



宏观经济点评报告

宏观经济点评
证券研究报告

宏观经济组

分析师：宋雪涛（执业 S1130525030001）

songxuetao@gjzq.com.cn

美国流动性新解：宽货币，弱信用，促泡沫

基本内容

硅谷银行危机至今，美国再无大规模的金融风险暴露。尤其是 4 月初解放日 1.0 的冲击后，美股不仅收复全部失地，还屡创新高；彼时快速跳升的国债利率和走廊的美元货币互换基差引发的流动性担忧已烟消云散。这背后固然有 TACO 和 FOMO 等交易层面的情绪驱动，但美元流动性的充裕是这一切背后的核心支撑。

随着联储进入缩表末期，流动性的走势变得越发重要；叠加约 5000 亿美元的 TGA 回补需求，近期市场对流动性的担忧也越发增加。

我们认为美国流动性存量水平依然健康，风险并不来自于流动性不足，而来自于流动性进一步补充之后，（被迫）脱实向虚带来的更大幅度错配，以及更大风险敞口的暴露。

基于此，现在更应关注的是信用创造效率的问题：如果降息依然难以传导到长端利率，美国将面临一个流动性充裕，但信用需求不足的宏观组合。这将加剧银行系统的资产负债表长久期化趋势，进一步推升资产价格泡沫化水平；两者都将放大资产对利率的敏感程度、同时积聚更大的流动性风险。

风险提示

1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



硅谷银行危机至今，美国再无大规模的金融风险暴露。尤其是4月初释放日1.0的冲击后，美股不仅收复全部失地，还屡创新高；彼时快速跳升的国债利率和走廓的美元货币互换基差引发的流动性担忧已烟消云散。这背后固然有TACO和FOMO等交易层面的情绪驱动，但美元流动性的充裕是这一切背后的核心支撑。

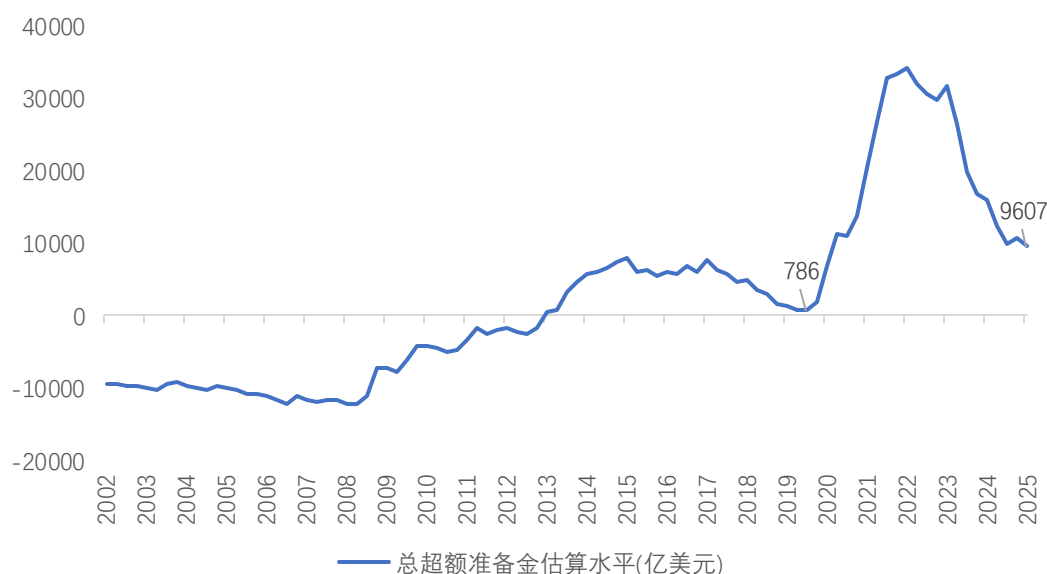
随着联储进入缩表末期，流动性的走势变得越发重要；叠加约5000亿美元的TGA回补需求，近期市场对流动性的担忧也越发增加。

我们认为美国流动性存量水平依然健康，风险并不来自于流动性不足，而来自于流动性进一步补充之后，（被迫）脱实向虚带来的更大幅度错配，以及更大风险敞口的暴露。

基于此，现在更应关注的是信用创造效率的问题：如果降息依然难以传导到长端利率，美国将面临一个流动性充裕，但信用需求不足的宏观组合。这将加剧银行系统的资产负债表长久期化趋势，进一步推升资产价格泡沫化水平；两者都将放大资产对利率的敏感程度、同时积聚更大的流动性风险。

