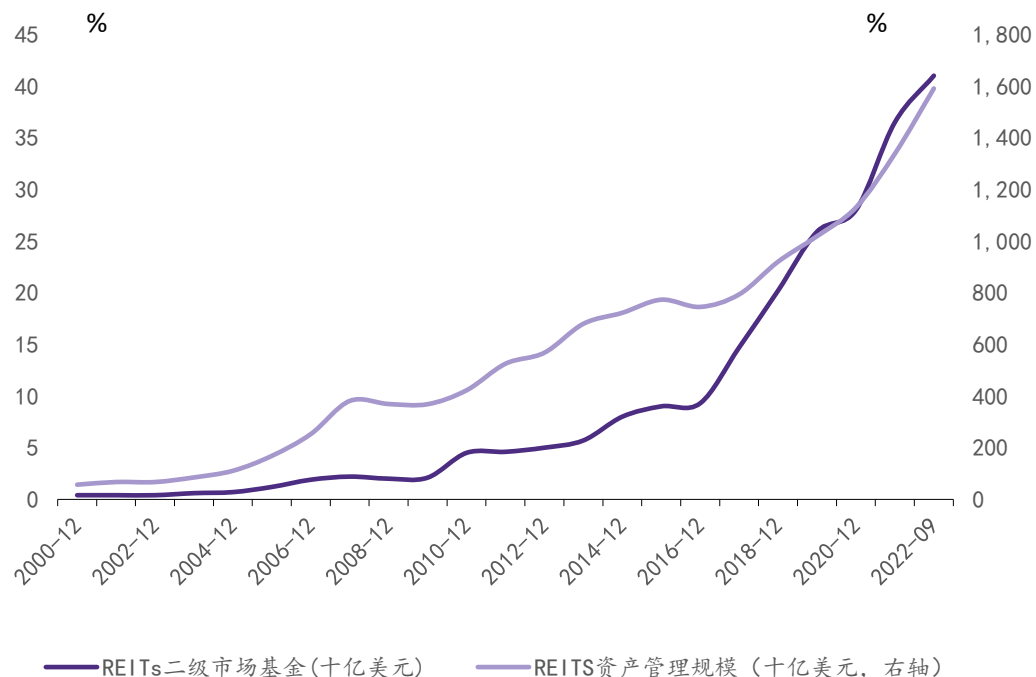
数据来源: Bloomberg, 华鑫证券研究所

05 REITs市场： 价格低但杠杆更低

研究创造价值

- REITs市场在2008年之后得到了充足的发展，规模一度超过了1.2万亿美元，但是伴随着美国加息的进程持续，美国房地产市场也出现了快速的降温，REITs市场的收益率也应声而下。

图表56：美国可交易的REITs规模自2008年之后飞速增长（亿美元）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

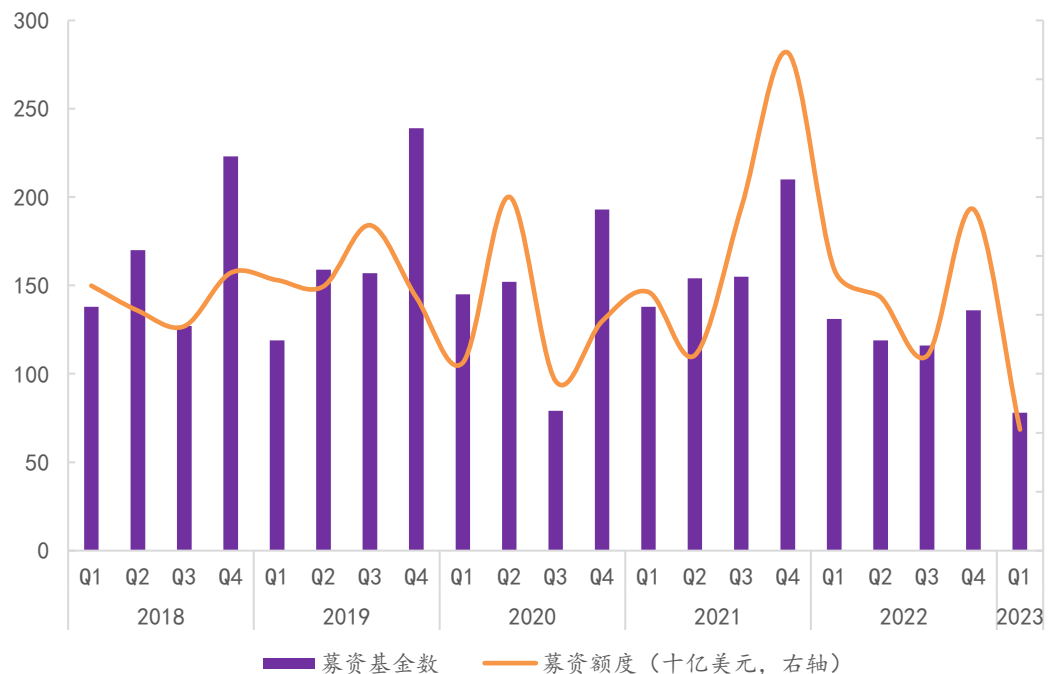
图表57：伴随加息的进程，地产指数快速回落



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

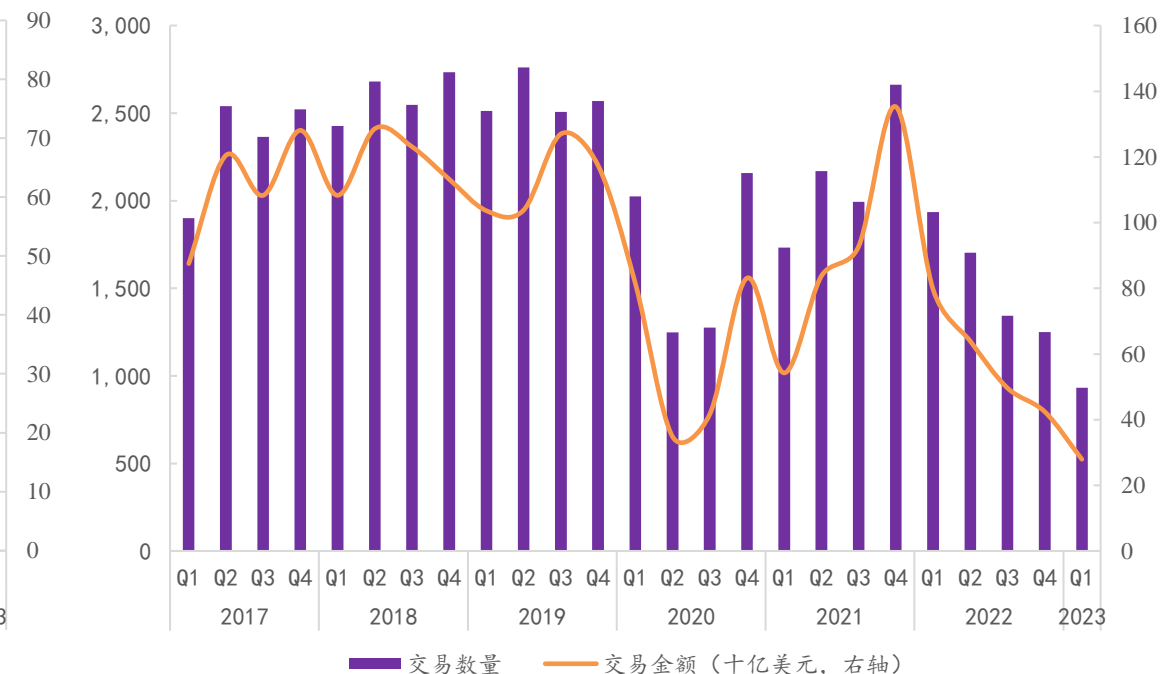
➤ 在收益率下行的情况下，REITs的资金募集出现了快速的回落，与之相关的交易数量和金额也出现了持续的下行

