

# 关注美国银行业动荡向金融危机演变的两遍铃效应

2023年3月以来，硅谷银行事件敲响了美国银行业动荡的警钟，但随着监管层迅速出手，金融风险趋于风平浪静。鉴于美国核心通胀依然顽固，美联储维持货币紧缩或超乎预期，利率更高更久意味着银行业风险难以被根本消除，仍需关注金融动荡向危机演变的“第二遍铃”效应。

- 1960年以来，美联储11次加息周期中有8次伴随着经济衰退、6次伴随着金融动荡或危机。2022年以来，美联储在14个月的时间内加息500个基点，并伴随着缩表，货币紧缩的力度和速度均创下四十年之最。历史经验来看，金融危机演进并未一蹴而就，1980年美联储高息抗通胀带了演进超十年的储贷危机，2008全球金融危机的系统性风险充分释放也演进超过一年。
- 迄今为止，倒闭三家美国银行各有特殊性，也有典型性。硅谷银行的投资行为并不算冒险，但却成为低利率转向高利率的牺牲品。签名银行因涉足加密货币，相关风险传染遭受挤兑。第一共和银行事件是股价下跌和存款流失相互作用，最终以被收购收场。
- 美联储秉承货币政策“做多比做少好”的理念可能再度犯错。2020和2021年，美联储秉承货币宽松“做多比做少好”导致误判通胀，被迫追赶式加息。2022年以后出于对核心通胀固化的担忧，秉承货币紧缩“做多比做少好”，有可能选择性忽视货币紧缩造成的经济金融风险，以致积重难返。
- 近期美国银行业动荡有所平息，银行存款流失速度放缓，美股VIX指数和信用利差下降，金融条件再度转松。不过，银行业企稳也意味着此前预期的信贷紧缩效果可能有限，货币紧缩可能需要做更多来压低总需求，促使通胀向目标水平回归。
- 终点利率及高利率持续的时间可能超乎市场预期。鉴于金融市场的变化显著快于实体经济，在信贷紧缩完全发挥效应之前，金融风险可能加速演变，先于实体经济硬着陆。此外，如今社交媒体和数字科技高度发达，信息快速传播，更加考验金融机构的流动性管理和监管机构的响应能力。由此，硅谷银行事件或许只是敲响了金融危机的“第一遍铃”，仍需关注金融动荡向金融危机演变的“第二遍铃”，这可能对应系统性风险事件冲击，或者大型金融机构风险暴露，往往标志着决定性的消息。
- **风险提示：海外金融风险及货币政策超预期，地缘政治风险超预期。**

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

(8610)66229136

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：魏俊杰

junjie.wei@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122030029

## 目录

<b>一、金融危机通常不是一蹴而就的.....</b>	<b>5</b>
1. 1980 年储贷危机：美联储高息抗通胀和监管失误导致缓慢演进危机.....	5
2. 2008 年全球金融危机：加息刺破泡沫引发金融尾部风险充分释放.....	6
<b>二、本轮美联储货币紧缩持续时间或超乎预期.....</b>	<b>7</b>
1. 激进货币紧缩是本次美国银行业动荡之源.....	7
2. 美国银行业动荡影响尚未完全显性化.....	9
3. 美国核心通胀韧性可能超乎预期.....	10
<b>三、美联储秉承货币政策“做多比做少好”的理念可能再犯错.....</b>	<b>12</b>
1. 前期货币宽松“做多比做少好”导致误判通胀.....	12
2. 如今坚持货币紧缩“做多比做少好”有可能选择性忽视紧缩造成的风险.....	12
<b>四、高利率环境下银行业动荡进一步的演变路径.....</b>	<b>14</b>
1. 银行债券投资浮亏和存款流失无法得到根本解决.....	14
2. 潜在的信贷收缩加大美国经济和利率敏感行业的下行压力.....	16
3. 市场预期差显示资产价格尚未充分定价紧缩.....	17
4. 非银金融机构的风险传染效应.....	18
5. 金融监管改革没有无痛的政策选择.....	19
6. 社交媒体和科技加速金融风险演变.....	20
<b>五、主要结论与建议.....</b>	<b>22</b>

## 图表目录

图表 1. 美联储加息周期与经济衰退和金融危机.....	4
图表 2. 美国倒闭和救助银行数量和总资产规模.....	5
图表 3. 按资产规模排列的美国倒闭银行.....	6
图表 4. 硅谷银行存款余额及存款增速.....	7
图表 5. 硅谷银行资产端主要构成.....	7
图表 6. 2017-2022 年签名银行资产负债主要情况 (单位: 十亿美元; %) .....	8
图表 7. 第一共和银行存款余额同比增速.....	9
图表 8. 第一共和银行股价与主要事件.....	9
图表 9. 美国银行业存款和贷款及共同基金变动月度情况.....	9
图表 10. 美国金融条件指数及美股波动率情况及高收益债信用利差.....	10
图表 11. 美国核心 PCE 通胀三要素拆分 .....	11
图表 12. 美国职位空缺率、薪资增速和失业率情况.....	11
图表 13. 三种泰勒规则对应的联邦基金利率及美国 CPI 同比.....	12
图表 14. 历任美联储主席信心调查.....	13
图表 15. 美国联邦基金目标利率和 CPI 同比增速.....	13
图表 16. 美国银行业证券投资未实现损益.....	15
图表 17. 美国按资产规模划分的存款 Beta 值分布情况.....	15
图表 18. 美国不同规模银行净息差与联邦基金利率情况.....	15
图表 19. 美国银行企业贷款标准收紧的净百分比.....	16
图表 20. 美国银行收紧消费者贷款的净百分比.....	16
图表 21. 美国大小银行各类贷款占总贷款规模比重 .....	17
图表 22. 美国大小商业银行商业贷款.....	17
图表 23. 美联储 2023 年 6 月点阵图及市场预期年末利率水平.....	17
图表 24. 美国标普 500 指数同比与美国制造业 PMI.....	18
图表 25. 美国标普 500 指数 EPS 盈利预测与同比变动 .....	18
图表 26. 全球金融资产分布及银行和非银行金融机构资产所占比例.....	19
图表 27. 美国联邦存款保险公司存款保险改革方案的优缺点.....	20
图表 28. 美国硅谷银行股价和相关推特推文数量.....	21

自 2023 年 3 月初美国硅谷银行、签名银行、第一共和银行连续倒闭以来，美国监管层迅速出手扑灭火苗，存款流失速度有所放缓，金融风险趋于“风平浪静”，美联储重回抗通胀主线。不过，正如 6 月议息会议所说，此次不加息并不意味着紧缩周期已结束，未来仍需额外的政策紧缩，确保通胀向目标水平回归。随着利率维持更高更久，激进加息的累积效应仍在显现，硅谷银行事件或许是敲响了金融危机的“第一遍铃”，仍需关注金融动荡向金融危机演变的“第二遍铃”<sup>1</sup>，这可能对应系统性风险事件冲击，或者大型金融机构风险暴露。

历史经验来看，1960 年以来，美联储 11 次加息周期中有 8 次伴随着经济衰退、6 次伴随着金融动荡或危机。1980 年以来，除 1983 年利率正常化周期之外，几乎历次都伴随着经济衰退或金融危机，危机要么发生在美国本土，要么发生在美国以外（见图表 1）。2022 年 3 月至 2023 年 6 月，美联储在 14 个月的时间内加息 500 个基点，并伴随着缩表，美国 M2 自 2022 年 12 月起连续同比负增长，货币紧缩的力度和速度均创下四十年之最。

**图表 1. 美联储加息周期与经济衰退和金融危机**

美联储加息周期	加息幅度 (BP)	经济情况	金融情况
1965.9-1966.11	175	1966 年经济放缓	
1967.7-1969.8	540	1969.12-1970.11 衰退	
1972.2-1974.7	960	1973.11-1975.3 衰退	
1977.1-1980.4	1300	1980.7-1982.11 衰退	
1980.7-1981.1	1000	1981.7-1982.11 衰退	1982 年拉美债务危机
1983.2-1984.8	315	经济较好	
1988.3-1989.4	325	1990.7-1991.3 衰退	1980-1994 年储贷危机
1993.12-1995.4	310	软着陆	1994 墨西哥债务危机 1997 年东南亚金融危机 1998 年俄罗斯金融危机
1999.1-2000.7	190	2001.3-2001.11 衰退	2000 互联网泡沫破裂
2004.6-2006.6	425	2007.12-2009.6 衰退	2008 年全球金融危机
2015.10-2019.1	225	2020.2-2020.4 衰退	2013-2015 年新兴市场缩减恐慌
2022.3-至今	500	?	?

资料来源：Alan Blinder(2022)，美国国家经济研究局 (NBER)，中银证券

注：根据美联储前副主席 Blinder 对加息周期的划分，1983-1984 年并不算严格的美联储加息周期，更多是 1981 年高利率降息之后的利率正常化；1980 年代储贷危机时间并未有统一定义，学界大致定为 1980-1994 年，1988-1992 年为储贷危机最严重的时期，从这个意义上讲，1983-1984 年的紧缩周期同样伴随着金融危机。

<sup>1</sup> 《邮差总按两遍铃》是 1930 年代的冷硬派 (Hard-Boiled) 小说的不朽之作。生活中，邮差总是通过按两遍铃尽到自己的职责，暗喻着命运的不期而至。

