

美国宏观市场点评

区域银行再起波澜，引发信贷隐忧

◆ 经济研究 · 宏观快评

证券分析师：	邵兴宇	010-88005483	shaoxingyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523070001
证券分析师：	田地	0755-81982035	tianti2@guosen.com.cn	执证编码：S0980524090003
证券分析师：	王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	执证编码：S0980518070002
证券分析师：	董德志	021-60933158	dongdz@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100001

事项：

10月16日，美国银行板块遭遇年内最大单日抛售。锡安银行（Zions Bancorp, ZION）与西联银行（Western Alliance Bancorp, WAL）同时披露了与贷款欺诈及坏账风险相关的重大消息，引发市场连锁恐慌。

评论：

◆ 事件起末，美国信贷恐慌再起

10月16日，美国银行板块成为市场恐慌的焦点，导火索来自锡安银行与西联银行同时爆出血贷欺诈事件。

锡安银行披露，其加州子公司在审查过程中发现两笔总额约6000万美元的商业贷款存在重大异常。贷款对象为投资不良商业地产的基金，该基金利用虚假陈述获取贷款，并通过关联交易将票据与抵押物业转移至其他空壳实体，部分资产已被查封或进入法拍程序。西联银行亦宣布对一家名为Cantor Group的借款主体提起欺诈诉讼，指控其伪造抵押文件并转移贷款资金，涉案金额约1亿美元。

尽管金额并不大，但市场反应异常剧烈。锡安银行股价单日暴跌13%，西联下挫11%，区域银行指数重挫6.3%，创下近半年最大跌幅，金融板块全线承压，避险情绪迅速升温。

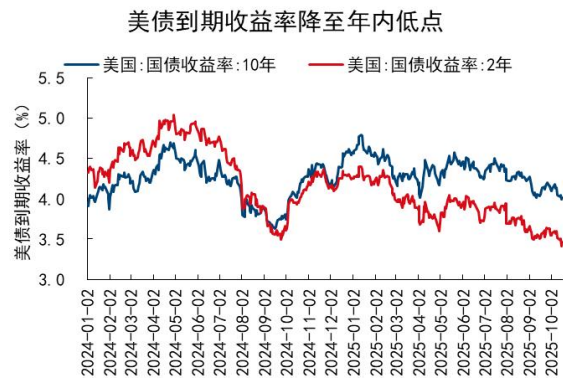
在市场避险情绪酝酿下，美债收益率也快速下探。10年期美债收益率在16日盘中一度跌破4.0%，创年内新低。2年期收益率同步下探至3.41%。收益率曲线整体下移近30bp。利率下行之势出乎意料，也映射出市场对后续两次降息的提前定价。

图1：锡安银行和西联银行股价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：美债到期收益率



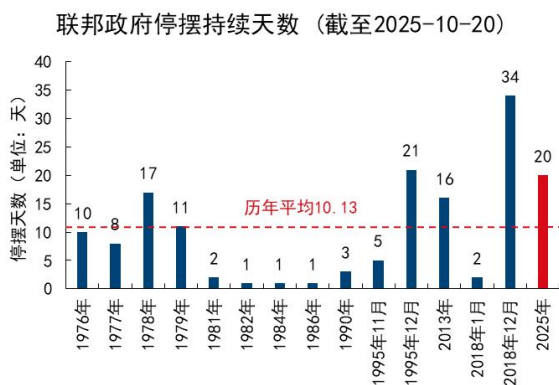
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

美国当下的市场情绪可谓“经不起惊吓”。从这起事件中，我们能看到两个层面的信号。

一方面，避险情绪升温显著，舆论场上关于信贷风险的讨论愈发喧嚣。就在事件发生的前两日，摩根大通CEO杰米·戴蒙在公开讲话中提到了“信贷蟑螂论”。他说“当你看到一只蟑螂时，往往意味着还有更多。”他指的是次级汽车贷款机构三色控股（Tricolor Holdings）与汽车零部件制造商第一品牌（First Brands）的相继破产，可能并非孤立，而是潜在信贷风险的冰山一角。戴蒙的警告尚未消散，锡安银行与西联银行就相继“中招”，成为“信贷蟑螂论”的现实注脚，市场的神经紧绷至极。

另一方面，市场对信贷事件的过度反应，也折射出美国经济自身的脆弱底色。美国政府关门持续发酵，联邦雇员停薪，直接冲击短期消费与信心。与此同时，高利率、通胀黏性与劳动力市场降温叠加，消费和投资均显疲态，房地产投资持续萎缩，企业融资意愿明显下降。宏观环境的不景气让信贷成为最早出现问题的环节。

图3：联邦政府停摆天数统计（截至2020-10-20）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：Cass 货运指数创疫情后新低



