

相关研究

《降准落地：稳增长仍需努力——对央行降准的理解》2023.03.18

《收入偏低，支出加码——2023年1-2月财政数据点评》2023.03.18

《SVB事件影响继续发酵——全球大类资产周报》2023.03.18

分析师:梁中华

Tel:(021)23219820

Email:lzh13508@haitong.com

证书:S0850520120001

分析师:李俊

Tel:(021)23154149

Email:lj13766@haitong.com

证书:S0850521090002

联系人:王宇晴

Tel:(021)23154148

Email:wyyq14704@haitong.com

## 风险消除了吗？ ——对海外中小银行风险的定量测算

### 投资要点:

- 近期海外中小银行风险的发酵引起了市场较大幅度的波动,市场波动率加大,风险资产调整,避险资产上涨。中小银行的风险爆发,最根本的原因是全球通胀压力居高不下、货币政策大幅加息的结果。当前主要央行都已经陷入两难困境:要控制通胀,需要继续加息,上周欧央行继续大幅加息,我们预计美联储本周或也会继续小幅加息;但利率的抬升,给金融机构和经济体系带来的风险也会继续增大,经济面临“硬着陆”的风险。
- 不过放在更长期来看,当前全球供给端的限制因素较多:商品资本开支偏弱,疫情给劳动力市场带来了长期冲击,服务业在过去三年收缩幅度较大,逆全球化的趋势也愈发明显。一个中央银行天然是要去控制通胀的,否则会很大程度上影响“信誉”,而那樣的冲击会更大。在供给端明显受限的情况下,如果希望金融机构、经济体系都“平安无事”,需求端就不太可能明显收缩,通胀就下不来。所以我们判断,各国央行或大概率继续加息,金融机构、经济体系出现市场化出清,需求端萎缩,通胀压力缓解,然后才会开启新一轮的货币宽松。

## 目 录

---

1. 市场：恐慌情绪仍蔓延.....	4
2. 美国：银行风险有多大？ .....	6
3. 欧日：银行压力亦存在 .....	8

## 图目录

图 1	FRA-OIS 利差来到 2012 年以来高点（不考虑新冠，BP）	4
图 2	黄金价格大幅回升（美元/盎司）	4
图 3	美国银行业在疫情后增加了债券资产配置	5
图 4	美国银行证券投资未实现损益（十亿美元）	5
图 5	整体来看，小型银行金融资产占比低于大型银行	5
图 6	风险相对较高的银行中的小银行占比更高	5
图 7	美国大银行在 SVB 破产后相对受益	6
图 8	美联储贴现窗口借款暴增（十亿美元）	6
图 9	美国商业银行金融资产占比分布	7
图 10	2022 年底估算商业银行金融资产平均浮亏 10%左右	7
图 11	美欧日商业银行资产负债结构对比（%）	9
图 12	欧日商业银行金融资产持有比例相对较低	9
图 13	美欧日银行板块表现（以 3 月 8 日为 100）	9
图 14	欧元区公债收益率快速攀升（%）	10
图 15	欧洲商业银行存款端也出现下滑迹象（十亿欧元）	10
图 16	日本 10 年期国债利率也有所上行（%）	10
图 17	投资证券比例在 2020 年也有所上升（%）	10
图 18	日本大型银行外国债券在险价值不断上升（万亿日元）	10
图 19	负利率债券未偿余额（万亿美元）	11
图 20	负利率债券价格走势（美元）	11

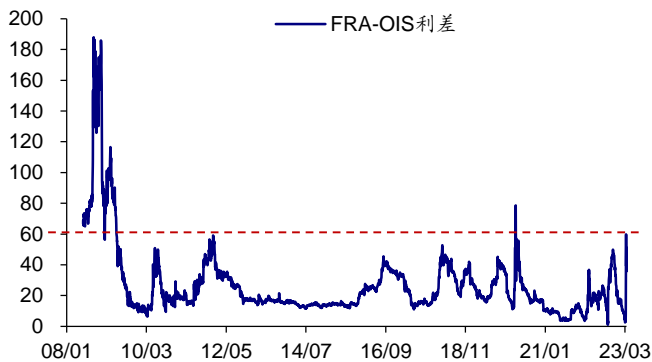
## 1. 市场：恐慌情绪仍蔓延

自 Silicon Valley Bank（硅谷银行）破产后，Signature Bank（签名银行）也宣布破产，而 Silvergate Capital（加密银行）也早已宣布停业。尤其是瑞士信贷事件的爆发，加剧了市场的恐慌情绪。

