

作者

东方金诚 研究发展部

分析师 白雪

高级分析师 冯琳

时间

2023年5月

核心观点

- 2022年以来，美联储激进加息导致银行普遍遭遇账面资产缩水，同时，在存款利率未与政策利率同步上调背景下，最先出险的硅谷银行因存款客户高度集中于利率敏感型行业，存款流失严重，不得不出售资产以缓解流动性压力，使账面浮亏被迫转为实质性亏损，并引发未保险储户挤兑，最终导致破产。
- 从监管层面看，2018年以来，美国对于中小银行的金融监管大幅放松，导致中小银行因加息而导致的资产减值、流动性不足等问题未能被监管机构及时捕捉并加以重视，为本轮银行业风险的暴露提供了温床；分散的金融监管体系也是银行业危机爆发的制度原因。在本轮银行业危机期间，美国金融监管在政策协同应对、流动性风险管理方面依然存在不足。
- 往后看，美国高利率环境在短期内恐难以逆转，年内区域银行风险仍将持续暴露，部分脆弱银行的破产事件可能还会发生，但演变为与次贷危机类似规模的系统性金融风险的概率并不大：本轮美国区域性中小银行危机的形成机理与2008年次贷危机存在本质差异，美联储各类政策工具对短期流动性的投放以及监管机构托底救市，能够在短期内起到隔离风险大面积蔓延的“防火墙”作用，加之美国大型银行稳健性较高，中小银行风险向大型银行以及整个银行业传染的链条较难成立。



关注东方金诚公众号
获取更多研究报告

2023年3月，硅谷银行破产事件引燃美国银行业危机。随后，包括纽约签名银行在内的数家美国区域性中小银行遭到挤兑。在美国财政部、美联储和美国联邦存款保险公司联合紧急救助硅谷银行和签名银行，以及美联储创设新的流动性管理工具向银行体系注入大量短期流动性之后，美国银行业危机一度得到缓解。然而，4月再度爆发的第一共和银行破产事件重燃市场对美国银行业的担忧，这直接反映于美国区域性银行股持续走低，且股价“腰斩”频现。那么，后续美国银行业破产风波将如何发展？是否会进一步演化成系统性危机？对此，我们做如下解读：

一、2022年以来，美联储激进加息导致银行普遍遭遇账面资产缩水，同时，在存款利率未与政策利率同步上调背景下，最先出险的硅谷银行因存款客户高度集中于利率敏感型行业，存款流失严重，不得不出售资产以缓解流动性压力，使账面浮亏被迫转为实质性亏损，并引发未保险储户挤兑，最终导致破产。

美联储快速加息对银行资产端的影响首先体现在长久期固定收益资产的减值，其后随着金融条件收紧的影响逐步传导至实体经济，经济下行压力会进一步诱发信用风险，推升银行资产不良率。Jiang 等人（2023）在近期发表的一篇论文¹中，结合长期限资产的市场价格，对美国银行机构的资产负债构成进行了测算。结果表明，自2022年一季度美联储开启加息至2023年一季度，美国银行体系的资产市值较其面值缩水了2.2万亿美元，平均降幅超过10%，其中10-20年期和20年期以上的长期国债市值缩水幅度更加显著，分别下跌了约25%和30%。银行的资产中位数损失为9%，其中受影响最为严重的5%的银行资产损失为20%。而银行体系在应对高利率风险方面明显准备不足，体现在大部分的资产减值没有使用

¹ Jiang E X, Matvos G, Piskorski T, et al. Monetary Tightening and US Bank Fragility in 2023: Mark-to-Market Losses and Uninsured Depositor Runs?[J]. Available at SSRN, 2023.

利率衍生工具进行对冲²，应对措施仅是在会计层面将“可出售金融资产（AFS）”重新分类至“持有至到期投资（HTM）”。

在本轮银行业危机中，中小银行是美国银行体系中受资产减值影响最大的薄弱环节。据 Jiang 等人（2023）测算，美联储加息以来，系统重要性银行的资产减值比例为 4.6%，而小型银行为 9.1%。几家主要出险银行均遭遇了严重的资产减值：硅谷银行和签名银行的资产减值主要来自于证券资产，这源于两家银行资产端均配置了大量以市值计价的长久期国债和 MBS（表 1），且在资产结构中的占比要明显高于美国商业银行平均水平，其中，2022 年硅谷银行 AFS 与 HTM 分别浮亏 25 亿和 152 亿美元，合计浮亏达 177 亿美元，超过其所有者权益（163 亿美元），（图 1）；第一共和银行的资产减值则主要来自于信贷资产，原因在于其资产端对房地产抵押贷款的风险敞口较大，而加息后硅谷地区房价大幅下跌，导致抵押资产价值严重受损——截至 2022 年末，该行 HTM 账面亏损约为 48 亿美元，而房地产按揭贷款的公允价值比其账面价值低了 193 亿美元。

