

影子联邦基金利率的构建与商业银行近况的再探讨

——加息停止和降息开始的时间？

核心内容：

- **构建影子联邦基金利率的原因** 影子 FFR 最初是为了评估联邦基金利率 (FFR) 达到零利率下限后的实际利率水平，包括量化宽松等非常规政策的影响。官员和学者们在全球金融危机后对货币政策的思考中加入了影子 FFR，也有多种影子 FFR 在期间形成。其中较为知名且易得的影子利率是亚特兰大联储定期公布的 2016 年“吴-夏”模型，但其在联邦基金利率高于 0-0.25% 的范围后，吴-夏影子利率就会暂停更新。在量化紧缩以及迅速加息的过程中，影子利率不仅可以跟踪反映货币紧缩的力度，也可以反映市场对利率的预期以及前瞻指引的作用，因此在 FFR 脱离零利率下限后继续更新的影子 FFR 存在市场同步情绪指标和加息周期领先指标的意义。
- **构建影子 FFR 的方法** 首先挑选与联邦基金利率关系密切并且不受零利率下限限制的代理变量。在不能直接使用短期利率曲线的情况下，我们依照“长端利率 = 短端利率 + 期限与信用风险溢价”的简单框架，将选取的数据分为三类：(1) 政府融资情况指标，以美国中长期国债收益率数据为代表；(2) 私人部门融资情况指标，以企业债等数据为代表；(3) 利差指标，主要反映期限与信用风险溢价的部分。然后，通过主成分分析法 (PCA) 分离出影响较大的三个因子，再利用分离出的因子作为自变量和有效联邦基金利率 (EFFR) 进行线性回归，进而得出影子 FFR。我们选取的数据时间范围从 1986 开始至今，可以提供周度和月度的影子利率，这对及时反映市场对实际 FFR 的预期有帮助。
- **影子 FFR 的特征与意义-情绪同步指标和利率领先指标** 在假设市场利率完全由美联储货币政策驱动之下，银河影子 FFR 可以有效体现量化紧缩与前瞻指引等非常规政策的效果，这在过去的四轮 QE 中都有所体现。另一方面，银河影子 FFR 是一个可以同步反映市场预期的指标，这意味着在前瞻指引的框架下影子利率对货币政策周期顶部和底部的判断具有领先性。前瞻指引使小幅的领先性从 2015 年末开始出现，领先有效 FFR 约一个月左右；2016 年末再度加息前影子 FFR 同样领先一个月上行。不过从 2017 年末的加息开始，影子 FFR 的领先时间提升至一到两个季度，成功判断了一轮降息周期 (2019-2020 年初) 的顶部和一轮加息周期 (2022-2023) 的开启。同时，2017-2019 年的影子 FFR 已经开始高于实际 FFR，这是由当时的量化紧缩 (QT) 所引起的。
- **影子 FFR 在本轮货币政策周期释放的信号** (1) 按照影子 FFR 的领先规律，实际 FFR 在 6 月很难继续上行，本轮加息周期即将停止。(2) 2023 年个别月份的通胀与劳动数据超预期并没有改变影子利率整体回落的趋势，因此降息仍在视野之中。(3) 2018-2019 年影子利率见顶大约领先降息三个季度，按此规律推断本轮降息周期应在 2023 年四季度或 2024 年初，与其他衰退相关的模型 (比如同步指标 CEI，自然失业率模型等) 反映的时间大

分析师

高明

☎：18510969619

✉：gaoming_yj@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522120001

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn
分析师登记编码：S0130522110001

研究助理：于金童

主要风险：重要经济体增速超预期下行的风险、美欧银行流动性危机的风险、美国出现主权债务违约的风险

致相同。(4) 作为市场对利率预期的同步指标，影子 FFR 保持下行的趋势表明市场年内仍会继续交易 FFR 的下行，尽管二季度可能出现震荡，但美元和美债全年向下的势头难有改变。

- **影子 FFR 显示了银行问题冲击弱化，商业银行近况到底如何？** 银河影子 FFR 显示银行问题对政府和私人部门融资造成的压力在 4 月开始消散，这与近期的商业银行信贷和资产数据反映的信息大致相同。美联储 5 月初公布的高级信贷经理意见调查 (SLOOS)，认为银行信贷条件在一季度继续收紧，需求趋于下行。短期，美国私人部门的超额储蓄和实际工资降幅的收窄暂不加快信贷增速的下行，美国仍难以在二、三季度快速进入衰退。不过，我们认为包括存款利率过低、加息导致贴现窗口短贷利率过高和银行国债资产浮亏、美联储缩表的继续以及未来财政部通过新发债务补充资金这四类问题将继续消耗银行现金。随着中小银行现金情况进一步恶化、美国经济继续缓慢收缩，2023 年末降息可能仍存。
- **高级信贷经理意见调查 (SLOOS) 说了什么？** 一季度调查显示银行对大中型企业以及小型企业的商业和工业贷款的标准更加严格，需求也较弱。中型银行对商业贷款标准的收紧更加频繁。同时，所有商业房地产贷款类别的严格程度上行，需求收缩。总体上，代表企业的工商业和商业地产贷款需求弱于代表居民的消费和住宅贷款。从供需两侧考虑，美国商行信贷一季度供给的主动收缩大于需求，经济短期仍由于家庭部门的收入和超额储蓄而存在韧性，难以快速衰退，也意味着二、三季度降息难度大；商行主动收缩信贷的效果尚不明显，需要保持观察。
- **商业银行面临的四类可能导致未来降息的问题** (1) 银行系统的面临的重要风险是存款的持续外流，这是由过低的存款利率所引发的。只要存款利率继续大幅低于其他跟随 FFR 的资产回报率，这种现象就难以逆转，银行现金也将被持续消耗，使中小银行的负债业务更加不稳定。(2) 虽然中小银行通过美联储的 BTFP 和贴现窗口获得流动性，但需要意识到这些流动性基本以短期为主且利率高昂，这对存款流出且资产收益率较低的中小银行是难以长期承受的。(3) 美联储的量化紧缩 (QT) 仍在继续，每月实际缩减规模在 760-780 亿美元左右，同时美国家庭部门成为国债重要购买力，两者在持续消耗银行现金。(4) 美国财政部在央行存款 (TGA) 因为债务上限难以达成的消耗下几乎耗尽，尽管提高债务上限决议达成的时间并不明确，财政部势必在问题解决后大量发行国债来补充现金；这对银行准备金消耗的原理和第三点相同。综上，尽管美联储可以在一两个季度内使利率保持在高位，2023 年末到 2024 年初的经济下行和银行现金状况进一步恶化都是推动降息的理由。
- **从金融稳定等角度考虑，6 月加息停止并开始货币政策观察期仍是大概率** 尽管美联储近期频繁发声表示并不能排除年内进一步加息的可能，引发美元和美债收益率向上调整，我们倾向于利率难再大幅提高。但市场依然需要修正年内多次降息的预期，这在短期同样支持美元和美债收益率的小幅反弹。美联储不需要进一步加息的理由包括 (1) 实际利率在 CPI 降低至 4.9% 的情况下已经转正；(2) 核心通胀还在缓慢下行，工资增速的缓和与滞后的居住成本的回落难以使通胀大幅反弹，而商品部份影响已经很弱；(3) SLOOS 显示银行问题确实造成了信贷供给的边际紧缩，在利率高位的情况下停下加息而观察市场和经济反应是更稳妥的举措。至少从已经获得提名的美联储“二把手”杰弗逊和至关重要的纽约联储主席威廉姆斯的表态看，加息 6 月停止并进入观察期仍是大概率事件。

目 录

一、银河影子联邦基金利率（影子 FFR）	4
（一）构建影子 FFR 的原因：	4
（二）构建影子 FFR 的方法：	5
（三）影子 FFR 的特征与意义：	7
二、美国商业银行：信贷紧缩效果需观察，四类问题仍可能导致年末降息	9
（一）高级信贷经理意见调查说了什么？	9
（二）商业银行面临的四类可能导致未来降息的问题：	11