尽管，美联储迅速推出新工具 BTFP（银行定期融资计划），将向抵押美国国债、机构债务、抵押贷款支持证券（MBS）和其他合格资产的银行提供最长一年的贷款。以及瑞士央行和瑞士市场监管局表态将在有必要时向拥有全球性活跃业务的银行提供流动性。但市场恐慌情绪仍在蔓延，并未彻底消除。

例如，VIX 恐慌指数持续上行至 2022 年 11 月以来高点；FRA-OIS 利差扩大至 2012 年以来高点（如果不考虑新冠首次冲击）。黄金价格大幅上冲，接近 2000 美元/盎司；美债利率则大幅下行，尤其是 10 年期美债利率下行至年初低点，反映市场避险情绪浓厚。

图1 FRA-OIS 利差来到 2012 年以来高点（不考虑新冠，BP）



资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 黄金价格大幅回升（美元/盎司）

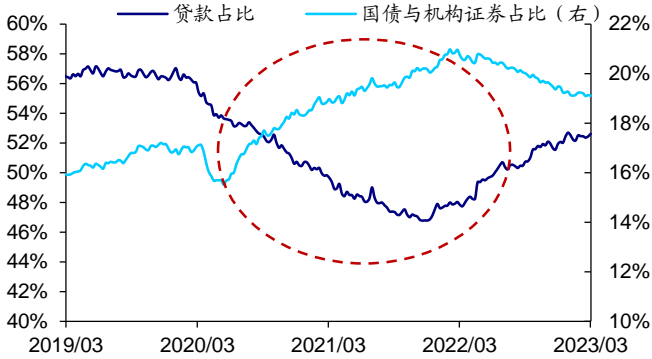


资料来源：Wind，海通证券研究所

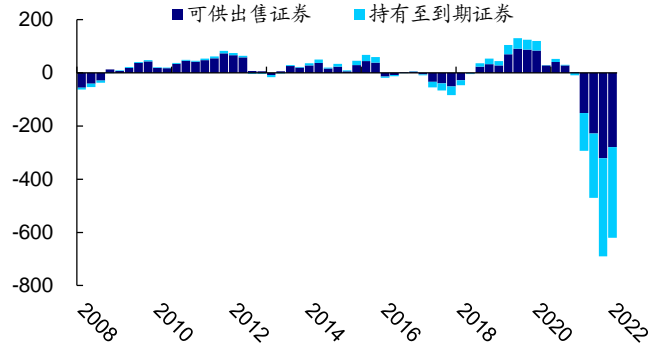
最根本的原因在于，金融机构的资产端浮亏的问题并未得到解决。美国商业银行在 2020 年-2021 年货币宽松期间（低利率时期），大量增加了美债和机构债券的配置，从 20 年初的 15% 左右提升至 20% 以上（2022 年加息之前）。但是 2022 年以来，美联储持续大幅的加息（全年累计加息了 425 个 BP），美债利率大幅攀升，债券类资产大跌，银行资产端积累了大量的浮亏。

如果银行选择持有资产至到期，所积累的“浮亏”便不会转为“实亏”。但如果负债端不稳定，在恐慌情绪蔓延下，储户短期大量提取存款，则可能使得商业银行被迫确认损失，容易引发流动性风险，譬如硅谷银行的破产。

根据 FDIC（美国联邦存款保险公司）统计，自 2022 年 1 季度开始，美国银行证券投资就面临较大的浮亏，远高于 08 金融危机期间。尤其是在 2022 年 3 季度，这一浮亏规模高达 6900 亿美元。因此，资产端的浮亏在未来一段时间内仍将是美国商业银行的潜在风险点，让市场担忧。

