

宏观经济研究

美国银行业高利率下风险依存

结论：8月份，穆迪和标普相继下调了美国银行业评级，此前惠誉6月份也已经下调美国银行业评级，其反应出的本质都是对美联储进一步紧缩的担忧。在高利率环境下，美国银行业出现了存款搬家、利差收窄、巨额未实现损失等风险问题，如果美联储继续加息并维持高利率，那么美国银行业或将再度出现类似硅谷银行的风险事件。对于美国经济，我们认为正处于高通胀基础上新一轮过热。美国经济暂时没有衰退隐忧，但是现在的强韧透支了美国政府的财政健康，会导致下一轮危机。

要点：穆迪下调美国银行业评级的理由是存款风险、潜在的经济衰退和商业地产贷款陷入困境。这三个理由都只是表面原因。3月份硅谷银行事件发生就已经体现出存款风险。但由于美联储及时放水救市，危机得以控制。潜在经济衰退的前提也是美联储继续加息并维持高利率。商业地产贷款风险的背后还是高利率的问题。我们认为，下调评级反应出的本质问题是对美联储未来货币政策继续收紧的担忧。

第一，高利率促使美国银行业存款搬家，无息存款占比降低导致成本端上升。存款搬家，一方面是存款向更高收益货币市场基金转移，这是2022年四季度就已经出现的趋势。另一方面是存款从无息账户向有息账户转移，这是2023年一季度出现的情况。穆迪下调的十家银行中有八家受存款搬家冲击影响较大，这八家银行的无息存款占比都明显下降。

第二，高利率环境下，美国银行业未实现损失数额巨大。2023年一季度美国银行业持有AFS证券未实现损失2315亿美元，HTM证券未实现损失2840亿美元，合计超过5000亿美元。如果利率继续上升，这些未实现亏损或将逐渐兑现并且再次引发流动性危机，那么银行业又将面临巨大的风险敞口。因此，美联储下一步的货币政策是决定美国银行业风险是否会再度爆发的关键。

第三，美国银行业息差开始收窄。因为加息对贷款端和存款端的影响存在先后顺序，2022年美国银行业利差出现上升，但随着无息存款减少，存款成本上升，2023年一季度，银行业利差开始收窄。2023年一季度，美国银行业存款成本（Cost of Deposits）为1.42%，贷款收益（Yield of Loans）6.08%，利差为4.66%，较2022年四季度4.76%的利差下降10bp。

对于美国经济，我们认为正处于高通胀基础上新一轮过热。这有两方面原因。第一是美国财政支出高速增长，维持了经济旺盛。第二是年初以来，ChatGPT所带动的AI投资热潮。

美国正处在一个高赤字、高通胀、高利率的异常平衡状态，这种状态并不可能长期持续存在。在高利率环境下，美国政府利息负担加重，其债务滚动的难度加大，最终还会是面临风险。美国经济暂时没有衰退隐忧，但是现在的强韧透支了美国政府的财政健康，会导致下一轮危机。

风险提示：美国银行业风险爆发；美国经济衰退；美国货币政策进一步收缩；中美竞争加剧

作者

分析师 蒋飞

执业证书编号：S1070521080001

邮箱：jiangfei@cgws.com

联系人 贺昕煜

执业证书编号：S1070122050027

邮箱：hexinyu@cgws.com

相关研究

- 《资本回报率与资本市场的关系》2023-08-23
- 《云南经济分析报告—宏观经济专题报告》2023-08-22
- 《当月财政支出增速再度负增，化债方案或将出台》2023-08-22