一、银河影子联邦基金利率（影子 FFR）

（一）构建影子 FFR 的原因：

构建影子联邦基金利率主要有两类目的：（1）评估联邦基金利率（FFR）达到零利率下限后的实际利率水平，包括量化宽松等非常规政策的影响；（2）以多种市场利率作为数据基础的影子利率可以作为反映市场对利率预期的同步指标，且对实际政策利率存在一定领先性。

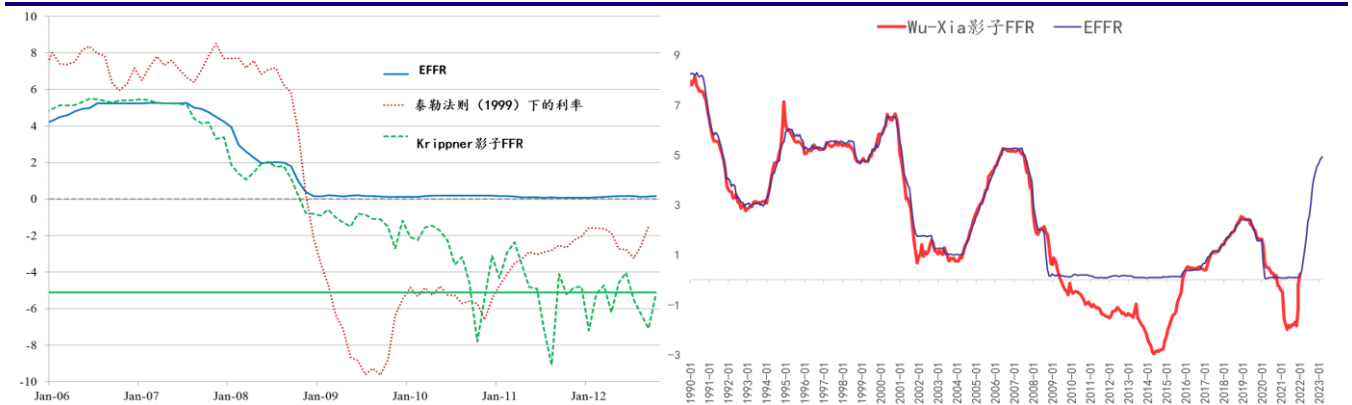
影子联邦基金利率的构建的最初目标是为了有效评估实际的政策利率水平。在 2008 年全球金融危机爆发前，学界与市场基本认为联邦基金利率是反映美国货币政策态度最有效的指标。伯南克就曾表示 FFR 对“实际经济变量的未来动向提供了非常有效的信息……也是一个反映货币政策行为的优秀指标”¹。不过，包括量化宽松在内的非常规货币政策改变了这一结论。尽管美联储于 2008 年 12 月将控制短端利率的 FFR 下调至 0-0.25%，在泰勒规则中这一水平的 FFR 依然过高，同时零利率下限成为了衡量非常规货币政策环境下的限制因素。因此，学术界开始通过多种方式拟合影子 FFR，期以观察负利率政策的实际效果以及利率与通胀和就业的关系。

自布莱克在 1995 年形成影子利率的概念后，包括现任圣路易斯联储行长布拉德（Bullard 2012）等都在全球金融危机后对货币政策的思考中加入了影子 FFR，也有多种影子 FFR 在期间形成。其中较为知名且易得的影子利率是亚特兰大联储定期公布的 2016 年“吴-夏”模型²。吴-夏影子利率是依据不同年限的一个月远期利率生成的，也即是通过主成分构成的长期收益率曲线推算的。该曲线较好体现了 2009-2015 以及 2020-2021 年之间美联储负利率政策的状态。遗憾的是，在联邦基金利率高于 0-0.25% 的范围后，吴-夏影子利率就会暂停更新，所以本轮加息周期无法参考之。

在量化紧缩（QT）以及迅速加息的过程中，影子利率不仅可以跟踪反映货币紧缩的力度，也可以反映市场对利率的预期以及前瞻指引的作用，因此在 FFR 脱离零利率下限后继续更新的影子 FFR 存在市场同步情绪指标和加息周期领先指标的意义，这也是我们构建影子 FFR 的原因。

图 1：2008 后影子利率的作用凸显，用于校正联邦政策利率

图 2：吴夏影子利率可以反映负利率状态，但近期停止更新（%）



¹ Bernanke, B and A Blinder (1992): “The federal funds rate and the channels of monetary transmission”, American Economic Review, 82, pp 901-921.

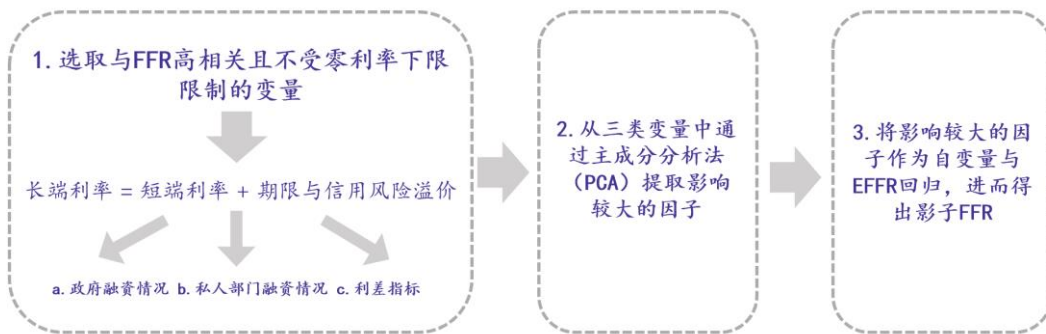
² Wu-Xia Shadow Federal Funds Rate - Federal Reserve Bank of Atlanta (atlantafed.org)

资料来源: Bullard, Krippner (2012), 中国银河证券研究院整理 资料来源: Wind, Fred, 中国银河证券研究院整理

(二) 构建影子 FFR 的方法:

影子联邦基金利率的构建通常需要选取 (1) 与联邦基金利率关系密切并且 (2) 不受零利率下限限制的代理变量。在后一条件下, 短期利率所形成的收益率曲线基本可以被排除; 不过, 联邦基金利率所直接影响的是短端利率, 这从不同期限国债收益率对 FFR 的相关性就可以看出。