图表58: REITs的募集也出现快速回落



数据来源: Preqin, 华鑫证券研究所

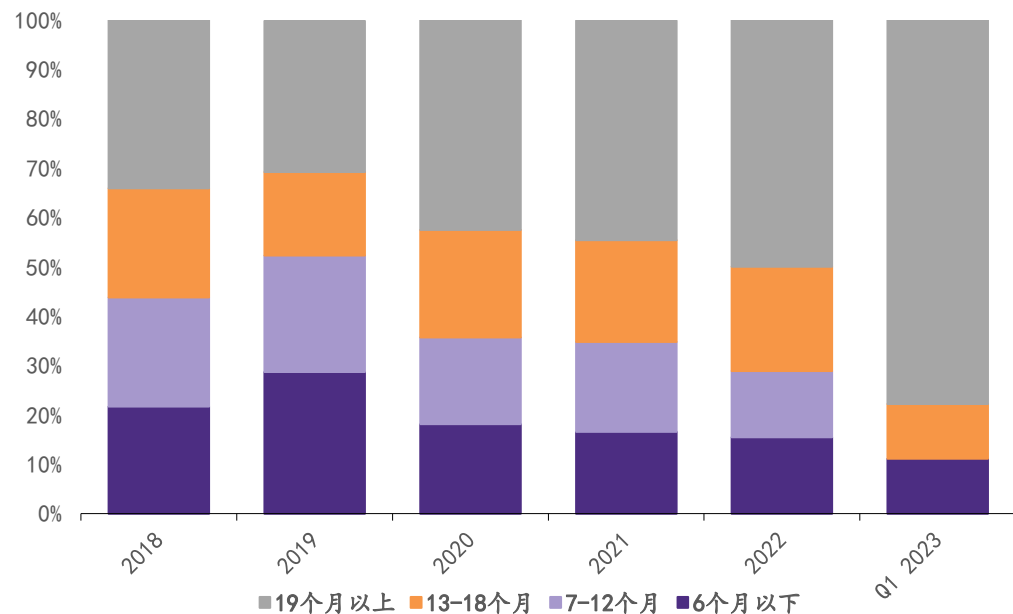
图表59: REITs相关的交易也出现了快速的回落



数据来源: Preqin, 华鑫证券研究所

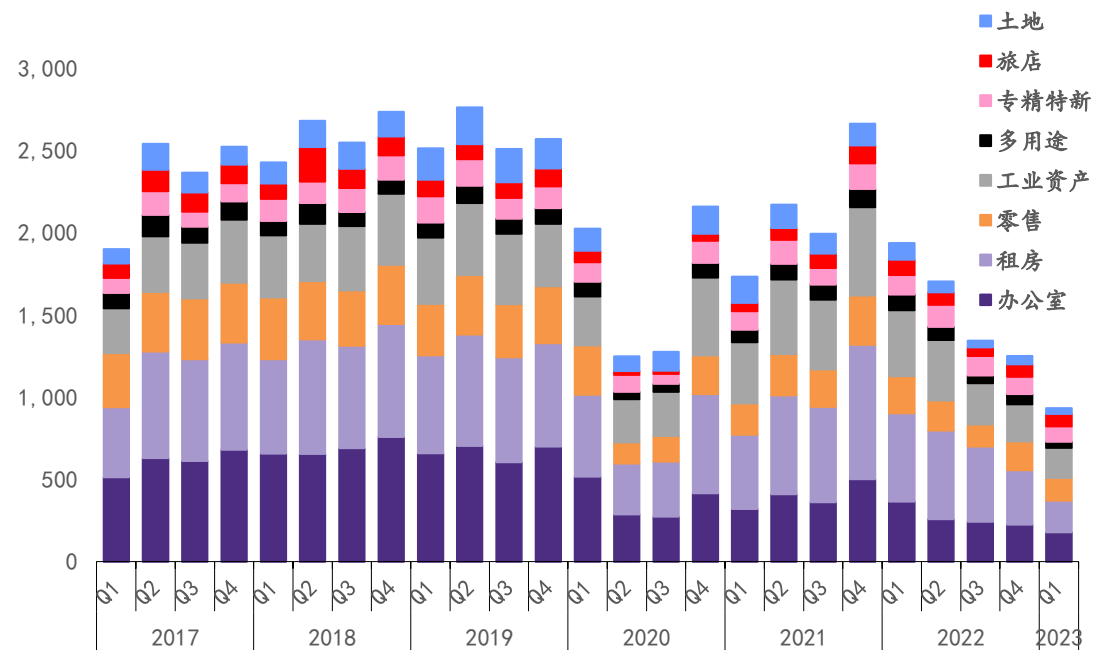
➤ REITs的资金募集的时间也出现了明显的拉长，大多数的募集都需要至少13个月以上。

图表60: REITs基金的募集时间明显拉长



数据来源: Preqin, 华鑫证券研究所

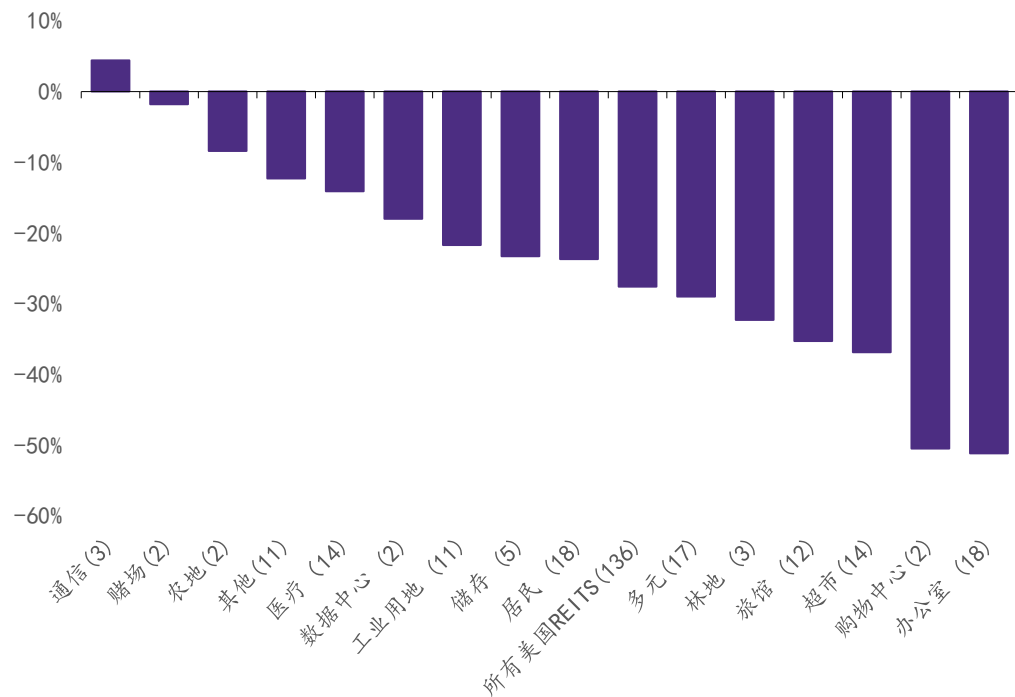
图表61: 不同方向的REITs交易数也出现了持续的回落



数据来源: Preqin, 华鑫证券研究所

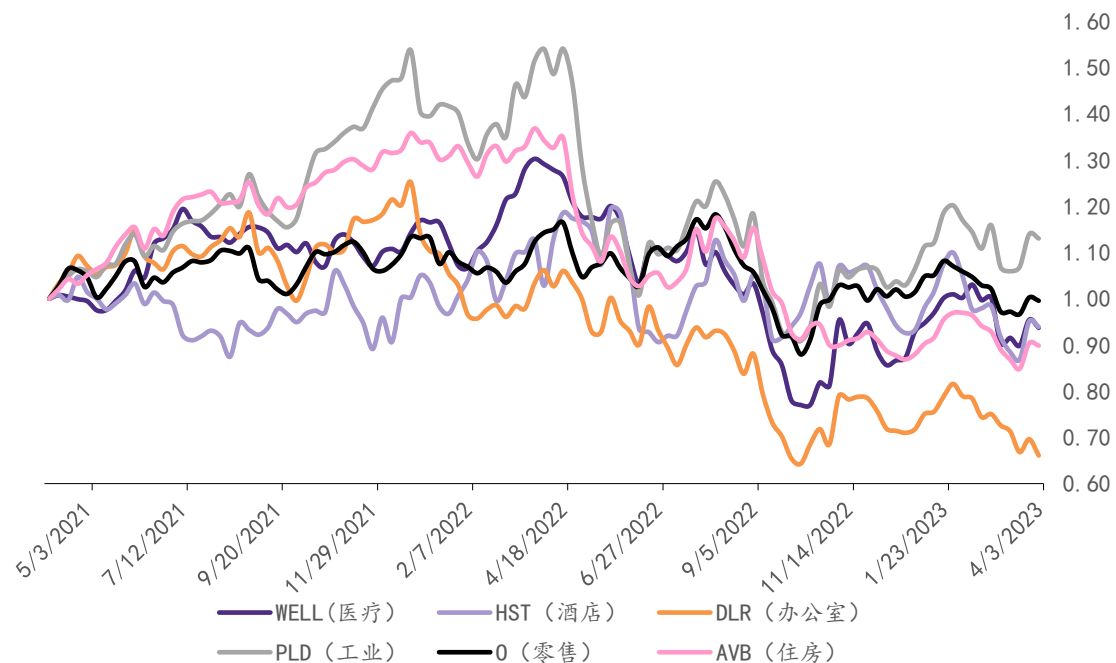
- REITs下行出现了一定的分化，其中通信REITs的属性最好，逆势上行，但办公室由于疫情后的居家办公趋势未改，估值逻辑发生转变，成为下跌最为严重的资产。

