中银研究

宏观观察

中国银行 BANK OF CHINA 研究院

2021 年 3 月 15 日　　2021 年第 15 期（总第 338 期）

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- **《宏观观察》**
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作　者：熊启跃 赵雪情 邹子昂
中国银行研究院
电　话：010 - 6659 6865

签发人：陈卫东
审稿人：钟　红
联系人：叶银丹
电　话：010 - 6659 6874

＊　对外公开
＊＊　全辖传阅
＊＊＊　内参材料

美联储 SLR 豁免条款调整的影响及对银行业的对策建议*

2020 年 4 月 1 日，美联储实施“将美国国债和存放美联储资产从 SLR 指标扣除”的豁免条款（以下称 SLR 豁免条款）。该条款将于 2021 年 3 月 31 日到期，其影响引发了市场广泛关注。SLR 豁免条款到期将主要产生以下五个方面影响：**第一，**美国银行业持有国债意愿将显著降低，弱化国债做市能力。**第二，**2-5 年和 6-10 年期国债抛压将进一步增大，国债收益率曲线更趋陡峭化。**第三，**做空交易成为市场主流，国债回购利率跌入历史性负值。**第四，**银行存放美联储准备金趋降，倒逼资产结构调整。**第五，**美国大型银行 SLR 监管成本显著抬升。

SLR 豁免条款是美联储针对新冠疫情采取的临时性制度安排。SLR 豁免政策是否延期将大概率于 2021 年 3 月 16 日美联储举行的 FOMC 会议讨论决定。根据美国参议院银行委员会主席布朗的表态及相关研判，预计 SLR 豁免政策不延期的概率较大。

当前，中国银行业在美业务虽有部分存放美联储资产，但机构多属分行，不受 SLR 约束，豁免政策不延期对中资银行不会产生直接的监管影响。但应关注政策调整引发的美债收益率上涨、收益率曲线陡峭化、美国银行业资产配置调整等变化。建议：**第一，**关注 SLR 政策走势，防范美债收益率上行风险。**第二，**关注美国大型银行策略调整，提前布局相关业务。**第三，**警惕“缩减恐慌”风险再现。

美联储 SLR 豁免条款调整的影响及对银行业的对策建议

2020 年 4 月 1 日，美联储实施了 SLR 豁免条款，并将于 2021 年 3 月 31 日到期。SLR 豁免条款即将到期引发了市场的广泛关注。本文分析了 SLR 豁免条款到期的主要影响，并针对中国银行业提出了对策建议。

一、SLR 监管要求及豁免条款

（一）SLR 监管要求

针对 2008 年金融危机期间部分金融机构业务高度杠杆化和同业化造成的系统性风险，美联储出台了一系列强化监管措施。2013 年，美联储修订银行资本管理条例，在原资本监管框架下提出补充杠杆率（Supplementary Leverage Ratio,SLR）要求。SLR 等于银行一级资本净额除以表内外风险暴露，其与巴塞尔III提出的杠杆率算法一致。由于在美国资本监管框架中已提出杠杆率概念，为加以区分称之为 SLR。

SLR 分母为表内外风险暴露，其特点是将所有风险暴露以相同权重计入。“美国版”杠杆率分母只覆盖表内资产，不能反映表外风险情况。一级资本充足率分母是风险加权资产，充分考虑了资产间的风险差异，但银行容易通过使用内评法或资产结构调整等方式进行“粉饰”（表 1）。SLR 监管政策推出，提高了银行持有国债、存放央行等低风险资产成本，这些资产与贷款、公司债等高风险资产以相同权重计入 SLR 分母。而在一级资本充足率计算框架下，国债和存放央行风险权重为零，不消耗资本。

表 1：SLR 与相关指标对比

	SLR	“美国版”杠杆率	一级资本充足率
分子	一级资本净额	一级资本净额	一级资本净额
分母	表内外风险暴露	表内资产总额	风险加权资产
特点	涵盖表内外风险暴露，各类风险暴露以相同权重计入	涵盖表内资产，资产以相同权重计入分母，未覆盖表外风险暴露	涵盖表内外风险暴露，通过模型确定风险权重，充分考虑风险差异

资料来源：作者根据公开资料整理，中国银行研究院

美联储 2013 年资本管理条例规定，**对采用高级法计量风险加权资产的银行，SLR 最低要求为 3%。系统重要性银行（G-SIBs）需额外持有 2%的 SLR 缓冲（即 5%的 SLR 要求），以确保薪酬和分红政策的正常实施。对银行控股公司下属重要实体或子公司，SLR 不能低于 6%**。SLR 于 2016 年对外披露，2018 年 1 月 1 日产生监管约束效力。

（二）美联储 SLR 豁免政策

新冠疫情暴发后，美国国债市场流动性趋紧，实体部门避险情绪高涨，资金回流银行体系，存款规模大幅上升，导致银行存放央行资产规模持续攀升。为缓解新冠疫情对美国国债市场造成的冲击，支持银行体系向国债市场及实体经济提供流动性，2020 年 4 月 1 日，美联储实施 SLR 豁免条款。条款规定，**自 2020 年 4 月 1 日起，在计算 SLR 分母表内外风险暴露时，剔除美国国债和存放美联储准备金资产，直至 2021 年 3 月 31 日。**

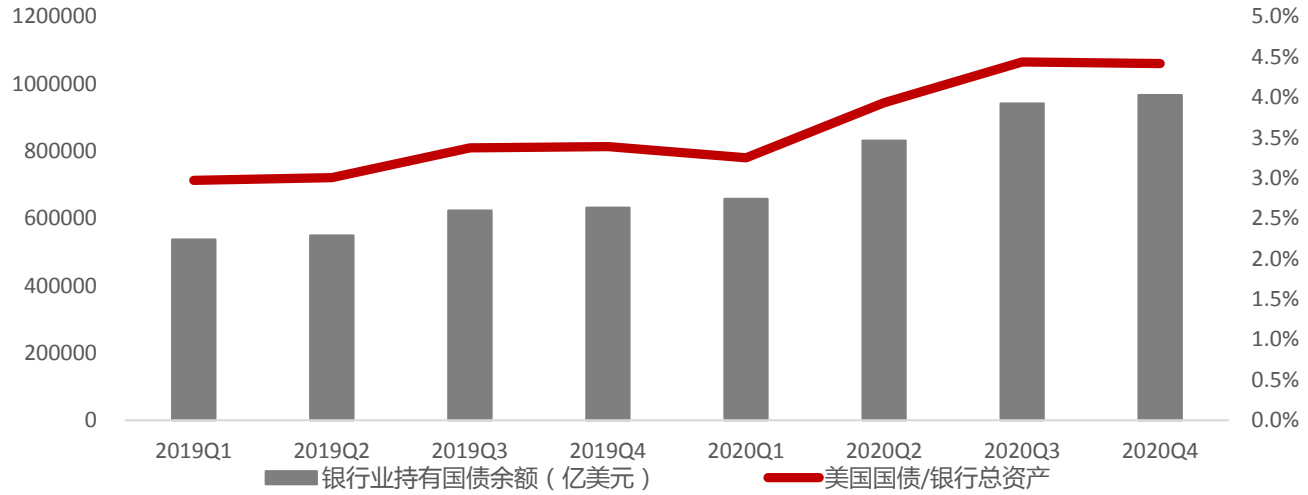
二、SLR 豁免政策到期的潜在影响

SLR 豁免政策的实施，促进了美国银行业功能发挥，取得了积极成效。作为美联储针对新冠疫情推出的重要纾困措施，SLR 豁免政策是否延期或将于 2021 年 3 月 16 日举行的 FOMC 会议讨论决定。从目前发展态势看，SLR 豁免政策不延期是大概率事件。美国参议院银行委员会主席布朗和沃伦（均为民主党）在给美联储和货币监理署发信中指出，美国银行业正利用新冠疫情削弱危机以来金融改革取得的最重要成果，批准延期将会是致命错误。结合 SLR 豁免政策推出后美国银行业的行为调整特点，SLR 豁免政策到期将主要产生以下五个方面影响。

第一，银行持有国债意愿显著降低，弱化国债市场做市能力。过去一段时期，在 SLR 豁免政策下，美国银行业持有国债规模大幅上升。截至 2020 年年末，美国银行业持有国债规模达 9668.8 亿美元，占同期美国银行业总资产的 4.4%，分别较豁免政策实施前（2020 年第一季度末）增加了 46.9%和 1.2 个百分点（图 1）。特别是在美债收益率上行的背景下，美国银行业成为除美联储以外少有的美债份额增持主体。SLR 豁免政策到期，将显著降低银行持有国债意愿，弱化银行在国债市场的做市能力，进

而加剧国债价格下跌与收益率上行。截至 2021 年 3 月 10 日，美国 10 年期国债收益率攀升至 1.53%，较年初上涨了 60 个基点，处于一年来的高位。过去半个月，5 年期、7 年期、30 年期美国国债拍卖倍数分别降至 2.02、1.86 和 1.86，处于历史低位。

图 1：美国银行业持有国债资产规模及占比变化



资料来源：FDIC，中国银行研究院

第二，2-5 年和 6-10 年期国债抛压较大，国债收益率曲线更加陡峭化。美国大型银行是中长端国债的重要购买方和做市商。SLR 豁免政策到期，将降低美国大型银行持债力度，而减持重点很可能是存量较多的 2-5 年和 6-10 年期国债。从 2020 年末美国四大行持有国债的期限结构看，2-5 年和 6-10 年期国债存量占比分别达 54.7%和 26.3%（表 2）。国债抛售期限选择将对收益率曲线形状产生较大影响。

表 2：2020 年末美国大型银行持有国债期限结构

银行	1 年及以下	2 年-5 年	6 年-10 年	11 年以上
摩根大通	16.7%	55.0%	23.6%	4.7%
美国银行	8.8%	25.8%	65.4%	0.0%
富国银行	6.8%	64.6%	18.2%	10.4%
花旗集团	23.9%	75.3%	0.8%	0.0%
合计	16.5%	54.7%	26.3%	2.5%

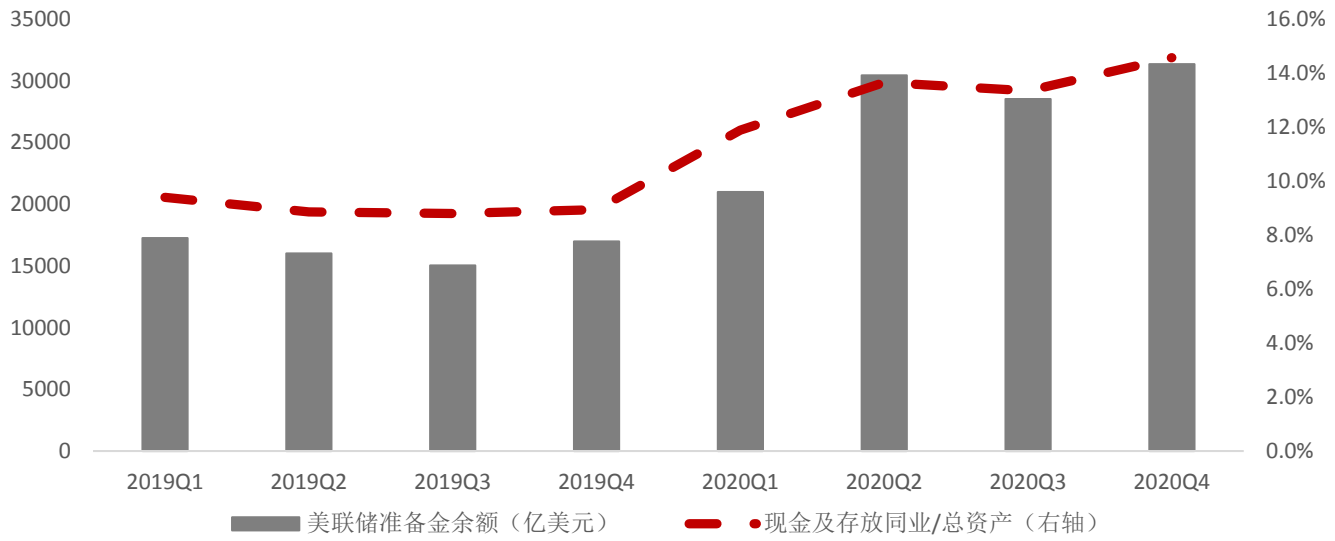
资料来源：银行年报，中国银行研究院

第三，做空交易成为市场主流，国债回购利率跌入历史性负值。一方面，如果 SLR 豁免政策不延期，将给美债做空交易“火上浇油”。根据美国商品期货交易委员会（CFTC）数据，2021 年 3 月 2 日当周，美国国债期货非商业空头持仓增加量与多头持仓减少量环比增加 3.4 万单，净空头涨幅触及历史高位。另一方面，大规模做空交易也会产生跨市场连锁效应。按照规定，美国市场做空，需持有现券，回购交易是获得现券成本较低的方式。市场大规模做空美债，使得回购市场的现券供不应求、流动性趋紧，回购利率大幅下跌。近期，10 年期美国国债回购利率转为负值，甚至一度下跌至负 4.25%，创历史最低水平。

金融风险将从国债市场传导至其他金融市场，从银行传导至非银金融机构。美国国债是基础性资产，与财政货币政策、经济金融形势紧密相连；美国国债收益率是基础性利率，是美国，乃至全球资产定价之锚。**在市场层面，**美国国债收益率上行，将加大股市高位调整风险，抬升借贷资金成本，对美元指数产生小幅支撑作用，促使国际资本流动格局发生变化。**在机构层面，**银行减持国债，从根本上改变了国债及其回购市场的做市能力与流动性局面，依赖国债回购拆借资金的非银行金融机构将面临较大冲击；如果国债收益率上行引发跨市场资产价格大幅共振，将进一步加剧对冲基金、共同基金等非银行金融机构风险，进而传导至整个金融机构体系，甚至诱发系统性危机。

第四，存放美联储准备金趋降，倒逼银行资产结构调整。2020 年四季度末，美联储准备金余额达到 31350 亿美元，美国银行业现金及存放同业/总资产比例为 14.6%，分别较 2020 年一季度（SLR 豁免政策推出前）增长 49.3%和 2.7 个百分点。存放联储和国债配置比例的提高，客观上抑制了银行信贷、公司债等资产配置。SLR 豁免政策到期，将显著增加银行存放美联储的资本成本，倒逼银行业重置资产结构。

图 2：美国银行业现金及存放同业/总资产及美联储准备金余额



资料来源：FDIC，中国银行研究院

第五，银行 SLR 监管成本抬升。2020 年四季度末，美国 G-SIBs 的平均 SLR 为 7.2%，合计表内外风险暴露为 146558.2 亿美元，分别较一季度末（政策推出前）提高 1 个百分点和下降 7.4%（表 3）。SLR 豁免政策到期将显著增加美国大型银行 SLR 监管压力，根据美国 G-SIBs 年报披露信息，豁免政策到期将使美国 G-SIBs 的 SLR 下降 1-2.5 个百分点，由此产生资本补充和资产结构调整压力。

表 3：SLR 豁免政策对美国 G-SIBs 影响（单位：亿美元）

银行	指标	2020 年底	2020 年 3 月末	变化
美国银行	SLR	7.2%	6.42%	0.82%
	表内外风险暴露	27857.5	29841.4	-1983.9
	一级资本净额	2001.0	1915.3	85.7
纽约梅隆银行	SLR	8.62%	5.62%	3.02%
	表内外风险暴露	3048.2	3928.1	-879.9
	一级资本净额	263.1	219.3	43.8
花旗银行	SLR	7.02%	6.02%	1.02%
	表内外风险暴露	23868.8	25918.8	-2050
	一级资本净额	1670.5	1544.6	125.9
高盛集团	SLR	7.92%	5.92%	2.02%
	表内外风险暴露	13329.4	14388.7	-1059.3
	一级资本净额	927.3	855.9	71.4
摩根大通	SLR	6.92%	6.02%	0.92%
	表内外风险暴露	34015.4	35358.2	-1342.8
	一级资本净额	2348.4	2134.1	214.3
摩根士丹利	SLR	7.42%	6.22%	1.22%
	表内外风险暴露	11925.1	11857.3	67.8
	一级资本净额	880.8	739.0	141.8
道富银行	SLR	8.12%	5.42%	2.72%
	表内外风险暴露	2075.5	2702.6	-627.1
	一级资本净额	168.5	145.9	22.6
富国银行	SLR	8.12%	6.82%	1.32%
	表内外风险暴露	19639.7	22563.1	-2923.4
	一级资本净额	1582.0	1542.8	39.2
总计	SLR	7.22%	6.22%	1.02%
	表内外风险暴露	135759.5	146558.2	-10798.7
	一级资本净额	9841.6	9096.8	744.8

资料来源：银行年报，中国银行研究院

三、中国银行业建议

当前，中国银行业在美业务虽有一定规模的存放美联储资产，但由于中资在美机构大多属分行，不受 SLR 约束，豁免政策到期对中国银行业不会产生直接的监管影响。

但政策调整会引发美债收益率上涨、收益率曲线陡峭化、美国银行同业资产配置结构调整等变化，将对中国银行业产生一定的间接影响，相关建议可归纳为以下三个方面。

一是关注 SLR 政策走势，防范美债收益率上行风险。关注 SLR 豁免政策变化态势，关注表决结果和豁免政策到期后美国国债收益率的变动趋势，防范收益率大幅上涨风险。建议积极调整策略，平衡估值和再投资风险，综合运用期货、期权等金融衍生工具，开展对长期利率上行、收益率曲线陡峭化等极端情景压力测试。关注美联储货币政策走向，加强美元流动性风险防控。加强主动风险管理，密切关注对长期利率上升较敏感的资产价格变动，针对金融资产价格极端波动对表内资产、代客资产估值冲击采取预案，防范美国利率类衍生品、国债回购市场可能出现的价格异常波动。密切关注跨境资本流动变化，加强反洗钱和恐怖主义融资合规能力建设。利用美国国债收益率陡峭化趋势，适度保持美元资产负债期限错配力度，加大长久期、浮动利率定价资产配置。提高短期低成本负债比例，维持负债端低成本态势。考虑在美国国债长期利率尚处于较低水平的窗口期，布局发行以美元计价的长久期资本工具以及总损失吸收能力（TLAC）债券，降低综合融资成本。

二是关注美国大型银行策略调整。SLR 豁免政策到期将倒逼美国银行业减少存放联储准备金和国债资产配置。银行业资产结构将逐渐向 SLR 豁免政策推出前回归。信贷、公司债等资产的配置比例将趋于上升，相关市场活力及竞争程度将趋于上升。在美国经济复苏进程尚不明朗情况下，美国大型银行很有可能会加大在亚太等海外市场资源配置力度。建议中国银行业关注美国大型同业资产调整策略，提前布局美元优质项目，加强与美国大型同业在相关地区银团贷款业务合作。积极拓展美国大型机构参与中国资本市场，积极参与债券通等跨境互联互通机制，提升服务能力。

三是警惕“缩减恐慌”风险再现。当前形势与 2013 年“缩减恐慌”[1]存在一定的相似之处，经济超预期复苏与通胀水平抬升可能促使货币政策提前转向预期升温。市

[1] 2013 年 5 月 22 日，美联储前主席伯南克在讲话中提到可能会放缓资产购买步伐。市场情绪出现恐慌，金融市场剧烈震荡，10 年期国债收益率一个月内迅速抬升 57 个基点，标准普尔 500 指数下跌约 5%，新兴市场 6 月证券组合资金净流出规模达 246 亿美元。

场预测，美联储将于 2023 年第一季度加息，2021 年末或 2022 年初美联储开始缩减 QE。同时，相较于 2013 年，当前美联储 QE 规模更大，美国国债收益率上升更快，美股等资产估值更高，全球流动性更加“充裕”，国际资本流动更敏感。随着美联储缩减操作渐行渐近，市场开始消化这一预期，未来一段时期金融市场可能发生更大的调整与波动。应高度关注近期美国金融市场走势，做好“缩减恐慌”的风险防范预案；排查现有业务可能的风险漏洞，警惕资产价格震荡与流动性急剧变化；巴西等部分新兴经济体基本面失衡、金融脆弱性较高，可能面临大规模资本流出与金融震荡，需要做好国别风险预警与安排。