## 一、金融危机通常不是一蹴而就的

### 1. 1980 年储贷危机：美联储高息抗通胀和监管失误导致缓慢演进危机

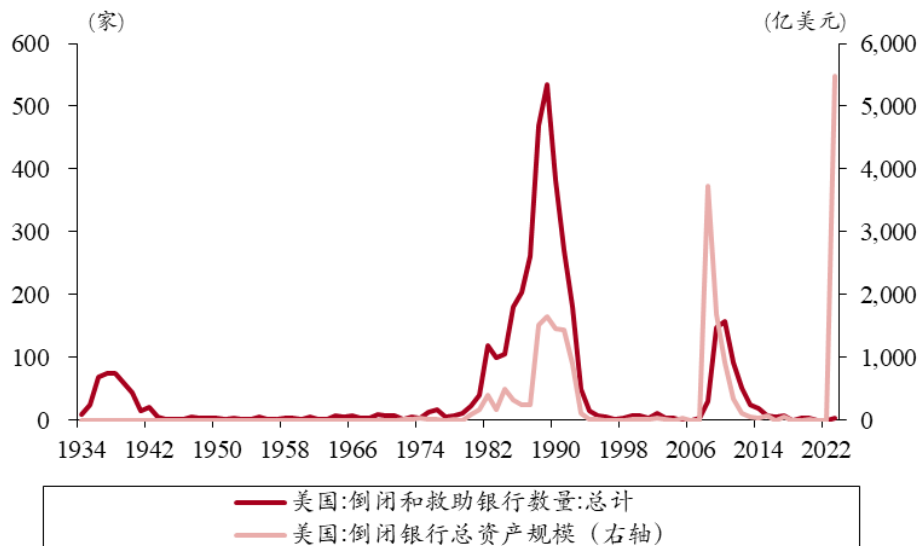
对比历次美联储紧缩导致的危机，与此次银行业动荡性质较为相似的是 1980 年代的美国储贷危机。1970-1980 年代，美国通胀持续攀升，美联储通过大幅加息措施以对抗通胀，利率高企且波动较大环境持续，加之部分金融监管政策失误，引发了持续超过十年的美国储贷行业危机。

美国储贷机构起源于 19 世纪末期，由于部分民众希望拥有自己的房屋但缺乏足够的储蓄，于是某地区或行业的初始会员将积蓄汇集起来，并贷款给少数会员来购房，存款者也可以获得部分收入。美国储贷机构的资产端构成非常单一，多为集中在某一地域或行业的固定利率抵押贷款，且久期较长；负债端则为久期较短的活期存款，且储户群体集中。此外，当时美国监管为避免储蓄机构高息揽储和不正当竞争，设定了存款利率上限（即 Q 条例），远低于货币市场基金等提供的市场利率，导致储户提取资金。由于储贷机构遭遇持续的存款流失，加之资产端收益上升缓慢，营利能力快速下降，部分机构经营状况堪忧，已出现资不抵债的情况。

起初，为解决储贷行业遇到的问题，美国政府选择放松监管政策并降低资本标准，包括取消存款上限，允许储贷机构参与房地产以外的贷款业务，希望通过资产规模增长来帮助储贷机构恢复盈利。然而，这不但没有解决问题，反而使得一些资不抵债的机构继续运营和发展，资产规模重新大幅扩张，且承担更多风险。随着一些储贷机构所在区域和行业经济基本面开始恶化，贷款违约增多，信用风险上升，导致破产倒闭的储贷机构不断增加。

据美国联邦存款保险公司 (FDIC) 统计，1980-1994 年间，美国有 1617 家银行（总资产规模 3026 亿美元）和 1295 家储贷机构（总资产规模 6210 亿美元）倒闭或被救助（见图表 2），倒闭机构数量占有所有美国联邦保险覆盖机构总数的 1/6，资产规模约占所有机构总资产规模的 20.5%<sup>2</sup>。据测算，截至 1999 年末，储贷危机估计总损失约为 1530 亿美元<sup>3</sup>，占到 1980-1994 年美国年均 GDP 的 1.8%（见图表 3）。

图表 2. 美国倒闭和救助银行数量和总资产规模



资料来源：美国联邦存款保险公司 (FDIC)，中银证券

<sup>2</sup> <https://www.fdic.gov/bank/historical/managing/documents/history-consolidated.pdf>

<sup>3</sup> <https://www.workingre.com/wp-content/uploads/2013/08/cost-of-SL.pdf>

图表 3. 按资产规模排列的美国倒闭银行

排名	倒闭银行	倒闭年份	总资产规模 (亿美元)
1	华盛顿互助银行	2008	3,070
2	第一共和银行	2023	2,291
3	硅谷银行	2023	2,090
4	签名银行	2023	1,180
5	伊利诺伊大陆银行和信托	1984	400
6	第一共和公司	1988	325
7	独立国家房贷公司	2008	320
8	美国储蓄和贷款协会	1988	302
9	殖民银行	2009	250
10	新英格兰银行	1991	217
11	MCorp 集团	1989	185
12	FBop Corp 银行子公司	2009	184
13	直布罗陀储蓄贷款	1989	151
14	第一城市国家银行	1988	130
15	担保银行	2009	130

资料来源：美国联邦存款保险公司 (FDIC)，中银证券

1980 年代的储贷危机与此次银行业动荡有部分相似之处。首先，二者的触发原因都是高通胀环境下，利率风险上升，资产和负债久期严重错配，资产端持有价值缩水，负债端遭遇存款流失。此次美国银行业动荡的源头硅谷银行，正是因为资产和负债期限严重错配，资产端的长期国债大幅缩水，而负债端则为高度集中在科创企业的未受保存款，由于抛售债券账面损失落实，存款流失加速，最终无法兑付存款而倒闭。

其次，二者都发生在货币紧缩周期末期，美联储面临抗通胀、稳增长和防风险的三难选择。2008 年全球金融危机虽然遭遇系统性风险，但当时不存在物价稳定的问题，美联储可以逆势宽松首要维护金融稳定。1980 年代，美联储紧缩初期是面临经济增长和物价稳定二选一的难题，时任美联储主席沃尔克不惜以牺牲经济（就业）为代价来对抗通胀。随着高利率持续，储贷危机缓慢演进，美联储的决策也转为经济增长、物价稳定和金融稳定“三选一”的难题。不过，当时美国政府选择使用监管救助政策维护金融稳定，而非直接迫使美联储全面转向降息。直至 1989 年储贷机构倒闭数量和规模达到峰值，美国经济基本面显著恶化，美联储才开始降息。2022 年以来美联储大幅加息，起初市场认为美联储需要在经济增长和物价稳定之间做二选一，但美国经济和劳动力市场颇具韧性，3 月份银行业动荡使得美联储三难选择的矛盾更为突出。

## 2. 2008 年全球金融危机：加息刺破泡沫引发金融尾部风险充分释放

2004-2006 年，美联储在两年时间内累计加息 17 次共计 425 个基点，2006 年美国房地产市场已出现降温迹象，至 2007 年初房地产价格开始下跌，房地产泡沫逐渐破裂。2007 年 4 月，以美国第二大刺激房贷公司新世纪金融申请破产保护为标志，美国次级抵押贷款市场的风险开始暴露；2007 年 8 月，美国最大抵押贷款商全国金融公司 (Countrywide) 声称不良贷款数额飙升，股价遭受重创，濒临破产。次贷危机由此缓慢展开。当年 8 月份全球金融市场大跌，美联储紧急注入流动性，并在 9 月和 10 月累计降息 75 个基点至 4.5%，年底美国政府推出次级房贷纾困计划和救生索计划。

2008 年 2 月，为帮助实体经济复苏，小布什政府推出了 1680 亿美元的减税和退税刺激计划。3 月份，美国第五大投行——贝尔斯登被摩根大通收购。5 月份，时任美国财长保尔森表示，次贷危机最坏的时刻可能已经过去，政府不会出台新的经济刺激计划，距离危机结束更近了<sup>4</sup>。然而，有毒资产问题并未完全解决，9 月份雷曼兄弟倒闭，房地美和房利美被接管，由此引爆全球金融海啸。10 月份，美国政府推出了 7000 多亿的经济稳定紧急法案和不良资产救助 (TARP) 计划，美联储也累计降息 200 个基点，到年底为 0-0.25% 利率区间。

可见，即便是如 2008 年金融危机般影响如此之大的系统性风险事件，其演进过程也是渐进的。从 2006 年 6 月美联储加息结束，到 2007 年 9 月第一次降息，美联储联邦基金利率维持在 5.25% 的水平将近 15 个月的时间；从 2007 年 4 月，次贷危机风险开始逐渐暴露，至 2008 年 9 月雷曼事件，经过了将近 17 个月的时间。如果金融风险未被根本消除，或是并未完全释放，即便是及时推出政策干预，风险仍可能被重燃并再度蔓延。

<sup>4</sup> <https://www.nytimes.com/2008/05/07/business/worldbusiness/07iht-7usecon.12666783.html>

## 二、本轮美联储货币紧缩持续时间或超乎预期

### 1. 激进货币紧缩是本次美国银行业动荡之源

迄今为止，美国倒闭的三家银行各有特殊性，也有典型性。

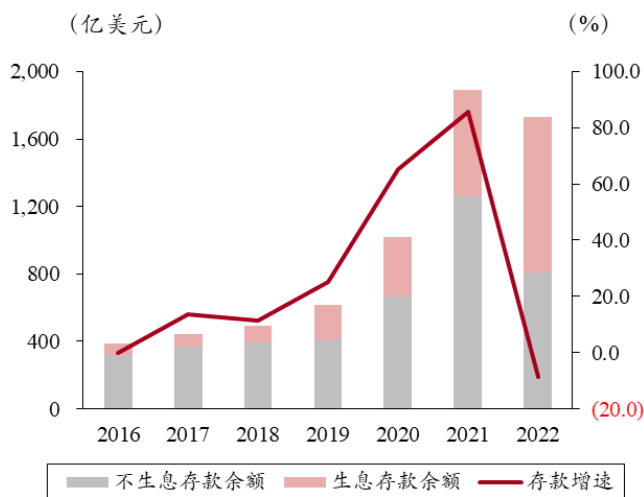
**硅谷银行的投资行为并不算冒险，但却成为低利率转向高利率的牺牲品。**2020年以来，美国财政货币政策双刺激，银行存款急剧攀升。硅谷银行的客户以科创企业为主，通过IPO、SPAC和风险投资等形式筹集了大量资金，并存在硅谷银行。2021年末，硅谷银行的存款规模达到1892亿美元，较2019年末增长了2.1倍（见图表4）。面对迅速扩张的资产规模，硅谷银行将超过半数的资金投资到美国国债和机构债。截至2022年末，投资债券规模合计占其资产比例达55.4%，较2019年末增加了16.2个百分点。其中，持有到期证券（HTM）债券占比达到43.1%（见图表5），这包括许多10年以上期限的MBS债券。根据硅谷银行年报披露，截至2022年末，其证券投资组合加权平均久期为5.7年，收益率仅为1.66%<sup>5</sup>，而其存款中约有47%为活期存款，可以随时提取，负债端总体成本为1.37%。