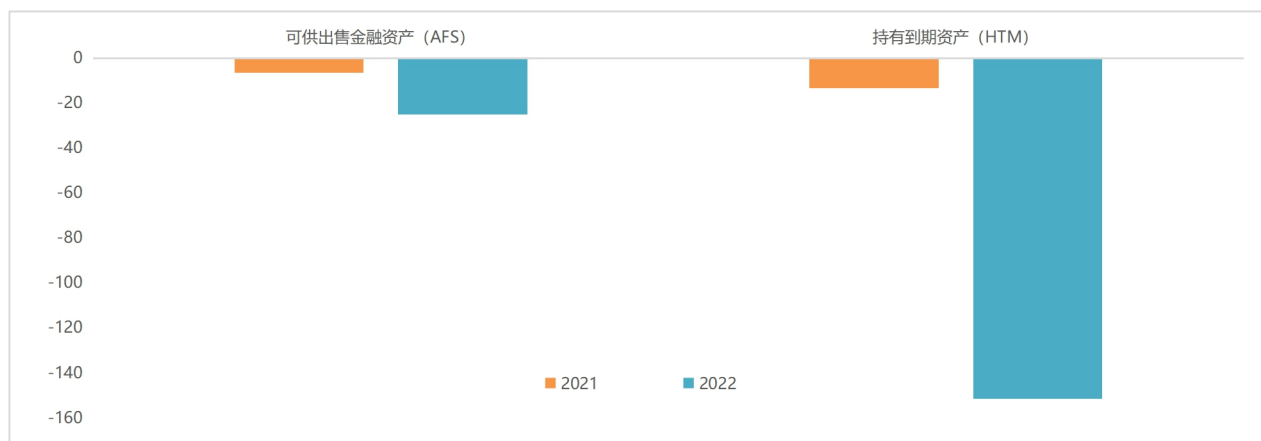
表 1 硅谷银行 10 年期以上的长久期资产占比极高（账面净值，单位：百万美元）

	合计	小于 1 年期	1-5 年期	5-10 年期	10 年期以上
美国机构担保债权	486	1	118	367	0
美国境内 MBS:					
-机构住房抵押贷款	57705	0	25	1066	56614
-机构集合按揭证券（固定利率）	10461	0	90	129	10242
-机构集合按揭证券（浮动利率）	79	0	0	0	79
-机构商业按揭贷款	14471	39	153	966	13313
市政债券	7416	29	235	1362	5790
公司债券	703	0	115	588	0
合计	91321	69	736	4478	86038

