



## 雪崩时，没有一片雪花是无辜的

### ——硅谷银行倒闭事件再思考

#### 一、危机边缘：硅谷银行倒闭并非孤例

3 月 10 日，全美第 16 大银行硅谷银行（资产规模\$2,120 亿）在引发市场恐慌两天后被美国联邦保险公司（FDIC）迅速接管，成为美国史上规模第二大的银行倒闭事件。3 月 12 日，全美第 29 大银行签名银行（Signature Bank，资产规模\$1,104 亿）倒闭，成为美国史上第三大银行破产事件。加上 3 月 8 日规模较小的银门银行（Silvergate Bank，资产规模\$113 亿）终止运营，一周内美国已有 3 家银行倒闭。尽管美国监管部门迅速采取措施，但动荡尚未完全平息。

事实上，在过去四个月中，黑石集团旗下净资产规模超\$700 亿的旗舰房地产信托基金（BREIT）已经历了规模超百亿美元的挤兑。尽管黑石大幅下调了赎回额比例并持续卖出资产填补流动性缺口，但最终仍有一笔价值\$5.62 亿的商业地产抵押支持证券（CMBS）到期未能足额兑付，截至 3 月初未偿余额仍有\$3.16 亿。

总体上看，此轮美国金融业风波，尽管有着风险管理和处置不当等个体原因，但更多是新冠疫情爆发后宏观经济政策环境激剧变化的投影。疫情三年美元潮水的快速涨落，成为诸多金融机构不可承受之重。当前倒闭的三家银行，只是高利率下金融体系风险浮出水面的冰山一角，折射出高利率叠加流动性收紧之下美国金融体系脆弱性显著上升。这进一步加大了美联储的货币政策决策的难度，为全球经济和金融市场带来新的巨大不确定性。

#### 二、潮起潮落：风波缘何发生



2020 年 3 月至 2022 年 2 月，为了应对新冠疫情对经济的冲击，美国执行了长达 2 年的“双宽松”政策（图 1）。一方面，美国政府出台了合计达 \$5.4 万亿的财政刺激包，占 GDP 比重超过 1/4，公共债务占 GDP 的比值从 107% 跳升至 120% 以上。另一方面，美联储将政策利率下限快速降至 0-0.25% 区间并保持了整整 2 年，同时大量买入美国国债、MBS 等资产，使其资产规模在两年内扩张了 \$4.8 万亿至 \$8.9 万亿。美国 M2 存量上升了 5.7 万亿（36%）。

天量宏观刺激以及零利率环境直接推动了美国科技和房地产等行业的大繁荣，资产价格一路走高（图 2）。疫情前两年，美国 S&P 房价指数上涨 35%；纳斯达克 100 指数上涨 65%；比特币价格从 \$8,500 大幅上行至 \$44,000，涨幅超 400%。

美国金融机构的资产规模、营收和利润亦随着行业景气水涨船高。以专营科创行业的硅谷银行为例，在负债端，2021 年末其存款达 \$1,892 亿，相较 2 年前扩张了 2 倍有余；在资产端，同期其贷款扩张了 1 倍至 \$659 亿，证券投资则扩张了 3.4 倍至 \$1,280 亿。2021 年，硅谷银行营收达 \$60 亿，相较 2019 年增长 70.68%；税前利润达 \$59 亿，相较 2019 年增长 78.33%。

美元潮起之后，便是潮落。随着美国通胀大幅走高，宏观政策取向急剧逆转，财政宽松曲终人散，货币政策急速收紧。2022 年 3 月至今，美联储已合计加息 450bp，累计缩表超 \$6,000 亿（缩幅 8.3%）。去年 4 月起，美国 M2 存量开始下降，今年 1 月同比收缩 2%，为 1930 年代大萧条之后首度负增长（图 3）。截至 3 月 14 日，纳斯达克 100 指数相较 2021 年 11 月高点跌幅超 25%；比特币价格较 2021 年 10 月高点跌幅超 60%。房价下跌相对滞后，2022 年末相较同年 6 月高点回落超 4%。



宏观环境与行业景气的激剧变化，对企业和金融机构经营造成了剧烈冲击。例如，由于美联储政策紧缩后美国科创企业估值下挫，现金流承压，硅谷银行所面对的提现需求大幅上升，不得不卖出持有的债券应对。2022 年，硅谷银行的资产、营收与利润增长相较上年显著放缓。其中在负债端，无息活期存款流失\$450 亿，下降 36%；付息存款上升\$290 亿，增长 46%，负债端成本显著攀升。3 月 8 日，硅谷银行在融资方案中披露了\$210 亿债券出售导致\$18 亿损失的信息，成为其最终倒闭的导火索。市场担忧硅谷银行债券投资\$150 亿的浮亏被迫兑现，导致其资产端与负债端状况迅速交互恶化。3 月 9 日，硅谷银行遭遇\$420 亿的挤兑，股价暴跌 60%，并于次日被 FDIC 接管。