内容目录

1. 穆迪、标普、惠誉下调美国银行业评级	3
2. 高利率下银行业持续承压	4
3. 美联储继续紧缩的预期在提升	6
风险提示	8

图表目录

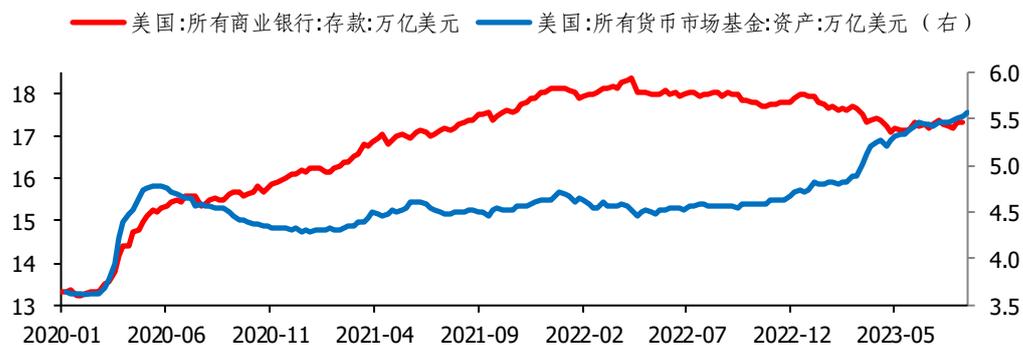
图表 1: 美国商业银行存款和货币市场基金	3
图表 2: 美联储 3 月份扩表救助银行业	3
图表 3: 美国商业地产贷款拖欠率和撤账率	4
图表 4: 美国工商业贷款在 2020 年疫情飙升	4
图表 5: 美国银行业存款结构	4
图表 6: 穆迪下调评级的九家上市银行	5
图表 7: 美国银行业未实现损失	5
图表 8: 美国商业银行利差	6
图表 9: 美国国债收益率	6
图表 10: 美国 CPI 季调环比	6
图表 11: 美国 CPI 同比和 GDP 环比折年率	7

1. 穆迪、标普、惠誉下调美国银行业评级

8月7日，穆迪下调美国10家中小银行信用评级，将6家大型银行评级列入潜在在下调观察名单，并将11家大型银行的前景展望从稳定下调为负面。穆迪表示下调评级的理由是存款风险、潜在的经济衰退和商业地产贷款陷入困境。8月21日，标普也下调了5家美国地区性银行评级。标普提到的原因有存款减少、证券价值下降、商业地产风险。此前6月份，惠誉就已经将美国银行业评级从AA下调至AA-。8月15日，惠誉分析师表示“若美联储长期将利率维持在高位，对银行利润产生压力，可能再次下调美国整体评级。”8月24日，惠誉发文表示，2023年下半年美国银行业表现可能持续面临挑战。

穆迪下调美国银行业评级的理由是存款风险、潜在的经济衰退和商业地产贷款陷入困境。3月份硅谷银行事件发生就已经体现出存款风险。但由于美联储及时放水救市，危机得以控制。目前，美国商业银行的存款已经逐渐企稳回升。在高利率的影响下，美国银行存款转移至收益更高的货币市场共同基金，这一趋势一直持续。穆迪担忧这一趋势突然放大，成为风险源。而这就需要利率的大幅提升才可能出现。所以穆迪实际上担忧的是货币政策进一步的收紧。