数据来源：硅谷银行官网，东方金诚整理

图 1 2022 年硅谷银行资产浮亏问题加重（亿美元）

² 美国银行体系总计仅有 6%的资产使用了利率衍生工具进行保护。



数据来源：硅谷银行年报，东方金诚整理

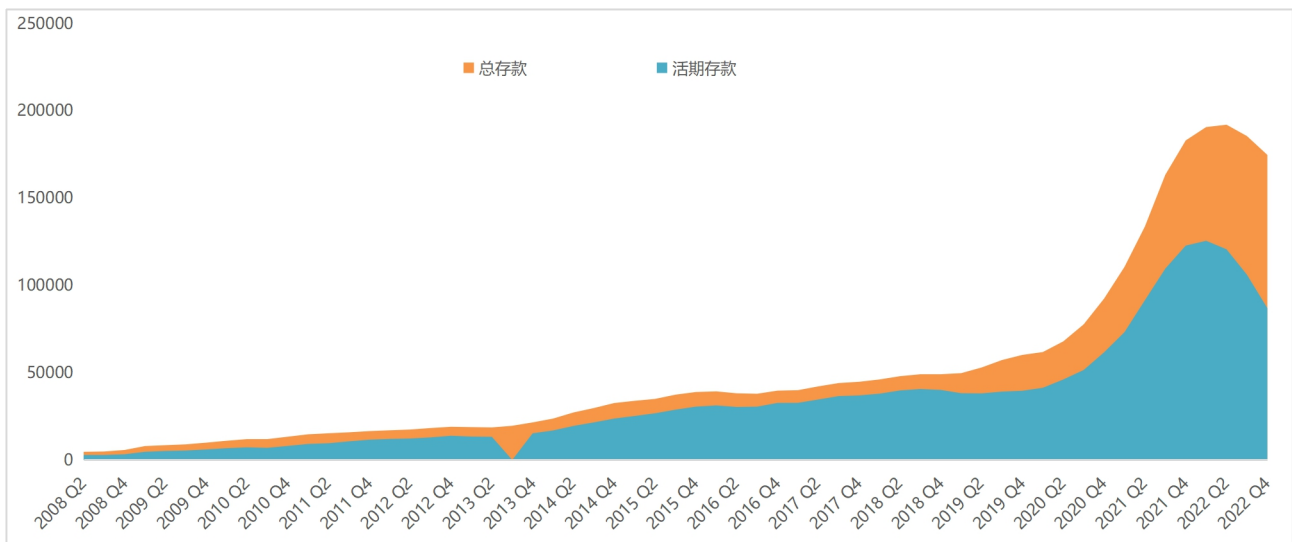
需要说明的是，尽管硅谷银行最先出险，但它并不是本轮加息过程中资产减值损失最大的银行。Jiang 等人（2023）的测算结果显示，全美约 11%（500 家左右）的银行资产减值幅度超过硅谷银行。背后是在此前的零利率时期，银行、特别是中小银行普遍通过增配长久期资产来增厚收益。同时，我们也注意到，在本轮加息周期开始前，硅谷银行的资本状况也并不薄弱。那么，在美国商业银行体系普遍因加息而遭遇资产减值的情况下，为什么是硅谷银行率先破产？

硅谷银行是典型的美国区域性银行。区域性银行主要在某一特定的地区或州提供金融服务，与大型银行相比，区域性银行的业务结构和客户结构相对单一，普遍与当地经济和社区密切相关。硅谷银行位于加州，其存款客户集中于硅谷创投基金和科技初创企业，对利率的敏感性较高，且天然具有大额、高波动的现金流需求，这导致硅谷银行负债端稳定性较差：受益于加息前的低利率政策，在 2021 年科技投资热潮的顶峰时期，硅谷银行的存款规模曾经从 1020 亿美元激增至 1890 亿美元的高点；但在本轮加息周期中，创投基金、科技初创企业融资难度加大，因而大量提款以换取流动性，导致硅谷银行存款严重流失。

数据显示，截至 2022 年四季度，硅谷银行总存款规模与 2022 年一季度相比，流失比例为 8.4%，其中活期存款的流失比例高达 30.7%（图 2）；

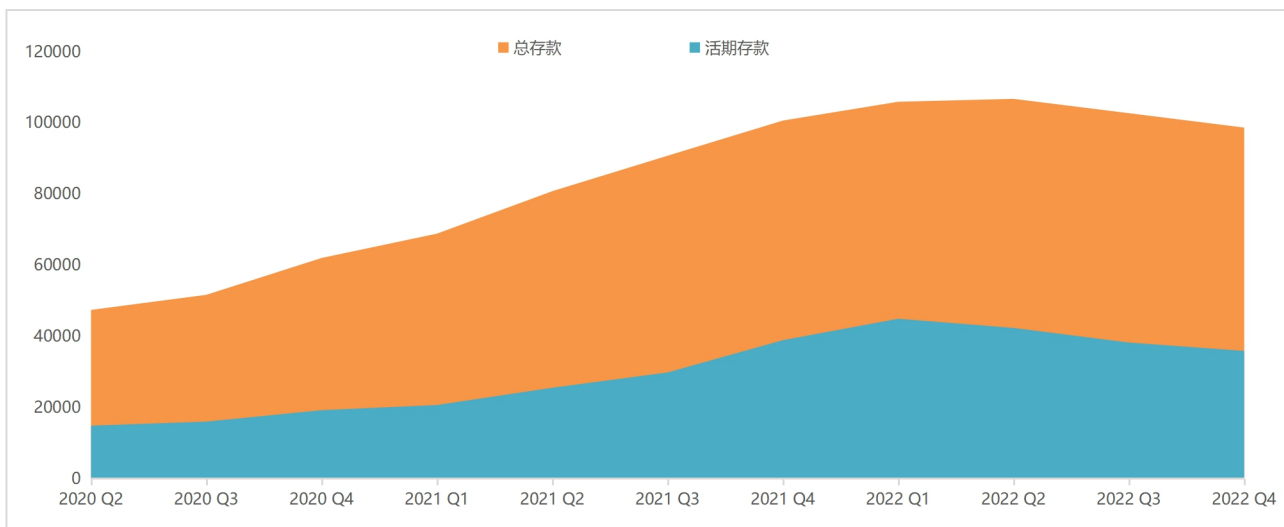
同期签名银行作为与硅谷银行业务特征相似的区域性银行，其总存款规模与活期存款的流失比例也分别达到 7.6% 和 15.3% (图 3)——作为对比，美国商业银行同期的总存款流失比例仅为 1.63%。在存款大量流失、流动性资产不足导致的流动性压力下，硅谷银行出于对利率还将继续上行的判断，没有选择以更高的成本融资来弥补流动性缺口，而是选择抛售浮亏资产以应对客户的取现需求：3 月初，硅谷银行在其战略报告中宣布折价出售其持有到期资产，兑现了 18 亿美元的亏损，并通过股权筹资弥补亏损。这给市场释放了“资不抵债”的信号，恐慌情绪下硅谷银行遭遇存款挤兑，这成为引发其流动性缺口崩盘并最终导致破产的“最后一根稻草”。

