

美国经济有哪些可能长大的丑小鸭？

——海外宏观周专题

作者

分析师：樊磊

执业证书编号：S0590521120002

邮箱：fanl@glsc.com.cn

分析师：王博群

执业证书编号：S0590524010002

邮箱：wangboq@glsc.com.cn

专题内容摘要

我们对2024年美国GDP的预测略超一致预期，但是也要提示潜在风险。消费存在超预期下行的风险，高利率环境下面临困境的商业地产可能让部分小银行面临破产危机。虽然风险是小概率，如果潜在风险的丑小鸭长大变成了黑天鹅，那么我们之前报告的基准预测就可能出现偏差，美联储的降息也可能提前，甚至为了实现金融稳定可能出现其他类型的直接干预。

➤ 消费超预期下行的风险因素

消费占美国经济的7成，收入下行和财富下降超预期可能导致美国消费及经济增速低于预期。12月的服务业PMI就业分项大幅回落到43.3，失业率超预期上行影响收入的风险客观存在。此外，超额储蓄可能耗尽、股票和房地产价值大幅下滑也可能导致消费增长低于预期。就目前而言，前瞻指标银行贷款拖欠率等一些指标有所恶化，但整体仍处于历史低位。这可能意味着美国的消费增长有下行压力，但超预期恶化的风险仍较低。

➤ 商业地产在高利率环境下面临困境

疫后混合工作模式和高利率等多方面因素导致美国商业地产基本面恶化，其关联债务违约风险大幅上升。目前，商业地产相关债务总规模或达6.8万亿，大约有14%的商业地产债务已经陷入负权益——即地产本身的价值已经跌破了贷款面值。持有商业地产信贷的主要就是银行和存款机构，其中直接持有比例接近40%，另外通过抵押支持证券又间接持有了一部分。商业地产贷款敞口较大的银行往往规模较小。

➤ 商业地产危机可能让部分小银行面临破产危机

如果利率持续维持偏高水平，Jiang (2023)的研究表明商业地产违约率将超过2008年危机期间，达到约10-20%。如果商业房地产贷款的违约率达到10%将导致额外的800亿美元的银行信贷减计损失；商业房地产贷款违约率如果达到20%将导致额外的1600亿美元的银行损失。由于联储加息，银行业已经存在超过2万亿的“未实现损失”。商业房地产的额外冲击可能导致数十到300多家主要是较小地区性银行加入濒临偿付能力挤兑风险的银行行列。

➤ 银行危机并不是基准情形，是尾部风险

然而，即使出现这种情况，美国出现系统性金融危机的风险或也有限。一方面，08年金融危机之后美国的宏观审慎管理已经有了很大改善，大型银行吸收损失的能力已有大幅上升；一方面，主要承受商业地产冲击的中小银行与其他金融机构关联不多，即使倒闭对金融稳定的冲击也比较有限。即使硅谷银行的案例说明中小银行挤兑在某些情况下存在“系统性后果”，联储和财政部迅速行动意味着系统性风险最终发生的可能性仍然较低。

风险提示：美联储持续鹰派的风险，地缘政治冲突风险超预期，金融状况收紧超预期

相关报告

- 1、《工业企业利润为何超预期增长？——宏观专题研究》2024.01.07
- 2、《12月制造业下行压力或有放缓：——对12月PMI和高频数据的思考及未来经济展望》2024.01.02

正文目录

1. 前言	4
2. 总需求超预期下行的风险	4
2.1 消费下行风险	4
2.2 投资、净出口、政府支出下行的风险	15
3. 金融危机的风险	15
3.1 房地产危机的可能	16
3.2 银行危机的可能	21
4. 风险提示	27

图表目录

图表 1: 2020 纳税年度的个人收入来源(十亿美元)	5
图表 2: 服务业 PMI 就业分项和失业率	6
图表 3: 增长储蓄率假设	7
图表 4: 固定储蓄率假设	7
图表 5: 不同收入分位数对超额储蓄总额的贡献(十亿美元)	8
图表 6: 三大股票指数近 3 年回报(%)	9
图表 7: S&P/Case-Shiller 美国房价指数房价涨幅(%)	9
图表 8: 市盈率	9
图表 9: 家庭偿债支出占可支配个人收入的百分比(%)	10
图表 10: 所有银行拖欠率(%)	11
图表 11: 所有商业银行的信用卡贷款拖欠率(%)	11
图表 12: 所有商业银行的住宅抵押贷款拖欠率(%)	11
图表 13: 按贷款类型划分的将变成拖欠 30+天的贷款占比	12
图表 14: 耐用消费品同比(%)	13
图表 15: 非耐用消费品同比(%)	13
图表 16: 耐用消费品和非耐用消费品的比	14
图表 17: 耐用消费品同比(%)	14
图表 18: 非耐用消费品同比(%)	14
图表 19: 耐用消费品和非耐用消费品的比	15
图表 20: 所有商业银行的商业地产贷款(不含耕地)拖欠率(%)	16
图表 21: 商业地产价格和债务的增长	17
图表 22: 相对于疫情前水平的物理办公室使用率(%)	17
图表 23: 商业地产贷款的持有者分布(%)	18
图表 24: 银行对商业地产风险的暴露	18
图表 25: 新房销售(万套)	19
图表 26: 成屋销售(万套)	19
图表 27: 新房和二手房销售比例(%)	19
图表 28: S&P/Case-Shiller 美国房价指数	20
图表 29: 中位数新房和二手房价格变化(%)	20
图表 30: S&P/Case-Shiller 美国房价指数	20
图表 31: 所有商业银行的住宅抵押贷款拖欠率(%)	21
图表 32: 所有商业银行的农田抵押贷款拖欠率(%)	21
图表 33: 2023 美国压力测试结果	22
图表 34: 银行总资产和商业地产贷款(万亿美元)	23
图表 35: 不同规模银行持有的商业地产贷款(亿美元)	23
图表 36: 商业地产违约造成的信贷减计(十亿美元)	24

图表 37: 10%商业地产损失的股权价值变动分布	24
图表 38: 50%未投保存款人挤兑风险比率分布	25
图表 39: 100%未投保存款人挤兑风险比率分布	25
图表 40: 贴现窗口借款(亿美元)	26
图表 41: 银行定期融资计划(亿美元)	26

1. 前言

我们在之前的两篇报告《为什么 2024 年美国的经济或能软着陆?》和《为何我们预测 2024 年美国的经济或超预期?》给出了我们关于美国经济 2024 年的基准预测。除了基准情形外,对于金融市场投资来说,可能的风险情景同样重要,所以在本篇报告里我们梳理了美国经济潜在可能发生风险的主要领域,这些风险的发酵可能让我们的基准预测出现偏差。

此外,2024 年全球金融市场最大问题之一是美联储何时降息,而决定美联储何时降息的关键也是美国经济表现和金融稳定是否出现超预期因素。如果美国经济里面的潜在风险的丑小鸭长大变成了黑天鹅,那么也可能触发美联储的提前降息或者直接干预。

总的来看,我们关注了两大方面的风险,一是总需求下行的风险,二是潜在金融危机的风险。

2. 总需求超预期下行的风险

总需求超预期的下行,是我们对 2024 年美国的经济预测的主要风险。而在总需求的几个分项中,我们关注的风险主要来自于对消费影响的几个可能。消费的韧性是支持美国经济的重要部分,也是我们看好美国经济的重要原因,消费可能的下行因此成为了重要的风险——尽管我们认为风险出现是小概率事件。我们对投资、净出口、政府支出的估计也存在风险,但相对权重较低,对整体估计的影响要低于消费。