图表62：对比2022年10月以来，REITs普跌



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

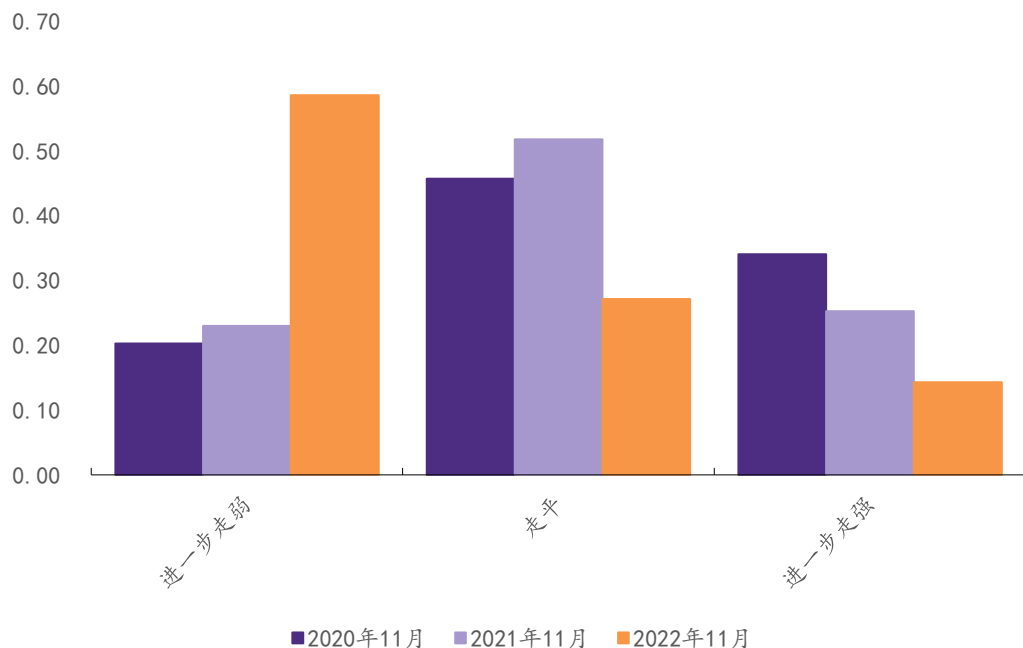
图表63：大部分的REITs出现回落，办公室回落尤其明显



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

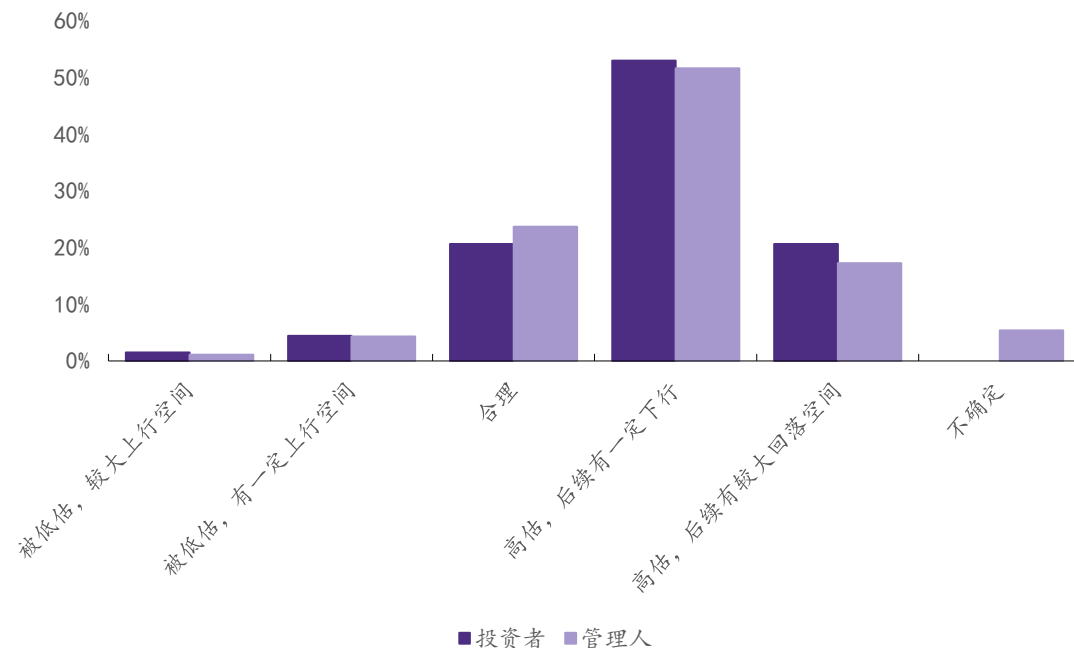
➤ 在收益率下行的情况下，市场也坚定了对于未来REITs的不看好，认为当前对于reits的整体价格是偏高的，仍有回落空间。

图表64：投资者对于REITs下12个月的表现预期迅速恶化



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

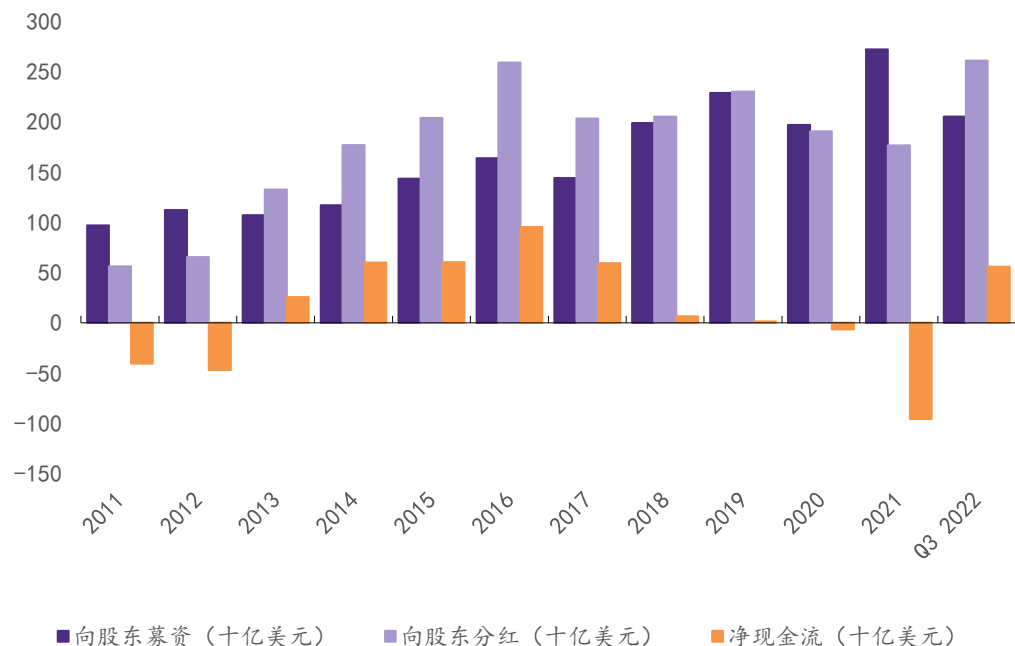
图表65：投资者和管理人均认为当前地产市场是高估的



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

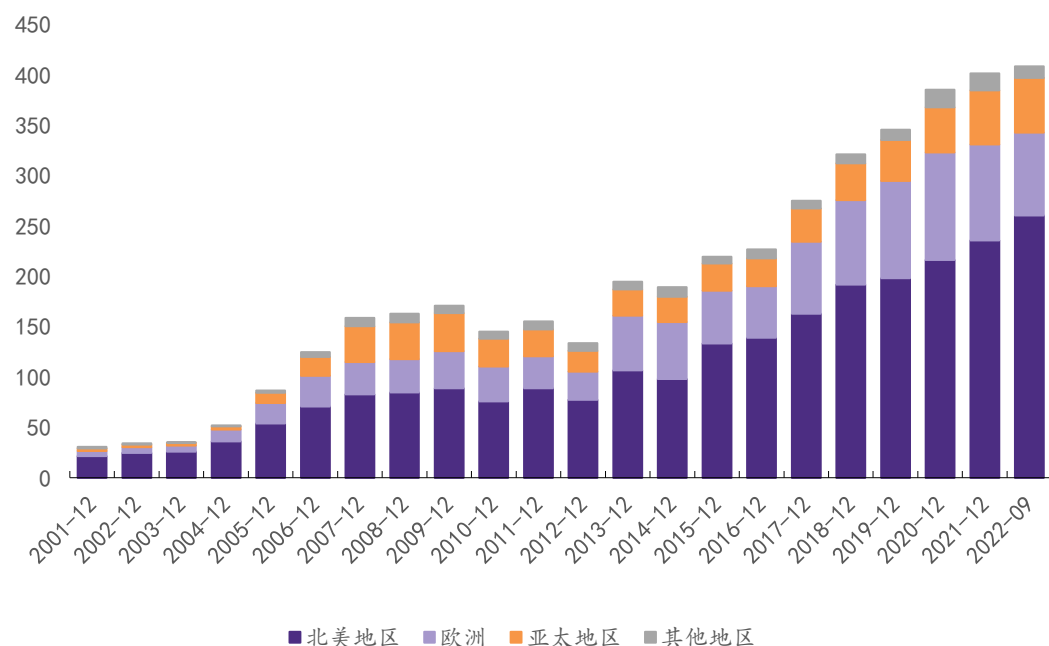
➤ 但是当前REITs行业也保留了大量的Dry Powder，现金流相对较稳，风险可控。

图表66：现金流出现了一定的改善



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

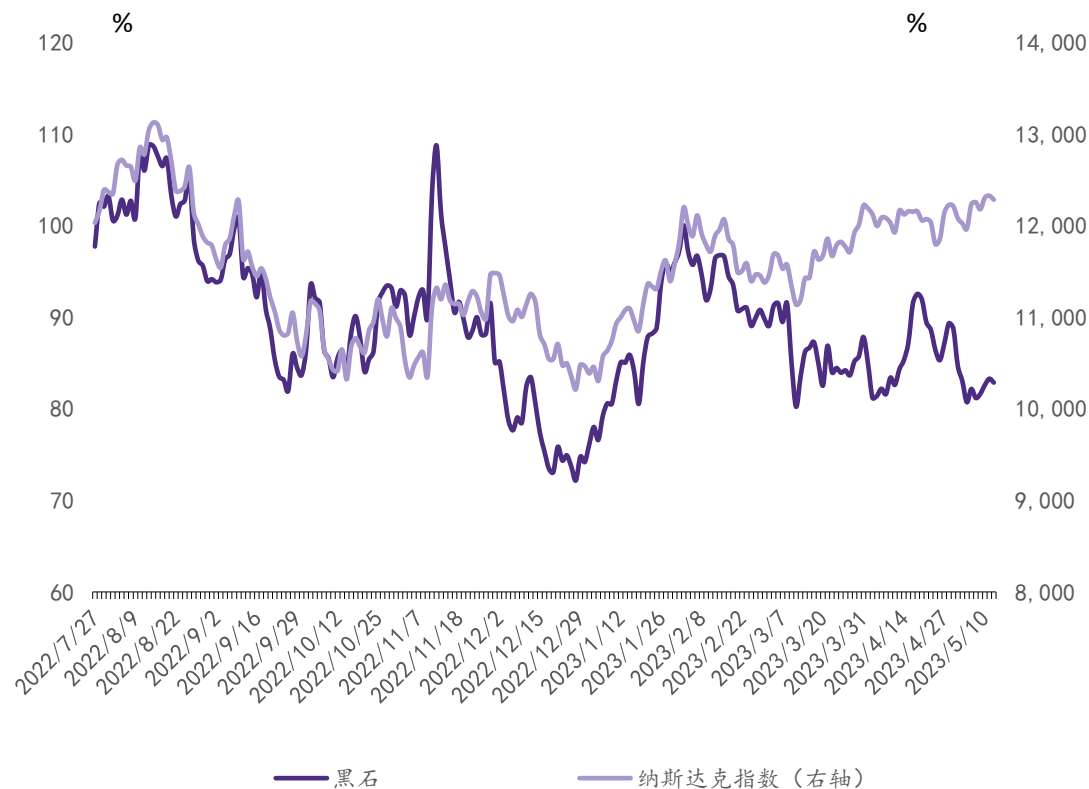
图表67：当前REITs行业留有大量的Dry Powder（十亿美元）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