我们抛开总储备金和隔夜逆回购等简单的流动性指标，深入到具体的银行系统层面分析：从超额准备金水平，整体准备金分布，回购市场的流动性供给结构，以及资产负债表构成等角度来看，美国当前广义流动性的供给能力依然健康，国债增发（TGA回补）本身带来的流动性风险极其有限。

图1：美国当前超额准备金水平依然健康



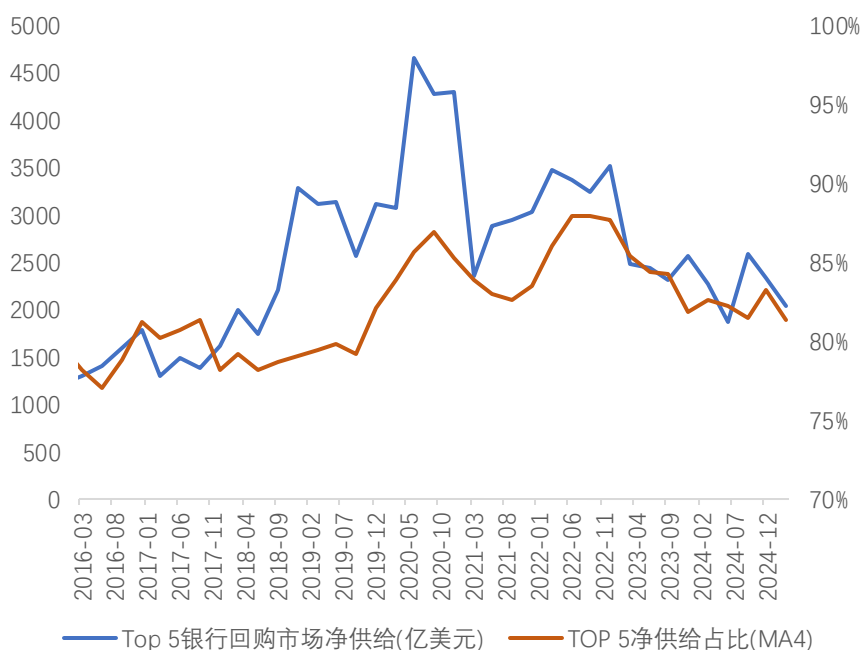
来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过3亿美元的银行）

从总量角度看，截止2025第一季度，美国国内银行系统的超额准备金仍有约9000亿美元的水平，相较于2019年回购市场钱荒危机时仍相距甚远，甚至高过了疫情前任何一个季度的最高水平；从总量角度看，美国准备金毫无疑问依然是充裕的(sufficient)。