2.1 消费下行风险

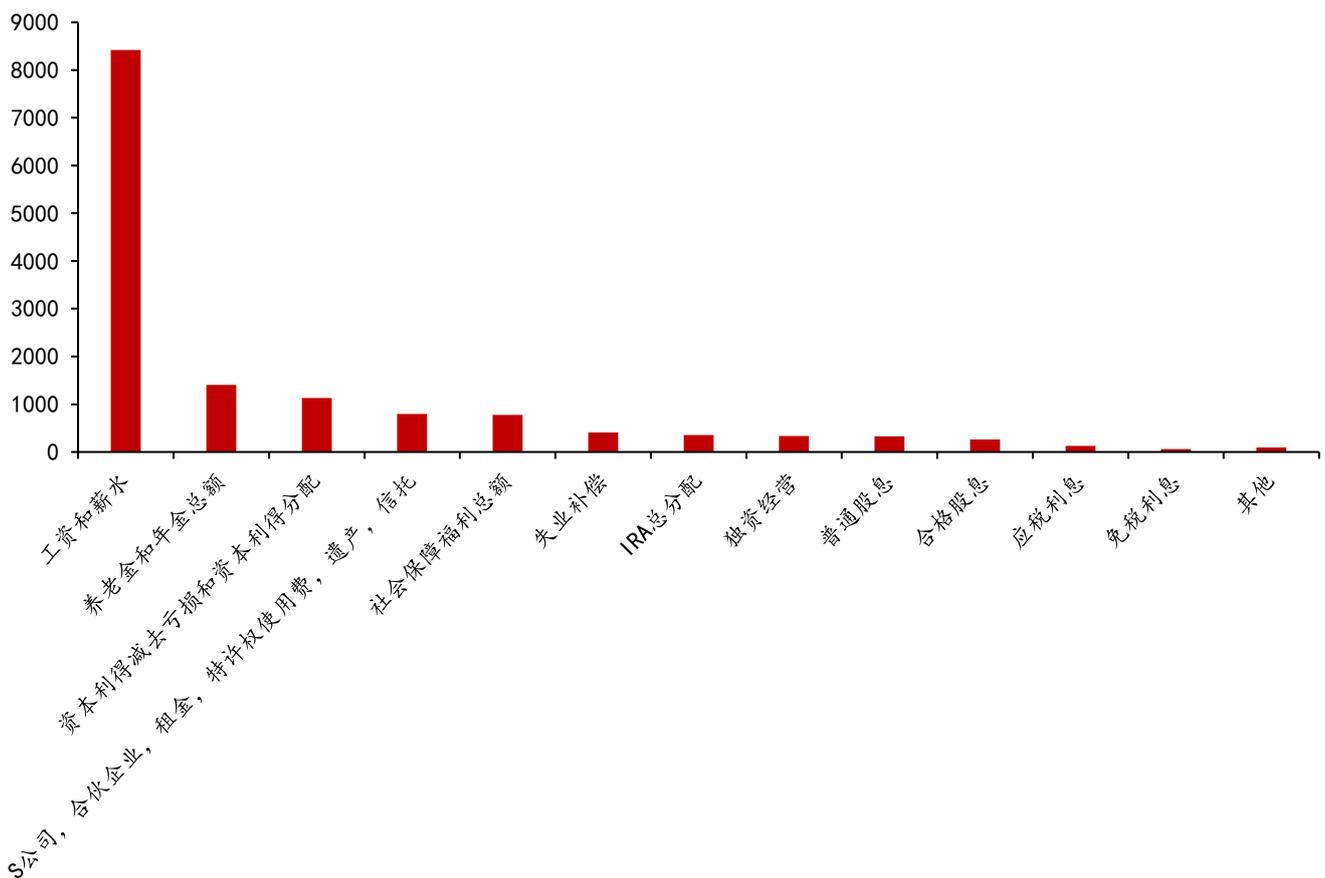
消费占美国经济的 7 成,背后支持消费的收入里工资和薪水占到了接近 6 成,就业因此对于收入下降有重要的影响。超额储蓄可能的耗尽以及股市楼市的下行也可能让消费者减少消费,构成消费下行的风险因素。

2.1.1 失业率上行和收入下降的可能

从支持消费的钱从哪来角度看,消费者或者是直接消耗当期的收入,或者是消耗

以前积累的财富。工资和薪水是个人收入的最主要来源，根据美国国税局的数据，2020 纳税年度工资和薪水占到全部个人收入的接近 6 成¹。而工资和薪水依赖于稳定的就业。

图表1：2020 纳税年度的个人收入来源(十亿美元)



资料来源：美国国税局，国联证券研究所整理

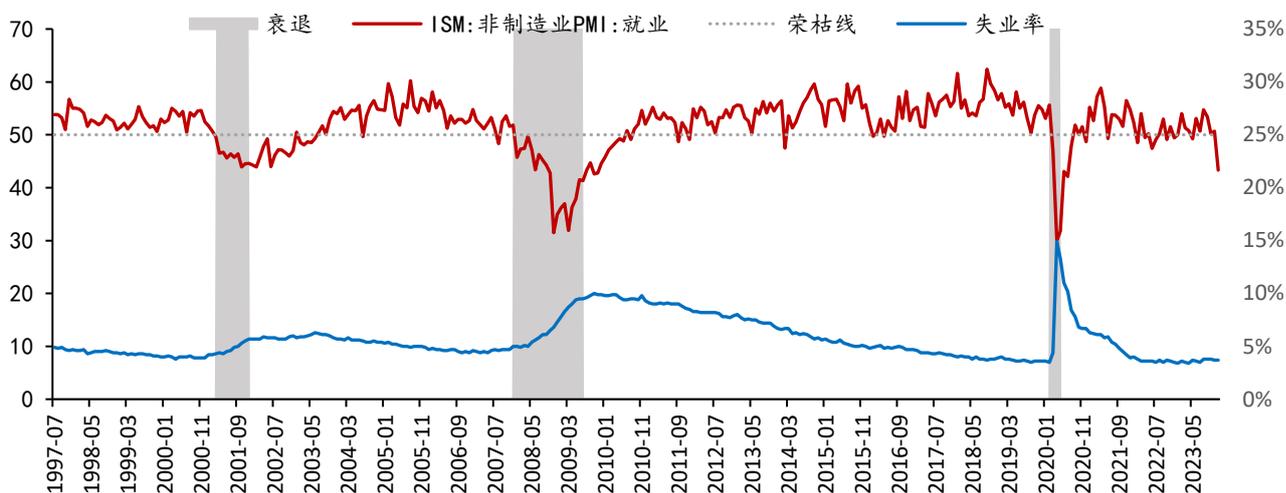
我们在报告《为何我们预测 2024 年美国经济增长超预期？》中给出的美国经济增长对应的失业率不高仅略高于 4%，市场的一致预期以及美联储预期的未来失业率也都不高。美联储 12 月会议经济预期概要 (SEP) 里面预期 2024 年的失业率是 4.1%，专业预测师们的预测也是 4.1%。如果实际的失业率高于上述的预期，那么对应的消费者可用于消费的收入也将低于预期。

一个失业的前瞻数据 12 月的读数似乎表明，上述失业率上行的风险是切实存在的，虽然一个月的数据波动可能还不足以证实大趋势的变化。12 月的服务业 PMI 不及预期，其中就业分项更是跌破了荣枯线仅有 43.3。PMI 的数据提示了就业市场快速

¹ 养老金和社会保障福利收入可能相对稳定，约占总收入的 15%。

冷却的可能性。从过去的几个衰退周期看，在衰退开始的时候 PMI 指数都会跌落到荣枯线以下并持续到衰退结束，目前仅一个月的数据可能还不足够，但提示了存在的风险。同时，相对于失业率来说，PMI 的下跌在时点上略早于失业率的上行。

图表2：服务业 PMI 就业分项和失业率



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

2.1.2 超额储蓄或将耗尽

除了收入之外，支持消费还可以来源于财富——净资产。美国居民和非盈利私人部门²的资产包括了储蓄存款、持有债券、股票、基金、养老金等金融资产和住房、汽车等非金融资产。净资产是这些资产减去按揭贷款等负债。根据美联储的统计，截至 2022 年底，美国居民和非盈利私人部门的净资产高达 145.8 万亿美元，粗略估计人均净资产超过 40 万美元。

其中，超额储蓄也是近年来支持美国消费韧性的关键因素。关于超额储蓄的第一个问题是美国经济中还有多少超额储蓄。不同的假设下，估算出的超额储蓄结果可能大相径庭。造成结果较大差异的核心假设在于均衡的储蓄率是怎样的。

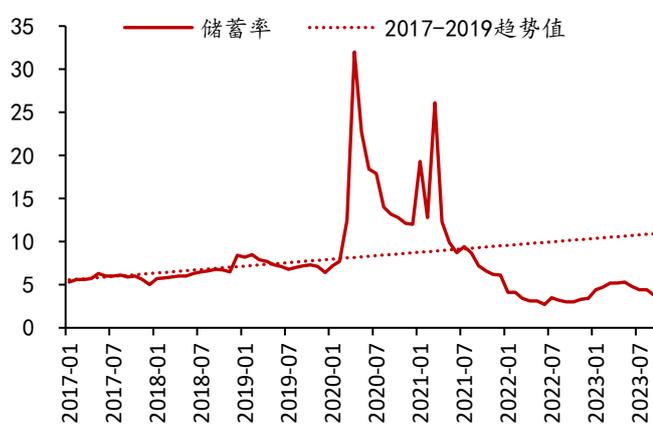
我们可以考虑两种不同的均衡储蓄率假设，第一种假设储蓄率会沿着 2017 到 2019 年的线性趋势上升，按照这个线性趋势预测储蓄率在 2023 年会超过 11%。第二种假设是储蓄率的均衡水平等于 2009-2019 年的平均水平，那么储蓄率的长期稳定水平就只是略高于 6%。

² 包括各类非盈利机构、团体等。

两种不同的储蓄率假设下计算的超额储蓄会有非常大的差异，如果按照趋势增长的储蓄率假设计算，那么在 2023 年年初超额储蓄就已经花完了。但是如果按照固定的储蓄率计算，那么即使到 2024 年超额储蓄仍然没有花完。

我们倾向于认为趋势增长的储蓄率里面预测的 11% 的储蓄率可能是过高的，美国上一次储蓄率高于 10% 的历史要回溯到 1980 年代，储蓄率长期下降的可能影响因素很多，包括更好的社会保障、财富的增长、保险市场的发展、人口结构的变化等³，很多过去让储蓄率下降的变量并没有在疫情后就发生根本性的变化。

