

宏观深度报告

报告日期：2023 年 03 月 13 日

从硅谷银行救助看联储政策展望

核心观点

当前主管部门对硅谷银行的联合应对策略实际已经将当前的银行流动性压力作为“类系统性风险”来处理，美联储也为此阶段性忽视了“道德风险”，在此背景下，我们认为在风险事件彻底稳定以前，美联储的加息进程也可能在 3 月被迫“暂停”；如果风险事件持续传导发酵，不排除缩表进一步暂停的可能，后续何时恢复紧缩进程仍需依据银行流动性压力的恢复情况相机抉择。未来重点的潜在风险仍在中小银行和欧洲金融风险的反传导。

□ 美联储启动流动性救助工具应对挤兑压力，系统性风险再胜道德风险

联储、财政部、FDIC 的银行联合救助方案分为两个部分：赔付和流动性支持。流动性支持方面，美联储创建了新的工具银行期限融资工具（BTFP），其本质是一个“无上限”的流动性支持工具，可以完全覆盖金融机构所持有债券因浮亏所导致的流动性缺口。财政的 250 亿美元主要对该工具发挥增信作用。

赔付方面，FDIC 成立的接管机构将对破产机构储户的存款进行全额赔付，这一赔付方案意味着主管部门已经将本轮挤兑事件视为“类系统性”风险的事件（常规事件金可按 25 万美元的上限进行赔付）。

在金融机构的救助过程当中，监管机构往往面临道德风险和系统性风险的两难抉择。美联储等主管部门在本次压力应对过程中及时反应并启动了“无上限约束”的流动性支持工具，我们认为其性质是再次忽视道德风险而选择保护系统性风险。需指出的是，虽然美联储的 BTFP 无上限约束，但我们认为其实际更多将发挥“预期管理”的功能，实际投放量可能相对有限。

□ 联储未来的紧缩路径如何推进？

当前主管部门对硅谷银行的联合应对策略实际已经将当前的银行流动性压力作为“类系统性风险”来处理，美联储也为此阶段性忽视了“道德风险”，在此背景下，我们认为在风险事件彻底稳定以前，美联储的加息进程也可能在 3 月被迫“暂停”；如果风险事件持续传导发酵，不排除缩表进一步暂停的可能，后续何时恢复紧缩进程仍需依据银行流动性压力的恢复情况相机抉择。

美联储当前面临的核心抉择源自于：物价稳定和金融稳定风险的两难。我们认为：金融稳定风险本身的蔓延速度和剧烈程度都具有高度不可控性，对于货币政策的短期约束更强；2023 年来通胀尤其是核心 CPI 上行风险再现，但其对经济负面影响的传播速度低于金融风险，对于货币政策的中期约束更强。在此背景下，我们认为短期物价稳定可能让步于金融稳定目标。

□ 历次金融稳定冲击美联储政策的回顾与展望

结合历次金融稳定冲击，我们认为对本次银行挤兑事件未来演变及美联储政策展望如下：

一是不宜低估单体流动性的扩散风险，风险往往发源于个别机构，但金融市场的挤兑和恐慌情绪往往容易使得风险情绪形成负反馈，继而使得单体风险向系统性风险演变；二是美联储救助越果断，越快放下防范“道德风险”的执念，流动性风险修复越快，政策犹豫不决往往容易拉长危机应对的战线。如果当前的应对措施无法有效抑制挤兑情绪蔓延，美联储可能需要进一步加码政策暂停加息及缩表进程。

□ 美国未来还有哪些值得关注的潜在风险？

一是金融体系方面，我们认为未来风险的观测重点仍在美国的中小银行以及其融资拆借的回购市场。美国小银行虽然并未面临明显的存款流失压力，但其存款结构中大额储蓄占比高、现金资产对大额储蓄覆盖率低等特征使得其更容易遭受市场的挤兑情绪冲击，尤其是部分资产负债错配压力较大的金融机构。

二是金融部门方面，还需关注欧洲风险的跨国传导。考虑到美国银行持有欧债规模较高，欧洲的债务风险也可能成为美国金融机构的隐患。当前欧洲债务发

分析师：李超

执业证书号：S1230520030002

lichao1@stocke.com.cn

分析师：林成炜

执业证书号：S1230522080006

linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

1 《联储“钝刀割肉”还是“大刀阔斧”？——多重分歧下联储如何开展路径抉择？》

2023.03.11

2 《美国经济是“软着陆”还是“不着陆”？》 2023.03.10

酵的时间点受暖冬影响有所延后，但风险仍未消除。本月起欧央行的缩表计划将正式启动，后续仍需关注欧洲债务压力对联储政策的潜在扰动。此外，近期美国银行风险向欧洲传导也可能间接加剧欧洲金融风险的发酵压力。三是实体部门整体资产负债情况健康，结构问题关注居民部门的车贷和信用卡风险。