- ▶ 伴随着联储激进加息，传统地产投资也面临了风险，黑石集的BREIT是黑石在2017年推出的Blackstone Real Estate Income Trust Inc，可以每个月赎回，过去的六年时间里，Breit的年回报率为12.5%，是MSCI美国房地产投资信托指数（以美国为重点的公共房地产投资信托基金的基准）的三倍，净值也已经逼近了700亿美元。
- ▶ 租房和工业用地是其组要的重要组成部分（占总资产的近80%）。仅在2021年，BREIT就吸引了超过200亿美元的净流入，并在2022年前9个月带来了约170亿美元的资金流入。BREIT一直是Blackstone的重要增长引擎，每年产生1.25%的管理费和12.5%的回报率超过5%。
- ▶ 2022年，大部分的REIT都在联储加息的进程中出现亏损，BREIT的客户的赎回需求也开始增加，从2022年10月开始，每月的赎回需求同时触及到了每月净值的2%，每季度净值的5%上限，加上黑石在芬兰的资产出现了违约，使得市场对于黑石的担忧持续。

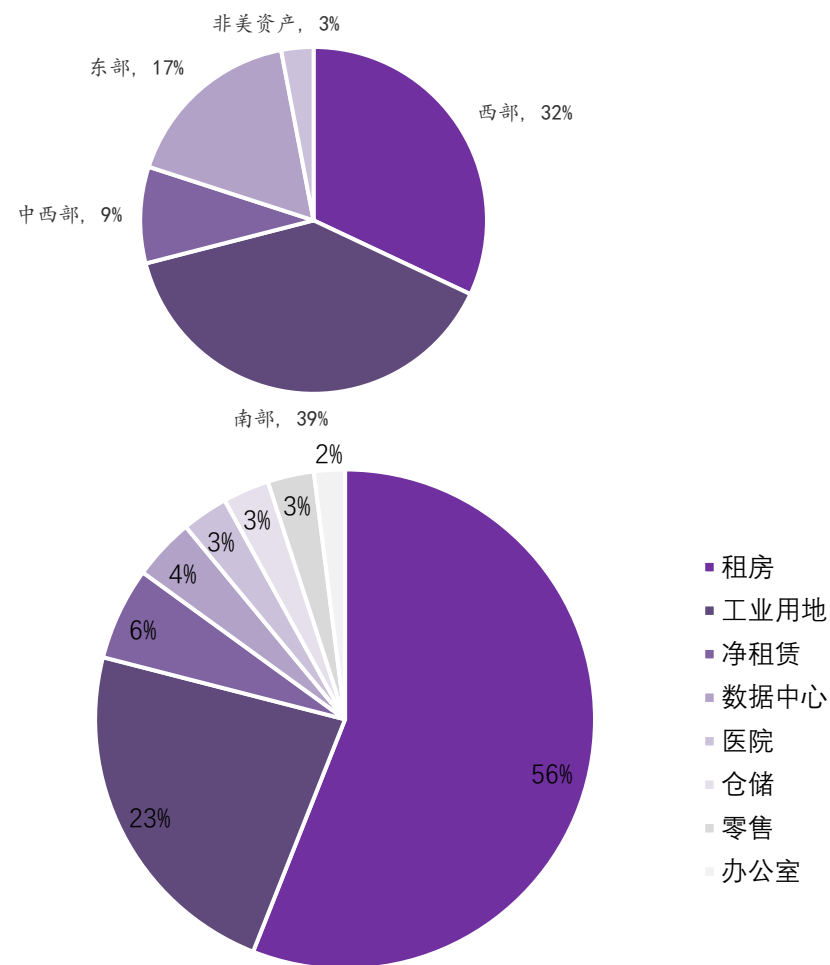
图表68：受近期风险事件影响，黑石股票持续下行



数据来源：WIND，华鑫证券研究所

- 当前黑石本身面对的矛盾是在银行危机以及后续金融市场风险时，资金的避险流出需求和黑石资产本身的不流动性的矛盾，但从其本身角度来说，黑石的资产都是相对优质的资产，疫情后逻辑改变导致价格快速下行的办公室类的资产占比较小。
- 从黑石本身的规模角度来说，芬兰的事情更多的是借款人方面出了问题，资金的流入出现了流动性问题，但这更多的是特例，在疫情和俄乌的双重打击下所致，大部分的黑石投资仍在美国本土，受俄乌冲突影响较小。

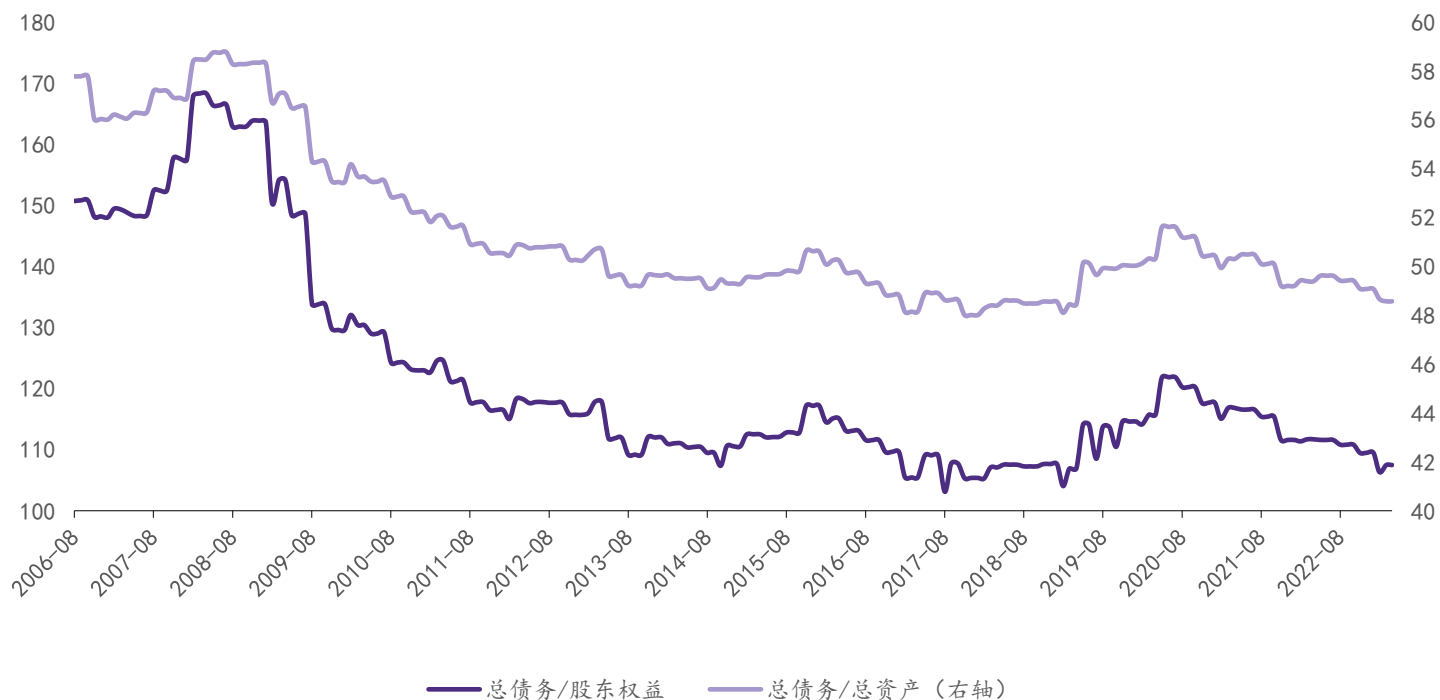
图表69：黑石只有少部分的资产在海外，也只持有小部分的办公室资产



数据来源：黑石财报，华鑫证券研究所

- 从债务水平的角度来看，近几年REITs的债务情况反而是逐渐好转的，远低于2008年时期的水平。
- 从资产的角度来看，REITs的资产保值属性更强，投资者更倾向于通过长期持有来熨平短期的波动，同样即使在2008年的极端情况，也只有General Growth Properties (GGP) 一家公开交易的房地产REITs申请了破产保护。
- 总体来看，美国REITs市场当前面临的更多是价格的波动而不是危机。