图表3：增长储蓄率假设



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表4：固定储蓄率假设



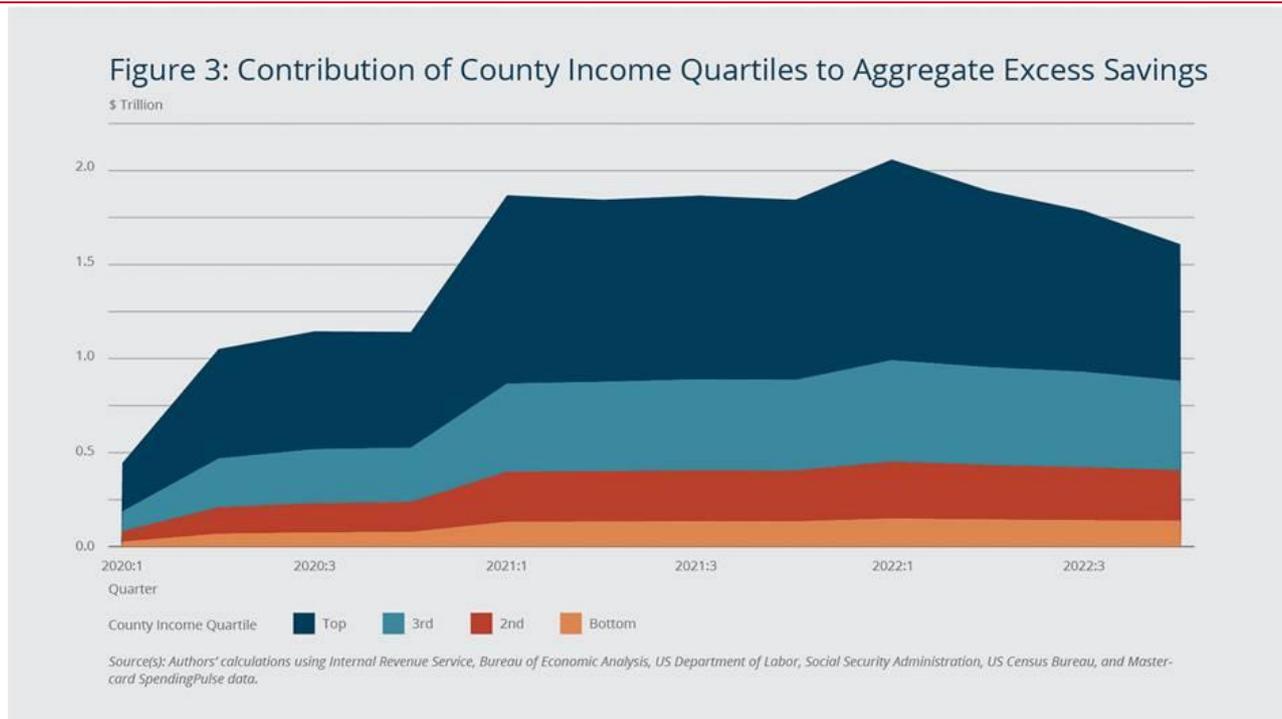
资料来源：Wind，国联证券研究所

另外从结构上，一个重要的问题是不同的收入群组消耗超额储蓄的速度是一样的吗？收入较低的群组是否会更快地花光超额储蓄。Omar and Patki (2023) 的研究发现超额储蓄对于收入分位数更低的更为重要，而对于每一个较高的收入水平则依次不那么重要。从 2021 年初储蓄减少开始，至少到 2022 年底，即他们的数据结束时，所有四个收入群体的储蓄减少速度是相似的。

当低收入群体超额储蓄花完时，即便经济体内仍有超额储蓄，其对经济的刺激效果也会下降。从不同收入群体的角度看，越低收入的群体的边际消费倾向往往是更高的，他们会把更多的收入比例用作消费支出，而随着低收入人群的超额储蓄花完了，高收入群体的边际消费倾向较低，即使是同样数量的收入，转化的消费也会更小。

³ <https://www.elibrary.imf.org/display/book/9781557752314/ch002.xml>

图表5：不同收入分位数对超额储蓄总额的贡献(十亿美元)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

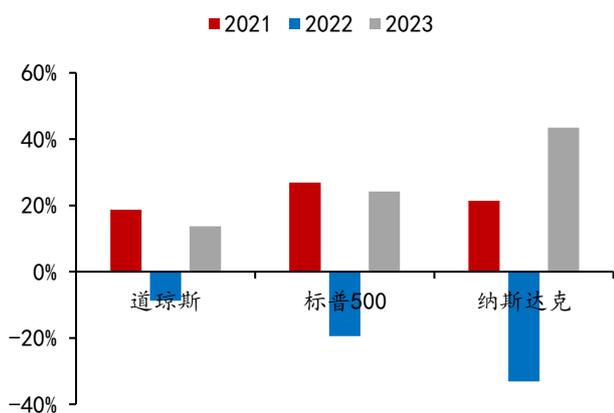
从风险的角度上观察，如果超额储蓄其实已经没有了，或者低收入群体的储蓄先耗尽了，那么 2024 年的经济前景可能就不会如我们之前报告《为何我们预测 2024 年美国或超预期？》中的基准预测当中的那样好。

2.1.3 股市或者楼市下跌的可能

股票和房地产是美国居民财富中波动较大的部分。其价值大幅下滑可能通过财富效应使得美国消费增长低于预期。

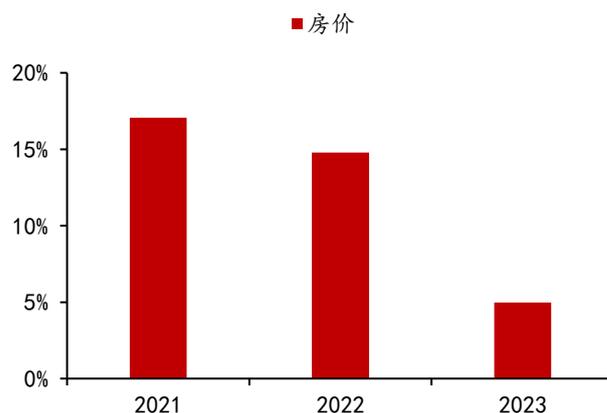
2023 年美国三大股指都录得较高回报，其中纳斯达克更是上涨了超过 40%。美国房地产市场也连续 3 年总体呈现上涨。

图表6: 三大股票指数近3年回报(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

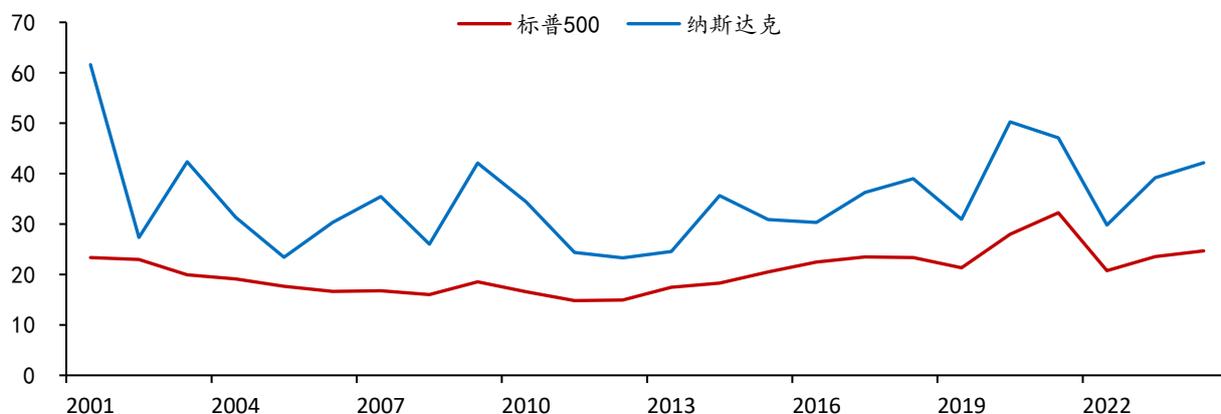
图表7: S&P/Case-Shiller 美国房价指数房价涨幅(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

从股票市场估值的角度看, 纳斯达克指数的估值并不算特别低, 股市下行的可能并不是没有, 尽管目前看仍是小概率。

图表8: 市盈率

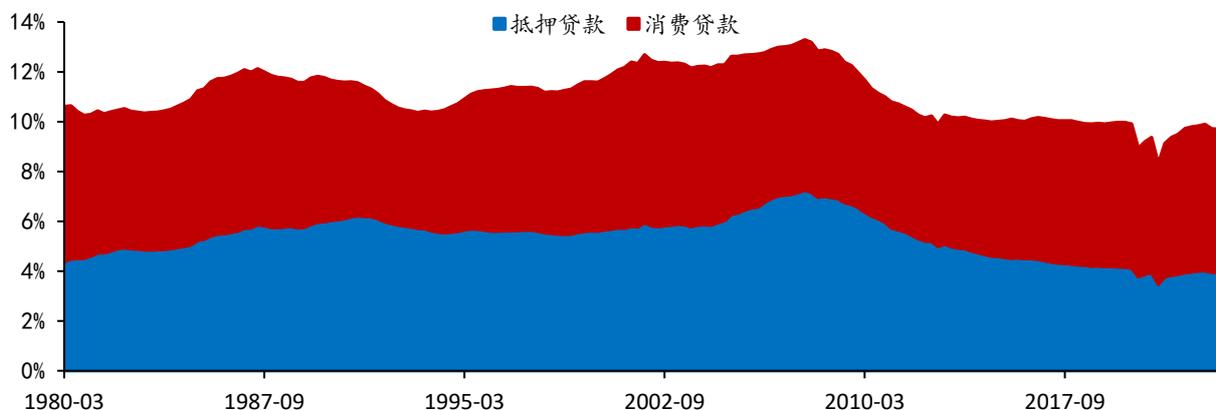


资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

整体来看, 居民的资产负债表仍然位于较为健康的位置, 家庭用于偿债的支出占个人收入的比例位于历史低位⁴。大比例债务问题发生并引发房价下跌并不是我们的基准预测。

⁴ 我们在之前的深度报告《美国或可以软着陆的一个理由——资产负债表和债务周期视角的解析》中指出美国企业和居民部门的资产负债表都较为健康, 企业和居民的杠杆率位于历史阶段性周期的底部位置, 有加杠杆的空间。