从资金净供给的角度看，传统头部大行在回购市场的流动性供给能力依然较高，而小型银行（top30以外）尚未转向净需求水平，这些都与2019年回购市场形成鲜明对比。



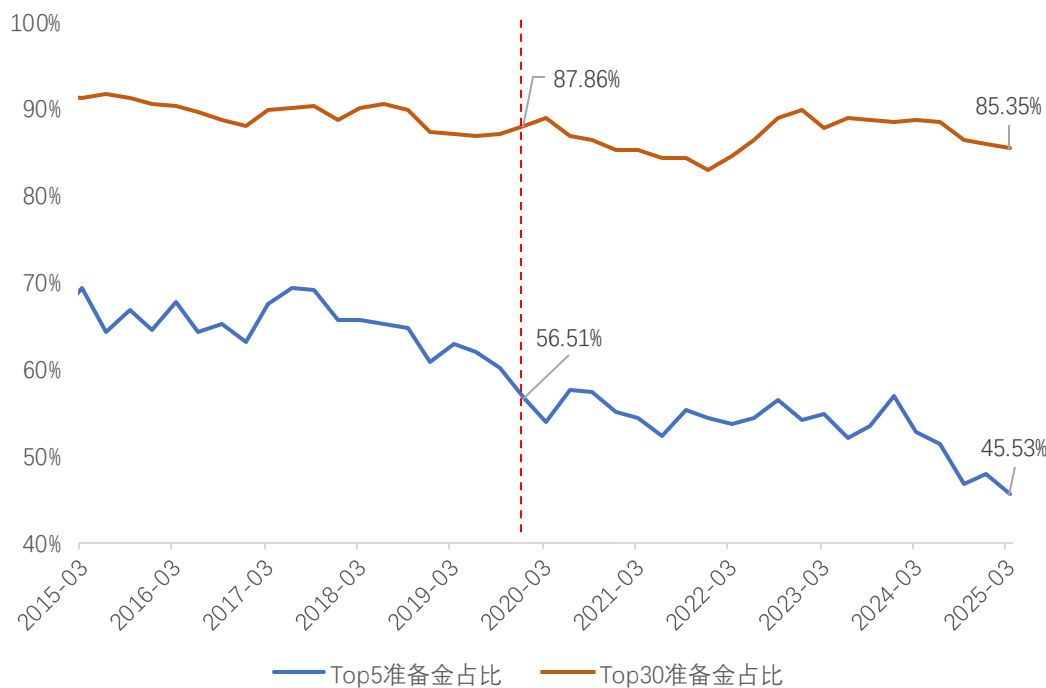
图 2：美国头部大行的回购市场净供给能力依然稳定



来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过 3 亿美元的银行）

从准备金构成的结构也可以佐证美国此轮缩表带来的流动性压力并未对更脆弱的中小银行带来压力：缩表对准备金的消耗几乎由前五大银行独自承担，因而美国准备金的分布更加均匀。这也是为何本轮快速缩表中，除硅谷银行外未发生其他的金融风险事件；从结构上看，美国整个金融体系甚至具备更强的韧性。

图 3：美国银行业准备金的构成更加“均匀”



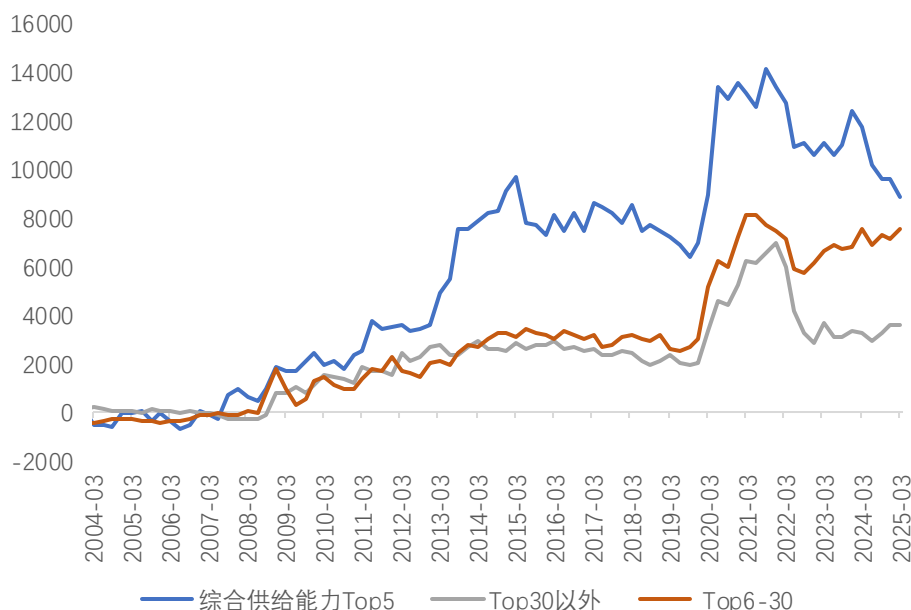
来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过 3 亿美元的银行）

如果我们转向更为综合的流动性供给能力，（即 **reserve + net lending position**，而非简单的“超额”水平）则更加直观，缩表带来的持续性压力主要体现在头部银行，其余银行（尤其是与硅谷银行类似的中型银行），提供流动性的综合能力并未恶化；换言之，越脆弱的银行在这一轮中受到的“保护”也越多。