图 2 2022 年 Q2 起，激进加息背景下科技初创企业融资现金流减少，硅谷银行存款流失严重(百万美元)



数据来源：Bloomberg，东方金诚

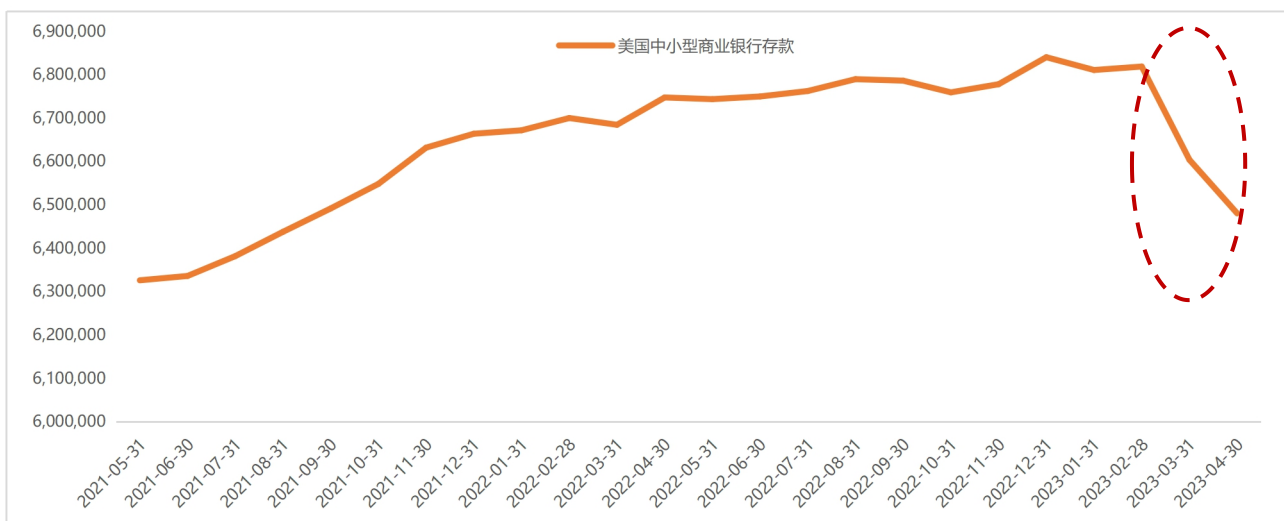
图 3 签名银行存款流失情况同样严重(百万美元)



数据来源: Bloomberg, 东方金诚

硅谷银行破产事件引发的恐慌情绪蔓延，加剧了与其相似的中小区域性银行存款流失压力，部分薄弱的中小银行因此而陷入资产抛售与亏损加重的恶性循环，进而导致后续签名银行和第一共和银行的相继爆雷。3月至4月的短短2个月内，美国中小银行存款规模累计下降幅度高达3385亿美元，占2月底存款规模的4.97%——而同期大型商业银行的存款流失比例仅为1.55%（图4）。

图 4 2023 年 3 月以来，美国中小型商业银行存款加速流出 (百万美元)