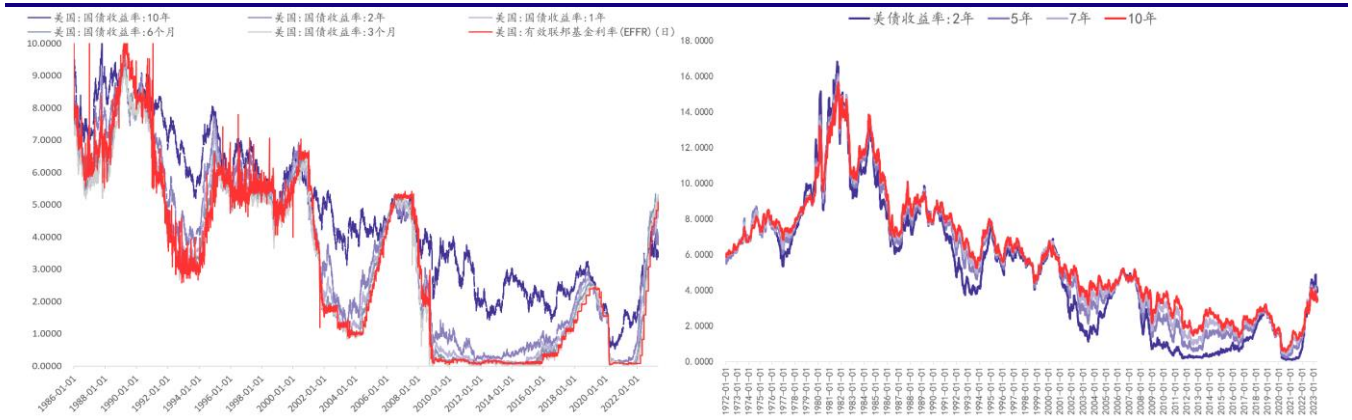
图 3: 构建银河影子 FFR 的主要流程



资料来源: 中国银河证券研究院整理

在不能直接使用短期利率曲线的情况下, 我们依照“长端利率 = 短端利率 + 期限与信用风险溢价”的简单框架, 剔除期限和信用风险溢价后的长端利率是可以反映短端利率预期进入负值区间的, 这也是吴-夏影子利率参考的思路。不过需要注意的是吴-夏影子利率主要依赖美国国债收益率的变动, 其覆盖范围在量化宽松 (QE) 实施后似乎不够全面。QE 的重点便是对长端利率施加下行压力, 从而压低私人部门的借贷成本, 进一步鼓励信用扩张, 所以增加私人部门利率成本的变化更利于影子指标体现实际的利率水平。同时, 一些影子 FFR 为了囊括 QE 的影响而增加了描述美联储资产负债表规模的指标以反映对利率的压低, 而增加私人部门的融资条件有着异曲同工之妙, 并可以降低模型复杂程度。

图 4: 短端收益率跟随 FFR, 长端额外反映了期限与风险溢价 图 5: 政府融资情况指标 (%)



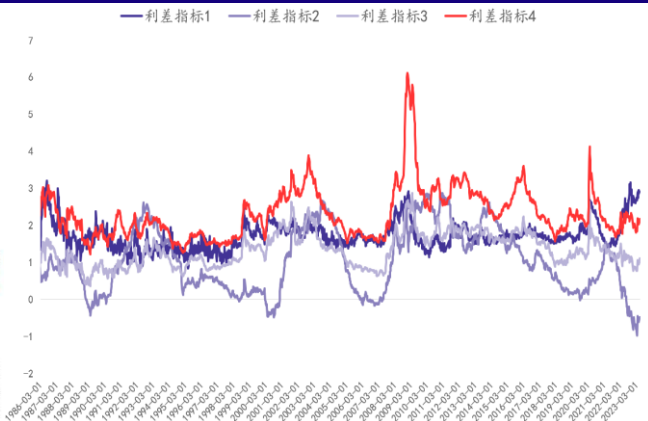
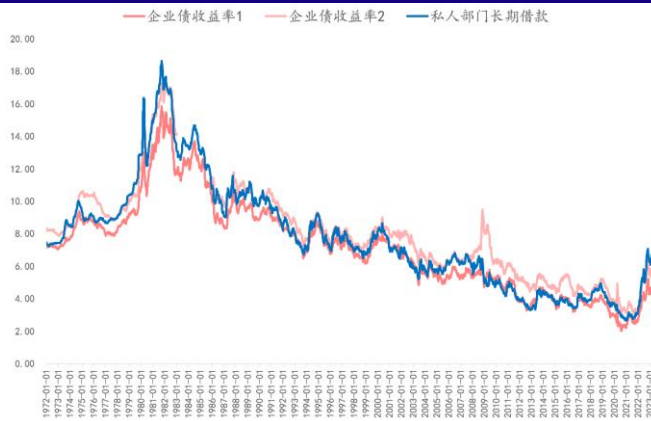
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

因此, 可以将选取的数据分为三类: (1) 政府融资情况指标, 以美国中长期国债收益率数据为代表; (2) 私人部门融资情况指标, 以企业债等数据为代表; (3) 利差指标, 主要反映期限与信用风险溢价的部分。政府和私人部门利率数据基本符合“大缓和”时代逐年下降的情况, 在衰退期间也保持下行, 同步性较好。利差指标则有更高的波动性, 且在衰退期间由于信用风险等因素而趋于上行。

图 6: 私人部门融资情况指标 (%)

图 7: 利差指标 (%)

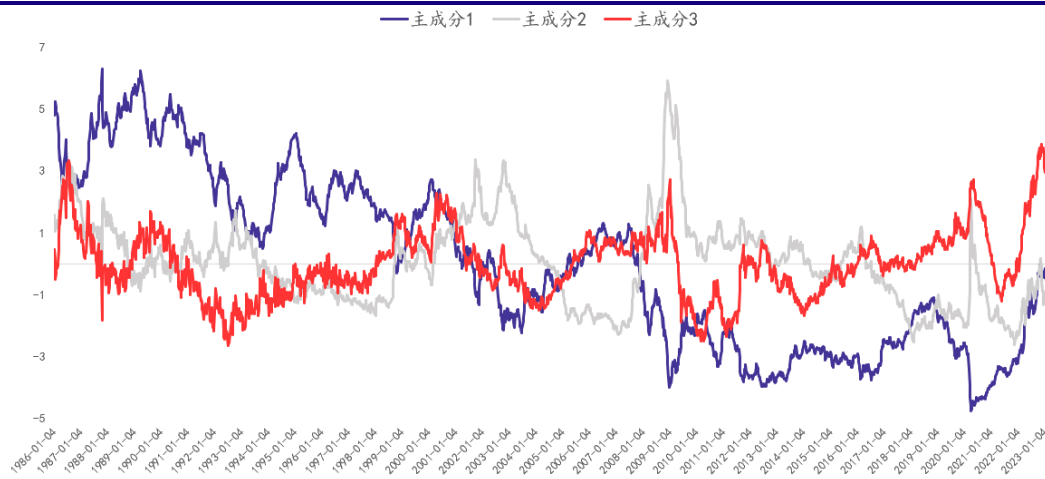


资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

影子利率希望捕捉的是联邦基金利率对以上三类指标造成的联动影响, 也即找到三类指标中的共性因子, 从而更好的刻画实际利率的水平。这时需要通过主成分分析法 (PCA) 分离出影响较大的三个因子, 这些因子反映了融资情况指标的时间变化以及期限与信用风险溢价的主要趋势 (可以解释约 97% 的变动), 也可以刻画不同利率和利差受到 FFR 的同步影响。在此基础上, 我们利用分离出的三个主成分因子作为自变量和有效联邦基金利率 (EFFR) 进行线性回归, 进而得出影子 FFR。我们选取的数据时间范围从 1986 开始至今, 可以提供周度和月度的影子利率, 这对及时反映市场对实际 FFR 的预期有帮助。下文将讨论银河影子 FFR 的特征和意义。

图 8: 三类主成分的得分 (component score)

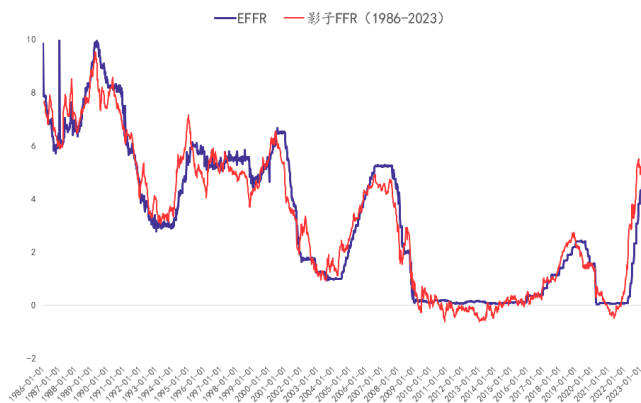


资料来源: Wind, FRB, 中国银河证券研究院整理

(三) 影子 FFR 的特征与意义:

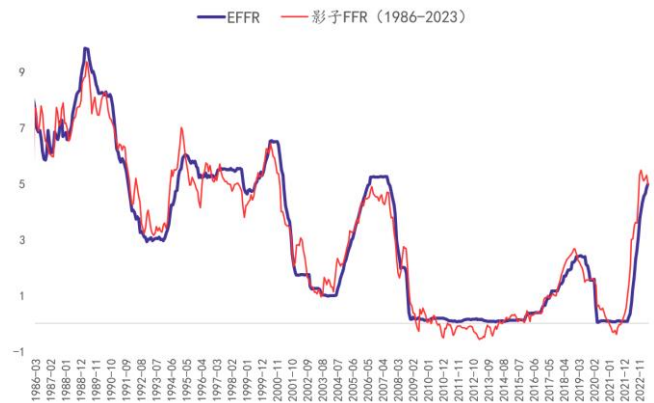
银河影子 FFR 可以提供周度和月度频率, 周度数据可以更好反映特殊事件造成的利率波动。观察银河影子 FFR 可以得出: (1) 自大滞胀时代以来, 影子利率与有效联邦基金利率重合度极高, 相关性达到 97%, 可以有效跟踪非常规货币政策实施前的联邦基金利率。(2) 2008 年后, 由于量化宽松等非常规货币政策的使用, 虽然联邦基金利率受到零利率下限的限制, 影子 FFR 在 2010-2015 以及 2021 年两次进入了负利率区间, 这反映出非常规政策被市场预期认可。(3) 前瞻指引的作用在 2008 年后愈发明显, 影子 FFR 在 2018 年四季度早于有效联邦基金利率见顶, 在 2021 年四季度早于有效联邦基金利率回升, 因此影子 FFR 对加息和降息周期的顶部与底部有一定领先性。(4) 2023 年 3 月硅谷银行危机爆发后, 周度影子 FFR 出现了显著上行, 反映短暂飙升的金融压力, 但目前这一压力已经大致消退, 市场对未来降息的预期仍然比较坚定。

图 9: 银河影子 FFR - 周度 (%)



资料来源: Wind, FRB, 中国银河证券研究院整理

图 10: 银河影子 FFR - 月度 (%)



资料来源: Wind, FRB, 中国银河证券研究院整理

从以上观察不难看出, 在假设市场利率完全由美联储货币政策驱动之下, **银河影子 FFR 可以有效体现量化紧缩与前瞻指引等非常规政策的效果**。具体来看, 影子 FFR 在 2008 年末开始进入负利率区间, 这与伯南克降息至 0%-0.25% 并开启 QE1 的时间基本相同。同时, 影子 FFR 在 QE2 (2010 年 11 月-2011 年 6 月) 以及 QE3 (2012 年 9 月-2014 年 10 月) 期间保持在负利率水平, 体现资产购买对降低实际利率确有明显效果。更为重要的是, 影子利率在 2021 年 10 月左右, 也即通胀上行且美联储宣传考虑缩减资产购买 (Taper) 之后, 已经恢复至零利率上方。这暗示美联储在 2021 年末至今的紧缩周期中似乎没有严重滞后, 其非常规政策部分使得市场利率在 2022 年 3 月开始加息前就已经收紧。虽然银河影子 FFR 可以较好反映负利率的时间, 需要注意相比吴夏影子利率估计的 2010-2015 年 -1.44% 的均值, 银河影子 FFR 同期均值仅为 -0.1%, 这显示我们的模型对 QE 和 QT 的影响有估计不足的情况。

另一方面, **银河影子 FFR 是一个可以同步反映市场预期的指标, 这意味着在前瞻指引的框架下影子利率对货币政策周期顶部和底部的判断具有领先性**。早在 2000-2003 年,

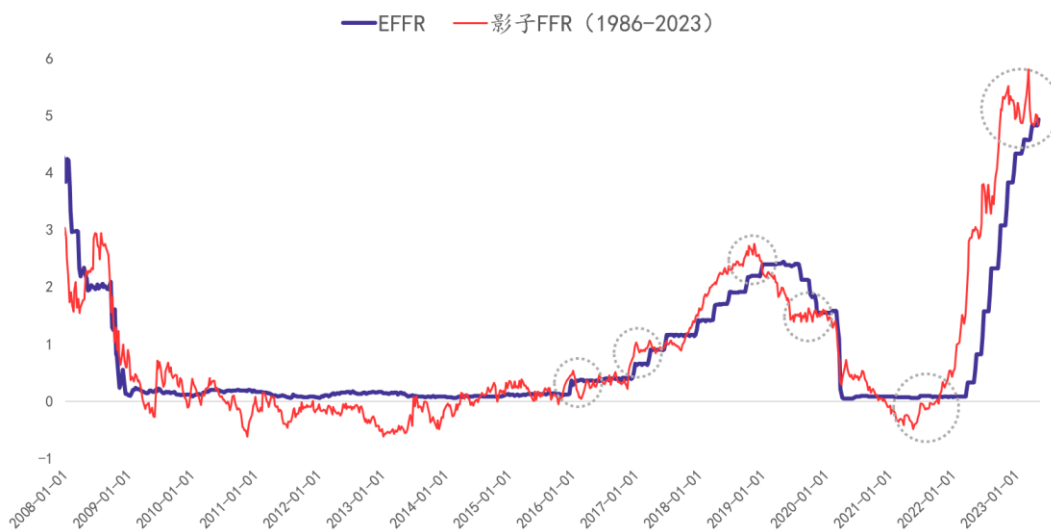
美联储就已经尝试在经济展望的风险因素上使用前瞻指引；2003年8月，前瞻指引开始包括美联储对政策倾向。由于对未来的政策路径表明一定倾向或引导，前瞻指引对市场利率的影响愈发明显，通过市场利率形成的影子 FFR 也开始逐渐具有领先性。前瞻指引从2008年末就指向了零利率，虽然当时的影子 FFR 上没有展现出领先的变动，但小幅的领先性从2015年末开始出现，领先有效 FFR 约一个月左右；2016年末再度加息前影子 FFR 同样领先一个月上行。不过从2017年末的加息开始，影子 FFR 的领先时间提升至一到两个季度，成功判断了一轮降息周期（2019-2020年初）的顶部和一轮加息周期（2022-2023）的开启。同时，2017-2019年的影子 FFR 已经开始高于实际 FFR，这是由当时的量化紧缩（QT）所引起的。

图 11：前瞻指引的实施逐渐影响市场对 FFR 的预期，给予影子 FFR 领先性，这在 2016 年后愈发明显

时间	前瞻指引内容
2008年12月16日	FOMC将其联邦基金利率目标下调至0%至1/4%的区间并认为这是一个有效的下限。疲软的经济状况可能会在一段时间内使联邦基金利率处于极低水平。
2009年3月18日	FOMC在其会后声明中将“一段时间”替换为“延长一段时间”。
2011年8月9日	FOMC宣布，它可能会将联邦基金利率保持在极低的水平，“至少到2013年年中”。
2012年1月25日	FOMC将“至少到2013年年中”替换为“至少到2014年底”。
2012年9月13日	FOMC表示“预计在经济复苏加强后的相当长的一段时间内，高度宽松的货币政策立场仍将是合适的”。联邦基金利率的极低水平可能是“至少到2015年中期”的保证。
2012年12月12日	FOMC预计将联邦基金利率保持在0%至1/4%的区间之间，且只要失业率保持在6-1/2%以上，预计未来一到两年的通胀率不会比委员会2%的长期目标高出半个百分点，长期通胀预期继续得到很好的锚定。
2013年12月18日	FOMC宣布在失业率降至6-1/2%以下之后，将联邦基金利率的当前目标区间维持下去可能是合适的，特别是如果预计通胀继续低于委员会2%的长期目标。
2014年3月19日	FOMC预计在“资产购买计划结束后的相当长的一段时间内，维持联邦基金利率的当前目标区间可能是合适的”。
2014年10月29日	FOMC表示，“在本月资产购买计划结束后的相当长的一段时间内，将联邦基金利率维持在0%至1/4%的目标区间可能是合适的”。
2014年12月17日	FOMC宣布可以耐心地开始使货币政策立场正常化。
2015年3月18日	FOMC更改了“可以耐心等待”的表述，表明目标区间在4月的FOMC会议上仍然不太可能。在劳工市场继续改善且有理由相信通胀将在中期内回到2%的目标时，加息更为合适。
2015年7月29日	FOMC将劳动力市场“继续改善”的指引改为“继续小幅改善”。
2015年10月28日	FOMC将“维持目标区间多长时间”替换为“在下次会议上提高目标区间是否合适”。
2015年12月16日	FOMC自金融危机以来首次上调目标区间，并表示“经济状况将以一种只能保证联邦基金利率逐步上调的方式演变；联邦基金利率可能会在一段时间内保持在长期预期水平以下”。
2017年3月15日	联邦基金利率未来路径中提及的“只能...逐步上调”改为“逐步上调”。此外，该声明现在强调委员会2%的对称通胀目标，而不是其“通胀目标”。
2018年1月31日	“逐步增加”改为“进一步逐步增加”。
2018年6月13日	FOMC放弃了上面的表述，表明联邦基金利率“可能在一段时间内保持在长期预期水平以下”。
2018年9月26日	FOMC删除了自2015年12月以来一直存在的“货币政策立场保持宽松”的句子。
2019年1月30日	FOMC不再表示判断“继续逐步上调政策利率将与经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况以及接近委员会对称的2%目标的通胀保持一致”。