事实上，浮亏问题并非硅谷银行独有，而是由于利率大幅上行所产生的系统性普遍现象。FDIC 数据显示，2022 年末，美国银行业未兑现浮亏达\$6,200 亿。即便是美联储，截至去年三季度末，其所持有的债券浮亏也超过\$1.1 万亿。

值得一提的是，当前美国收益率曲线深度倒挂，颠覆了金融机构通过“借短贷长”赚取期限利差的经营逻辑，进一步放大了金融机构资产负债错配的风险。美国国债 10 年期与 2 年期利差自去年 7 月以来持续倒挂，幅度不断扩张，期限利差在 3 月 8 日达-107bp，为 1981 年 9 月以来最低。之后由于硅谷银行倒闭事件对加息预期构成压制，2 年期国债收益率快速回落，期限利差至 3 月 14 日收敛至-56bp。

### 三、恐慌蔓延：风险如何传导

观察此次美国金融业风波的起点，近期爆雷/倒闭的金融机构有一个明显的共性。黑石集团、硅谷银行和签名银行分别专营房地产、科技和加密货币行业，均对利率高度敏感。房产价格、科技企业估值和加密货



币价格均与利率水平负相关，且极富弹性。当利率上升时，上述金融机构的资产负债表因此遭受了更大冲击。

危机时刻，风险在金融市场中的传导是非线性的。一是速度上极快，特别是电子转账使得银行挤兑爆发更加迅猛，使得硅谷银行在一天内需要应对总额达其现金资产 3 倍的提现需求。二是范围上由点及面，通过金融交易呈网络状辐射。尽管 3 月 12 日美国监管部门迅速出台措施，但并未立即阻绝美国投资者与储户恐慌的蔓延。3 月 13 日，美国中小银行股价大幅下挫，银行间市场流动性大幅收紧，部分中小银行面临挤兑，即便是大银行的信用违约互换（CDS）利差也出现陡峭上行。3 月 14 日，由于市场对美联储加息预期反转，美国金融动荡终于出现缓和迹象，中小银行股价边际反弹，但 FRA-OIS 利差显示银行间市场流动性仍然极为紧张（图 4）。考虑到当前美国宏观大变局下金融业的经营困境，未来风险事件仍有可能发生。

谁会成为下一个倒闭的金融机构？总体上看，美国中小银行的风险更高，特别是专营利率敏感型行业的机构（图 5）。一是中小银行经营风险相对更大。在资产端，其业务和客户结构更为单一，风险偏好相对更高；在负债端，更加依赖于同业借款和央行的贴现窗口；总体上资产负债和期限错配程度更深。在当前的高利率及收益率曲线倒挂的环境下，中小银行的经营也就面临着更大的压力和风险。二是中小银行“安全垫”明显不足。美国准备金市场分层严重，分布高度不均，主要集中于大型银行。这主要是由于次贷危机后美国强化宏观审慎监管，增加了对大银行的资本要求。中小银行准备金相对不足，更大程度暴露在了流动性收紧的冲击之下。三是当前中小银行存款正加速流失，向大银行聚集。据媒体报导，硅谷银行倒闭后，JP Morgan 存款已大增数十亿美元，美国银行、花旗银行和富国银行的存款也出现了大规模增长。市场已对中小



银行风险定价。3 月 13 日美国 SPDR 标普区域性银行 ETF（KRE）大跌 12.3%，位于加州且同样服务科创企业的第一共和银行股价跌幅达 62%；3 月 14 日 KER 小幅反弹 2%。此外，在零利率时期激进扩张、资产负债和期限错配严重、经营利率敏感型行业的非银行类金融机构也存在显著风险。

若金融体系脆弱性进一步上升，将由利率敏感型行业外溢，抑制市场主体的风险偏好，进而造成信贷紧缩，拖累实体经济。一方面，居民部门对银行信心下降，或导致部分存款退出银行体系，拉低货币流通速度及货币乘数。另一方面，为应对可能的挤兑，金融机构将囤积流动性，导致金融资产价格和金融市场配置效率下降。若两者交互作用、持续强化，金融系统可能陷入恶性循环，最终爆发危机，引发“破产潮”“失业潮”。