数据来源: iFind, 东方金诚

另外值得注意的是，本轮危机中出险的银行普遍存在未保险杠杆³较高这一共性。加息之前，硅谷银行未保险杠杆率超过 78%，处于整个银行体系前 1% 的位置。这主要是因为，硅谷银行的存款大部分集中在高于 25 万美元的机构储户大额存款，而这部分存款并不在存款保险覆盖范围内；第一共和银行未保险杠杆率也达到 68%。作为比较，同期美国银行业未保险杠杆的平均水平在 40% 左右，系统重要性银行这一比例仅为 24%。较高的未保险杠杆意味着，在市场恐慌情绪催化的拥挤交易下，这类银行更容易遭遇存款挤兑的冲击，从而最终触发破产事件。

综上，在本轮银行业危机中，出险银行均同时具备“资产端浮亏较高”以及负债端“存款流失严重”、“未保险杠杆较高”这三点共性。换言之，即便银行资产端遭遇减值，也只会带来账面浮亏，只要负债端存款较为稳定，不致出售资产以应对储户提现需求而令浮亏转为实质性亏损，就不会伤害到银行的根本。

二、从监管层面看，2018 年以来，美国对于中小银行的金融监管大幅放松，导致中小银行因加息而导致的资产减值、流动性不足等问题未能被监管机构及时捕捉并加以重视，为本轮银行业风险的暴露提供了温床，分散的金融监管体系也是银行业危机爆发的制度原因。在本轮银行业危机中，美国金融监管在政策协同应对、流动性风险管理方面也依然存在不足。

本轮美国中小银行业危机的爆发也反映出美国金融监管存在的漏洞：

首先，2018 年以来，美国金融监管放松进程加速开启，对中小银行的监管不力为本轮银行业风险暴露提供了温床。2018 年之前，在《多德-弗兰克法案》（以下简称“多弗法案”）下严格的金融监管限制虽大幅提升了美国银行体系的稳健性，但也限制了银行的借贷能力，提高了市场交易成本，导致银行收入来源大幅削减，市场流动性下降。2015 年起，

³ 未保险杠杆=未保险负债/资产

硅谷银行就开始牵头多家银行管理层联合游说联邦参议院，要求国会减少对金融机构的审查，并豁免包括硅谷银行在内的一批金融机构，理由为“我们的商业模式风险较低”。2018年5月，特朗普政府签署了《促进经济增长、放松监管要求、保护消费者权益法案》（以下简称“新法案”），作为对多弗法案的修订。新法案在以下几个方面放松了对于中小银行的监管要求：

一是允许部分小银行（总资产小于100亿美元，且用于交易的资产和负债小于总资产5%的银行）豁免多弗法案中的沃尔克规则，并将此前多弗法案中触发美联储实施强化审慎标准的门槛从平均合并资产总额500亿美元提升至2500亿美元——这就将受到严格监管的银行数量减少了约三分之一。

二是在银行分类方面对中小银行进一步放松监管⁴。硅谷银行直至2021年总资产突破千亿美元后，方才触发适用于四类银行的额外审核条例，而直至破产，硅谷银行都不属于监管要求更加严格的三类银行。在双重监管放松的条例下，第四类银行不仅不受美联储流动性覆盖率（LCR）或净稳定资金比率（NSFR）要求的约束，且监管资本压力测试频率从一年一次放宽至两年一次、流动性压力测试则从每月一次减少至每季度一次。

三是令中小银行的资本充足率存在被高估的可能性。由于允许非第一类与第二类型银行一次性选择不将“累计其他综合收益（AOCI）”计入核心一级资本，而AFS的未实现损益正是累计其他综合收益的重要组成部分，因此中小银行可以避免可供出售金融资产的未实现损益影响核心一级资本（CET1）。根据2022年第四季度的数据，美国银行业中有98.97%的银行都选择不将AOCI计入CET1，所以这些银行的资本充足率并没有反映银行可供出售金融资产未实现损益的风险。另一方面，对于需要将AOCI

⁴ 该法案将全美银行分为四个大类：包括具有系统重要性的一类银行、总资产超过7000亿美元的全球范围内经营业务的二类银行、拥有2500亿美元以上资产的三类银行，以及总资产1000亿美元以上的四类银行。

计入 CET1 的银行而言，银行也可以通过在账面上将 AFS 资产转换为 HTM 投资，来避免这部分未实现损益影响 CET1 资本充足率。

由此可见，由于监管层面的放松，以硅谷银行为代表的区域性中小银行作为修正案下的第四类银行，在加息周期下的资产减值和流动性不足等问题在事前被掩盖了，金融监管压力测试体系也未充分覆盖中小银行业务相关风险，因此重大损失风险未能提前得到监管必要的重视与化解，这为本次中小银行危机的爆发埋下了伏笔。