❑ 风险提示

美国金融风险发酵超预期；美国通胀超预期。

正文目录

1 美联储启动流动性救助工具应对挤兑压力，系统性风险再胜道德风险	5
2 联储未来的紧缩路径如何推进？	6
3 历次金融稳定冲击美联储政策的回顾与展望	7
3.1 拉美债务危机时期，美联储快速反应迅速脱困	7
3.2 储贷危机时期，美联储反应缓慢美股巨震	7
3.3 贝尔斯登破产后，美联储防范道德风险行动缓慢导致危机蔓延	8
4 美国未来还有哪些值得关注的潜在风险？	8
4.1 金融部门持续关注中小银行和回购市场	8
4.2 金融部门还需关注欧洲风险的跨国传导	10
4.3 实体部门整体资产负债情况健康，结构问题关注居民部门的车贷和信用卡风险	11

图表目录

图 1: 美国银行持有的投资性证券已累计大量浮亏 (十亿美元)	5
图 2: 墨西哥债务危机爆发后, 美联储迅速转向 (%)	7
图 3: 主要拉美经济体 GDP 增速在 80 年代滑落至负值 (%)	7
图 4: 储贷危机恶化, 股市大跌后, 美联储才开始转向	8
图 5: 次贷危机爆发前期, 美联储明显低估了其对金融体系的冲击	8
图 6: 美国大小银行存款规模变化 (十亿美元)	9
图 7: 美国当前 SOFR 利率尚处于合理区间	9
图 8: 美国小型银行现金储备难以应对挤兑压力 (十亿美元)	9
图 9: 美国大型银行储蓄较为分散 (十亿美元)	9
图 10: 车贷规模自 2021 年起迅速增长 (万亿美元)	11
图 11: 二手车价格 2021 年快速增长, 2022 年明显回落	12
图 12: 不同分项的新增拖欠率 (%)	12
图 13: 当前信用卡利率已触及数据统计以来最高水平 (%)	12
图 14: 美国企业破产家数可控 (家)	12

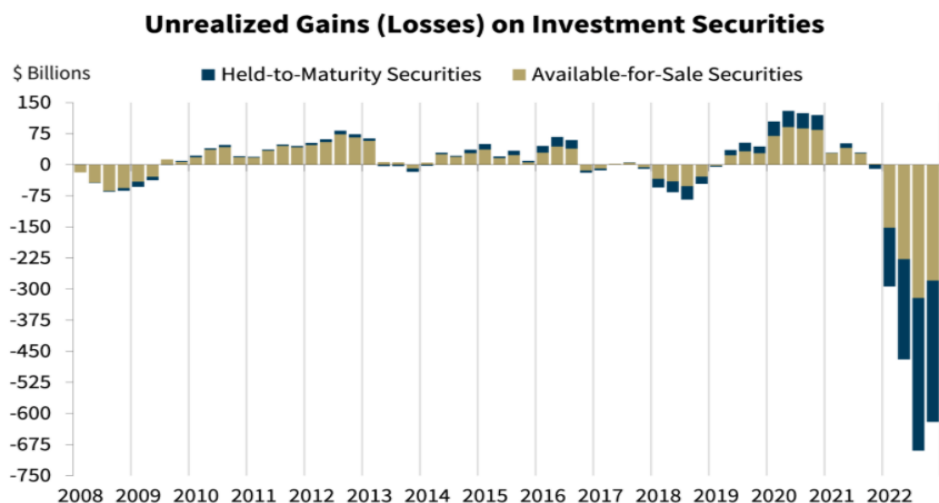
1 美联储启动流动性救助工具应对挤兑压力，系统性风险再胜道

德风险

为应对硅谷银行破产引发的挤兑危机，美联储、财政部、FDIC 于 3 月 12 日联合发布了对“硅谷银行”以及相关类似事件的处理方案，方案分为两个部分：赔付和流动性支持。