由于2022年美联储大幅加息，硅谷银行资产端持有的债券出现大量账面损失（未实现损失177亿美元，几乎相当于其资本金的100%），负债端遭遇存款流失。2023年3月初，硅谷银行本希望通过调整资产结构并募集资金22亿美元，却因出售210亿债券造成18亿实际损失而引发了市场恐慌，加之硅谷银行94%的存款不受存款保险保护，储户加速提款，导致无法兑付，最终宣布破产倒闭。

硅谷银行固然在经营管理存在失误，比如未管理好资产负债久期、过度集中投资及未对冲风险等，但仅从其投资行为来看，硅谷银行算不上激进，购买的也是美国国债等安全资产，却因利率飙升、贱卖资产而折戟沉沙。

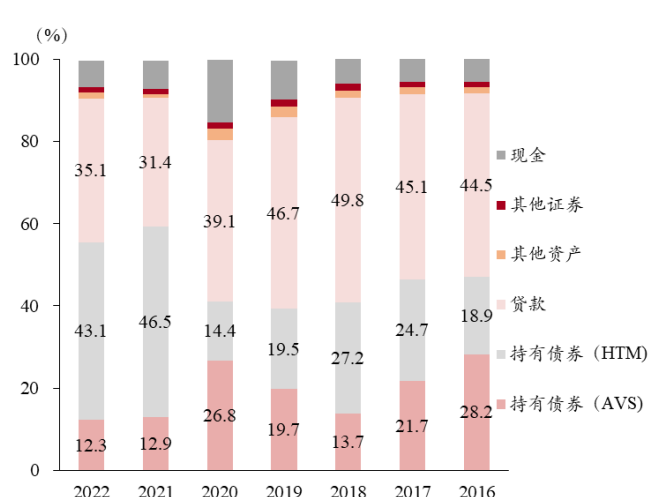
值得一提的是，在4月28日美联储公布的硅谷银行调查报告中提到，2023年2月14日，美联储专门就利率升高对银行和监管的影响召开内部董事会，当谈到证券投资可能遭受较大未实现损失的部分时，恰好引用了硅谷银行的案例，但会后仅计划将硅谷银行的监管评级下调，声称提高监管关注度，但没有采取其他加强监管的措施<sup>6</sup>。对此，美联储也在调查报告中承认存在监管不力，在发现硅谷银行的监管漏洞之后，没有采取足够的措施来迅速解决问题<sup>7</sup>。5月16日，硅谷银行前CEO在美国国会听证时表示，2021年美联储的“通胀暂时论”对其利率风险管理产生了极大的误导<sup>8</sup>。

图表 4. 硅谷银行存款余额及存款增速



资料来源：公司财报，中银证券

图表 5. 硅谷银行资产端主要构成



资料来源：公司财报，中银证券

<sup>5</sup> <https://ir.svb.com/financials/annual-reports-and-proxies/default.aspx>

<sup>6</sup> <https://www.federalreserve.gov/supervisionreg/files/board-briefing-on-impact-of-rising-interest-rates-and-supervisory-approach-20230214.pdf>

<sup>7</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/bcreg20230428a.htm>

<sup>8</sup> <https://www.banking.senate.gov/imo/media/doc/Becker%20Testimony%20205-16-23.pdf>

签名银行则是因涉足加密货币，相关风险传染遭受挤兑。2019-2021年，签名银行总资产规模迅速增长，累计增长134%至1184亿美元，远高于类似规模的19家银行增速（中位数为33%）。此前，签名银行以贷款业务为主，主要集中在商业地产和工商业。2018年以来，随着资产规模的持续增长和业务多元化需要，签名银行逐渐推出私募股权存款计划，并开始涉足加密货币业务，2019-2021年，其加密货币存款扩大了15倍，占到其总存款比例的27%（见图表6）。而且储户高度集中，签名银行存款规模前四名的客户合计占其总资产的14%，其中三名是加密资产相关客户。

2022年以来，随着美国利率快速上升，加密资产价格持续下跌，加之Luna、Terra和FTX等事件接连发生，极大打击了市场信心，签名银行作为提供加密货币存款的服务商也受到波及，2022年其股价已累计下跌64.4%。2023年3月份，随着硅谷银行和银门银行（Silvergate）宣布倒闭，签名银行也受到风险传染并遭到挤兑，3月10日，单日提款额占到其存款的20%，到3月12日，提款额增加至将近89%，而其账面只有30亿美元的可用流动性，占存款总额的4%，完全无法应对挤兑。当日，签名银行被FDIC接管。

图表 6. 2017-2022 年签名银行资产负债主要情况（单位：十亿美元；%）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总资产	43.1	47.4	50.6	73.9	118.4	110.4
总现金资产	0.5	0.4	0.9	12.4	29.8	6.1
总贷款	33	36.9	39.4	49.2	65.2	74.9
总存款	33.4	36.4	40.4	63.3	106.2	88.6
加密货币存款			1.7	9	28.7	17.8
未受保存款	27.3	29.9	33.3	55.9	97.6	79.5
占总资产比重(%)	63	63	66	76	82	72
占总存款比重(%)	82	82	82	88	92	90

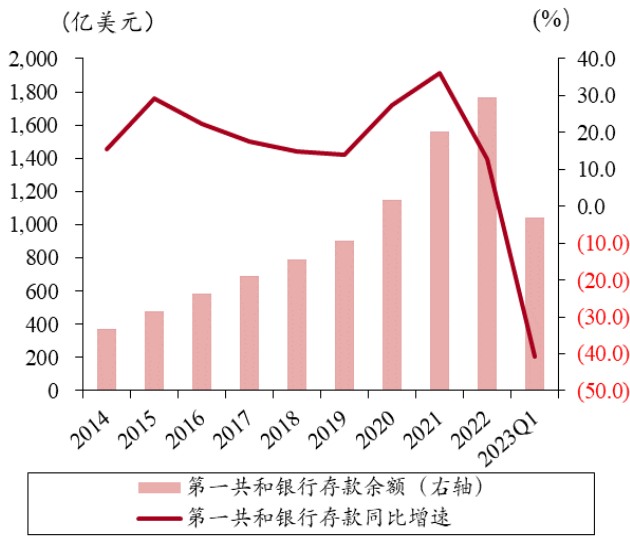
资料来源：美国联邦存款保险公司（FDIC），中银证券

第一共和银行事件则是股价下跌和存款流失相互作用导致风险加速暴露。在硅谷银行事件爆发之后，美国相对脆弱的中小银行均遭到抛售。第一共和作为专门服务高净值个人客户的商业银行，截至2022年末，第一共和存款规模为1764亿，其中67.4%的存款为不受存款保险保护（见图表7）。3月13日，第一共和被穆迪列入评级有可能下调的“负面观察”名单，当天股价大幅下跌62%，15日，惠誉和标普相继将第一共和信用评级评为垃圾级，第一共和股价持续下挫，五个交易日累计下跌73%。3月16日，摩根大通、花旗等11家大型银行联合存款300亿美元，股价下跌速度趋缓，之后趋于稳定。

4月24日，第一共和披露一季度报告，当季存款累计流失720亿美元（见图表7），降幅达40%，再度引发市场抛售，当日股价下跌49%。最终，FDIC宣布接管，5月1日摩根大通宣布收购，至此，2023年以来第一共和银行股价累计下跌97%（见图表8）。尽管第一共和接受了大银行的救助，没有遭受硅谷银行类似的大规模集中提款，但由于存款流失问题并未得到根本解决，股价下跌使得储户更加急于提款，存款流失又导致市场信心进一步下滑，股价进一步下跌，二者相互作用，最终第一共和被摩根大通收购。



图表 7. 第一共和银行存款余额同比增速



资料来源：公司财报，中银证券

图表 8. 第一共和银行股价与主要事件

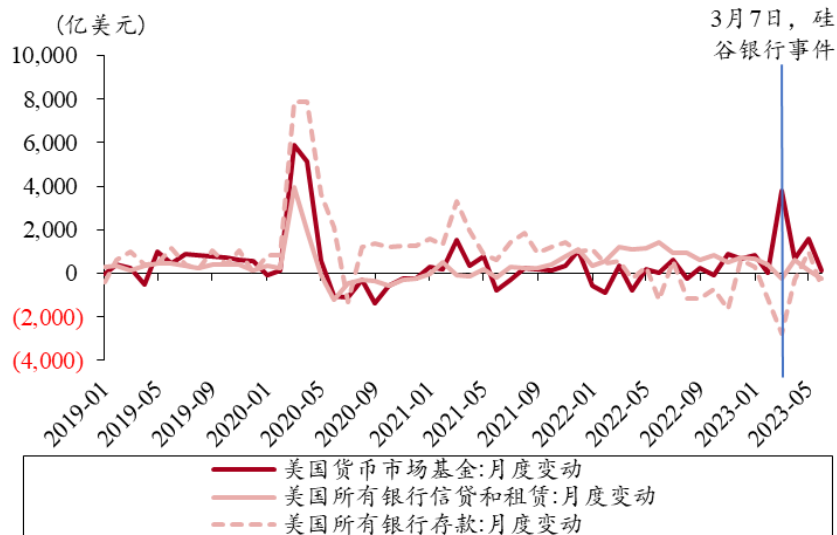


资料来源：Wind，中银证券

## 2. 美国银行业动荡影响尚未完全显性化

硅谷银行事件发生后，美国监管层迅速出手，遏制了风险的进一步传染和蔓延，美国银行业存款流失逐渐趋缓。从美联储披露的银行业数据来看，3月美国银行业出现快速的存款流失，随后情况有所好转。从银行负债端看，3月，美国国内银行存款累计流失2784亿美元，其中中小银行累计流失1971亿美元，大银行流失813亿美元；美国货币市场基金净流入3777亿美元，与银行业存款流失规模相当。4月，美国银行存款继续小幅流失，5月份转为净流入，但流入放缓，6月再度转为净流出。从银行资产端看，尽管银行信贷标准收紧、贷款增速放缓，但贷款余额并未收缩。美国银行业贷款和租赁余额在3月和6月共下降487亿美元，4-5月累计上升737亿美元，至6月末仍为累计上升（见图表9）。