图表70: REITs整体债务情况反而十分健康



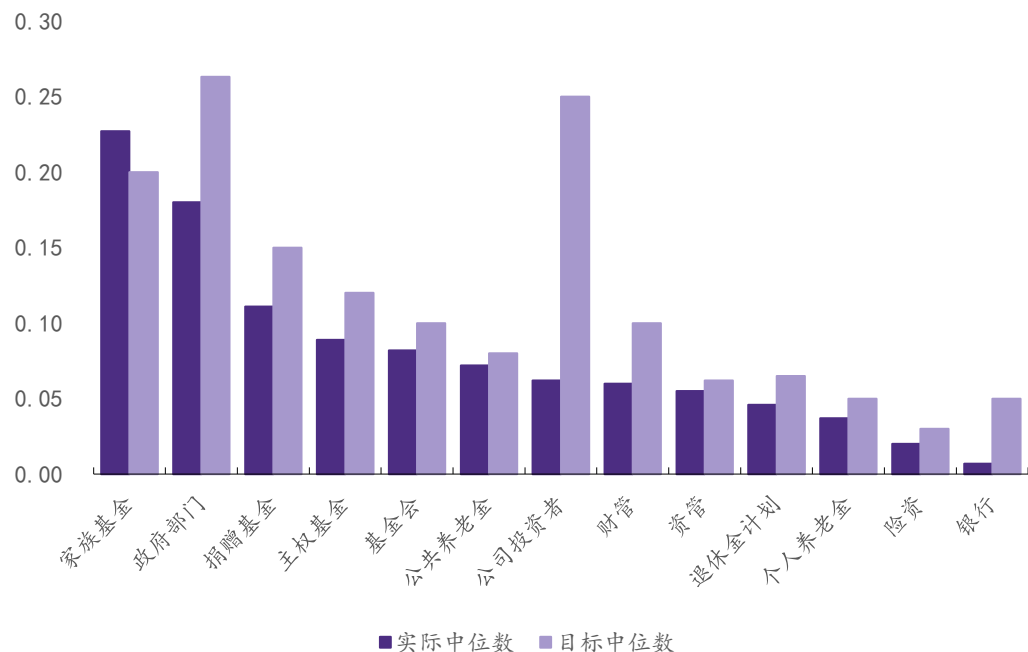
数据来源: Bloomberg, 华鑫证券研究所

06 PEVC市场： 行业繁荣后被动瘦身

研究创造价值

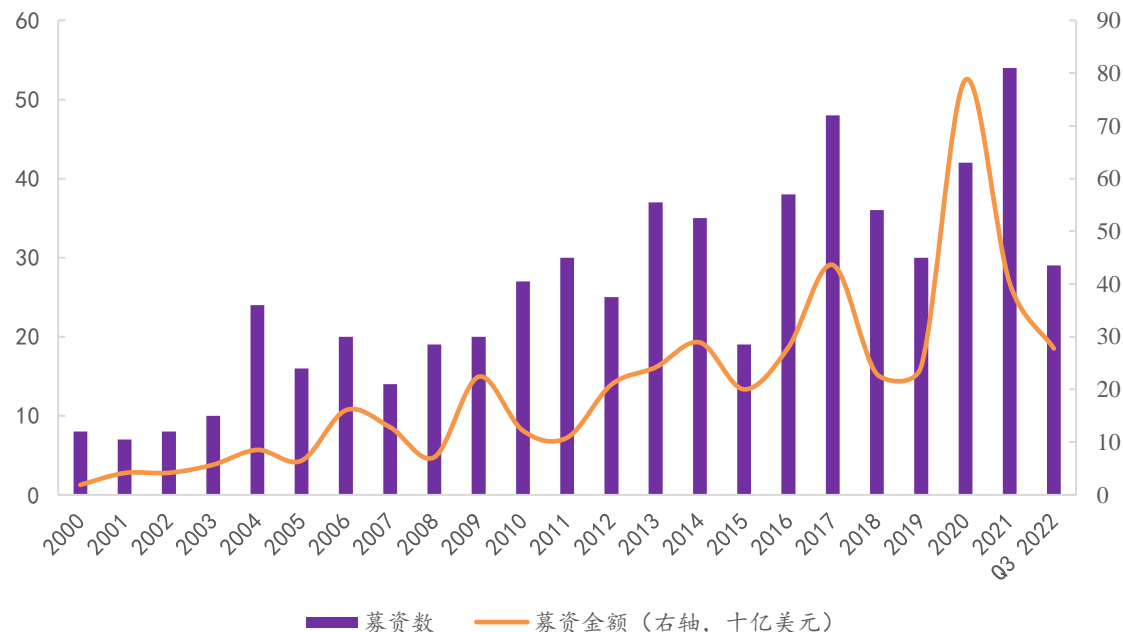
- **资金来源受阻：**SVB银行风波对PEVC市场的直接冲击较小，主要是越来越保守的债务借贷行为，这是私募股权公司自2022年下半年以来一直在努力应对的趋势——当时美联储的快速紧缩周期使银行主导的杠杆贷款市场几乎停滞，LBO在经历了2021年的繁荣之后出现了断崖下行。

图表71：来自公司和银行的投资急速减少（单位：十亿美元）



数据来源：Preqin, 华鑫证券研究所

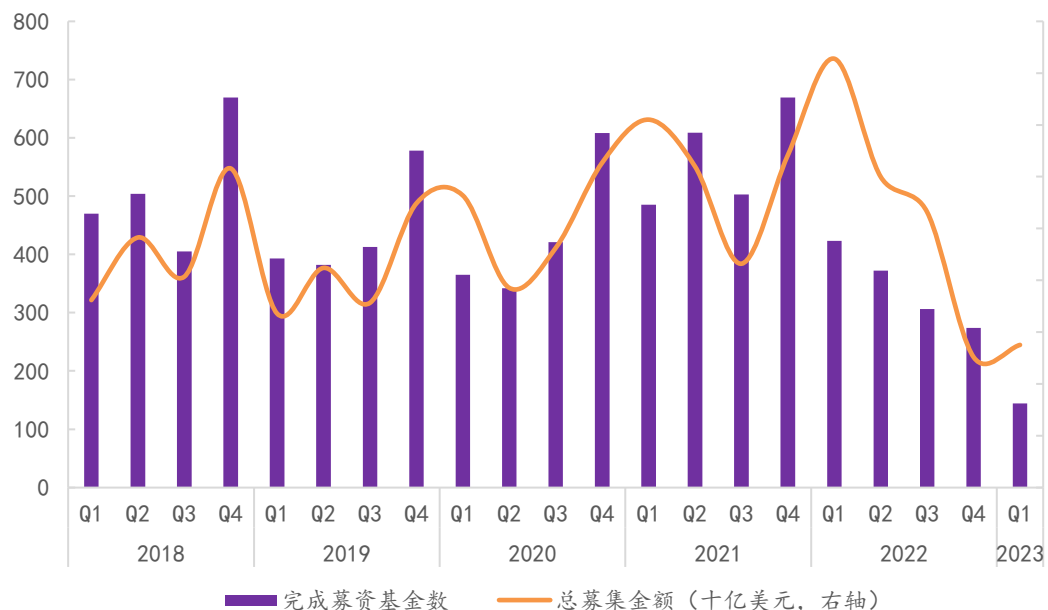
图表72：二级市场总募资额和募资数都出现了快速下行



数据来源：Preqin, 华鑫证券研究所

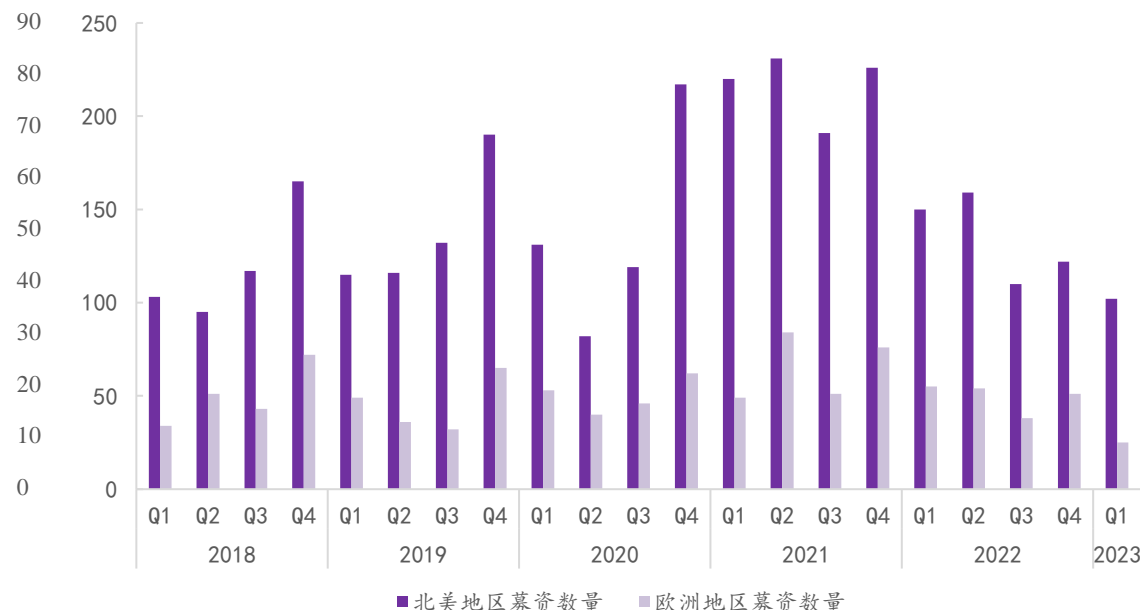
VC行业虽然出现了募资额的回弹，但募资基金数量持续下行，欧美地区的PE募资也保持了整体的回落。