资料来源：FRB，中国银河证券研究院整理

图 12：影子 FFR 对联邦基金利率的领先性逐步加强（%，周）



资料来源：Wind、FRB，中国银河证券研究院整理

本轮加息对市场预期的影响从 2021 年四季度美联储开启 Taper 时就已经开始，市场预期利率在 2021 年末转正；在 2022 年上半年通胀连续高于预期且启动量化紧缩（QT）的情况下，市场交易形成的影子 FFR 持续高于 FFR，峰值大约在 5.5%，这反映出 QT 和对美联储利率终值预期的上调对市场利率形成额外压力。有趣的是，影子 FFR 见顶的时间大约在 10 月末至 11 月初，正是市场因为核心通胀数据开始回落而不再预期更高的 FFR 终值的时点，随后美股开始反弹上升，10 年美债收益率也从顶部下降。鉴于银河影子 FFR 在 QE 时期存在对实际负利率估计不足的情况，那么在 2022-2023 的 QT 周期，实际利率应该比 5.5% 更高，这也表明没有进一步加息的必要。

同时，观察周度影子 FFR 还可以发现硅谷银行危机的影响：在硅谷银行破产、多家银行陷入困境后，私人部门融资成本和利差指标在恐慌情绪下出现了大幅抬升，导致影子利率接近 6%。需要认识到（1）影子利率在 2023 年 3 月的再度跳升并不意味着市场预期了更高的 FFR 终值，而是利差扩大的缘由，所以影子 FFR 在 2022 年 10 月末对利率顶峰的预示是准确的；（2）影子利率在 2023 年 4 月初基本回落至正常轨迹，这说明市场认为银行业问题将导致降息的发生，且金融压力并未显著上行。

回顾银河影子 FFR 的同步性和领先性后，我们可以得到结论：（1）按照影子 FFR 的领先规律，实际 FFR 在 6 月很难继续上行，本轮加息周期即将停止。（2）2023 年个别月份的通胀与劳动数据超预期并没有改变影子利率整体回落的趋势，因此降息仍在视野之中。

（3）2018-2019 年影子利率见顶大约领先降息三个季度，按此规律推断本轮降息周期应在 2023 年四季度或 2024 年初，与其他衰退相关的模型（比如同步指标 CEI，自然失业率模型等）反映的时间大致相同。（4）作为市场对利率预期的同步指标，影子 FFR 保持下行的趋势表明市场年内仍会继续交易 FFR 的下行，尽管二季度可能出现震荡，但美元和美债全年向下的势头难有改变。

二、美国商业银行：信贷紧缩效果需观察，四类问题仍可能导致年末降息

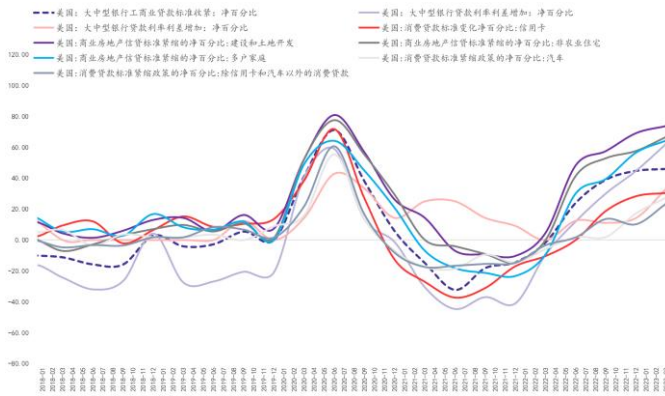
银河影子 FFR 显示银行问题对政府和私人部门融资造成的压力在 4 月开始消散，这与近期的商业银行信贷和资产数据反映的信息大致相同。美联储 5 月初公布的高级信贷经理意见调查（SLOOS），认为银行信贷条件在一季度继续收紧，需求趋于下行。短期，美国私人部门的超额储蓄和实际工资降幅的收窄暂不加快信贷增速的下行，美国仍难以在二、三季度快速进入衰退。不过，我们认为包括存款利率过低、加息导致贴现窗口短贷利率过高和银行国债资产浮亏、美联储缩表的继续以及未来财政部通过新发债务补充资金这四类问题将继续消耗银行现金。随着中小银行现金情况进一步恶化、美国经济继续缓慢收缩，2023 年末降息可能仍存。

（一）高级信贷经理意见调查说了什么？

高级信贷经理意见调查（SLOOS）覆盖 80 家大型国内银行和 24 家外国银行的美国分支和代理机构，通常每季度进行一次调查（一般在 1 月/2 月、4 月/5 月、8 月和 10 月/11 月会议提供结果），同时美联储偶尔会进行一到两次额外的调查。调查的标准问题包

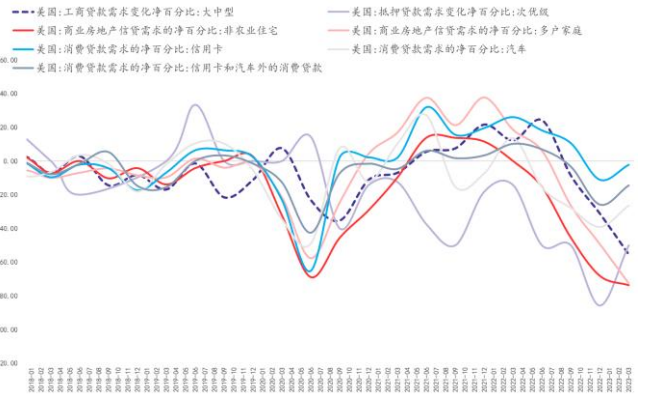
括银行贷款标准和条款的变化、企业和家庭对贷款的需求状况以及一至两个当前时点的重要问题。总体上，一季度调查显示银行对大中型企业以及小型企业的商业和工业贷款的标准更加严格，需求也较弱。中型银行对商业贷款标准的收紧更加频繁。同时，所有商业房地产贷款类别的严格程度上行，需求收缩。代表企业的工商业和商业地产贷款需求弱于代表居民的消费和住宅贷款³。