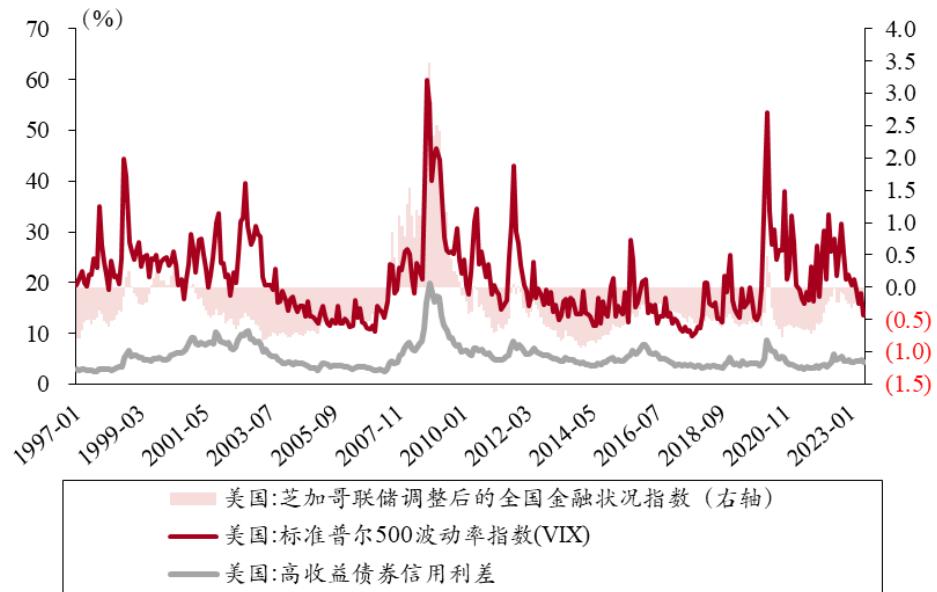
图表 9. 美国银行业存款和贷款及共同基金变动月度情况



资料来源：美联储，Wind，中银证券

值得指出的是，美联储流动性支持下的银行业企稳，也意味着从货币紧缩到信贷紧缩的传导受阻，货币政策可能需要更多紧缩来压低总需求，确保通胀向目标水平回归。3月中下旬以来，美国金融条件再度转松，美股波动率指数（VIX）和企业信用利差降至低位。在硅谷银行破产后三天（3月13日），VIX达到年内高点26.5，较硅谷银行破产前的3月8日上涨39%，但与2022年均值的25.6相差不大。此后，VIX趋于下行，6月初来，VIX指数均值仅为14，为2020年1月以来的低点。美国高收益债信用利差在3月24日达到年内高点5.22%，但仍远低于2022年7月的高点5.99%，近期再度降至4.2%左右，位于1997年以来的前35%分位（见图表10）。

图表 10. 美国金融条件指数及美股波动率情况及高收益债信用利差



资料来源：圣路易斯联储，Wind，中银证券

### 3. 美国核心通胀韧性可能超乎预期

2022年下半年以来，美国总体通胀快速下行，但核心通胀更为顽固。根据此前美联储主席鲍威尔提出的核心PCE通胀“三要素”分析框架，将其分为核心商品、核心住宅服务和非住宅其他服务。其中，核心商品通胀已连续下行，由去年2月的高点7.6%降至5月的2.6%，住宅通胀也出现见顶迹象，连续三个月下行，而非住宅核心通胀在2022年8月以来一直维持在4%~5%区间（见图表11）。这与美国劳动力市场持续偏紧有关，工资和物价上升的螺旋尚未被打破。

6月份，美国失业率为3.6%，继续处于历史低位；每一个失业对应1.6个职位空缺，远高于疫情前五年均值0.93，这对应美国薪资增长指数同比增速在6%左右，远高于疫情前五年均值3.4%（见图表12）。随着美国核心商品快速回落，住宅服务通胀见顶，下一步去通胀的关键便是薪资增速下降，这需要美国劳动力市场走软。

最近在多个公开场合，鲍威尔一再强调核心通胀仍远高于目标，通胀下行还有很长的路要走，年内降息不是基准情形。5月26日，国际货币基金组织（IMF）与美国结束第四条磋商，建议美联储为实现持续的通胀下行，将联邦基金利率保持在5.25%~5.5%区间直至2024年底<sup>9</sup>。日前，IMF第一副总裁戈皮纳特也指出，投资者似乎对通胀路径依然过于乐观，且不认为紧缩政策会对经济增长造成太大打击，这两种情况不太可能同时出现<sup>10</sup>。国际清算银行（BIS）则表示，随着基数效应褪去，通胀快速下行期过去，“去通胀”的最后一程往往是挑战最大的<sup>11</sup>。

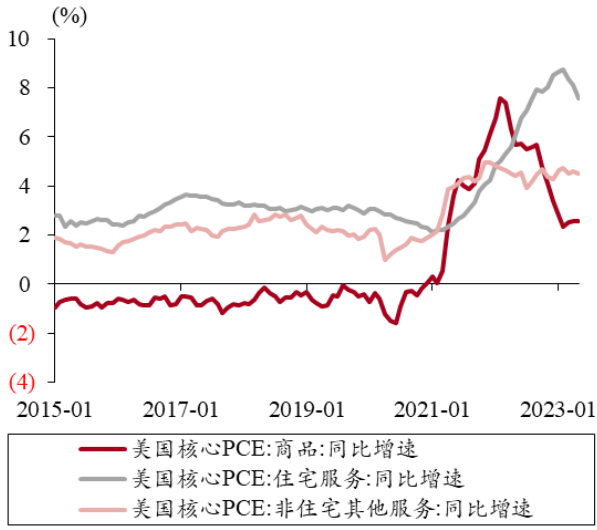
<sup>9</sup>

<https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/05/26/united-states-of-america-staff-concluding-statement-of-the-2023-article-iv-mission>

<sup>10</sup> <https://www.imf.org/en/News/Articles/2023/06/26/fdmd-speech-sintra-3-uncomfortable-truths>

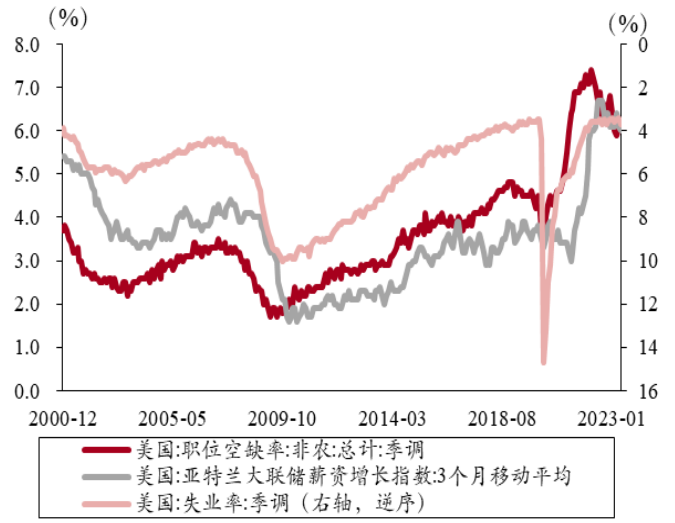
<sup>11</sup> <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.pdf>

图表 11. 美国核心 PCE 通胀三要素拆分



资料来源：美国国家经济分析局，中银证券

图表 12. 美国职位空缺率、薪资增速和失业率情况



资料来源：美国劳工部，Wind，中银证券

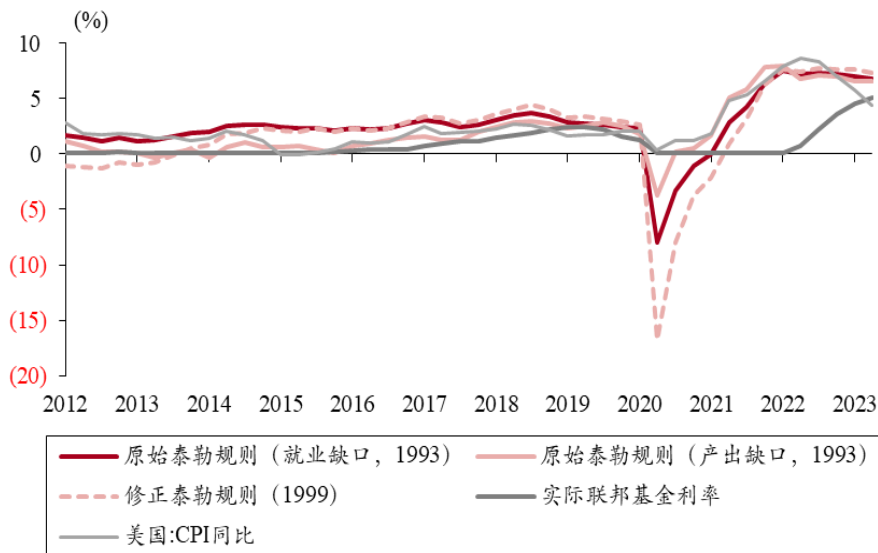
## 三、美联储秉承货币政策“做多比做少好”的理念可能再犯错

### 1. 前期货币宽松“做多比做少好”导致误判通胀

2020年新冠疫情爆发之初，出于对通缩的恐惧，美联储秉持货币宽松“做多比做少好”，推出零利率加无限量宽，配合多轮财政刺激强力支持美国经济复苏。在当年8月份的杰克逊霍尔年会上，鲍威尔宣布，为更好完成充分就业和物价稳定的双重使命，美联储将采取灵活的“平均通胀目标制”(FAIT)，希望在通胀持续低于2%的时期之后，允许通胀适度高于2%<sup>12</sup>。10月初，鲍威尔曾公开表示，美国经济复苏尚未完成，政策干预的风险是不对称的，支持过多造成的风险要小于支持过少。因为即使最终证明实际政策行动超出了需要，那也不会白费力气——经济复苏将更强劲、更快，而美联储有的是工具应对通胀<sup>13</sup>。

提高对通胀上行的容忍度后，美联储控通胀由先发制人变为后发制人。自2021年初以来，美国通胀节节攀升，CPI同比增速从2021年4月的4.2%升至2022年6月高点9.1%。按照传统泰勒规则，美联储本应在2021年一季度便开始加息（见图表13），到年底联邦基金利率应为6.4%，而实际的联邦基金利率却只有不到0.1%。美联储以“通胀暂时论”为借口加息进程晚了整一年，这导致美联储远远落后于市场曲线，紧缩步伐迈得又大又急。