图表73: VC募资金额有所回弹但是总体的募资数量仍在回落



数据来源: Preqin, 华鑫证券研究所

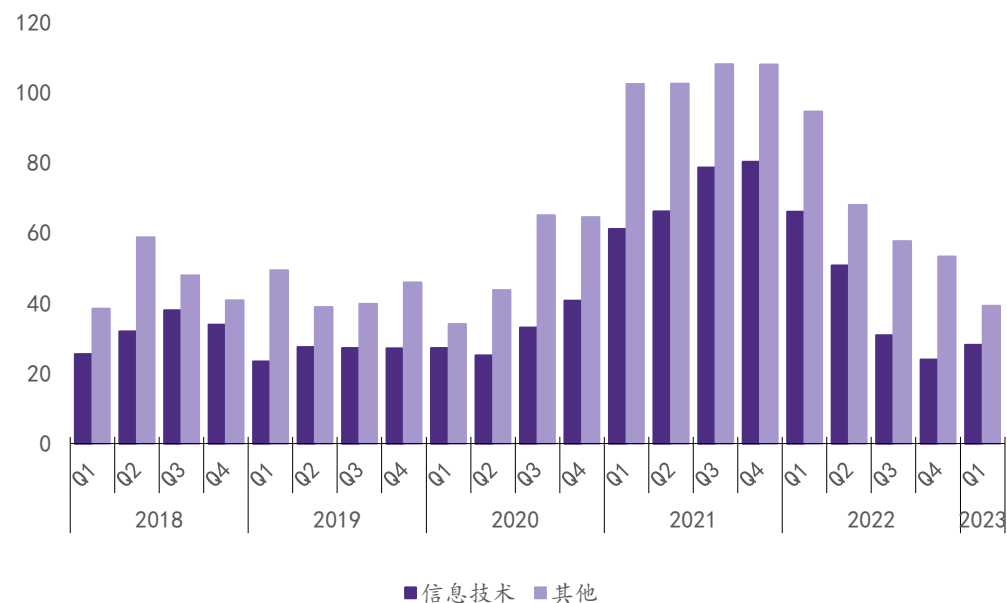
图表74: 欧美地区的PE募资数量整体回落



数据来源: Preqin, 华鑫证券研究所

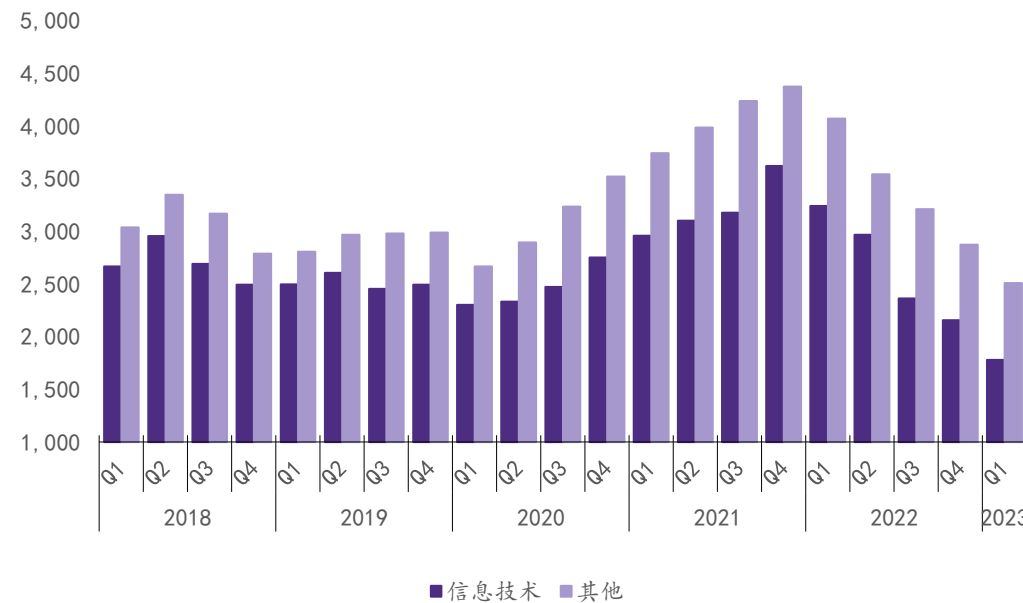
- 信息技术作为VC投资的一大领域，在当前的AI浪潮下出现了一定的逆势回升；
- 但不改数量下行的大势，当前市场的避险情绪大于风险偏好。

图表75：受到AI浪潮的推动，信息技术的交易金额出现了回弹（十亿美元）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

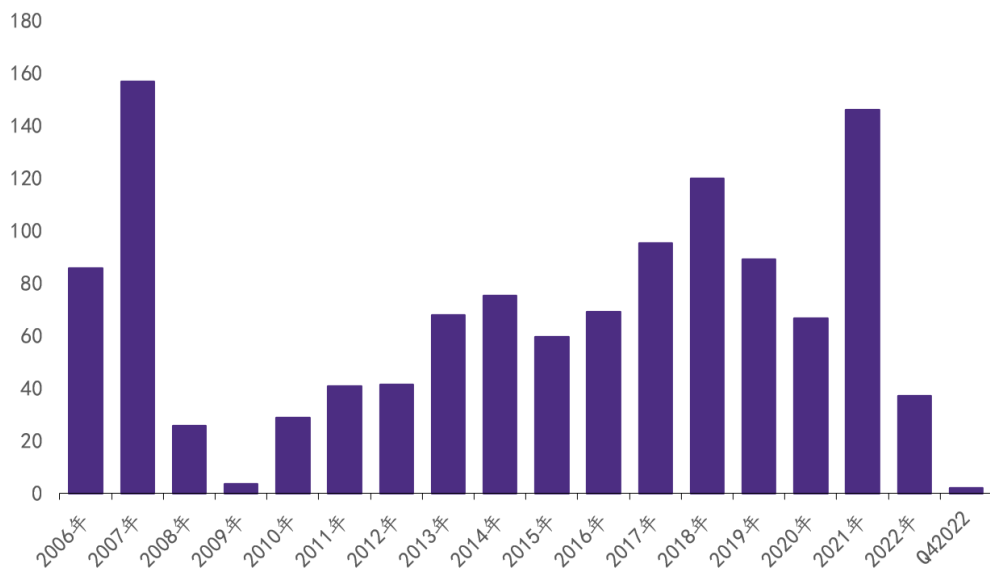
图表76：但是相关的VC交易数量确实保持了下滑的趋势



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

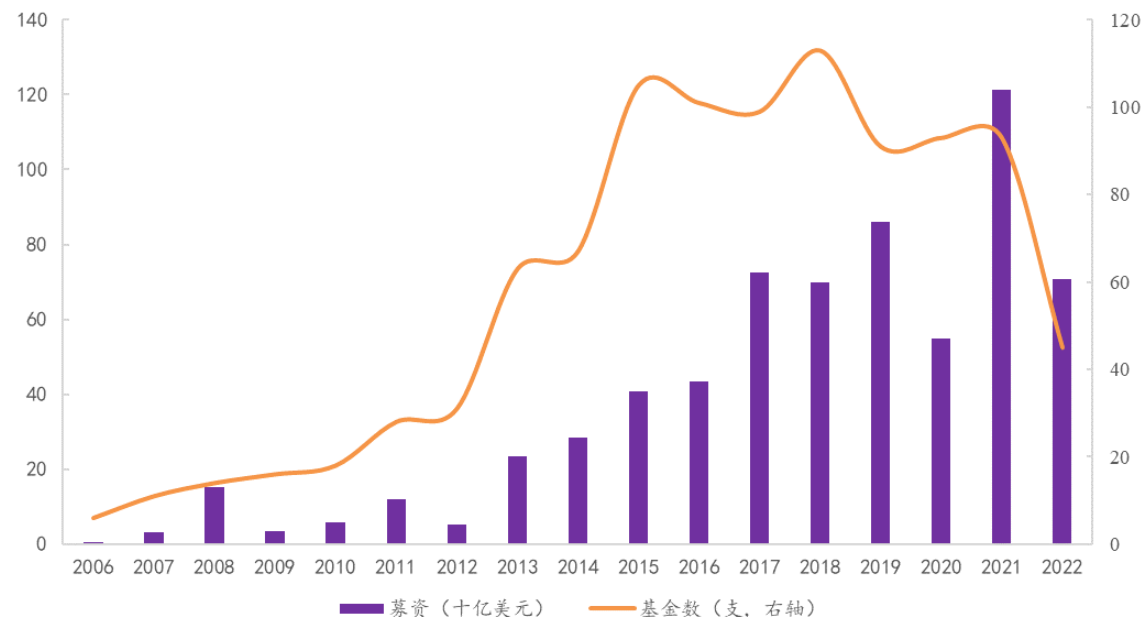
- 银行贷款受阻使得PEVC的募资更依赖于市场机构的Direct lending，PEVC行业的整体募资结构出现了改变；
- 但也如同美国银行风波一样，出资机构也更倾向于大型私募公司，小公司的募资受阻并未改善。

图表77：来自银行的杠杆资金快速回落，2022年Q4回落至2009年时期水平（单位：十亿美元）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

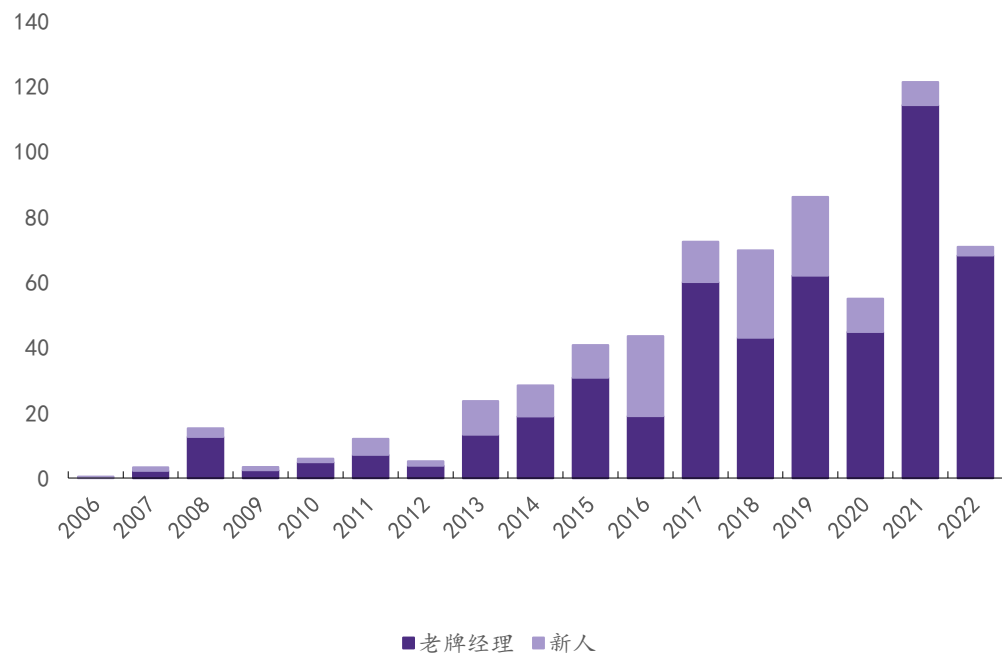
图表78：Direct Lending的下行速度较缓



数据来源：Pitchbook，华鑫证券研究所

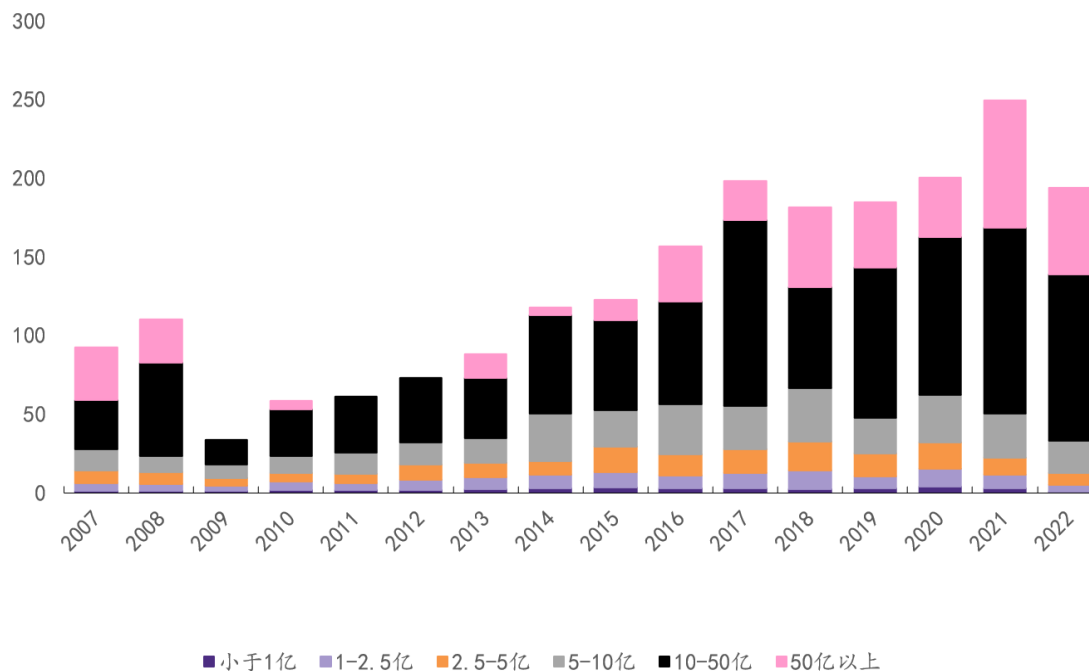
➤ 出资机构更倾向选择经验丰富和资产规模相对较大的PEVC项目，中小机构的募资渠道受阻。