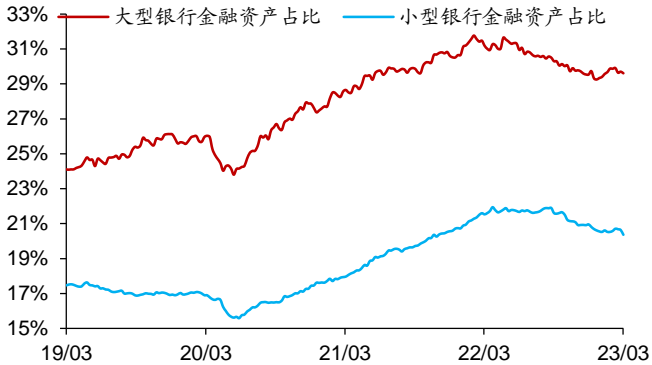
**图3 美国银行业在疫情后增加了债券资产配置**


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

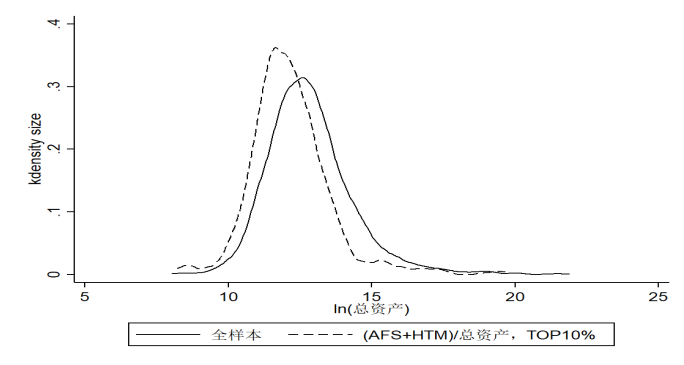
**图4 美国银行证券投资未实现损益 (十亿美元)**


资料来源: FDIC, 海通证券研究所

从金融资产风险来看,截至3月3日,小型银行金融资产占比在20%左右,大型银行金融资产占比在30%左右,高于小型银行。不过,从金融资产占比处于前10%银行的资产分布情况,与全样本相比,其资产规模的概率密度函数呈现出明显的左偏特征。这表明,更多的小型银行的金融资产占比相对更高,或呈现出较大的金融风险。

**图5 整体来看,小型银行金融资产占比低于大型银行**


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

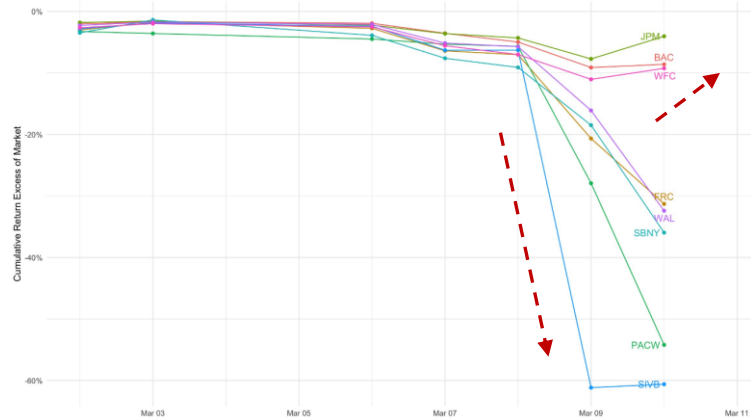
**图6 风险相对较高的银行中的小银行占比更高**


资料来源: FDIC, 海通证券研究所测算

从存款流出风险来看,小型银行大额定期储蓄存款的占比相对更高,截至3月3日,这一比例为9.1%,而大型银行仅为4.3%,或与其零售客户资源更丰富有关。由于FDIC对每个账户的最高承包额为25万美元,大额储蓄客户存款受保比例或相对较小。在恐慌情绪蔓延下,储户可能会因为担忧中小银行经营状况,而选择将存款转移到大型银行。