流动性支持方面，美联储创建了新的工具 BTFP 计划，其本质是一个“无上限”的流动性支持工具，可以完全覆盖金融机构所持有债券因浮亏所导致的流动性缺口。“银行期限融资工具”（Bank Term Funding Program）可以向银行等存款机构提供最长 1 年期的贷款，用以应对储户的提现压力。从方案设置上来看，银行可以将持有的国债、MBS 等资产作为抵押，向 BTFP 计划申请贷款，贷款金额以抵押资产的面值为限；此前储户的恐慌情绪源自于美联储持续加息背景下 SVB 等机构持有金融资产的浮亏风险（2022 年 Q4 美国银行持有的 HTM 和 AFS 投资金融资产中的“潜在亏损”已达到 6200 亿美元），继而进行挤兑，美联储的这一借款方案以金融资产面值为基础完全覆盖了浮亏所导致的流动性缺口；也可以避免银行挤兑恐慌性抛售资产形成更大的负循环。从规模来看，美联储对这一工具并未给予规模约束，本质上是一个“无上限”的流动性支持工具。财政提供的 250 亿美元主要对这一工具发挥兜底作用。

图1：美国银行持有的投资性证券已累计大量浮亏（十亿美元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

赔付方面，FDIC 成立的接管机构将对破产机构储户的存款进行全额赔付，换言之主管部门已经将本轮挤兑事件视为“类系统性”风险的事件。根据《联邦存款保险法》规定，FDIC 对于非系统性事件的银行赔付只能按照 25 万美元的上限进行，FDIC 董事会可以提出系统性风险例外（Systemic Risk Exception）的建议，财政部与总统批准后可以突破 25 万美元的限制对存款开展全额担保。昨日 FDIC 在公告中已将硅谷银行和标志银行的事件定性为“Systemic Risk Exception”，即可近似理解为“破格作为类系统性风险处理进行全额赔付”。

截至 2022 年 Q3，FDIC 旗下存款保险基金总资产约为 1255 亿美元，难以足额覆盖本次涉险银行的全部存款规模（本轮风险事件中硅谷银行总资产 2090 亿美元，对应存款总额约

1754 亿美元；标志银行总资产 1104 亿美元，对应存款总额 826 亿美元）。当前 FDIC 成立了接管机构圣克拉拉国家存款保险银行（DINB）处置硅谷银行问题，未来资产处置和应对储户提现压力的过程中，如果产生流动性压力预计 DINB 也可向美联储的 BTFP 申请借款。

在金融机构的救助过程当中，监管机构往往面临道德风险和系统性风险的两难抉择。美联储等主管部门在本次压力应对过程中及时反应并启动了“无上限约束”的流动性支持工具，我们认为其性质是再次忽视道德风险而选择保护系统性风险。需要指出的是，虽然美联储的 BTFP 虽然无上限约束，但我们认为其实际更多将发挥“预期管理”的功能（企业的存款挤兑源自于不安全感，美联储的兜底措施可以缓解企业情绪从而减少实际挤兑量），实际投放量可能相对有限。

2 联储未来的紧缩路径如何推进？

我们曾于前期报告《联储“钝刀割肉”还是“大刀阔斧”》中指出：未来 2 个月的通胀和就业数据可以支持联储在 3 月、5 月连续执行 50BP 幅度的加息，但美国自身以及欧洲潜在的金融稳定风险可能对联储的既有节奏产生扰动：

就业方面，在 5 月议息会议前，我们认为继 2 月数据后，3、4 月的就业数据仍可能强于市场预期。**通胀方面**，我们认为 2、3 月核心 CPI 上行风险仍然较大，NOWCAST 模型同样指向 2、3 月核心 CPI 可能连续反弹，在此背景下美联储前期 Higher For Longer 策略的有效性可能受到根本性挑战。**金融稳定方面**，不排除硅谷银行被联储视为金融稳定风险的苗头继而干扰紧缩进程；除此之外，虽然欧洲债务发酵的时间点受暖冬影响有所延后，但风险仍未消除，本月起欧央行的缩表计划将正式启动，后续仍需关注欧洲债务压力对联储政策的潜在扰动。

当前主管部门对硅谷银行的联合应对策略实际已经将其作为“类系统性风险”来处理，美联储也为此阶段性忽视了“道德风险”，在此背景下，我们认为在风险事件彻底稳定以前，美联储的加息进程也可能被迫“暂停”；如果风险事件持续传导发酵，不排除缩表进一步暂停的可能，后续何时恢复紧缩进程仍需依据银行流动性压力的恢复情况相机抉择。