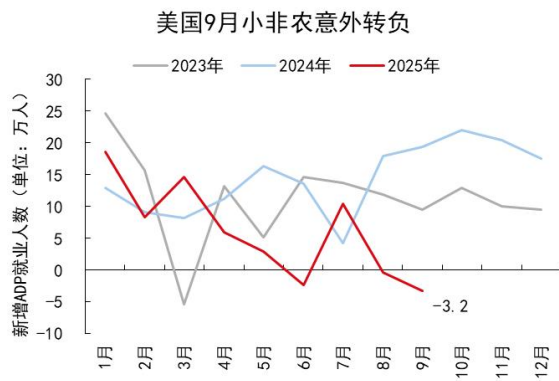
资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图5：美国消费出现疲软态势



资料来源：Macrobond、国信证券经济研究所整理

图6：美国“小非农”意外专负



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 事件归因，高风险敞口+流动性收紧的必然结果

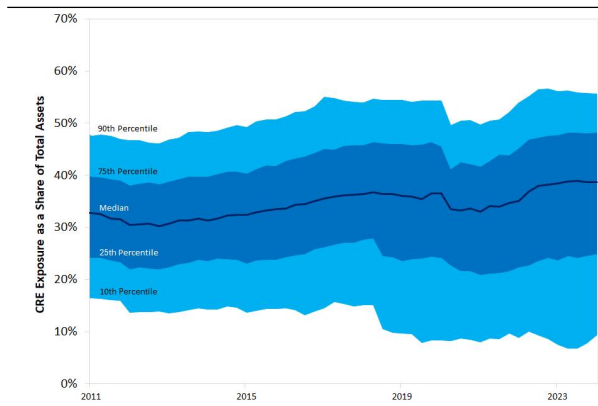
两家区域银行暴露的问题表面上是信贷欺诈，实质上则揭示了美国金融体系在高利率周期下的结构性脆弱。

其一，商业地产信贷风险高度集中。在低利率时代，美国区域性银行在低利率时期通过高杠杆押注商业地产与非银行信贷资产，依靠资产升值与持续再融资维持盈利。根据圣路易斯联储，截至2024年第一季度，中小规模银行对商业地产贷款的占比中位数为39%。与大型银行相比，更易“暴雷”的小型银行对商业地产贷款的敞口更大。

其二，商业地产基金的信用质量持续恶化。本轮风险的直接暴露点来自投资不良商业地产的基金，这类基金大量投资于流动性差、回报疲弱的写字楼与零售物业项目，并通过结构化融资与衍生品再包装，将底层

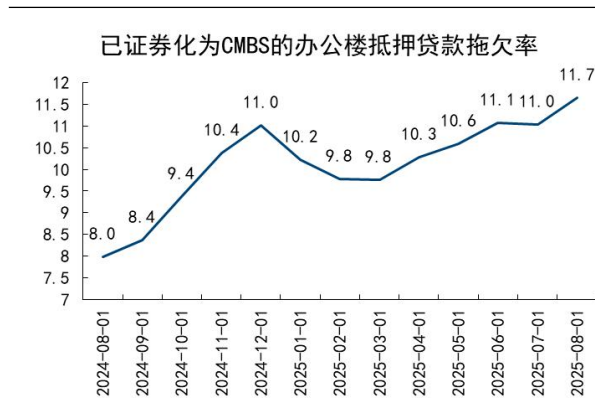
不良资产转化为 CMBS 或私募信贷产品，再分层售予投资者。数据显示，8 月已证券化为 CMBS 的办公楼抵押贷款拖欠率高达 11.7%，创历史新高。这使得风险在区域银行体系内累积发酵。

图7：中小规模商业银行商业地产贷款的占比



资料来源：圣路易斯联储测算、国信证券经济研究所整理

图8：已证券化为 CMBS 的办公楼抵押贷款拖欠率

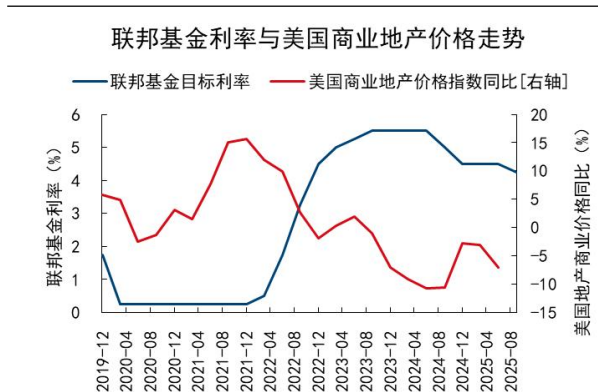


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

其三，宏观层面的流动性收紧成为风险暴露的关键催化剂。随着美联储持续维持高利率并推进缩表，美国金融体系的流动性逐步收紧，融资成本显著上升，资产价格回落，风险在资产端集中显性化。因此，所谓信贷欺诈，实则更多是高杠杆体系在资产缩水下的自然演化，是美国当前流动性环境中出现的必然结果。