总的来说，从准备金的总量到分布的结构都指向一个健康的美国流动性水平。

图 4：流动性综合供给能力的损耗都由头部大行承担

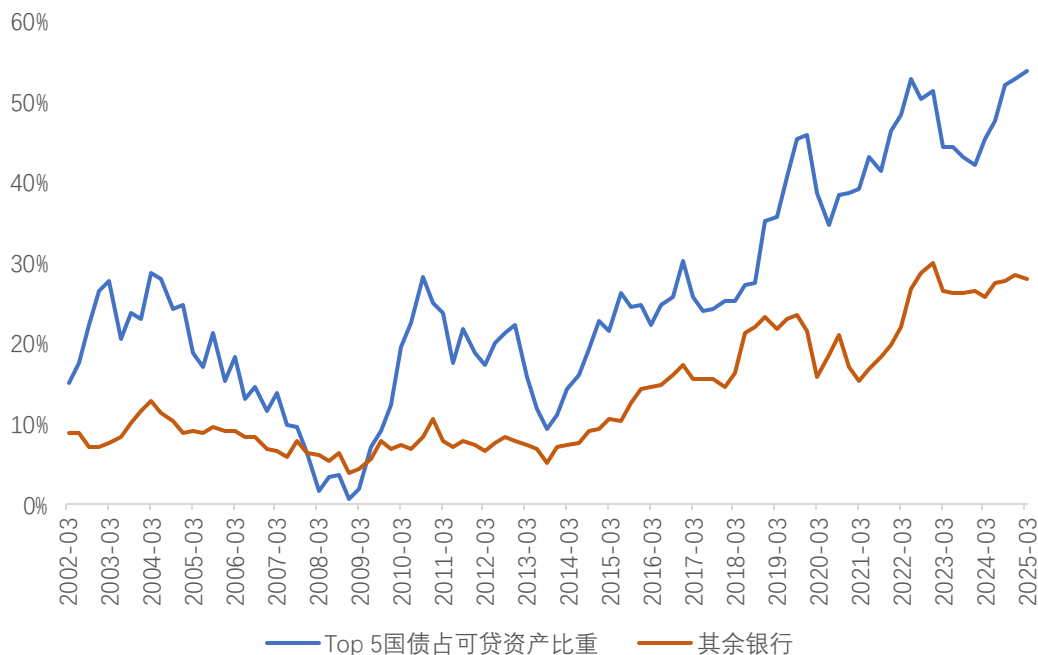


来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过 3 亿美元的银行）

相较于准备金的多寡，我们认为更应密切关注的是美国金融系统资产负债表构成的结构性变化，这主要体现在长久期资产对银行资产负债表占用的担忧。

首先是国债占所有可贷资产(Fungible Asset)的比重进一步提升。对于传统大行而言，国债占所有可贷资产的比重增长近 8 个百分点至 53%，且几乎全部来自于持有至到期类别资产(Hold-to-Maturity)的占比增加。