尽管,美联储在硅谷银行破产后,迅速推出了BTFP这一紧急融资工具,但这无法从根本上解决中小银行资产端浮亏,负债端不稳定的问题,难以完全消除储户对中小银行的担忧。

图7 美国大银行在 SVB 破产后相对受益

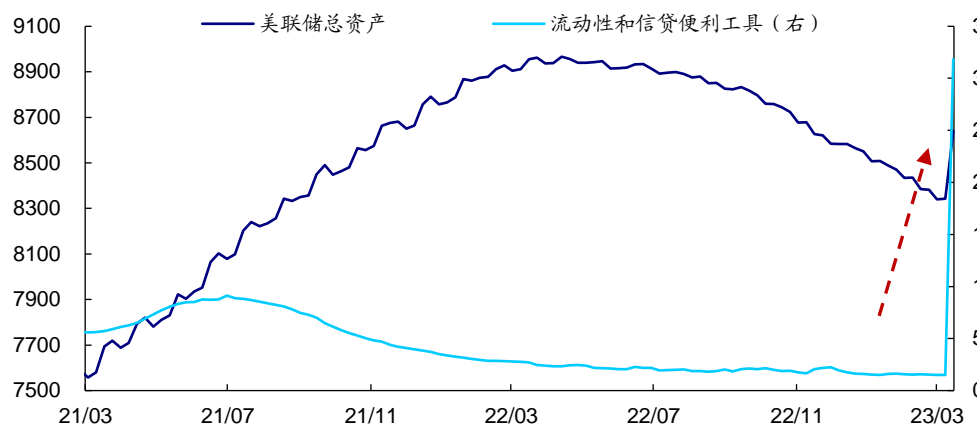


资料来源: THE DAILY SHOT, 海通证券研究所

此外,也与恐慌情绪预期容易自我实现有关。一旦市场对于未来的风险担忧持续演绎,容易引发风险预期的自我实现,从而出现流动性挤兑事件,而这将进一步加大恐慌。

银行自身担忧也在加大。截至3月15日,美联储公布的最新资产负债表显示,美联储流动性和信贷便利工具共贷出了3181.5亿美元,仅次于08年金融危机时期。其中,BTFP使用了119.4亿美元,贴现窗口使用量则暴增至1528.5亿美元(上一周仅45.8亿美元),创历史新高(08年金融危机时期高点为1000多亿美元)。

图8 美联储贴现窗口借款暴增(十亿美元)



资料来源: FED, 海通证券研究所

## 2. 美国: 银行风险有多大?

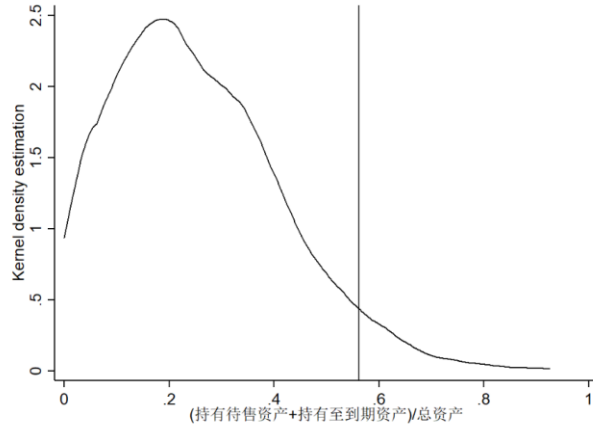
那么,当前美国银行业整体风险有多大?我们利用Bankscope微观银行数据库进行分析,剔除缺失值后,在2022年的时间节点上共得到4000多家美国银行的样本。我们拟采用不同的方法,估算当前美国可能有风险的银行比重或资产比重等。

**方法一: 将(AFS+HTM)资产占比高于硅谷银行,且存款下降速度快于硅谷银行的样本视为风险相对较高**

通过分析,硅谷银行(AFS+HTM)占总资产比重在样本中处于95%分位数,而存款增速仅位于6%分位数。这表明硅谷银行破产的主因是美联储持续加息影响下,资产端持有过多金融资产导致大量浮亏,以及负债端面临存款大量流失。因而,金融资产占比更高,且存款下降速度更快的银行,可能同样面临较大的经营压力。经过测算,这类银行大概有11家,这些银行的资产占全行业的比例为1.9%,存款规模为3700亿美元,占全行业的2.2%。

此外，考虑到一些金融资产占比略低于硅谷银行，但仍处于相对高位的银行或同样面临较大的经营风险，因此我们可以将筛选范围进一步扩大。将金融资产占比处于前 10% 分位数，且存款增速处于后 10% 分位数的银行视为风险相对较高的银行。则该类银行的数量上升至 33 家，资产占全行业比重为 3.0%；存款规模为 5550 亿美元，占全行业的 3.3%。

图9 美国商业银行金融资产占比分布



资料来源：Bankscope，海通证券研究所测算

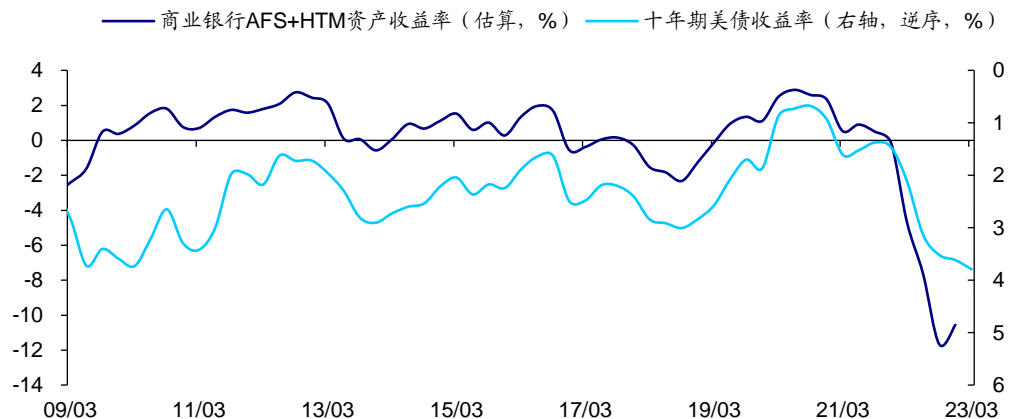
### 方法二：将资本金对金融资产浮亏承受能力较小的银行视为风险相对较高

进一步考虑，当市场上恐慌情绪较为强烈时，即使一些银行的存款在过去并未面临较大的流失压力，但若其金融资产占比过高，且未实现损失超过其资本金时，也可能引发储户的担忧，从而面临较大的挤兑风险。