美联储当前面临的核心抉择源自于：物价稳定和金融稳定风险的两难。我们认为：金融稳定风险本身的蔓延速度和剧烈程度都具有高度不可控性，对于货币政策的短期约束更强；2023 年来通胀尤其是核心 CPI 上行风险再现，但其对经济负面影响的传播速度低于金融风险，对于货币政策的中期约束更强。在此背景下，我们认为短期物价稳定可能让步于金融稳定目标，联储 3 月的加息步伐存在暂停的可能；3 月以后是否加息则取决于流动性风险的修复情况，如果储户信心再次回归稳定，美国金融环境指数重回宽松，则通胀预期可能重燃并倒逼美联储重启加息。

缩表方面，从目前情况来看，考虑到隔夜逆回购体系内仍留存了较多流动性安全垫，3 月可能延续缩表，但不排除后续因风险事件进一步发酵而暂停的可能。2022 年 9 月末隔夜逆回购余额为 2.43 万亿美元，截至 3 月 10 日已下降至 2.19 万亿美元，释放了 2400 亿美元的流动性。释放原因主要源于财政部短债的发行，为 1 年期以下的资金提供了相较 ONRRP 更具吸引力的选项，2022 年 10 月至今，美国财政部 1 年期以下短债的净发行规模达到 4132 亿美元。

3 历次金融稳定冲击美联储政策的回顾与展望

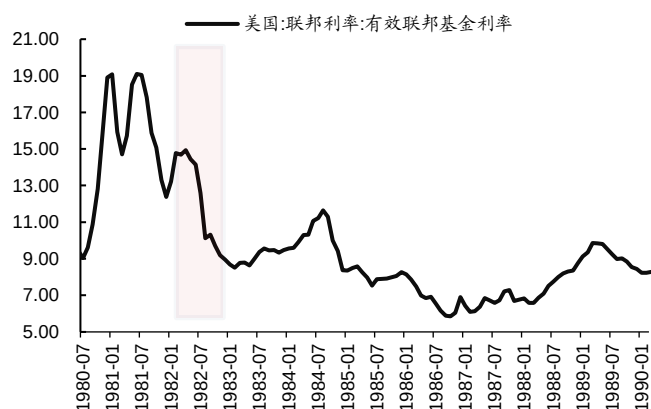
结合历次金融稳定冲击，我们认为对本次银行挤兑事件未来演变及美联储政策展望如下：

一是不宜低估单体流动性的扩散风险，风险往往发源于个别机构，但金融市场的挤兑和恐慌情绪往往容易使得风险情绪形成负反馈，继而使得单体风险向系统性风险演变；二是美联储救助越果断，越快放下防范“道德风险”的执念，流动性风险修复越快，政策犹豫不决往往容易拉长危机应对的战线。如果当前的应对措施无法有效抑制挤兑情绪蔓延，美联储可能需要进一步加码政策暂停加息及缩表进程。

3.1 拉美债务危机时期，美联储快速反应迅速脱困

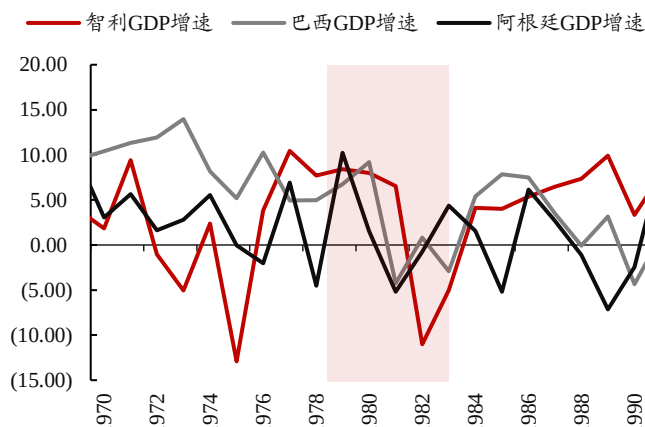
1982年8月20日，身负820亿美元外债的墨西哥政府宣布耗尽外汇储备，要求对债务进行展期处理，导致拉美经济危机进一步上升为债务危机。墨西哥债务违约事件爆发后，美联储反映迅速，在危机次日便为拉美主要债务国提供流动性支持，同时火速开启降息周期。美联储此次行动背后的主要逻辑，是当时美国主要银行对拉美国家的风险敞口高达数千亿美元，其中美国最大的九家银行仅对墨西哥就积累了530亿美元的债务；因此，当墨西哥宣布债务违约时，时任联储主席沃尔克便认定这一事件存在系统性风险苗头及时行动。美联储在拉美债务危机发酵期间的迅速反应，帮助美国银行系统成功规避了系统性危机爆发的可能性。