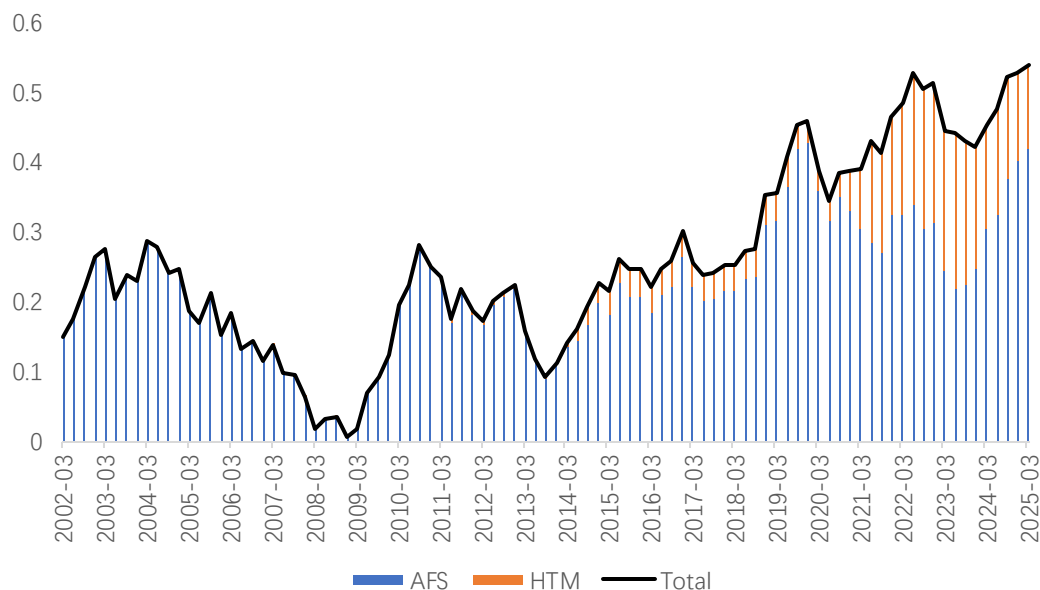
图 5：对于 Top 5 银行，国债占可贷现金资产比重逐步上行



来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过 3 亿美元的银行）



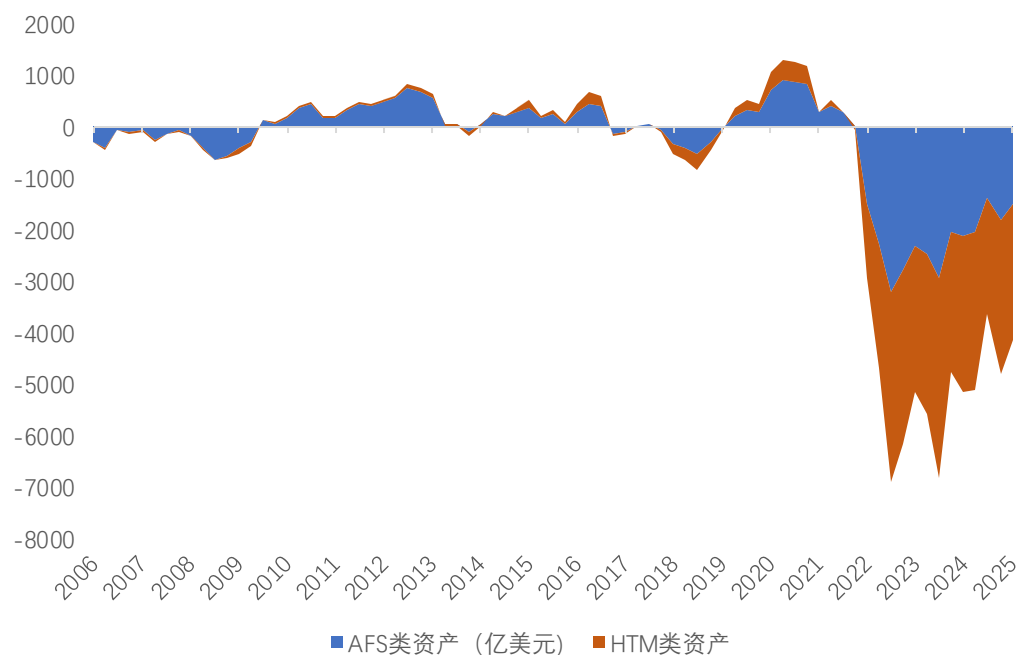
图 6：对于 TOP 5 银行，持有至到期的资产规模增加，加大了资产负债表占用程度



来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过 3 亿美元的银行）

从最新的数据看，美国银行业整体未实现损失共计 4100 亿美元，其中有约 2600 亿美元来自 HTM（持有到期）资产。对于银行来说，这些低利率环境下购买的资产将长期存在于表内，锁住资产负债表的部分信用供给能力。

图 7：大量的未实现损失限制了银行出售资产换取流动性的能力



来源：FDIC，国金证券研究所

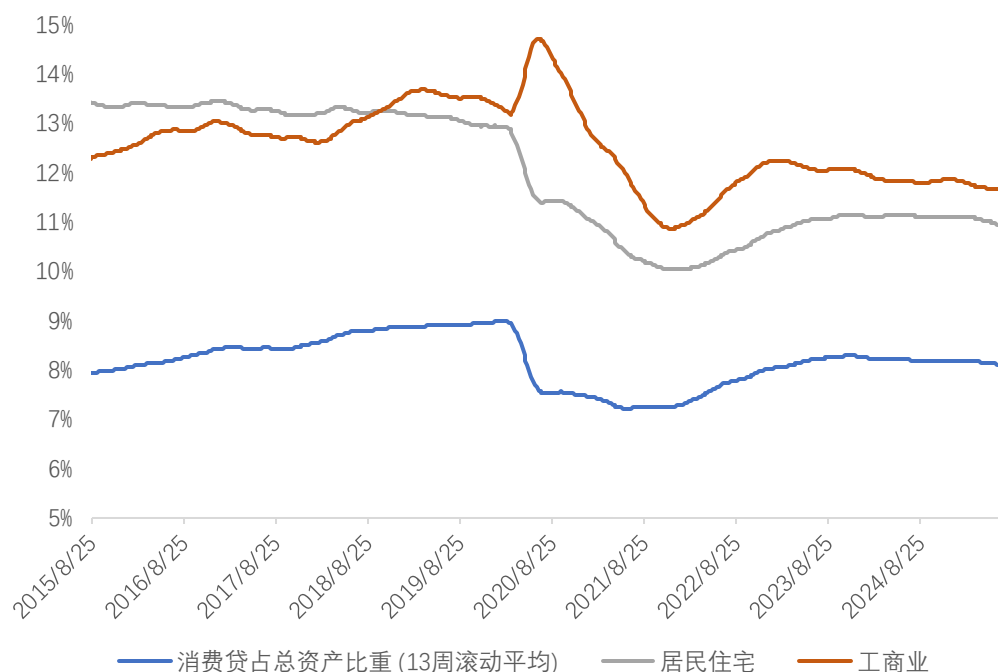
HTM（持有到期）资产的增加自然伴随着持有资产久期的上升，这也源自其余非债券类资产的低迷供给（工商业贷款，消费贷款以及居民地产贷款）。