图表79：机构更倾向于选择经验丰富的管理人
(单位：十亿美元)



数据来源：Pitchbook，华鑫证券研究所

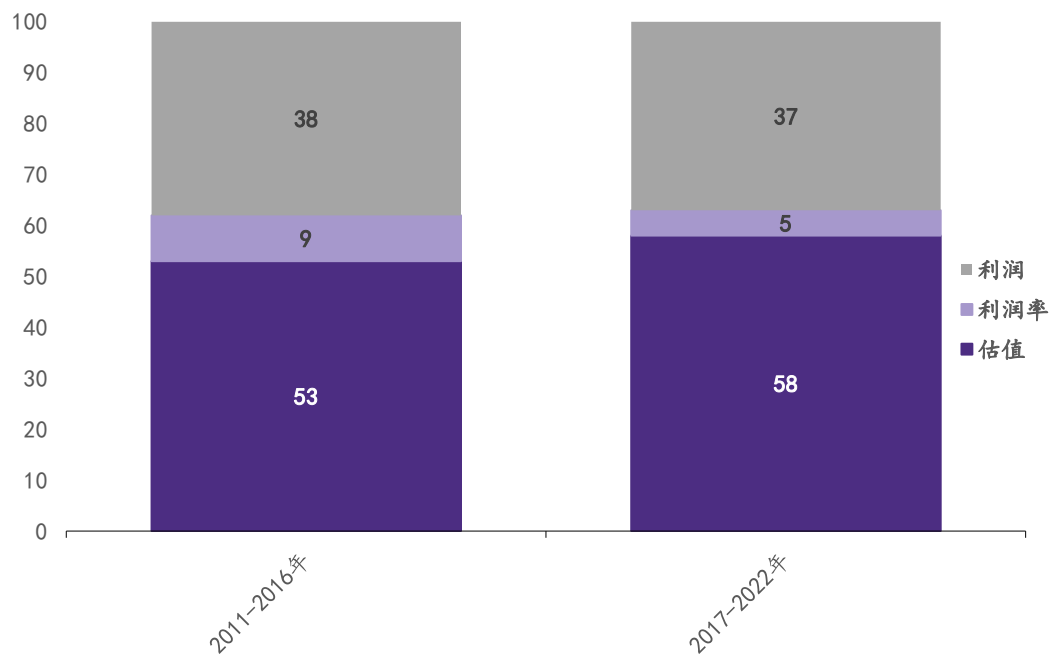
图表80：更多的钱也倾向于选择大体量的基金
(单位：十亿美元)



数据来源：Pitchbook，华鑫证券研究所

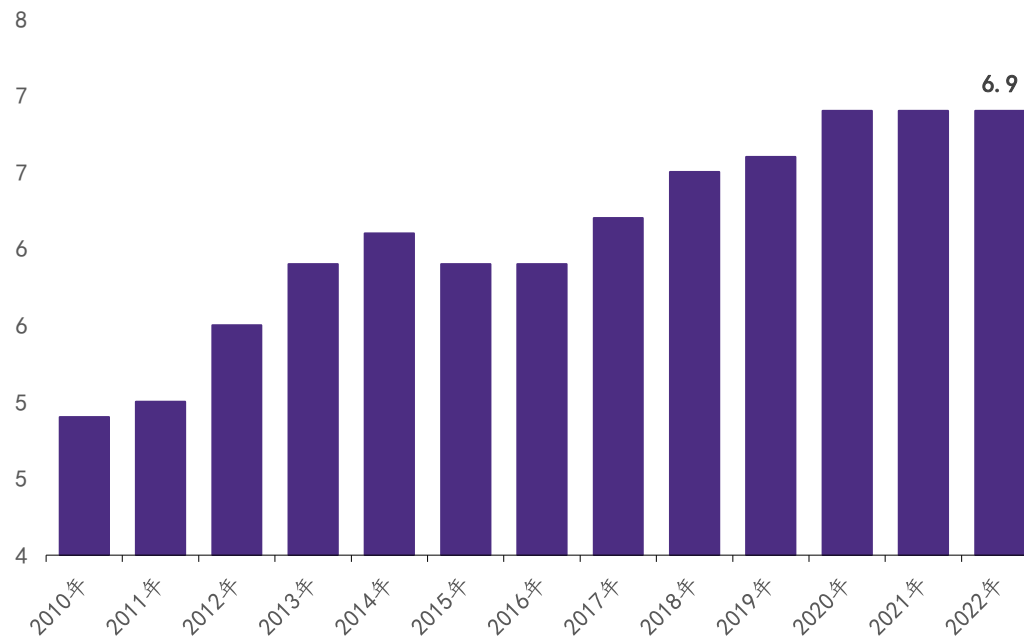
- 根据Pain的统计，近几年一级投资机构的价值创造更多的在于估值的扩张，即以较低估值倍数购买并以较高估值倍数出售。
- 但是伴随着联储的加息行为，高利率对于估值的压力也进一步显现，同时经济衰退的威胁也降低了企业的盈利空间，使得PEVC行业的收益同样迎来了双杀。
- 通常与估值倍数较高的公司相比，估值倍数较低的公司规模较小，投资风险较高。