图表 13. 三种泰勒规则对应的联邦基金利率及美国 CPI 同比



资料来源：亚特兰大联储，中银证券

### 2. 如今坚持货币紧缩“做多比做少好”有可能选择性忽视紧缩造成的风险

2022年11月份议息会议之后的新闻发布会上，鲍威尔表示，目前（货币紧缩）做的太多的风险远小于做的太少。如果过度紧缩，我们可以用政策工具给经济提供支持（如疫情初期所做的那样），而如果做的太少，通胀变得根深蒂固，未来需要再度紧缩，就业的代价也会更高<sup>14</sup>。尽管2023年6月份暂停加息，但近期面对通胀和银行动荡的高度不确定性，多个美联储官员公开支持未来还会有进一步的加息，年内降息不是基准情形。

<sup>12</sup> [https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC\\_LongerRunGoals.pdf](https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC_LongerRunGoals.pdf)

<sup>13</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20201006a.htm> &

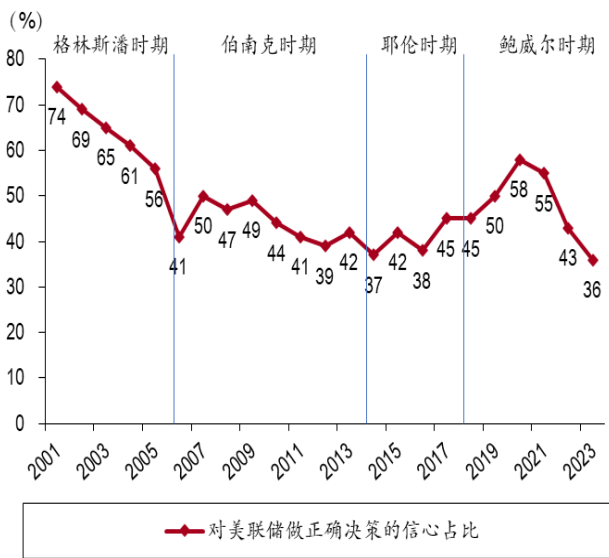
<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20210428.pdf>

<sup>14</sup> <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20221102.pdf>

货币紧缩对于实体经济存在滞后作用，而经济数据本身又存在时滞，美联储数据依赖的确可以更加贴近经济现实，但过度的数据依赖无异于盯着后视镜里的数据决策。如果看到货币紧缩造成非意向的金融或经济后果时，货币政策再转向，或为时已晚。况且，2021年以来美联储信誉已遭受到较大挑战，通胀“暂时论”、“见顶论”相继破产。美国盖洛普民调数据显示，2023年仅有36%的美国民众表示，对于鲍威尔未来会采取合理举措提振经济有“相当大”或“比较大”的信心，创下自2001年有统计以来的最低值（见图表14）。如果美联储再次犯错，将会继续打击公众对美联的信心，未来要面临如何和市场有效沟通的难题。

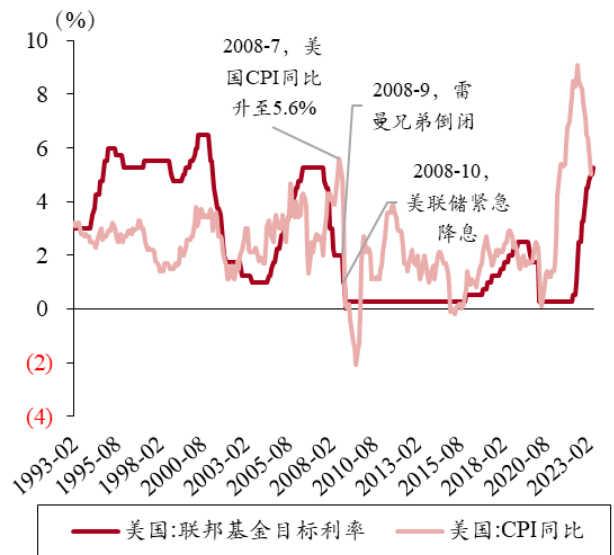
金融资产价格具有超调属性，从金融风险演绎成为金融危机往往是非线性的。在2008年雷曼倒闭前夕，美国7月CPI同比增速升至5.6%，二季度美国GDP环比折年率为2.3%，8月的议息会议上，部分官员担心通胀上行风险，甚至支持转为紧缩政策<sup>15</sup>，9月雷曼倒闭且金融风险开始蔓延，然而美联储仍顾及通胀过高，当月也没有降息<sup>16</sup>，仅是推出部分结构性工具应对金融压力，直至金融系统性风险上升，才在10月紧急连续降息100个基点（见图表15）。

图表 14. 历任美联储主席信心调查



资料来源: Gallup, 中银证券

图表 15. 美国联邦基金目标利率和 CPI 同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

<sup>15</sup> 2004-2006年的加息周期于2006年6月停止加息，累计加息幅度425个基点至5.25%，并维持15个月，2007年9月开启降息周期。参考 <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20080805.pdf>

<sup>16</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/FOMC20080916meeting.pdf>

## 四、高利率环境下银行业动荡进一步的演变路径

### 1. 银行债券投资浮亏和存款流失无法得到根本解决

在本轮利率快速上行过程中，许多美国银行忽视了利率风险管理。一篇研究通过分析上市银行的财报数据发现，美国银行业在本轮美联储加息周期中很少对冲利率风险，仅有约 6% 的银行资产受到利率对冲的保护。2022 年约 1/4 的银行减少了保护性对冲。比如硅谷银行 2021 年对冲了约 12% 的证券投资组合，2022 年底仅为 0.4%<sup>17</sup>。

根据 FDIC 的数据，截至 2023 年一季度，美国银行业有超过 5155 亿美元的未实现损失，是 2008 年金融危机时的 8.2 倍，占有所有美国银行总资本的 23%（见图表 16）。如果美联储货币紧缩延续，利率居高不下，中小银行持有的债券浮亏的情况无法得到根本解决。如果中小银行为缓解流动性压力变卖部分资产导致亏损落实（如硅谷银行），又或是在市场恐慌情绪的传染下银行的股票或债券价格大幅下跌（如第一共和银行），这可能影响储户信心，进而加速存款流失。存款流失和资产价格下跌之间相互作用，最终相关银行将濒临倒闭。

由于过去十多年来持续处于低利率，加之美国经济金融大环境相对稳定，储户存款对于利率的敏感性并不高，存款黏性较强。而当市场利率急剧升高，存款利率却难以相应上升时，储户可能会转入收益更高或存款利率更敏感的货币市场基金和大型银行。纽约大学的一篇研究显示，通过计算 1984-2021 年每家银行的存款 Beta 值<sup>18</sup>，其中大银行（资产规模大于 2500 亿美元）平均为 0.46，而小微银行为 0.39，且分布非常不均，有的银行几乎接近零（见图表 17）。这意味着从历史数据来看，许多美国小微银行的存款利率敏感性并不高，这使得许多小银行更容易忽视利率风险的管理，依赖所谓的特许经营权价值<sup>19</sup>（franchise value）来对冲资产端的利率风险<sup>20</sup>。而当利率急剧上升时，此类小银行最为经不起挤兑，比如硅谷银行的存款 Beta 为 0.31，第一共和银行为 0.34，均低于其类似规模银行的均值 0.41。

当前，美国银行业为吸收储蓄纷纷提高存款利率，这将收敛银行净息差收益。为转嫁负债成本、维护其盈利能力，银行往往会提高贷款利率，这又意味着美联储加息的信贷紧缩效应进一步显现。2023 年一季度，美国银行业净息差较去年四季度收敛 7 个基点，大银行（资产规模大于 2500 亿美元）的息差仅收敛 1 个基点，而中小规模银行下降速度更快，资产规模在 10 亿-100 亿和 1 亿-10 亿分别下降了 22 和 16 个基点（见图表 18）。

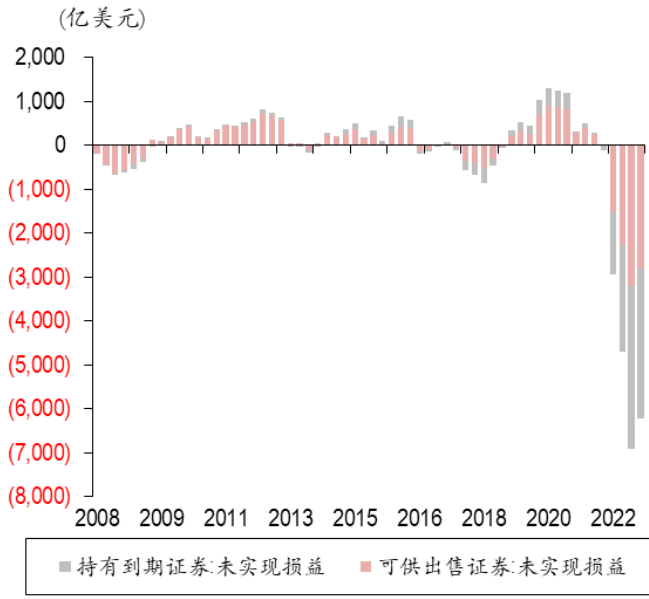
<sup>17</sup> 参考 Jiang, E. X., Matvos, G., Piskorski, T., & Seru, A. (2023). Limited Hedging and Gambling for Resurrection by US Banks During the 2022 Monetary Tightening?.

<sup>18</sup> 存款 Beta 值衡量一家银行的存款成本对短期利率变化的敏感性。例如，存款 Beta 值为 0.4，意味着短期利率上升 100 个基点，银行的平均存款利率将提高 40 个基点。

<sup>19</sup> 在持续经营（going concern）收入的假设下，公司未来现金流的折现。

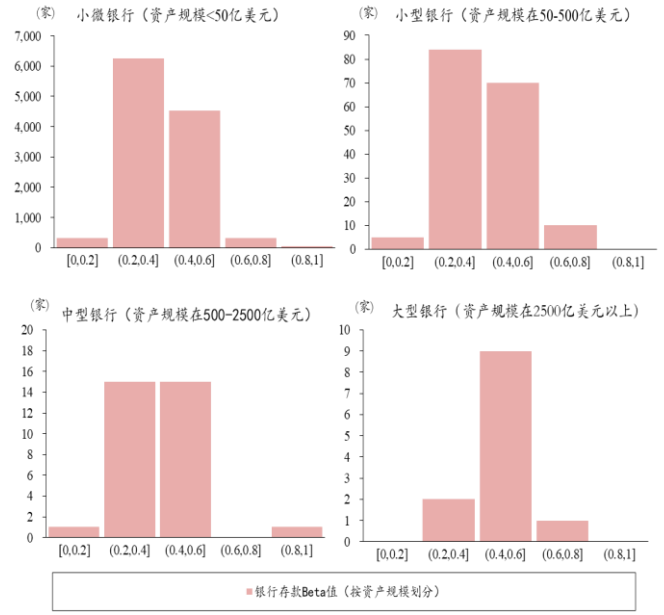
<sup>20</sup> 参考 Drechsler, I., Savov, A., Schnabl, P., & Wang, O. (2023). Banking on Uninsured Deposits (No. w31138). National Bureau of Economic Research.