其次，分散的金融监管体系也是美国银行业不稳定的制度原因。美国银行业的监管体系相对分散：一是同时存在联邦与州级层面的“双重监管”体系，即由联邦政府、州政府分别监管国家银行（national banks）⁵和州级特许银行（state-chartered banks）⁶；二是银行的不同业务又由多个监管机构进行重叠管理：根据业务的不同，联邦层面美国商业银行的监管机构除联邦储备体系、货币管理署和联邦存款保险公司三大主力外，还包括为应对金融危机而设立的消费者金融保护局（CFPB）等机构。这种“多头监管”模式，容易导致以下问题：一是不同监管机构的规则不尽相同，可能出现为争夺利益而向监管对象提供监管便利的情形⁷；二是职能重叠可能形成监管盲区，留下监管套利的空间；三是州政府及地方监管机构作为区域性中小银行的直接监管主体，其应对和化解风险的能力相对较弱。州级的区域性中小银行成为本轮银行业危机的“震中”，也反映出这一监管制度的薄弱环节。

最后，3月银行业危机爆发后，美联储、财政部以及 FDIC 等机构对中小银行的救助依然未能阻止5月再度爆发第一共和银行倒闭事件，这

⁵ 由美国财政部下属的货币监理署（OCC）办法特许经营牌照的银行，如美银、花旗、富国银行等。

⁶ 由州政府实体办法特许经营牌照的银行。

⁷ 例如，2007年3月，美国国家金融服务公司变更了旗下储蓄机构的注册机构，主要监管机构由美联储变更为储蓄监督办公室（OTS），因为OTS承诺对其“少一些敌意”。同时，美国货币监理署（OCC）也会积极引导银行向联邦注册银行转变，以期将其纳入自身监管范围内。OTS与OCC为其监管对象提供便利，即宣称这些机构免受州政府和当地政府大部分法律法规的限制。

表明，美国金融监管机构在本轮危机期间，在政策协同应对、流动性风险管理方面依然存在不足。在金融稳定政策与货币政策、财政政策之间存在内在矛盾、无法形成合力的背景下，美联储投放的流动性救助举措主要起到“救急式”过渡和短期内防止危机大面积扩散的作用，但无法从根本上稳定市场的长期预期。美联储当前阶段以抗击通胀为核心目标的货币政策操作，是引发银行体系的不稳定的根本原因。危机爆发后，美联储一方面通过 BTFP 等工具对危机中的银行提供流动性援助，另一方面，货币政策又要持续加息缩表，因此无法从根本上改善银行资产和负债端的“失血”问题，从而也无法从根本上稳定市场预期与信心；再加上财政政策对银行体系的支持不足、近期债务上限僵局冲击美债市场，引发美债利率上行，又进一步加剧了美国银行体系的风险。这导致部分中小银行即使原本资产浮亏并不严重，但在市场信心不稳、社交媒体信息快速传播的驱动与放大下，也依然面临着“挤兑压力暴增→浮亏被迫兑现为实际损失→破产”的风险。

三、往后看，美国高利率环境短期内恐难以逆转，年内区域银行风险仍将持续暴露，部分脆弱银行的破产事件可能还会发生，但演变为与次贷危机类似规模的系统性金融风险的概率并不大：本轮美国区域性中小银行危机的形成机理与 2008 年次贷危机存在本质差异，美联储对短期流动性的及时投放以及监管的托底救市，能够在短期内起到隔离风险大面积蔓延的“防火墙”作用，加之大型银行稳健性较高，中小银行破产风险向大型银行以及整个银行业传染的链条较难成立。

5 月初第一共和银行出险后，在美国联邦存款保险公司和加州监管机构的斡旋下，摩根大通迅速收购第一共和银行，这对稳定银行体系和金融市场信心起到了积极作用。与 3 月银行业危机发酵时相比，无论是美联储 BTFP 工具规模、贴现窗口使用规模等政策指标，还是银行系统风险