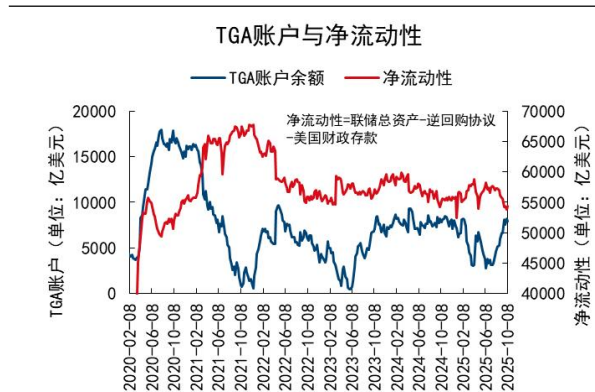
与次贷危机不同，本轮风险并非源于金融创新的集中爆雷，而是高利率周期对既有体系的挤压。在过去三年中，美联储的快速加息使融资成本陡升，商业地产价格和资产估值同步下行，而大量依赖短期融资、以估值抵押进行再融资的结构随之崩塌。

图9：联邦基金利率与商业地产价格走势



资料来源：圣路易斯联储测算、国信证券经济研究所整理

图10：美联储流动性追踪



资料来源：Trepp、国信证券经济研究所整理

◆ 事件后续，美联储缩表或接近尾声，信用收缩或迎缓和

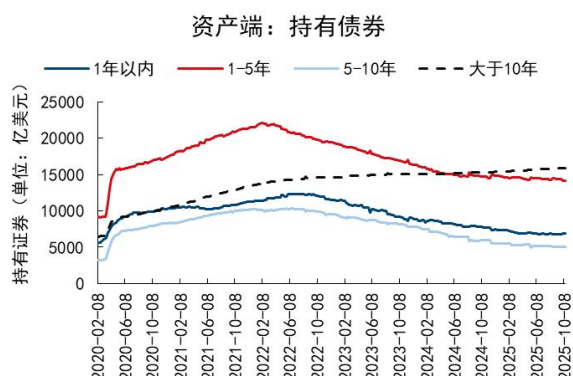
单从本次事件来看，自身影响相对有限。与 2023 年硅谷银行事件不同，当时风险源于加息周期下的利率错配与长期债券亏损，而本次锡安银行和西联银行的风险主要是资产端信用风险，两家银行的坏账敞口相对有限，即使贷款全部无法收回，其潜在减值规模亦可由当期利润覆盖。

从更宏观的层面看，事件背后反映的是信用端的再定价。本事件的“示范效应”可能促使银行普遍收紧放贷标准，叠加储户风险偏好下移，存款分流至货币基金和大型银行。

鲍威尔讲话释放出流动性边际转向信号。鲍威尔在 10 月 14 日全美商业经济协会年会上表示，暗示缩表或将在未来数月内结束（Our long-stated plan is to stop balance sheet runoff when reserves are

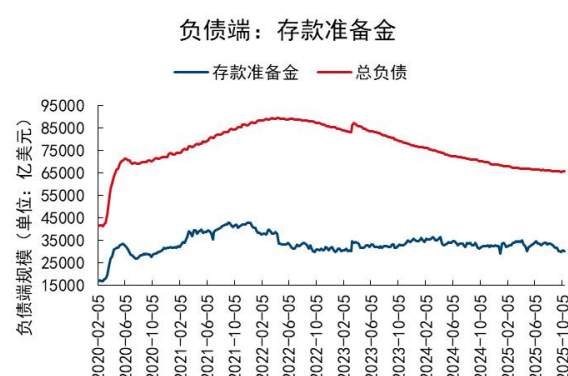
somewhat above the level we judge consistent with ample reserve conditions)，最早或于2026年初正式停止。若美联储如期结束缩表，意味着信贷端紧缩节奏放缓，长期来看对信用事件扰动而趋紧的融资环境形成修复。

图11：美联储资产端



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图12：美联储负债端



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

海外经济体政策不确定性，外部需求下滑。

相关研究报告：

- 《近期黄金调整快评-黄金的长期牛市与短期节奏》——2025-10-22
- 《2025年9月财政数据快评-财政发力支撑经济了吗？》——2025-10-18
- 《9月金融数据解读-社融承压，结构现暖意》——2025-10-16
- 《通胀数据快评-PPI 环比连续两个月为0》——2025-10-15
- 《9月进出口数据点评-硝烟再起，外贸逆势突围》——2025-10-15

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（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。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032