图 13: SLOOS 显示信贷供给端收紧，企业部门紧缩更严重



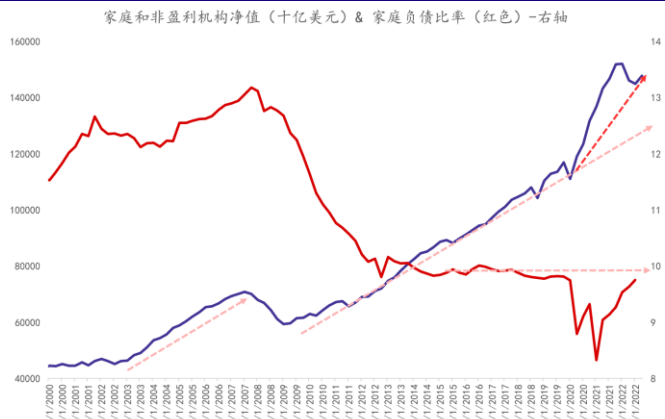
资料来源: Wind, FRB, 中国银河证券研究院整理

图 14: SLOOS 显示居民部门贷款需求边际回升，工商业继续下行



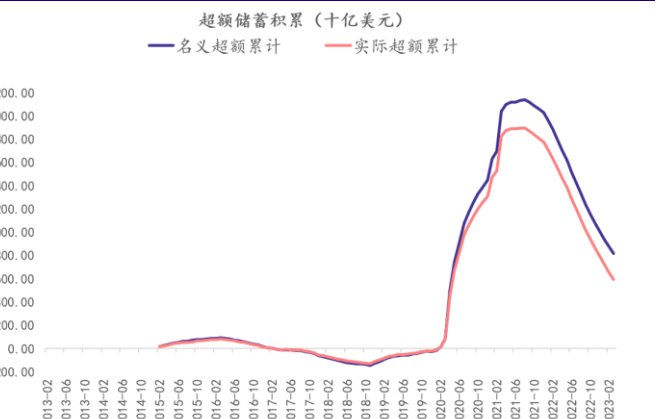
资料来源: Wind, FRB, 中国银河证券研究院整理

图 15: 高净资产净值和低收入防止居民信贷需求大幅下行



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

图 16: 大量超额储蓄继续提供支持



资料来源: Wind, FRB, 中国银河证券研究院整理

企业贷款- (1) 工商业贷款: 银行报告在第一季度对所有规模公司的商业和工业贷款所有问题的条款都进行了收紧。其中，中型银行收紧信贷条件的比其他规模的银行更广泛，也更频繁地报告了价格和非价格条款的收紧。银行表示，对不利或不确定的经济前景、对风险容忍度降低、行业特定问题恶化以及当前或预期流动性状况恶化是收紧标准的重要原因；另外，工商业贷款二级市场流动性降低也增加了担忧。需求方面，大多数银行报告各规模企业的贷款需求均出现了减弱，中型和其他银行表示需求减弱更严重。**(2) 商业地产贷款:** 与工商业贷款情况类似，多数银行在过去一年中对所有主要类型的商业房地产贷款信贷政策进行了收紧，对非住宅物业担保的贷款进行收紧的银行最多；需求也在下行。

居民贷款: (1) 消费贷款: 相当数量的银行报告称已经收紧了信用卡、汽车和其他消费贷款的标准，大银行相比中等和其他银行报告称对信用卡贷款的标准更加紧缩。需求方

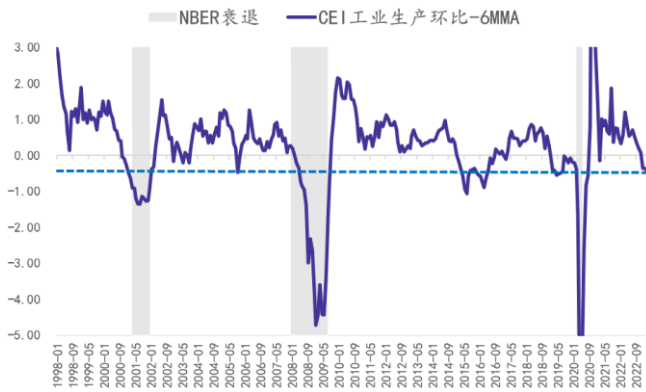
³ <https://www.federalreserve.gov/data/sloos/sloos-202304.htm>

面，汽车贷款需求减弱，中等数量的银行报告称其他消费性贷款需求减弱，信用卡贷款的需求总体保持不变。(2) **住房贷款**：报告称符合 GSE 标准和政府住宅抵押贷款的标准基本保持不变。一部分的银行对 GSE 贷款标准放宽，而其他银行报告称对此类贷款的标准收紧。

关于贷款标准的特别问题：（由于大型银行相对稳定，我们关注中型银行的想法。）中等规模和其他银行更频繁地将**流动性状况、存款流出和融资成本作为收紧的原因**。大部分中型银行称经济前景、对风险容忍度的降低、对银行流动性状况的担忧、抵押品价值的恶化、贷款组合信用质量的恶化、银行融资成本和存款流出是收紧的原因。其他银行在此基础上对银行融资成本表示了担忧。

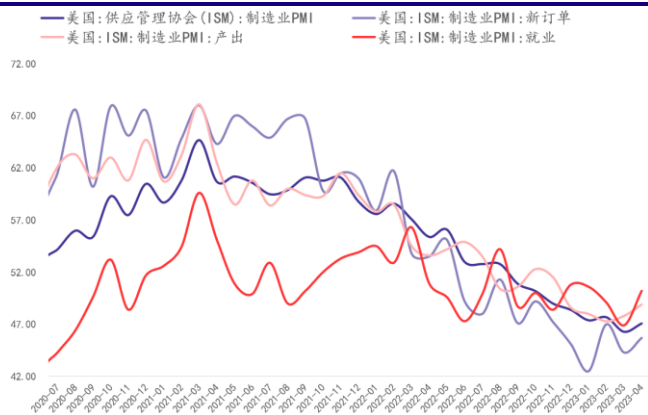
从供需两侧考虑，美国商行信贷一季度供给的主动收缩大于需求，经济短期仍由于家庭部门的收入和超额储蓄而存在韧性，难以快速衰退，也意味着二、三季度降息难度大；商行主动收缩信贷的效果尚不明显，需要保持观察。具体看，工商业与商业地产贷款的需求下行与当期同步指标 CEI 中工业生产分项、制造业 PMI 等的回落是相符的，地产和商品更早收到高利率打击。韧性的来源依然是私人部门积累的超额储蓄、由于通胀回落而边际回升的实际可支配收入以及新增就业岗位。我们估算一季度私人超额储蓄仍存有 6000 亿美元左右，与旧金山联储计算的 5000 亿美元接近，两者均指向超额储蓄至少可以撑到 2023 年 Q4，这会阻止居民需求的塌方，也阻止制造业在去库存后进一步下行。

图 17：工业生产下行幅度接近衰退状态，降低相关信贷



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 18：制造业 PMI 下行，需求底部改善但仍偏弱

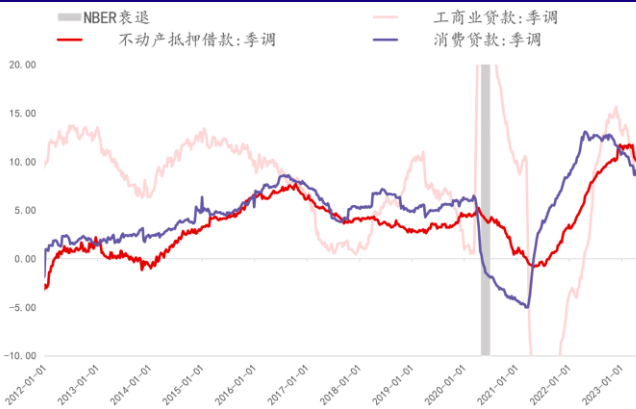


资料来源：Wind、FRB，中国银河证券研究院整理

（二）商业银行面临的四类可能导致未来降息的问题：

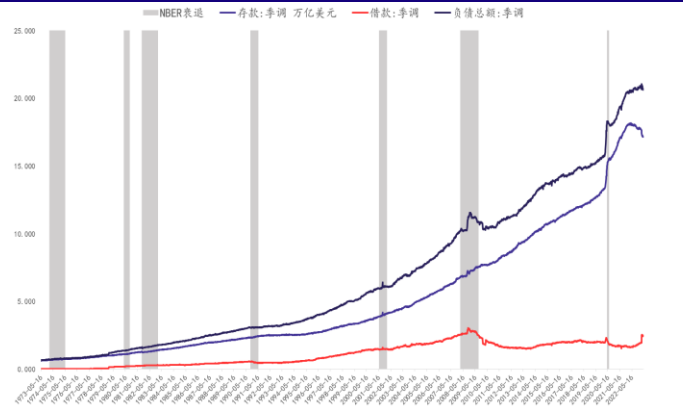
从商业银行资产和信贷数据来看，3 月份信贷的快速下行和大量存款流失在 4、5 月份有所缓解，下行斜率大致恢复到银行危机前的水平；大型银行无论是准备金规模还是存贷比都处于安全区域，小银行虽然贷款比例更高，现金更加紧张，但短期也不会大规模出现问题。虽然如此，美国商业银行在中期面临四类问题，这些问题都需要更低的联邦基金利率才能得到有效解决，这也是支持美联储年末或 2024 年初降息的理由。