图表 16. 美国银行业证券投资未实现损益



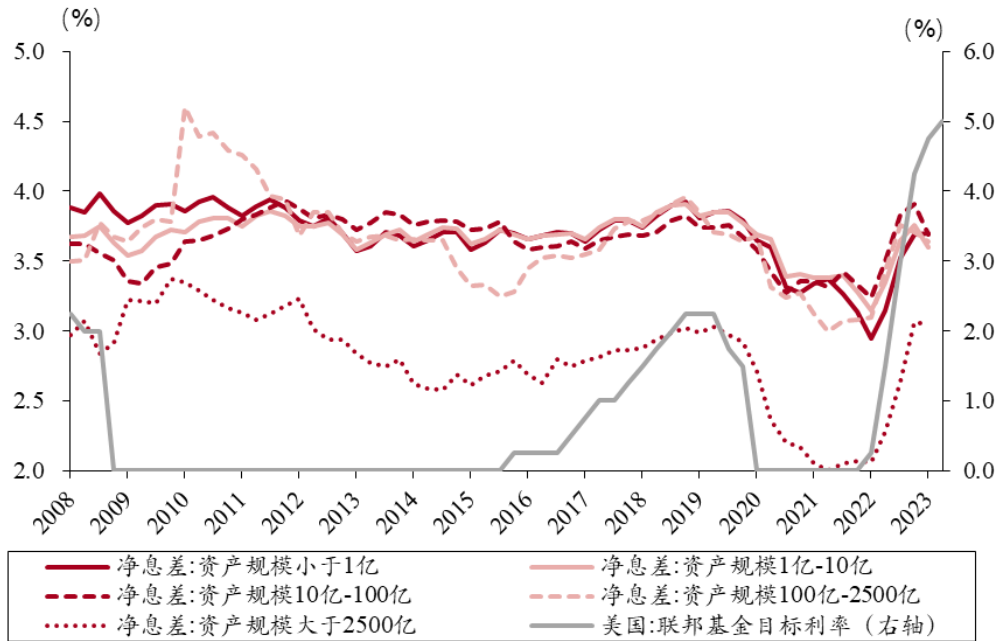
资料来源：美国联邦存款保险公司 (FDIC)，中银证券

图表 17. 美国按资产规模划分的存款 Beta 值分布情况



资料来源：Drechsler et al(2021)，中银证券

图表 18. 美国不同规模银行净息差与联邦基金利率情况

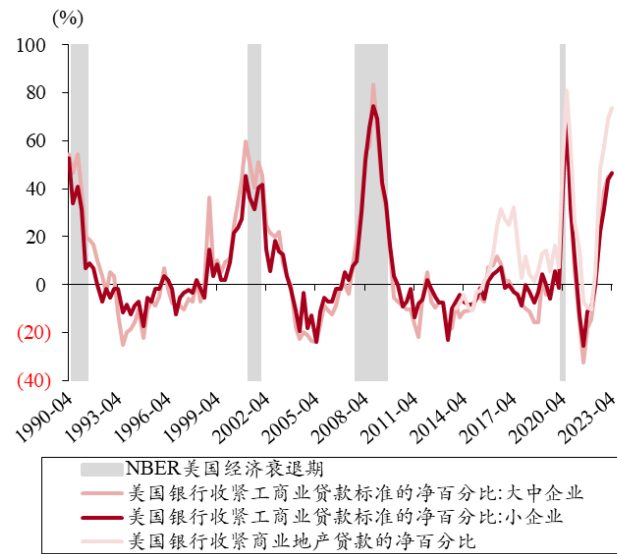


资料来源：美国联邦存款保险公司 (FDIC)，Wind，中银证券

## 2. 潜在的信贷收缩加大美国经济和利率敏感行业的下行压力

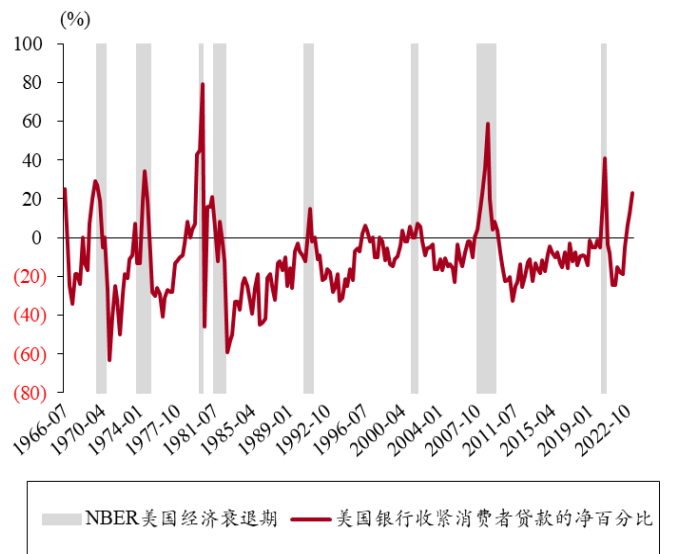
银行信贷紧缩是货币政策紧缩的应有之义，美国银行业动荡之后，信贷紧缩可能起到“类加息”的作用，只不过紧缩幅度仍不确定。根据美联储公布的贷款标准调查（SLOOS）数据，2023年二季度美国银行业收紧大企业和中小企业贷款标准的净百分比分别为46%、46.7%，环比上升1.2、2.9个百分点；收紧信用卡标准的净百分比为30.4%，上升2.1个百分点；收紧商业地产贷款标准的净百分比为73.8%，上升4.6个百分点（见图表19）。历史经验看，1970年代以来美国银行收紧消费者贷款的时期均对应着美国经济陷入衰退，二季度消费者贷款净收紧比例为22.8%，环比上升10.3个百分点（见图表20）。根据前美联储主席伯南克的“金融加速器”理论，银行信贷具有明显的顺周期属性，当经济冲击通过影响信贷渠道传导时，往往会增强冲击的持续性，放大周期波动，加大经济的下行压力<sup>21</sup>。

图表 19. 美国银行企业贷款标准收紧的净百分比



资料来源：圣路易斯联储，中银证券

图表 20. 美国银行收紧消费者贷款的净百分比



资料来源：圣路易斯联储，中银证券

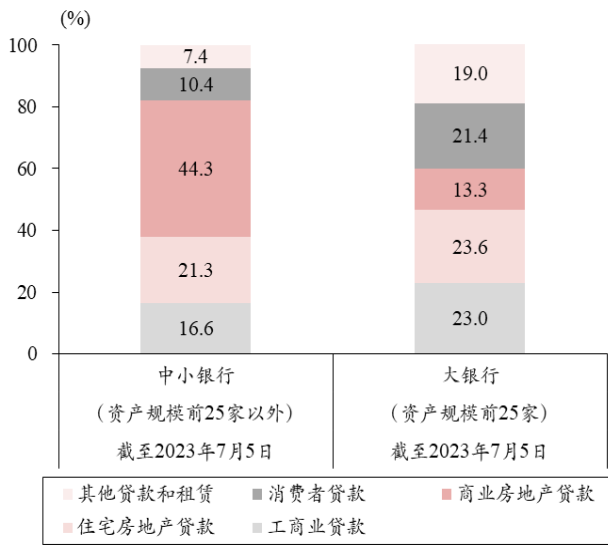
高利率环境之下，部分利率敏感且基本面存在风险的实体行业（如商业地产）可能首当其冲。一旦诸如商业地产贷款等难以获得再融资，可能加大信用违约风险。美国商业银行资产负债表数据显示，美国小银行的商业地产贷款规模占全部商业地产贷款的68%，占小银行总贷款规模的44%，占小银行总资产规模的30%（见图表21和22）。近期美联储发布的金融稳定和货币政策报告中均提示，商业和住宅房地产市场的估值压力持续升高，疫后远程办公需求增加可能导致商业房产价格下跌达到40%，对于一些商业地产敞口集中的中小银行来说，如果商业地产情况恶化，可能会遭受高于平均水平的损失<sup>22</sup>。

<sup>21</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070615a.htm>

<sup>22</sup> <https://www.federalreserve.gov/publications/files/financial-stability-report-20230508.pdf>