我们将每家银行的资本金规模除以其 AFS 与 HTM 的资产规模，计算出了各家银行资本金所能承受的金融资产最大亏损幅度，即 AFS 与 HTM 资产亏损幅度为多少时会将其资本金完全侵蚀。根据 FDIC 公布的美国商业银行 AFS 与 HTM 资产规模，以及该类资产的未实现损失的数据计算，截至 2022 年底时，美国商业银行 AFS 与 HTM 资产的平均浮亏大约为 -10.6%。

若假设各家商业银行持有的债券久期大致相同，那么，资本金能承受的最大亏损幅度小于 10.6% 的商业银行，其金融资产的浮亏规模或已经超过其资本金的大小，我们认为该类银行风险相对较高。经过测算，这类银行大概有 257 家，资产占全行业资产比重为 2.8%；存款规模为 5360 亿美元，占全行业的 3.1%。

图10 2022 年底估算商业银行金融资产平均浮亏 10% 左右



资料来源：FDIC，Wind，海通证券研究所

### 方法三：将股价下跌幅度超过 50% 以上的银行视为风险相对较高

硅谷银行破产事件爆发后，美国银行股受到重挫，较多银行的股价大幅下跌。若假设美国股票市场有效，资产价格变化能充分反映其基本面情况，则股票价格下跌较多或能反映出该银行存在较大的经营风险。

因此，我们将过去一周（截至 3 月 15 日）股价下跌幅度超过 50% 以上的银行视为风险相对较高。经过测算，这类上市银行共有 6 家，其资产之和占上市银行总资产的 3.1%；存款规模为 4447 亿美元，占上市银行总计的 3.5%。

**表 1 美国股价下跌 50% 以上的上市银行资产负债表情况**

				最近一周涨跌幅
	资产规模 (亿美元)	AFS+HTM/总资产	活期存款/总存款	(截至 3 月 15 日, %)
第一共和银行	2051.1	15.4%	12.9%	-73.0%
阿莱恩斯西部银行	677.3	12.4%	36.7%	-63.7%
西太平洋合众银行	412.3	17.3%	6.2%	-63.5%
硅谷银行金融集团	2117.9	55.4%	3.5%	-60.3%
大都会银行	62.7	15.3%	46.0%	-54.7%
加密银行	113.6	50.5%	61.2%	-54.3%

资料来源：Bloomberg，海通证券研究所测算，注：股价涨跌幅统计区间为 3 月 8 日至 3 月 15 日。

因此，综合来看，美国银行业中仍有一定数量的银行面临较大的风险，该类银行资产规模占总资产规模的比重大约在 1.9%-3.0% 之间；存款规模占总存款规模的比重大约在 2.2%-3.3% 之间。

不过需要强调的是，理论值的测算和真实的情况可能存在很大差距，因为市场预期也很重要，如果储户们对中小银行的信心继续恶化，那么存款从小银行到大银行的搬家就会继续，中小银行破产倒闭的风险仍然会比较大，这是需要重点关注的。

**表 2 美国银行风险测算**

测算方法	数量 (家)	资产规模 (亿美元)	资产占比 (%)	资本金规模 (亿美元)	资本金占比 (%)	存款规模 (亿美元)	存款占比 (%)
方法一	11	3970	1.9	86	0.4	3700	2.2
方法一*	33	6210	3.0	249	1.3	5550	3.3
方法二	257	5800	2.8	198	0.8	5360	3.1
方法三 (仅为上市银行)	6	5435	3.1	436	2.8	4447	3.5

资料来源：Bankscope，海通证券研究所测算。其中方法一为将 AFS+HTM 资产占比高于硅谷银行，且存款下降速度快于硅谷银行的机构视为风险较高的银行；方法一\*为将 AFS+HTM 资产占比处于前 10% 分位数，且存款增速处于后 10% 分位数的银行视为风险较高的银行；方法二为将资本金能承受的最大亏损幅度小于 10.6% 的商业银行视为风险较高银行；方法三为将股价下跌 50% 以上的银行视为风险较高的银行。