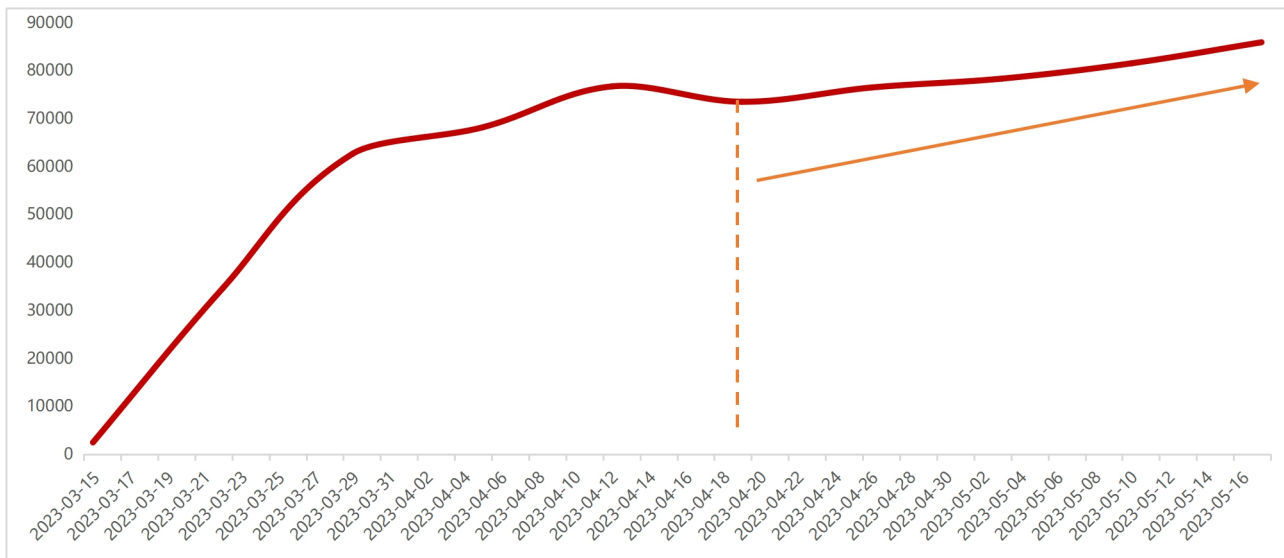
指数等市场指标，都显示当前金融市场情绪基本稳定，流动性压力缓和，表明银行业危机对金融市场的短期冲击趋于缓解。

不过，由于美联储在 2023 年启动降息的可能性不大，因此，年内美国高利率环境恐难以逆转，短期内中小银行的流动性风险隐患也难以完全消除。虽然美联储加息进程已基本进入尾声，5 月议息会议上美联储释放了暂停加息的信号，但由于整体通胀水平仍远超政策目标、劳动力市场强劲支撑核心通胀下行缓慢，美联储平抑通胀工作尚未完成，因此，鲍威尔在 5 月议息会议后的发言中基本排除了年内降息的可能性。这意味着，至少在今年年内，美国政策利率水平将维持在 5.25% 这一限制性高位。在此背景下，后续美国区域性中小银行风险仍有可能持续暴露。具体分析如下：

一是持续高利率环境下，美国银行业仍面临存款继续流失以及负债成本抬升的压力，加之监管收紧、存款保费上涨推升成本，银行业经营压力较大，将持续面临亏损暴露的风险。

目前，美国存款利率仍显著低于货币市场基金利率，这意味着美国银行业，尤其是中小银行存款流失现象仍将延续，如果 2024 年美联储如期降息，那么到 2024 年下半年这一趋势才有望逆转。因此，短期内美国银行业流动性危机难解：4 月 19 日-5 月 17 日，银行通过贴现窗口和 BTFP 从美联储获得的流动性已连续四周边际增加（图 5），显示银行流动性压力持续存在。为缓解存款外流带来的流动性压力，银行可能被迫以市场利率（5% 左右）融资来替代原来的低成本存款，而无论是同业借款、向美联储和联邦住房贷款银行借款，或是提高存款利率，都会显著推升银行负债成本。加之监管收紧、FDIC 存款保险费用上涨等也将推升其他成本，因此，未来一段时间美国银行业经营压力依然很大，将持续面临亏损暴露的风险。