最直接的原因是美国实体经济的贷款利率（需求）与长端美债利率挂钩紧密，联储的降息并未有效向长端传递，也难以降低实体融资成本；最直接的例子当属 30 年期抵押贷款利率，在联储已经降息 100bp 的情况下，仍处于 6.7% 左右水平，与去年同期几乎持平。

实体部门需求的疲软亦源自美国整体“脱实向虚”的趋势并未扭转，即所谓的制造业回流尚难以为继；拜登时期看到的逆周期制造业投资增长都基于大规模财政刺激。回归基础的市场经济主导后，投资美国实体经济的吸引力依然有限。

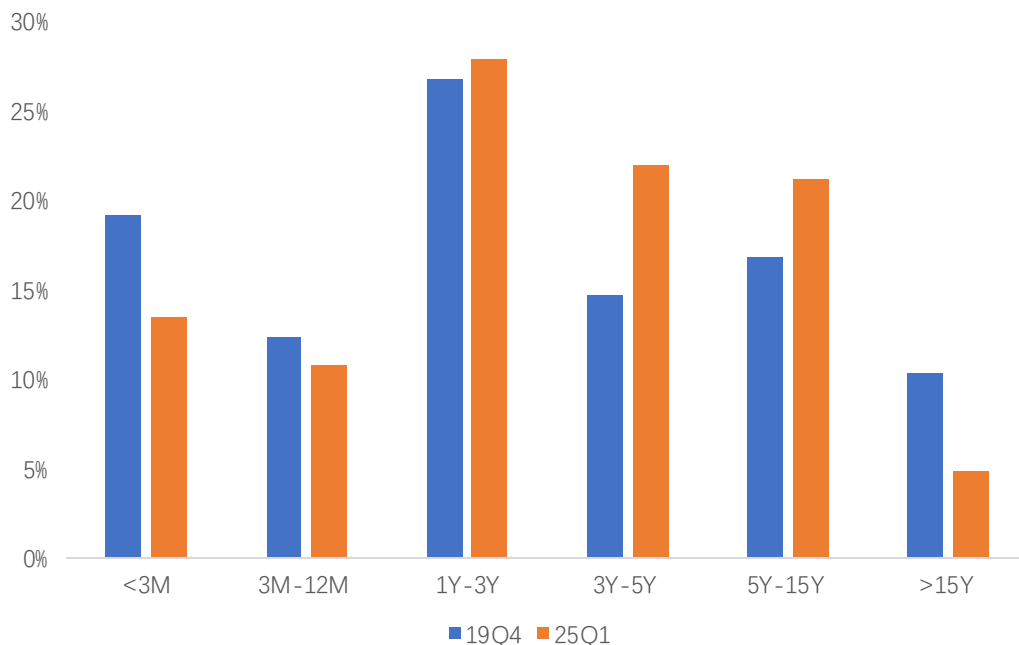


图 8：美国主要贷款类别占总资产的比重都有不同程度的下降



来源：FRED，国金证券研究所

图 9：美国银行业平均持有的债券类资产久期占比



来源：FFIEC，国金证券研究所（此处估算仅涵盖资产规模超过 3 亿美元的银行）

简而言之，美国流动性压力并未“迫在眉睫”，存量水平依然健康，但信用创造效率的问题值得密切关注。观察的阵眼来自于货币政策传导效率的提升，即中长端利率的下行幅度：于内是刺激实体经济需求的能力，于外是美国债务付息成本的下降。

这同时也意味着，如果降息依然难以传导到长端利率，美国将面临一个流动性充裕，但信用需求不足的宏观组合。这将加剧银行系统的资产负债表长久期化趋势，进一步推升资产价格泡沫化水平；两者都将放大资产对利率的敏感程度、同时积聚更大的流动性风险。



风险提示

- 1) 特朗普的政策不确定性加大，带来金融市场更明显的动荡和海外资金更快逃离美元。
- 2) 全球经济在关税越发明确的情况下受到更大影响，下半年全球同步宽松幅度超预期，甚至带来全球共振扩表，明显缓解长端利率压力。
- 3) 技术突破带来制造业回流加剧，美国生产成本明显降息，信用需求激增。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究