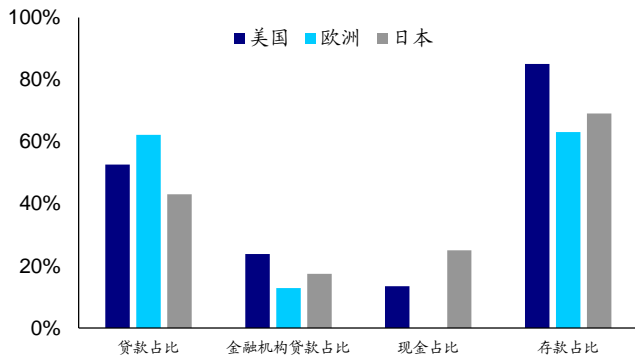
### 3. 欧日：银行压力亦存在

欧洲和日本商业银行资产负债结构比美国更加稳健。从资产端来看，欧洲和日本商业银行在金融资产上的配置比例更低，分别为 12.8% 和 17.4%。从银行金融资产占比的分布来看，美国商业银行的资产配置更加激进，存在一定数量的商业银行在金融资产上的配置比例过高，“肥尾”特征更加明显。而欧洲和日本的大多数商业银行金融资产占比小于 30%，仅有极少数商业银行的金融资产占比达到了硅谷银行的水平。

从股市的表现来看，在硅谷银行和瑞士信贷事件发生之后，海外股市都面临一定程度的调整，不过欧洲与日本银行业的调整幅度相对小一点。

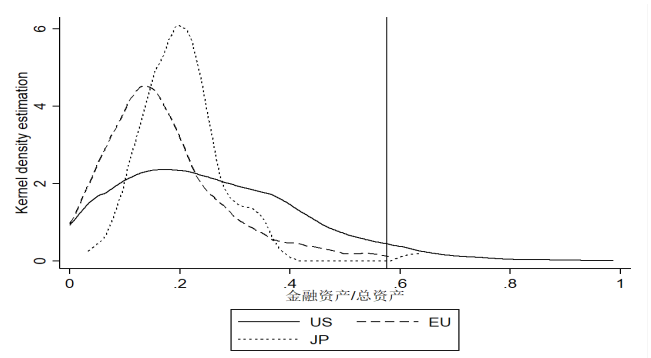


图11 美欧日商业银行资产负债结构对比 (%)



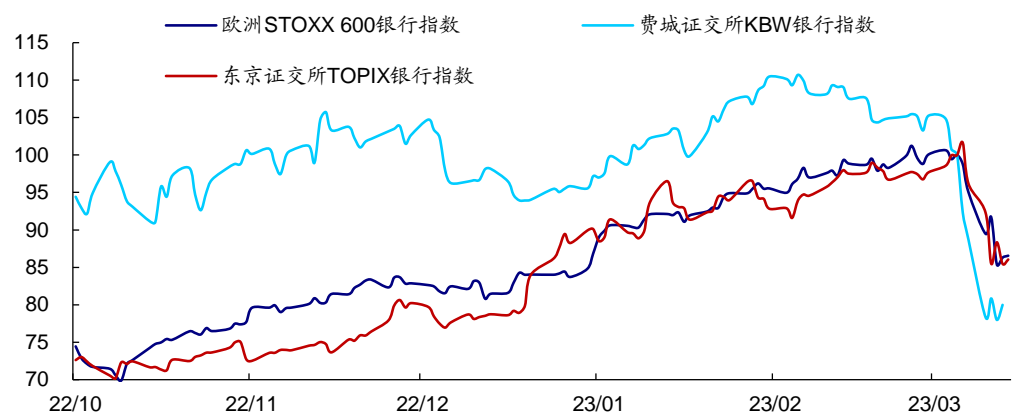
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

图12 欧日商业银行金融资产持有比例相对较低



资料来源: Bankscope, 海通证券研究所测算

图13 美欧日银行板块表现 (以 3 月 8 日为 100)



资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

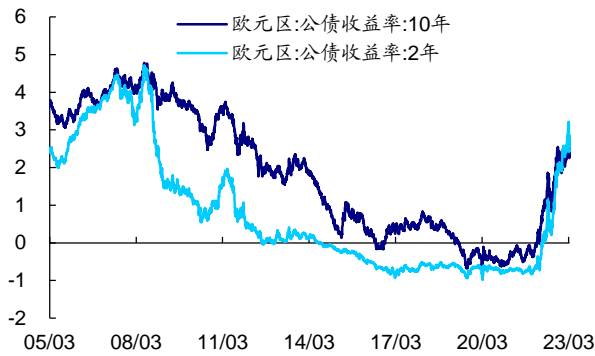
不过, 欧洲和日本也同样面临着自己的难题。

欧洲方面, 欧央行持续的大幅加息或将成为欧洲金融机构身上不断累积的“稻草”。自 2022 年之后, 在欧央行不断加息的影响下, 欧元区终结了此前持续多年的负利率时代。截至 2023 年 3 月, 欧元区 2 年期公债和 10 年期公债收益率已经上升至 2.47% 和 2.27%, 来到 2011 年-2012 年欧债危机期间的高位。