图表9：家庭偿债支出占可支配收入的百分比(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

在小概率的情景下，如果房市和股市都出现大幅调整，那有可能导致居民消费低于预期。

2.1.4 消费超预期下行的前瞻指标

从一些消费的前瞻性指标来看，美国消费大概率会有所下行，也符合我们以及市场预期美国经济在 2024 年增速放缓的预期。但是这些指标恶化的程度目前尚比较温和，也意味着消费的超预期下行目前看仍是小概率事件。

从银行贷款拖欠率的数据上看，有一些贷款已经开始面临一些问题，可能意味着这部分消费者已经是君有疾在腠理的状态。信用卡拖欠率的上行可能预示着一部分消费者的收入状态正在恶化。部分消费者可能还没有失业，但是工作可能不稳定，薪水可能已经下降；或者超额储蓄已经耗尽，财富已经缩水。

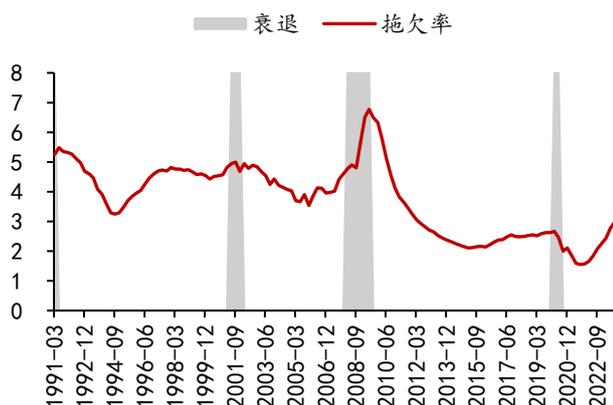
图表10：所有银行拖欠率(%)

时间	不动产贷款				消费者贷款			租赁融资 应收款	工商业 贷款	农业生 产贷款	所有贷 款
	住房抵 押贷款	单身家 庭住房 抵押贷款	商业地 产贷款 (不含耕 地)	农田贷 款	消费贷 款	信用卡 贷款	其他消 费贷款				
2023年9月	1.38	1.72	1.07	0.98	2.53	2.98	2.08	1.02	0.95	0.8	1.33
2023年6月	1.27	1.73	0.86	0.93	2.37	2.77	2.02	0.94	1	0.82	1.26
2023年3月	1.22	1.74	0.76	0.92	2.22	2.43	2.01	0.93	0.98	0.79	1.21
2022年12月	1.21	1.78	0.69	1	2.07	2.26	1.9	0.96	1.02	0.92	1.19
2022年9月	1.22	1.85	0.64	1.07	1.93	2.08	1.84	1	1.1	0.93	1.2
2022年6月	1.33	1.96	0.73	1.21	1.8	1.84	1.79	1	1.03	0.94	1.23
2022年3月	1.4	2.09	0.73	1.29	1.65	1.66	1.6	0.97	1.07	1.14	1.24
2021年12月	1.5	2.28	0.79	1.52	1.54	1.57	1.53	1.04	1.12	1.24	1.26
2021年9月	1.56	2.3	0.87	1.69	1.53	1.55	1.5	1.18	1.02	1.31	1.29
2021年6月	1.69	2.48	0.94	1.81	1.53	1.59	1.5	1.33	1.07	1.49	1.37
2021年3月	1.84	2.68	1.01	2.02	1.69	1.86	1.57	1.5	1.17	1.63	1.47
2020年12月	1.92	2.74	1.13	2.18	1.93	2.11	1.77	1.44	1.24	1.77	1.58
2020年9月	1.92	2.83	1.01	2.44	1.83	2	1.66	1.42	1.29	2.08	1.59

资料来源：Wind，国联证券研究所整理

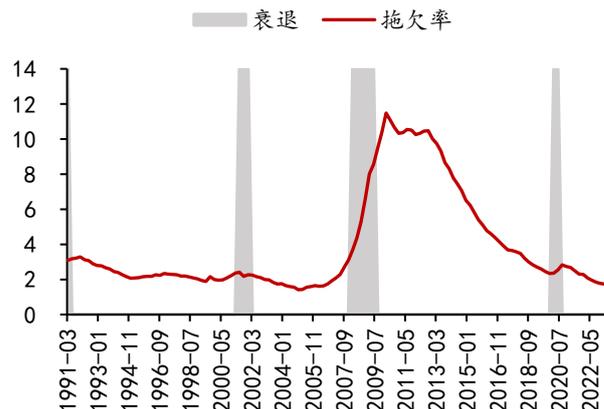
对于美国家庭来讲，房贷、车贷和各种信用卡贷款是家庭最重要的几种贷款。所有商业银行的信用卡贷款拖欠率从 2022 年开始出现了明显地回升，从最低点 1.55% 快速地上升到了 2.98%，信用卡贷款拖欠率的提升不是一个好消息，居民的财务状况似乎在恶化。但另一方面，从绝对水平来看，不到 3% 的拖欠率，如果和历史上的几个周期比较，仍然算较低的水平。此外，相比于信用卡贷款，住房抵押贷款的拖欠率并没有出现上升，仍在缓慢下降，绝对水平只有 1.72%，还属于历史低位。

图表11：所有商业银行的信用卡贷款拖欠率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表12：所有商业银行的住宅抵押贷款拖欠率(%)

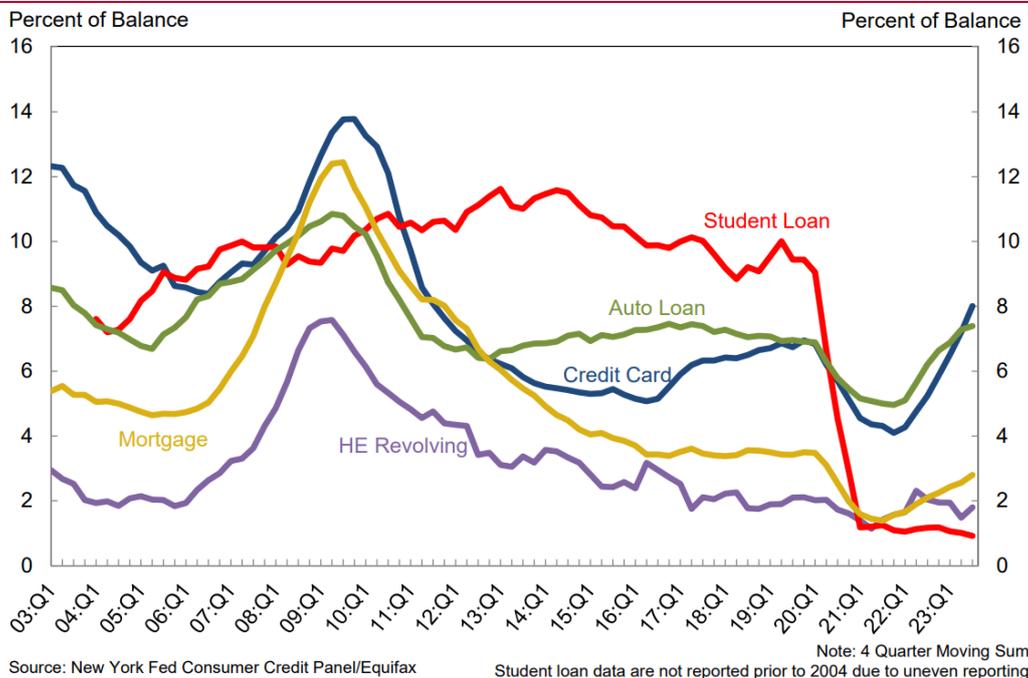


资料来源：Wind，国联证券研究所

如果看纽约联储家庭债务和信贷季度报告的数据，贷款可能逾期的风险近期上升更快，但是也处于历史上相对较低的水平。即将拖欠超过 30 天以上的不同贷款中，汽车和信用卡贷款的占比都出现了比较明显的上行且超过了疫情前的水平，房贷虽

然也出现了上行但是没有超过疫情前的水平。

图表13：按贷款类型划分的将变成拖欠30+天的贷款占比

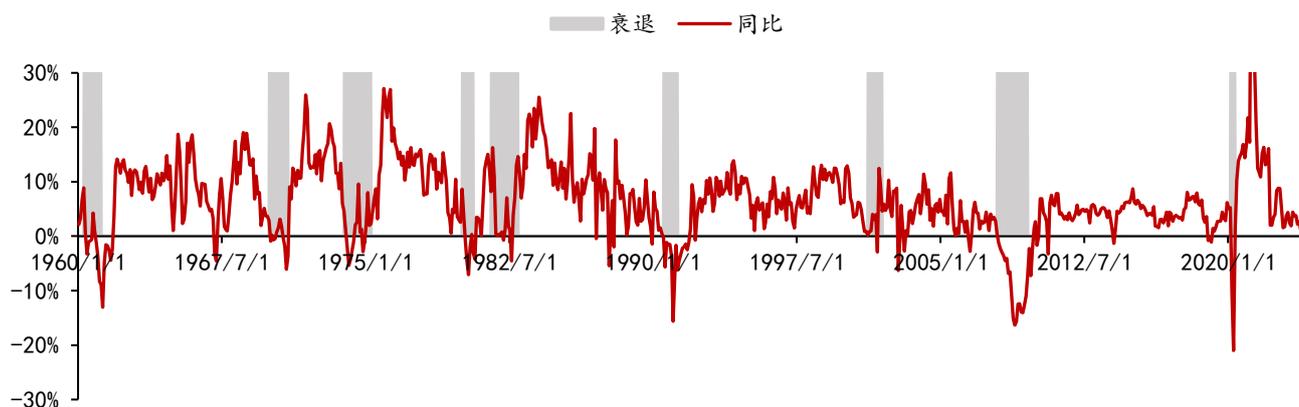


资料来源：纽约联储，国联证券研究所整理

另外，从直接消费的结构数据上看，收入的预期可能也有下行的风险，如果收入预期进一步超预期下行，也会拖累消费低于预期。从消费结构来看，由于耐用品通常涉及更大的财务承诺和长期使用，而且人们会优先考虑基本支出，消费者可能会在经济衰退期间推迟或取消购买此类物品。