图 19: 贷款同比增速下行斜率缓和, 但工商业较差



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

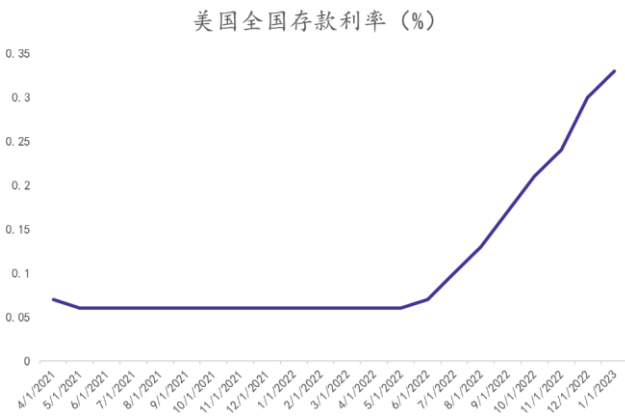
图 20: 存款下行趋势缓和, 仍在继续流出



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

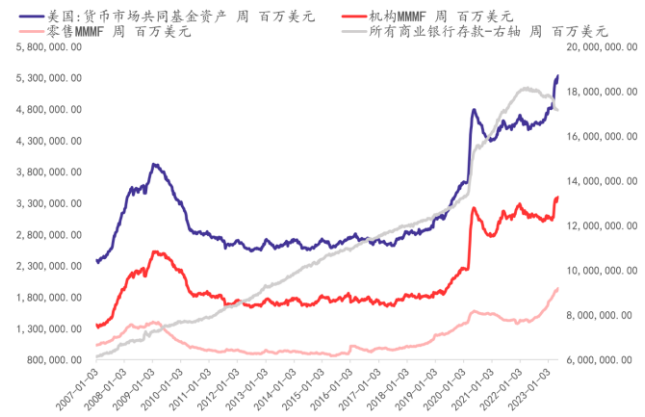
首先, 银行系统面临的重要风险是存款的持续外流, 这是由过低的存款利率所引发的。疫情后美联储的量化宽松配合扩张的财政政策导致了流动性的泛滥, 全国存款利率一度低至 0.06%, 虽然本轮加息周期开始后存款利率趋于上行, 但截至 5 月仍仅有 0.39%, 与 5% 以上的联邦基金利率大相径庭。持有低息存款的投资者有极大动力购买跟随联邦基金利率的短期国债产品或货币市场共同基金, 这将导致存款持续流出。从 4 月初至 5 月初, 商业银行存款降低约 1032 亿美元, 而货币市场共同基金则增加 626 亿美元, 银行存款搬家到高息产品的过程并未结束。只要存款利率继续大幅低于其他跟随 FFR 的资产回报率, 这种现象就难以逆转, 银行现金也将被持续消耗, 使中小银行的负债业务更加不稳定。

图 21: 全国存款利率几乎没有吸引力



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

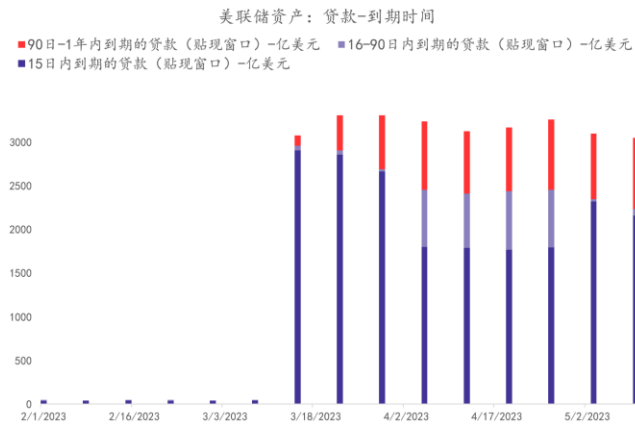
图 22: 机构和零售客户资金流向 MMMF



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

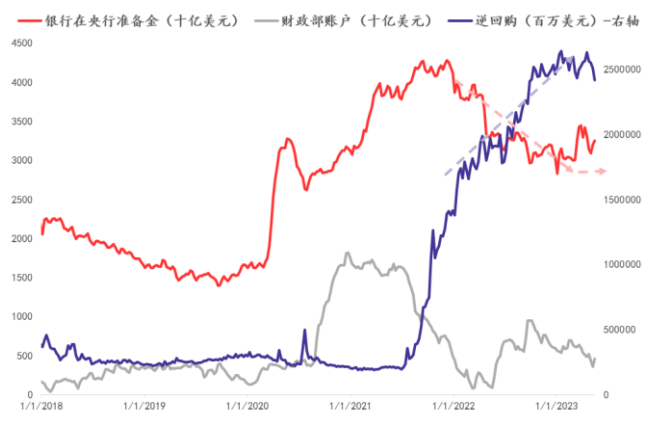
其次, 虽然硅谷银行事件后, 面临现金危机的中小银行通过美联储的 BTFP 和贴现窗口获得流动性, 但需要意识到这些流动性基本以短期为主且利率高昂。美联储对银行贷款中约 819 亿是 3 个月到 1 年期贷款, 剩余的 2155 亿则是 15 日内的短贷, 并需要跟随 FFR 支付 5% 以上的利息, 这对存款流出且资产收益率较低的中小银行是难以长期承受的。

图 23: 贴现窗口借款短期为主且成本高



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

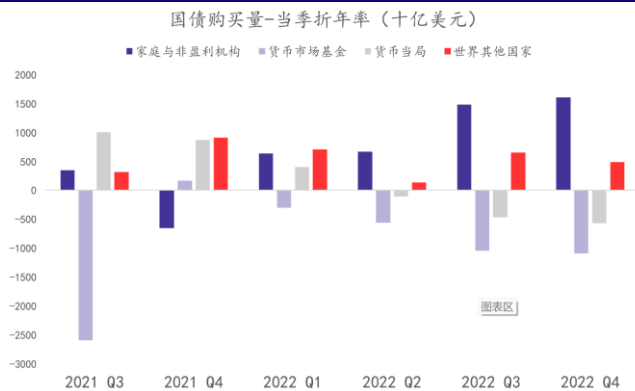
图 24: 国债购买消耗银行准备金



资料来源: Fred, 中国银河证券研究院整理

第三，美联储的量化紧缩（QT）仍在继续，每月实际缩减规模在 760-780 亿美元左右，同时美国家庭部门成为国债重要购买力，两者在持续消耗银行现金。QT 时，新发国债通常需要银行或者货币市场基金承接，但目前货币市场基金可以在逆回购中享受 5% 以上的利率，因此这部分资金并不热衷于购买国债。从美联储数据中可以看到，2022 年国债最重要的购买者是家庭部门，全年总额接近 1.1 万亿美元，其次是国外投资者约 4963 亿美元，而货币当局和货币基金均减持了国债。家庭部门购买国债的资金大多来自于银行中的资产，所以 1.1 万亿美元大部分从银行准备金（现金）中消耗，这也对应着准备金资产在同时间接近 1 万亿美元的降幅。