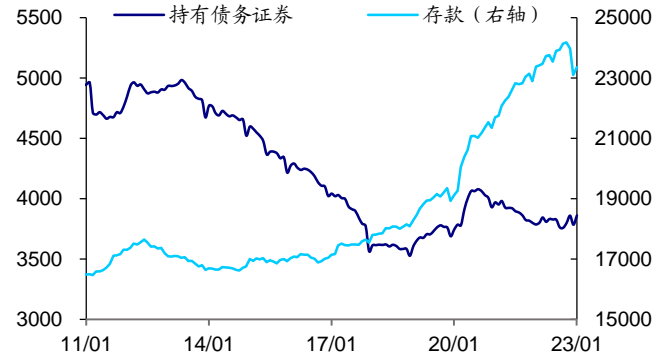
且从欧洲商业银行资产负债结构可以看出, 其在疫情期间同样存在大量增持债权类资产的行为; 从 2022 年 11 月之后, 欧洲商业银行存款规模也出现了下滑的迹象。

往前看, 欧洲核心通胀压力仍较为严峻, 欧央行加息的决心或依然坚定。例如, 3 月 16 日, 在瑞信危机不断发酵之际, 欧央行仍坚持加息 50BP。未来随着欧央行进一步的加息, 债券收益率或仍将进一步走高。欧洲银行机构面临的存款流失与金融资产浮亏的压力或将加大。

此外, 瑞士信贷集团作为瑞士第二大的银行, 近年来因投资亏损、管理不善以及高管频繁更换等因素, 已连续两年亏损。作为系统重要性银行, 其后续能否被妥善处理, 仍是干扰欧洲金融市场的关键因素。

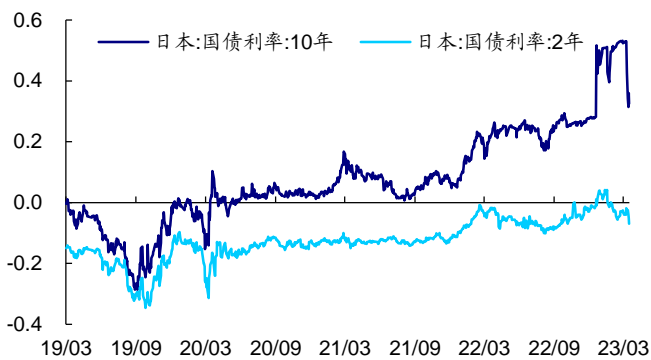
**图14 欧元区公债收益率快速攀升 (%)**


资料来源: Wind, 海通证券研究所

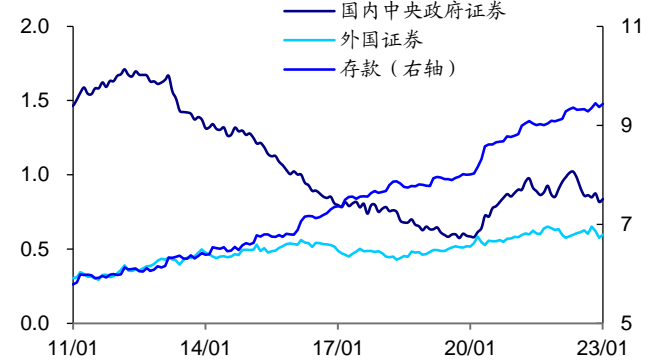
**图15 欧洲商业银行存款端也出现下滑迹象 (十亿欧元)**


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

日本方面, 尽管银行业在过去几年也同样大量买入了国内中央政府证券, 但负债端尚未出现明显的存款流失压力。加之, 日本央行依然坚持货币宽松政策, 以及 YCC 政策, 将 10 年期国债利率波动区间控制在  $\pm 0.5\%$ , 短期风险或相对有限。