#### 四、污名效应：美联储新工具的潜在问题

有鉴于金融风险快速传染可能造成的巨大影响，美国监管部门迅速将硅谷银行和签名银行倒闭定性为“系统性风险”（systemic risk），FDIC 由此可以对这两家银行超过 \$25 万存款保障上限的储户存款进行全额保障。这一举措有效平息了潜在的储户挤兑冲击，但并未从根本上解决中小银行所面临的存款流失困境。如前所述，硅谷银行事件后，美国存款将进一步向大银行集中。此外，也有批评观点认为政府兜底会增加金融机构的道德风险，推升其风险偏好，从而在经济下行期面临更为严重的问题。

除存款保险赔付之外，美联储为应对此次风波推出了新工具“银行定期融资项目”（BTFP，Bank Term Funding Program），承诺以抵押贷款的方式为银行提供与债券抵押品面值相等的流动性，借款时限 1 年，利率



锁定为 1 年期隔夜指数掉期（OIS）利率上浮 10bp，可接受的抵押品包括美股国债、MBS 和其他债券。

BTFP 确保了银行的国债和其他债券资产可以根据面值变现，从而减少了卖出机构因利率大幅上行所产生的损失。但污名效应（Stigma Effect）可能限制这一工具在极端时刻的效果。金融机构通过 BTFP 借款，将向市场释放走投无路的信号，其效果无异于硅谷银行 3 月 8 日所发布的公告，随之而来的将会是股价暴跌和储户挤兑。这可能是 BTFP 于 3 月 12 日推出后，3 月 13 日金融市场仍然大幅波动的原因。而 3 月 14 日风波的平息，其根本原因可能在于市场对美联储进一步激进加息预期的逆转（图 6）。

## 五、美国经济：难逃衰退

此次美国银行业风波表明，由于美联储加息周期“更高更久”，当前美国利率敏感型行业及少数银行已陷入困境。复盘硅谷银行事件，抛开微观层面因素不谈，就会发现 3 月 7 日鲍威尔在国会听证会上超预期“放鹰”，是压死骆驼的最后一根稻草。这指向以类似硅谷银行经营利率敏感型行业的部分美国金融机构，在当前利率水平上的风险已逼近临界点（tipping point）。任何在此基础之上的风吹草动，即便仅仅停留在预期层面，也可能导致风险爆发。短期内美国若再有银行接连倒下，或再度引爆全球金融危机。

就此推论，金融稳定性将成为美联储未来考虑的最重要因素之一。“控通胀”目标和“稳金融”意愿之间的冲突，将令美联储决策“左右为难”。一方面，“控通胀”仍然要求美联储进一步加息。今年以来，美国通胀回落速度低于预期，2 月美国通胀仍然高达 6.0%，特别是核心服务通胀进一步上行 0.1pct 至 7.3%，仍在创造新高（图 7）。核心服务通胀很大程



度上与通胀预期和就业市场相关,是美联储控通胀的重中之重。理论上,美联储仍然需要通过进一步加息冷却需求。但另一方面,如前所述,美国金融业已处于悬崖边缘,利率水平的进一步上行或将令其跌入深渊。当前美国乃至全球金融经济不确定性和风险因此将进一步上升。

总体上看,不论金融危机是否发生,美国经济都难逃衰退。即使美国政策利率停留在当前位置不再上行,实际利率水平依然会随着通胀逐步回落由负转正并逐步走高,对美国经济的收缩效果将不断加剧(图 8)。美联储所描画的激进加息下美国经济“软着陆”情景像是童话故事,变得越来越遥不可及。去年 7 月以来美国收益率曲线持续发出的衰退警示,正在逐渐自我实现。

(作者: 谭卓 王天程)



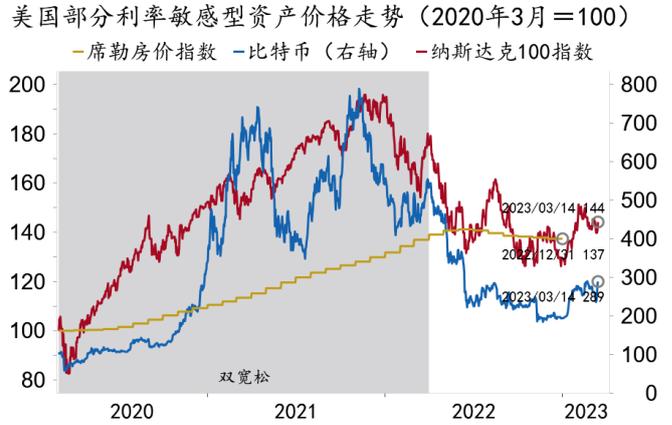
附录

图 1: 疫情爆发后美国执行了持续两年的“双宽松”



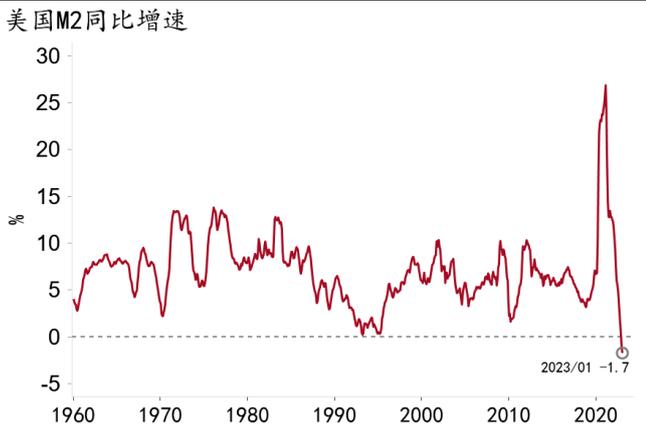
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 2: 疫后三年利率敏感型资产价格大起大落



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 3: 大萧条以来美国 M2 增速首度负增长



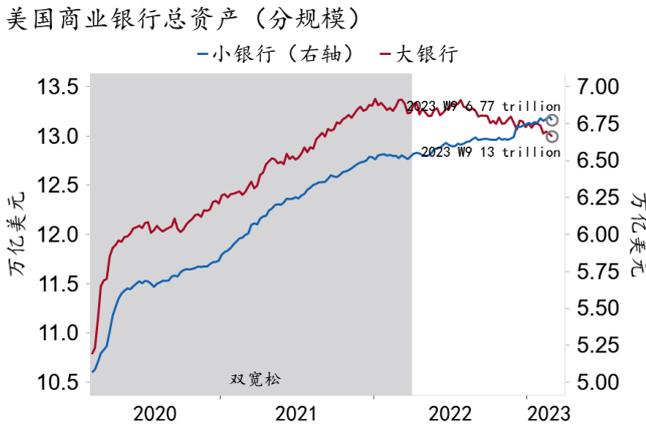
资料来源: Bloomberg, 招商银行研究院

图 4: 美国金融系统流动性水平快速收紧



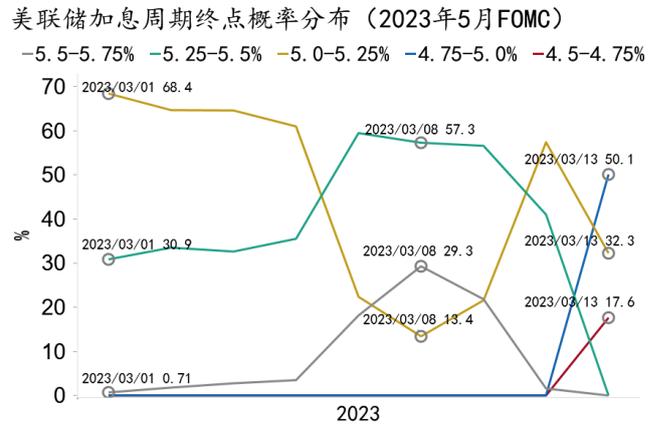
资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 5: 美国小银行资产规模仍在扩张



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 6: 近日美联储加息预期快速转“鸽”



资料来源: Macrobond, 招商银行研究院

图 7：美国核心服务通胀仍在上行

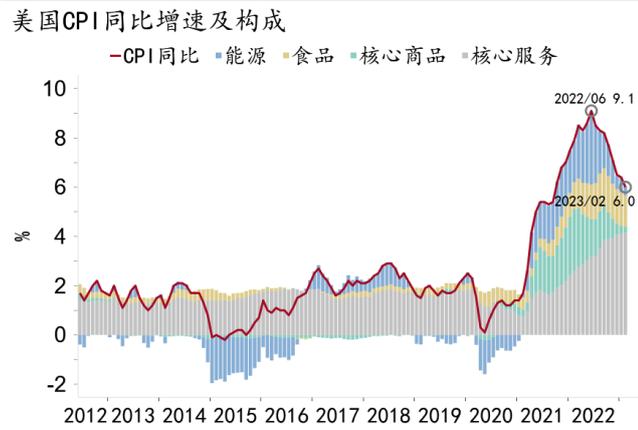


图 8：美国实际利率水平仍未达峰