因为消费者会首先削减耐用消费品的消费，所以我们会看到耐用消费品消费的下行通常会领先于非耐用消费品。以2008年周期为例，耐用消费品从2008年1月开始负增长，衰退也是从1月开始，而非耐用消费品负增长则要等到11月了。

图表14: 耐用消费品同比(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

图表15: 非耐用消费品同比(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

也是由于耐用消费品的下行会领先于非耐用消费品, 以及耐用消费品的消费会回落更多, 因此耐用消费品和非耐用消费品的比在经济下行期间一般会出现下行。

图表16：耐用消费品和非耐用消费品的比



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

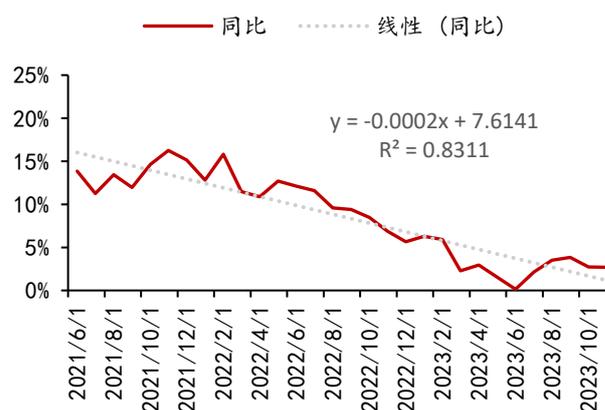
本轮周期的观察看，从2022年加息以来，耐用消费品增速的下行已经持续了一段时间，而且速度略快于非耐用消费品的下行速度。结果是耐用消费品和非耐用消费品的比从60%下降到了54%。

图表17：耐用消费品同比(%)



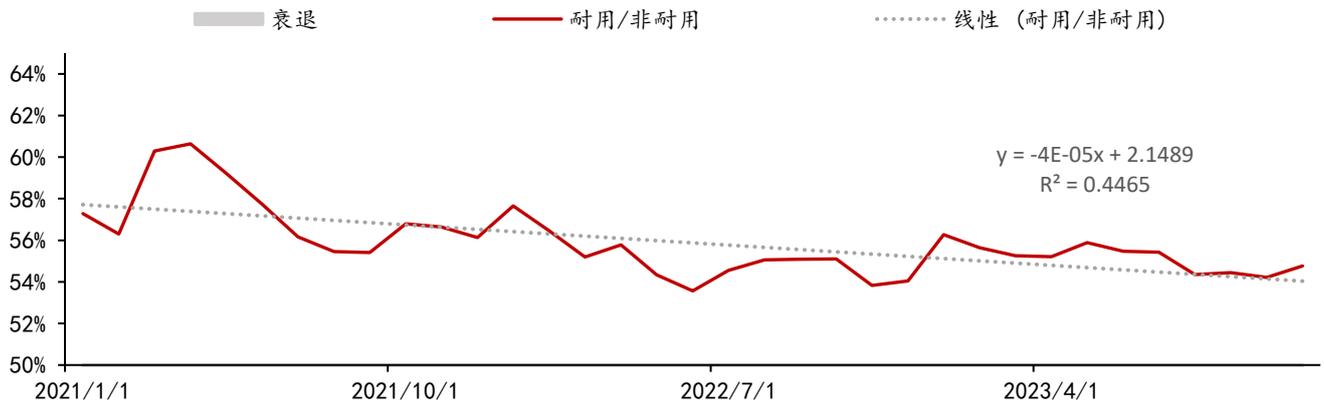
资料来源：FRED，国联证券研究所

图表18：非耐用消费品同比(%)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表19：耐用消费品和非耐用消费品的比



资料来源：FRED，国联证券研究所整理

如果这一比例大幅下滑，可能是美国居民收入预期走弱、消费超预期下滑的先兆。

2.2 投资、净出口、政府支出下行的风险

住宅投资可能不及预期如果房地产市场的前景超预期恶化，而非住宅投资可能受人工智能等新技术落地不及预期影响。

尽管美国政府支出在基准情形下具有刚性，但是 2024 完整的财政预算并没有通过，如果为了避免 1 月底政府关门的可能，美国两党通过更加激进的赤字削减法案，那么总体的政府支出可能超预期下行。

净出口可能受到全球经济需求较弱的影响，无论是世界银行还是国际货币基金组织都预期 2024 年的全球经济将较 2023 年增速放缓，如果这种放缓超出此前的预期，那么可能拖累净出口的增长。

此外，2024 年包括美国大选、中国台湾地区选举等政治议程也可能引发地缘政治的紧张局势，影响美国经济。

3. 金融危机的风险

金融危机的发生不是我们对 2024 年的基准看法，但是一旦发生可能造成很大的

影响，美联储可能不得不出手干预。目前看，房地产和银行危机虽然不是大概率事件，但二者确实存在着互相加强的正反馈风险。特别是商业房地产困扰可能导致数十到300多家主要是较小地区性银行加入濒临偿付能力挤兑风险的银行行列。而银行的破产可能进一步紧缩信贷环境，让包括商业地产项目在内的各类借款者融资困难，产生紧缩效应。而从硅谷银行的案例上看，即使是中小型银行的破产和挤兑，也有一定概率“通过传染产生系统性后果”。

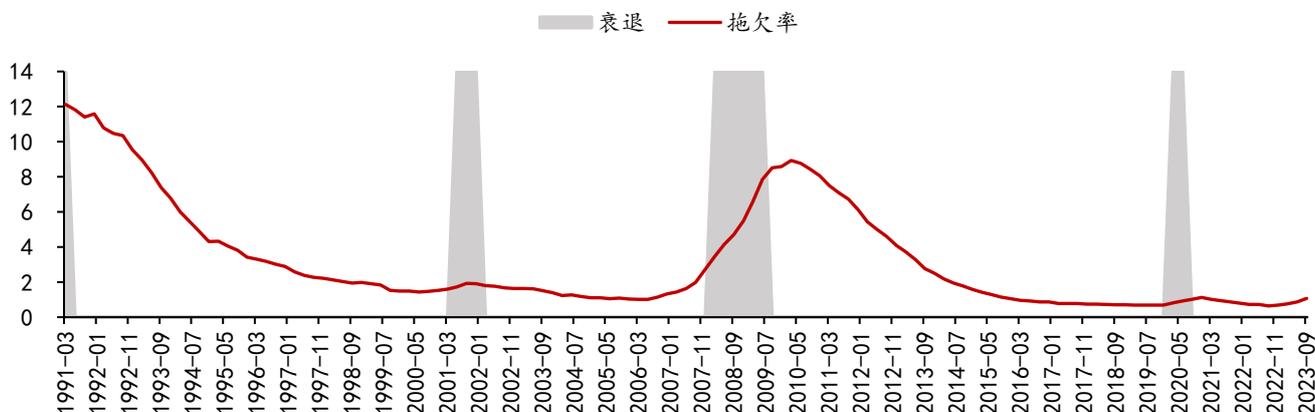
3.1 房地产危机的可能

房地产市场是典型的利率敏感市场，美联储本轮周期快速加息之后，商业房地产价值下跌和混合工作模式的采用，使得不少商业地产贷款和办公地产贷款（商业地产贷款的一种）已经陷入困境。

3.1.1 商业地产已面临困境

和住宅市场不同，商业地产遇到了更多的问题，商业地产贷款的拖欠率已经连续4个季度上升，2023年3季度达到1.07%，虽然绝对水平仍不算高。

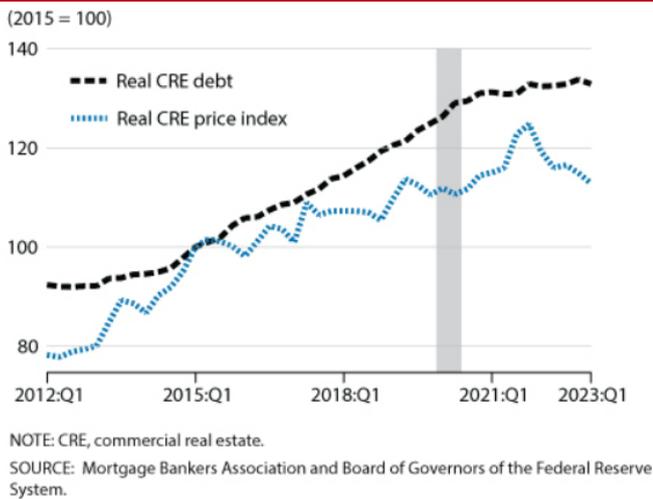
图表20：所有商业银行的商业地产贷款(不含耕地)拖欠率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所整理