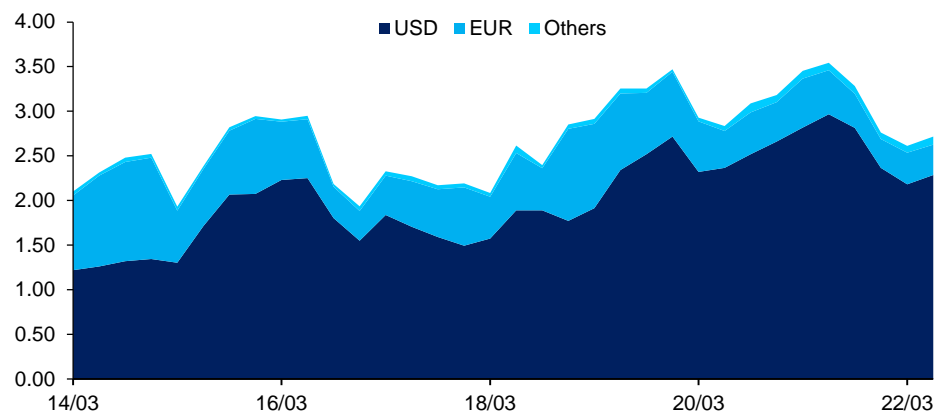
**图16 日本 10 年期国债利率也有所上行 (%)**


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

**图17 投资证券比例在 2020 年也有所上升 (%)**


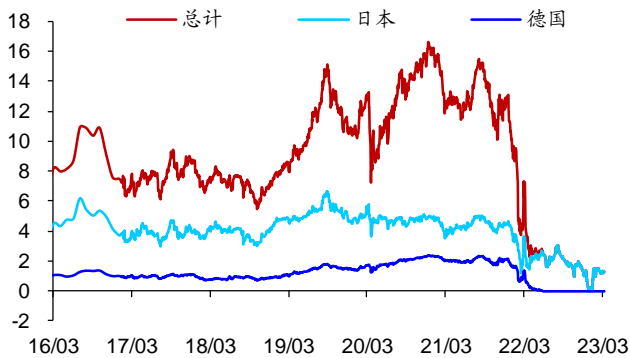
资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

不过, 日本银行持有大量外国证券, 截至 2023 年 1 月, 外国证券占日本商业银行总投资证券的比例为 25.1%。在美欧债券收益率大幅攀升的情况下, 外国证券或一定程度上造成日本商业银行资产端的浮亏。

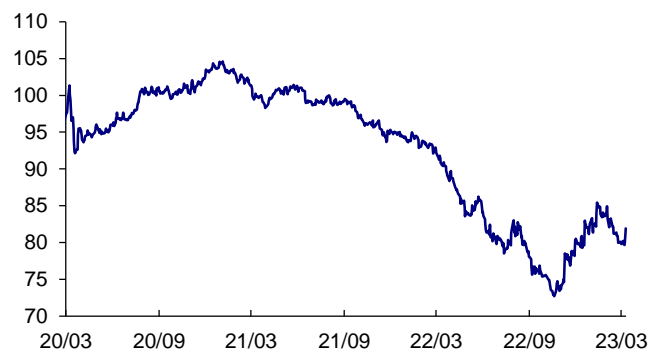
**图18 日本大型银行外国债券在险价值不断上升 (万亿日元)**


资料来源: Bloomberg, 海通证券研究所

此外, 日本依然存在一定规模的存量负利率债券。在全球主要央行货币政策纷纷转向的背景下, 全球负利率债务规模从 2021 年的高点 (近 18 万亿美元) 持续回落。截至 3 月, 负利率债券余额几乎为 0, 不过日本依然存在一定规模。考虑到这类债券的价格已经大幅下跌, 若投资者在 2021 年时购入并持有至现在, 则其市场价值下跌幅度或已经达到 20% 左右。

**图19 负利率债券未偿余额（万亿美元）**


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

**图20 负利率债券价格走势（美元）**


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所

往前看，日本央行或在货币政策回归正常化之路上举步维艰。日本当前面临持续高压的通胀，对于日本央行来说，有两个选择，一个是继续维系 YCC，不再上调利率上限，等待通胀能够自然回落。但这样短期内市场对日本国债的需求依然低迷，市场抛售或难停止，而日本央行将不得不继续加大购债，压力持续集聚。截至当前，日本央行已经持有 5 成以上的日债。

另一个选择是日本央行继续上调利率上限，甚至在 2023 年有放弃 YCC 的可能性，但这样做的冲击是巨大的。一旦宽松政策有所逆转，那么之前受益于宽松政策的资产或将面临调整压力。（参见：《通胀和利率：选哪个？——2023 为何要关注日本央行？》）

总而言之，今年的海外因素依然比较复杂，最根本的原因来自于全球面临的高通胀和货币政策大转向。从历史规律来看，若要通胀下来，需求端的“矫枉过正”是大概率事件。

## 信息披露

### 分析师声明

梁中华 宏观经济研究团队  
李俊 宏观经济研究团队

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。