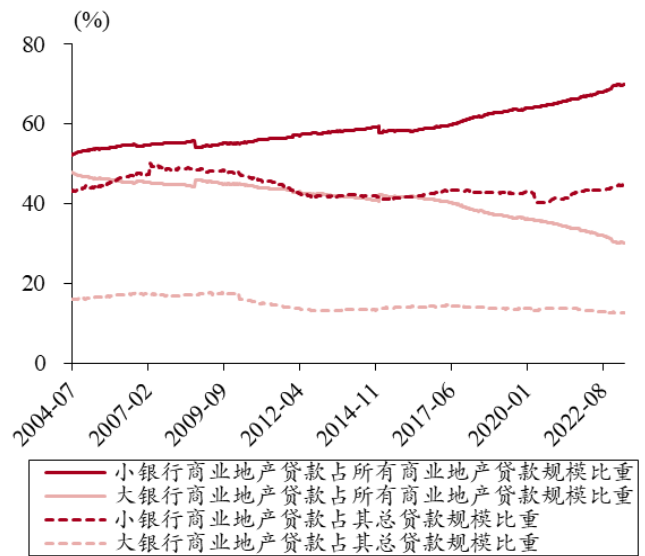


图表 21. 美国大小银行各类贷款占总贷款规模比重



资料来源: 圣路易斯联储, 中银证券

图表 22. 美国大小商业银行商业贷款

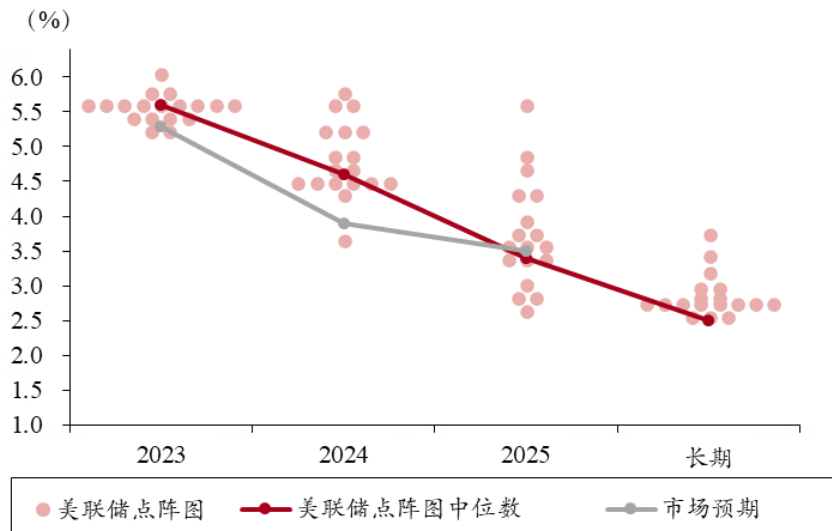


资料来源: 圣路易斯联储, 中银证券

### 3. 市场预期差显示资产价格尚未充分定价紧缩

6 月份议息会议, 美联储虽暂停加息, 但点阵图预示年内还有两次加息, 并再度上调年底核心 PCE 通胀和 GDP 增速预测 0.3 和 0.6 个百分点至 3.9% 和 1.0%, 下调失业率预测 0.4 个百分点至 4.1%。鲍威尔表态仍偏鹰派, 表示暂停不意味着加息结束, 几乎所有委员都同意年内仍有加息, 以打消市场此前对于年内降息的预期。不过, 截至 2023 年 7 月 17 日, 市场预期年底联邦基金利率约为 5.25%, 与点阵图预示的 5.6% 仍有差距 (见图表 23)。

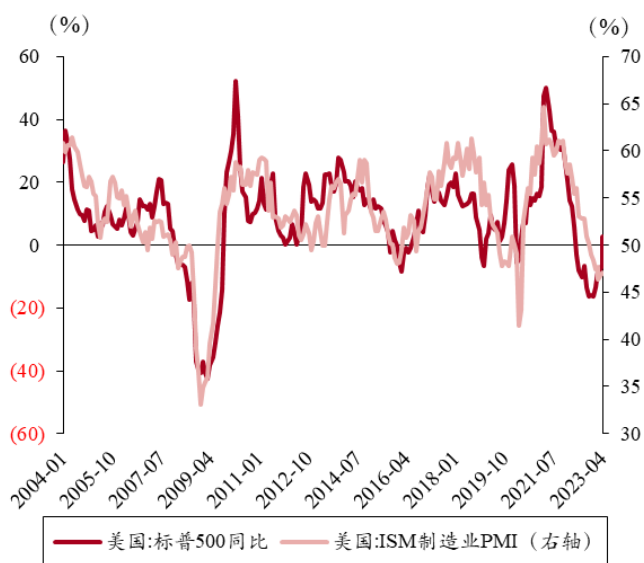
图表 23. 美联储 2023 年 6 月点阵图及市场预期年末利率水平



资料来源: CME, 美联储, 中银证券

未来市场和美联储互相靠拢的过程将放大资产价格波动。如果事实如美联储预测，年内通胀难以迅速降至目标，市场需要重新定价美联储紧缩；而如果如市场所预期，通胀迅速下行，这隐含的条件是美国劳动力市场大幅走弱（薪资增速下滑），或者信贷大幅收缩，意味着经济衰退的风险仍将冲击风险资产价格。事实上，到2023年6月份，美国ISM制造业PMI指数已连续7个月位于荣枯线以下（见图表24）。截至6月末，标普500EPS盈利预测同比下降5.4%（见图表25），而标普500指数较2022年10月的低点反弹了24%以上，纳斯达克综合指数更是较去年12月的低点反弹了32%以上。加息周期尚未结束，美国经济基本面仍处于下行周期，美股估值却已开始扩张，实体经济和金融市场再度背离。事实上，在美国银行业动荡发生前夕的2023年2月底，美联储披露1月31日至2月1日的议息会议纪要指出，资产估值压力依然显著，住宅和商业地产市场的估值指标仍然很高，房地产价格大幅下跌的可能性仍然高于往常水平。此外，虽然过去一年股价下跌，但标普500成份股公司的远期市盈率仍高于中位值价值<sup>23</sup>。

图表 24. 美国标普 500 指数同比与美国制造业 PMI



资料来源：Wind，中银证券

图表 25. 美国标普 500 指数 EPS 盈利预测与同比变动



资料来源：Bloomberg，Wind，中银证券

## 4. 非银金融机构的风险传染效应

当从低利率快速转换至高利率时，金融体系的脆弱环节更容易暴露。日前，多家国际机构提示非银机构风险。如4月国际货币基金组织在《全球金融稳定报告》中提示，非银行金融机构（NBFI）由于高杠杆、流动性错配及与传统银行体系的高度关联性可能产生较强的溢出效应<sup>24</sup>。6月，国际清算银行（BIS）在《2023年度经济报告》中指出，虽然表面上非银机构杠杆率低于传统银行业，但此类机构往往充斥着隐性杠杆，已成为银行巨额损失的根源<sup>25</sup>。根据金融稳定理事会（FSB）数据统计，截至2021年末，非银行金融机构资产规模较2008年末增长2.4倍至239万亿美元，高于银行机构的增加1.7倍，占全球金融资产比例上升6.8个百分点至49.2%；银行体系的资产比例则下降9个百分点至37.6%（见图表26）。

虽然在2008年危机之后，欧美监管机构大大加强了对于银行业的监管，但近些年金融体系愈发发达，非银金融机构已成为全球金融体系的主力，包括保险公司、养老基金、对冲基金和共同基金等，且存在透明度低、数据和监管真空的问题，容易因信息不对称而触发资产抛售的羊群效应，2022年10月的英国养老金风波便是前车之鉴。

<sup>23</sup> <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20230201.pdf>

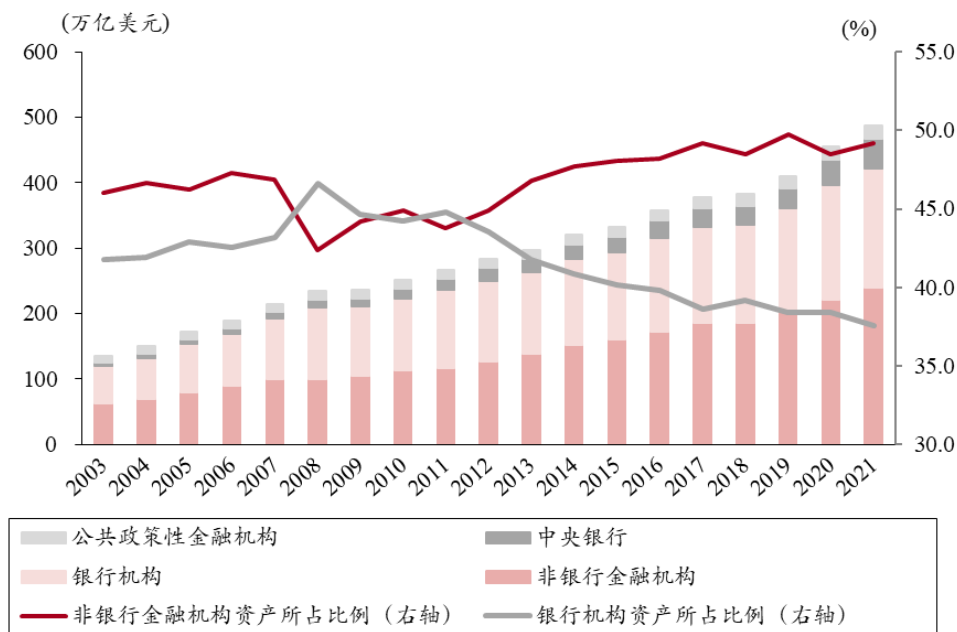
<sup>24</sup>

<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/04/04/nonbank-financial-sector-vulnerabilities-surface-as-financial-conditions-tighten>

<sup>25</sup> <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2023e.pdf>

过去的低利率环境使得非银机构更加冒进地加杠杆放大收益，一方面非银机构本身的规模和复杂性足以带来系统性风险，另一方面也会对银行等传统金融机构产生传染效应，比如 2021 年 Archegos 爆仓事件便成为压倒瑞信的稻草之一。此外，尽管每次金融危机的触发点不尽相同，所谓“这次不一样”，但事后总能总结出危机产生的共性。

图表 26. 全球金融资产分布及银行和非银行金融机构资产所占比例



资料来源: 金融稳定理事会 (FSB), 中银证券

## 5. 金融监管改革没有无痛的政策选择

央行作为金融监管机构，出于道德风险的考虑，不能“治未病”，而只能做到事前规制 (regulation)，事中监管 (supervision)，事后救火 (lender of last resort)。如果银行业风险不能被完全消除，或者监管机构不能事前明确表示为所有机构兜底，“治标不治本”、“见招拆招”的监管救助，市场参与者只会不断地去寻找下一个脆弱的目标银行，加大资产抛售和存款流失压力，直至蔓延和传染至更广泛的金融体系甚至冲击系统重要性银行，迫使监管进行全面干预。

美国国民经济研究局 (NBER) 的一篇研究使用 1275-2019 年近八个世纪以来的银行危机干预数据库，将近期欧美银行业动荡的救助措施和规模与历史对比来看，过去只有 57 次银行危机的救助方式 (包括担保、贷款和重组) 与本次类似，其中有 45 次发生了系统性风险，概率约为 79%，在所有 880 次危机中有 456 次发生了系统性风险，概率为 52%。而且，作者认为银行动荡仍在演进之中，监管干预的规模会进一步扩大，历史经验来看这往往会伴随着更大的系统性风险和更高的经济金融干预成本<sup>26</sup>。