图表81：PEVC更依赖估值创造价值而不是利润



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

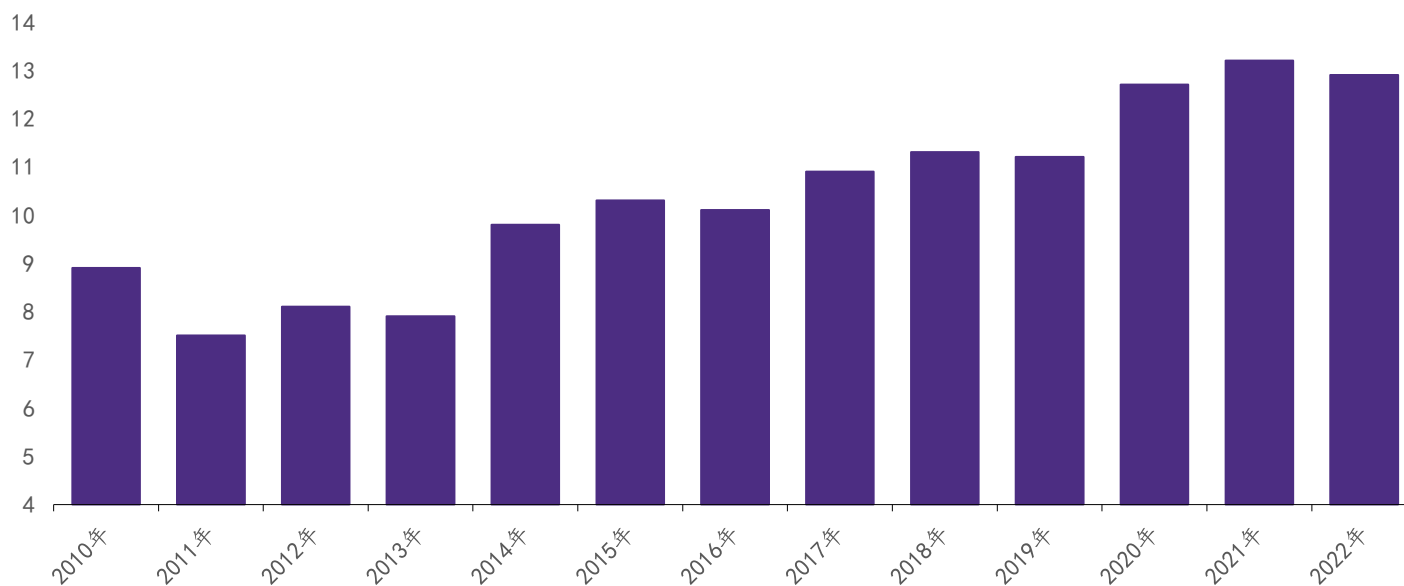
图表82：美国收购杠杆近三年维持在6.9的高位



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

- 联储激进加息后，PEVC募资难度加大，同时叠加资金成本上行，加杠杆也更为谨慎，全球平均收购杠杆明显下行。

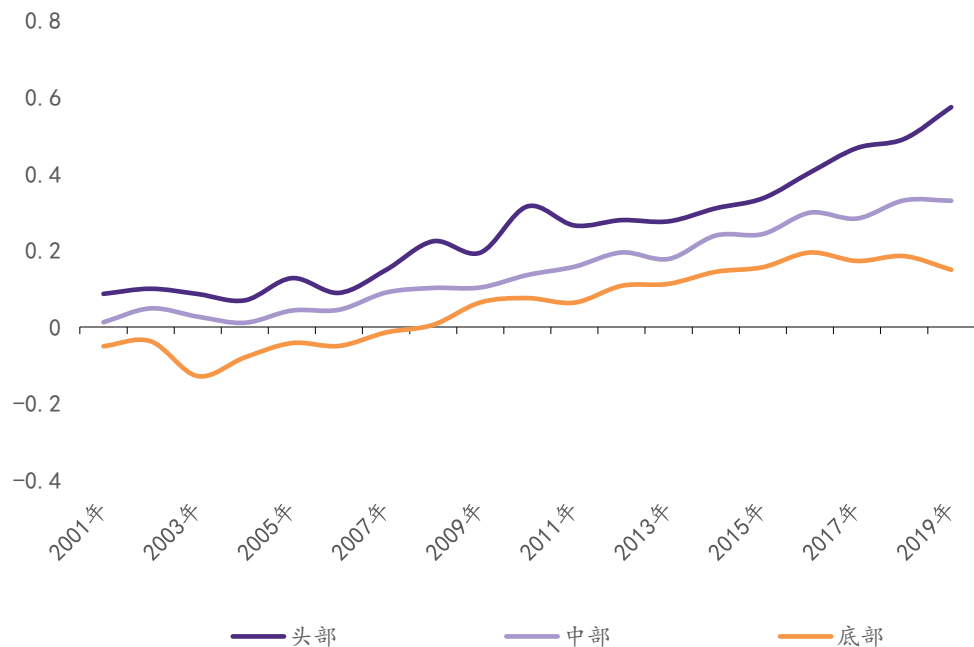
图表83：全球的平均收购杠杆已经出现了下行



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

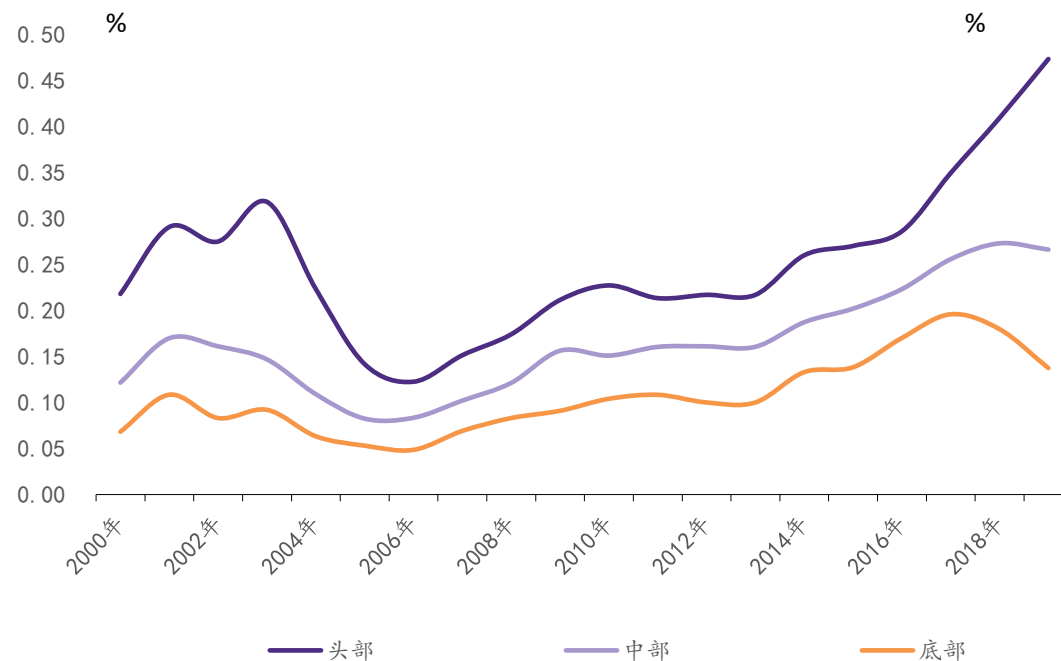
- 过去低利率的环境下PEVC行业经历了长期的扩张，但是伴随着经济的走弱（2019年），疫情的冲击以及联储的加息，头部机构和尾部机构的收益分化越来越明显。

图表84：PE和VC均在低利率环境退潮下出现了头尾部收益的加速分化（VC IRR）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

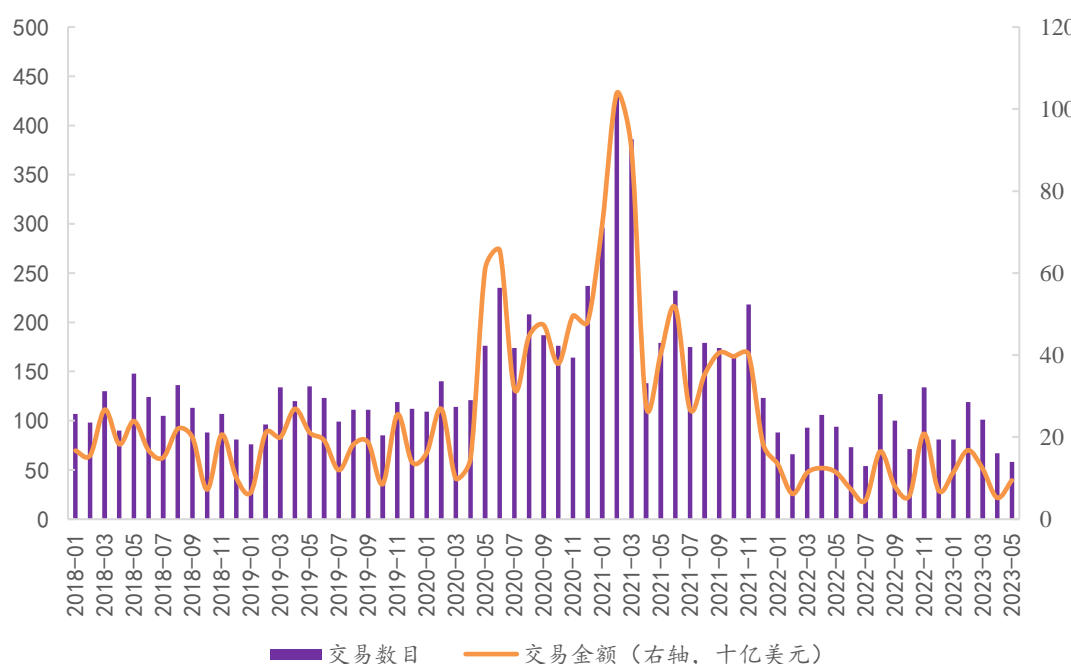
图表85：PE和VC均在低利率环境退潮下出现了头尾部收益的加速分化（PE IRR）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

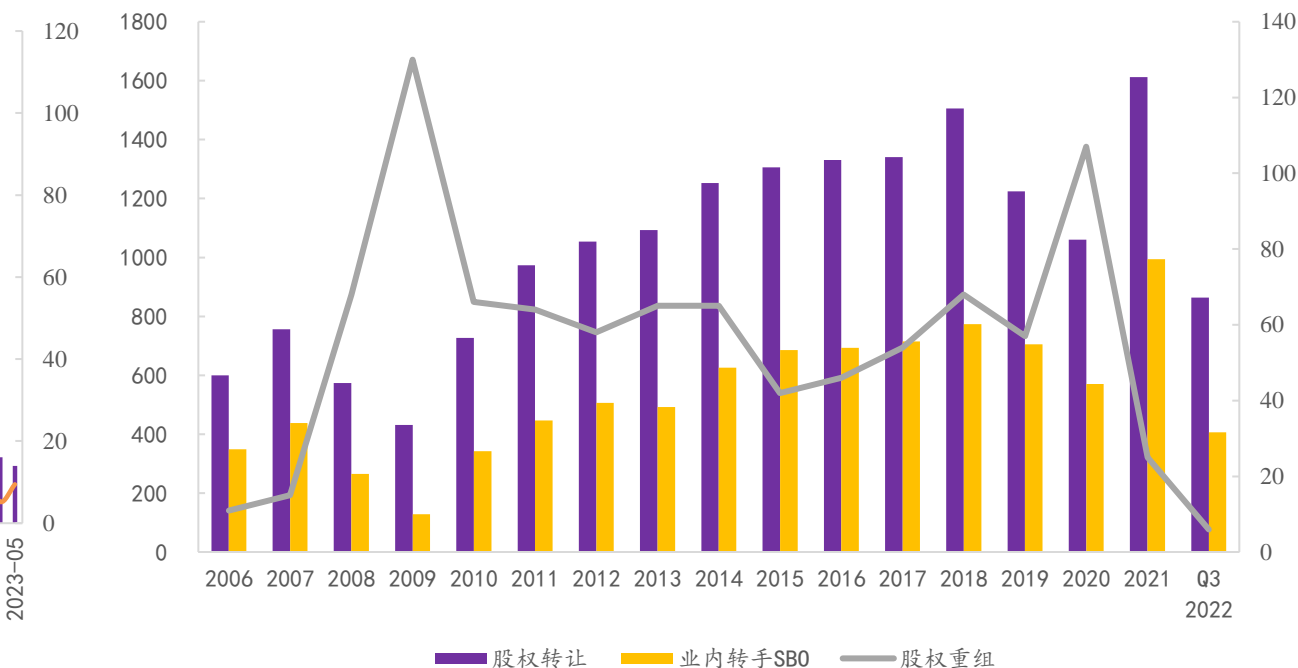
➤ 美国经济整体承压下，IPO的进程放缓使得整体PEVC的退出受阻，而除了IPO之外，其他的退出渠道也出现了快速的回落，股权转让从2021年1612次降低到了2022年Q3的864次，业内转手SBO的次数也直接腰斩，从2021年的994次下降到了2022年Q3的406次，股权重组则是直接回落到个位数，截至2022年Q3美国资本市场仅发生了6次股权重组。

图表86：美国IPO在经历了2020-2021年的高峰后出现快速回落



数据来源：Bloomberg，华鑫证券研究所

图表87：除了IPO以外其他的退出渠道也均收窄（次）



数据来源：Preqin，华鑫证券研究所

风险提示：

联储货币政策超预期转向

国内经济复苏超预期

地缘政治冲突再起

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

孙航：金融学硕士，2022年5月入职华鑫研究所。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	>20%
2	增持	10%—20%
3	中性	-10%—10%
4	卖出	<-10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	>10%
2	中性	-10%—10%
3	回避	<-10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。



华鑫证券

CHINA FORTUNE SECURITIES

研 究 创 造 价 值