图 5 4 月 19 日以来，BTFP 使用量连续四周边际增加（百万美元）



数据来源：FRED，东方金诚

二是金融风险与经济下行之间的“负反馈效应”可能会进一步放大银行体系的压力，助推风险扩散。

高利率环境以及美联储缩表，将令部分中小银行资产端风险持续暴露。本轮银行业危机的一个直接后果是，银行出于对融资成本和流动性的担忧，以及贷款人风险承受能力和信贷质量恶化的考量，普遍进一步主动收紧信贷条件——5月8日美联储最新发布的高级贷款官意见调查报告显示，今年一季度全美超过40%的银行提高了对家庭和企业的贷款标准，预计年内还将继续全面收紧信贷标准。同时，今年3月以来银行信贷增速加速回落。高通胀和高利率环境下，银行信贷紧缩压力将进一步削减对实体经济的融资，从而加速美国经济衰退的到来，也将加重未来美国经济衰退的程度。这就会反过来导致银行信贷质量进一步恶化——尤其是对利率敏感的商业地产在基本面、估值以及债务再融资方面的风险已逐渐显现。考虑到中小银行对商业地产贷款的敞口比例要远高于大型银行，未来商业地产相关资产价格的下跌，将可能引爆中小银行的新一波资产端风险。而市场对于银行业相关资产的重估，也将继续放大银行体系的压力，助推银行业危机蔓延。

三是脆弱的市场信心将加剧市场恐慌与挤兑现象，激化银行的破产风险。由于联邦存款保险公司（FDIC）在银行风波后，并没有扩大对储户存款的保险范围——目前银行体系未投保存款的占比仍高达一半左右，同时，破产银行被接管后，监管机构也未对股东和债权人的利益进行有效保护，这在一定程度上动摇了近期市场对区域银行的信心。脆弱的市场信心可能会催化未来悲观信息的发酵，从而加剧市场恐慌与挤兑现象，激化银行的破产风险。

不过，本轮美国区域性中小银行危机的形成机理与 2008 年次贷危机存在本质差异，美联储政策工具对短期流动性的投放以及监管的托底救市，能够在短期内起到隔离风险大面积蔓延的“防火墙”作用，加之大型银行稳健性较高，本轮危机演变为与次贷危机类似规模的系统性金融风险的概率并不大。

本轮银行业危机无论是资产减值还是存款流失，本质上都属于流动性问题，而非杠杆和银行底层资产质量出现问题，这与 2008 年爆发系统性金融危机时普遍存在的高杠杆以及持有大量风险底层资产存在本质区别，也是我们判断难以引发系统性风险的主要依据。

当前，美国银行体系杠杆不高，底层资产质量相对良好，尚未出现实质性问题——即使是出险的中小银行，普遍持有的也都是国债、MBS 等标准资产，这意味着类似次贷危机期间“抛售底层资产→底层资产价格暴跌→风险溢出至其他银行”这一风险传染链条很难成立；而针对本轮银行业危机的流动性问题，美联储分别通过传统贴现窗口、新创立的流动性工具 BTFP，以及直接向被接管的银行新实体贷款三个途径提供了超过 3000 亿美元的流动性，这对金融体系的短期流动性能够起到较为充分的“救急托底”作用；同时，美联储、美国财政部和联邦存款保险公司等监管部门联合救市，承诺储户的存款安全并协调破产重组，这对于稳定市场信心、防止恐慌情绪蔓延，从而引发更大规模的集中挤兑起到

了关键的“防火墙”作用。此外，美国大型银行稳健性较高：美国银行业高度集中，前四大银行占总贷款规模的30%以上，前50家银行存款规模占比在70%以上，贷款规模占比65%以上，资产规模500亿美元及以上银行的贷款占比高于68%。虽然当前银行业资产端和负债端普遍承压，但由于美国金融监管对于资产超过500亿美元的银行，尤其是系统重要性银行的监管严格，无论是从资本充足率、流动资产比例，还是贷款违约率等金融稳健性指标来看，美国银行业，尤其是大型商业银行的稳健性都依然良好，短期抗流动性冲击的缓冲垫较为充足，这意味着中小银行风险向大型银行以及整个银行业传染的链条较难成立。

可以看到，相比3月初硅谷银行刚爆发时的市场恐慌，5月第一共和银行破产后的市场反应相对平淡，也从侧面表明在短期流动性支撑以及监管应对下，破产事件对金融市场直接冲击相对可控。我们判断，除非加息对美国实体经济和房地产市场的负面冲击超出预期，导致银行信贷资产质量显著恶化、抵押资产价格持续大幅下降，否则中小银行破产事件在后期演化为系统性金融风险的概率不大。

权利及免责声明：

本研究报告及相关的信用分析数据、模型、软件、研究观点等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。未获书面授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本研究报告，东方金诚对本研究报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

本研究报告中引用的标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方或