图2：墨西哥债务危机爆发后，美联储迅速转向（%）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图3：主要拉美经济体GDP增速在80年代滑落至负值（%）



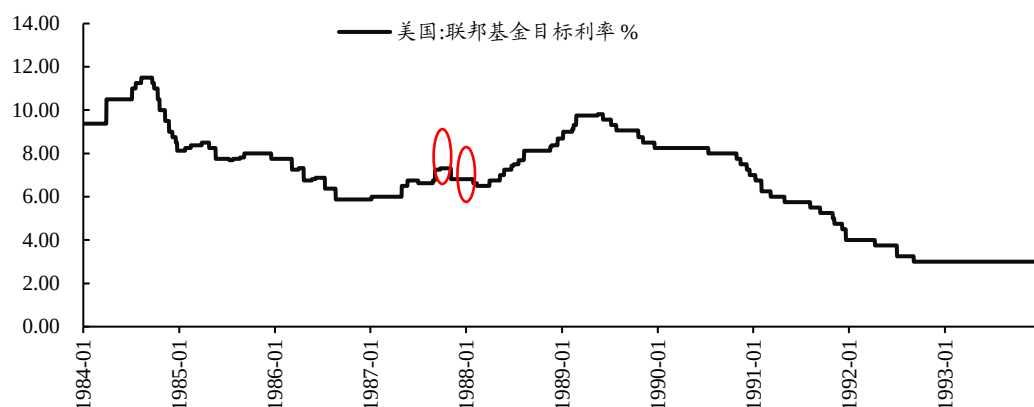
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3.2 储贷危机时期，美联储反应缓慢美股巨震

1986年12月，联邦储贷公司出现“资不抵债”的情况。彼时，美联储认为储贷机构大量破产这一现象不构成系统性风险；甚至为防范本币贬值和输入型通胀风险，于1987年1月开启了新一轮加息周期。直至联邦储贷公司于1987年9月破产，风险进一步扩散至金融市场，美股巨震，美联储才在1987年11月-1988年2月期间实施了3次降息操作以防范金融稳定风险。

随着储贷危机对金融体系稳定性的影响逐渐消散，为遏制本币进一步贬值及输入型通胀风险，美联储在1988年2月进行短暂降息操作后，重新开始加息，直至1989年5月才结束。

图4: 储贷危机恶化, 股市大跌后, 美联储才开始转向



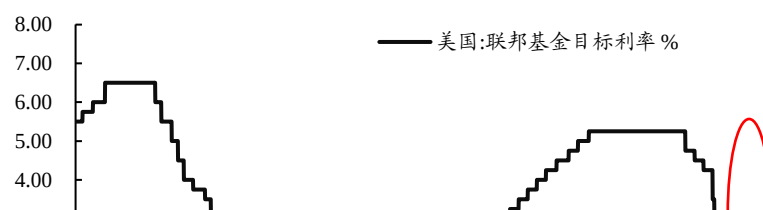
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

3.3 贝尔斯登破产后, 美联储防范道德风险行动缓慢导致危机蔓延

2007 年 4 月美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融申请破产保护, 正式拉开次贷危机的序幕; 同年, 贝尔斯登便因持有大量的 MBS 和 CDO, 在公司公告中多次披露业绩大幅下滑和资产减值的风险, 美联储仍未采取明确的救助行动。直至贝尔斯登于 2008 年 3 月宣告倒闭, 并被摩根大通收购之时, 美联储依然低估了贝尔斯登破产事件的影响, 同时认为次贷危机最坏的时刻可能已经过去, 并表示将不会提供任何经济刺激政策, 坚持防范道德风险。

美联储对于贝尔斯登破产事件的低估, 导致次贷危机的蔓延愈发失控。随着雷曼兄弟在 2008 年 9 月 15 日申请破产, “两房” 被接管, 次贷危机最终变成了引爆全球的金融海啸。美联储不得不在 2008 年 9 月之后紧急降息 3 次, 将政策利率控制到 0% 的区间, 同时开启天量 QE 方才有效防止危机蔓延。

图5: 次贷危机爆发前期, 美联储明显低估了其金融体系的冲击



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_53229