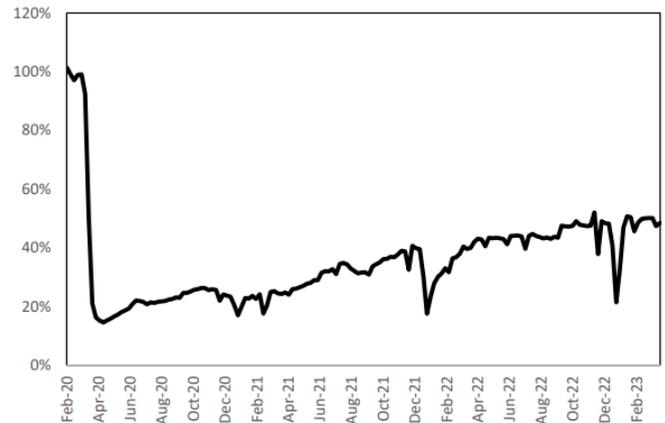
商业地产价格最近也一直在下降，但商业地产支持的债务总额大致保持不变，这表明该行业的杠杆率正在上升。抵押品价值的下降可能会引发偿付能力问题，并导致一波违约潮，这反过来又会给拥有这笔债务的人带来问题。由于商业地产风险受损的可能是持有这些贷款的银行，商业地产的债务违约可能触发银行危机。

图表21：商业地产价格和债务的增长



资料来源：美联储，国联证券研究所

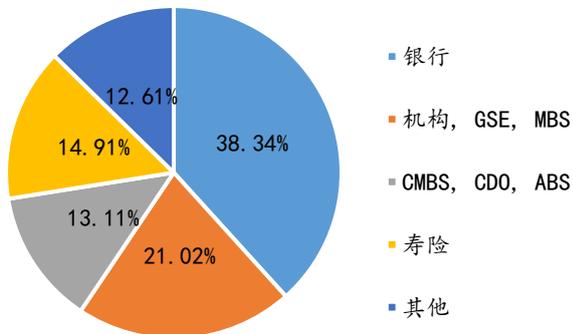
图表22：相对于疫情前水平的物理办公室使用率(%)



资料来源：Jiang (2023)，国联证券研究所

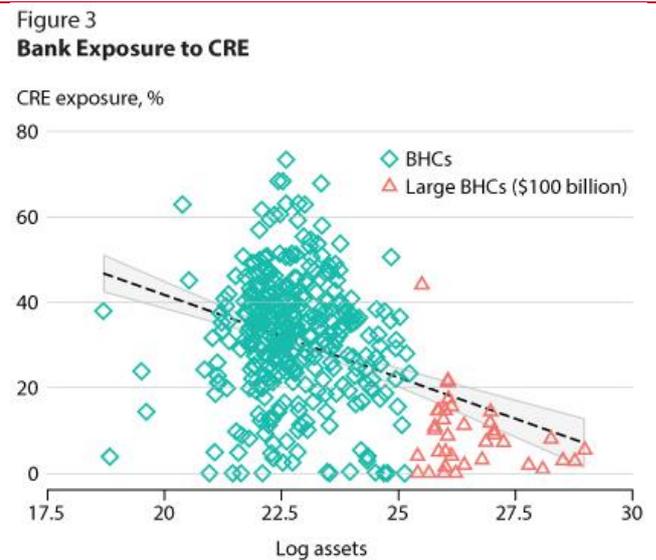
我们估计商业地产相关债务总计 6.8 万亿，持有商业地产债权的主要就是银行和存款机构，其中直接持有比例接近 40%，另外通过抵押支持证券又间接持有了一部分。

图表23: 商业地产贷款的持有者分布(%)⁵



资料来源: 抵押贷款银行协会, 国联证券研究所

图表24: 银行对商业地产风险的暴露



NOTE: CRE, commercial real estate; BHC, bank holding company.
SOURCE: FRY-9C and authors' calculations.

资料来源: 美联储, 国联证券研究所

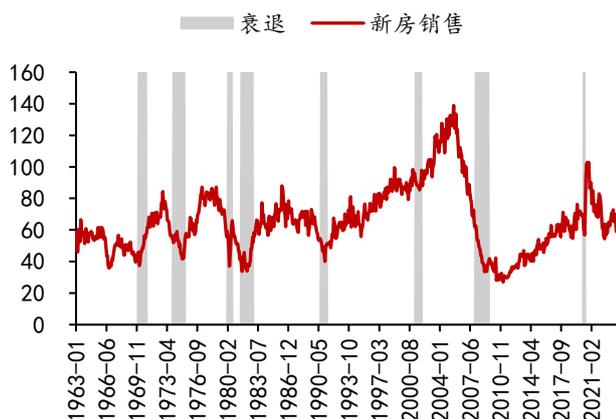
自 2019 年第四季度以来, 商业地产贷款敞口较大的银行往往规模较小 (就资产价值而言), 流动性比率较低, 一级资本比率较低、贷款损失准备金较少, 市场回报率较低。大小是与商业地产贷款风险暴露最密切相关的特征, 大银行尤其是大而不能倒的银行或许不是商业地产风险的主要对象。

3.1.2 住宅市场相对健康

住宅市场的销售虽然也受到高利率的冲击, 但是更多体现在成屋(二手房)市场上, 在低利率时代购入的房屋购房者由于锁定了较低的房贷利率, 并不愿意售房。由于二手房的供给较少, 新房销售在下跌之后出现了企稳的势头。

⁵ GSE, government sponsored enterprises, MBS, mortgage-backed securities, CMBS, commercial mortgage-backed securities, CDO, collateralized debt obligations, ABS, asset-backed securities

图表25: 新房销售(万套)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表26: 成屋销售(万套)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

从占比来看,二手房的交易仍然是占比最高的,但是明显出现了下滑,新房的占比大约上升了5个百分点。

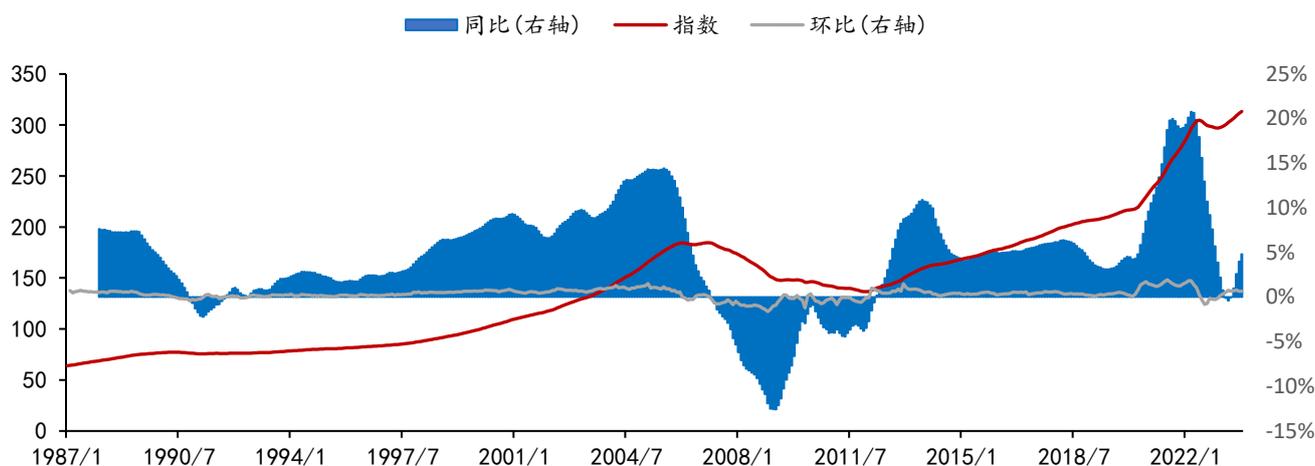
图表27: 新房和二手房销售比例(%)



资料来源: Wind, 国联证券研究所整理

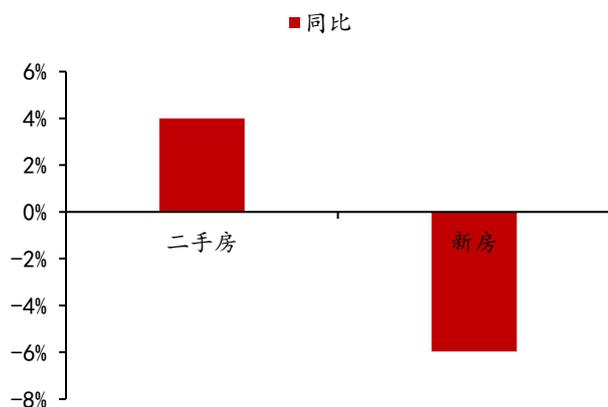
由于销售比较稳健,二手房价格同比仍然在增长。总体房价也仍在上行, S&P/Case-Shiller 美国房价指数显示房价似乎仍在上涨 10 月同比上行 4.8%, 引发信用违约的风险较低。

图表28: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



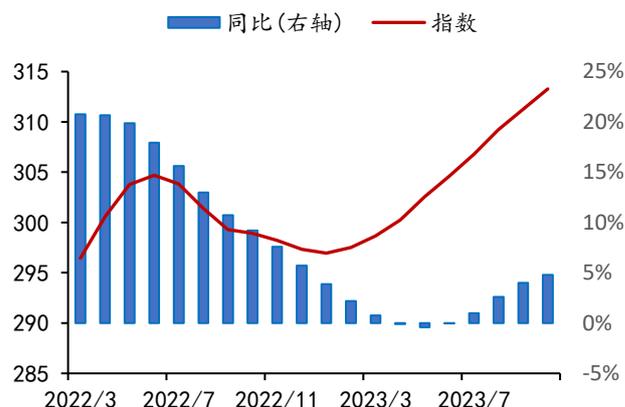
资料来源: FRED, 国联证券研究所整理

图表29: 中位数新房和二手房价格变化(%)