针对未来潜在的存款挤兑，FDIC 在 5 月 1 日提出了存款保险改革的几个选项，包括：1) 有限保护：维持现行的存款保险制度，提高存款保险限额，但这并不能完全解决高额存款高度集中的挤兑风险；2) 无限保护：为所有存款提高全面保险，有限消除挤兑风险，但可能对银行风险承担和存款保险充足性产生较大影响；3) 定向保护：为企业支付账户提供大额保护，这可以在成本相对增加有限的前提下保证金融稳定，但这增加了监管复杂性，需要有限区分账户类型，还存在监管套利风险 (见图表 27)。

<sup>26</sup> 参考 Metrick, A., & Schmelzing, P. (2023). The March 2023 bank interventions in long-run context—Silicon Valley Bank and beyond (No. w31066). National Bureau of Economic Research., <https://www.nber.org/papers/w31066>

据美联储披露,为了增强大型银行的抗风险能力,美国监管机构将提高对大银行的总体资本金要求,预计拥有大型交易业务的大银行需要的资本金提高幅度最大<sup>27</sup>。另外,针对监管不足的非银行金融机构,美国财政部也要求私募对冲基金实时报告投资损失和保证金流失情况。这些监管加强措施如果落地,可能对金融机构本身的经营产生影响,比如银行增加资本金,可能会将监管成本转嫁给借款者,也相当于信贷紧缩;非银金融机构要求报告投资情况,虽然透明度增强,但这可能会带来污名效应,导致负面消息传播更快。

可见,任何金融监管改革都是有弊有利,监管完全兜底则担心出现道德风险问题,未来银行风险承担行为可能更激进,更加忽视风险管理,不完全兜底则潜在风险未被完全消除,仍需担忧风险传染问题。而且,金融风险还往往存在于“黑暗的角落”,监管难以对未知的风险进行提前防范。

**图表 27. 美国联邦存款保险公司存款保险改革方案的优缺点**

	优点	缺点	潜在的补充工具
<b>有限保护</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-存款保险的最佳测试模型</li> <li>-对道德风险的影响有限</li> <li>-对存款保险基金(DIF)充足率影响有限</li> <li>-对其他市场冲击有限</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-未投保的存款面临风险,引发金融稳定性担忧</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-考虑流动性监管,减少对未保险存款的依赖</li> <li>-将额外的流动性风险措施纳入定价中</li> <li>-限制大额存单兑换</li> <li>-实施存款保险简化并扩大覆盖范围,以解决透明度和复杂性</li> <li>-考虑长期次级债务要求</li> </ul>
<b>无限保护</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-几乎消除银行挤兑风险</li> <li>-提高透明度-对存款人来说更易理解</li> <li>-简化解决过程</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-降低存款纪律,负担转嫁至债权人和股东</li> <li>-带来潜在的广泛金融冲击</li> <li>-对存款保护基金(DIF)产生巨大影响并需增加评估</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-考虑长期次级债务和资本要求以减轻道德风险</li> <li>-考虑限制对存款以来的监管</li> <li>-考虑利率限制</li> </ul>
<b>定向保护</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-定向覆盖范围以满足企业的持续支付和运营需求</li> <li>-提高财务稳定性</li> <li>-只影响部分存款人纪律</li> <li>-有过往经验(交易账户保护项目)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-难以定义账户类型监管套利奖励</li> <li>-增加决议复杂性导致透明降低</li> <li>-需要额外的存款保险基金(DIF)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>-考虑对定向保护账户进行利率管制</li> <li>-考虑简化账户类利以降低复杂性</li> <li>-如果大额账户仅部分受保,要求大额存款提供担保</li> <li>-如果大额账户仅部分受保,对大额存款转换设置限制</li> </ul>

资料来源:美国联邦存款保险公司(FDIC),中银证券

## 6. 社交媒体和科技加速金融风险演变

此次可能是信息化时代首次遭遇的金融危机。近期,IMF撰文指出即使金融压力在一段时间内似乎得到了遏制,一些事态发展也会产生不利的非线性负反馈,并迅速发展为全面的系统性金融危机,在最近的银行倒闭事件中,技术和社交媒体加速了这一进程<sup>28</sup>。有研究表明,社交媒体传播特别是推特助长了硅谷银行的挤兑,推文的讨论频率可以预测每小时的股票损失,对于具有挤兑风险的银行,这种影响更为强烈。在3月9日硅谷银行股价大幅下跌之后,关于硅谷银行的讨论推文迅速增多,加速了硅谷银行存款的流失<sup>29</sup>(见图表28)。

4月28日美联储公布的硅谷银行倒闭调查报告也提到,社交媒体、高度网络化和集中的储户群体以及数字科技的结合从根本上改变了银行挤兑的速度。社交媒体使储户能够立即传播对于银行挤兑的担忧,而数字科技的迅速进步则使存款能立即被提取,这更加考验金融机构的风险管理和金融监管部门的危机响应能力。

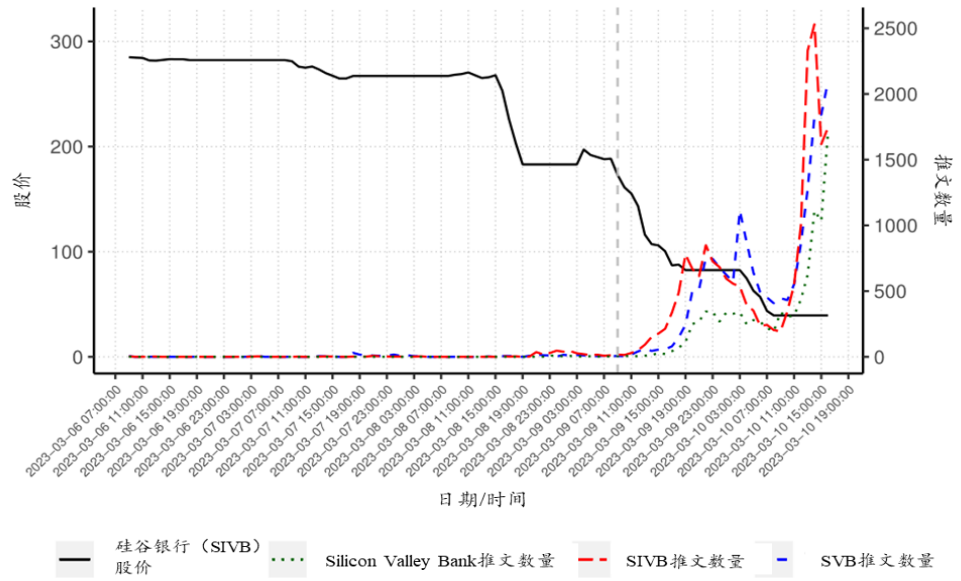
<sup>27</sup> <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/barr20230710a.htm>

<sup>28</sup>

<https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2023/06/05/central-banks-can-fend-off-financial-turmoil-and-still-fight-inflation>

<sup>29</sup> 参考 Cookson, J. Anthony and Fox, Corbin and Gil-Bazo, Javier and Imbet, Juan Felipe and Schiller, Christoph, Social Media as a Bank Run Catalyst, April 18, 2023.

图表 28. 美国硅谷银行股价和相关推特推文数量



资料来源: Cookson et al. (2023), 中银证券

## 五、主要结论与建议

1980年以来，美联储紧缩往往伴随经济衰退或金融危机出清。近三年来美联储的货币政策与历次周期对比更为大收大放、快进快出，2020年疫情初期救经济从超宽松变为无限宽松，2022年抗通胀由主动作为变为被动应对，由小步慢走变为大步快走，至此已经造成了较为严重的金融后果。随着货币紧缩和银行业动荡转为信贷紧缩，对于实体经济的冲击将显现。此外，过去十多年低利率、宽流动性的环境成为滋养金融脆弱性的“温床”，尽管金融危机之后银行业监管大大增强，但非银行金融机构规模日益庞大，而存在关联性强、透明度低和数据真空等问题，风险不容忽视。

随着利率维持更高更久，银行持有债券浮亏的问题无法得到根本解决，投资者和储户面对市场的风吹草动，可能会更快反映为银行资产价格下跌和负债端存款流失，两者还可能相互作用、相互加强，难言银行业风波就此过去。尽管美联储及时推出流动性工具缓解银行压力，但面对物价稳定和金融稳定的艰难抉择，意味着只要利率不降，结构性工具只能“止血”不能“治病”，而转向全面宽松，抗通胀之路可能半途而废。

自3月份以来，美国银行业动荡有所平息，银行存款流失速度放缓，美股VIX指数和信用利差下降，金融条件再度转松。不过，银行业企稳也意味着此前预期的信贷紧缩可能效果有限，货币政策仍需额外紧缩来压低总需求，促使通胀向目标水平回归。然而，鉴于金融市场的变化显著快于实体经济，在信贷紧缩完全发挥效应之前，金融风险可能加速演变，先于实体经济硬着陆。加之如今社交媒体和数字科技高度发达，信息快速传播，更加考验金融机构的流动性管理和监管机构的响应能力。由此，硅谷银行事件或许只是敲响了金融危机的“第一遍铃”，仍需关注金融动荡向金融危机演变的“第二遍铃”效应，这往往意味着决定性的消息。

对于中国来说，宏观层面，外部环境面临的不确定、不稳定因素依然较多：一是要坚持做好自己的事情，通过扩大内需来保持经济运行在合理区间；二是要保持宏观政策的连续性、稳定性和可持续性，避免政策的大收大放、大起大落；三是要针对海外货币紧缩的金融溢出影响要做好应对预案。2022年美联储紧缩对中国的溢出影响以金融冲击为主，主要是通过金融市场和跨境资本流动影响中国。2023年随着海外货币和信贷紧缩传导至实体经济，需求仍趋于下行，这可能演变为对中国贸易和金融领域的双重冲击。微观层面，市场主体要进一步加强涉外金融风险管理。2008年以来，中国加快了金融的双向开放，对外金融资产负债的绝对规模及其与GDP之比都有较大提升。外贸企业要加强进出口收付汇的风险管理；金融机构尤其是大银行和主权财富管理机构要排查交易对手风险，摸清对外金融资产负债底数，积极维护对外金融投资和融资安全。

**风险提示：海外金融风险及货币政策超预期，地缘政治风险超预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371