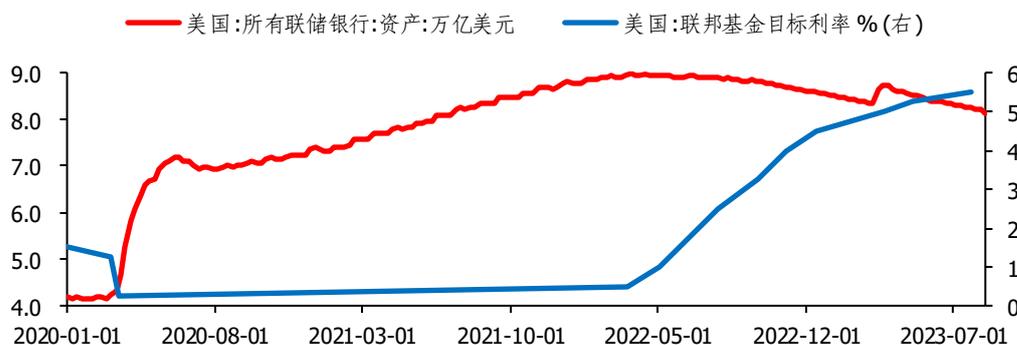
图表1: 美国商业银行存款和货币市场基金



资料来源: WIND、美联储、长城证券产业金融研究院

潜在经济衰退的前提是美联储继续加息并维持高利率。经济衰退也不是当前美国面临的问题，美国经济面临的依然是过热风险，而不是衰退风险。我们在年初美国经济展望中认为今年美国经济可能深度衰退，就是基于美联储持续加息来控制通胀。但也提示了紧缩不足会造成需求反弹、二次通胀的可能。3月份美国银行业危机就显露出衰退的迹象，但美联储放水救市，进而美国经济走上了紧缩不足的路径。现在美国韧性较强，通胀可能再度拐头向上，美联储可能会继续加息。

图表2: 美联储3月份扩表救助银行业



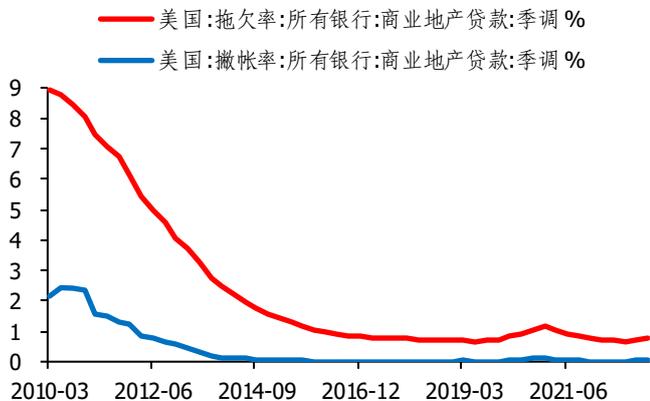
资料来源: WIND、美联储、长城证券产业金融研究院

商业地产贷款风险的背后还是高利率的问题。2023年一季度，美国商业地产贷款拖欠

率 0.76%，撇账率 0.07%，虽然出现小幅上升，但还处在历史低位。由于美国企业在 2020 年疫情货币宽松期间获取了大量低息贷款，短期内的现金储备充足，偿还能力还有一定保障。但如果美联储继续加息并维持高利率，企业债务滚动的成本上升，其偿还贷款的压力增大，可能出现违约，进而引发商业地产贷款风险。

图表3: 美国商业地产贷款拖欠率和撇账率

图表4: 美国工商业贷款在 2020 年疫情飙升



资料来源: WIND、美联储、长城证券产业金融研究院

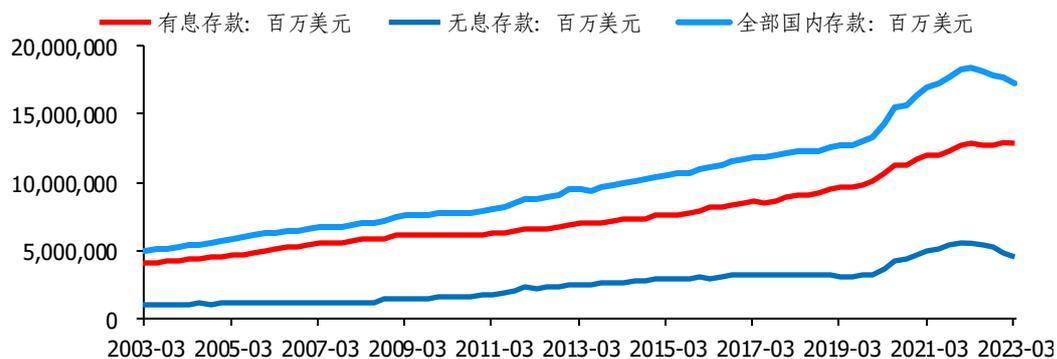
资料来源: WIND、美联储、长城证券产业金融研究院

我们认为，下调评级反应出的本质问题是对美联储未来货币政策继续收紧的担忧。3 月份，硅谷银行事件发生时，三大评级公司被诟病下调评级的时点太晚，并未做到预警义务。现在，美国经济二次通胀可能来临，在美联储货币政策进一步收紧预期再次抬头之前，三大评级机构下调了美国银行业评级，吸取了 3 月份的教训。

2. 高利率下银行业持续承压

第一，高利率促使美国银行业存款搬家，无息存款占比降低导致成本端上升。存款搬家，一方面是存款向更高收益货币市场基金转移，这是 2022 年四季度就已经出现的趋势。另一方面是存款从无息账户向有息账户转移，这是 2023 年一季度出现的情况。根据 FDIC 数据，2023 年一季度整个美国银行业国内存款减少了 4214 亿美元，其中无息存款减少了 3134 亿美元。无息存款占比从 2022 年四季度的 27.24% 下降至 26.09%，下降了 1.15 个百分点。在 2022 年加息之前的接近零利率环境下，银行无息存款较多，而随着利率升高，无息存款转换成有息存款是必然趋势，但这也意味着银行成本端上升，利润承压。

图表5: 美国银行业存款结构



资料来源: FDIC、长城证券产业金融研究院

穆迪下调的十家银行中有八家受存款搬家冲击影响较大，这八家银行的无息存款占比都明

显下降。其中最多的是 **Fulton Financial**（富尔顿金融公司），其无息存款比例从 2023 年一季度的 33.93% 下降至二季度的 30.04%，下降 3.89 个百分点。下降最少的 **Pinnacle Financial Partners**（巅峰金融公司）也下降了 2.56 个百分点。

还有一家被下调评级的金融机构是 **Prosperity Bancshares**（普罗斯佩里蒂银行），其持有 HTM 证券 954 亿美元，而总资产仅 2883 亿美元，HTM 证券占比 33.09%。在高利率环境下，如此多的 HTM 证券可能面临巨额亏损，类似 3 月份破产倒闭的硅谷银行。

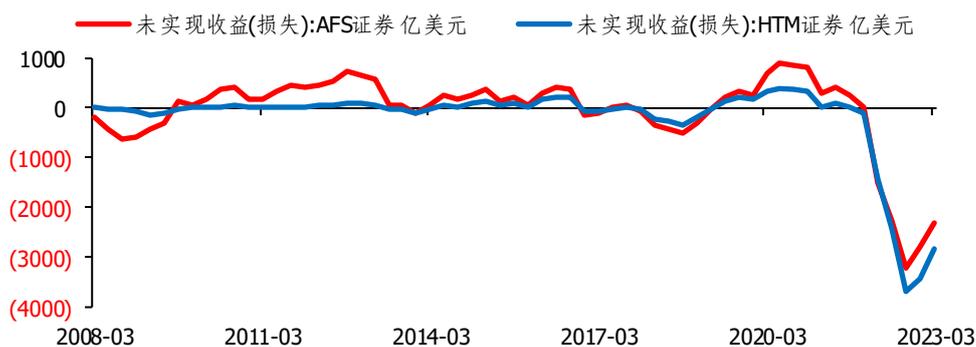
图表6: 穆迪下调评级的九家上市银行

	无息存款占比			AFS证券/资产	HTM证券/资产
	2023Q2	2023Q1			
M&T	33.90%	37.69%	-3.79%	5.20%	7.66%
Fulton Financial	30.04%	33.93%	-3.89%	9.75%	
Associated Banc-Corp	20.51%	24.16%	-3.65%	8.58%	9.56%
Commerce Bancshares	31.69%	35.19%	-3.49%	31.72%	
BOK Financial	32.39%	35.63%	-3.24%	24.25%	
Webster Financial	18.99%	21.71%	-2.72%	10.48%	9.38%
Pinnacle Financial Partners	22.37%	24.93%	-2.56%	7.66%	6.47%
Old National	29.07%	31.49%	-2.42%	13.40%	6.30%
Prosperity Bancshares	37.85%	37.43%	0.42%	1.16%	33.09%

资料来源: WIND、长城证券产业金融研究院

第二，高利率环境下，美国银行业未实现损失数额巨大。根据 FDIC 最新数据，2023 年一季度美国银行业证券投资亏损 21.8 亿美元，较 2022 年四季度的 17.4 亿美元继续增加，但一季度归属银行业的利润却较 2022 年 Q4 增加了 115 亿美元至 798 亿美元，这说明利率上升暂时并未造成整体银行业的亏损，所以一季度硅谷银行事件是流动性危机。但是，2023 年一季度美国银行业持有 AFS 证券未实现损失 2315 亿美元，HTM 证券未实现损失 2840 亿美元，合计超过 5000 亿美元。如果利率继续上升，这些未实现亏损或将逐渐兑现并且再次引发流动性危机，那么银行业又将面临巨大的风险敞口。因此，美联储下一步的货币政策是决定美国银行业风险是否会再度爆发的关键。

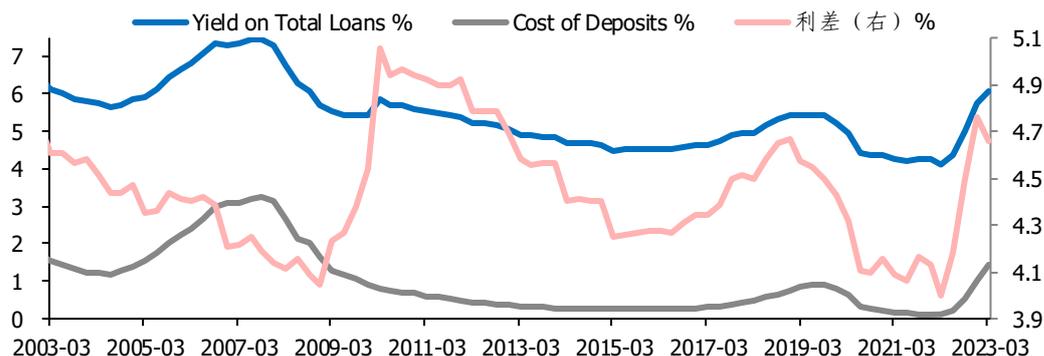
图表7: 美国银行业未实现损失



资料来源: FDIC、长城证券产业金融研究院

第三，美国银行业息差开始收窄。因为加息对贷款端和存款端的影响存在先后顺序，2022 年美国银行业利差出现上升，但随着无息存款减少，存款成本上升，2023 年一季度，银行业利差开始收窄。2023 年一季度，美国银行业存款成本（Cost of Deposits）为 1.42%，贷款收益（Yield of Loans）6.08%，利差为 4.66%，较 2022 年四季度 4.76% 的利差下降 10bp。进一步分析发现，中等规模银行利差下降较大，资产规模 1 亿至 10 亿的商业银行利差下降 19bp，资产规模 10 亿至 100 亿的商业银行下降 23bp。资产规模大于 2500 亿的大型商业银行利差只下降了 6bp，资产规模小于 1 亿的小型商业银行利率只下降了 1bp。我们认为，如果美联储继续加息，银行存款端成本继续上升快于贷款端收益，那么利差或将继续收窄。

图表8: 美国商业银行利差



资料来源: FDIC、长城证券产业金融研究院

3. 美联储继续紧缩的预期在提升

8月1日，惠誉下调美国主权信用评级，10年期美债利率向上突破4%。8月22日，十年期美债收益率达到4.34%，创2007年11月以来新高。这发生在8月25日杰克逊霍尔全球央行年会召开之前。市场可能预期美联储主席鲍威尔讲话可能偏鹰，美联储可能需要进一步收紧货币政策。而穆迪、标普、惠誉这些评级机构正是基于这样的预期，担忧高利率环境下美国银行业的稳定，因而下调了评级。这些信息反应出的预期就是美联储或将持续紧缩，高利率可能延续。

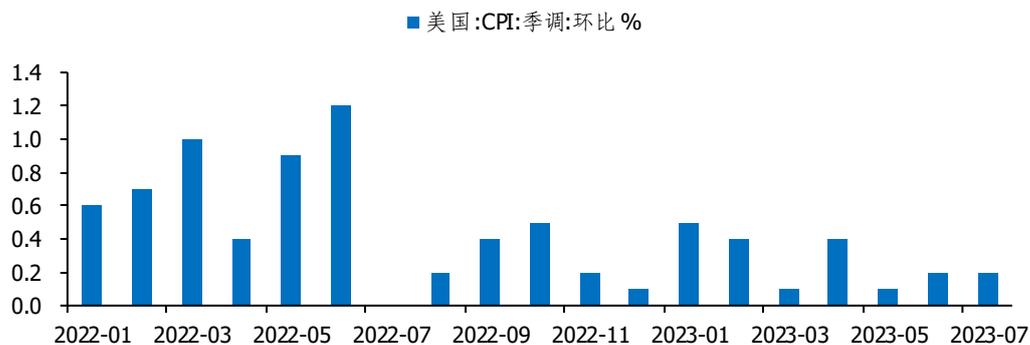
图表9: 美国国债收益率



资料来源: WIND、美联储、长城证券产业金融研究院

我们在半年度报告中也预期美联储或将持续紧缩。我们在《高赤字、高通胀、高利率的脆弱平衡——下半年美国经济展望》报告中判断，美国下半年或将以间隔的方式分两次加息25bp，7月份加息已经应验。我们认为9月份仍可能再次加息25bp。美联储在9月份加息前所能参考的数据是8月份通胀。在去年高基数的蜜月期读过后，美国通胀可能出现持续反弹。而且从劳动力市场来讲，美国劳动力供需失衡，失业率低，职位空缺率高，这可能导致工资增速持续高于美联储的理想水平。因此美联储9月份继续加息之后，不排除继续加息的可能。

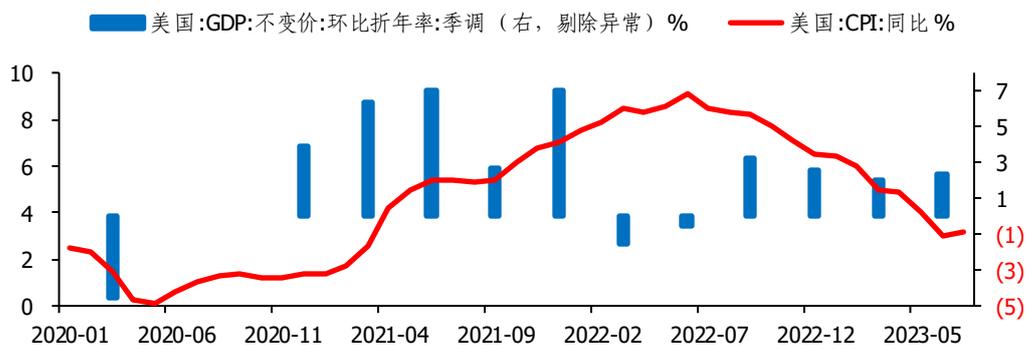
图表10: 美国CPI季调环比



资料来源: WIND、美国劳工部、长城证券产业金融研究院

对于美国经济,我们认为正处于高通胀基础上新一轮过热。今年年初,市场普遍认为美国在加息后会进入衰退周期,分歧在于软着陆还是硬着陆。我们认为今年美国深度衰退,就是考虑到加息造成的金融系统风险较大,暴露已经不可避免。没有预料的是美联储及其他机构即使出手,防止了危机的蔓延。当然代价就是通胀的再次反弹,7月份美国CPI同比已经小幅回升,经济已经出现了明显的复苏和过热。一季度和二季度GDP环比折年率分别为2.0%和2.4%,环比增速甚至在上升。

图表11: 美国CPI同比和GDP环比折年率



资料来源: WIND、BEA、美国劳工部、长城证券产业金融研究院

这两方面原因。第一是美国财政支出高速增长,维持了经济旺盛。上半年,美国财政支出并没有受到国债上限的影响,上半年财政支出同比增长15%。高增的财政支出通过转移支付导致美国人均可支配收入增速反弹,维持了旺盛的消费需求。第二是年初以来,ChatGPT所带动的AI投资热潮,可以看到美股纳斯达克指数大幅上涨。技术突破是经济进步的基础,对于人工智能等相关领域的投资也是美国经济保持旺盛的原因之一。

我们认为,美国正处在一个高赤字、高通胀、高利率的异常平衡状态,这种状态并不可能长期持续存在。通常而言,面对高通胀,除了货币紧缩之外,财政政策也要配合紧缩,但美国政府继续通过赤字来扩张财政,导致了现在的这种异常平衡。而现在就遇到了挑战,评级公司不仅仅下调了银行业的评级,还下调了美国主权信用评级,对美国债务可持续性带来挑战。在高利率环境下,美国政府利息负担加重,其债务滚动的难度加大,最终还会是面临风险。美国经济暂时没有衰退隐忧,但是现在的强韧透支了美国政府的财政健康,会导致下一轮危机。

虽然美国经济整体维持强韧,但并不是所有部门都能承受利率上行的苦果。利率上升直接冲击的就是持有大量债券资产的金融机构,而只有利率上升到经济增长停滞,通胀才会真正的降到合理水平,货币政策才会真正转向,金融机构的风险才会消除。所以这取决于利率上升到哪里?实际利率是否已经高到抑制经济增速的地步?如果此时美联储仍然为了软着陆,不再加息,静观其变,那么就如同上半年一样。利率在高位盘整,但经济继续过热,股市还会继续反弹甚至创新高。如果美联储继续加息,直到经济停止增长,

经济数据拐头向下，货币政策转向，那么股市也会进入熊市，债券利率也会持续下降。

美联储加息预期提升也使得人民币汇率承受一定压力。近期美元兑人民币汇率上升主要有三方面因素。第一，美国处在加息周期，而中国在降息周期，利差扩大导致人民币面临贬值压力。第二，中国出口下行压力较大，7月份出口同比-14.5%，是2020年2月以来新低。第三，国内经济复苏转弱，对人民币的支撑作用逐渐弱化。我们在年初时认为，今年国内可能仍是降息大年，可能降息50bp。现在6月份降息10bp，8月份再降15bp，已经降息25bp，实现了一半。从宏观形势而言，国内经济面临内外压力，内需疲弱，出口下降，居民收入信心和企业投资信心均显不足。在这种局面下，政策端发力就显得尤为重要。但是财政政策由于地方债务问题，中央的基调仍是“以稳为主”，而且无论是疫情期间，还是今年上半年，都较已多使用财政政策。今年财政支出预算目标确定，因此财政政策剩余空间有限。除非看到政策上有新增赤字规模的打算或者增加使用限额的计划，否则财政上难以进一步支撑经济。再来看货币政策，因为美国处在加息周期，为了稳定汇率，我国货币政策使用较为克制。但是，目前国内经济需求不足的问题逐渐凸显，在稳汇率和稳经济之间，货币政策会逐渐向稳经济倾斜，央行可能会进一步放宽货币政策。进一步降息后，人民币所面临的压力就是中美息差扩大，人民币就存在一定贬值压力。

风险提示

美国银行业风险爆发；美国经济衰退；美国货币政策进一步收缩；中美竞争加剧

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044

传真：86-10-88366686