资料来源: FRED, 国联证券研究所

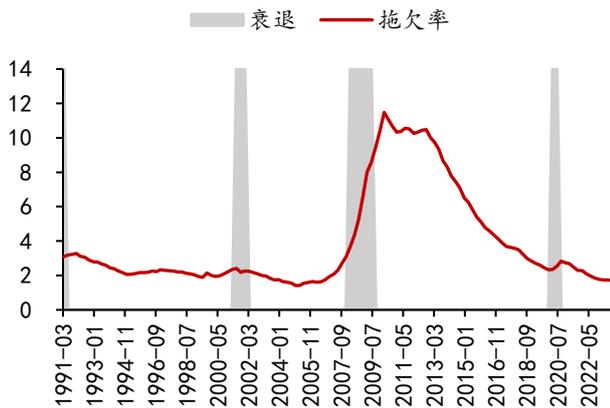
图表30: S&P/Case-Shiller 美国房价指数



资料来源: FRED, 国联证券研究所

在不动产的贷款中,住宅贷款的表现目前还没有出现拖欠率的明显上升。农田抵押贷款也维持低位。

图表31：所有商业银行的住宅抵押贷款拖欠率(%)



资料来源：Wind，国联证券研究所

图表32：所有商业银行的农田抵押贷款拖欠率(%)



资料来源：国联证券研究所

3.2 银行危机的可能

银行危机并不是我们对 2024 年的基准预测，但是金融危机的可能性值得我们关注。金融市场的特点决定了一些小概率的肥尾事件有可能引发一系列产生较大影响的大事件，金融危机有时会自我实现和自我加速。我们认为由商业地产债务违约导致银行破产并引发金融危机的可能性存在，当然，这肯定是个小概率事件。

这是因为一方面，美国的宏观审慎监管有了很大改善，即便发生类似 2008 年的金融危机，压力测试的结果显示，大型银行仍然不会破产。另一方面，研究显示商业房地产困扰可能导致数十到 300 多家主要是较小地区性银行加入濒临偿付能力挤兑风险的银行行列。但是，系统性重要银行受到的冲击比较有限。这也意味着银行间市场出现急剧信用收缩的风险和金融危机的风险比较有限。而且，一旦出现系统性风险，联储和财政部一般都会在第一时间断然采取措施。

当然，硅谷银行事件的教训或意味着，“社交媒体、高度网络化和集中的储户群以及技术的结合，可能从根本上改变了银行挤兑的速度”，即使是“规模不是很大，与其他金融交易对手没有高度联系，也没有参与关键的金融服务”的银行面对挤兑，“困境可能会通过传染产生系统性后果，即对一家企业的担忧蔓延到其他企业”。潜在风险仍然需要关注。

3.2.1 金融危机和压力测试

2008 年金融危机之后，美国的宏观审慎监管进步了很多，再次发生类似 2008 年金融危机那样的大规模银行危机的可能性下降了很多。多特弗兰克法案引入的银行压力测试让银行业在下次危机到来时有更多的应对危机的能力。

2023 年的压力测试显示，接受测试的 23 家大型银行有足够的资本来吸收超过 5400 亿美元的损失，并能在压力条件下继续向家庭和企业放贷。即便发生类似 2008 年的金融危机，压力测试的结果显示，大型银行仍然不会破产。

具体而言，在严重危机的情景下，23 家银行的普通股 1 级总资本比率从 2022 年第四季度的实际 12.4% 降至最低 9.9%，然后在预测期结束时升至 10.5%。2023 年的总降幅为 2.5 个百分点，小于 2022 年压力测试时 2.7 个百分点的总降幅，但与近年来压力测试的总降幅相当。

虽然 2023 年压力测试总资本比率的下降幅度小于 2022 年，但不同类型银行的结果差异很大。最大的银行在压力测试前证券投资组合出现了较大的未实现损失。随着利率预计下降，这些证券的价值在这种情况下会升值。平均而言，这导致最大银行的资本比率下降幅度较小。然而，专注于抵押贷款、信用卡和商业房地产的银行 2023 年的压力后资本比率普遍下降幅度较大。

图表33：2023 美国压力测试结果

Table 1. Aggregate capital ratios, actual, projected 2023:Q1–2025:Q1, and regulatory minimums			
Percent			
Regulatory ratio	Actual 2022:Q4	Stressed minimum capital ratios, severely adverse	Minimum regulatory capital ratios
Common equity tier 1 capital ratio	12.4	9.9	4.5
Tier 1 capital ratio	14.1	11.6	6.0
Total capital ratio	16.1	13.9	8.0
Tier 1 leverage ratio	7.5	6.1	4.0
Supplementary leverage ratio	6.3	5.1	3.0

Note: The capital ratios are calculated using the capital action assumptions provided within the supervisory stress testing rules. See 12 C.F.R. §238.132(d); 12 C.F.R. §252.44(c). These projections represent hypothetical estimates that involve an economic outcome that is more adverse than expected. The minimum capital ratios are for the period 2023:Q1 to 2025:Q1. Supplementary leverage ratio projections only include estimates for banks subject to Category I, II, or III standards.

资料来源：美联储，国联证券研究所整理

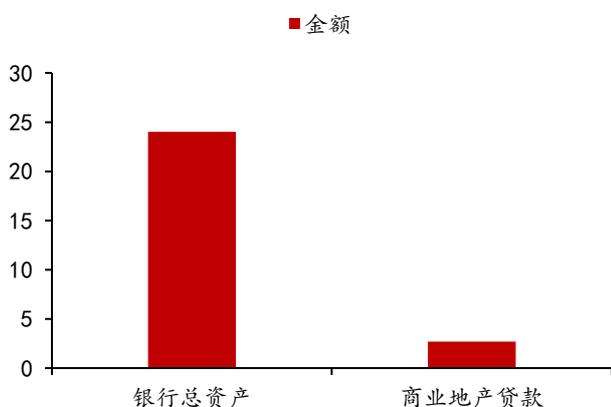
3.2.2 商业地产的风险或让部分银行破产

从目前可以看到的数据，银行业危机的下一个可能性或许在于商业地产的风险，而且这个风险已经变得更像是灰犀牛而不是黑天鹅。根据 Jiang (2023) 的数据，商

业房地产（CRE）贷款常常在一家普通的银行的资产中占约四分之一（在大型银行的资产中占比较低），在整个银行体系中占约 2.7 万亿美元资产。

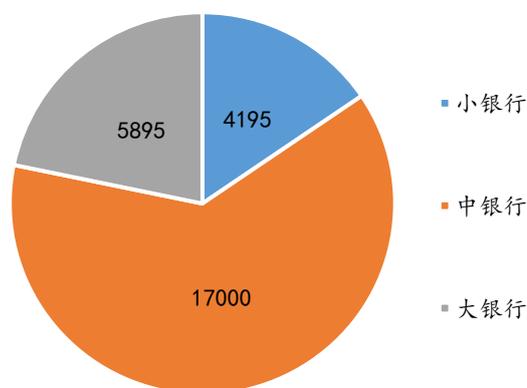
基于 Jiang 等人（2023 年）的研究⁶，在近期房地产价值下跌、利率上升和混合工作模式的采用之后，他们发现大约有 14% 的商业地产贷款和 44% 的办公地产贷款（商业地产贷款的一种）已经陷入负权益——即地产本身的价值已经跌破了贷款面值。此外，大约三分之一的所有贷款和大多数办公室贷款可能会遇到重大的现金流问题和再融资挑战。

图表34：银行总资产和商业地产贷款(万亿美元)



资料来源：Jiang (2023)，国联证券研究所

图表35：不同规模银行持有的商业地产贷款(亿美元)⁷



资料来源：Jiang (2023)，国联证券研究所

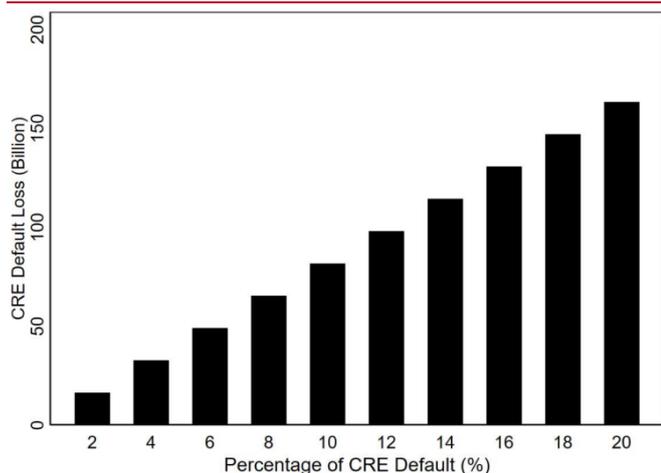
他们分析了信用风险对美国银行在不断上升的利率环境中的偿付能力的影响，主要是商业地产贷款的违约。他们认为如果利率持续维持这么高，则商业地产违约率将超过 2008 年危机期间，达到约 10-20%。这样的商业地产违约率会让多少银行陷入困境呢？

如果商业房地产贷款的违约率达到 10% 将导致额外的 800 亿美元的银行信贷减计损失；商业房地产贷款违约率如果达到 20% 将导致额外的 1600 亿美元的银行损失。

⁶ Jiang, Erica Xuwei, et al. Monetary Tightening, Commercial Real Estate Distress, and US Bank Fragility. No. w31970. National Bureau of Economic Research, 2023.