图 25: 家庭部门成为重要国债购买者



资料来源: FRB, 中国银河证券研究院整理

图 26: 财政部希望快速补充 TGA，这也会消耗银行现金

Receipts and Outlays through Q2 FY2023 (without calendar adjustment)

	\$ billions	Change from same period last year (\$ bn)	Change from same period last year (%)	As % of GDP	Change from same period last year (GDP %)
Total Receipts thru Q2 FY2023	\$2,048	-\$74	-3%	15.5%	-1.5%
Total Outlays thru Q2 FY2023	\$3,149	+\$359	+13%	23.8%	1.5%

Treasury's Projected Net Privately-held Marketable Borrowing for the Next Two Fiscal Quarters*

Treasury OFP Near Term Fiscal Projections	Net Privately Held Marketable Borrowing (\$ billion)	Assumed End-of-Quarter Cash Balance (\$ billion)
Q3 FY2023	726	550 (Jun)
Q4 FY2023	733	600 (Sep)

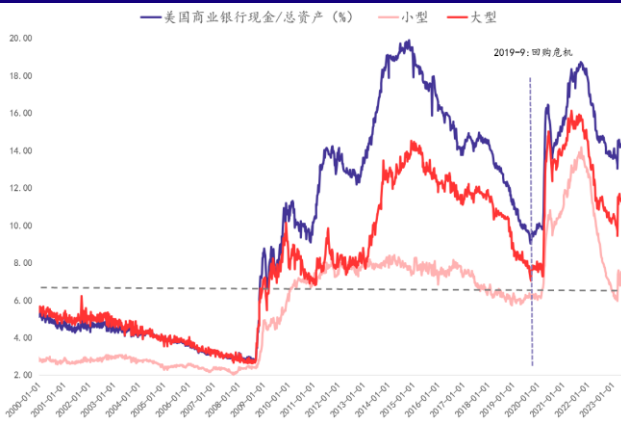
资料来源: 美国财政部, 中国银河证券研究院整理

第四，美国财政部在央行存款（TGA）因为债务上限难以达成的消耗下几乎耗尽，尽管提高债务上限决议达成的时间并不明确，财政部势必在问题解决后大量发行国债来补充现金；这对银行准备金消耗的原理和第三点相同。截至 5 月中旬，TGA 仅存 1162 亿美元左右，而财政部 2023 二季度计划在当年 9 月使 TGA 回升至 6000 亿美元的规模⁴。考虑到拜登政府雄心勃勃、囊括绿色和芯片等产业的支出计划，TGA 的扩充势在必行。除了常规税收外，TGA 的扩张必须依靠增发国债，而 2020-2021 期间最大的买家美联储正在实施

⁴ <https://home.treasury.gov/system/files/221/TreasuryPresentationToTBACQ22023.pdf>

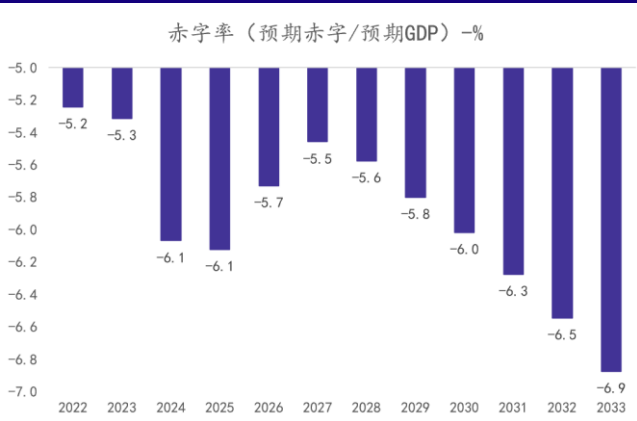
和 QE 相反的 QT，货币基金和银行仍然是美国国内的重要购买者。在降息前，RRP 利率的吸引力很难使 MMMF 转而购买国债，银行的现金将通过国债购买进一步流向 TGA，削弱银行现金安全程度。

图 27：美国小银行现金水平依然不算安全



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

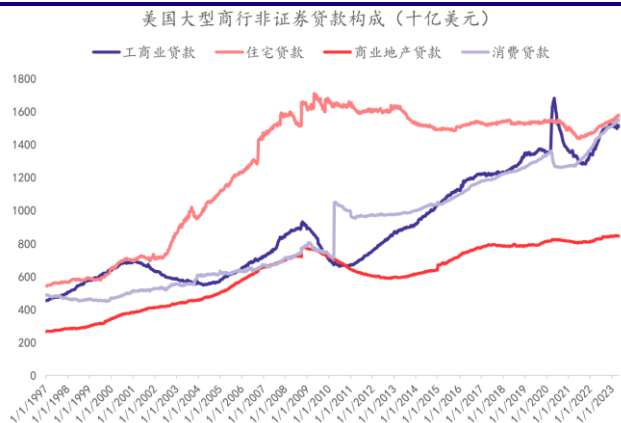
图 28：美国财政扩张需要 TGA 补充资产



资料来源：CBO，中国银河证券研究院整理

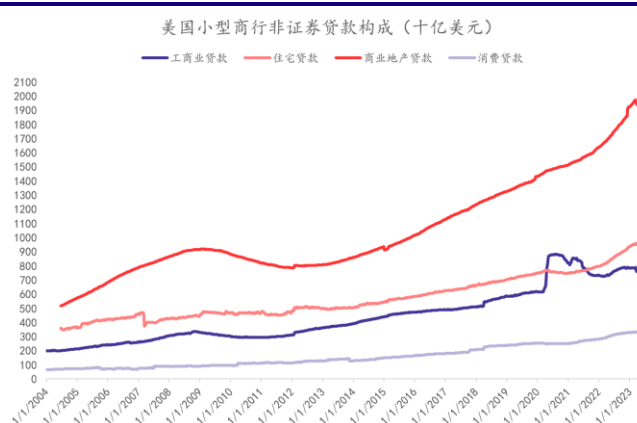
在以上四类问题的作用下，如果美联储长时间不降息，银行的现金水平将继续降低。而考虑到中小银行的现金与总资产比例已经处于危险水平，更长时间的高利率意味着类似第一共和银行的破产还会继续出现，逐渐动摇公众对银行体系的信心。所以，尽管美联储可以在一两个季度内使利率保持在高位，2023 年末到 2024 年初的经济下行和银行现金状况进一步恶化都是推动降息的理由。

图 29：美国大银行贷款结构



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

图 30：美国小银行贷款结构



资料来源：Fred，中国银河证券研究院整理

从银行问题与金融稳定角度考虑，尽管美联储近期频繁发声表示并不能排除年内进一步加息的可能，引发美元和美债收益率向上调整，我们倾向于利率难再大幅提高。但市场依然需要修正年内多次降息的预期，这在短期同样支持美元和美债收益率的小幅反弹。美联储不需要进一步加息的理由包括(1)实际利率在 CPI 降低至 4.9% 的情况下已经转正；(2)核心通胀还在缓慢下行，工资增速的缓和与滞后的居住成本的回落难以使通胀大幅反弹，而商品部份影响已经很弱；(3) SLOOS 显示银行问题确实造成了信贷供给的边际紧缩，在利率高位的情况下停下加息而观察市场和经济反应是更稳妥的举措。至少从已经

获得提名的美联储“二把手”杰弗逊和至关重要的纽约联储主席威廉姆斯的表态看，加息6月停止并进入观察期仍是大概率事件。

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

高明：宏观经济分析师，中国人民大学国民经济学博士，2015至2017年招商证券与中国人民大学联合培养应用经济学博士后。2018至2022年招商证券宏观分析师；2022年11月加入中国银河证券，重点关注“经济结构—产业政策—资产轮动”的联动分析。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐：宏观经济分析师，厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。主要从事国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn