

研报精选

2023年5月7日 第119期

宏观专栏

聚焦两大关键问题——二十届中央财经委一次会议点评

二十届中央财经委首次会议研究了现代化产业体系和人口高质量发展两大关键问题。面临百年变局，产业政策既要重视效率也要顾及安全，实践中应做好“五个坚持，五个不能”。应对少子化老龄化，抓住规模优势窗口期、发展知识型经济是核心路径，保持适度生育水平是根本之策。

美联储或暂停加息，利率仍将维持高位

美联储5月加息25个基点，联邦基金利率升至5%以上。货币政策声明暗示下次会议可能暂停加息，但最终的政策仍将取决于经济数据。报告认为，美国或不会立刻实行货币宽松，政策利率将在一段时间内保持高位。

专题聚焦

消费复苏第一步基本完成

“五一”假期居民消费继续恢复，其中文旅消费大幅增长，游客出游半径扩大、跨境出游改善，单客支出与商品零售温和回升。这表明国内消费场景修复已基本完成，下一阶段消费复苏将主要依靠购买力恢复。

欧美银行风险推演（2）：中小银行危机蔓延

报告认为，美国中小银行风险或将继续发酵，不排除更多银行出现挤兑的可能性。向前看，未来3-6个月信贷条件或进一步收紧，导致金融风险向实体经济扩散，中小银行风险可能传导至房地产市场。

宏观专栏

聚焦两大关键问题——二十届中央财经委一次会议点评

5月5日二十届中央财经委员会新班子召开首次会议，会议研究了建设中国式现代化的两大关键问题——现代化产业体系和人口高质量发展，谋划长远，方可指导当下。面临百年大变局，产业政策的新思维既要重视效率也要顾及安全，而具体实践中应做好“五个坚持，五个不能”，按规律办事、稳中求进。应对少子化、老龄化新常态，抓住规模优势窗口期，创新驱动是核心应对之策，而保持适度生育水平是根本之策，降成本是让生育率回归生育意愿的关键抓手。

1. 产业政策新思维

当今世界经济发展进入新阶段，面临“大变局、新挑战”，包括但不限于：（1）地缘冲突、大国竞争、贸易保护主义；（2）供应链变迁；（3）气候变化、绿色转型；（4）贫富分化等。这些变局和挑战不仅影响市场效率，也关系到安全（社会稳定、能源安全、数据安全、供应链安全等）。面对这些大变局，产业政策重要性提升，除了重视效率，也要顾及安全。本次会议指出“要完善新发展阶段的产业政策，把维护产业安全作为重中之重”。传统产业政策的理论基础是新古典主义，注重提升效率，政府只是起到“修补”作用，难以解决现在面临的新挑战。在大变局背景下，美国和欧盟也都更加重视产业政策，理论基础重回政治经济学，政府的作用上升（参见[《产业政策，积极有为》](#)）。对于我国来说，大变局时代，产业政策要多维出击，但关键还是要促进创新。

逆全球化背景下，充分发挥大国规模优势，有利于产业升级换代。规模经济是指规模收益递增，即投入增加一倍，产出增加超过一倍。二战结束后的全球化和自由贸易时代，小国得以融入全球经济体系，扩大潜在市场规模，享有全球范围的规模经济效应。但逆全球化背景下，地缘政治与国家安全的重要性上升，也增加了国际市场的摩擦，各国更需依托自身市场形成的初始规模来参

¹ http://www.gov.cn/yaowen/2023-05/05/content_5754275.htm

与国际竞争。二十大报告提出依托我国超大规模市场优势，以国内大循环吸引全球资源要素，增强国内国际两个市场两种资源联动效应，本次会议指出“要用好超大规模市场优势”。中国是全球第二大经济体，人口总量世界第一，劳动力规模相当于印度、美国、印尼这三个人口大国的总和，具备发挥规模优势的潜力，有利于产业升级换代（参见[《大国规模和逆全球化下的产业链发展与重塑》](#)）。

实践中，做好“五个坚持，五个不能”。在中财委会议提出“要坚持以实体经济为重，防止脱实向虚；坚持稳中求进、循序渐进，不能贪大求洋；坚持三次产业融合发展，避免割裂对立；坚持推动传统产业转型升级，不能当成低端产业简单退出；坚持开放合作，不能闭门造车。”

► 防止脱实向虚，我们认为主要是要加强完善对金融行业的监管，引导金融行业发挥服务实体经济的功能，是“去金融化”的一个体现。中国金融业增加值占GDP的比重在8%左右，超过日本和德国，与美国接近。金融业的发展为实体经济提供了支持，但曾经发生影子银行、P2P风险事件，地产“三高”模式、地方政府隐性债务也还在解决之中。随着党和国家机构改革的推行，金融事权进一步收归中央，金融监管有望得到进一步理顺，引导金融行业服务实体经济。

► 反对贪大求洋，我们认为发展产业要从实际出发，警惕照搬海外、大干快上的倾向。反对贪大求洋此前指的是地方政府在城镇规划当中“好大喜功”。而在建设现代化产业体系方面，我们认为这意味着地方政府在进行产业规划、招商引资的时候考虑当地实际情况和产业发展规律，避免各个地方都要搞“全球创新高地”、“全球人才高地”。我们认为可能也不是各个地方都聚焦高精尖，更不是只看大项目、忽略小项目，而是要实实在在地为当地企业的发展解决问题、帮助企业在市场竞争中发展壮大。

► 避免三次产业的对立割裂，我们认为主要是要求各地充分发挥市场作用、合理配置资源，形成一二三产业联动的产业生态。在农村农业发展中，一二三产业联动是一个经典的提法，一产的农产品可以进行二产的深加工，又可以发展旅游等三产。而在产业发展过程当中，一二三产业对立的主要体现在资

源的竞争，尤其是土地资源的竞争，二三产业的发展往往会也需要更多的土地资源投入，但土地是农业发展最重要的生产要素，我们认为如何实现土地资源的合理配置，是避免三次产业对立割裂的一个重要抓手。

► **推动传统产业转型升级，有助于稳增长、提质量、促新兴。**早在2020年，习近平总书记要求坚持把做实做强做优实体经济作为主攻方向，“一手抓传统产业转型升级，一手抓战略性新兴产业发展壮大”²。短期来看，传统产业在经济占比、就业吸纳、需求拉动等方面，仍是实体经济的主要构成。长期来看，传统产业是夯实现代化产业体系基底的重要支撑，推动传统产业加速向数字化、网络化、智能化、绿色化发展，既能够提高产业链稳定性和现代化水平、提升传统产业的国际竞争力，又能够为新兴产业发展提供必要的场景和需求（比如钢铁企业生产流程的数字化转型，带动“5G+工业互联网”的应用³），形成传统产业与新兴产业互相促进、共同发展的良性循环格局。2016年习近平总书记在学习贯彻党的十八届五中全会精神专题研讨班上的讲话中就指出“我国一些有大量购买力支撑的需求在国内得不到有效供给，消费者将大把钞票花费在出境购物、‘海淘’购物上，购买的商品已从珠宝首饰...等奢侈品向电饭煲、马桶盖、奶粉、奶瓶等日用品延伸”⁴。我们认为，传统产业转型升级有很大空间，也是实现高质量发展的重要一环。

► **坚持开放合作，提升国内市场竞争性，促进企业创新发展。**随着我国从学习赶超阶段走向技术前沿，竞争效应的重要性将越来越高。面临更加复杂的外部环境，我们应该更加重视开放合作对我国技术创新的促进作用，鼓励企业“走出去”，向优秀者学习，与强者竞争。从促进创新的角度看，内需市场不但要做大，更重要的是提高竞争性，让企业在充分竞争中不断提升效率。一方面，应该继续加快开放，通过引入多元的、高质量的参与方增强国内市场竞争性。另一方面，要降低部分行业的准入壁垒，允许更多的企业参与到这些行业当中，以此促进竞争，带来更多创新。

² http://m.cnr.cn/news/20200822/t20200822_525222912.html

³ http://www.gov.cn/xinwen/2022-07/27/content_5702977.htm

⁴ <http://cpc.people.com.cn/n1/2016/0510/c64094-28337020.html>

会议同时强调从制度上落实企业科技创新主体地位。我们认为，创新更多依赖企业、大学、政府等主体在知识、人才和资金等方面的互动。其中，企业是最活跃的创新主体，研发投资也大部分出自企业。科技创新和产业发 展的客观规律是以市场经济和企业为主体，不同类型、规模、细分领域的企业有自己 的特定作用，构成一个按市场规律运转的有机产业体系。我国已基本建立起了 现代企业制度，培育了一批有竞争力的企业，也基本建成了有利于创新企业生 长的环境，形成了一套发现、培育和扶持明星科创企业的机制。

2. 适应和应对人口新常态

会议指出，“人口发展是关系中华民族伟大复兴的大事”，要认识、适应、 引领我国人口发展“少子化、老龄化、区域人口增减分化”的新常态，“要以系统 观念统筹谋划……着力提高人口整体素质……努力保持适度生育水平和人口 规模”。

2022年我国人口出现1961年以来的首次负增长；2021年老龄化率超过14%， 正式从老龄化社会（2000年进入，老龄化率超过7%）进入老龄社会。中国人均 GDP与世界平均相仿（1.2万美元），但人口年龄结构有显著差异（中国纺锤型 vs.世界金字塔）；也曾借助人口红利和劳动密集型产业实现高增长的日韩新， 其进入老龄化社会和老龄社会时人均GDP分别在1万和3万美元以上，但我国则 分别为2,200和11,000美元。尽管人口负增是“情理之中”，因为人口是慢变量、 有累积效应，总和生育率自1991年后跌破可更替水平（2.1），劳动年龄人口占 比2010年达峰、数量2014年下降，人口总量转负是自然结果，但对人口数据的 认知仍落后于实际，以致人口负增比联合国2019和2022年预测都要来得更早⁵。

从应对之策看，创新驱动是核心动力，要发挥规模经济新优势，同时可以 辅助以适度的资本输出、引入移民、延迟退休、加快农民工落户等措施来缓解 老龄化问题。按照联合国预测，到2040年，中国人口仍有约14亿左右，中国应 该抓住时间窗口，发挥规模经济新优势，大力发展知识型经济。社科院人口专

⁵ 蔡昉，人口负增长时代，中信出版社，2023-03

家蔡昉（2023）指出我国仍有23%的务农人群，仍大幅高于高收入国家平均的3%，同时我国户籍和常住人口城镇化率相差18%，根据OECD估算，农民工进城和落户均可以分别提高这个群体的消费水平近30%⁶。

从根本之策看，保持适度生育水平可从根源上改善人口问题。决定未来人口的“生育”问题依然严峻，而仅靠放松外生约束（放开二胎三胎）作用或有限，破解内生约束是关键。按照贝克尔的生育率内生观，生育是基于“成本-收益”分析框架下的理性决策，生育的收益体现在心理效用（感情慰藉）以及养儿防老上，但收益上仍存在“数量-质量”之间的权衡，而生育的成本体现在机会成本、经济成本方面，均会随着经济增长而提升，因而“经济水平越高，生育率越低”的现象在全球普遍存在。

降低成本是提升生育的重要抓手，让生育率回归生育意愿。中国人民大学2018年调查显示，非农户口居民平均希望生1.86个孩子，农业户口居民希望生2.19个孩子，但2020年我国的总和生育率仅有1.28。原国家卫计委于2015年所进行的生育意愿调查结果显示，因为经济负担而不愿生育第二个子女的占到了74.5%，是民众不愿意生二胎的首要因素⁷。降低机会成本主要依靠托育服务支持。OECD数据显示，其成员国0-2岁幼儿平均入托率高达36%，家庭投入只占学前教育经费总投入的17%，政府承担了绝大多数的学前教育成本。而多项实证研究看，增加产假或育儿假对提升生育率的作用不是非常显著，一个可能的原因在于其可能降低用人单位在未来招聘中录取女性员工的意愿⁸。降低经济

⁶ 蔡昉，人口负增长时代，中信出版社，2023-03

⁷ <http://www.scio.gov.cn/xwfbh/gbwxwfbh/xwfbh/wsb/Document/1541106/1541106.htm>

⁸ Hoem, J. M. (1993). Public policy as the fuel of fertility. Effects of a policy reform on the pace of childbearing in Sweden in the 1980s. *Acta-Sociologica*, 36(1); Hoem, J. M., Prskawetz, A., & Neyer, G. (2001). Autonomy or conservative adjustment? The effect of public policies and educational attainment on third births in Austria. Max Planck Institute for Demographic Research, Rostock, Germany; Raute, A. (2019). Can financial incentives reduce the baby gap? Evidence from a reform in maternity leave benefits. *Journal of Public Economics*, 169, 203-222; Hyatt, D. E., & Milne, W. J. (1991). Can public policy affect fertility?. *Canadian Public Policy*, 17(1); Kalwij, A. S. (2010). The impact of family policy expenditure on fertility in Western Europe. *Demography*, 47(2), 503-519; Baizán, P., Arpino, B., & Delclòs, C. E. (2016). The effect of gender policies on fertility: The moderating role of education and normative context. *European Journal of Population*, 32(1), 1-30; D'Addio, A. C., & d'Ercole, M. M. (2005). Trends and determinants of fertility rates in OECD countries: The role of policies. OECD Social, Employment, and Migration, Working Paper No.27; Lucifora, A., & Thévenon, O. (2013). The impact of family policies on fertility trends in developed countries. *European Journal of Population*, 29(4), 387-416.

成本的一个关键是居住成本，中国房价收入比在G20中最高，或是造成中国生育率低于趋势生育率的重要原因。国际经验显示，在人均GDP从1万美元升至2.5万美元期间，政府支出比重的提高最为显著。1940年代到战后欧美同样经历了人口增长停滞、需求冲击，这催化福利国家的建设，催生婴儿潮，改善收入分配，壮大中产，促成高速增长。（参见中金研究院[《跨越“新人口陷阱”的可能路径》](#)）



以上观点来自：2023年5月6日中金公司研究部已发布的《聚焦两大关键问题——二十届中央财经委一次会议点评》

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

黄文静 分析员 SAC 执证编号：S0080520080004 SFC CE Ref: BRG436

周彭 分析员 SAC 执证编号：S0080521070001 SFC CE Ref: BSI036

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

黄亚东 联系人 SAC 执证编号：S0080121080127

宏观专栏

美联储或暂停加息，利率仍将维持高位

美联储宣布加息25个基点，符合我们此前预期，联邦基金利率升至5%以上，为2006年来首次。货币政策声明措辞调整，暗示下一次可能暂停加息，但最终的政策仍取决于数据，说明美联储对于结束加息也缺乏信心。我们认为美联储暂不需要再加息更多，而维持高利率却是必要的，鉴于经济数据尚有韧性，这或也是美联储在“抗通胀、稳增长、防风险”权衡下的最优选择。鲍威尔对市场的降息预期做了反驳，但也谦逊地表示有不同看法很正常，我们暂未从美联储身上看到货币宽松的迹象，我们的基准情形仍是美国政策利率将在一段时间内保持高位⁹。

首先，美联储再次加息，显示其认为美国经济还可以承受更高的利率。美联储在货币政策声明中对经济的表述有一定软化，比如将“新增就业加速”修改为“新增就业保持韧性”，但仍保留了“失业率保持低位而通胀持续高企”的语句，说明其认为经济还有韧性。对于3月以来的银行业风波，货币政策声明认为美国银行业“健全而有韧性（sound and resilient）”，鲍威尔在记者会上也表示，近期出险的三家银行都得到了较好的处置¹⁰。综合判断，美联储认为还可以继续在本次会议加息25个基点，而这一决定也得到了所有票委的一致支持。对于这次加息，我们也不应认为是“理所当然”的操作，因为加息本身就意味着美联储目前仍希望货币政策进一步收紧。

其次，货币政策声明暗示下次或暂停加息，政策利率有望触及“终点线”。美联储在最新政策声明中修改了有关货币政策路径的表述¹¹，将“一些额外的政策收紧可能是适当的”改为“在确定在多大程度上的额外收紧可能是适当的，美联储需要综合考虑货币政策的累积效应、滞后性、以及经济金融的基本面”。我们认为这一变化给下次会议暂停加息打开了大门，正如鲍威尔在记者会上强

⁹ 刘政宁博士对本文亦有贡献。

¹⁰ <https://www.federalreserve.gov/live-broadcast.htm>

¹¹ <https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230503a.htm>

调，此处措辞上的修改是具有重要意义的¹²。本次加息后，美国联邦基金利率区间已达到5.00%-5.25%，这也与上次3月FOMC会议公布的点阵图中联储官员对2023年底联邦基金利率预测中值5.1%相一致。

第三，最终的政策仍取决于数据，美联储对于就此结束加息也缺乏信心。尽管美联储暗示可能暂停加息，但也没有给出承诺，而是强调取决于数据（data dependent）。鲍威尔在记者会上强调，货币政策仍处于持续评估阶段，未来还需要观察更多数据¹³。我们认为这反映了两个问题，一是美联储对于结束加息缺乏信心，如果联储认为不需要再加息了，那么鲍威尔可以释放更明确的信号，但他并没有这么做。我们猜测这是因为近期银行业风波的影响还很不确定，所以联储想留有一定回旋余地。二是美联储不想给市场留下太多“鸽派”的印象。毕竟在货币政策声明中联储已经给出了暂停加息的暗示，如果再进一步释放出结束加息的信号，那么可能导致金融条件大幅宽松，通胀风险加剧。

第四，我们认为美联储暂不需要加息更多，而维持高利率却是必要的，这也是美联储在“抗通胀、稳增长、防风险”权衡下的最优选择。近期发生的美国银行业风波说明，美联储货币紧缩的影响已经显现，考虑到货币政策的滞后性，且银行紧信用可以在一定程度上替代紧货币，美联储或不需要再进一步加息了。但另一方面，由于美国劳动力市场展现出较强韧性，通胀仍然较高且有粘性，加上银行紧信用的程度有多大还不明确，美联储也有必要保持高利率，以保证物价稳定的承诺能够兑现。对市场的降息预期，鲍威尔做了反驳，但也谦逊地表示有不同看法很正常，去年以来市场一直认为美国通胀会快速下降，但事实也并非如此。总而言之，我们暂未从美联储身上看到货币宽松的迹象，我们的基准情形仍是美国政策利率将在一段时间内保持高位。

以上观点来自：2023年5月4日中金公司研究部已发布的《美联储或暂停加息，利率仍将维持高位》

肖捷文 联系人 SAC 执证编号：S0080121070451

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹² <https://www.federalreserve.gov/live-broadcast.htm>

¹³ <https://www.federalreserve.gov/live-broadcast.htm>

专题聚焦

消费复苏第一步基本完成

“五一”假期居民消费继续恢复，延续了服务和商品消费复苏斜率分化的格局。其中线下服务消费呈爆发式增长，全国旅游出行人次和收入创下同期新高，出游半径扩大、跨境出游改善。居民购买力平稳恢复，单客支出、商品零售温和回升，出行类商品、低能级城市更加受益于假期消费。“五一”假期数据表明，国内消费场景修复已基本完成（第一步），购买力恢复或将是下一阶段消费复苏的核心驱动（第二步）。我们预计，随着政策继续发力，内生动能将进一步改善；而疫后服务业带动的经济复苏，对就业拉动能力也更强。这都有助于居民收入和消费信心恢复，带动消费进一步增长。

“五一”假期居民出行意愿强烈，文旅消费大幅增长。据文旅部数据，2023年“五一”假期，全国国内旅游出游合计2.74亿人次，实现国内旅游收入1480.56亿元，同比分别增长70.8%和128.9%，按可比口径恢复至2019年同期的119.1%和100.7%¹⁴。这是2020年以来，出行人次和旅游收入首次双双超过2019年同期，尤其是出游人次实现了较疫情前近二成的大幅增长。出行数据显示，假期高速公路小客车流量、铁路旅客发送量分别比2019年同期增长24.9%和22.1%，假期首日（4月29日）铁路单日旅客发送人数、旅客列车开行列数均创历史新高¹⁵。

国内出游半径扩大，跨境出游快速复苏。据中国旅游研究院统计，“五一”假期游客出游半径和目的地游憩半径双提升，300公里以上的跨市、跨省游热度明显走高。据携程《2023年五一出游数据报告》，“五一”假期用户飞行距离达2020年以来新高，出游半径较去年同期增长25%；跨省酒店预订占比超7成。交通运输部数据也显示，假期全国日均发送旅客人次同比增长162.9%，其中民航、铁路等长途客运方式的旅客发送量同比增长高达507%和464%。

据同程旅行、携程等数据，“五一”假期出境游市场快速复苏，出境游订单同比增长近7倍，国际酒店预订量超2019年同期，国际机票预订量恢复至2019

¹⁴ http://www.gov.cn/lianbo/2023-05/03/content_5754040.htm

¹⁵ https://www.guancha.cn/politics/2023_04_30_690528.shtml?s=zwyxgtjbt

年同期水平¹⁶。航班管家的数据显示，地区航班、国际航班数量均创下2020年以来新高，截至5月2日的周度平均值已恢复到2019年日均值的38%。珠海边检总站所辖口岸假期出入境人员240余万人次，较去年同比增长接近四成，假期日均客流总量恢复至2019年同期约九成¹⁷。

单客消费温和改善。根据文旅部公布的假期出游人次、旅游收入来估算，今年“五一”假期人均旅游支出金额大约恢复到2019年同期的84.5%，这是2022年以来单客消费恢复的最高水平，不过较疫情前水平仍有一定差距。

商品消费继续平缓恢复。据商务部监测，2023年“五一”假期全国重点零售和餐饮企业销售额同比增长18.9%，全国示范步行街客流量、营业额同比分别增长121.4%和87.6%¹⁸。消费高增速有低基数的支撑，2022年4月和5月限额以上零售增速分别为-13.3%、-5.3%，如果以这两个月分别作为基数计算两年复合增速，则今年五一假期零售额的复合增速在1.5%-6.1%区间内；如果以这两个月平均增速-9.3%为基数，则今年五一假期零售额的复合增速为3.8%（作为对比，今年3月限额以上企业零售额的两年复合增速为4.2%）。

从消费品类来看，餐饮、石油制品等出行相关消费增速较高。根据商务部数据，餐饮、石油制品、金银珠宝、汽车、通信器材等零售额同比增速均超过20%，是拉动假期消费的主要分项。考虑到基数差异，我们仍以2022年4-5月增速的平均值作为基数计算今年五一假期商品消费的两年复合增速，餐饮、石油制品的复合增速超过10%，显著高于其他分项，出行类的消费需求在五一假期获得较大释放。

以上观点来自：**2023年5月4日中金公司研究部已发布的《消费复苏第一步基本完成》**

段玉柱 分析员 SAC 执证编号：S0080521080004

张文朗 分析员 SAC 执证编号：S0080520080009 SFC CE Ref: BFE988

¹⁶ 数据来源：同程旅行《“五一”假期旅行消费报告》、携程《2023年五一出游数据报告》。

¹⁷ http://news.cnr.cn/native/gd/20230503/t20230503_526238974.shtml

¹⁸ https://news.cnr.cn/native/gd/20230503/t20230503_526239243.shtml

专题聚焦

欧美银行风险推演（2）：中小银行危机蔓延

我们在3月30日的报告 [《欧美银行业风险推演：基本框架》](#) 中对欧美银行危机的演进路径进行了详细阐释。我们的结论是：硅谷银行、瑞士信贷等欧美银行风险事件并非个例，而是由于加息导致资产巨额浮亏、金融体系脆弱性上升，存款在高收益吸引下流向货币基金，风险可能继续向其他中小银行传递。近期第一共和银行被接管处置等风险事件印证了我们的判断。站在当前时点，我们预计美国中小银行风险可能继续发酵，不排除更多银行出现挤兑事件，未受保存款占比较高、资产未实现损失规模较大、存款流失速度较快的银行可能首当其冲。向前看，我们维持此前判断：未来3-6个月信贷条件收紧导致金融风险向实体经济传导、中小银行风险向房地产市场传导是下一步可能的演绎路径。

第一共和银行（FRC）挤兑风波再起。第一共和银行（FRC）成立于1985年，截至2022年底资产规模达2126亿美元，是美国第14大银行。3月10日起硅谷银行风险事件发酵，FRC存款流出加剧，3月16日多家美国大型银行为FRC注入300亿美元流动性，但截至2023年4月21日，FRC存款较2022年末仍环比下降41.8%，存款流出规模接近千亿美元。4月24日，FRC公布1Q23经营业绩后市场担忧加剧，出现挤兑现象，5月1日，被联邦存款保险公司（FDIC）接管，同时由摩根大通以106亿美元为交易对价收购。FRC破产是2008年华盛顿互助银行以来美国最大的银行破产事件，也是今年硅谷银行（SVB）、签名银行（SBNY）之后的第三家美国银行倒闭事件，FRC、SVB、SBNY三家银行资产排名分别为第14、第16、第19位，合计约5000亿美元（截至2022年），规模已占到2008年全年破产银行规模的30%。

“缓慢的挤兑”正在加速。货币基金正对存款形成缓慢的“挤兑”：当前美国货币基金收益率高达5%左右，而商业银行平均存款利率仅为1%以下，高收益吸引力下存款存在流向货币基金的趋势。2022年3月美联储加息以来美国货币市场基金规模上升约6000亿美元，而同时期存款规模下降约9000亿美元。如果

剔除大额定期存款，利率接近0%的其他存款下降幅度更大，2022年3月以来降幅高达1.4万亿美元，并且在2023年3月硅谷银行风险事件后呈现加速流出趋势。参考历史经验，我们估算如果美国货币基金/存款比例从当前的30%上升到历史高位的50%，意味着存款进一步潜在流出规模可能达到2万亿美元左右。存款流出环境下，银行面临流动性压力上升，银行面临1) 出售资产、接受一次性市值损失的“快亏”，或者2) 提高存款利率留住存款、通过同业负债和美联储借款替换存款逐渐提高负债成本、压缩息差的“慢亏”的两难抉择，并且当存款流出速度过快前者就成为了被动的选择，SVB和FRC的案例即是如此。

谁可能是下一个SVB/FRC? 在更多中小银行出现风险导致储户担忧上升、存款流向大银行和货币基金的环境下，我们预计美国中小银行风险可能继续发酵，不排除出现更多银行挤兑事件。具体而言，未受保存款占比较高、资产未实现损失规模较大、存款流失速度较快、储户担忧较多（例如通过股价反映）的银行可能首当其冲。

从金融风险到实体风险，从利率风险到信用风险。 对于未来3-6个月，我们维持在《欧美银行业风险推演》中的判断：随着银行风险演绎、实际利率高位、衰退预期升温，信贷条件可能进一步收紧，导致企业和居民融资经营及偿债压力明显加大，需要关注利率风险转化为部分行业或企业信用风险。美国商业银行贷款增速已由2022年11月的12.2%降至2023年4月的8.7%，信贷已出现紧缩迹象。我们发现美国工商企业信贷条件收紧一般领先违约率2年左右，2021年6月以来信贷条件已显著收紧，预示2023年下半年贷款违约率有上升风险。当信用风险上升，我们认为可能导致银行风险偏好进一步收缩，形成负向循环，导致实体经济风险扩散。

中小银行风险可能向房地产市场传导。 当前美国中小银行贷款占全行业34%，但商业地产贷款占全行业70%。如果中小银行负债端压力增加可能造成商业地产贷款的信贷条件紧缩，将风险传导至房地产市场，甚至出现资产抛售导致房地产价格下跌。近期硅谷银行风险事件后美国BBB级CMBS OAS利差上升到7%的高位，接近2020年疫情水平，体现出市场对商业地产信用风险的担

忧。

关注FDIC的风险承接能力。根据FDIC披露的2022年年报，截至2022年底，DIF余额为1282亿美元。而根据FDIC先前发布的声明，FDIC预计处置硅谷银行、Signature银行、FRC将分别为DIF带来200亿美元、25亿美元、130亿美元成本，如果后续出现更多银行风险事件可能导致FDIC需要从银行募集资金，增加健康银行的经营压力。



以上观点来自：2023年5月5日中金公司研究部已发布的《欧美银行风险推演（2）：中小银行危机蔓延》

林英奇 分析员 SAC 执证编号：S0080521090006 SFC CE Ref: BGP853

许鸿明 联系人 SAC 执证编号：S0080121080063

周基明 分析员 SAC 执证编号：S0080521090005 SFC CE Ref: BTM336

张帅帅 分析员 SAC 执证编号：S0080516060001 SFC CE Ref: BHQ055

附：一周主要研报回顾

宏观

- 2023.5.2 海外宏观周报：FOMC前瞻：警惕鹰派言论
- 2023.5.4 海外央行观察：美联储或暂停加息，利率仍将维持高位
- 2023.5.4 中国宏观热点速评：消费复苏第一步基本完成
- 2023.5.6 中国宏观专题报告：短期有空间，中期寻转型 ——财政政策专题报告
- 2023.5.6 中国宏观热点速评：聚焦两大关键问题 ——二十届中央财经委一次会议点评
- 2023.5.7 海外宏观周报：美国劳动力市场韧性超预期

策略及大宗商品

- 2023.5.2 海外中资股策略周报：政策更多聚焦中长期目标
- 2023.5.3 全球资金流向监测：主动外资转为流出
- 2023.5.3 A股策略周报：节后A股有望显现相对韧性
- 2023.5.3 海外策略：五一期间海外动态：银行风险重燃、债务上限临近
- 2023.5.3 大宗商品：农产品：农桑时录（7）：攻守兼备，食糖领涨、粮油趋弱
- 2023.5.4 主题策略：行业配置月报：复苏为主线，风格更均衡
- 2023.5.4 海外策略：5月FOMC：加息渐止，但降息尚早
- 2023.5.4 A股和港股行业首选：2023年5月
- 2023.5.6 大宗商品：能源：石油：悲观预期仍待验证

固定收益

- 2023.5.4 招投标备忘录：贴现国债23年第25、26期新发——利率债招标分析
- 2023.5.5 中国可转债策略周报：估值回退中的迟疑，既五月十大转债
- 2023.5.6 简评：存款利率下行打开债牛空间

行业

- 2023.5.2 保险：近期路演反馈：右侧已至，反转而非反弹
- 2023.5.2 博彩及奢侈品：4月博彩收入超预期；复苏路径加速
- 2023.5.2 博彩及奢侈品：奢侈品月报：2023年3月瑞士表全球出口额同比增长13.8%
- 2023.5.2 银行：哪些银行业绩超预期？—1Q23业绩回顾
- 2023.5.2 交通运输物流：1Q23基金持仓：配置比例微降，航空、航运获得青睐
- 2023.5.3 农业：农业周报：我国首例农业基因编辑性状获批，关注种业龙头
- 2023.5.4 家电及相关：周期底部向上趋势确立，暖通需求率先复苏

- 2023.5.4 交通运输物流：五一假期出行回顾：铁路客运量强劲恢复，民航量价超预期
- 2023.5.4 交通运输物流：积极布局航空系列美国篇：1Q23步入淡季且受通胀逆风；向前看需求表现强劲
- 2023.5.4 化工：基金1Q23重仓分析：需求不支基化板块继续小幅减仓，“中特估”背景下石化加仓
- 2023.5.4 旅游酒店及餐饮：五一国内游收入超2019年，消费热情回暖
- 2023.5.4 可选消费：五一假期消费快速回暖，后续消费持续向好可期
- 2023.5.4 日常消费：食品饮料2022&1Q23业绩回顾：白酒延续增长韧性，大众品关注消费复苏及成本改善
- 2023.5.4 证券及其他：1Q23业绩优于预期，关注Q2环比改善趋势
- 2023.5.4 传媒互联网：2023五一在线旅游数据一览：超预期恢复
- 2023.5.4 汽车及零部件：出口及海外月度观察：3月出口持续冲高；海外需求回暖迹象明显
- 2023.5.4 保险：寿险新周期已至，财险龙头优势进一步强化
- 2023.5.4 纺织服装珠宝：品牌触底反弹、制造景气欠佳，2Q关注利润高弹性品种
- 2023.5.4 新能源汽车：新能源月度销量跟踪：4月交付量表现分化；特斯拉调价有望稳定市场情绪
- 2023.5.4 机械：2022/1Q23业绩回顾：增速放缓，板块分化
- 2023.5.4 电力电气设备：电新5月观点：关注工控板块增速改善和出海机遇，继续提示锂电产业链底部布局机会
- 2023.5.4 基础材料：1Q23机构低配，但消费建材龙头获青睐
- 2023.5.4 交通运输物流：高速车流量普遍回暖，1Q23业绩有所分化
- 2023.5.5 半导体：AI浪潮之巅系列：存储，数据粮仓
- 2023.5.5 机械：风电零部件月报：装机量趋势向上，继续看好新技术
- 2023.5.5 不动产与空间服务：周评#339：新房销售继续弱复苏、强分化
- 2023.5.5 机械：聚焦核电工业展，四代技术大放异彩
- 2023.5.5 传媒互联网：广告行业复苏到哪里了2.0
- 2023.5.5 银行：欧美银行风险推演（2）：中小银行危机蔓延
- 2023.5.5 化工：1Q23盈利同比下滑，利润率环比回升
- 2023.5.6 煤炭：今年夏季还会缺煤吗？
- 2023.5.6 传媒互联网：游戏1Q23：供需环比修复，回暖拐点将至
- 2023.5.6 金融：市场成交额放大、看好低估值传统及互联网券商——资本市场行业5月报
- 2023.5.6 传媒互联网：出版板块思考：兼具基本面与创新的可能性
- 2023.5.6 传媒互联网：周报：一季度业绩渐近修复，回暖有望加快
- 2023.5.6 金融：保险及券商估值修复仍在路上——非银周报
- 2023.5.6 传媒互联网：互联网周思考：情绪依旧低迷，五一消费传递积极信号
- 2023.5.6 REITs：公募REITs周报（4月24日-5月5日）：价跌量缩，情绪触底

- 2023.5.6 REITs: REITs一季报解读: 修复在途, 仍需耐心
- 2023.5.7 REITs: 公募REITs月报(2023-04): 估值与情绪双筑底, 积极因素正在累积
- 2023.5.7 旅游酒店及餐饮: 全球观察-万豪国际: 1Q23美加商旅基本恢复至疫前; 中国大陆RevPAR超19年同期



法律声明

本文章由中金研究院基于公开信息及/或中国国际金融股份有限公司已发布的研究报告（以下简称“研究报告”）制作而成。中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下合称“中金公司”）对这些信息及观点的真实性、准确性、时效性及完整性不作任何保证。

本文章仅摘编研究报告的部分观点，贵方如使用本文章所载观点，有可能会因缺乏对完整报告的了解或缺乏相关的解读而对其中的信息、观点、判断等内容产生理解上的歧义。贵方如使用本文章，须寻求专业顾问的指导及解读。

本文章中的信息、意见等均仅供贵方参考之用，其中的信息或观点不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见在任何时候均不构成对任何人的具有针对性的、指导具体投资的操作意见。贵方应当对本文章中的信息和意见进行评估，根据自身情况自主做出决策并自行承担风险。对依据或者使用本文章所造成的任何后果及风险，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本文章所载意见、评估及预测为研究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。在不同时期，中金公司研究部可能会发出与本文章所载意见、评估及预测不一致的研究报告。中金公司的销售人员、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文章意见不一致的市场评论和/或观点。

本文章不构成任何合同或承诺的基础，中金公司不因任何单纯接收、阅读本文章的行为而将接收人视为中金公司的客户。

本文章的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、转载、翻版、复制、刊登、发表、修改、仿制或引用。

如有进一步需求，请联系：

吴慧敏 huimin.wu@cicc.com.cn

吴婷 ting.wu@cicc.com.cn

左烜暄 xuanxuan.zuo@cicc.com.cn