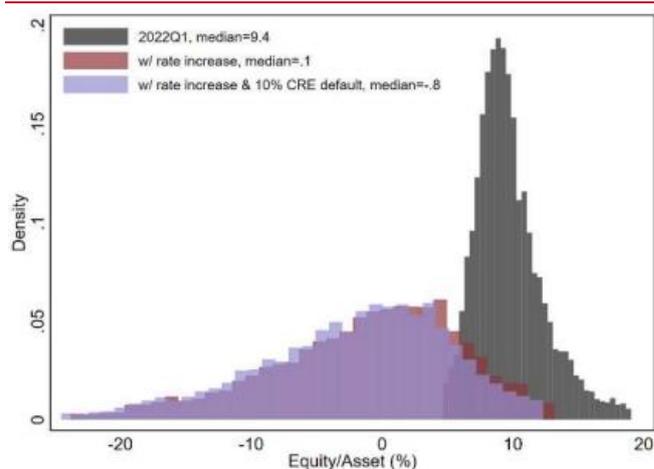
⁷ 小银行资产低于 13.84 亿美元，中银行资产介于 13.84 亿美元到 2500 亿美元，大银行资产大于 2500 亿美元。

图表36: 商业地产违约造成的信贷减计(十亿美元)



资料来源: Jiang (2023), 国联证券研究所

图表37: 10%商业地产损失的股权价值变动分布



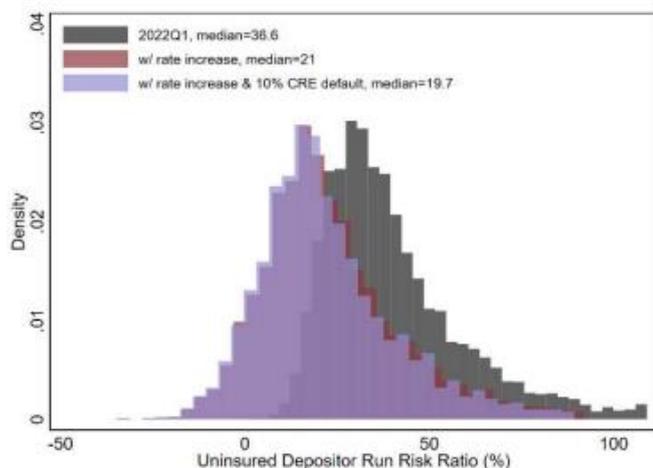
资料来源: Jiang (2023), 国联证券研究所

上述级别的信贷损失对银行的影响取决于利率环境。如果商业房地产贷款困境在 2022 年利率低时显现, 即使在最悲观的情景下, 也不会有一家银行倒闭。然而, 在 2022 年货币紧缩之后, 商业地产贷款本身的减记会叠加在银行资产端的“未实现损失”上, 引发更高的破产风险。所谓“未实现损失”是指由于利率上升资产价值下跌, 货币紧缩已经导致银行资产价值下降了 2 万亿美元以上。

10%的商业房地产贷款违约率会使 231 家银行市值低于所有非权益负债的面值, 即这些银行将资不抵债, 这些银行加起来的总资产达到 1 万亿美元; 如果违约率提升到 20%, 那么将导致额外的 1600 亿美元的银行损失, 额外的 482 家银行将资不抵债, 其总资产为 1.4 万亿美元。占美国银行业总资产约为 23.2 万亿美元的 6.0%。

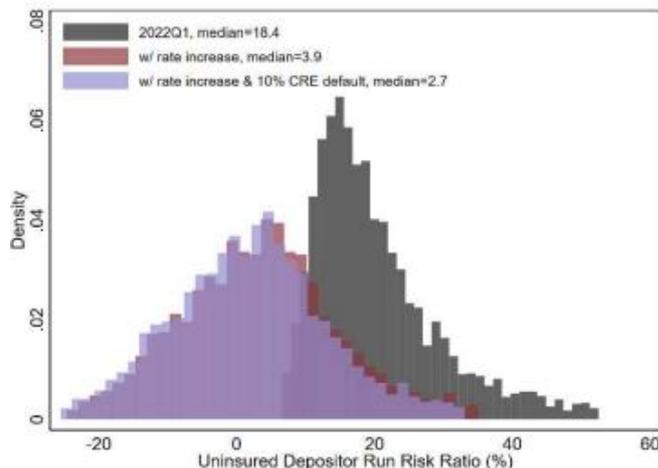
换句话说, 如果仅仅是商业地产贷款违约本身并足以造成伤害, 可怕的是商业地产贷款违约加上未实现损失恐慌的双重叠加。

图表38：50%未投保存款人挤兑风险比率分布



资料来源：Jiang (2023)，国联证券研究所

图表39：100%未投保存款人挤兑风险比率分布



资料来源：Jiang (2023)，国联证券研究所

市值计价下的资不抵债还不意味着银行就会破产，还需要叠加遭遇挤兑才会导致银行破产。他们扩展了他们之前研究开发的“无保险存款人挤兑风险”（UDRR）框架，估计了挤兑会破产的银行数量。他们考虑了两个不同的情景：

1. 50%无保险存款被提取，则商业地产贷款减记本身会在未实现损失所导致的4000亿美元总资产的340家破产银行的基础上，带来额外31-67家银行破产，总资产规模130-290亿。
2. 100%无保险存款被提取，则商业地产贷款减记本身会在未实现损失所导致的6.3万亿总资产的1799家破产银行的基础上，带来额外200-385家银行破产，总资产2500-5000亿。

他们的分析反映了截至2023年第3季度的市场状况，揭示了商业房地产困扰可能导致数十到300多家主要是较小地区性银行加入濒临偿付能力挤兑风险的银行行列。不过商业地产问题只是边际增加了银行破产风险，对银行健康程度起主要作用的仍然是巨额的未实现损失。

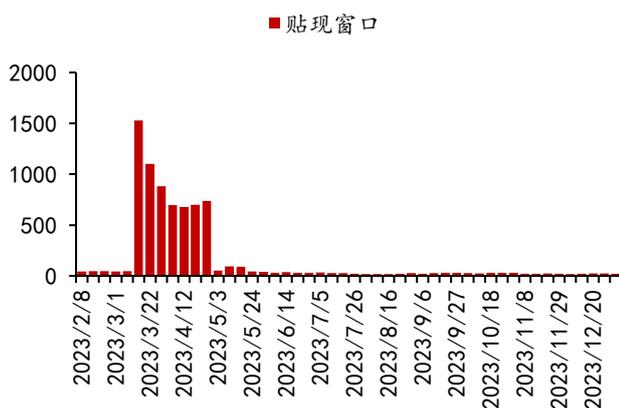
总结起来，他们文章估算的是尾部风险的严重程度，即如果发生严重挤兑，会导致多少银行破产，而不是发生挤兑的概率。但同时他们估算的银行信用风险并没有考虑其他贷款类型的风险，也没有考虑挤兑所导致的“死亡螺旋”与恐慌外溢，真实的总风险可能更大。不过，仅仅是商业地产的问题可能已经够大。商业地产贷款和未实现损失风险的规模意味着当它们真出现问题的时候，美联储和财政部会不惜一切代价将风险扼杀在摇篮里。这只丑小鸭，并没有什么机会能够真正长大成黑天鹅。

3.2.3 硅谷银行事件的教训

2023 年年初发生了硅谷银行破产的事件，为市场展示了银行破产和挤兑“恐慌风险外溢”的影响。这也意味着即使是中小银行的风险，可能也有一定概率产生系统性影响。

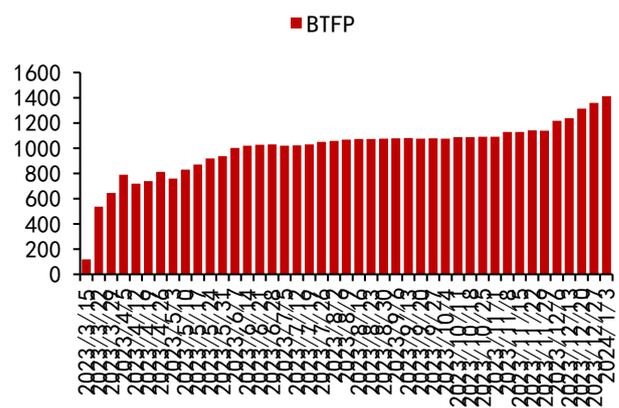
我们也发布了报告《透过压力测试观察美国银行业潜在风险——硅谷银行破产后的回顾和思考》分析了不仅硅谷银行破产的原因，还包括银行业整体存在风险的可能。总结起来，虽然硅谷银行失败的直接原因是流动性挤兑，但根本问题是对其偿付能力的担忧。此后，美联储的贴现窗口和新创立的银行定期融资计划为银行业提供了额外流动性的支持。

图表40：贴现窗口借款(亿美元)



资料来源：FRED，国联证券研究所

图表41：银行定期融资计划（亿美元）



资料来源：FRED，国联证券研究所

但是对于硅谷银行这样一家中型、且没有和其他金融机构高度关联银行的救助也反映出在当前环境下系统性风险可能不仅仅局限在银行间金融市场和系统性金融机构本身。

时任美联储负责监管的副主席在硅谷银行事后的政策回顾报告中指出，美联储的及时干预主要是处于对风险传染的担忧：

“社交媒体、高度网络化和集中的储户群以及技术的结合，可能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银行挤兑的担忧，而技术使他们能够立即提取资金”，而在这样的新环境下“一家公司的困境可能会通过传染产生系统性后果，即对一家企业的担忧蔓延到其他企业，即使该公司规模不是很大，与其他金融交易对手没有高度联系，也没有参与关键的金融服务。”

4. 风险提示

美联储持续鹰派的风险，地缘政治冲突风险超预期，金融状况收紧超预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联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。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联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。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇二座25楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心大厦45楼